

07.04.2019

אינפלציה 12 חודשים

הבאים
1.4%

מדד מרץ
0.4%

מדד אפריל
0.6%

מדד מאי
0.4%

ריבית בנק ישראל צפויה
בעוד 12 חודשים
0.50%

עיקרי הדברים

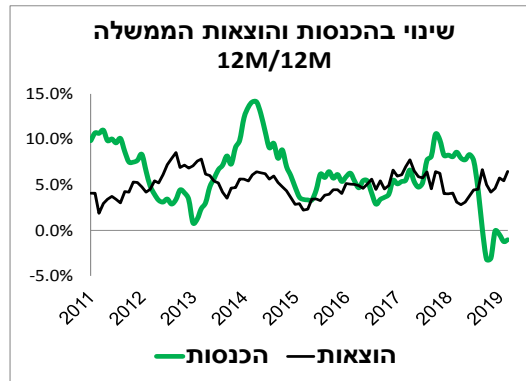
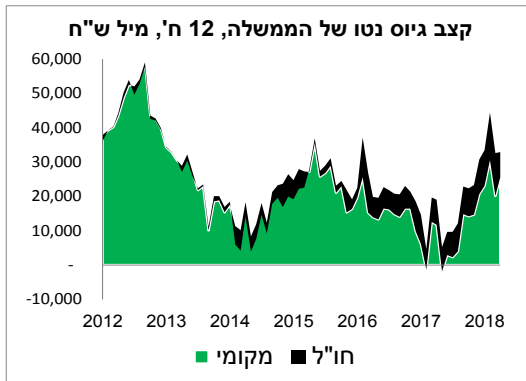
- הגירעון התקציבי של הממשלה ממשיך להיות גבוה ומגדיל היקף גיוסיה בשוק המקומי.
- לאור הנסיבות, השקל דווקא היה אמור להיחלש בשבוע שעבר.
- לאור ההתחזקות השקל, הסיכוי לעליית ריבית בפגישתו הקרובה של בנק ישראל ירד. אולם, להערכתנו, בפגישה הבאה הריבית עשויה לעלות לאחר מתן הזהרה מוקדמת ע"י בנק ישראל.
- לאור העובדה שהשקל מתחזק בדרך כלל יחד עם שיפור בצמיחה בעולם, בנק ישראל צריך להתערב במסחר במט"ח כדי לאפשר לעצמו להעלות ריבית, כשהנסיבות הכלכליות תומכות בכך.
- בהמשך לסעיף הקודם, כדאי למשקיעים להגדיל את שיעור הגידור מפני התחזקות השקל של חשיפתם לחו"ל דווקא בתקופות של עליות בשוקי המניות בעולם.
- מתרבים הסימנים לשינוי חיובי במגמה בכלכלה העולמית.
- שוק העבודה בארה"ב ממשיך להיות חזק בלי להגביר לחצי אינפלציה או ליצור לחצים חזקים מדי על שולי הרווח של החברות, מה שתומך בנכסי הסיכון.
- במבט ארוך טווח הדולר האמריקאי צפוי להיחלש כמעט בכל תרחיש.

מאקרו ישראל.

עלייה בגירעון מובילה לעלייה בגיוסים

הגירעון הממשלתי עמד בחודש מרץ על 3.4% תוצר לעומת 3.5% בחודש הקודם. האוצר צופה שהגירעון יעלה השנה ל-3.6%.
בסה"כ, הפעולות החריגות הקטינו גירעון הממשלה בחודש מרץ, כאשר ללא פעולות אלה הגירעון כנראה היה גבוה יותר, בדומה לחודש הקודם.
ב-12 החודשים האחרונים ניכרת עלייה בקצב הגידול בהוצאות וירידה אבסולוטית בהכנסות הממשלה.
קצב הגיוס נטו השנתי בשוק המקומי של משרד האוצר עלה לכ-25-30 מיליארד ש"ח, עדיין נמוך משמעותית מהגיוסים בקצב של כ-50 מיליארד בשנת 2013 (תרשים 2).

שורה תחתונה: להערכתנו, ללא צעדים מרסנים הגירעון צפוי לטפס השנה לכ-4% בהתחשב בהאטה בצמיחה.



מקור: משרד האוצר, מיטב דש ברוקראז'

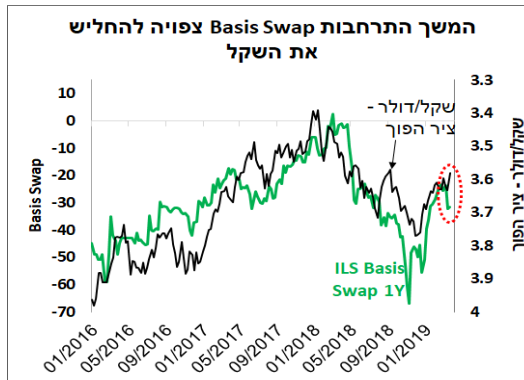
מדוע השקל התחזק למרות שמרבית הכוחות תומכים דווקא בהיחלשותו?

השקל שהתחזק בשבוע שעבר ביותר מ-1% ביחס לסל המטבעות והתקרב למרחק של 0.3% בלבד מהשיא שנקבע בספטמבר אשתקד, הוא אחד המכשולים העיקריים לתהליך עליית ריבית הדרגתי של בנק ישראל לקראת ישיבתו השבוע.

ההתפתחויות האחרונות תומכות דווקא בהיחלשות השקל:

- הבחירות לכנסת הן גורם לעלייה משמעותית באי הוודאות שאמורה לדחוף להיחלשות השקל.
- בסקירה הקודמת הצבענו על חולשה ניכרת ביצוא השירותים בחודשים האחרונים, המקור העיקרי לעודף בחשבון השוטף שתומך בשקל.
- חלה עלייה ב-Basis Swap בעסקאות החלפה בבנקים. ה-Basis עולה (שליליים יותר), שמשקף ביקוש גבוה לדולרים בבנקים, בדרך כלל מחליש את השקל ולהפך (תרשים 3). כעת השקל התחזק למרות העלייה ב-Basis בשבועיים האחרונים.
- בדרך כלל כשהשקל מתחזק, האג"ח השקליות נהנות מעליות שערים. הפעם ההתחזקות החדה של השקל התרחשה על רקע עלייה חדה בתשואות האג"ח. אומנם זה קרה גם במדינות האחרות בהשפעת עליית התשואות בארה"ב, אך השקל עדיין היה אחד

המטבעות החזקים בעולם. בפעם האחרונה כשהשקל התחזק ביותר מ-1% בשבוע בו עלתה תשואת האג"ח השקלית ל-10 שנים ביותר מ-0.1% היה בספטמבר 2015.

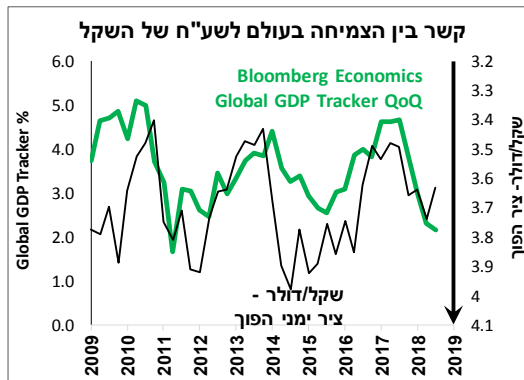
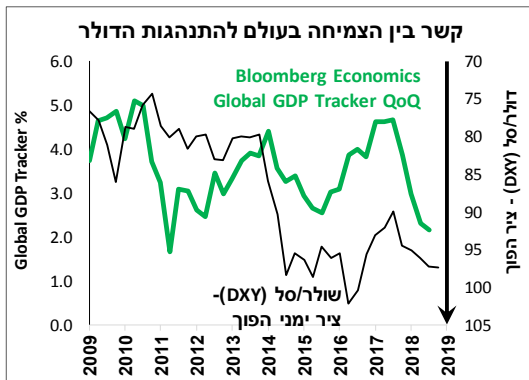


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

האם התחזקות השקל תמנע מבנק ישראל להעביר מסר של עליית ריבית קרובה?

בסקירה הקודמת פירטנו סיבות שמעלות סיכוי לעליית ריבית של בנק ישראל באחת הפגישות הקרובות. ההתחזקות החדה של השקל בשבוע שעבר מצמצמת אפשרות שזה יקרה השבוע, אך אנו מעריכים שבנק ישראל עשוי להעביר מסר שהסיכוי לעליית ריבית בפגישתו במאי יחסית גבוה.

במבט רחב יותר, אם בנק ישראל רוצה להמשיך ולהעלות ריבית, הוא צריך למצוא דרך להתגבר על המכשול המובנה שטמון בהתנהגות השקל, כפי שבאה לידי ביטוי באופי הפרו-מחזורית שלו. **השקל התחזק בעשור האחרון כשהצמיחה הכלכלית בעולם השתפרה ונחלש כשהצמיחה ירדה.** חלקית זה מוסבר בהתנהגות הדולר, שמתחזק בתקופות של היחלשות הצמיחה בעולם, אך לא רק, כפי שניתן לראות בתרשימלמטה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

מכיוון ששוק המניות בדרך כלל יודע לזהות את השינויים העתידיים בכלכלה, לשערו של השקל הייתה גם קורלציה הדוקה עם שוקי המניות בעולם, כפי שנציג בפרק השווקים בהמשך. קשר זה בין השקל לצמיחה ולשווקים מהווה קושי מבני לבנק ישראל. הוא אמור להעלות ריבית בתקופה של שיפור בכלכלה שקורה בדרך כלל כאשר גם השווקים משתפרים. אולם, דווקא בתקופות אלה השקל מתחזק ומהווה משקל נגד להחלטה להעלות את הריבית.

בכך השקל הוא המכשול להפעלת המדיניות המוניטארית הנדרשת מסיבות הכלכליות. בנוסף, אם התחזקותו של השקל בזמן של עליות שערים בשווקים מונעת מבנק ישראל להעלות את הריבית, עולה גם הסיכון הפיננסי של התחממות יתר.

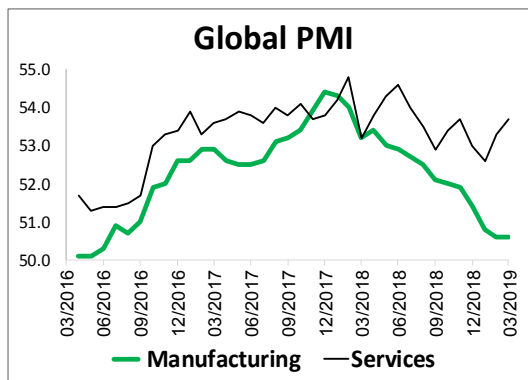
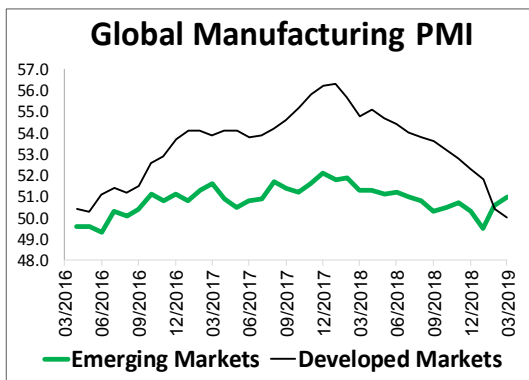
שורה תחתונה: בנק ישראל אמור לשים פחות משקל בשיקוליו לשערו של השקל מה שמאלץ אותו להתערב בשוק המט"ח כדי לאפשר העלאת ריבית.

מאקרו עולם.

סימני שיפור בנתונים הכלכליים בעולם

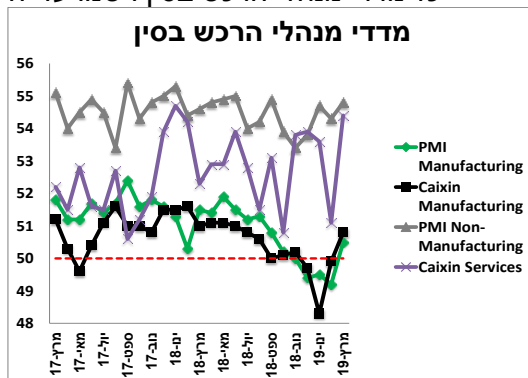
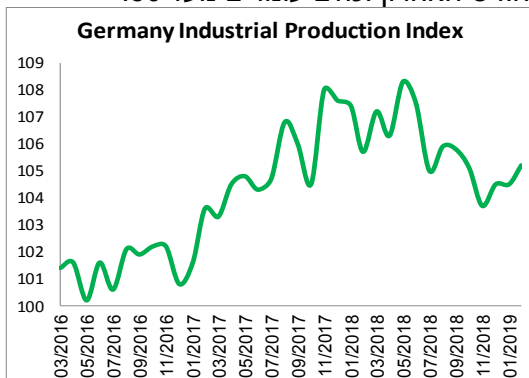
מתרבים הסימנים שהכלכלה העולמית עוברת "תחתית" וצפויה להשתפר בהמשך השנה:

- מדד מנהלי הרכש הגלובלי בתעשייה לא ירד בחודש מרץ, לראשונה בשנה האחרונה. המדד בשווקים המתעוררים אף עלה בחודשיים האחרונים, אך במדינות המפותחות המשיך לרדת. המדד הגלובלי במגזר השירותים עלה בחודשיים האחרונים ובסה"כ נמצא ברמה יחסית גבוהה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

• כל מדדי מנהלי הרכש בסין רשמו עלייה בחודש האחרון וכולם עומדים מעל 50.

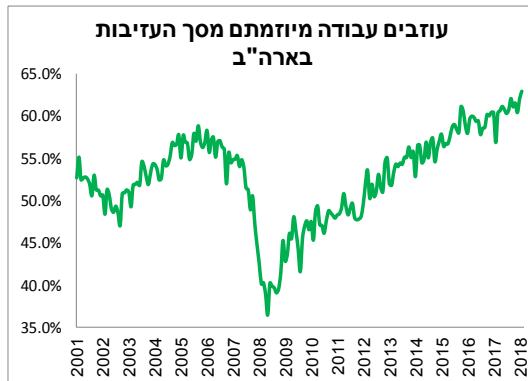
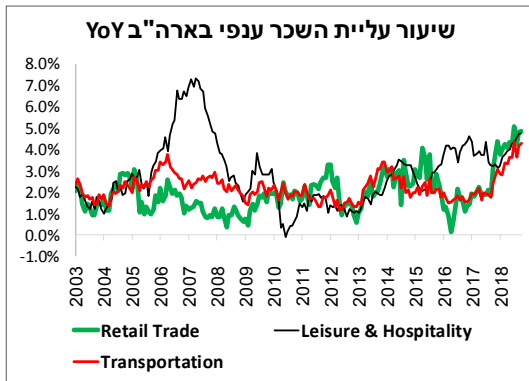


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

שורה תחתונה: אנו מעריכים שהשיפור בכלכלה הסינית והחתימה המתקרבת על הסכם הסחר יובילו לשיפור בפעילות הכלכלית במחצית השנייה של השנה.

שוק העבודה האמריקאי ממשיך להיות חזק, אך לא חזק מדי

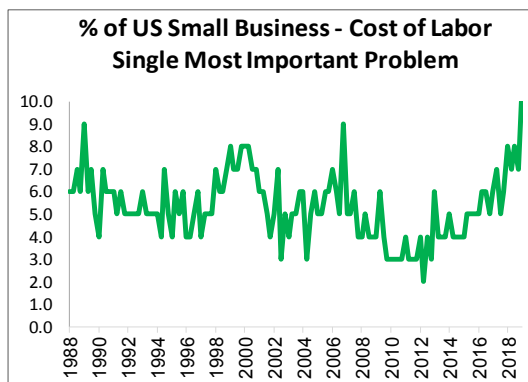
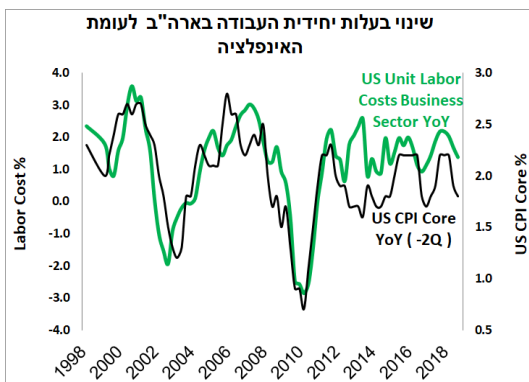
מספר משרות חדשות בשוק העבודה האמריקאי היה גבוה מהתחזית, אך קצב עליית השכר הממוצע ירד.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

למרות שהקצב השנתי של עליית השכר הממוצע הואט בחודש מרץ, סימנים רבים מצביעים על המשך לחצים לעלייה בשכר. אחת הסיבות החשובות מדוע עליית השכר לא גורמת לאינפלציה קשורה לירידה בקצב הגידול של עלות יחידת העבודה. עלות יחידת העבודה מוגדרת כעלות העבודה ביחס לתפוקה. לאחרונה חלה עלייה בפרייון בארה"ב, מה שתרם לגידול בתפוקה ומיתן את קצב הגידול בעלות יחידת עבודה למרות העלייה בשכר. מסתבר שלשינוי בעלות יחידת העבודה יש קשר ניכר לאינפלציה בפיקור של כשני רבעונים. התמתנות בקצב הגידול בעלות יחידת העבודה גם מאפשרת לחברות לצמצם שחיקה בשולי הרווח שלהן למרות עליית השכר.

שורה תחתונה: שוק העבודה בארה"ב ממשיך להיות חזק בלי להגביר לחצי אינפלציה או ליצור לחצים חזקים מדי על שולי הרווח של החברות.

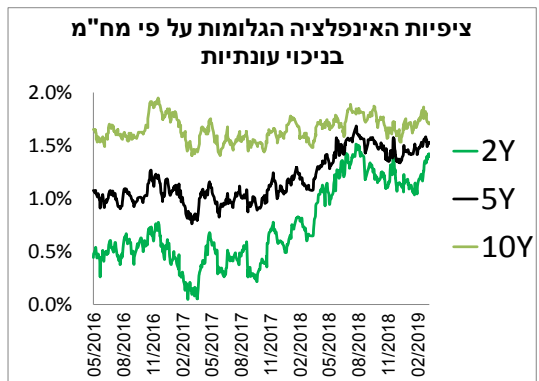


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

• שווקים

המהלך בשוק האג"ח לא תם

בשבוע האחרון נרשמו ירידות חדות בשוק האג"ח הממשלתי המקומי במקביל לעליית התשואות בעולם. להערכתנו, הסיכון לאג"ח המקומי עדיין נשקף מעלייה הדרגתית בתשואות בחו"ל עקב שיפור בנתונים הכלכליים ומהאפשרות להפתעה מכיוונו של בנק ישראל. בחזית האינפלציה עדכנו כלפי מעלה את התחזית למדד המחירים לאפריל ל-0.6% בעקבות התייקרות הדלק. התחזית ל-12 החודשים עלתה ל-1.4%, אך היא כוללת 0.2% בגלל התייקרות הדלק ו-0.1% בגלל האפשרות לעליית המע"מ.

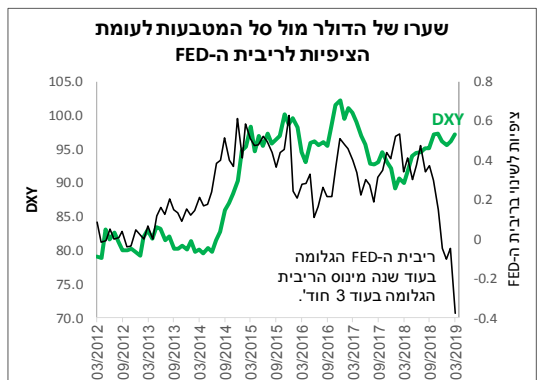
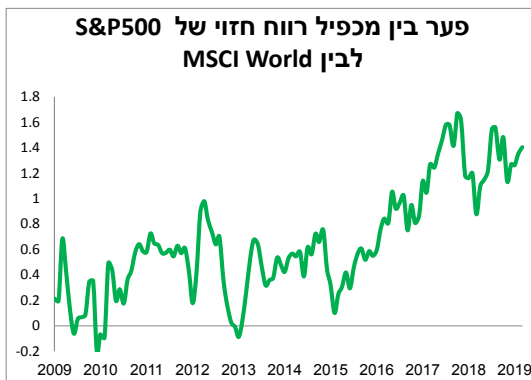


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

במבט לטווח הארוך הדולר האמריקאי צפוי להיחלש

מבט קדימה מעלה שאלה בקשר לכדאיות החשיפה לדולר האמריקאי. הדולר צפוי להיחלש כמעט בכל תסריט אפשרי:

- למעשה, אחרי ירידה חדה בציפיות ריבית ה-FED הדולר כבר היה אמור להיחלש, כפי שעולה מהקשר בינו לבין הציפיות. זה לא קרה בגלל רמת הסיכון הגבוהה הנתפסת בשווקים ובגלל היעדר אלטרנטיבה ראויה לאור הבעיות בכלכלת האחרות.

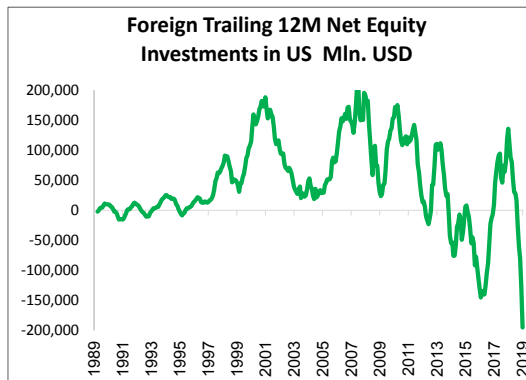
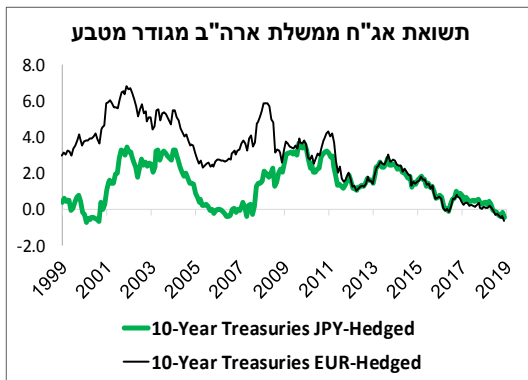


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

- גם בתרחיש חיובי של שיפור בכלכלה העולמית (תרחיש שאנו מצפים) הדולר צפוי להיחלש. הרף של חזרה למסלול עליית ריבית ה-FED הוא גבוה, כנראה גבוה יותר מאשר לבנקים המרכזיים האחרים בעולם שנמצאים ברובם רק בתחילת דרכם של הידוק מוניטארי. הרף

עלה במיוחד גם בגלל הלחצים הפוליטיים על הבנק המרכזי מצד הנשיא שדרש ממנו בסוף השבוע לא רק להוריד ריבית, אלא גם לעשות QE.

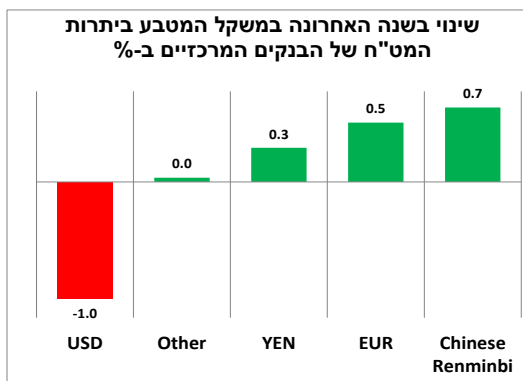
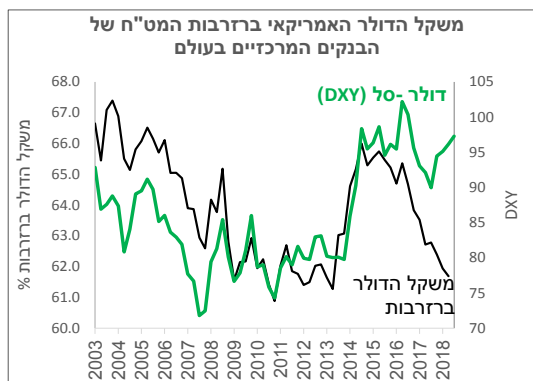
- בתרחיש שלילי של הרעה בכלכלה וטלטלה בשווקים, הדולר אמור להתחזק בשלב ראשון עקב היותו "המקלט לעת סערה". אולם, לא ממש בטוח שאם ה-FED יתחיל להוריד ריבית הדולר ישמור על כוחו. ה-FED האמריקאי הוא כמעט הבנק המרכזי היחיד בעולם שיש לו מרחב תמרון שאמור להשפיע על המטבע. נשאלת השאלה, האם דולר ישמור על כוחו במקרה שה-FED יוריד ריבית על רקע חולשה בכלכלה האמריקאית כאשר הגירעון התקציבי והגירעון בחשבון השוטף בארה"ב נמצאים ברמות גבוהות כל כך.
- היחלשות הדולר, פירושו פגיעה באטרקטיביות של ההשקעה בני"ע האמריקאים, אלא אם ההשקעה הנה מגודרת מטבע. אולם, עלויות גידור כעת מאוד יקרות. לראיה, תשואת אג"ח של ממשלת ארה"ב במונחי האירו והיין היפני ירדה לרמה הנמוכה ביותר אי פעם (תרשים 20). אפשר להרוויח מפוזיציה רק אם התשואות ירדו, אך זה אפשרי בתסריט פסימי שלא צפוי להטיב עם ההשקעה במניות.
- המשקיעים הזרים לא כל כך מעוניינים להחזיק את האג"ח האמריקאיות בנסיבות הנ"ל, אך מסתבר שהם גם מכרו כמות שיא של המניות האמריקאיות בשנה האחרונה. הסיבות לכך יכולות להיות קשורות גם לעלויות הגידור ולעובדה ששוק המניות האמריקאי הפך ליקר ביחס לשווקים האחרים.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

- הסיבה הנוספת שאמורה לתרום להיחלשות הדולר זאת העובדה שמשקל הדולר ביתרות המט"ח של הבנקים המרכזיים בעולם המשיך לרדת והגיע ל-61.7% בסוף 2018, הרמה הנמוכה מאז 2012. הירידה במשקל הדולר התרחשה למרות התחזקותו (המשקלות נקבעים במונחי דולר), מה שמעיד שהבנקים המרכזיים מכרו דולרים בצורה אקטיבית, למרות שה-FED המשיך לעלות ריבית. לעומת הדולר, משקל יתר מטבעות הרזרבה כולל היין, האירו ובמיוחד המטבע הסיני עלה בשנה האחרונה. הירידה במשקלו של הדולר לעומת שאר המטבעות נובעת ככל הנראה מרצון הבנקים המרכזיים לגוון יתרות המט"ח נוכח עלייה בכוחה של סין והתרחקות ארה"ב ממעמדה כגורם עולמי מוביל ומאחד

שורה תחתונה: לפי מרבית התרחישים הדולר האמריקאי צפוי להיחלש כמגמת ארוכת הטווח.



מקור: IMF, 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 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 אפיקס הולדינגס בע"מ) מניחים כי הוא מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לבירור 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

אנ, 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

7/4/2019

תאריך פרסום האנליזה