

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

לא צפויה העלאת ריבית אגרסיבית ב-2019

נקודות עיקריות

השבוע האחרון היה חיובי עבור השווקים. ביום רביעי השווקים הגיבו בחיוב לדברי נגיד הפד פאוול אשר אמר שהריבית הנוכחית קרובה לריבית ניטרלית, רמז שהפד לקראת סיום תוואי העלאת הריבית. שוק האג"ח האמריקאי הגיב בירידת תשואות, זאת בנוסף לתרומה מכיוון הירידה החדה במחירי הנפט בעולם. קיימת אופטימיות זהירה לגבי פגישת טראמפ ו Xi ב-20-G. הדולר נחלש בעולם. בישראל שוק האג"ח הופתע מהעלאת ריבית בנק ישראל ביום שני והגיב בעליית תשואות. בסיכום שבועי השקל התחזק באחוז מול הדולר וב-0.9% מול היורו.

מאקרו ישראל

- ✓ הריבית הבסיסית עלתה ב-0.15% לרמה של 0.25%.
- ✓ למרות הייסוף בשקל לאחר ההחלטה, השקל חזר להיחלש (מול הסל).
- ✓ בחודשים אוגוסט-אוקטובר המכירות ברשתות השיווק ירדו ב-1.9% בחישוב שנתי.
- ✓ בחודשים אוגוסט-אוקטובר המכירות בכרטיסי האשראי עלו ב-5.2% בחישוב שנתי.
- ✓ האינדיקטורים לצריכה הפרטית מצביעים על התמתנות מסוימת (ראה "זום אין").
- ✓ מחירי הדלקים ירדו ב-7.25% ב-1.12, כך שתחזית מדד דצמבר עודכנה ל-0.2%.

מאקרו גלובאלי

- ✓ **ארה"ב:** אינפלציית הליבה PCE התמתנה ל-1.8% y/y באוקטובר מ-2.0% בספט'.
- ✓ הצריכה הפרטית עלתה ב-0.6% וההכנסה האישית ב-0.5%, מעל הציפיות בשוק.
- ✓ גרעון הסחר עלה ל-\$77.2 מיליארד באוק' מ-74.6 מיליארד בממוצע רבעון ג'.
- ✓ היצוא ירד ב-0.6% (אך עלה ב-7.8% y/y) והיבוא עלה ב-0.1% (10% y/y).
- ✓ המכירות של בתים לא חדשים ירדו ב-8.9% באוקטובר על רקע התייקרות המשכנתאות.
- ✓ **אירופה:** סקר IFO (האמון העסקי בגרמניה) ירד ב-0.9 נקודות ל-102 (117.6 בינואר).

בשבוע הקרוב יתפרסמו הנתונים הבאים: בארה"ב- מחר מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה, ביום רביעי ISM בענפי השירותים (מדד חשוב יחסית). ביום שישי: נתוני תעסוקה ושכר לשעת עבודה. **אירופה:** מחר מדד PMI בתעשייה, ביום רביעי PMI בענפי השירותים. **בגרמניה:** ביום חמישי ההזמנות בתעשייה. **סין:** מחר ה-PMI בתעשייה וביום רביעי בענפי השירותים. **בישראל:** ביום רביעי: כניסת תיירים לישראל ויציאת ישראלים לחו"ל, ביום חמישי: השכר הממוצע לחדש אוקטובר (נתון חשוב בראיה על לחצי האינפלציה) וסקר מגמות בסקטור העסקי לנובמבר.

שוק האג"ח

- ✓ לאחר החלטת הריבית, התשואות הארוכות בישראל עלו על רקע חשש לתוואי העלאת ריבית אגרסיבי.
- ✓ התשואות בארה"ב ירדו על רקע דברי פאוול "היוניים", שהריבית קרובה לניטרלית.
- ✓ האוצר החליט להקטין את היקף הגיוסים ל-2.5 מיליארד \$.
- ✓ אנו צופים עוד העלאת ריבית אחת בלבד ב-2019 (ברבעון ב').
- ✓ אם כן, קיימת אטרקטיביות באפיקים הארוכים הישראליים.

זום אין

מסתמנת התמתנות מסוימת בצריכה הפרטית

- ✓ האינדיקטורים השוטפים מצביעים על התמתנות מסוימת בצריכה.
- ✓ הצריכה הפרטית השוטפת ירדה ב-0.3% לנפש ברבעון ג' (בחישוב שנתי).
- ✓ בכל זאת, משקי הבית הננים מעליית שכר, אבטלה נמוכה ואופטימיות צרכנית.
- ✓ מעט התמתנות בצריכה עשויה לתמוך באינפלציה מתונה.

אינפלציה (%)

| | |
|------------------|--------------|
| 12 ח' אחרונים | 1.2% |
| נובמבר | -0.2% |
| דצמבר | -0.2% |
| ינואר 19 | -0.3% |
| שנה קדימה | 0.85% |
| 2019 | 1.0% |

ריבית

| | |
|-----------|-------|
| נוכחית | 0.25% |
| יוני 2019 | 0.50% |
| בעוד שנה | 0.50% |

| שע"ח | דולר | אירו |
|-------------|-------|--------|
| השקל | 3.701 | 4.2109 |
| שינוי שבועי | -1.0% | -0.9% |
| YTD | 6.4% | 1.4% |
| שנה קדימה | 3.80 | 4.24 |

| אג"ח סחירות | דצמבר |
|------------------|-------|
| פדיון סחיר | 0.0 |
| תחזית הנפקות | 2.5 |
| עודף פדיון בארה" | -2.5 |

עקום התשואות

| צמוד | נוכחי | ט"ק* | ט"ב* |
|------------|-------|------|------|
| קצר 1020 | -0.36 | -0.4 | -0.5 |
| בינוני 923 | 0.15 | 0.1 | -0.1 |
| ארוך 527 | 0.71 | 0.7 | 0.6 |
| שקלי | נוכחי | ט"ק* | ט"ב* |
| קצר 121 | 0.71 | 0.7 | 0.7 |
| בינוני 324 | 1.55 | 1.5 | 1.45 |
| ארוך 928 | 2.35 | 2.3 | 2.25 |
| US | | | |
| 2y | 2.79 | 2.8 | 2.9 |
| 5y | 2.81 | 2.85 | 3.0 |
| 10y | 2.99 | 3.0 | 3.1 |

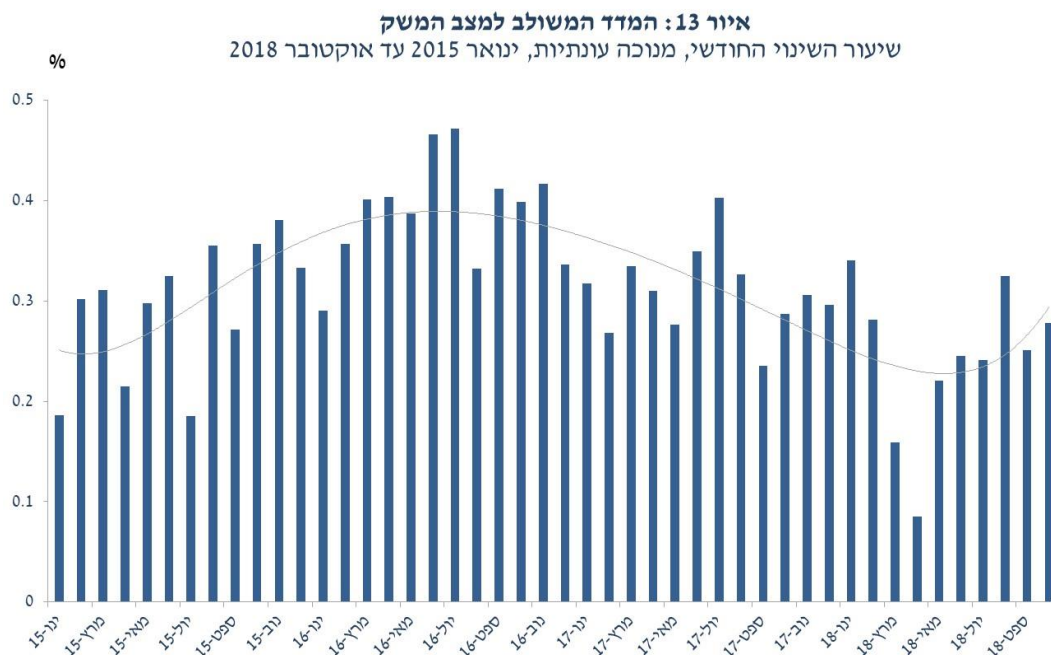
* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

גורמי המאקרו העיקריים תמכו בהעלאת ריבית

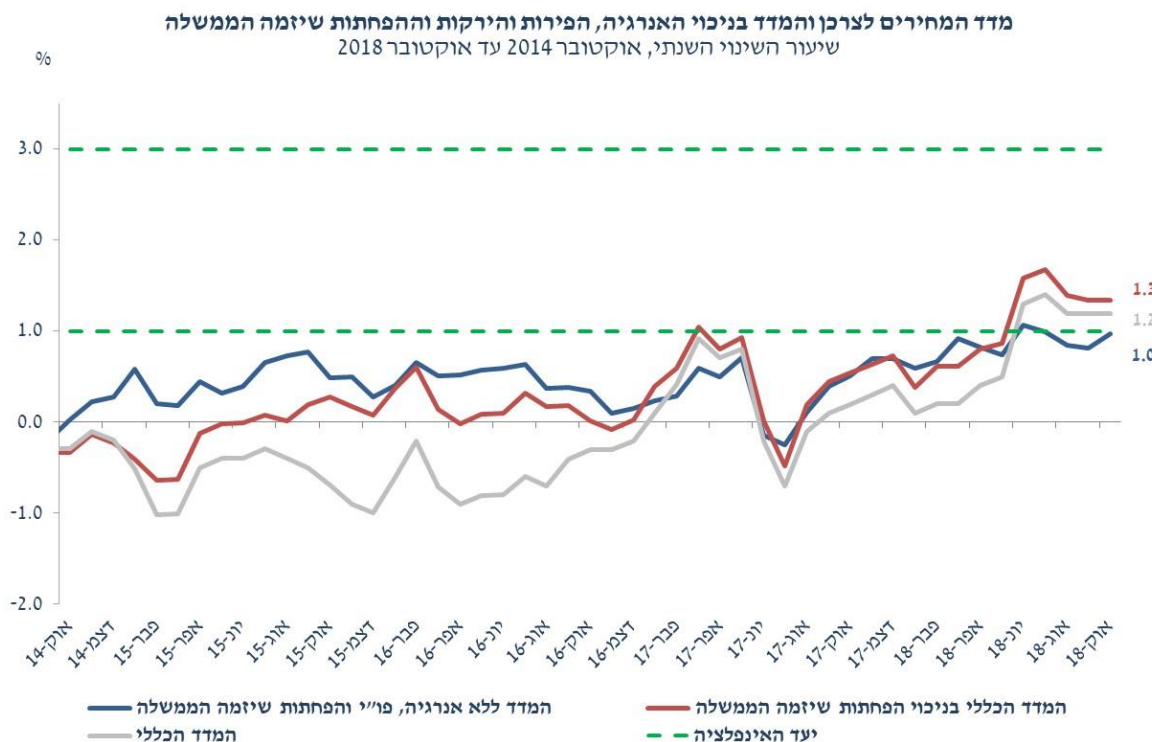
החלטת הריבית של בנק ישראל ביום שני נבעה מהתבססות של האינפלציה ביעד (לפי הגדרת בנק ישראל), צמיחה בקצב סביר, שוק עבודה "הדוק", לחצי שכר, פיחות בשקל ומדיניות פסקאלית מרחיבה.

בנק ישראל מזמן הודיע שלא יחכה לסביבת אינפלציה של 2%

מה ניתן ללמוד מנתוני בנק ישראל (אשר שימשו את הוועדה המוניטארית)?
 ✓ המדד המשולב תומך בהערכה שהמשק צומח סביב הקצב הפוטנציאלי (כ-3%).



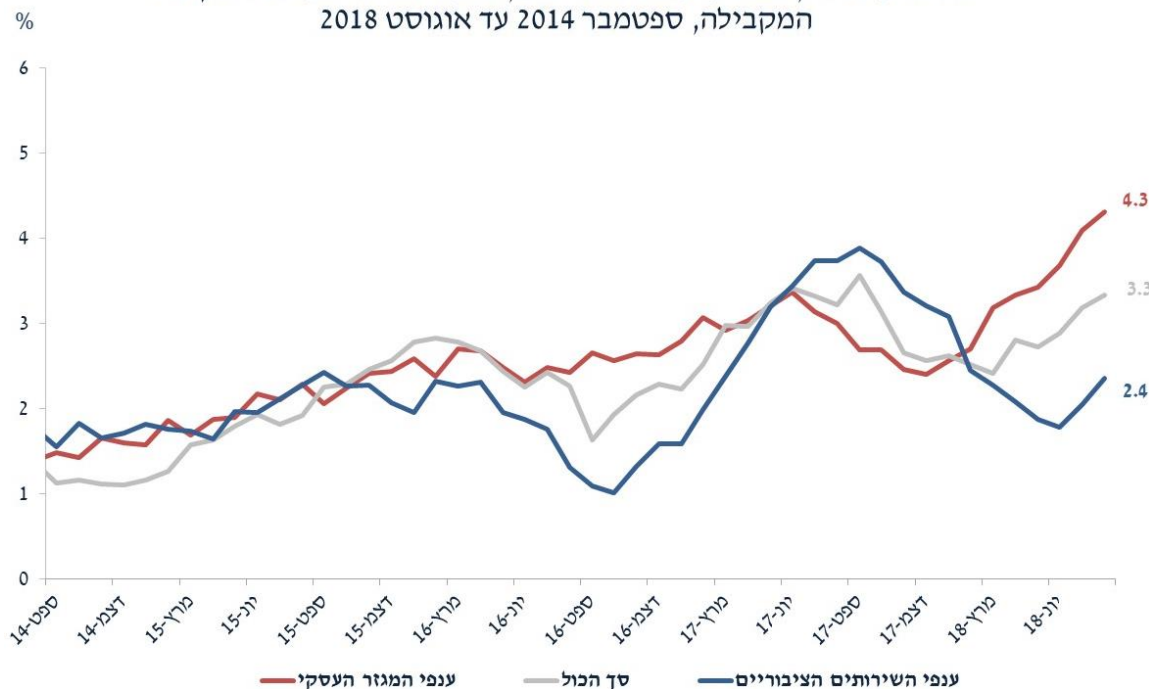
✓ כל חתכי האינפלציה השונים (ליבה למיניהם) נמצאים בתוך היעד (בגבול התחתון):



- ✓ **ציפיות האינפלציה נמצאות סביב הגבול התחתון של היעד:** על איזה ציפיות אינפלציה הוועדה מסתכלת (שנה קדימה)? ממוצע החזאים: 1.05%, שוק ההון: 0.98%, ממוצע של הריביות הפנימיות של הבנקים: 0.85%.
- ✓ **השכר עולה בקצב מהיר, בפרט בסקטור העסקי (4.3%/y).**

השכר הנומינלי למשרת שכיר

מנוכה עונתיות, ממוצע נע של 6 חודשים, שיעור השינוי לעומת התקופה המקבילה, ספטמבר 2014 עד אוגוסט 2018



- ✓ **קצב הגידול בסחר העולמי במדינות המפותחות ירד ל- 1.7% y/y מ- 5.1% בתחילת השנה (היעד העיקרי של היצוא הישראלי).**
- ✓ **היקף המשכנתאות עלה ב- 10.3% y/y בינואר-אוקטובר. באוקטובר היקף המשכנתאות (מנוכה עונתיות הגיע ל- 5.0 מיליארד ₪).**

אנו צופים העלאת ריבית אחת ב- 2019

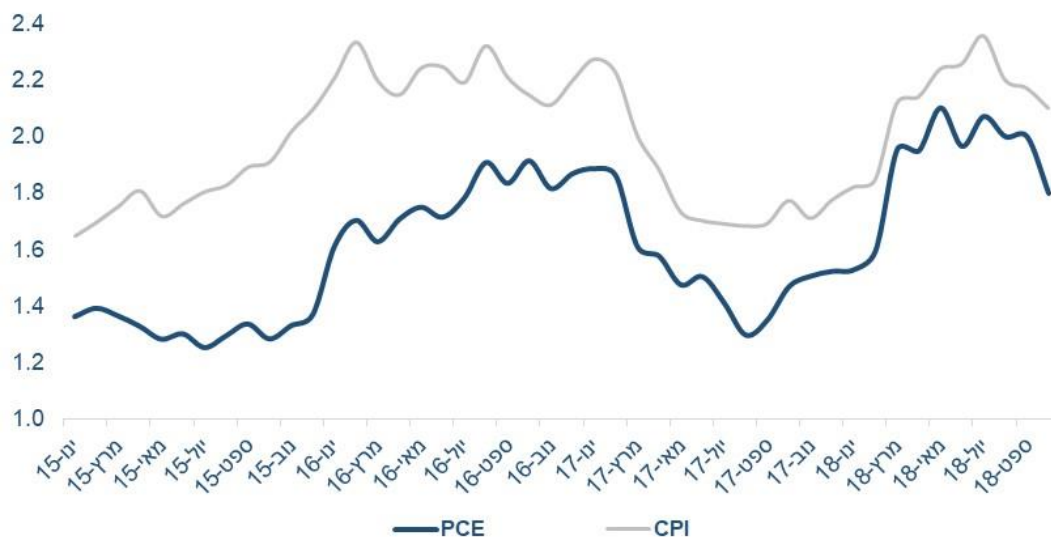
- ✓ תחזית המאקרו שלנו מניחה **שעד אמצע שנת 2019 הפד מפסיק להעלות את הריבית על רקע סימני התמתנות בפעילות הכלכלית.** התמתנות זו צפויה גם להשפיע על הסביבה הכלכלית בישראל ולכן גם על המדיניות המוניטארית בישראל. בנוסף, הדולר עשוי להיחלש ברגע שהפד משדר שהוא מפסיק להעלות את הריבית.
- ✓ בנוסף, אין אנו צופים פיחות משמעותי בשקל ועקב כך, **סביבת האינפלציה בישראל תישאר נמוכה (סביב הגבול התחתון של יעד), זאת למרות מעט לחצי שכר במשק. ברור שהקריסה במחירי הנפט בעולם תתרום להתמתנות האינפלציה.**
- ✓ בסביבה זו, **בנק ישראל צפוי להעלות את הריבית עוד פעם אחת ברבעון ב' 2019** ואחר כך ישמור על יציבות בריבית. הנגיד החדש צפוי להקדיש את הרבעון הראשון ללמוד היטב את הנושא המוניטארי.
- ✓ השלכות: **העלאת ריבית מאד מתונה תומכת באפיקים הארוכים.**

ארה"ב: הפד משדר מסר חיובי לשוק האג"ח

✓ אינפלציית הליבה PCE התמתנה ל- 1.8% y/y באוקטובר (מול ציפיות ל- 1.9%) מ- 2.0% ספטמבר. סימני התמתנות באינפלציית הליבה (גם במדד מחירים לצרכן) מאפשרים לפד לא למהר עם המשך העלאת הריבית בשנת 2019 (אחרי העלאה צפויה בדצמבר 18).

מסתמנת
התמתנות
באינפלציה

אינפלציית הליבה PCE + CPI y/y



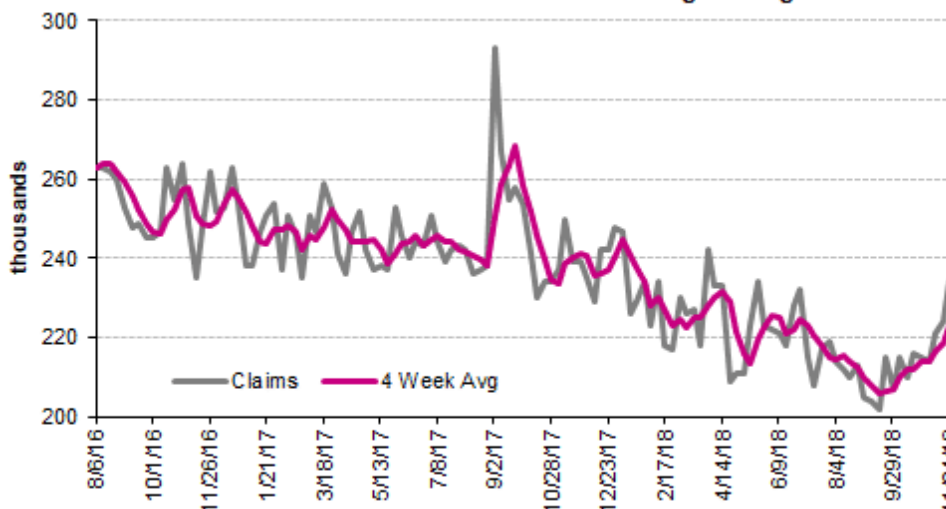
✓ ההכנסה האישית עלתה ב- 0.5% (מול ציפיות ל- 0.4%) והצריכה הפרטית עלתה ב- 0.6% (מול ציפיות של 0.4%). הקטר העיקרי בפעילות ממשיך להיות הצריכה הפרטית, ושיעור החיסכון של משקי הבית ממשיך לרדת.

✓ גרעון הסחר עלה ל- \$77.2 מיליארד באוק' מ-74.6 מיליארד במוצע רבעון ג'. יצוא ירד ב- 0.6% (אך עלה ב- 7.8% y/y) והיבוא עלה ב- 0.1% (10% y/y).

✓ המכירות של בתים לא חדשים ירדו ב- 8.9% באוקטובר על רקע התייקרות משכנתאות

✓ מספר דורשי העבודה עלה בעשרת אלפים איש בשבוע האחרון לרמה גבוהה של 234 אלף איש. שינוי מגמה עלול לבשר על הרעה מסוימת בשוק העבודה.

New Jobless Claims with 4-week moving average



ECONODAY

ביום רביעי נגיד הפד פאוול אמר שריבית הפד כעת "קרובה לרמה הניטרלית", קרי הרמה אשר נמצאת בשיווי משקל ארוך הטווח (לא מרסנת ולא מרחיבה). משפט אשר תמך בירידת תשואות. חשוב להדגיש שרק בתחילת אוקטובר הוא אמר שהריבית נמצאת "a long way from neutral". יתכן שההתמתנות באינפלציה וירידה חדה במחירי הנפט שינו מעט את דעתו.

זום אין: התמתנות מסוימת בצריכה הפרטית

הסתכלות וניתוח קצב ההתרחבות של הצריכה הפרטית חשובים מכמה סיבות:

- ✓ מדובר במרכיב הדומיננטי בתוצר (55%).
- ✓ מדובר בגורם חשוב בהשפעה על לחצי האינפלציה מצד הביקושים.

התמתנות

מסוימת בצריכה

תומכת

באינפלציה

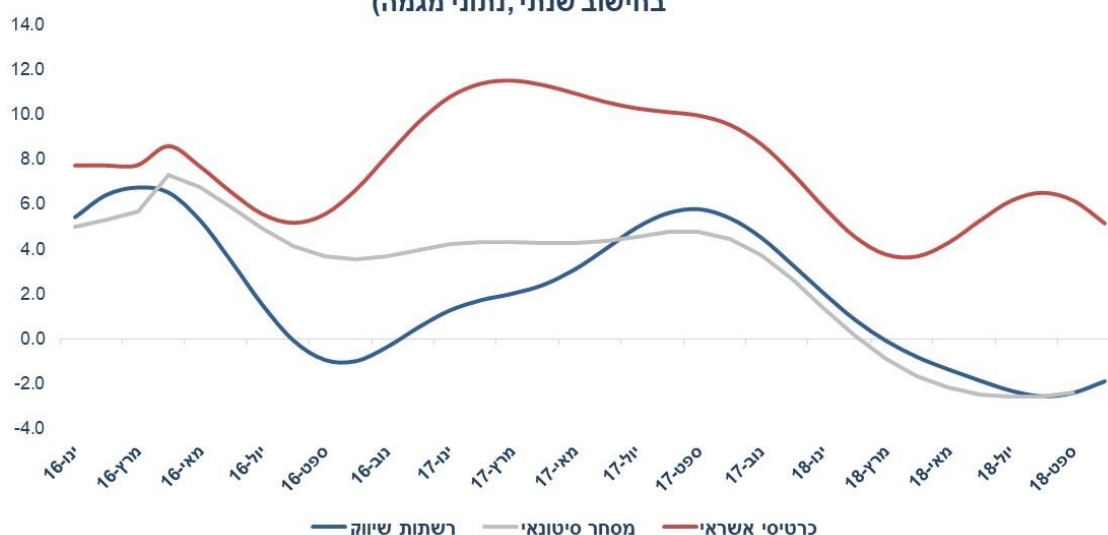
מתונה

ננתח גם את האינדיקטורים השוטפים וגם את הצריכה הפרטית בתוצר

האינדיקטורים הכלכליים מצביעים על התמתנות מסוימת:

- ✓ בחודשים אוגוסט-אוקטובר המכירות ברשתות השיווק ירדו ב- 1.9% בחישוב שנתי לאחר ירידה של 2.3% בשלושת החודשים הקודמים (נתוני מגמה). יתכן שקיימת בעיה של ניכוי עונתיות בחודש ספטמבר בשל הקדמת החגים.
- ✓ בחודשים אוגוסט-אוקטובר המכירות בכרטיסי האשראי עלו ב- 5.2% בחישוב שנתי לאחר גידול של 6.2% (נתוני מגמה)
- ✓ הפדיון בענפי המסחר הקמעונאי מצביע על אי שינוי ברבעון ג' לעומת רבעון ב' (לפי נתוני המדד המשולב של בנק ישראל), לאחר גידול של 1.3% ברבעון ב' (בחישוב שנתי).
- ✓ יבוא מוצרי צריכה עלה ב- 6.7% (בחישוב שנתי) באוגוסט-אוקטובר.

אינדיקטורים לשינוי בצריכה הפרטית (שלושה החודשים מול שלושה חודשים בחישוב שנתי, נתוני מגמה)



הצריכה הפרטית השוטפת לנפש ירדה ב- 0.3% ברבעון ג'

בשל התנודתיות הרבה ביבוא כלי תחבורה, עדיף לנתח את הצריכה הפרטית השוטפת, ללא צריכה מוצרי בני קיימא. נדמה שהצריכה השוטפת משפיעה יותר על לחצי האינפלציה מכיוון שמדובר בצריכה עם מרכיב מקומי גדול כאשר צריכת מוצרי בני קיימא תלויה יותר במחירי היבוא. הגרף הבא ממחיש את ההתמתנות בצריכה השוטפת במהלך 2018 לעומת שנת 2017:

השינוי בצריכה הפרטית למעט כלי תחבורה (בקצב שנתי)



לסיכום: מסתמנת התמתנות מסוימת בצריכה הפרטית במשק, זאת בהסתכלות באינדיקטורים השוטפים והצריכה למעט מוצרי בני קיימא. יחד עם זאת, חשוב לזכור שמשקי הבית עדיין נהנים מעליית שכר, רמת תעסוקה גבוהה ורמת אמון צרכני גבוהה. יתכן שההתמתנות בקליטת מועסקים חדשים תומכת בהתמתנות בהתרחבות הצריכה. בכל זאת, התמתנות מסוימת בצריכה הפרטית תומכת באינפלציה מתונה.

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.