

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי
הון

שמירה על תוואי העלאת ריבית הפד הביאה לירידת תשואות

נקודות עיקריות

התשואות הארוכות בארה"ב עלו לקראת החלטת הריבית ביום רביעי בציפייה לאפשרות להודעה "ניצית" עם עלייה בתחזית ריבית הפד. שמירה על תוואי העלאת הריבית בדומה לתחזית הקודמת (דצ' 16), כולל עוד שתי העלאות ריבית השנה ועלייה הדרגתית בריבית ל-3% ב-2019, הביאו לרגיעה בשוק האג"ח ולירדת תשואות, היחלשות בדולר ועליות בשוקי המניות. השווקים גם שאבו עידוד מתוצאות הבחירות בהולנד. הבנקים המרכזיים ביפן ואנגליה השאירו את הריבית ללא שינוי (למרות שבאנגליה חבר וועדה אחד הצביע בעד העלאת ריבית). הבנק המרכזי של סין העלה את הריבית במטרה לבלום תנועות הון לחו"ל. **בשבוע הקרוב: בארה"ב צפוי שבוע רגוע יחסית מבחינת נתונים כלכליים.** מספרי המכירות של דירות יד שניה (ביום רביעי) ודירות חדשות (יום חמישי) יהיו אינדיקטור עד כמה ההתייקרות במחירי המשכנתאות השפיעו על הביקוש. **בישראל** יתפרסמו נתוני ייצור תעשייתי ופדיון בענפי המשק ביום שלישי, המדד המשולב ביום רביעי ונתוני תעסוקה ביום חמישי. חשוב יהיה לראות אם ההתמתנות בגידול במספר המועסקים נמשכת גם בפברואר.

מאקרו ישראל

- מסתמנת ירידה במספר המשרות הפנויות, אינדיקטור להתמתנות בפעילות.
- מדד פברואר היה גבוה מההערכות המוקדמות אך אינפלציית הליבה נותרה נמוכה.
- גם מחירי השכירות וגם מחירי רכישת דירה חזרו לעלות בחודש האחרון.
- בחודש ינואר זרים השקיעו נטו \$370 מיליון בנכסים פיננסיים בישראל, ועוד \$520 מיליון בהשקעות ריאליות, כניסת הון אשר תרמה לייסוף.
- מדד מנהלי הרכש נותר על רמה גבוהה בפברואר (61.2) ומשקף התרחבות.

מאקרו גלובלי

- בפברואר אינפלציית הליבה בארה"ב התמתנה ל-2.2% y/y מ-2.3% לפני חודש.
- המסחר הקמעונאי (ללא רכבים ודלק) עלה ב-0.2% בפברואר לאחר 1.1% בינואר.
- מדדי הציפיות האזוריים בתעשייה ממשיכים להצביע על האצה בפעילות בתעשייה.
- באירופה האינפלציה עלתה ל-2.0% y/y אך אינפלציית הליבה נותרה יציבה על 0.9%, זה החודש השלישי ברציפות.
- רכיב הציפיות במדד האמון העסקי בגרמניה (ZEW) עלה ב-2.4 נקודות במרץ.

שוק האג"ח

- שוק האג"ח בארה"ב שאב עידוד מאי שינוי בתחזית המאקרו (והריבית) של חברי הפד, כולל עוד שתי העלאות ריבית השנה והתייצבות על ריבית של 3% ב-2019.
- לאחר הודעת ריבית הפד התשואות הארוכות ירדו ביום רביעי בצורה חדה.
- ירידה חדה יותר באג"ח הישראלי הארוך (שחר 327) בשבוע האחרון הביאה לפער שלילי של -0.16% מול ארה"ב.
- פער זה עשוי להמשיך להתרחב ומקנה אטרקטיביות באפיקים הארוכים.

זום אין

למרות ההתמתנות, היקף הביקוש לרכישת דירות נותר גבוה

- לאחרונה פורסמו ידיעות רבות לגבי ירידה חדה בביקוש לרכישת דירות.
- בפועל, בתחילת 2017 מסתמנת ירידה מתונה בלבד בביקוש לדירות ועדיין מדובר ברמה היסטורית גבוהה של מכירות ולקחת משכנתאות.
- מחירי הדירות לפי סקר הלמ"ס מצביעים על קיפאון במחירים בחודשיים האחרונים, זאת בהשפעת הדיור במסגרת "המחיר למשתכן".

| ריבית | | |
|---------------------------------|-------|--------|
| נוכחית | 0.10% | |
| סוף 2017 | 0.10% | |
| בעוד שנה | 0.10% | |
| אינפלציה | | |
| 12 ח' אחרונים | 0.4% | |
| 3 ח' קרובים | 0.3% | |
| 12 ח' קרובים | 0.0% | |
| 2017 | 0.4% | |
| שע"ח | דולר | אירו |
| השקל | 3.63 | 3.9095 |
| שינוי שבועי | -1.3% | 0.7% |
| YTD | -5.2% | -2.9% |
| 3 ח' קרובים | 3.60 | 3.85 |
| שנה קדימה | 3.57 | 3.81 |
| אג"ח סחירות | | מרץ |
| פדיון | | 1.3 |
| תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות) | | 4.5 |
| עודף פדיון | | -3.2 |

עקום התשואות

| צמוד | נוכחי | ט"ק* | ט"ב* |
|-------------|-------|------|------|
| קצר 1019 | -0.09 | -0.1 | -0.3 |
| בינוני 5903 | 0.06 | 0.1 | -0.2 |
| ארוך 1025 | 0.67 | 0.7 | 0.5 |
| שקלי | נוכחי | ט"ק* | ט"ב* |
| קצר 219 | 0.35 | 0.35 | 0.4 |
| בינוני 421 | 0.91 | 0.9 | 0.9 |
| ארוך 327 | 2.24 | 2.2 | 2.0 |
| US | | | |
| 2y | 1.31 | 1.3 | 1.3 |
| 5y | 2.02 | 2.0 | 1.9 |
| 10y | 2.50 | 2.5 | 2.4 |

* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 2 חודשים קודם

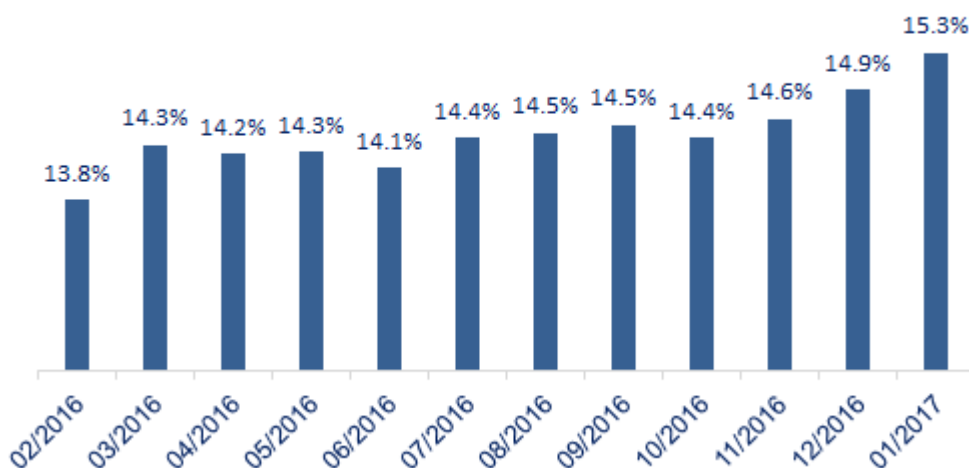
אנו צופים אינפלציה אפסית שנה קדימה

המשך ייסוף, הורדת מע"מ, והתמתנות בצריכה הפרטית יתרמו לאינפלציה נמוכה

✓ **נחות המאקרו ימשיכו לתמוך בייסוף בשקל.** עודף בחשבון השוטף והשקעות ריאליות נטו ימשיכו לתמוך בייסוף. בחודש ינואר תושבי חו"ל חזרו להשקיע בשוק האג"ח הישראלי (290 מיליון דולר רכישות נטו, כולל במק"מ) לאחר מכירות נטו בנובמבר-דצמבר. נרכשו גם 90 מיליון דולר במניות בישראל על ידי זרים, לאחר רבעון ד' בו זרים מכרו 780 מיליון דולר. לעומת זאת, ישראלים רכשו 210 מיליון דולר נטו בהשקעות פיננסיות בחו"ל.

חשוב להדגיש שהייסוף נמשך למרות הגדלת החשיפה למט"ח על ידי גופים מוסדיים ישראלים ל-15.3% מסך הנכסים בחודש ינואר מ-14.9% בדצמבר. גופים מוסדיים הגדילו את החשיפה למט"ח למרות ירידה קלה בחשיפה לנכסים בחו"ל ל-23.6% בינואר מ-23.7% בדצמבר. המסקנה: גם המשך העלאת ריבית על ידי הפד לא בהכרח תבלום את מגמת הייסוף השנה.

החשיפה למט"ח על ידי גופים מוסדיים



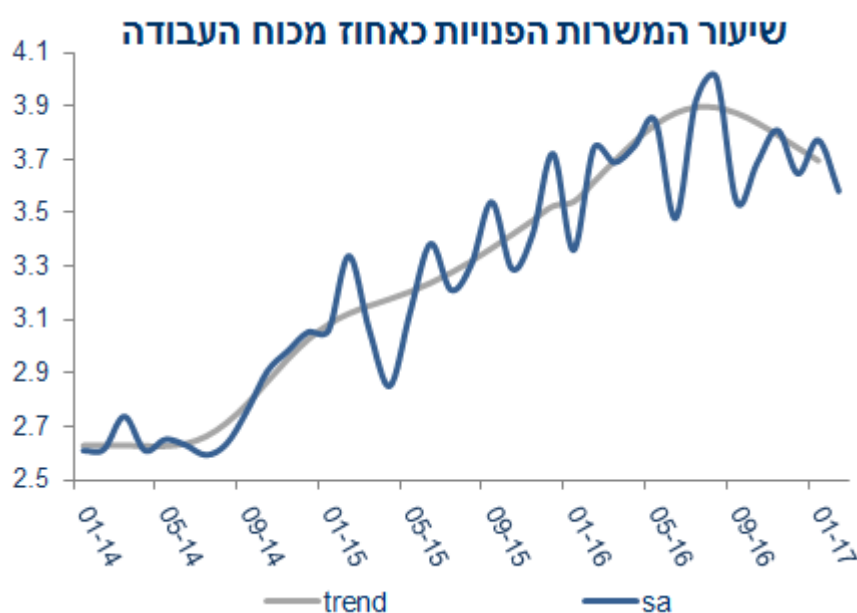
✓ רוב הייסוף מתחילת השנה של 4.3% מול סל המטבעות, עדיין לא בא לידי ביטוי במדדי ינואר-פברואר. מדובר בהשפעה ממתנת אינפלציה במבט קדימה.

השינוי המצטבר בשע"ח של השקל מול הסל ב-2017



הייסוף לא בא לידי ביטוי במדדי ינואר-פברואר

- ✓ **המע"מ צפוי לרדת** ב- 0.5%-1.0% בחודשים הקרובים. הנחנו הורדה של 0.5% בחודש אפריל (אבל תתכן תחייה מסוימת) עם תרומה של -0.15% בחודשים הבאים.
- ✓ **מחירי הנפט חזרו לרדת**. מחירי הדלקים צפויים לרדת ב- 3.5% בראשית אפריל. במבט קדימה הנחנו עלייה מתונה ל- \$54 (brent) בסוף 2017 (כעת 51.7 דולר).
- ✓ **אין סימנים של ממש לגבי לחצי שכר במרבית ענפי המשק**. השכר בסקטור העסקי עלה ב- 2.5% ב-12 החודשים האחרונים. סך תשלומי השכר במשק נמצאים בהתמתנות.
- ✓ **גם הביקוש לעובדים מתמתן**. בחודש פברואר מספר המשרות הפנויות בסקטור העסקי ירד ב- 4.7% לעומת ינואר ל- 94.9 אלף משרות (נתונים מנוכה עונתיות). שיעור המשרות הפנויות מסך כוח העבודה ירד ל- 3.58% מ- 3.77% בינואר ו- 3.74% לפני שנה. התמתנות בביקוש לעובדים מהווה אינדיקטור חלקי להתמתנות מסוימת בפעילות הכלכלית, זאת בנוסף לנתונים המעידים על התמתנות בקליטת עובדים חדשים.



- ✓ **הגברת התחרותיות נמשכת**, בפרט במחירי נסיעות לחו"ל. רפורמת הקורנפלקס תפעל בהדרגה למתן את מחירי המזון.
- ✓ **מחירי המים צפויים לרדת** ב- 6% ברבעון ב'.
- ✓ **העלינו את תחזית העלייה במחירי הדיור ל- 1.9%** (מ- 1.6% בתחזית הקודמת), לאור המגמה בחודשים האחרונים וציפייה לירידה בהיצע של דירות לשכירות עם יישום המיסוי על בעלי שלוש דירות.

התעשייה הישראלית עדיין מאד אופטימית

מדד מנהלי הרכש של בנק הפועלים ירד ב- 1.4 נקודות לרמה של 61.2, אשר נחשבת עדיין רמה גבוהה. מסתמנת ירידה חדה ברכיב ההזמנות לשוק המקומי (ב- 11.5 נקודות) וירידה מתונה בהזמנות ליצוא. עדיין מדובר בהתרחבות בתעשייה הישראלית, אם כי בקצב מתון יותר מאשר בסוף 2016.



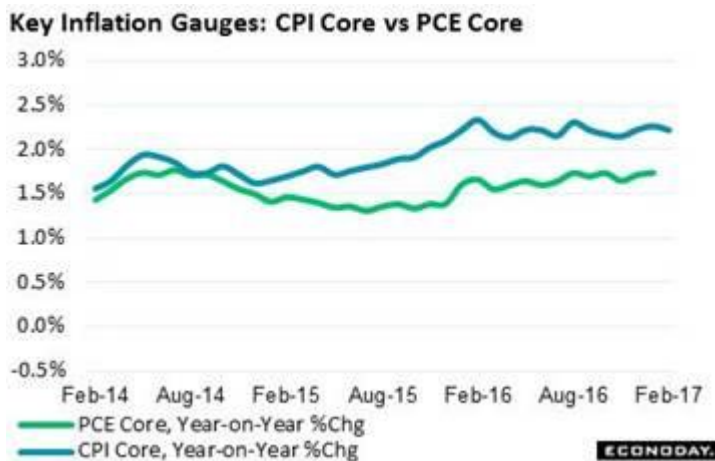
התרחבות
בתעשייה
הישראלית בקצב
מתון יותר מאשר
בסוף 2016

מאקרו גלובלי

ארה"ב: אין האצה באינפלציית הליבה

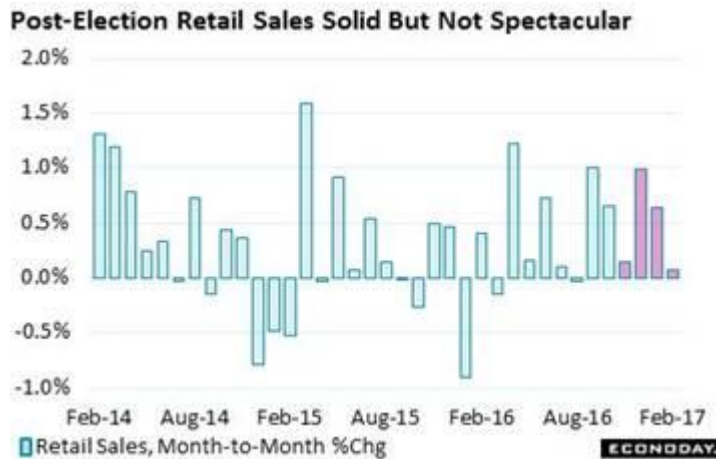
נתונים חיוביים:

✓ אינפלציית הליבה ירדה ל- 2.2% y/y מ- 2.3% לפני חודש. סך האינפלציה עלתה ל- 2.7%. מחירי הדיור עלו ב- 3.2%. שני מדדי אינפלציית הליבה לא ממש מצביעים על האצה: CPI (2.2%) ו- PCE (1.7%). ילן אופטימית שאינפלציית הליבה (PCE) תעלה לכיוון 2% ותתייצב שם.



✓ המסחר הקמעונאי (ללא מכוניות ודלק) עלה ב- 0.2% בפברואר לאחר עליה של 1.1% בינואר, כמוצג בתרשים שבעמוד הבא.

המסחר
הקמעונאי יציב



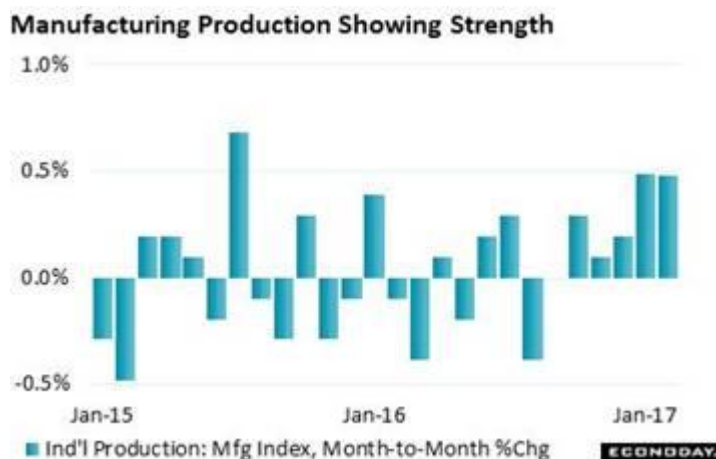
✓ התעשייה האמריקאית ממשיכה להיות אופטימית. סקר empire state הגיע ל- 16.4 נקודות במרץ עם עלייה של 8 נקודות ברכיב ההזמנות החדשות ל- 21.3.



✓ מספר דורשי העבודה ירד ל- 241 אלף איש בשבוע האחרון מ- 243 אלף לפני שבוע. בהסתכלות על הממוצע של ארבעת השבועות האחרונים חלה ירידה של כמעט עשרת אלפים איש, מה שמאותת על נתון תעסוקה חיובי בחודש מרץ.

✓ מספר התחלות הבניה עלה ב- 3.0% בחודש פברואר אך מספר אישורי הבניה ירד ב- 6.2%.

✓ הייצור התעשייתי עלה ב- 0.5% בפברואר, לאחר גידול של 0.5% בינואר.



✓ מדד האמון הצרכני עלה ל- 97.6 נקודות במרץ (בשבועיים ראשונים) לעומת 96.3 נקודות בפברואר. למרות האופטימיות בקרב משקי הבית, אין בהכרח קשר מובהק עם הצריכה הפרטית, כפי שציינה הנגידה ילן.



✓ מדד האינדיקטורים המובילים עלה ב- 0.6% בפברואר (לאחר עליה דומה בינואר) על רקע שיפור באופטימיות של משקי הבית, עלייה בהזמנות, ירידה במספר דורשי העבודה ועלייה בשוקי המניות.

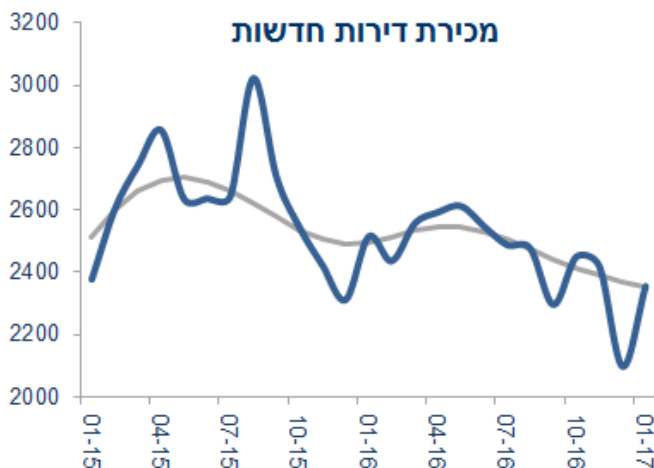
הפד לא הפתיע עם העלאת הריבית ב-0.25% ביום רביעי. שוק האג"ח שאב עידוד מאי שינוי בתוואי העלאת הריבית עד לשנת 2019 (3% בסוף 2019), למרות ש-14 חברי הפד רואים כעת שלוש העלאות ריבית השנה (מ-11 חברים בדצמבר).

כמעט ולא היו שינויים בתחזיות האינפלציה, האבטלה והצמיחה. למרות העלאת הריבית, המסר של ילן היה די "יוני". ילן רואה כעת יציבות באינפלציית הליבה סביב 1.7% (PCE) כאשר עליית השכר לא עולה בקצב מהיר. ילן רמזה שהפד יהיה מוכן לסבול עלייה בסביבת האינפלציה מעל 2% לתקופה מסוימת.

זום אין: למרות התמתנות בביקוש לדיור הרמה עדיין גבוהה

במהלך שנת 2016 הביקוש לרכישת דירות הלך ופחת בהדרגה, על רקע ההתייקרות במחירי המשכנתאות והמתנה של זוגות צעירים לפתרון במסגרת תכנית "מחיר למשתכן". הנתונים האחרונים של הלמ"ס מצביעים על 2,355 יחידות דיור חדשות שנמכרו בחודש ינואר, עלייה מ-2,097 אלף בחודש דצמבר. נתוני המגמה מצביעים על ירידה איטית בביקוש לדירות חדשות בשיעור של 5.8% במשך השנה האחרונה.

**מסתמנת ירידה
מאד מתונה
בביקוש לדירות**



היקף הביקוש עדיין נותר גבוה יחסית. נשווה את הקצב השנתי של מספר המכירות בינואר (28.3 אלף יחידות) לקצב בשנים קודמות:

מספר דירות חדשות שנמכרו (באלפים)



ניתן לראות שהיקף הביקוש בחודש ינואר 2017 (במונחים שנתיים) עדיין גבוה ביחס לשנים הקודמות. כעת נסתכל גם על היקף לקיחת משכנתאות בינואר יחסית לשנים קודמות. ניתן לראות שהיקף לקיחת המשכנתאות בחודש ינואר (4.4 מיליארד ₪) עדיין נמצא על רמה גבוהה בהשוואה לשנים הקודמות. כנראה שגם בפברואר היקף המשכנתאות היה דומה לזה של ינואר.

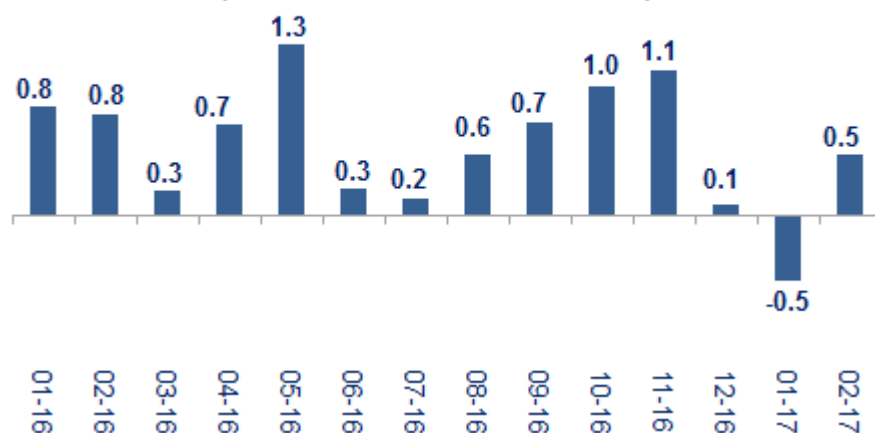
היקף המשכנתאות החדשות (במיליארדי ש"ח)



במילים אחרות, אין האטה של ממש בביקוש לדירות. ביקוש יחסית מוגבר מסביר מדוע אין עדיין סימנים לירידה במחירי הדירות לרכישה. מחירי הדירות לרכישה (לפי סקר הדיור) ממשיכים לעלות, אולם בקצב מתמתן של 6.3% ב-12 החודשים האחרונים לעומת קצב של 6.6% לפני חודש. בסקר האחרון, מחירי הדיור עלו ב-0.5% לאחר ירידה של 0.5% בסקר הקודם (עודכן מ-1.2% בפרסום לפני חודש). מדובר בקיפאון במחירי הדיור בשלושת החודשים האחרונים (כולל ההשפעה הממתנת של מדידת דירות במסגרת "מחיר למשתכן").

שיעור שינוי חודשי במחירי הבעלות (לפי מחירי רכישות בפועל)

מחירי הדירות
עלו ב- 0.5%
בסקר האחרון



העדר אלטרנטיבה "בטוחה" (בריבית בסיסית של 0.1%) תמשיך לתמוך בביקוש מוגבר לדירות, אך עלייה במחירי המשכנתאות, גידול בהתחלות הבנייה, והכבדת המיסוי עשויים להביא למצב של קיפאון מחירים או עלייה מתונה מאד בשוק הדיור השנה.

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 מיעוץ 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.