

יונתן כץ  
וכלכלני לידר שוקי הון

## תחזית בנק ישראל תומכת בייסוף בשקל

### נקודות עיקריות

המגמה החיובית בשווקים המשיכה זה השבוע השלישי ברציפות, זאת על רקע דברי הרגעה מהנגיד פאוול ואופטימיות לגבי המשא ומתן המתקדם בנושא הסחר עם סין. פרסום פרוטוקול דיוני הפד הצביע על מחלוקת בקרב חברי הפד לגבי העלאת הריבית אשר תמכה בשווקים ביום רביעי. בשלב זה נדמה ששיתוק הממשל האמריקאי לא ממש מהווה איום על השווקים. התיקון החיובי בשווקים עשוי להימשך, זאת במידה וסין וארה"ב יגיעו להבנות מסוימות לגבי "הפסקת אש". Reverse flight to safety תמך בעליית תשואות ובהיחלשות הדולר.

### מאקרו ישראל

- ✓ שוק עבודה הדוק והעלאת שכר המינימום תמכו בעליית שכר בקצב שנתי של 4.3%.
- ✓ עליית השכר מורגשת בענפי המידע ותקשורת, שירותי אוכל, תעשייה ובינוי.
- ✓ מדדי האמון הצרכניים (למ"ס ופועלים) מצביעים על ירידה באופטימיות הצרכנית.
- ✓ הגרעון התקציבי הגיע ל- 2.9% תוצר ב- 2018, על ידי דחיית הוצאות והחזרי מיסים.
- ✓ בסך הכול, שנת 2018 הייתה שנה של מדיניות פסיקאלית מרחיבה.
- ✓ האוצר צופה גרעון סביב 3.5% השנה, אנו מעריכים גרעון גבוה יותר של כמעט 4%.

### מאקרו גלובלי

- ✓ **ארה"ב:** אינפלציה הליכה עלתה ב- 0.2% בדצמבר וב- 2.2% y/y, בדומה לקצב בנוב'. מדד מנהלי הרכש בענפי השירותים ירד ב- 3.1 נקודות בדצמבר לרמה של 57.6. מספר דורשי העבודה ירד ב- 17 אלף איש בשבוע הראשון של ינואר.
- ✓ **באירופה:** מדד PMI בתעשייה ירד ב- 0.4 נקודות בדצמ', לרמה הנמוכה מפברואר 2016. מדד PMI בשירותים ירד ב- 2.2 נקודות בדצמבר לרמה של 51.2.
- ✓ לפי אומדן ראשוני, אינפלציה הליכה בדצמבר עלתה ב- 1.0% y/y, בדומה לנובמבר. בגרמניה הייצור התעשייתי ירד ב- 1.9% בנוב' וירד ב- 4.6% y/y (ההזמנות ירדו ב- 4.3%).
- ✓ **סין:** האינפלציה בדצמבר הסתכמה ב- 1.9% y/y, התמתנות מ- 2.2% בדצמבר.
- ✓ **יפן:** מדד האמון העסקי של ה- BOJ ירד לרמה הנמוכה מאז דצמבר 12 (32- נקודות).

**בשבוע הקרוב יתפרסמו הנתונים הבאים: בארה"ב** - ביום שלישי: סקר empire state, ביום רביעי: המסחר הקמעונאי, חמישי: סקר פילדלפיה, והתחלות הבנייה. **אירופה** - מחר: הייצור התעשייתי, ביום שלישי: נתוני סחר וביזס חמישי: אינפלציה. **סין** מחר: נתוני סחר חוץ. **בישראל:** היום: נתוני סחר חוץ לחודש דצמבר, מחר: המכירות של דירות חדשות (נוב'). **ביום שלישי: מדד דצמבר יתפרסם** - אנו צופים מדד של -0.2% עקב ירידה של 7.2% במחירי הדלקים מחד, אך עלייה עונתית בשיעור של כ- 5.7% במחירי ההלבשה.

### שוק האג"ח

- ✓ במסיבת עיתונאים הנגיד החדש שידר שבנק ישראל לא ימהר להעלות את הריבית.
- ✓ תנאי להעלאת ריבית הינו האצה בסביבת האינפלציה לכיוון מרכז היעד.
- ✓ בשל גישה זו כעת אנו צופים העלאת ריבית אחת בלבד בשנת 2019, כנראה ברבעון ג'.
- ✓ קיימת אטרקטיביות באפיקים הארוכים בישראל, כאשר האיום העיקרי הינו עליית תשואות בארה"ב.

### זום אין

#### תחזית בנק ישראל תומכת בייסוף בשקל

- ✓ מתחילת השנה השקל נמצא במגמת ייסוף מול סל המטבעות.
- ✓ תחזית בנק ישראל מניחה צמצום ניכר בפערי הריביות מול ארה"ב עד סוף 2020.
- ✓ בנק ישראל צופה 4 העלאות ריבית עד סוף 2020, מול כנראה 0-1 על ידי הפד.
- ✓ בנוסף, צפוי שיפור ניכר בעודף בחשבון השוטף, על ידי גידול מהיר ביצוא נטו.
- ✓ צמצום בפערי הריביות ועלייה בעודף בחשבון השוטף תומכים בייסוף בשקל.
- ✓ כמובן, שייסוף בשקל ממתן את האינפלציה ויקשה מאד על המשך העלאת ריבית.

אינפלציה (%)	
1.2%	12 ח' אחרונים
-0.2%	דצמבר
-0.4%	ינואר
-0.1%	פברואר
<b>0.9%</b>	<b>שנה קדימה</b>
1.1%	2019

ריבית	
0.25%	נוכחית
0.25%	יוני 2019
0.50%	בעוד שנה

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.673	4.2318
שינוי שבועי	-1.3%	-0.2%
YTD	-2.1%	-0.3%
שנה קדימה	3.66	4.23

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

### עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1020	-0.55	-0.55	-0.6
בינוני 923	-0.09	-0.1	-0.1
ארוך 527	0.53	0.5	0.6
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 121	0.71	0.75	0.8
בינוני 324	1.42	1.4	1.5
ארוך 928	2.20	2.2	2.3

US	2y	5y	10y
	2.54	2.55	2.60
	2.53	2.6	2.65
	2.70	2.7	2.7

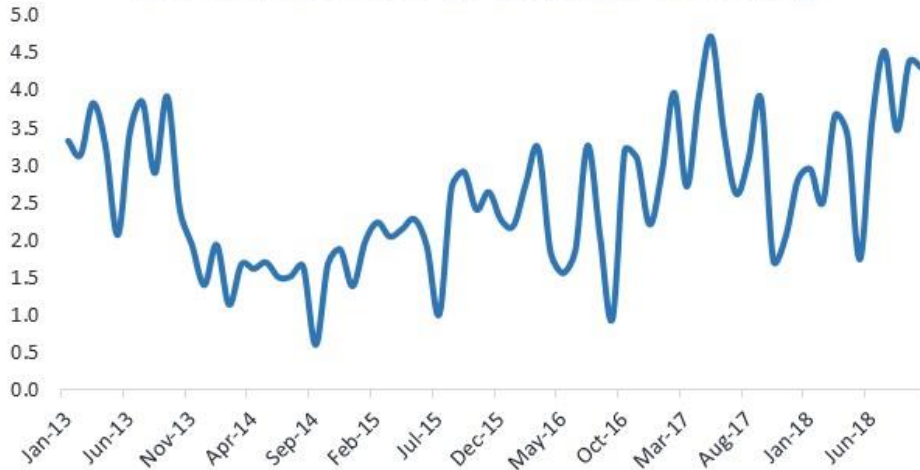
\* ט"ק - החודש הקרוב  
\* ט"ב - 3 חודשים

**השכר הממוצע עולה בקצב מהיר יחסית**

השכר הממוצע עלה ב- 4.3% ב- 12 החודשים האחרונים, ושומר על קצב התרחבות מהיר יחסית. עליית השכר (שנה אחורה) מושפעת מעדכון שכר מינימום בשיעור של 6% בסוף 2017 וסביבה של תעסוקה מלאה. מדובר בגורם העיקרי אשר תומך בלחצי ביקוש (ולחצי אינפלציה) מתונים.

**עליית שכר תומכת  
בלחצי אינפלציה  
מסוימים**

**עליית השכר הממוצע ב- 12 החודשים האחרונים**



**לעומת זאת, משקי הבית יותר פסימיים**

מדד האמון הצרכני של הלמ"ס ירד ל-12 נקודות בדצמבר מ-6 בנובמבר, וירד לרמה הנמוכה מאז ספט' 17. גם מדד האמון הצרכני של פועלים ירד ב- 1.1 נקודות בחודש דצמבר לאחר ירידה מצטברת של 2.3 נקודות בחודשיים הקודמים. כנראה שמדובר בהשפעה שלילית מכיוון השחיקה בערכם של הנכסים הפיננסיים. גם הנגיד ירון התייחס לחשש להתמתנות בצריכה הפרטית השנה, כאשר בנק ישראל צופה גידול של 2.5% בלבד בצריכה הפרטית השנה. כבר בסוף 2018 מסתמנת התמתנות בצריכה כאשר ההכנסות ממע"מ מקומי ברוטו (ללא החזרים) עלו ריאלית ב- 1.2% בלבד לעומת הגבייה בדצמבר 17.

**פסימיות צרכנית  
תומכת בהתמתנות  
בצריכה**

**מדד האמון הצרכני של הלמ"ס עלה לשיא חדש, מדד האמון של פועלים ירד מעט**



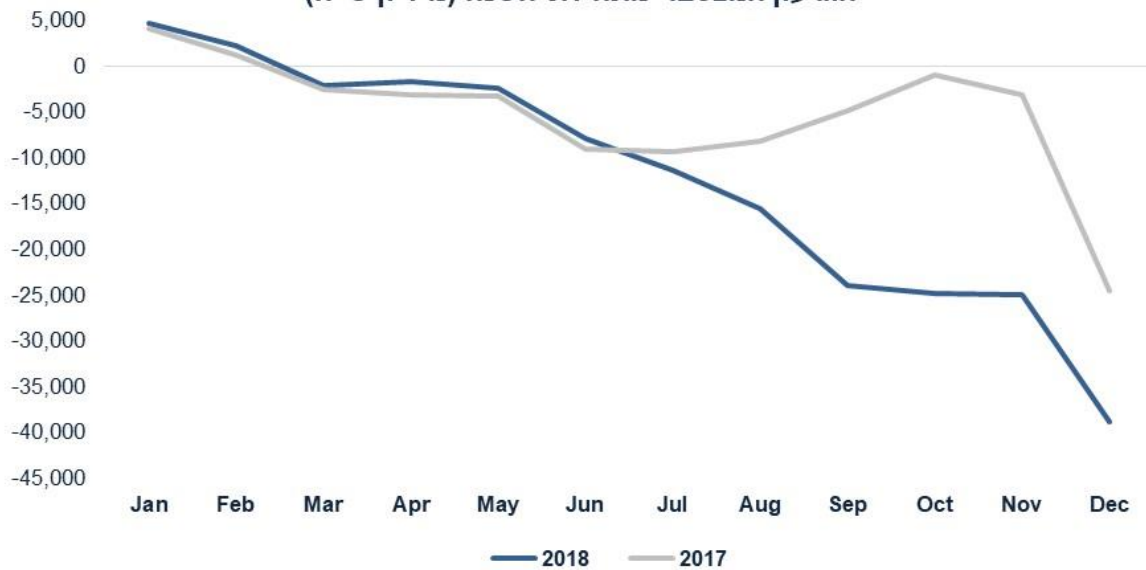
**גרעון נמוך מהצפוי ב- 2018 על חשבון 2019**

הגרעון התקציבי בשנת 2018 הסתכם ל- 38.9 מיליארד ₪ לעומת התכנון של 38.5 מיליארד ש"ח. יחד עם זאת, ההוצאה של המשרדים האזרחיים חרגה ב- 5.7 מיליארד ₪ וההוצאה הביטחונית חרגה ב- 1.7 מיליארד ₪ (לעומת התקציב המקורי). כל הרזרבה הכללית בתקציב (3.5 מיליארד ₪) נוצלה. לעומת זאת, הוצאות הריבית פחתו ב- 2.4 מיליארד ₪ יחסית למתוכנן בתקציב. ההכנסות ממסים היו נמוכות מהיעד ב- 0.9 מיליארד ₪, אך ההכנסות מהמוסד לביטוח לאומי היו גבוהות מהיעד ב- 2.4 מיליארד ₪ (הפקדות עודפי גבייה של הביטוח הלאומי במשרד האוצר), כנראה על רקע הירידה בתשלומי דמי אבטלה והבטחת הכנסה (לעומת המתוכנן).

**צפויות העלאות מיסים לאחר הבחירות**

בשנים קודמות האוצר פעל בסוף השנה להגדיל את הגרעון כדי לא להיות בתת ביצוע, זאת על ידי הקדמת הוצאות והקדמת החזרי מסים. השנה משרד האוצר פעל הפוך: כדי למנוע גרעון גדול מדי וחריגה מהיעד, האוצר דחה הוצאות ודחה החזרי מסים לתחילת שנת 2019. למשל: החזרי מע"מ ירדו ב- 0.4 מיליארד ₪ בדצמבר 18 לעומת דצמבר 17. הגבייה ממס הכנסה נטו עלתה ב- 19.3% y/y בדצמבר. אנו מעריכים שאותם תרגילים קיזזו כ- 0.3% תוצר מהגרעון בשנת 2018 לטובת 2019. אנו צופים שהגרעון בשנת 2019 יתקרב ל- 4% תוצר, מה שיחייב התאמות פיסקאליות על ידי הממשלה הבאה, כולל העלאות מיסים אשר צפויות לתרום לעלייה באינפלציה. כזכור, בשנת 2013 מהלכי לפיד (מע"מ, מס על סיגריות, אלכוהול וכו') תרמו כ- 0.8% לאינפלציה. **במודל שלנו הנחנו תרומה של 0.2% בגין העלאות מיסים בחודשי הקיץ 2019.**

**הגרעון המצטבר מתחילת השנה (מיליון ש"ח)**



**מוסדיים ממשיכים לקנות מט"ח**

גופים מוסדיים ישראלים ממשיכים לרכוש מט"ח (1.2 מיליארד דולר נטו בנובמבר: 0.5 מיליארד רכישות של נכסים בחו"ל + 0.7 מיליארד הקטנת גידור) ולהגדיל את שיעור החשיפה למט"ח (17.9% מסך הנכסים בנוב' לעומת 17.3% לפני חודש ו- 15.7% לפני שנה). מחודש מרץ עד נובמבר גופים מוסדיים רכשו 8.8 מיליארד דולר, פעולה אשר תרמה לפיחות מתון בשקל.

**ביטוח למט"ח על ידי המוסדיים תמך בפיחות בשקל**

ביקוש נטו למט"ח (כולל נגזרים) על ידי גופים מוסדיים ישראלים



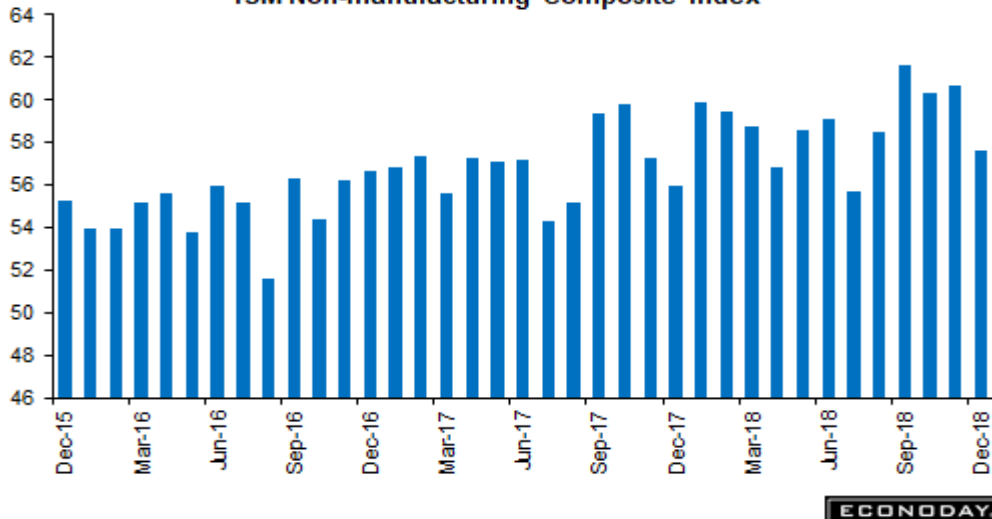
מאקרו חו"ל

ארה"ב: סקרי הציפיות פחות אופטימיים

- ✓ מספר המשרות הפנויות ירד ב- 3.4% בחודש נובמבר, סימן לירידה בביקוש לעובדים חדשים.
- ✓ מדד מנהלי הרכש ISM בשירותים ירד ב- 3.1 נקודות בדצמבר לרמה של 57.6 נקודות:

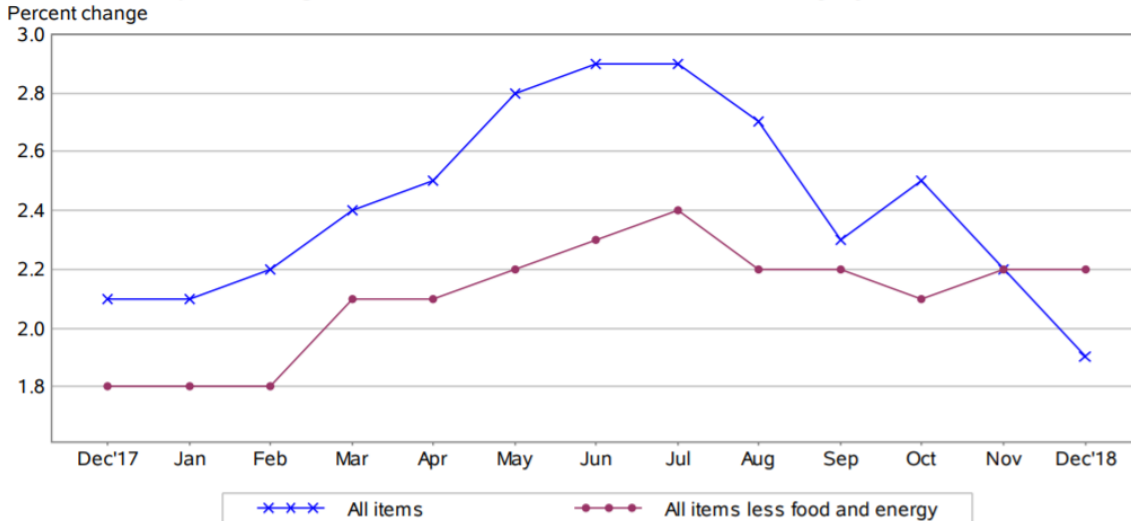
הפד מאותה שיתחשב בשווקים הפיננסיים

ISM Non-manufacturing Composite Index



- ✓ בשבוע הראשון של ינואר מספר דורשי העבודה ירד ב- 17 אלף איש ל- 216 אלף איש.
- ✓ סך הכול האינפלציה CPI ירדה ב- 0.1% בדצמבר ועלתה ב- 1.9% y/y (בדומה לחודש נובמבר). אינפלציית הליבה עלתה ב- 0.2% ו- 2.2% y/y, בדומה לקצב בחודש נובמבר. הסעיפים העיקריים אשר תרמו לאינפלציה כוללים מחירי הדיור (שכירות) אשר עלו ב- 3.2% ב- 12 החודשים האחרונים ושירותי בריאות (עלייה של 2.6%).

Chart 2. 12-month percent change in CPI for All Urban Consumers (CPI-U), not seasonally adjusted, Dec. 2017 - Dec. 2018



נגיד הפד הודיע שהמדיניות המוניטארית תתחשב בירידות החדות בשווקים הפיננסיים, ואותה שהפד נמצא ב- pause. יחד עם זאת, לפי הערכתנו, במידה והשווקים יירגעו (אולי בעקבות הבנות בין ארה"ב וסין סביב נושא הסחר) והנתונים הכלכליים יהיו חיוביים, ניתן לצפות להעלאת ריבית אחת נוספת, כנראה במחצית השנייה של השנה.

**זום אין: תחזית בנק ישראל תומכת בייסוף בשקל**

תחזית המאקרו של בנק ישראל צופה מספר מגמות חשובות עד סוף 2020:

- ✓ תחזית האינפלציה של בנק ישראל עומדת על 1.3% בשנת 2019 ו- 1.8% בשנת 2020.
  - ✓ ככלל, כל תחזית אינפלציה של בנק ישראל תמיד מניחה יציבות בשער החליפין של השקל (גם יציבות במחירי הסחורות, כולל הנפט).
  - ✓ תחזית האינפלציה של בנק ישראל גם לא מניחה השפעה של העלאות/או ירידות מיסים.
  - ✓ למעשה, הדרייב העיקרי לאינפלציה במודל של בנק ישראל הינו שוק העבודה אשר נמצא בתעסוקה מלאה:
- "מגבלות ההיצע בשוק העבודה צפויות להמשיך לתרום לעלויות שגר, וכן להמשך התכנסות האינפלציה לכוון מרכז תחום היעד."
- "שוק עבודה הדוק צפוי להביא להמשך עלייה בעלויות הייצור. מנגד, הגידול בתחרות צפוי למתן את קצב עליית האינפלציה".

**העודף בחשבון  
השוטף צפוי  
להגיע ל- 4%  
תוצר ב- 2020**

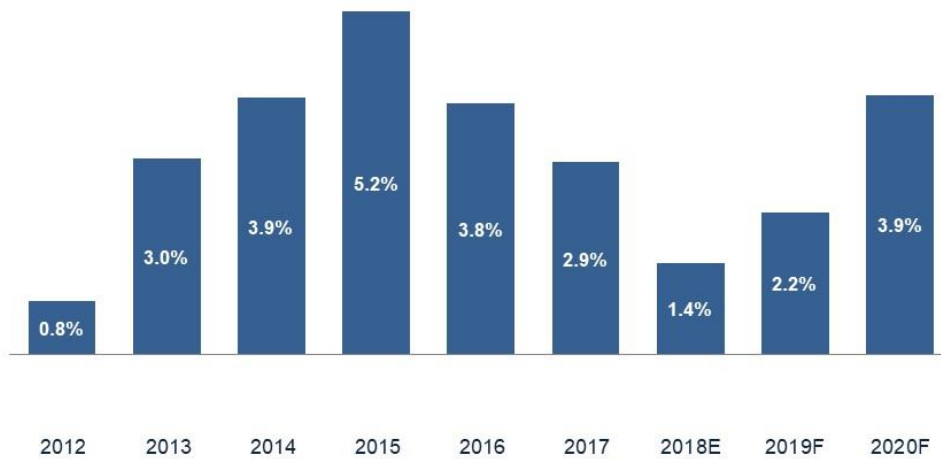


- ✓ לפי תחזית בנק ישראל, צפויה העלאת ריבית אחת ב- 2019 ועוד שלוש העלאות ריבית ב- 2020. הנגיד ירון הדגיש שהנחת הריבית תלויה בהתקרבות האינפלציה לכיוון מרכז היעד.
- ✓ באותה תקופה, כנראה שריבית הפד או תישאר יציבה, או אולי תעלה פעם אחת נוספת (לפי שוק האופציות). לכן, לפי בנק ישראל כנראה **שצפוי צמצום בפערי הריביות מול ארה"ב, גורם אשר איננו תומך בפיחות בשקל.**
- ✓ מה לגבי מאזן התשלומים? בנק ישראל לא מציג לנו את התחזית לגבי החשבון השוטף, אך כן מציג את השינוי החזוי ביצוא וביבוא. בהנחה שהמרכיבים האחרים (הכנסות מהון ותשלומי ההעברה) יישארו יציבים, ניתן לגזור את המשמעות על החשבון השוטף:

שנה	יצוא כולל	יבוא כולל	יצוא נטו	הכנסות ראשוניות	תשלומי העברה	חשבון שוטף (מיליארדי \$)	חשבון שוטף (אחוז תוצר)
2017	103.4	97.5	5.9	-3.6	7.8	10.1	2.9
2018E	110.8	109.9	0.9	-3.6	7.8	5.1	1.4
2019F	116.9	113.2	3.7	-3.6	7.8	7.9	2.2
2020F	123.9	113.8	10.1	-3.6	7.8	14.3	3.9
<b>תחזית שינוי</b>							
2019F	5.5%	3.0%					
2020F	6.0%	0.5%					

- ✓ בנק ישראל חוזה גידול מהיר בייצוא (5.5% בשנת 2019 ו- 6.0% בשנת 2020) בהשפעת יצוא הגז מלוויתן ומהמפעל החדש של אינטל. גם הגידול המתון ביבוא בשנת 2020 (0.5% בלבד), נובע מסיום השקעות הענק בהקמת המפעל החדש של אינטל.
- ✓ משמעות תחזית בנק ישראל: שיפור חד בעודף בחשבון השוטף ל- 3.9% תוצר בשנת 2020 מ- 1.4% בשנת 2018. גידול בעודף בחשבון השוטף תומך בייסוף בחשבון השוטף.

## החשבון השוטף החזוי עד 2020 (% תוצר)



✓ לסיכום: שילוב של צמצום בפערי הריביות מול ארה"ב ועודף ניכר בחשבון השוטף תומכים בייסוף בשקל בשנתיים הקרובות.

✓ במשך שנת 2018 השקל פוחת ב- 2.3% מול סל המטבעות (ממוצע דצמבר 18 לעומת ממוצע דצמבר 17), התפתחות אשר הביאה את אינפלציית הליבה (האינפלציה ללא אנרגיה, פירות וירקות והוזלות יזומות) ל- 0.9% y/y (בדצמבר 18) לעומת קצב של 0.7% בדצמבר 2017 (זאת לאחר ייסוף של 3.9% בשנת 2017). המעבר לפיחות מתון בשנת 2018 מייסוף מתון ב- 2017 תמך בהאצה מסוימת באינפלציית הליבה. ללא המשך מגמת פיחות בשקל בשנים 2019-2020, האינפלציה תתקשה להגיע ליעד האינפלציה.

✓ מגמת ייסוף בשקל בשנתיים הקרובות לא תומכת בהאצה באינפלציה, אלה באינפלציה מתונה.

✓ במידה ויועלו מיסים במסגרת התאמות פסיקאליות, אזי בנק ישראל צפוי לנכות את ההשפעה בחישוב אינפלציית הליבה (אשר מנכה התערבות ממשלתית).

✓ לסיכום, בנק ישראל יתקשה מאד להביא את הריבית ל- 1.25% בסוף 2020.

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.