

יונתן כץ
 וכלכלני לידר שוקי הון

העלאת הריבית מתרחקת על רקע התמתנות באינפלציה וייסוף בשקל

נקודות עיקריות

התשואות הארוכות בארה"ב שמרו על הרמה הגבוהה קרוב ל-3% אשר נקבעה למעשה בשל עלייה מהירה בשכר לשעת העבודה (2.9%), זאת למרות התמתנות באינפלציה ועלייה מתונה מאד במסחר הקמעונאי. התבטאות ניצית של אחד מראשי הפד ועלייה חדה באמון הצרכני תמכה בעליית תשואות נוספת ביום שישי. גם ה- ECB וגם הבנק המרכזי באנגליה השאירו את הריבית ללא שינוי. טראמפ ביקש מהעוזרים שלו להתקדם עם הטלת מכסים נוספים על 200 מיליארד דולר יבוא מסין.

בשבוע הקרוב יתפרסמו הנתונים הבאים: בארה"ב - צפוי שבוע שקט לקראת החלטת הריבית ב- 26/9 עם סקרי ציפיות בתעשייה (empire state מחר, פילדלפיה ביום חמישי), והתחלות הבנייה ביום רביעי.

בישראל: היום יתפרסם האומדן השני לצמיחה ברבעון ב' (2% באומדן הראשון). מחר שורה של נתונים חשובים כולל החשבון השוטף ברבעון ב' (צפויה ירידה חדה יחסית בעודף), נתון חשוב עבור שע"ח של השקל. בנוסף, יתפרסמו נתוני התחלות הבנייה ברבעון ב' ונתוני סחר חוץ לחודש אוגוסט. ביום חמישי יתפרסמו נתוני משרות הפנויות.

מאקרו ישראל

- ✓ מדד המחירים לצרכן עלה ב- 0.1%, מעט נמוך מהציפיות המוקדמות.
- ✓ מסתמנת התמתנות נוספת במחירי השכירות במדד לקצב של 1.9% y/y מ- 3.3% לפני חודשיים.
- ✓ אינפלציית הליבה התמתנה ל- 0.8% ב- 12 החודשים האחרונים מ- 1.0% ביולי.
- ✓ מחירי הדירות לרכישה עלו ב- 0.3% בסקר האחרון וירדו ב- 0.5% שנה אחורה.
- ✓ מדד האמון הצרכני של הלמ"ס ירד באוגוסט, בניגוד לשיפור שהשתקף במדד של פועלים.
- ✓ בהחלטת הריבית האחרונה, חבר אחד היה בעד העלאת ריבית ועוד חבר הביע נכונות גם להעלות את הריבית.
- ✓ מאז החלטת הריבית האחרונה השקל יוסף ב- 1.9% מול סל המטבעות.

מאקרו גלובאלי

- ✓ **ארה"ב:** באוגוסט אינפלציית הליבה ב- CPI התמתנה ל- 2.2% y/y מ- 2.3%. המסחר הקמעונאי עלה ב- 0.1% בחודש יולי, שיעור נמוך יחסית לציפיות.
- ✓ בתחילת ספטמבר מדד האמון הצרכני זינק ב- 4.6 נקודות לרמה היסטורית גבוהה. הייצור התעשייתי עלה ב- 0.4% בחודש אוגוסט לאחר עלייה דומה בחודש יולי.
- ✓ **אירופה:** הייצור התעשייתי ירד ב- 0.8% ביולי (0.1% y/y) לאחר ירידה דומה ביולי.
- ✓ ה- ECB צופה צמיחה באירופה של 2.0% השנה ו- 1.8% בשנת 2019
- ✓ **גרמניה:** סקר ZEW (מדד ציפיות בסקטור העסקי) עלה ב- 3.4 נקודות בספטמבר.

שוק האג"ח

- ✓ בשבוע האחרון התשואות הארוכות בישראל עלו בהתאם למגמה בארה"ב.
- ✓ לאור האינפלציה המתונה והייסוף בשקל נדמה שהעלאת ריבית מתרחקת מאד.
- ✓ עקב כך, עלתה מאד האטרקטיביות של האפיקים השקליים הארוכים.
- ✓ למרות אי הוודאות, לא נראה לנו שהביטוח הלאומי יכול להתנתק מתקציב המדינה.

זום אין

מסתמנת עלייה מתונה בביקוש לרכישת דירות

- ✓ בחודשים מאי-יולי חל גידול של 6.2% בדירות חדשות שנמכרו.
- ✓ עדיין רמת הביקוש נמוכה יחסית לשנים קודמות.
- ✓ משקיעים ממשיכים למכור דירות נטו.
- ✓ **שוק הדיור לא צפוי לחזור למצב "בועתי" ולא צריך להדאיג את בנק ישראל בשיקולי הריבית.**

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	1.2%
ספטמבר	-0.1%
אוקטובר	0.0%
נובמבר	-0.2%
שנה קדימה	0.9%
2018	0.8%

ריבית

נוכחית	0.10%
סוף 2018	0.10%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.564	4.171
שינוי שבועי	-0.5%	0.1%
YTD	2.8%	0.4%
שנה קדימה	3.65	4.20

אג"ח סחירות	ספטמבר
פדיון סחיר	0.0
תחזית הנפקות	2.5
עודף פדיון	-2.5

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1020	-0.73	-0.9	-0.8
בינוני 923	-0.12	-0.3	-0.3
ארוך 527	0.46	0.3	0.3
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 121	064	0.5	0.6
בינוני 324	1.49	1.3	1.2
ארוך 928	2.23	2.1	2.0
US			
2y	2.78	2.75	2.8
5y	2.90	2.8	2.85
10y	3.0	2.9	2.9

* ט"ק - החודש הקרוב
 * ט"ב - 3 חודשים

מחירי השכירות ממשיכים להתמתן

מדד חודש אוגוסט עלה ב- 0.1% לעומת התחזית שלנו של 0.3%:

מה הפתיע במדד יולי?

ללא האצה במחירי

השכירות קשה

לצפות להאצה

באינפלציה

✓ **מחירי המזון ירדו ב- 0.3%** (ציפינו לעלייה של 0.4%). מסתמנת ירידת מחירים בשמנים, סוכר, ריבות, ומשקאות. כנראה שמדובר בתופעה של הוזלות (בעיקר בסוף אוגוסט) לקראת החגים בתחילת ספטמבר.

✓ **מחירי שירותי התקשורת (אינטרנט, שירותי טלפון) ירדו ב- 1.2%** (וירדו ב- 4.4% ב- 12 החודשים האחרונים).

✓ **מחירי הבראה ונופש עלו ב- 14.3%** (ציפינו עליה של 9.5%), שיעור חד יחסית לעונתיות הרגילה.

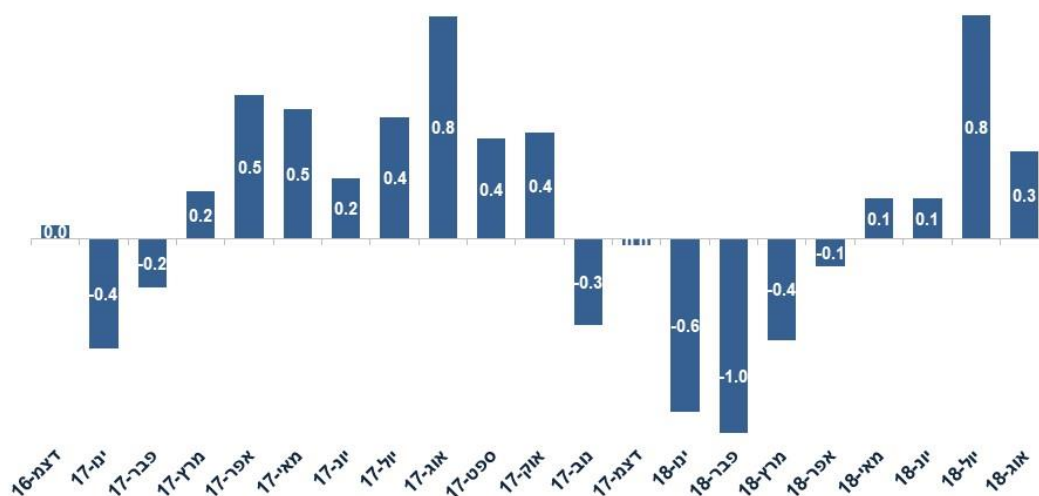
✓ והחשוב מכול: **מחירי השכירות בחוזים מתחדשים (במשקל 18% בסל הצריכה) ממשיכים להתמתן** ועלו ב- 1.9% ב- 12 החודשים האחרונים, מ- 2.2% ביולי ו- 3.3% ביוני. מדובר בהתפתחות חשובה מאד. למעשה, **ללא האצה במחירי השכירות, קשה לצפות להאצה באינפלציית הליבה. בתחזית שלנו שנה קדמה אנו מניחים עלייה של 2.7%** (ההסבר בהמשך).

השינוי במחירי השכירות (בעת חידוש החוזה) ב- 12 החודשים האחרונים

**מחירי הדירות לרכישה עולים**

סקר הדיור אשר מודד את מחירי הדירות בעסקאות רכישה (ולא נכלל במדד מחירים לצרכן) מצביע על עלייה של 0.3% בסקר האחרון (סקר ארעי אומנם) לאחר עליה של 0.8% בסקר הקודם. יחד עם זאת, חלה ירידה של 0.5% ב- 12 החודשים האחרונים.

שיעור שינוי חודשי במחירי הדיור (%)



מדד חודש ספטמבר צפוי לרדת ב- 0.1%, לפי התחזית המפורטת הבאה:

- ✓ לאור הירידה החדה יחסית במחירי המזון בחודש אוגוסט (מבצעי החגים), הנחנו ירידה קלה של 0.1% בחודש ספטמבר (ולא ירידה עונתית חדה).
- ✓ בחודש ספטמבר צפויה עלייה חדה במחירי שירותי החינוך (תעריפים אשר מתעדכנים לרוב פעם בשנה, בפרט גני ילדים ומעונות יום פרטיים), זאת בעיקר על רקע התייקרות שכר הגננות ואחרים לאחר עדכון שכר מינימום בשיעור של 6% בסוף 2017. **הנחנו התייקרות של 2.5% בסעיף החינוך כולו.**
- ✓ מחירי הדלקים עלו ב- 0.3%.
- ✓ בדרך כלל, חודש ספטמבר מאופיין על ידי ירידה במחירי הנסיעות לחו"ל, זאת לאחר רמת המחירים הגבוהה של חודש אוגוסט. אך השנה, החגים נופלים בתחילת החודש כך שהירידה העונתית צפויה להיות מתונה מאד, זאת מעבר להשפעת הייסוף בשקל.
- ✓ צפויה ירידה עונתית של 0.4% במחירי ההלבשה, בדומה לשנה שעברה.
- ✓ הנחנו עלייה מתונה במחירי הדיור (שכירות) בשיעור של 0.4% בדומה לעלייה בחודש ספטמבר אשתקד.

אנו חוזים אינפלציה של 0.9% ב- 12 החודשים הקרובים, לפי ההנחות הבאות:

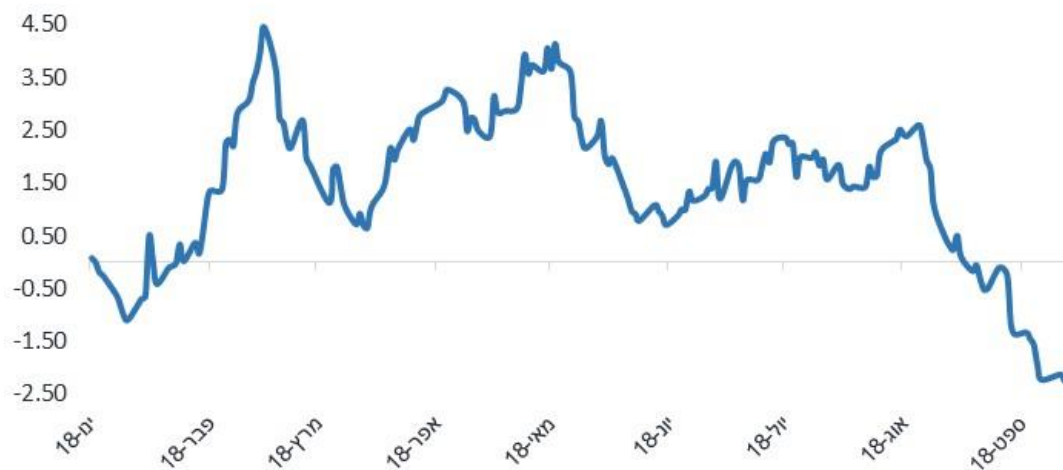
- ✓ **מחירי הדיור (הסעיף הראשי) צפויים לעלות ב- 2.7%.** מדד מחירי הדירות בבעלות הדיירים (במשקל של 18%, ונמדד לפי מחירי שכירות בחוזים מתחדשים) צפוי לעלות ב- 3.0%. מצד אחד ההיצע של דירות להשכרה מצטמצם ככל שהמשקיעים נעלמים מהשוק, מצד שני בקנה יש 113.5 אלף דירות בכל שלבי הבנייה. גידול בהיקפי גמר בנייה בשנה הקרובה ימנע עלייה חדה יותר במחירי השכירות. יחד עם זאת, עלייה בכוח הקנייה של הציבור בשיעור של כ- 3%-3.5% (עלייה בשכר הממוצע), וגידול במספר המועסקים יתמכו בלחץ מסוים מצד הביקושים.
- ✓ **צפוי פיחות מתון בשנה הקרובה.** הנחה זו מניחה שבנק ישראל לא ממהר להעלות את הריבית ולכן **פערי הריביות מול ארה"ב ימשיכו להתרחב בשנה הקרובה: הפד צפוי להעלות את הריבית שלוש פעמים ובנק ישראל רק פעם אחת.** בנוסף, העודף בחשבון השוטף מצטמצם (כפי שנאמר בדיון המוניטארי האחרון של בנק ישראל). מחר יתפרסם מאזן התשלומים של רבעון ב' וכנראה **חלה ירידה חדה בעודף בחשבון השוטף**, זאת לאור הגידול בגרעון הסחר וירידה ביצוא שירותים ברבעון זה. מנגד, ההשקעות הריאליות אל המשק הישראלי ממשיכות לגדול וענפי ההיי טק/חברות הזנק מושכים השקעות מחו"ל.

- ✓ **מחירי הנפט יוותרו יציבים, כמו כן גם מחירי הסחורות בכלל.** לאחרונה מחירי הנפט עלו על רקע תחילת השפעת הסנקציות על איראן.
- ✓ **מחירי המזון יעלו ב- 1.3% בשנה הקרובה.** למרות הלחץ להעלות מחירים על ידי יצרני המזון (מוצרי חלב בפרט), אין אנו צופים מגמה מתמשכת של עלייה במחירי המזון. הנחנו עלייה של 0.4% במחירי המזון בחודש אוקטובר, לאחר החגים. מחירי הסחורות החקלאיות נמצאים במגמת ירידה.
- ✓ **מחירי פירות וירקות ירדו בכ- 1% שנה קדימה,** זאת לאחר עלייה חדה של 6.6% שנה אחורה. מדובר בסעיף תנודתי, ובהנחה שמחירי פירות הקיץ ל- 2019 יחזרו לרמה סבירה + מדובר בהוזלה לעומת הרמה היום.
- ✓ **עדכון שכר מינימום צפוי גם להשפיע על מחירי הארנונה בחודש ינואר 19.** הנחנו עדכון של 3%.
- ✓ **לא צפוי מהלך של הורדת מיסים** בשל הציפיות באוצר שהגרעון התקציבי יעמוד ביעד השנה. במחצית הראשונה של השנה לא נוצרו עודפי מיסים יחסית לאומדן בתקציב המדינה. בחודש אוגוסט הגרעון התקציבי כבר עלה ל- 2.5% תוצר ב- 12 החודשים האחרונים ומסתמנת מעט חולשה בהכנסות ממסים בחודשים האחרונים.

חשוב לשים לב שאינפליציית הליבה מתמתנת

- בנק ישראל אומנם שידר נימה "ניצית" בהחלטת הריבית האחרונה ומדבר על הצורך להכין את השווקים לאפשרות להעלאת ריבית. אך מאז החלטת הריבית חלו שתי התפתחויות חשובות:
- ✓ **השקל יוסף ב- 1.9% מול סל המטבעות,** ב- 2.2% מול הדולר, וב- 1.9% מול היורו.

השינוי בשקל מול סל המטבעות מתחילת השנה



- ✓ **האינפליציה הפתיעה כלפי מטה בחודשיים האחרונים.** באוגוסט אינפליציית הליבה התמתנה ל- 0.8% ב- 12 החודשים האחרונים מ- 1.0% בחודש יולי. מדובר באינפליציה ללא אנרגיה, פירות וירקות והוזלות יזומות.

האינפלציה ואינפלציית הליבה ב- 12 החודשים האחרונים (תחזית מאוג' 18)



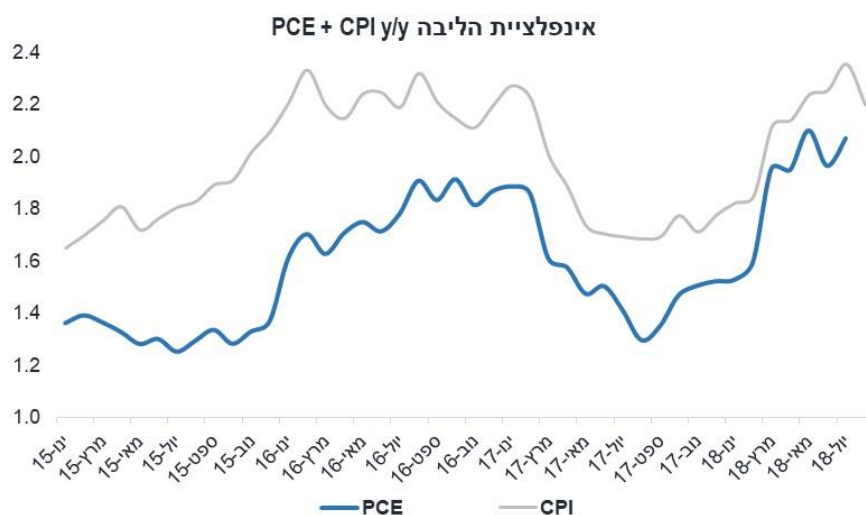
לכן, קשה לצפות להעלאת ריבית בחודשים הקרובים, זאת ללא פיחות בשקל בשיעור של כ- 3%-5%.

מאקרו חו"ל

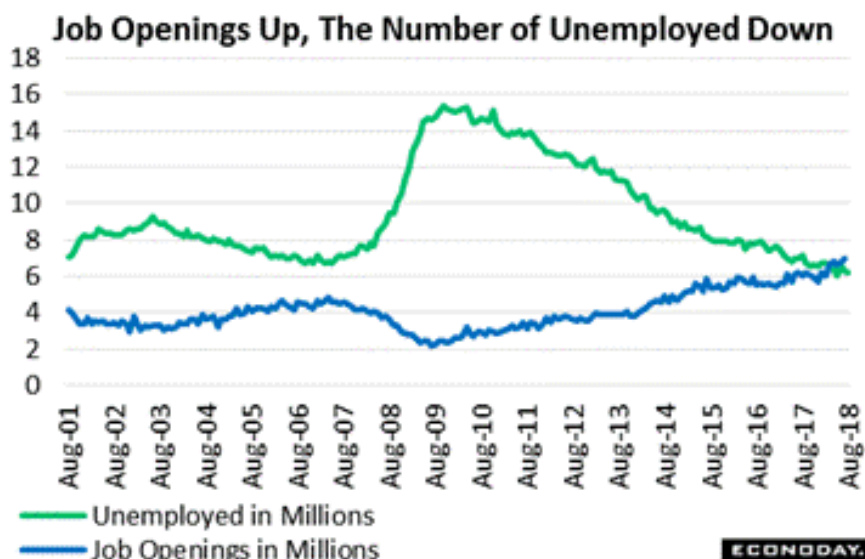
ארה"ב: האינפלציה הפתיעה כלפי מטה

✓ בחודש אוגוסט אינפלציית הליבה CPI עלתה ב- 0.08% בלבד (השיעור המתון ביותר מאז חודש אפריל השנה) והתמתנה ל- 2.2% y/y, מ- 2.35% בחודש יולי. מחירי הדיור (מחירי שכירות, במשקל של 32.8%) התמתנו ל- 3.4% y/y מ- 3.5% בחודש יולי. מחירי שירותי הבריאות (במשקל 6.9%) התמתנו ל- 1.9% y/y מ- 2.3%.

למרות שוק עבודה הדוק, האינפלציה מתמתנת

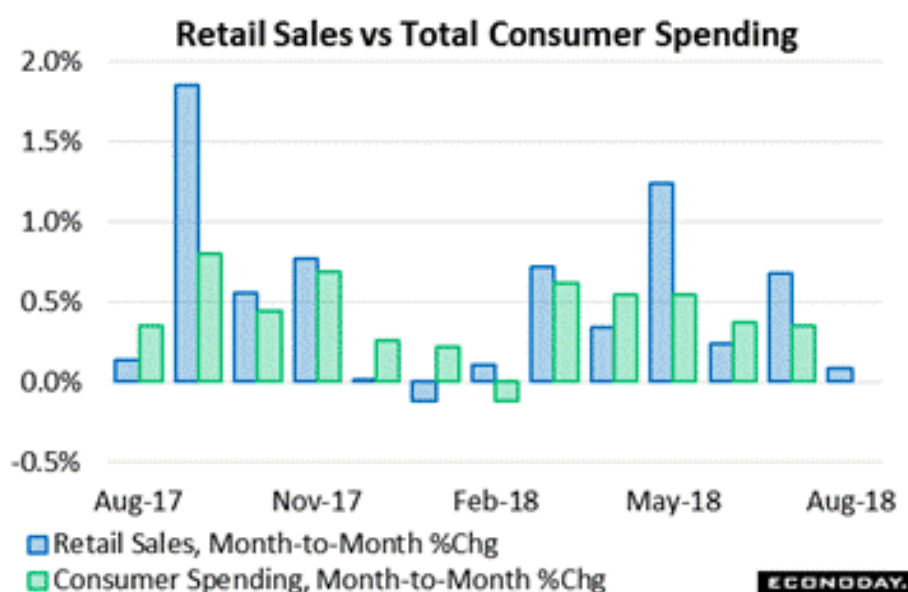


✓ מדד התפוקה בקרב היצרנים PPI (ללא מזון והאנרגיה) ירד ב- 0.1% באוגוסט והתמתן ל- 2.3% y/y מ- 2.7% בחודש יולי. גם סך הכול ה- PPI התמתן ל- 2.8% מ- 3.3%.
 ✓ מספר המשרות הפנויות עלה ב- 1.7% בחודש יולי (מעל הציפיות), אך לעומת זאת, מספר העסקות עובדים (hires) נותר ללא שינוי לאחר ירידה של 1.2% בחודש יוני. מדובר בסימן מובהק לשוק עבודה הדוק.



✓ לפי סקר של הפד באטלנטה, הסקטור העסקי צופה אינפלציה של 2.2% שנה קדימה, לעומת 2.1% לפני חודש.

✓ המסחר הקמעונאי עלה ב- 0.1% בחודש יולי, שיעור נמוך יחסית לציפיות. המסחר הקמעונאי מהווה כשליש מהצריכה הפרטית (היתר כולל צריכת שירותים), אך נדמה שבכל זאת לאחר צמיחה של 4.2% ברבעון ב', צפויה צמיחה מתונה ברבעון ג' על רקע התמתנות בצריכה.



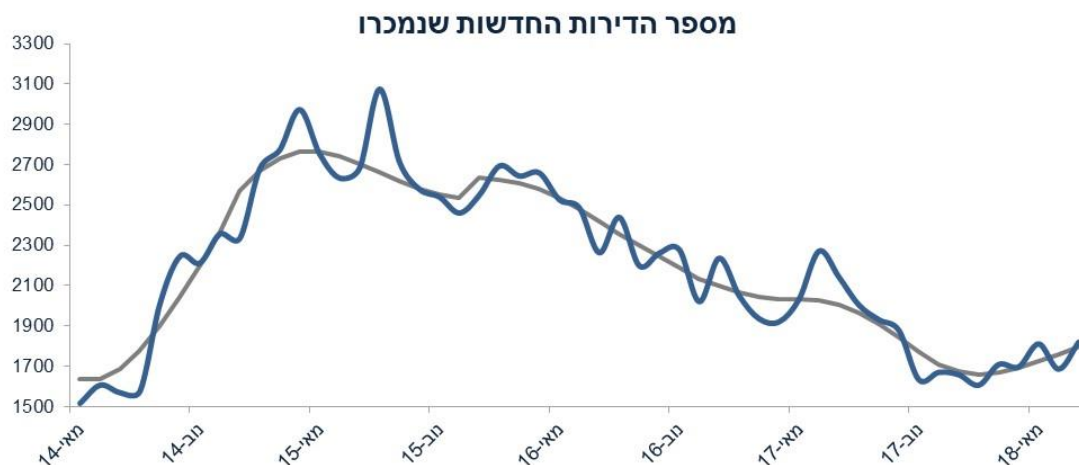
✓ בתחילת ספטמבר מדד האמון הצרכני זינק ב- 4.6 נקודות לרמה היסטורית גבוהה (100.8).
 ✓ הייצור התעשייתי עלה ב- 0.4% בחודש אוגוסט לאחר עלייה דומה בחודש יולי.

התשואות ל- 10 שנים התייצבו סביב 2.9%-3% על רקע נתוני צמיחה חיוביים, זאת למרות סימני התמתנות באינפלציה. מגמת ההשתטחות העקום צפויה להימשך, עם זאת ללא האצה באינפלציה קשה לצפות לעלייה נוספת בתשואות הארוכות.

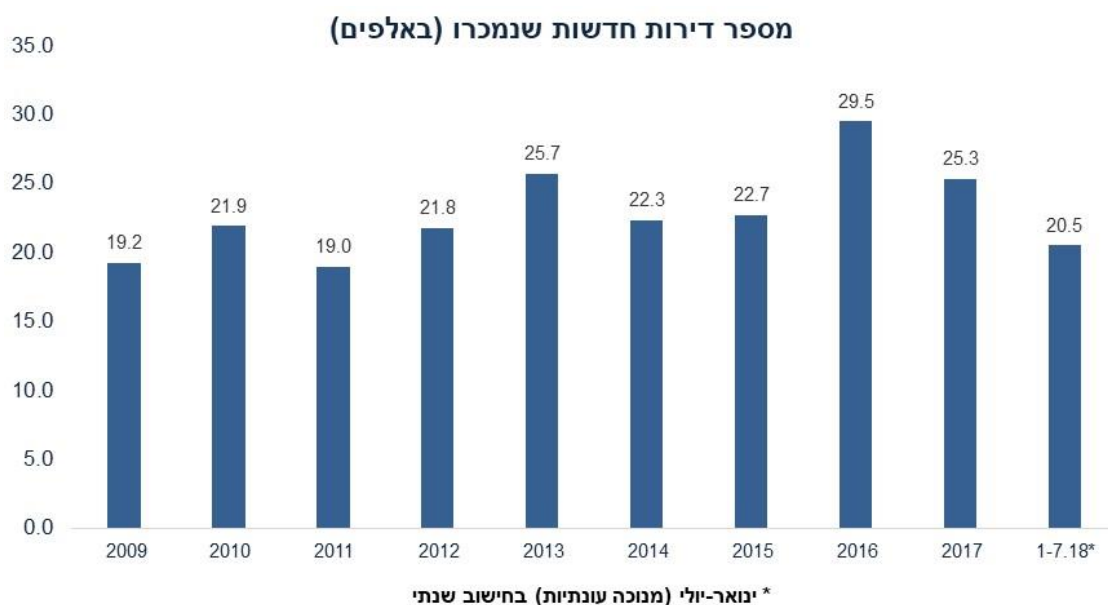
זום אין: הביקוש לרכישת דירה עולה במתינות

בחודשים מאי-יולי מספר הדירות החדשות שנמכרו עלה ל- 6.2% לעומת שלושת החודשים הקודמים, זאת לאחר עלייה של 1.2% בשלושת בחודשים שקדמו. גם נתוני המשכנתאות של בנק ישראל מצביעים על מגמה דומה של האצה בחודשים הקרובים.

לא צפויה עלייה מתמשכת במחירי הדיור

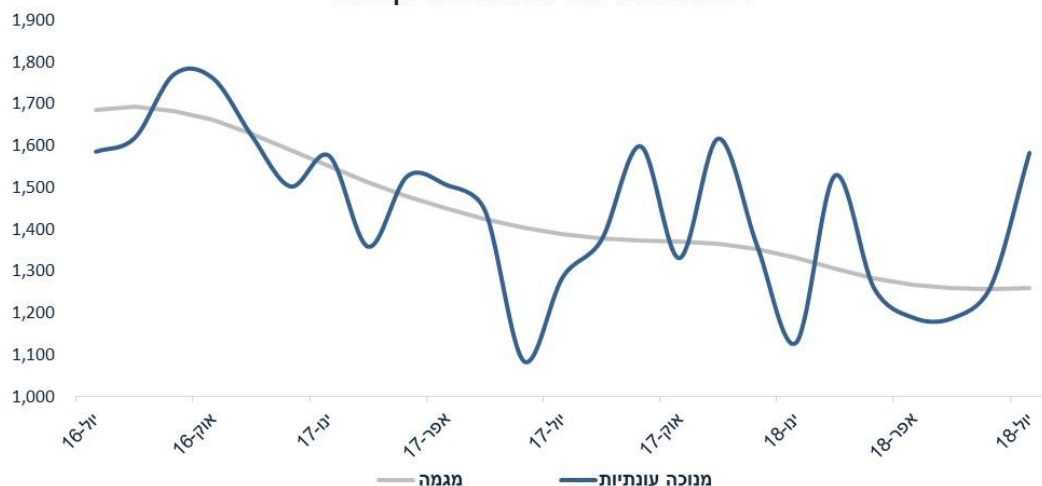


✓ עדיין מדובר ברמה נמוכה יחסית של מכירות לעומת שנים קודמות (ראה גרף). לכן אין סיבה לבנק ישראל לחשוש מהתחממות יתר בשוק הדיור.



✓ כנראה שחל גידול בהתחלות הבנייה בחודש יולי. מספר הדירות החדשות שהחלה בנייתן (שלא למכירה) עלה ב- 25% בחודש יולי. נתון זה כולל קבוצות רכישה, בנייה להשכרה ובנייה לא חוקית.

דירות חדשות שלא למכירה שבנייתן החלה



✓ מרבעון ב' 16 ועד רבעון ב' 18 משקיעים מכרו נטו 14.4 אלף יחידות דיור:

תרשים 8: ארצי - רכישות נטו של משקיעים



מחר הלמ"ס תפרסם את נתוני התחלות וגמר בנייה לרבעון ב'. כנראה שחל גידול גם בהתחלות בנייה וגם במספר הדירות המוגמרות. אין אנו צופים התעוררות מחודשת במחירי הדירות לרכישה בשנה הקרובה. משקיעים עדיין לא חזרו לשוק הדיור בשל המס הגבוה (8%) ולא מעט זוגות צעירים עדיין בהמתנה לדיור מסובסד (מחירי למשתכן).

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.