

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

למרות המדד הנמוך בחודש אוגוסט, צפויה יציבות בריבית

נקודות עיקריות

מאקרו ישראל

- נתוני המגמה מצביעים על ירידה קלה ביצוא בחודשים יוני-אוגוסט.
- מסתמן גידול ביבוא חומרי הגלם, אינדיקטור מוביל חיובי לייצור התעשייתי.
- בחודשים יוני-אוגוסט חל גידול ביבוא מוצרי צריכה בקצב שנתי של 13%.
- גידול מהיר במיסי צריכה, מצביע גם על התרחבות בצריכה הפרטית.
- במחצית הראשונה של 2015 מסתמנת האצה במספר התחלות הבנייה.
- בסך הכול, **מסתמנת התרחבות בפעילות ברבעון ג'**, בפרט בצריכה הפרטית.

אינפלציה:

- מדד אוגוסט (-0.2%) הפתיע כלפי מטה בשל ירידה במחירי הפירות ובמחירי התקשורת.
- **לא מדובר באיתות של האטה בביקושים**, אלא גידול בצד ההיצע (הגברת התחרות).
- מסתמנת עלייה במחירי השכירות (YOY 2.4%) אשר מבטאת עלייה בביקושים.
- מחירי דירות לרכישה עלו בקצב מהיר (YOY 6%), האצה מ- 3.7% לפני חודשיים.
- מדד ספטמבר הנמוך (-0.5%) יושפע מהוזלה במחירי הדלקים, החשמל, וביטול אגרת טלוויזיה (תרומה של -0.19%).

- במבט ארוך יותר, **המשך פיחות בשקל ועליית שכר יתמכו בעליית אינפלציה.**

מדיניות מוניטארית

- בשלב זה נראה שבנק ישראל ישמור על יציבות בריבית בסוף החודש.
- הירידה במדד אוגוסט, לא מבטאת ירידה בביקושים ואינפלציה הליבה עלתה.
- המשך עלייה במחירי הדיור צפויה להדאיג את בנק ישראל.
- מצד שני, הירידה בציפיות האינפלציה מהווה שיקול חשוב בהחלטת הריבית.

מאקרו גלובלי

- סביר להניח שהפד ידחה את העלאת הריבית הראשונה לחודש אוקטובר.
- בארה"ב מסתמנת חולשה באמון הצרכני בחודש ספטמבר.
- מדד המסחר הקמעונאי עלה באוגוסט ב- 0.2%, פחות מהציפיות המוקדמות (0.3%).
- הפד צפוי להדגיש את העלייה בסיכון הגלובלי (בעיקר בסין) בהחלטת הריבית.

שוק האג"ח

- למרות אינפלציה שלילית בחודשים הקרובים, לא צפויה הורדת ריבית בישראל.
- הגרעון התקציבי עלול להתרחב בשנת 2016.
- הפד עלול להפתיע עם העלאת ריבית השבוע או לרמוז על העלאת ריבית מתקרבת.
- במבט כולל, קיים סיכון לגרעון, סיכון של עליית תשואות בארה"ב ופוטנציאל נמוך להורדת ריבית בישראל ולכן מומלץ לקצר מח"מ, זאת במידה והתשואות ירדו היום בתגובה למדד הנמוך באוגוסט.
- האפיקים הצמודים עדיפים על האפיקים השקליים, זאת **בשל אינפלציה גלומה נמוכה מדי בשוק האג"ח** (למעשה: אפס, לטווח של קצת יותר משנה).

זום אין

בשנת 2016 צפוי פיחות בשקל

- מסתמנת עלייה בגרעון הסחר ולכן צפויה ירידה בעודף בחשבון השוטף.
- בנק ישראל לא צפוי להעלות את הריבית עד סוף 2016.
- גופים מוסדיים ישראלים צפויים להגדיל את החשיפה למט"ח.

ריבית	
נוכחית	0.10%
בסוף 2015	0.10%
בעוד שנה	0.25%

אינפלציה	
12 ח' אחרונים	-0.4%
3 ח' קרובים	-0.7%
12 ח' קרובים	0.7%
2016	1.3%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.866	4.369
שינוי שבועי	-1.6%	-0.2%
YTD	-0.6%	-7.1%
3 ח' קרובים	3.90	4.35
שנה קדימה	4.0	4.35

אג"ח סחירות	ספטמבר
פדיון	0.7
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	2.3
עודף פדיון	-1.6

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1016	0.19	-0.1	-0.5
בינוני 1019	-0.03	-0.1	-0.3
ארוך 923	0.61	0.5	0.6

שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.15	0.15	0.2
בינוני 120	1.01	0.9	1.0
ארוך 1026	2.41	2.35	2.45

US	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
2y	0.79	0.80	0.80
5y	1.58	1.6	1.7
10y	2.26	2.3	2.45

* ט"ק- החודש הקרוב
* ט"ב- 3 חודשים

המדד הנמוך לא נבע מהאטה בביקושים

מדד חודש אוגוסט ירד ב- 0.2% לעומת התחזית שלנו של אי שינוי (0.0%). הסטייה בין המדד בפועל ובין התחזית שלנו נובעת משני סעיפים:

✓ מחירי הפירות והירקות ירדו ב- 1.5%, לעומת העלייה העונתית הרגילה של התייקרות פירות הקיץ בסוף העונה, אבטיחים בפרט. מחירי הפירות ירדו ב- 6% בחודש אוגוסט השנה לעומת עלייה ממוצעת של 3.6% בארבע השנים האחרונות. מדובר בסעיף תנודתי מובהק, המושפע משינוי מזג אויר ויבולים (צד ההיצע). לא מדובר כאן בהתמתנות בביקושים.

✓ סעיף התקשורת ירד ב- 2.1% ותרם -0.06% למדד. הירידה החדה במחירי התקשורת נובעת מהגברת התחרותיות בתוכן הטלוויזיה, שירותי אינטרנט, ושירותי טלפון. סעיף זה ירד ב- 5.9% ב- 12 החודשים האחרונים. גם כאן, הירידה במחירים איננה נובעת מהתמתנות בביקושים אלא שינויים חדים בצד ההיצע (תחרותיות).

✓ לסיכום, מדד אוגוסט הנמוך איננו מעיד על התמתנות בביקושים, ואפילו חלה עלייה באינפלציית הליבה (ראה בהמשך).

✓ **מסתמנת עלייה מתונה באינפלציית הליבה** (האינפלציה ללא סעיפי האנרגיה והמזון) לקצב שנתי של 0.7% ב- 12 החודשים האחרונים, עלייה מ- 0.5% בחודש יולי ובחודש יוני. עלייה זו נובעת בעיקר מעלייה במחירי הדירות (מחירי השכירות) ב- 2.5% ב- 12 החודשים האחרונים לעומת עלייה מתונה יותר (2.3%) בחודש הקודם.

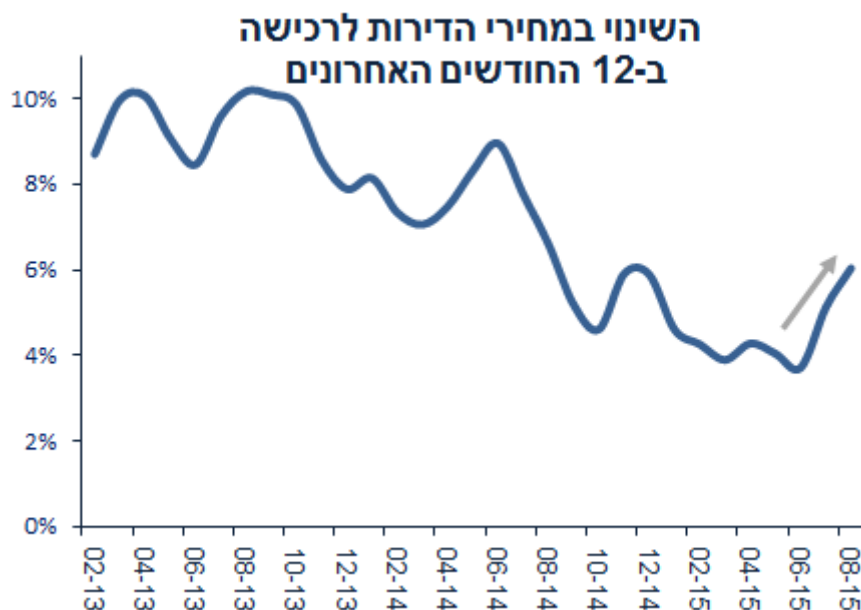
מסתמנת עלייה
באינפלציית הליבה
ועלייה במחירי
הדיור

אינפלציית הליבה ב- 12 החודשים האחרונים



✓ מחירי הדירות בחוזים מתחדשים (16% מסל הצריכה) עלו ב- 2.4% ב- 12 החודשים האחרונים, האצה מקצב של 2.2% בחודשים הקודמים (המרכיב הגדול בסעיף הדיור). **האצה (מתונה אומנם) בעליית מחירי השכירות משקפת עלייה בביקושים** בעיקר (צד ההיצע לא משתנה במהירות). מגמה אשר צפויה להדאיג את בנק ישראל.

✓ לפי סקר הדיור, מחירי הדירות לרכישה עלו ב- 6.0% ב- 12 החודשים האחרונים, האצה מקצב של 3.7% לפני שנתיים. בחודשיים האחרונים, מחירי הדיור (לפי סקר הדיור) עלו בכאחוז לחודש בממוצע.



קצב האינפלציה
יעלה לאחר
אוקטובר

האינפלציה ב-12 החודשים הקרובים צפויה להגיע ל-0.7% (ו-1.3% בשנת 2016) ותושפע מהגורמים הבאים:

- ✓ מסתמנת האצה בקצב עליית השכר בסקטור העסקי ל-3.3% ב-12 החודשים האחרונים (יוני 2014 עד יוני 2015), זאת לעומת קצב של 2.2% בחודש אפריל. מדובר בהשפעת עדכון שכר מינימום והתקרבות לתעסוקה מלאה. אנו צופים עלייה של 3.5% בשכר השנה.



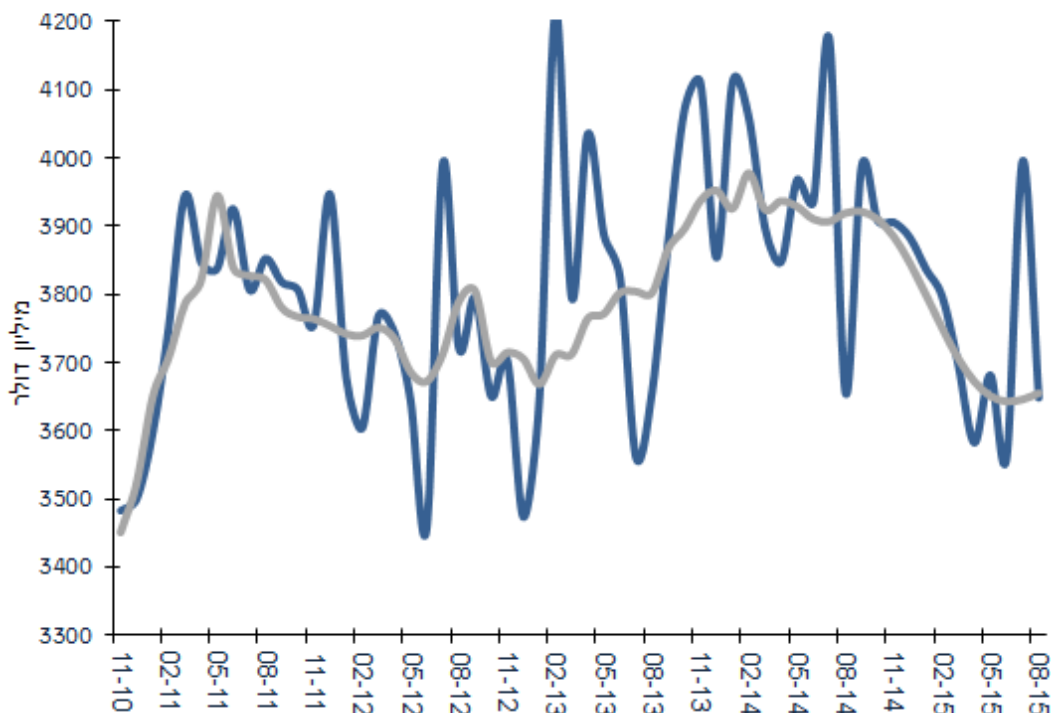
- ✓ מגמת הפיחות צפויה להימשך (ראה "זום אין").
- ✓ חשוב להדגיש שבטווח הקצר האינפלציה תושפע כלפי מטה משורה מהלכים ממשלתיים: הורדת מע"מ באחוז (-0.25%), ירידה במיסוי על בירה ואלכוהול (-0.05%), ביטול אגרת טלוויזיה (-0.19%) והוזלה של ביטוח החובה (-0.1%). עם זאת מדובר בהוזלות חד פעמיות אשר הוכנסו לתחזית האינפלציה (עיקר ההשפעה על מדדי ספטמבר-אוקטובר).
- ✓ הגברת התחרותיות תימשך בתחום התקשורת, המזון המיובא ונסיעות לחו"ל.
- ✓ מחירי הסחורות, לאן? הנחנו יציבות במבט קדימה. אנחנו לא צופים משבר כלכלי עמוק בסין, כאשר הצמיחה הגלובלית בשנת 2016 צפויה להיות גבוהה יותר מהצמיחה בשנה זו.

עלייה ביבוא מול דשדוש ביצוא

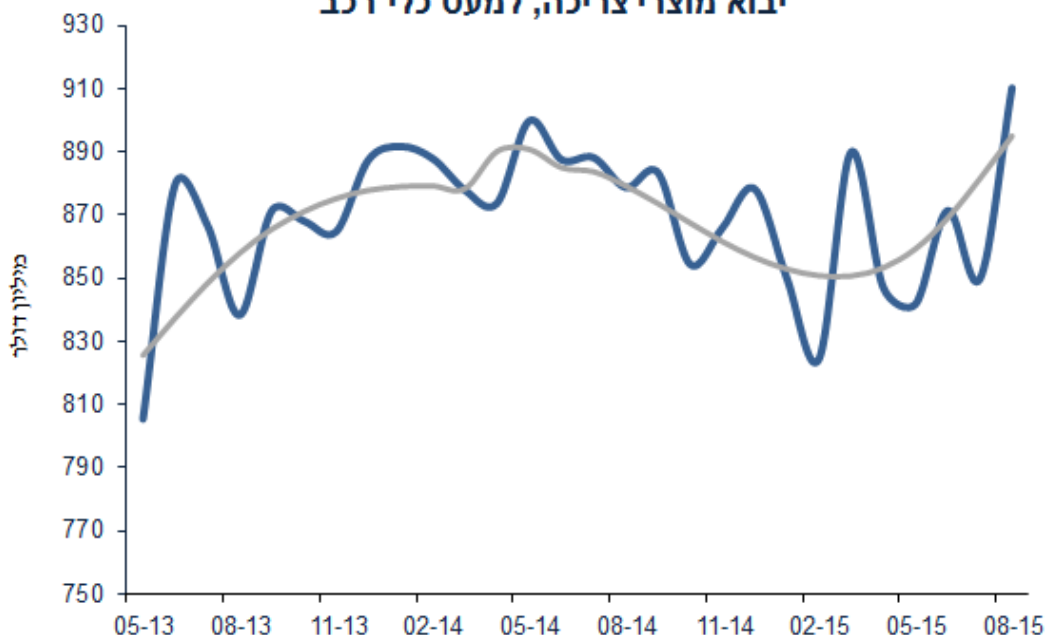
בחודשים האחרונים מסתמן גידול ביבוא (על כל מרכיביו) מול קיפאון ביצוא (עלייה ביולי וירידה באוגוסט). בחודשים יוני-אוגוסט יבוא מוצרי הצריכה (למעט מכוניות) עלה ב- 13% (בקצב שנתי), יבוא חומרי הגלם עלה ב- 6% (אשר תומך בגידול בייצור התעשייתי בחודשים הקרובים), ויבוא מכונות וציוד ב- 33%. לעומת זאת היצוא התעשייתי ירד ב- 3%.

הגידול ביבוא
מעודד

הייצוא התעשייתי



יבוא מוצרי צריכה, למעט כלי רכב

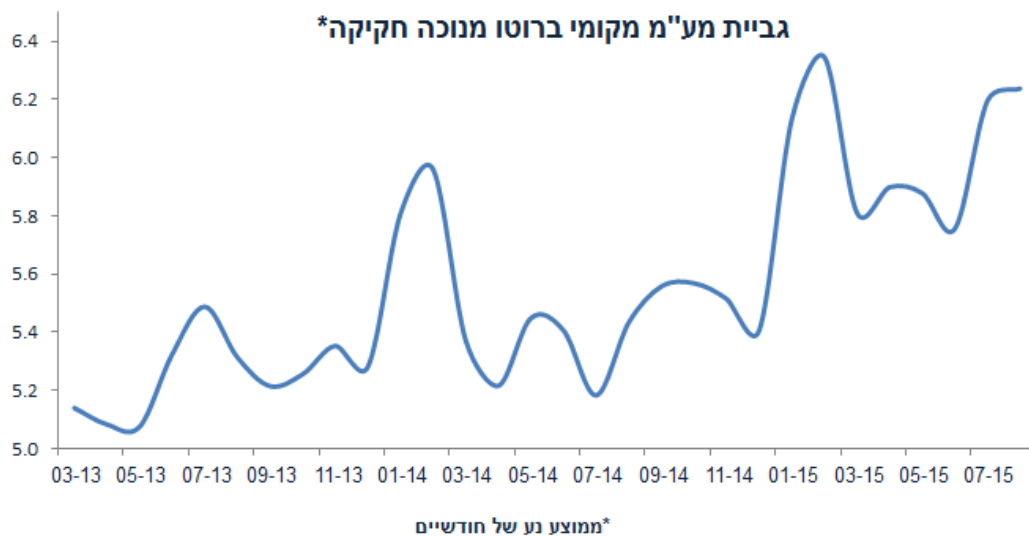


שוק האג"ח, שוק המט"ח ומדיניות מוניטארית

מה לגבי החלטת הריבית החדשה? בשלב זה נראה לנו שבנק ישראל ישמור על יציבות בריבית מכמה סיבות:

✓ מדד אוגוסט הנמוך איננו מעיד על התמתנות בביקושים.

✓ מספר נתונים, כולל גביית מע"מ מקומי (ראה גראף) בחודש אוגוסט ויבוא מוצרי צריכה מצביעים על שיפור בצריכה הפרטית לאחר רבעון ב' חלש יחסית.



ללא ייסוף חד

קשה לצפות

להורדת

ריבית

✓ עלייה במחירי הדיור צפויה להדאיג את בנק ישראל.

✓ כמו כן, צפויה מדיניות פיסקאלית יותר מרחיבה בשנה הבאה, זאת לאחר הורדת מסים בהיקף של 6.5 מיליארד ₪ ולחץ פוליטי להגדיל את ההוצאות בתקציב.

✓ שע"ח של השקל שומר על כמעט יציבות מאז החלטת הריבית האחרונה (-0.4% מול סל המטבעות).

ייסוף חד יותר בשקל יתמוך בהורדת ריבית.

יחד עם זאת:

✓ ציפיות האינפלציה שנה קדימה בשוק ההון הגיעו לאפס.

✓ נדמה שהסיכונים הגלובליים אשר עלו לאחרונה (כפי שציין בנק ישראל), עדיין לא ירדו.

✓ ריבית הפד? עדיין מדובר בנעלם בגדול. הדעות בשוק חלוקות אך הרוב איננו צופה העלאת ריבית השבוע.

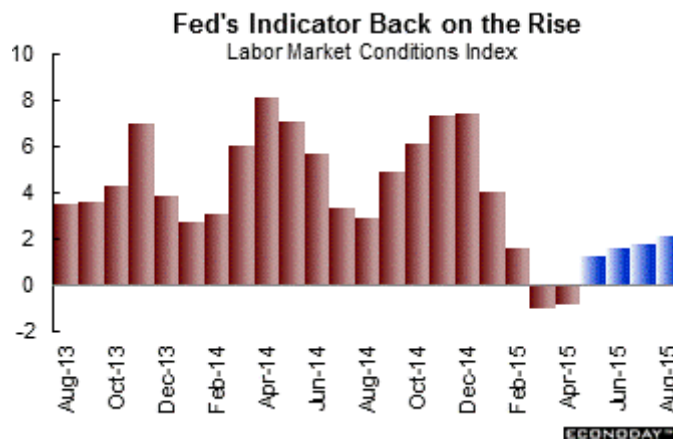
בארה"ב: To hike or not to hike ...

:Good news

- ✓ מספר המשרות הפנויות עלה ב- 8% בחודש יולי (job openings) לרמת שיא של 5.75 מיליון.
- ✓ מדד תנאי שוק העבודה (של הפד) עלה ב- 0.3% באוגוסט ו- 2.1% ב- 12 החודשים האחרונים. מדובר בשקלול של 19 אינדיקטורים לגבי שוק העבודה ומדד חשוב לחברי הפד.

העלאת ריבית
מתקרבת

עלייה במדד האינדיקטורים של שוק העבודה:



:Disappointing news

- ✓ מדד האמון הצרכני של משיגן ירד ל- 85.7 נקודות באמצע ספטמבר מ- 91.9 בתחילת החודש. הירידה חלה בעיקר במדד הציפיות קדימה.
- ✓ מדד מנהלי הרכש באזור ניו יורק – empire state ממשיך בהתכווצות: -14.67 בחודש ספטמבר בדומה לחודש אוגוסט (-14.92).
- ✓ מדד המסחר הקמעונאי עלה באוגוסט ב- 0.2%, פחות מהציפיות המוקדמות (0.3%) אך בכל זאת מדובר בנתון חיובי, לאחר גידול של 0.7% בחודש יולי.
- ✓ הייצור התעשייתי ירד ב- 0.4% בחודש אוגוסט, אך הנתון מחודש יולי תוקן ל- 0.9% + (מ- 0.6%).

הפד צפוי לדחות את העלאת הריבית הראשונה לחודש אוקטובר, זאת על רקע העלייה בסיכון הגלובלי (downside risks) בגלל ההתמתנות בסין, הירידה באינפלציית הליבה ל- 1.2% YOY באוגוסט מ- 1.3% לפני חודש, הירידה במחירי הדלקים והתחזקות הדולר. יחד עם זאת, הפד עשוי להודיע על קיום מסיבת עיתונאים לאחר ההחלטה ב- 28 לאוקטובר כדי לאותת על העלאת ריבית מתקרבת וכדי לשמור על אופציה להעלאת ריבית כבר בחודש הבא.

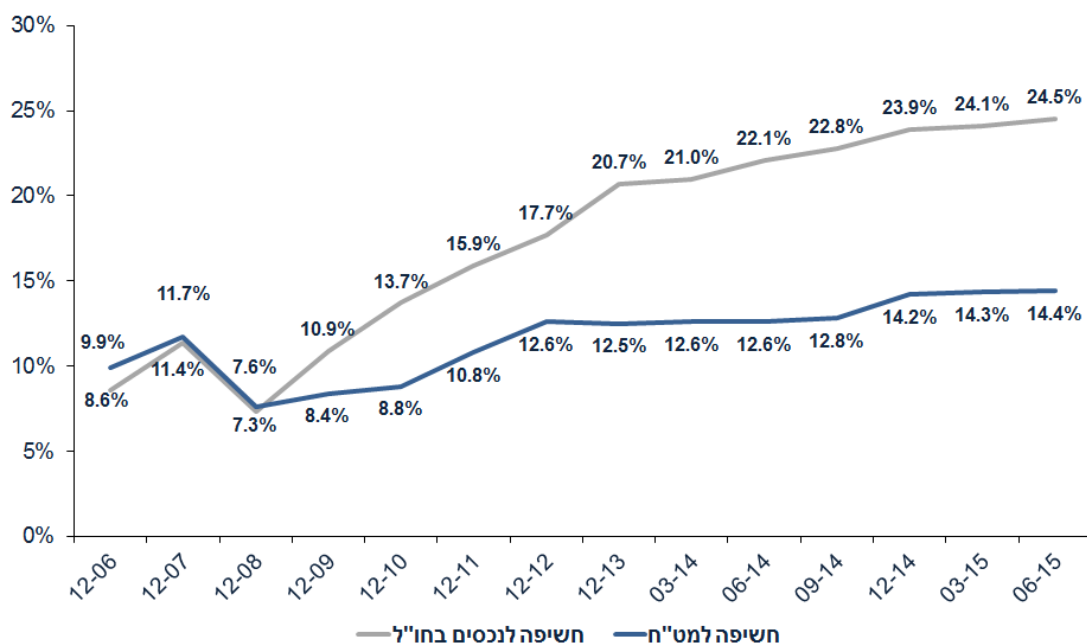
כפי שצינו בעבר, בנק ישראל לא צפוי להעלות את הריבית לפני השליש האחרון של 2016 (ואולי אחריו), אחרי כשלוש העלאות ריבית על ידי הפד בארה"ב. הרחבת פערי הריביות השלייים תומכת בפיחות מסוים בשקל, אך מנגד ימשך העודף בחשבון השוטף והשקעות ריאליות נטו. בחודשים ינואר-יולי תושבי חוץ השקיעו בישראל \$6.1 מיליארד בהשקעות ריאליות לעומת השקעות של \$6.7 מיליארד בשנת 2014 כולה.

צפויים פערי
ריביות
שלייים
בשנת 2016

ברבעון ב', גופים מוסדיים ישראלים, המשיכו להשקיע בחו"ל וגידרו כמחצית מהגידול בהשקעות הפיננסיות (\$300 מיליון מתוך גידול של \$600 מיליון). לא מדובר בשינוי דרמטי מסך הנכסים: גידול בחשיפת מט"ח ל-14.4% ברבעון ב' מ-14.3% ברבעון א' ו-14.2% ברבעון ד' 2014. השינוי החד התרחש במעבר מרבעון ג' 2014 (12.8%) לרבעון ד' 2014, כאשר מגמת הפיחות בשקל בחודשים אוגוסט-ספטמבר תפסה את המוסדיים עם חשיפת מט"ח נמוכה.

יתכן מאוד שהפנמה מחודשת לגבי הציפייה לפערי ריביות שלייים מול הפד תביא לקפיצה נוספת בחשיפת מט"ח על ידי מוסדיים ישראלים.

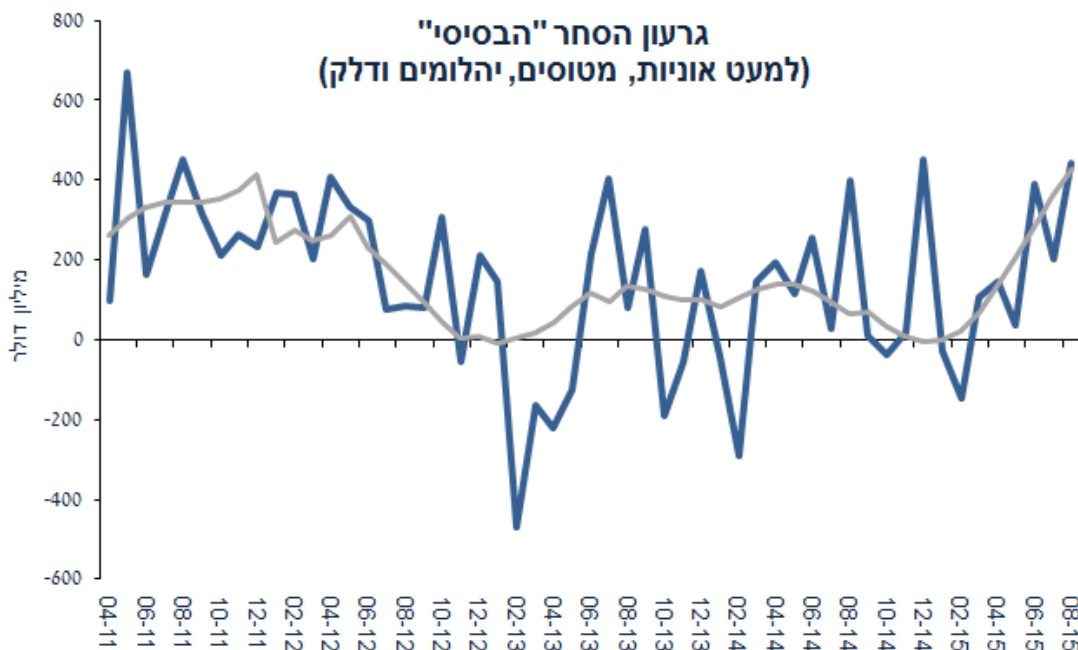
שיעור החשיפה של מוסדיים ישראלים לנכסים בחו"ל והחשיפה למט"ח



מסתמן גידול בגרעון הסחר בישראל. בישראל נהוג לחשוב שהעודף בחשבון השוטף הינו "נצחי" ויציב. אולם, במהלך 2015 מסתמן גידול בגרעון הסחר, מקצב שנתי של \$1.4 מיליארד ברבעון א', ל-\$2.9 מיליארד ברבעון ב', לקצב שנתי של \$5.2 מיליארד בחודשים יולי-אוגוסט (גרעון הסחר הכולל, נתונים מקוריים). התפתחות זו נובעת מקיפאון ביבוא (בחודשים האחרונים חל גידול) מול התכווצות ביצוא. מסתמנת מגמה ברורה של עלייה בגרעון הסחר "הבסיסי" (למעט יהלומים, אוניות ודלק). כמובן שישראל נהנית מעודף בחשבון השירותים והעברות חד צדדיות.

מסתמן
צמצום בעודף
בחשבון
השוטף

בכל מקרה יתכן צמצום בעודף בחשבון השוטף ברבעון ב' (אשר מתפרסם מחר : 17.9).



מנגד, ישראל נהנית מגידול יציב וחזק בהשקעות ריאליות (\$6 מיליארד בחודשים ינואר-יולי לאחר \$6.7 מיליארד בשנת 2014). לסיכום, אנו מניחים פיחות של 3%-4% בשנה הקרובה בשקל מול סל המטבעות.

מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
	מדד המחירים לצרכן	בקשות משכנתא, מדד המחירים לצרכן		16.9
		התחלות בנייה, אישורי בנייה, תביעות דמי אבטלה, סקר הפד של פילדלפיה, החלטת ריבית של הפד	מאזן התשלומים, חשבונאות לאומיים, משרות פנויות	17.9
		מדד האינדיקטורים המובילים		18.9

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 מפציהם 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.