

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

שוק הדיור בישראל עדיין רחוק ממצב של התחממות

נקודות עיקריות

בשבוע האחרון השווקים נותרו עצבניים על רקע חשש לריסון יתר על ידי הפד, חשש למלחמת סחר עם סין, חשש ליחסי ארה"ב – סעודיה, מדיניות פסקאלית באיטליה, ומחלוקות סביב ה-Brexit. הפרוטוקול של דיוני הפד המחיש את הגישה הניצית, כאשר מספר חברים אמרו שהריבית עלולה לעלות מעל הרמה "הניטרלית". טראמפ כינה את הפד "my biggest threat". סטנלי פישר אמר שיתכן שהפד יעלה את הריבית בצורה מהירה יותר כדי להגן על עצמאותו.

מאקרו ישראל

- ✓ המכירות של דירות חדשות עלו ב- 3.1% ביוני-אוגוסט, ומסתמן גידול מתון בביקוש לרכישת דירות מרבעון א'. עדיין מדובר בשוק דיור ממותן יחסית לשנים קודמות.
- ✓ מדד המחירים לצרכן עלה ב- 0.1% בספטמבר, מעט מעל הציפיות.
- ✓ אינפלציית הליבה נותרה מתונה עם עלייה של 0.8% ב- 12 החודשים האחרונים.
- ✓ מסתמנת האצה מסוימת במחירי השכירות ל- 2.3% y/y מ- 1.9% לפי חודש.
- ✓ לעומת זאת, מחירי הדירות לרכישה ירדו ב- 1.1% y/y.
- ✓ מדד מנהלי הרכש של פועלים ירד ב- 0.4 נקודות ל- 50.0, אך מסתמן שיפור בהזמנות.

מאקרו גלובאלי

- ✓ **ארה"ב:** המסחר הקמעונאי עלה ב- 0.1% בחודש ספטמבר, מול ציפיות ל- 0.6%. הייצור התעשייתי עלה ב- 0.3% בחודש ספטמבר, לאחר גידול של 0.4% באוגוסט. הגרעון התקציבי עלה ב- 17% השנה, הוצאות הממשלה עלו ב- 3.2% והמיסים ב- 0.4%.
- ✓ **אירופה:** אינפלציית הליבה התמתנה מעט ל- 0.9% y/y בספט' מ- 1.0% באוגוסט. ייצוא סחורות עלה ב- 2.1% באוגוסט וב- 5.6% ב- 12 החודשים האחרונים.
- ✓ סקר ZEW באוקטובר מצביע על פסימיות גוברת בקרב הסקר העסקי בגרמניה.
- ✓ **סין:** הייצוא התעשייתי ממשיך להתמתן ל- 5.8% y/y בספט' מ- 6.1% באוגוסט. האינפלציה עלתה ל- 2.5% y/y בספט' מ- 2.3% באוג' על רקע עלייה חדה במחירי המזון. הצמיחה ברבעון ג' עלתה ב- 6.5% y/y, (לעומת ציפיות ל- 6.6%), מ- 6.7% ברבעון ב'.

בשבוע הקרוב יתפרסמו הנתונים הבאים: בארה"ב - המכירות של בתים חדשים (ביום רביעי), ההזמנות של מוצרי בני קיימא (ביום חמישי) והאומדן הראשון לצמיחה ברבעון ג'. ההערכות הן לצמיחה של 3.3% לאחר 4.2% ברבעון ב'. **באירופה** - בין רביעי לשישי יפורסמו נתוני אינפלציה ואמון צרכני, והחמישי החלטת ריבית של ECB.

בישראל - ביום חמישי יתפרסמו נתוני המשרות הפנויות לחודש ספטמבר, אינדיקטור חשוב למידת הלחץ בשוק העבודה לעליות שכר. כמו כן, יתפרסמו נתוני היצע וביקוש בשוק העבודה לרבעון ב'.

שוק האג"ח

- ✓ בשבוע האחרון התשואות הארוכות בישראל נותרו כמעט יציבות.
- ✓ הרכב הוועדה המוניטארית נראה יותר "ניצי" עם פרוץ' ירון וללא קרנית פלוג.
- ✓ חשש לחריגה בגרעון בשנים הבאות עלול להעיב על שוק האג"ח.
- ✓ **השקעה באג"ח ארה"ב מעניינת** למרות סיכון המטבע (ראה "זום אין").

זום אין

קיימת אטרקטיביות באג"ח ארה"ב

- ✓ האג"ח ל- 10 שנים כבר מגלמת עליית ריבית משמעותית על ידי הפד.
- ✓ מדובר באפיק אשר נותן סוג של הגנה (חלקית) בתרחיש של המשך ירידות חדות בשוקי המניות בארה"ב.
- ✓ הדולר צפוי להמשיך להתחזק בעולם, יתרון נוסף להשקעה זו
- ✓ במבט קדימה, ה-spread השלילי של השחר יתקשה להתרחב.

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	1.2%
אוקטובר	0.2%
נובמבר	-0.2%
דצמבר	0.1%
שנה קדימה	0.9%
2018	1.1%

ריבית

נוכחית	0.10%
סוף 2018	0.10%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.667	4.193
שינוי שבועי	0.9%	-0.3%
YTD	5.6%	0.9%
שנה קדימה	3.74	4.15

אג"ח סחירות	אוקטובר
פדיון סחיר	8.6
תחזית הנפקות	4.0
עודף פדיון	4.6

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1020	-0.65	-0.7	-0.8
בינוני 923	-0.14	-0.2	-0.3
ארוך 527	0.48	0.45	0.4
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 121	0.63	0.6	0.6
בינוני 324	1.50	1.5	1.5
ארוך 928	2.31	2.25	2.2

US

2y	2.90	2.9	2.9
5y	3.05	3.0	2.95
10y	3.19	3.1	3.0

* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

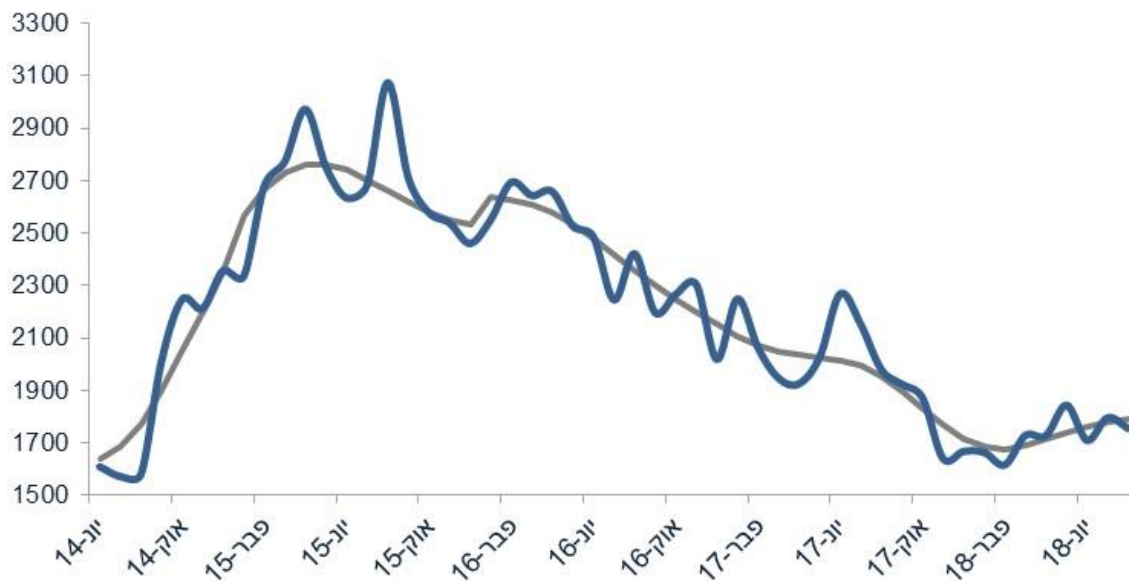
עלייה מתונה בביקוש לרכישת דירות

מספר אינדיקטורים מצביעים על גידול בביקוש לרכישת דירות בחודשים האחרונים:

✓ מספר המכירות של דירות חדשות עלה ב- 3.1% בחודשים יוני-אוגוסט לאחר גידול של 3.6% בשלושת החודשים הקודמים (נתוני מגמה). עדיין מדובר ברמה יחסית נמוכה (ראה גרף):

מצב הענף עדיין לא צפוי להדאיג את בנק ישראל

מספר הדירות החדשות שנמכרו



✓ בחודש אוגוסט היקף לקיחת משכנתאות עלה ב- 4.1% לעומת יולי (מנוכה עונתיות). בינואר-אוגוסט היקף המשכנתאות עלה ב- 12% y/y.

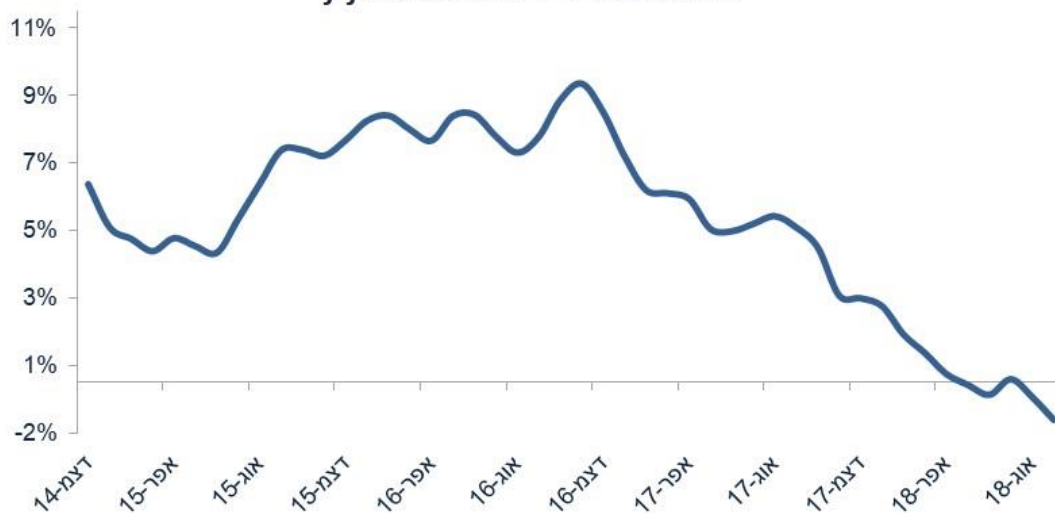
איור 10: המשכנתאות החדשות והריבית המשוקללת
ינואר 2011 עד אוגוסט 2018



יתכן שהגידול בביקוש נובע משיווק מואץ של דירות במסגרת "המחיר למשתכן".

למרות הגידול בביקוש, מחירי הדירות לרכישה ירדו ב- 0.3% בסקר האחרון וירדו ב- 1.1% ב- 12 החודשים האחרונים. מגמה זו מאפשרת לבנק ישראל להיות סבלני עם העלאת הריבית.

השינוי במחירי דירות לרכישה y/y



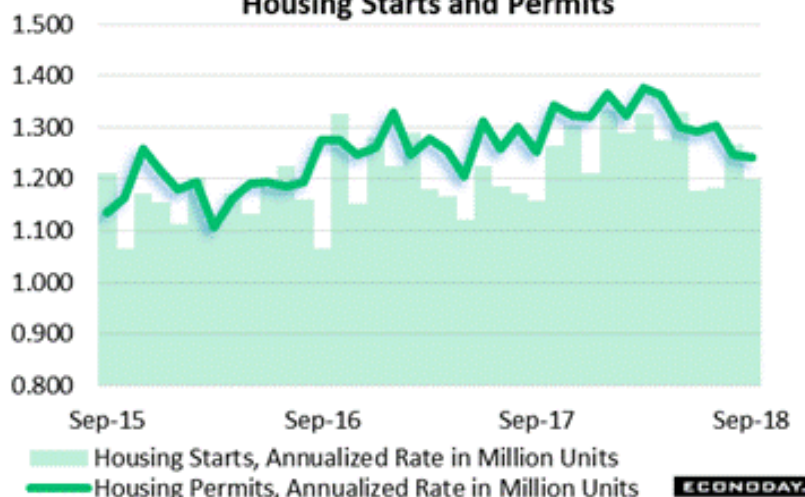
מאקרו חו"ל

ארה"ב: נתוני התקציב מדאיגים

- ✓ הייצור התעשייתי עלה ב- 0.3% בחודש ספטמבר, לאחר גידול של 0.4% באוגוסט.
- ✓ סקר empire state של התעשייה באזור ניו יורק עלה ל- 21.1 נקודות באוקטובר מ- 19.1 בספטמבר.
- סקר פילדלפיה הגיע ל- 22.2 נקודות באוקטובר מ- 22.9 בספטמבר. שני הסקרים הללו מצביעים על עלייה בהזמנות אשר לא סופקו (unfilled orders), אינדיקטור לעודף ביקוש במשק.
- ✓ מספר התחלות הבנייה ירד ל- 5.3% ספטמבר, אולי בהשפעה חלקית של הוריקן פלורנס, אישורי בנייה ירדו ב- 0.6%.

נתוני התעשייה בארה"ב חזקים, אך הפעילות בנדל"ן מתונה יותר

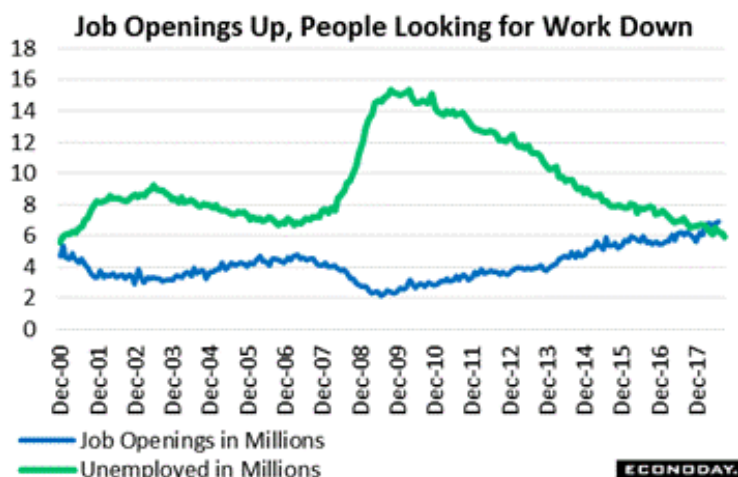
Housing Starts and Permits



✓ המכירות של בתים יד שניה ירדו ב- 3.4% בספטמבר, מעט בהשפעת ההוריקן: באזור הדרום המכירות ירדו ב- 5.4%.

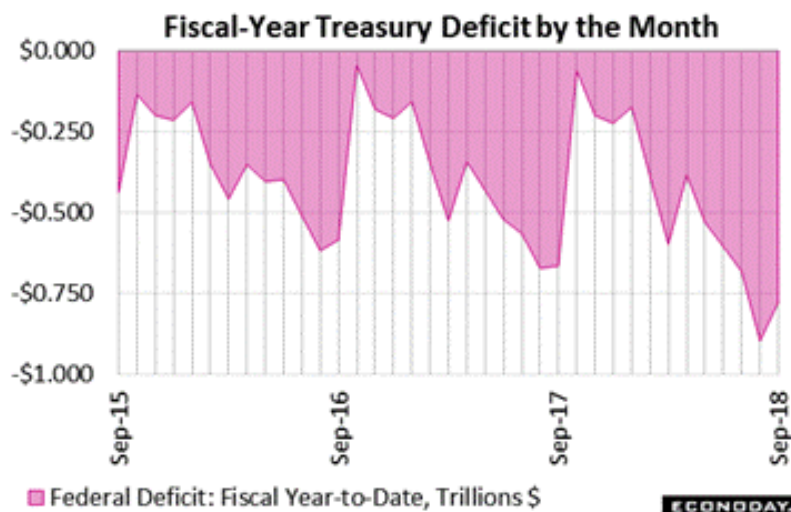
✓ מספר דורשי העבודה ירד ב- 5 אלף איש בשבוע האחרון ל- 210 אלף.

✓ מספר המשרות פנויות עלה ב- 7.14 מיליון איש בספטמבר (מ- 6.9 מיליון בנתון המקורי של אוג'). לעומת זאת, מספר מחפשי העבודה ירד ל- 5.96 מיליון בספטמבר מ- 6.23 מיליון באוגוסט. מדובר אינדיקטור ברור לשוק עבודה הדוק.



✓ **מסתמנת עלייה ברורה בגרעון התקציבי בארה"ב** ל- 779 מיליארד השנה (שנת התקציב בארה"ב מסתיימת בחודש ספטמבר), עלייה של 17% לעומת שנת 2017, אשר הגרעון עלה ב- 14% לעומת שנת 2016. הוצאות הממשלה עלו ב- 2018 ב- 3.2%, וההכנסות ממסים עלו ב- 0.4% בלבד. ההכנסות משכירים עלו ב- 5.1% על רקע שיפור בתעסוקה ועליית השכר, אך ההכנסות מחברות ירדו ב-36% על רקע השפעת הרפורמה במיסים של טראמפ.

הגרעון התקציבי החודשי בארה"ב:



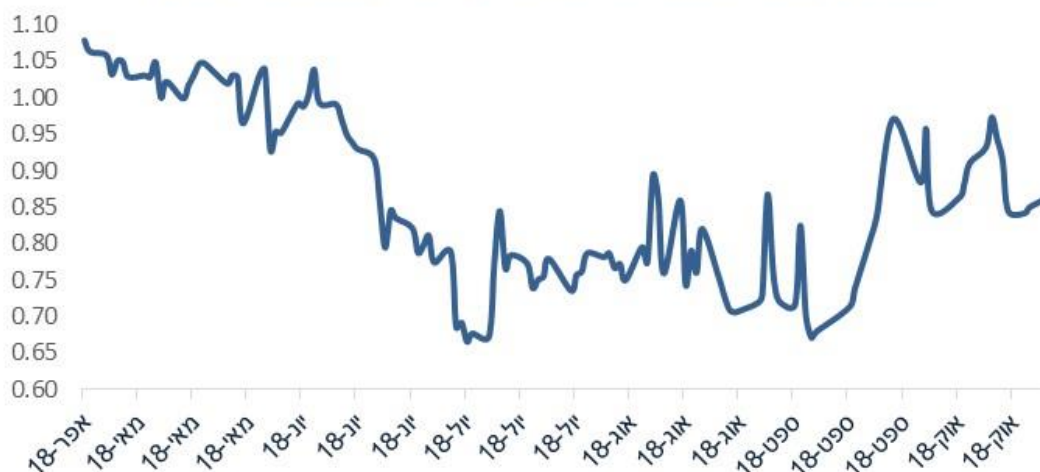
סביר להניח שעליית התשואות של השבועיים האחרונים מגלמת את החשש ממדיניות פискаלית מאד מרחיבה.

זום אין: השקעה באג"ח ארה"ב נראית אטרקטיבית

אג"ח ארה"ב
נראית עדיפה על
אג"ח ישראלי

- זה שנים שגופים מוסדיים ישראלים מגדילים את ההשקעות במניות בארה"ב, ואפילו השקיעו באג"ח קונצרני בארה"ב. מדוע אין כמעט השקעות באג"ח של ממשלת ארה"ב? נדמה שאפיק זה נראה אטרקטיבי יותר מהאג"ח הישראלי (השחר), מכמה סיבות:
- ✓ הפד כבר עמוק בתוך ה- cycle של מדיניות מרסנת, ועקום התשואות כבר מגלם המשך העלאת ריבית די משמעותית על ידי הפד.
 - ✓ לכן, שוק האג"ח בארה"ב לא צפוי להגיב להמשך העלאות הריבית (אם הן לא מעבר לציפיות).
 - ✓ לעומת זאת, ישראל טרם החלה להדק את המדיניות המונטארית. העלאת הריבית הראשונה עלולה להעיב על שוק האג"ח הישראלי בשל אי הוודאות לגבי תוואי (path) העלאת הריבית קדימה.
 - ✓ למעשה, מאז ה- spread השלילי של השחר על אג"ח ארה"ב אשר הגיע לשיא בחודש מאי השנה סביב 1.05%, כעת הוא עומד על 0.86% ומתקשה להתרחב בחזרה, גם לאחר החלטת הריבית האחרונה (אי שניו). נדמה שהאפשרות לוועדה מוניטארית יותר "ניצית" תחת אמיר ירון נותנת עדיפות לאג"ח ארה"ב. קשה לצפות לעלייה ב- spread השלילי בחזרה לכיוון 1%.

הפער בין אג"ח ארה"ב לאג"ח ישראלי (שחר, 10 שנים)



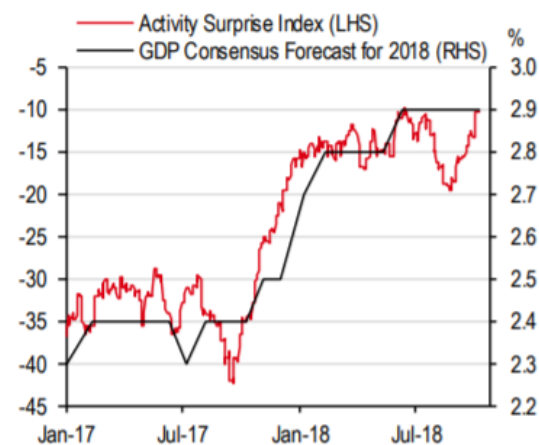
כמובן, שהחשש מהגדלת החשיפה למט"ח בתיקים מקשה על השקעה באג"ח ארה"ב (על חשבון אג"ח ישראלי) על ידי גופים מוסדיים.

הדולר צפוי להמשיך להתחזק בעולם

רבים טוענים שמגמת התחזקות הדולר בעולם מאחורינו. אנו רואים מספר סיבות להמשך התחזקות הדולר בעולם:

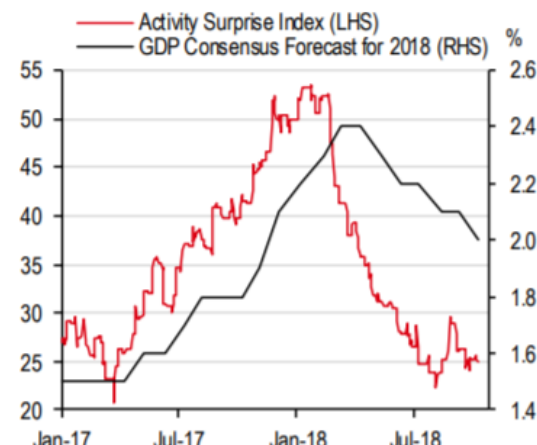
1. למרות הטענה שיתכן שהפד מתקרב לסוף מגמת העלאות הריבית, ובשנת 2019 אירופה תחל כנראה להעלות את הריבית, עדיין רמת הריבית של הפד צפויה להישאר גבוהה יותר מאשר ריבית ה- ECB באופן משמעותי. אינפלציית הליבה באירופה מתקשה לעלות אל מעבר ל- 1% (לעומת 2% בארה"ב).
2. קצב הצמיחה בארה"ב צפוי להמשיך להיות מהיר יותר מאשר באירופה, גם בשנת 2019 (2.5% מול 2.2%, לפי קרן המטבע).
3. האינדיקטורים הכלכליים בארה"ב במגמת הפתעה כלפי מעלה, לעומת הפתעות כלפי מטה באירופה:

3. US GDP expectations push higher



Source: HSBC, Bloomberg, Consensus Economics

4. Eurozone expectations are falling



Source: HSBC, Bloomberg, Consensus Economics

4. אירופה צפויה להמשיך לסבול מאי יציבות סביב החשש לפגיעה באמון הפיסקלי באיטליה.

5. מנגד, חייבים לזכור שבכל זאת אירופה נהנית מעודף בחשבון השוטף של כ-3.4% תוצר לעומת גרעון של 2.6% תוצר בארה"ב.

לאותם גופים שרוצים לשמור על שיעור חשיפה מט"חית קבועה, ניתן לשקול מהלך של הגדלת אג"ח ארה"ב (על חשבון השקעות בשחר) משולב עם הקטנת מניות בארה"ב לטובת השקעות במניות בישראל. בשבוע החולף שוק המניות הישראלי ירד פחות מהשווקים בארה"ב (מכיוון שהם גם עלו פחות בשנים האחרונות).

עם זאת, מספר גורמים עלולים להעיב על שוק האג"ח בארה"ב, כולל סימנים להתגברות האינפלציה וחשש לפגיעה באמינות הפיסקאלית. כפי שציינו בפרק של חו"ל כבר עכשיו הגרעון התקציבי עלה ב-17% בשנת 2018 ל 779 מיליארד דולר, ומאז יישום הרפורמה במס בתחילת השנה מסתמנת ירידה נומינלית בגביית מיסים, זאת למרות קצב צמיחה מהיר של סביב 3%. הגרעון בארה"ב צפוי לעלות לכיוון 5% תוצר בשנה הבאה. במקביל, הפד מקטין את מאזנו ע"י צמצום אחזקות של אג"ח ממשלתי. אך למרות החששות הללו, השאלה הרלוונטית הינה האם הפער (spread) מול אג"ח ישראלי צפוי להתרחב חזרה לכיוון 1%, או אולי יותר סביר שיצטמצם לכיוון 0.5% כאשר העלאת הריבית בישראל תהיה יותר מוחשית. בנוסף, גם בישראל מסתמנת מגמה מדאיגה של הרחבה פיסקאלית עם גרעון אשר צפוי להגיע לכיוון 4% תוצר בשנת 2019. חשוב להדגיש שמחקרים רבים מצביעים על כך שהגורם הדומיננטי אשר משפיע על שוק האג"ח הינו המדיניות המוניטארית הצפויה, ופחות המדיניות הפיסקאלית, כל עוד שאין אובדן אמון (כמו באיטליה).

לסיכום, לאחר מספר שנים שגופים מוסדיים הגדילו מאד את ההשקעות במניות ואג"ח קונצרני בארה"ב, נדמה שקיימת העדפה להשקעה באג"ח ממשלתי אמריקאי על חשבון אג"ח ישראלי, למעשה בכל המח"מים. באפיקים לשנתיים, אג"ח ארה"ב נותנת תשואה של 2.9% דולרי לעומת -0.65% צמוד מדד מחירים לצרכן בישראל. בתרחיש של עלייה בלתי צפויה באינפלציה בישראל, סביר להניח שהסיבה תהיה פיחות משמעותי בשקל מול הדולר, מה שיקנה תשואות יתר באחזקת אג"ח צמוד דולר.

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.