

יונתן כץ  
וכלכלני לידר שוקי הון

**השפעת ייסוף חזקה ממתנת את אינפלציית הליבה**

**נקודות עיקריות**

הודעת טראמפ שהוא ישהה את הטלת המכסים על חלק מה- 300 מיליארד דולר יבוא מסין תמכה זמנית בשוקי המניות, אך חשש למיתון עולמי ונתונים חלשים באירופה ובסין תמכו בהמשך עצבנות בשווקים ובירידת תשואות גלובאלית.

**אנו מנתחים את נתוני המאקרו בראיית בנק ישראל:**

**מאקרו ישראל:** ציפייה לצמיחה נמוכה מאד ברבעון ב' (הפרסום היום).

- < היום אנו צופים צמיחה של כ-1% ברבעון ב', ו-2%-2.5% למעט מיסים על היבוא.
- < נתוני סחר חוץ מצביעים על קיפאון ביצוא התעשייתי (לפי נתוני המגמה).
- < ירידה במספר הדירות החדשות הלא מכורות תומך בהמשך עליית מחירים.
- < שיעור מספר משרות הפנויות מסך כוח העבודה ירד השנה, ומצביע על מעט רפיון.

**סביבת האינפלציה:** ירידה אל מתחת ליעד.

- < מדד יולי הפתיע כלפי מטה עקב ירידה חדה במחירי הפירות וירידה במחירי נסיעות לחו"ל.
- < אינפלציית הליבה התמתנה ל-0.9% y/y ביולי מ-1.1% ביוני.
- < מחירי הדירות לרכישה עלו ב-2.5% YTD, מגמה מדאיגה עבור בנק ישראל.
- < אנו צופים אינפלציה של 1.1% שנה קדימה, מרבית גורמי המאקרו תומכים באינפלציה מתונה, למעט התרומה הצפויה מהעלאת מיסים צפויה (כ-0.4%).
- < ביומיים האחרונים השקל פוחת ב-1.2% (מול הסל) על רקע ציפייה להרחבה מוניטארית נוספת על ידי בנק ישראל.

**מאקרו גלובאלי:** חולשה בעולם, אך נתונים חיוביים בארה"ב.

**ארה"ב**

- < אינפלציית הליבה עלתה ב-0.3% ביולי וב-2.2% y/y, האצה מ-2.0% במאי.
- < בחודש יולי המסחר הקמעונאי עלה ב-0.7% (מעבר לציפיות) לאחר 0.3% ביוני.
- < למרות הירידה בייצור התעשייתי, סקרי הציפיות האזוריים מצביעים על התרחבות.

**סין**

- < הייצור התעשייתי עלה ב-4.8% y/y ביולי, התמתנות מ-6.3% בחודש יוני.
- < המסחר הקמעונאי התמתן ל-7.6% מ-9.8%. מסתמנת התמתנות גם בהשקעות.

**אירופה**

- < בגרמניה הצמיחה הייתה שלילית (-0.4% בחישוב שנתי) ברבעון ב'.
- < סקר ZEW בגרמניה מצביע על פסימיות גוברת בקרב האנליסטים הכלכליים.
- < באירופה הייצור התעשייתי ירד ב-1.6% ביוני (2.6% y/y).

**שוק האג"ח**

- < בשבוע האחרון נמשכה מגמת הירידה החדה בתשואות בעולם.
- < הירידה נמשכה למרות הנסיגה של טראמפ מהסלמת מלחמת הסחר ונתונים חיוביים.
- < בישראל הירידה נתמכת גם על ידי "שמועה" לגבי יישום תוכנית להרחבה כמותית.
- < מדד יולי הנמוך ופרסום של צמיחה איטית ברבעון ב' צפויים לתמוך בירידת תשואות.
- < נדמה שלאחר מהלך כה אגרסיבי, הפוטנציאל להמשך ירידת תשואות מוגבל.

**זום אין: הייסוף בשקל משפיע לא רק על המוצרים הסחירים**

- < לפי מחקר של בנק ישראל, כל אחוז ייסוף גורע 0.24% מהאינפלציה.
- < שני סעיפים מושפעים כמעט מיידית מהאינפלציה: נסיעות לחו"ל ומחירי הדלקים.
- < הפיחות בשקל של הימים האחרונים נובע מציפייה להרחבה מוניטארית נוספת.
- < אכזבה ממדיניותו של בנק ישראל צפויה לתמוך בהתחזקות השקל.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	0.5%
אוגוסט	0.1%
ספטמבר	-0.2%
אוקטובר	0.4%
שנה קדימה	1.1%
2019	0.7%

ריבית	
נוכחית	0.25%
סוף 2019	0.25%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.541	3.9248
שינוי שבועי	1.7%	0.8%
YTD	-5.5%	-8.6%
שנה קדימה	3.48	3.85

אג"ח סחירות	אוג'
פדיון סחיר	0.8
תחזית הנפקות	4.0
עודף פדיון	-3.2

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר	-0.90	-0.9	-1.0
5903			
בינוני	-0.92	-0.9	-1.0
923			
ארוך	-0.76	-0.8	-0.7
527			
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר	0.20	0.2	0.25
121			
בינוני	0.42	0.5	0.5
324			
ארוך	0.83	0.7	0.8
928			
US			
2y	1.48	1.5	1.6
5y	1.42	1.4	1.6
10y	1.55	1.5	1.6

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

## מאקרו ישראל

**בפתח סקירה זו, חשוב לנו להדגיש את הנקודה הבאה:** בחודש מאי, קצב האינפלציה השנתי עמד על 1.5% y/y כאשר מחירי הפירות והירקות עלו ב- 11.4% (ב- 12 החודשים האחרונים). כעת קצב האינפלציה עומד על 0.5% בלבד כאשר מחירי הפירות והירקות ירדו ב- 6% y/y. ככל שמחירי הפירות והירקות יורדים בצורה חדה, כך גוברת הסבירות לעלייה בקצב האינפלציה שנה קדימה (ניתוח תחזית האינפלציה בהמשך). לכן, העלינו את תחזית האינפלציה שנה קדימה ל- 1.1% מ- 1.0%.

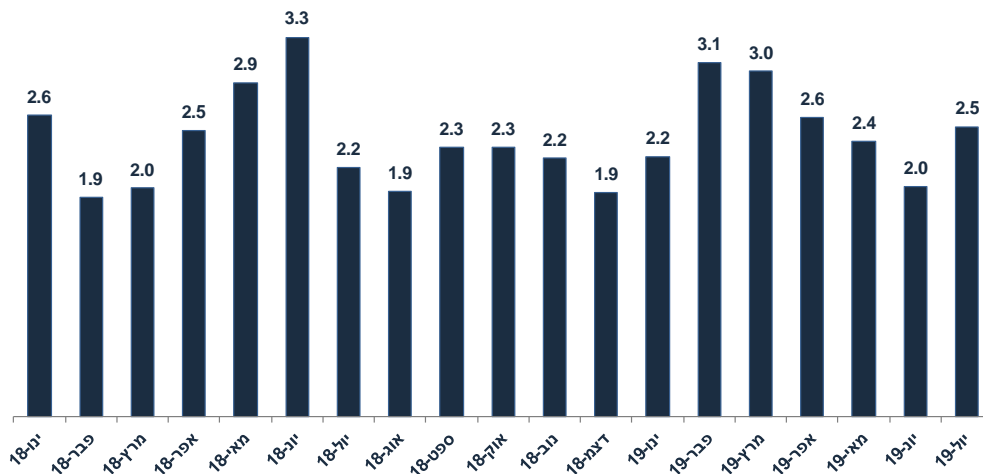
**מדד חודש יולי ירד ב- 0.3% לעומת התחזית שלנו של אי שינוי. מה הפתיע במדד יולי?**

✓ חלה ירידה במחירי הפירות והירקות (-3.6%) לעומת התחזית שלנו של אי שינוי.  
 ✓ מחירי נסיעות לחו"ל (סעיף משמעותי עם משקל 4.8% במדד) ירדו ב- 0.3% לעומת התחזית שלנו של התייקרות עונתית בשיעור של 1.8%. המקדם העונתי בחודש יולי עומד על +3.3% (מחירי טיסות בחופשת הקיץ) כאשר השקל יוסף כ- 1.8%. לכן, ציפינו לעלייה מתונה, אך לא לירידה. יתכן שהירידה במחירי הדלקים בעולם גם תרמה לירידה במחירי טיסות לחו"ל. מחירי נסיעות לחו"ל ירדו ב- 0.9% ב- 12 החודשים, לעומת עלייה של 5.7% בשנת 2018.

**מחירי הדירות (שכירות) ממשיכים לעלות בקצב שנתי סביב 2.5%**

מחירי השכירות ממשיכים להיות התורם העיקרי לאינפלציה. לאחר מגמת התמתנות (y/y) מחודש פברואר (3.1%) עד יוני (2.0%), בחודש יולי חל תיקון מתון כלפי מעלה (2.5%). אנו מניחים קצב דומה שנה קדימה (ראה ניתוח מחירי השכירות בהמשך).

## התייקרות מחירי הדיור (שכירות מתחדשת) ב-12 החודשים האחרונים

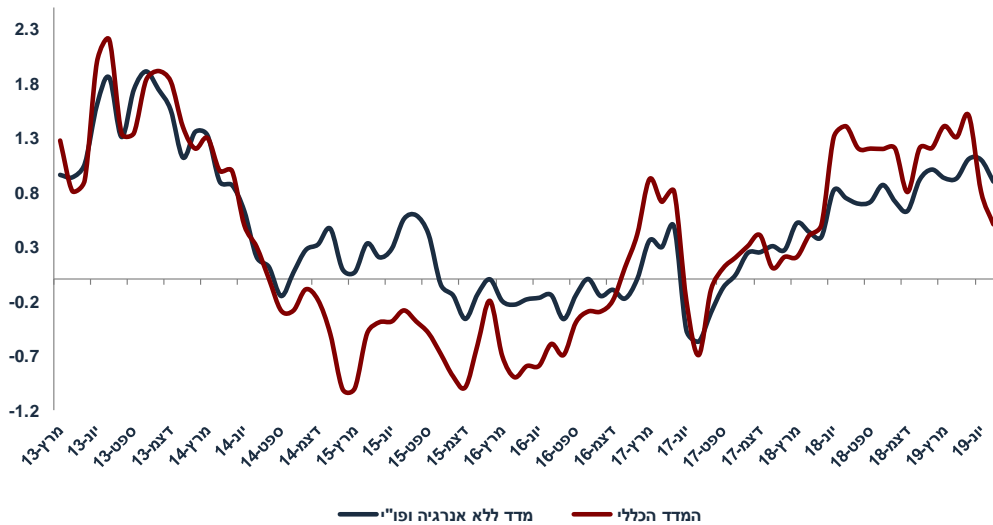
**ממרץ ועד יולי מחירי הדירות לרכישה עלו בקצב שנתי של 6.2%**

בחמשת הסקרים האחרונים (סקר זה לא נכנס למדד המחירים לצרכן), מחירי הדירות לרכישה עלו ב- 2.5% (6.2% בקצב שנתי). עלייה זו צפויה להדאיג את בנק ישראל, ותקשה על מדיניות מוניטארית יותר מרחיבה. עליית מחירי הדיור צפויה להימשך על רקע ירידה חדה בתשואות והתכווצות מלאי הדירות הלא מכור.

**אינפלציית הליבה (y/y 0.9%) ירדה אל מתחת ליעד האינפלציה**

בהחלטות הריבית האחרונות, בנק ישראל מציג את אינפלציית הליבה הבאה: האינפלציה ללא סעיפי האנרגיה ופירות וירקות (אין אזכור יותר "להשפעת ההתערבות הממשלתית"). מדד זה עלה ב- 0.9% ב- 12 החודשים האחרונים, התמתנות מ- 1.1% גם בחודש מאי וגם בחודש יוני. הסיבה העיקרית: השפעת הייסוף החד באופן כללי וההשפעה על מחירי הנסיעות לחו"ל בפרט.

האינפלציה הכללית ואינפלציית הליבה y/y (ללא אנרגיה ופנ"י)



**אנו צופים אינפלציה של 0.7% ב-2019, 1.1% שנה קדימה ו-1.3% ב-2020**

גורמים תומכי אינפלציה נמוכה:

✓ **מלחמת הסחר תומכת בהתמתנות במחירי הסחורות:** הסלמה במלחמת הסחר תמכה ותומכת בירידה במחירי הסחורות, בפרט במחירי הסחורות התעשייתיות, זאת עקב ציפיות להתמתנות בפעילות הגלובלית (ובעיקר הפעילות הסינית). בחודש האחרון מחירי המתכות ירדו ב-1.8%.

✓ **שע"ח:** בשבועות האחרונים, בנק ישראל נלחם מילולית נגד הייסוף בשקל:

1. בתחילת אוגוסט הנגיד ירון אמר "אני מעריך שלמשך זמן ממושך לא תהיה החלטה להעלות את הריבית. יתרה מכך – אם יהיה צורך עומדים לרשותנו כלים נוספים".

2. ביום שלישי האחרון אנדרו אביר (מנהל חטיבת השווקים) אמר "אנחנו קרובים להתערבות בשוק במט"ח".

3. ביום רביעי האחרון יצאה ידיעה בגלובס לגבי האפשרות לתוכנית הרחבה כמותית: רכישות מט"ח ללא ספיגה של ההזרמה הנובעת מפעילות זו (נראה לנו "בלון ניסוי" לבחון את תגובת השוק). תוכנית זו בעייתית ליישום, ומהווה הורדת ריבית לכל דבר. לאור ההתערורות במחירי הדירות לרכישה, בנק ישראל צפוי לחשוש מפעולה אשר תעודד לקיחת אשראי (על ידי ירידה נוספת בתשואות).

לאור האינפלציה הנמוכה (0.5% ב-12 החודשים האחרונים, 0.9% בליבה) גברו הצפיות שבנק ישראל יבצע בכל זאת צעד מוניטאר מרחיב, ולכן השקל פוחת לאחר פרסום מדד יולי. לפי הערכתנו, באופן בסיסי הוועדה המוניטארית של בנק ישראל הינה שמרנית. מרבית החברים ימשיכו לשים דגש על "צמיחה קרוב לפוטנציאל", "שוק עבודה הדוק", "לחצי שכר" וגם "התערורות במחירי הדירות".

**משמעות: השקל צפוי להמשיך לחזור להתחזק בחודשים הקרובים.**

**גורמים תומכי אינפלציה:**

✓ **מדד מחירי הדיור (הסעיף הראשי) צפוי לעלות בקצב שנתי של 2.1% שנה קדימה.** עלייה בכוח הקנייה של הציבור בשיעור של כ-4%-3.5% (עלייה בשכר הממוצע) תומכת בלחץ מסוים מצד הביקושים. אך מנגד, מספר הדירות המוגמרות עלה לכמעט 60 אלף (בקצב שנתי) ברבעון א', מגמה אשר צפויה להימשך ברבעונים הבאים לאור היקף גבוה של מספר הדירות בבנייה פעילה.

✓ **השכר הממוצע יעלה בקצב של כ-3.5%-4%.** ב-12 החודשים האחרונים השכר בסקטור העסקי עלה ב-3.6% (עד חודש יוני). בסך הכול, שוק העבודה נמצא בסביבה של תעסוקה מלאה (3.4% אבטלה בגילאים 25-64 ביוני), וקיים מחסור של עובדים בענפים מסוימים. יחד עם זאת, ניתן להבחין בירידה בביקוש לעובדים חדשים יחסית לגודל כוח העבודה לשיעור של 3.55% ביולי מ-3.69% ביולי אשתקד.

✓ **העלאת מיסים:** מה צפוי לאחר הבחירות? הגרעון בשנת 2020 צפוי להגיע ל-4.5% תוצר לעומת היעד המקורי של 2.5%. יעד הגרעון צפוי לעלות ל-3.3% תוצר, כך שיידרשו התאמות פסקאליות בסך 16 מיליארד ש. אנחנו מניחים העלאת מיסים (מע"מ

באחוז) בתחילת 2020 + התייקרויות נוספות אשר יתרמו סך הכול 0.4% לאינפלציה, בעיקר ברבעון א' 2020. ללא התאמות פיסקאליות תחזית האינפלציה שלנו הייתה סביב 0.7%, זאת לאור ההתמתנות הביקושים ובפעילות, והייסוף בשקל.

✓ **מחירי הפירות והירקות צפויים לעלות** ב- 3.4% שנה קדימה. What goes down goes up. מחירי הפירות והירקות ירדו ב- 6.0% ב- 12 החודשים האחרונים והגיעו לרמה היסטורית נמוכה. במבט שנה קדימה, סעיף זה צפוי לתרום לעליית קצב האינפלציה.

**בשבוע הקרוב יתפרסמו בישראל הנתונים הבאים:** היום נתון מאד חשוב עבור השווקים: אומדן הראשון של הצמיחה ברבעון ב'. אנו צופים צמיחה של סביב 1% (בחישוב שנתי), לאחר צמיחה של 5.0% ברבעון א', זאת בהשפעת הירידה החדה ביבוא כלי רכב, ירידה בייצוא התעשייתי, וירידה מתונה בהשקעות בבנייה למגורים (עקב ירידה בהתחלות הבנייה ברבעונים קודמים). מסתמנת גם התמתנות ביצוא שירותים. מנגד, נמשכת העלייה בצריכה הפרטית, למעט כלי רכב (לפי מרבית האינדיקטורים) ומסתמן גידול בהשקעות של הסקטור העסקי (לפי הגידול ביבוא מכונות וציוד). **הנתון החשוב צפוי להיות קצב הצמיחה ברבעון ב', למעט מיסים על היבוא. ברבעון א' חל גידול של 3.7%, וכנראה ברבעון ב' חלה התמתנות לכיוון 2%-2.5%.** מחר יתפרסמו נתוני ייצור תעשייתי ופדיון בענפי המשק (יוני) וביום רביעי: יצוא שירותים (יוני).

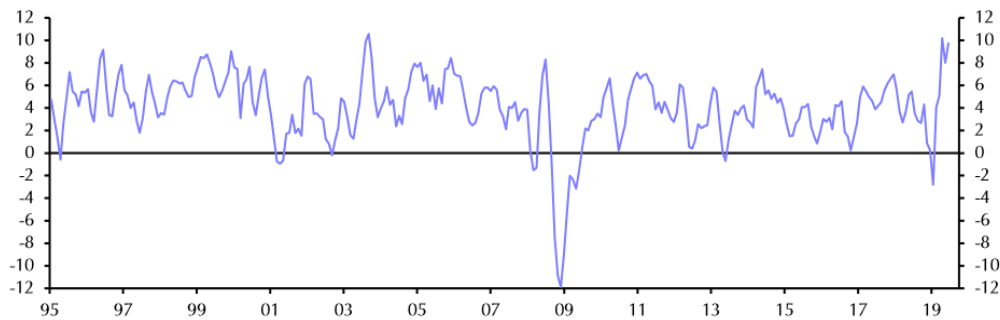
## מאקרו חו"ל

### ארה"ב: התשואות ירדו למרות נתונים חיוביים יחסית

✓ **האצה קלה באינפלציה בארה"ב:** זה החודש השני ברציפות שנתוני האינפלציה מפתיעים מעט כלפי מעלה. אינפלציית הליבה CPI עלתה ב- 0.3% בחודש יולי (בדומה לשיעור השינוי בחודש יוני) ועלתה ב- 2.2% ב- 12 החודשים האחרונים (מ- 2.1% לפני חודש, ו- 2.0% לפני חודשיים). מחירי השירותים (למעט אנרגיה) עלו ב- 2.8% y/y, מזה מחירי הדיור (שכירות) עלו ב- 3.5%. הפד מעדיף להתרכז במחירי הצריכה הפרטית (אינפלציית הליבה PCE עלתה ב- 1.6% בלבד), אך בדרך כלל קיימת קורלציה בן שתי הסדרות.

✓ **בחודש יולי המסחר הקמעונאי עלה ב- 0.7%** (מעבר לציפיות) לאחר 0.3% ביוני. למעט דלקים ורכבים וחומרי בנייה (core) המסחר הקמעונאי עלה ב- 1.0% ביולי ועלה בקצב שנתי של 10% בחודשים מאי-יולי!

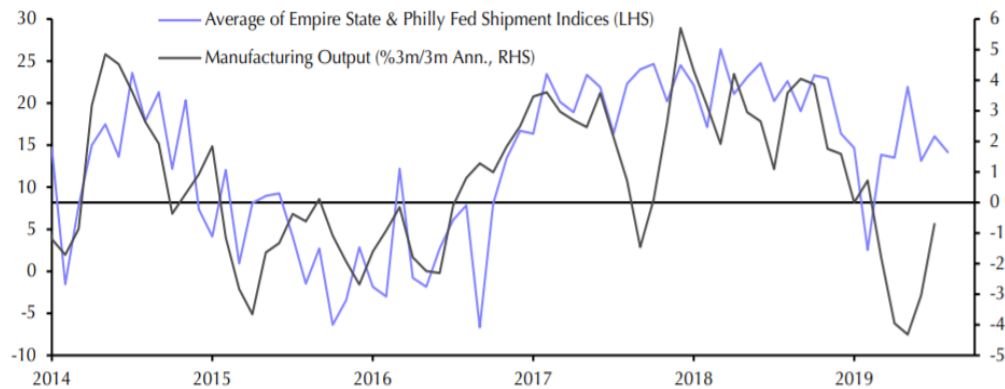
Chart 1: Control Group Retail Sales (% 3m/3m Ann.)



Source: Refinitiv

✓ למרות הירידה בייצור התעשייתי בשיעור של 0.4% בחודש יולי, **סקרי הציפיות האזוריים מצביעים על התרחבות**. סקר empire state עלה למאזן נטו של 4.8 נקודות באוגוסט מ- 4.3 ביולי, וסקר פילדלפיה ירד מעט ל- 16.8 מ- 21.8, אך עדיין מדובר ברמה אשר משקפת התרחבות מהירה יחסית.

Chart 1: Regional Fed Surveys & Manufacturing Output



Source: Refinitiv

✓ מדד האמון הצרכני ירד ב- 6.3 נקודות באוגוסט ל-92.1, הרמה הנמוכה בשבעת החודשים האחרונים.

**התמתנות בסין:** הייצור התעשייתי עלה ב-4.8% y/y ביולי מ-6.3% ביוני והמסחר הקמעונאי התמתן ל-7.6% מ-9.8% מסתמת התמתנות גם בהשקעות בנכסים קבועים, בפרט בתשתיות ובנייה למגורים.

Chart 1: Industrial Production (real, % y/y)



**בשבוע הקרוב מרבית הנתונים החשובים בעולם יתפרסמו ביום חמישי:** מדובר במדדי מנהלי הרכש PMI לחודש אוגוסט במדינות רבות כגון אירופה, ארה"ב, גם לגבי התעשייה וגם לגבי ענפי השירותים. לאחרונה מסתמנת התכווצות בפעילות בתעשייה הגלובלית (למעט ארה"ב אשר רק מתמתנת), וסימני התמתנות בענפי השירותים.

**זום אין: הייסוף בשקל משפיע לא רק על המוצרים הסחירים**

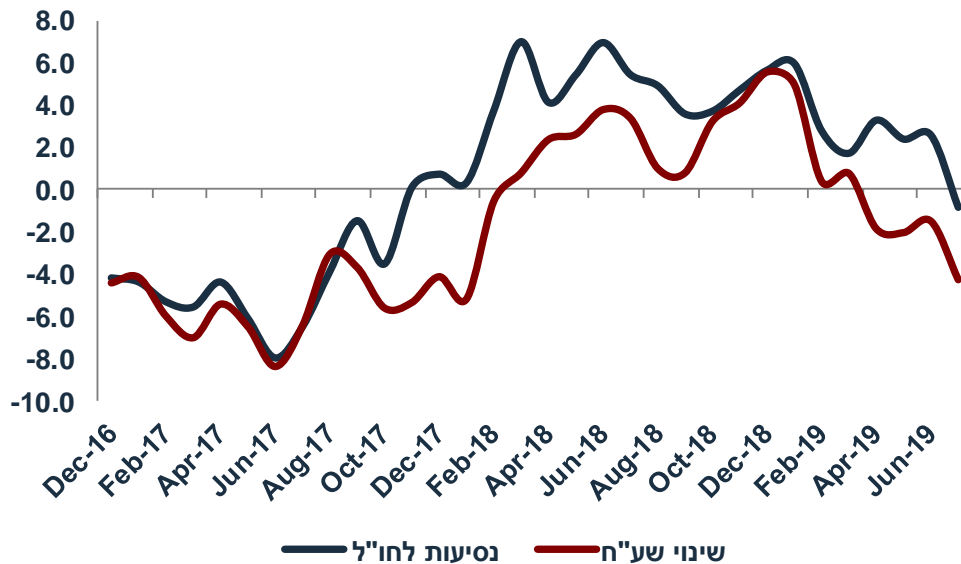
ניתוח של בנק ישראל (לפני כשנה) הגיע למסקנה שכול אחוז ייסוף בשקל גורע כ-0.24% מהאינפלציה. לפי הניתוח של בנק ישראל, השפעת הייסוף על האינפלציה חזקה מאשר השפעת פיחות על האינפלציה. ייסוף בשקל משפיע גם על מחירי היבוא ועל מחירי המוצרים הסחירים בכלל (כולל על מוצרים סחירים מקומיים אשר מתחרים עם היבוא).

✓ ייסוף בשקל משפיע באופן מיידי על שני סעיפים מדד: מחירי נסיעות לחו"ל (המחירים נקובים בשע"ח של מטבעות שונים), ומחירי הדלקים (אשר מתעדכנים בתחילת כל חודש לפי מחירי הנפט בעולם). המשקל של סעיף נסיעות לחו"ל במדד גבוה יחסית, ועומד על 4.8%. משקל הדלקים עומד על 3.5%. סעיפים אחרים מושפעים בפיגור מסוים (כגון רהיטים, הלבשה ומכוניות).

✓ כאמור, במדד חודש יולי מחירי הנסיעות לחו"ל הפתיעו כלפי מטה עם ירידה של 0.3%, זאת לעומת עלייה עונתית חדה בתחילת

חודשי הקיץ של יותר מ-3%. בחודש יולי השקל יוסף בשיעור חד של 1.7% (לפי שקלול של היורו והדולר). לכן, בחודש יולי הייתה צפויה התייקרות של כ-1.6% במחירי נסיעות לחו"ל. יחד עם זאת, מחירי נסיעות לחו"ל מושפעים מגורמים נוספים, כגון מחירי הדלקים בעולם (אשר נמצאים במגמת ירידה בחודשים האחרונים), וגם חדירה של טיסות Low Cost, מגמה ארוכת טווח עם הפעלת מדיניות "השמיים הפתוחים". הגרף הבא ממחיש את הקשר ההדוק בין השינוי במחירי נסיעות לחו"ל והשינוי בשער החליפין:

### מחירי נסיעות לחו"ל והשינוי בשע"ח



✓ גם סעיף "רהיטים וציוד לבית" (משקל של 3.6% במדד) מאד מושפע מהשינוי בשע"ח, למרות שמדובר בסעיף עם לא מעט ייצור מקומי. כמובן שגם כאן קיימת השפעה של מחירי הסחורות בעולם. עדיין ניתן להבחין בגרף בקשר ההדוק עם השינוי בשע"ח.

הדגשנו בעבר את החשיבות של תחזית שע"ח בהסתכלות על האינפלציה קדימה. בימים האחרונים השקל פוחת על רקע ציפייה להתערבות קרבה במסחר על ידי בנק ישראל ואולי גם ציפייה להורדת ריבית על רקע הירידה החדה באינפלציה ב-12 החודשים האחרונים ל-0.5%. במידה ובנק ישראל לא יבצע מדיניות מוניטארית יותר מרחיבה, שע"ח של השקל צפוי לחזור ולהתחזק ולמתן את האינפלציה. לפי הערכתנו, בנק ישראל לא שש להוריד את הריבית או לבצע QE על רקע המצב החיובי של המשק הישראלי וחשש להתנפחות של מחירי הנכסים.

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 ייעוץ 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 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.