

יונתן כץ  
 וכלכלני לידר שוקי  
 הון

## הסביבה המאקרו כלכלית בישראל מפתיעה לטובה

### נקודות עיקריות

אי וודאות לגבי עיתוי העלאת ריבית הפד העיבה על השווקים בשבוע האחרון לאחר אמירות "ניציות" על ידי מספר חברי הפד (כמו Dudley). פרסום פרוטוקול הפד ביום רביעי התפרש כחיזוק האגף היוני בפד כתוצאה מכך הדולר נחלש והתשוואות ירדו. **בשבוע הקרוב** שוק האג"ח בישראל יגיב לנתוני האבטלה של חודש יולי (אשר יתפרסמו מחר), זאת לאחר ירידה חדה בשיעור האבטלה ברבעון ב'. שיפור נוסף יתמוך בהמשך ייסוף בשקל. שוק האג"ח בארה"ב יגיב לביקוש לדיור (מכירות) ולעדכון אומדן התוצר של רבעון ב' שיפורסם ביום שישי, כנראה כלפי מעלה. גם נאומה של ילן ביום שישי ירכז תשומת לב.

### מאקרו ישראל

- המשק הישראלי צמח ב- 2.9% במחצית הראשונה של השנה.
- הצריכה הפרטית עלתה בתקופה זו ב-7.3%, האצה מ- 4.3% בשנת 2015.
- הייצור התעשייתי מפגין עוצמה עם התרחבות של 5.9% ברבעון ב'.
- שוק העבודה מאופיין על ידי עודף ביקוש לעובדים עם שיעור משרות פנויות בשיא.
- מדד חודש יולי הפתיע כלפי מעלה בשל האצה בקצב עליית מחירי השכירות YOY.
- חזאי המאקרו הורידו את תחזית האינפלציה ל- 0.6% (מ-0.8% לפני חודש).

### מאקרו גלובלי

- בארה"ב נמשך השיפור בתעסוקה עם ירידה במספר דורשי העבודה, מסתמן גידול בהתחלות הבניה, ושיפור בייצור התעשייתי.
- קיימים חילוקי דעות בקרב חברי הפד לגבי הצורך בהעלאת הריבית בקרוב, אך נדמה שידם של היונים על העליונה.
- ביולי המסחר הקמעונאי עלה ב- 1.4% בבריטניה, איתות שהצריכה הפרטית נמשכת בקצב מהיר גם לאחר ה-brexit.

### שוק האג"ח

- בשבוע האחרון פרסמו מספר נתונים המעידים על חוזקו של המשק הישראלי, כולל עלייה מהירה בתוצר, עודף ביקוש לעובדים, והתרחבות מהירה בייצור התעשייתי.
- התרחבות מהירה יחסית במשק בתעסוקה מלאה תומכת ב**לחצי אינפלציה**. יתכן שאיתות לכך קיבלנו במדד חודש יולי.
- משמעויות:** תתכן העלאת ריבית מוקדמת יותר (אולי ברבעון ד' של 2017).
- לכן, שוק האג"ח עלול לדרוש פרמיית סיכון גבוהה יותר** כתוצאה מאפשרות למדיניות מוניטארית פחות מרחיבה, זאת בנוסף למדיניות פסיקאלית מרחיבה יותר.
- בנוסף, הלחץ לייסוף בשקל צפוי להימשך.**

ריבית		
נוכחית	0.10%	
סוף 2016	0.10%	
בעוד שנה	0.10%	
אינפלציה		
12 ח' אחרונים	-0.6%	
3 ח' קרובים	-0.1%	
12 ח' קרובים	0.6%	
2016	0.2%	
שע"ח		
השקל	דולר	אירו
4.2725	3.771	4.2725
שינוי שבועי	-1.0%	0.5%
YTD	-3.5%	0.7%
3 ח' קרובים	3.75	4.25
שנה קדימה	3.85	4.20
אג"ח סחירות		
אוגוסט	פדיון	13.4
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	עודף פדיון	3.0
10.4		

### עקום התשוואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 418	0.31	-0.3	-0.6
בינוני 1019	-0.11	-0.4	-0.4
ארוך 923	0.20	0.20	0.2
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.11	0.1	0.10
בינוני 120	0.50	0.5	0.7
ארוך 1026	1.71	1.75	1.90
US			
2y	0.75	0.7	0.8
5y	1.16	1.15	1.3
10y	1.58	1.65	1.80

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

## מסתמנת תמונה אחידה יותר של משק בצמיחה

זה מספר חודשים (מתחילת השנה) שכלכלנים חלוקים לגבי מצב המשק כאשר הנתונים הכלכליים לא הציגו תמונה ברורה. הנתונים שליליים היו אומדן הצמיחה הראשון של רבעון א' (0.8%), נתוני היצוא אשר הציגו על ירידה חדה, מדד מנהלי הרכש מצביע על קיפאון בפעילות, ובנק ישראל (ואחרים) עדכן את תחזית הצמיחה השנה ל- 2.4% (מ- 2.8%). מה השתנה?

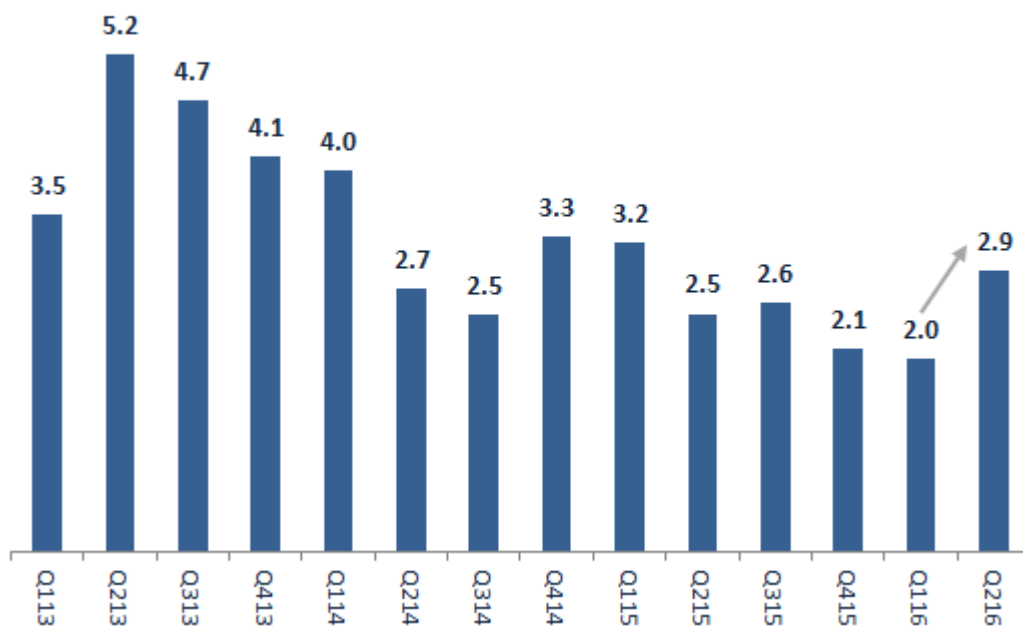
**אנו צופים צמיחה של 2.7% השנה**

נתוני הצמיחה של הרבעון השני הפתיעו כלפי מעלה:

- ✓ **הצמיחה עלתה ב- 3.7%** (בחישוב שנתי) והצמיחה של הסקטור העסקי ב- 3.3% (אך רק ב- 2.3% ללא חברות הזנק).
- ✓ **הצמיחה ברבעון א' עלתה ב- 2.2%**, עדכון מ- 1.7% באומדן הקודם ו- 0.8% באומדן הראשון!
- ✓ **הצריכה הפרטית עלתה ב- 9.5%**, בהשפעת הגידול העצום ביבוא כלי רכב. צריכת מוצרים בני קיימא עלתה ב- 36% ברבעון ב' (כלי תחבורה ב- 66%).
- ✓ יחד עם זאת, גם **הצריכה השוטפת עלתה בקצב מהיר יחסית של 5.5%** לאחר גידול של 5.9% ברבעון א'. עלייה מהירה בצריכה השוטפת אמורה לתמוך בלחצי אינפלציה במוצרים הבלתי סחירים.
- ✓ ההשקעות בבניה למגורים עלו ב- 2.9% ברבעון ב' לאחר 1.5% ברבעון א' (עדכון כלפי מטה מ- 9.1% באומדן הקודם). מדובר בגידול מתון מאד בענף הבנייה אשר מושפע מהירידה בהתחלות הבנייה מסוף 2015.
- ✓ **ההשקעות במכונות וציוד עלו ב- 23.9% ברבעון ב'**, כנראה בהשפעת הקמת המפעל החדש של אינטל.
- ✓ **היצוא (סחורות ושירותים) עלה ב- 3.8%**, כאשר **היצוא התעשייתי עלה ב- 8.8%** ברבעון ב' לאחר גידול של 0.6% ברבעון א'. מגמת התרחבות במחצית הראשונה של השנה לא תואמת את ההתכווצות לפי נתוני סחר חוץ (בדולרים), אך מדובר במדידה שונה הכוללת עסקאות שנחתמו ואין עדיין יצוא בפועל. גם חלק מהיצוא הביטחוני לא נכלל בנתוני סחר חוץ.
- ✓ **הצריכה הציבורית עלתה ב- 8.7% ברבעון ב'**.
- ✓ **היבוא עלה ב- 22.1%**, אך גם בהשפעת גידול יבוא כלי רכב. יחד עם זאת, המיסוי על כלי רכב כן מהווה תרומה לתוצר.
- ✓ **צמיחה מואצת במחצית הראשונה של השנה (2.9%) תואמת את הגידול המהיר במספר המועסקים ואת הגידול המהיר בהכנסות ממסים.**
- ✓ **אם המשק הישראלי יצמח בקצב של 2.6% ברבעון ג' ורבעון ד', אזי הצמיחה ב- 2016 תגיע ל- 2.7%**

רבים מעדיפים לנתח את השינוי בתוצר של רבעון לעומת הרבעון המקביל (כמו בסיון). שיטה זו מונעת את העיוות של חישוב שיעור השינוי הרבעוני בחזקת 4 אשר מנפח כל נתון מעט חריג. עפ"י שיטה זו, ניתן לראות שלאחר תקופה ארוכה של התמתנות בצמיחה לכיוון 2% (עד רבעון א'), **חלה האצה ברבעון ב' עם צמיחה של 2.9% (רבעון א' 15 עד רבעון ב' 16), כמוצג בתרשים שבעמוד הבא.**

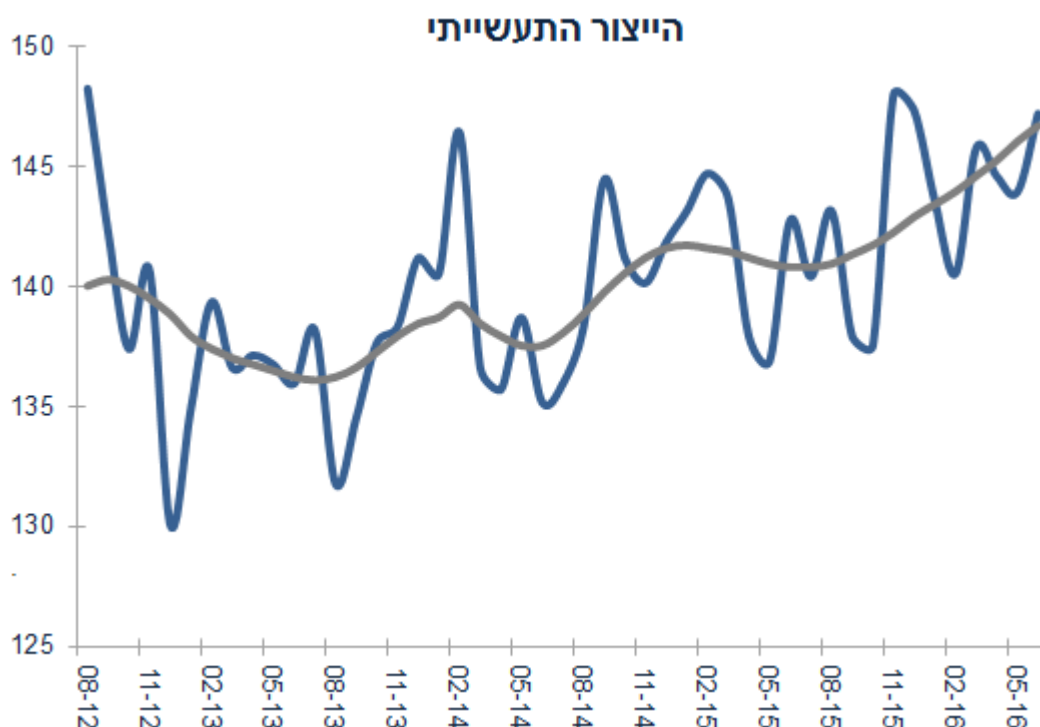
## שיעור שינוי בתוצר: רבעון מול רבעון מקביל אשתקד



### הייצור התעשייתי מצביע על האצה

ברבעון ב' הייצור התעשייתי עלה ב- 5.9% (בחישוב שנתי), זאת לאחר גידול של 4.9% ברבעון א'. הייצור של ענפי הטכנולוגיה העלית עלה ב- 14.7% לאחר גידול של 4.3% ברבעון א'. הייצור למעט ענפי הטכנולוגיה העלית ירד ב- 2.2% לאחר גידול של 4.2% ברבעון א'. מספר משרות השכיר בתעשייה עלה ב- 1.2% גם ברבעון ב' וגם ברבעון א', אינדיקטור לציפייה להמשך התרחבות בפעילות בתעשייה. בנוסף, מדד מנהלי הרכש עלה ב- 1.3 נקודות ביולי ל- 50.1 נקודות עם גידול בהזמנות לשוק המקומי (אך ירידה בהזמנות ליצוא).

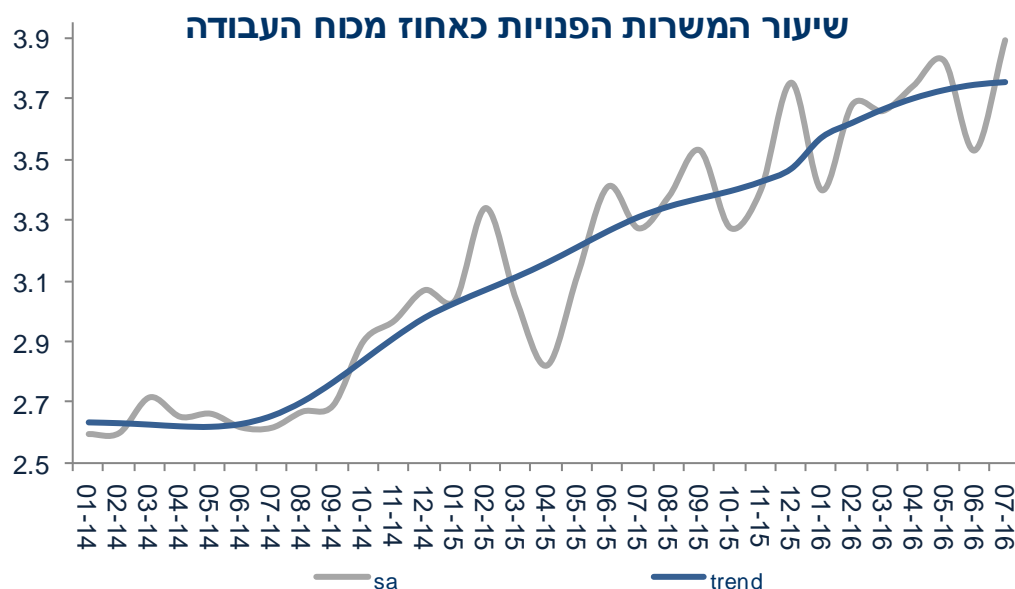
**גידול במספר השכירים בתעשייה מעודד**



**שוק עבודה "מתוח" תומך בלחצי שכר**

## מתקרבים לתעסוקה מלאה

בחודש יולי שיעור המשורות הפנויות מסך כוח העבודה עלה ל- 3.9% (הרמה הגבוהה ביותר מאז תחילת המדידה בינואר 2013!) מ- 3.5% בחודש יוני. מדובר בנתון חיובי המעיד על **עודף ביקוש לעובדים בשוק העבודה, מגמה התומכת בלחצי שכר במשק בענפים מסוימים**. הענפים הסובלים ממחסור של עובדים הם ענפי המסחר קמעונאי, שירותי נדל"ן, שירותים מקצועיים ובניה. אפילו בתעשייה מסתמן גידול במשרות הפנויות.



**בשורה התחתונה, נדמה שמכלול הנתונים הכלכליים שפורסמו לאחרונה (בפרט הצמיחה המואצת במחצית הראשונה של השנה, כולל הצריכה הפרטית) משקפים התרחבות (אפילו מהירה) בפעילות ובביקושים המקומיים ושוק עבודה מאד "מתוח".** מדובר בסביבת מאקרו התומכת בעלייה הדרגתית באינפלציה, בפרט של המוצרים הבלתי סחירים. השלכה נוספת של הסביבה המאקרו כלכלית החיובית היא שפחתה מאד ההסתברות להרחבה מוניטארית נוספת. סביבה זו גם תומכת בהמשך לחץ לייסוף השקל.

עלייה במחירי  
השכירות תמשיך  
לתרום לאינפלציה

**האינפלציה ב- 12 החודשים הקרובים צפויה להגיע ל- 0.6% בשל הגורמים הבאים:**

- ✓ **העלינו את תחזית מחירי הדיור (שכירות) ל- 2.5% בשנה הקרובה (עודכן מ- 2.2%).** הנחה זו נתמכת על ידי ירידה בהתחלות בנייה (לא ייווצר עודף היצע בשוק הדיור), גידול בהכנסה הפנויה של משקי הבית (עליית שכר ריאלי נטו בשיעור של 3.5%-4%) ושיפור במצב התעסוקתי במשק. **הכבדת המיסוי על בעלי שלוש דירות ויותר תשפיע בשוליים גם לכיוון לחץ להעלאת מחירי השכירות באזורי הביקוש.**
- ✓ **מרבית מחירי הסחורות נמצאים במגמת עלייה מתונה מתחילת השנה, למרות התמתנות מסוימת במחירי המזון בשבועות האחרונים.** מתחילת השנה מחירי האנרגיה עלו ב- 9%, מחירי המתכות ב- 15% ומחירי הסחורות החקלאיות עלו ב- 1%. הנחנו \$52 לחבית נפט (Brent) בעוד שנה, כרגע המחיר נמצא על \$48.
- ✓ **המשך עלייה מתונה בשכר.** השכר בסקטור העסקי עלה נומינלית ב- 3.1% ב- 12 החודשים האחרונים (עד מאי). השכר הריאלי עלה בשיעור חד יותר (קרוב ל- 4%) בשל הדפלציה החדה במשק. התקרבות לתעסוקה מלאה תמשיך לתרום ללחצי שכר במשק, בנוסף לעדכון של 7.4% מצטבר בשכר המינימום (יולי 16 וינואר 17).

מה לגבי השפעת כחלון?

- ✓ הנחנו הוזלה של 1.4% במחירי המזון השנה (ויציבות שנה קדימה) בשל פתיחה מאד הדרגתית ליבוא מתחרה של מספר מוצרים (רפורמת הקורנפלקס). חשוב לזכור שעליית שכר (בפרט שכר מינימום) אמורה להביא לעלייה במחירי המזון לצרכן. **תרומת כחלון למחירי המזון: כ- 2.5% שינוי במחירי המזון או תרומה של כ- 0.5% במדד שנה קדימה.** כלומר, לולא הגברת התחרותיות, מחירי המזון היו עולים ב- 2.5% שנה קדימה.
- ✓ הנחנו הוזלה במחירי שירותי הטלוויזיה (פתיחה לתחרות עם עידן פלוס) בשיעור של 10% בשנת 2017. סעיף התקשורת צפוי לרדת ב- 3% בשנת 2017, **תרומה של כ- 0.1% לאינפלציה.**
- ✓ השפעת הרחבת רפורמת הקורנפלקס למוצרי החשמל והגברת התחרותיות בענף התמרוקים תהיה מתונה מאד והדרגתית. כנ"ל לגבי פתיחת מכוני התקנים לתחרות.

מאקרו גלובלי

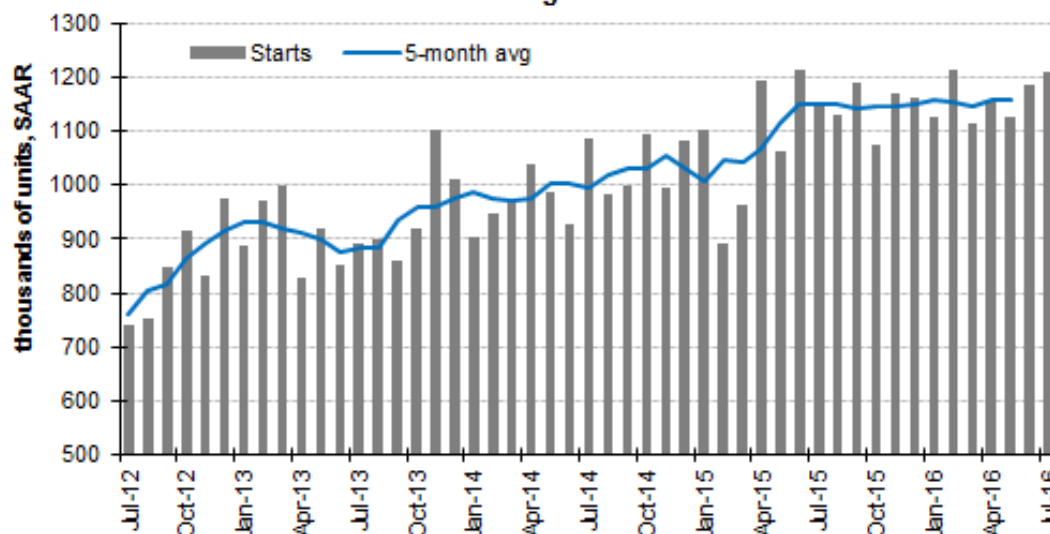
ארה"ב: אינפלציית הליבה מעט מתמתנת

נתונים חיוביים:

- ✓ מספר דורשי העבודה ירד ל- 262 אלף בשבוע האחרון, ירידה מ- 265 אלף לפני שבוע.
- ✓ מספר התחלות הבנייה עלה ב- 2.1% ביולי לאחר גידול של 5.6% ביוני. יחד עם זאת, מספר אישורי הבנייה נותר ללא שינוי.

הפעילות של ענף הבנייה ממשיכה להתרחב ותתמוך בצמיחה

Housing Starts



מרבית הנתונים  
הריאליים  
ממשיכים להיות  
חיוביים

- ✓ הייצור תעשייתי (ללא אנרגיה) עלה ב- 0.5% ביולי לאחר עליה של 0.3% ביוני. שיעור ניצולת ההון עלה ל- 75.9% מ- 75.3%.

נתונים מאכזבים:

- ✓ אינפלציית הליבה במדד מחירים לצרכן היתה מתונה יחסית ביולי: 0.1% בלבד ו- 2.2% ב- 12 החודשים האחרונים, ירידה מ- 2.3% לפני חודש. יחד עם זאת, שירותי הבריאות עולים בקצב שנתי של 4.0% YOY, ושירותי הדיור ב- 2.5%, כמוצג בתרשים שבעמוד הבא

Medical and Housing Costs Showing Pressure



פרסום הפרוטוקול של דיון הפד האחרון מצביע על דעות חלוקות לגבי הצורך בהעלאת הריבית בקרוב. מרבית החברים הציגו גישה יונית ולא צופים עליית אינפלציה בקרוב ומעדיפים לחכות עד לקבלת נתונים נוספים. לאחר פרסום הפרוטוקולים הדולר נחלש וההסתברויות הגלומות בשוק האג"ח להעלאת ריבית עוד השנה ירדו מעט. בסופו של דבר, הרבה תלוי בנתונים שיתקבלו עד להחלטת הריבית ב- 21.9 ובפרט נתוני תעסוקה של אוגוסט ונתוני צריכה ואינפלציית PCE. השווקים מחכים לנאומה של ילן מ – Jackson Hole בסוף השבוע.

מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
			מדד משולב	21.8
		סקר הפד שיקאגו	אבטלה, יצוא שירותים	22.8
	בטחון הצרכנים	מכירות בתים חדשים		23.8
	מדד מנהלי הרכש לייצור ולשירותים	בקשות משכנתא, מדד מנהלי הרכש לייצור, מכירות בתים קיימים		24.8
		תביעת דמי אבטלה, הזמנות מוצרים בני קיימא	מכירות ברשתות השיווק	25.8
		נתוני התמ"ג לרבעון השני, מדד מנהלי הרכש לשירותים, מדד בטחון הצרכנים של אוניברסיטת משיגן		26.8

**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.