

תאריך: 19/03/18

## סקירה חודש מרץ 2018

שלום רב,

אביב-שגב שמחה להגיש לכם סקירה תמציתית ועדכנית על שוקי ההון בארץ ובעולם.



- אחרי חודש ינואר שפתח את השנה בצורה מצוינת הגיע חודש פברואר והזכיר נשכחות ומושגים כמו תנודתיות, תיקון וירידות... אחרי שבוע של תנודתיות חריפה וירידות חזרו המדדים בארה"ב ובעולם להירגע ותיקנו חלק ניכר מהירידות. עד כה נראה כי התיקון החד ביותר היה במדד הנאסד"ק ובסקטור הטכנולוגיה, כאשר מדדי ארה"ב התאוששו טוב יותר מדדי אירופה. בינתיים מדדי ארה"ב חיוביים מאז התחיל מרץ, כאשר מדד הנאסד"ק מוביל בתשואה החודשית ועלה באופן מרשים מתחילת השנה.
  - המשקיעים עוקבים בתשומת לב אחרי כל נתון שיצביע האם הכלכלה מתחממת מדי ואחרי כל סימן שירמז מה בכוונת הבנק המרכזי בארה"ב לעשות השנה בעניין הריבית (הבנק המרכזי צפוי להתכנס בשבוע הבא להחלטת הריבית הראשונה של 2018).
- מחד הכלכלה חזקה, דו"ח התעסוקה האחרון היה מצוין, אולם הנתונים אינם מצביעים על התחממות יתר. יו"ר הפד החדש, ג'רום פאוול, אשר העיד בחודש הקודם לראשונה בפני ועדת השירותים הפיננסיים של בית הנבחרים האמריקאי. לא הסכים לענות אופן ישיר על השאלה האם אנו צפויים לראות יותר מארבע העלאות ריבית השנה בארה"ב, אך ציין כי חל שיפור בתחזית לכלכלת ארה"ב ובעולם מאז דצמבר וכן להמשך התחזקות הכלכלה העולמית ולמדיניות תקציבית עם יותר תמריצים וכי חברי הפד ייקחו בחשבון את ההתפתחויות הללו. השווקים פירשו את דבריו של פאוול כאיתות לכך שגברה ההסתברות לכך שהבנק הפדרלי יעלה השנה את הריבית בארה"ב ארבע פעמים, לעומת שלוש הפעמים החזויות.
- אולם כרגע לפחות לפי נתוני המאקרו לחששות האלה, שהכלכלה תתחמם יתר על המידה ותחייב העלאות ריבית תקופות, אין בסיס מוצק.

- דו"ח התעסוקה של חודש פברואר היה מצוין וחזק מהצפוי. אולם, הדבר הוכיח כי בסך הכל על אף ששוק התעסוקה נחשב כמי שנמצא במצב של תעסוקה מלאה מזה זמן רב, הכלכלה עדיין צומחת ויש ביקוש לעובדים. מדד המחירים לצרכן (CPI) בארה"ב טיפס בפברואר ב-2.2% לעומת החודש המקביל בשנה הקודמת, (לעומת קצב שנתי של 2.1% בחודש ינואר) והדבר הלם את ציפיות הכלכלנים. מדד הליבה, שאינו כולל את מחירי המזון והאנרגיה טיפס לעומת פברואר 2017 ב-, בהתאם לתחזיות. מדד הליבה עומד על 1.8% זה החודש השלישי ברציפות.

- כמו כן, נשיא ארה"ב מוסיף לטלטל את השווקים מעלה ומטה בעקבות הצהרותיו, לאחר שבסוף פברואר הודיע שהוא מתעתד להטיל מכסים גבוהים על יבוא פלדה ואלומיניום לארה"ב, וכי הודעה רשמית על כך צפויה בשבוע הבא. טראמפ אמר כי בכוונתו להטיל מס של 25% על יבוא פלדה ו-10% על יבוא אלומיניום והעלה את מפלס החששות בנוגע לאפשרות של פתיחה במלחמת סחר עולמית. ההחלטה עשויה לפגוע ביחסי ארה"ב עם מקסיקו וקנדה, שדנות בימים אלו בדרישות ארה"ב לשינוי הסכם הסחר החופשי בצפון אמריקה – נפט"א.. ההצהרה שלחה את השווקים למהלך ירידות. ואם זה לא הספיק, מספר ימים לאחר ההכרזה של טראמפ, יועצו הכלכלי הבכיר, גארי קוהן, התפטר מתפקידו בעקבות החלטת טראמפ על הטלת המכסים הללו. בינתיים בעקבות התפטרותו של קוהן בצוות של טראמפ נותרו יועצי כלכלה וסחר בעלי השקפות פרוטקציוניסטיות שתומכים בצעדים אגרסיביים כמו מכסים גבוהים, ובהם שר המסחר רוס והכלכלן פיטר נבארו, ראש המועצה לסחר לאומי. נקודה שאינה חיובית בעליל.

- הבנק המרכזי של ארה"ב לבטח ימשיך לעקוב בתשומת לב אחרי ההתפתחויות האלה בישיבת הריבית שלו בהמשך השבוע. אנו לא מעריכים שהפד ינקוט בעמדה ניצית מדי בישיבה הראשונה מאז שג'רום פאוואל נכנס לתפקידו. כרגע כמו שאמרנו קודם האינפלציה עולה בהדרגתיות וכרגע הנתונים הכלכליים אינם מבשרים על התחממות יתר של הכלכלה.

- **ובישראל, לאור סביבת האינפלציה הנמוכה, אנו מעריכים כי הריבית תישאר על כנה בישראל לפחות למשך השנה הקרובה. לאחרונה ראינו פתיחת מרווחים משמעותית לאורך כל העקום גם באפיק הצמוד וגם באפיק השקלי להערכתנו מגמה זו באה בעיקר בגלל עליית התשואות בארה"ב אשר בינתיים אנו רואים שהתקררה.**

מגמה זו של עליית תשואות והתקררות בארה"ב חוזרת על עצמה מספר פעמים, אולם בפועל התשואות אינן מצליחות לעלות את רף ה-3%. עליית התשואות בישראל שמושפעת מכל סבב כזה של עליית תשואות אינה מוצדקת כלל, שכן סביבת האינפלציה בישראל שונה לחלוטין מסביבת האינפלציה בארה"ב.  
ולכן, אנו ממליצים לא להיות מושפעים מתנודות באג"ח המקומי בטווח הקצר ואף לנצל את פתיחת המרווחים באגרות החוב. מח"מ בינוני ארוך יכול לתת תשואה עודפת תוך בחירה סלקטיבית באגרות החוב הקונצרניות אשר מדורגות ואו קיים שעבוד ברמה נאותה.

**\*\* מאקרו עולמי:**

 **ארה"ב:**

דו"ח התעסוקה של פברואר שפורסם בתחילת חודש מרץ, היה, כאמור, חיובי מאד. לפי הדו"ח בחודש שעבר נוספו למשק האמריקאי 313 אלף משרות – הרבה יותר מכפי הצפוי. בחודשיים הראשונים של 2018, נוספו למשק בממוצע 276 אלף משרות לחודש, הרבה יותר מהממוצע בתחילת 2017 (182 אלף משרות חדשות בחודש). מספר המבוגרים שאינם חלק מכוח העבודה ירד ב-653 אלף איש, ושיעור ההשתתפות – מבוגרים בעלי עבודה או כאלה שמחפשים עבודה – עלה בשיעור יפה של 0.3%-ל-63%.

הנתונים הללו הפתיעו את כולם לנוכח העובדה שהשוק האמריקאי נמצא במגמת התרחבות כבר תשע שנים ונחשב במצב של תעסוקה מלאה כבר זמן רב. יש בכך בכדי להעיד על חוסנה של הכלכלה האמריקאית ועל כך שהכלכלה במגמת צמיחה....

**ומה עם האינפלציה?**

מדד המחירים לצרכן (CPI) בארה"ב טיפס בפברואר ב-2.2% לעומת החודש המקביל בשנה הקודמת, לעומת קצב שנתי של 2.1% בינואר, לפי נתונים שפורסמו היום משרד המסחר האמריקאי, אשר תאמו את תחזיות הכלכלנים. **מדד הליבה**, שאינו כולל את מחירי המזון והאנרגיה הנחשבים לתנודתיים, טיפס כצפוי לעומת פברואר 2017 ב-1.8% - ללא שינוי זה החודש השלישי ברציפות.

כלומר, האינפלציה בארה"ב ממשיכה להתגבר ולהתקרב ליעד של 2% שקבע הבנק הפדרלי, אולם היא בהחלט לא משתוללת, ולכן לא צפויה לגרור בהכרח הגברה של קצב העלאת הריבית בארה"ב.

**מדד המחירים ליצרן (PPI)** טיפס בפברואר מעבר לצפוי (ועלה 0.2% לעומת החודש הקודם) בעקבות התייקרות מחירי השירותים האפילה בהשפעתה על ירידה במחירי הסחורות. לעומת ינואר 2017 עלה המדד ב-2.8%, שיפור לעומת קצב שנתי של 2.7% בינואר ובהתאם לתחזיות הכלכלנים.

**התוצר המקומי הגולמי (GDP)** של ארה"ב צמח ברבעון הרביעי בקצב שנתי של 2.5%, בהתאם לתחזיות הכלכלנים. התחזית המוקדמת הייתה מעט יותר גבוהה והצביעה על צמיחה של 2.6% ברבעון הרביעי. ההאטה בצמיחה ברבעון הרביעי באה לאחר גידול של יותר מ-3% בתמ"ג במונחים שנתיים ברבעון השני והשלישי של 2017 - שני הרבעונים המלאים הראשונים של נשיאות דונלד טראמפ

**מדד המחירים לצרכן (CPI)** בארה"ב קפץ בינואר ב-0.5% לעומת החודש הקודם, בעוד כלכלנים צפו עלייה של 0.3%. לעומת ינואר 2017 עלה המדד ב-2.1%, ללא שינוי לעומת החודש הקודם, ומעל לתחזיות לעלייה של 1.9%.

**מדד הליבה**, (שאינו כולל את מחירי המזון והאנרגיה הנחשבים לתנודתיים), טיפס בינואר ב-0.3% לעומת החודש הקודם - הזינוק החד ביותר זה שנה, ויותר מתחזית הכלכלנים לעלייה של 0.2%. מדד הליבה עלה ב-12 החודשים האחרונים ב-1.8% - מעל לתחזית שצפתה עלייה של 1.7%. מחיר מוצרי ההלבשה קפץ בינואר ב-1.7% לעומת דצמבר, הזינוק החד ביותר מאז 1990.

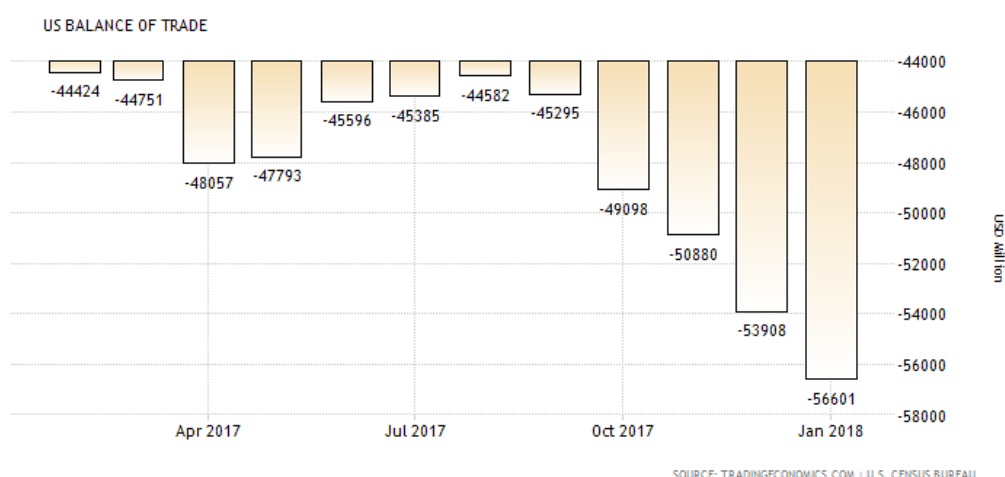
כמו כן, במהלך חודש פברואר הציג דונלד טראמפ את תכנית ההשקעה בתשתיות בארה"ב. התכנית שהיוותה חלק ממצע הבחירות שלו, מסתכמת בהיקף עצום של 1.5 טריליון דולר, כאשר 200 מיליארד דולר מתוכם צפויים להגיע מתקציב פדרלי ואילו 1.3 טריליון דולר נוספים – מתקציבי רשויות מקומיות ומגופים פרטיים. התכנית הינה ל-10 שנים, כאשר מחצית מסכומי התקציב הפדרלי (היקף כולל של 100 מיליארד דולר) צפויה להגיע בצורה ישירה, והשארית – בצורה עקיפה. מרבית התשתיות בארה"ב נבנו בתקופה שלאחר מלחמת העולם השנייה, ולא שודרגו או שופצו כמעט.

התכנית זכתה לביקורת רבה לאחר פרסומה, לנוכח ההגדלה הצפויה בגרעון הממשלתי בעקבות יישומה, זאת לאחר שהגרעון כבר גדל לאחר רפורמת המס של טראמפ (עם הורדת שיעור מס חברות מ-35% ל-21%). יחד עם זאת, הורדת מכשולים ביורוקרטיים ורגולטוריים, שהעיקו על תכניות ההשקעה בתשתיות וכן מתן תמריצים לחברות פרטיות, בצורה של מיסוי

נמוך, פחת מואץ והקלות רגולטוריות בביצוע השקעות, אמורים לשפר את הכדאיות הכלכלית עבור פרויקטים של השקעה בתשתיות, ובכך להוביל לשדרוג הנדרש של מערכת כבישים, רכבות, שדות תעופה, שיפור בתשתיות מים וביוב ועוד וכן להיטיב עם החברות העוסקות בתחום.

ובינתיים נתוני מאזן הסחר של ארה"ב לחודש ינואר, הצביעו על התרחבות של 5% בגירעון במאזן הסחר לשיא של כמעט 10 שנים. הגירעון במאזן הסחר של ארה"ב התרחב בינואר ל-56.6 מיליארד דולר לעומת 53.9 מיליארד דולר בדצמבר. הצפי היה להתרחבות מתונה יותר לרמה של 55.2 מיליארד דולר.

### מאזן הסחר בארה"ב



עד כמה הצרכן האמריקאי יוסיף לדחוף את הכלכלה קדימה? בתחילת מרץ פורסם כי בטחון הצרכנים בארה"ב טיפס בפברואר לרמה השנייה הכי גבוהה זה 14 שנה. מדד בטחון הצרכנים טיפס בפברואר לרמה של 99.7 נקודות לעומת רמה של 95.7 נקודות בינואר. אופטימיות הצרכנים נבעה מהערכתם החיובית למצב התעסוקה, השכר והורדות מסים.

לעומת זאת, באמצע החודש (14.03) פורסם כי המכירות הקמעוניות בארה"ב ירדו במפתיע זה החודש השלישי ברציפות. המכירות הקמעוניות ירדו ב-0.1% בפברואר, בעוד תחזית הכלכלנים הייתה לגידול של 0.3%. אולם, בניכוי מכירות המכונות והדלק, גדלו המכירות הקמעוניות בפברואר ב-0.3% - בהתאם לתחזיות הכלכלנים - לאחר ירידה של 0.1% בחודש ינואר (נתוני ינואר תוקנו מירידה של 0.3% מטה לירידה של 0.1%). הדבר מהווה המשך מגמה שנמשכת זמן מה. ההסבר הברור ביותר הוא המעבר למכירות און-ליין אולם קיימים תהליכים נוספים שמשפיעים על המכירות הקמעוניות, שקשורים להעדפות הצרכנים — ולא רק לאלטרנטיבה שמציעה הרשת. ככל הנראה, הדבר נעוץ בשינוי טעמי

הצרכן. הצרכנים מוציאים פחות כסף על ביגוד, הנעלה ותכשיטים שנמכרים במרכזי קניית ובחנויות אבל מוציאים יותר כסף על חוויות, כמו טיולים, הופעות חיות או בילויים או פריטים גדולים כמו רכב.

נקודה נוספת ששווה לשים לב אליה, היא שבחודש ינואר נרשמה ירידה של 7.8% ל-593 אלף בתים במכירות של בתים חדשים בארה"ב. זוהי הרמה הנמוכה ביותר מאז אוגוסט, אך כנראה שמזג האוויר הקר ששרר בארה"ב החורף גרם לירידה בביקוש וכן עליית הריבית להלוואות על מגורים. מחיר בית ממוצע למשפחה אחת עלה ברמה שנתית ב-2.5% ל-323 אלף דולר. עליית הריבית ועלייה במחירי הבתים – שהיא מהירה יותר מהעלייה בשכר – שוחקת את היכולת של אמריקאים רבים, בעיקר צעירים ורוכשי דירות חדשות, להיכנס לשוק



**אירופה:**

**החלטת הריבית:** הבנק המרכזי של אירופה הותיר, כצפוי, בתום ישיבתו בתחילת החודש את הריבית ללא שינוי, ומסר כי ימשיך בתוכנית רכישות הנכסים עד ספטמבר, "או מעבר לכך, אם יהיה צורך." אולם, בניגוד להודעות בהחלטות הריבית הקודמות, הבנק השמיט מהודעתו את השורה שנכללה בהודעות הריבית הקודמות לפיה יגביר הבנק את רכישות האג"ח החודשיות אם יהיה צורך בכך. משקיעים רואים בנוסח הזה איתות לכך שהבנק מאמין כי כלכלת גוש היורו איתנה מספיק כדי לגרום להתגברות האינפלציה.

הבנק המרכזי העריך כי הריביות צפויות להישאר ברמתן הנוכחית "לפרק זמן ממושך, והרבה מעבר לאופק רכישות הנכסים" וציין כי בכוונתו להמשיך ברכישות אג"ח בהיקף של 30 מיליארד יורו (37 מיליארד דולר) בחודש לפחות עד סוף ספטמבר.

הבנק שינה מעט את הערכתו בעניין התוצר הגולמי של גוש האירו לשנת 2019 כעת לפי תחזית הבנק ה GDP יגדל ב- 2.4% ב-2018, ב-1.9% ב-2019 וב-1.7% ב-2020.

**בחירות איטליה:** האם תוצאות הבחירות באיטליה מסמנות אפשרות לאיום חדש על גוש האירו? דומה כי מוקדם לנקוט במילה איום אך ברור כי תוצאותיהן מגבירות את אי השקט הפוליטי בגוש האירו, לאחר שבתום ספירה של מרב הקולות התברר כי הבוחרים נטשו את המפלגות המסורתיות לטובת תנועות אנטי-ממסדיות ומפלגות ימין קיצוני. וכעת נראה כי אף אחת משלוש הסיעות הגדולות באיטליה לא תוכל להרכיב ממשלה לבדה, וכי הסיכויים

לממשלה מתונה נמוכים. התרחישים האפשריים כעת נעים בין הקמה של קואליציה שנשלטת על ידי גורמים המתנגדים לאיחוד האירופי, לבין קיום בחירות בזק חדשות. ובינתיים נתוני המאקרו מצביעים ברובם על יציבות, אם כי ניכרה נסיגה מסוימת בקריאה האחרונה של האינפלציה.

**התוצר המקומי הגולמי (תמ"ג) (שנתי) של גוש האירו עומד על 2.7%** (בהתאם לצפי). מדד הסנטימנט הכלכלי של ZEW אשר מבוסס על סקר של כ- 350 מוסדות השקעה ואנליסטים, המתבקשים להביע את השקפתם לגבי המצב הכלכלי הצפוי ב- 6 החודשים הקרובים בכלכלת גרמניה, עמד מעט מעל הצפי (29.3 נק') לעומת צפי של 28.4 (הקריאה הקודמת עמדה על 31.8).



סין

**מדד מנהלי הרכש בסין למגזר הייצור לחודש פברואר** ירד לרמה הנמוכה ביותר זה חמש שנים על רקע החופשה לכבוד פסטיבל האביב שגרמה לירידה בתפוקה ובהזמנות ליצוא. מדד מנהלי הרכש למגזר הייצור ירד ל-50.3 נקודות בפברואר, לעומת 51.3 נקודות בינואר, והחמיץ את תחזיות האנליסטים לתוצאה של 51.1 נקודות.

### שיעור צמיחת התמ"ג בסין



**מדד מנהלי הרכש לשאר המגזרים** ירד ל-54.4 נקודות לעומת 55.3 נקודות בינואר. המדד המשולב למגזרי הייצור והשירותים ירד ל-52.9 נקודות לעומת 54.6 נקודות בינואר.

השבוע יבוצעו כמה שינויים בממשל הסיני, כולל חילופי אנשים בתפקידים בכירים בכלכלת סין והארכת כהונתו של נשיא סין, שי ג'ינפינג, לזמן בלתי מוגבל. בנוסף, הממשל הסיני צפוי

להגביר את פעילותו באכיפת חוקי איכות הסביבה ולפעול לצמצום החוב בחקיקה שתבצע בקונגרס הלאומי הסיני בשבוע הבא. בשל ההשפעה הגדולה של סין על הכלכלה העולמית כל שינוי בסין מחייב תשומת לב. כך לדוגמא מחירי הנפט יורדים כל אימת שיש חשש להקטנת הביקוש מצד סין והודו ויפן.

## וביפן:

נתון הייצור תעשייתי (חודשי) היה מצוין ועמד על 2.9% לעומת צפי של 2.7%. ומדד הייצוא (שנתי) לחודש ינואר עלה 12.2% לעומת צפי לעלייה של 10.3% והמאזן המסחרי ירד ב 943 מיליארד לעומת צפי לירידה של 1.002 מיליארד.



ישראל:

מדד המחירים אשר פורסם ביום חמישי האחרון עלה ב-0.10% הסעיפים שהפתיעו כלפי מעלה הם הפירות והירקות. אולם, ההפתעה העיקרית הגיעה מכיוון סעיף הדיור שירד ב-0.30%. כידוע, מרכיב מדד המחירים אינו משקלל את מחירי הדיור אלא את מחירי שכר הדירה, והחודש ראינו כי מחירי הדירות למגורים ירדו ב-1% בחודש האחרון, נוסף על ירידה מצטברת של 2.10% בארבעת החודשים האחרונים.

### מדד המחירים בישראל



ירידה במחירי הדיור גוררת עמה לרוב גם ירידה במחירי השכירות, אשר תיתן, במידה ותימשך זמן מה, רוח גבית שלילת לסביבת האינפלציה. אנו לא משנים בשלב זה את תחזית האינפלציה בשנה הקרובה והיא עומדת על 0.40%.



לאחרונה ראינו פתיחת מרווחים משמעותית לאורך כל העקום גם באפיק הצמוד וגם באפיק השקלי להערכתנו מגמה זו באה בעיקר בגלל עליית התשואות בארה"ב אשר בינתיים אנו רואים שהתקררה.

מגמה זו של עליית תשואות והתקררות בארה"ב חוזרת על עצמה מספר פעמים, אולם בפועל התשואות אינן מצליחות לעלות את רף ה-3%. עליית התשואות בישראל שמושפעת מכל סבב כזה של עליית תשואות אינה מוצדקת כלל, שכן סביבת האינפלציה בישראל שונה לחלוטין מסביבת האינפלציה בארה"ב. השקל החזק תורם את תרומתו השלילית לסביבת האינפלציה כדוגמת הוצאות חו"ל, הוצאות רכב פרטי הבראה נופש ועוד ועוד... ולכן, אנו ממליצים לא להיות מושפעים מתנודות באג"ח המקומי בטווח הקצר ואף לנצל את פתיחת המרווחים באגרות החוב. מח"מ בינוני ארוך יכול לתת תשואה עודפת תוך בחירה סלקטיבית באגרות החוב הקונצרניות אשר מדורגות ואו קיים שעבוד ברמה נאותה.

לאור סביבת האינפלציה הנמוכה בישראל, אנו מעריכים כי הריבית תישאר על כנה לפחות בשנה הקרובה, ולכן מעדיפים לשמור על אחזקה זהה בין האפיק הצמוד לבין האפיק השקלי, תוך העדפת מח"מ ארוך בחלק הממשלתי ואילו בחלק הקונצרני אנו מעדיפים את המח"מ הבינוני קצר.