

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

ללא האצה במחירי השכירות קשה לצפות להאצה באינפלציה

נקודות עיקריות

בשבוע האחרון השווקים המשיכו להגיב לחדשות על יחסי הסחר בין ארה"ב לשותפותיה. השבוע התחיל בפסימיות בשל המשבר המתפתח בתורכיה והשלכותיו על מוסדות פיננסים באיחוד האירופי, והסתיים באופטימיות ביום חמישי על רקע ההודעה של סין שהיא שולחת משלחת נוספת לארה"ב לדון בנושא הסכמי הסחר. בשבוע האחרון התשואות הארוכות בארה"ב נותרו כמעט יציבות.

בשבוע הקרוב יתפרסמו הנתונים הבאים: בארה"ב - ביום רביעי יתפרסמו נתוני מכירות של בתים יד שנייה והפרוטוקול של דיוני הפד, וביום חמישי מכירות של בתים חדשים, ביום שישי הזמנות של מוצרי בני קיימא. ביום שישי נגיד הפד צפוי לנאום. **אירופה:** ביום חמישי - מדד מנהלי הרכש (פרסום מוקדם) לחודש אוגוסט, בתעשייה ובשירותים.

בישראל: ביום שלישי יצאו שירותים (נתון חשוב בשל ההתמתנות בחודשים האחרונים), ביום רביעי יתפרסמו נתוני הייצור התעשייתי והפדיון בענפי המשק, ביום חמישי: המדד המשולב של בנק ישראל. נדמה שהשמועות סביב מי יחליף את קרנית פלוג ימשיכו להשפיע על השווקים.

מאקרו ישראל

- ✓ מדד חודש יולי הפתיע כלפי מטה עקב התמתנות במחירי השכירות.
- ✓ מדובר בסעיף תנודתי אך בכל זאת מדובר בהתפתחות הממתנת את סביבת האינפלציה.
- ✓ האינפלציה עלתה ב- 1.4% ב- 12 החודשים האחרונים, אך אינפלציית הליבה עלתה רק ב- 1.0%, התמתנות מ- 1.1% לפני חודש.
- ✓ מסתמן גידול משמעותי במספר המשרות הפנויות, אשר תומך בלחצי השכר.
- ✓ הצמיחה ברבעון ב' הגיעה ל- 2%, אך ללא המיסים על היבוא הצמיחה הייתה 3%.
- ✓ בשבוע שעבר השקל יוסף ב- 0.9% מול הסל, זאת למרות מדד יולי הנמוך וצמיחה מתונה ברבעון ב', שני נתונים אשר יקשו על העלאת ריבית.

מאקרו גלובאלי

- ✓ **ארה"ב:** מחירי היבוא מצביעים על התמתנות לאחר עלייה חדה בחודשים האחרונים. הצריכה הפרטית ממשיכה לתמוך בצמיחה, עם עלייה מהירה במחסר הקמעונאי ביולי.
- ✓ **אירופה:** הצמיחה התמתנה ברבעון ב' לקצב הנמוך ביותר מאז 2015. יחד עם זאת, מסתמן שיפור בייצוא, כנראה על רקע מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין.
- ✓ **גרמניה:** סקר ציפיות בסקטור העסקי (ZEW) מצביע על שיפור קל בחודש אוגוסט.
- ✓ **סין:** הייצור התעשייתי עלה ב- 6.0% y/y ביולי, בדומה לקצב הגידול בחודש יוני.

שוק האג"ח

- ✓ ביום חמישי חלה ירידה בתשואות הארוכות, בפרט השקליות.
- ✓ שוק האג"ח הושפע מהמדד הנמוך בחודש יולי והתמתנות הצמיחה ברבעון ב'.
- ✓ הנעלם הגדול בשבועות הקרובים צפוי להיות "מי מחליף את קרנית?"
- ✓ בכל מקרה שילוב של התמתנות באינפלציה ובפעילות יקשה על העלאת הריבית.
- ✓ אי הוודאות לגבי המצב הפיסקאלי בעתיד (עם התוספת לביטחון) עלולה להעיב על השוק.
- ✓ **קיימת עדיפות לאפיק השקלי על רקע הירידה במחירי הנפט והייסוף בשקל.**

זום אין

הצמיחה במשק מורידה הילוך

- ✓ אם מנכים לא מעט רעש בנתוני הצמיחה, נדמה שהמשק צומח סביב 2.5%-3%.
- ✓ הירידה ביצוא שירותים מדאיגה, אך כנראה שצפוי שיפור מסוים ברבעונים הבאים.
- ✓ החולשה ביצוא התעשייתי צפויה להימשך על רקע התמתנות של ממש בסחר העולמי.
- ✓ קיפאון בהשקעות במכונות וצידוד מצביע על זהירות בסקטור העסקי.
- ✓ הירידה בהשקעות בבנייה למגורים תומכת בעלייה במחירי הדיור.
- ✓ הזינוק בגידול במלאי ברבעון ב' צפוי למתן את הצמיחה ברבעון ג'.

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	1.4%
אוגוסט	0.3%
ספטמבר	-0.1%
אוקטובר	0.1%
שנה קדימה	1.1%
2018	1.1%

ריבית

נוכחית	0.10%
סוף 2018	0.10%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח

אירו	דולר	השקל
4.1791	3.669	השקל
-1.4%	-0.7%	שינוי שבועי
0.7%	5.8%	YTD
4.25	3.75	שנה קדימה

אג"ח סחירות

אוגוסט	פדיון סחיר	תחזית הנפקות	עודף פדיון
0.0	פדיון סחיר	2.5	-2.5

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1020	-0.88	-0.9	-0.8
בינוני 923	-0.33	-0.3	-0.3
ארוך 527	0.31	0.3	0.3
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 121	0.56	0.5	0.6
בינוני 324	1.42	1.3	1.2
ארוך 928	2.15	2.1	2.0

US

2y	5y	10y
2.8	2.85	2.9
2.6	2.7	2.9
2.61	2.74	2.86

* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

מחירי שכר דירה מתמתנים

מדד חודש יולי הפגיע כלפי מטה עקב התמתנות של ממש בקצב עליית מחירי השכירות, לקצב שנתי של 2.2% לעומת 3.3% בחודש הקודם. התמתנות זו באה לאחר ארבעה חודשים של האצה בקצב עליית מחירי השכירות. מדובר בהתפתחות חשובה על רקע המשקל הגדול של הדיור במדד. במידה ומחירי השכירות ימשיכו לעלות בקצב מתון, קשה יהיה להגיע למצב של "התבססות של סביבת האינפלציה אל תוך היעד", אשר מהווה תנאי מוקדם להעלאת ריבית בנק ישראל. לפי החישובים שלנו, בחודש יולי אינפלציית הליבה (המדד ללא אנרגיה, פירות וירקות והוזלות יזומות) התמתנה ל- 1.0% שנה אחורה מ- 1.1% לפני חודש. גם אם נראה תיקון כלפי מעלה במחירי השכירות, נדמה שבנק ישראל יתקשה להעלות את הריבית לפני רבעון א' 2019.

ללא האצה במחירי הדיור קשה לצפות להאצה באינפלציה

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

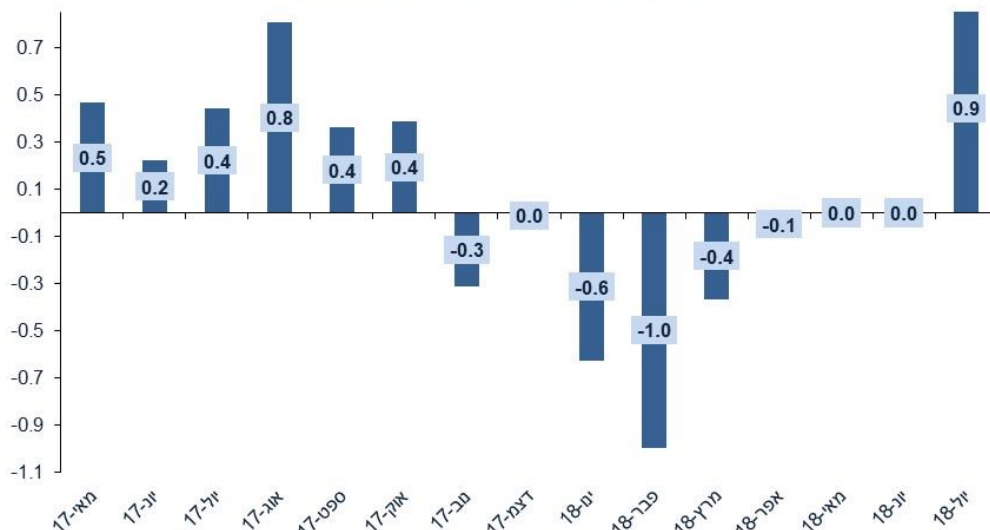


לעומת זאת, מחירי הדירות לרכישה עלו

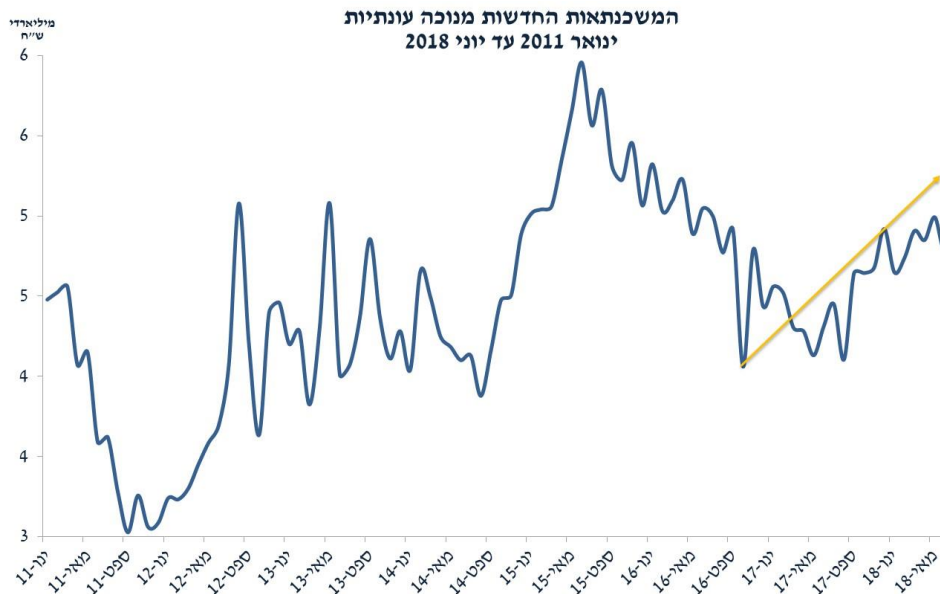
סקר הדיור אשר מודד את מחירי הדירות בעסקאות רכישה (ולא נכלל במדד המחירים לצרכן) מצביע על עלייה של 0.9% בסקר האחרון (סקר ארעי אומנם) ויציבות מחירים ב- 12 החודשים האחרונים.

מוקדם מדי לקבוע שחל שינוי במגמה במחירי הדיור

שיעור שינוי חודשי במחירי הדיור (%)



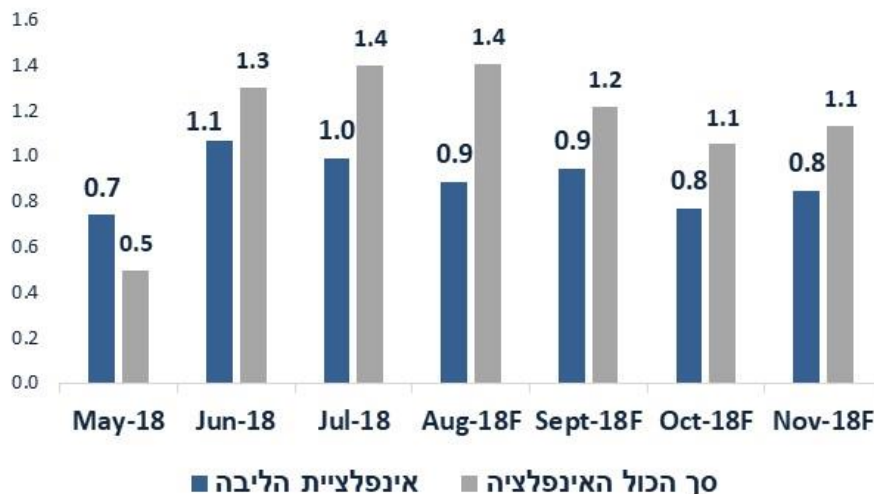
עליית מחירי הדירות לרכישה בחודש האחרון תואמת את הגידול בביקוש ברבעון ב', גידול מתון אומנם, כפי שניתן לראות בנתוני המשכנתאות של בנק ישראל:



עד סוף השנה, קצב האינפלציה השנתי (y/y) ינוע מעט מעל הגבול התחתון של יעד האינפלציה, אך אינפלציית הליבה תנוע סביב הגבול התחתון (וקצת מתחת):

אינפלציית הליבה נמצאת בתחתית היעד

תחזית האינפלציה ואינפלציית הליבה y/y



אנו חוזים אינפלציה של 1.1% ב- 12 החודשים הקרובים, לפי ההנחות הבאות:

✓ מדד מחירי הדיור (הסעיף הראשי) צפוי לעלות ב- 2.7%. מדד מחירי הדירות בבעלות הדיירים (במשקל של 18%, ונמדד לפי מחירי שכירות בחוזים מתחדשים) צפוי לעלות ב- 3.0%. מצד אחר ההיצע של דירות להשכרה מצטמצם ככל שהמשקיעים נעלמים מהשוק, מצד שני בקנה יש 113.5 אלף דירות בכל שלבי הבנייה. גידול בהיקפי גמר הבנייה בשנה הקרובה ימנע עלייה חדה יותר במחירי השכירות.

ללא האצה במחירי השכירות קשה לצפות לעלייה של ממש באינפלציה

✓ צפוי פיחות מתון בשנה הקרובה.

✓ **אנו מניחים שמחירי הנפט והסחורות יישארו יציבים.** יחד עם זאת, חשוב לשים לב למגמת הירידה מתחילת בחודש יוני 2018 ועד היום: ירידה של 11% במחירי המתכות וירידה של 8% במחירי הסחורות החקלאיות, זאת על רקע החרפת החשש למלחמת הסחר והתמתנות בפעילות בסין (אשר משפיעה על מחירי המתכות בפרט).



✓ **מחירי המזון יעלו ב- 1.8% 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 0.5% במחירי המזון בחודש אוקטובר, לאחר החגים. מחירי הסחורות החקלאיות בעולם נמצאים במגמת ירידה.

✓ **מחירי הפירות והירקות ירדו ב- 3.9% שנה קדימה,** זאת לאחר עלייה חדה של 10.5% שנה אחורה. מדובר בסעיף תנודתי, ובהנחה שמחירי פירות הקיץ ב- 2019 יחזרו לרמה סבירה (וקצת מעל), מדובר בהוזלה לעומת הרמה היום.

✓ **בחודש ספטמבר צפויה עלייה חדה במחירי שירותי החינוך** (תעריפים אשר מתעדכנים לרוב פעם בשנה), זאת בעיקר על רקע התייקרות שכר הגננות ואחרים לאחר עדכון שכר מינימום בשיעור של 6% בסוף 2017.

✓ עדכון שכר מינימום צפוי גם להשפיע על מחירי הארנונה בחודש ינואר 19. הנחנו עדכון של 2.5%.

✓ **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.

✓ **למרות התמתנות בשכר בחודשיים האחרונים, עדיין שוק העבודה נמצא במצב "הדוק",** כפי שמשקף בעלייה במספר המשרות הפנויות בחודש יולי ל- 107.6 אלף איש (מנוכה עונתיות), מ- 104.6 אלף בחודש יוני ו- 100.1 אלף לפני שנה. שיעור המשרות הפנויות מסך כוח העבודה עלה ל-

3.88% ביולי מ- 3.77% בממוצע של 2017 ו- 3.82% במחצית א' 18. חל גידול בביקוש לעובדים בכל הענפים, כולל בתעשייה, בנייה, מסחר ושירותים. עלייה במספר המשרות הפנויות הינה אינדיקטור חיובי לפעילות הכלכלית ברבעון ג' (לאחר התמתנות קלה ברבעון ב') אך גם תומכת בלחצי שכר במשק כאשר מספר מחפשי העבודה נמצא על רמה נמוכה יחסית (למרות העלייה בחודשים האחרונים):

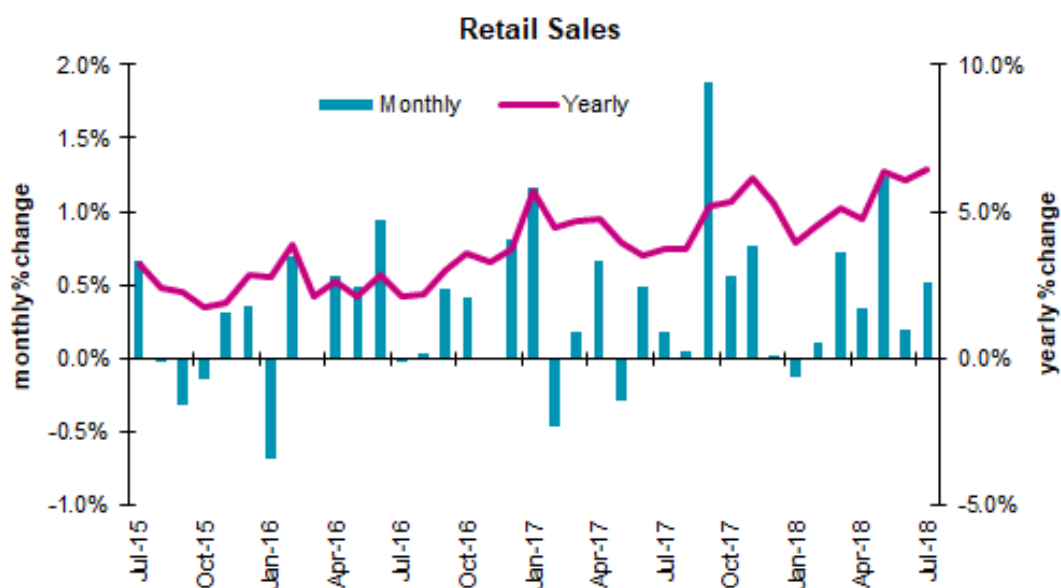


מאקרו חו"ל

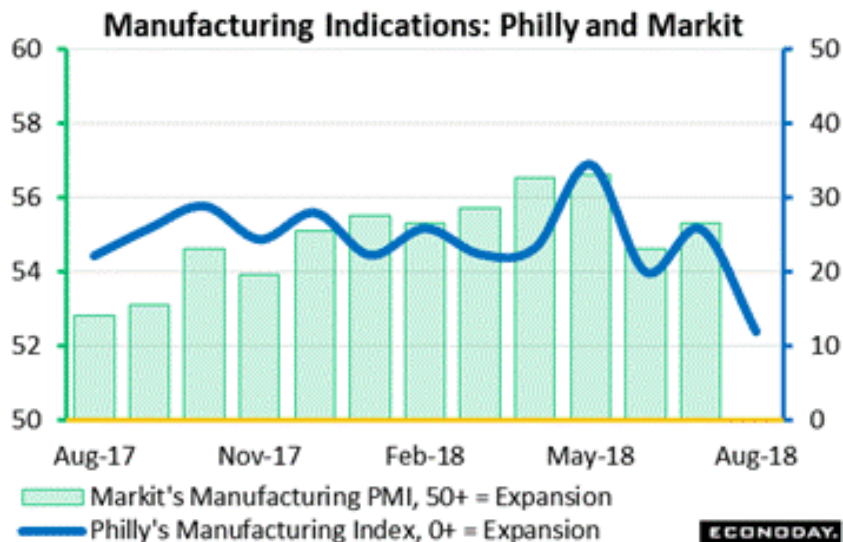
ארה"ב: סימני האצה בצריכה הפרטית

✓ המסחר הקמעונאי עלה ב- 0.5% בחודש יולי (לעומת ציפיות ל- 0.2%), וללא מכוניות ודלק עלה ב- 0.6%. הצריכה הפרטית ממשיכה להיות הקטר העיקרי לפעילות הכלכלית.

האצה בביקושים תומכת בלחצי אינפלציה



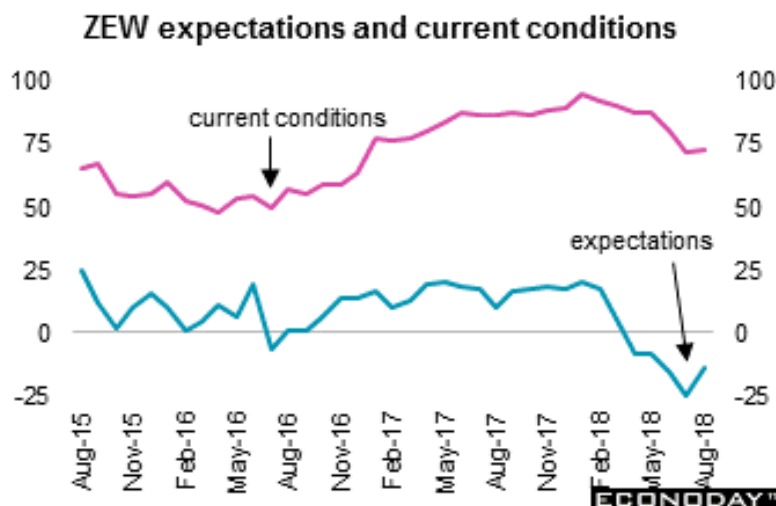
- ✓ מחירי היבוא, אמנם עלו ב- 4.8% ב-12 החודשים האחרונים, אך נותרו יציבים בחודש יולי. גם מחירי יבוא הפלדה וברזל אשר עלו ב- 19.3% y/y עלו ב- 0.1% בלבד ביולי.
- ✓ **נתונים מעורבים בתעשייה.** סקר empire state עלה ב- 3 נקודות לרמה גבוהה של 56.3 באוגוסט.
- ✓ יחד עם זאת, סקר פילדלפיה ירד לרמה הנמוכה זה שנתיים (11.9 באוגוסט, מ- 25.7 ביולי).



- ✓ הייצור התעשייתי עלה ב- 0.3% ביולי לאחר גידול של 0.8% ביוני.
- ✓ ברבעון ב' עלות העבודה ליחידת תפוקה התמתנה ל- 2.0% y/y מ- 3.7% ברבעון א', על רקע האצה בפריון העבודה. נתון זה תומך באינפלציה מתונה בצד עלויות המעביד.
- ✓ מספר אישורי הבנייה עלה ב- 1.5% בחודש יולי וב- 4.2% y/y, אינדיקטור מוביל חיובי לפעילות העתידית בענף הבנייה.
- ✓ בשבוע האחרון מספר דורשי העבודה ירד באלפיים איש ל- 212 אלף.

לעומת זאת, התמתנות באירופה

- ✓ הצמיחה ברבעון ב' עלתה ב- 0.4% q/q ו- 2.2% y/y, התמתנות מ- 2.5% ברבעון א'.
- ✓ הייצור התעשייתי ירד ב- 0.7% ביוני ועלה ב- 2.5% y/y.
- ✓ יחד עם זאת, הייצוא התעשייתי עלה ב- 1.6% ביוני (5.7% y/y). יתכן שמלחמת הסחר של טראמפ תורמת להידוק הסחר בין אירופה ובין סין.
- ✓ סקר ציפיות בסקטור העסקי (ZEW) בגרמניה מצביע על שיפור קל בחודש אוגוסט, לאחר מגמת ירידה מתחילת השנה



הנתונים הכלכליים ממשיכים לתמוך בהעלאת ריבית בארה"ב (בפרט ההאצה בצריכה הפרטית), לעומת מעט חולשה באירופה. שילוב זה תומך בהמשך התחזקות הדולר בעולם.

זום אין: מה ניתן ללמוד מנתוני הצמיחה?

הצמיחה הנמוכה ברבעון ב' (2%) לא הפתיעה אותנו. חשוב לנתח את המרכיבים ולראות את המגמות השונות:

✓ חשוב מכל, הצמיחה למעט המיסוי על היבוא עלתה בשיעור נאה של 3% (לעומת 3.6% ברבעון א'). בהתחשב בכך שישראל נמצאת בתעסוקה מלאה, צמיחה סביב 3% מהווה את קצב הצמיחה הפוטנציאלי של המשק (ואפילו מעט מעל). תשומות העבודה עולות בקצב של 1.5%, ופריון העבודה עשוי להגיע ל-1% השנה.

המשק הישראלי מוריד הילוך

✓ הצריכה השוטפת הפתיעה כלפי מעלה עם גידול של 4.9% ברבעון ב' לאחר גידול של 3.4% ברבעון א'. קשה להסביר את ההאצה כאשר האינדיקטורים השונים (רשתות שיווק, כרטיסי אשראי ומסחר קמעונאי) מצביעים על התמתנות. כדאי לשים לב ליציבותו של מרכיב זה, אשר ניזון מעליית שכר וגידול במספר המועסקים, ומהווה 54% מהתוצר:

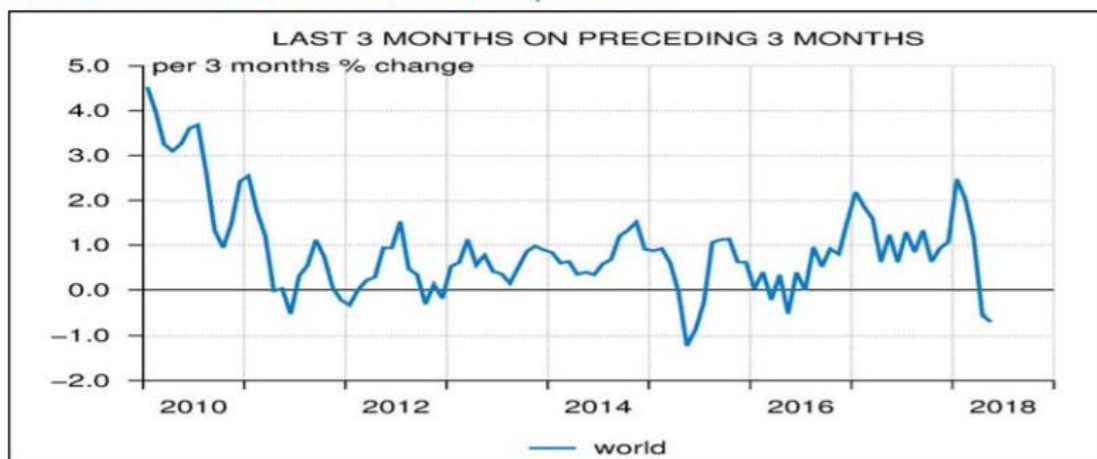
הצריכה השוטפת ממשיכה להיות הקטר העיקרי

השינוי בצריכה הפרטית השוטפת (בקצב שנתי)



- ✓ הירידה בצריכת מוצרי בני קיימא ב- 42% (לאחר גידול של 89% ברבעון א') הייתה צפויה על רקע הירידה החדה ביבוא כלי רכב.
- ✓ **היצוא התעשייתי עלה ב- 0.8% ברבעון ב'** בלבד לאחר קצב גידול ממוצע של 5.4% בחמשת הרבעונים הקודמים. מדד מנהלי הרכש מצביע על התכווצות בהזמנות ליצוא, מה שצפוי להעיב על הייצוא ברבעונים הבאים. בנוסף, הייצוא התעשייתי הישראלי מאד מושפע מהביקושים העולמיים. **בחודשים האחרונים מסתמנת ירידה בהיקף הסחר העולמי:**

WORLD MERCHANDISE TRADE VOLUME, CHART 2



- ✓ **יצוא שירותים (לרוב היי טק לא תעשייתי) ירד ב- 7.7% לאחר עלייה חדה ברבעונים הקודמים** (ממוצע של 13.3% לרבעון מ- רבעון א' 17 עד רבעון א' 18). גם כאן, נדמה שמדובר בתופעה זמנית: ענפי הטכנולוגיה העלית בישראל פורחים והסקטור העסקי בארה"ב מרחיב השקעות.
- ✓ **ההשקעות בבנייה למגורים ירדו ב- 9.6% ברבעון ב'** לאחר ירידה של 15.9% ברבעון א' וירידה של 14.1% ברבעון ד' 17. התכווצות זו נובעת מהירידה בהתחלות הבנייה. קבלנים מצמצמים פעילות על רקע ירידה בביקושים וצמצום ברכישות של המשקיעים.
- ✓ **ההשקעות במכונות וציוד (לא כולל כלי תחבורה) עלו ב- 0.2% בלבד ברבעון ב'** לאחר ירידה של 11.1% ברבעון א'. **הסקטור העסקי נותר זהיר ולא מגדיל את פוטנציאל התפוקה בעתיד.**
- ✓ **הצמיחה למעט הגידול במלאי הייתה שלילית: -2.7%! הגידול במלאי ברבעון ב' היה עצום!** והגיע ל- 7.1 מיליארד ש"ח לעומת 3.8 מיליארד ש"ח ברבעון א'. מדובר בסעיף בעייתי (כפי שצינו בסקירה השבועית הקודמת), אשר נוטה להתעדכן אחורה. בכל זאת, הדלתא בגידול במלאי של 3.3 מיליארד ש"ח (7.1 פחות 3.8) תרמה 1% לתוצר! או 4% בקצב שנתי!!! משמעות הדבר: **מדובר במשקולת לגבי הצמיחה ברבעונים הקרובים.** גידול חד במלאי (הקדמת השקעות בייצור מוצרים). נוטה לגרום לצמצום בפעילות ברבעון הבא. יחד עם זאת, חשוב להדגיש שנתוני הגידול במלאי נוטים להתעדכן באופן משמעותי.

**הצמיחה למעט
גידול במלאי
הייתה שלילית
-2.7%**

לסיכום, הקטר העיקרי למשק הישראלי ממשיך להיות הצריכה הפרטית השוטפת (54% מסך התוצר) כאשר ייצוא הסחורות מדשדש במקרה הטוב וייצוא שירותים עדיין מתרחב אך מדובר בשינוי רבעוני תנודתי במיוחד. אנו צופים קצב צמיחה של כ- 2.5%-3% במחצית ב' וצמיחה של 3.7% בשנת 2018 כולה.

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 שלידר 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 של לידר 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.