

עלייה חדה במחירי השכירות מהווה גורם סיכון באינפלציה

יונתן כץ
 וכלכלני לידר שוקי הון

נקודות עיקריות

הביצועים של שוקי המניות היו מעורבים בשבוע האחרון על רקע אי וודאות פוליטית בנושאים רבים כגון המשא ומתן בין ארה"ב וסין בנושא הסחר, ביטול המפגש בין טראמפ ומנהיג צפון קוראה, עתידו של ה-Brexit והקמת ממשלה באיטליה. באיטליה מסתמנת פשרה בין המפלגה האנטי ממסדית והימין הקיצוני להקמת קואליציה, והחשש ממדיניות התומכת בהפרדות מהאיחוד האירופי תרמה להיחלשות היורו בשבוע האחרון ל-1.177 דולר ליורו (מ-1.194 מסוף 2017). מגמה זאת צפויה להימשך. התשואות ל-10 שנים בארה"ב חצו את רף ה-3.10% ביום חמישי.

בשבוע הקרוב: בארה"ב: ביום רביעי יתפרסמו נתוני מכירות של בתים חדשים, וביום חמישי המכירות של בתים יד שנייה. ביום שישי יתפרסמו ההזמנות של מוצרי בני קיימא. **בריטניה** ברביעי מדד מחירים ובשישי צמיחה ב-Q1.

בישראל הנתונים החשובים יתפרסמו ביום חמישי-הייצור התעשייתי, הפדיון של ענפי המשק, ומספר המשרות פנויות לחודש אפריל.

מאקרו ישראל

- ✓ מדד אפריל לא הפתיע אבל מדאיגה במיוחד ההאצה בקצב עליית מחירי השכירות.
- ✓ אינפלציית "הליבה" נמצאת מעט מתחת ליעד של בנק ישראל, בקצב של 0.8% y/y.
- ✓ לאחר פרסום מדד אפריל חזאי המאקרו עדכנו את תחזית האינפלציה שנה קדימה ל-0.9% מ-0.8% לפני חודש.
- ✓ מסתמנת ירידה במספר דירות החדשות שנמכרו, מגמה אשר תומכת בביקוש לשכירות.
- ✓ הצמיחה ברבעון א' הגיעה ל-2.9% (ללא מרכיב המס על היבוא), לאחר 3.9% במחצית ב' של 2017.
- ✓ ה-PMI ירד ב-0.7 נקודות ל-54.0 בחודש אפריל, רמה אשר מצביעה על התרחבות.

מאקרו גלובלי

- ✓ **ארה"ב:** המסחר הקמעונאי עלה ב-0.3% באפריל וב-4.7% ב-12 החודשים האחרונים.
- ✓ **יפן** הצמיחה ברבעון א' הייתה שלילת: 0.2% לעומת הרבעון הקודם.
- ✓ **גרמניה:** הצמיחה ברבעון א' התמתנה ל-0.3% q/q ברבעון א' מ-0.6% ברבעון ד'.
- ✓ באפריל מדד אמון הסקטור העסקי (ZEW) ירד זה החודש הרביעי ברציפות.

שוק האג"ח

- ✓ התשואות ל-10 שנים בארה"ב המשיכו לעלות בשבוע האחרון ל-3.07%.
- ✓ ההסברים הם בתחום החשש לגידול בגרעון וצמצום רכישות האג"ח על ידי פד.
- ✓ נתוני המאקרו היו מעט חלשים וגברו הסיכויים לעוד שתי העלאות ריבית הפד בלבד השנה.
- ✓ שוק המק"מ מתמחר העלאת ריבית בישראל לקראת סוף השנה.
- ✓ למרות שאנו צופים העלאת ריבית באפריל 19, פיחות מואץ עשוי לתמוך בהעלאת ריבית מוקדמת יותר.
- ✓ ה-spread השלילי מול אג"ח ארה"ב עלול להצטמצם ברגע שהעלאת הריבית תתקרב.
- ✓ אג"ח ארה"ב (ל-10 שנים) נראית יותר אטרקטיבית להשקעה מאשר אג"ח ישראל.

זום אין

עלייה בחוב של המדינות המפותחות מצמצמת את פוטנציאל הצמיחה

- ✓ החוב הכולל של המשקים המפותחים עלה ב-37 נקודות האחוז בעשור האחרון.
- ✓ במרבית המדינות חל גידול חד בחוב הממשלתי.
- ✓ בישראל המגמה הייתה הפוכה, עם ירידה של 20% בחוב הכולל.
- ✓ עלייה בחוב הכולל בעולם מצמצמת את פוטנציאל הצמיחה ולכן תומכת בתשואות נמוכות יחסית.

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	0.4%
מאי	0.5%
יוני	0.0%
יולי	0.1%
שנה קדימה	1.0%
2018	1.0%

ריבית

נוכחית	0.10%
סוף 2018	0.10%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.589	4.2409
שינוי שבועי	0.6%	-0.3%
YTD	3.5%	2.5%
שנה קדימה	3.70	4.25

אג"ח סחירות

מדינה	פדיון סחיר	תחזית הנפקות	עודף פדיון
מדינה	0.0	3.5	-3.5

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	-0.92	-1.0	-1.1
בינוני 923	-0.27	-0.3	-0.4
ארוך 527	0.38	0.35	0.4
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 120	0.35	0.3	0.35
בינוני 323	1.09	1.05	1.1
ארוך 327	1.96	1.95	2.0
US			
2y	2.54	2.55	2.6
5y	2.84	2.8	2.7
10y	3.07	3.0	2.9

* ט"ק - החודש הקרוב
 * ט"ב - 3 חודשים

אנו חוזים אינפלציה של 1.0% שנה קדימה, עם סיכון כלפי מעלה

תחזית האינפלציה שלנו עומדת על 1.0% שנה קדימה, ומניחה:

- ✓ עלייה של 2.4% בסעיף הדיור שנה קדימה, מזה 2.5% בסעיף של מחירי שכירות בחוזים מתחדשים (בדומה לקצב הנוכחי). מסתמנת ירידה בביקוש של דיור להשקעה אשר פוגעת במלאי הדירות לשכירות ולכן מהווה גורם אשר תומך בעליית מחירי השכירות. ברקע, מסתמנת ירידה במספר התחלות הבנייה בשנת 2017. מצד הביקוש, השכר הממוצע במשק נמצא במגמת עלייה מתחילת השנה (עם עדכון שכר מינימום בשיעור של 6%). נתוני מכירות של דירות חדשות מצביעים על ירידה של 2.3% ברבעון א' 18 לעומת רבעון ד' 17. זוגות צעירים ממתנים לדיור מסובסד ולכן תורמים לביקוש לשכירות. לפי הערכתנו, הסיכוי שמחירי הדיור (מחירי שכירות) יפגיעו כלפי מעלה לכיוון 3% גבוה יחסית לסיכוי להתמתנות במחירים.

האינפלציה עלולה להפתיע כלפי מעלה



- ✓ אנו מניחים יציבות במחירי הנפט בעולם (\$ Brent 78.5) ועלייה מתונה ביתר מחירי הסחורות על רקע התרחבות הביקושים העולמיים. לפי הנחה זו, בתחילת יוני צפויה התייקרות של 2.5% במחירי הדלקים בישראל. ניתחנו בסקירה מלפני שבוע מדוע הסיכונים הם להמשך עלייה במחירי הנפט בעולם (סנקציות על איראן).

- ✓ הזלות יזומות: נדמה שהסיכויים למהלך של הורדת מיסים פחתו. במידה ויווצרו מקורות תקציביים עודפים, סביר להניח שהם יועברו לגידול בתקציב של משרד הביטחון, זאת לאור האיומים מכיוון סוריה ואיראן. בינואר 19 מחיר החשמל צפוי להתייקר ב-2.0%.

- ✓ שע"ח: העודף בחשבון השוטף נמצא במגמת ירידה על רקע גידול בגרעון הסחר מעבר לשיפור בעודף בחשבון השירותים. המשך עלייה בריבית הפד (צפויות לפחות עוד שתי העלאות ריבית השנה) יביא להתייקרות משמעותית בעלות הגידור. נכון לחודש מרץ גופים מוסדיים ישראלים מגדרים כ-8.6% מסך הנכסים המנוהלים, או כ-39.3 מיליארד דולר. אנו צופים שע"ח של 3.70 ₪ לדולר בעוד שנה ו-4.25 ₪ לירו. הדולר צפוי להמשיך להתחזק בעולם ל-1.15 דולר לירו לאור הנתונים היותר חיוביים והמשך ריסון מוניטארי בארה"ב יחסית לאירופה. מספר אירועים השנה עלולים לתרום להיחלשות בשקל, כולל הקדמת הבחירות (המלצה להעמיד את נתניהו לדין) או החלפת הנגיפה פלוג.

✓ שוק העבודה נמצא במצב "הדוק", זאת בהסתכלות מצד מחפשי העבודה (אשר פוחתים) והביקוש לעובדים חדשים (מספר המשרות הפנויות עלה). **סביבה זאת תומכת בלחצי שכר.**

צמיחה מהירה ברבעון א' תומכת בהעלאת ריבית

הצמיחה ברבעון א' הגיעה ל- 4.2% (בחישוב שנתי) לאחר 4.4% ברבעון ד' (מעודכנת מ- 4.1%).

מספר התפתחויות חשובות ברבעון א':

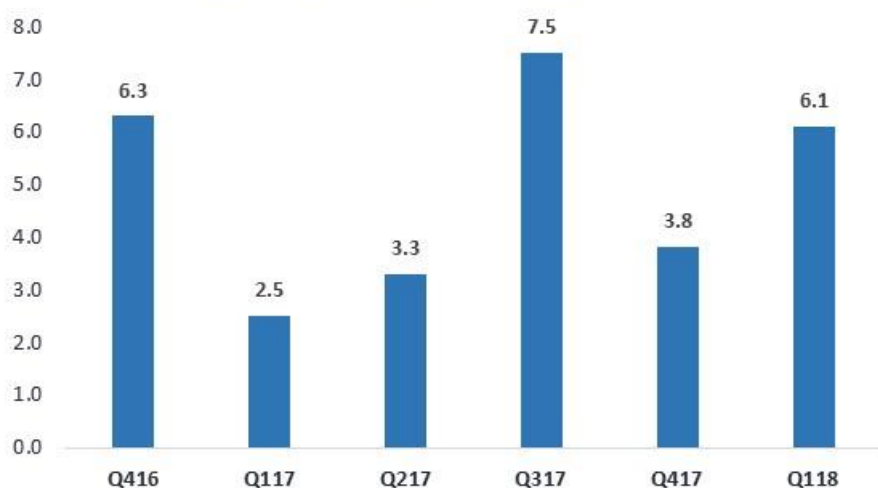
✓ ללא מיסים, הצמיחה ברבעון א' הייתה 2.9% בלבד לאחר 4.4% ברבעון ד'. כלל לא ברור מדוע מיסי יבוא (מס קניה על רכבים, לא כולל מע"מ) תורמים לתוצר. ברבעון א' **רכישות כלי רכב עלו ב- 287%** (בחישוב שנתי).

✓ **הצריכה השוטפת עלתה ב- 3.0%** ברבעון א' 18 לאחר גידול של 5% ברבעון ד'.

✓ **היצוא התעשייתי (ללא יהלומים) עלה ב- 6.1%** ברבעון א' לאחר 3.8% ברבעון ד'. מדובר בנתון מאד חיובי אשר מצביע על התרחבות נאה ביצוא. כידוע, נתוני סחר חוץ משקפים רק את ערך היצוא הדולרי, כאשר נתוני תוצר משקפים את הגידול הריאלי (בכמויות פיזיות).

צמיחה מאוזנת בין היצוא, הצריכה והשקעות

הגידול הריאלי ביצוא התעשייתי (בחישוב שנתי)



✓ **יצוא שירותים (ללא תיירות וחברות הזנק) עלה ב- 27.7%** ברבעון א' לאחר גידול של 26.2% ברבעון ד'. **בהחלט מרשים, וגורם חשוב אשר תומך בשע"ח של השקל.**

✓ **ההשקעות בבנייה למגורים ירדו ב- 15.4%** ברבעון א' לאחר ירידה של 12.9% ברבעון ד'. **צמצום בפעילות בענף הבנייה עלול להגביל את ההיצע של דירות בעתיד ולתמוך בעליית מחירים.**

✓ **ההשקעות במכונות וציוד ירדו ב- 1.4%** ברבעון א' לאחר גידול של 15% בשנת 2017, עקב סיום השקעות הענק של אינטל.

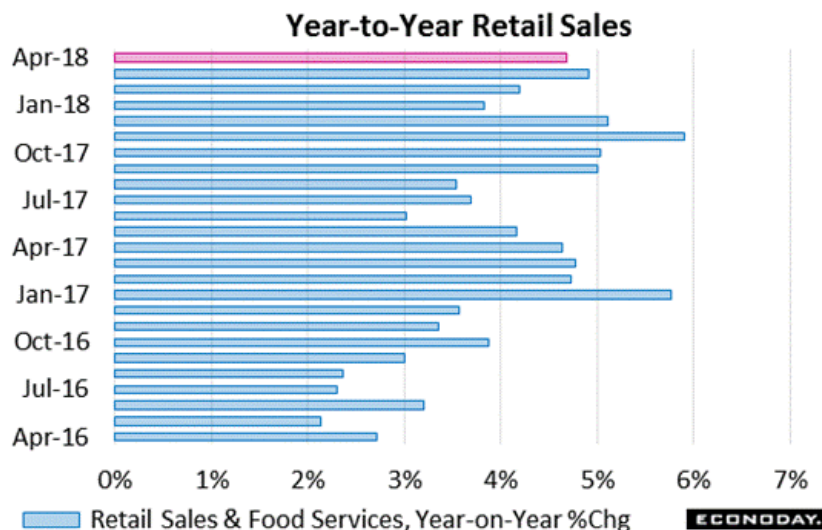
בנק ישראל סבור שהמשק הישראלי צומח בקצב מעל פוטנציאל הצמיחה ולכן, באופן עקיף, צמיחה כה מהירה (במשק בתעסוקה מלאה) תומכת בהעלאת ריבית.

נתוני המאקרו ממשיכים להיות חיוביים בארה"ב יחסית לאירופה

ארה"ב:

- ✓ המסחר הקמעונאי (ללא מכוניות ודלקים) עלה ב- 0.3% בחודש אפריל לאחר גידול של 0.4% במרץ.
- ב- 12 החודשים האחרונים המסחר הקמעונאי על ב- 4.7%, שיעור בהחלט סביר.

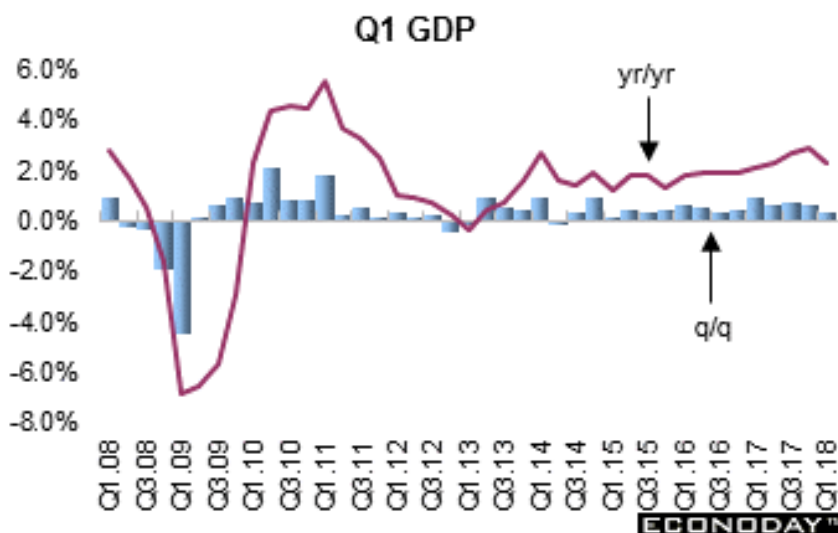
גורמי המאקרו
תומכים בהמשך
התחזקות הדולר



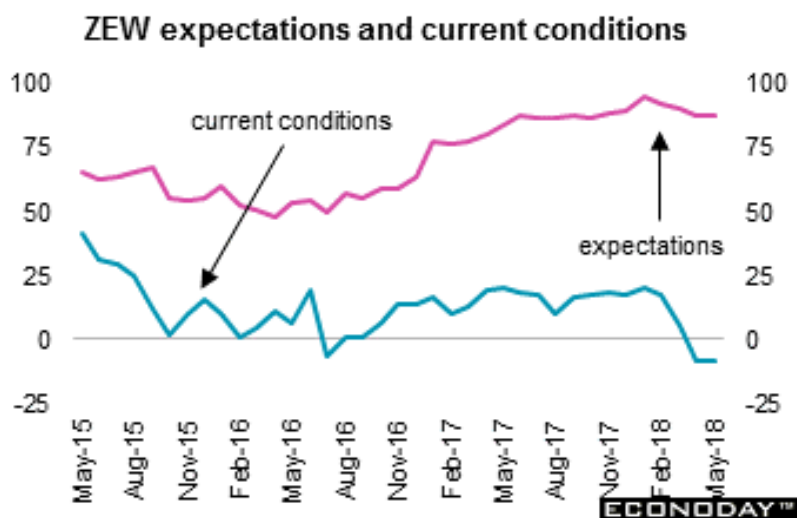
- ✓ סקר empire state (תעשיית ניו יורק) עלה ל- 20.1 נקודות במאי מ- 15.8 באפריל. רכיב ההזמנות עלה ב- 7 נקודות ל- 16.
- ✓ סקר פילדלפיה עלה ל- 34.4 נקודות במאי מ- 23.2 נקודות באפריל.
- ✓ הייצור התעשייתי עלה ב- 0.5% באפריל לאחר קיפאון בחודש מרץ.

לעומת הנתונים החזקים יחסית בארה"ב, מסתמנת התמתנות באירופה:

- ✓ ברבעון א' הצמיחה באירופה הסתכמה ב- 0.4% q/q (1.7% בקצב שנתי) לעומת 2.3% בארה"ב. בגרמניה הצמיחה התמתנה ל- 0.3% ברבעון א', התמתנות מ- 0.6% ברבעון ד'.



- ✓ אינפלציית הליבה באירופה התמתנה ל- 0.7% y/y באפריל מ- 1.0% במרץ.
- ✓ באפריל מדד אמון הסקטור העסקי (ZEW) ירד זה החודש הרביעי ברציפות ל- 87.5 נקודות (ברכיב ציפיות קדימה). מדובר ברמה הנמוכה מאז חודש אוקטובר 2017.



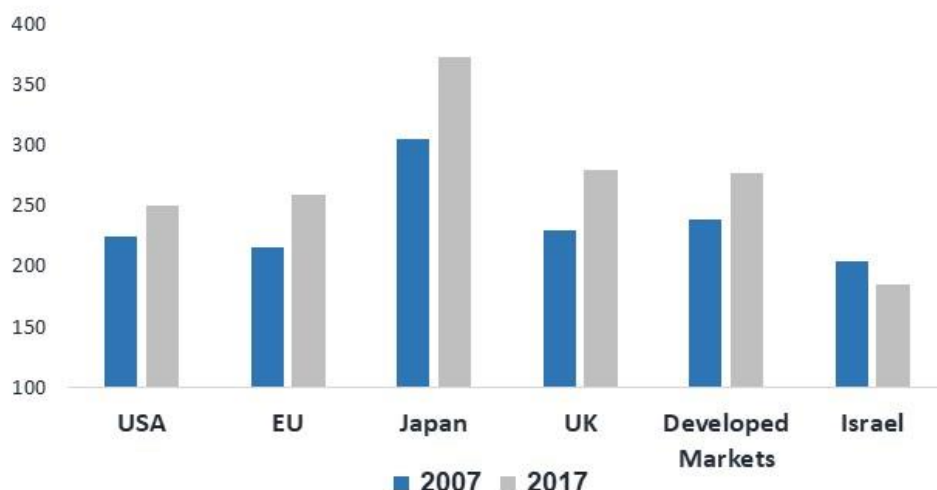
- ✓ הפסימיות באירופה נובעת מעלייה במחירי הנפט, חשש למלחמת סחר ונתונים כלכליים חלשים.
- השלכות:** ה- ECB לא ימהר לסיים את תוכנית רכישות האג"ח באוקטובר השנה, או להתחיל להעלות את הריבית במהלך 2019. היורו צפוי להמשיך להיחלש השנה ל- 1.15 דולר ליורו.

זום אין: החוב הכולל של המדינות המפותחות עולה

המשבר הגדול של שנת 2008 נבע מעודף מינוף במדינות המפותחות, בפרט בקרב משקי הבית בארה"ב אשר עלה ל- 98% במונחי תוצר בשנת 2007. במקום להנהיג מדיניות של deleveraging והקטנת חוב כולל, מרבית המדינות הגדילו את סך החוב בעשור האחרון:

**גידול בחוב
הכולל מהווה
משקולת על
הצמיחה
העתידית**

סך החוב הכולל של המדינות המפותחות (ב-% תוצר)



- ✓ סך החוב של המדינות המפותחות עלה ל- 277% תוצר ב- 2017 מ- 239% ב- 2007..
- ✓ במרבית המדינות הגידול בחוב הכולל נבע מגידול בחוב הממשלתי אשר עלה ב- 38 נקודות האחוז.
- ✓ הגידול הבולט בחוב הכולל התרחש ביפן ל- 373% מ- 306% לפני עשור, זאת על רקע גידול חד בחוב הממשלתי ב- 67 נקודות האחוז.
- ✓ בבריטניה החוב הממשלתי עלה ב- 67 נקודות האחוז ל- 110%, ב- EU החוב הממשלתי עלה ב- 32% ל- 100%, וב- 40% בארה"ב ל- 99%.
- ✓ החוב של משקי הבית בארה"ב ירד ל- 79% תוצר בשנת 2017 מ- 98% בשנת 2007.
- ✓ בישראל המגמה הייתה הפוכה: ירידה בחוב הכולל ל- 181% ב- 2017 מ- 201% ב- 2007, בעיקר על רקע ירידה בחוב הממשלתי ובחוב של הסקטור העסקי לעומת גידול בחוב הצרכני.

	החוב הבסיסי במונחי תוצר (2017)				השינוי בנקודות האחוז מ- 2007			
	משקי בית	חברות	ממשלה	סך הכול	משקי בית	חברות	ממשלה	סך הכול
Australia	121	76	40	237	14	-4	31	41
Canada	100	113	76	289	22	27	24	73
France	58	133	111	302	13	29	44	86
Germany	52	54	71	177	-9	-1	7	-3
Italy	41	72	150	263	4	0	42	46
Japan	57	103	212	372	-1	1	67	67
Spain	62	98	110	270	-19	-25	72	28
Sweden	87	148	41	276	22	27	-1	48
Switzerland	128	113	33	274	22	28	-5	45
UK	87	84	110	281	-6	-10	67	51
US	79	73	99	251	-19	5	40	26
EU	58	102	100	260	-1	14	32	45
Dev.Markets	76	92	109	277	-6	5	38	37
Israel	44	76	61	181	13	-25	-8	-20

- ✓ **השלכה:** גידול בחוב הכולל מקטין את פוטנציאל הצמיחה במשק. הצורך לשרת את החוב (בפרט בריביות עולות) מקטין את הפוטנציאל לגידול בצריכה בקרב משקי הבית, או בממשלה. בקרב הסקטור העסקי הגידול בחוב מקטין את האפשרות להגדיל את ההשקעות. **ירידה בפוטנציאל הצמיחה בקרב המדינות המפותחות מהווה גורם אשר צפוי לבלום עלייה בתשואות הארוכות. לפי הערכתנו, התשואות בארה"ב ירדו אל 2.90% במחצית השנייה של השנה.**

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.