

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

הייסוף בשקל צפוי לתמוך באינפלציה נמוכה בחודשים הקרובים

נקודות עיקריות

מאקרו ישראל

- נמשך קצב מהיר של רכישות בכרטיסי האשראי בחודשים מרץ-מאי.
- זאת בניגוד למגמת ההתמתנות במכירות ברשתות השיווק ובמסחר הקמעונאי.
- חלק מההסבר נובע מגידול ברכישות מיבוא (באתרי האינטרנט) אשר לא תורמות לגידול בתוצר.
- אנו צופים צמיחה של 2.8% השנה, נמוך מתחזית בנק ישראל (3%) ומשרד האוצר (3.1%).

אינפלציה:

- אנו צופים מדד של 0.2% בחודש יוני, 0.1% ביולי, ואפס באוגוסט.
- התחזית שלנו לאינפלציה בחודשים יולי-אוגוסט נמוכה מהקונצנזוס.
- התחזית שלנו לוקחת בחשבון את הייסוף שחל בשקל והירידה במחירי הנפט.

מדיניות מוניטארית

- השקל נמצא נמוך מהרמה ערב הורדת הריבית ב-23.2 ב-3.1% (מול הסל).
- ככל שהשקל מתחזק כך גוברת ההסתברות למהלך מוניטארי, בתנאים מסוימים.
- בנק ישראל יאלץ לחכות מספר חודשים (לפחות חודשיים) לפני שינוי במדיניות.
- במידה והאינפלציה תפתיע כלפי מטה חודשיים רצוף, הריבית עשויה לרדת.

מאקרו גלובלי

- נתוני תעסוקה בארה"ב היו מעט מאכזבים עם 223 אלף מועסקים חדשים ביוני.
- שיעור האבטלה ירד ל-5.3% בשל ירידה בשיעור ההשתתפות.
- השכר לא עלה אך עדיין נתוני עלות העבודה מצביעים על האצה (2.8% YOY).
- יוון הולכת למשאל עם היום כאשר לפי הסקרים קיים רוב קטן בעד הצעת ה-EU.
- אי וודאות סביב עתידה של יוון צפויה להימשך בחודשים הקרובים.
- שוודיה הורידה את הריבית ל-0.35% במפתיע למרות צמיחה של 2.9% ובעת נדל"ן (עלייה של 15% YOY).
- הצמיחה באירופה מתחזקת כאשר מסתמנת עלייה במדד מנהלי רכש.

שוק האג"ח

- גם אם הריבית לא תרד יותר, בנק ישראל לא ימהר להעלות את הריבית.
- אין קשר בין העלאת ריבית הפד ובין העלאת ריבית בנק ישראל למעט ההשפעה הצפויה על שע"ח של השקל.
- כלומר, ללא פיחות בשקל ועלייה בסביבת האינפלציה, קשה לצפות לעלייה בריבית בישראל.
- לכן, לאור העלייה בתלילות העקום לאחורונה, קיימת אטרקטיביות באפיקים הארוכים.
- יחד עם זאת, הסיכון בעיקר הינו מגמת עליית התשואות בארה"ב.

זום אין

האים העלאת ריבית הפד תביא לפיחות בשקל?

- רבים צופים פיחות בשקל כאשר הפד יתחיל להעלות את הריבית.
- בקיץ 2013 כאשר ברננקי הודיע על צמצום ברכישות האג"ח (taper tantrum) השקל הגיב ביציבות יחסית.
- זאת לעומת פיחות במטבעות של מרבית המשקים המתעוררים.

ריבית	
נוכחית	0.10%
בסוף 2015	0.10%
בעוד שנה	0.25%

אינפלציה	
12 ח' אחרונים	-0.4%
3 ח' קרובים	0.3%
12 ח' קרובים	0.8%
2015	-0.1%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.769	4.1864
שינוי שבועי	-0.6%	-1.5%
YTD	-3.1%	-11.7%
3 ח' קרובים	3.75	4.15
שנה קדימה	3.70	4.10

אג"ח סחירות	יולי
פדיון	1.3
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	2.3
עודף פדיון	-1.0

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1016	-1.02	-1.1	-1.2
בינוני 1019	-0.40	-0.40	-0.5
ארוך 923	0.57	0.55	0.5

שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.26	0.25	0.25
בינוני 120	1.17	1.2	1.1
ארוך 1026	2.60	2.6	2.5

US			
2y	0.63	0.65	0.7
5y	1.63	1.7	1.8
10y	2.38	2.45	2.5

* ט"ק- החודש הקרוב
* ט"ב-3 חודשים

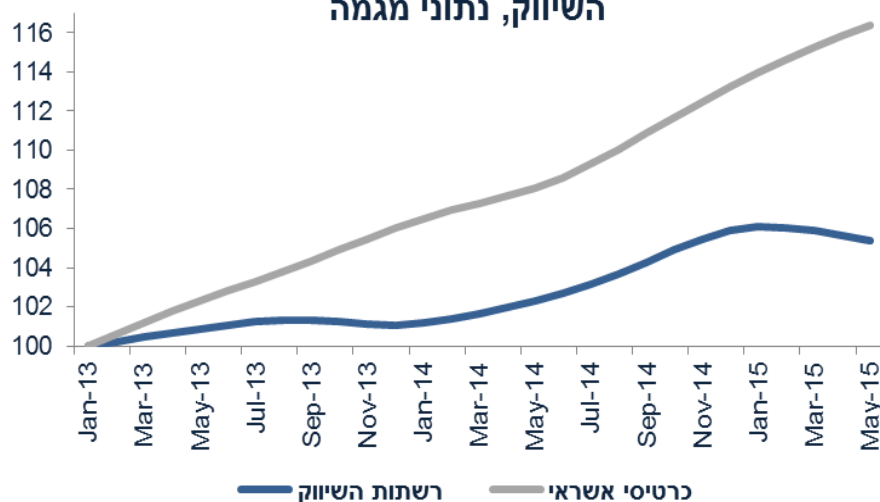
הציבור מעדיף רכישות מחוץ לרשתות השיווק

כתבנו לא מעט בעבר על ההסטה לרכישות דרך האינטרנט על חשבון חנויות מקומיות, תופעה הולכת ומתגברת אשר תורמת (ותתרום) לאינפלציה נמוכה בשל הקושי של החנויות להעלות מחירים במצב של התמתנות בביקושים.

בחודשים מרץ - מאי הרכישות בכרטיסי האשראי עלו ב - 6.2% בקצב שנתי, לעומת קצב גידול של 7.9% בשלושת החודשים הקודמים. חלק מהגידול ברכישות בכרטיסי האשראי נובע גם מגידול בצריכת שירותים (נסיעות לחו"ל, מסעדות, ושירותים נוספים).

הגידול ברכישות בכרטיסי האשראי מופנה גם לצריכת שירותים

הרכישות בכרטיסי האשראי מול המכירות ברשתות השיווק, נתוני מגמה



מאז 2013, קיים פער מצטבר של יותר מ-10% בין קצב הגידול ברכישות האשראי ובין הגידול במכירות ברשתות השיווק:

הפער המצטבר בין הרכישות בכרטיסי האשראי ובין המכירות ברשתות השיווק



אנחנו לא מקבלים את האמירה ש"העלאת ריבית הפד תביא להעלאת ריבית בישראל" (בפיגור) ללא פיחות של השקל בעקבות העלאת ריבית הפד (לא לגמרי טריוויאלי: ראה "זום אין") אשר יביא לעלייה של ממש בציפיות האינפלציה, אין סיבה לוועדה המוניטארית להגיב לעליית ריבית הפד. **בינתיים ההתחזקות של השקל נמשכת.**

השקל (מול סל המטבעות) נמצא מתחת לרמה של ה- 23.2 (הרמה בה בנק ישראל החליט להוריד את הריבית) ב- 3.1%.

לא ברור מדוע
בנק ישראל
לא מתערב
יותר בשוק
המט"ח

השינוי המצטבר בשע"ח של השקל מול סל המטבעות מה-
23.2



האים מדיניות פסקאלית מרחיבה יותר תשפיע על המדיניות המוניטארית?

הקואליציה הצרה שתקשה לרסן את הוצאות הממשלה ולשמור על גרעון נמוך. כבר עתה, שר האוצר וראש הממשלה סיכמו על יעד גרעון של 2.9% תוצר בשנת 2016, בניגוד לדעת בנק ישראל (וקרן המטבע) אשר טוענים שחייבים להוריד את הגרעון אל מתחת ל- 2.5%. גם השגת יעד גרעון של 2.9% איננה פשוטה:

✓ יירדשו קיצוצי תקציב של 8-9 מיליארד ₪ לפחות.

✓ הערכה זו לא כוללת תוספת צפויה עבור תקציב משרד הביטחון (כמו בכל שנה).

✓ הערכה זו מניחה שרק מחצית מההסכמים הקואליציוניים ימומשו כלומר תוספת של 4 מיליארד ₪ במקום דרישות של 8 מיליארד ₪.

לפי הגישה של בנק ישראל (ושל קרן המטבע), בהסתכלות על הגרעון "מנוכה מחזור עסקים" חייב להיות כעת גרעון נמוך יותר בהרבה. ישראל נמצאת כעת בתקופה של גאות ולא של שפל כלכלי. בדו"ח של קרן המטבע (אשר משקף גם את הדעה של בנק ישראל) נאמר:

" יש להפחית את הגרעון התקציבי. הרמות הנוכחיות מותירות מרווחי הגנה מעטים ביותר כדי להתמודד עם זעזועים אפשריים, כמו תיקון מחירי הדיור, התחדשות העימותים, או מיתון חד. ירידת החוב – מ-94 אחוז ב-2003 ל-67 אחוז ב-2014 – כמעט נעצרה, ואם הגרעונות לא יצומצמו, שוב יתחיל החוב הציבורי לעלות. אם הגרעונות יישארו בסביבות 3 אחוזים (4 אחוזים לפי סטנדרטים בינלאומיים) בעוד שיעור הצמיחה עומד סביב 3 אחוזים והאינפלציה סביב 2 אחוזים, יחס החוב יתכנס ל-80 אחוז מהתמ"ג בטווח הארוך"

קושי לרסן את הגרעון בשנת 2016 וקביעת יעד גרעון מעט מרחיב יילקחו בחשבון בדיונים המוניטאריים של בנק ישראל. יחד עם זאת, לא מדובר בגורם דומיננטי בהחלטת הריבית, כמו סביבת האינפלציה ורמת הפעילות.

בנק ישראל
לא מרוצה
ממתווה
הגרעון

בארה"ב: נתוני תעסוקה מעט חלשים+יוון לא תומכים בהעלאת ריבית מהירה

:Good news

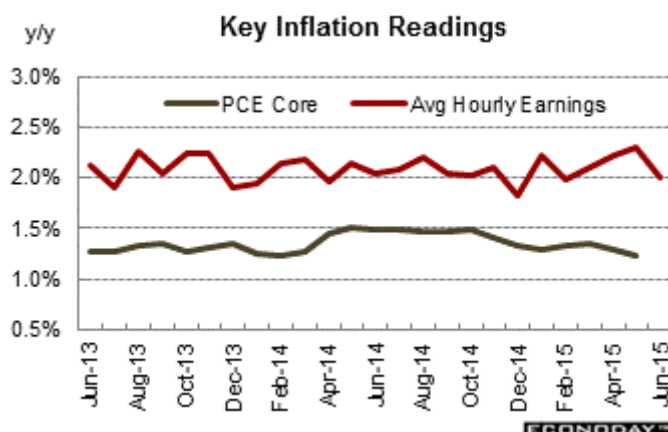
- ✓ האמון הצרכני עלה לרמה גבוהה של 101.4 ביוני מ-95.4 במאי.
- ✓ מדד מנהלי הרכש בתעשייה עלה ל-53.5 נקודות ביוני מ-52.8 במאי. המדד של ההזמנות (מתוך ה-ISM) נמצא על רמה גבוהה של 56.0 נקודות ביוני.
- ✓ Pending home sales (מכירות בתים בתהליך) עלו ב-0.9% במאי.

נתוני תעסוקה
מעט אכזבו

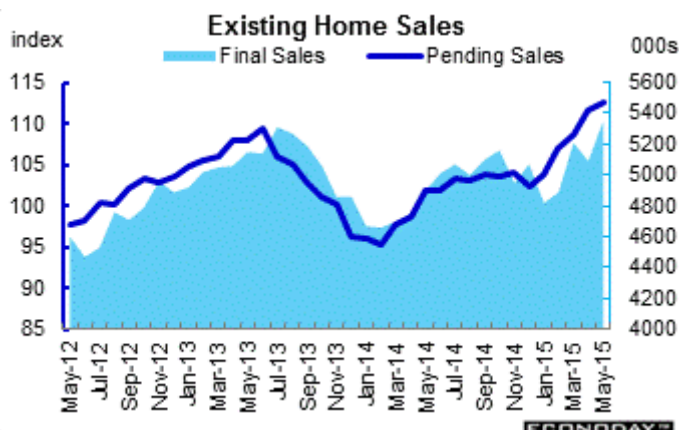
:Disappointing news

- ✓ נוספו רק 223 אלף מועסקים בחודש יוני והאומדן לחודשיים הקודמים ירד ב-60 אלף.
- ✓ שיעור ההשתתפות ירד ל-62.6% ביוני מ-62.9% במאי ולכן שיעור האבטלה ירד ל-5.3% (מ-5.5%).
- ✓ לא חל גידול כלל בשכר לשעת העבודה בחודש יוני.
- ✓ ההזמנות בתעשייה ירדו ב-1.0% במאי לאחר ירידה של 0.7% באפריל.

בביבת אינפלציה מתונה ועלייה מתונה בשכר לא תומכים בהעלאת ריבית מהירה:



מסתמן שיפור בשוק הנדל"ן בארה"ב ועלייה באישורי בנייה:



נתוני תעסוקה מעט חלשים (כולל אי שינוי בשכר) לא תומכים בהעלאת ריבית מהירה. אי וודאות סביב יוון והחשש מפגיעה בצמיחה הגלובלית גם תומכים בדחיית העלאת הריבית לחודש דצמבר.

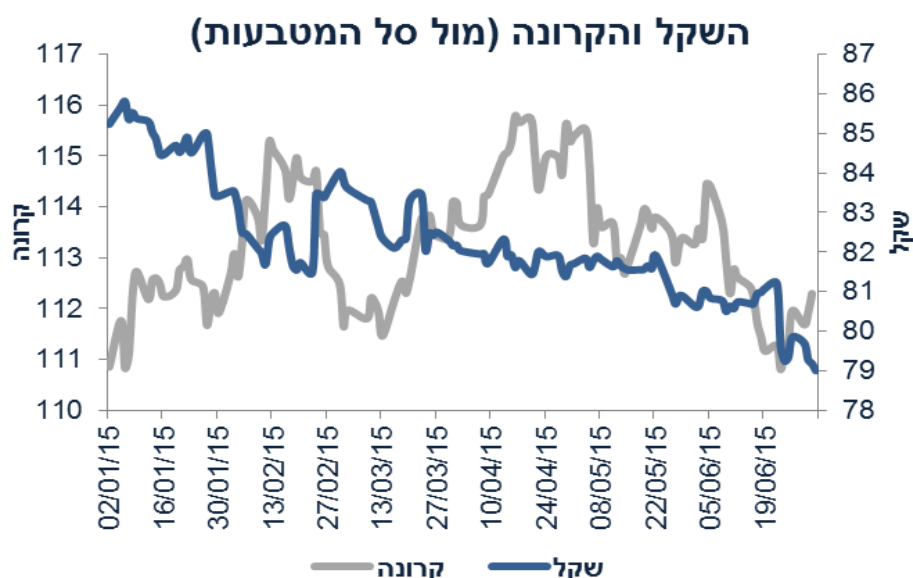
שוודיה מפתיעה עם הורדת ריבית מ-0.25% ל-0.35% והגדילה את ההרחבה הכמותית ב-45 מיליארד

קרונה, זאת על רקע אי וודאות סביב יוון והתחזקות המטבע המקומי.

למרות נסיבות דומות לישראל, שוודיה הורידה שוב את הריבית:

- ✓ צמיחה בהחלט סבירה של 2.9% השנה עם ציפייה להאצה לכיוון 3.6% בשנת 2016.
- ✓ שיעור האבטלה עומד על 7.7% (ממוצע 2015).
- ✓ החוב של משקי הבית עומד על 170% תוצר (50% בישראל).
- ✓ אינפלציה שלילית של 0.2% ב-12 החודשים האחרונים (ישראל -0.4%), אך מסתמנת כבר עלייה בקצב האינפלציה לעומת תחילת השנה (בדומה לישראל).
- ✓ אינפלציית הליבה עלתה ב-1.0% ב-12 החודשים האחרונים (ישראל: 0.4%).
- ✓ קיימות ציפיות שאינפלציית הליבה תעלה ל-1.1% בשנה הקרובה (דומה לציפיות האינפלציה אצלנו).
- ✓ מסתמנת מגמת ייסוף בקרונה מאז חודש אפריל (ראה גראף).
- ✓ אך הבנק המרכזי מדגיש את העלייה באי הוודאות הגלובלית על רקע המשבר ביוון, ואת החשיבות לחזור כמה שיותר מהר אל תחום יעד האינפלציה כאשר מגמת הייסוף בקרונה מסכנת את השגת היעד.

קיים דמיון
בין שוודיה
לישראל



זום אין: לא ברור איך השקל יגיב כאשר הפד יעלה ריבית

רבים חוששים (או מצפים) לפיחות משמעותי בשקל כאשר הפד יתחיל להעלות את הריבית (כנראה לפני בנק ישראל), זאת בהנחה המעט פשטנית של השפעת הרחבת פער הריביות. בהתאם להנחה זו, השוק מצפה להעלאת ריבית על ידי בנק ישראל "בעקבות" הפד, או כעבור מספר חודשים.

השקל נחשב
למטבע יציב
(safe play)
בקרב EM

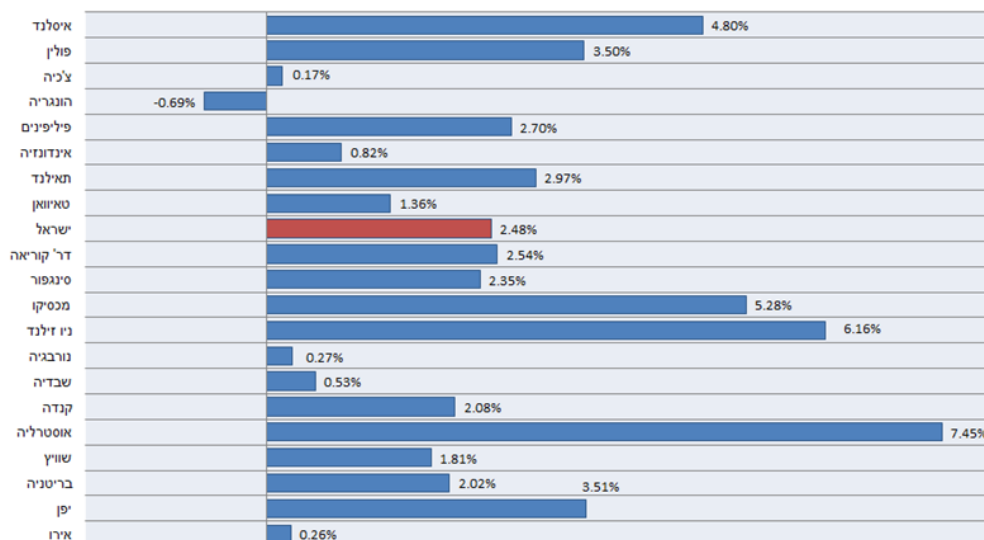
הנחה זו לא לגמרי טריוויאלית. כזכור, הורדת ריבית של בנק ישראל בפברואר (אשר נועדה להביא לאותה תוצאה) לא ממש השפיעה על שע"ח של השקל מעבר להשפעה זמנית. בנוסף, חשוב לזכור שלעיתים קיימת מגמה הפוכה:

- ✓ עליית ריבית בארה"ב עלולה להביא לעצבנות בשווקים (ירידות מחירים), תופעה אשר תומכת ב"החזרת כסף הביתה" על ידי משקיעים ישראלים. **כלומר התחזקות של ה-home bias.**
- ✓ בעולם של תשואות עולות, משקיעים זרים נוטים לברוח מאותם משקים מתעוררים (EM) אשר פגיעים יותר, בעלי חוב חיצוני גבוה וגרעון בחשבון השוטף. אותם **משקיעים עשויים להעדיף מדינות כגון ישראל** עם גורמים בסיסיים חיוביים (עודף בחשבון השוטף, חוב חיצוני קטן) בתור: safe play.

התפתחות דומה נצפתה ב-taper tantrum במאי-יוני 2013. חשש מצמצום היקף רכישות האג"ח על ידי הפד הביא לעלייה חדה בתשואות בארה"ב, התחזקות הדולר מול מרבית המטבעות בעולם, ולירידות מחירים בשווקים הפיננסיים. מרבית המטבעות של המשקים המתעוררים חוו פיחות חד. לדוגמה, בחודשים מאי-יוני הזלוטי הפולני פוחת ב-4.7% מול הדולר, זאת לעומת פיחות של 0.7% בלבד בשקל (למרות שישראל הורידה את הריבית מ-1.75% ל-1.25% באותה תקופה). אומנם השקל פוחת בחודש מאי ב-2.5% (מעט פחות ממרבית מדינות העולם), אך עשה תיקון מרשים בחודש יוני עם ייסוף של 1.8% לעומת המשך פיחות במרבית המדינות בעולם.

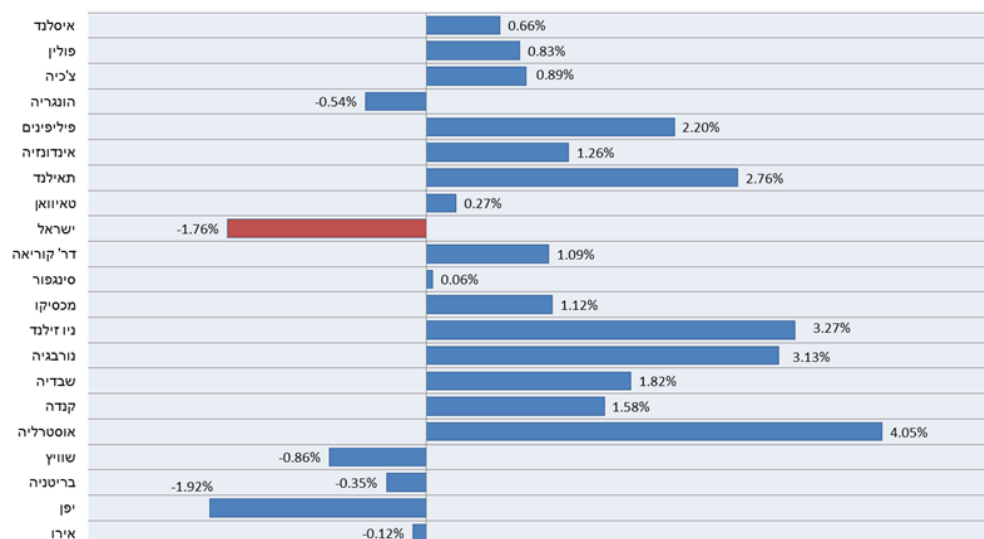
נכון הדבר, שתגובה של השקל לא בהכרח תהיה דומה כאשר הפד מעלה ריבית. בכל מקרה אנו סבורים שאין קשר בין העלאת ריבית הפד והעלאת ריבית בנק ישראל, כל עוד שסביבת האינפלציה בישראל נשארת מתונה. בנק ישראל יעדיף לתמוך בפיחות בשקל (אם ייווצר) ולא לגרום לייסוף על ידי העלאת ריבית. לא צפויה העלאת ריבית בישראל לפני רבעון ב' 2016, עד אז ריבית הפד תועלה 2-3 פעמים.

תרשים 2: שיעורי השינוי של הדולר כנגד מטבעות שונים* - מאי 2013



* מקור: שערים יציגים וצולבים של "בנק ישראל" ו"רויטרס".

תרשים 2: שיעורי השינוי של הדולר כנגד מטבעות שונים* - יוני 2013



* מקור: שערים יציגים וצולבים של "בנק ישראל" ו"רויטרס".

מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
	בריטניה- מדד מחירי הבתים Halifax			5.7
		מדד מנהלי הרכש לשירותים	שכר ממוצע	6.7
	בריטניה- התפוקה התעשיתית	מאזן הסחר	מכירה של דירות חדשות	7.7
		בקשות משכנתא		8.7
מדד המחירים לצרכן וליצרן	בריטניה- החלטת ריבית של בנק אוף אינגלנד (BOE)	תביעות דמי אבטלה	אמון צרכני, מגמות בסקטור העסקי	9.7
	בריטניה- מאזן הסחר	המלאי העסקי		10.7

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 שלליידר 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.