

יונתן כץ
וכלכלני לידר
שוקי הון

ללא תוכנית פיסקאלית משמעותית, המשק יתקשה להתאושש

נקודות עיקריות

בשבוע האחרון שוקי המניות עלו על רקע הודעות מעודדות בתחום המוניטארי והפיסקאלי. הפד הודיע שהוא ירכוש אג"ח ממשלתי ללא מגבלה וגם יתחיל לרכוש אג"ח קונצרני, כולל בהנפקה וגם ללא מגבלה של דירוג. הקונגרס אישר תוכנית סיוע רחבת היקף של כ- 2.2 טריליון דולר. ה- ECB הודיע שירכוש אג"ח ממשלתי בהיקף (נוסף) של 750 מיליארד יורו. מדיניות רכישות האג"ח בעולם תרמה לירידת תשואות.

מאקרו ישראל: המשק צפוי להיכנס למיתון עמוק.

- לשכת התעסוקה צופה קרוב למיליון מובטלים (או חל"ת) בקרוב או 20% מסך כוח העבודה.
- הקמת ממשלת אחדות עשויה לזרז את אישור התקציב וביצוע מהלך פיסקאלי משמעותי.

סביבת האינפלציה:

- בשבוע האחרון השקל נותר יציב מול הדולר ופחת ב- 2.2% מול היורו.
- אנו סבורים שהמשך תנודתיות בשווקים תומכת בהמשך פיחות בשקל השנה.
- סעיף נסיעות לחו"ל במדד באפריל יימדד לפי עליית יתר סעיפי המדד.
- סביר להניח ששיעור הבלו יעלה בתחילת אפריל (לא ברור כמה, הנחנו ב- 10%).
- תחזית מדד אפריל שלנו (0.1%) מניחה ירידה של 4% בלבד במחירי הדלקים.

מאקרו גלובלי:

ארה"ב: הנתונים מתחילים לשקף את המיתון.

- בשבוע האחרון מספר דורשי העבודה זינק ל- 3.3 מיליון איש מ- 281 אלף.
- האבטלה ברבעון ב' בארה"ב צפויה להגיע ל- 12% והצמיחה תתכווץ ב- 40%.
- מדד ה- PMI בענפי השירותים במרץ ירד ל- 39.1 נקודות מ- 49.4 בפברואר.
- מדד האמון הצרכני של מישגן ירד ב- 6.8, הירידה החדה ביותר מאז אוק' 2008.

אירופה: התכווצות חדה בענפי השירותים.

- מדד מנהלי הרכש בשירותים ירד ל- 28.4 נק' במרץ מ- 52.8 בפברואר.
- מדד מנהלי הרכש בתעשייה ירד ל- 44.8 נק' במרץ מ- 49.1 בפברואר.

קורונה:

מספר הנדבקים החדשים ביממה האחרונה ממשיך לעלות במספר מדינות כולל בארה"ב ובמרבית מדינות אירופה (ספרד בפרט).

שוק האג"ח:

- האוצר ישמור על קצב הנפקות סחיר של 5 מיליארד \$, למרות העלייה הצפויה בגירעון.
- כנראה שהאוצר החליט להשתמש "בפיקדון" (עודפי גיוס משנים קודמות) אשר עמד על 35 מיליארד \$ בסוף פברואר.
- בנק ישראל התחייב לרכוש אג"ח ממשלתי בהיקף של 50 מיליארד \$.
- הצעד הבא של בנק ישראל עשוי להיות תוכנית לרכישת אג"ח קונצרני, בדומה למדיניות הפד וה- ECB.
- המשך המעורבות של בנק ישראל בשוק האג"ח תומכת בתשואות הנמוכות, זאת למרות העלייה בגירעון.

זום אין: התוכנית הפיסקאלית בישראל עלולה לאכזב

- לאור המשבר, מרבית המדינות המפותחות החליטו על הגדלה ניכרת בהוצאות.
- ארה"ב תגדיל את הוצאות הממשלה ב- 10% תוצר (2.2 טריליון דולר).
- במשרד האוצר של ישראל קיימת מדיניות שמרנית יחסית.
- באוצר מדברים על גידול של 40 מיליארד ש"ח (חלק בהלוואות) או כ- 2.5% תוצר.
- ללא תמיכה מאסיבית יותר, המשק יתקשה להתאושש.
- העלייה בחוב הממשלתי לכיוון 70%-75% צפויה להיות זמנית.
- גיבוי של בנק ישראל על ידי רכישות של 50 מיליארד \$ צפוי לבלום לחץ לעליית תשואות.

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	0.1%
מרץ	0.4%
אפריל	0.1%
מאי	0.2%
שנה קדימה	0.0%
2020	-0.2%

ריבית

נוכחית	0.25%
יוני 20	0.10%
בעוד שנה	0.10%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.598	3.965
שינוי שבועי	0.0%	2.2%
YTD	4.1%	2.4%
שנה קדימה	3.72	4.13

אג"ח סחירות	אפריל
פדיון סחיר	0.15
תחזית הנפקות	5.0
עודף פדיון	-4.85

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 922	0.12	0.0	0.0
בינוני 1025	-0.11	-0.2	-0.2
ארוך 529	-0.14	-0.25	-0.3
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 122	0.36	0.4	0.2
בינוני 425	0.60	0.6	0.7
ארוך 330	0.93	0.9	0.9
US			
2y	0.24	0.2	0.2
5y	0.39	0.4	0.5
10y	0.68	0.6	0.7

* ט"ק - החדש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

מאקרו ישראל

קיים קושי לחזות את המדדים הקרובים

לאור המציאות הקשה של המשק הישראלי קיים קושי לאמוד את האינפלציה, לפחות בחודש-חודשיים הקרובים (חודשים אפריל ומאי).
נפרט:

לא ניתן למדוד מספר סעיפי מדד חשובים, בפרט סעיף נסיעות לחו"ל אשר מהווה כ- 4.8% מסך סל הצריכה. על פי הלמ"ס, בחודש מרץ היו מספיק טיסות עד אמצע החודש כדי לערוך דגימה ומדידה. הבעיה תהיה רלוונטית לחודש אפריל (ואולי גם חודש מאי?). הנטייה הברורה בלמ"ס הינה לזקוף את השינוי במחירי הנסיעות לחו"ל לפי השינוי של יתר המדד הכללי. כלומר, אם יתר המדד יעלה ב- 0.1% אז גם סעיף זה יעלה בהתאם.

אנחנו מניחים שכך יעשו עם סעיפים קטנים אחרים כגון קולנוע, אירועים ומסיבות. זקיפה לפי יתר המדד הכללי.
לגבי חנויות רבות שנסגרו, בפרט בתחום ההלבשה, כלי בית ומוצרי אלקטרוניקה ניתן למדוד את שינויי המחירים בהזמנות און ליין (באתרי החברות השונות).

מחירי הדלקים: בחודש אפריל מחירי הדלקים לצרכן אמורים לרדת בכ- 13%-14%, זאת בשל הירידה החדה במחירי הנפט בעולם. באוצר שוקלים לנטרל ירידה זו (או חלק ממנה) על ידי העלאת שיעור הבלו (המס על הדלקים), זאת במטרה "לפצות" באופן חלקי על הגידול המשמעותי הצפוי בהוצאות הממשלה. באוצר קיים חשש שהצעד לא יהיה פופולרי כמובן. בתחזית שלנו הנחנו העלאת מס של 10% כך שעדיין מחירי הדלקים ירדו ב- 4%. זו הנחה בלבד. כמובן שהחלטת האוצר מאד משמעותית: סעיף הדלקים מהווה כ- 3.5% מהמדד.

מבט קדימה: תחזית האינפלציה שלנו מניחה שמחירי הדלקים צפויים לחזור ולעלות ל- \$35 לחבית ברנט בסוף השנה.
שע"ח: בימים האחרונים מסתמנת תנודתיות רבה בשע"ח. המשך תנודתיות בשווקים תומכת בפיחות מסוים בשקל. אנו מניחים המשך פיחות בשקל עד חודש מאי לרמות של 3.75 ש"דולר, ואחר כך ייסוף לכיוון 3.70 ש"דולר עד סוף השנה. ברור שהשפעת הפיחות על האינפלציה צפויה להיות מתונה מאד לאור הביקושים הממותנים.

ההשפעה הממתנת מצד הביקושים: התחזית שלנו מניחה השפעה ממתנת מצד הביקושים במרבית סעיפי המדד, למעט בתחום המזון והבריאות.

קעת אנו חוזים אינפלציה של 0.4% בחודש מרץ, 0.1% באפריל, 0.2% במאי ו- 0.0% שנה קדימה.

מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: האוצר צפוי לפרסם את נתוני הגרעון לחודש מרץ במהלך השבוע הקרוב. לא ברור עד כמה הגרעון כבר יושפע מהשיתוק במשק. מיסי הצריכה במרץ משקפים את הצריכה בפברואר. בעבר, חודש מרץ אופייני על ידי גירעון עונתי גבוה של כ- 4 מיליארד ש"ח. היום: יתפרסמו נתוני הרכישות בכרטיסי האשראי וביום רביעי המכירות ברשתות השיווק לחודש פברואר.

מאקרו חו"ל

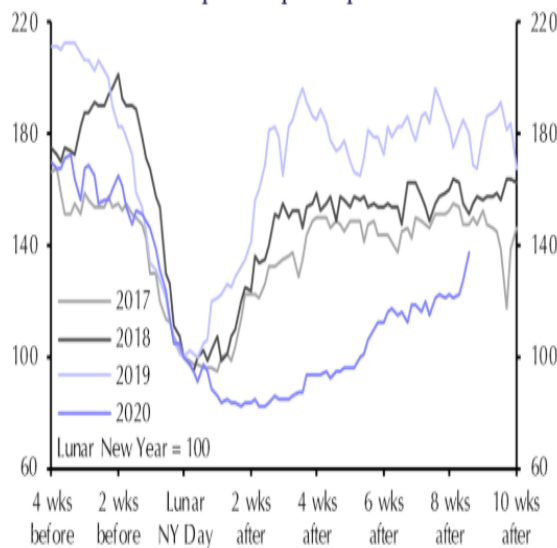
למרות שנתוני המאקרו מתפרסמים באיחור, נתוני מרץ כבר מתחילים לשקף את הירידה בפעילות הכלכלית ובאמון הצרכני והעסקי בעולם. חשוב לזכור שעדיין הנתונים לא משקפים את המצב בסוף החודש אלא במהלכו ולכן, ברור שצפויה הרעה נוספת בחודש אפריל. בארה"ב מספר דורשי העבודה זינק ב- 3 מיליון איש בשבוע האחרון, ומדד האמון הצרכני של משיג (באמצע חודש מרץ) ירד ב- 6.8 נקודות לרמה של 89.1 נקודות. מדובר בירידה החדה ביותר מאז אוקטובר 2008. לפי מדדי מנהלי הרכש PMI של חודש מרץ מסתמנת התכווצות בפעילות באירופה, בפרט בענפי השירותים (עם ירידה של כ- 25 נקודות, ראה גרף):

Chart 1: The eurozone manufacturing PMI fell sharply while the services index plummeted



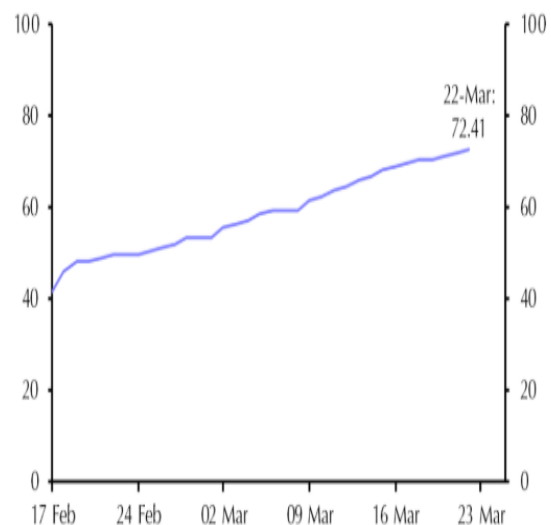
ניתן להתעודד מאינדיקטורים מעט חיוביים בסין. מסתמנת התאוששות הדרגתית בפעילות בסין, זאת לפי ההסתכלות על צריכת הפחם (משמאל) וצפיפות קרינת האורות בתעשייה הסינית (אשר נמדדת מלוויינים):

Coal consumption at power plants in China



CAPITAL ECONOMICS

Intensity of night lights at 143 industrial parks (% of 2019 level)

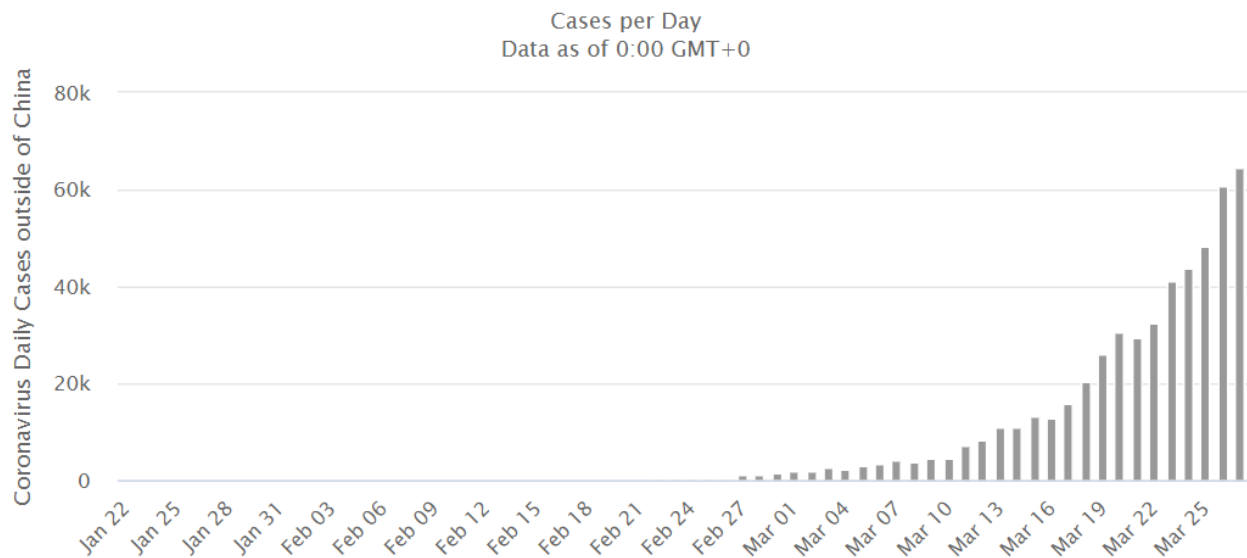


CAPITAL ECONOMICS

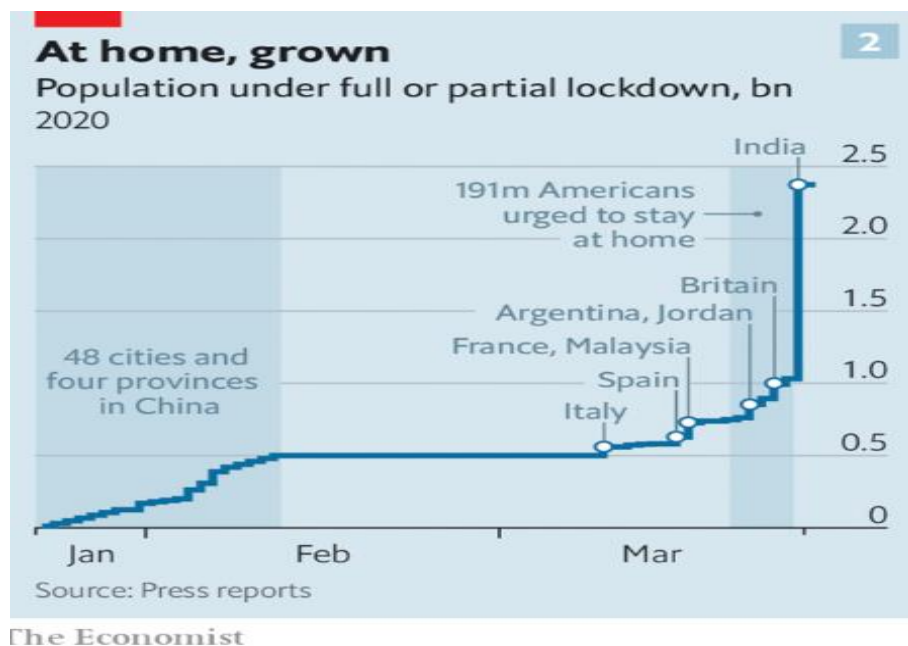
Source: CEIC, Capital Economics

לפי הערכתנו, חשוב יותר לעקוב אחרי מספר הנדבקים ומספר הנפטרים בעולם, בפרט בכלכלות החשובות כגון בארה"ב ובאירופה. לאחר שגם הבנקים המרכזיים והממשלות הכריזו על מדיניות מוניטארית ופיסקאלית מאד מרחיבה, כעת נדמה שהשווקים יגיבו יותר לקצב התפשטות הקורונה. מסתמנת המשך התפשטות בארה"ב, ספרד, גרמניה וצרפת. מגמה זו העיבה על השווקים ביום שישי.

Daily New Cases outside of China

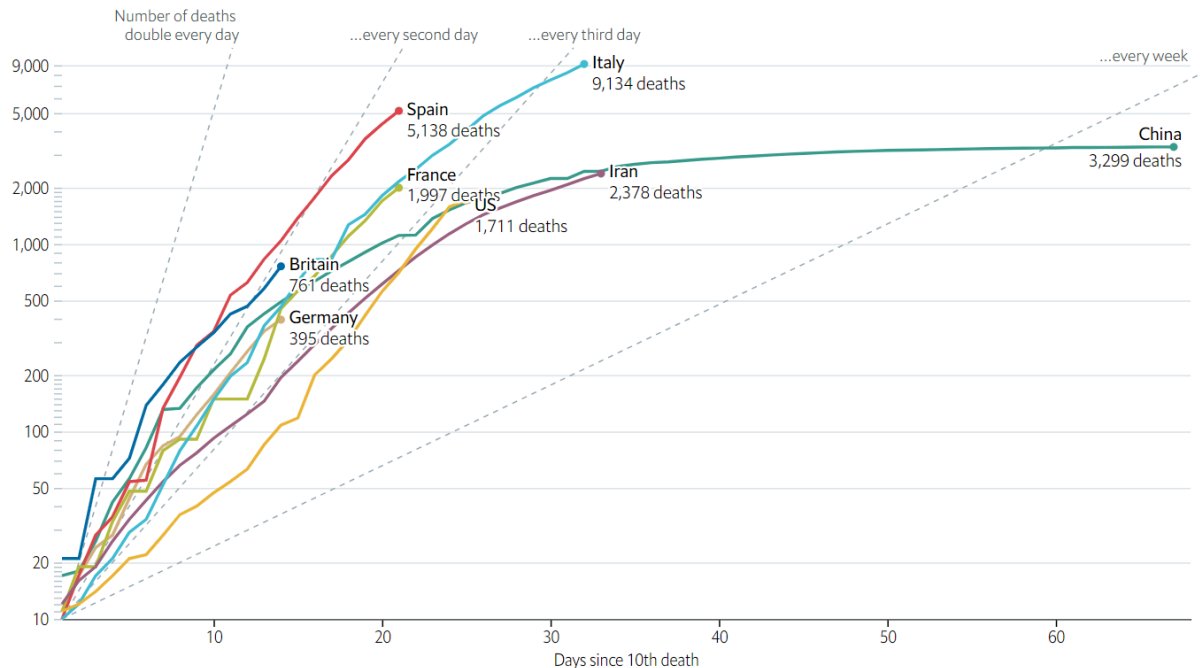


כ- 2.3 מיליארד אנשים בעולם נמצאים בהסגר חלקי או מלא:



מדאיג מכול, מרבית המדינות נמצאות בתוואי גידול במספר הנפטרים בדומה לאיטליה, רק בפאזה מוקדמת יותר. הגרף הבא מציג את קצב הגידול במספר הנפטרים מידי יום בכל מדינה החל מ- 10 הנפטרים הראשונים (בסקלה של Log):

Confirmed covid-19 deaths, to March 28th 2020, log scale

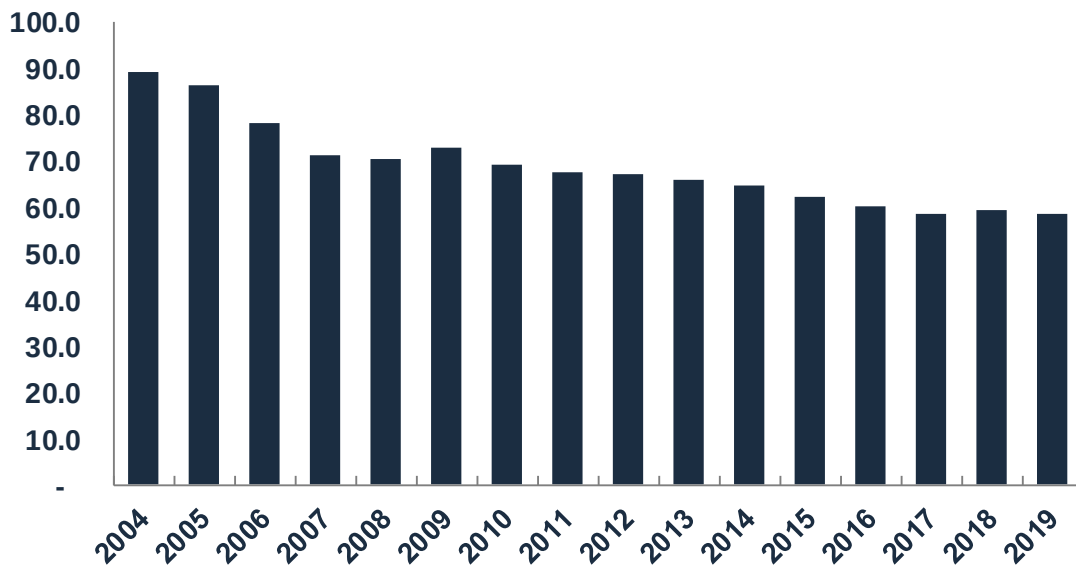


נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: סין: נתוני PMI (תעשייה ושירותים) של חודש מרץ, ומדד מנהלי הרכש Caixin יתפרסמו ביום רביעי (בתעשייה) ובשישי (בענפי השירותים). **בארה"ב:** ביום רביעי: מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה. **ביום שישי:** נתוני תעסוקה ואבטלה לחודש מרץ. הנתונים יתחילו לשקף את ההתדרדרות בפעילות. מדד ISM בענפי השירותים גם יתפרסם ביום שישי.

זום אין: הכדור עובר למגרש של האוצר

- ⟨ לאור המשבר, **מרבית המדינות המפותחות החליטו על הגדלה ניכרת בהוצאות**. ארה"ב תגדיל את הוצאות הממשלה ב-10% מהתוצר (2.2 טריליון דולר), אוסטרליה - 13%, ספרד - 10%, בריטניה - 4% וגרמניה - 4%.
- ⟨ **במשרד האוצר של ישראל קיימת מדיניות שמרנית יחסית**. גם העדר תקציב מאושר מגביל את המדיניות התקציבית. נקווה שהקמת ממשלת אחדות תזרז אישור תקציבי עם מקורות להרחבה ניכרת.
- ⟨ **באוצר מדברים על גידול של 40 מיליארד (חלק בהלוואות) או כ-2.5% תוצר**. כנראה שראש הממשלה דוגל בהוצאה גדולה בהרבה. כדאי לנתח ממה מורכבים ה-40 מיליארד ש: 10 מיליארד דמי אבטלה (יותר בסמכות הביטוח הלאומי עם אישור האוצר), 10 מיליארד הקלות ודחיית מיסים ("דחייה" לא מהווה ממש סיוע), 8 מיליארד בהלוואות בערבות מדינה (האוצר אוהב את הכלי הזה כי הוא לא נרשם כהוצאה עד המימוש). כל מדיניות של הלוואות ולא מענקים רק תגדיל את החוב העסקי אשר יקשה מאד על התאוששות בצמיחה. בנוסף, קיימת נכונות לסיוע בהחזר משכנתאות, אך לא ברור באילו תנאים.
- ⟨ **ללא תמיכה מאסיבית יותר המשק יתקשה להתאושש**. כדאי מאד ליישם תוכנית דומה בהיקפה לזו של ארה"ב, כולל הרחבה בתשלומי דמי אבטלה והקלות בתנאים לקבלתם. בנוסף, בארה"ב יישלח צ'ק למי שהרוויח פחות מ-75 אלף דולר לשנה (150 אלף לזוג) על סך 1,200 דולר ועוד 500 דולר עבור כל ילד במשפחה. יינתן סיוע משמעותי לעסקים קטנים (פחות מ-500 עובדים), במסגרת הלוואה נדחית כאשר אם העסק לא יפטר עובדים עד חודש יוני, ההלוואה תהפוך למענק. לגבי עסק שמפטר מחצית מהעובדים רק מחצית ההלוואה תהפוך למענק, וכו'. בנוסף, יינתן סיוע לחברות בקשיים (ענף התעופה למשל).
- ⟨ **העלייה ביחס החוב הממשלתי לכיוון 70%-75% תוצר צפויה להיות זמנית**. ישראל ידעה לצמצם את יחס חוב תוצר באופן ניכר בעשרים השנים האחרונות, למרות המשבר ב-2008:

החוב הממשלתי באחוזי תוצר



〈 גיבוי של בנק ישראל על ידי רכישות של 50 מיליארד ₪ צפוי לבלום לחץ לעליית תשואות. בנוסף לאוצר יש מקור מימוני נוסף של "עודפי גיוס משנים קודמות" או השימוש בפקדון, אשר הגיע ל- 35 מיליארד ₪ בסוף פברואר 2020 (וכנראה ירד מעט בחודש מרץ). נדמה שניתן להשתמש בחלק מעודף גיוס זה השנה.

〈 ללא מדיניות מרחיבה של ממש ותמיכה במשקי הבית ובעסקים, המשק הישראלי יתקשה מאד להתאושש במחצית השנייה של השנה.

גילוי נאות

הדו"ח מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור, על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים ומידע אחר אשר לידר ושות' בית השקעות בע"מ ("לידר ושות'") מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת, מודגש כי אין לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדו"ח. הדו"ח מופנה רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמכו בלבד החלטות השקעה כלשהן. לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש בדו"ח זה ו/או כתוצאה מהסתמכות עליו. הדו"ח אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. קורא דו"ח זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בו, תיצור עבורו רווחים. הדו"ח אינו ייעוץ השקעות ואינו מהווה הזמנה לרכוש או הזמנה למכור את ניירות הערך הנזכרים בו. לפיכך, אין להסתמך על המידע הכלול בדו"ח ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר ייעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שלידר ושות', עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, וחברות בנות או קשורות שלהם ("קבוצת לידר") מחזיקים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המתוארים בדו"ח ("ניירות הערך") ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו או ימכרו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח.

לידר ושות' ותאגידים מקבוצת לידר עוסקים בחיתום, שיווק השקעות, ניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, תיווך בעסקאות בניירות ערך, השקעות בניירות ערך לחשבון עצמם, ניהול והשקעה במיזמי הון סיכון ומיזמי private equity, בפעילויות מסחריות אחרות ופעילויות אחרות בשוק ההון. הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך שללידר ושות' יש זיקה אליהם מכח השתייכות לקבוצת לידר ו/או בשל התמורה שקיבלה או תקבל לידר ושות' או תאגיד אחר מקבוצת לידר מאת מנפיקי ניירות הערך ו/או מוכריהם ו/או מפיציהם במסגרת מתן שירותים בשוק ההון לרבות שירותי חיתום, ו/או בשל החזקה בניירות הערך האמורים ו/או ביצוע עסקאות בהם על ידה או על ידי גורמים אחרים מקבוצת לידר.