

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

רגיעה בנושא מלחמת הסחר וציפייה לפשרות הביאו לעליית תשואות

נקודות עיקריות

למרות התנודתיות הרבה, שוקי המניות עלו בסיכום של השבוע האחרון, כאשר משקיעים התרכזו בדו"חות הכספיים והחשש למלחמת הסחר פחת. התשואות הארוכות בארה"ב עלו ב-7 נ.ב. ה-spread בין ה-10 שנים ל-שנתיים ירד ל-47 נ.ב. מחירי הנפט (WTI) עלו ב-11.9% על רקע חשש להסלמה בסוריה (מתקפת ארה"ב).

בשבוע הקרוב: בארה"ב: מחר יתפרסם המסחר הקמעונאי לחודש מרץ, נתון חשוב כדי לאמוד את השינוי בצריכה הפרטית. ביום שלישי: התחלות הבנייה והייצור התעשייתי למרץ. **בישראל:** מדד המחירים לצרכן יתפרסם היום. אנו צופים מדד של 0.2%, בדומה להערכות בשוק. המדד יושפע מעלייה עונתית במחירי ההלבשה (4.8%) ובדיוור (0.7%), אך מנגד, גם מהוזלת מחירי הדלקים ב-1.9%. מחר יתפרסם האומדן השלישי של הצמיחה ברבעון ד' (אין אנו צופים שינוי מהאומדן הקודם של 3.6%). מחר גם צפויה החלטת ריבית ועדכון תחזית מאקרו של בנק ישראל. סביר להניח שתחזית העלאת הריבית הראשונה תידחה לרבעון א' 2019 (מרבעון ד' 2018). לא צפוי שינוי משמעותי בשאר הפרמטרים.

מאקרו ישראל

- ✓ השכר הממוצע למשרת שכיר עלה ב-1.0% בינואר וב-3.0% ב-12 החודשים האחרונים, כנראה בהשפעת עדכון שכר מינימום בחודש דצמבר.
- ✓ מסתמנת התמתנות בקצב הגידול של מספר המשרות החדשות.
- ✓ נתוני התקציב של רבעון א' תומכים בהשערה שהגרעון השנה יגיע ל-2.9% תוצר, לפחות.
- ✓ הוצאות הממשלה גדלות בקצב מהיר יחסית לשיעור המותר במסגרת התקציב.
- ✓ אין לפסול מצב שסך ביצוע ההוצאות השנה יחרוג מהתקציב המקורי.
- ✓ מצב זה איננו תומך במהלך משמעותי של הורדת מיסים, אם כי מדובר בהחלטה פוליטית.
- ✓ טוטו המחליף של פלוג עוד ילווה אותנו בחודשים הקרובים, פלוג גם עשויה להמשיך בתפקיד.

מאקרו גלובלי

- ✓ **ארה"ב:** כצפוי, אינפלציית הליבה עלתה ל-2.1% y/y בחודש מרץ (מ-1.8%). עליית זאת הייתה צפויה, אך בכל זאת היא תומכת בהמשך העלאת ריבית הפד.
- ✓ **סין:** קצב האינפלציה למעט המזון התמתן ל-2.1% y/y במרץ מ-2.5% בפברואר.
- ✓ **גלובלי:** מדד מנהלי הרכש הגלובלי (PMI) בתעשייה התמתן ל-53.4 נקודות במרץ מ-54.5 בדצמ' 17.

שוק האג"ח

- ✓ רגיעה מסוימת במתח סביב מלחמת הסחר החזירה את השואות הארוכות בארה"ב ל-2.83%.
- ✓ הסביבה הכלכלית בארה"ב תומכת בהמשך עליית תשואות ארוכות לכיוון 2.9%.
- ✓ ברקע, גם עלייה בקצב אינפלציית הליבה ל-2.1% y/y תומכת בהמשך עליית ריבית.
- ✓ התשואה בשחר 327 עלתה ל-1.74% מ-1.66% לפני שבוע, רמה שעדיין לא מצדיקה הארכת מח"מ. אנו ממליצים לחכות לעליית תשואות נוספת לכיוון 1.8%.

עודף גדול בחשבון השוטף באירופה תומך בירור

- ✓ למרות פערי ריביות משמעותיים מול ארה"ב, היורו התחזק השנה.
- ✓ ההסבר נעוץ בעודף בחשבון השוטף באירופה מול גרעון בארה"ב.
- ✓ העודף בחשבון השוטף באירופה צפוי לגדול בשנים הבאות.
- ✓ מציאות זו תומכת בהמשך יורו חזק, סביב 1.25 דולר השנה.

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	0.2%
מרץ	0.2%
אפריל	0.5%
מאי	0.3%
שנה קדימה	0.8%
2018	0.9%

ריבית

נוכחית	0.10%
סוף 2018	0.10%
בעוד שנה	0.10%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.506	4.3261
שינוי שבועי	-0.9%	-0.3%
YTD	1.1%	4.2%
שנה קדימה	3.52	4.32

אג"ח סחירות	אפריל
פדיון סחיר	12.6
תחזית הנפקות	3.5
עודף פדיון	9.1

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	-1.04	-1.0	-1.1
בינוני 923	-0.34	-0.35	-0.4
ארוך 527	0.25	0.2	0.3
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 120	0.24	0.23	0.25
בינוני 323	0.93	0.9	1.0
ארוך 327	1.74	1.75	1.8
US			
2y	2.36	2.35	2.4
5y	2.67	2.7	2.8
10y	2.83	2.8	2.9

* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

הסיכוי להורדת מסים פחת

ברבעון א' 18 הגרעון המצטבר הסתכם ב- 2.1 מיליארד ₪ לעומת גרעון של 2.3 מיליארד ₪ אשתקד. גרעון חודש מרץ הגיע ל- 4.4 מיליארד ₪ (לעומת גרעון של 3.6 מיליארד ₪ אשתקד). למרות שהאוצר מדווח על גידול בהכנסות ממסים של 6.3% (רבעון א' 18 לעומת רבעון א' 17), מעט מעל תוואי הגבייה החזוי בתקציב (כ- 0.7 מיליארד ₪), מדובר בחלקו בגבייה חד פעמית (לפי האוצר).

האוצר צופה גרעון סביב 3% השנה

הגבייה ממע"מ מקומי (ללא החזרים) עלתה ב- 1.4% בלבד בחודש מרץ 18 לעומת חודש מרץ 17, אינדיקטור להתמתנות בצריכה הפרטית. גביית מע"מ ברבעון א' 18 עלתה ב- 1.9% בלבד (מול רבעון א' 17).

באוצר לא צופים עודף גבייה במסים השנה (לעומת הנחת התקציב). לעומת זאת, מסתמן תוואי גידול מהיר בהוצאות הממשלה: 9.6% במשרדים האזרחיים (לעומת שיעור גידול מתוקצב של 5.3%) וגידול של 8.1% בביטחון (לעומת תיקצוב של -0.5%). לכן, באוצר קיימת ציפייה לעמידה ביעד הגרעון של 2.9% השנה ואולי אף יותר אם קצב הגידול המהיר בהוצאה ימשך. אין זה אומר שכחלון לא ינסה לקדם מהלך של הורדת מיסים בשל שיקולים פוליטיים, אך אם כן, כנראה שהוא צפוי להיות צנוע יחסית. **אין מה לבנות על מהלך משמעותי (כמו הורדת מע"מ) שישיע על האינפלציה.**

הגרעון המצטבר מתחילת השנה (מיליון ש"ח)



למעשה לפי נתוני רבעון א', אנחנו בתוואי הגרעון של שנת 2017 (ראה גרף). ההבדל הגדול הינו קבלת הכנסות ענק במשך שנת 2017 ממכירת מובילאי, כתר, ומס דיווידנדים (הכנסות חד פעמיות של כ- 17 מיליארד ₪). לכן, ללא הפתעות דומות השנה, הגרעון צפוי להגיע ל-3% תוצר ואולי אף יותר.

אנו צופים מדד של 0.2% בחודש מרץ:

- ✓ ירידה של 1.9% במחירי הדלקים.
- ✓ עלייה עונתית של 4.8% במחירי ההלבשה. כידוע, העונתיות בסעיף זה הוקדמה. בפברואר 17 מחירי ההלבשה עלו ב- 4.9%.

- ✓ סעיף הדיור צפוי לעלות ב- 0.7% (עלייה עונתית) לעומת של 0.8% במרץ 17 ו- 0.4% במרץ 16.
- ✓ עלייה של 0.1% במחירי המזון.
- ✓ צפויה הוזלה של 2.6% במחירי הפירות והירקות. מסתמנת הוזלה במרבית הירקות (בפרט עגבניות) בשוק הסיטונאי עד אמצע פברואר.

תחזית מדד אפריל עומדת על 0.5% 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 0.2% במחירי המזון.
 - ✓ צפויה התייקרות עונתית של 1.3% במחירי הפירות והירקות.
 - ✓ מחירי נסיעות לחו"ל צפויים לעלות ב- 4% (עונתיות + פיחות), ומחירי ההבראה ונופש יעלו ב- 11%.
- תחזית האינפלציה שלנו של 0.8% שנה קדימה מניחה יציבות בשע"ח, עלייה של 2.7% במחירי הדיור, יציבות במחירי הנפט בעולם, המשך הגברת התחרותיות, אך לא מניחה מהלך נוסף של הורדת מיסים**

מאקרו חו"ל

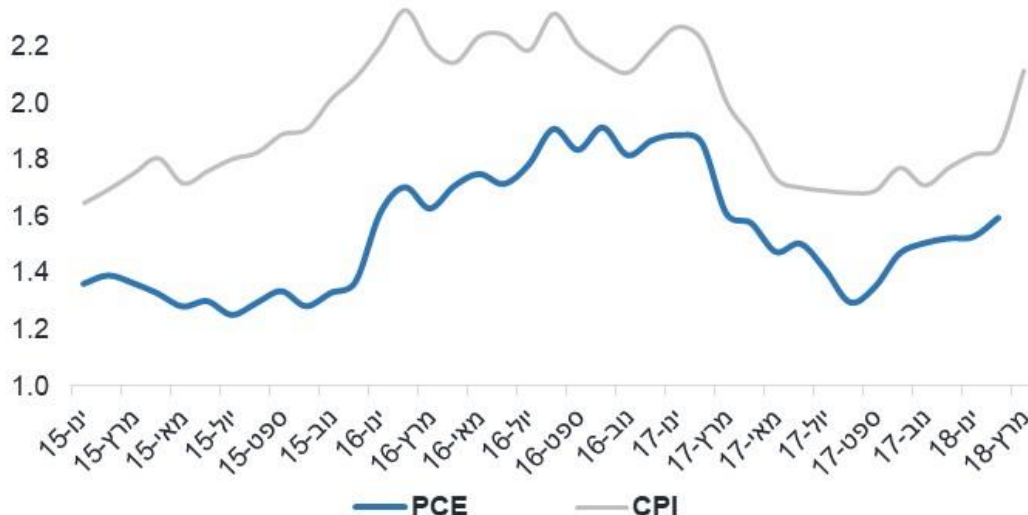
ארה"ב: האינפלציה מגיעה ליעד

נתונים שליליים:

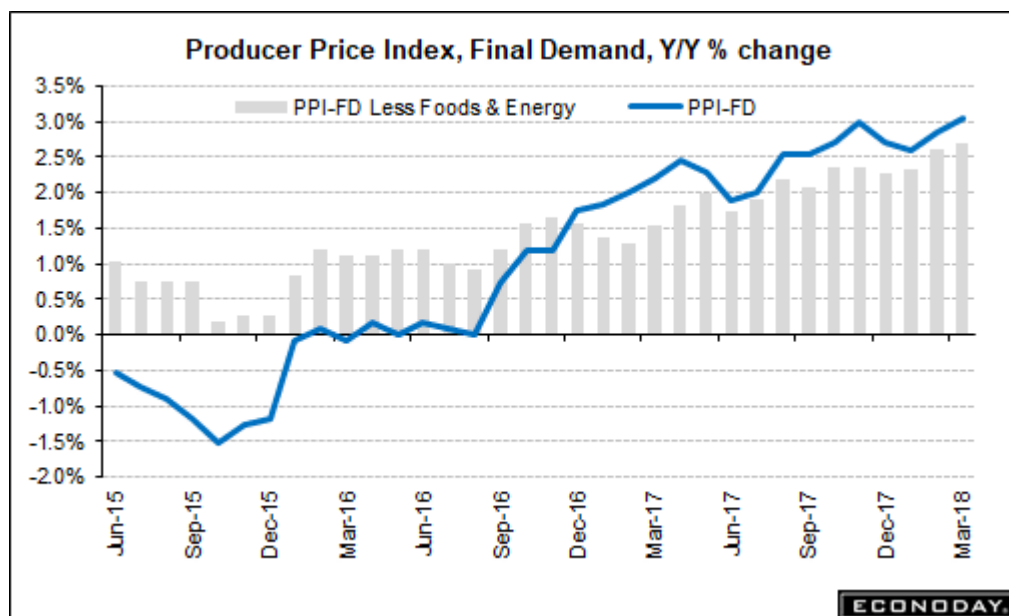
כצפוי, בחודש מרץ אינפלציית הליבה עלתה ב- 0.2% לעומת פברואר ול- 2.1% y/y (מ- 1.8%). עלייה זאת נובעת מהשפעת שינוי הבסיס לחודש מרץ 2017, חודש בו מחירי שירותי הסלולר ירדו בצורה חדה. בחודש מרץ סעיף הדיור (32.7% משקל) עלה ב- 0.4% m/m ועלה ב- 3.3% ב- 12 החודשים האחרונים (האצה מ- 3.1% בחודש פברואר). הוצאות על בריאות (במשקל 6.9%) עלו ב- 0.3% (וב- 2.1% y/y). עלייה זאת באינפלציה בחודש מרץ תאמה את הציפיות המוקדמות, אך בכל זאת היא תומכת בהמשך העלאת ריבית הפד.

למרות מעט התמתנות בפעילות, הפד ימשיך להעלות את הריבית

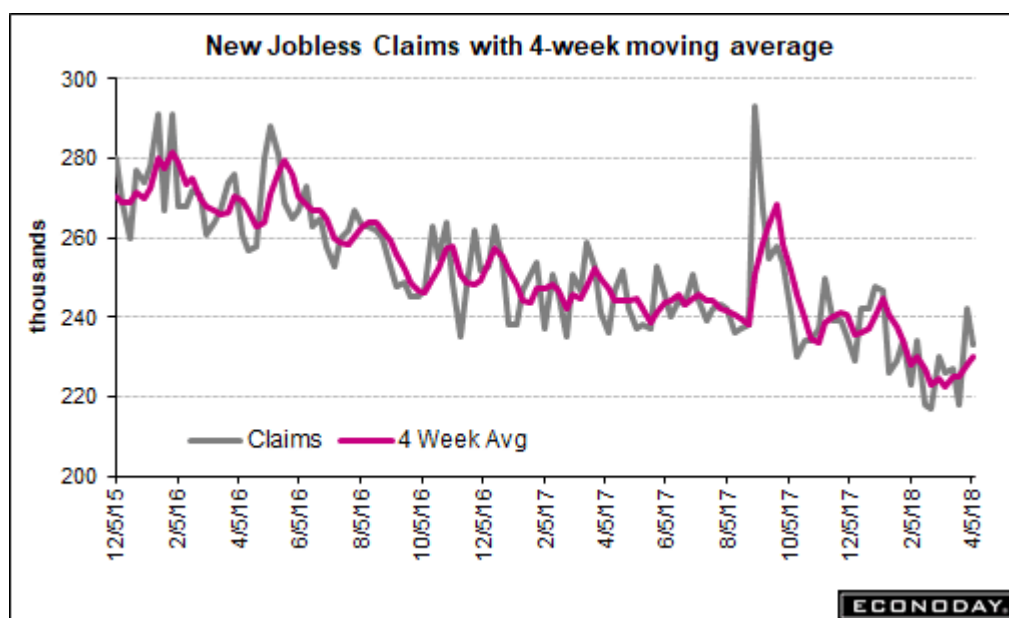
אינפלציית הליבה PCE + CPI y/y



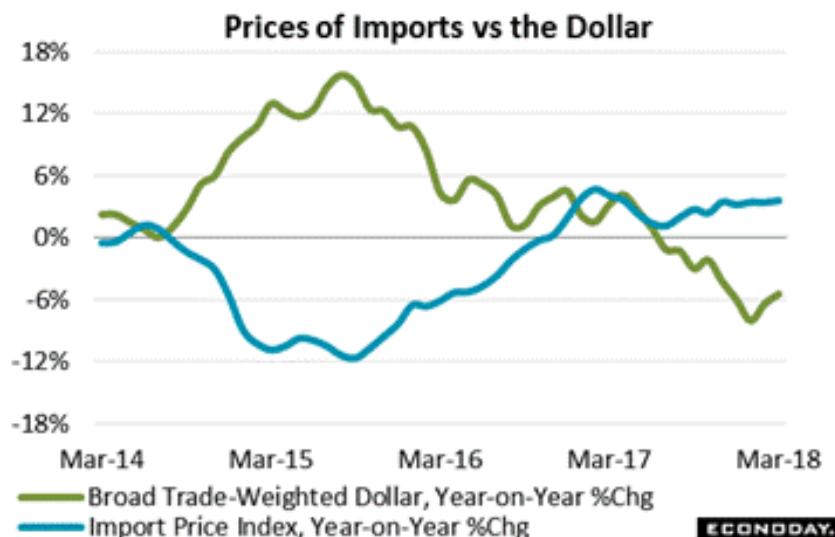
✓ גם מדד מחירי תפוקה בתעשייה (הליבה) עלה (מעבר לציפיות) בשיעור של 0.3% (ו- 2.7% y/y מ- 2.5% לפני חודש), כאשר מחירי מוצרי הפלדה במדד עלו ב- 1.9% בחודש מרץ ומחירי פלדה גולמית (scrap steel) עלו ב- 4.3%, זאת בהשפעת הטלת המכסים בשיעור של 25%.



✓ מספר דורשי העבודה ירדו ב-9 אלף איש ל- 233 אלף בשבוע האחרון, אך עדיין מדובר בעלייה לעומת ממוצע השבועות הקודמים.



✓ מחירי היבוא נותרו יציבים בחודש מרץ ועלו ב- 3.6% בשנה שעברה, האצה מ- 3.4% לפני חודש. בסך הכול מדובר בעלייה מתונה יחסית להיחלשות הדולר בעולם (10% בשנה שעברה). חלק מהספקים מחו"ל (או יבואנים) סופגים את השפעת ההתייקרות בגין המטבע.



✓ מדד האמון הצרכני ירד ל- 97.8 נקודות בתחילת אפריל מ- 101.4 בחודש מרץ.

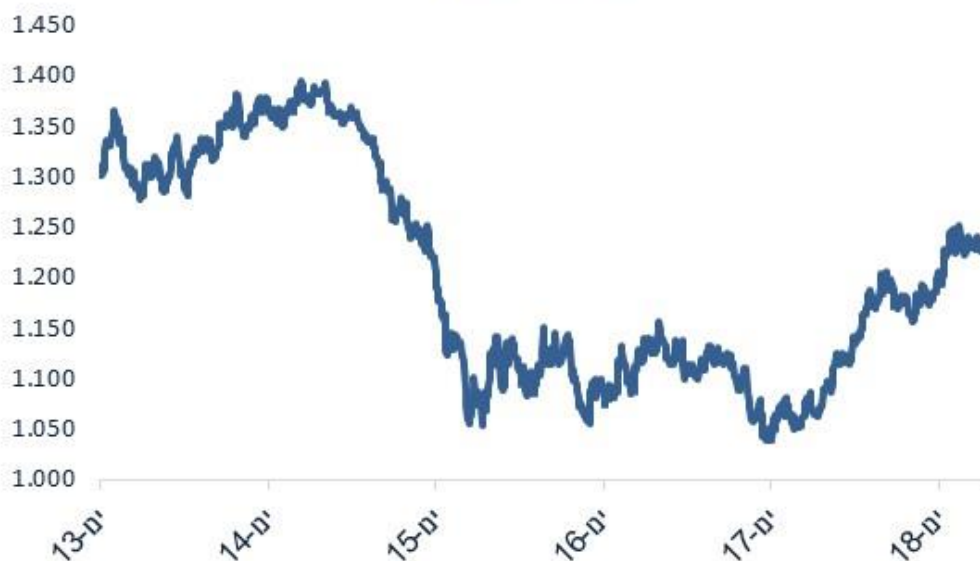
למרות התמתנות מסוימת בנתונים הכלכליים, סביבת האינפלציה נמצאת ביעד האינפלציה (או מעט מעל) וסביר להניח עוד שתי העלאות ריבית הפד השנה. הנעלם הגדול עדיין נמצא במגרש של עוצמת מלחמת הסחר: לכיוון הסלמה או פשרה?

זום אין: היורו צפוי להישאר חזק יחסית

רבים הופתעו מהתחזקות היורו מול הדולר בשיעור של כ- 19% מתחילת 2017 ועד היום, בפרט על רקע ארבע העלאות ריבית הפד בתקופה זו (שלוש ב- 2017 ואחת השנה). פערי הריביות הם בהחלט לטובת הדולר.

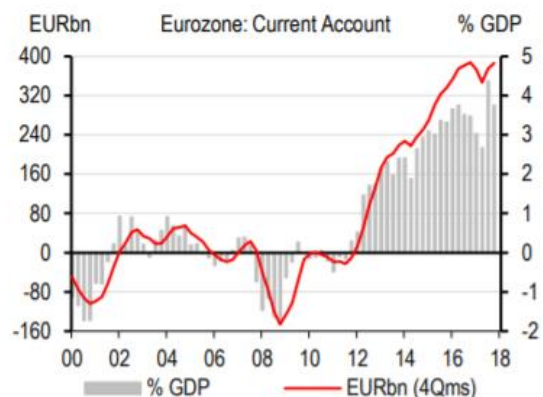
העודף בחשבון השוטף באירופה צפוי לגדול ל- 4.5% עד 2020

שע"ח יורו/דולר

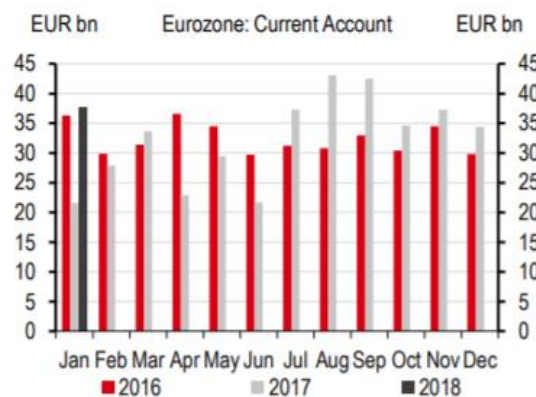


יחד עם זאת, ניתחנו בעבר את החשש מעלייה בגירעונות הכפולים בארה"ב על רקע מדיניות פסקאלית מרחיבה בהנהגת הנשיא טרמפ. אך לא מספיק הדגשנו את המצב החיובי באירופה מבחינת מאזן התשלומים. העודף בחשבון השוטף באירופה נמצא במגמת עלייה והגיע ל- 3.5% תוצר בשנת 2017, וממשיך להתרחב בתחילת 2018:

1. The current account surplus reached an all-time high last year...

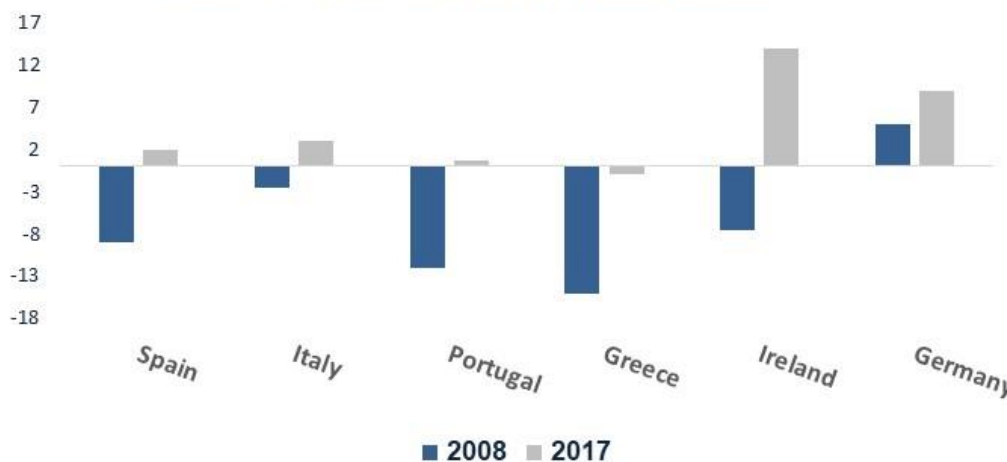


2. ...and remained strong at the beginning of this year



- ✓ הסיבה לשיפור במאזן התשלומים נעוצה בהתרחבות היצוא האירופי (גם סחורות וגם שירותים) מול התמתנות מסוימת בצריכה הפרטית (ויבוא מוצרי צריכה). **הבנק המרכזי האירופי (ECB) צופה גידול בחשבון השוטף עד 2020 ל- 4.5% תוצר.**
- ✓ **העודף בחשבון השירותים באירופה הוכפל בשבע השנים האחרונות.** גורם אחד אשר תומך בחשבון השירותים הינו הגידול המהיר בתיירות הנכנסת (גידול של 30% משנת 2010 ועד 2016).
- ✓ אותן מדינות בעייתיות בדרום אירופה (piigs) אשר סבלו מגירעון של 7% בחשבון השוטף ב- 2008 (שיקלול של חמש המדינות) נהנות היום מעודף בחשבון השוטף.

החשבון השוטף: 2008 מול 2017 (% תוצר)



- ✓ **גרמניה נהנית מעודף בחשבון השוטף של 9% במונחי תוצר.** למעשה גרמניה נצמדת למדיניות הכלכלית אשר איפיינה אותה בשנים עברו: **צמיחה מוטת ייצוא וגידול מתון בלבד בצריכה הפרטית.** כלומר, שיעור חיסכון גבוה, מה שמביא לעודף בחשבון השוטף.

- ✓ סביר לצפות שההתחזקות ביורו בשיעור של 10% בשנה שעברה (מול סל המטבעות) תפגע מעט בייצוא סחורות. אך מנגד, הסחר מול סין צפוי להמשיך להתרחב על רקע מדיניותו של טראמפ בתחום הטלת מיסים על היבוא מסין. כדוגמה, צפויה העדפה סינית לרכוש את מטוסי Eurobus על חשבון מטוסי Boeing.
- ✓ לסיכום, רבים מצפים להתחזקות הדולר ולכן לפיחות בשקל (מול הדולר). המגמות במאזן התשלומים (אירופה חיובית, ארה"ב שלילית) תומכות ביורו חזק. ה- ECB צפוי גם להתחיל להתלבט לגבי העלאת ריבית בתחילת 2019.

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.