

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

צפויה יציבות בריבית היום, אך יתכן מסר הרומז על אפשרות להורדת ריבית בעתיד

נקודות עיקריות

מאקרו ישראל

- מכלול הנתונים הכלכליים לא מעודדים במיוחד.
- מסתמנת ירידה (ריאלית) ביצוא, ולפי חלק מהנתונים: התמתנות בצריכה הפרטית.
- רשתות השיווק מדווחות על התכווצות של 3.6% ברבעון ב'.
- יחד עם זאת, בשל גידול ביבוא, המדד המשולב של בנק ישראל עלה ב- 0.4% ביוני.
- צפויה צמיחה מתונה של 1.5%-2% ברבעון ב'.

אינפלציה:

- צפוי פיחות ב- 2016 בשל הסבירות שיווצרו פערי ריבית שליליים ומשמעותיים.
- שינוי בהנחת תוואי שע"ח מיציבות לפיחות מתון (3% שנה קדימה) הביא לעלייה בתחזית האינפלציה ל- 1.0% (מ- 0.8%) שנה קדימה.
- אנו מניחים יציבות במחירי הסחורות, עלייה מתונה בשכר, ועלייה מתונה במחירי הדיור.

מדיניות מוניטארית

- בנק ישראל יתקשה להוריד את הריבית היום על רקע ההודעה הניצית לפני חודש.
- יחד עם זאת, מאז ההחלטה הקודמת השקל יוסף ומסתמנת חולשה בפעילות הכלכלית.
- גם ציפיות האינפלציה שנה קדימה מעט ירדו, גם בקרב החזאים וגם בשוק ההון.
- פלוג תשאף להחזיר את האופציה של כלים לא קונבנציונליים בהודעה המוניטארית.

מאקרו גלובלי

- מכלול הנתונים הכלכליים בארה"ב מצביעים על שיפור, בפרט בענף הבנייה.
- בארה"ב מסתמנת עלייה חדה באינדיקטורים המובילים בחודשיים האחרונים.
- ביולי מדד מנהלי הרכש בסין ירד לרמה הנמוכה ביותר ב- 15 החודשים האחרונים (48.2 נקודות), עם ירידה בהזמנות ובתפוקה.
- התמתנות בפעילות בסין תרמה לירידת תשואות בארה"ב (גם במחירי הסחורות).

ריבית		
נוכחית	0.10%	
בסוף 2015	0.10%	
בעוד שנה	0.25%	
אינפלציה		
12 ח' אחרונים	-0.4%	
3 ח' קרובים	-0.3%	
12 ח' קרובים	1.0%	
2015	-0.1%	
שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.825	4.1809
שינוי שבועי	0.95%	1.3%
YTD	-1.6%	-11.8%
3 ח' קרובים	3.85	4.20
שנה קדימה	3.92	4.23
אג"ח סחירות		יולי
פדיון	1.3	
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	2.3	
עודף פדיון	-1.0	

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1016	-0.78	-0.8	-0.9
בינוני 1019	-0.52	-0.5	-0.4
ארוך 923	0.37	0.40	0.45
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.23	0.25	0.25
בינוני 120	1.01	1.0	1.1
ארוך 1026	2.41	2.45	2.5
US			
2y	0.68	0.7	0.7
5y	1.62	1.7	1.8
10y	2.26	2.4	2.5

* ט"ק- החודש הקרוב
* ט"ב- 3 חודשים

שוק האג"ח

- שוק האג"ח הישראלי עשוי להגיב מחר בחיוב להודעת ריבית "יונית" (dovish).
- כצפוי, בשבוע האחרון פרמיית הסיכון הישראלי בשחר הארוך ירדה.
- למרות ירידת תשואות בארה"ב, גברה ההסתברות להעלאת ריבית בספטמבר בארה"ב.
- התשואות בארה"ב צפויות לנוע לכיוון 2.3%-2.5% בחודש הקרוב.
- מגמת עליית תשואות בארה"ב לא תטיב עם שוק האג"ח הישראלי.
- בנוסף, צפויים קשיים רבים סביב אישור מסגרת התקציב אשר עלולים להעיב על השוק.
- אנו ממליצים לקצר מח"מ בשוק האג"ח הישראלי עקב ציפייה לעליית תשואות בארה"ב.

זום אין

האם צריכת המזון בישראל מתמתנת?

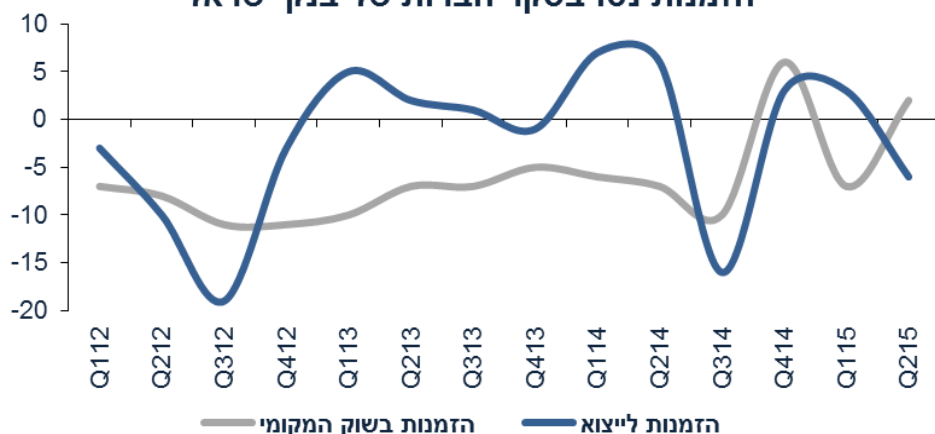
- למרות הירידה בצריכת מזון בדיווחים של רשתות השיווק, נתוני תוצר מצביעים על האצה בצריכה בשנה האחרונה.
- סדרות אחרות כגון המכירות בכרטיסי האשראי מצביעות על המשך התרחבות בצריכת מזון ברבעון ב'.

שיפור בהזמנות לשוק המקומי

סקר חברות של בנק ישראל לרבעון השני של השנה מצביע על המשך צמיחה במשק הישראלי אך **בקצב מאד מתון**. סך הכול המאזן נטו של כלל הסקטור העסקי (מנוכה עונתיות) נותר נמוך (-1.0) לעומת -2.0 ברבעון א' ו-6+ ברבעון ד'. בתעשייה מסתמנת ירידה בתקופה זו (-4 ברבעון ב' לעומת 2+ ברבעון א'). מדד ההזמנות לייצוא ירד ל-2- מ-6+, אך מסתמנת התרחבות מתונה בהזמנות לשוק המקומי. מסתמן שיפור בענפי הבנייה והשירותים. ענפי המסחר דיווחו על מאזן נטו שלילי של -7 ברבעון ב' (לאחר -10 ברבעון א')

ירידה בהזמנות לייצוא

הזמנות נטו בסקר חברות של בנק ישראל



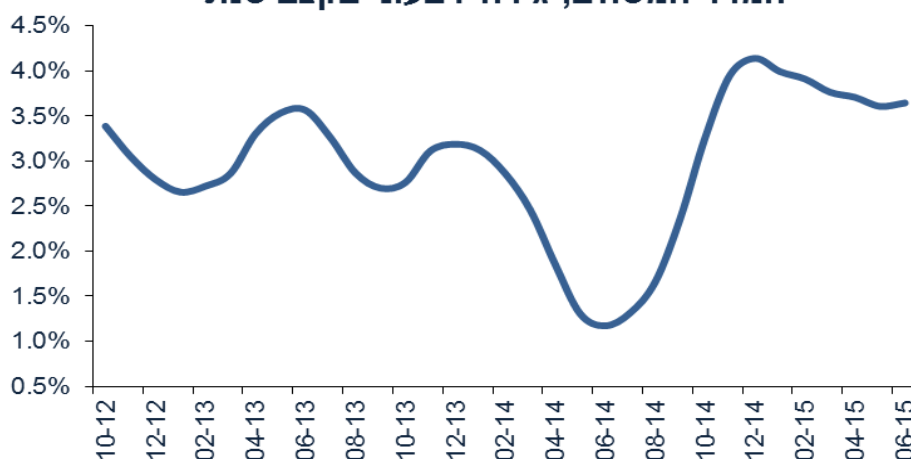
שיפור במדד המשולב בשל גידול ביבוא

המדד המשולב של בנק ישראל עלה ב-0.4% בחודש יוני, זאת לעומת 0.3% במאי ו-0.2% באפריל. גידול ביבוא חומרי הגלם ומוצרי צריכה תמך בעלייה במדד (גם עלייה במספר משרות הפנויות), זאת לעומת ירידה בייצוא ובייצור התעשייתי. חשוב לזכור שגידול ביבוא **מקטין** את התוצר (אשר מודד רק את הערך המוסף של המשק). יחד עם זאת, במבט עתידי, עלייה ביבוא תשומות תומכת בגידול בפעילות ברבעונים הבאים.

עלייה במדד המשולב תומכת ביציבות בריבית

בהסתכלות על קצב הגידול השנתי של המדד המשולב ברבעון ב', מדובר בקצב מהיר יחסית של 3.6%, מעט פחות מהצמיחה ברבעון א' (3.8%). בסך הכול, **מדובר באינדיקטור המצביע על התרחבות בפעילות**

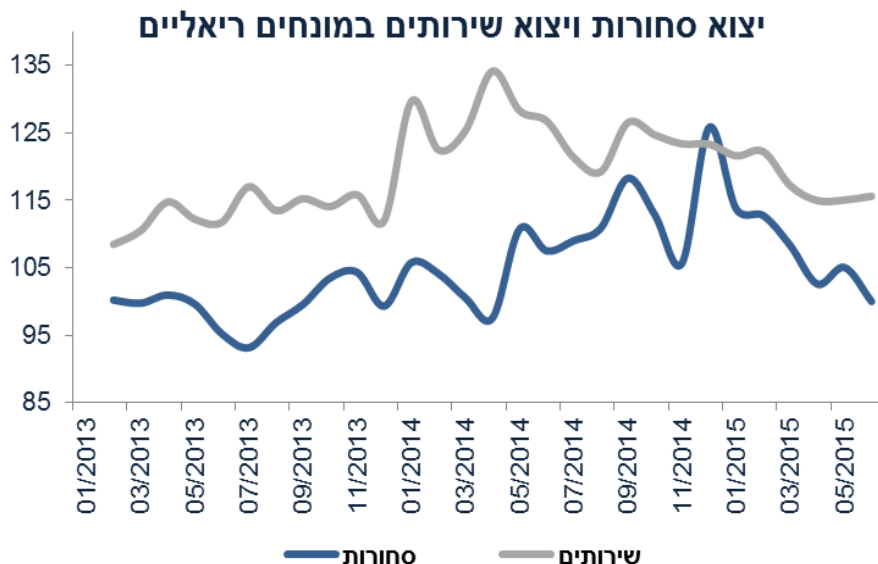
המדד המשולב, גידול רבעוני בקצב שנתי



היצוא נמצא במגמת התכווצות

בתוך המדד המשולב בנק ישראל אומד את היצוא התעשייתי הריאלי (מתוך נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). גם יצוא שירותים מהווה סדרה מתוך המדד המשולב. **שתי הסדרות מצביעות על ירידה.** אומנם יצוא הסחורות מושפע לרעה מהשביתה בכי"ל. ברבעון ב' יצוא שירותים ירד ב- 16% בקצב שנתי, ויצוא סחורות ירד ב- 29%.

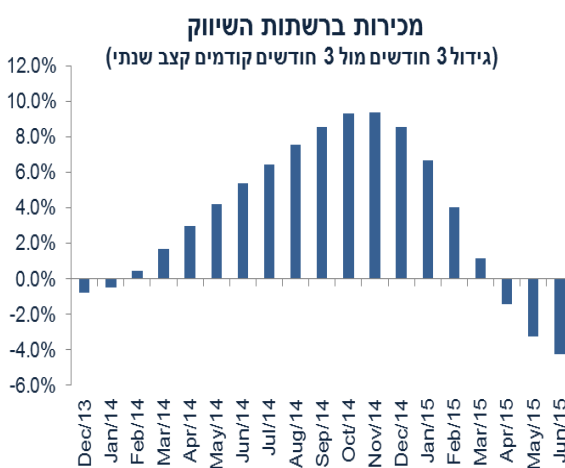
התכווצות ביצוא הריאלי ברבעון ב'



צניחה במכירות ברשתות השיווק ביוני

הסדרה של מכירות ברשתות השיווק נוטה להיות מאד תנודתית ברמה חודשית, אך עדיין קשה להסביר את הירידה החדה בשיעור של 7.1% בחודש יוני (מנוכה עונתיות). ברבעון ב' המכירות ירדו ב- 3.6% (בקצב שנתי) לאחר ירידה של 0.5% ברבעון א' (נתוני מגמה). "בזום אין" אנו מנתחים את צריכת המזון בישראל.

קשה להסביר את הקריסה במכירות ברשתות השיווק



צפויה יציבות בריבית היום, אבל תתכן הודעה מוניטארית "יונית"

בדומה להחלטות הריבית בחודשים הקודמים, שיקולי הריבית אינם חד כיווניים:

בעד הורדת ריבית:

פלוג כבלה

את ידיה

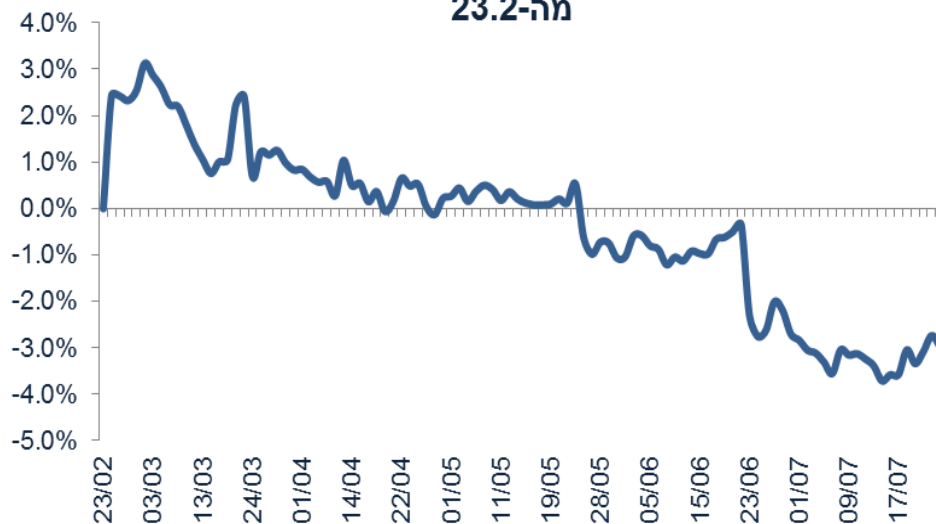
בהודעת

הריבית

הקודמת

- ✓ השקל (מול סל המטבעות) יוסף ב- 2.6% מאז החלטת הריבית האחרונה וב- 3.0% מאז ה- 23.2.15 בו הריבית ירדה בפעם האחרונה. יחד עם זאת, בשבוע האחרון חל פיחות של 0.6%.

השינוי המצטבר בשע"ח של השקל מול סל המטבעות
מה-23.2



- ✓ הנתונים הכלכליים לא מעודדים במיוחד. מסתמנת ירידה ביצוא ובייצור כאשר גם בצריכה הפרטית קיימים נתונים המצביעים על התמתנות (ראה רשתות השיווק, גם מסחר קמעונאי). לעומת זאת, שוק העבודה בהחלט איתן והאבטלה נמוכה (5%), קרובה לתעסוקה מלאה.
- ✓ מסתמנת התמתנות במחירי הדיור (אך עלייה בביקוש לדיור ערב השינויים במיסוי).
- ✓ מסתמנת ירידה בציפיות האינפלציה. לפי בנק ישראל, החזאים (בממוצע) צופים אינפלציה שנה קדימה של 1.0%, ירידה מ- 1.1% לפני חודש.

בעד אי שינוי בריבית:

- ✓ מדד יוני עלה ב- 0.3%, ברף הגבוה של ההערכות המוקדמות. יחד עם זאת, המדד מנוכה עונתיות נותר יציב.
- ✓ רק לפני חודש הועבר מסר ברור שבנק ישראל לא רואה סיבה להורדת ריבית נוספת.

לפי הערכתנו, קרנית פלוג הופתעה מעוצמת תגובת השוק להחלטת הריבית הקודמת ומסיבת העיתונאים. לפני חודש היא אמרה:

"לאור התוואי הצפוי של חזרת האינפלציה לתוך היעד והתייצבות קצב הצמיחה המתונה, נראה שפחתה ההסתברות לכך שנידרש לשימוש בכלים בלתי קונבנציונליים בתקופה הקרובה"

פלוג תשאף לתקן את המסר הזה וליצור מרחב תמרון יותר גדול וגמישות מוניטארית, זאת במטרה להקטין את הכוחות לייסוף בשקל (של הסקטור הפיננסי).

בארה"ב: נתונים חיוביים תומכים בהעלאת ריבית

:Good news

למרות

הנתונים

החיוביים,

התשואות

ירדו

✓ מספר דורשי העבודה ירד ב- 25 אלף איש בשבוע האחרון ל- 255 אלף איש! אומנם חודש יולי מאופיין על ידי תנודתיות רבה.

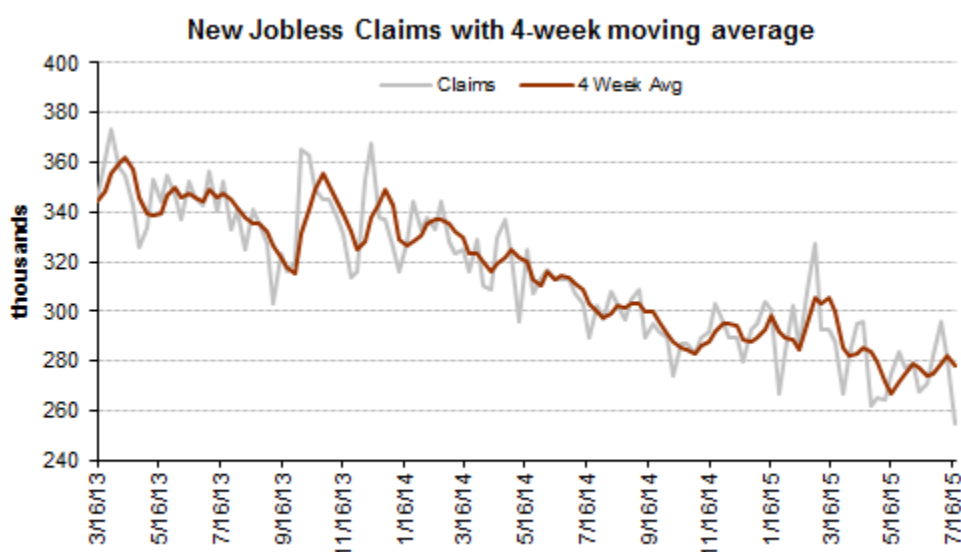
✓ המכירות של בתים יד שנייה עלו ב- 3.2% בחודש יוני לאחר גידול של 4.5% בחודש מאי.

✓ מדד האינדיקטורים המובילים עלה ב- 0.6% בחודש יוני לאחר גידול של 0.8% בחודש מאי, זאת על רקע התרחבות באישורי הבנייה.

:Disappointing news

✓ מכירות של דירות חדשות ירדו ב- 6.8% בחודש יוני. מדובר בסדרה יותר תנודתית מאשר המכירות של דירות יד שנייה.

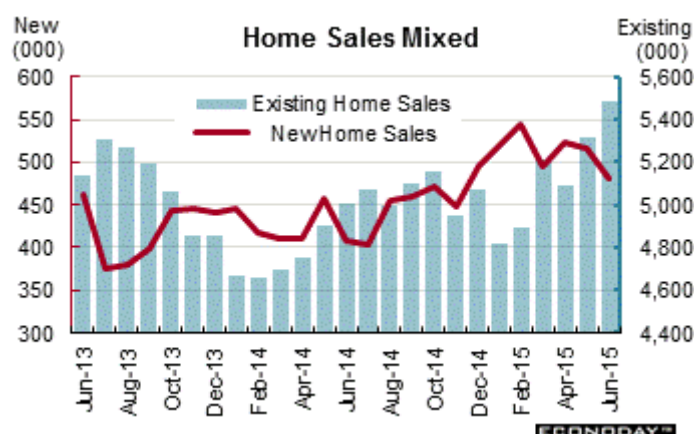
ירידה במספר דורשי העבודה תומכת בגידול מהיר במספר המועסקים בחודש יולי:



updated 7/23/15

ECONODAY

מסתמן גידול במכירות של דירות יד שנייה, ודשדוש במכירות של דירות חדשות:



ECONODAY

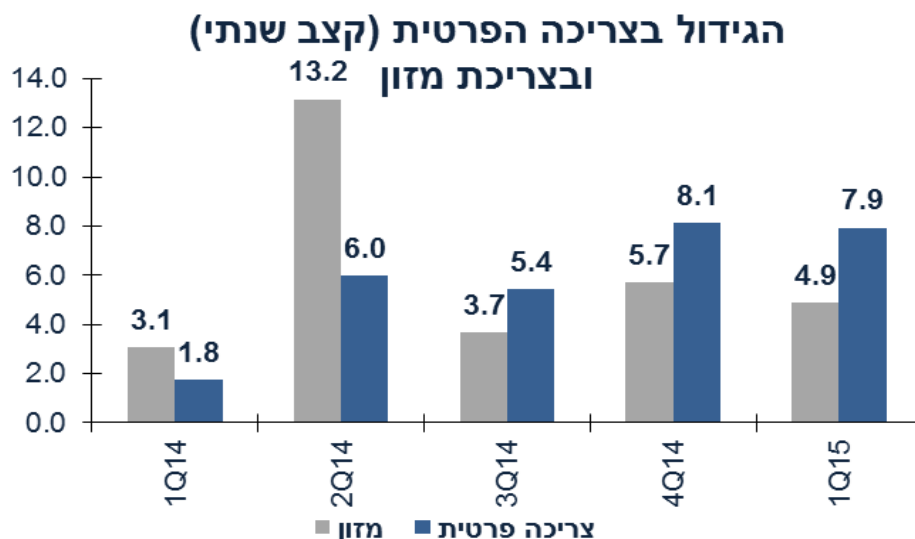
לא צפוי שינוי בהחלטת הריבית הקרובה ב- 27-28 ליוני. אך עדיין קיימת סבירות להעלאת ריבית ב- 16 ל- 17 לספטמבר, זאת במידה ונתוני התעסוקה של יולי ואוגוסט יהיו חיוביים.

זום אין: צריכת המזון עלתה בקצב מהיר בשנה האחרונה

בהחלט קיימת אי וודאות לגבי ענף המזון בישראל. ברמת הפירמות, רשתות השיווק מדווחות על ירידה בהכנסות. יחד עם זאת, ניתוח של נתוני המאקרו של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה מסיק מסקנה הפוכה:

נתוני התוצר מצביעים על גידול מהיר בצריכת מזון

1. לפי החשבונאות הלאומיים, מרבעון ב' 2014 ועד רבעון א' צריכת המזון עלתה ב- 6.8% בממוצע, בדומה לגידול בצריכה הפרטית כולה:



חלה ירידה חדה במחירי המזון

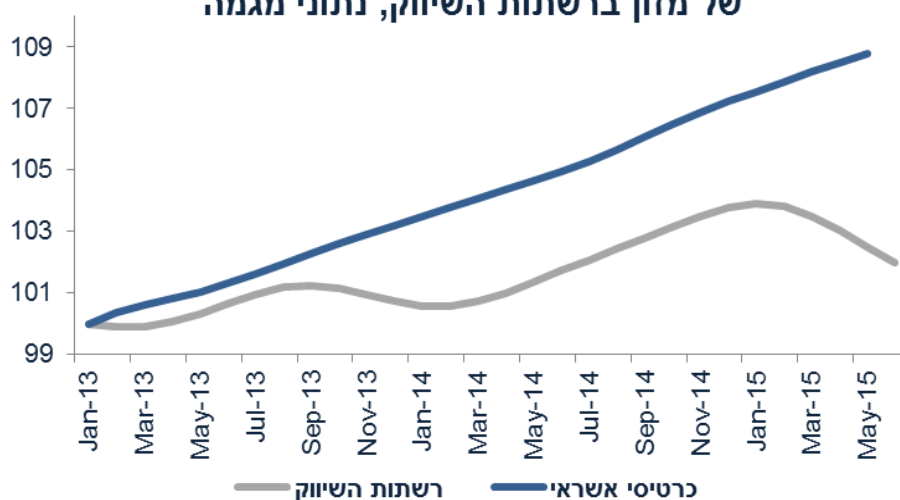
2. נתוני תוצר מתבססים על מכלול הנתונים הסטטיסטיים על צריכה המזון. יחד עם זאת, מחירי המזון ירדו בהתמדה. כמובן שירידת המחירים תרמה לירידה בהכנסות השוטפות של הרשתות.



3. יחד עם זאת, לפי נתוני הלמ"ס, מסתמנת ירידה ריאלית במכירות ברשתות השיווק בשיעור חד של 5.7% ברבעון ב' (נתוני מגמה בקצב שנתי) לאחר ירידה של 1.1% ברבעון א'. אומנם מגמת התכווצות זו סותרת את הדיווחים מחברות כרטיסי האשראי המצביעים על גידול יציב של 3.5% ברכישות המזון מתחילת השנה (3.4% בחודשים מרץ-מאי).

קשה להסביר את הדיווחים של רשתות השיווק

הרכישות של מזון בכרטיסי האשראי מול מכירות של מזון ברשתות השיווק, נתוני מגמה



4. איך ניתן לגשר על הפער בין הסדרות? אולי הסיבה קשורה למעבר מרכישות ברשתות השיווק הגדולות לחנויות אחרות אשר אינן במדגם של "רשתות השיווק"? קשה באמת לתת הסבר חד משמעי. בכול מקרה, סביר להניח שצריכת המזון (הריאלית) בישראל נמשכת ברבעון ב', לפחות בקצב של גידול האוכלוסייה של 1.7% לשנה. בנוסף, עדכון שכר מינימום ושיפור בתעסוקה תומכים בהמשך התרחבות בצריכת המזון בישראל.

הפער המצטבר בין הרכישות של מזון בכרטיסי האשראי ובין המכירות ברשתות השיווק



מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
				26.7
		הזמנות מוצרים בני-קיימא, סקר הפד של פילדלפיה	החלטת ריבית	27.7
	בריטניה-נתוני התמ"ג לרבעון השני	מדד מנהלי הרכש לשירותים, ביטחון הצרכנים		28.7
	בריטניה-מדד מחירי הבתים Nationwide, אישורי משכנתא	בקשות משכנתא, מכירות בתים תלויים, החלטת ריבית של הפד	רכישות בכרטיסי האשראי	29.7
	ביטחון הצרכנים	נתוני התמ"ג לרבעון השני	סקר כוח אדם (אבטלה)	30.7
	שיעור האבטלה, מדד המחירים לצרכן בריטניה-ביטחון הצרכנים	מדד סנטימנט הצרכנים של אונ' מישיגן		31.7

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 מיועץ השקעות אשר יעוצו 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 מפיצייהם 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.