

12.5.2019

אינפלציה 12 חודשים

הבאים
1.4%

מדד אפרייל
0.6%

מדד מאי
0.5%

מדד יוני
-0.1%

ריבית בנק ישראל צפויה

בעוד 12 חודשים
0.50%

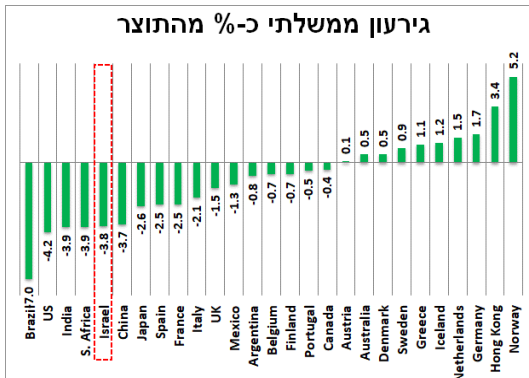
עיקרי הדברים

- סיכון הגירעון התקציבי בישראל ממשיך להתגבר. התנאים הפוליטיים של הקמת הממשלה עלולים להקשות על מתן פתרון מתאים לנושא הגירעון.
- העלייה בגירעון כבר באה לידי ביטוי בגידול משמעותי בגיוסי נטו של הממשלה בשוק האג"ח. אנו מעריכים שגודל הגירעון והנסיבות הפוליטיות מעלות סיכון הגירעון לשוק האג"ח.
- השכר הממוצע במשק ממשיך לעלות בקצב גבוה, אך תוספת המשרות במגזר העסקי הולכת ופוחתת.
- נמשך גידול מהיר באשראי העסקי בבנקים. לעומת זאת, האשראי הצרכני ממשיך להתכווץ.
- השקל עלה לשיא של כל הזמנים מול סל המטבעות.
- נמשך שיפור בנתונים הכלכליים באירופה.
- הירידה באינפלציה בארה"ב אכן נובעת במידה גדולה מגורמים זמניים.
- אנו מניחים שבסיכוי גבוה המשבר בשיחות הסחר בין ארה"ב לסין יגיע לפתרון. יחד עם זאת, אי אפשר להתעלם מכך שהנזק של התסריט השלילי עלול להיות גבוה מאוד.
- במקביל, איום הטלת המכסים על יבוא המכוניות לארה"ב עלה מדרגה.

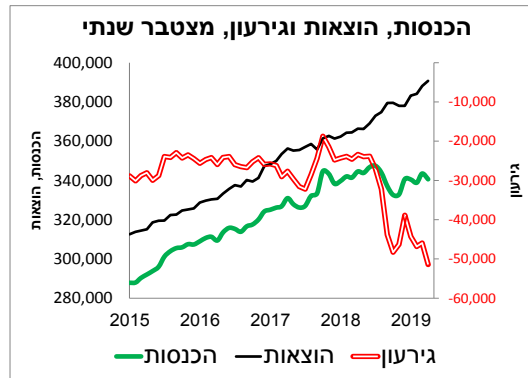
מאקרו ישראל

סיכון הגירעון הממשלתי ממשיך לעלות

הגירעון של 3.8% תוצר בפעילות הממשלה בישראל ב-12 החודשים האחרונים אליו היא הגיעה בחודש אפריל הוא הגבוה ביותר בעולם המערבי, למעט ארה"ב. אין גם הרבה מדינות מתפתחות שיש להן גירעון גבוה מישראל. הגירעון הגבוה קיים כאשר האבטלה נמצאת באחת הרמות הנמוכות היסטורית, כך שהוא מבני במהותו.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז



מקור: משרד האוצר, מיטב דש ברוקראז

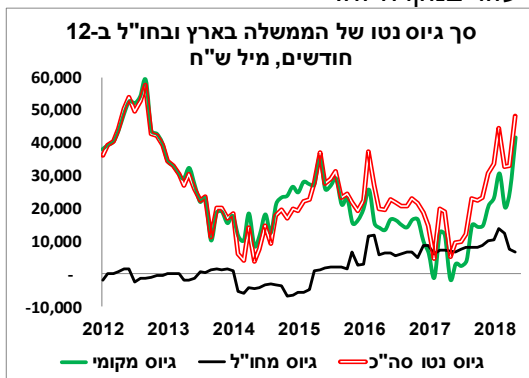
הממשלה הגיעה לגירעון כתוצאה משולבת של גידול מהיר בהוצאות וירידה בהכנסות. ההוצאות אמורות להתכנס למסגרת התקציב, כך שהגידול שלהן צפוי לרדת בהמשך השנה, כפי שמצוין משרד האוצר בהודעה.

הסיבה למחסור בהכנסות לא כל כך ברורה. לפי הנתונים הכלכליים השוטפים, המשק ממשיך לצמוח והצמיחה אף השתפרה בתחילת השנה. ברבעון הראשון אף היו אמורות להתקבל הכנסות גבוהות ממכירות רכבים. אולם, ההכנסות מתחילת השנה נותרו ללא שינוי נומינלי (!) בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד.

האוצר מסביר זאת בהיקפים גבוהים של החזרי מס, אך לפי הנתונים שהציג, ההחזרים בחודשים ינואר-אפריל גדלו בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד בכ-2.3 מיליארד ש"ח בלבד.

אנחנו יכולים לחשוב על שני הסברים לכך: או שהיחלשות בצמיחת המשק שהייתה מורגשת בשנה שעברה נמשכת בניגוד למה שמציגים הנתונים הכלכליים השוטפים, או שהאוצר "גבה מראש" יותר מדי מסים.

הגירעון הגבוה בתנאים הנוכחיים לא מותיר כלל שולי בטחון להתמודדות עם הרעה בתנאים הכלכליים מסיבה כלשהי. יחס חוב לתוצר נמוך לא יעזור במקרה זה.



מקור: משרד האוצר, בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז

עלייה בגירעון מתבטאת כבר בעלייה בגיוסי הממשלה

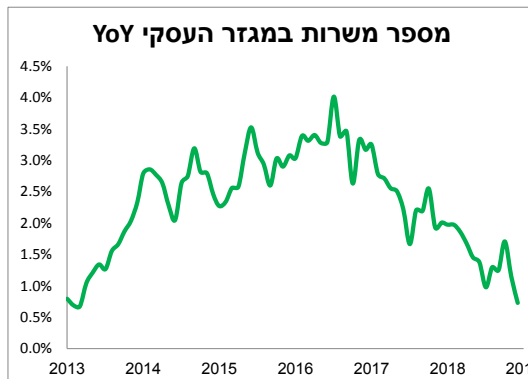
הגירעון הגבוה כבר בא לידי ביטוי בצורה ניכרת בעלייה בגיוסי נטו של הממשלה שהגיעו ב-12 החודשים האחרונים לסכום של כ-48 מיליארד ש"ח, הגבוה ביותר מאז אמצע 2013. כובד הגיוס העיקרי הוטל על השוק המקומי, אך חלקו של הגיוס בחו"ל היה הפעם גבוה יותר מאשר ב-2013. היקף החסכונות בידי הציבור מאפשר לספוג היקפי גיוס בסדרי הגודל הנוכחיים ללא עלייה משמעותית בתשואה. הסיכון העיקרי הוא לא כל כך גודל הגיוסים, אלא אמינות הממשלה. התנאים בהם מתגבשת הממשלה החדשה מעלים חשש שלא ינקטו צעדים נדרשים לריסון הגירעון שימזערו פגיעה במשק.

מבחינת שוק האג"ח, יתכן מצב שהתמודדות עם הגירעון תתרחש במקביל לעליית ריבית ע"י בנק ישראל, מה שמעלה אתגר בפני המשקיעים.

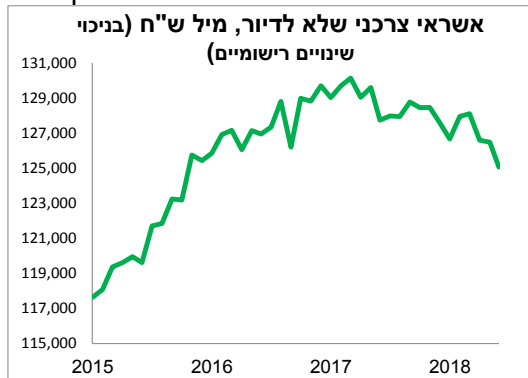
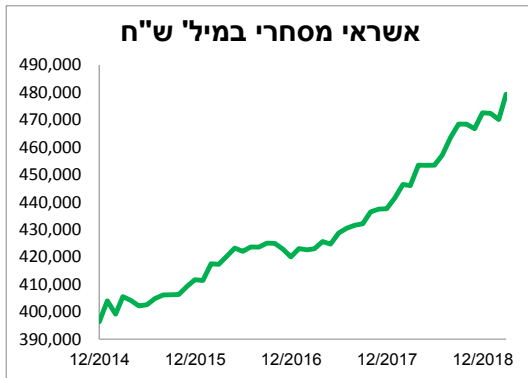
שורה תחתונה: סיכון הגירעון עלה וצריך להילקח בחשבון ע"י המשקיעים בשוק האג"ח.

נתונים נוספים במשק

- קצב הגידול השנתי בשכר הממוצע במשק התמתן מעט, אך נותר עדיין גבוה בחודשים האחרונים. במקביל, המגזר העסקי מייצר פחות ופחות משרות חדשות.
- הגירעון הממשלתי הגבוה לא מפחיד כלל את סוחרי המט"ח. השקל התחזק לשיא של כל הזמנים מול סל המטבעות (תרשים 8).



- לא רק הממשלה מגדילה חובות. גם האשראי העסקי מהבנקים גודל במהירות בניגוד לצמצום האשראי הצרכני שהתחיל עוד בשנה שעברה והיה אחת הסיבות לירידה בקצב הגידול בצריכה הפרטית בכל חלקיה.

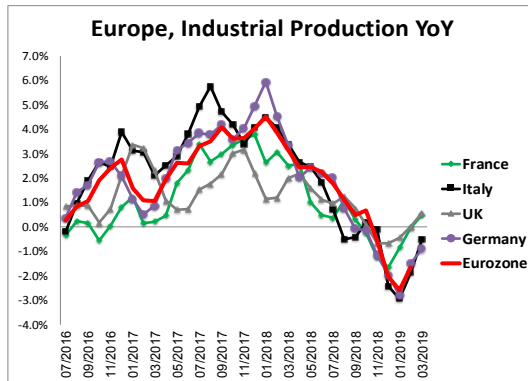
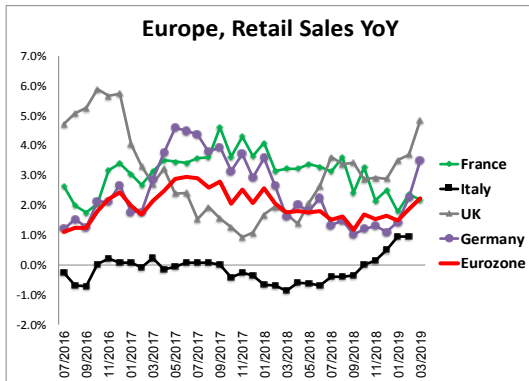


מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראד

מאקרו עולם.

הנתונים באירופה משתפרים

הנתונים הכלכליים באירופה ממשיכים להשתפר. נבלמה מגמת ירידה במדדי הייצור התעשייתי ובחודשים האחרונים חל שיפור בכל המדינות העיקריות. גם המכירות הקמעונאיות באירופה רשמו שיפור וקצב הצמיחה עלה לרמות גבוהות יחסית בכל המדינות למעט צרפת, מה שמצביע שהצריכה הפרטית באירופה די חזקה.

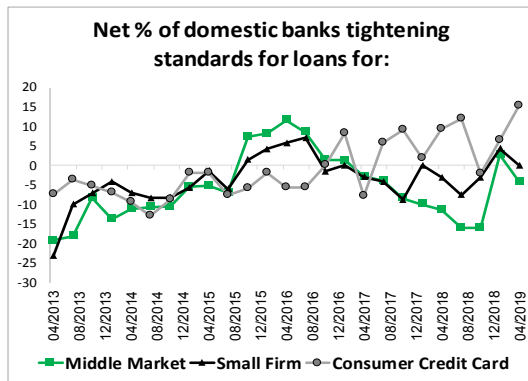
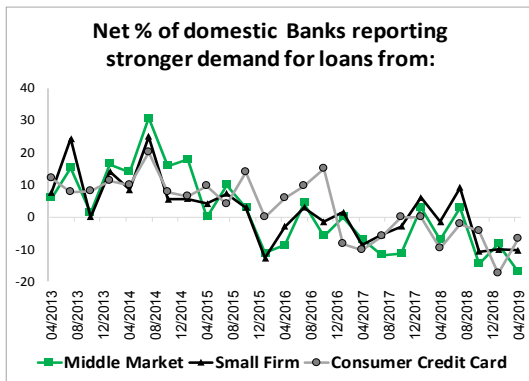


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

סקר האשראי הבנקאי בארה"ב מצביע על זהירות גבוהה מצד הבנקים והלקוחות

לפי סקר האשראי הבנקאי הרבעוני של ה-FED, הבנקים הקשיחו תנאי אשראי להלוואות בכרטיסי אשראי לצרכנים לרמה ההדוקה ביותר בחמש השנים האחרונות. תנאי האשראי לחברות נותרו כמעט ללא שינוי, אך בסה"כ ברמה יחסית הדוקה. כמו כן, הבנקים מדווחים על הקשחת תנאי אשראי להלוואות בענף הנדל"ן המסחרי.

בולט בסקר ביקוש חלש מאוד לאשראי הבנקאי, הן מצד הצרכנים והן העסקים.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

שווקים.

הסכם הסחר עומד מאחורי שתי הנחות ייסוד עיקריות התומכות בתחזית שלנו האירועים האחרונים בזירת המו"מ בין ארה"ב לסין עלולים לשנות כיוון של הכלכלה העולמית בצורה משמעותית. אנחנו מניחים שהצעדים האחרונים של הממשלה האמריקאית הם רק טקטיקה של המו"מ ובהסתברות שהיינו מעריכים אותה כשני שלישי מול שלישי, הצדדים יגיעו להסכם בקרוב. אולם, יתכן גם שהדברים יסתבכו בלי כוונה מראש וההסכם לא יושג, לפחות לא בטווח הקרוב.

מאחורי התחזית שלנו לשיפור בכלכלה העולמית ולכיוון חיובי בשווקים עמדו שלושה גורמים עיקריים:

1. **התאוששות בכלכלה הסינית** – היחלשותה של סין הייתה להערכתנו הגורם העיקרי להאטה בכלכלה העולמית שהחלה בראשית שנת 2018. ההתאוששות בכלכלה הסינית בהשפעת התמריצים כבר מורגשת בחודשים האחרונים והשפעותיה ניכרות לא רק בסין, אלא גם מחוץ לה. החרפת מלחמת הסחר והטלת המכסים הדדיים תסכן את השיפור ותפגע בצמיחה העולמית.

2. **חתימה על הסכם הסחר בין ארה"ב לסין** - החתימה על ההסכם בין המדינות הייתה צפויה להסיר את האי הוודאות שמעכבת תהליכים עסקיים בארה"ב ובעולם, לסייע בהתאוששות הכלכלה הסינית ולבלום האטה בכלכלה האמריקאית.

3. **עצירת הריסון המוניטארית של ה-FED.**

אם ארה"ב וסין לא מגיעות להסדר ומלחמת הסחר מחריפה, היא תפגע בשתי הנחות יסוד עליהן מתבססת התחזית.

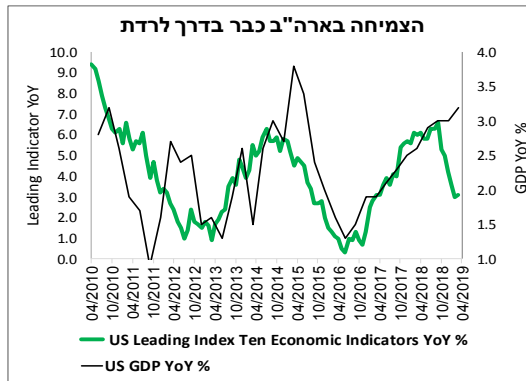
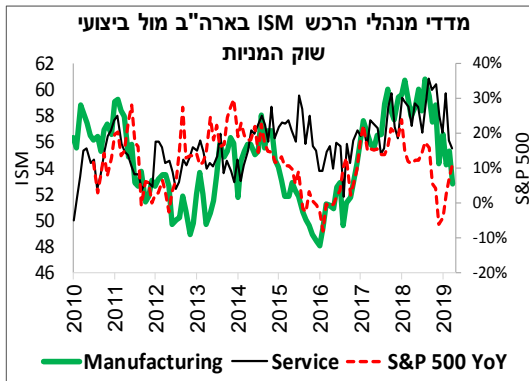
איום המכסים על יבוא הרכבים לארה"ב עלה מדרגה

נוסיף, שבגלל הכותרות על המו"מ מול הסינים, פחות תשומת לב קיבל נאום תקיף של שר המסחר האמריקאי בנושא יבוא המכוניות לארה"ב. לפי דבריו, מבחינת הגירעון המסחרי האמריקאי, שעומד במוקד המדינות של הממשל הנוכחי, יבוא המכוניות לארה"ב מהווה משקל דומה לגירעון הסחר מול סין. הדו"ח בנושא כבר הוגש לנשיא שצפוי לקבל החלטה ב-18/5. הטלת המכסים על יבוא המכוניות לארה"ב תפגוש צעדים נגדיים, תחמיר פגיעה בכלכלה האירופאית והיפנית ותעלה סיכונים בשווקים.

אי חתימה על ההסכם תחמיר האטה בארה"ב

לנקודה הנוכחית במו"מ הסינים מגיעים במצב יותר חזק והאמריקאים יותר חלש מאשר לפני חצי שנה כשהתהליך התחיל. הכלכלה הסינית מתאוששת בזכות הצעדים הרבים שנקטו ע"י הרשויות. לעומת זאת, ארה"ב נמצאת כבר בתהליך של האטה בצמיחה. קצב הצמיחה במדד האינדיקאטורים המובילים ירד והוא לאורך שנים היה אינדיקאטור די מדויק לגבי כיוון הכלכלה האמריקאית. גם הירידה במדדי מנהלי הרכש בחודשים האחרונים משקפת האטה.

השפעת הרפורמה במס הולכת ופוחתת מבלי שהיא הצליחה להניע מהלך משמעותי של השקעות חדשות, בעיקר בגלל אי הוודאות הקשורה במלחמת הסחר. תוכנית ההשקעות בתשתיות הלאומיות נתקעה בדיונים בקונגרס. שוק העבודה בתעסוקה מלאה כך שקשה לצפות לשיפור משמעותי נוסף. דה-רגולציה, עליה בונה הממשל כמנוע צמיחה, מתבררת בבדיקות פרטניות כ"מנוע קטן" מבחינת ההשפעה על הצמיחה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

The בניגוד לדבריו של הנשיא האמריקאי, ארה"ב "לא מרוויחה" מהתעריפים. לפי המחקר של The Centre for Economic Policy Research שהתפרסם בארה"ב בחודש מרץ ובחן את השפעות התעריפים על היבוא, הם בעיקר גרמו נזק לכלכלה האמריקאית. לפי המחקר, הצרכנים והחברות האמריקאיות ספגו רוב התעריפים והגידול בגביית מסי היבוא לא מכסה על ההפסדים שהוסבו להם. היצרנים המקומיים, שהתעריפים סיפקו להם הגנה מפני היבוא המתחרה, ניצלו זאת להעלאת המחירים.

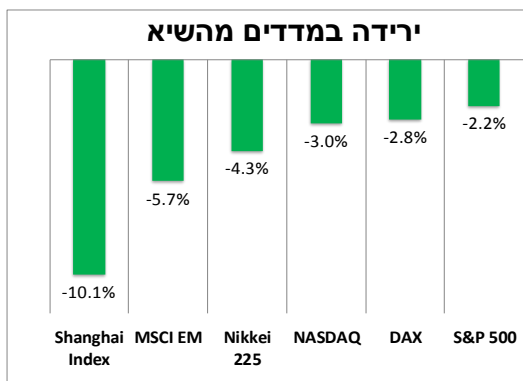
המחקר מצא שהתעריפים גרמו גם לשינויים מאוד משמעותיים בשרשרת ההספקה שילכו ויגדלו אם התעריפים לא יבוטלו. החברות התחילו להעביר את הייצור שלהם מהמדינות שנפגעו מהתעריפים, כולל מארה"ב. תהליכים דומים נמצאו ע"י החוקרים גם במדינות האחרות שהטילו תעריפים על היבוא בתגובה לארה"ב.

שורה תחתונה: פיצוץ שיחות הסחר בין ארה"ב לסין יוביל להאטה משמעותית בצמיחה האמריקאית ומעלה סיכון למיתון בשנה הבאה.

הסיכון לשוק המניות עלה

אם ארה"ב וסין מעלות הילוך בעימות ביניהן, הוא יהיה כרוך בהרעה משמעותית במצב הכלכלי בארה"ב, בסין ובמדינות האחרות. הסיכוי לתסריט שלילי מסוג זה נמוך יותר מהתסריט של הגעה להסכם, אך הנזק ממנו עלול להיות מאוד גבוה. בהתחשב בעובדה שעד עתה השווקים במערב ירדו בשיעור יחסית לא גדול ולמעשה חזרו רק כמה שבועות אחורה (תרשים 21), כדאי לנצל זאת להקטנת חשיפה לאפיקי סיכון.

במידה והצדדים יגיעו להסכם בתקופה הקרובה, השווקים צפויים להגיב בעליות שערים. אולם, מאחר שתסריט זה היה מתומחר במידה רבה בשווקים עד לפני שבוע, "הפספוס" לא יהיה גדול מדי. האירועים האחרונים גם לא כל כך באו לידי ביטוי בשוק האג"ח. החוזים ממששים לגלם כמעט את אותה הסתברות להורדת ריבית כמו לפני האירועים האחרונים והתשואות הארוכות ירדו בשיעור מתון בלבד.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

בשבוע הבא לא תתפרסם סקירה

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 זו 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 אחרות 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 רכוש 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

12/5/2019

תאריך פרסום האנליזה