

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

מסר "יוני" מובהק של הפד תמך בירידת תשואות

נקודות עיקריות

ביום רביעי הפד "סיפק את הסחורה" עבור השווקים עם ביטוי לגבי "הנכונות להורדת ריבית כדי לשמר את ההתרחבות בפעילות". גם דראגי מאותת שיהיה מוכן לבצע הרחבה מוניטארית נוספת. מרבית נתוני התעשייה בעולם ממשיכים להיות שליליים. מחירי הנפט עלו על רקע חשש לעימות מול איראן. במבט קדימה, נראה כי השבוע העניים נשואות למפגש בסוף השבוע בין טראמפ ו- XI בפסגת G-20 ולהשפעה על מלחמת הסחר.

אנו מנתחים את נתוני המאקרו בראיית בנק ישראל:

מאקרו ישראל: סימנים להתמתנות בפעילות.

- < הכוחות הבסיסיים (עודף בחשבון השוטף = השקעות) ממשיכים לתמוך בשקל חזק.
 - < ברבעון א' העודף בחשבון השוטף הגיע ל- 2.7% תוצר וההשקעות הריאליות ל- 2.1%.
 - < ברבעון א' חל גידול חד במספר הדירות המוגמרות לקצב שנתי של כמעט 60 אלף יחידות, מגמה אשר תומכת בהתמתנות במחירי השכירות.
 - < במאי מסתמנת ירידה במספר המשרות הפנויות אשר מצביעה על התמתנות בפעילות.
- סביבת האינפלציה:** עדיין לא תומכת בהעלאת ריבית.
- < בשבוע האחרון השקל פוחת ב- 0.3% מול סל המטבעות.
 - < מגמת הפיחות נמשכה ביום שישי לאחר קביעת השער היציג.
 - < בשבוע האחרון מחירי הנפט עלו בצורה חדה על רקע המתיחות בין ארה"ב ואיראן.

מאקרו גלובאלי: חולשה ברורה בפעילות בתעשייה.

ארה"ב:

- < סקר empire state ירד ל- 8.6 ביוני מ- 17.8 במאי עם ירידה חדה ברכיב ההזמנות.
 - < גם סקר פילדלפיה ירד ל- 0.3 נקודות ביוני מ- 16.6 במאי.
 - < מדד ה- PMI (משולב תעשייה ושירותים) ירד ל- 50.6 נקודות ביוני מ- 50.9 במאי.
- אירופה:** אינפלציית הליבה התמתנה במאי ל- 0.8% y/y מ- 1.3% באפריל.
- < נתוני סחר חוץ לחודש אפריל מצביעים על חולשה (ירידה) גם ביצוא וגם ביבוא.
 - < מדד ה- PMI בשירותים עלה ל- 53.4 נקודות ביוני מ- 52.5, אך מסתמנת חולשה בתעשייה (47.8 נקודות).

שוק האג"ח

- < הפד משדר נימה "יונית" עם דגש על אי וודאיות והתמתנות באינפלציה.
- < שמונה מתוך 17 חברי הפד צופים הורדת ריבית השנה.
- < לאחר הודעת הריבית ביום רביעי התשואות ירדו ומגלמות הורדת ריבית אגרסיבית.
- < אכזבה מתוואי הורדת ריבית הפד עלולה להעיב על שוק האג"ח.
- < בישראל, צפיית האינפלציה ירדו בכול הטווחים עם ירידת תשואות באפיקים השקליים ועליית תשואות מתונה באפיקים הצמודים.

זום אין: מסתמנת האצה במחירי התוצרת התעשייתית במדד

- < מתחילת השנה מרבית ההפתעות באינפלציה היו כלפי מעלה.
- < אינפלציית הליבה עלתה ב- 1.0% y/y במאי 19, לעומת עלייה של 0.7% במאי אשתקד.
- < מסתמנת האצה במחירי התוצרת התעשייתית במדד: מוצרי מזון, הלבשה ורהיטים.
- < הסעיפים הללו הושפעו מהפיחות המתון ב- 2018, עליית שכר ועלייה במחירי הסחורות החקלאיות.
- < לעומת זאת, מסתמנת התמתנות במחירי השירותים, כולל שירותי דיור.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	1.5%
יוני	-0.2%
יולי	0.0%
אוגוסט	0.2%
שנה קדימה	1.2%
2019	1.6%

ריבית	
נכוחית	0.25%
סוף 2019	0.25%
בעוד שנה	0.50%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.594	4.065
שינוי שבועי	0.2%	0.4%
YTD	-3.4%	-5.1%
שנה קדימה	3.67	4.15

אג"ח סחירות	יוני
פדיון סחיר	0.0
תחזית הנפקות	5.5
עודף פדיון	-5.5

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 5903	-0.89	-1.0	-1.1
בינוני 923	-0.71	-0.8	-0.8
ארוך 527	-0.25	-0.3	-0.2

שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 121	0.34	0.35	0.4
בינוני 324	0.81	0.9	1.0
ארוך 928	1.51	1.6	1.7

US			
2y	1.77	1.8	2.0
5y	1.79	1.8	2.1
10y	2.05	2.1	2.2

* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

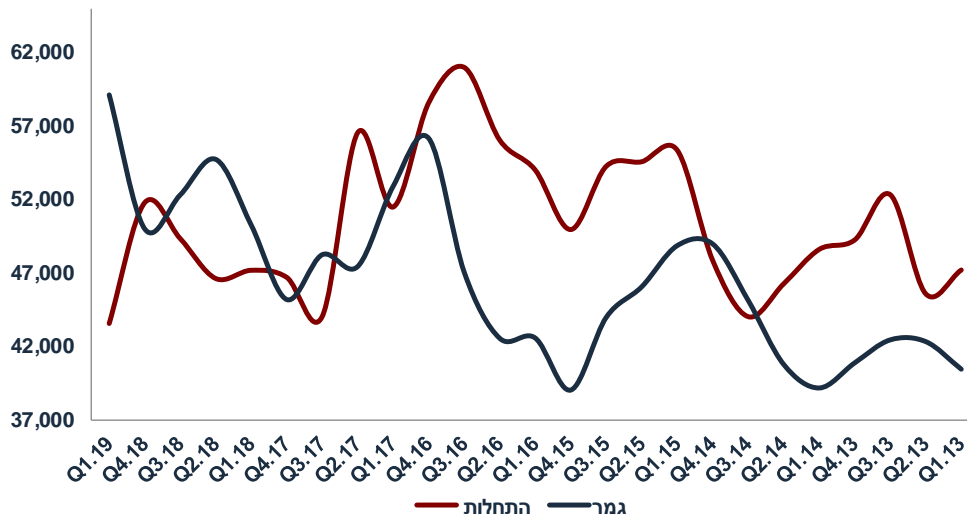
מאקרו ישראל

עלייה חדה בגמר הבנייה ברבעון א' תומכת בהתמתנות במחירי השכירות

מספר הדירות המוגמרות עלה ברבעון א' ב- 18.2% לעומת הרבעון הקודם (מנוכה עונתיות) והגיע לקצב של 59.2 אלף יחידות, קצב מהיר ומעל הביקוש השוטף (של כ- 50-52 אלף). גידול מהיר בהיצע של מלאי הדירות תומך בהתמתנות בקצב עליית מחירי השכירות במשק, מרכיב חשוב במדד המחירים לצרכן (25%).

מנגד, מסתמנת ירידה בהתחלות הבנייה לקצב שנתי של 43.6 אלף יחידות לאחר 48.6 אלף בכל 2018. מדובר בקצב נמוך ברבעון א' אך חשוב לזכור שבסופו של דבר, הנתון הראשוני נוטה להתעדכן כעבור שנה בכמעט 10%, כך שהנתון הסופי לגבי רבעון א' כנראה יעמוד על כ- 48 אלף התחלות בנייה, היקף רק מעט נמוך מהביקוש השוטף.

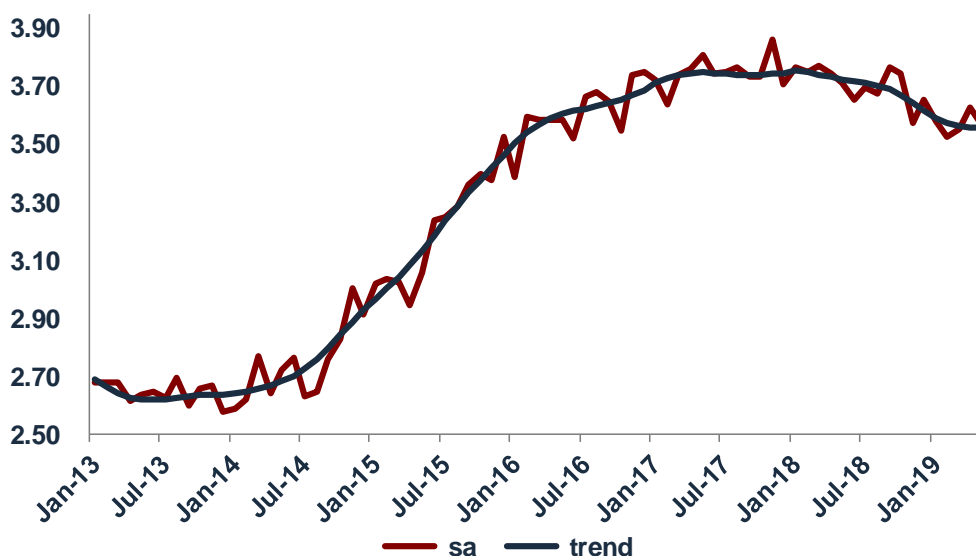
התחלות וגמר בניה בקצב שנתי



ירידה במספר המשרות הפנויות במאי

מספר המשרות הפנויות ירד בחודש מאי ב- 1.9%, ולמעשה מקזז את הגידול שחל באפריל. שיעור המשרות הפנויות מסך שוק העבודה התייצב על 3.56%, ירידה מ- 3.62% בתחילת השנה ו- 3.73% לפני שנה (נתוני מגמה). ירידה בביקוש לעובדים חדשים מהווה אינדיקטור חלקי להתמתנות בפעילות ברבעון ב'.

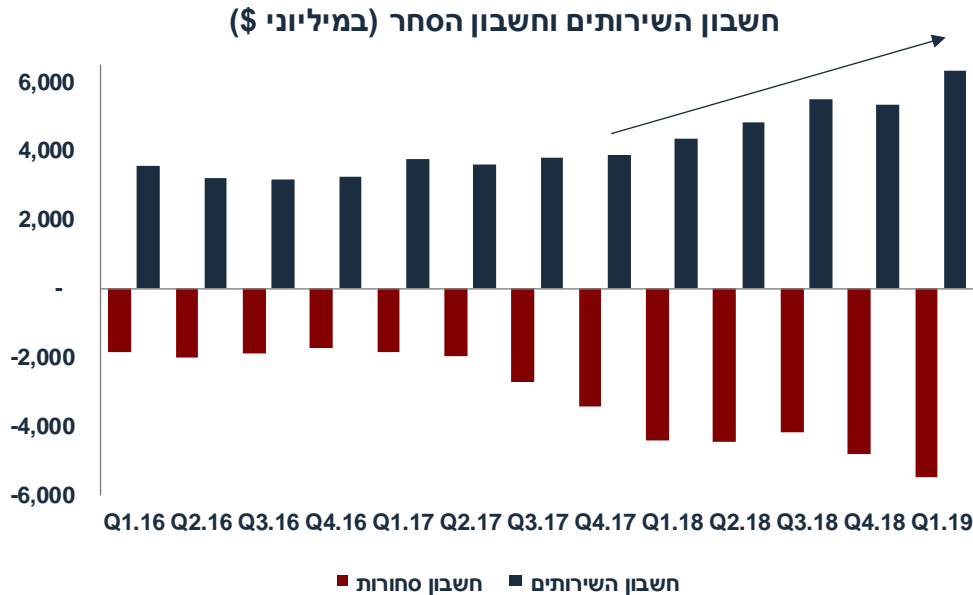
היחס של מספר משרות הפנויות לכוח העבודה



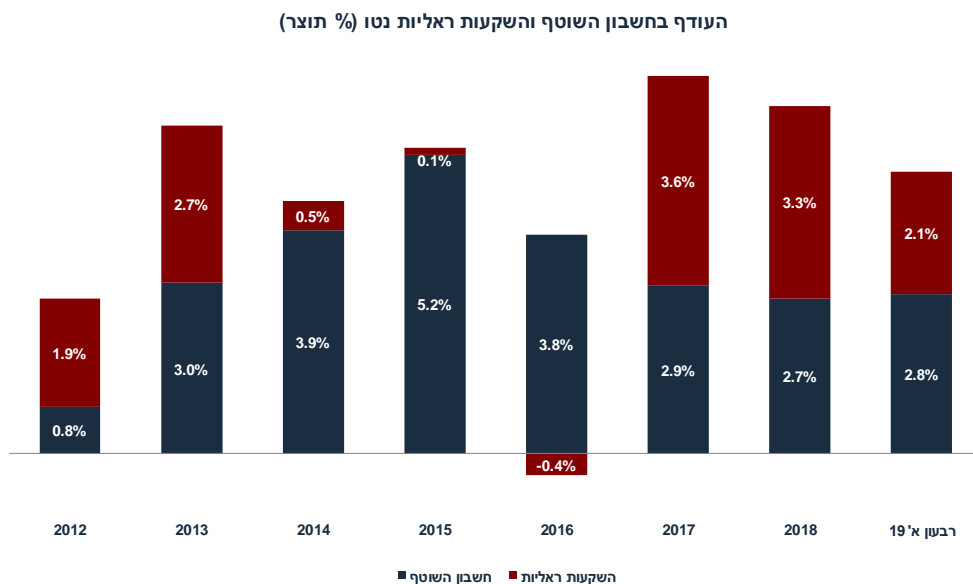
הכוחות הבסיסיים ממשיכים לתמוך בייסוף בשקל

מה ניתן ללמוד מנתוני מאזן התשלומים?

- < למרות הייסוף המתמשך בשקל זה מספר שנים, ישראל עדיין נהנית מעודף יחסית יציב בחשבון השוטף (במונחי תוצר). העודף בחשבון השוטף ברבעון א' הגיע ל 2.8% תוצר, לעומת 2.7% בשנת 2018 ו- 2.9% בשנת 2017.
- < יציבות זאת בעודף בחשבון השוטף נובעת מגידול מהיר בעודף בחשבון השירותים או יותר נכון: גידול חד בייצוא שירותים, סקטור אשר פחות רגיש לשער החליפין החזק (בעיקר שירותי היי טק). מגמה זאת קיזזה את הגידול בגירעון הסחר:



- < יצוא שירותים עלה ב- 16.8% מרבעון א' 18 עד רבעון א' 19, ועלה ב- 44% מתחילת 2016.
- < בנוסף, ישראל נהנית מהמשך גידול בהשקעות ראליות נטו אשר הסתכמו ב- 2.1 מיליארד דולר (2.2% תוצר) ברבעון א': תושבי חוץ השקיעו 4.2 מיליארד דולר בישראל וישראלים השקיעו 2.1 מיליארד דולר בחו"ל (השקעות ראליות, לא פיננסיות).



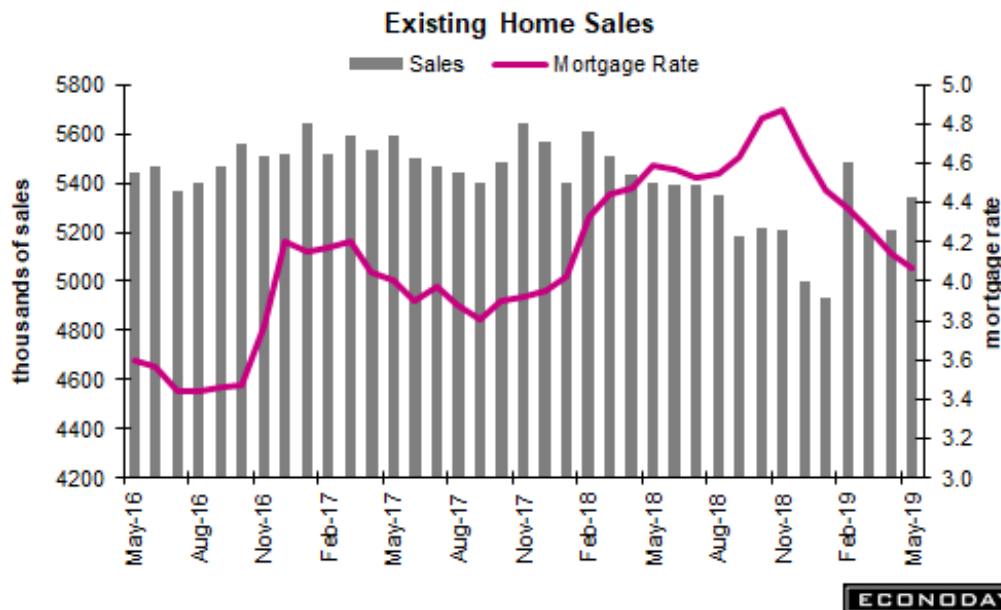
- < הגורמים הבסיסיים (העודף בחשבון השוטף והשקעות ראליות נטו) ממשיכים לתמוך בייסוף בשקל. נהוג להתרכז בשני הגורמים הללו בשל יציבותם היחסית על פני שנים. לעומת זאת, ההשקעות הפיננסיות נוטות להיות מאד תנדנדיות וקשות לחיזוי (בנוסף הנתונים הפיננסיים לא לוקחים בחשבון את הגידור).

- אם מסתכלים על מגזר הגופים המוסדיים (בו קיימים נתונים מלאים, כולל הפעילות בנגזרים), בינואר-אפריל מוסדיים מכרו מט"ח בהיקף של 5.0 מיליארד דולר, כלומר גם הם תמכו בייסוף בשקל.
- במבט קדימה, העודף בחשבון השוטף צפוי אף לגדול עם תחילת יצוא הגז של לווייתן וסיום ההשקעות בהקמת שדה הגז (ירידה ביבוא).
- מה עשוי (או עלול) לפעול לכיוון פיחות בשקל? פגיעה באמינות הפיסקאלית במידה וחוסר היציבות הפוליטית נמשכת ולא מאפשרת טיפול סביר בגרעון התקציבי העולה. או אולי ירידה חדה בשווקי המניות בחו"ל אשר תקשה לחברות ישראליות לגייס הון ומשקיעים.
- בשבוע הקרוב יתפרסמו בישראל:** היום: הייצור התעשייתי ופדיון בענפי המשק (אפריל), מחר: המדד המשולב של בנק ישראל (מאי), ונתוני כוח אדם (מאי). ביום רביעי: יצוא שירותים (אפריל). ביום חמישי: המכירות ברשתות השיווק (מאי).

מאקרו חו"ל

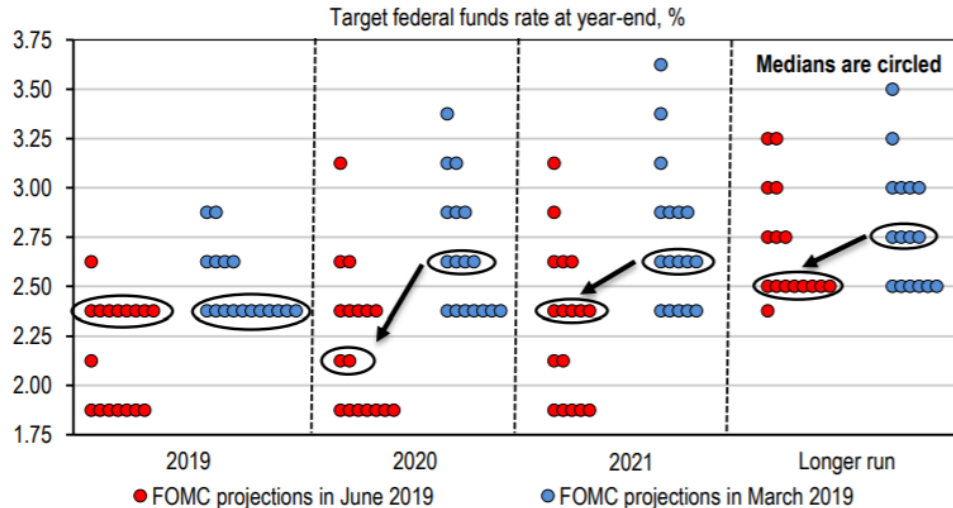
ארה"ב: התמתנות ברורה בתעשייה

- סקר empire state ירד ל-8.6 נקודות ביוני מ-17.8 נקודות במאי עם ירידה חדה ברכיב ההזמנות.
- גם סקר פילדלפיה ירד ל-0.3 נקודות ביוני מ-16.6 נקודות בחודש מאי.
- מדד ה-PMI (משולב תעשייה ושירותים) ירד ל-50.6 נקודות ביוני מ-50.9 במאי. מדד ה-PMI בתעשייה ירד ב-0.5 נקודות ל-50.1 נקודות ומצביע על קיפאון בפעילות בתעשייה.
- המכירות של בתים יד שנייה עלו ב-2.5% בחודש מאי, כנראה על רקע הירידה במחירי המשכנתאות.



נימה בהחלט "יונית" מהפד

בהודעת הריבית (אי שינוי כמובן) הפד שינה את הגישה "הסבלנית" והדגיש את "אי הוודאויות", התמתנות בלחצי האינפלציה, חולשה בסקרים העסקיים (בעיקר בתעשייה) ובהשקעות. שוק העבודה עדיין חזק (solid), ומסתמן שיפור בצריכה בפרטית ברבעון ב' (עקב עליית שכר ורמת תעסוקה גבוהה). הפד יעקוב אחרי הנתונים בחודשים הקרובים ויפעל "כדי לשמר את ההתרחבות בפעילות". בתחזית ה-Dots של חברי הפד, 7 חברים מצפים להורדת ריבית של 0.5% השנה, אחד מצפה להורדה של 0.25%, 8 מצפים לאי שינוי בריבית ואחד צופה העלאת ריבית של 0.25%. תחזית ריבית שיווי משקל ירדה ל-2.5% מ-2.8% בתחזית הקודמת. בהחלט מדובר בתחזית "יונית" (בממוצע). חברי הפד מצפים להורדת ריבית אחת ב-2020.



Source: Federal Reserve

ברור שההתפתחויות בנושא מלחמת הסחר (לכיוון הסלמה או לא?) ישפיעו מאד על מדיניותו של הפד. הפגישה בין טראמפ ו- Xi בסוף החודש מאד קריטית לשווקים.

בנוסף, קיימת חשיבות גדולה לנתונים השוטפים, בפרט נתוני התעסוקה. בשנים האחרונות, כל פעם שהגידול במספר המועסקים ירד אל מתחת ל- 100 אלף (כמו בחודש מאי- 75 אלף), היה תיקון כלפי מעלה בחודש הבא. סביר יותר לצפות להורדת ריבית בחודש ספטמבר, זאת במידה ותוחרף מלחמת הסחר.

נדמה שהפד מאד מושפע מהציפיות להורדת ריבית בשווקים ולא רצה לאכזב. אם המנדט של הפד הינו תעסוקה מלאה ואינפלציה סביב 2% לא נראה שיש הצדקה להורדת ריבית. שיעור האבטלה עומד על 3.6% וקצב אינפלציית הליבה – PCE עומד על 1.6% ו- 2% ב- CPI. חשוב לציין שלמרות ירידת תחזית הריבית של חברי הפד ב- Dots, לא חל שינוי כמעט בתחזית הצמיחה, אבטלה ואינפלציה בשנים הבאות.

בכל זאת, לפי הערכתנו, שוק האג"ח מתמחר תוואי הורדת ריבית אגרסיבי "מדי" (יחסית לתחזית חברי הפד), מה שמעלה את הסיכון בהארכת המח"מ.

שבוע הקרוב יתפרסמו הנתונים הבאים: בארה"ב: ביום שלישי: המכירות של בתים חדשים, ביום רביעי: ההזמנות של מוצרי בני קיימא, ביום שישי: ההכנסה הפנויה, הצריכה הפרטית ואינפלציית PCE (נתון מאד חשוב עבור הפד) לחודש מאי. באירופה: ביום שישי אומדן למדד מחירים לצרכן (ביוני)

זום אין: מה מסביר את העלייה בסביבת האינפלציה בישראל

בחודש מאי 2019 האינפלציה ב- 12 החודשים האחרונים עלתה ב- 1.5%. לעומת זאת, במאי 2018 האינפלציה (ב- 12 החודשים האחרונים) עלתה ב- 0.5% בלבד. מה גרם להאצה באינפלציה?

ראשית כל, נכון יותר לנתח את אינפלציית הליבה (המדד ללא סעיפי האנרגיה, פירות וירקות והתערבות ממשלתית) אינפלציית הליבה עלתה ב- 1.0% y/y במאי 2019 לעומת עלייה של 0.7% במאי 2018. (מחירי הפירות והירקות עלו ב- 11.4% y/y במאי 19 לעומת ירידה של 1.1% במאי 18).

הלמ"ס מציגה את האינפלציה לפי ענפי המשק. הסתכלות זו מראה שמחירי התוצרת התעשייתית (34% מסל הצריכה) עלו ב- 0.4% ב- 12 החודשים האחרונים, לעומת ירידה של 1.3% y/y במאי 18.

מחירי המזון עלו ב- 1.8% y/y במאי 19 לעומת ירידה של 0.2% y/y במאי 2018. מדובר בתוספת תרומה של 0.28%. עלייה חדה במחירי המזון נובעת משילוב של עלייה בשכר בענפי הסיטונאי/קמעונאי (גם כתוצאה מעלייה חדה בשכר המינימום), וגם מעלייה של 10% במחירי הסחורות החקלאיות מתחילת השנה:

עליית מחירי הסחורות החקלאיות מתחילת השנה (100=1.19)

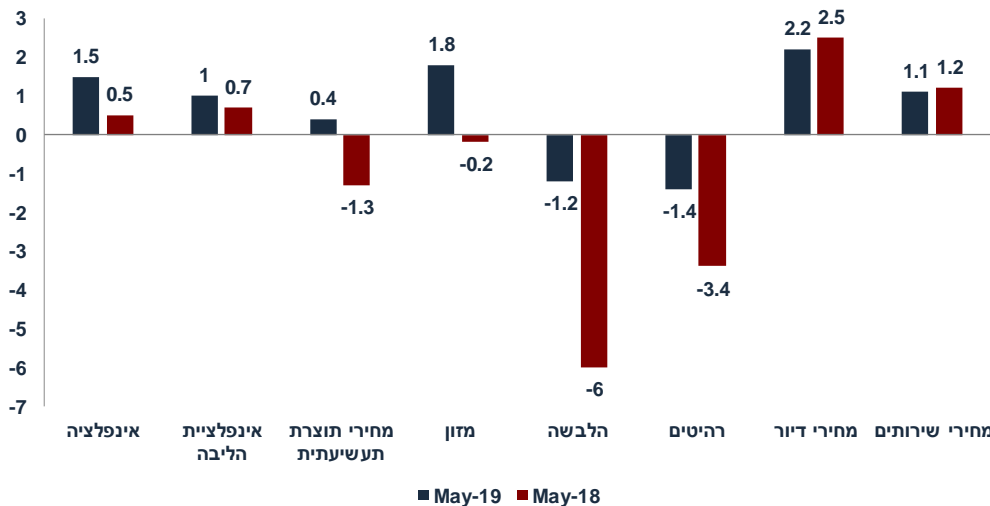


בשני סעיפים מסתמנת ירידה מתונה בלבד במחירים שנה אחורה, לעומת ירידות חדות לפני שנה: הלבשה והנעלה וריהוט וציוד לבית (ראה גרף). יתכן שהפיחות בשקל במהלך שנת 2018 מסביר חלק מהפער. אם כן, הייסוף בשקל של כמעט 5% מצטבר (מול הסל) מתחילת שנת 2019 צפוי למתן את האינפלציה בחודשים הקרובים.

מנגד

מחירי הדיור (הסעיף הראשי) עלה ב- 2.2% במאי השנה לעומת 2.5% במאי 18, או תוספת תרומה שלילית של 0.08%. מחירי השירותים האחרים (לא כולל מסים וביטוח) התמתנו מעט במאי 19 ועלו ב- 1.1% y/y במקום 1.2% במאי 18. המשקל במדד של קבוצה זו עומד על 22.1%.

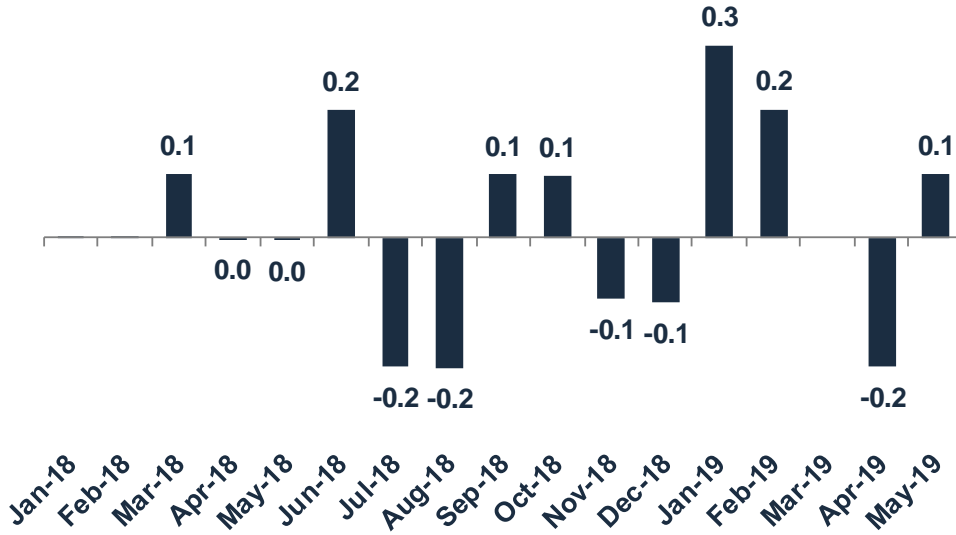
עליית המחירים של סעיפי המדד בולטים (12 חודשים אחורה)



הסטיות בין האינפלציה החזויה ובין האינפלציה בפועל היו מאוזנות בשנת 2018: ארבעה חודשים ללא סטייה, ארבעה עם סטייה כלפי מעלה וארבעה עם סטייה כלפי מטה. מתחילת השנה הסטיות היו בדרך כלל כלפי מעלה (שלושה מתוך חמישה חודשים). מחירי תוצרת תעשייתית (ומחירי מזון בפרט) הפתיעו כלפי מעלה, זאת למרות הייסוף בשקל מתחילת השנה. מוקדם מדי להסיק מסקנה לגבי "עלייה

חדה בסביבת האינפלציה", אך בהחלט מדובר בסביבת אינפלציה גבוהה יותר יחסית לשנה שעברה, זאת על רקע עליית השכר במשק ומדיניות פискаלית ומונטארית מרחיבה.

הסטייה בין המדד בפועל ובין המדד החזוי



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 ייעוץ 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 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 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.