

מספר גורמים תומכים בפיחות מתון בשקל בחודשים הקרובים

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

נקודות עיקריות

השווקים בהמתנה לתוצאות פסגת ה-7-G (המדינות המתועשות הגדולות בעולם) וגם למפגש בין מנהיגי ארה"ב וצפון קוריאה ב-12.6. הממשלה החדשה באיטליה (מורכבת משתי מפלגות בדלניות) החלה לפעול וקיים חשש למדיניות פסיקאלית מאד מרחיבה. ברקע החששות למלחמת סחר נמשכים. הנתונים הכלכליים בעולם היו מעורבים, בפרט נתונים חלשים בגרמניה וצרפת.

שבוע הקרוב: בארה"ב: ביום שלישי יתפרסם מדד מחירים לצרכן לחודש מאי. מצפים להאצה קלה באינפלציית הליבה ל-2.2% y/y מ-2.1% באפריל. ביום רביעי צפויה העלאת ריבית על ידי הפד. חשוב יותר יהיה לראות אם תחזית המאקרו (dots) משתנה. נראה לנו שתחזית תוואי הריבית מהתחזית הקודמת בחודש מרץ תישאר על כנה, אך הסיכון הינו לעדכון קל כלפי מעלה. ביום חמישי יתפרסמו נתוני המסחר הקמעונאי. **אירופה:** השווקים יחפשו רמזים מתי ה-QE יסתיים במסיבת עיתונאים של דראגי ביום חמישי.

בישראל צפוי שבוע גדוש נתונים חשובים. ביום רביעי יתפרסמו נתוני סחר חוץ לחודש מאי, ביום חמישי נתוני מאזן התשלומים לרבעון א' (אנו צופים ירידה חדה בעודף בחשבון השוטף). ביום שישי מדד המחירים לצרכן לחודש מאי (אנו צופים מדד של 0.5%, ברף הגבוה של התחזיות בשוק). המדד יושפע מעלייה עונתית חדה במחירי ההלבשה (9.5%), עלייה במחירי הדלקים ועלייה עונתית במחירי פירות הקיץ.

מאקרו ישראל

- ✓ הגרעון התקציבי נותר מתון (1.9% תוצר שנה אחורה), אך צפוי להגיע ל-3% השנה.
- ✓ ההרעה בסקר מגמות בסקטור העסקי באפריל הינה עונתית ולא מעידה על התמתנות.
- ✓ מדד האמון הצרכני של פועלים הגיע לשיא חדש, מה שתומך בכונות של משקי הבית לצרוך.
- ✓ השכר הממוצע במשק עלה ב-2.7% מינואר למרץ, כנראה על רקע עדכון שכר מינימום. ב-12 החודשים האחרונים השכר עלה ב-4.1%, האצה מ-3.2% בשנת 2017.
- ✓ מסתמן קיפאון במספר משרות השכיר ברבעון א' לאחר גידול של 2.5% בשנת 2017. עם זאת, בחודש מרץ סך תשלומי השכר במשק עלו ב-5.8% y/y ותומכים **בהמשך התרחבות בצריכה הפרטית**.
- ✓ בחודש אפריל הביקוש נטו למט"ח של גופים מוסדיים ישראלים הסתכם ב-0.8\$ מיליארד.

מאקרו גלובאלי

- ✓ **ארה"ב:** שוק העבודה ממשיך להתהדק עם עלייה במספר המשרות הפנויות. מדד מנהלי הרכש ISM בשירותים הפתיע כלפי מעלה עם עלייה של 1.8 נקודות ל-58.6.
- ✓ **גרמניה:** ההזמנות בתעשייה ירדו ב-2.5% באפריל לאחר ירידה של 1.1% במרץ. הייצור התעשייתי ירד ב-1.0% באפריל, לעומת ציפיות לגידול של 0.3%.

שוק האג"ח

- ✓ התשואות הארוכות בארה"ב ממשיכות לנוע סביב 2.9%-3.0%.
- ✓ הציפייה שלנו לפיחות מתון בשקל בחודשי הקיץ (ראה "זום אין") נותרת עדיפות לצמודים.
- ✓ **למרות עליית תשואות בישראל בשבוע האחרון עדיף להמתין עם הארכת המח"מ.**

זום אין

צפוי לחץ לפיחות בשקל בחודשי הקיץ

- ✓ חודשי הקיץ מאופיינים באופן עונתי על ידי פיחות מתון בשקל.
- ✓ תופעה זו נובעת מתוספת הישראלים (כמיליון במספר) אשר יוצאים לחו"ל.
- ✓ בנוסף, כעת הפד ממשיך להעלות את הריבית....
- ✓ וגופים מוסדיים ישראלים ממשיכים להגדיל את החשיפה למט"ח....
- ✓ וביום ברביעי **הלמ"ס צפויה לדווח על ירידה חדה בעודף בחשבון השוטף.**

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	0.4%
מאי	0.5%
יוני	-0.1%
יולי	0.1%
שנה קדימה	0.9%
2018	1.0%

ריבית

נוכחית	0.10%
סוף 2018	0.10%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח

אירו	דולר	השקל
4.2043	3.574	השקל
0.7%	0.2%	שינוי שבועי
1.3%	3.1%	YTD
4.15	3.65	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	-0.88	-1.0	-1.1
בינוני 923	-0.26	-0.3	-0.4
ארוך 527	0.33	0.35	0.3
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 120	0.31	0.3	0.35
בינוני 323	1.03	1.0	0.95
ארוך 327	1.88	1.9	1.9
US			
2y	2.50	2.5	2.6
5y	2.78	2.8	2.8
10y	2.94	2.95	2.9

* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

השכר עולה בצורה מהירה ברבעון א'

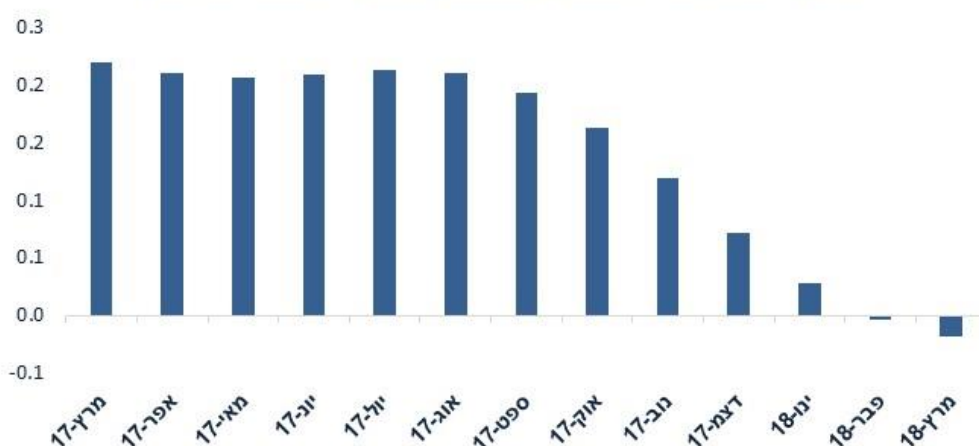
בחודש מרץ הממוצע במשק עלה ב- 0.8% לאחר עלייה מצטברת של 1.9% בחודשים ינואר-פברואר. מדובר בהשפעת עדכון שכר מינימום בשיעור של 6% בדצמבר 17, זאת בנוסף לסביבה של תעסוקה מלאה. מסתמנת עלייה מהירה בשכר בענפי המסחר הקמעונאי, שירותי אירוח ואוכל ושירותים מקצועיים.

עליית השכר מייקרת את עלויות המעביד



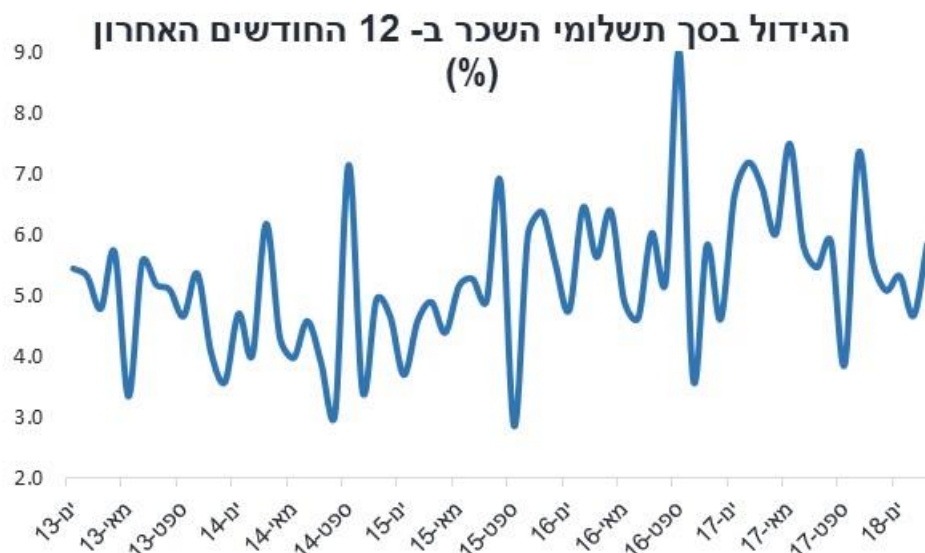
גם בהודעת הריבית, בנק ישראל מציין את מגמת עליית השכר בסקטור העסקי בחודשים האחרונים. מנגד, מסתמנת התמתנות (ואפילו קיפאון) במספר משרות השכיר במשק.

השינוי החודשי במספר משרות השכיר (נתוני מגמה)



אם כופלים את השכר הממוצע במספר משרות השכיר, ניתן לגזור את סך תשלומי השכר. השינוי נותן אינדיקציה לסך הכול כוח הקנייה של הציבור (בלי לקחת בחשבון מיסים או אשראי). **ב- 12 החודשים האחרונים סך תשלומי השכר עלה ב- 5.8%, שיעור מהיר יחסית** (זאת על ידי גידול של 4.4% y/y בשכר הממוצע וגידול של 1.4% במספר משרות השכיר, לפי נתונים מקוריים).

עלייה מהירה בסך תשלומי השכר תומכת בביקושים במשק

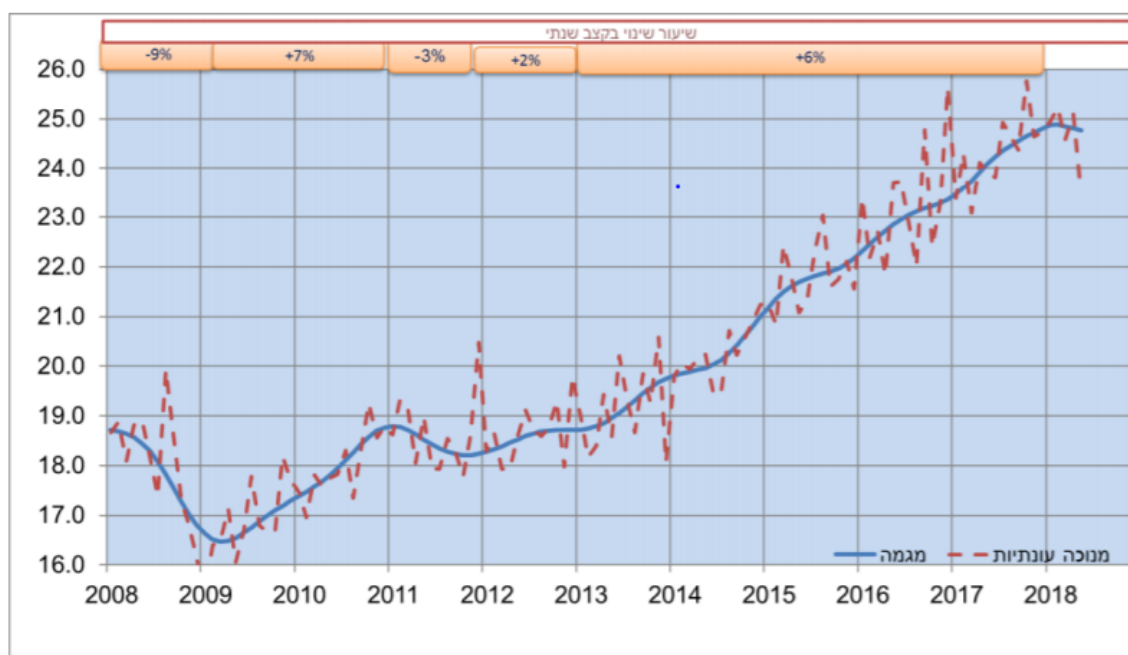


הגרעון השנה צפוי להגיע ליעד

בחודשים ינואר-מאי נמדד גרעון של 2.4 מיליארד ₪ לעומת גרעון של 3.1 מיליארד באותה התקופה אשתקד. ההוצאות של המשרדים האזרחיים עלו ב- 5.8% מתחילת השנה (לעומת התקצוב המתוכנן של 5.3%), וההוצאה של מערכת הביטחון עלתה ב- 1.3% (מעל התקצוב של -0.5%). ההכנסות ממסים עלו ב- 4% מתחילת השנה. גביית מע"מ מקומי ברוטו (אינדיקציה לשינוי בצריכה הפרטית) ירדה ב- 1.1% y/y במאי ועלתה ב- 2.0% בלבד בינואר-מאי. נתון זה מנוכה החזרי מע"מ או מע"מ יבוא. באוצר צופים השנה הגעה ליעד הגרעון של 2.9% תוצר, זאת בהעדר ההכנסות החד פעמיות הענקיות של אוגוסט-אוקטובר 2017. **לא סביר לצפות למהלך של הורדת מיסים השנה**, זאת בפרט על רקע הדרישות לתוספת תקציב ממערכת הביטחון.

לא צפוי מהלך של הורדת מיסים השנה

תרשים 1: סך מסים ממשלתיים, בניכוי שינוי חקיקה וגבייה חריגה (במיליארדי ש"ח, במחירים קבועים של 2017)



מדדי מנהלי הרכש באירופה (בתעשייה) ממשיכים להתמתן לעומת התרחבות בארה"ב:

נתוני המאקרו

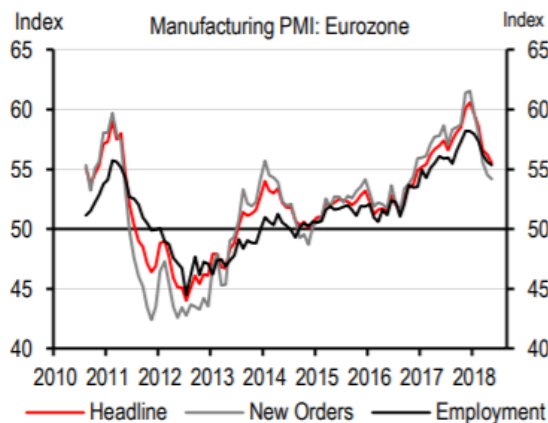
החיוביים

בארה"ב יחסית

לאירופה תומכים

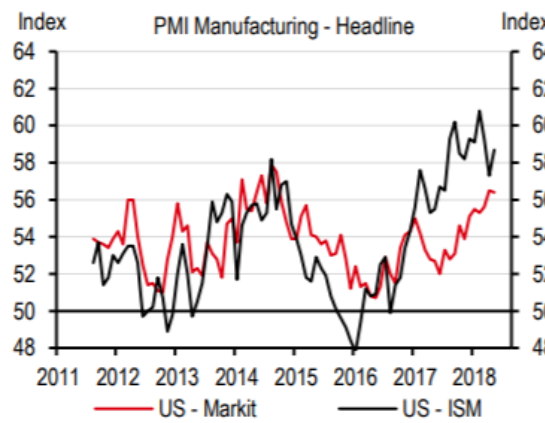
בדולר

3. Eurozone manufacturing PMI continues to fall...



Source: Markit Economics

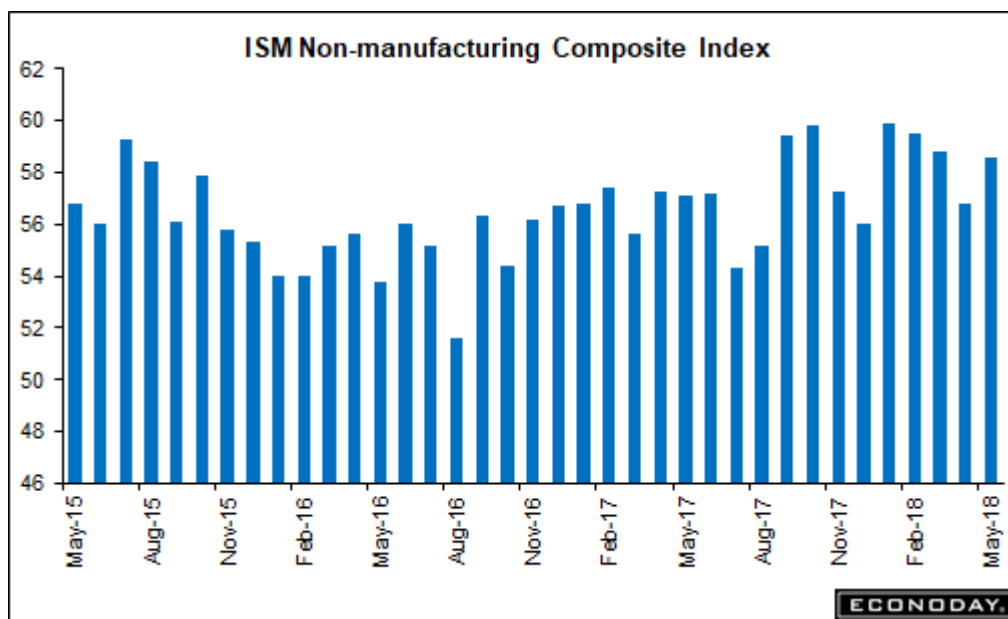
4. ...while both US surveys paint a rosier picture



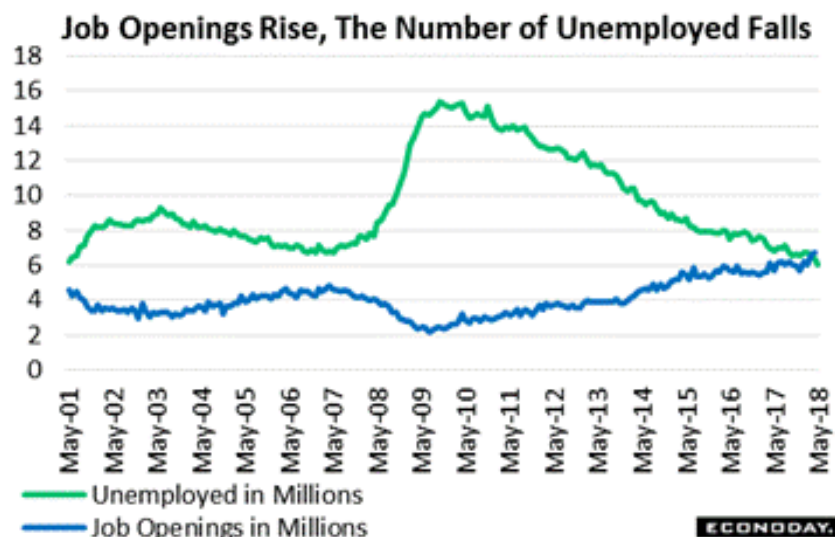
Source: Markit Economics, ISM

למרות ההתמתנות באירופה (גם ברכיב ההזמנות וגם בתעסוקה), עדיין מדובר ברמה אשר מצביעה על התרחבות (יותר מהשנים 2015-2016). בכל זאת, נתוני המאקרו החיוביים בארה"ב יחסית לאירופה תומכים בהתחזקות הדולר מול היורו.

✓ גם במדד מנהלי הרכש בשירותים מסתמן שיפור בארה"ב לעומת התמתנות קלה באירופה. בארה"ב מדד מנהלי הרכש ISM בשירותים הפתיע כלפי מעלה עם עלייה של 1.8 נקודות בחודש מאי ל- 58.6 נקודות. באירופה מדד מנהלי הרכש PMI בשירותים ירד ב- 0.9 נקודות במאי ל- 53.8.



✓ מסתמנת עלייה מהירה במספר המשרות הפנויות בארה"ב ל- 6.7 מיליון בחודש אפריל, מעל מספר המובטלים (6.35 מיליון). מציאות זו מצביעה על שוק עבודה "הדוק" אשר תומך בלחצי שכר.



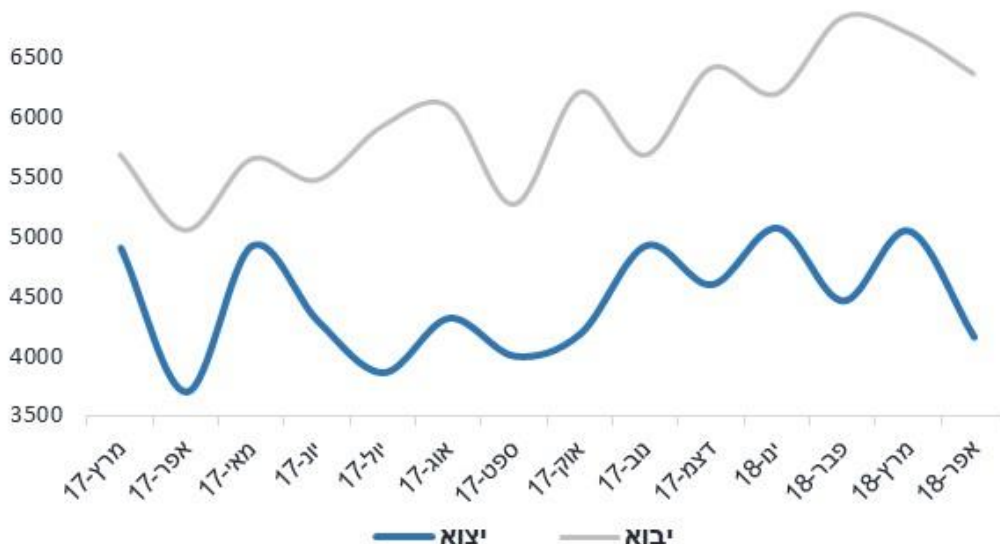
נתוני המאקרו תומכים בהעלאת ריבית הפד ביום רביעי, אך אין אנו צופים שינוי בתחזית המאקרו של הפד לגבי תוואי הריבית בשנים הבאות (3 העלאות בשנת 2018, 3 העלאות בשנת 2019 וריבית שיווי משקל של 2.9%). הסיכון הינו לעלייה מתונה בתחזית הריבית כלפי מעלה.

זום אין: פיחות עונתי בחודשי הקיץ?

שע"ח של השקל פוחת ב- 0.45% בשבוע הראשון של חודש יוני לאחר ייסוף של 2.6% בחודש מאי. מה עשוי להביא להתחדשות מגמת הפיחות המתון בחודשים הקרובים?
 ✓ **ירידה בעודף בחשבון השוטף:** ביום רביעי הקרוב הלמ"ס תפרסם את נתוני מאזן התשלומים לרבעון א'. לפי נתוני היבוא והיצוא ברבעון א' (גם סחורות וגם שירותים) של נתוני החשבונאות הלאומיים, צפויה **ירידה חדה בעודף בחשבון השוטף ברבעון א'**, בפרט בשל הזינוק ביבוא מכוניות ברבעון זה. לאחר עודף של 2.6 מיליארד דולר ברבעון ד' 17, העודף ברבעון א' עלול לרדת ל- 1.2-1.5 מיליארד דולר בלבד (תחזית שלנו).

פיחות מתון בחודשי הקיץ תומך בעלייה בציפיות האינפלציה

סך יבוא ויצוא סחורות (מיליוני דולר)



✓ **עונתיות בחודשי הקיץ?** בחודשי הקיץ קיים גידול בביקוש למט"ח על ידי ישראלים בשל עונת הנסיעות לחו"ל. בדקנו מה קרה לשע"ח של השקל בחודשים יולי-ספטמבר משנת 2011 (רבעון ג') ועד 2017. בממוצע השקל פוחת ב- 1.4% מול סל המטבעות. בחודשי הקיץ תוספת התיירים הישראלים אשר נוסעים לחו"ל מגיעה ל- 0.9-1.0 מיליון איש (תוספת על הממוצע של יתר החודשים). בהנחה שכל תייר מוציא כ- 1,500 דולר לטיול בחו"ל (כולל עלות טיסות לחברות תעופה זרות) מדובר בתוספת ביקוש למט"ח של 1.5 מיליארד דולר. במקביל, לפי נתוני הלמ"ס, אין גידול עונתי של תיירים מחו"ל לישראל בחודשי הקיץ.

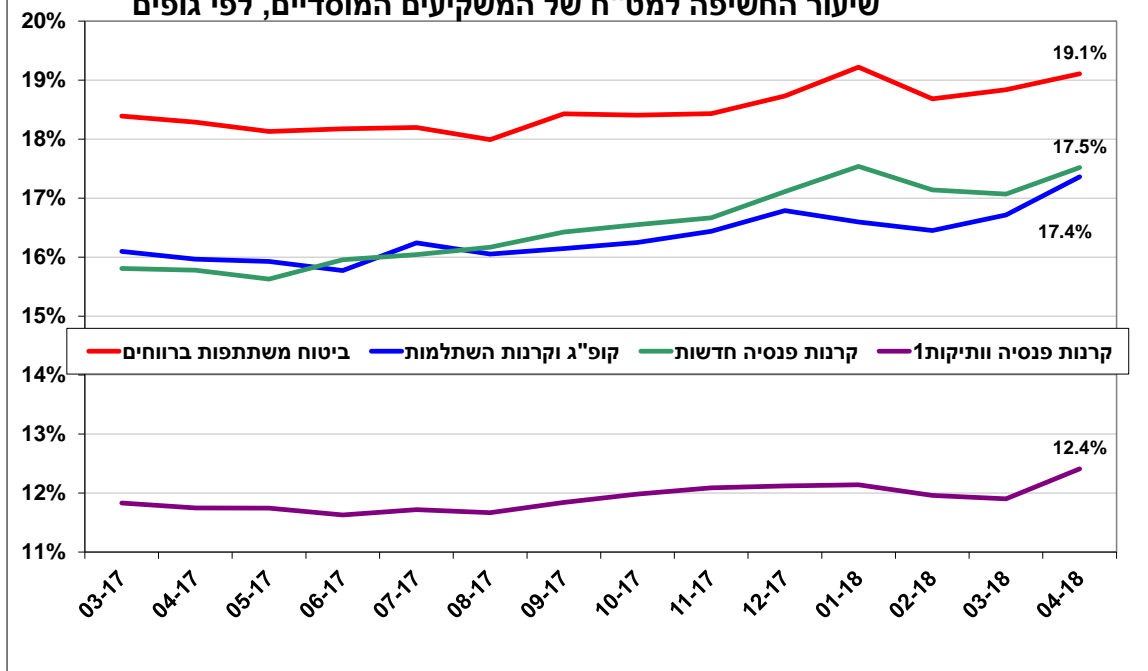
הפיחות בשקל מול סל המטבעות ברבעון ג' בשנים 2011-2017



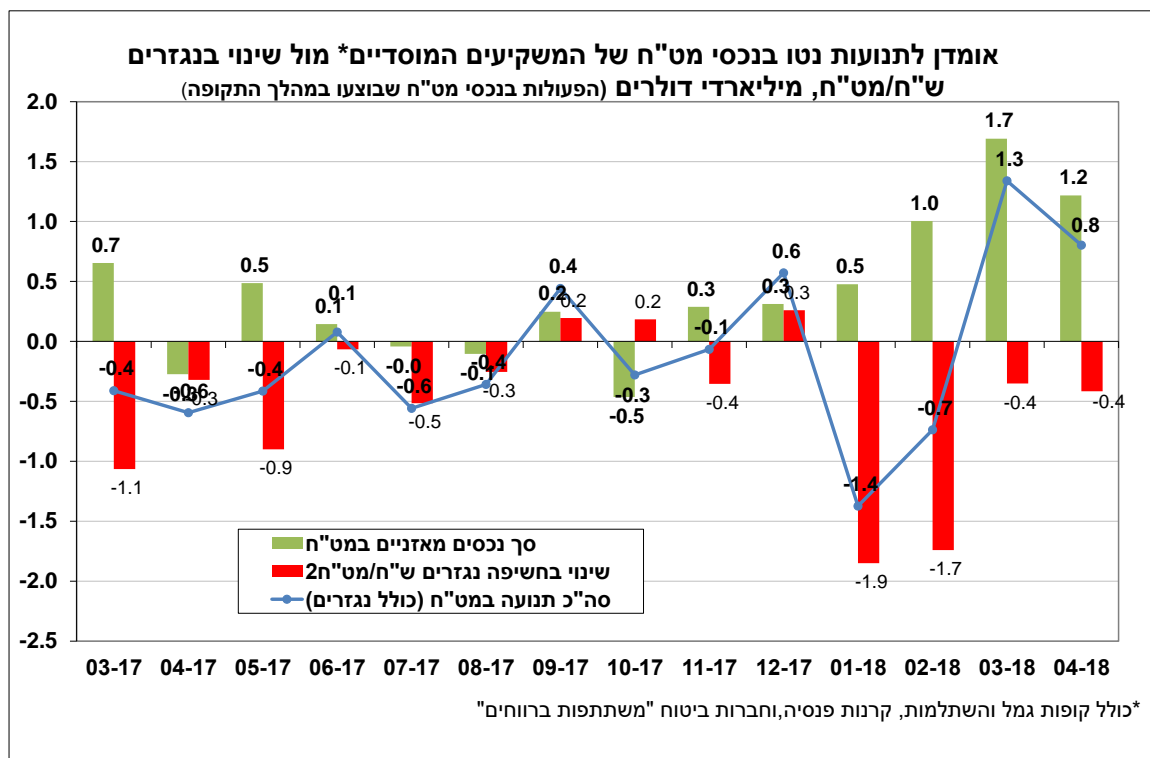
מוסדיים
ממשיכים לקנות
מט"ח

✓ ביום רביעי הפד צפוי להודיע על העלאת ריבית. למרות שהעלאה זו מתומחרת בשוק, ככל שמתקדמים אל תוך המחצית השנייה של השנה, עלות הגידור צפויה להתייקר. כבר עתה גופים מוסדיים ישראלים מגדילים את הביקוש למט"ח ואת החשיפה למט"ח מסך הנכסים המנוהלים. **בחודש אפריל גופים מוסדיים הגדילו את שיעור החשיפה למט"ח מסך הנכסים ל- 16.4% מ- 15.9% לפני חודש.**

שיעור החשיפה למט"ח של המשקיעים המוסדיים, לפי גופים



תוספת הביקוש נטו למט"ח של הגופים הללו הסתכמה ב- 0.8 מיליארד דולר לאחר תוספת ביקוש של 1.3 מיליארד דולר בחודש מרץ:



✓ **התפתחויות פוליטיות** (ו/או גאו-פוליטיות) כגון החלטה של היועץ המשפטי להעמיד לדין את ראש הממשלה, או החלפת הנגידיה פלוג בדמות פחות אמינה. בשלב זה מוקדם מדי להעריך מי יהיה הנגיד הבא כאשר עדיין קיים סיכוי לאישור המשך הכהונה של קרנית פלוג לקדנציה נוספת.

לסיכום, ברור שקשה מאד לחזות את כיוון שע"ח, בוודאי בטווחים קצרים. יחד עם זאת, מצבור של התפתחויות עשויות לתמוך בפיחות מתון בשקל בחודשי הקיץ, מה שיתמוך בעלייה בציפיות האינפלציה בשוק.

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 שליידר 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 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.