

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי
הון

למרות העלייה בשיעור האבטלה, עדיין המשק נמצא קרוב תעסוקה מלאה

נקודות עיקריות

בשבוע האחרון לא היו שינויים מהותיים בשוק ההון, לרבות בשוקי המניות והאג"ח, בשל מיעוט הנתונים שהתפרסמו. עיקר תשומת הלב הופנתה שוב לירידת מחירי הנפט אשר הובילו לירידה נוספת בציפיות האינפלציה בעולם. באירופה דראגי אמר שההרחבה הכמותית תימשך עקב ההתמתנות באינפלציה, למרות השיפור בצמיחה וירידה באבטלה. **בשבוע הקרוב: בארה"ב** יתפרסמו מחר ההזמנות של מוצרי בני קיימא וביום שישי נתונים חשובים במיוחד: ההכנסה האישית, הצריכה הפרטית ואינפלציית PCE לחודש מאי. בנוסף, באירופה יתפרסמו גם נתוני האינפלציה לחודש יוני (אומדן ראשוני). בישראל, יתפרסמו השבוע נתונים המעידים על חוזקה של הצריכה הפרטית כולל: מכירות ברשתות השיווק מחר וביום חמישי הרכישות בכרטיסי האשראי. היום יתפרסם המדד המשולב.

מאקרו ישראל

- ✓ למרות הירידה החדה בהתחלות הבנייה, צפוי בהמשך תיקון מסוים כלפי מעלה.
- ✓ יחד עם זאת, קבלנים נזהרים מהרחבת הפעילות, זאת לאור הירידה בביקוש והכבדת המיסוי.
- ✓ נתוני ייצור תעשייתי מצביעים על המשך התרחבות, בפרט בענפי הטכנולוגיה העלית.
- ✓ סך הפדיון (הריאלי) בענפי המשק התרחב בקצב שנתי של 5.2% בפבר-אפריל.
- ✓ רמת ייצוא השירותים עלתה ב- 8% בינואר-אפריל לעומת הרמה בשנת 2016.
- ✓ שיעור האבטלה עלה ל- 3.9% (גילאים 25-64), אך עדיין קרוב לתעסוקה מלאה.

מאקרו גלובלי

- ✓ ארה"ב: המכירות של בתים יד שניה עלו ב- 1.1% במאי והמכירות של בתים חדשים עלו ב- 2.9%. מסתמנת המשך עליה במחירי הבתים.
- ✓ אירופה: מדד מנהלי הרכש PMI (משולב) ירד ל- 55.7 נקודות ביוני מ- 56.8 במאי. רכיב השירותים ירד ב- 1.6 נקודות ורכיב התעשייה עלה ב- 0.3%.
- ✓ ביפן: ייצוא הסחורות עלה ב- 14.9% y/y והיבוא עלה ב- 17.8% (עד חודש מאי).
- ✓ מחירי הנפט המשיכו לרדת בשבוע האחרון (-3.7%) ל- 43.0 דולר לחבית (WTI).

שוק האג"ח

- ✓ עקום התשואות ממשיך להשתטח על רקע מדיניות "הניצית" של הפד מחד, נתונים מעט חלשים וירידה באינפלציה מאידך.
- ✓ בשבוע האחרון חלה ירידה בציפיות האינפלציה בשוק ההון בישראל, בכל הטווחים.
- ✓ תופעה זו נובעת ממגמת ההתמתנות באינפלציה בעולם, וירידה במחירי הנפט.
- ✓ הירידה בציפיות האינפלציה מעלה את האטרקטיביות של הצמודים הארוכים.
- ✓ יחד עם זאת, קשה לצפות לעלייה בציפיות האינפלציה כל עוד מחירי הנפט יורדים.
- ✓ בנוסף, אנו נמצאים ברף הנמוך של תחזית האינפלציה לחודש יוני: -0.2%.
- ✓ לכן, בשבוע הקרוב נדמה שעדיין קיימת עדיפות מסוימת לאפיקים השקליים.

זום אין

שוודיה מתקשה להעלות את הריבית

- ✓ למרות עלייה בסביבת האינפלציה בשוודיה ל-1.9%, הריבית עדיין -0.5%.
- ✓ הבנק המרכזי טוען שאינפלציית הליבה נמוכה יותר.
- ✓ קיים חשש שהעלאת הריבית בשוודיה לפני ה- ECB תביא לייסוף בקרוונה.
- ✓ חשש לייסוף במטבע עשוי לעכב העלאת ריבית גם בישראל.

ריבית		
נוכחית	0.10%	
סוף 2017	0.10%	
בעוד שנה	0.10%	
אינפלציה		
12 ח' אחרונים	0.8%	
3 ח' קרובים	-0.1%	
12 ח' קרובים	0.3%	
2017	0.5%	
שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.541	3.9565
שינוי שבועי	0.4%	0.4%
YTD	-7.9%	-2.2%
3 ח' קרובים	3.51	3.93
שנה קדימה	3.50	3.90
אג"ח סחירות		יוני
פדיון	0.0	0.0
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	4.0	4.0
עודף פדיון	-4.0	-4.0

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר	-0.11	-0.1	-0.3
1019			
בינוני	-0.02	0.0	-0.1
5903			
ארוך	0.56	0.5	0.45
1025			
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר	0.21	0.2	0.25
219			
בינוני	0.67	0.6	0.6
421			
ארוך	2.01	1.95	1.95
327			
US			
	1.34	1.34	1.4
2y			
	1.76	1.75	1.8
5y			
	2.14	2.1	2.15
10y			

* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

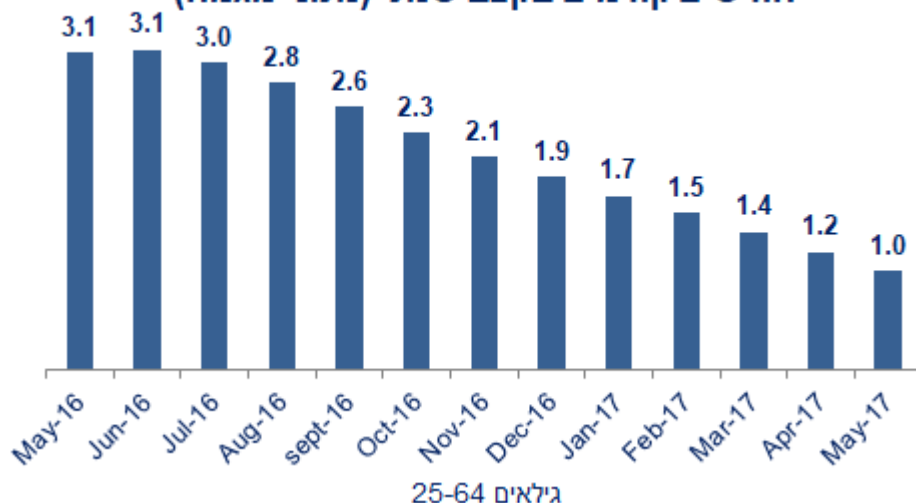
מסתמנת התמתנות בקליטת עובדים

עליה קלה בשיעור האבטלה, אך המשק עדיין קרובה לתעסוקה מלאה

בחודש מאי שיעור האבטלה עלה מעט ל- 4.5% לעומת 4.4% בחודש אפריל (ו-4.3% ברבעון א'). בחתך הגילאים החשוב של 25-64 שיעור האבטלה הגיע ל- 3.9% לעומת 3.8% בחודש אפריל. בהסתכלות על החודשים מרץ-מאי מסתמן גידול מתון יותר של 1.0% במספר המועסקים (בחישוב שנתי) לעומת 1.5% בשלושת החודשים הקודמים. שיעור ההשתתפות (בחתך גילאים 25-64) עלה מעט ל-80.1% במאי מ-80.0% באפריל.

סביר לצפות להתמתנות בקצב קליטת עובדים חדשים ככל שהמשק נמצא קרוב לתעסוקה מלאה. למרות העלייה המתונה בשיעור האבטלה, המשק עדיין נמצא במצב קרוב לתעסוקה מלאה, מצב אשר תומך בלחצי שכר במשק, ולכן גם בלחצי אינפלציה מתונים.

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



עליית שכר עסקי (6 חודשים בחישוב שנתי) מול שיעור האבטלה



מסתמנת התייצבות ביצוא שירותים על רמה גבוהה

בחודשים ינואר-אפריל, יצוא השירותים (הכולל) עלה ב-8% מעל הרמה הממוצע של 2016. בתקופה זו, יצוא השירותים למעט חברות הזנק עלה ב-6.5%, מתוכו שירותי תיירות עלו ב-10% ושירותים עסקיים עלו ב-6.1%. מכירות של חברות הזנק עלו ב-41%. יצוא שירותים מהווה קטר חשוב ומתפתח עבור המשק הישראלי (ומהווה כ-13% מסך התוצר), הכולל יצוא תכונה, מו"פ, שירותי מידע, שירותים פיננסיים, שירותים מקצועיים ועוד. **ביחס לתעשייה המסורתית הענפים הללו פחות רגישים למגמת הייסוף בשקל.**

יצוא שירותים**מהווה כ-13% מסך****התוצר****סימנים לצמיחה יציבה ברבעון ב', עם התמתנות קלה בצריכה הפרטית**

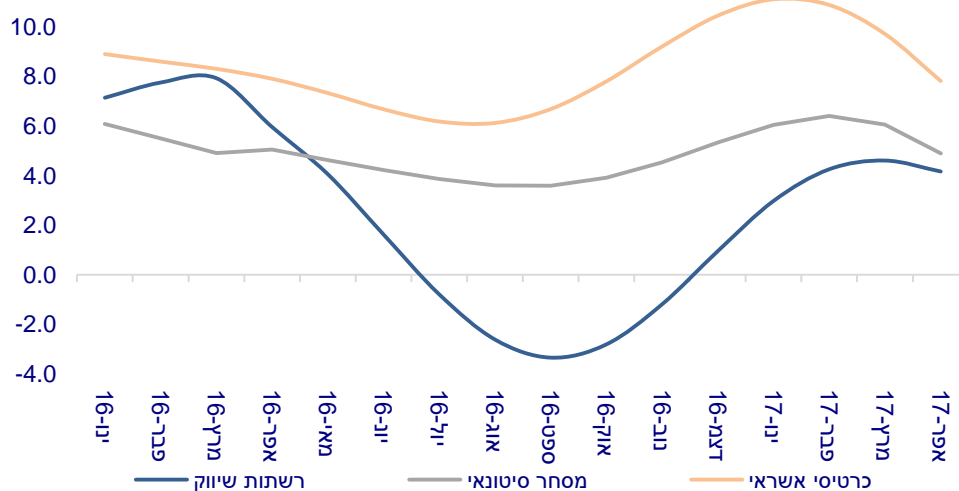
שורה של נתונים מצביעים על המשך התרחבות בפעילות הכלכלית ובצריכה בחודשים האחרונים:

נתוני ייצור ופדיון**מצביעים על צמיחה****יציבה**

✓ בחודשים פברואר-אפריל הייצור התעשייתי (למעט כרייה וחציבה) עלה ל-5.7% (בחישוב שנתי, נתוני מגמה) לאחר גידול של 7.4% בשלושת החודשים הקודמים.

✓ הפדיון בענפי המסחר הקמעונאי/סיטונאי עלה ב-4.9% בפברואר-אפריל, לאחר גידול של 6.1% בשלושת החודשים הקודמים. סך הכל הפדיון בענפי המשק בתקופה זו עלה ב-5.2% לאחר גידול של 5.1% בשלושת החודשים הקודמים, אינדיקטור להמשך צמיחה יציבה מתחילת השנה.

קצב הגידול השנתי של האינדיקטורים לשינוי בצריכה הפרטית M3/M3



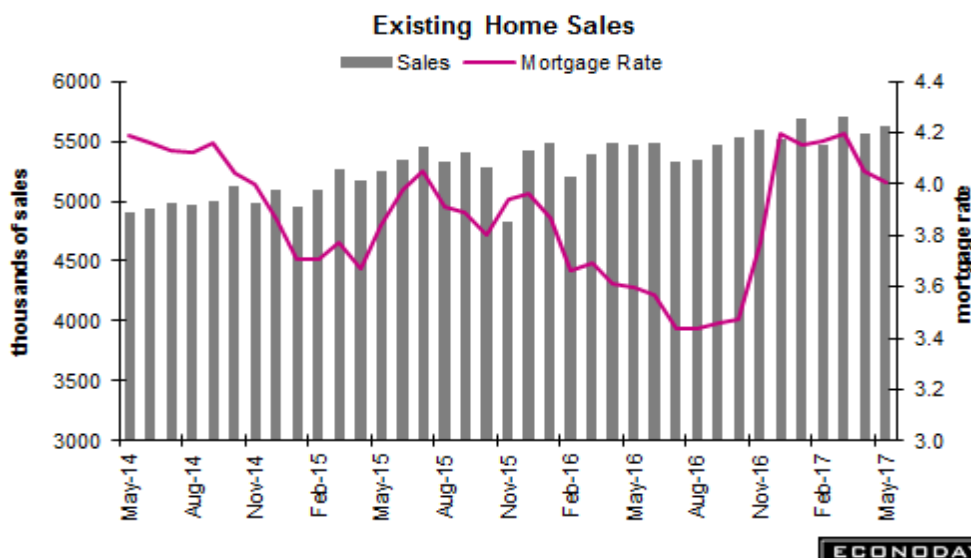
אנחנו מצפים לצמיחה של 3.5% ברבעון ב', עם המשך גידול בצריכה הפרטית, ביצוא שירותים ובהשקעות בבנייה למגורים. לעומת זאת, מסתמנת יציבות ביצוא סחורות. **ההתמתנות הקלה בצריכה הפרטית בחודשים פברואר-אפריל תומכת בהערכת האינפלציה הנמוכה שלנו - 0.3% בשנה הקרובה.**

ארה"ב: האצה בביקוש לרכישת בתים

נתונים חיוביים:

✓ מכירות דירות יד שניה עלו ב-1.1% בחודש מאי. מחיר הדירה החציוני שנמכר עלה ב-5.2% ב-12 החודשים האחרונים.

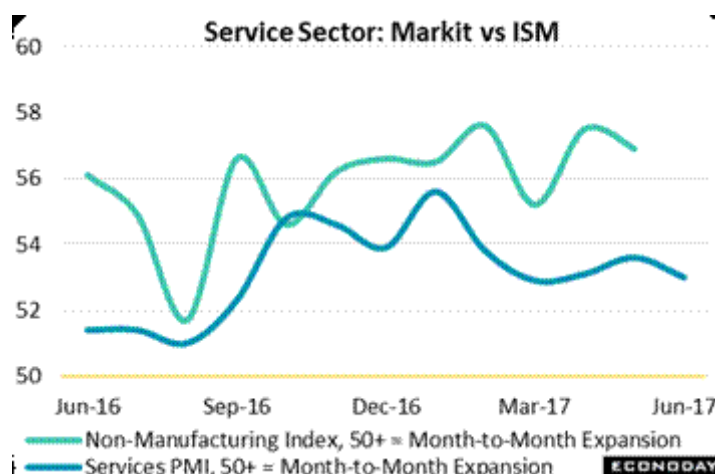
לאחר מספר שבועות של נתונים חלשים, מסתמנת האצה במכירת בתים



✓ מספר הבתים חדשים שנמכרו עלה ב-2.9% בחודש מאי. האומדן לחודש אפריל עודכן כלפי מעלה ב-4.2%. מחיר הדירה החציוני שנמכר עלה ב-11.8% ב-12 החודשים האחרונים.

נתונים חלשים:

✓ מדד מנהלי הרכש PMI בענפי השירותים ירד ל-53.0 נקודות בחודש יוני מ-53.9 נקודות בחודש מאי. יחד עם זאת, מסתמן גידול מהיר ברכיב ההזמנות. סקר ה-ISM בשירותים נראה אופטימי יותר.



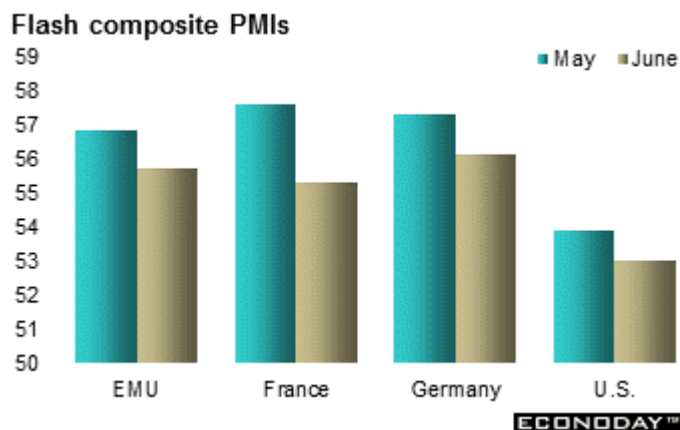
✓ מדד האינדיקטורים המובילים עלה ב-0.3% בחודש מאי וב-0.2% באפריל, שיעור גידול מתון ביחס לחודשים הקודמים.

בשבוע האחרון עקום התשואות בארה"ב השתטח, עם עליית תשואות בקצרים וירידה מועטה בתשואות הארוכות. למרות שהפד מאותת שהוא נחוש להעלות את הריבית, התמתנות באינפלציה, המשך ירידה במחירי הנפט ונתונים ריאליים מעורבים מעלים ספקות לגבי הפוטנציאל להמשך העלאת הריבית בשנה הקרובה.

אירופה

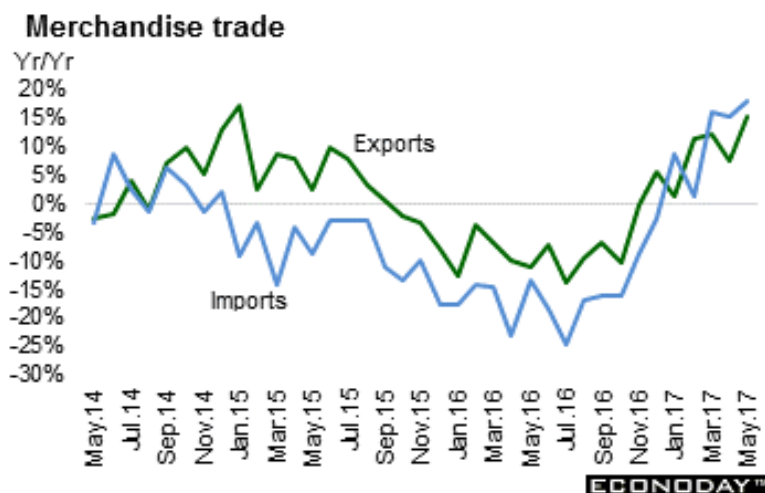
מדד מנהלי הרכש PMI (המשולב) ירד ל- 55.7 נקודות ביוני מ- 56.8 במאי. רכיב השירותים ירד ב- 1.6 נקודות לרמה של 54.7 נקודות ורכיב התעשייה עלה ב- 0.3% ו- 57.3 נקודות, הרמה הגבוהה ביותר זה 74 חודשים. למרות הירידה באופטימיות בסקטור השירותים, עדיין מדובר ברמת אופטימיות גבוהה המעידה על המשך התרחבות בפעילות באירופה.

רמת אופטימיות גבוהה בסקטור העסקי באירופה



יפן: האצה בסחר

ב- 12 החודשים האחרונים עד לחודש מאי, יצוא הסחורות מיפן עלה ב- 14.9% y/y (האצה מ- 7.5% באפריל) והיבוא עלה ב- 17.8% (מ- 15.2% באפריל). מסתמנת האצה ביצוא היפני בעיקר לסין (23.9% y/y) ולגוש היורו (19.8%).



זום אין: מדוע שוודיה מתמידה עם מדיניות מוניטרית כה מרחיבה?

בחודש אפריל האינפלציה בשוודיה הגיעה ל- 1.9% ב- 12 החודשים האחרונים (כעת 1.7% y/y במאי), קרוב ליעד המוצהר של הבנק המרכזי של 2%. יחד עם זאת, בהחלטת הריבית של סוף אפריל הריבית הבסיסית נותרה על שלילית, על -0.5%.



חשש מייסוף
מונע העלאת
ריבית

החלטה זו הייתה מעט תמוהה על רקע עדכון כלפי מעלה בתחזית הבנק המרכזי

- ✓ הצמיחה הגיעה ל- 3.3% בשנת 2016. הבנק המרכזי העלה את תחזית הצמיחה בשנת 2017 ל- 2.8% (מ- 2.5% בפברואר). ברבעון ד' 2016 הצמיחה הגיעה ל- 4.2%.
- ✓ שיעור האבטלה עומד על 6.7%, שיעור נמוך יחסית בהסתכלות היסטורית.
- ✓ מחירי הנדל"ן עלו ב-8% בשנת 2016 ו-10.6% בשנת 2015. החוב של משקי הבית מגיע ל- 180% מסך ההכנסה הפנויה, רמה גבוהה ביחס למרבית ממדינות ה-OECD.
- ✓ הבנק המרכזי טוען שהסכמי השכר (הארציים) היו מתונים יחסית ולכן יקשו על האצה באינפלציה.

FORECASTS FOR SWEDISH INFLATION, GDP, UNEMPLOYMENT AND THE REPO RATE*

	2015	2016	2017	2018	2019
CPI	0.0	1.0	1.6 (1.6)	2.1 (2.1)	2.9 (2.9)
CPIF	0.9	1.4	1.8 (1.7)	1.8 (1.8)	2.0 (2.1)
GDP	4.1	3.3 (3.4)	2.8 (2.5)	2.3 (2.2)	2.1 (2.1)
Unemployment, ages 15-74, per cent	7.4	6.9	6.7 (6.7)	6.6 (6.7)	6.7 (6.7)
Repo rate, per cent	-0.3	-0.5	-0.5 (-0.5)	-0.4 (-0.3)	0.0 (0.2)

*Annual percentage change, annual average

Note. The assessment in the Monetary Policy Report in February 2017 is shown in brackets.

Sources: Statistics Sweden and the Riksbank

הבנק המרכזי הוסיף והודיע על המשך ההרחבה הכמותית (QE) בהיקף של 1.7 מיליארד דולר במחצית השנייה של 2017. נציין כי הבנק המרכזי כבר מחזיק 39% מסך מצבת החוב הממשלתי.

✓ **בנוסף, השימוש ב- forward guidance נמשך.** הבנק המרכזי צופה העלאת ריבית ראשונה ברבעון ג' 2018 (עדכון מרבעון ב' 2018 בתחזית של פברואר). בטווח הקצר, הסיכוי להורדת ריבית גבוה יותר ביחס לסיכוי להעלאת ריבית

"The repo rate path also reflects the fact that there is still a greater probability of the rate being cut than of it being raised in the near term."

מדוע שוודיה מתמידה במדיניות מוניטארית כה מרחיבה? שתי סיבות:

✓ חלק מעליית האינפלציה בשנה שעברה נבע מעלייה במחירי האנרגיה בעולם, גורם אקסוגני. גם מחירי הטיסות עלו בצורה חדה (מאותה סיבה). **עדיין אינפלצית הליבה בחודש מאי הגיעה ל- 1.5%**, רמה גבוהה יחסית.

✓ **אולי יותר חשוב: שוודיה חוששת מייסוף חד במטבע אם היא תעלה ריבית לפני ה- ECB**, זאת למרות מגמת פיחות מתחילת השנה בקרונה מול היורו.



הבנק המרכזי השוודי נחשב "יוני במיוחד", למרות שבהחלטת הריבית האחרונה שני נציגי הוועדה המוניטארית הסתייגו בהמשך השימוש בהרחבה כמותית. שוודיה מייצאת 45.6% מסך התוצר ולכן ממשיכה להשתמש במדיניות מוניטארית מרחיבה ככלי חשוב במלחמת המטבעות.

להערכתנו, קיים דמיון מסוים בין שוודיה ובין ישראל. הנימוק של חשש לייסוף חד בעקבות העלאת ריבית עשוי לעכב ריסון מוניטארי גם בישראל, אם וכאשר סביבת האינפלציה תתקרב ליעד האינפלציה (או מרכז היעד).

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.