

יונתן כץ  
 וכלכלני לידר שוקי  
 הון

## עלייה בביקוש לרכישת דירות וירידה בהתחלות הבנייה תומכים בעליות מחירים

### נקודות עיקריות

החשש להשלכות ה-Brexit המשיך להעיב על השווקים בשבוע האחרון. מספר קרנות נדל"ן בבריטניה הקפידו את הפדיונות, בעוד הנגיד ה-BOE (קרני) ניסה להרגיע את השווקים. חשש לאפשרות לנפילת בנקים באיטליה על רקע חובות אבודים גדולים תרם לעצבנות בשווקים, אם כי בסוף השבוע הייתה התקדמות לקראת פיתרון עם הרשויות. נימה "יונית" בפרוטוקול של דיוני הפד האחרון תמכה בשווקים ביום רביעי ונתוני תעסוקה מאד חיוביים הביאו לעליות חדות במניות ביום שישי. התשואות בשוק האג"ח עלו מיד עם פרסום הנתונים אך חזרו לרדת בצפייה שהפד לא ימהר להעלות את הריבית כל עוד אין עלייה של ממש בשכר העבודה. בנוסף, עדיין קיימת אי וודאות סביב השלכות ה-Brexit.

**בשבוע הקרוב** מרבית הנתונים הכלכליים החשובים יתפרסמו ביום שישי. מדד מחירים לצרכן (בישראל ובארה"ב) והמסחר הקמעונאי בארה"ב. נתוני סחר חוץ בישראל (ביום רביעי) עשויים להתעדכן כלפי מעלה (בעיקר היצוא). ביום חמישי קיימת אפשרות להורדת ריבית בבריטניה.

### מאקרו ישראל

- **נמשכת המגמה החיובית בנתוני תקציב** כולל גביית יתר במסים.
- מתחילת השנה מסתמנת מגמה ברורה של **האצה בביקוש לרכישת דירות**.
- עלייה בביקושים וירידה בהתחלות הבנייה **תומכים בעלייה במחירי הדיור**.
- סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על **שיפור באופטימיות בחודש יוני**.

### מאקרו גלובלי

- **בחודש יוני נוספו 287 אלף מועסקים** בארה"ב (מול ציפיות של 180 אלף).
- שיעור האבטלה עלה ל-4.9% (מ-4.7%) עקב עלייה בשיעור ההשתתפות.
- השכר לשעת עבודה עלה ב-2.6% YOY, לעומת 2.5% בחודש הקודם.
- **מדד מנהלי הרכש בשירותים ISM עלה בצורה חדה ל-56.5** נקודות ביוני.

### שוק האג"ח

- באופן מעט מפתיע, שוק האג"ח בארה"ב כמעט ולא הגיב לנתוני התעסוקה החיוביים.
- לפי הערכתנו, הנתונים הכלכליים החיוביים בארה"ב מצדיקים המשך העלאת ריבית.
- יחד עם זאת, כעת השווקים מתרכזים בהשפעה הממתנת הצפויה מה-Brexit.
- לאור הנתונים הכלכליים החיוביים (בארה"ב ובישראל) **קשה לצפות לרווח הון בשוק האג"ח**.

### זום אין

#### התעשייה בישראל לא מראה סימני התכווצות

- הירידה החדה ביצוא התעשייתי מתחילת השנה נגרמה בעיקר בגלל מספר חברות גדולות.
- היצוא ללא תרופות, רכיבים אלקטרוניים, וכימיקלים התרחב מעט.
- מסתמן גידול בשעות העבודה בתעשייה וגידול במספר המשרות הפנויות, שני אינדיקטורים המעידים על **מחסור של עובדים ולחץ לעליות שכר (בחלק מהענפים)**.
- סקר מגמות בתעשייה מצביע על התרחבות איטית, ה-PMI מצביע על קיפאון.

ריבית		
נוכחית	0.10%	
סוף 2016	0.10%	
בעוד שנה	0.10%	
אינפלציה		
12 ח' אחרונים	-0.8%	
3 ח' קרובים	0.7%	
12 ח' קרובים	1.0%	
2016	0.3%	
שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.882	4.299
שינוי שבועי	1.0%	0.7%
YTD	-0.5%	1.2%
3 ח' קרובים	3.88	4.27
שנה קדימה	3.90	4.25
אג"ח סחירות		יולי
פדיון	1.3	
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	3.5	
עודף פדיון	-2.2	

### עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 517	-0.13	-0.3	-0.6
בינוני 1019	-0.35	-0.4	-0.6
ארוך 923	0.03	-0.1	-0.05
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.10	0.1	0.15
בינוני 120	0.45	0.5	0.7
ארוך 1026	1.65	1.65	1.75
US			
2y	0.61	0.7	0.8
5y	0.95	1.1	1.3
10y	1.36	1.55	1.80

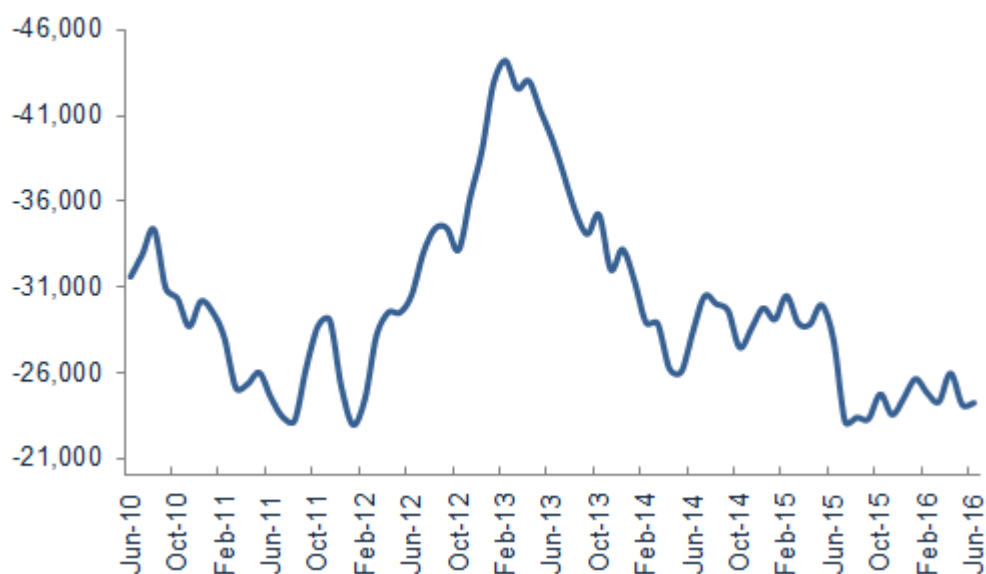
### תת ביצוע ניכר בגרעון עלול להקשות על קיצוץ בתקציב הבא

בחודש יוני הגרעון התקציבי הסתכם ב-4.1 מיליארד ₪, חודש עם גרעון עונתי גבוה בשל מתן תוספת הבראה לעובדי המדינה (3.9 מיליארד ביוני 2015, 5.1 מיליארד ביוני 2014). הגרעון המצטבר מתחילת השנה הסתכם ב-3.4 מיליארד ₪ לעומת 3.8 מיליארד במחצית הראשונה של 2015. הגרעון ב-12 החודשים האחרונים נותר על רמה נמוכה של 2.1% תוצר.

**עודף גביית מסים של 5.6 מיליארד ₪ בחצי שנה**

- ✓ **האוצר מדווח על עודף גבייה של 1.1 מיליארד ₪ בחודש יוני ו-2.4 מיליארד ₪ מחודש מרץ.**
- ✓ מתחילת השנה ההכנסות ממסים עלו ב-8% במונחים ריאליים, מותאם לשינוי חקיקה. הגידול המהיר בהכנסות נובע מזינוק במכירות של רכבים חדשים (40% ברבעון ב' לעומת רבעון ב' 2015), העמקת הגבייה (מחברות ועצמאיים), גידול מהיר במספר המועסקים במשק, וגידול של 17% ממסי נדל"ן נטו (במחצית הראשונה של השנה לעומת המחצית הראשונה של 2015).
- ✓ **הוצאות הממשלה היו נמוכות מהתקצוב.** ההוצאות במשרדים האזרחיים מתחילת השנה עלו ב-10.5% (מול גידול מתקצב של 11.4%). ההוצאה של משרד הביטחון עלתה ב-1.1% מול ירידה מתוכננת בתקציב של 3.7%. יחד עם זאת, ידוע שקיים כבר סיכום להגדיל את ההוצאה מעבר לתקציב הביטחון המאושר.
- ✓ בנק ישראל חוזה גרעון תקציבי של 2.6% השנה, אך נדמה שהערכה זו פסימית מדי. בסך הכול עלייה בגביית מסים (גם ללא השפעת יבוא מכוניות) מאותתת על המשך צמיחה מהירה יחסית במשק הישראלי ותומכת בהערכה **שהמשק הישראלי צומח בקצב של 2.5%-3.0% ברבעון ב' (הערכת בנק ישראל).**
- ✓ **כמובן שגרעון מאד נמוך יקשה פוליטית על אישור קיצוץ עמוק במסגרת תקציב 2017-2018.** קיימים עדיין חילוקי דעות לגבי יעד הגרעון וקשה יהיה להעביר יעד גרעון נמוך כאשר המצב הפיסקאלי כל כך חיובי.
- ✓ **אין לפסול מהלך של הורדת מיסים בתחילת שנת 2017 אם עודף הגבייה יימשך.**

### הגרעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים (מיליוני ₪)



**האצה בביקוש לדירות חדשות**

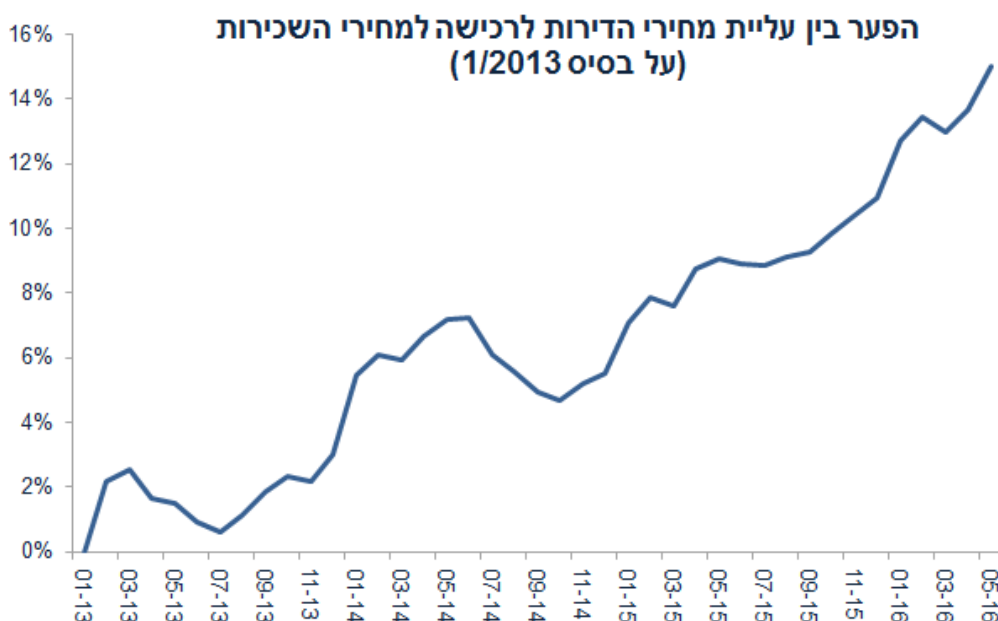
בחודש מאי נמשך הגידול במכירות של דירות חדשות, מגמה אשר הלכה והתעצמה מסוף 2015. בחודש מאי מספר המכירות עלה ב- 3.0% לעומת חודש אפריל (נתון מנוכה עונתיות). לפי נתוני המגמה, בחודשים מרץ-מאי חל גידול של 19% לעומת שלושת החודשים הקודמים (בחישוב שנתי). עלייה בביקוש לרכישת דירות נובעת מריביות נמוכות (למרות שעלות המשכנתאות מעט עלתה מתחילת השנה), העדר אלטרנטיבה של השקעה "בטוחה", ושיפור בכוח הקנייה (יכולת לשרת את החוב) של משקי הבית כתוצאה מעלייה בשכר הריאלי. עלייה בביקושים וירידה בהיקף התחלות הבנייה (מרבעון ג' 2015 עד רבעון א' 2016) תומכים בהמשך לחץ לעליות מחירים בשוק הדיור.

**עלייה בביקוש וירידה בהיצע = עליות מחירים**



ברור שהקשר בין מחירי הרכישה ומחירי השכירות איננו ישיר. ירידת התשואות הארוכות במשק תומכת בירידה בתשואה על השקעת נדל"ן. מתחילת 2013 מחירי הרכישה עלו ב- 15% יותר ממחירי השכירות. בכל זאת, סביר להניח שלחץ לעליית מחירי הדירות לרכישה ישפיע גם על המחירי השכירות במדד. אנו מניחים התייקרות של 2.7% במחירי השכירות שנה קדימה.

**עליית מחירי הדירות צפויה לגלוש לשוק השכירות**

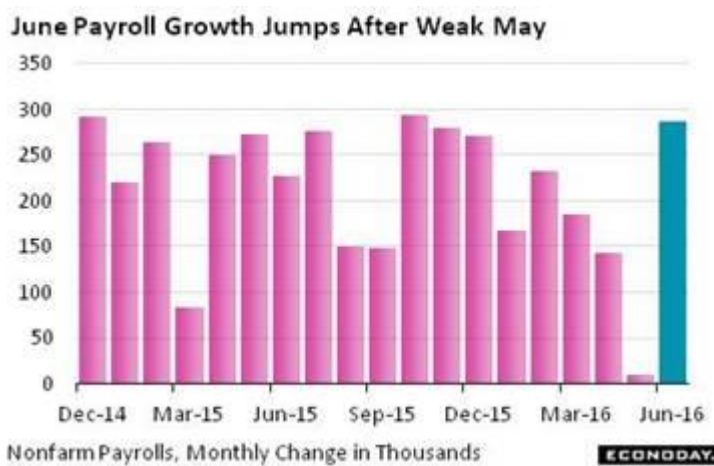


ארה"ב:

נתונים חיוביים:

✓ נוספו 187 אלף מועסקים חדשים בחודש יוני. האומדן של החודשיים הקודמים ירד בששת אלפים מועסקים. נוספו 14 אלף מועסקים בתעשייה, 28 אלף בענף התקשורת (סיום השביתה ב- Verizon). הנתון החודשי נוטה להיות מעט תנודתי (האומדן של מאי עודכן כלפי מטה ל-11 אלף בלבד, והאומדן של אפריל עודכן כלפי מעלה). בהסתכלות על שלושת החודשים האחרונים, נוספו 147.3 אלף מועסקים בחודש בממוצע, נתון בהחלט חיובי. למרות שברבעון א' הגידול הממוצע במספר המועסקים היה 196 אלף לחודש, ככל שהמשק מגיע לתעסוקה מלאה סביר לצפות להתמתנות בקליטת עובדים חדשים.

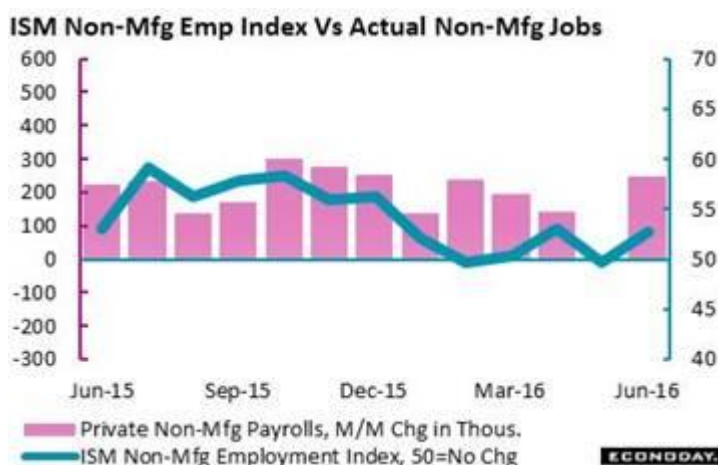
ללא האצה בעליית השכר הפד יעדיף להמתין עם המשך הריסון



✓ שיעור האבטלה עלה ל- 4.9% עקב עלייה (מבורכת!) בשיעור ההשתתפות ל-62.7% מ-62.6%. רבים מהמתיימרים חוזרים לשוק העבודה.

✓ בשבוע האחרון מספר דורשי עבודה חדשים ירד ב-16 אלף איש ל-254 אלף איש.

✓ מדד מנהלי הרכש בענפי השירותים ISM עלה ל-56.5 נקודות בחודש יוני (מ-52.9 במאי). ההזמנות החדשות בענפי השירותים עלו לרמה גבוהה של 59.9 נקודות.



נתונים שליליים

✓ ההזמנות בתעשייה ירדו ב- 1.0% בחודש מאי לאחר גידול של 1.8% בחודש אפריל.

✓ השכר לשעת עבודה עלה ב- 0.1% ביוני ו- 2.6% ב- 12 החודשים האחרונים (לעומת 2.5% לפני חודש). קיימת הערכה בפד שללא האצה בעליית השכר לכיוון 3%-3.5% קשה יהיה לצפות לעלייה של ממש בקצב האינפלציה.

מאז משאל העם בבריטניה הדולר התחזק ב- 3% מול סל המטבעות (של ארה"ב).  
 מה סביר לצפות קדימה? כנראה שע"ח יציב סביב 1.10 דולר ליורו.  
 מדוע?

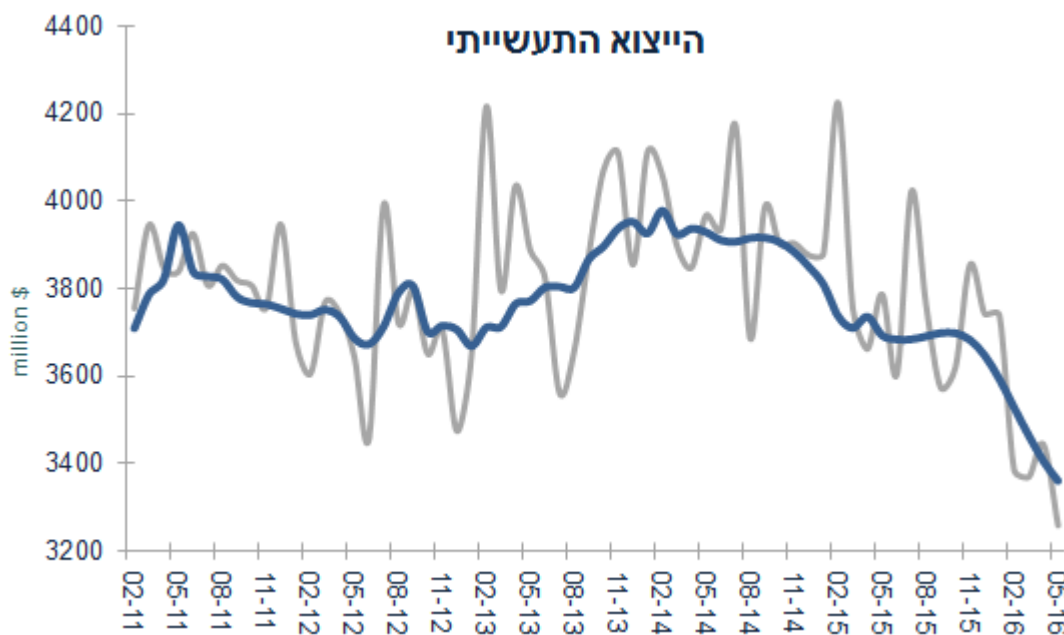
- ✓ גוש היורו נהנה מעודף בחשבון השוטף (3.0% תוצר בשנת 2015) לעומת גרעון בארה"ב של 2.5% תוצר.
- ✓ מסתמן שיפור בפעילות הכלכלית באירופה, ולא האטה.
- ✓ האיום הפוליטי על עתיד האיחוד מיציאת בריטניה עדיין לא מספיק מוחשי ואמיתי. המפלגות האחרות באירופה הדוגלות בהיפרדות הינן מפלגות קטנות יחסית (fringe parties).
- ✓ היציאה של בריטניה עשויה לזרז התגבשות של מדינות הגוש וביצוע רפורמות באיחוד.
- ✓ הפד לא ימהר להעלות את הריבית.

**הדולר יתקשה להמשיך להתחזק משמעותית**

גופים מוסדיים רבים נוטים לגדר את פוזיציות היורו/שקל ולהישאר חשופים לשע"ח דולר/שקל בהנחה שהדולר צפוי להתחזק לאורך זמן. **ההטיה לחשיפה לדולר מגדילה את סיכון המטבע בתיק.**

**זום אין: התעשייה הישראלית לא מתכווצת**

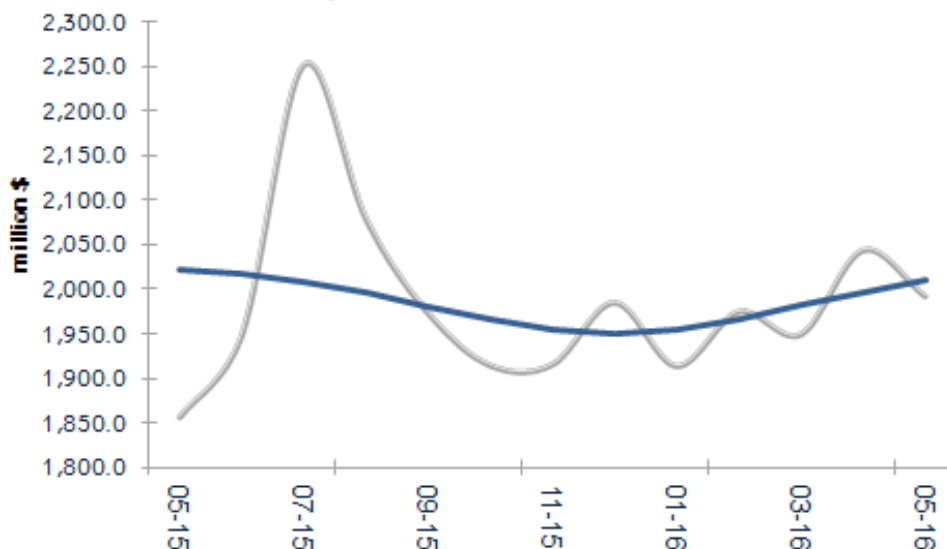
קיימת אי וודאות לגבי מצבה של התעשייה בישראל. מדאיגה במיוחד הירידה החדה ביצוא התעשייתי מתחילת השנה, כפי שהגרף ממחיש.



**הירידה ביצוא מרוכזת בשלוש חברות ענק**

לפי נתוני חשבונאות הלאומיים היצוא התעשייתי ירד ב- 10.4% ברבעון א' לאחר ירידה של 3.6% ברבעון ד' 15 (בחישוב שנתי), וכנראה שההתכווצות נמשכת ברבעון ב'. הדגשנו בעבר בשלוש חברות (אינטל, טבע וכי"ל) אשר מהוות 45% מסך היצוא מושכות כלפי מטה את היצוא. **היצוא ללא ענפי התרופות, רכיבים אלקטרוניים וכימיקלים דווקא נמצא במגמת עלייה מתונה, כמוצג בגרף שבעמוד הבא.**

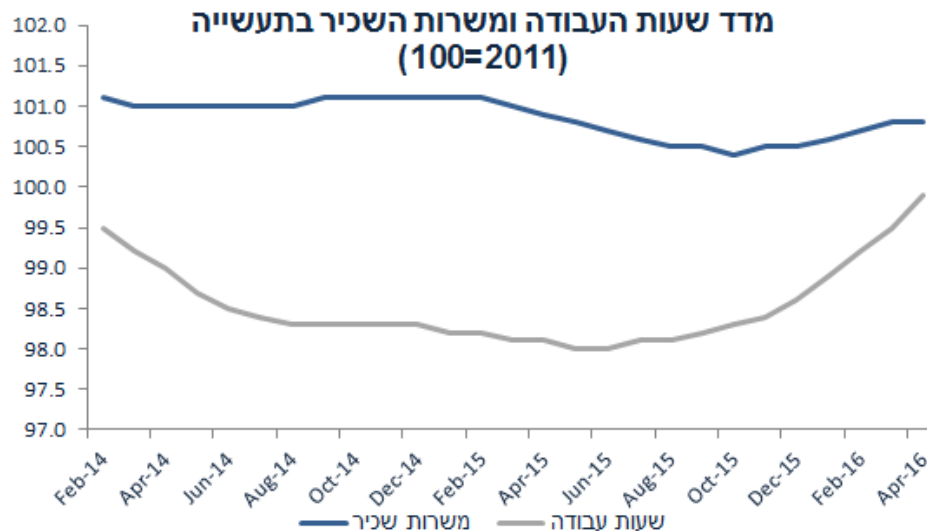
### היצוא ללא תרופות, רכיבים וכימיקליים



עלייה בשעות  
העבודה מצביעה  
על מחסור  
בעובדים

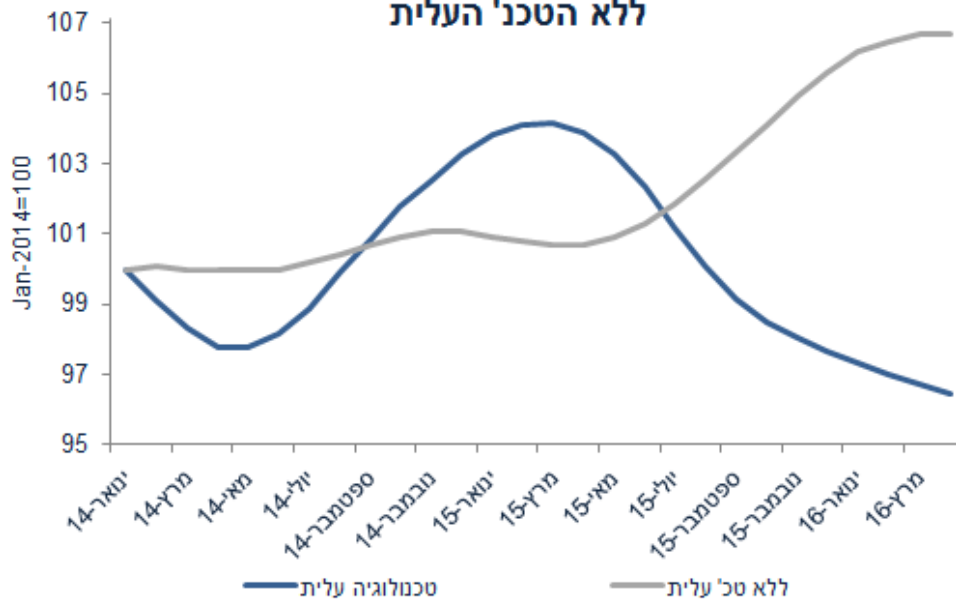
חשוב לציין שמסתמן גידול בשעות העבודה בתעשייה, יציבות במשרות שכיר (לפי סקר תעשייה). התפתחות זו לא מאותתת על התכווצות בפעילות. בשנת 2015 מסתמנת יציבות בשעות העבודה בענפי התרופות ורכיבים אלקטרוניים, אותם הענפים אשר הקטינו מאד את היצוא.

### מדד שעות העבודה ומשרות השכיר בתעשייה (100=2011)



בנוסף, הייצור התעשייתי יציב, כאשר הייצור ללא ענפי הטכנולוגיה העלית עולה, כמוצג בגרף שבעמוד הבא.

### הייצור התעשייתי של ענפי הטכנולוגיה העלית והייצור ללא הטכנ' העלית



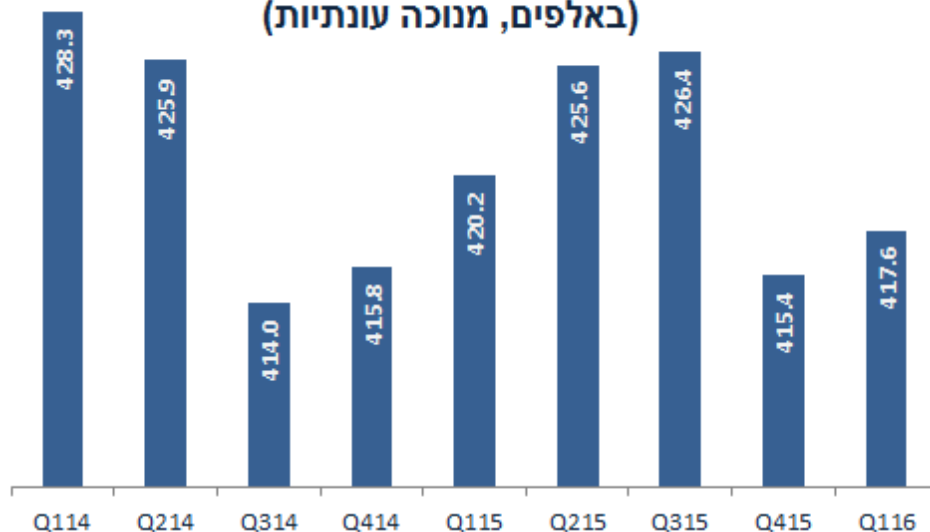
מספר המשרות הפנויות בתעשייה נמצא במגמת עלייה. התעשיינים מחפשים עובדים מתאימים ולא מוצאים אותם.

### מספר המשרות הפנויות בתעשייה (אלפים)



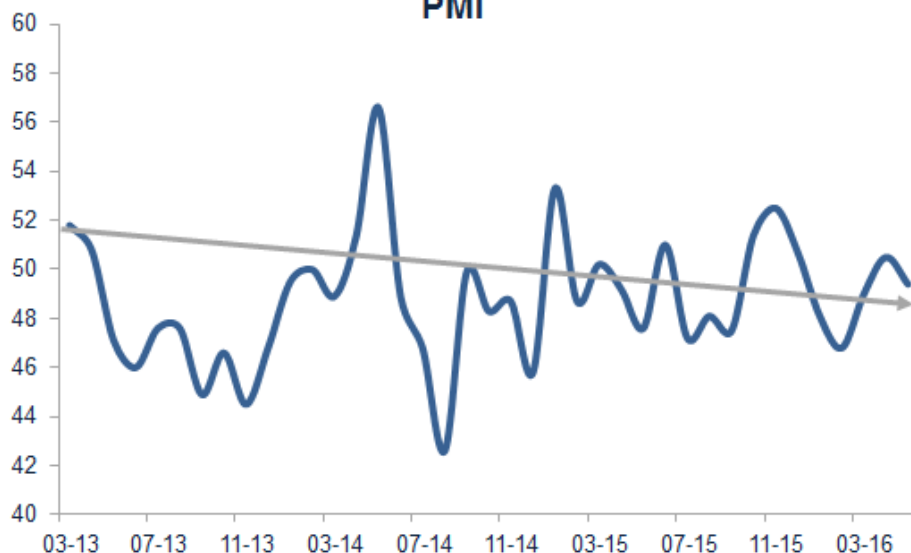
יחד עם זאת, לפי סקר כוח אדם ברבעון א' מספר המועסקים בתעשייה עלה מעט לעומת רבעון ד' אך עדיין נמוך מרבעון א' 2015 ב-2%.

**מספר המועסקים בתעשייה  
(באלפים, מנוכה עונתיות)**



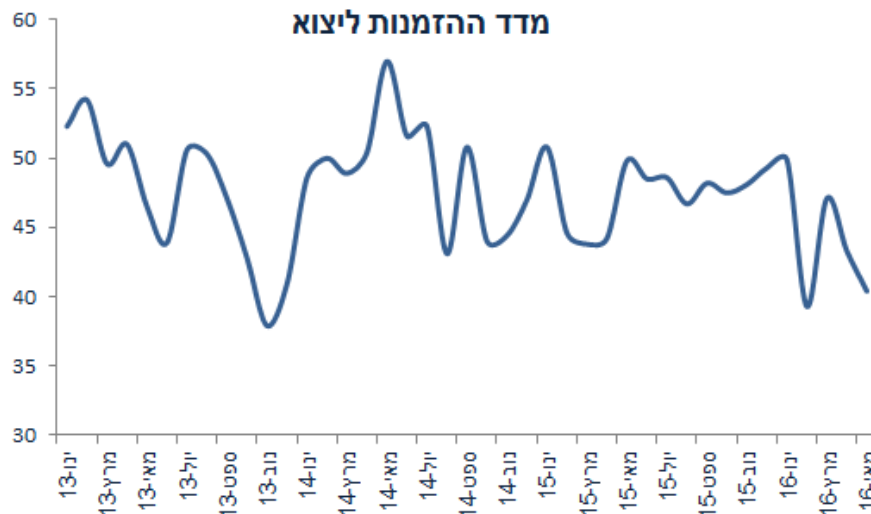
מדד מנהלי הרכש של בנק הפועלים מצביע על קיפאון בשנים האחרונות (תנודות סביב 50 נקודות).

**PMI**



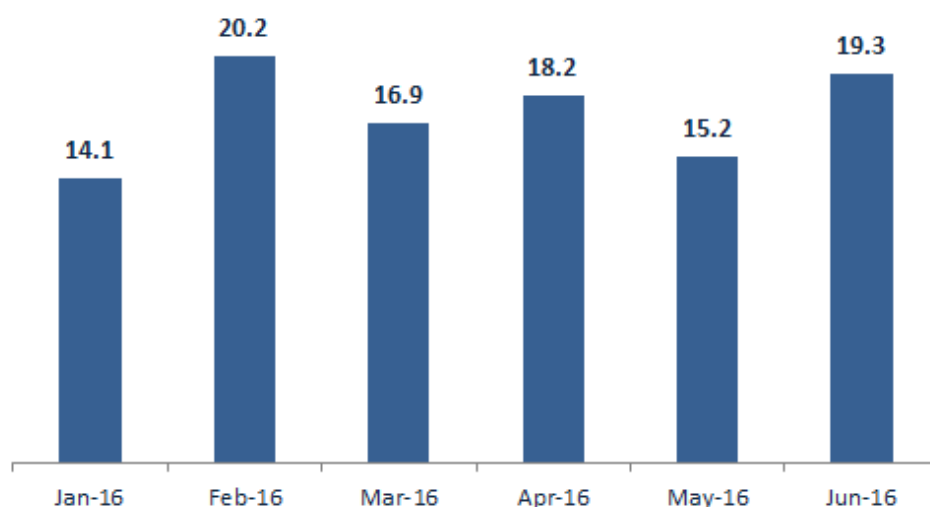
ומסתמנת ירידה בהזמנות ליצוא:

**מדד ההזמנות ליצוא**





## המאזן נטו בתעשייה מסקר מגמות

מסקנות:

1. **מסתמנת יציבות ואפילו התרחבות איטית בתעשייה** (לפי הייצור התעשייתי), ולא התכווצות.
2. חל גידול בשעות העבודה ובמשרות הפנויות בתעשייה, איתות חיובי לגבי הפעילות, אך גם תופעה המצביעה על **מחסור של עובדים ולחץ לעליית שכר**.
3. מגמה של עליית שכר תומכת בעליית אינפלציה, גם מצד הביקוש וגם מצד העלויות, כפי שבנק ישראל מציין בתחזית האינפלציה של מחלקת המחקר (1% בשנה הקרובה).
4. **לא ברור עד כמה הייצוא התעשייתי נפגע מרמת שע"ח הריאלי**. חל גידול ביצוא של הענפים המסורתיים, ענפים אשר אמורים להיות יותר רגישים לשע"ח.
5. לפי ה- PMI הירידה בהזמנות ליצוא בהחלט מדאיגה, אך מנגד **חלה התרחבות בהזמנות בשוק המקומי (52.5 נקודות במאי)**.

מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
מדד המחירים לצרכן וליצרן				10.7
			אמון צרכני, תיירות נכנסת	11.7
		המלאי העסקי		12.7
מאזן הסחר ונתוני הייבוא והייצוא	התפוקה התעשייתית	בקשות משכנתא, ספר הבז'	סחר חוץ	13.7
		תביעות דמי אבטלה, מדד המחירים ליצרן	משרות פנויות	14.7
התפוקה התעשייתית, המכירות הקמעונאיות, נתוני התמ"ג לרבעון השני	מכירות כלי רכב, מאזן הסחר, מדד המחירים לצרכן	המכירות הקמעונאיות, מדד המחירים לצרכן, מדד הייצור של ניו-יורק, התפוקה התעשייתית ומדד בטחון הצרכנים של אונ' מישיגן.	מדד מחירים לצרכן	15.7

**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 ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר יעוצו 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.