

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

הייסוף בשקל על רקע מכירת מט"ח על ידי מוסדיים מרחיק את העלאת הריבית

נקודות עיקריות

עד יום חמישי האחרון שוק האג"ח בארה"ב נהנה מהמתנתות באינפלציית הליבה ופרסום פרוטוקול דיוני הפד אשר ציין את סביבת האינפלציה המתונה למרות שוק העבודה "ההדוק". בנוסף, קרן המטבע הורידה את תחזית הצמיחה הגלובלית ל- 3.3% (מ- 3.5%) כאשר ארה"ב צפויה לצמוח ב- 2.3% ואירופה ב- 1.3%. לקראת סוף השבוע התשואות עלו על רקע ירידה חדה במספר דורשי העבודה לרמה הנמוכה ביותר מאז 1969.

מאקרו ישראל

- מדדי אמון הצרכניים (פועלים והלמ"ס) מצביעים על רמה גבוהה של אופטימיות צרכנית.
- בחודש פברואר גופים מוסדיים ישראלים מכרו מט"ח נטו בהיקף של 1.2 מיליארד דולר.
- קצב עליית השכר הממוצע התמתן ל- 2.0% (קצב שנתי) בנובמבר-ינואר.
- מסתמנת התמתנות בקצב קליטת עובדים חדשים ל- 0.9% בנובמבר-ינואר.
- סקר חברות של בנק ישראל ברבעון א' מצביע על התמתנות בפעילות.
- הריבית נותרה יציבה משולבת בנימה "יונית" עם דגש על זהירות לפני העלאת ריבית.

מאקרו גלובלי

- **ארה"ב:** בחודש מרץ אינפלציית הליבה CPI התמתנה ל- 2.0% y/y מ- 2.1% לפני חודש.
- ההזמנות בתעשייה ירדו ב- 0.5% בפברואר לאחר יציבות בינואר.
- מספר המשרות הפנויות ירד ב- 7.1% בחודש פברואר, אולי בהשפעת שביתת הממשל.
- בשבוע האחרון מספר דורשי העבודה ירד ב- 8 אלפים איש לשפל מאז 1969.
- מדד האמון הצרכני ירד ב- 1.5 נקודות, בעיקר בשל ירידה חדה ברכיב הציפיות קדימה.
- **אירופה:** - ה- ECB הודיע על אי שינוי בריבית והבטיח שהריבית לא תעלה עד סוף השנה.
- בפברואר הייצור התעשייתי ירד ב- 0.2%, אך האומדן של ינואר עודכן ל- 1.9%+ (מ- 1.4%).
- **סין:** במרץ העודף המסחרי עלה ל- \$32.4 מיליארד (מ- \$4.1 מיליארד בפברואר) עקב זינוק ביצוא (21.3% y/y) וירידה של 1.8% ביבוא. נתוני פברואר עוותו בשל השנה החדשה.
- **בשבוע הקרוב יתפרסמו הנתונים הבאים: בארה"ב-** ביום שלישי: הייצור התעשייתי, ביום רביעי: נתוני סחר חוץ, ביום חמישי: המסחר הקמעונאי וסקר פילדלפיה, ביום שישי: התחלות הבנייה. **אירופה:** ביום רביעי: סחר חוץ ומדד מחירים לצרכן לחודש מרץ. **בישראל:** היום: מכירות של דירות חדשות (פברואר), יום שני: מדד מחירים לצרכן (אנו צופים מדד של 0.5% בהשפעת עלייה עונתית במחירי הדיור וההלבשה, וגם התייקרות של 3.6% במחירי הדלקים). חשוב יהיה לראות אם קצב עליית מחירי השכירות נותר סביב 3%. ביום שלישי: אומדן שלישי של הצמיחה ברבעון ד' 18.

שוק האג"ח

- ✓ התשואות בארה"ב עלו לקראת סוף השבוע על רקע ירידה חדה במספר דורשי העבודה.
- ✓ לאחר הבחירות בישראל התשואות ירדו על רקע הציפייה לקואליציה יציבה.
- ✓ **נדמה כעת כי לאחר ירידת התשואות האטרקטיביות של האפיקים הארוכים פחתה.**
- ✓ לא ברור כלל מה תהיה הנכונות של הממשלה הבאה לקצץ בתקציב או להעלות מיסים.
- ✓ **בנוסף, עדיין קיימת סבירות מסוימת להעלאת ריבית ב- 20.5 (הסתברות של 40% בשל מגמת הייסוף בשקל).**

זום אין

תעלומת האינפלציה בארה"ב

- ✓ בשנים האחרונות אין סימן להאצה באינפלציה בסעיפים המחזוריים (cyclical).
- ✓ זאת למרות הצמיחה המהירה וירידה חדה בשיעור האבטלה.
- ✓ באופן מפתיע, ההאצה באינפלציה במחצית א' של 18 נבעה מסעיפים a-cyclical (לא מושפעים ממחזור העסקים). התמתנות באותם סעיפים עשויה לתמוך בהתמתנות באינפלציה בארה"ב.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	1.2%
מרץ	0.5%
אפריל	0.5%
מאי	0.4%
שנה קדימה	1.1%
2019	1.7%

ריבית	
נוכחית	0.25%
ספט' 2019	0.25%
בעוד שנה	0.50%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.578	4.0397
שינוי שבועי	-0.3%	0.3%
YTD	-4.5%	-5.9%
שנה קדימה	3.57	4.04

אג"ח סחירות	אפריל
פדיון סחיר	0.0
תחזית הנפקות	5.5
עודף פדיון בארה"	-5.5

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 5903	-1.14	-1.0	-0.9
בינוני 923	-0.66	-0.6	-0.5
ארוך 527	-0.02	0.0	0.1
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 121	0.50	0.5	0.5
בינוני 324	1.14	1.15	1.2
ארוך 928	1.87	1.9	2.0
US			
2y	2.39	2.4	2.4
5y	2.38	2.45	2.5
10y	2.57	2.6	2.7

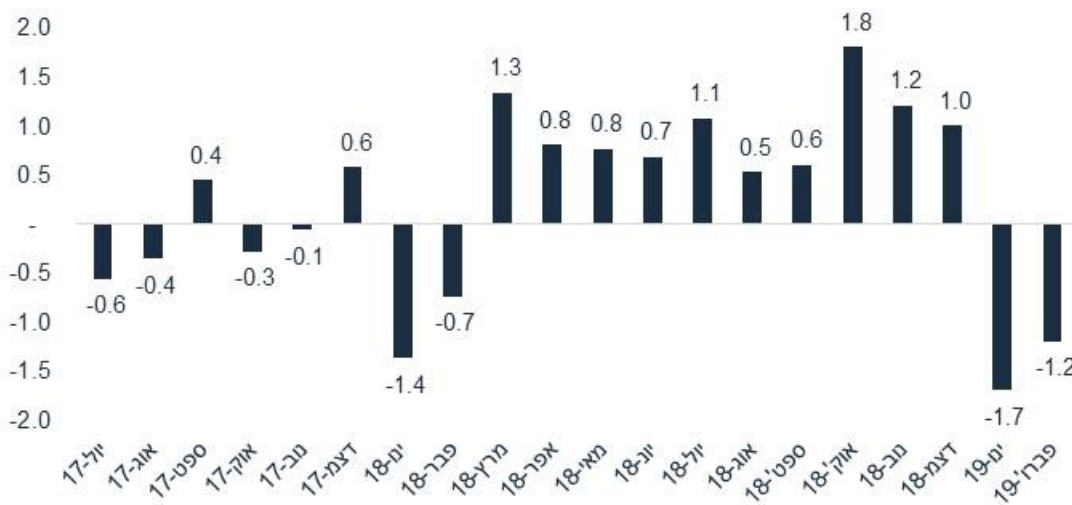
* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

מוסדיים ממשיכים למכור מט"ח

גם בפברואר גופים מוסדיים מכרו מט"ח (1.2 מיליארד דולר נטו). בחודש פברואר, גופים מוסדיים ישראלים מכרו נכסים בחו"ל בהיקף של 0.6 מיליארד דולר והגדילו את היקף הגידור במט"ח בעוד 0.6 מיליארד דולר נטו: סך הכול השפעה על שוק המט"ח: מכירת 1.2 מיליארד דולר, זאת בהמשך למכירות של 1.7 מיליארד דולר בחודש ינואר. כזכור, ממרץ 18 עד דצמבר 18, גופים מוסדיים רכשו 10 מיליארד דולר נטו. שיעור החשיפה למט"ח מסך הנכסים המנוהלים ירד ל- 17.4% בפברואר מ- 17.5% בינואר. **ללא ביקוש מתמשך למט"ח על ידי גופים מוסדיים, קשה לצפות לבלימת מגמת הייסוף בשקל.**

מכירת מט"ח מתחילת השנה תמכה בייסוף בשקל

הביקוש נטו למט"ח על ידי גופים מוסדיים ישראלים



שיפור במדדי האמון הצרכני

מדד האמון הצרכני של פועלים נותר יציב בחודש מרץ על רמה היסטורית גבוהה (ראה גרף). מדד האמון של הלמ"ס עלה ל- 8 במרץ מ- 10 בפברואר עם שיפור ברכיב התעסוקה במדד האמון. אופטימיות צרכנית מושפעת ממצב חיובי בשוק העבודה ועליות בשווקים.

רמת אמון גבוהה תומכת בצריכה



תחזית האינפלציה: מרץ: 0.5%, אפריל: 0.5%, מאי: 0.4% ו- 1.1% שנה קדימה (עודכנה מ- 1.2%).

עדכון התחזית נובע מהגורמים הבאים:

✓ **השקל התחזק ב- 1.4%** מתחילת החודש והמשיך להתחזק על רקע תוצאות הבחירות (עלייה בוודאות וציפייה לקואליציה יציבה בשלב זה).

✓ **מנגד, מחירי הנפט בעולם עולים (71 דולר לחבית Brent), אך עדיין ההשפעה נטו הינה התייקרות מתונה של כ- 1.5%** במחירי הדלקים בישראל בתחילת מאי (בשל הייסוף בשקל).

✓ **הבחירות בישראל: לפי ההערכה שלנו, כחלון ימשיך לכהן בתור שר האוצר. משמעות הדבר, פחות נטייה לבצע מהלך משמעותי של העלאות מיסים והתייקרויות בקרב משקי הבית.** כחלון צפוי להאריך את תוכנית נטו למשפחה והורדת מכסים למיניהם. סביר להניח שכחלון יעדיף ללכת על העלאת המע"מ ב- 0.5% בלבד ולא באחוז שלם (בחודשיים הקרובים), ולהמתין לבחון את המצב הפיסקאלי בסוף השנה לקראת 2020. סביר להניח שיעד הגרעון יעודכן כלפי מעלה (גם ב- 2020). הנחנו השפעה של 0.2% בגין העלאות המיסים (ולא 0.3%). המצב הפיסקאלי עשוי להתייצב על גרעון סביב 3.5% השנה (לאחר קיצוץ מתון), זאת לאור נתוני הצמיחה הסבירים ברבעון א'. ברבעון א' ההכנסות ממע"מ מקומי ברוטו עלו ב- 3% ריאלית לעומת רבעון א' אשתקד. מדובר בקצב התרחבות סביר התואם את הגידול בצריכה הפרטית. מנגד, סביר להניח שהמפלגות החרדיות יידרשו תוספות בתמיכות למיניהם.

מדד מרץ צפוי לעלות ב- 0.5% ויושפע מהגורמים הבאים:

- התייקרות של 3.55% במחירי הדלקים.

- עלייה עונתית במחירי ההלבשה בשיעור של 4.9%. גם במרץ 2018 ובמרץ 2017 מחירי ההלבשה עלו ב- 4.9%

- עלייה של 0.3% במחירי המזון (ההתייקרות של מוצרי החלב שבפיקוח תידחה לחודש מאי).

- עלייה עונתית של 0.9% במחירי הדיור, בדומה לשיעור העלייה במרץ 18 (ו-0.8% במרץ 17).

- הנחנו ירידה במחירי הפירות והירקות בשיעור של 2% (-2.9% במרץ 2018).

**הסיכויים למהלך
פיסקאלי אגרסיבי
פחות**

מאקרו חו"ל

ארה"ב: נתונים חיוביים יחסית

:Good news

✓ **בחודש מרץ אינפלציית הליבה CPI עלתה ב- 0.1%** (מול ציפיות ל- 0.2%) והתמתנה ל-2.0% y/y מ- 2.1% לפני חודש. קיימת טענה ששינוי שיטת מדידת מחירי ההלבשה (למדידה הכוללת רכישות באינטרנט ולא רק מדגם בחנויות) גרע 0.06% מהשינוי במדד. מחירי ההלבשה ירדו ב- 1.9% בחודש מרץ וירדו ב- 2.2% y/y (לעומת -0.8% בפברואר). מחירי השירותים במדד עלו ב- 2.7% y/y ומזה מחירי השכירות עלו ב- 3.3%.

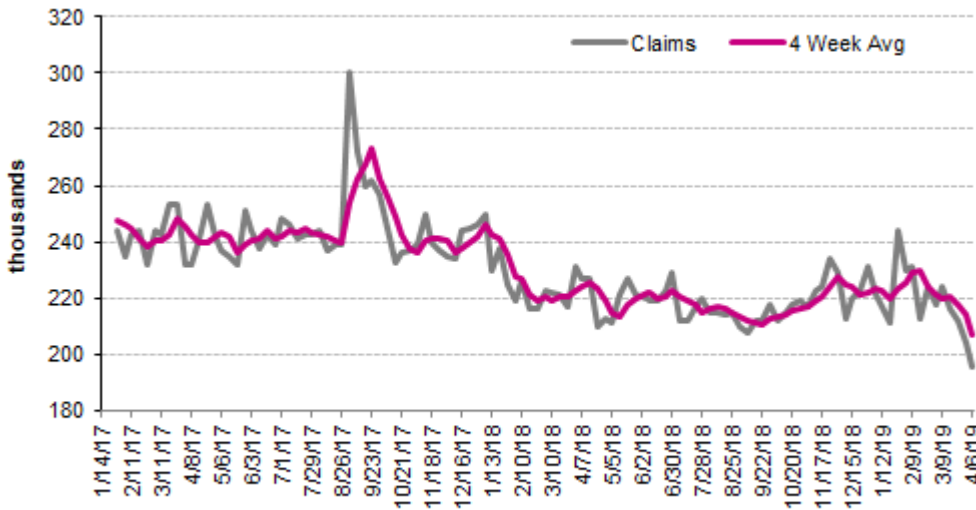
**מסתמנת
התמתנות
באינפלציית
הליבה**

YoY Core CPI vs Housing Component



✓ בשבוע האחרון מספר דורשי העבודה ירד ב- 8 אלפים איש ל- 196 אלף, שפל מאז 1969 (שנה בה כוח העבודה היה מחצית מכוח העבודה היום). שוק העבודה ממשיך להפגין עוצמה, ותומך בלחצי שכר.

New Jobless Claims with 4-week moving average

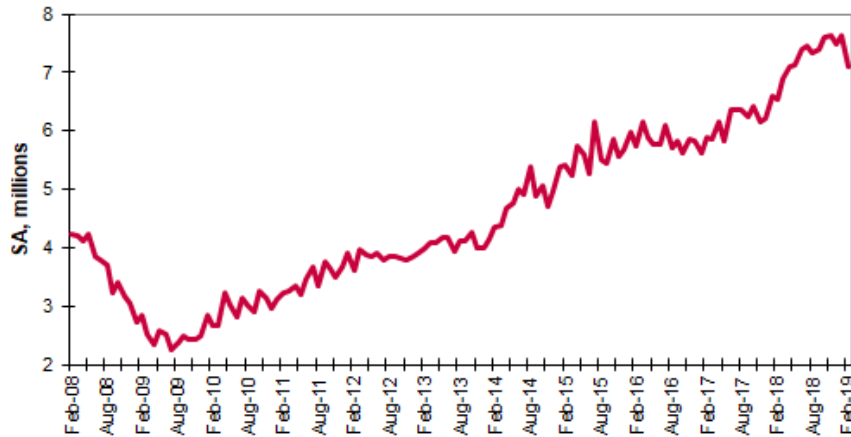


ECONODAY

:Not so good

✓ ההזמנות בתעשייה ירדו ב- 0.5% בפברואר לאחר יציבות בינואר.
 ✓ מספר המשרות הפנויות ירד ב- 7.1% בחודש פברואר, אך תתכן השפעה של שביתת הממשל בחודש זה, זאת לאחר מגמה חיובית בחודשים הקודמים.

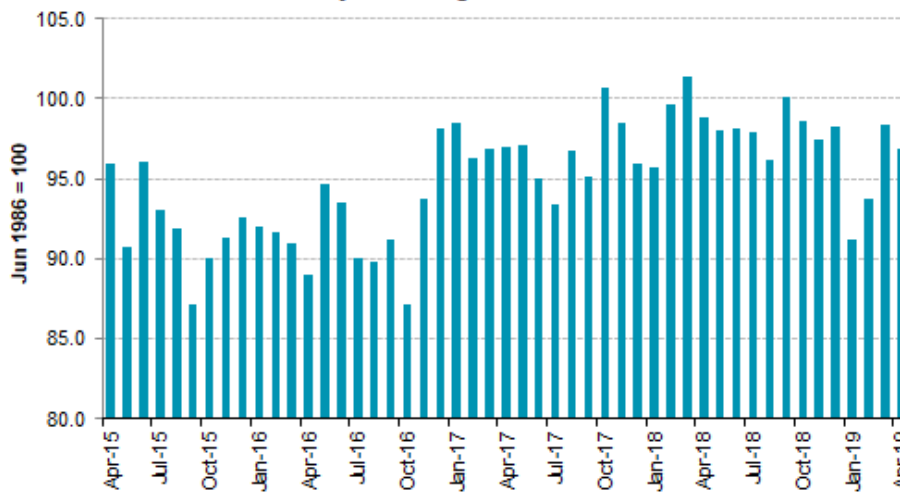
JOLTS: Job Openings: Total



ECONODAY

✓ בתחילת אפריל מדד האמון הצרכני ירד ב-1.5 נקודות ל-96.9 (מול ציפיות ל-98.0), בעיקר בשל ירידה חדה (3 נקודות) ברכיב הציפיות קדימה. כפי שניתן לראות בגרף, עדיין מדובר ברמה היסטורית גבוהה.

University of Michigan Consumer Sentiment



ECONODAY

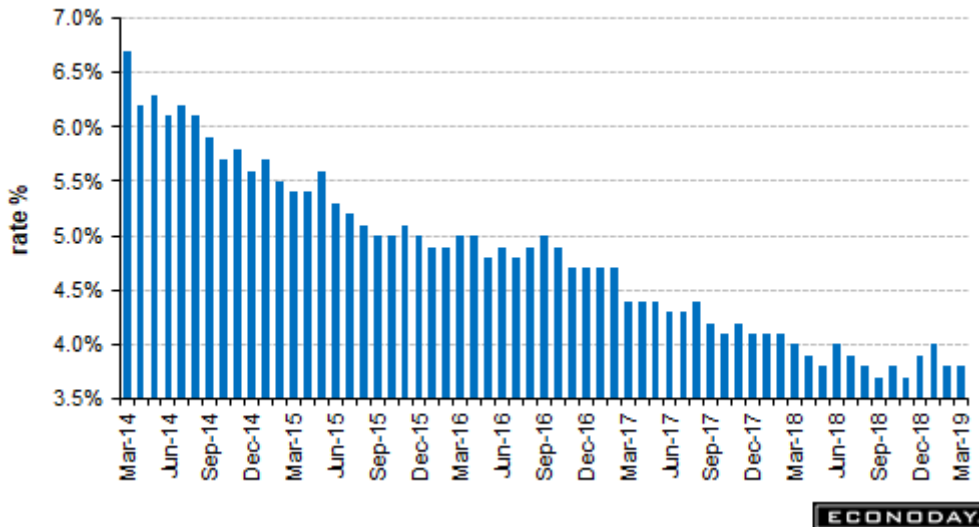
זום אין: תעלומת האינפלציה בארה"ב

בשנים האחרונות אין כמעט האצה באינפלציה בארה"ב בסעיפים ה-cyclical (מחזוריים), זאת למרות הצמיחה המהירה וירידה חדה בשיעור האבטלה. באופן מפתיע, ההאצה באינפלציה במחצית א' של 18 נבעה מסעיפים a-cyclical (לא מושפעים ממחזור העסקים).

מה הם סעיפי מדד סיקליקליים (cyclical)? מדובר בסעיפים אשר מושפעים יותר ממחזור העסקים של גאות ושפל. כלומר אותם סעיפים נהנים מעלייה בביקושים בתקופות של צמיחה (ועליית שכר), כגון: מחירי שכירות, מסעדות, שירותי בידור ורהיטים. קבוצה זו מהווה 42% מסך אינפלציית הליבה PCE. לפי הספרות, ירידה באבטלה צפויה להביא לאינפלציה באותם הסעיפים. מחקר של הפד טוען שכל ירידה של 1% באבטלה מעלה את האינפלציה בקבוצה זו ב-0.3% (עקומת פיליפס). בפועל, קשה להבחין בהשפעה זו. שיעור האבטלה ירד מ-5% ב-2015 ל-3.8% כעת, אך קצב האינפלציה של אותם סעיפים נותר יציב סביב 1.0%-1.1% y/y.

**קשה להבחין
כלל בעקומת
"פיליפס"
באינפלציה
בארה"ב**

Civilian Unemployment Rate



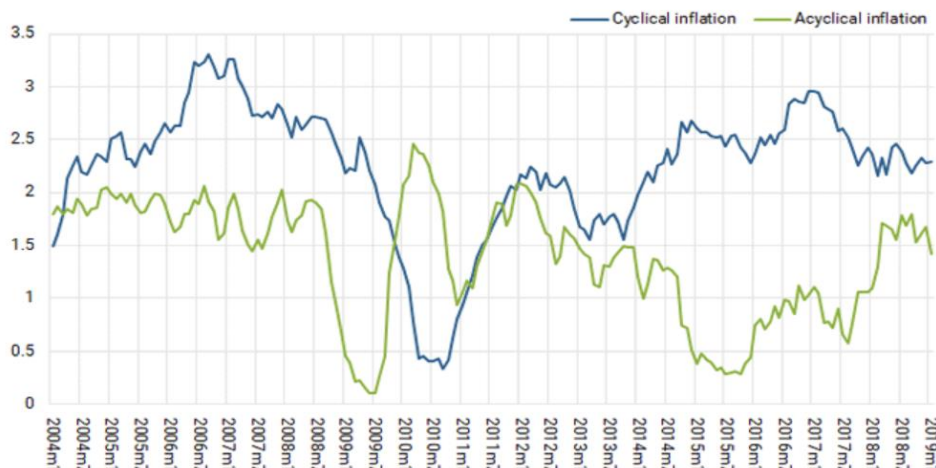
ECONODAY

✓ מה הם סעיפי מדד לא סיקליקליים (a-cyclical)? סעיפים אשר ההשתנות במחירים לא מושפעת ממחזור העסקים, כגון: שירותי בריאות, תחבורה, ושירותים פיננסיים. לדוגמה: פתיחת שוק הסלולר לתחרות בארה"ב בתחילת 2017 אשר גרמה להוזלה של 13% בחודש אחד לא הייתה מושפעת ממחזור העסקים אלא משינוי מבנה בענף. קבוצה זו מהווה 58% מסך אינפלציה הליבה PCE.

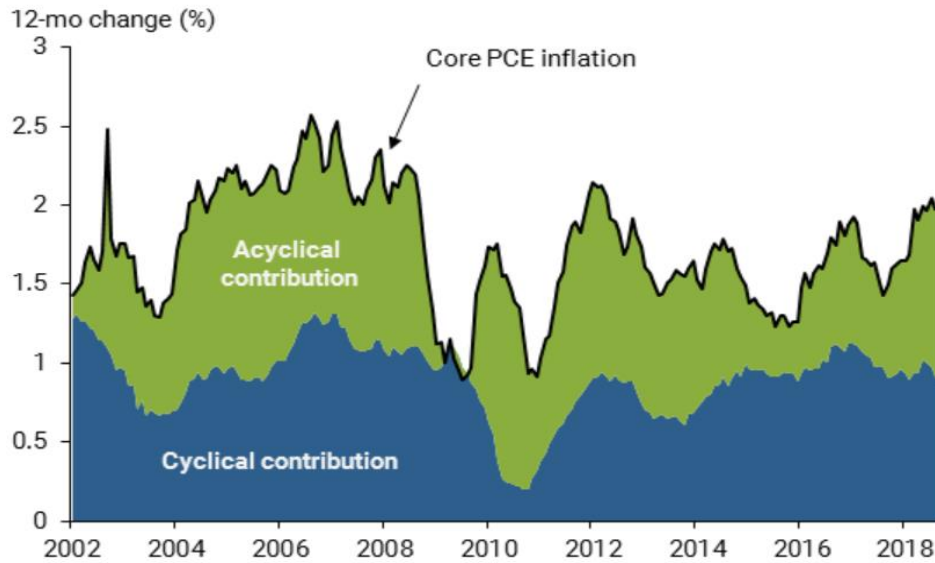
הגרף הראשון מציג את התפתחות שתי הקטגוריות (ההתייקרות ב- 12 החודשים האחרונים) והגרף השני מציג את התרומה של כל קבוצה לעליית אינפלציה הליבה. ניתן לראות שבתקופה של צמיחה מהירה יחסית מאמצע 2017 עד תחילת 2019 בה חלה האצה באינפלציה הליבה מ- 1.5% (ביולי 2017) ל- 1.9% עד סוף 2018, התרומה של הסעיפים ה"מחזוריים" נותרה פחות או יותר יציבה (מתרומה של 1.07% ביולי 17 ל- 1.0% בינואר 19), כאשר התרומה של הסעיפים אשר אינם קשורים למחזור העסקים (a-cyclical) עלתה מ- 0.3% y/y ל- 1.0% (ראה גרף).

מה הביא להאצה באינפלציה בסעיפים הלא-מחזוריים? גורמים כגון: התייקרות בעמלות של בנקים, שירותי כרטיסי האשראי וסיום ההשפעה של ההוזלה בסלולר בינואר 2017 (base effect).

Chart 1: Cyclical and acyclical core PCE inflation



Cyclical and acyclical contributions to core PCE inflation



משמעויות:

- ✓ למרות צמיחה מהירה יחסית, ירידה מתמדת בשיעור האבטלה ולחצי שכר, התרומה לאינפלציה של סעיפי המדד הרגישים למצב המשק לא עלתה מ-2017 ועד היום.
- ✓ לעומת זאת, התרומה של סעיפי המדד אשר אינם רגישים למצב המשק עלתה. התרומה של אותם סעיפים גם יכולה להתמתן בחודשים הקרובים, אם קצב ההתייקרות יחזור לקצב הממוצע של השנים הקודמות.
- ✓ לכן, ניתוח זה ממחיש עד כמה הסיכונים לאינפלציה בארה"ב קיימים גם כלפי מעלה וגם כלפי מטה (fairly balanced risks), ואפילו יותר כלפי מטה. התמתנות באותם סעיפים (a-cyclical) עשויה לתמוך בהתמתנות באינפלציה בארה"ב.

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 ייעוץ 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 מיועץ 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.