

נמשך הגידול בצריכה הפרטית בישראל בפרט בענפי השירותים

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

נקודות עיקריות

בשבוע האחרון התנודתיות בשוק האג"ח האמריקאי עלתה מדרגה. תחילת השבוע התאפיינה בעליית התשואות הארוכות בשל התקדמות הסנאט באישור רפורמת המס של טראמפ, ובשל סימנים מסוימים ללחצי אינפלציה עם עליה באינפלציית הליבה המחושבת עפ"י מדד ה-PCE. עקב כך, התשואות ל-10 שנים חצו את ה-2.40% ביום חמישי. ביום שישי התשואות חזרו לרדת בשל התגברות אי הוודאות הפוליטית עם הודעת פלין שהוא שיקר לגבי הקשרים עם הרוסיים, וכן הקשיים פנים המפלגתיים בהעברת רפורמת המיסוי (אשר בינתיים אושרה בשבת לפנות בוקר וכעת עוברת לבית הנבחרים).

בשבוע הקרוב: בארה"ב הנתון המשמעותי ביותר (נתוני תעסוקה) יתפרסם ביום שישי (הציפיות הן לתוספת של 185 אלף מועסקים חדשים), אך לפני זה: מדד מנהלי הרכש ISM בענפי השירותים (ביום שלישי).

בישראל: בשבוע הקרוב הנתון החשוב ביותר שיתפרסם צפוי להיות השכר הממוצע למשרת שכיר (ביום חמישי). ביום רביעי יתפרסם סקר מגמות בסקטור העסקי.

מאקרו ישראל

- ✓ מכלול הנתונים לגבי הצריכה הפרטית מצביעים על המשך התרחבות בקצב מהיר.
- ✓ יצוא השירותים עלה ב-11% y/y מתחילת השנה והפך להיות קטר חשוב לצמיחה.
- ✓ המדד המשולב של בנק ישראל מצביע על האצה מסוימת בחודשים האחרונים.
- ✓ ה-OECD צופה צמיחה של 3.5% ב-2018 עם גידול של 4.2% בצריכה הפרטית. בנוסף פיץ' אישרה את הדרוג של ישראל על A+ עם אופק יציב.
- ✓ בנק ישראל הותיר את הריבית ללא שינוי וציין את סביבת האינפלציה הנמוכה.
- ✓ מאמצע חודש נובמבר עד היום השקל התחזק ב-0.9% מול סל המטבעות.

מאקרו גלובלי

- ✓ **ארה"ב:** אומדן הצמיחה לרבעון ג' עודכן ל-3.3% (מ-3.0%).
- ✓ אינפלציית הליבה PCE עלתה ב-1.45% y/y באוקטובר מ-1.36% בספטמבר.
- ✓ **קוריאה הדרומית** העלתה את הריבית (כצפוי) ב-0.25% ל-1.5%.
- ✓ **באירופה:** שיעור האבטלה ירד ב-0.1% ל-8.8% באוקטובר.
- ✓ בנוב' האינפלציה ב-EU עלתה ב-1.5% y/y ואינפלציית הליבה עלתה ב-0.9%.
- ✓ מדד מנהלי הרכש הגלובלי בתעשייה עלה ב-0.5 נקודות בנובמבר ל-54.0.

שוק האג"ח

- ✓ סימני התגברות באינפלציה הביאו לעליית תשואות ביום חמישי, אך אי וודאות פוליטית סביב עתידו של טראמפ החזירה את התשואות הארוכות אל מתחת ל-2.4%.
- ✓ אישור הרפורמה במס בסנאט עלול לתמוך בעליית תשואות למרות שזה היה צפוי.
- ✓ אנו סבורים שהתשואות בארה"ב ימשיכו לנוע סביב 2.2%-2.4% עד סוף השנה.
- ✓ בחודש דצמבר **האוצר הקטין את היקף הגיוס הסחיר ל-2.5 מיליארד \$** בשל תת ביצוע משמעותי בגרעון: חדשות חיוביות לשוק האג"ח.

זום אין: מחירי השירותים עולים משנת 2015 ועד היום

- ✓ באוקטובר מחירי השירותים (למעט שירותי טלוויזיה ומיסים) עלו ב-1.5% y/y.
- ✓ שירותי הארחה עלו ב-2.1%, שירותים עסקיים ב-2.0% ושירותים ציבוריים ב-1.3% (משקל כולל במדד: 19.1%).
- ✓ המשך התרחבות בביקושים ובשכר העבודה צפוי להביא להאצה במחירי השירותים.

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	0.2
נוב'	-0.1
דצמ'	0.1
ינואר 18	-0.4
שנה קדימה	0.7
2017	0.6

ריבית

נוכחית	0.10%
סוף 2017	0.10%
בעוד שנה	0.10%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.488	4.1642
שינוי שבועי	-0.7%	-0.3%
YTD	-9.3%	2.7%
שנה קדימה	3.53	4.18

אג"ח סחירות

דצמ'	פדיון סחיר
0.0	
2.5	תחזית הנפקות
-2.5	עודף פדיון

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	-0.40	-0.4	-0.5
בינוני 922	-0.28	-0.3	-0.4
ארוך 1025	0.17	0.15	0.1
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 219	0.13	0.1	0.1
בינוני 122	0.59	0.55	0.5
ארוך 327	1.76	1.7	1.6
US			
2y	1.77	1.77	1.8
5y	2.11	2.1	2.1
10y	2.36	2.35	2.3

* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

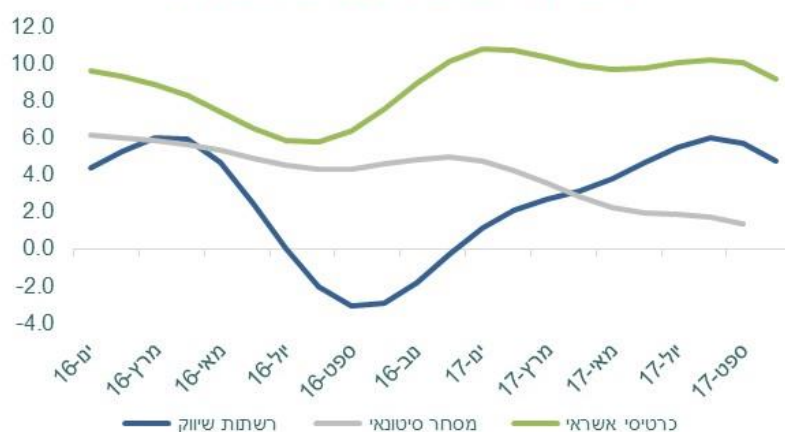
שני מנועי הצמיחה: הצריכה הפרטית ויצוא שירותים

ישראל נהנית משני מנועי צמיחה עיקריים:

✓ **גידול יציב ויחסית מהיר בצריכה הפרטית** - האינדיקטורים האחרונים ממחישים זאת. הרכישות בכרטיסי האשראי עלו ב- 9.2% בחודשים אוגוסט-אוקטובר (בחישוב שנתי) לאחר גידול של 10% בשלושת החודשים הקודמים. מכלל האינדיקטורים מצביעים על התרחבות מהירה, כולל המכירות ברשתות השיווק (גידול של 4.7% באוגוסט-אוקטובר) לעומת 1.4% בלבד בפדיון בענפי המסחר הקמעונאי. חשוב לזכור שנתוני הפדיון בענפי המסחר וברשתות השיווק אינם כוללים צריכת שירותים. לפי נתוני הרכישות בכרטיסי האשראי, רכישת שירותים עלתה ב- 9.5% באוגוסט-אוקטובר ורכישת שירותים אחרים (מחשבים, תוכנה, ציוד תקשורת, שירותי בריאות וכו') עלתה ב- 11.1%.

הגידול בצריכה הפרטית מרוכז בענפי השירותים

אינדיקטורים לשינוי בצריכה הפרטית



✓ **יצוא שירותים** - בתשעת החודשים הראשונים של השנה, יצוא שירותים עלה ב- 11% y/y. מדובר בקטר חשוב לפעילות הכלכלית אשר מורכב בעיקר מענפי הטכנולוגיה העלית (מיחשוב, תוכנה, מו"פ שירותים עסקיים וכו'). מכירת חברות הזנק הגיעה ל- 1.4 מיליארד דולר מתחילת השנה לעומת 1.7 מיליארד בשנת 2016. המשך ההתרחבות ביצוא שירותים צפויה להגדיל את משקלו (כעת 12.9%, למעט מכירת חברות הזנק) לעומת ירידה במשקל של יצוא הסחורות (14.8% ללא יהלומים).

תוך זמן קצר יצוא שירותים יהיה גדול יותר מיצוא הסחורות במשק

יצוא שירותים (ללא חברות הזנק) ויצוא סחורות (ללא יהלומים)



השלכות:

- ✓ אנו צופים צמיחה של 3.2% השנה ו- 2.9% בשנת 2019.
- ✓ גידול מהיר בביקושים המקומיים תומך בלחצי אינפלציה מסוימים, בפרט בענפי השירותים (ראה "זון אין").

הודעת ריבית מעט "יונית"

לפי הערכתנו, הנימה בהודעת הריבית הייתה מעט "יונית". הוועדה המוניטארית לא ממש הדגישה את העלייה בציפיות האינפלציה, או את שלושת המדדים האחרונים אשר היו גבוהים מהחזוי או העלייה במחירי השכירות. גם הצמיחה המהירה ברבעון ג' (4.1%) והזינוק בצריכה הפרטית (7.8%) לא צוינו בהבלטה.

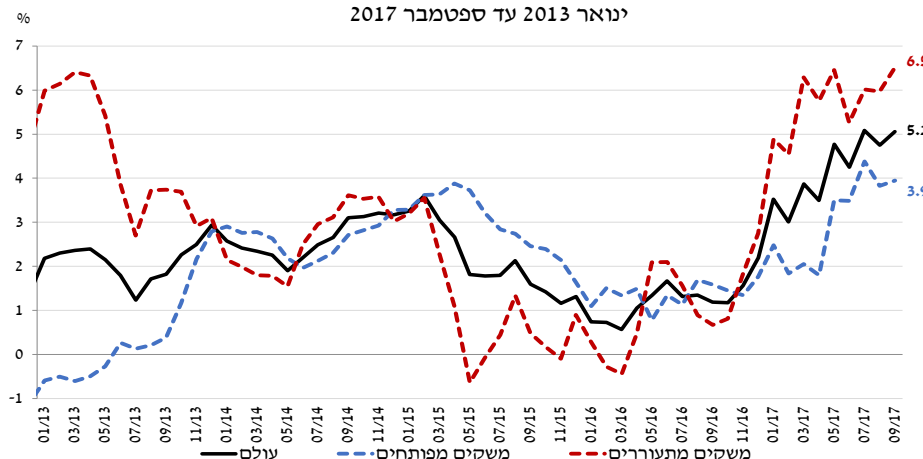
אז מה כן נאמר:

- ✓ המשפט הראשון: "חלה עלייה קלה בסביבת האינפלציה, אך היא עדיין נמוכה מהיעד".
- ✓ "חלה עלייה קלה בציפיות האינפלציה לטווחים הקצרים" (לא בארוכים).
- ✓ ברבעון ג': "המשק ממשיך לצמוח בקצב שתואם את פוטנציאל הצמיחה" (4.1% נראה לנו מעל פוטנציאל הצמיחה).
- ✓ "כל האינדיקטורים בשוק העבודה מוסיפים להצביע על מצבו האיתן, ועל הימצאות בקרבת תעסוקה מלאה" לא נאמר (כמו בעבר) שהמשק נמצא בתעסוקה מלאה.
- ✓ החולשה בייצוא התעשייתי בולטת על רקע ההתרחבות המהירה בסחר העולמי

נמשכת ההאצה בקצב הגידול של הסחר העולמי



איור 17: שיעור השינוי השנתי בסחר העולמי בחסורות
ינואר 2013 עד ספטמבר 2017



מקור: CPB

- ✓ בהודעה המוניטארית עדיין מופיע משפט ה- forward guidance; "בכוונת הוועדה המוניטארית להותיר את המדיניות המרחיבה על כנה, כל עוד הדבר יידרש כדי לבסס את סביבת האינפלציה בתוך תחום היעד"

אין אנו צופים העלאת ריבית לפני רבעון ב' 2019. בנק ישראל צפוי להיות מאד סבלני וימתין לעלייה של ממש בציפיות האינפלציה לרמה של לפחות 1.5% לכיוון 2%, וכנראה יעלה את הריבית רק לאחר פחות משמעותי בשקל. ברור לבנק ישראל שכל רמז לאפשרות של העלאת ריבית או שינוי בנוסח ה- forward guidance צפוי להביא ללחץ לייסוף בשקל.

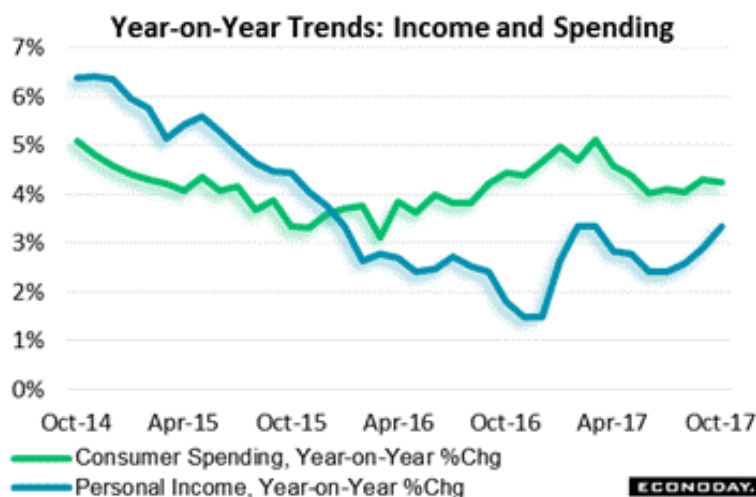
מאקרו חו"ל

ארה"ב: סימנים ראשוניים לעלייה באינפלציה?

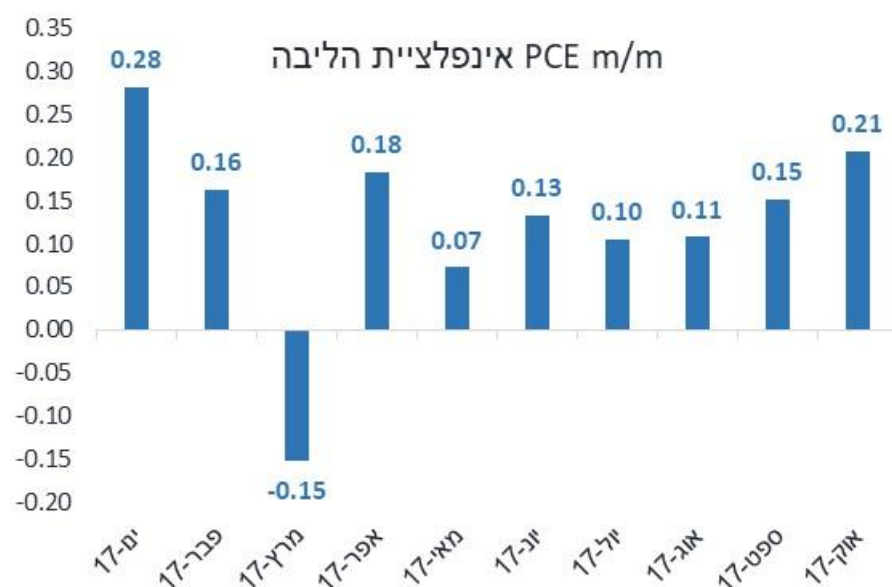
נתונים חיוביים:

- ✓ מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה ירד ב- 0.5 נקודות בנובמבר אך נותר על רמה גבוהה של 58.2 נקודות. רכיב ההזמנות החדשות נמצא על רמה מאד חזקה של 64.0 נקודות. **מדובר באינדיקטור חיובי לפעילות העתידית בתעשייה.**
- ✓ מספר דורשי העבודה החדשים ירד באלפיים איש ל- 238 אלף בשבוע האחרון. **השוק צופה גידול של 185 מועסקים בחודש נובמבר.**
- ✓ אומדן הצמיחה לרבעון ג' עודכן ל- 3.3% מ- 3.0% (בהתאם לצפיות) עקב עדכון כלפי מעלה בהשקעות של הסקטור העסקי וברכיב המלאי.
- ✓ בחודש אוקטובר ההכנסה האישית עלתה ב- 0.4% והצריכה הפרטית עלתה ב- 0.3%. **ב- 12 החודשים האחרונים הצריכה הפרטית עלתה ב- 4.2% לעומת גידול של 3.4% בהכנסה האישית, כלומר חלה ירידה בשיעור החיסכון של משקי הבית:**

אינפלציית הליבה עלתה ב- y/y 1.45%



- ✓ **אינפלציית הליבה PCE (מדד האינפלציה המועדף עבור הפד) עלתה ב- 0.21% באוקטובר לאחר עלייה של 0.15% בחודש ספטמבר. ב- 12 החודשים האחרונים אינפלציית הליבה עלתה ב- 1.45% באוקטובר, לעומת עלייה של 1.36% בחודש ספטמבר.**



נתונים חלשים

✓ באוקטובר יצוא הסחורות ירד ב- 1% מול גידול של 1.5% ביבוא.

**העלאת הריבית
הקדימה הגעה
ליעד האינפלציה**

העלאת ריבית הפד ב- 13.12 כמעט ומובטחת על רקע נתונים כלכליים מאד חיוביים והאצה באינפלציית הליבה PCE.

דרום קוריאה מעלה את הריבית

דרום קוריאה העלתה את הריבית ב- 0.25% ל- 1.5% (בפעם הראשונה מאז 2011). זאת למרות התמתנות באינפלציית הליבה ל- 1.4% ב- 12 החודשים האחרונים בנובמבר מ- 1.8% באוגוסט וכאשר סך הכול האינפלציה עומדת על 1.8% γ/γ (יעד האינפלציה עומד על 2%). הסיבה הייתה בשל חשש של הבנק המרכזי להתפתחות חוסר איזון פיננסי (financial imbalance) בעיקר על רקע עלייה מהירה בחוב הצרכני (93% במונחי תוצר). בנוסף, העלאת הריבית באה על רקע צמיחה מהירה ברבעון ג' של 5.7% (בחישוב שנתי), כאשר קוריאה צפויה לצמוח ב- 3% בשנת 2018.



בהחלטה של קוריאנה ניתן לראות כי הדגש במדיניות המוניטארית היא על הנושא של עיוותים פיננסיים (בעיקר חוב צרכני), למרות אינפלציה נמוכה מהיעד. גם בישראל היו התבטאויות מצד בנק ישראל לגביי חשש מפני עיוותים פיננסיים, עם זאת בישראל המצב שונה כאשר החוב הצרכני עומד על 42% תוצר בלבד ולמרות שקיים חשש להתנפחות בועות, המדיניות המוניטארית פועלת להחזיר את האינפלציה ליעד ולא לטפל באותם "imbalances".

זום אין: סימני אינפלציה במחירי השירותים

לעומת ההוזלה

במחירי

התעשייה, מחירי

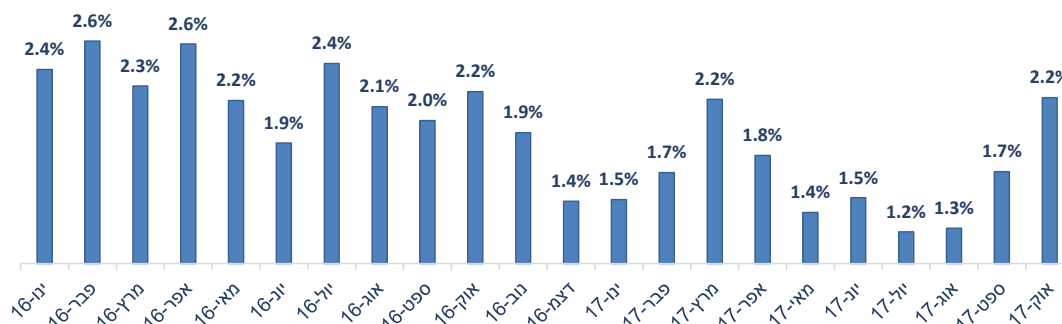
השירותים עולים

זו תקופה ארוכה שאנו מציינים שעליית השכר במשק (כ- 3.5% ב- 12 החודשים האחרונים), רמת תעסוקה גבוהה ורמת אמון צרכני גבוהה תומכים בלחצי אינפלציה, בפרט במחירי השירותים אשר אינם חשופים ליבוא מתחרה, למסחר באינטרנט או לייסוף החד בשקל. מה ניתן ללמוד מנתוני הצמיחה והאינפלציה?

✓ בהחלט **מסתמנת התגברות בביקוש לשירותים (לא כולל שרותי הדיור)**. צריכת שירותים ברבעון ג' עלתה ב- 8.5% (בחישוב שנתי), מ- 5.9% ברבעון ב' ו- 3.8% ברבעון א'.

✓ חייבים לציין שסעיף השירותים המשמעותי ביותר במדד מחירים לצרכן הינו שירותי דיור (מחירי שכר דירה). **מחירי שכירות בחודים מתחדשים עלו ב- 2.2% ב- 12 החודשים האחרונים**, האצה מ- 1.2% לפני שלושה חודשים.

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

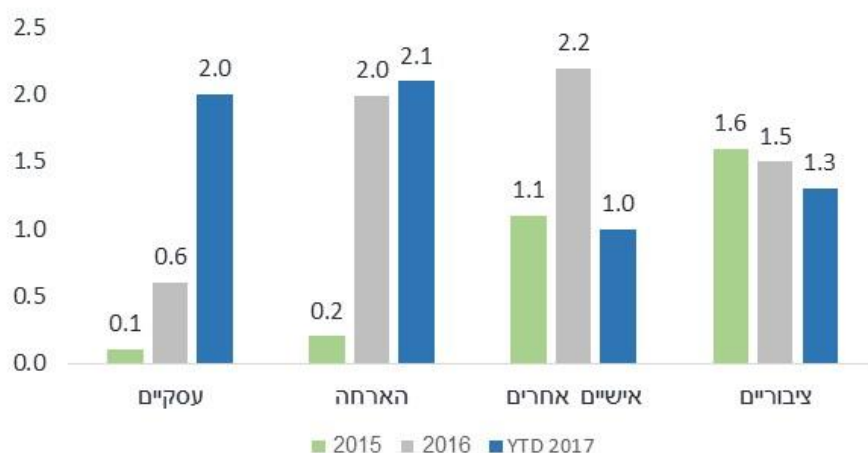


✓ **יתר מחירי השירותים (במשקל 29.3% במדד) עלו ב- 0.9% בלבד ב- 12 החודשים האחרונים**. נתון זה מעט מטעה בשל הירידה בשירותי הבידור (שירותי טלוויזיה) בשיעור של 0.7% (עקב התחרות הגוברת עם סלקום/פרטנר TV). גם שירותי "מיסים וביטוחים" עלו רק ב- 0.1% ב- 12 החודשים האחרונים (בשל הוזלת ביטוחי רכב חובה). למעט שני הסעיפים הללו, **מחירי השירותים עלו ב- 1.5% y/y**. שירותים ציבוריים (משקל במדד: 10.4%) עלו ב- 1.3% (בריאות: 1.7%, חינוך: 0.9%), שירותי הארחה (מלונות ובתי מלון) עלו ב- 2.1% (במשקל 4.0%) ושירותים עסקיים (בעיקר שירותים בנקאיים) עלו ב- 2.0% (במשקל 1.1%). **במילים אחרות, מחירי השירותים למעט מיסים ושירותי בידור (משקל 19.1% במדד) עלו ב- 1.5% ב- 12 החודשים האחרונים ותרמו 0.3% לאינפלציה בשנה האחרונה**.

✓ בטבלה הבאה נציג את ההתפתחויות של מחירי השירותים בשנים האחרונות:

שנה	שירותים עסקיים	שירותי הארחה	שירותים אישיים אחרים	שירותים ציבוריים
2010	0.4	2.1	2.0	3
2011	2.7	3.4	2.7	2.3
2012	1.0	2.4	3.1	-1.8
2013	3.0	3.9	2.9	4.7
2014	1.3	1.6	1.7	1.5
2015	0.1	0.2	1.1	1.6
2016	0.6	2.0	2.2	1.5
אוק-17	2.0	2.1	1.0	1.3
משקל במדד	1.1%	4.0%	3.7%	10.4%

התייקרויות במחירי השירותים העיקריים 2015-2017



מסקנות:

- ✓ רכיבי השירותים הבסיסיים עולים בקצב מהיר בשל גידול בכוח הקנייה של משקי הבית, בפרט שירותי דיור, הארחה ושירותים עסקיים. מגמה זו צפויה להימשך בשנה הקרובה.
- ✓ חשוב לציין שמנגד, המחירים של מוצרים תעשייתיים במדד (במשקל 32.3%) ירדו ב- 0.9% ב-12 החודשים האחרונים על רקע הייסוף בשקל והשפעת המסחר באינטרנט. מגמת הירידה במחירי התעשייה צפויה להימשך בשנה הקרובה, אם כי באופן מתון יותר במידה והשקל יתייצב.

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 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 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.