

עלייה חדה בגרעון הסחר מחלישה את הכוחות לייסוף בשקל

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

נקודות עיקריות

העצבנות בשווקים נמשכת סביב ההכרזות של טראמפ לגבי אפשרות להטלת מכסי יבוא נוספים. ביום רביעי הוא הכריז על כוונה להטיל 10% נוספים של מכס על יבוא סחורה בהיקף של 200 מיליארד דולר מסין, זאת לאחר הטלה של 25% מכס בהיקף של 34 מיליארד דולר, אשר הביאה לצעד דומה על ידי סין. שר האוצר האמריקאי הרגיע את השווקים כאשר הודיע שעדיין קיימת אפשרות למשא ומתן עם סין. מרבית שוקי המניות בעולם עלו בשבוע האחרון. בפרוטוקול של החלטת הריבית האחרונה של ה- ECB מתברר שהחלטה לסיים את ה- QE השנה לא הייתה החלטה פשוטה (מסר יוני). לעומת זאת, האצה באינפלציה בארה"ב תמכה בהתחזקות הדולר.

בשבוע הקרוב: בארה"ב: בשבוע הקרוב יתפרסמו נתונים לגבי המצב בתעשייה: מחר סקר empire state, וביום חמישי סקר פילדלפיה. יהיה מעניין לראות עד כמה החשש ממלחמת סחר מתחיל להשפיע על האמון בתעשייה. מחר יתפרסמו גם נתוני מסחר קמעונאי, וביום שלישי יתפרסמו נתוני ייצור התעשייתי ומספר התחלות הבניה. עקום התשואות בארה"ב המשיך להשתטח.

בישראל היום יתפרסם מדד חודש יוני. כמעט באופן גורף, החזאים (כולל אנחנו) מצפים למדד של -0.1% בהשפעת הירידה העונתית במחירי ההלבשה (-5%), ופירות וירקות (-3.5%), ומנגד עליית מחירי הדלקים ב-2.2%. מחר יתפרסם האומדן השלישי של הצמיחה ברבעון א', ואין ציפייה לשינוי מהאומדן האחרון (4.5%). ביום רביעי יתפרסמו נתוני המשרות הפנויות, נתון חשוב לגבי מצב שוק העבודה.

מאקרו ישראל

- ✓ ברבעון ב' הייצוא התעשייתי ירד ב-8.5% (נתוני מגמה בחישוב שנתי).
- ✓ היבוא ממשיך להתרחב, בפרט יבוא מוצרי צריכה בשיעור של 2.8% ברבעון ב'.
- ✓ ברבעון ב' גרעון הסחר (הכולל) עלה ב-26.5% לעומת הרבעון הקודם.
- ✓ **משמעות: למרות הגידול ביצוא שירותים, העודף בחשבון השוטר מצטמצם.**
- ✓ מסתמנת עלייה מתונה בביקוש לרכישת דירות ברבעון ב'.

מאקרו גלובאלי

- ✓ **ארה"ב:** ההאצה באינפלציה נמשכת, אינפלציה הליבה עלתה ל-2.3% y/y ביוני. מחירי תפוקה בתעשייה PPI גם עולים (3.4% y/y), עם עלייה חדה בפלדה ואלומיניום.
- ✓ **גרמניה:** מסתמנת ירידה חדה באמון העסקי (ZEW), בפרט בציפיות קדימה.
- ✓ **אירופה:** במאי חל גידול בייצור התעשייתי ל-2.4% y/y מ-1.7% באפריל, אולי עקב הפיחות ביורו.

שוק האג"ח

- ✓ השתטחות העקום בארה"ב נמשכת עם פער של 25 נ.ב. (10 שנים/שנתיים).
- ✓ מלחמת סחר תומכת באינפלציה בטווח הקצר אך גם תומכת בהתמתנות בפעילות קדימה.
- ✓ בשבוע האחרון התשואות בישראל ירדו על רקע מסר "יוני" מקרנית פלוג בהודעת הריבית.
- ✓ ירידת התשואות בישראל בשבוע האחרון מורידה את האטרקטיביות בארוכים, אך עדיין לא נראה לנו שקיים מקום לקצר מח"מים בתיק.

זום אין

ההתלבטות בבנק ישראל תהיה: על איזו אינפלציה להתמקד?

- ✓ הנגידה הבהירה "שהתבססות" האינפלציה לא חייבת להיות במרכז היעד.
- ✓ הוועדה המוניתארית רוצה לוודא שהאינפלציה תישאר מעל 1% גם לאחר העלאת ריבית.
- ✓ במחצית השנייה של השנה האינפלציה y/y צפויה לנוע סביב 1.1%-1.4%.
- ✓ בשל התנודתיות במדד, בנק ישראל ימתין מספר חודשים לפני העלאת הריבית.
- ✓ **הדילמה של בנק ישראל: אינפלציה הליבה צפויה להישאר נמוכה יותר, סביב 0.9%.**
- ✓ **מסקנה: ללא פיחות בשקל לכיוון 3.75 ש"ח לדולר קשה לצפות להעלאת ריבית השנה.**

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	0.5%
יוני	-0.1%
יולי	0.2%
אוגוסט	0.3%
שנה קדימה	1.0%
2018	1.2%

ריבית	
נוכחית	0.10%
סוף 2018	0.10%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.643	4.2379
שינוי שבועי	0.2%	-0.5%
YTD	5.0%	2.0%
שנה קדימה	3.72	4.25

אג"ח סחירות	
פדיון סחיר	יולי
	0.0
תחזית הנפקות	4.0
עודף פדיון	-4.0

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	-0.93	-1.0	-1.1
בינוני 923	-0.16	-0.2	-0.3
ארוך 527	0.43	0.35	0.3
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 120	0.33	0.35	0.35
בינוני 323	1.17	1.2	1.1
ארוך 327	1.91	1.85	1.8

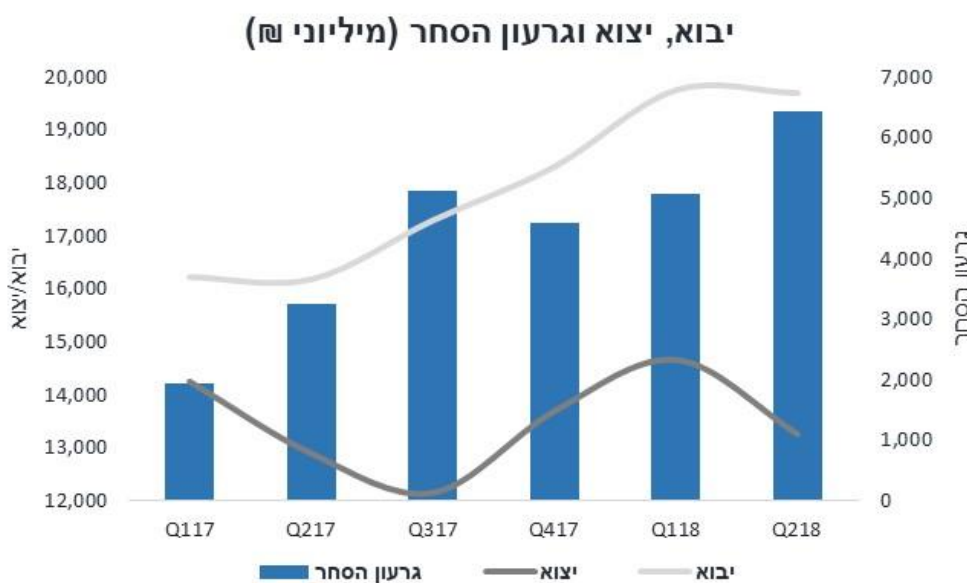
US			
2y	2.58	2.6	2.7
5y	2.72	2.7	2.75
10y	2.83	2.8	2.8

* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

גידול בגרעון הסחר מחליש את הכוחות לייסוף בשקל

ברבעון ב' הייצוא התעשייתי ירד ב-8.5% (נתוני מגמה בחישוב שנתי), זאת לאחר גידול של 1.2% ברבעון א'. ברבעון ב' מסתמנת ירידה במרבית ענפי התעשייה. בהודעת הריבית האחרונה, בנק ישראל ציין את שינוי המגמה לרעה בייצוא התעשייתי וציין שהשקל מיוסף יתר על המידה. היבוא ממשיך להתרחב בקצב מתון, בפרט יבוא מוצרי צריכה אשר עלו ב-2.8% ברבעון ב'. גרעון הסחר ברבעון ב' עלה ל-6.4 מיליארד דולר לעומת גרעון של 5.1 מיליארד דולר ברבעון א'.

בנק ישראל מודאג מהירידה ביצוא, ולכן לא ימהר להעלות את הריבית

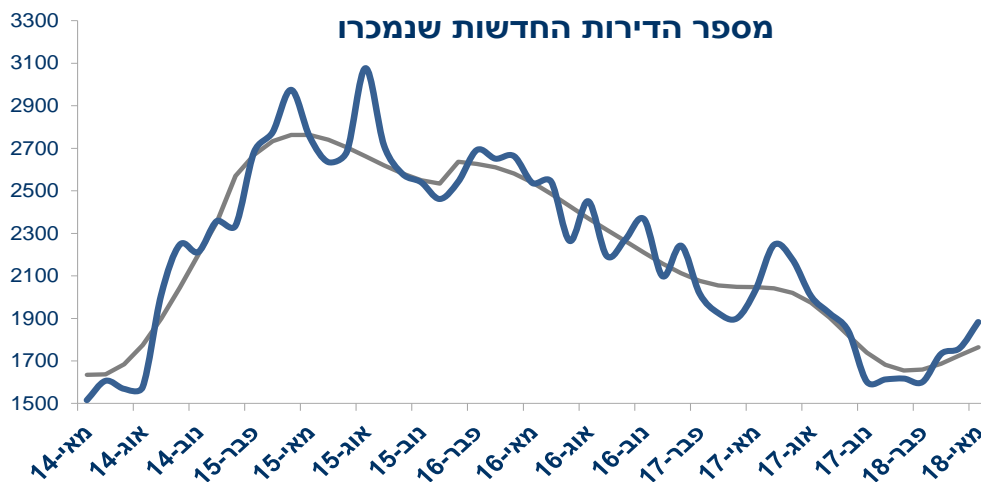


גידול בגרעון הסחר מחליש את הכוחות לייסוף בשקל (למרות הגידול מהיר ביצוא שירותים).

כנראה שהגידול נובע בעיקר מעסקאות במחיר למשתכן

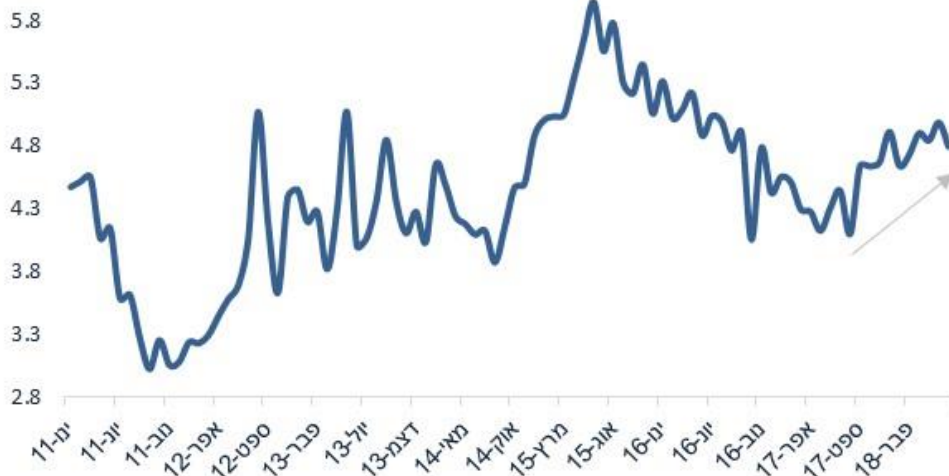
הביקוש לדירות חדשות עולה

בחודש מאי המכירות של דירות חדשות עלו ב-13.9% לעומת החודש הקודם (נתונים מנוכה עונתיות). בחודשים מרץ-מאי מספר המכירות עלה ב-6.2% לעומת שלושת החודשים הקודמים (נתוני מגמה). כנראה שמדובר בעיקר בעסקאות במסגרת מחיר למשתכן.



מגמה דומה של התאוששות נצפתה בנתוני משכנתאות של בנק ישראל (מנוכה עונתיות):

היקף לקיחת משכנתאות חדשות (מנוכה עונתיות, מיליארדי ש"ח)



למרות השיפור בביקוש בשוק הנדל"ן, לא מדובר בשיקול עבור בנק ישראל להעלות את הריבית. בנק ישראל מתחשב בהתמתנות הכללית בענף, כולל הירידה בהתחלות הבנייה, בהשקעות בבנייה למגורים ובמחירי הדיור מתחילת השנה (-2.4%).

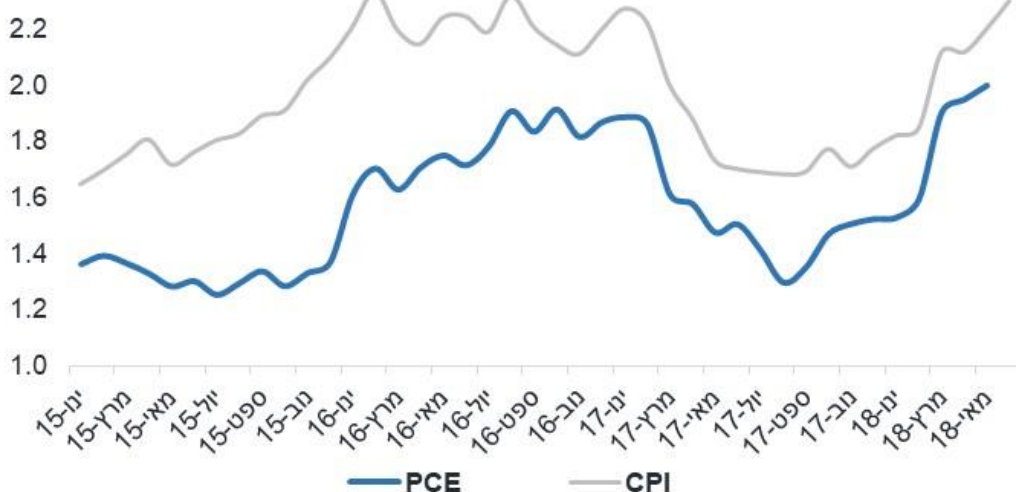
מאקרו חו"ל

ארה"ב: האינפלציה זוחלת כלפי מעלה

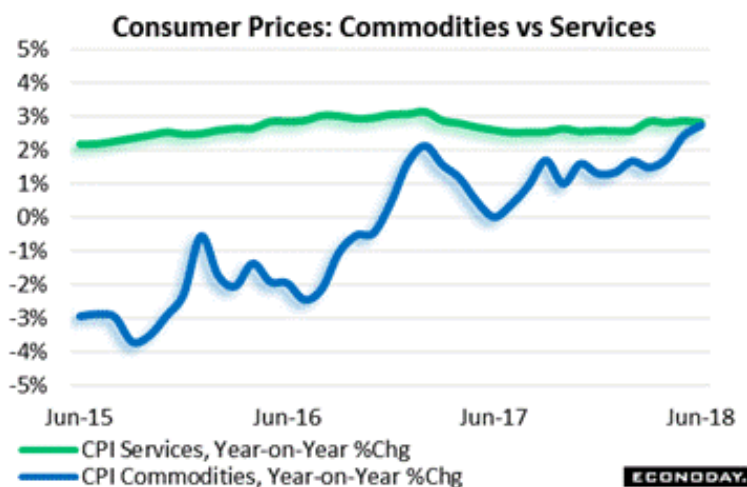
✓ בחודש יוני האינפלציה עלתה ב- 0.1% וב- 2.9% ב- 12 החודשים האחרונים. אינפלציית הליבה עלתה ב- 0.2% וב- 2.3% y/y, לעומת 2.2% לפני חודש.

האצה
באינפלציה
תומכת בהמשך
העלאת ריבית

אינפלציית הליבה PCE + CPI y/y



✓ סך הכול מחירי השירותים עלו ב- 3.1% y/y (לעומת 3.0% בחודש אפריל), ומזה מחירי הדיור עלו ב- 3.4% y/y. קצב עליית מחירי השירותים במדד נע סביב 3% y/y בחודשים האחרונים, כאשר מחירי הסחורות במדד עולים, בפרט מחירי הדלקים במדד (24% y/y).



✓ מדד מחירי תפוקה בתעשייה PPI גם זוחל כלפי מעלה ל- 3.4% y/y ביוני מ- 3.1% במאי. מדד הליבה עלה ב- 2.7% y/y ביוני מ- 2.6% במאי. בארבעת החודשים האחרונים מחירי הפלדה עלו ב- 13.2% ומחירי האלומיניום ב- 11.4% בהשפעת הטלת המכסים של טראמפ.

✓ בחודש מאי מספר המשרות הפנויות עלה ב- 16.7% y/y לעומת גידול של 4.9% בלבד במספר ההעסקות (hires), איתות ברור לשוק עבודה "הדוק".

✓ בשבוע האחרון מספר דורשי העבודה ירד ב- 18 אלף איש, לאחר שבועיים של עליות.

✓ בתשעת החודשים הראשונים של שנת התקציב (החל מחודש אוקטובר) הגרעון עלה ל- 607.1 מיליארד דולר, 16.1% מעל אותה תקופה אשתקד, כאשר השפעת הורדת המיסים עדיין לא הורגשה באופן מלא.

הנתונים הכלכליים בארה"ב (בפרט ההאצה בסביבת האינפלציה) ממשיכים לתמוך בהעלאת ריבית פעם ברבעון. השאלה הגדולה נותרה: מה תהיה ההשפעה של מלחמת הסחר על הפעילות הכלכלית ועל האינפלציה? בינתיים מחירי הסחורות בעולם יורדים:

השפעת החשש ממלחמת סחר: ירידה במחירי הסחורות, על רקע ציפייה להתמתנות בפעילות הכלכלית:



זום אין: מה יכריע: האינפלציה או אינפלציית הליבה?

אינפלציית
הליבה (core)
צפויה להישאר
מתחת ליעד

בהחלטת הריבית ביום שני, בנק ישראל הבהיר היטב מהי התבססות של האינפלציה בתוך היעד:

1. לא מדובר בהכרח בסביבת אינפלציה של 2% (מרכז היעד).
 2. "התבססות" כוללת הסתכלות על סך הכול האינפלציה אחורה, אינפלציית הליבה וציפיות האינפלציה קדימה (גם של החזאים וגם בשוק ההון).
 3. כניסה של האינפלציה אל תוך יעד לא תביא להעלאת ריבית מיידית.
- "האינפלציה נוטה להיות תנודתית, מצב בו סביבת האינפלציה הצפויה תהיה קרובה מאוד לגבול התחתון של היעד, לא מהווה התבססות של האינפלציה ביעד"
- "הוועדה תרצה להיות בטוחה, ככל שניתן, שהחזרה של האינפלציה לתחום היעד לא תימשך חודשים ספורים בלבד"
- "העלאת הריבית לפני שהאינפלציה התבססה, עלולה לעכב את התבססות האינפלציה ביעד ובסופו של דבר להאט גם את תוואי עליית הריבית."

כלומר, מילת המפתח הינה **סבלנות**. מסר זה הובן היטב על ידי שוק ההון והביא לירידת תשואות חדה לאחר החלטת הריבית.

ברצוננו להדגיש מספר נקודות חשובות:

1. בנק ישראל הדגיש שתחזית המאקרו של מחלקת המחקר (כולל תחזית העלאת הריבית ברבעון ד' 2018) לא בהכרח משקפת אחד לאחר את דעת הוועדה המוניתארית. הנגידה אמרה:

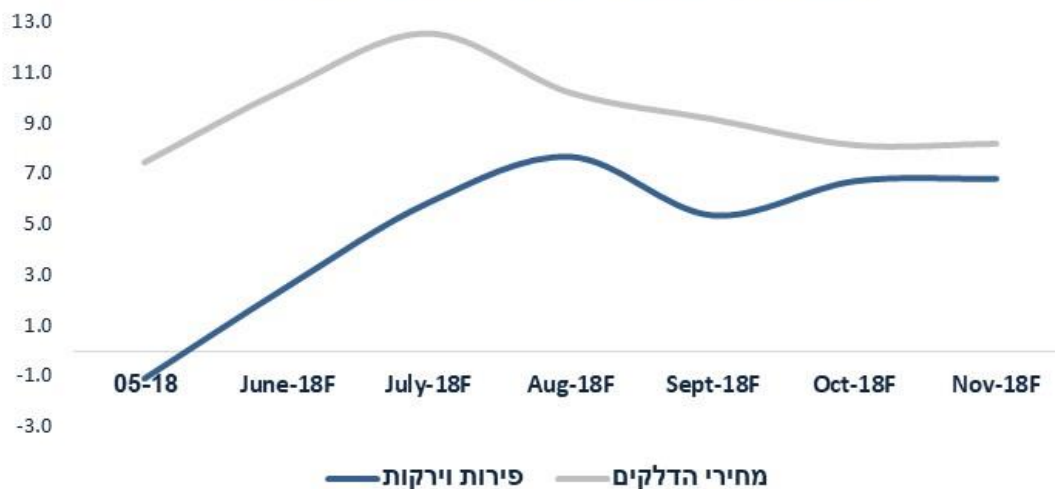
" חטיבת המחקר הציגה לוועדה המוניתארית את התחזית המקורו כלכלית של החטיבה ופרסמה אותה לציבור. אזכור, שמדובר בתחזית מותנית שמתבססת על הנחות לגבי המשתנים האקסוגניים, ובפרט, התחזית מתבססת על הנחה ששער החליפין ומחירי הנפט יוותרו יציבים". לפי הבנתנו, לפי המודל הרבעוני של חטיבת המחקר, האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים תכנס אל תוך היעד במשך שני רבעונים (רבעון ג' ורבעון ד') ולכן, קיים מקום להעלות את הריבית ברבעון ד'. נכון הדבר, שמחלקת המחקר מציגה את התחזית לוועדה המוניתארית כשבוע לפני החלטת הריבית ושומעת את הערותיה ובמקרים חריגים משנה במעט את התחזית. אבל בסך הכול, לא מדובר בתחזית חריגה בכלל. בהחלטת הריבית של ה-26.11.18. לפי התחזית שלנו נהיה אחרי חמישה חודשים רצופים של אינפלציה y/y מעל אחוז: מדדי יוני-אוקטובר (ראה גרף בהמשך).
2. אזי, בהחלטת אין לפסול העלאת ריבית השנה. יחד עם זאת, לפי דעתנו, "היוניים" בוועדה יציינו את החשש שהעלאת הריבית תביא לייסוף בשקל ולכן, עדיין נראה לנו שבנק ישראל ירגיש יותר נוח להעלות את הריבית כאשר השער יהיה חלש יותר, קרי מעל 3.70 ואפילו 3.75 ש"ח לדולר (במונחי סל). פיחות נוסף בשקל צפוי גם להעלות את ציפיות האינפלציה. חשוב לציין שלפי חישובי בנק ישראל, ציפיות האינפלציה בשוק ההון עומדות כעת על 1.5% (לפי המצגת בהחלטת הריבית).
3. עד כמה בנק ישראל ידגיש את אינפלציית הליבה (המדד ללא אנרגיה, פירות וירקות והוזלות יזומות)? מדד הליבה לא ממש ייכנס ליעד בחודשים הקרובים. עיקר ההשפעה האינפלציונית באה מעלייה במחירי הדלקים ועלייה במחירי הפירות והירקות (עקב בעיית היצע השנה, מחירי פירות הקיץ מאד גבוהים).

תחזית האינפלציה ואינפלציית הליבה y/y



✓ שני סעיפים עיקריים דוחפים את קצב האינפלציה כלפי מעלה: מחירי האנרגיה ומחירי הפירות והירקות, סעיפים אשר לא כלולים באינפלציית הליבה:

תחזית עליית מחירי פירות וירקות ודלקים y/y



✓ השפעת ההוזלות היזומות של הממשלה יתפוגגו. באינפלציה ממאי 17 עד מאי 18 ההוזלות היזומות תרמו -0.4% לאינפלציה y/y. בחודש ספטמבר 18 ההשפעות יקטנו ל-0.2% y/y.

לסיכום: בעוד חודשיים (כשקצב האינפלציה יעלה ל-1.4% y/y בחודש יולי) צפוי דיון נוקב בוועדה המוניטארית על איזה מדד להתמקד, סך הכול האינפלציה או אינפלציית הליבה? דילמה נוספת: ברור שציפיות האינפלציה קדימה יושפעו מהאצה בקצב האינפלציה y/y ללא ניתוח מעמיק לגבי הגורמים, כך שתיתכן הטיה בציפיות האינפלציה כלפי מעלה.

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.