

יונתן כץ  
וכלכלני לידר שוקי הון

## התמתנות בצריכה השוטפת בישראל תומכת באינפלציה מתונה

### נקודות עיקריות

התנודתיות בשווקים סביב החשש להסלמה במלחמות הסחר המשיכה להעיב על שוקי המניות בשבוע האחרון (בדומה לחודש יוני כולו). סימני התמתנות בסין תמכו בהורדת שיעור החרבה במטרה לעודד מתן אשראי. לחץ של טראמפ להפסיק רכישות נפט מאיראן תמך בעלייה חדה במחירי הנפט לכיוון \$80 לחבית (brent), למרות החלטת OPEC להגדיל את התפוקה.

**בשבוע הקרוב: בארה"ב:** מחר יתפרסם מדד מנהלי הרכש בתעשייה (ISM). החששות סביב מלחמת הסחר עלולים להעיב על מדד זה. ביום חמישי יתפרסם מדד ה-ISM בענפי השירותים, מדד חשוב בשל חשיבות ענפי השירותים בתוצר. ביום שישי יתפרסמו נתוני תעסוקה לחודש יוני. השוק צופה גידול של 190 אלף מועסקים. קצב עליית השכר לשעת עבודה (2.7% y/y בחודש מאי) צפוי לעלות. **באירופה:** מחר ה-PMI של חודש יוני, וביום שלישי המסחר הקמעונאי בגוש האירו.

**בישראל** צפוי שבוע רגוע יחסית, מבחינת נתונים כלכליים. ביום חמישי יתפרסמו נתוני השכר הממוצע לחודש אפריל. יהיה חשוב לראות אם מגמת ההאצה בעליית השכר שנצפתה ברבעון א' נמשכת.

### מאקרו ישראל

- ✓ נתונים נוספים מצביעים על התמתנות בצריכה: חלה ירידה של 0.8% (בחישוב שנתי) במכירות ברשתות השיווק במרץ-מאי.
- ✓ גם הרכישות בכרטיסי האשראי התמתנו: 5.7% גידול בתקופה זו לאחר גידול של 6.6% שוק העבודה התייצב ברמת אבטלה נמוכה של 3.5% (גילאים 25-64).
- ✓ קצב הגידול במספר המועסקים החדשים מתמתן ככל ששוק העבודה מגיע לתעסוקה מלאה.
- ✓ המדד המשולב של בנק ישראל מצביע על המשך התרחבות במשק, אך גידול מהיר ביבוא (אשר תמך במדד המשולב) צפוי לגרום מהצמיחה ברבעון ב'.
- ✓ מחירי הדלקים ירדו ב-1.7% ביולי (מעבר לציפיות שלנו), אך תחזית מדד יולי נותרה על 0.2% עקב הפיחות בשקל בשבוע האחרון.

### מאקרו גלובאלי

**ארה"ב:** אינפלציית הליבה PCE עלתה ל-2.0% y/y בחודש מאי, מ-1.8% באפריל. מדד האמון הצרכני ירד ב-2.4 נקודות ורכיב הציפיות קדימה ירד ב-4.0, אולי מחשש למלחמת סחר.

**אירופה:** אינפלציית הליבה התמתנה ל-1.0% ביוני (בהתאם לציפיות) מ-1.1% במאי. **גרמניה:** המסחר הקמעונאי ירד בחודש מאי ב-2.1% m/m וב-1.6% y/y.

### שוק האג"ח

- ✓ התשואות הארוכות התייצבו סביב 2.85% על רקע נתונים מעורבים, ו- flight to safety.
- ✓ שוק האג"ח הישראלי ימשיך להגיב למגמת השקל, אשר נמצא במגמת היחלשות.
- ✓ לפי הערכתנו, בתשואות סביב 2% (ב-327) אפיק זה מתחיל להיות שוב מעניין.
- ✓ למרות זאת, קיים חשש שמסר ניצי בהודעת הריבית ב-9.7 יביא לעליית תשואות.

### זום אין

#### מתרבים הסיכונים הגלובליים בשנת 2019

- ✓ לאחר צמיחה גלובלית של 3.8% בשנת 2017 **בשנים הבאות טמונים סיכונים רבים.**
- ✓ המשך העלאת ריבית הפד צפוי להביא להמשך התחזקות בדולר, אשר מהווה סיכון ל-EM.
- ✓ מחירי הנפט עלולים להמשיך לעלות על רקע סנקציות על איראן.
- ✓ הסלמה במלחמת הסחר עלולה למתן את הסחר העולמי, את ההשקעות ואת הצריכה.

### אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	0.5%
יוני	-0.1%
יולי	0.2%
אוגוסט	0.3%
<b>שנה קדימה</b>	<b>1.0%</b>
2018	1.1%

### ריבית

נוכחית	0.10%
סוף 2018	0.10%
בעוד שנה	0.25%

### שע"ח

אירו	דולר	שקל
4.2551	3.65	השקל
0.9%	0.9%	שינוי שבועי
2.4%	5.2%	YTD
4.25	3.72	שנה קדימה

### אג"ח סחירות

יוני	פדיון סחיר	תחזית הנפקות	עודף פדיון
0.0			
4.0			
-4.0			

### עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	-0.89	-1.0	-1.1
בינוני 923	-0.17	-0.3	-0.4
ארוך 527	0.46	0.35	0.3
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 120	0.36	0.35	0.35
בינוני 323	1.17	1.1	0.95
ארוך 327	1.98	1.95	1.9
US			
2y	2.53	2.5	2.6
5y	2.74	2.8	2.8
10y	2.86	2.9	2.9

\* ט"ק - החודש הקרוב  
\* ט"ב - 3 חודשים

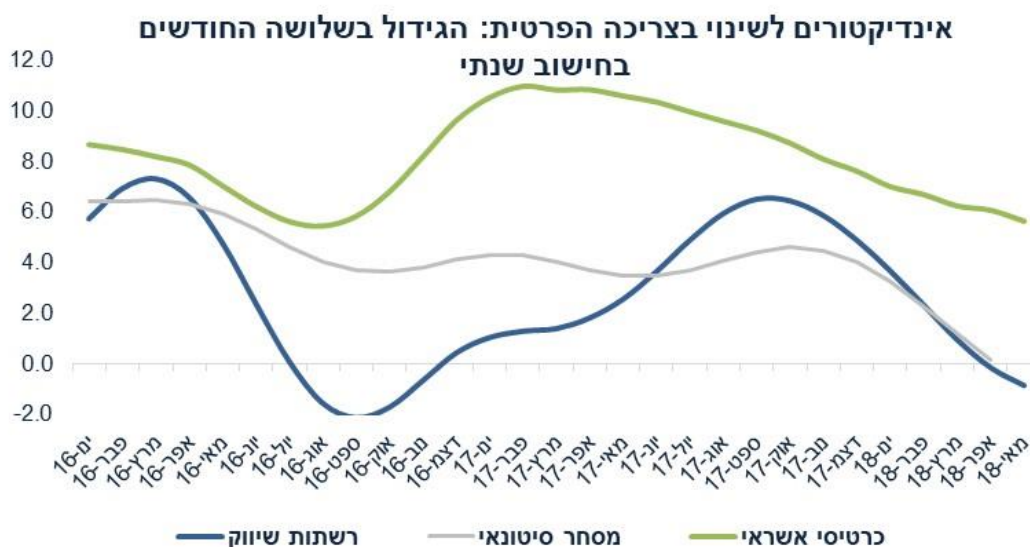
**מדוע הצריכה הפרטית (של מוצרים בעיקר) מתמתנת?**

אנחנו מרבים לכתוב על מגמת ההתמתנות באינדיקטורים של הצריכה הפרטית במשק.

- ✓ המכירות ברשתות השיווק ירדו ב- 0.8% בחודשים מרץ-מאי (בחישוב שנתי) לאחר גידול של 2.3% בשלושת החודשים הקודמים.
- ✓ הרכישות בכרטיסי האשראי התמתנו לגידול של 5.7% במרץ-מאי לאחר גידול של 6.6%. מגמה זו של התמתנות בהחלט תמוהה על רקע מגמת עליית השכר במשק (4% y/y במרץ) ורמת שיא באמון הצרכני. אנו רואים מספר סיבות:
- ✓ הבנקים מקשיחים את מתן האשראי הצרכני (לא לדיור) אשר עלה ב- 2.2% בלבד בשנה האחרונה.
- ✓ קצב הגידול במספר המועסקים החדשים מתמתן, מגמה אשר ממתנת את הגידול בכוח הקנייה המצרפי של הציבור.
- ✓ נמשכת ההסטה לרכישות באינטרנט ונמשך הגידול בנסיעות לחו"ל.
- ✓ מרבית הנתונים מודדים צריכה של מוצרים אך משקי הבית מגדילים את הצריכה של שירותים (לפי נתוני התוצר).

**ההתמתנות בביקוש למוצרים נמשכת**

בכל מקרה, התמתנות בביקוש למוצרים מורידה לחץ אינפלציוני באותם סקטורים.



**האם בנק ישראל ימשיך להתמקד באינפלציית הליבה?**

השווקים כבר מתמחרים עלייה בסביבת האינפלציה (headline) החל בחודשים יוני ויולי. בחודש יוני האינפלציה (ב- 12 החודשים האחרונים) תעלה ל- 1.1% y/y ול- 1.4% בחודש יולי. עקב כך, קיימות ציפיות להעלאת ריבית ברבעון ד' השנה.

נשאלת השאלה: **מה יקרה לאינפלציית הליבה בחודשיים הקרובים?** כזכור, בנק ישראל מדגיש את האינפלציה ללא אנרגיה, פירות וירקות והוזלות יזומות על ידי הממשלה. מדד "ליבה" זה מצביע כעת על סביבת אינפלציה של 0.7% y/y (בחודש מאי) לעומת 0.5% בסך הכול האינפלציה. מה יקרה בחודשיים הבאים (לפי התחזית שלנו)?

**אינפלציה הליבה צפויה לעלות בקצב מתון יותר מסך הכל האינפלציה**

מדד	סך הכול אינפלציה y/y	אינפלציית הליבה y/y
מאי	0.5%	0.7%
יוני (תחזית)	1.1%	1.0%
יולי (תחזית)	1.4%	0.9%

במילים אחרות, ההאצה באינפלציית הליבה (y/y) בחודשיים הקרובים צפויה להיות מתונה מאד עם נגיעה קלה בגבול התחתון, זאת לעומת אינפלציה גבוהה יותר בסך הכול ה-CPI (1.4% ביולי). מעניין יהיה לראות את ההתייחסות של הוועדה המוניטארית לנתוני האינפלציה של החודשיים הקרובים. המשך דגש על "אינפלציית הליבה" לא צפוי לתמוך בהעלאת ריבית.

האינפלציה ואינפלציית הליבה (y/y)



בסופו של דבר, מעבר לאינפלציה ולאיןפלציית הליבה, הגורם החשוב ביותר בהחלטה להעלאת הריבית צפוי להיות שע"ח של השקל. המשך לחץ לפיחות בשקל (לרמה של 3.75 ₪ לדולר בערך, ופיחות דומה בסל) צפוי לקרב החלטה להעלאת ריבית. חשוב להדגיש שישראל עדיין נהנית מעודף בחשבון השוטף והשקעות ריאליות, כך שקשה לצפות לפיחות מואץ.

**מה יקרה לשקל בשבוע הבא?**

כתבנו לא מעט לגבי החשיבות של החלטת הריבית הבאה (ביום שני הבא), בפרט עדכון תחזית המאקרו של בנק ישראל. חשוב להדגיש שבסך הכול נתוני המאקרו השוטפים תומכים בתחזית המאקרו של בנק ישראל מחדש אפריל (3.4% בשנת 2018 ו-3.5% בשנת 2019). פיחות מתון בשקל ועלייה במחירי השכירות תומכים בתחזית האינפלציה (1.1% השנה, 1.4% בשנת 2019), אז מה לגבי תחזית העלאת הריבית (0.15% ברבעון ד' 18, ועוד העלאה ב-2019)? אילו שינויים אפשריים בתחזית ומה צפויה להיות ההשפעה על שוק המט"ח? אנו רואים שלוש חלופות:

**עדכון תחזית המאקרו של בנק ישראל צפוי להשפיע על השקל**

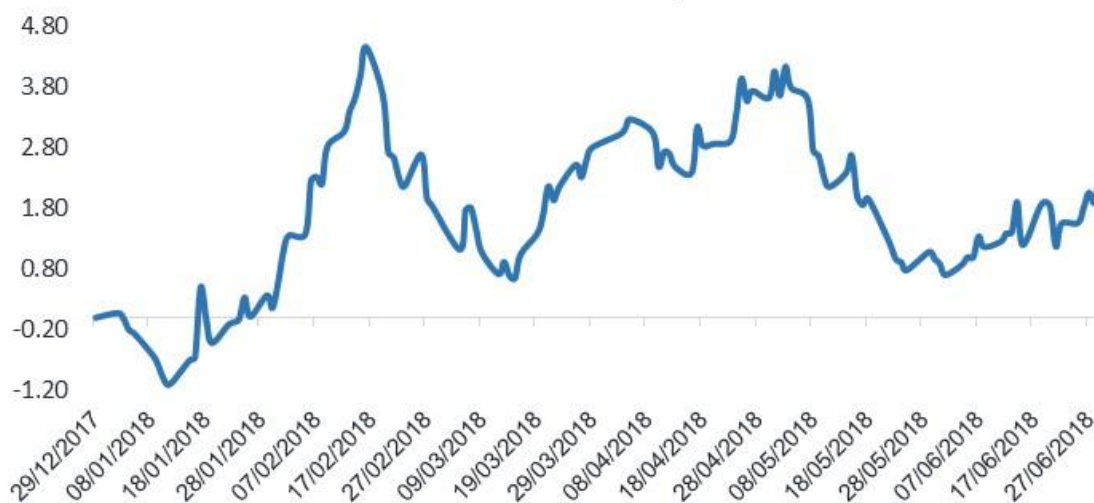
1. תחזית המאקרו נשארת כמעט ללא שינוי, למעט תחזית העלאת הריבית הראשונה אשר נדחית לרבעון א' 19 (מרבעון ד' 18) עם העלאה נוספת במשך 2019 (ריבית 0.5% בסוף 2019). **השלכות:** השקל לא ממש מגיב כי לא מדובר בשינוי מהותי, יתכן פיחות מאד מתון עם ההודעה בשל הדחייה בהעלאת הריבית.

2. בנק ישראל משאיר את תחזית הריבית ללא שינוי (עם העלאת ריבית ברבעון ד' 18), כלומר שולח מסר לשוק שבעוד כ- 2-3 חודשים צפויה העלאת ריבית, כאשר סביבת האינפלציה וציפיות האינפלציה נמצאים מעט מעל הגבול התחתון (1.1%-1.2%). **השלכות:** השקל מתחזק מעט, בשל המסר המעט "ניצי", זאת למרות שתחזית ריבית של 0.5% בלבד בסוף 2019 עשויה להעביר מסר "יוני".

3. בנק ישראל משנה את תחזית הריבית בסוף 2019 ל- 0.75% (מ-0.5%). **השלכות:** מסר בהחלט יותר "ניצי" אשר תומך בייסוף בשקל.

לסיכום, למרות ששוק האג"ח מתמחר העלאת ריבית מתקרבת ותוואי ריבית עולה, שוק המט"ח עדיין לא משוכנע כאשר מגמת הפיחות הזוחל נמשכת בשבועות האחרונים (ב-1.1% מה- 21.7). **לכן, הפוטנציאל למסר מעט "ניצי" (חלופות 2+3) אשר מביא להתחזקות בשקל עם פרסום ההודעה ב- 9.7 נראה לנו גבוה יחסית.**

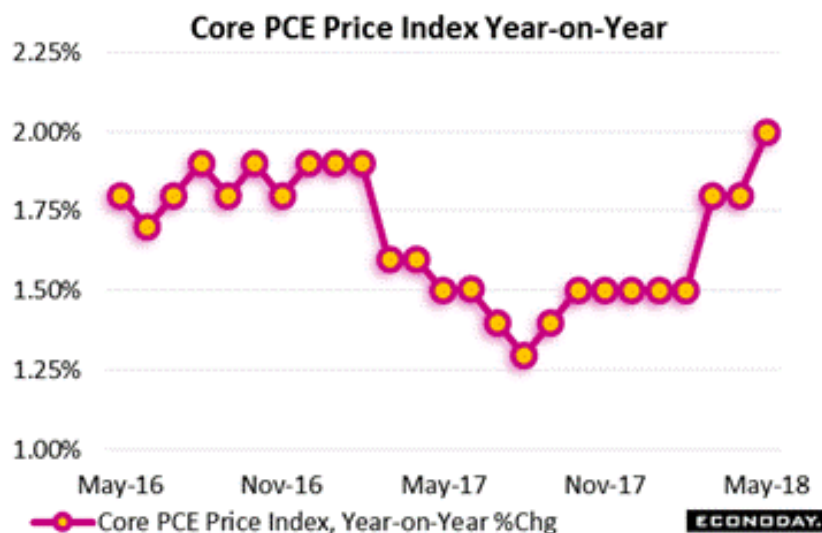
הפיחות המצטבר בשקל מול סל המטבעות מתחילת השנה



**ארה"ב: נתונים כלכלים מעט מעורבים**

- ✓ בחודש מאי ההכנסה האישית עלתה ב- 0.4% מול עלייה של 0.2% בצריכה הפרטית.
- ✓ אינפלציית הליבה PCE עלתה ב- 0.2% במאי, ועלתה ב- 2.0% ב- 12 החודשים האחרונים, מ- 1.8% בחודש הקודם. השוק ציפה לעליית מתונה יותר של 1.9%.

**עלייה בסביבת  
האינפלציה  
תומכת בהמשך  
ריסון מוניטארי**



- ✓ המכירות של בתים חדשים עלו ב- 6.7% בחודש מאי.
- ✓ למרות שמדד האמון הצרכני ירד ב- 2.4 נקודות ביוני, עדיין מדובר ברמה היסטורית גבוהה (126.4 נקודות). המגמה המדאיגה יותר הינה הירידה ברכיב הציפיות קדימה באמון הצרכני. יתכן שמשקי הבית חוששים מהתייקרויות על רקע מלחמת הסחר.



- ✓ יצוא סחורות עלה ב- 2.1% במאי, לעומת גידול של 0.2% בלבד ביבוא, התפתחות אשר הביאה לירידה בגרעון הסחר וצפויה לתרום לצמיחה ברבעון ב' אשר נאמדת ב- 0.5%.
- ✓ ההזמנות של מוצרי בני קיימא ירדו ב- 0.6% בחודש מאי, וירדו ב-0.3% ללא ענף התחבורה (אך האומדן של חודש אפריל עודכן ל- 1.9% מ- 0.9%).

- ✓ אומדן הצמיחה ברבעון א' עודכן ל-2% מ-2.3%, והצריכה הפרטית עודכנה ל-0.9% מ-1.0%.
- ✓ מספר דורשי העבודה עלה ב-9 אלף איש בשבוע האחרון ל-227 אלף.

המשך צמיחה נאה בארה"ב (בפרט ברבעון ב') והאצה באינפלציה תומכים בהמשך עליית ריבית הפד. בינתיים החשש להסלמת מלחמת הסחר תומך בביקוש לאג"ח ארה"ב (flight to safety) ומקשה על עליית תשואות מעבר ל-3% (אג"ח ל-10 שנים).

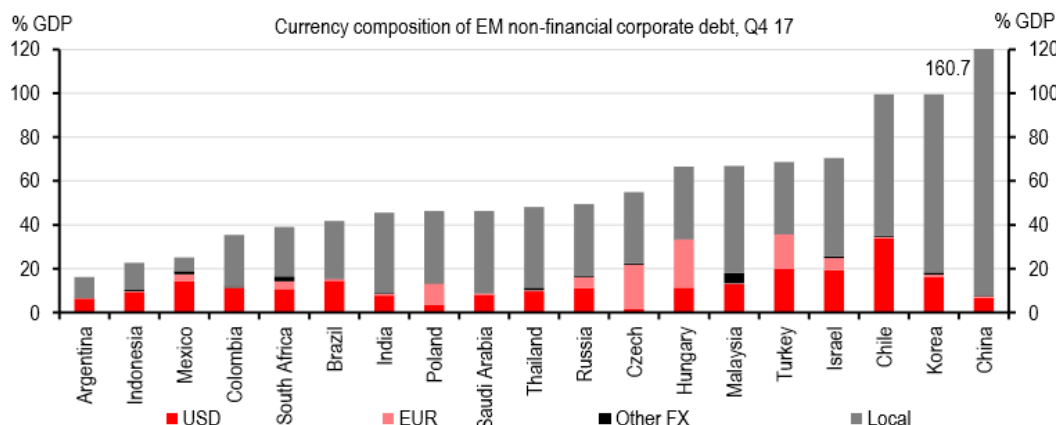
**זום אין: הסיכונים הגלובליים מתרבים לקראת 2019**

הצמיחה הגלובלית הפגיעה לטובה בשנת 2017 והגיע ל-3.8% וכנראה שיעור דומה השנה. ארה"ב מושכת חזק את הפעילות הכלכלית הגלובלית השנה כלפי מעלה, וצפויה לצמוח ב-2.8% השנה כאשר היא נהנית ממדיניות פסיקאלית מרחיבה וריביות ריאליות עדיין "סבירות" (למעשה שליליות עד כה). במבט קדימה, סיכונים רבים עלולים להעיב על הצמיחה הגלובלית:

**גורמים רבים עלולים להעיב על שוק המניות**

- ✓ עד סוף 2019 סביר לצפות לעוד כארבע העלאות ריבית הפד (לרמה של 2.5%-2.75%). המשך ריסון מוניטארי עלול להעיב על השווקים הפיננסיים ועל עלויות המימון של החברות. בנוסף, מציאות בה רק הפד מעלה ריבית מול יתר העולם (כולל אירופה) צפויה להביא להמשך התחזקות הדולר, מגמה אשר כבר חשפה מדינות מתעוררות רבות לסיכונים פיננסיים בשל המרכיב הגבוה של חוב צמוד דולר (בעיקר בסקטור הפרטי) כגון טורקיה, צ'לי, קוריאה ומלזיה:

**22. Chile, Korea, Malaysia and Turkey have relatively large amounts of USD corporate debt**



עד סוף 2019 ייפדו בקרב משקים מתעוררים סך הכול חובות של 2.9 טריליון דולר, 27% צמוד דולר. התחזקות הדולר בעולם לא מקילה על החזר החוב.

- ✓ סיכון שני: עליית מדרגה נוספת במחירי הנפט בעולם בעקבות הסנקציות מול איראן. למרות שמחירי הנפט התייצבו לאחרונה על רמה של 75-80 דולר לחבית (brent), התחזקות הדולר בעולם והפיחותים במטבעות של מדינות רבות גורמים להתייקרות משמעותית עבור הסקטור הפרטי. בשבוע האחרון מחירי הנפט עלו ב-7.4% על רקע הלחץ של טראמפ על אירופה להפסיק לייבא נפט מאיראן, זאת למרות הסכמת OPEC להגדיל את התפוקה:



✓ איום שלישי: **הסלמה במלחמת הסחר**. כבר ניתחנו גורם זה בסקירה הקודמת. מדובר בסיכון של ממש כאשר האירועים של השבועות האחרונים מצביעים על המשך התדרדרות. **מלחמת הסחר תומכת בהשתטחות העקום**: חשש אינפלציוני בטווח הקצר (ולכן עליית תשואות קצרות) מלווה בציפיות להתמתנות בפעילות בטווח הארוך (אשר תומכות בירידת תשואות בארוכות).

לסיכום, במבט ראשון על 2019 (או יותר נכון המחצית השנייה של השנה), נדמה שקיימים סיכונים רבים אשר עלולים להעיב על השווקים.

**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 יעוץ 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 מיעוץ 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 של לידר ושות' יש זיקה אליהם מכח השתייכותה 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.