

29.3.20

עיקרי הדברים

אינפלציה 12 חודשים

הבאים
0.3%

מדד מרץ
0.3%

מדד אפריל
0.0%

מדד מאי
0.3%

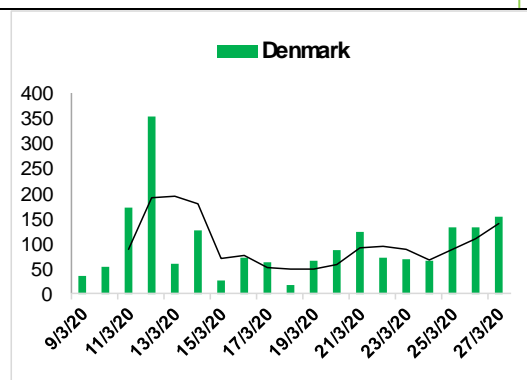
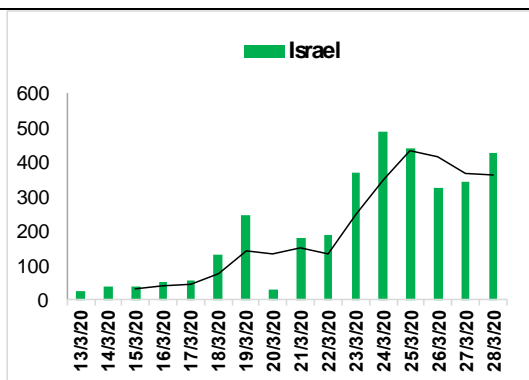
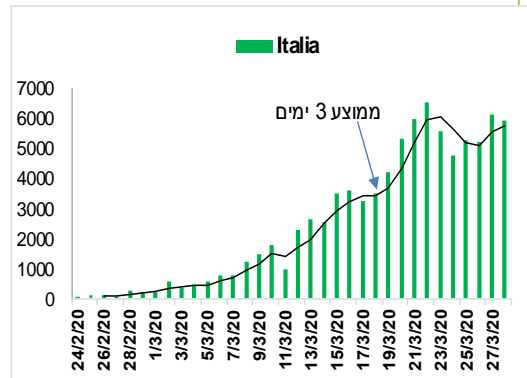
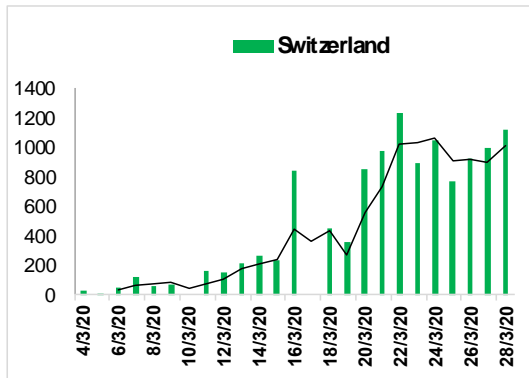
ריבית בנק ישראל צפויה

בעוד 12 חודשים
0%

- גודל חבילת הסיוע הפיסקאלית בישראל, שמהווה כ-6% מהתמ"ג, די גבוה בהשוואה למדינות האחרות. רוב המדינות שהחליטו על תמריצים גדולים, מצבן מבחינת המגפה גרוע יותר מישראל.
- כתוצאה מהצעדים המתוכננים ומהשפעת המגפה על הכלכלה, הגירעון בישראל צפוי לעלות השנה לרמה של כ-12%-10% תמ"ג והיחס בין החוב לתמ"ג לכ-70%.
- לעומת המדינות הפיסקאליות המתוכננת, הצעדים המוניטאריים בישראל היו עד עתה מינוריים יחסית בהשוואה לנעשה ע"י הבנקים המרכזיים בעולם. להערכתנו, הצעדים המוניטאריים צריכים לקחת חלק גדול יותר בתמיכה בפעילות המשק.
- הגירעון הממשלתי הגדול מאוד לא בהכרח צפוי לגרום לעליית התשואות ופיחות השקל. הפרמטרים הפיננסיים יושפעו מהצלחת ההתמודדות עם המגפה (בינתיים ישראל נראית לא רע) ומהירות חזרת המשק לפעילות.
- אנו מעריכים שבנק ישראל יצטרך להתערב בסופו של דבר בשוק האג"ח הקונצרניות.
- ניסיון העשור האחרון והניסיון היפני הממושך מלמדים שהרחבה פיסקאלית ומוניטארית גדולה בו זמנית בעולם לא בהכרח תוביל לעליית התשואות והאינפלציה, אך האופי הייחודי של המשבר הנוכחי עלול להגביר סיכון לכך.
- על פי ההערכות של הגורמים הרשמיים בסין, המשק הסיני צפוי להתאושש במהירות ברבעון השני.
- בינתיים, הנתונים הראשונים במערב חושפים גודל הפגיעה בכלכלה שהיה די דומה לסיין, במיוחד במגזר השירותים.

בחזית המגפה.

למעט אזור אסיה, החדשות מחזית המלחמה במגפה ברובן לא מעודדות בינתיים, אך יש גם כמה מדינות בהן מסתמנת התמתנות בגידול חולים חדשים. אחת מהן זאת דווקא איטליה. נראה שהסגר מתחיל להשפיע, כפי שניתן לראות בגרף הימני למעלה. המספרים אומנם גבוהים מאוד, אך בשבוע האחרון הגידול נעצר. גם בשוויץ ובדנמרק אפשר להצביע (בזהירות) על תופעה דומה. המדינה הנוספת שבה ניכרת התייצבות זאת ישראל.



עולם.

הרחבות מוניטאריות ופיסקאליות ללא מגבלות

המשבר הנוכחי מספק שיאים בלי הפסקה. השבוע נרשמו העליות החדות ביותר בשוק המניות האמריקאי מאז 1933. בשבוע שעבר העלייה החדה ביותר בתשואת האג"ח הממשלתית האמריקאית מאז 1994. השבוע הירידה החדה ביותר בדולר מאז 1985 (Plaza Accord). במקביל גם הצעדים של הרגולטורים חסרי תקדים גם בחזית הפיסקאלית וגם המוניטארית:

- היקף הצעדים הפיסקאליים של הממשלה בארה"ב עומד על כ-9% תמ"ג, של ממשלת יפן על כ-11% תמ"ג, ממשלת גרמניה על כ-11% (תרשים 10).

- ה-FED הוריד ריבית לאפס. הוא עומד לרכוש אג"ח ממשלתיות ללא מגבלה, רוכש בעקיפין אג"ח קונצרניות, קרנות כספיות, ניירות ערך מסחריים. בנוסף, הוא מקים קרן למתן אשראי לעסקים ופועל בעוד חזיתות. גם ה-ECB למעשה מתכוון לרכוש אג"ח ממשלתיות וקונצרניות כמעט בלי מגבלות. גם הבנקים המרכזיים של בריטניה ויפן לא נשארים מאחור.

מהן ההשלכות האפשריות של מדיניות זו?

הניסיון מאז משבר 2008 מלמד שניתן לנהל מדיניות מוניטארית ופיסקאלית מרחיבה מבלי לגרום לעליית התשואות או לאינפלציה. גם התקדים היפני בעל ניסיון אף ארוך יותר מראה שזה אפשרי. אולם, בנסיבות הנוכחיות אנו רואים מספר סיכונים אפשריים במדיניות זו:

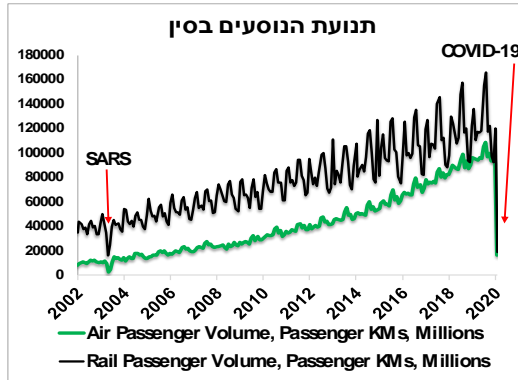
1. במידה והפעילות תתאושש בפרק זמן קצר יחסית (תוך רבעון, כמו בסין), היקף התמריצים שאושרו עשוי להתברר כגדול מדי ולייצר עודף ביקושים והתחממות יתר במשק. להסיר תמריצים במהירות יהיה קשה. מצב זה טומן עלייה בסיכון האינפלציה. נוסף, שהממשלות והבנקים המרכזיים עומדים לממן או לסבסד את הביקושים, אך זאת כאשר צד ההיצע דווקא התכווץ בגלל השבתת משאבי ייצור וצמצום היבוא. במשבר כלכלי רגיל קובעי המדיניות מדרבנים ביקושים על רקע עודף בצד ההיצע. במצב הנוכחי קיים סיכון להיווצרות האינפלציה.
 2. העולם התחלק למדינות שממשיכות או חוזרות לייצר, בעיקר באסיה, ולמדינות שהפעילות בהן קפאה, כמו באירופה או ארה"ב. קיפאון בייצור המקומי אמור להביא להגדלת הביקושים ליבוא, אך כדי לממן את היבוא צריך מט"ח שלא מגיע ללא פעילות היצוא. הגדלת תקציביים והרחבות מוניטאריות לא מייצרות מט"ח. זה לא המצב שיכול להתקיים לאורך זמן בשווי משקל. בסופו של דבר, מטבעות המדינות שנמצאות בהסגר אמורות לעבור פיחות מול המטבעות של המדינות שממשיכות לפעול, מה ששוב מחזיר אותנו לסיכון לעליית אינפלציה. לארה"ב יש יתרון כי היא בעלת מטבע רזרבי שבו גם נקובים המחירים בחלק גדול מסחר החוץ בעולם, אך האירו והמטבעות האחרים של המדינות שנמצאות במצב דומה עשויות להיחלש.
 3. חלק גדול מהסיוע של הרשויות לעסקים ולצרכנים ניתן באמצעות הלוואות. אולם, הייחודיות של המצב הנוכחי שמקור החזר תלוי בפרמטר לא כלכלי, משך המגפה. אם המשק לא יחזור לפעילות תוך פרק זמן קצר לא יהיה איך להחזיר את הכסף.
 4. הצעדים האחרונים של הבנקים המרכזיים למעשה ממזגים את המדיניות המוניטארית אל תוך הפיסקאלית. רכישות ה-FED של אג"ח החברות, CP, MM וכו' נעשות דרך הקרן שבה הממשלה משקיעה 10% וה-FED מממן את ה-90% הנותרים. החלק הממשלתי זאת כרית בטחון שאמורה לספוג הפסדים ראשוניים. ב-2008 זה נעשה בסדרי גודל קטנים הרבה יותר וה-FED יצא מהשותפות במהירות.
- ספק שבהיקפים הנוכחיים ועם הנשיא הנוכחי שחושב שהבנק המרכזי עובד בשבילו, ה-FED יצליח להתנתק מהממשל. מיזוג בין המדיניות המוניטארית לפיסקאלית מצמצם עצמאות של הבנקים המרכזיים. במצב זה עולה השאלה האם הבנק המרכזי יוכל להעלות ריבית ולהפסיק הרחבות מוניטאריות במידה ומחר תיווצר אינפלציה?

הנתונים בסין מלמדים על עומק הפגיעה, אך סין אמורה ללמד גם על קצב ההתאוששות
מידת הנזק מהמשבר תלויה במשך הזמן שיידרש עד לחזרה לפעילות, מה שיקבע ע"י התפתחות המגפה. בינתיים, הנתונים בסין מספקים "פרומו" לצפוי במדינות האחרות. תנועת הנוסעים בסין ירדה בחודש פברואר בין 83%-ל-86% לעומת אשתקד. לצורך השוואה, במגפת SARS ב-2003 הירידה הייתה בין 60%-ל-77% אחוז, אך די מהר תנועת הנוסעים חזרה למגמה שהייתה לפני המגפה (תרשים 1). רווחי חברות התעשייה בסין ירד בחודש פברואר בשיעור דומה לפברואר 2009 (תרשים 2). גם אז ההתאוששות הייתה מהירה.
סין גם תשמש דוגמה למדינות האחרות עד כמה מהר הכלכלה חוזרת לפעילות שגרתית אחרי המגפה. בשבוע שעבר העריך סגן נשיא הבנק המרכזי הסיני שברבעון השני צפויה התאוששות מהירה בצמיחה.

תרשים 2



תרשים 1



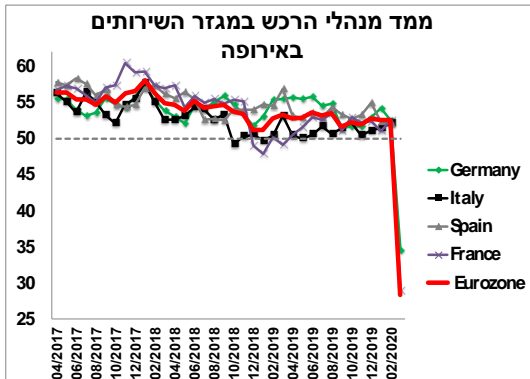
מקור, Bloomberg: מיטב דש ברוקראז'

נתונים ראשוניים מחוץ לסין על פגיעת המגפה בכלכלה

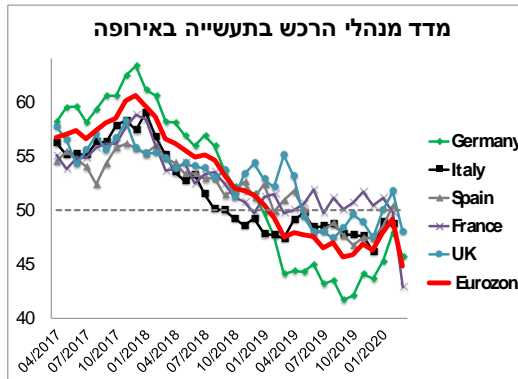
גם במדינות האחרות בעולם מתחילים להתפרסם נתונים ראשוניים שיכולים ללמד על מידת הנזק לכלכלה:

- המדדי מנהלי הרכש בתעשייה באירופה ירד בחודש מרץ ל-44.8, הרמה הנמוכה מאז 2012 (תרשים 3). אולם, הפגיעה החזקה במיוחד סופג ענף השירותים. במגזר השירותים ירד מדד ל-28.4 (תרשים 4), ירידה די דומה לזו שנרשמה בסין בחודש פברואר.

תרשים 4



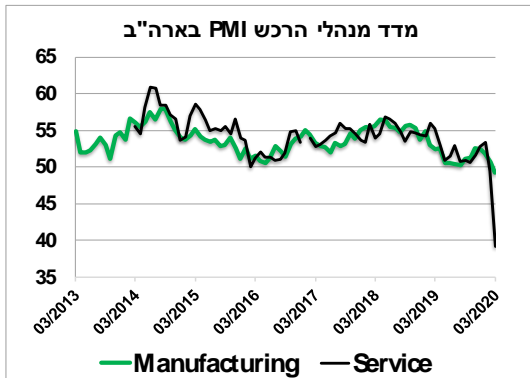
תרשים 3



מקור, Bloomberg: מיטב דש ברוקראז'

- תוצאות הסקר של מכון ה-IFO בגרמניה הראו שציפיות המגזר העסקי במדינה ירדו בחודש מרץ לרמה קרובה אליה הגיעו בשיא משבר 2008 (תרשים 5).
- בארה"ב הנזק בינתיים מעט קטן יותר. מדד מנהלי הרכש בתעשייה ירד בחודש מרץ מעט מתחת ל-50, אך במגזר השירותים המדד צנח מתחת ל-40 (תרשים 6).
- עוד עדות לחומרת הפגיעה של המגפה היה פרסום הערכה של משרד התעשייה והמסחר בסינגפור לירידה בצמיחה ברבעון הראשון בשיעור של 10.6%, לא מספר מעודד בהתחשב בעובדה שסינגפור נפגעה בצורה יחסית מינורית מהמגפה.

תרשים 6



תרשים 5



מקור, Bloomberg: מיטב דש ברוקראז'

ישראל.

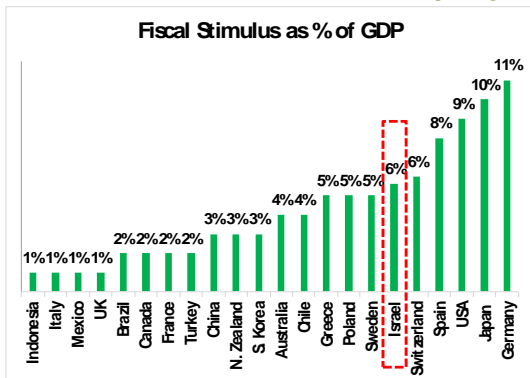
ישראל בין המדינות עם התוכניות הפיסקאליות הגדולות ביותר

לפי הדיווחים, הצעדים הפיסקאליים המתוכננים בישראל כדי להתמודד עם הפגיעה בכלכלה יעמדו על כ-80 מיליארד ₪, מתוכם כ-40-50 מיליארד בהוצאה תקציבית ישירה והשאר בערבויות המדינה. רק גידול בהוצאות צפוי להביא את הגירעון הממשלתי לשיעור של כ-7% מהתמ"ג. בהתחשב בירידה בהכנסות ממסים, הגירעון צפוי לעלות לרמה של 10%-12%. כתוצאה מזה, יחס החוב לתמ"ג צפוי להסתכם בסוף שנת 2020 בכ-70% ובכך לחזור עשור אחורה (תרשים 7). ניתן לראות בתרשים שהפגיעה בפרמטרים הפיסקאליים צפויה להיות חזקה הרבה יותר מאשר במשבר 2008. גודל חבילת הסיוע הפיסקאלית בישראל, שמהווה כ-6% מהתמ"ג, נמצא ברמה די גבוהה בהשוואה למדינות האחרות. רוב המדינות שהחליטו על תמריצים גדולים יותר מבחינת המשקל בתמ"ג, מצבן מבחינת המגפה גרוע יותר מישראל (תרשים 8).

הרחבת הגירעון לא בהכרח צפויה לגרום לפיחות השקל או לבריחת המשקיעים משוק האג"ח. **בסופו של דבר, בטווח הקצר, הפרמטרים הפיננסיים יקבעו על סמך הצלחה או כישלון בחזית המאבק עם המגפה ומהירות חזרת המשק לפעילות.**

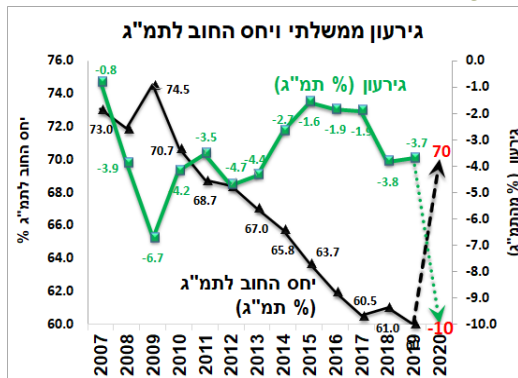
לפי התחזית של בנק ישראל, בתרחיש המרכזי התמ"ג צפוי לרדת השנה ב-2.5% ובשנה הבאה צפויה התאוששות מהירה. אולם, בשלב הנוכחי צריכים להתייחס בזהירות לתחזיות עם מספרים.

תרשים 8



מקור: BCA, מיטב דש ברוקראד

תרשים 7



מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראד

עדיף להגזים בצד המוניטארי מאשר בפיסקאלי

ביחס לפעילות הפיסקאלית (הצפויה), הצעדים של בנק ישראל היו מינוריים יותר בהשוואה למה שנעשה ע"י הבנקים המרכזיים בעולם, לפחות הגדולים שבהם. רכישות אגרות החוב הממשלתיות בסך 50 מיליארד ש"ח צפויות להביא את בנק ישראל בסוף התהליך להחזקה של כ-8-9% מסך האג"ח הממשלתיות הסחירות (תלוי במהירות הרכישות ובהיקף ההנפקות הממשלה), הרבה פחות מהבנקים המרכזיים הגדולים, לעומת 5.7% בשיא הקודם ב-2009 (תרשים 9). במצב שנוצר היה עדיף להטיל משקל גדול יותר בהתמודדות עם המשבר על המדיניות המוניטארית מאשר על הפיסקאלית.

אנחנו מעריכים שאם הירידות בשווקים הפיננסיים יעמיקו שוב, בנק ישראל בסופו של דבר יצטרך לרכוש גם אג"ח קונצרניות

כפי שניתן לראות בתרשים 10, שמציג את הפעילות של גופי הפנסיה והגמל באג"ח החברות בישראל לעומת שינוי במדד אג"ח החברות, מאז המשבר בשנת 2008 המוסדיים ניהלו מדיניות אנטי מחזורית בשוק זה. הם קנו בירידות ומכרו בעליות. לכאורה, ניתן לצפות שגם הפעם הם יעזרו לשוק לתקן את עצמו בלי נזק גדול מדי.

אולם, כדאי לשים לב שב-2008 המוסדיים מכרו אג"ח קונצרניות יחד עם קרנות הנאמנות. הירידות שהיו עד עתה בשוק האג"ח הקונצרניות כבר עברו את כל הירידות שהיו מאז המשבר ב-2008. מצד אחד, משקל האג"ח הקונצרניות בתיקים של המוסדיים נמוך היום משמעותית מאשר לפני המשבר ב-2008, כך שלכאורה יש להם כעת יותר אפשרויות להגדיל חשיפה לאפיק בירידות. אולם, להבדיל מ-2008, צרכי הנזילות של המוסדיים היום הרבה יותר גבוהים מאשר בעבר בגלל החשיפות שיש להם בחוזים. ראינו את ההשפעה החדה של צרכים אלו על שע"ח החליפין ועל שוק האג"ח הממשלתי בשבועות האחרונים וזה עוד לפני שהתחילו פדיונות משמעותיים מגופי הגמל והפנסיה שעלולים להתגבר אם המצב בשווקים לא יתייבב.

אם זה יקרה, חיפוש הנזילות עלול להבריח מוסדיים גם מהשוק הקונצרני ובכך עלול להיווצר מעגל של ירידות ופדיונות שמזין את עצמו. לכן, חשוב שבנק ישראל יפעל בעוצמה בשוק זה כדי לבלום את הסחב. לא כל כך סביר שמצד אחד הממשלה מתכוונת להקצות 5 מיליארד ש"ח לסיוע לחברות גדולות מכספי משלם המסים, אך בנק ישראל יעמוד בצד ולא יתערב בשוק אג"ח החברות.

תרשים 10



תרשים 9

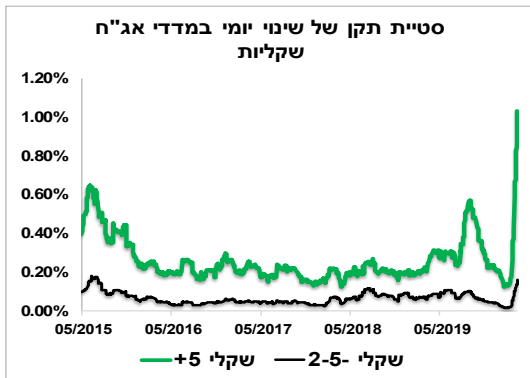


מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

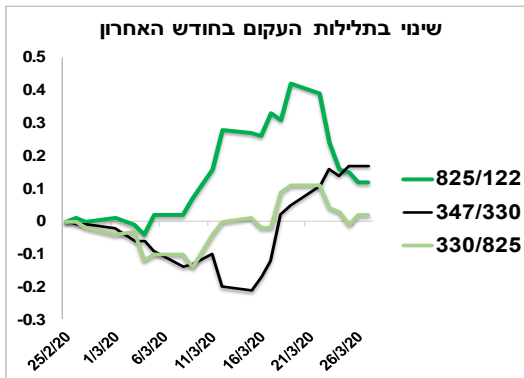
יחס סיכון סיכוי באג"ח הארוכות לא אטרקטיבי בשלב זה להערכתנו, הסיכון בשוק האג"ח הממשלתיות עלה:

- הגירעון הולך להיות מאוד גבוה השנה כאשר אי הוודאות לגבי סיום המשבר עדיין גדולה. בנק ישראל אומנם צפוי לממן כמחצית מהגירעון, אך עד עתה רכישותיו לא מנעו ירידות חדות דווקא באג"ח הארוכות בשוק תנודתי מאוד (תרשים 12).
- עלה גם הסיכון לעליית התשואות במדינות מסוימות בעולם בגלל הגירעונות והסיכון לפיחות מטבע. עליית התשואות באג"ח האירופאיות עשויה להשפיע גם על השוק המקומי.
- להערכתנו, השווקים בישראל ובעולם מייחסים סיכון נמוך מדי לתסריט אפשרי של עלייה באינפלציה מהסיבות שהצגנו קודם.
- תלילות העקום בישראל בחלק הארוך שלו (10Y/30Y) אומנם עלתה לאחרונה, אך היא עלתה גם בחלק הקצר-בינוני (תרשים 11).
- כניסת ישראל ל-WGBI נדחתה בינתיים לטווח אפרייל.

תרשים 12



תרשים 11



מקור: בורסה, מיטב דש ברוקראז'

פרטי מכין האנליזה

אלכס זבז'ינסקי, ת.ז. 304456437.

מרחוב ששת הימים 30, בני ברק
בעל רישיון משווק השקעות מספר 5411
השכלה- כלכלן
תואר ראשון בכלכלה וניהול – טכניון, חיפה.
תואר שני במנהל עסקים, – אוניברסיטת חיפה.
ניסיון תעסוקתי – 2010 ואילך: כלכלן ראשי- מיטב דש השקעות
2002-2009: אנליסט – בנק לאומי לישראל

פרטי התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה

מיטב דש ניהול תיקים בע"מ.
מרחוב ששת הימים 30, בני ברק. טלפון 03-7903784; פקס: 03-7903818

גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

למכין האנליזה לא ידוע על ניגוד עניינים במועד פרסום האנליזה.

גילוי נאות מטעם מיטב דש ברוקראז' בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה")

ניתוח זה נועד לשם מסירת מידע בלבד, ובשום אופן אין לראות בה חוות דעת, הצעה, המלצה או יעוץ/שיווק לרכישה ו/או החזקה ו/או מכירה של ניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בה. הסקירה מתבססת על מידע אשר פורסם לציבור, אשר מיטב דש ברוקראז' בע"מ ומיטב דש השקעות בע"מ (לשעבר: דש איפקס הולדינגס בע"מ) מניחים כי הוא מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לברור מהימנות, דיוק ושלמות המידע. המידע המופיע בסקירה זו אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע פוטנציאלי ואינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו. המידע, הפרטים והניתוח המפורטים, לרבות הדעות המובאות, בסקירה זו, עשויים להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. סקירה זו היא על דעת הכותבים בלבד ומשקפת את הבנתם ליום כתיבתה. סקירה זו אינה מהווה תחליף, בשום צורה שהיא, ליעוץ/שיווק השקעות המתחשב בנתוניו וצרכיו המיוחדים של כל אדם. מיטב דש ברוקראז' בע"מ וחברות בקבוצת מיטב דש השקעות בע"מ, בעלי מניותיה, עובדיהם ו/או מי מטעמם לא יהיו אחראים, בכל צורה שהיא, לכל נזק ו/או הפסד שייגרם כתוצאה משימוש בסקירה זו, ככל שייגרם כזה, וכן הם אינם יכולים לערוב ו/או להיות אחראים למהימנות, דיוק ושלמות המידע המפורט בסקירה זו. מיטב דש ברוקראז', הנמנית על קבוצת מיטב דש השקעות בע"מ, מבהירה כי היא וחברות אחרות בקבוצה עוסקות, במישרין או בעקיפין באמצעות חברות קשורות, לרבות החברה האם מיטב דש השקעות בע"מ, חברות אחיות וחברות אחרות בקבוצה, בין היתר, במתן שירותי ניהול השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול קרנות פנסיה, חיתום ובנקאות השקעות וכתוצאה מכך, למיטב דש ברוקראז', ולחברות אחיות וחברות בקבוצת מיטב דש השקעות בע"מ ו/או לבעלי עניין למי מבין החברות המפורטות דלעיל ולקוחותיהם, עשוי להיות עניין בניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנכללים בסקירה זו, ככל שמפורטים כאלה, מעת לעת, לפני פרסום הסקירה, בזמן פרסומה ולאחר פרסומה. מיטב דש ברוקראז' בע"מ אינה מתחייבת ואין בסקירה זו משום התחייבות להשגת תשואה כלשהי או רווח כלשהו כתוצאה מכל סוג של פעולה בהתאם לאמור בסקירה זו.

סקירה זו הינה רכושה הבלעדי של מיטב דש ברוקראז' בע"מ ואין להעביר לצד ג', להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, להדפיס, לצלם, להקליט או להעתיק את הדוח, באופן מלא או חלקי, מבלי לקבל אישור מראש ובכתב.

- מיטב דש השקעות בע"מ ו/או תאגיד קשור לה ניהלו הנפקה פרטית / הצעה של ניירות ערך של התאגיד הנסקר במהלך 12 החודשים שקדמו למועד פרסום הסקירה דלעיל.
- מיטב דש השקעות בע"מ או תאגיד קשור לה קיבלו מהתאגיד הנסקר תמורה מהותית בגין מתן שירותים במהלך 12 החודשים שקדמו למועד הפרסום של הסקירה דלעיל.
- מיטב דש השקעות בע"מ או תאגיד קשור לה צפויים לקבל תמורה בהיקף מהותי מהתאגיד הנסקר לאחר פרסום הסקירה דלעיל.
- בעל שליטה בתאגיד הנסקר הינו בעל עניין במיטב דש השקעות בע"מ ו/או חברה קשורה לה.
- במועד פרסום אנליזה זו, בעל השליטה בתאגיד המורשה מחזיק החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.
- במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, התאגיד המורשה, או למיטב ידיעת התאגיד המורשה, תאגיד קשור לו החזיקו החזקה מהותית, כהגדרתה בחוזר רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007, בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.

עצמאות שיקול הדעת

אני, אלכס זבז'ינסקי, בעל רישיון מספר 5411, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

זבז'ינסקי אלכס

29/3/2020

תאריך פרסום האנליזה