

יונתן כץ  
וכלכלני לידר שוקי הון

## העודף בחשבון השוטף + ההשקעות הריאליות ממשיכים לתמוך בייסוף

### נקודות עיקריות

שוקי המניות עלו השבוע במתינות כאשר החשש ממלחמות חסר פחת (קנדה ומקסיקו תהיינה פטורות מהטלת המכסים על פלדה ואלומיניום ואולי מדינות נוספות) וסימנים מסוימים להידברות בין ארה"ב לצפון קוריאיה הוסיף לאופטימיות. שוק האג"ח נותר כמעט יציב עד יום שישי בו פורסמו נתוני תעסוקה חזקים במיוחד. חלה עליית תשואות מתונה (למרות ההתמתנות בשכר) בהנחה שעלתה הסבירות לארבע העלאות ריבית השנה. קנדה, יפן, אוסטרליה ואירופה (ECB) הודיעו על אי שינוי במדיניות המוניטארית. ה- ECB שינה מעט את הנטייה (Bias) ל- neutral (מ- easing) כאשר השמיט את המשפט לגבי הנכונות להגדיל את היקף רכישות האג"ח אם יידרש.

**בשבוע הקרוב: בארה"ב:** הנתונים החשובים כוללים את מדד המחירים לצרכן לחודש פברואר (ביום שלישי), המסחר הקמעונאי ומחירי התפוקה PPI (ביום רביעי).

**באירופה:** ברביעי ייצור תעשייתי ובשישי מדד המחירים. **בישראל:** היום יתפרסם האומדן השני לצמיחה ברבעון ד', מחר הפרוטוקול של החלטת הריבית (מעניין לראות אם עדיין חבר אחד שוקל הרחבה מוניטארית נוספת), ביום שלישי נתוני סחר חוץ וביום חמישי מדד המחירים לצרכן לחודש פברואר (אנו צופים 0.1%). מדד פברואר יושפע מעלייה במחירי הדלקים (1.8%), ומהפיחות המתון בשקל (בעיקר על מחירי נסיעות לחו"ל), אך מנגד צפויה ירידה עונתית במחירי ההלבשה בשיעור של כ- 5%.

### מאקרו ישראל

- ✓ העודף בחשבון השוטף הגיע ל- 3% בשנת 2017, ירידה מ- 3.8% בשנת 2016.
- ✓ השכר הממוצע בחודש דצמבר נותר יציב, זאת למרות עדכון שכר המינימום.
- ✓ הגידול במספר משרות השכיר מתמתן, גגמה אשר תואמת משק בתעסוקה מלאה.
- ✓ מדד האמון הצרכני של הפועלים עלה לרמה הגבוהה ביותר מאז שנת 2002.
- ✓ סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על מעט חולשה בפעילות אך אופטימיות קדימה.
- ✓ בחודש פברואר בנק ישראל רכש 304 מיליון דולר לאחר 1.8 מיליארד בינואר.
- ✓ **עדכנו את תחזית מדד מרץ ל- 0.2%** עקב הייסוף בשקל והוזלה חדה במחירי הדלקים.

### מאקרו גלובלי

**ארה"ב:** בחודש פברואר נוספו 313 אלף מועסקים, ו-54 אלף בחודשיים הקודמים. שיעור האבטלה נותר יציב על 4.1%, ושיעור ההשתתפות עלה ב- 0.3% ל- 63.0%. השכר הממוצע לשעת העבודה התמתן ל- 2.6% y/y מ- 2.8% בינואר. מדד מנהלי הרכש בענפי השירותים התייצב על רמה גבוהה המצביעה על התרחבות. **יפן:** אומדן הצמיחה לרבעון ד' עודכן ל- 1.6% (בחישוב שנתי), מ- 0.5%. **סין:** האינפלציה עלתה ב- 2.9% y/y בפברואר (מ- 1.5% בינואר), וב- 2.5% ללא מזון (האצה מ- 2.0% בינואר).

### שוק האג"ח

- ✓ ביום שישי התשואות הארוכות עלו ל- 2.89% על רקע נתוני תעסוקה חזקים.
- ✓ עקום התשואות בישראל נותר יציב בשבוע האחרון, הפער השלילי מול ארה"ב: 1.12%.
- ✓ הייסוף בשקל תומך באינפלציה מתונה ובדחיית העלאת ריבית על ידי בנק ישראל.
- ✓ **עדיין קיימת אטרקטיביות באפיקים הארוכים** ברמות סביב 1.75%-1.80% (שחר 327).

### זום אין: הגורמים הבסיסיים עדיין תומכים בייסוף בשקל

- ✓ העודף בחשבון השוטף הגיע ל- 10.5 מיליארד דולר ב- 2017 (3% תוצר).
- ✓ בנוסף, ההשקעות הריאליות היו חיוביות, בהיקף של 12.7 מיליארד דולר.
- ✓ מנגד, החשבון הפיננסי נטו בניירות ערך היה שלילי בהיקף של 1.7 מיליארד דולר, אך היקף הנגזרים במט"ח קיזז 1.4 מיליארד דולר.
- ✓ **בטווח הקצר הלחץ לייסוף צפוי להימשך, אך הקדמת הבחירות עשויה להחליש מעט את השקל.**

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	0.1%
פברואר	0.1%
מרץ	0.2%
אפריל	0.3%
<b>שנה קדימה</b>	<b>0.8%</b>
2018	0.8%

ריבית	
נוכחית	0.10%
סוף 2018	0.10%
בעוד שנה	0.10%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.453	4.2521
שינוי שבועי	-0.9%	-0.2%
YTD	-0.3%	2.6%
שנה קדימה	3.53	4.30

אג"ח סחירות	מרץ
<b>פדיון סחיר</b>	<b>0.0</b>
<b>תחזית הנפקות</b>	<b>3.5</b>
<b>עודף פדיון</b>	<b>-3.5</b>

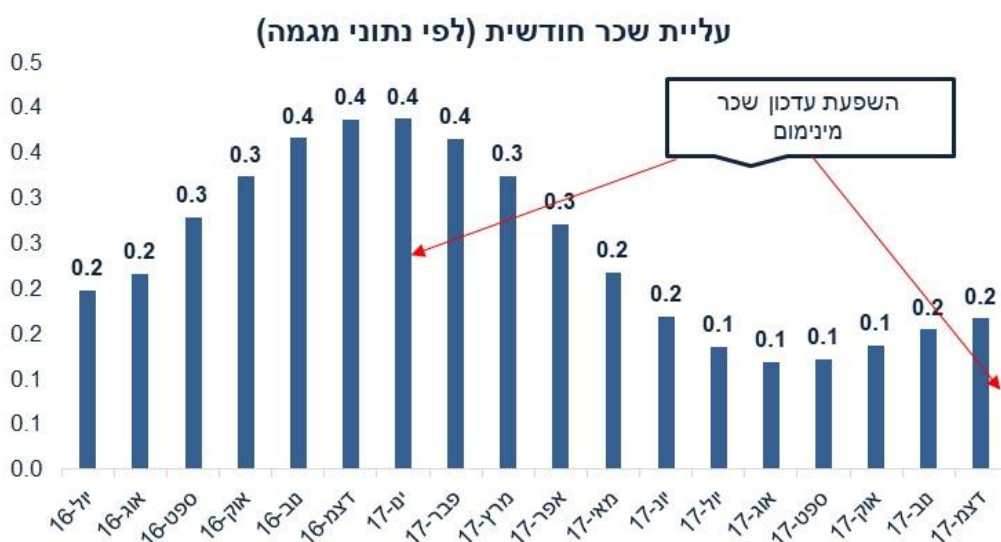
עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	-0.89	-0.8	-0.8
בינוני 923	-0.22	-0.2	-0.3
ארוך 527	0.30	0.3	0.3
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 120	0.24	0.2	0.2
בינוני 323	0.90	0.9	0.8
ארוך 327	1.77	1.75	1.8
US			
2y	2.26	2.25	2.3
5y	2.65	2.65	2.7
10y	2.89	2.85	2.9

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

**השכר הממוצע לא עולה למרות עדכון שכר מינימום**

בחודש דצמבר השכר הממוצע למשרת שכיר נותר יציב (מנוכה עונתיות), זאת למרות עדכון שכר מינימום בחודש זה בשיעור של 0.6%. בתעשייה השכר עלה ב-0.8%, ענף אשר מושפע במיוחד מעדכון שכר המינימום. כנראה שקיים פיגור מסוים ביישום עדכון שכר מינימום בשטח. בנוסף, יתכן שההשפעה המלאה של עדכון שכר מינימום צפויה להיות הדרגתית על פני מספר חודשים ככל שעובדים אשר משתכרים קרוב לרמת שכר המינימום דורשים תוספות שכר כדי לשמור על פערי שכר סבירים. **השכר הממוצע צפוי לעלות השנה ב-3% (בדומה לשנת 2017), ולתמוך בלחצי אינפלציה מתונים**, בפרט בענפי השירותים (ושירותי דיור בפרט) בהם אין השפעת תחרות ב-e-commerce. יחד עם זאת **התמתנות בגידול במספר משרות השכיר (0.9% ברבעון ד' 17 בחישוב שנתי לאחר 1.7% ברבעון ג') פועלת למתן את סך הגידול בביקוש המצרפי של משקי הבית.**

**כנראה שעדכון שכר מינימום יורגש בחודשים הקרובים**



**משקי הבית אופטימיים, בפרט לגבי המצב הנוכחי**

בחודש פברואר מדד האמון הצרכני של הפועלים עלה לרמה הגבוהה ביותר מאז 2002. גם מדד האמון של הלמ"ס מצביע על מגמה דומה.



**נהוג לצפות שרמת אמון צרכני גבוהה תומכת בהתרחבות בצריכה הפרטית:**



אופטימיות בקרב משקי הבית, רמת תעסוקה גבוהה ועלייה מתונה בשכר ימשיכו לתמוך בצריכה הפרטית אשר צפויה להתרחב בקצב של 3.8% השנה לאחר 3.3% בשנת 2017.

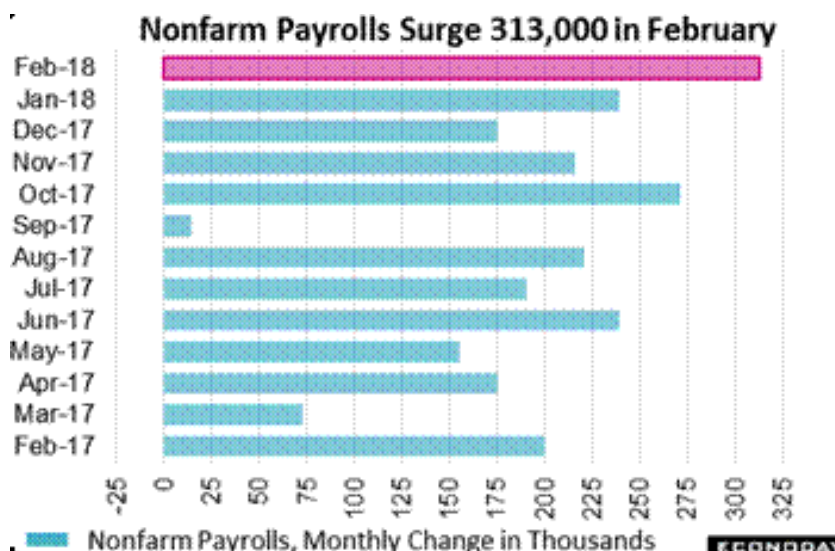
**מדד פברואר יתפרסם ביום חמישי וצפוי לעלות ב- 0.1% ויושפע מהגורמים הבאים:**

- ✓ עלייה עונתית קלה במחירי המזון והפירות והירקות.
- ✓ עלייה של 0.2% בסעיף הדיור (לעומת 0.3% בפברואר 17, ו- 0.1% בפברואר 16).
- ✓ ירידה עונתית במחירי ההלבשה בשיעור של 5.0% (בשנה שעברה: -5.3%).
- ✓ עלייה של 1.8% במחירי הדלקים.
- ✓ פיחות בשקל (חד יחסי) תומך בעלייה במחירי נסיעות לחו"ל (1.4%), בניגוד לירידה העונתית הרגילה של 0.8%.

**ארה"ב: קליטה מהירה של עובדים מאותתת על צמיחה מהירה ברבעון א' נתונים חיוביים:**

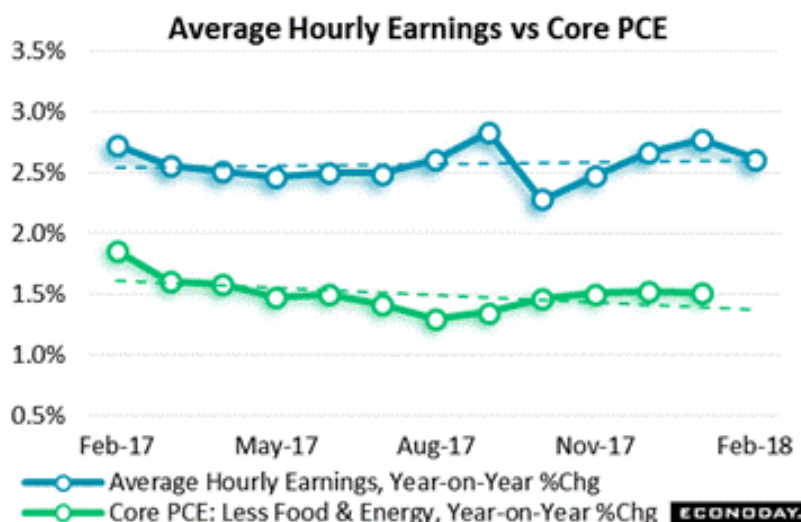
✓ **בחודש פברואר נוספו 313 אלף מועסקים חדשים** (מעל הציפיות ל- 205 אלף). כמו כן נוספו 54 אלף מועסקים לאומדן של החודשיים הקודמים. בפברואר נוספו 61 אלף מועסקים בענף הבניה, 31 אלף בתעשייה, ו- 50 אלף במסחר. הממשלה הוסיפה 26 אלף מועסקים חדשים.

**התמתנות בשכר תומכת בסביבת אינפלציה מתונה**



✓ **שיעור האבטלה נותר יציב על 4.1%**. שיעור ההשתתפות עלה ל- 63% מ- 62.7% לפני חודש.

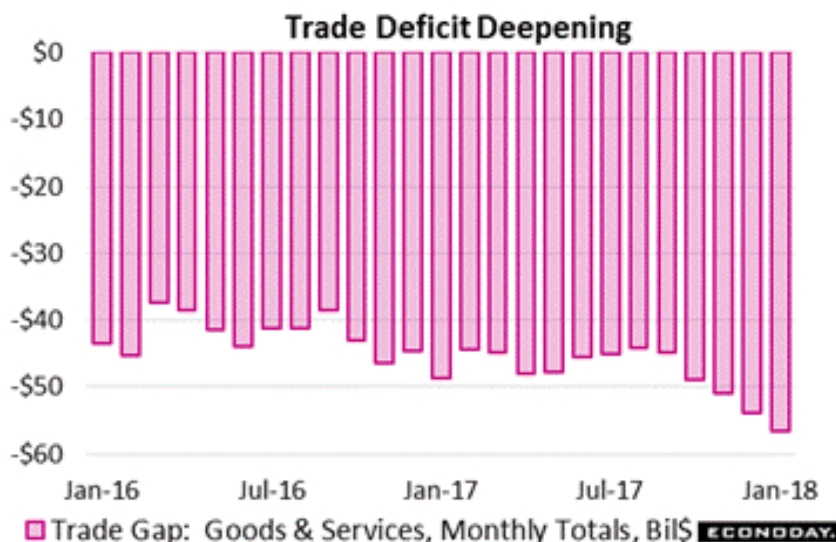
✓ **השכר לשעת עבודה עלה ב- 0.1% בלבד וב- 2.6% ב- 12 החודשים האחרונים**, התמתנות מ- 2.8% לפני חודש (אשר תוקן מ- 2.9%). **גידול מתון בשכר תומך בעלייה מתונה באינפלציה:**



✓ **מדד מנהלי הרכש בשירותים (non-manufacturing) ISM התייצב על רמה גבוהה של 59.5** נקודות בפברואר לאחר 59.9 בינואר. רכיב ההזמנות החדשות עלה ל- 64.8 נקודות.

נתונים חלשים:

- ✓ ההזמנות בתעשייה ירדו ב- 1.4% בחודש פברואר לאחר גידול של 1.8% בינואר.
- ✓ האשראי הצרכני עלה ב- 13.9 מיליארד דולר בחודש ינואר, התמתנות מגידול של 19.2 מיליארד דולר בדצמבר.
- ✓ גרעון הסחר (גם סחורות וגם שירותים) עלה ל- 55.6 מיליארד דולר בחודש ינואר מ- 53.9 מיליארד בדצמבר. סך היצוא ירד ב- 1.3% מול יציבות ביבוא. התרחבות בגרעון הסחר תומכת בדולר חלש.



ביום שישי שוקי המניות הגיבו בחיוב לשילוב האופטימי: קליטה מהירה של עובדים והתמתנות בשכר. גידול כה מהיר במספר המועסקים ברבעון א' (בינואר נוספו 239 אלף מועסקים ו- 313 אלף בפברואר) מאותת על צמיחה מהירה ברבעון א'. יחד עם זאת, שוק האג"ח הגיב לנתוני התעסוקה החזקים על ידי עלייה מתונה בתשואות בהפנמה שצמיחה כה מהירה בסופו של דבר תתמוך באפשרות לארבע העלאות ריבית השנה.

זום אין: הלחץ לייסוף השקל צפוי להימשך בחודשים הקרובים

מה ניתן ללמוד מנתוני מאזן התשלומים של רבעון ד' 17 (ושל כל שנת 2017)?

- ✓ בסך הכול, הירידה בעודף בחשבון השוטף בשנת 2017 הייתה מתונה, ל- 3% תוצר (10.5 מיליארד דולר) מ- 3.8% בשנת 2016 (12.0 מיליארד דולר).
- ✓ למרות הירידה בעודף בחשבון השוטף בשנת 2017, חלה עלייה משמעותית בהשקעות ריאליות נטו ל- 3.6% תוצר. כנראה שמדובר בהשפעת רכישת מובילאי על ידי אינטל. תושבי חוץ השקיעו 19 מיליארד דולר בישראל בשנת 2017 (השקעות ריאליות) לעומת 11.9 מיליארד בשנת 2016.
- ✓ החשבון השוטף והשקעות ריאליות (FDI) נחשבים "הגורמים הבסיסים" אשר משפיעים על כיוון השקל, זאת עקב יציבותם (היחסית) לעומת תנועות הון פיננסיות. ניתן לראות בגרף, ששנת 2017 הייתה חיובית במיוחד עבור השקל:

הגורמים  
הבסיסיים  
ממשיכים לתמוך  
בשקל

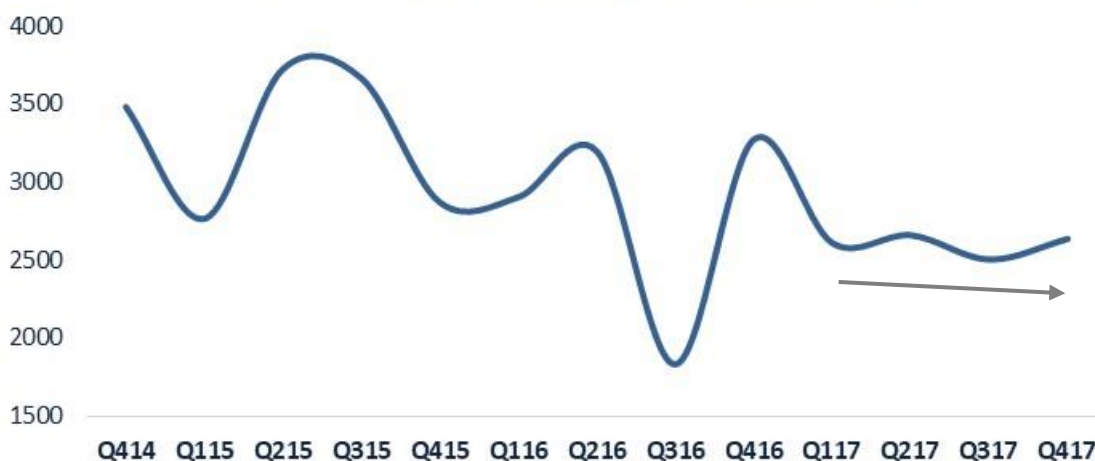


החשבון השוטף והשקעות ריאליות נטו (% תוצר)



במהלך שנת 2017 העודף בחשבון השוטף (מנוכה עונתיות) נותר יציב סביב 2.6 מיליארד דולר לרבעון. כלומר, אין מגמה של צמצום מתמשך בעודף בחשבון השוטף. העודף בחשבון השוטף הסתכם ב- 2.6 מיליארד דולר ברבעון ד', לאחר 2.5 מיליארד ברבעון ג', ו- 2.7 ברבעון ב'.

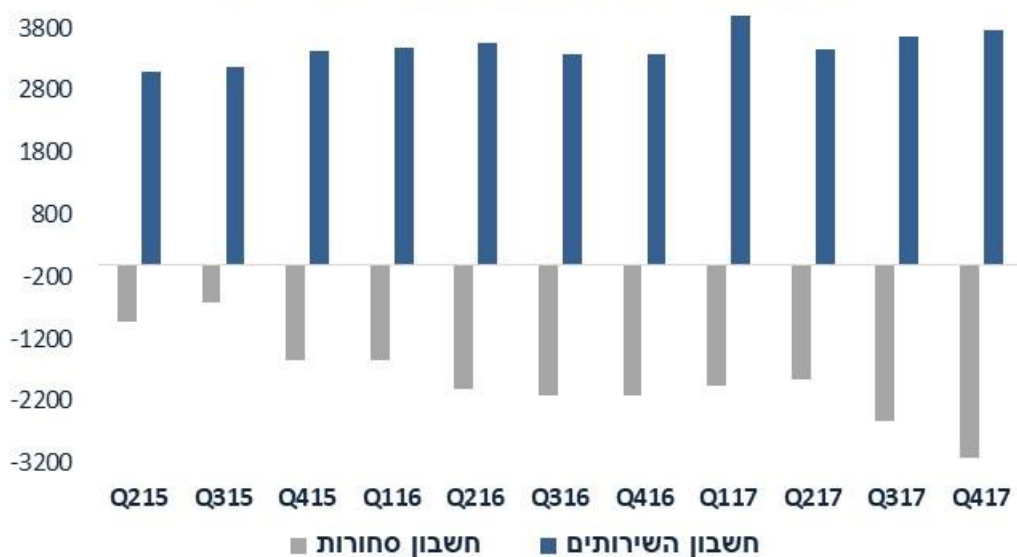
העודף בחשבון השוטף, מנוכה עונתיות (מיליוני \$)



גידול מהיר  
ביצוא שירותים  
תומך בשקל

גידול מהיר ביצוא שירותים שומר על יציבות החשבון השוטף. בשנת 2017 חל גידול בגרעון הסחר ל- 9.5 מיליארד דולר (מ- 7.4 מיליארד בשנת 2016) אשר קוזז חלקית על ידי גידול בעודף בחשבון השירותים (ל- 15.2 מיליארד מ- 14.0 מיליארד). יצוא שירותים (בעיקר יצוא היי טק) עלה ב- 10.8%, סקטור אשר פחות רגיש לייסוף בשקל. לעומת זאת, יצוא הסחורות עלה ב- 3.2% בלבד (בדולרים).

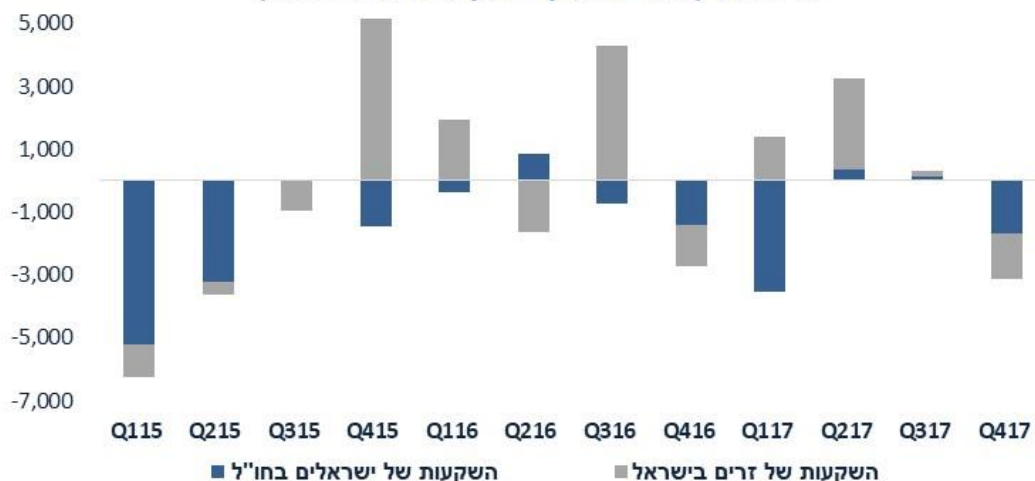
חשבון השירותים וחשבון הסחר (במיליוני \$)



מה לגבי תנועות הון פיננסיות (השקעות בניירות ערך)? **ההשקעות נטו בניירות ערך שיקפו יציאת הון נטו של 1.7 מיליארד דולר בשנת 2017.** ישראלים השקיעו 4.7 מיליארד דולר בחו"ל וזרים השקיעו 3.0 מיליארד דולר בישראל.

הסתכלות על ההשקעות בניירות ערך ברמה הרבעונית לא מצביעה על מגמה ברורה. יחד עם זאת, ניתן לראות **שברבעון ד' הייתה תנועה (נטו) יחסית חזקה לחו"ל** (לכיוון פחות). ישראלים רכשו ניירות ערך בחו"ל בהיקף של 1.7 מיליארד דולר וזרים מימשו 1.5 מיליארד דולר של ניירות ערך בישראל.

השקעות בניירות ערך סחירים של ישראלים בחו"ל ושל זרים בישראל (חיובי: תומך ייסוף, שלילי: פחות)



לא צפויה ירידה משמעותית בעודף בחשבון השוטף השנה

כמובן, הסתכלות זאת לא לוקחת בחשבון את הנגזרים במט"ח. לפי נתוני מאזן התשלומים, ישראלים הגדילו נטו את ההגנות ב- 1.4 מיליארד דולר בשנת 2017 (0.7 מיליארד דולר ברבעון ד') לאחר גידול של 0.6 מיליארד בשנת 2016.

✓ מה צפוי לקרות בשנת 2018? בתחזית השנתית שלנו (לפני שלושה חודשים) כתבנו על המשך ייסוף בשקל במחצית הראשונה של השנה. נתוני מאזן תשלומים כה חיוביים תומכים בכך. לאור השיפור בייצוא סחורות בחודשים האחרונים (כולל מהמפעל החדש של אינטל) והמשך התרחבות בייצוא שירותים, כנראה שעודף החשבון השוטף לא צפוי לרדת בצורה משמעותית השנה (רק ל- 2.7% תוצר מ- 3.0% ב- 2017).

✓ מה לגבי המחצית השנייה של השנה? ככל שהפד מעלה ריבית (ובנק ישראל לא) הלחץ לפיחות מתון יגבר. בנוסף, קיימת סבירות להקדמת הבחירות, התפתחות אשר צפויה להחליש מעט את השקל עקב העלייה באי הוודאות (ראה "זום אין" של הסקירה השבועית הקודמת).



**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.