

יונתן כץ  
 וכלכלני לידר שוקי  
 הון

## מחירי השכירות מתמתנים אך מחירי הרכישה ממשיכים לעלות

### נקודות עיקריות

שוקי המניות עלו בתחילת השבוע שעבר על רקע תוצאות חיוביות בבחירות ביפן (Abe) חיזק את מעמדו ומבטיח להנהיג מדיניות פייסקאלית יותר מרחיבה) ומינוי ראשת ממשלה חדשה בבריטניה. התזוזה המשמעותית בשוק האג"ח העולמי התרחשה לקראת סוף השבוע, כאשר בחמישי הבנק המרכזי האנגלי בחר שלא לשנות את הריבית בניגוד לציפיות השוק להורדה של 0.25%, ובשישי עם פרסום שורה של נתונים כלכליים חיוביים בארה"ב, כולל העלייה במסחר הקמעונאי, הייצור התעשייתי ואינפלציית הליבה (מעבר לציפיות המוקדמות). נתונים כלכליים חיוביים בסין (ייצור ומסחר קמעונאי) תמכו גם הם בשווקים.

**בשבוע הקרוב** שוק האג"ח הישראלי יגיב לעדכון נתוני החשבונאות הלאומיים של רבעון א'. אנו צופים עדכון כלפי מעלה באומדן לכיוון 1.5%-2.0%, על רקע עדכון כלפי מעלה של נתוני יצוא שירותים. **בארה"ב** הדגש יהיה על אינדיקטורים של שוק הנדל"ן עם נתוני התחלות ואישורי בניה ביום שלישי.

### מאקרו ישראל

- מדד המחירים לצרכן עלה ב- 0.3% ביוני בהתאם לציפיות שלנו.
- מחירי השכירות במדד (בחוזים מתחדשים) התמתנו, אך מחירי הדיור לרכישה עלו.
- נמשכת הירידה החדה בייצוא התעשייתי בחודש יוני וברבעון ב' כולו.
- העלייה ביבוא מוצרי הצריכה מחזקת את ההערכה שהצריכה הפרטית ממשיכה לגדול ולתמוך בפעילות.
- ברבעון ב' חל גידול בשיעור המשרות הפנויות, אך חודש יוני מצביע על נסיגה.

### מאקרו גלובלי

- **חדשות חיוביות בארה"ב** – עלייה בייצור התעשייתי ובמסחר הקמעונאי.
- אינפלציית הליבה עלתה ל- 2.3% YOY מ- 2.2% לפני חודש, מעבר ליעד של הפד.
- מספר דורשי העבודה התייצב על רמה נמוכה מאד.
- הבנק המרכזי של אנגליה שמר על יציבות בריבית אך רמז שיתכן מהלך באוגוסט.
- הצמיחה בסין נותרה יציבה על 6.7% YOY ברבעון ב', בדומה לרבעון א'.

### שוק האג"ח

- היום צפויה עליית תשואות בישראל על רקע המגמה בארה"ב ביום שישי.
- לאור הנתונים החיוביים בארה"ב, העלאת ריבית בספטמבר אפשרית.
- שוק האג"ח לא צפוי להגיב למדד יוני אשר תאם את הציפיות המוקדמות.
- בשבוע האחרון התשואות באג"ח הצמודות ירדו מול עלייה באפיק השקלי, כלומר **חלה עלייה בציפיות האינפלציה.**

### זום אין

#### עליית השכר צפויה ללחוץ גם על הביקושים וגם על העלויות

- בשנת 2015 עליית השכר השפיעה בחיוב על כוח הקנייה של הצרכן אך לא פגעה ברווחיות של היצרן.
- מצב זה נוצר בשל **שיפור חד בתנאי הסחר** (עלייה במחירי היצוא וירידה במחירי היבוא).
- בשנה הקרובה לא צפוי שיפור נוסף בתנאי הסחר, כך שעליית השכר תתרום לאינפלציה גם מצד הביקושים וגם מצד העלויות.

ריבית	
נוכחית	0.10%
סוף 2016	0.10%
בעוד שנה	0.10%

אינפלציה	
12 ח' אחרונים	-0.8%
3 ח' קרובים	0.1%
12 ח' קרובים	1.0%
2016	0.3%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.844	4.2842
שינוי שבועי	-1.0%	-0.3%
YTD	-1.5%	0.9%
3 ח' קרובים	3.88	4.27
שנה קדימה	3.90	4.25

אג"ח סחירות	
פדיון	1.3
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	3.5
עודף פדיון	-2.2

### עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 517	-0.16	-0.3	-0.6
בינוני 1019	-0.44	-0.4	-0.4
ארוך 923	-0.03	0.0	0.1

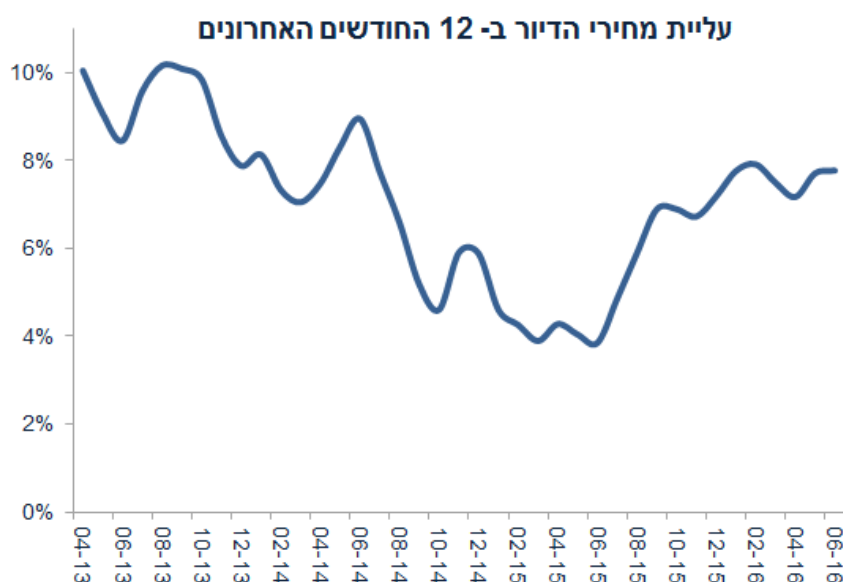
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.09	0.1	0.15
בינוני 120	0.50	0.5	0.7
ארוך 1026	1.69	1.75	1.85

US			
2y	0.67	0.7	0.8
5y	1.10	1.2	1.3
10y	1.55	1.65	1.80

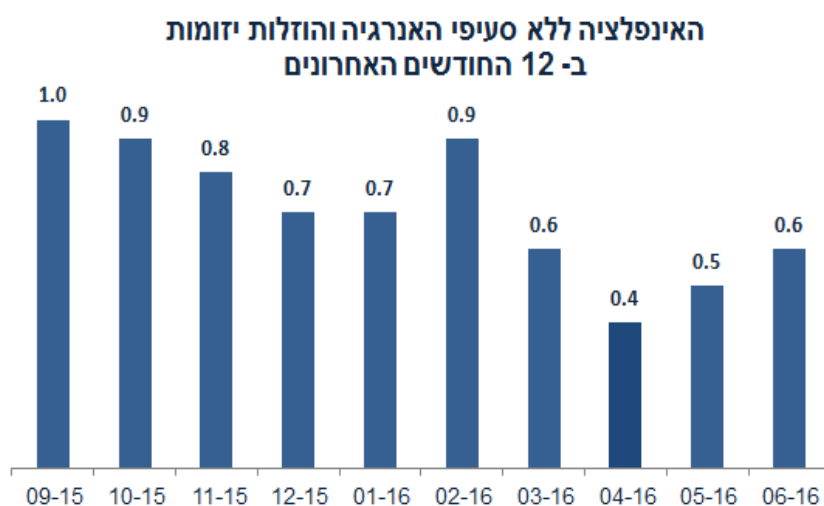
\* ט"ק- החודש הקרוב  
 \* ט"ב- 3 חודשים

## מדד יוני תאם את הציפיות שלנו

- ✓ מחירי המזון ירדו מעבר לציפיות שלנו (-1.7% ב-12 החודשים האחרונים), אולי בהשפעת (בפיגור) ירידה במחירי הסחורות החקלאיות בשנת 2015 בשיעור של 16%.
- ✓ **מחירי השכירות בחוזים מתחדשים ממשיכים להתמתן:** ב-12 החודשים האחרונים מחירי השכירות עלו ב-1.9% לעומת 2.2% לפני חודש, ו-2.6% לפני חודשיים. **מוקדם מדי להכריז על מגמה ברורה** שכן בנובמבר 2015 הקצב השנתי ירד ל-1.7% ואחר כך טיפס ל-2.6% בפברואר. **עם זאת, אנו צופים האצה במחירי השכירות** על רקע עלייה בכוח הקנייה של משקי הבית וירידה בהתחלות הבנייה.
- ✓ הנתון המדאיג ביותר בפרסום המדד היה **העלייה החדה במחירי הדירות לרכישה**. לפי סקר הדירור, **מחירי הדירות עלו ב-7.8%** ב-12 החודשים האחרונים, האצה מ-7.7% לפני חודש ו-7.2% לפני חודשיים. **עלייה במחירי הדירור ממשיכה להדאיג את בנק ישראל אשר יעדיף לרכוש מט"ח ולא להוריד ריבית או לרכוש אג"ח.**

מחירי השכירות  
מתמתנים

- ✓ **אינפלציית הליבה** (לפי בנק ישראל): מדד המחירים לצרכן ללא סעיפי האנרגיה והוזלות אדמיניסטרטיביות עלה מעט ל-0.6% ב-12 החודשים האחרונים, מ-0.5% לפני חודש ו-0.4% לפני חודשיים.



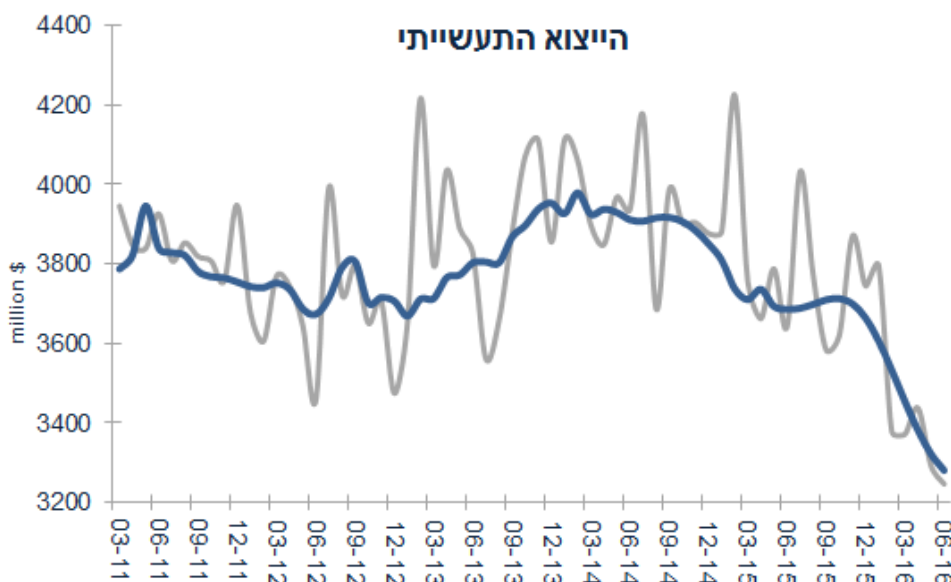
**צפויה אינפלציה של 1.0% שנה קדימה:**

הנחות:

- ✓ מחירי הדיור (שכירות) יעלו ב- 2.6% שנה קדימה.
- ✓ מחירי הסחורות יעלו במתינות.
- ✓ השכר ימשיך לעלות (ראה הרחבה בפרק ב"זום אין" בהמשך הסקירה) בקצב של 3%.
- ✓ צפויה יציבות בשע"ח.
- ✓ הגברת התחרותיות תימשך (בעיקר בענף המזון).
- ✓ כחלון יעדיף להוריד מסי הכנסה ולא מיסי צריכה.

**גידול בגרעון הסחר ברבעון ב'**

- ✓ ברבעון ב', היצוא התעשייתי (ללא כרייה וחציבה) ירד ב-18.7% בחישוב שנתי, זאת לאחר ירידה של 21% ברבעון א'. ברבעון ב' חלה גם ירידה חדה במיוחד בענפי הרכיבים האלקטרוניים (-62%), וענף הכימיקלים (-42%). מדובר בהשפעה חזקה של צמצום בפעילותן של החברות אינטל וכי"ל. היצוא של ענף התרופות עלה ב- 8% ברבעון ב'.

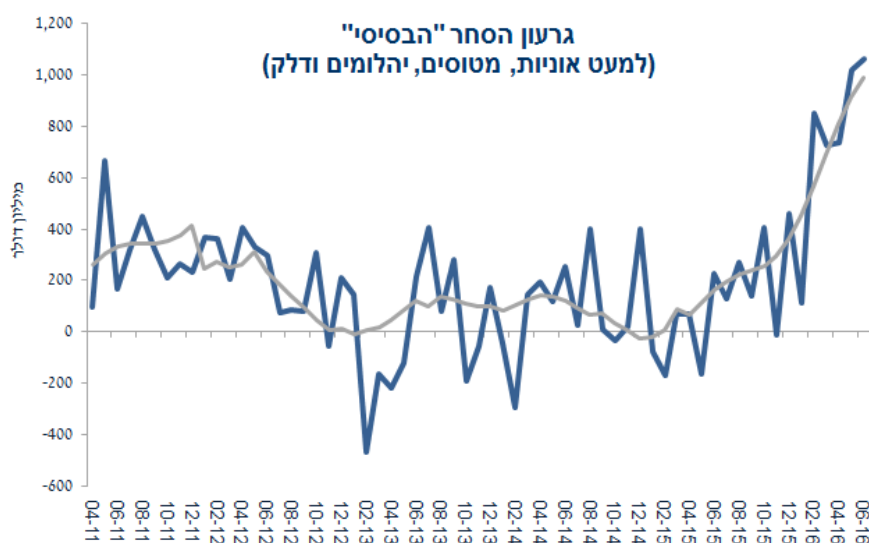


- ✓ ברבעון ב' יבוא חומרי הגלם (ללא דלקים) עלה ב- 3.2% לאחר גידול של 4.0% ברבעון א'. מדובר באינדיקטור חיובי לפעילות העתידית בתעשייה, למרות שחלק מהגידול הדולרי ביבוא נובע מהתייקרות במחירי הסחורות בעולם.
- ✓ ברבעון ב' יבוא מוצרי הצריכה (ללא רכבים חדשים) עלה ב- 8.3% לאחר גידול של 6.6% ברבעון א'. מדובר באינדיקטור אשר ממחיש את המשך ההתרחבות בצריכה הפרטית ונתמך על ידי עלייה בשכר הריאלי, רמת תעסוקה גבוהה וריביות נמוכות.
- ✓ מעודד להבחין בגידול ביבוא מכונות וציוד בשיעור שנתי של 42% ברבעון ב', ככל הנראה על רקע התחלה בהשקעות להקמת המפעל החדש של אינטל בקריית גת.



בשל הירידה ביצוא מול הגידול ביבוא, **גרעון הסחר** (ללא אוניות, מטוסים ויהלומים) עלה ב- 59% ברבעון ב' (לעומת רבעון א' מנוכה עונתיות), עלייה של \$1.7 מיליארד. חשבון האנרגיה עלה ב- \$0.5 מיליארד על רקע התייקרות מחירי הנפט בעולם. **אנו צופים צמצום בעודף בחשבון השוטף** ברבעון ב' לכיוון 3% תוצר מ- 4.3% ברבעון א'.

**עדיין הגורמים הבסיסיים תומכים בשקל, אך בעוצמה מעט פחותה יותר מאשר בעבר.**



**מאקרו גלובלי**

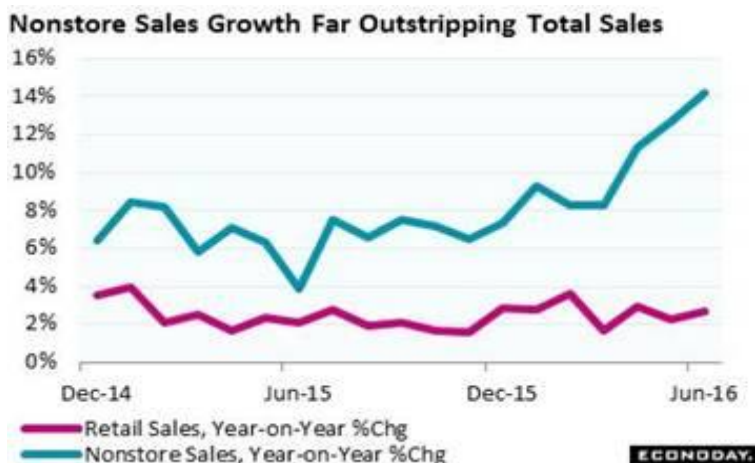
**ארה"ב:** מצבור של נתונים חיוביים דחף את התשואות כלפי מעלה ביום שישי

**נתונים חיוביים:**

✓ המסחר הקמעונאי עלה ב- 0.6% בחודש יוני (עם זאת הנתון של מאי תוקן ל- 0.2% מ- 0.5%). המסחר הקמעונאי ללא מכוניות ודלק עלה ב- 0.7% ביוני. הצריכה הפרטית ממשיכה לתמוך היטב בפעילות הכלכלית.

**האצה בפעילות בארה"ב ברבעון ב'**

**המכירות באינטרנט (non-store) עלו ב- 14.2% YOY**



✓ הייצור התעשייתי עלה ב- 0.6% בחודש יוני (מול ציפיות של 0.4%).

✓ אינפלציית הליבה עלתה ל- 2.3% YOY (0.2% בחודש יוני) ביוני מ- 2.2% לפני חודש. מחירי השירותים ממשיכים לעלות בקצב של 0.3% בחודש בשלושת החודשים האחרונים. מחירי השירותים (למעט אנרגיה) עלו ב- 3.2% YOY, מחירי הדיור ב- 3.5% (מחירי שכירות), שירותי בריאות ב- 3.8%. ישנם סימנים לעלייה באינפלציה.

✓ מדד מחירים ליצרן (PPI) עלה ב- 0.4% בחודש יוני וב- 1.3% ב- 12 החודשים האחרונים (עלייה מ- 1.2% לפני חודש). מחירי השירותים עלו ב- 0.5% ביוני ומחירי הסחורות ב- 0.8% (בהשפעת עליית מחירי האנרגיה).



✓ בשבוע האחרון מספר דורשי העבודה החדשים התייצב על רמה נמוכה של 254 אלף איש.

**נתונים מאכזבים**

- ✓ מדד האמון הצרכני ירד ב- 4.0 נקודות ל- 89.5 בתחילת יולי על רקע השפעת Brexit והירידות בשווקים, אשר בינתיים חזרו לעלות ולכן גם הציפיות לתיקון במדד במחצית השנייה של החודש.
- ✓ מספר המשרות הפנויות ירד ב- 6% בחודש יוני לרמה הנמוכה ביותר מחודש פברואר.
- ✓ מדד Empire state ירד ל- 0.55 נקודות ביולי מ- 6.01 ביוני.

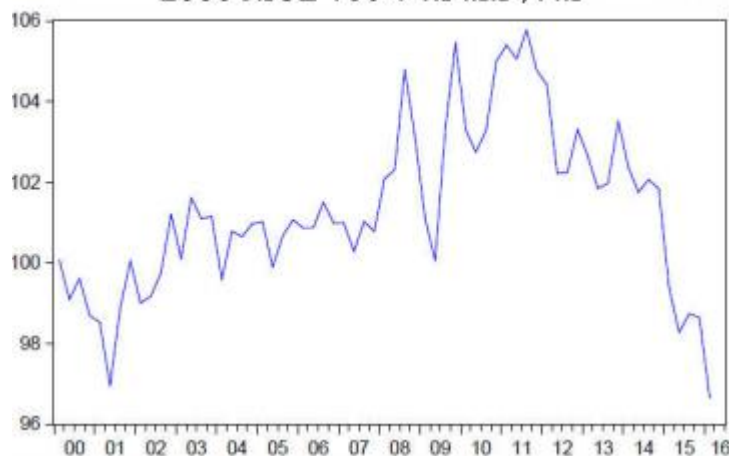
האם העלאת ריבית אפשרית בספטמבר? לפי הנתונים הכלכליים נדמה שכן. מסתמנת האצה של ממש בצריכה הפרטית ברבעון ב', חל שיפור בתעשייה ושוק העבודה בהחלט מפגין עוצמה. השאלה החשובה: עד כמה הנגידה ילן מודאגת מזחילת האינפלציה כלפי מעלה, וכמובן ברקע קיימת אי וודאות לגבי השפעת Brexit על הכלכלה הגלובלית.

### זום אין: צפויים לחצי אינפלציה הן של ביקושים הן של עלויות

בנק ישראל הציג (במפגש האחרון עם החזאים) ניתוח מעניין לגבי השכר. הניתוח מתייחס להשפעת עליית השכר מנקודת ראות הצרכן ומנקודת ראות היצרן. בנק ישראל מדגיש שאומנם הייתה השפעת גידול בביקושים בשנת 2015 כתוצאה מעלייה ריאלית בשכר הריאלי, אך ההשפעה כתוצאה מהתייקרות עלויות המעביד הייתה זניחה, אם בכלל. זאת כתוצאה מעלייה חדה במחירי התוצר יחסית לירידה במחירי הצריכה הפרטית, ולכן הרווחיות לא נפגעה.

שיפור ניכר בתנאי  
הסחר שיפר את  
הרווחיות ב-  
2015

**מחירי הצריכה ביחס למחירי התוצר**  
מדד, מנורמל ל-100 בשנת 2000



✓ **ב- 2015**, השכר לשעת עבודה עלה ב- 2.3% ומחירי הצריכה הפרטית ירדו ב- 0.6% (הסתכלות על ממוצע השנה), כך שהשכר הריאלי לצרכן עלה בכמעט 3%. מנקודת מבט של היצרן, לא התרחשה פגיעה ברווחיות מכיוון שמחירי התוצר עלו ב- 2.6%, זאת כתוצאה משיפור ניכר בתנאי הסחר (ירידה חדה במחירי היבוא, בעיקר אנרגיה, מול עלייה במחירי היצוא).

✓ **ב- 2016**, קצב עליית השכר הואץ לכיוון 2.7% ומחירי הצרכן ירדו ב- 0.5%, כלומר גידול של 3.2% בשכר הריאלי לצרכן. בניגוד לשנה שעברה, מצבו של היצרן נפגע. בנק ישראל צופה עלייה מתונה יותר במחירי התוצר בשיעור של 1.3% (בשל עלייה מחודשת במחירי האנרגיה), כך שהמחיר לשעת העבודה ליצרן עולה ב- 1.4% (2.7% פחות 1.3%). בנק ישראל צופה אף פריון שלילי השנה (-0.5%), כך שהפגיעה ליצרן אף קשה יותר. המשמעות היא לחץ לעליית מחירים מבחינתו של היצרן, במטרה לשמור על רמת הרווחיות.

✓ **מה צפוי בשנת 2017?** אנו צופים קצב עליית שכר של כ-3.0% (בנק ישראל צופה גידול של 2.2% בלבד). ההערכה שלנו מבוססת על עדכוני שכר מינימום, תוספות שכר בסקטור הציבורי ושוק עבודה "מתוח". בהנחה שהמחירים לצרכן יעלו ב- 1.0% אזי הגידול בכוח הקנייה של משקי הבית צפוי להתמתן ל- 2.0%.

2017	2016	2015	הנחות
<b>מצבו של הצרכן</b>			
3	2.7	2.3	עליית שכר לשעת עבודה
1	-0.5	-0.6	מחירי הצריכה
<b>2.0</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>כוח הקנייה</b>
<b>מצבו של היצרן</b>			
3	2.7	2.3	עליית שכר לשעת עבודה
1	1.3	2.6	מחירי היצרן (מחירי תוצר)
0.8	-0.5	0.3	פריזן
<b>1.2</b>	<b>1.9</b>	<b>-0.6</b>	<b>עלות העבודה ליחידת תפוקה</b>

אם כן, **מצבו של היצרן יורע מאד בשנה הבאה**. בהנחה שמחירי התוצר יעלו ב- 1.0% בשנת 2017 (סיום האפקט החיובי של הוזלת מחירי הדלקים ואף אולי היפוך המגמה), עליית שכר נומינלית של 3% משמעותה - עלייה של 2% מבחינתו של היצרן. אם נניח גידול בפריזן (התייעלות: התפוקה לשעת עבודה) של -0.5% עד 0.8%, אזי ההתייקרות נטו מבחינת היצרן נמוכה יותר, סביב 1.2%-1.5% (תלוי בשיעור עליית הפריזן).

בשורה התחתונה, במבט קדימה עליית השכר תגרום להשפעה כפולה על האינפלציה. ייווצר לחץ אינפלציוני גם מבחינת הצרכן (גידול בכוח הקנייה) וגם מבחינתו של היצרן (להעלות מחירים) במטרה למנוע שחיקת רווחיות.

מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
			חשבונאות לאומיים	17.7
				18.7
	סקר ה-Zew	התחלות ואישורי בנייה		19.7
		בקשות משכנתא	ייצור תעשייתי, פדיון	20.7
	החלטת הריבית של ה- ECB	סקר הפד של שיקאגו, תביעות דמי אבטלה, סקר הפד של פילדלפיה, מכירות בתיים קיימים ומדד האינדיקטורים המובילים	מדד משולב	21.7
	מדד מנהלי הרכש לייצור ולשירותים	מדד מנהלי הרכש לייצור		22.7



**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 מיועץ השקעות אשר יעוצו 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 מפיצייהם 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.