

יונתן כץ  
וכלכלני לידר  
שוקי הון

## המשך התמתנות בקצב האינפלציה מעלה את הסיכוי להורדת ריבית

### נקודות עיקריות

בשבוע האחרון שוקי המניות היו חיוביים, בהתחלה בשל סימני התייצבות במספר הנדבקים בוורוס (עד שסין תיקנה את המספרים כלפי מעלה ביום חמישי). בפגישתו הדו שנתי עם הקונגרס אמר פאוול שהפד עוקב מקרוב אחרי השלכות הווירוס וקעת השוק מתמחר 82% סיכוי להורדת ריבית אחת השנה ו-46% סיכוי לשתי הורדות. בינתיים הנתונים הכלכליים בארה"ב מעורבים עם המשך התרחבות בצריכה אך חולשה בתעשייה.

### מאקרו ישראל: נתונים מעורבים.

- < מדד האמון הצרכני של הלמ"ס ירד לרמת שפל מאז 2016.
- < בנובמבר-ינואר היצוא התעשייתי ירד ב-6.4% בחישוב שנתי.
- < מרבית מרכיבי היבוא מצביעים על התרחבות, אינדיקטור חיובי לפעילות.
- < מספר המכירות של דירות חדשות עלה ב-17.2% ברבעון ד' (בחישוב שנתי).
- < **אנו צופים צמיחה של 3.6% ברבעון ד' 19**, ו-2.8% למעט מיסים על היבוא.

### סביבת האינפלציה ממשיכה להתמתן:

- < מדד ינואר ירד ב-0.4% ועלה ב-0.3% ב-12 החודשים האחרונים (בדומה לליבה).
- < סביבת האינפלציה נותרה ממותנת כאשר 8 מתוך 10 סעיפי המדד היו שליליים.
- < בדצמבר גופים מוסדיים מכרו מט"ח בהיקף של 2 מיליארד דולר ותמכו בייסוף.
- < אנדרו אביר הדגיש שמדיניות ההתערבות תימשך כדי לתמוך בצמיחה סביב 3%.
- < בשבוע האחרון מחירי הנפט בעולם עלו על רקע אופטימיות לגבי השפעת הווירוס.

### מאקרו גלובלי:

#### ארה"ב: נתונים מעורבים.

- < בינואר אינפלציית הליבה עלתה ב-0.2% וב-2.3% (y/y), בדומה לחודש הקודם.
- < בינואר המסחר הקמעונאי עלה ב-0.3%, בהתאם לציפיות.
- < בינואר הייצור התעשייתי (למעט ייצור אנרגיה) ירד ב-0.1%.
- < בשבוע האחרון מספר דורשי העבודה התייצב על רמה נמוכה (205 אלף).
- < מדד האמון הצרכני של מישגן עלה ב-1.1 נק' בפברואר ל-100.9.

### אירופה:

- < בדצמ' הייצור התעשייתי ירד ב-2.1% וירד ב-4.1% ב-12 החודשים האחרונים.
- < קצב הצמיחה בגרמניה ברבעון ד' היה אפסי ועלה ב-0.4% y/y.
- < ייצוא הסחורות עלה ב-0.9% בדצמבר (4.8% y/y) והיבוא ירד ב-0.7%.

### סין:

- < מספר ההידבקות בנגיף בסין ממשיך לעלות, אך פחות ביתר בעולם.

### שוק האג"ח:

- < בשבוע האחרון תשואות האג"ח ירדו מעט לעומת יציבות בתשואות בארה"ב.
- < שוק האג"ח מתחיל לתמחר אפשרות סבירה להורדת ריבית בשנה הקרובה.
- < לאחר פרסום של מדד פברואר האינפלציה השנתית תרד לאפס ובמרץ היא צפויה להיות שלילית.
- < **התמתנות בקצב האינפלציה והימשכות השפעת הנגיף תומכים בהורדת ריבית.**
- < **אפשרות להורדת ריבית מחזירה את האטרקטיביות לאפיקים הארוכים.**

### זום אין: איך ווירוס קורונה ישפיע על האינפלציה?

- < בטווח הקצר ההשפעה הממתנת בצד הביקושים צפויה למתן את האינפלציה.
- < השפעה זו כבר מורגשת בירידה במחירי הדלקים וכנראה בנסיעות לחו"ל.
- < בטווח של 2-3 חודשים קדימה, ירידה בתפוקה מסין צפויה להביא להתייקרויות מסוימות בענפי הלבשה, אלקטרוניקה, צעצועים ועוד.
- < עדיין ההשפעה נטו על האינפלציה צפויה להיות כלפי מטה.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	0.3%
פברואר	-0.2%
מרץ	0.2%
אפריל	0.4%
<b>שנה קדימה</b>	<b>0.8%</b>
2020	1.1%

ריבית	
נוכחית	0.25%
סוף 2019	0.25%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.434	3.7248
שינוי שבועי	0.2%	-0.9%
YTD	-0.6%	-4.0%
שנה קדימה	3.40	3.70

אג"ח סחירות	פברואר
פדיון סחיר	3.5
תחזית הנפקות	5.5
עודף פדיון	-2.0

### עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר	-1.01	-1.0	-1.1
5903	-0.96	-1.0	-0.9
בינוני	-0.67	-0.7	-0.6
5904			
ארוך	0.14	0.12	0.17
529	0.29	0.2	0.4
שקלי	0.78	0.7	0.9
קצר			
122			
בינוני			
324			
ארוך			
330			
<b>US</b>			
2y	1.43	1.4	1.5
5y	1.42	1.4	1.6
10y	1.58	1.6	1.8

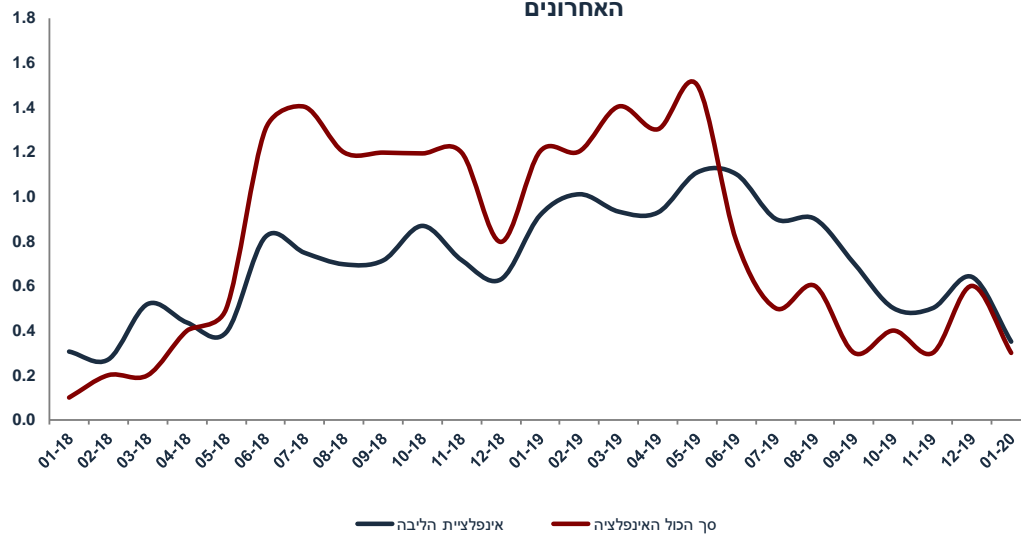
\* ט"ק - החודש הקרוב  
\* ט"ב - 3 חודשים

## מאקרו ישראל

סביבת האינפלציה מתמתנת

מדד המחירים לצרכן ירד בינואר ב-0.4% (אנחנו חזינו -0.3%). לא היו הפתעות של ממש בסעיפי המדד השונים, למעט מחירי המזון אשר ירדו בשיעור חד של 0.5%. סביבת האינפלציה ממשיכה להתמתן: האינפלציה עלתה ב-0.3% ב-12 החודשים האחרונים (מ-0.6% בדצמבר), ומגמה דומה נצפתה באינפלציית הליבה (ירידה ל-0.35% y/y). שמונה מתוך עשרת סעיפי המדד הראשיים היו שליליים בינואר, אינדיקציה לסביבת האינפלציה הנמוכה, זאת בהשפעת המשך הייסוף בשקל (1.3% בינואר מול סל המטבעות). הסעיף הכמעט יחידי אשר ממשיך לתמוך באינפלציה הינו מחירי הדיור (שכירות) אשר עלה ב-2.2% ב-12 החודשים האחרונים ותרם 0.5% לאינפלציה. סקר מחירי הדיור לרכישה (סקר נפרד) מצביע על עלייה של 3.0% ב-12 החודשים האחרונים (מ-3.1% בחודש הקודם).

סך הכול האינפלציה ואינפלציית הליבה (המדד ללא אנרגיה ופ"י) ב-12 החודשים האחרונים



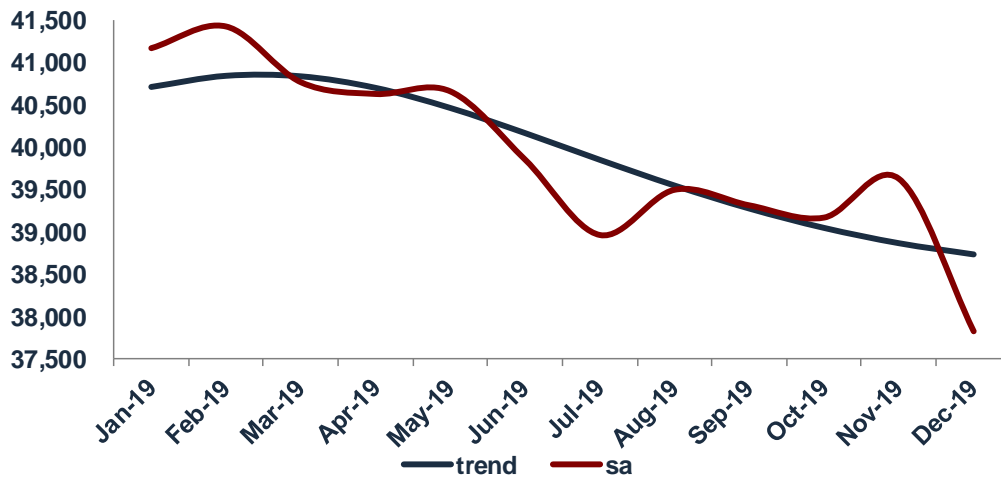
לאחר פרסום מדד פברואר, האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים צפויה להגיע לאפס (בהנחה שהמדד ירד ב-0.2%), ואפילו שלילית לאחר פרסום מדד מרץ. סביבת אינפלציה כה נמוכה עשויה ליצור לחץ על בנק ישראל לפעול על ידי הרחבה מוניטארית נוספת, ואולי הורדת ריבית, זאת במידה והשפעת הווירוס תהיה ממושכת יותר מהצפוי ובנקים מרכזיים נוספים (בעיקר הפד) יגיבו על ידי הורדת ריבית.

אנו צופים אינפלציה של 0.8% ב-12 החודשים הקרובים

גורמים תומכי עליית האינפלציה:

מחירי השכירות (מחירי הדיור, הסעיף הראשי) צפויים לעלות ב-2.2% ויתרמו כ-0.5% לאינפלציה. מלאי הדירות החדשות למכירה ממשיך לרדת (ירידה של 8% ב-2019). משקיעים (בעלי דירה שנייה או יותר) ממשיכים לצמצם את מלאי הדירות להשכרה (ירידה של 22 אלף מתחילת 2016).

## מספר הדירות החדשות אשר נותרו למכירה



ההתאמות הפיסקאליות לאחר הקמת הממשלה הבאה - עדיין קיים חוסר וודאות לגבי הצעדים והמועד. אנו ממשיכים להניח שורה של צעדים בחודשים מאי-יולי השנה אשר יתרמו כ- 0.35% לאינפלציה (כולל העלאת מע"מ באחוז, כנראה) ומהלכים נוספים ברבעון א' 2021 אשר יתרמו ב- 0.15% לאינפלציה. סך הכול תרומה של 0.5% לאינפלציה מהווה כ- 4-5 מיליארד ₪ במונחי הכנסות ממיסים.

עלייה מתונה במחירי הפירות וירקות בשיעור של 4.5%, זאת על רקע נזק מסוים שנגרם בחורף הקשה.

## גורמים תומכי אינפלציה נמוכה:

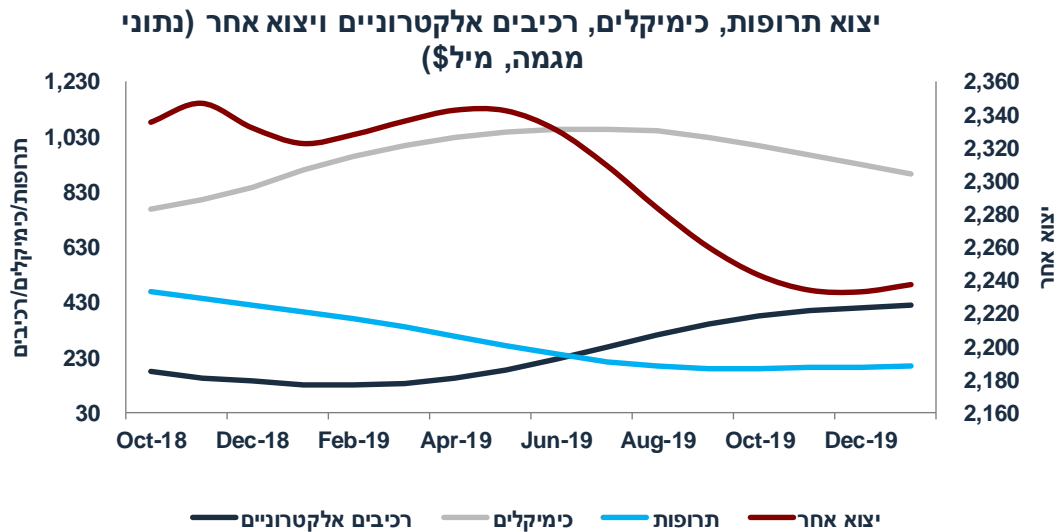
המשך לחץ לייסוף השקל - מתחילת השנה השקל יוסף ב- 1.6% (מול סל המטבעות). קיימות מספר סיבות להמשך ייסוף: השפעת יצוא גז (אך כנראה חלקית מאד בהשפעתה על המסחר במט"ח), המשך גידול בהשקעות הריאליות אל ענפי ההיי טק, הצטרפותה של ישראל ל- WGBI, והמשך שמרנות של גופים מוסדיים בהגדלת החשיפה למט"ח. בנק ישראל לא נראה מתלהב מבלבול את מגמת הייסוף. מה עלול לתמוך בפיחות מסוים? הליכה לבחירות רביעיות? לא ברור.

מסתמנת התמתנות בקצב עליית השכר הממוצע במשק וגם בסך תשלומי השכר, זאת בשל ההתמתנות במספר משרות השכיר. בנוסף, הכבדת על נטל המס לאחר הבחירות צפויה להביא להתמתנות בצריכה הפרטית. אנו מניחים גידול של 2% (ריאלי) בצריכה הפרטית השנה. מדובר בתחזית נמוכה יחסית לבנק ישראל (2.4%) ומשרד האוצר (2.9%).

## החולשה ביצוא התעשייתי נמשכת

בחודשים נובמבר-ינואר היצוא ירד ב- 6.4% בחישוב שנתי (נתוני מגמה) לאחר ירידה של 3.9% בשלושת החודשים הקודמים. בצד היבוא, בנוב-ינואר מסתמנת התרחבות ביבוא מוצרי צריכה (למעט יבוא כלי תחבורה) בשיעור של 15.9% (אינדיקטור חיובי לצריכה הפרטית) וגידול של 4.4% ביבוא חומרי הגלם, אינדיקטור מוביל חיובי לפעילות בתעשייה/בנייה. בשל הירידה ביצוא וגידול ביבוא, בשלושת החודשים האחרונים חל גידול בגירעון הסחר הבסיסי (מנוכה עונתיות) בשיעור של 16%, אך שיפור בעודף בחשבון השירותים מקזז (לפחות באופן חלקי) את ההשפעה בחשבון השוטף.

יצוא רכיבים אלקטרוניים עלה, יצוא תרופות והיצוא "האחר" ירדו:

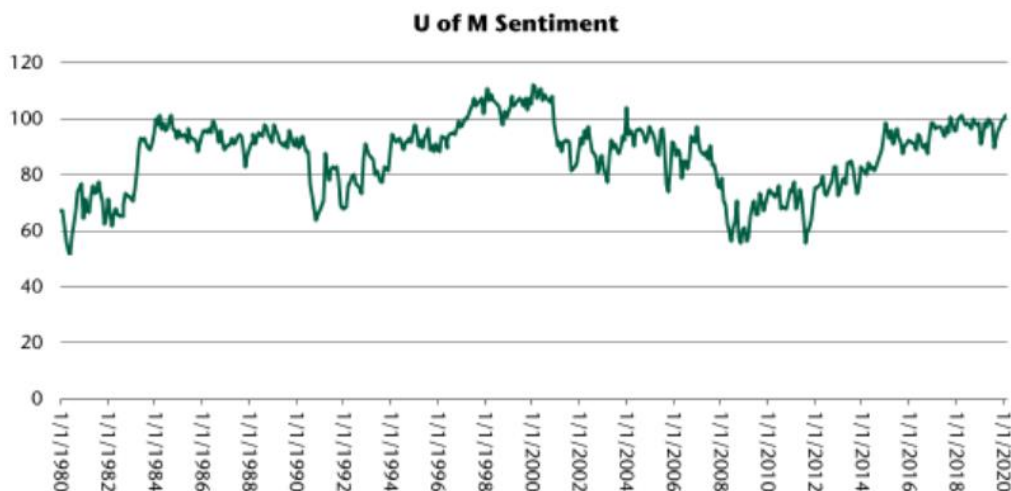


**מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע:** היום: האומדן הראשון לצמיחה ברבעון ד' 19. אנו צופים צמיחה של 3.6% בהשפעת עלייה חדה ברכישת רכבים חדשים בסוף השנה לפני העלאת המס. גם יצוא השירותים המשיך להתרחב למרות הירידה ביצוא סחורות. הצריכה הפרטית עלתה בשיעור מתון. ביום שלישי: מספר המשרות הפנויות (ינואר), ביום חמישי: הייצור התעשייתי והפדיון בענפי המשק (דצמבר).

**מאקרו חו"ל**

**ארה"ב:** נתונים מעורבים

בשבוע האחרון הנתונים הכלכליים היו מעורבים: בתחילת פברואר, מדד האמון הצרכני של מישגן עלה ב- 1.1 נקודות לרמה היסטורית גבוהה כאשר רק 7% מהנשאלים היו מודאגים מהשפעת הנגיף. רמת אופטימיות צרכנית גבוהה תומכת בהמשך התרחבות בצריכה הפרטית. בינואר המסחר הקמעונאי עלה ב-0.3% (4.6% y/y). ומספר דורשי העבודה התייצב על רמה נמוכה. החדשות הפחות חיוביות היו הירידה בייצור התעשייתי (-0.1% ללא ייצור אנרגיה) בינואר לאחר גידול של 0.1% בדצמבר. מספר המשרות הפנויות ירד ב- 5% בחודש דצמבר. אינפלציה הליבה עלתה ב- 2.3% ב- 12 החודשים האחרונים (עד ינואר), בדומה לקצב לפני חודש. **פאוול בעדותו לקונגרס אמר שהפד עוקב מקרוב ("closely monitoring") אחרי השלכות הווירוס אך מוקדם מדי לאמוד את ההשפעה על הכלכלה הגלובלית. השוק מתמחר הורדת ריבית השנה (82% סיכוי) ואפילו שתי הורדות (46% סיכוי).**



**נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם:** בארה"ב יתקבלו מספר אינדיקטורים חשובים לגבי הפעילות בתעשייה בחודש פברואר, כולל סקר empire state (יום שלישי), סקר פילדלפיה (יום חמישי) ומדד מנהלי הרכש PMI (ביום שישי, כולל מדדי PMI באירופה).

**זום אין: עיקר השפעת וירוס הקורונה הינה דפלציונית**

ההשפעה המיידית של התפרצות הווירוס הינה דפלציונית בהחלט (בטווח הקצר). מחירי הנפט בעולם ירדו ב- 15% מתחילת השנה. מחירי הנחושת ירדו ב- 8% (סין צרכנית עיקרית של מספר מתכות חשובות), כדוגמה למגמת הירידה במחירי התשומות בתעשייה. יחד עם זאת, בהנחה שלא ישתלטו על המגיפה בחודש-חודשיים הקרובים (עד אז אנו מניחים שקיימים מלאים מספיקים), צפויה השפעה מעט אינפלציונית מצמצום ההיצע של מוצרי יבוא מסין כגון מוצרי הלבשה, צעצועים, מכשירי אלקטרוניקה ועוד. ננסה לכמת את ההשפעה נטו על סעיפי המדד השונים:

- 〈 **מחירי הדלקים:** ירדו ב- 2.4% בתחילת פברואר וצפויה הוזלה נוספת בתחילת מרץ בשיעור של 1.5%-2%. משקל הדלקים במדד עומד על 3.5%, כך שמדובר בתרומה של כ- 0.16% על האינפלציה. לא הנחנו שינוי במחירי החשמל, למרות רכישת גז נוזלי זול יותר על ידי חברת חשמל. סעיפי סולר לחימום ביתי וגז ביתי זניחים יחסית.
- 〈 **מחירי נסיעות לחו"ל:** הנחנו לחץ לירידת מחירים בשל הירידה בתיירות העולמית. הנחנו השפעת הוזלה של 3%. משקלו של סעיף זה עומד על 4.8%, לכן התרומה לאינפלציה נאמדת בכ- 0.14%.
- 〈 **משקלו של היבוא מסין מסך היבוא עמד ב- 2019 על 9%.** נתוני הלמ"ס כוללים כמובן גם תשומות לייצור וגם מוצרים סופיים לצרכן, ללא הפרדה ביניהם (ראה טבלה). בכול זאת, הסעיפים הבולטים (במשקל הייבוא מסין) כוללים: טקסטיל והלבשה (36%), ציוד חשמלי וכו' (10%) ותשומות רבות (נייר, קרטון קרמיקה ועוד: 15%-20%).

אחוז	יבוא	יבוא מסין 2019	הסחר של ישראל מול סין לפי ענפים (מיליוני דולר)
14%	3,235	462	פלסטיק, גומי ומוצריהם
46%	209	96	שלחים וגלדים גולמיים, עור, פרווה ומוצריהם
22%	620	135	עץ, פחם עץ, שעם, מוצרים מקש ומוצרי קליעה אחרים
10%	914	92	פולפה מעץ; פסולת וגרוטאות של נייר, קרטון ופריטים מהם
36%	2,828	1,013	טקסטילים ומוצרי טקסטיל
28%	687	190	מנעלים, כיסויי ראש, מטריות, פרחים מלאכותיים וכד'
20%	1,074	214	מוצרים מאבן, גבס, מלט, אסבסט, קרמיקה, זכוכית וכד'
15%	4,576	703	מתכות פשוטות ופריטים מהן
10%	17,615	1,799	מכונות, ציוד חשמלי, מפיקי תמונה וקול וחלקיהם
33%	1,777	588	פריטים מיוצרים שונים
9%	76,582	6,721	<b>סך הכל</b>

〈 הטבלה הבאה מסכמת את ההתייקרות/הוזלה הסבירה של סעיפי מדד שונים בהנחה שאפקט הווירוס נמשך גם ברבעון ב'. הנחנו שכול סעיפי המדד הבולטים (כ- 11% מסך סל הצריכה) יתייקרו ב- 2% בממוצע, הנחה מחמירה בהחלט. בכול זאת, חלק ממקורות היבוא האחרים בעולם יגדילו פעילות. לפי הנחה זו, התרומה לאינפלציה עלולה להגיע ל- 0.2%, זאת לעומת תרומה שלילית של 0.3% מהוזלות בסעיפי האנרגיה ונסיעות לחו"ל:

סעיף	משקל המדד	שיעור התייקרות צפוי	תרומה לאינפלציה
הלבשה	3.1	2	0.06%
רהיטים וציוד לבית	3.6	2	0.07%
מוצרי חשמל בידוריים	1	2	0.02%
צעצועים	0.3	2	0.01%
שונות (שעונים, תיקים וכו')	3	2	0.06%
<b>סך הכול</b>	<b>11.0</b>		<b>0.22%</b>
<b>הוזלות</b>			
דלקים	3.5	-4.5	-0.16%
גז	0.3	-8	-0.02%
נסיעות לחו"ל	4.8	-3	-0.14%
			-0.33%
<b>סך הכול ההשפעה נטו</b>	<b>8.6</b>		<b>-0.11%</b>

כמובן שבמידה והשפעת הווירוס תחלוף במחצית השנייה של השנה, מדובר בהשפעה דפלציונית זמנית כאשר ההיצע והביקוש העולמיים יחזרו לשיווי משקל, אומנם ההשפעה הממתנת על התיירות העולמית עלולה להיות ממושכת יותר.

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.