

19.7.20

## עיקרי הדברים

אינפלציה 12 חודשים  
הבאים  
0.4%

מדד יולי  
-0.1%

מדד אוגוסט  
0.0%

מדד ספטמבר  
-0.1%

ריבית בנק ישראל צפויה  
בעוד 12 חודשים  
0.0%

- הקשחת המגבלות על פעילות המשק בישראל צפויה להוריד את הצמיחה השנה בכ-1% למינוס 7%, בהנחה שלא יוטלו מגבלות נוספות.
- הגירעון התקציבי צפוי להגיע השנה לכ-15% בעקבות ההחלטה על חלוקת המענק והטלת המגבלות על פעילות המשק.
- התאוששות בצריכה הפרטית ובשוק העבודה בישראל נבלמה. היצוא השתפר בחודשים מאי ויוני.
- מתחילת שנת 2018 רק המשקיעים הזרים היו רוכשי נטו של השקלים בשוק המט"ח בסך של כ-30 מיליארד דולר במצטבר. כל יתר המגזרים מכרו שקלים.
- נתוני הצריכה החזקים בארה"ב מושפעים בצורה משמעותית מצעדי התמיכה של הממשל שרובם עומדים לפוג בחודש הקרוב. יתכן מאוד שתהיה הארכה של התמיכה הממשלתית שתגדיל עוד יותר את הגירעון התקציבי.
- המחירים לצרכנים האמריקאים לא ממש ירדו, למעט הסעיפים הבודדים במדד המחירים. למרות החששות, בינתיים, לא ניכרת מגמה של דפלציה רחבה גם במדינות האחרות.
- ברבעון השני נרשמה התאוששות חזקה בכלכלה הסינית, אך הפעילות הצרכנית פיגרה אחרי תחומי הפעילות האחרים, מה שיכול לשמש כאינדיקציה למדינות האחרות אחרי הסרת התמיכות.

## ישראל.

### כמה תעלה החזרת המגבלות?

לפי בנק ישראל, שיעור ההשבתה במונחי התמ"ג במשק ירד מ-36.1% שהיה עד 19/4 (תחילת פתיחת המגבלות), ל-19.1% החל מ-10/5 ול-12% בחודש יוני (ראו טבלה מטה). נציין, ששיעור ההשבתה מתייחס לא רק למגבלות על פעילות הענף מצד הממשלה, אלא גם לביקושים.

הנחנו שבעקבות הטלת המגבלות החדשות, שיעור השבתה בכל אחד מענפי המשק יעלה מעתה לרמה ממוצעת בין זו שהייתה בחודש יוני למאי. לטבלה של בנק ישראל הוספנו את שיעור השבתה הצפוי מעתה וגם ההערכות לגבי עלות החמרת ההשבתה לעומת המצב החזוי ללא המגבלות החדשות במונחי הפעילות (% מהתמ"ג) ובמונחי אובדן הכנסות ממסים.

- עלות המגבלות למשק במונחי התוצר בין החודשים פברואר למאי הייתה כ-4%, לפי הירידה במדד המשולב של בנק ישראל בתקופה זו.
- אובדן הכנסות המדינה בחודשים מרץ-יוני 2020 לעומת תקופה מקבילה ב-2019, הסתכם בכ-27 מיליארד ₪.
- בהתאם לשיעור ההשבתה הצפוי מעתה (בהנחה שימשך עד סוף אוגוסט), לעומת המצב ללא המגבלות החדשות, ניתן להעריך שעלות החמרת המגבלות במונחי התוצר תהיה כ-1% ובמונחי ירידה בהכנסות המדינה כ-5 מיליארד ₪ (כ-0.4% תמ"ג).

**שורה תחתונה: בהנחה שלא תהיה החמרה נוספת במגבלות, הצמיחה בשנת 2020 צפוי להיות כמינוס 7%. הגירעון צפוי להגיע לכ-15% בהתחשב במענק עליו הודיעו רה"מ ושר האוצר.**

שיעור ההשבתה המוערך* לפני ואחרי הקלות בפעילות, לפי ענפים ראשיים					
שנת	שיעור השבתה ממוצע			המשקל (%)	
	מ-16/7	יוני	מ-10/5	עד 19/4	בתוצר בתעסוקה
8	5.0	10.0	20.0	2.2	1.3
11	11.1	11.1	22.2	10.3	14.2
0	0.0	0.0	0.0	0.7	2.0
30	20.0	40.0	50.0	8.0	6.0
17	14.3	19.7	52.0	11.5	9.5
59	48.6	70.0	85.7	4.8	2.4
19	16.6	20.9	39.5	8.8	12.1
8	5.0	10.0	35.0	3.3	5.1
25	19.0	31.7	42.7	12.3	12.8
44	32.4	55.9	67.3	5.5	3.0
10	5.2	14.4	46.4	31.0	18.7
	-	-	-	-	12.3
16	12.0	19.1	36.1	בתוצר:	
19	14.2	23.4	45.5	בתעסוקה:	100.0 100.0
הערכות השפעה כלכלית					
	-4%				פגיעה כוללת בתוצר (לפי ירידה במדד המשולב מחודש פברואר עד מאי)
	-27				ירידה בהכנסות המדינה במרץ-יוני לעומת 2019 במיליארדי ₪
	-1%				פגיעה בתוצר מהמגבלות החדשות, עד סוף אוגוסט
	-5				ירידה בהכנסות בגלל המגבלות החדשות

\* שיעור השבתה מבטא גם מצב ביקושים ולא רק מגבלות פורמליות על קיום פעילות עסקית

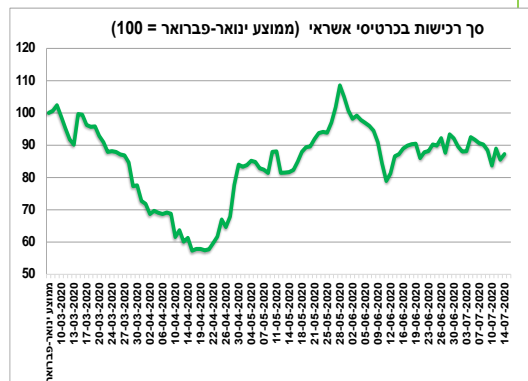
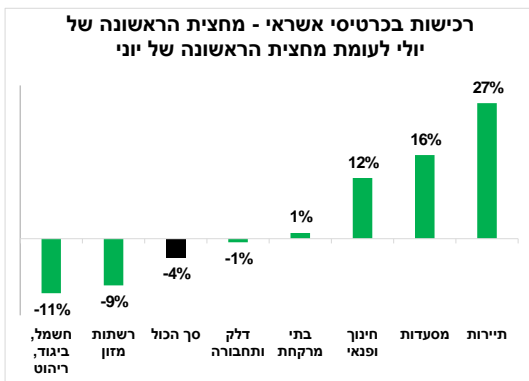
מקור: בנק ישראל, תחזיות והערכות של מיטב דש ברוקראז'

למרות פניית הפרסה בהתאוששות המשק, צריכים להצביע על נקודות "אור" במצב הנוכחי. ראשית, בפעם הקודמת עברו כשבועיים מאז סגירת המשק בחודש מרץ ועד הגעה לשיא של מספר נבדקים. לפיכך, ניתן להעריך שבסוף החודש כבר עשויה להיות מורגשת ירידה במספר הנבדקים. שנית, עם כל התסכול והאשמות המופנות כלפי הממשלה, סביר מאוד שהמשק היה נכנס לגל שני בשלב כלשהו, כפי שמאוד סביר שזה יקרה גם במדינות האחרות, בפרט באירופה. לאור הלקח הנלמד,

הממשלה צפויה להיערך טוב יותר לגל הבא. פתיחה מחודשת תהיה הפעם זהירה ומחושבת יותר. סביר להניח שתהיה תגובה מתוכננת להתפרצות חדשה גם במישור האפידמיולוגי וגם במישור הכלכלי. יכול להיות שבמחיר ההתפרצות הנוכחית חסכנו מחיר גבוה יותר של ההתפרצות בעונת השפעת.

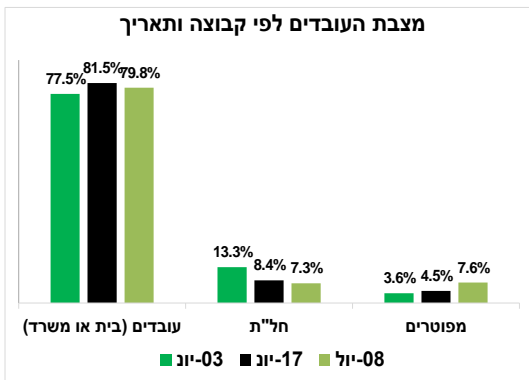
## הצריכה הפרטית עומדת במקום ואף נסוגה, היצוא משתפר מעט

- ההתאוששות בצריכה נתקעה במקרה הטוב או אף נסוגה אחורה. סך הרכישות בכרטיסי אשראי התייצבו בשבועות האחרונים ברמה של כ-85%-90% לעומת הממוצע של החודשים ינואר-פברואר.

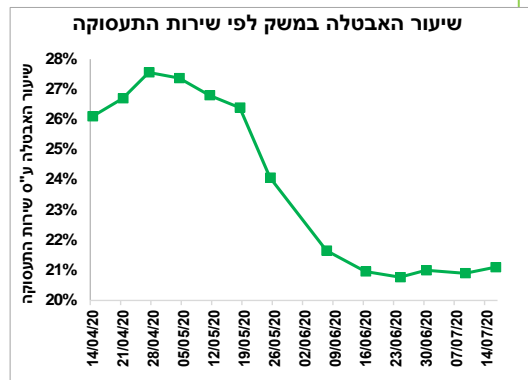


מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

- נבלמה הירידה בשיעור האבטלה, כפי שמחושב ע"י לשכת התעסוקה, והוא התייצב בשבוע האחרון ברמה של כ-21%.
- האינדיקציה על כך שאבטלה זמנית הופכת בהדרגה לקבועה ניתן למצוא בסקר הקורונה מס. 7 שערכה הלמ"ס בשבוע האחרון, ממנו עולה שהחברות דיווחו על 7.6% מפוטרים לעומת 4.5% בסקר הקודם שנערך באמצע חודש יוני.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'



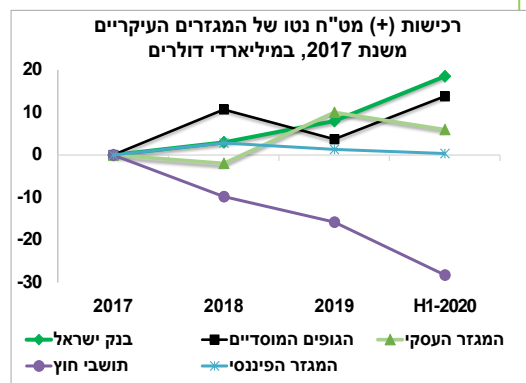
מקור: לשכת התעסוקה, מיטב דש ברוקראז'

- בצד החיובי אפשר לציין שהיצוא התעשייתי עלה בחודשים מאי-יוני בכ-12% לעומת מרץ-אפריל (נתונים מנוכי עונתיות), אך הוא עדיין נמוך בכ-8% לעומת ינואר-פברואר.

### רק הזרים קונים שקלים

ההחלטות על תוכניות כלכליות שונות שמתפרסמות מדי שבוע משדרות בהלה ומעלות סיכון לפגיעה בדירוג האשראי של ישראל. כפי שכתבנו בסקירה הקודמת, הורדות דירוג האשראי שנעשו בחודשים האחרונים למדינות שונות בעולם, כמעט לא השפיעו על שוק האג"ח באותן המדינות. גם הסיכון של ההשפעה על שוק האג"ח המקומי בצורה ישירה מהורדת הדירוג אינו גדול כי משקל הזרים בשוק הישראלי די נמוך והמשקיעים המקומיים כנראה לא יגיבו בעוצמה לאירוע, אם יקרה. אולם, לפי נתוני בנק ישראל, המשקיעים הזרים אחראים כמעט בלעדית לעוצמתו של השקל. מתחילת 2018 הם רכשו במצטבר שקלים בסך של כ-30 מיליארד דולר ולמעשה היו היחידים שקנו השקלים. המשקיעים המוסדיים, המגזר העסקי ובעיקר בנק ישראל היו רוכשי מט"ח נטו במצטבר לאורך התקופה. רק במחצית הראשונה של השנה רכשו הזרים שקלים בכ-12.5 מיליארד דולר, יותר מכל אחת מהשנים הקודמות. הורדת הדירוג עלולה להשפיע על רצון הזרים להחזיק במטבע הישראלי ודרכו להשפיע על שוק האג"ח.

**שורה תחתונה: עלייה בסיכון הפיננסי של ישראל בעקבות הרעה במצב הכלכלי ואופן ניהול המשבר מעלים סיכוי שהשקל יפסיק להיות כה אטרקטיבי למשקיעים הזרים, התומכים העיקריים בעוצמתו.**

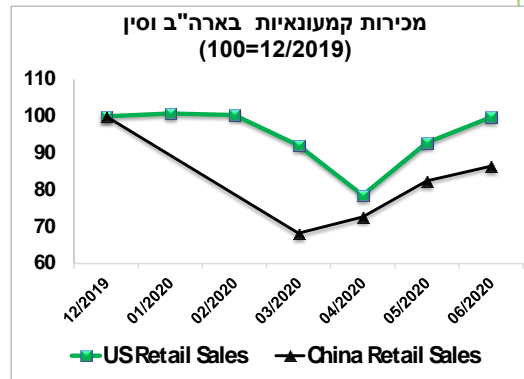
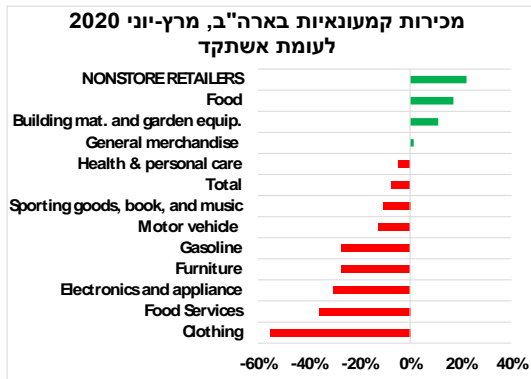


מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

### עולם.

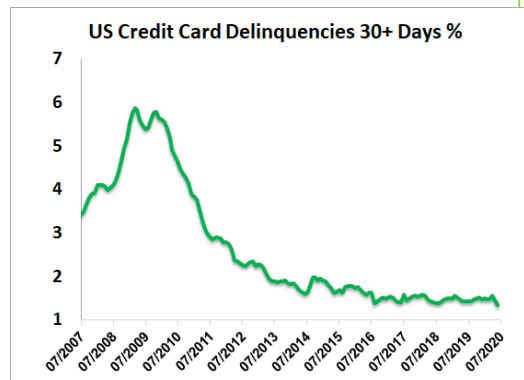
#### הצרכן האמריקאי מפגין עוצמה על חשבון הממשלה

באופן די מרשים, המכירות הקמעונאיות בארה"ב עלו בחודש יוני כמעט לרמות שהיו לפני המשבר. אפילו בסין, שכבר שלושה חודשים נמצאת מחוץ למגפה וסגר, ההתאוששות במכירות הקמעונאיות הייתה חלשה יותר. בחודשי המגפה האמריקאים הגדילו רכישות באינטרנט ב-22%.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

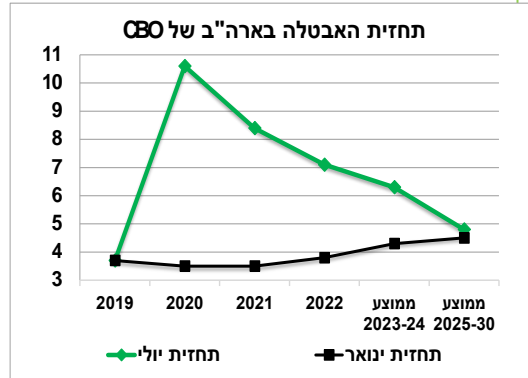
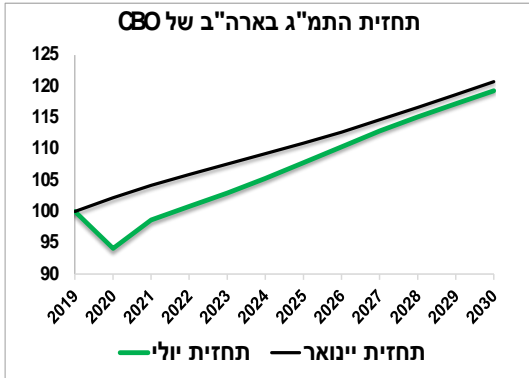
אולם, לפני שמתפעלים מעוצמתו של הצרכן האמריקאי צריכים לזכור שהממשל האמריקאי העביר למשקי הבית הרבה מאוד כספים, מה שלא עשו לדוגמה הסינים. העיוות בנתונים לגבי מצבו של הצרכן משתקף במיוחד בעובדה שבשיא המשבר הפיגורים בתשלומי כרטיסי אשראי בארה"ב ירדו לרמה הנמוכה ביותר אי פעם.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

בחודש יולי מסתיימות תוכניות תמיכה ממשלתיות רבות. סביר להניח שרוב התמיכות וההקלות יוארכו. המפלגות היריבות בקונגרס יודעות להסתדר בנושא של תשלומים לאזרחים. כמוכן שתמונת ראי של תמיכה בצרכנים בזמן המשבר הוא הגירעון התקציבי בארה"ב שהגיע כבר ל-14% תמ"ג. עלייה בחוב הציבורי בסופו של דבר תגרום לירידה בצמיחה בעתיד גם אם עלויות המימון של הממשלה יישארו נמוכות, מה שאגב לא בטוח.

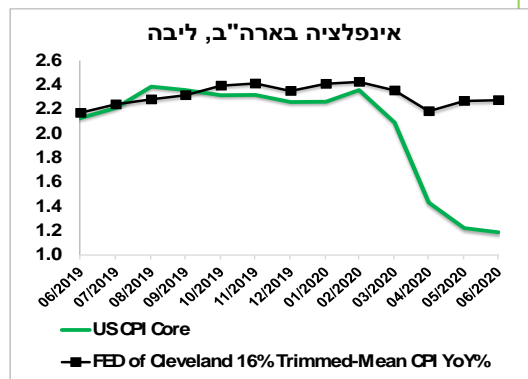
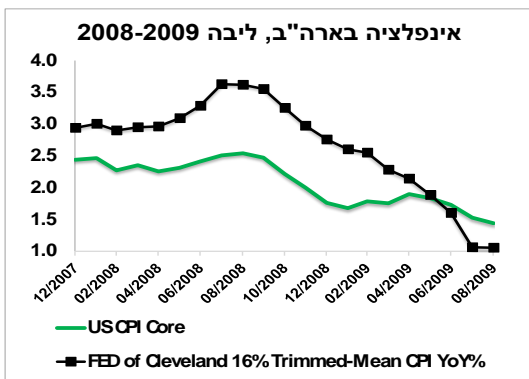
על רקע המצב, לאחרונה (CBO) Congressional Budget Office עדין תחזית הצמיחה למשק האמריקאי לעשור הקרוב. לפי התחזית, רק ב-2022 יחזור התמ"ג בארה"ב לרמה שהייתה ב-2019, אך לאורך כל העשור הקרוב הוא יהיה נמוך יותר מהתואי שהיה צפוי בתחזית שהתפרסמה בחודש ינואר. שיעור האבטלה הממוצע בשנת 2020 צפוי להיות קרוב ל-11%. הוא לא צפוי לחזור לרמה שהייתה ב-2019 בעשור הקרוב.



מקור: CBO, מיטב דש ברוקראז'

### ירידה באינפלציה בארה"ב הושפעה ממעט מאוד סעיפים

קצב אינפלציית הליבה (ללא אנרגיה ומזון) בארה"ב נותר בחודש יוני ברמה של 1.2%, בדומה לחודש הקודם. לכאורה מדובר בירידה חדה לעומת שיעור של 2.4% שהיה לפני הקורונה. אולם, הירידה באינפלציה התמקדה במעט מאוד סעיפים. מלבד מחירי האנרגיה, ירדו בחדות מחירי הביגוד, בתי מלון, ביטוח ורכיבי טיסה. רוב הסעיפים שירדו קשורים להשפעה זמנית של המגפה. סביבת האינפלציה הרחבה שמיוצגת ע"י מדד המחירים החציוני שמתפרסם ע"י ה-FED נותרה כמעט ללא שינוי, להבדיל ממדד הליבה הרגיל. נוסף, שלפי מדד אמון הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן, ציפיות הצרכנים לאינפלציה בשנה הקרובה ממשיכות להישאר גבוהות מ-3%, הרמה הגבוהה ביותר מאז שנת 2014. לכן, בינתיים, לא מדובר בדפלציה רחבה בארה"ב, בדומה למה שקרה לדוגמה בשנים 2008-2009, כאשר אותו מדד חציוני ירד בשיעור חזק יותר ממדד אינפלציית הליבה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

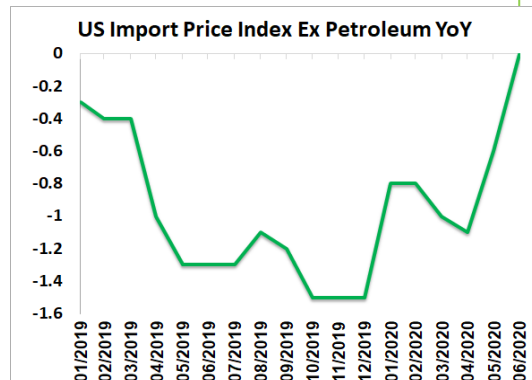
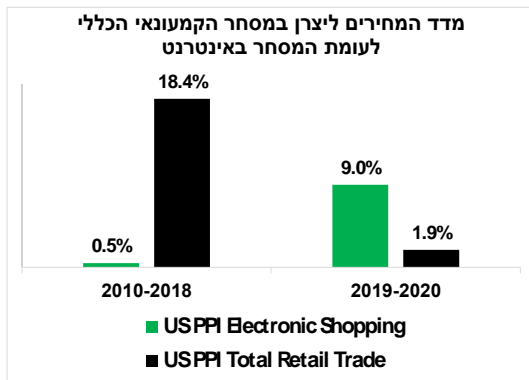
### מדוע לא רואים ירידה רחבה של המחירים במשק האמריקאי?

כנראה שיש לכך סיבות גם בצד הביקוש וגם ההיצע. ראשית, כפי שצינו קודם, פתיחת הסגר והתמריצים הנדיבים של הממשל בארה"ב תומכים בביקושים. רק הסרת התמריצים הממשלתיים שלא צפויה בקרוב תוביל בסופו של דבר להיחלשותם.

בצד ההיצע, קצב העלייה במדד מחירי היבוא ללא אנרגיה בארה"ב נמצא במגמת עלייה בחודשים האחרונים. יתכן שגורמים לכך שיבושים בשרשרת ההספקה בעולם והתייקרות עלויות ההובלה. בנוסף, לא בטוח שהמעבר לקניות באינטרנט חוסך לצרכנים הרבה כסף. מדד המחירים ליצרן של החנויות באינטרנט, שמשקף את העלויות שלהן, עלה מתחילת 2019 ב-9% לעומת עלייה של כ-2% במדד של כלל ענף המסחר הקמעונאי. מדובר בשינוי חד במגמה לאחר שבין השנים 2010-2018 העלויות של החנויות באינטרנט עלו בחצי אחוז בלבד בהשוואה לעלייה של 18.4% בכלל ענף הקמעונאות. כנראה שעלויות הקמת מותג באינטרנט, שכוללות חומרה, תוכנה, פרסום, שיווק ולוגיסטיקה התייקרו משמעותית, מה שבסופו של דבר יגרום לעליית המחירים לצרכנים במרחב הווירטואלי.

נציין, שהירידה באינפלציה בארה"ב מתחילת השנה בשיעור של 1.7% (מ-2.3% בדצמבר 2019 ל-0.6% ביוני) הייתה דווקא החדה ביותר בהשוואה למדינות האחרות. בגרמניה קצב האינפלציה ירד ב-0.6%, בבריטניה ב-0.7% באיטליה ב-0.9% ובצרפת ב-1.3%.

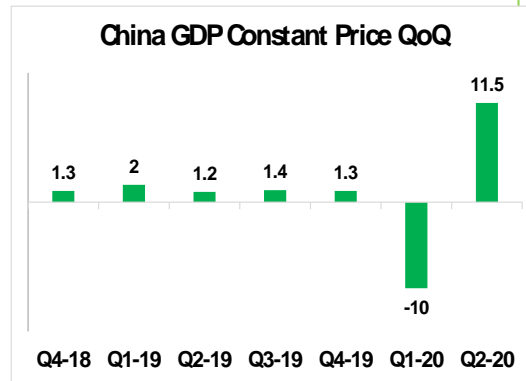
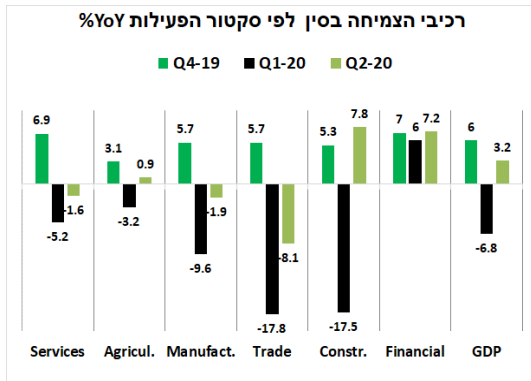
**שורה תחתונה: בינתיים, לא ניכרת ירידה רוחבית באינפלציה בארה"ב. גם באירופה ובסין ירידה באינפלציה עדיין לא חזקה, כפי שהיו הציפיות בשווקים. לכן גם ציפיות האינפלציה הגלומות במדינות שונות הנן יציבות או נמצאות במגמת עלייה.**



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

## המשק הסיני התאושש באופן די חזק, אך הפעילות הצרכנית עדיין חלשה

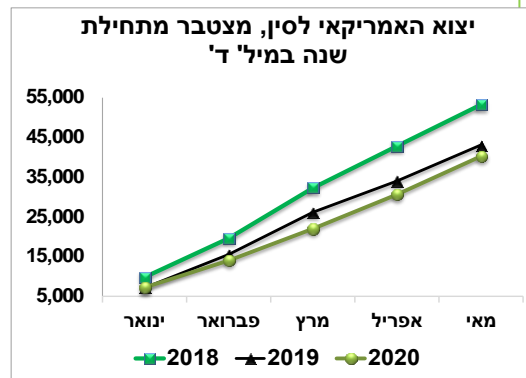
הצמיחה בכלכלה הסינית ברבעון השני הייתה 11.5% אחרי ירידה של 10% ברבעון הראשון. במונחים שנתיים מדובר בצמיחה של 54.6% ברבעון אחרי ירידה של 34.4% ברבעון הראשון. בסה"כ, התמ"ג הסיני חזר לרמה שהייתה בסוף 2019, אם כמובן הנתונים אכן משקפים נאמנה את המציאות. נזכיר שבארה"ב זה צפוי לקרות רק בשנת 2022, כך שמדובר בהתאוששות די חזקה, במיוחד נוכח העובדה שהסינים לא חילקו צ'קים לכל אזרח ולכל חברה. ברבעון השני בלטו לטובה ענף הבנייה והענף הפיננסי. הפעילות בענפי התעשייה, השירותים ובמיוחד המסחר הייתה עדיין נמוכה לעומת אשתקד. מצב זה ממחיש שגם במדינות האחרות הצרכנים צפויים להתנהל בזהירות רבה אחרי המגפה נוכח הפגיעה הכלכלית והחששות מפני הסיכון הרפואי.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

### השווקים ממשיכים להתעלם מהחיכוך המתגבר בין ארה"ב לסין

השווקים די מתעלמים מהחרפה נמשכת של היחסים בין ארה"ב לסין. מדי שבוע הצדדים מחליטים על צעדים חדשים שמעמיקים את הקרע. בינתיים, היצוא האמריקאי לסין מתחילת השנה היה נמוך יותר מאשר בשנה שעברה ולפני שנתיים, למרות הסכם הסחר שנחתם בין המדינות. היוזמות שמעלים המחוקקים האמריקאים מגיעות עד לניתוק היחסים הכלכליים עם סין ואיסור לחברות האמריקאיות לפעול בסין. אם הצעדים ילכו עד כדי כך רחוק מדובר בפגיעה חמורה בפעילות החברות האמריקאיות.



מקור: Bloomberg, 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, לייעוץ/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 בשורות, לרבות החברה האם מיטב דש השקעות בע"מ, חברות אחיות וחברות 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.

1. מיטב דש השקעות בע"מ ו/או תאגיד קשור לה ניהול הנפקה פרטית / הצעה של ניירות ערך של התאגיד הנסקר במהלך 12 החודשים שקדמו למועד פרסום הסקירה דלעיל.
2. 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.
3. מיטב דש השקעות בע"מ או תאגיד קשור לה צפויים לקבל תמורה בהיקף מהותי מהתאגיד הנסקר לאחר פרסום הסקירה דלעיל.
4. בעל שליטה בתאגיד הנסקר הינו בעל עניין במיטב דש השקעות בע"מ ו/או חברה קשורה לה.
5. במועד פרסום אנליזה זו, בעל השליטה בתאגיד המורשה מחזיק החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.
6. 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

19/7/2020

תאריך פרסום האנליזה