

יונתן כץ  
וכלכלני לידר שוקי הון

## עלייה חדה בציפיות האינפלציה בחודשי הקיץ עלולה לתמוך בהעלאת ריבית

### נקודות עיקריות

הנושאים הגיאופוליטיים (סוריה, צפון קוריאה) והחשש ממלחמת סחר פחות השפיעו על השווקים כאשר שוקי המניות בעולם התרכזו בדו"חות של החברות (רובם חיוביים). התשואות הארוכות בארה"ב עלו ל-2.96%, יתכן על רקע סימני אינפלציה מתקרבת בסקרי התעשייה האזוריים. הבנק המרכזי באנגליה הותיר את הריבית ללא שינוי והודעה מעורפלת לגבי מועד העלאת הריבית הבאה החלישה את הלירה סטרלינג.

**בשבוע הקרוב: בארה"ב** יתפרסמו נתוני מכירות של בתים יד שנייה (מחר), בתים חדשים (ביום שלישי), ההזמנות של מוצרי בני קיימא (ביום חמישי) ואומדן הצמיחה לרבעון א' (ביום שישי). קיימות ציפיות לצמיחה מתונה בשיעור של 2% עם גידול של 1.2% בצריכה הפרטית. **הבנקים המרכזיים** באירופה (יום חמישי) ויפן (יום שישי) צפויים להודיע על אי שינוי בריבית. **בישראל** צפוי שבוע גדוש נתונים- מחר מספר המכירות של דירות חדשות, ביום שלישי: מספר המשורות הפנויות, יום רביעי: נתוני סחר חוץ, ביום חמישי: הייצור התעשייתי, הפדיון בענפי המשק ורכישות בכרטיסי האשראי.

### מאקרו ישראל

- ✓ מדד מרץ היה מעט גבוה מההערכות המוקדמות בשל הקדמת עונתיות מחירי הנופש.
- ✓ הקדמה זו תבוא על חשבון מדד אפריל ולכן עדכנו את התחזית שלנו ל-0.4% (מ-0.5%).
- ✓ קצב עליית מחירי השכירות התייצב על כ-2%, מעט נמוך יחסית לחודשים דצב'-ינואר.
- ✓ האינפלציה למעט סעיפי האנרגיה, פירות וירקות והוזלות יזומות עלתה ב-0.9% y/y.
- ✓ יחד עם זאת, כ-0.1% ממדד זה ("הליבה") נובע מהקדמת העונתיות ויתקזז באפריל.
- ✓ החזאים עדכנו את תחזית האינפלציה ל-0.9% (מ-0.8%) שנה קדימה בממוצע.
- ✓ תחזית המאקרו של בנק ישראל צופה צמיחה של 3.4% השנה ו-3.5% ב-2019.
- ✓ האומדן לצמיחה ברבעון ד' עודכן ל-4.1% עקב עדכון בצריכה הפרטית ל-1.7%.

### מאקרו גלובלי

- ✓ **ארה"ב:** המסחר הקמעונאי ללא דלק ורכבים עלה ב-0.3% במרץ, פחות מהציפיות. מסתמן גידול מהיר בהתחלות ובאישורי הבנייה בחודש מרץ.
- ✓ **גרמניה:** רכיב הציפיות קדימה בסקר העסקי ZEW ירד וב-28.9 נקודות בינואר-אפריל.
- ✓ **סין:** הצמיחה ברבעון א' 18 עלתה ב-6.8% y/y, וב-5.7% q/q בחישוב שנתי. הייצור התעשייתי עלה ב-6% y/y, המסחר הקמעונאי ב-10.6%, וההשקעות ב-7.5%.
- ✓ **גלובלי:** קרן המטבע צופה צמיחה גלובלית של 3.9% השנה, 2.9% בארה"ב, 2.4% באירופה, 6.6% בסין ו-1.2% ביפן.

### שוק האג"ח

- ✓ זה מספר שבועות שאנו מצפים לעליית תשואות בארה"ב לכיוון 2.9%-3.0%.
- ✓ עקב כך סברנו שאין אטרקטיביות באפיקים הארוכים בישראל.
- ✓ התשואות ל-10 שנים בארה"ב עלו ל-2.96% בשבוע האחרון, עלייה של 14 נ.ב.
- ✓ למרות העלייה הצפויה בתשואות בישראל היום, יתכן שמוקדם עדיין להאריך מח"מ.
- ✓ בנק ישראל משדר נימה "ניצית" עם רצון להעלות את הריבית השנה (ראה זום אין).

### עד כמה ציפיות האינפלציה יעלו בחודשי הקיץ?

- ✓ בנק ישראל צופה אינפלציה של 1.1% השנה ו-1.4% ב-2019.
- ✓ לפי הוועדה המוניטארית, תחזית זו מצדיקה העלאת ריבית ברבעון ד'.
- ✓ בנק ישראל צופה עלייה ניכרת בציפיות האינפלציה בחודשים הקרובים.
- ✓ לא ברור עד כמה העלייה באינפלציה y/y ביוני תשפיע על הציפיות.
- ✓ חשוב להדגיש שתחזית הריבית מעוצבת על ידי הנגידה והוועדה.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	0.2%
אפריל	0.4%
מאי	0.4%
יוני	-0.1%
<b>שנה קדימה</b>	<b>0.8%</b>
2018	1.0%

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

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.523	4.3503
שינוי שבועי	0.5%	0.6%
YTD	1.6%	4.8%
שנה קדימה	3.55	4.35

אג"ח סחירות	
<b>פדיון סחיר</b>	<b>אפריל</b>
	12.6
<b>תחזית הנפקות</b>	
	3.5
<b>עודף פדיון</b>	
	9.1

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	-1.00	-1.0	-1.1
בינוני 923	-0.30	-0.35	-0.4
ארוך 527	0.22	0.3	0.4
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 120	0.24	0.25	0.3
בינוני 323	0.94	1.0	1.1
ארוך 327	1.75	1.85	2.0

US			
2y	2.46	2.45	2.5
5y	2.80	2.8	2.8
10y	2.96	2.95	3.0

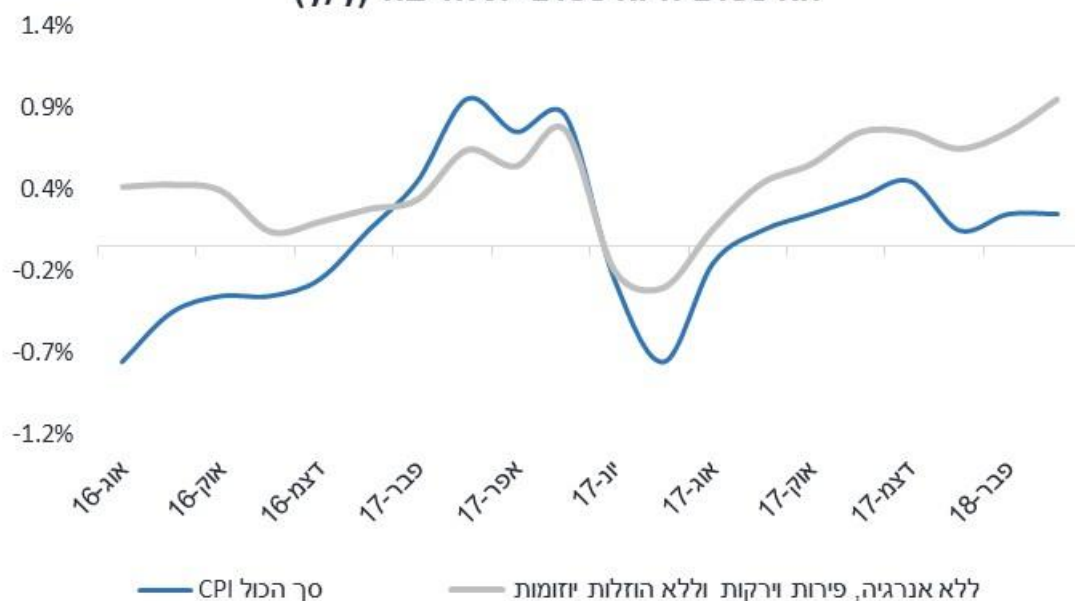
\* ט"ק - החודש הקרוב  
\* ט"ב - 3 חודשים

## סביבת האינפלציה עולה במתינות

בנק ישראל נוהג לנתח את האינפלציה למעט סעיפי האנרגיה (השפעה חיצונית למשק), פירות וירקות (סעיף מאד תנודתי בהשפעת מזג האוויר), וללא ההוזלות היזומות של הממשלה (התערבות זמנית). זהו המדד אשר משקף את אינפלציית הליבה מבחינת בנק ישראל. מדד זה עלה ב- 0.9% y/y במרץ, האצה מ- 0.7% בחודש פברואר. יחד עם זאת, כ- 0.1% ממדד זה הושפע מהקדמת העונתיות של סעיפי הבראה ונופש ונסיעות לחו"ל.

**בנק ישראל רואה  
אינפלציית ליבה של  
y/y 0.9%**

## האינפלציה ואינפלציית הליבה (y/y)



## תחזית מדד אפריל עומדת על 0.4% ומניחה:

- ✓ התייקרות של 2.7% במחירי הדלקים.
- ✓ עליה עונתית קלה של 1.3% במחירי ההלבשה. כידוע, העונתיות בסעיף זה הוקדמה החל משנת 2017. באפריל 17 מחירי ההלבשה גם עלו ב- 1.3%.
- ✓ סעיף הדיור צפוי להישאר יציב לעומת -0.1% באפריל 17 ו- +0.2% באפריל 16.
- ✓ עלייה של 0.1% במחירי המזון.
- ✓ צפויה התייקרות עונתית של 1.3% במחירי הפירות והירקות.
- ✓ מחירי נסיעות לחו"ל צפויים לעלות ב-2.7% (עונתיות + פיחות), ומחירי הבראה ונופש יעלו ב- 5.8%. לאחר העליות החדות בשני הסעיפים הללו בחודש מרץ, מיתנו את העלייה העונתית הרגילה בחודש אפריל.

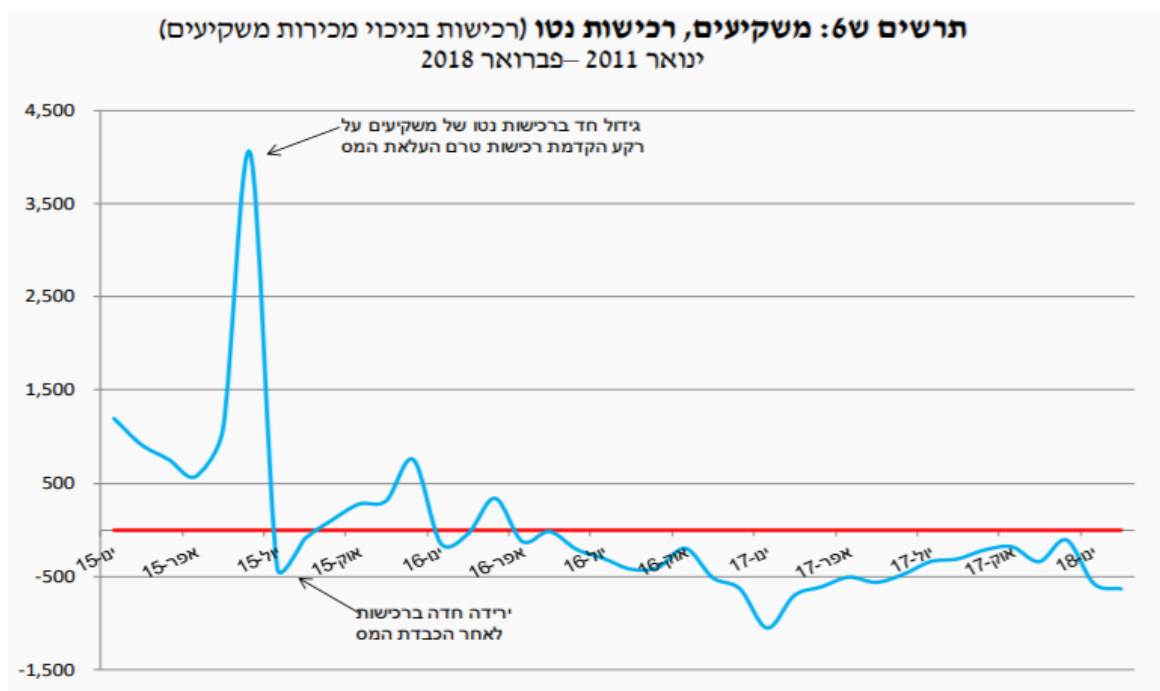
## תחזית האינפלציה ל- 12 החודשים הקרובים עומדת על 0.8% (1.0% בשנת 2018).

ההנחות כוללות:

- ✓ עלייה של 2.3% בסעיף הדיור, מזה 2.5% בסעיף של מחירי שכירות בחוזים מתחדשים (כעת y/y 2.0%). הירידה במספר הדירות החדשות שנמכרו (ל- 1.7 אלף לחודש בחודשים דצמבר-ינואר לעומת 2.0 אלף במוצע של 2017) נובעת בעיקר מירידה בביקוש מצד המשקיעים בשל הכבדת שיעור

מס רכישה. ירידה זו פוגעת במלאי הדירות לשכירות ולכן מהווה גורם אשר תומך בעליית מחירי השכירות.

למעשה, מסתמנת מגמה של ירידה מתמדת במלאי הדירות לשכירות (ראה גרף). משקיעים מוכרים יותר דירות מאשר רוכשים החל מרבעון ב' 2016 ועד היום (ב- 9.4 אלף יחידות במצטבר). בנוסף, זוגות צעירים אשר ממתינים לדיור מסובסד תורמים גם לביקוש לשכירות. ברקע, מסתמנת ירידה במספר התחלות הבנייה בשנת 2017. מצד הביקוש, השכר הממוצע במשק צפוי לעלות ב- 3% השנה.



✓ **אנו מניחים יציבות במחירי הנפט בעולם** ועלייה מתונה ביתר מחירי הסחורות על רקע התרחבות הביקושים העולמיים. יחד עם זאת, **ביטול הסכם הגרעין עם איראן בחודש מאי עלול לתמוך בעלייה נוספת במחירי הנפט.**

✓ **הוזלות יזומות:** לאור נתוני התקציב של רבעון א' 18, כנראה שאין מקום למהלך משמעותי (אם בכלל) של הורדת מסים, אך מדובר בהחלטה פוליטית. הדרג המקצועי באוצר מודאג מתוואי הגידול המהיר בהוצאות הממשלה ולא צופה עודף הכנסות השנה. הרפורמה במשק החלב תשפיע מאד בהדרגה, כמו כן גם עידוד היבוא המתחרה במסגרת "רפורמת הקורנפלקס". כניסת אמזון לישראל צפויה רק בשנת 2019. בינואר 2019 צפויה התייקרות של 2% במחירי החשמל עקב התייקרות מחיר הפחם.

✓ **שע"ח:** אנו מניחים יציבות בשע"ח בחצי שנה הקרובה ואחר כך פיחות מאד מתון. הגורמים החיוביים (עודף בחשבון השוטף + השקעות ריאליות) יתקזזו מול השפעת הרחבת פערי הריביות מול ארה"ב (וקצת רכישות על ידי בנק ישראל). בסוף 2018, השפעת פערי הריביות צפויה להיות משמעותית יותר. **שע"ח חזוי בעוד שנה: 3.55 ₪ לדולר.**

✓ למרות שלאחרונה מסתמנת התמתנות מסוימת בקצב עליית השכר, **מציאות של שוק עבודה "הדוק"**

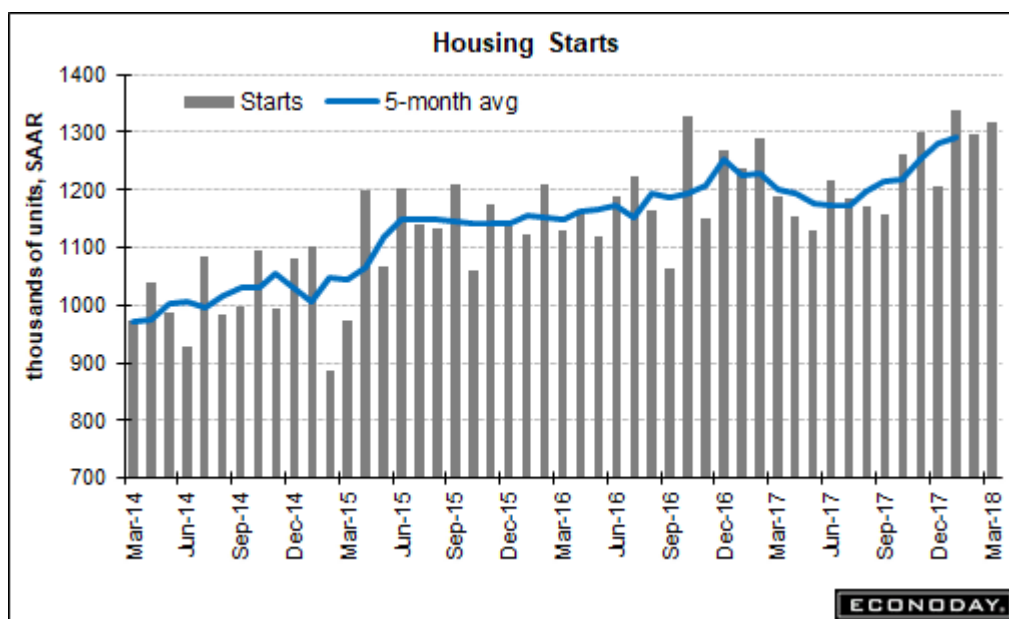
**תומכת בלחצי שכר.** מסתמנת התייצבות במספר המשרות הפנויות על רמה גבוהה של כמעט 105 אלף משרות (הביקוש לעובדים חדשים) וירידה מתמדת במספר מחפשי העבודה (ההיצע של עובדים חדשים).  
**אנו מניחים עלייה של 3% בשכר הממוצע בשנת 2018.**



**ארה"ב: מסתמנת התרחבות בפעילות בענף הבנייה**

**נתונים חיוביים**

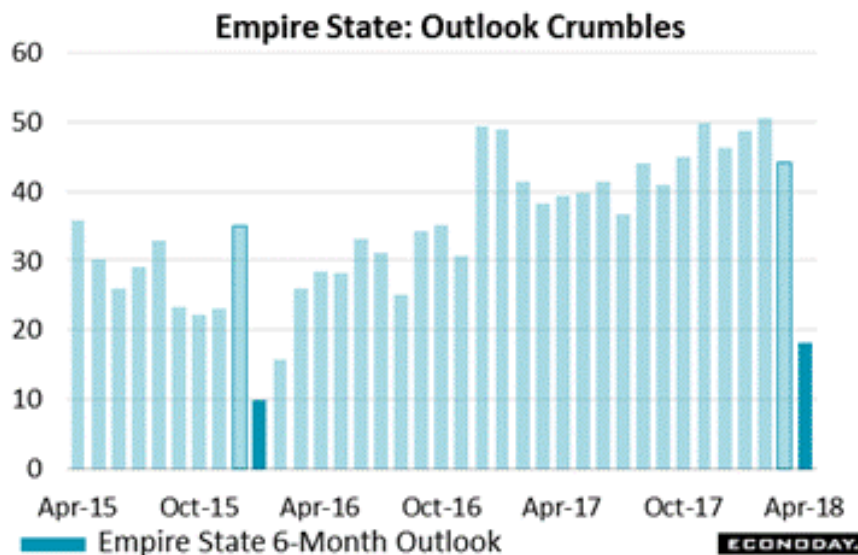
✓ מספר התחלות הבנייה עלה ב- 1.9% במרץ והנתון של פברואר עודכן כלפי מעלה ב- 4.8%. מספר אישורי הבנייה עלה ב- 2.5% במרץ, כאשר הנתון של פברואר עודכן ב- 1.8%. **מדובר בנתונים מאד חיוביים (מעל הציפיות המוקדמות) אשר יתרמו לצמיחה שנה.**



נתונים חלשים:

- ✓ המסחר הקמעונאי ללא דלק ומכוניות עלה ב- 0.3% בחודש מרץ, לעומת ציפיות של- 0.5%. ב- 12 החודשים האחרונים המסחר הקמעונאי עלה ב- 4.9%.
- ✓ מדד מנהלי הרכש באזור ניו יורק (empire state) ירד ל- 15.8 נקודות באפריל מ- 22.5 במרץ. רכיב הציפיות שישה חודשים קדימה ירד משמעותית (ראה גרף), על רקע החשש למלחמת סחר.

מסתמנת מעט חולשה בצריכה הפרטית הבסיסית



- ✓ מדד מנהלי הרכש בפילדלפיה הגיע ל- 23.2 נקודות באפריל מ- 22.3 במרץ, גם במדד זה רכיב ההזמנות החדשות ירד בצורה משמעותית. רכיב המחירים עלה ב- 9 נקודות, על רקע הטלת המכסים על אלומיניום ופלדה.
- ✓ הייצור התעשייה (ללא ייצור חשמל ומים) עלה ב- 0.1% מרץ לאחר 1.5% בפברואר.
- ✓ מספר דורשי העבודה בחודש אפריל התייצב על רמה מעט גבוהה יותר מאשר הרמה הממוצעת בחודש מרץ. מדובר בנתון אשר תומך בחולשה מסוימת בנתוני התעסוקה בתחילת מאי.
- ✓ מדד האינדיקטורים המובילים עלה ב- 0.3% בלבד במרץ, התמתנות מ- 0.7% בפברואר.

הנתונים הכלכליים בשבוע האחרון היו מעורבים. יחד עם זאת, קרן המטבע העולמית עדכנה את תחזית הצמיחה בארה"ב ל- 2.9% השנה ו- 2.8% בשנת 2019 על רקע הרפורמה במסים ומדיניות פסקאלית מרחיבה. שוק האג"ח יושפע מפרסום אומדן הצמיחה ברבעון א' (קיימת ציפייה ל- 2%).

זום אין: תחזית הריבית של בנק ישראל מניחה עלייה חדה בציפיות האינפלציה

- ✓ תחזית המאקרו של חטיבת המחקר צופה אינפלציה של 1.1% השנה ו- 1.4% בשנת 2019. צפויה העלאת ריבית ראשונה (ל- 0.25%) במהלך רבעון ד' 2018, כלומר בהחלטה של ה- 8.10.18 או ב- 26.11.18, בהחלטה הרביעית (או החמישית מהיום).
- ✓ רבים מטילים ספק עד כמה תחזית זו משקפת את הלך הרוחות של הוועדה המוניטארית. למעשה, היא אכן מאד משקפת את הדעה הרווחת בוועדה. חטיבת המחקר מביאה לוועדה הנחות מסוימות והועדה

תחזית הריבית של יחידת המחקר נקבעה על ידי הנגידיה

המוניטארית בסופו של דבר מאשרת או מנחה לשנות אותן (הדבר בהחלט נכון לגבי הנחת הריבית, שאר הפרמטרים פחות).

✓ כלומר, הוועדה המונטארית (ולא מחלקת המחקר) סבורה שכאשר האינפלציה תגיע ל- 1.1% y/y וכנראה **ציפיות האינפלציה יהיו גבוהות יותר (לכיוון 1.5%, לפי הפרשנות שלנו)**, אזי הוועדה תמליץ להעלות את הריבית. זו הסביבה בה חברי הוועדה סבורים שסביבת האינפלציה התבססה בתוך תחום היעד, משפט ה- forward guidance החשוב. קרנית פלוג ענתה במסיבת עיתונאים שההתבססות לא בהכרח חייבת להיות **במרכז** יעד האינפלציה.

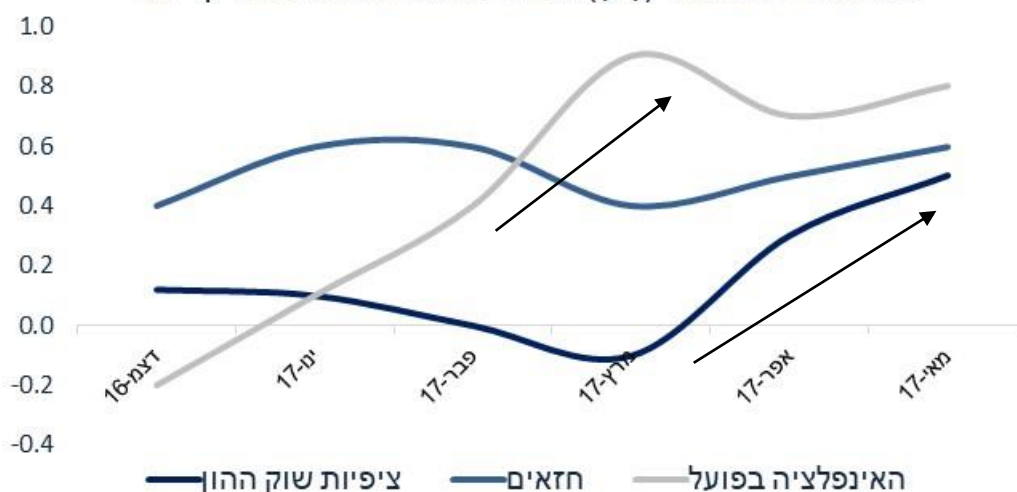
✓ בנק ישראל כנראה מצפה שציפיות האינפלציה ימשיכו לעלות בצורה משמעותית. נכון הדבר, שלעיתים קיימת קורלציה בין האינפלציה 12 חודשים אחורה וציפיות האינפלציה שנה קדימה:



**ברבעון א' 2017**  
**עלייה חדה**  
**באינפלציה**  
**הביאה לעלייה**  
**בציפיות**

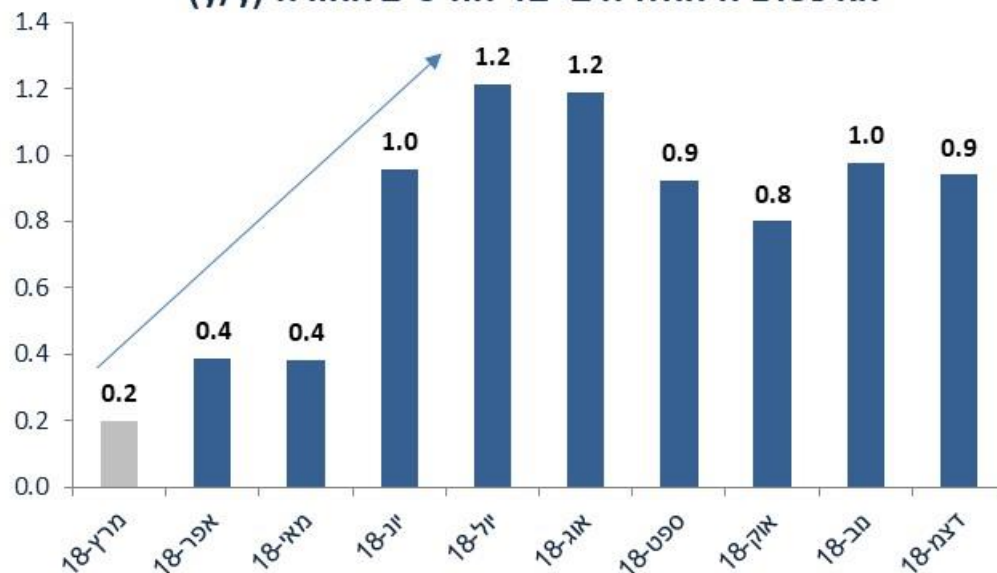
✓ בעבר הלא רחוק התרחשה קפיצה באינפלציה y/y כלפי מעלה. בתחילת שנת 2017 האינפלציה למעשה המריאה מ- 0.2% y/y בדצמבר 16 ל- 0.9% בחודש מרץ 2017. כידוע, מדד מרץ מתפרסם באמצע חודש אפריל כאשר נתון הציפיות האינפלציה בשוק ההון של חודש מאי (המקור: בנק ישראל) מתייחס לממוצע של אמצע אפריל ועד אמצע מאי. כלומר, לאחר פרסום מדד מרץ, **ציפיות האינפלציה בשוק ההון עלו ל- 0.5% מ- 0.1% בחודש מרץ, עלייה מאד משמעותית בחודשיים. מעניין לציין שממוצע תחזית האינפלציה של החזאים כמעט ולא השתנה.**

האינפלציה בפועל (y/y) ותחזית האינפלציה שנה קדימה



כידוע, האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים (כעת 0.2% בלבד) הולכת לקפוץ ל-1.0% בחודש יוני (ב-15.7) כאשר מדד יוני 2017 החריג (מדד שלילי של 0.7%) יוצא מהמדידה שנה אחורה (ונכנס מדד יוני 18: -0.1%). גם מדד יולי 17 (-0.1%) היה חריג למטה (אנו צופים +0.2% השנה). בחודשי הקיץ, האינפלציה שנה אחורה (y/y) צפויה להגיע ל-1.2%. האם ציפיות האינפלציה יגיבו בהתאם?

האינפלציה החזויה ב-12 חודשים אחורה (y/y)



אם באמת הכוונה של בנק ישראל הינה להעלות את הריבית בעוד 6 חודשים (כאשר סביבת האינפלציה עוד רחוקה ממרכז היעד) צפויות מספר השלכות:

1. לחץ לייסוף בשקל של כמה אחוזים, מה שיתמוך שוב באינפלציה נמוכה. השווקים יחששו מהמשך תוואי העלאת הריבית קדימה.
2. ה-spread השלילי בשחר הארוך מול אג"ח ארה"ב צפוי להצטמצם ולהביא להפסדי הון.

✓ לא הכל חד משמעי. בפרוטוקול הריבית הקודם נאמר (על ידי חמישה חברי וועדה):  
"העלאת הריבית לפני התבססות האינפלציה בתחום היעד עלולה בסופו של דבר לעכב את חזרת הריבית לרמות גבוהות יותר, בשל השפעתה האפשרית על שער החליפין ועל הציפיות לאינפלציה".

בנק ישראל יוצר לא מעט בלבול ואי וודאות לגבי המדיניות המוניטארית השנה. יחד עם זאת, אי אפשר להתעלם ממסר יחסית "ניצי" מכיוונה של קרנית פלוג. עלייה של ממש בציפיות האינפלציה בעקבות האצה באינפלציה בפועל בחודשי הקיץ בהחלט תגביר את אפשרות להעלאת ריבית עוד השנה או תחילת 2019. אין זה התרחיש המרכזי שלנו, אך מדובר בגורם סיכון עבור שוק האג"ח.



**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.