

יונתן כץ  
וכלכלני לידר שוקי הון

## העצבנות בשווקים תלקח בחשבון בהחלטת ריבית הפד

### נקודות עיקריות

התנודתיות בשווי המניות התגברה בשבוע האחרון כתוצאה מעליית התשואות ברוב שווקי החוב בעולם. הירידה החדה ביותר בשוקי המניות התרחשה בסין (-9.6%) לעומת -5.2% בארה"ב. ארבעה בנקים מרכזיים השאירו את הריבית ללא שינוי (ניו זילנד, הודו, אוסטרליה ואנגליה), אם כי באנגליה נרמז על סבירות להעלאת ריבית בקרוב. מחיר הנפט ירד ב-9.1% והדולר התחזק ב-1.7% מול היורו. התשואה ל-10 שנים בארה"ב נותרה כמעט יציבה, תוך עליה ברמת התלילות וירידה בציפיות האינפלציה...

**בשבוע הקרוב: השבוע צפויים להתפרסם מדדי מחירים לצרכן ברב השווקים המפותחים. בארה"ב** הנתונים החשובים ביותר יתפרסמו ביום רביעי: המסחר הקמעונאי ומדד מחירים לצרכן. שוק האג"ח יגיב לשינוי בקצב עליית אינפלציית הליבה (1.8% y/y בדצמבר). הייצור התעשייתי ומחירי התעשייה PPI יתפרסמו ביום חמישי.

**באירופה** – לצד נתוני האינפלציה, ברביעי יתפרסם צמיחה ברבעון 4 וייצור תעשייתי ובחמישי מאזן מסחרי.

**בישראל** יתפרסמו נתוני סחר חוץ ביום שלישי ומדד מחירים לצרכן ביום חמישי. אנו צופים מדד של -0.5% בשל ירידה עונתית במחירי הדיור ובהלבשה והנעלה.

### מאקרו ישראל

- ✓ הגידול בשכר הממוצע למשרת שכיר התמתן ל-1.1% (בחישוב שנתי) בספט-נוב'. להערכתנו הקצב יואץ עקב עדכון שכר מינימום בדצמבר 17 בשיעור של 6%.
- ✓ גם הגידול במספר משרות השכיר התמתן ל-1.1% (בחישוב שנתי) בספט-נובמבר.
- ✓ בחודש ינואר בנק ישראל רכש 1.8 מיליארד דולר כאשר זיהה תנועה ספקולטיבית.
- ✓ בשבוע האחרון השקל פוחד ב-1.5% מול סל המטבעות וב-2.8% מתחילת השנה.
- ✓ תחזית האינפלציה שלנו עודכנה ל-0.8% השנה בשל מגמת הפיחות בשקל.

### מאקרו גלובלי

- ✓ **ארה"ב:** מדד מנהלי הרכש ISM בשירותים עלה ל-59.9 נקודות בינואר מ-56.1. גרעון הסחר מתרחב, מגמה אשר בולמת את הצמיחה במשק ותומכת בפחות בדולר.
- ✓ **אירופה:** המסחר הקמעונאי ירד ב-1.1% בדצמבר אך עלה ב-1.9% y/y.
- ✓ **בגרמניה** ב-2017 ההזמנות בתעשייה עלו ב-6.8% והייצור התעשייתי עלה ב-5.4%.
- ✓ **בסין:** בינואר יצוא הסחורות עלה ב-10.9% y/y מול גידול של 4.5% ביבוא (בדולרים). האינפלציה בסין התמתנה בינואר ל-1.5% y/y מ-1.8% בחודש דצמבר.

### שוק האג"ח

- ✓ בארה"ב התשואות ל-10 שנים עלו ב-2 נ.ב. מול ירידה של 7 נ.ב. באג"ח לשנתיים.
- ✓ שוק האג"ח לא מצפה להתמתנות בפעילות, אך העלאת הריבית עשויה להיות מתונה יותר.
- ✓ התשואות הארוכות בישראל עלו, גם על רקע הפיחות בשקל.
- ✓ למרות הפיחות המתון בשקל, בנק ישראל עדיין רחוק מלשקול העלאת ריבית.
- ✓ ברמות הנוכחיות האפיקים הארוכים נראים אטרקטיביים, גם בישראל וגם בארה"ב.

### זום אין: גופים מוסדיים ימשיכו להגדיל את החשיפה למט"ח

- ✓ בחודש דצמבר גופים מוסדיים ישראלים רכשו מט"ח בהיקף נטו של 0.6 מיליארד דולר.
- ✓ שיעור החשיפה למט"ח עלה ל-16.0% מ-15.7% בנובמבר ו-14.9% לפני שנה.
- ✓ ביולי 2007 התרחש פיחות חד בשקל על רקע פער ריביות שלילי של 1.75%.
- ✓ המשך העלאת ריבית הפד עשויה לעודד הגדלת החשיפה למט"ח.

### אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	0.4%
ינואר	-0.5%
פברואר	0.0%
מרץ	0.3%
שנה קדימה	0.8%
2018	0.8%

### ריבית

נוכחית	0.10%
סוף 2017	0.10%
בעוד שנה	0.10%

### שע"ח

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.516	4.3158
שינוי שבועי	2.5%	0.7%
YTD	1.4%	3.9%
שנה קדימה	3.53	4.32

### אג"ח סחירות

פברואר	פדיון סחיר	0.0
תחזית הנפקות	תחזית הנפקות	3.75
עודף פדיון	עודף פדיון	-3.75

### עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	-0.61	-0.6	-0.6
בינוני 923	-0.13	-0.3	-0.3
ארוך 527	0.34	0.2	0.1
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 120	0.21	0.2	0.2
בינוני 323	0.97	0.9	0.8
ארוך 327	1.87	1.8	1.7
US			
2y	2.07	2.1	2.1
5y	2.54	2.5	2.5
10y	2.85	2.8	2.7

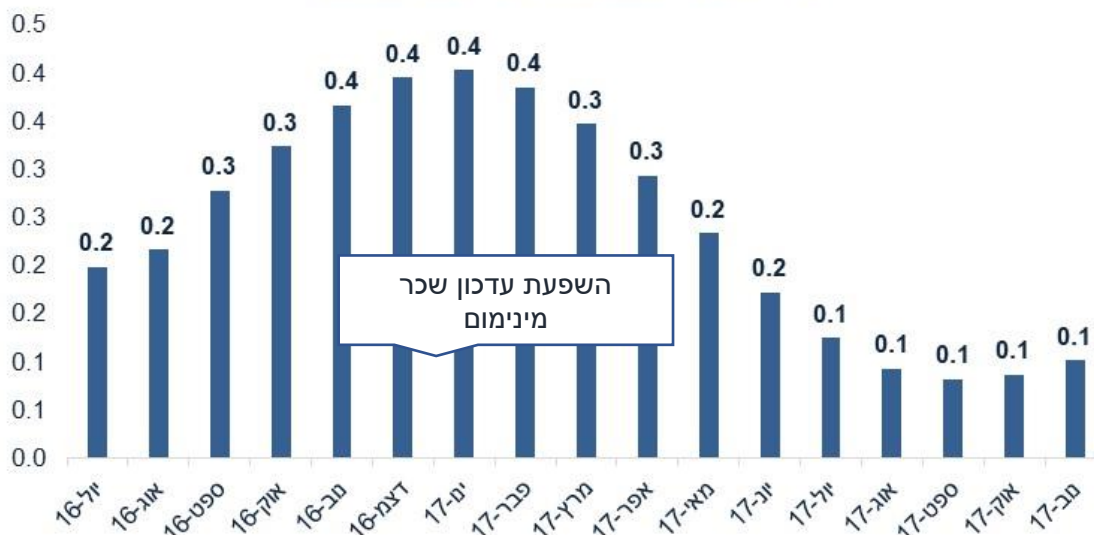
\* ט"ק - החודש הקרוב  
\* ט"ב - 3 חודשים

**קצב עליית השכר מתמתן, אך צפויה האצה בעדכון שכר המינימום**

בחודשים ספטמבר-נובמבר השכר הממוצע עלה ב-1.1% (בחישוב שנתי לעומת שלושת החודשים הקודמים, נתוני מגמה), התמתנות מקצב של 1.5% בשלושת החודשים הקודמים. צפויה האצה בקצב עליית השכר בדצמבר 17 עם עדכון בשכר המינימום בשיעור של 0.6%.

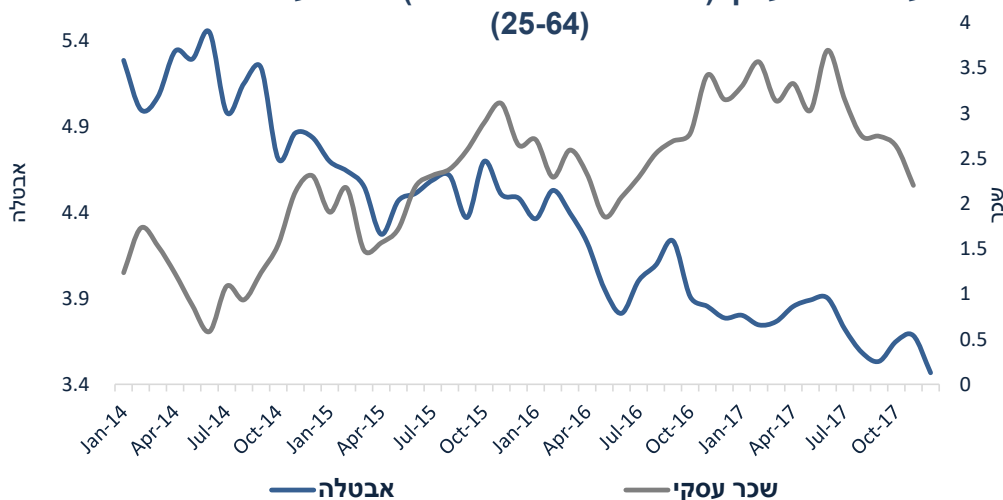
**חשוב יהיה לבחון את השפעת עדכון שכר מינימום בדצמבר**

**עליית שכר חודשית (לפי נתוני מגמה)**



בנק ישראל מחשב את עליית השכר בסקטור העסקי בלבד (ללא הסקטור הציבורי), מנוכה עונתיות. סידרה זו מצביעה גם על התמתנות בעליית השכר בחודשים האחרונים (ראה גרף), למרות הירידה באבטלה:

**עליית שכר עסקי (6 חודשים בחישוב שנתי) מול שיעור האבטלה (25-64)**



לפי הערכתנו, ההתמתנות בקצב עליית השכר הינה זמנית כאשר שילוב של העלאת שכר המינימום וסביבה של תעסוקה מלאה יתרמו לעליית שכר בקצב של 3.0%-3.5% בשנת 2018, גורם אשר יתמוך לאינפלציה גם בצד העלויות וגם בצד הביקושים המקומיים.

**התיירות הנכנסת ממשיכה לגדול**

בשנת 2017 מספר התיירים הנכנסים לישראל עלה ב- 24.6% לעומת שנת 2016. בחודשים נובמבר-ינואר מסתמן גידול בקצב של 23.3% (בחישוב שנתי) לאחר גידול של 36.5% בשלושת החודשים הקודמים. משקל התיירות הנכנסת בתוצר נמוך יחסית (כ- 1.4%) אך מדובר בענף עם מכפיל גבוה (מרכיב יבוא נמוך) ולכן קיימת השפעה עקיפה יותר משמעותית על התוצר.

**ענף קטן אך הגידול בפעילות מאד חד**

**גם הישראלים יוצאים לחו"ל בקצב מוגבר**

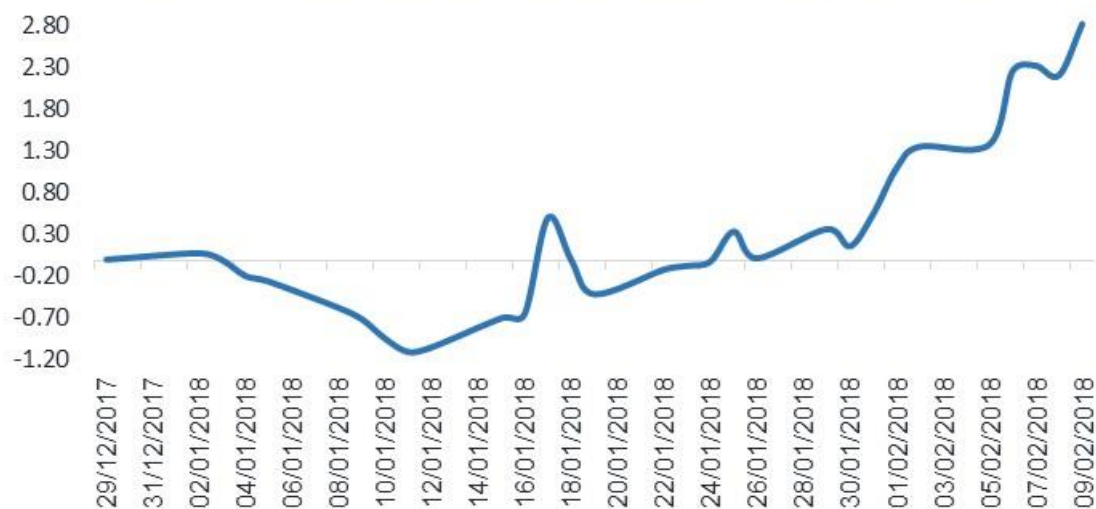
בשנת 2017 מספר התיירים הישראליים אשר נסעו לחו"ל עלה ב- 15.1%. בחודשים נובמבר-ינואר מספר התיירים היוצאים לחו"ל עלה ב- 13.4% בחישוב שנתי, לאחר גידול של 20.3% בשלושת החודשים הקודמים. ישראלים נהנים מרמת אמון צרכני גבוהה, שקל חזק, והגברת התחרותית בענף התעופה.

**תחזית האינפלציה: -0.5% בינואר, 0.0% בפברואר ו- 0.3% במרץ ו- 0.8% ב- 2018 (עדכון מ- 0.7%).**

**מדוע תחזית האינפלציה עודכנה כלפי מעלה?**

✓ **הפיחות בשקל:** הדולר החלש הסתיר פיחות בשיעור של 2.8% מול סל המטבעות בתחילת השנה (בשבעה האחרון). מתחילת השנה השקל פוחת ב- 3.9% מול היורו ויוסף ב- 1.4% מול הדולר. לעיתים, **עצבנות בשווקים תומכת בשקל מעט חלש יותר** (ודולר חזק יותר: flight to safety) כאשר קיימות שתי תנועות מנוגדות: מכירת נכסים פיננסיים בישראל על ידי תושבי חוץ לעומת מכירת נכסים פיננסיים בחו"ל על ידי משקיעים ישראלים (מוסדיים בפרט, תופעת ה- home bias הידועה מתחזקת בירידות שערים חדות יחסית). כמובן, שמוקדם מדי להעריך את עוצמת התיקון בשווקים. בינתיים **הפיחות בשקל מעלה לנו במעט את תחזית האינפלציה שלנו ל- 0.8% ב- 2018.**

### השינוי בשע"ח של השקל מול סל המטבעות מתחילת השנה



✓ במקביל מחירי הנפט מעט ירדו בשבוע האחרון ב- 9.1% על רקע התחזקות הדולר, ירידת מחירי המניות, וגידול במספר תחנות השאיבה (rigs) בארה"ב.

### מחיר לחבית הנפט Brent:



**תחזית מדד ינואר עומדת על -0.5%** ומושפעת מהגורמים הבאים:

- ✓ ירידה מתונה במחירי הפירות והירקות.
- ✓ ירידה מתונה במחירי המזון בשיעור של 0.1%
- ✓ ירידה עונתית במחירי ההלבשה בשיעור של 8.1%, שיעור חד יחסית לשנים קודמות בשל החורף הקל יחסית.
- ✓ ירידה עונתית במחירי הדיור (-0.3%).
- ✓ הוזלה של 2.3% במחירי החשמל.
- ✓ התייקרות של 0.8% במחירי הדלקים.
- ✓ למרות הורדת מכסים על היבוא, נראה לנו שצפויה הוזלה הדרגתית על פני המחצית הראשונה של השנה ולא השפעה מיידית על מדד ינואר.
- ✓ ירידה עונתית חדה במחירי הבראה ונופש בישראל (-3.4%) בחודשי החורף וירידה במחירי נסיעות לחו"ל (-0.7%), גם בשל הייסוף בשקל בחודש זה.
- ✓ עלייה ריאלית של כ- 1.5% במחירי הארנונה.

**תחזית מדד פברואר עודכנה ל- 0.0% (מ- -0.1%)** ומושפעת מהגורמים הבאים:

- ✓ עלייה עונתית מתונה במחירי המזון והפירות והירקות.
- ✓ עלייה של 0.1% בסעיף הדיור (לעומת 0.3% בפברואר 17, 0.1% בפברואר 16).
- ✓ ירידה עונתית במחירי ההלבשה בשיעור של 4.2%.
- ✓ עלייה של 1.8% במחירי הדלקים.
- ✓ פיחות מתון תומך בעלייה במחירי נסיעות לחו"ל (0.5%), בניגוד לירידה העונתית הרגילה של 0.8%.

למרות הפיחות וציפייה להמשך עליית מחירי השירותים (דיור בפרט), הגברת התחרותיות והוזלות יזומות על ידי הממשלה יימשכו.

**ארה"ב:**

**נתונים חיוביים:**

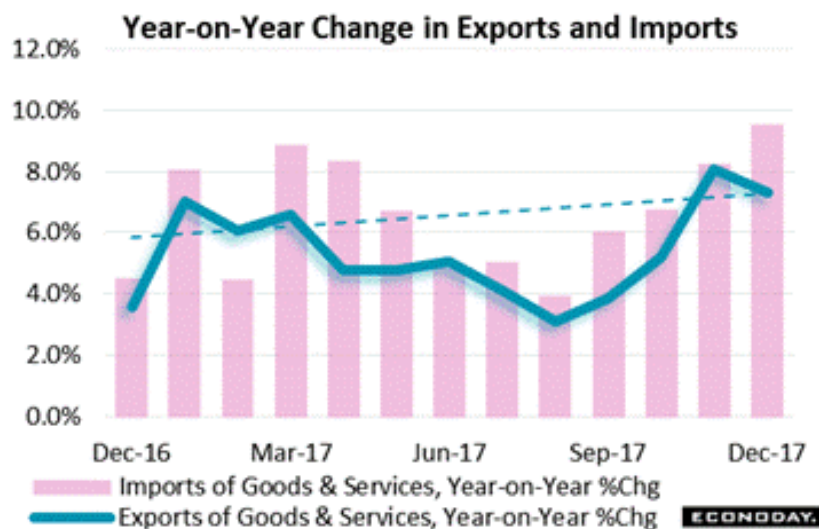
- ✓ **מדד מנהלי הרכש בשירותים עלה ל- 59.9** נקודות בינואר מ- 56.0 בדצמבר. מדובר בנתון מאד חשוב בשל המשקל המשמעותי של ענפי השירותים בתוצר.
- ✓ **מספר דורשי העבודה ירד ל- 221 אלף** בשבוע האחרון מ- 230 אלף לפני שבוע.

**החשיבות לנתוני אינפלציה גברה**



## נתונים חלשים

✓ **גרעון הסחר ממשיך להתרחב.** בדצמבר היבוא עלה ב- 2.5% (y/y 9.6%) מול גידול של 1.8% ביצוא (7.3%). לכן גרעון הסחר עלה ל- 53.1 מיליארד דולר מול 50.4 מיליארד בנובמבר. **עלייה בגרעון הסחר מצמצמת את הצמיחה, ותומכת בדולר חלש יחסית.**



הגרעון בסחר  
מתרחב ותומך  
בדולר חלש

## מחשבות על התיקון בשווקים

מאז פרוץ המשבר הגלובלי לפני עשור, השווקים הפיננסיים התרגלו למדיניות מוניטארית מאד מרחיבה במרבית המדינות בעולם. אין ספק שמדיניות מרחיבה הייתה דלק לשוקי המניות, כאשר ב- 1-1.5 שנים האחרונות ההאצה בפעילות הגלובלית גם מאד תמכה בעליית שווי החברות בבורסה. ללא ספק שילוב של הרחבה מוניטארית, צמיחה נאה ועוד הורדת מסים (בארה"ב) סיפקו דלק משמעותי למניות.

הירידות החדות בשוקי המניות בשבוע האחרון נבעו מהפנמה שהסביבה המוניטארית הנוחה הולכת להשתנות, אולי בקצב מהיר ממה שציפו תחילה. עלייה מהירה בשכר הממוצע בארה"ב הייתה איתות לכך. שאלה הגדולה הינה האם נכנסים לשוק דובי או רק מדובר בתיקון "בריא", מה שנראה כעת יותר סביר. אולי ההוכחה לכך: היציבות בתשואות הארוכות על רמה גבוהה, ללא תופעה של flight to safety וללא חשש להאטה. אנו צופים 2-3 העלאות ריבית הפד השנה (רק שתי העלאות ריבית בתרחיש אפשרי של ירידות חדות בשווקים).

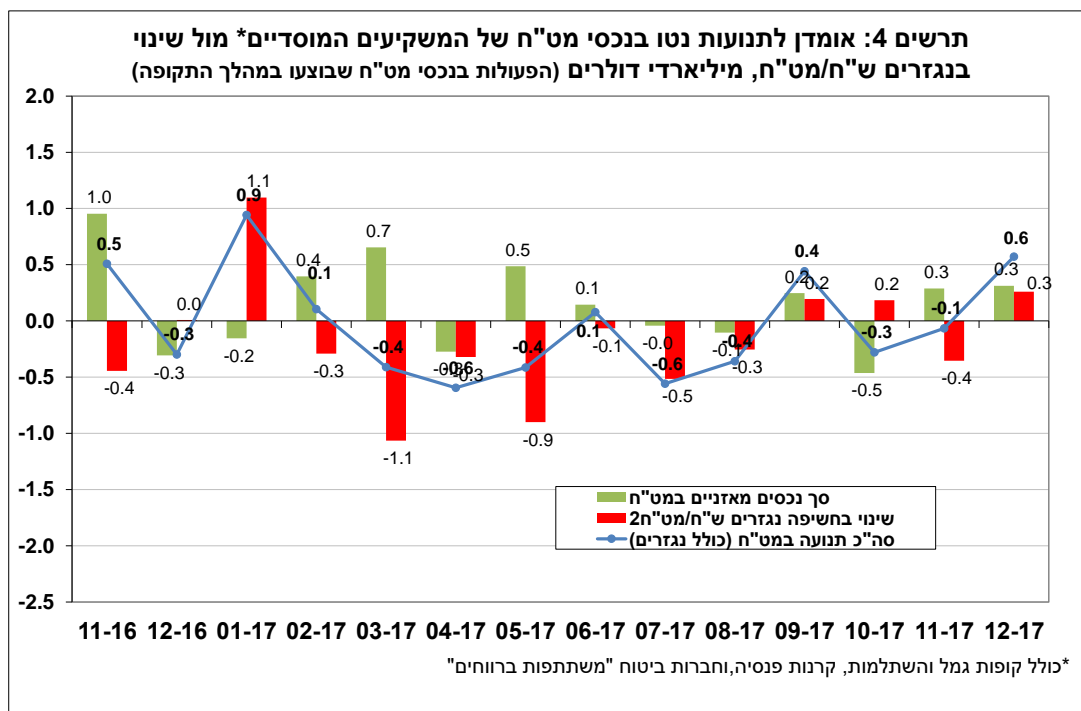
זום אין: מוסדיים ישראלים מגדילים את החשיפה למט"ח

בחודש דצמבר 17 גופים מוסדיים ישראלים הגדילו את החשיפה למט"ח מ- 15.7% בנובמבר ל- 16.0%, גידול של 0.3% מסך הנכסים המנוהלים.

**מסתמנת הגדלה  
הדרגתית  
בחשיפה למט"ח  
על ידי מוסדיים**

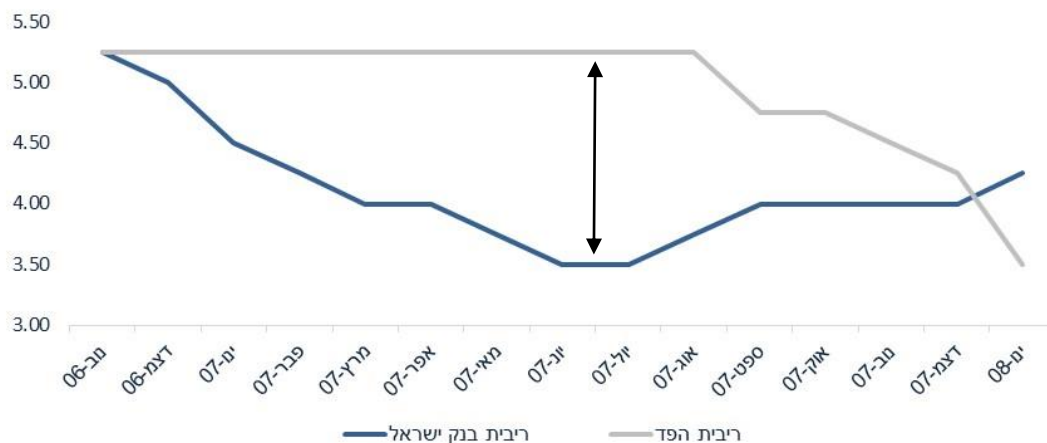


בחודש דצמבר הגדלת החשיפה במט"ח נעשתה על ידי תוספת רכישות נטו של נכסים בחו"ל בהיקף של 0.3 מיליארד דולר והקטנת פוזיציות המט"ח בנגזרים ב- 0.3 מיליארד דולר. בסך הכול, מדובר בתוספת ביקוש למט"ח של 0.6 מיליארד דולר. בחודש דצמבר השקל נותר יציב מול סל המטבעות.



כעת, פער הריביות (השילי) מול ארה"ב עומד על 1.28% (0.1% בישראל ובין - 1.25%-1.5% בארה"ב, או 1.375% בממוצע). בשבעת החודשים הראשונים של 2007 פערי הריביות עלו בהדרגה ל- 1.75% - 5.25% (ריבית הפד מול 3.5% ריבית בנק ישראל ביולי 2007):

ריבית הפד מול ריבית בנק ישראל נובמבר 2006 - ינואר 2008



איך הגיב אז שע"ח של השקל לפתיחת פער הריביות? **בחודשים יוני-יולי 2007 השקל פוחד ב- 5.7% מול סל המטבעות:**



- ✓ מה עשו הגופים המוסדיים בתקופה זו? מוסדיים הגדילו את החשיפה למט"ח מ- 10.4% מסך הנכסים המנוהלים בחודש מאי 07 ל- 11.3% ביולי 07. **מוסדיים הגדילו את הביקוש למט"ח בכמעט 2 מיליארד דולר בחודשים מאי-אוג' 2007.**
- ✓ בנוסף, **זרים מכרו** אג"חים ומק"מים בהיקף של 1.3 מיליארד דולר ברבעון ג' 2007.
- ✓ העודף בחשבון השוטף בשנת 2007 היה קרוב לעודף בחשבון השוטף היום: 3.1% תוצר לעומת 2.8% בשנת 2017 (אומדן).

לסיכום, המשך הרחבת פערי ריביות שליליים במחצית השנייה של השנה עשוי להגדיל את הביקוש נטו למט"ח ובכך לבלום את מגמת הייסוף של השנים האחרונות הנובעת מהעודף בחשבון השוטף. בינתיים, העצבנות בשוקי ההון תומכת בפחות מתון בשקל (1.5% בשבוע האחרון מול הסל).



**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.