

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

החרפת מלחמת הסחר וייסוף בשקל עלולים לעכב העלאת ריבית בישראל

נקודות עיקריות

בשבוע האחרון השווקים הגיבו להעלאת שיעור המכס מ- 10% ל- 25% על 200 מיליארד דולר יבוא סיני לארה"ב, ואיום למסות גם את יתרת היבוא הסיני אשר עדיין פטורה ממכס. שוקי המניות ירדו במקביל לירידת תשואות על אג"ח ארה"ב. מתח גובר בין ארה"ב ואיראן תרם לעצבנות. ביום שישי השווקים עלו על רקע תקווה להתקדמות בשיחות בין סין לארה"ב. היורו התחזק על רקע נתוני סחר חיוביים בגרמניה (עלייה של 1.5% ביצוא במרץ).

מאקרו ישראל

- מדד האמון הצרכני של פועלים עלה זה החודש השלישי ברציפות ומתקרב לרמות השיא.
- הרכישות בכרטיסי האשראי עלו ב- 4.1% ברבעון א' (בחישוב שנתי).
- סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על התרחבות בתעשייה ובמסחר בחודש מרץ.
- מנגד, סקר חברות של בנק ישראל מצביע על התמתנות בפעילות ברבעון א'.
- בפברואר השכר בסקטור העסקי עלה ב- 4.0% y/y, קצב מהיר יחסית.
- הגרעון בחודש אפריל הסתכם ב- 4.9 מיליארד ש"ח והגיע ל- 3.8% תוצר בשנה האחרונה.

מאקרו גלובאלי

ארה"ב:

- מספר המשרות הפנויות עלה ב- 4.8% במרץ וב- 8.6% y/y, אינדיקטור חיובי לפעילות.
- באפריל מדד מחירי תפוקה PPI (הליבה) עלה ב- 2.4% y/y, בדומה לקצב של מרץ.
- אינפלציית הליבה CPI עלתה ב- 2.1% y/y באפריל לעומת 2.0% בחודש מרץ.
- **אירופה:** - סקר PMI המשולב תעשייה ושירותים ירד ב- 0.1 נקודות ל- 51.5 באפריל.
- המסחר הקמעונאי נותר יציב במרץ (1.9% y/y) לאחר עלייה של 0.5% בפברואר.
- בגרמניה הייצור התעשייתי עלה ב- 0.6% במרץ לאחר ירידה של 4.0% בפברואר.
- בגרמניה ההזמנות בתעשייה עלו ב- 0.5% במרץ לאחר גידול של 0.4% בפברואר.

יפן: מדד PMI המשולב עלה ב- 0.4 נקודות ל- 50.8 באפריל.

סין: האינפלציה עלתה ב- 0.1% באפריל וב- 2.5% y/y.

בשבוע הקרוב יתפרסמו הנתונים הבאים: בארה"ב - יום רביעי: המסחר הקמעונאי (אפריל), הייצור התעשייתי וסקר empire state, ביום חמישי: התחלות הבנייה, סקר פילדלפיה (אפריל). **אירופה:** ביום שלישי: הייצור התעשייתי, ביום רביעי: הצמיחה ברבעון א', ביום שישי: האינפלציה באפריל. **בישראל:** ביום שלישי: המכירות ברשתות השיווק (מרץ), ומכירות של דירות חדשות (מרץ), ברביעי: מדד מחירים לצרכן (אנו צופים 0.5%, על רקע השפעות עונתיות בהלבשה ובנסיעות לחו"ל) והתייקרות של 3.1% במחירי הדלקים. ביום חמישי: האומדן הראשון של הצמיחה ברבעון א' (אנו צופים צמיחה קרובה ל- 5% עקב זינוק ביצוא).

שוק האג"ח

- ✓ התשואות בארה"ב ירדו על רקע התחממות מלחמת הסחר אשר צפויה למתן את הצמיחה.
- ✓ השקל יוסף ב- 1.7% בשבועיים האחרונים (מול הסל), ועלול לעכב את העלאת הריבית.
- ✓ בישראל, צמיחה מהירה ברבעון א' צפויה להעיב על שוק האג"ח ביום חמישי.
- ✓ יחד עם זאת, עלייה באי הוודאות הגלובלית + ייסוף בשקל עלולים למנוע העלאת ריבית ב- 20.5.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	1.4%
אפריל	0.5%
מאי	0.5%
יוני	-0.1%
שנה קדימה	1.1%
2019	1.7%

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

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.567	4.0062
שינוי שבועי	-0.9%	-0.3%
YTD	-4.7%	-6.7%
שנה קדימה	3.57	4.0

אג"ח סחירות	מאי
פדיון סחיר	14.9
תחזית הנפקות	4.5
עודף פדיון בארה"ב	-10.4

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 5903	-1.00	-1.0	-1.0
בינוני 923	-0.59	-0.6	-0.6
ארוך 527	-0.02	-0.1	0.0
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 121	0.57	0.6	0.6
בינוני 324	1.21	1.2	1.25
ארוך 928	1.89	1.9	1.95
US			
2y	2.27	2.3	2.4
5y	2.26	2.3	2.5
10y	2.47	2.5	2.6

* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

זום אין:

מה הן ההשלכות של החרפת מלחמת הסחר?

- ✓ צפויה השפעה ממתנת על הצמיחה הגלובלית בכלל ועל סין בפרט.
- ✓ ארה"ב מכינה מכסים נוספים על 325 מיליארד דולר יבוא מסין.
- ✓ ניסיון העבר מלמד שמלחמות הסחר פועלות להתמתנות האינפלציה על ידי לחץ לירידה במחירי הסחורות בעולם.
- ✓ הסלמה במלחמת הסחר תקשה על בנק ישראל להעלות ריבית.

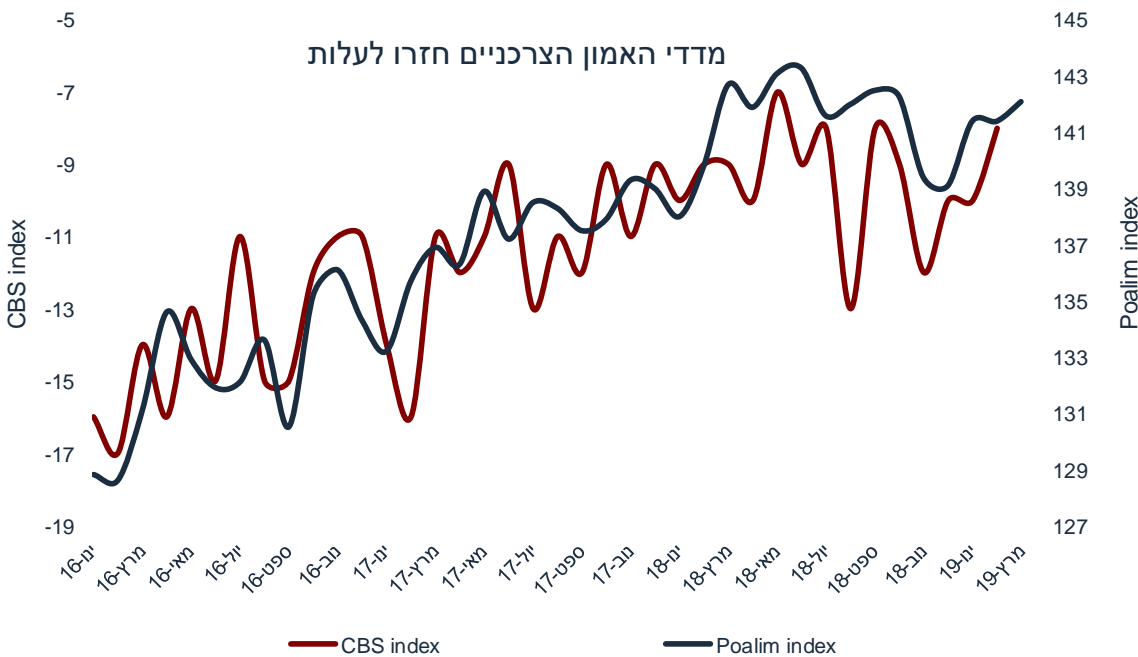
מאקרו ישראל

נתונים חיוביים, למעט סקר חברות של בנק ישראל

מעט נתונים פורסמו בשבוע האחרון, כאשר אין תמונה לגמרי אחידה לגבי מצב המשק:

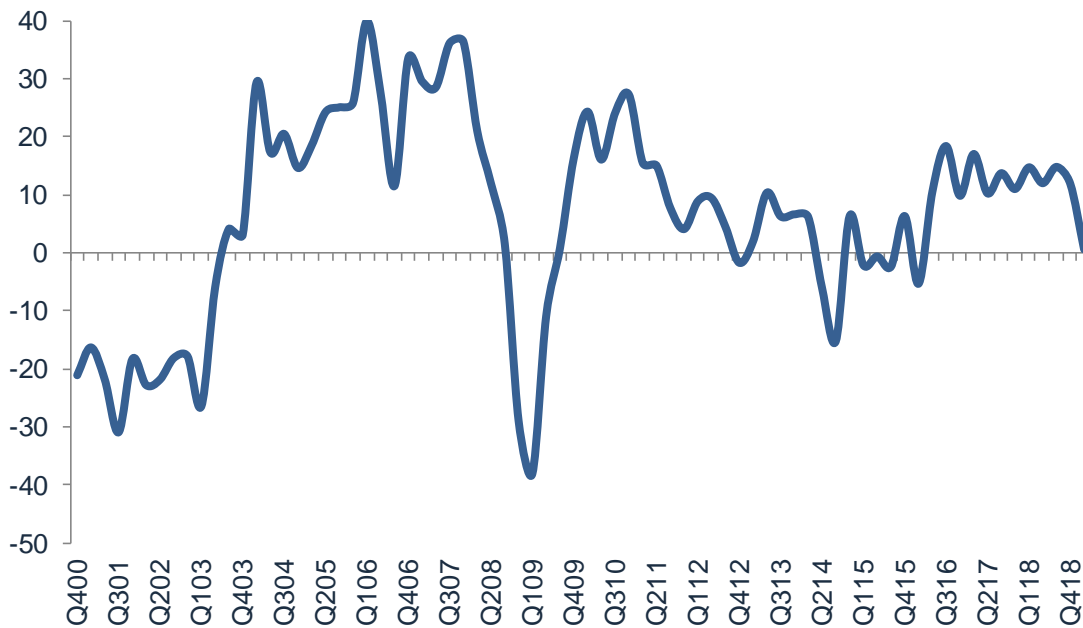
- ✓ **משקי הבית אופטימיים.** מדד האמון הצרכני של פועלים עלה ב- 0.7 נקודות באפריל (החודש השלישי ברציפות של עלייה) ומתקרב לרמות השיא של לפני עשרה חודשים. רכיב המצב השוטף עלה ב- 3.8 נקודות, זאת על רקע רמת תעסוקה גבוהה ועליית שכר במשק. **רמת אמון גבוהה תומכת בהמשך התרחבות בצריכה הפרטית.**

**אופטימיות צרכנית
תומכת בגידול
בצריכה**



- ✓ **לעומת זאת, הרכישה בכרטיסי האשראי התמתנה ל- 4.1% ברבעון א'** (נתוני מגמה וחישוב שנתי) מ- 7.7% ברבעון ד'. יתכן שהשנה התזוזה של החגים לאפריל (לעומת סוף מרץ בשנה שעברה) שיבשה מעט את ניכוי העונתיות, אחרת קשה להסביר מדוע רכישת מזון ירדה ב- 1.4% ברבעון א'.
- ✓ **סקר חברות של בנק ישראל מצביע על התמתנות.** המאזן הכללי של הסקר התקרב לאפס מ- +11 ברבעון ד' 18 ו- 15 נקודות ברבעון ג' (מנוכה עונתיות). חולשה נצפתה בתעשייה ובמסחר (למרות שבשני הענפים קיימות ציפיות להתרחבות במבט קדימה). בתעשייה מסתמנת חולשה בהזמנות לשוק המקומי וגידול מתון בהזמנות ליצוא. **גם כאן לא ברור עד כמה תזוזת החגים השפיעה על המדד.**

מאזן נטו של סקר חברות (מנוכה עונתיות)



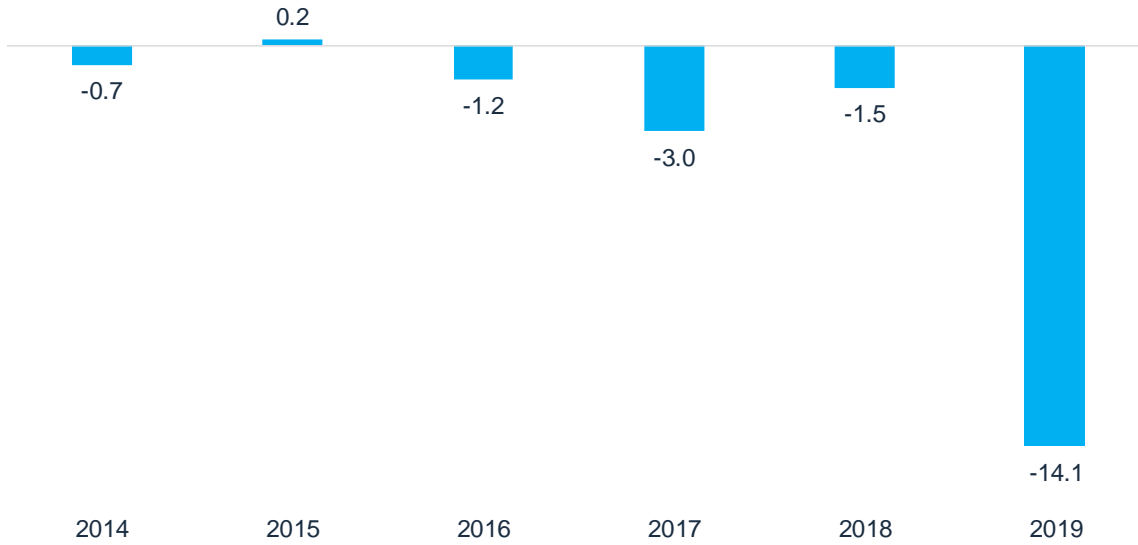
מצב פסקאלי בעייתי יחייב העלאת מיסים

בחודש אפריל הגרעון התקציבי הגיע ל- 4.9 מיליארד ש"ח ו- 14.1 מיליארד ש"ח מתחילת השנה, זאת לעומת גרעון של 1.5 מיליארד בלבד בינואר-אפריל אשתקד. הגרעון ב- 12 החודשים האחרונים עלה ל- 3.8% תוצר (או 3.7% בהתחשב בדחיית גביית מע"מ בגין החגים), לעומת 3.4% לפני חודש. הוצאות המשרדים עלו ב- 10.6% y/y בינואר-אפריל, כפול מקצב הגידול המותר בתקציב (5.2%), אך משרד האוצר סבור שצפויה התמתנות במהלך השנה. ההכנסות ממסים לא עלו ריאלית מתחילת השנה.

השלכות:

- למרות שלא מדובר בשיקול דומיננטי בהחלטת הריבית, עדיין: מדיניות פסקאלית מאד מרחיבה תומכת במדיניות מוניטארית פחות מרחיבה.
- קיימת אי וודאות לגבי היכולת של הממשלה שתקום לטפל בגרעון הגדל. דרישות המפלגות הקטנות גבוהות יחסית. משרד הביטחון צפוי לדרוש תוספת עקב העימות האחרון.
- נדמה שלא ניתן להימנע מהעלאת מע"מ (אולי ב- 0.5%) ומיסים אחרים בשנה הקרובה.

גרעון/עודף התקציבי המצטבר בחודשים ינואר-אפריל (2014-2019)
במיליארדי ש"ח



אנו צופים מדד של 0.5% באפריל

מדד אפריל יושפע מעלייה עונתית במחירי ההלבשה (2.1%), נסיעות לחו"ל (3.2%), והתייקרות של 3.1% במחירי הדלקים.

תחזית מדד חודש אפריל 2019

תרומה חזויה	שיעור שינוי חזוי	משקל	
0.01%	0.09%	14.3	מזון
-0.01%	-0.24%	3.4	פירות וירקות
0.08%	0.32%	24.4	דיר
0.03%	0.36%	9.2	אחזקת דיר
-0.03%	-0.85%	3.6	ריהוט וציוד לבית
0.06%	2.09%	3.0	הלבשה והנעלה
0.00%	-0.04%	5.6	בריאות
0.08%	0.75%	11.1	חינוך ותרבות
0.26%	1.31%	19.9	תחבורה ותקשורת
0.00%	-0.09%	5.4	שונות
0.5%		100.0	סך הכל מדד

אם מדד אפריל יעלה ב- 0.5%, אזי האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים תעלה ל- 1.5% מ- 1.4% במרץ ו- 1.2% בפברואר. עבור בנק ישראל מדובר במגמה אשר מצביעה על המשך "עלייה מסוימת בסביבת האינפלציה", כפי שנאמר בפרוטוקול של החלטת הריבית האחרונה.

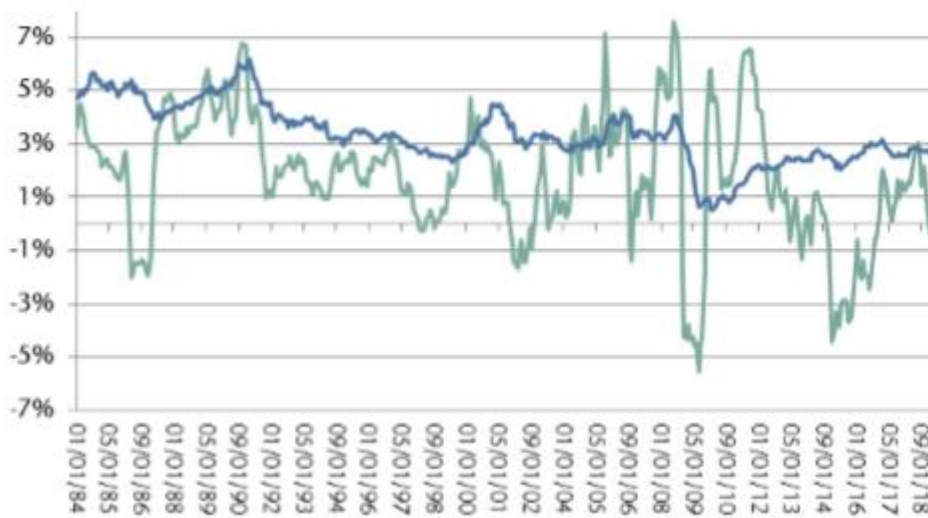
מאקרו חו"ל

ארה"ב:

- ✓ מספר המשרות הפנויות עלה ב- 4.8% במרץ וב- 8.6% y/y, אינדיקטור חיובי לפעילות. לעומת זאת, מספר ההעסקות (hires) עלה ב- 0.6% בלבד בשנה האחרונה. מדובר במצב של שוק עבודה מאד "הדוק" אשר תומך בהמשך לחץ לעליית שכר.
- ✓ בשבוע האחרון מספר דורשי העבודה ירד באלפיים איש ל- 228 אלף.
- ✓ באפריל מדד מחירי תפוקה PPI (הליבה) עלה ב- 2.4% y/y, בדומה לקצב של מרץ.
- ✓ הנתון החשוב של השבוע האחרון: אינפלציית הליבה CPI עלתה ב- 2.1% y/y באפריל לעומת 2.0% בחודש מרץ. מחירי השירותים עלו ב- 2.7% y/y, לעומת עלייה של 0.9% במחירי הסחורות. מאז תחילת מלחמת הסחר ב- 2018, מחירי הסחורות במדד המחירים לצרכן התמתנו, זאת כתוצאה מהירידה במחירי הסחורות בעולם והתחזקות הדולר. באפריל מחירי השכירות עלו ב- 3.4% y/y (קצת יותר מקצב העלייה בישראל).

החרפה במלחמת
הסחר פועלת
להתמתנות
באינפלציה

CPI: Manufactured Goods Prices vs Service Prices



Source: BLS

— Goods — Services

למרות האצה קלה בקצב עליית אינפלציית הליבה, שוק האג"ח בארה"ב יושפע יותר מההתפתחויות בנושא הסחר בין ארה"ב וסין. החרפת מלחמת הסחר תומכת בהתמתנות בפעילות (גם בארה"ב) ותומכת בהורדת ריבית הפד (ראה "זום אין").

זום אין: מה הן ההשלכות של החרפת מלחמת הסחר?

ביום שישי ארה"ב העלתה את שיעור המכס מ-10% ל-25% על יבוא של כ-200 מיליארד דולר מסין. כזכור, על יבוא של 50 מיליארד דולר כבר מוטל מכס בשיעור של 25%. בנוסף, טראמפ הורה להכין הטלת מכסים של 25% על יתרת היבוא מסין בהיקף של 325 מיליארד דולר אשר עד כה היה פטור ממכס. למרות שהמשא ומתן בין המדינות נמשך לא ברור כלל שיושג הסכם.

חשש להתמתנות

בפעילות

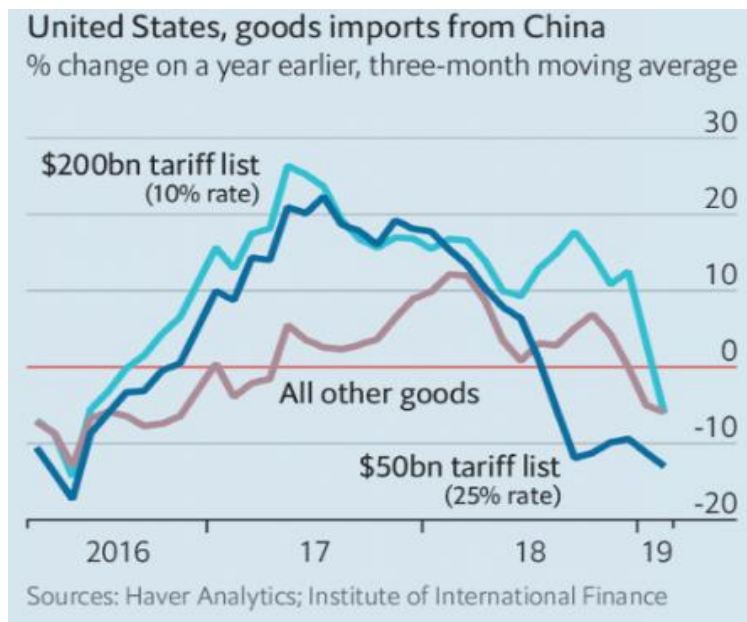
הגלובלית תומך

בירידת מחירי

הסחורות

מה הן ההשלכות להסלמה במלחמת הסחר?

✓ צפויה השפעה ממתנת על הצמיחה הגלובלית בכלל ועל סין בכלל. קיימת הערכה שהעלאת שיעור המכס מ-10% ל-25% על יבוא סיני בהיקף של 200 מיליארד דולר תגרע כ-0.3%-0.5% מהצמיחה בסין ב-12 החודשים הקרובים (הערכת HSBC). הטלת 25% מכס על יתרת היבוא של 325 מיליארד דולר עלולה לגרוע 1.1%-1.2% מהצמיחה. כבר עתה היבוא מסין לארה"ב הולך ופוחת:



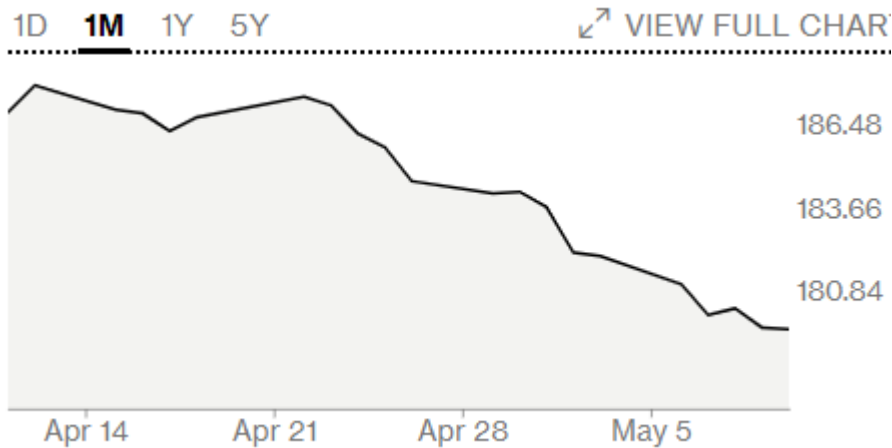
✓ צפויה השפעה ממתנת גם על הצמיחה בארה"ב. למרות שהמוצרים מסין שעליהם מוטל מכס מהווים 2% מהצריכה הפרטית האמריקאית, החשש המשמעותי יותר הינו ההשפעה הממתנת על ההשקעות של פירמות אמריקאיות על רקע העלייה באי הוודאות. קרן המטבע צופה השפעה ממתנת של 0.3%-0.6% על הצמיחה בארה"ב (במידה ויוטל מכס של 25% על כל הסחר בין המדינות).

✓ לא ברור אילו צעדים תנקוט סין כדי "להחזיר" לאמריקאים, היום קיימים מכסים על 91% מהיבוא מארה"ב. יחד עם זאת, סין יכולה להעלות שיעורי מכס קיימים ולהטיל מכס על מכוניות אמריקאיות.

✓ סין צפויה להגיב על ידי המשך מדיניות מוניטארית מרחיבה (עידוד לקיחת אשראי) וגם מעט הרחבה פיסקאלית.

✓ חשש להתמתנות בפעילות הגלובלית בכלל ובסין בפרט תומך בירידת מחירי הסחורות בעולם. כבר בשבוע שעבר מחירי הנפט ירדו מ-72 דולר חבית ברנט לכיוון 70 דולר. סין צרכנית עיקרית של המתכות בעולם, כך שצפויה ירידת מחירים במחירי המתכות השונות.

מדד הסחורות CRB (Core commodities):



✓ **הסלמה במלחמת הסחר תקשה מאד על בנק ישראל להעלות ריבית.** בשתי החלטות הריבית האחרונות בנק ישראל הדגיש את נושא החשש להתמתנות בפעילות הגלובלית בתור נימוק חשוב לאי שינוי בריבית. ללא הסכם סחר בין ארה"ב וסין עד ה-20.5, בנק ישראל יתקשה להעלות את הריבית.

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 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.