

יונתן כץ
 וכלכלני לידר שוקי הון

תחזית בנק ישראל לגבי הצמיחה והאינפלציה נראית גבוהה מדי

נקודות עיקריות

מאקרו ישראל

- המשק הישראלי יתקשה להגיע ל- 3% צמיחה השנה.
- גם ברבעון ב' הצמיחה צפויה להיות ממותנת (סביב 2%) לאחר 2.1% ברבעון א'.
- מסתמנת התמתנות בצריכה הפרטית (לפי מכירות ברשתות השיווק).
- יחד עם זאת, שוק העבודה מפגין עוצמה (מעט מפתיעה), ראה ניתוח ב"זום אין".

אינפלציה:

- השקל יוסף ב- 1.7% (מול הסל) מאז החלטת הריבית.
- הייסוף החד בשקל בשבוע האחרון יתרום לירידה במחירי הדלקים בתחילת יולי.
- בשל הייסוף, אנו צופים מדדים נמוכים בחודשים יולי-אוגוסט לאחר 0.2% בחודש יוני.
- תחזית האינפלציה שלנו (0.8%) עומדת על מחצית מהתחזית של בנק ישראל (1.6%).

מדיניות מוניטארית

- בנק ישראל מעריך שהמשק כבר חזר אל תוך יעד האינפלציה (בחודשים מרץ-מאי).
- לכן פחתו הסיכויים להורדת ריבית, אלא אם האינפלציה תפתיע כלפי מטה.
- בנק ישראל גם סבור שהשימוש בכלים לא קונבנציונליים פחות נחוץ.
- בנק ישראל נאלץ להגיב למגמת הייסוף לאחר מסיבת העיתונאים על ידי רכישות מט"ח.

מאקרו גלובלי

- בארה"ב עלייה בהכנסה האישית תמכה בגידול מהיר בצריכה הפרטית.
- יחד עם זאת, אינפלציית הליבה התמתנה ל- 1.2% ב- 12 החודשים האחרונים.
- מדד האמון הצרכני בארה"ב עלה בצורה חדה בחודש יוני.
- נתוני תעסוקה חיוביים ביום שישי עשויים לתמוך בהעלאת ריבית כבר בחודש ספטמבר.
- צפויה עצבנות השבוע סביב החזר החוב של יוון ב- 30.6 בהיקף של 1.6 מיליארד יורו.
- יוון שוקלת ללכת למשאל עם כדי להכריע האם לקבל את דרישות האיחוד האירופי.

שוק האג"ח

- אנו בדעה שבנק ישראל לא יעלה את הריבית לפני סוף רבעון א' 2016.
- עלייה מוקדמת בריבית עלולה לגרום לייסוף חד בשקל ותסכן עמידה ביעד האינפלציה.
- לאחר עליית התשואות בשוק, הסיכון בארוכים פחת, כאשר הסיכון העיקרי נותר המשך עלייה בתשואות בארה"ב.
- בטווח הקצר, פדיונות של הציבור מקרנות הנאמנות עלולות להעיב על שוק האג"ח.
- משרד האוצר שומר על קצב גיוס מתון בחודש יולי בציפייה לגרעון נמוך השנה.
- גידור \$100 מיליון של החוב החיצוני על ידי משרד האוצר לא מהווה שינוי במדיניותו.

זום אין

מסתמן שיפור בשוק העבודה הישראלי, עדיין לחצי השכר מתונים

- מסתמן גידול סביר במספר המועסקים במשק וירידה במספר דורשי העבודה.
- יחד עם זאת, קצב הגידול של משרות חדשות התמתן.
- נדמה שהמשק הישראלי מתקרב לקראת תעסוקה מלאה אשר תושג רק ב- 2016.
- קצב עליית השכר במשק (2.3%) עלה אך עדיין מתון יחסי.

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	3.792	4.2508
שינוי שבועי	-1.1%	-1.9%
YTD	-2.5%	-10.2%
3 ח' קרובים	3.77	4.25
שנה קדימה	3.75	4.20
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	-1.08	-1.1	-1.2
בינוני 1019	-0.29	-0.3	-0.4
ארוך 923	0.63	0.6	0.5
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.27	0.25	0.25
בינוני 120	1.23	1.2	1.1
ארוך 1026	2.68	2.6	2.5
US			
2y	0.71	0.7	0.7
5y	1.75	1.8	1.8
10y	2.47	2.5	2.5

* ט"ק- החודש הקרוב
 * ט"ב- 3 חודשים

תחזית בנק ישראל אופטימית מדי

כידוע בנק ישראל עדכן את תחזית הצמיחה בישראל מ- 3.2% (בחודש מרץ) ל- 3.0% כעת. נדמה לנו שלאור הנתונים החלשים במחצית הראשונה של השנה, המשק הישראלי יתקשה להגיע לשיעור צמיחה כה גבוה.

- ✓ בהנחה סבירה שהמשק צמח בקצב של 2.0% ברבעון ב' (לפי נתוני היצוא החלשים והתמתנות בצריכה הפרטית), אזי המשק יצטרך לצמוח ב- 3.6% ברבעוני ג' ורבעון די כדי להגיע לקצב שנתי של 3.0%. לא לגמרי פשוט.
- ✓ לפי בנק ישראל צפויה אינפלציה של 1.6% מרבעון א' 2015 לרבעון א' 2016. התחזית שלנו לגבי האינפלציה בתקופה זו עומדת על 0.8%.
- ✓ נציג את עליית סעיפי המדד העיקריים ב- 12 החודשים האחרונים ואת התחזית שלנו לגבי 12 חודשים קדימה:

צפויה צמיחה של
2.8% השנה

תחזית ב- 12 החודשים הקרובים			האינפלציה ב- 12 החודשים האחרונים			
משקל	עלייה	תרומה	שיעור	משקל	תרומה	
						מזון
						פירות וירקות
						דיור
						חשמל
						מים/סולר
						דלק
						שירותים
						יתר סעיפי המדד
0.8			-0.4			סה"כ מדד

כמה הערות:

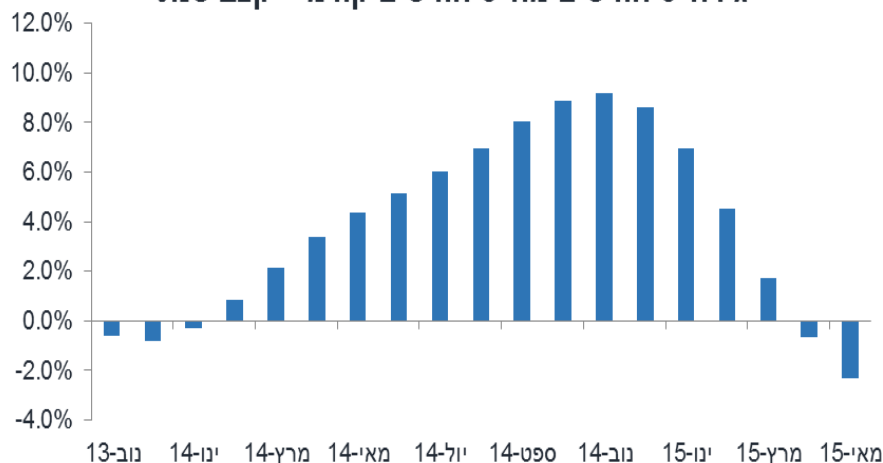
- ✓ כבר עתה השקל יוסף ב- 3% בסוף רבעון ב' לעומת רבעון א' (במונחי סל המטבעות), התפתחות אשר תומכת באינפלציה נמוכה. הלחץ לייסוף במשק צפוי להימשך על רקע העודף בחשבון השוטף.
- ✓ אנו מניחים יציבות במחירי הסחורות והנפט שנה קדימה.
- ✓ מחירי הדיור יעלו לקצב שנתי של 3% (אולי מדובר בהנחה פסימית מדי) על רקע עלייה בכוח הקנייה של הציבור (עלייה בשכר בגין עדכון שכר מינימום ואבטלה נמוכה).
- ✓ שורה של רפורמות יימשכו וילחצו את המחירים כלפי מטה, בפרט בתחום התקשורת, המזון ונסיעות לחו"ל.
- ✓ התגברות הרכישות באינטרנט ימשכו ללחץ על המחירים של חלק מהמוצרים הסחירים כלפי מטה.
- ✓ מנגד, השכר במשק נמצא במגמת עלייה (ראה "זום אין") אך מדובר במגמה הדרגתית.

התמתנות ברורה בצריכה הפרטית

בחודשים מרץ-מאי המכירות ברשתות השיוק ירדו (ריאלית) ב- 2.3% לאחר עלייה של 2.8% בשלושת החודשים הקודמים. רשתות המזון דיווחו על ירידה חדה יותר של 4.0% בשלושת החודשים האחרונים לאחר גידול של 2.5%. למרות שמדובר בסדרה תנועתית וקיימת מגמה של הסטת צריכה לטובת רכישות באינטרנט (ebay וכו') עדיין מדובר בירידה מדאיגה.

התמתנות בצריכה
תפגע בצמיחה
ברבעון ב'

מכירות ברשתות השיווק: גידול 3 חודשים מול 3 חודשים קודמי - קצב שנתי



שוק האג"ח, שוק המט"ח ומדיניות מוניטארית

בנק ישראל היה מעט שקוף מדי

בניסיון להיות שקוף ולהסביר את המדיניות המוניטארית, בנק ישראל גרם לייסוף חד בשקל. הנגידה פלוג אמרה:

" בנק ישראל בחן את הצורך לשימוש בכלים שונים, בלתי שגרתיים. אבל חשוב להדגיש: כלים כאלו מופעלים בנסיבות בלתי שגרתיות. אני חוזרת ומציינת שגם ללא שימוש בכלים כאלו, המדיניות המוניטארית ברמת הריבית הנוכחית, ושכוללת כאמור גם את ההתערבות בשוק המט"ח, היא מאוד מרחיבה. **לאור התוואי הצפוי של חזרת האינפלציה לתוך היעד והתייצבות קצב הצמיחה המתונה, נראה שפחתה ההסתברות לכך שנידרש לשימוש בכלים בלתי קונבנציונליים בתקופה הקרובה**" (הדגש שלנו).

שקיפות יתר

פגעה ביעדים

המוניטאריים

בכלל, הביטחון הרב של בנק ישראל שלמעשה סביבת האינפלציה (בחודשים מרץ-מאי) חזרה לרמת היעד קצת מפתיע. בהודעה נאמר: "בחודשים מארס-מאי שב המדד לעלות בקצב העקבי עם יעד האינפלציה, ונראה כי ירידות המחירים בינואר-פברואר היו חד-פעמיות"

כמובן, תחזית של מחלקת המחקר לגבי אינפלציה של 1.6% בשנה הקרובה (כפול מתחזית האינפלציה שלנו) עוד מחזקת את ההערכה שאין צורך לשקול מדיניות מוניטארית יותר מרחיבה.

מעט הופתענו גם מההערכה שקצב הצמיחה נותר "יציב אך מתון". אנו מפרשים את הנתונים האחרונים בצורה מעט פסימית יותר: צמיחה של 2.1% ברבעון א', ירידה ובייצור התעשייתי, קיפאון ביצוא, פסימיות בקרב התעשיינים לפי מדד מנהלי הרכש, ירידה באמון הצרכני, והתמתנות בצריכה (לפי הפדיון במסחר ורשתות השיווק).

התחזית שלנו נותרה על אי שינוי בריבית עד סוף השנה, אך נדמה שעדיין קיימת הסתברות להורדת ריבית בעוד מספר חודשים, זאת במידה והלחץ לייסוף בשקל יימשך (סביר בהחלט), האינפלציה תפתיע מעט למטה (גם סביר, מה שיביא לירידה בציפיות האינפלציה) והפעילות הריאלית מעט תתמתן.

שע"ח של השקל התחזק אל רמה נמוכה מהשפל הקודם ב- 1.8.14:



מאקרו גלובלי

בארה"ב: העלאת ריבית בספטמבר סבירה יותר כעת

:Good news

✓ המכירות של בתים יד שנייה עלו ב- 5.1% בחודש מאי (עלייה של 9.2% ב- 12 החודשים האחרונים).

עלייה חדה

✓ מספר דורשי העבודה התייצב על רמה נמוכה (271 אלף בשבוע האחרון).

בצריכה

✓ ההכנסה האישית עלתה ב- 0.5% בחודש מאי, גידול מהיר אשר תמך בגידול של 0.9% בצריכה הפרטית (סימני התאוששות לאחר החורף הקשה). יחד עם זאת, אינפלציית הליבה התמתנה ל- 1.2% ב- 12 החודשים האחרונים (ירידה מ- 1.3% לפני חודש). שיעור החיסכון ירד ב- 0.3% ל- 5.1%.

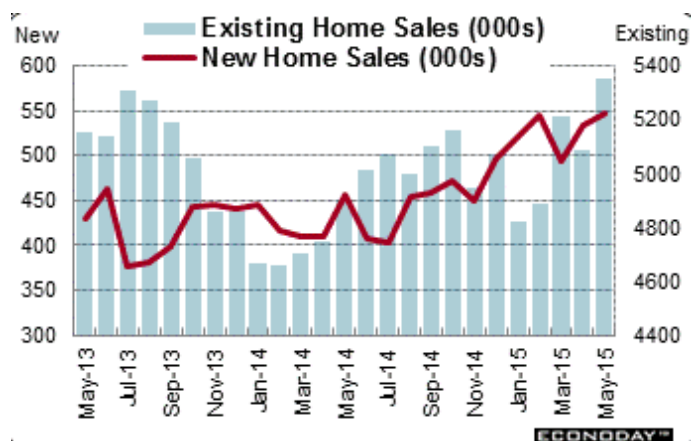
הפרטית

✓ מדד האמון הצרכני עלה ל- 96.1 נקודות בחודש יוני לעומת 94.6 בחודש מאי. מדד הציפיות קדימה עלה ל- 97.8 נקודות, הרמה הגבוהה ביותר זה 11 שנה.

:Disappointing news

✓ ההזמנות של מוצרי בני קיימא ירדו ב- 1.8% במאי לאחר ירידה של 1.5% באפריל. ללא ענף התחבורה (בעיקר תעופה) חלה עלייה של 0.5% במאי לאחר ירידה של 0.3% באפריל.

שוק הנדל"ן בארה"ב ממשיך להפגין עוצמה:



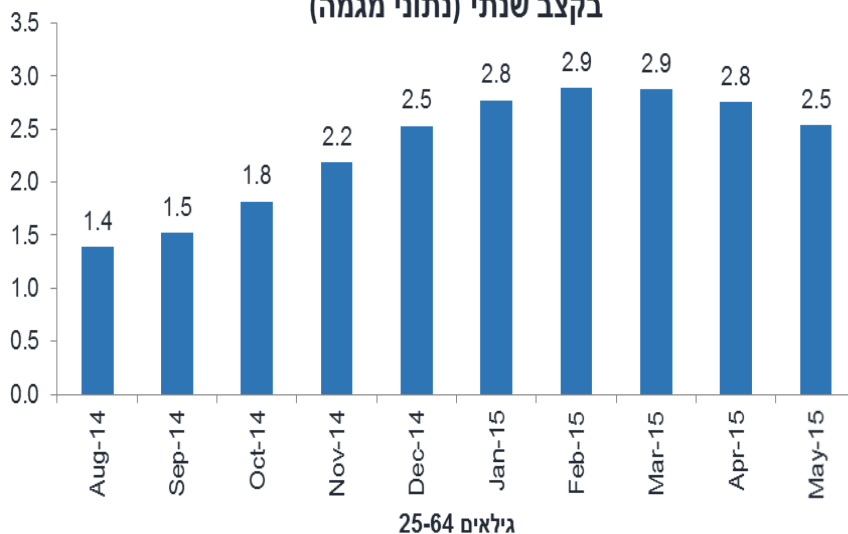
הנתונים הכלכליים בארה"ב ממשיכים להשתפר לאחר השפעת החורף הקשה ושבתת נמלי הים בחוף המערבי. מגמה חיובית זאת תומכת בהעלאת ריבית הפד בחודש ספטמבר, אך חשוב יותר לשוק האג"ח הינו קצב העלאת הריבית לאחר מכן, אשר צפוי להיות מאד זהיר ומתון. הנתון החשוב ביותר להחלטת הפד צפוי להתפרסם ביום שישי: נתוני תעסוקה ושכר עבודה לחודש יוני.

זום אין: האם המשק הישראלי מתקרב לתעסוקה מלאה?

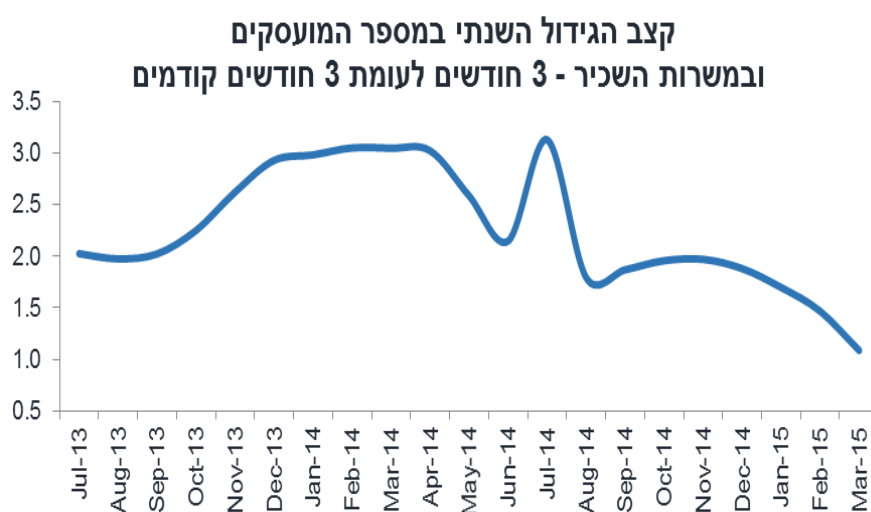
נתון אחד חשוב בסטטיסטיקה המאקרו כלכלית הינו הגידול במספר מועסקים ושיעור האבטלה. מקור זה מצביע כעת על מצב בהחלט חיובי, כולל רמת אבטלה נמוכה (5% בסך המשק, 4.3% בגילאים 25-64) וקצב גידול (שנתי) מהיר במספר מועסקים חדשים של כ- 2.5% בחודשים מרץ-מאי:

מסתמן גידול מהיר במספר מועסקים

הגידול במספר המועסקים 3 חודשים מול 3 חודשים קודמים בקצב שנתי (נתוני מגמה)



לעומת זאת, לפי נתוני הביטוח הלאומי, מספר משרות השכיר במשק ברבעון א' 2015 עלה ב- 1.1% (בקצב שנתי), התמתנות מקצב של 1.9% ברבעון ד' 2014 לפי נתוני המגמה.



מסתמנת
התמתנות
במספר
משרות
השכיר

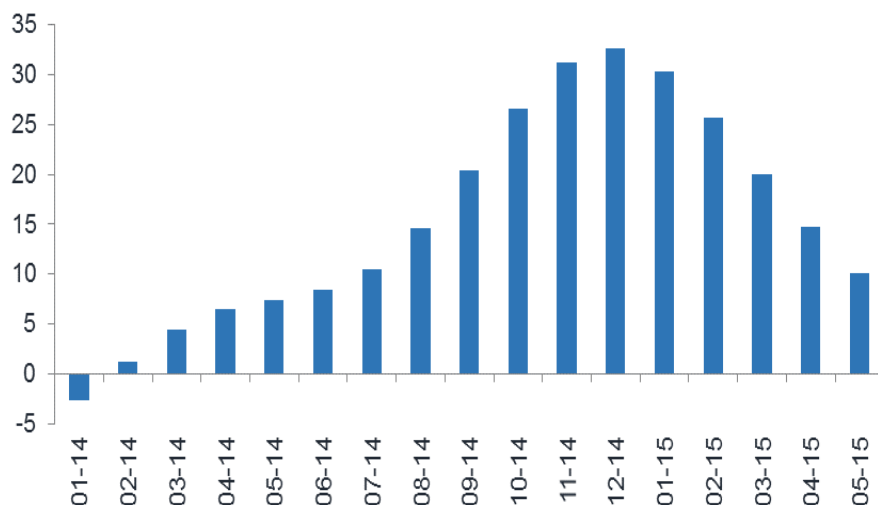
לפי לשכות העבודה, מתחילת השנה מסתמנת ירידה במספר דורשי העבודה. מספר דורשי העבודה ירד ב- 7.5% מדצמבר 2014 ועד מאי 2015, אינדיקטור חיובי לשוק העבודה:



אך ירידה
במספר דורשי
העבודה

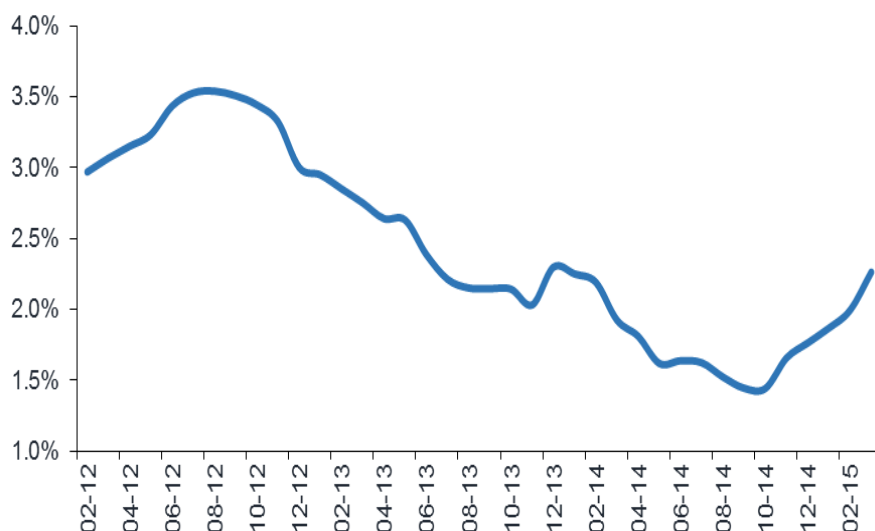
נמשך הגידול במשרות הפנויות במשק, אך בקצב הולך ומתמתן ל- 10% (קצב שנתי) בחודשים מרץ-מאי לעומת קצב של 33% בסוף 2014. עדיין מדובר בקצב מהיר יחסית, המעיד על גידול בביקוש לעובדים חדשים במשק.

קצב הגידול במשרות הפנויות (3m/3m) קצב שנתי



השכר הנומינלי במשק עלה ב- 2.3% ב- 12 החודשים האחרונים, האצה מקצב של 1.5% ברבעון ג' 2014. מדובר בעלייה מתונה מאד, אך קיימים נתוני שכר רק עד חודש מרץ, לפני עדכון רמת שכר המינימום בחודש אפריל.

השינוי בשכר הנומינלי ב-12 החודשים האחרונים, נתוני מגמה



המכלול של נתוני שוק העבודה לא מצביע על תמונה אחידה, אם כן נדמה שבסך הכול מסתמנת מגמה של קליטת עובדים בקצב סביר וירידה במספר דורשי העבודה. השאלה הגדולה כמובן הינה מתי שוק העבודה יתחיל להיות "מתוח", כלומר מתי ייווצר מחסור של עובדים של ממש במרבית הענפים (לא רק במספר ענפי היי טק) אשר יביא גם ללחץ מוגבר לעליית שכר במשק (מעבר לקצב עליית הפריזון) ולכן גם ללחץ אינפלציוני. נדמה שמדובר בתהליך הדרגתי אשר יורגש בעיקר במהלך השנים 2016-2017.

אירועים בולטים בשבוע הקרוב

מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
				28.6
			רכישות בכרטיסי האשראי	29.6
				30.6
מדד מנהלי הרכש לייצור הרשמי ושל HSBC	מדד מנהלי הרכש לייצור	בקשות משכנתא, סקר התעסוקה של ADP, מדד מנהלי הרכש לייצור, הוצאות הבנייה		1.7
	מדד מחירי הבתים Nationwide	תביעות דמי אבטלה, שיעור האבטלה, הזמנות ממפעלים		2.7
מדד מנהלי הרכש לשירותים של HSBC	מדד מנהלי הרכש לשירותים	אין מסחר (יום העצמאות)		3.7

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 יעוץ מקצועי, לרבות מיעוץ 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 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.