

מלחמת סחר עלולה להביא להתמתנות בצמיחה הגלובאלית

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

נקודות עיקריות

התנודתיות בשווקים סביב החשש להסלמה במלחמות הסחר המשיכה להעיב על שוקי המניות בשבוע האחרון, אם כי במידה פחותה יחסית לתחילת השנה. בכל זאת, עדיין מסתמנת תופעה של flight to safety אל אג"ח ארה"ב על רקע אי הוודאות לגבי מדיניותו של טראמפ. נגידי הפד וה- ECB התריעו לגבי החשש להתמתנות בפעילות (ובעיקר בהשקעות). מחירי הנפט ירדו ב- 3% בשבוע האחרון על רקע החלטת OPEC ורוסיה להגדיל את התפוקה, אם כי בשישי עלו בלמעלה מ- 4% לאחר שהתברר שהקיצוץ יהיה נמוך מהצפי. **בשבוע הקרוב: בארה"ב:** מכירות של בתים חדשים (מחר), אמון צרכני (שלישי), הזמנות של מוצרי בני קיימא (רביעי) וההכנסה אישית, צריכה ואינפלציית PCE (ביום שישי). **אירופה:** מחר סקר IFO (אמון עסקי) בגרמניה, וביום שישי יתפרסמו נתוני האינפלציה לחודש יוני. **בישראל** יתפרסמו מספר נתונים חשובים: יצוא שירותים (היום), תעסוקה/אבטלה (ביום שני), מכירות ברשתות השיווק (ביום שלישי) ורכישות בכרטיסי האשראי (ביום חמישי).

מאקרו ישראל

- ✓ סימן נוסף להתמתנות בצריכה הפרטית: קיפאון במסחר הקמעונאי בפברואר-אפריל.
- ✓ גם סך הפדיון בענפי המשק התמתן, בפרט בפעילות בנדל"ן ובמידע ותקשורת.
- ✓ הייצור התעשייתי עלה בצורה חדה, כנראה על רקע הפעלת המפעל החדש של אינטל.
- ✓ האשראי הצרכני עלה ב- 2.2% בלבד ב- 12 החודשים האחרונים, נתון נוסף אשר תומך בהתמתנות בצריכה.
- ✓ מספר התחלות הבנייה ממשיך לרדת אל מתחת לביקוש השוטף לדירה, מגמה אשר תומכת בעליית מחירי הדירה, ובמחירי השכירות בפרט.
- ✓ למרות הירידה במספר המשרות הפנויות, שוק העבודה נמצא בסביבה של תעסוקה מלאה.

מאקרו גלובאלי

- ✓ **ארה"ב:** הפד באטלנטה צופה צמיחה מהירה של 4.7% ברבעון ב'. ברבעון ב' מסתמנת התרחבות בכל גורמי הצמיחה - צריכה, השקעות ויצוא. יחד עם זאת, מסתמנים סימנים להאטה בסחר העולמי ובהזמנות על רקע הטלת מכסים. גם מחירי היבוא של ארה"ב ומחירי התפוקה בתעשייה נמצאים במגמת עלייה.
- ✓ **אירופה:** מדד ה- PMI ביוני עלה ב- 0.7 נקודות ל- 54.8, אם כי הרמה עדין נמוכה יחסית.

שוק האג"ח

- ✓ התשואות הארוכות בארה"ב ירדו מעט אל מתחת ל- 1.9%, בעיקר בשל ריצה לאפיקים "בטוחים". העקום ממשיך להשתטח (35 נ.ב. בין האג"ח לשנתיים ל- 10 שנים).
- ✓ למרות ההשפעה האינפלציונית של מכסים, ההתמתנות בפעילות תומכת בירידת תשואות ה- spread השלילי של אג"ח ישראלי על ארה"ב הצטמצם ל- 90 נקודות בסיס.
- ✓ שוק האג"ח הישראלי ימשיך להגיב לשינוי בשער החליפין של השקל (ייסוף או פיחות?).
- ✓ לפי הערכתנו, בתשואות סביב 2% (ב- 327) אפיק זה מתחיל להיות שוב מעניין.
- ✓ בנק ישראל יתקשה להמשיך ולהעלות את הריבית לאחר העלאת הריבית הראשונה, זאת בשל החשש לייסוף בשקל.

זום אין

עד כמה העלאת ריבית בישראל מתקרבת?

- ✓ אנו צופים העלאת ריבית ראשונה במרץ 19.
- ✓ בנק ישראל ימתין לראות שציפיות האינפלציה מתייצבות סביב 1.2%-1.5%.
- ✓ בנוסף, חשוב יהיה לראות שאינפלציית הליבה מתייצבת מעל 1%.
- ✓ קיימת חשיבות רבה לתחזית הריבית ב- 9.7 כאשר בנק ישראל מעדכן את תחזית המאקרו. אנו צופים דחייה בתחזית בהעלאת הריבית הראשונה לרבעון א' 19.

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	0.5%
יוני	-0.2%
יולי	0.2%
אוגוסט	0.3%
שנה קדימה	1.0%
2018	1.1%

ריבית

נוכחית	0.10%
סוף 2018	0.10%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.617	4.2163
שינוי שבועי	0.3%	0.9%
YTD	4.3%	1.5%
שנה קדימה	3.72	4.22

אג"ח סחירות

פדיון סחיר	יוני
	0.0
תחזית הנפקות	4.0
עודף פדיון	-4.0

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	-0.93	-1.0	-1.1
בינוני 923	-0.25	-0.3	-0.4
ארוך 527	0.37	0.35	0.3
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 120	0.38	0.35	0.35
בינוני 323	1.19	1.1	0.95
ארוך 327	1.99	1.95	1.9
US			
2y	2.54	2.5	2.6
5y	2.77	2.8	2.8
10y	2.89	2.9	2.9

* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

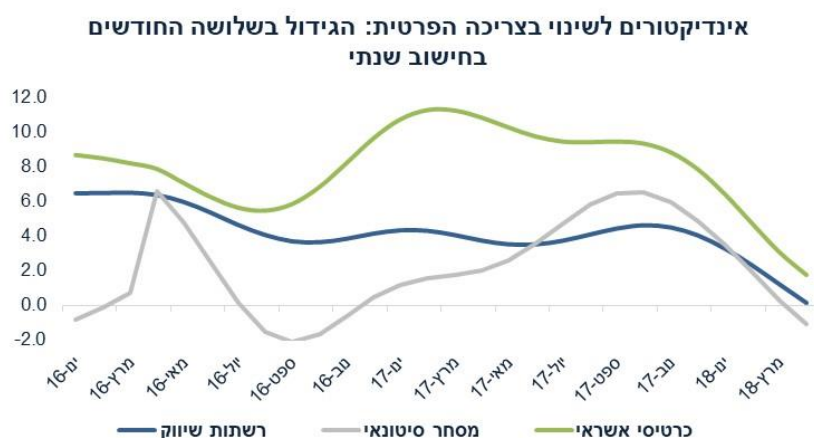
קיימות שתי מגמות סותרות בהשפעתן על האינפלציה:

- ✓ התמתנות בצריכה הפרטית (כלפי מטה).
- ✓ ירידה בפעילות בענף הבניה (כלפי מעלה).

מסתמן קיפאון במסחר הקמעונאי

לפי נתוני פדיון בענפי המשק, בחודשים פברואר-אפריל המסחר הקמעונאי עלה ב- 0.1% בלבד (בחישוב שנתי), לאחר גידול של 3.2% בשלושת החודשים הקודמים. נתונים אחרים (מכירות ברשתות השיווק, רכישות בכרטיסי האשראי) מצביעים על מגמה דומה. כנראה שלמרות העלייה המתונה בשכר ברבעון א' 18, השפעת ההתמתנות באשראי הצרכני (ראה בהמשך) פועלת לבלימת ההתרחבות בצריכה הפרטית. מדובר בגורם אשר תומך באינפלציה מתונה בהסתכלות על סך הביקושים המקומיים במשק.

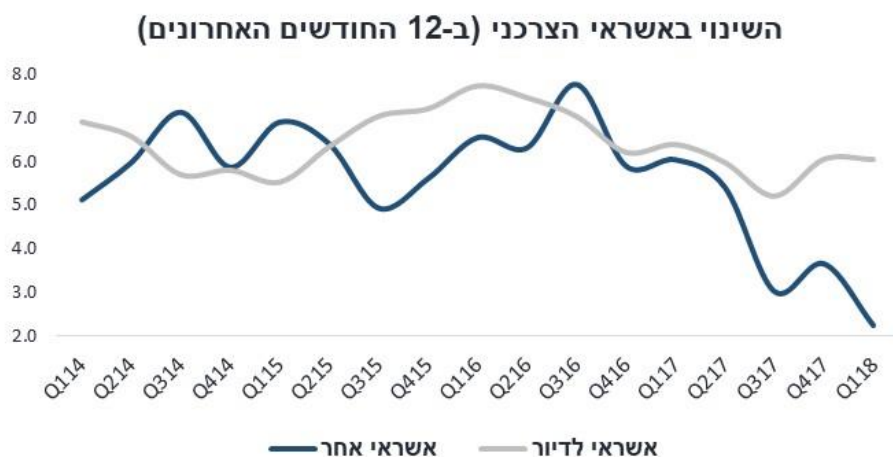
**מרבית
האינדיקטורים
מצביעים על
התמתנות בצריכה**



החוב הצרכני שלא לדיור מתמתן

סך האשראי הצרכני שלא לדיור הגיע ל- 191 מיליארד ₪ ברבעון א', גידול של 0.25% בלבד לעומת הרבעון הקודם וגידול של 2.2% בשנה שעברה (התמתנות מ- 3.7% y/y לפני רבעון ו- 6.1% לפני שנה). לעומת זאת, האשראי לדיור עלה ב- 1.2% q/q וב- 6.1% y/y, קצב מהיר יחסית. סך הכול, החוב הצרכני עמד על 536 מיליארד ש"ח ברבעון א', או כ- 42% במונחי תוצר, שיעור נמוך יחסית למרבית המדינות המפותחות. בסך הכל, התמתנות באשראי הצרכני שלא לדיור תומכת בהתמתנות בצריכה.

**התמתנות באשראי
הצרכני צפויה
להאט את הצריכה**

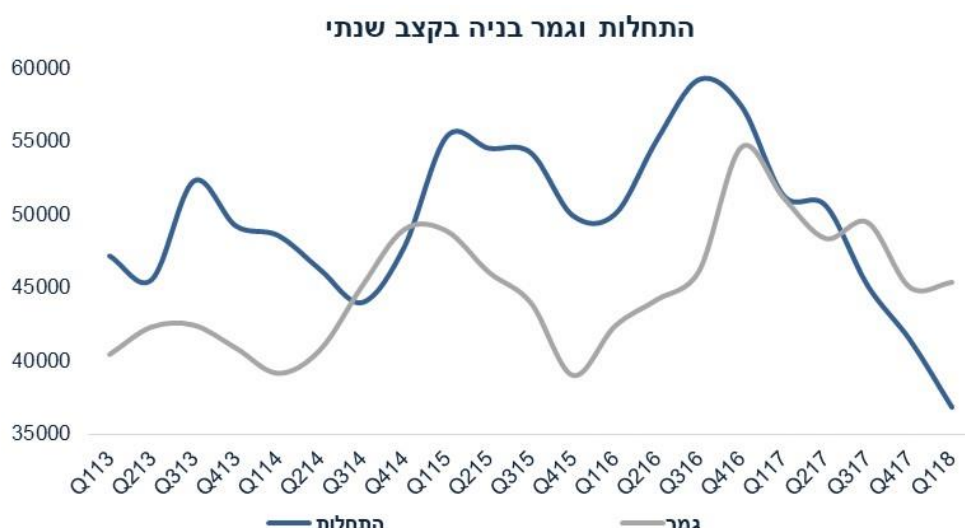


מגמת הירידה בהתחלות הבנייה נמשכת

ברבעון א' 18 מספר התחלות הבנייה הגיע ל- 9.2 אלף יחידות (נתון מנוכה עונתיות) לעומת 10.3 אלף ברבעון ד' 17 ו- 12.8 אלף לפני שנה. גם אם מניחים שמדובר באומדן ראשוני בלבד, והנתון הסופי צפוי להתעדכן כלפי מעלה (תופעה נפוצה בעבר) בכ- 8%-10%, עדיין מספר התחלות הבנייה ברבעון א' נמצא סביב 10 אלף יחידות, או כ-40 אלף בחישוב שנתי, נמוך ממספר התחלות הבנייה בשנת 2017 (48.2 אלף) ו- 2016 (55.0 אלף). מספר הדירות המוגמרות התייצב סביב 11.5 אלף יחידות בשני הרבעונים האחרונים (46 אלף בחישוב שנתי), בדומה להיקף גמר בנייה בשנים 2016-2017.

בהתחשב בגידול במספר משקי הבית לשנה (סביב 50-52 אלף), הפעילות בענף הבנייה עדיין לא מספיקה כדי להביא לגידול במלאי וללחץ מתמשך לירידת מחירים, בפרט בשוק השכירות אשר סובל מצמצום ברכישות של המשקיעים. **אנו מניחים עלייה של 3.2% במחירי השכירות בחוזים מתחדשים בתחזית האינפלציה שלנו של 1.0% שנה קדימה.**

גם התחלות וגמר הבנייה נמצאות מתחת לביקוש השוטף:



**ירידה במלאי
הדירות העתידי
תומכת בעלייה
במחירי הדיור**

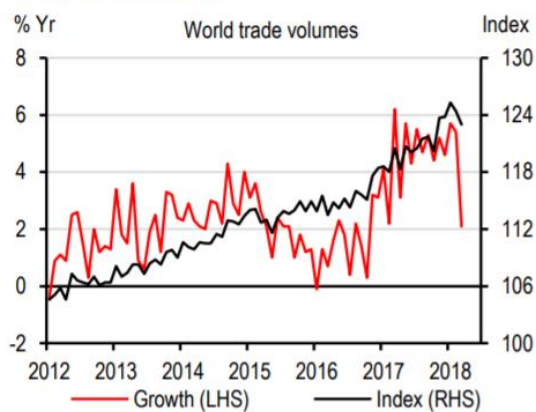
השפעת מלחמת הסחר כבר כאן

קיימת התלבטות בשוק לגבי השאלה: עד כמה טראמפ מתכוון להסלים את מדיניותו סביב הניסיון להגן על הייצור האמריקאי? הדעות חלוקות בין גישה שאומרת שבסופו של דבר צפויות פשרות והסכמות (מול סין בעיקר) ללא "מלחמה" של ממש, ובין גישה שצופה הסלמה הדרגתית, כפי שנראה בשלב זה. ביום שני טראמפ הודיע על כוונתו להטיל מכסים על סחורה מסין בהיקף של 200 מיליארד דולר והסינים כמוכן החזירו אש. טראמפ גם הודיע על כוונתו להטיל מכסים על מכוניות אירופיות, וכו'.

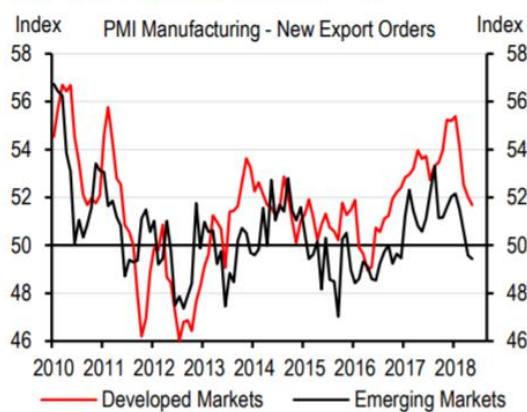
ניתן כבר להבחין בהשפעת מלחמת הסחר על נתוני המאקרו. מסתמנים סימנים ראשוניים להתמתנות בהיקף הסחר העולמי ובהזמנות בתעשייה בעולם (ארה"ב מהווה 13% מסך היבוא העולמי). הגרפים הבאים ממחישים זאת:

**מלחמת סחר
עלולה למתן את
הצמיחה
הגלובלית**

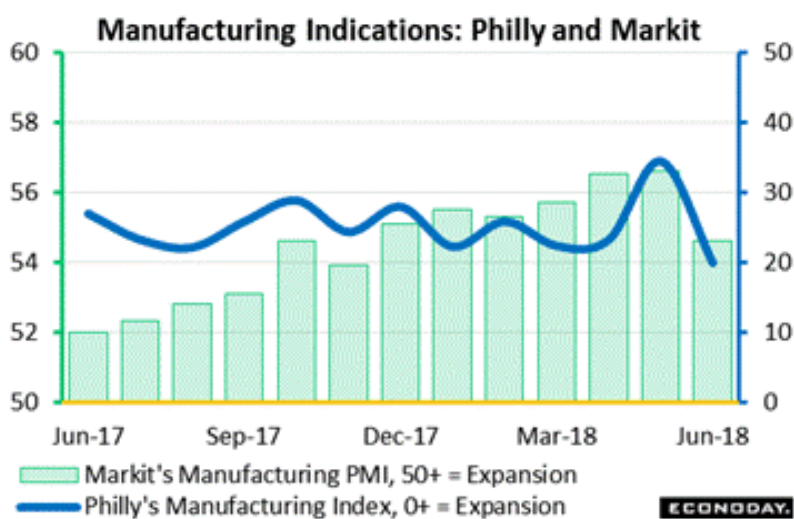
12. World trade volume growth slowed sharply in March...



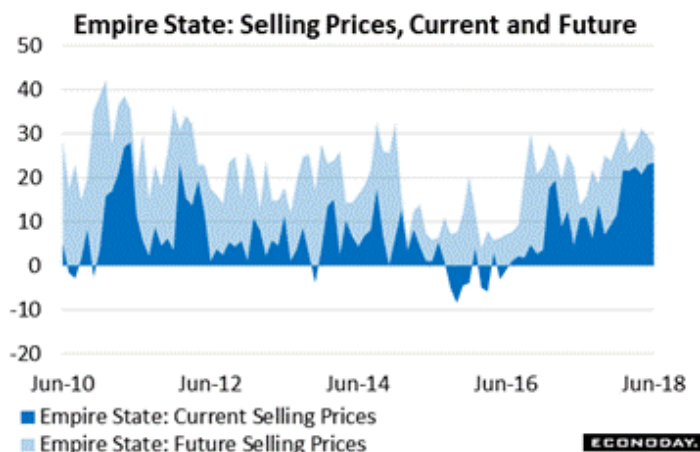
13...and the export orders components of PMIs fell markedly in April-May



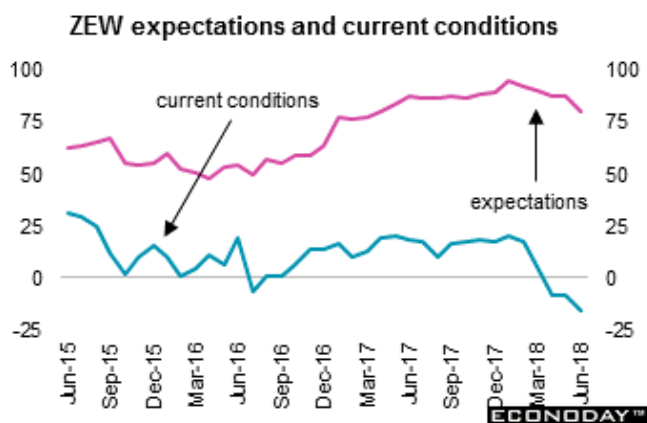
בארה"ב, האופטימיות בתעשייה מתחילה להישחק, לפי מספר סקרי ציפיות בתעשייה:



פירמות גם מדווחות על העלאת מחירים בתעשייה ועל כוונתן להעלות מחירים בעתיד (בסקר empire :state)



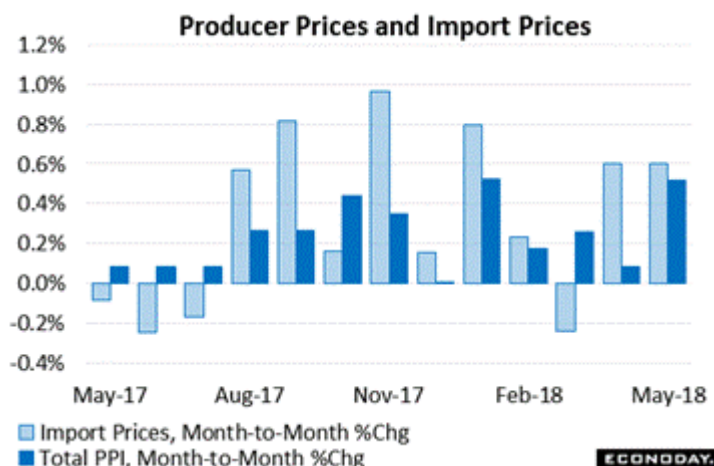
גם הסקטור העסקי הגרמני מודאג (לפי סקר ZEW):



מחקר של קרן המטבע העולמית (מ-2017) מעריך שכל גידול אפקטיבי בשיעור המס על יבוא לארה"ב של 10% (מול העולם) מקטין את הסחר העולמי ב-1%, ואת הצמיחה הגלובלית ב-0.5%.

בנוסף, מחירי היבוא של ארה"ב עולים (0.6% גם באפריל וגם במאי) על רקע מכסים על מספר מוצרים, בפרט אלומיניום ופלדה. מחירי התעשייה PPI עלו ב-0.5% בחודש מאי (מול ציפיות ל-0.3%). במדד ה-PPI מחירי מוצרי הפלדה בשער המפעל עלו ב-7.5% בחודשיים האחרונים.

סימנים ראשונים להשפעה אינפלציונית



המשך הסלמה בתחום מלחמת הסחר צפויה למתן את הפעילות הכלכלית. אי וודאות לגבי מדיניותו של טראמפ פועלת לצמצום בתוכניות ההשקעה של חברות רבות. התייקרות של מוצרי התעשייה גם תפעל לצמצום הצריכה הפרטית.

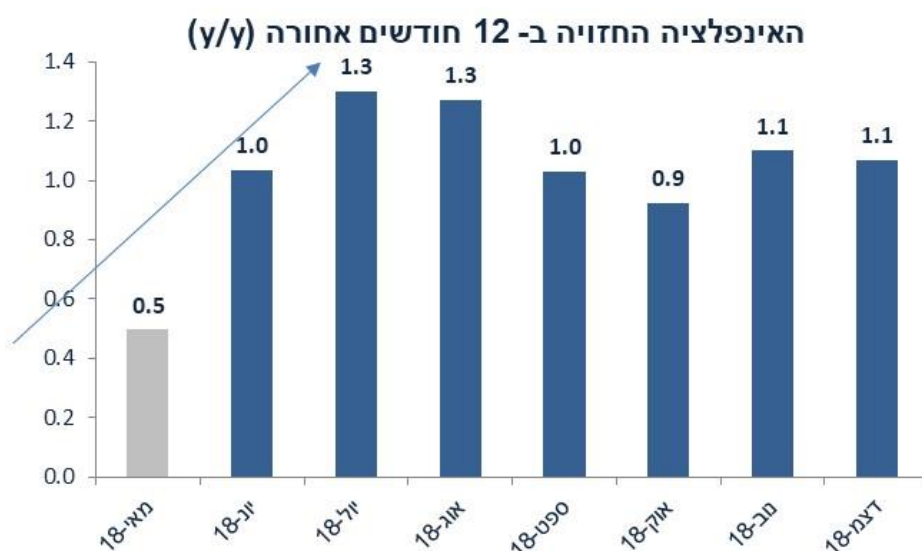
קיימת התלבטות לגבי השפעת מלחמת הסחר על התשואות. מצד אחד צפויה השפעה אינפלציונית ראשונית (חד פעמית), אך מנגד, צפויה התמתנות בפעילות הכלכלית (מתמשכת) וכנראה גם שחיקה/עצבנות במחירי המניות (flight to safety), כך שבסופו של תהליך **נדמה שמלחמת סחר של ממש פועלת לירידה מסוימת בתשואות.**

זום אין: עד כמה העלאת ריבית בישראל מתקרבת?

בנק ישראל לא ימחר להעלות את הריבית

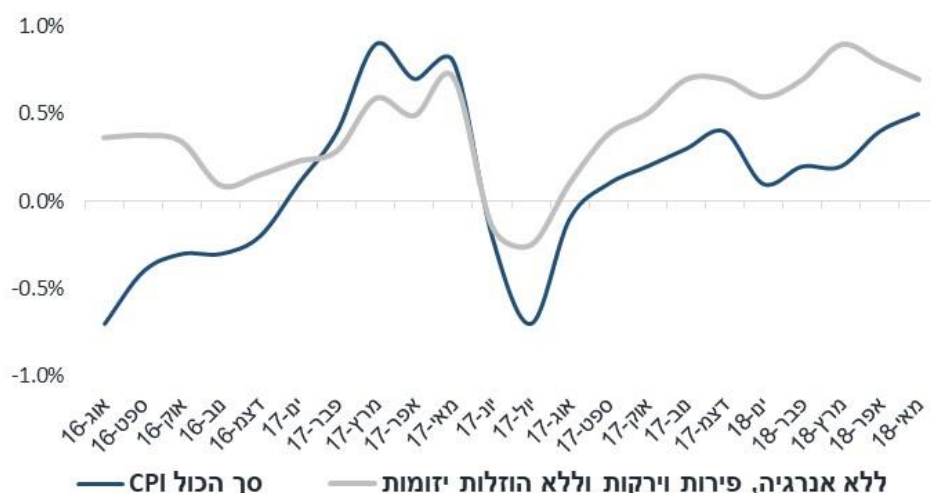
בחודשים האחרונים גברו הציפיות להעלאת ריבית בישראל לקראת סוף השנה. קיימת אי וודאות גדולה לגבי מה היא "סביבת האינפלציה" אשר תתמוך בהעלאת ריבית על ידי בנק ישראל. אי וודאות זאת נובעת, בין היתר, מתחזית המאקרו של בנק ישראל (מחודש מרץ) אשר מעריכה שהריבית תעלה כבר ברבעון ד' 2018 כאשר האינפלציה תעלה ל- 1.1% y/y. כידוע, תחזית זו מקבלת את החותמת של קרנית פלוג. בנוסף, הנגידה יותר מאשר רמזה במסיבת עיתונאים שבנק ישראל לא יחכה שסביבת האינפלציה תעלה למרכז היעד (קרי 2%). ננתח את הגורמים החשובים באמת בהחלטת הריבית (לאו דווקא לפי סדר חשיבותם):

✓ **סביבת האינפלציה בפועל**, כלומר מה הייתה האינפלציה ב- 12 החודשים האחרונים. כעת האינפלציה עומדת על 0.5% y/y, והיא צפויה לעלות ל- 1.3% בחודש יולי. יחד עם זאת, בנק ישראל הדגיש בעבר ש"התבססות אל תוך היעד", פירושה התייצבות קצב האינפלציה (וציפיות האינפלציה) מעל 1% **במשך מספר חודשים**. לכן, לא טריוויאלי לצפות להעלאת ריבית סמוך לפרסום מדד יולי.



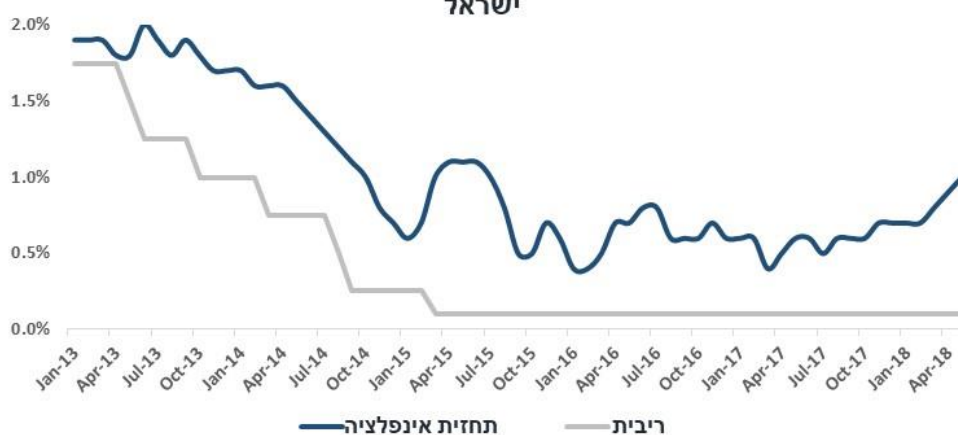
✓ **אינפלציית הליבה מאד חשובה לבנק ישראל**. בנק ישראל מסתכל על האינפלציה מנוכה אנרגיה, פירות וירקות והוזלות יזומות על ידי הממשלה. מדד "core" זה דווקא התמתן בחודשים האחרונים ל- 0.7% (ב- 12 החודשים האחרונים) במדד מאי, מ- 0.8% בחודש אפריל, ו- 0.9% בחודש מרץ.

האינפלציה ואינפלציית הליבה (γ/γ)



✓ **ציפיות האינפלציה חשובות** מאד בהחלטת הריבית, בפרט שנה קדימה. בנק ישראל מסתכל על הציפיות הגלומות בשוק האג"ח וגם מה צופים חזאי המאקרו במשק. לראשונה מאז יולי 15 החזאים מצפים לאינפלציה של לפחות 1%. שוב, בנק ישראל ימתין שציפיות האינפלציה יתבססו (מספר חודשים) בקצב של מעל 1%.

תחזית האינפלציה שנה קדימה של ממוצעת החזאים וריבית בנק ישראל



✓ כמובן שהסביבה הריאלית מאד חשובה לבנק ישראל, אך גורם זה כבר תומך בהעלאת ריבית: צמיחה של 4.5% ברבעון א', סביבה של תעסוקה מלאה וסימנים לעליית שכר.

ב- 9.7 בנק ישראל יפרסם את עדכון תחזית המאקרו של יחידת המחקר. כאמור, תחזית הריבית נקבעה על ידי הוועדה המונוטארית (ולפעמים יתר הפרמטרים, כגון האינפלציה, מושפעים מדעת הוועדה). **יהיה מאד חשוב לראות אם תחזית הריבית משתנה. בסך הכל, תחזית האינפלציה של בנק ישראל (1.1% בשנת 2018) מתגשמת בשלב זה (זו גם התחזית שלנו). נתוני הצמיחה הפתיעו לטובה (ברבעון א') ומגמת הייסוף נעצרה. העלאת ריבית ברבעון ד' 18, פירושה העלאת ריבית ב- 8.10 או ב- 26.11. לפי הערכתנו, בנק ישראל צפוי להזיז את העלאת הריבית הראשונה לרבעון א' 19, ולהשאיר את תחזית הריבית החזויה בסוף 2019 על 0.5%.**

המפתח עדיין נמצא ברמתו של השקל

חשוב להדגיש שתי אמירות בפרוטוקול של החלטת הריבית האחרונה:
 "ומרביתם (של חברי הוועדה) סברו כי שער החליפין עדיין מצוי בייסוף יתר".
 כלומר השקל חזק מדי, ולכן לא סביר להעלות את הריבית לפני שיחול פיחות בשקל.

"הם (חברי הוועדה) הוסיפו כי אם הריבית תעלה לפני שהאינפלציה תתבסס בתחום היעד, הדבר עלול לעכב את התבססות סביבת האינפלציה ובסופו של דבר להאט את תואי עליית הריבית"

**אנו צופים
העלאת ריבית
במרץ 19**

זה משפט מאד חשוב. חברי הוועדה חוששים שהעלאת הריבית תביא לייסוף בשקל אשר תביא לירידה בסביבת האינפלציה. לכן, חשוב לחכות להתבססות של ממש בסביבת האינפלציה (קרובה יותר ל- 1.5% מאשר 1%, לפי דעתנו). לכן, תנאי מוקדם לעלייה בסביבת האינפלציה הינו פיחות משמעותי בשקל לכיוון 3.75 ₪ לדולר.

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.