

יונתן כץ
וכלכלני לידר
שוקי הון

מחירי השכירות ממשיכים להתמתן, אינפלציית הליבה עדיין שלילית

נקודות עיקריות

בשבוע האחרון השווקים בארה"ב הגיבו בחיוב לירידה בתחלואה, אופטימיות לגבי האפשרות לסיכום תוכנית פסקאלית חדשה ונתונים כלכליים מעט חיוביים, בפרט הירידה במספר דורשי העבודה החדשים והמשך גידול במסחר הקמעונאי.

מאקרו ישראל: צפויה התכווצות של 18% בתוצר ברבעון ב'.

- < בחדשים מאי-יולי היצוא התעשייתי ירד ב- 1.6% בלבד (בחישוב שנתי, מגמה).
- < יצוא הסחורות של ענפי הטכנולוגיה העלית עלה ב- 7.9%.
- < מסתמנת התרחבות של 10.4% ביבוא מוצרי הצריכה עם היציאה מהסגר.
- < ביוני מספר הדירות החדשות שנמכרו עלה ב-22%, פיצוי על תקופת הסגר.
- < הרכישות בכרטיסי האשראי נותרו יציבות בשבוע האחרון וירדו ב- 12% מינואר.
- < ביולי, מדדי האמון הצרכניים (למ"ס + פועלים) ירדו בצורה חדה מאד.

סביבת האינפלציה: עדיין ממותנת.

- < מדד יולי עלה ב- 0.2% על רקע התייקרות של 4.3% במחירי הדלקים.
- < אינפלציית הליבה מעט עלתה ל- 0.37% y/y ביולי מ- 0.48% במאי ויוני.
- < תחזית מדד אוגוסט עומדת על 0.2% בהשפעת עלייה במחירי הפירות.
- < בנוסף, צפויה עלייה חדה במחירי ההבראה ונופש בישראל.
- < ביוני גופים מוסדיים ישראלים מכרו מט"ח בהיקף של 0.6 מיליארד דולר.

ארה"ב: האינפלציה מפתיעה כלפי מעלה.

- < ביולי אינפלציית הליבה עלתה ל- 1.6% y/y (צפי ל- 1.1%) מ- 1.2% ביוני.
 - < מחירי השכירות עלו ב- 2.8% y/y בדומה לקצב בחודש הקודם.
 - < מספר דורשי העבודה החדשים ירד ל- 963 אלף איש (צפי ל- 1.1 מיליון), יתכן שסיום תוספת דמי אבטלה של \$ 600 תמך בירידה זו כאשר מובטלים העדיפו לחזור לעבוד.
 - < ביולי המסחר הקמעונאי עלה ב- 1.2% ונמצא 2.7% מעל היקף הצריכה ביולי 19.
 - < הייצור התעשייתי עלה ב- 3.0% ביולי אך עדיין ירד ב- 8.4% שנה אחורה.
- אירופה:** עלייה באופטימיות העסקית.
- < ביוני הייצור התעשייתי עלה ב- 9.1% לאחר עלייה של 12.3% במאי.
 - < רכיב הציפיות בסקר ZEW (אמון עסקי בגרמניה) עלה ב- 12.2 נקודות באוגוסט.
- סין:** מעט חולשה בפעילות ביולי.
- < ביולי המסחר הקמעונאי ירד ב- 1.1%, והייצור התעשייתי ירד ב- 0.4%.
 - < למרות הגידול בהשקעות בנכסים קבועים (4.9%) הן עדיין ירדו ב- 1.6% y/y.

שוק האג"ח:

- < בארה"ב התשואות ל- 10 שנים עלו ל- 0.71% על רקע עלייה באינפלציה ביולי (מעבר לציפיות), נתונים כלכליים מעט חיוביים וגיוסי שיא באג"ח ממשלתי.
- < בישראל בשבוע האחרון גבר הביקוש לאפיקים הצמודים לכול הטווחים.
- < מגמה זו צפויה להימשך השבוע, גם על רקע מדד יולי אשר היה מעט גבוה מהצפוי.
- < **עדיין תמחור האינפלציה נמוך מדי, ואנו ממשיכים להעדיף את הצמודים לכול הטווחים.**

זום אין: מה עשוי להיות הצעד המוניטארי הבא?

- < בנק ישראל אימץ עד כה את המדיניות המוניטארית של הבנקים המרכזיים בעולם.
- < אך בדומה לפד, בנק ישראל לא שש להגיע לריבית בסיסית אפסית או שלילית.
- < גם שליטה רשמית על העקום (YCC) בעייתית ומנטרלת את כוחות השוק.
- < ה- ECB עושה שימוש נרחב בהלוואות ארוכות טווח בריבית מאד שלילית (-1%).
- < **הצעד הבא של בנק ישראל עשוי להיות LTRO בריבית שלילית ולא בריבית בסיסית.**

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	-0.6%
אוגוסט	0.2%
ספטמבר	0.0%
אוקטובר	0.2%
שנה קדימה	0.5%
2020	-0.6%

ריבית

נוכחית	0.10%
סוף 2020	0.10%
בעוד שנה	0.10%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.404	4.0221
שינוי שבועי	-0.1%	-0.3%
YTD	-1.9%	3.5%
שנה קדימה	3.35	4.10

אג"ח סחירות

אוגוסט	אג"ח סחירות
2.6	פדין סחיר
10.0	תחזית הנפקות
-7.4	עודף פדין

עקום התשואות

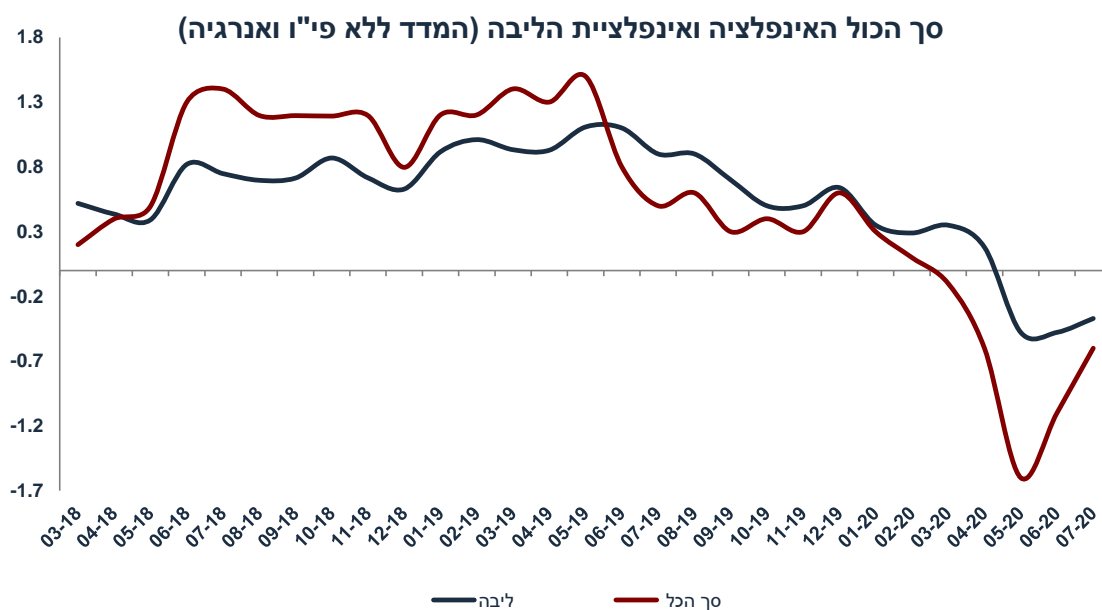
צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 922	-0.41	-0.5	-0.6
בינוני 1025	-0.62	-0.7	-0.7
ארוך 529	-0.68	-0.75	-0.8
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 122	0.06	0.05	0.05
בינוני 425	0.30	0.2	0.2
ארוך 330	0.64	0.6	0.6
US			
2y	0.15	0.15	0.15
5y	0.29	0.3	0.3
10y	0.71	0.6	0.6

* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

מאקרו ישראל

סביבת האינפלציה נותרה נמוכה

לא היו הפתעות של ממש בסעיפי המדד השונים של חודש יולי. מחירי המזון עלו מעט (0.1%, חזינו ירידה קלה) וההתייקרות במחירי הבראה ונופש (5.8%) הייתה מתונה יחסית. אינפלציית הליבה נותרה שלילית (-0.4% y/y ביולי לאחר -0.5% במאי ויוני). כצפוי, מחירי השכירות בחוזים מתחדשים (17.2% מהמדד) המשיכו להתמתן ועלו ב- 1.4% ב- 12 החודשים האחרונים מ- 1.7% לפני חודש ו- 2.0% לפני חודשיים.



מדד אוגוסט צפוי לעלות ב- 0.2% בהשפעת עלייה חדה במחירי הבראה ונופש (גם עלייה עונתית וגם עלייה בשל העדר אלטרנטיבה של חו"ל). מחירי השכירות ימשיכו להתמתן, אך צפויה התייקרות במחירי פירות הקיץ והמשך עלייה מתונה במחירי המזון.

אנו חוזים אינפלציה של 0.5% שנה קדימה

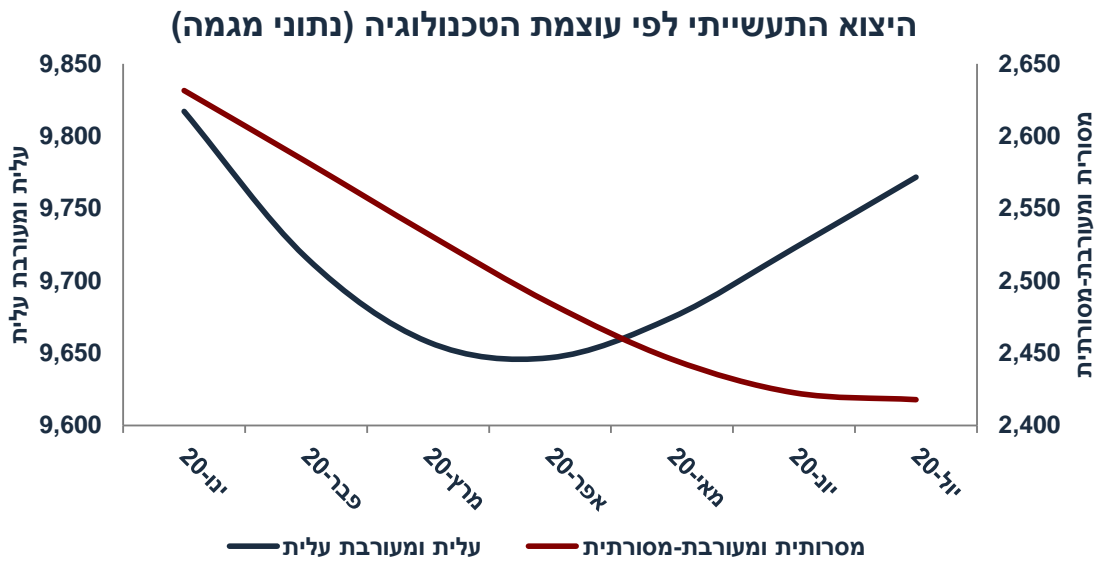
מספר הנחות בסיסיות:

- עלייה מתונה במחירי הנפט. מחירי הנפט (ברנט) בעולם בעוד שנה יעמדו על 47 דולר/חבית (כעת סביב 45 דולר). צפויה התאוששות איטית בפעילות בעולם (גם של טיסות) ולמרות השבתת חלק מתפוקת הנפט בארה"ב (ובמקומות אחרים בעולם) עדיין לא צפוי קושי להגדיל את התפוקה בהתאם לעלייה בביקוש. מחירי הסחורות האחרות יעלו באופן מתון.
- שיעור האבטלה נמדד סביב 12% במחצית הראשונה של חודש יולי. שיעור האבטלה צפוי לרדת ל- 11%-12% בסוף השנה (אם אין שוב סגר כללי) ול- 8%-9% בעוד שנה. רפיון בשוק העבודה תומך באינפלציה נמוכה.
- מחירי השכירות בחוזים מתחדשים (17.2% מסך המדד) ירדו ב- 0.5% שנה קדימה. הנחה זאת מניחה שכוח הקנייה (תשלומי השכר הכוללים במשק של ציבור השוכרים) עדיין יהיה נמוך בעוד שנה יחסית לתקופה לפני הקורונה. גם ענף התיירות הנכנסת לא יחזיר את כל דירות Airbnb שהיו לפני הקורונה (הגדלת ההיצע של דירות למקומיים). מגמת הירידה במחירי השכירות צפויה להימדד על ידי הלמ"ס באופן הדרגתי, זאת בשל הקושי לתפוס בזמן אמיתי את עסקאות השכירות של דיירים מתחלפים.
- לא צפויה העלאת מיסים לפני 2022. השר כץ מתבטא בבירור בנושא ואפילו שואף להוזיל את יוקר המחיה.
- הנחנו הוזלה של 4.5% במחירי החשמל בינואר 2021.

שע"ח: הלחץ לייסוף בשקל צפוי להימשך על רקע שיפור בגורמים הבסיסיים (עודף בחשבון השוטף + השקעות ריאליות), אך בנק ישראל צפוי להמשיך להתערב במטרה להאט (אך לא למנוע) את הייסוף. גופים מוסדיים ישראלים לא ששים להגדיל את החשיפה למט"ח כל עוד אין תיקון חד כלפי מטח במניות (במאי הם מכרו נטו 1.1 מיליארד דולר ו-0.6 מיליון ביוני).

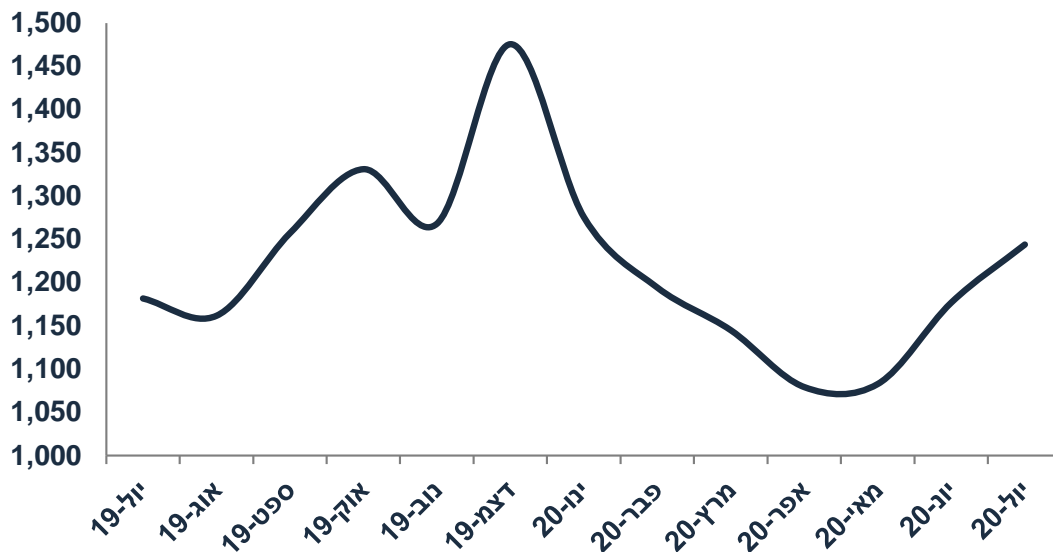
ירידה מתונה בלבד ביצוא

בחודשים מאי-יולי היצוא התעשייתי ירד ב-1.6% בחישוב שנתי (נתוני המגמה) לאחר ירידה של 14% בשלושת החודשים שקדמו. חלה עלייה חדה במיוחד ביצוא תרופות. היצוא של ענפי הטכנולוגיה העלית עלה ב-7.9% במאי-יולי, בנוסף לעלייה של 2.9% ביצוא של ענפי הטכנולוגיה המעורבת-עלית. שני המגזרים הללו מהווים כ-80% מסך היצוא והם פחות נפגעו מהירידה בביקושים העולמיים.



במאי-יולי היבוא של מוצרי הצריכה עלה ב-10.4% (עם פתיחת הסגר), היבוא של מכונות וציוד עלה ב-16%, אך היבוא של חומרי הגלם ירד ב-12%.

יבוא מוצרי הצריכה (מנוכה עונתיות, מיליוני דולר)



בסך הכול, אנחנו רואים פגיעה מתונה בלבד ביצוא כתוצאה ממשבר הקורונה הגלובלי, ובנוסף לאחר פתיחת הסגר מסתמן גידול בצריכה הפרטית, גם בשל סגירת השמיים אשר תומכת בצריכה המקומית.

מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: היום: האומדן הראשון לצמיחה ברבעון ב'. אנו צופים התכווצות של 18% בפעילות (בחישוב שנתי), שיעור מתון יחסית למדינות מפותחות אחרות (ארה"ב -33%, אירופה -40%). למרות הירידה המאוד חדה בצריכה הפרטית בישראל ברבעון ב' (אולי ב-30%-40%), ישראל נהנית מהתרחבות ביצוא שירותי היי טק, ומעלייה ביצוא נטו (יצוא סחורות פחות היבוא) כאשר גרעון הסחר ירד ב-20% ברבעון ב' יחסית לרבעון א'. בנוסף, משקל התיירות הנכנסת קטן יחסית למדינות אחרות (פחות מ-2%). הציפיות של החזאים (לפי בלומברג) נמוכות יותר: -25%. ביום חמישי: הייצור התעשייתי והפדיון בענפי המשק (יוני).

מאקרו חו"ל

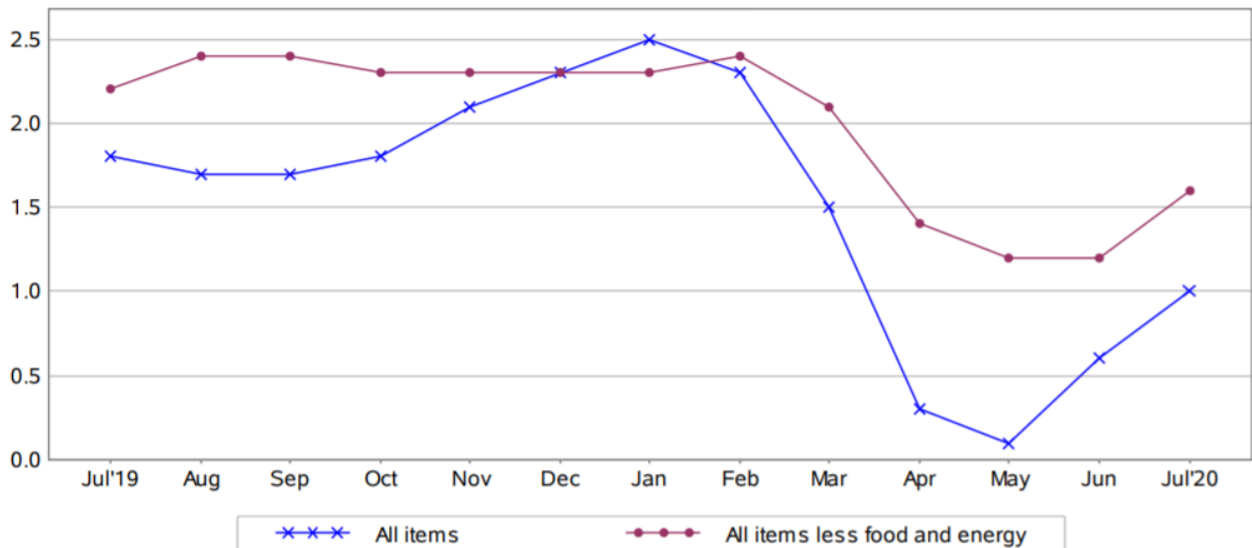
האינפלציה בעולם ממשיכה להפתיע מעט כלפי מעלה

בארה"ב, מדד המחירים לצרכן ביולי הפתיע כלפי מעלה. אינפלציית הליבה עלתה ב-1.6% ב-12 החודשים האחרונים מ-1.2% בחודש הקודם. השוק ציפה להתמתנות ל-1.1%.

סעיפים שעלו בצורה חדה כוללים ביטוחי רכב (9.3% לעומת החודש הקודם) וטיסות (5.4%), מחירי המכוניות חדשות (0.8%) וביגוד. מחירי השכירות עלו ב-2.8% ב-12 החודשים האחרונים, בדומה לקצב לפני חודש.

לא בטוח עד כמה ניתן ללמוד מהמגמות באינפלציה בארה"ב על ישראל, שם התמיכה הסוציאלית הייתה מאסיבית הרבה יותר כך שלמעשה חלה עליה בהכנסה הפנויה של משקי הבית (כוח הקנייה). בארה"ב, המסחר הקמעונאי עלה ב-1.2% ביולי (1.9% למעט רכישת כלי רכב). המסחר הקמעונאי ביולי 20 גבוה א'-2.7% יחסית ליולי 19. הצריכה הפרטית בארה"ב צפויה להיפגע ללא הארכה של התמיכות הנדיבות של הממשל (תוספת דמי אבטלה של 600 דולר לשבוע).

Chart 2. 12-month percent change in CPI for All Urban Consumers (CPI-U), not seasonally adjusted, July 2019 - July 2020
Percent change



נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: יום רביעי: נתוני אינפלציה בבריטניה (יולי), נתון מעניין לאור ההפתעות באינפלציה כלפי מעלה במספר מדינות לאחרונה. חמישי: ארה"ב: מספר דורשי העבודה החדשים. שישי: מדדי מנהלי הרכש PMI במספר מדינות חשובות כולל ארה"ב, בריטניה, אירופה ויפן.

זום אין: מה עשוי להיות הצעד המוניטארי הבא של בנק ישראל?

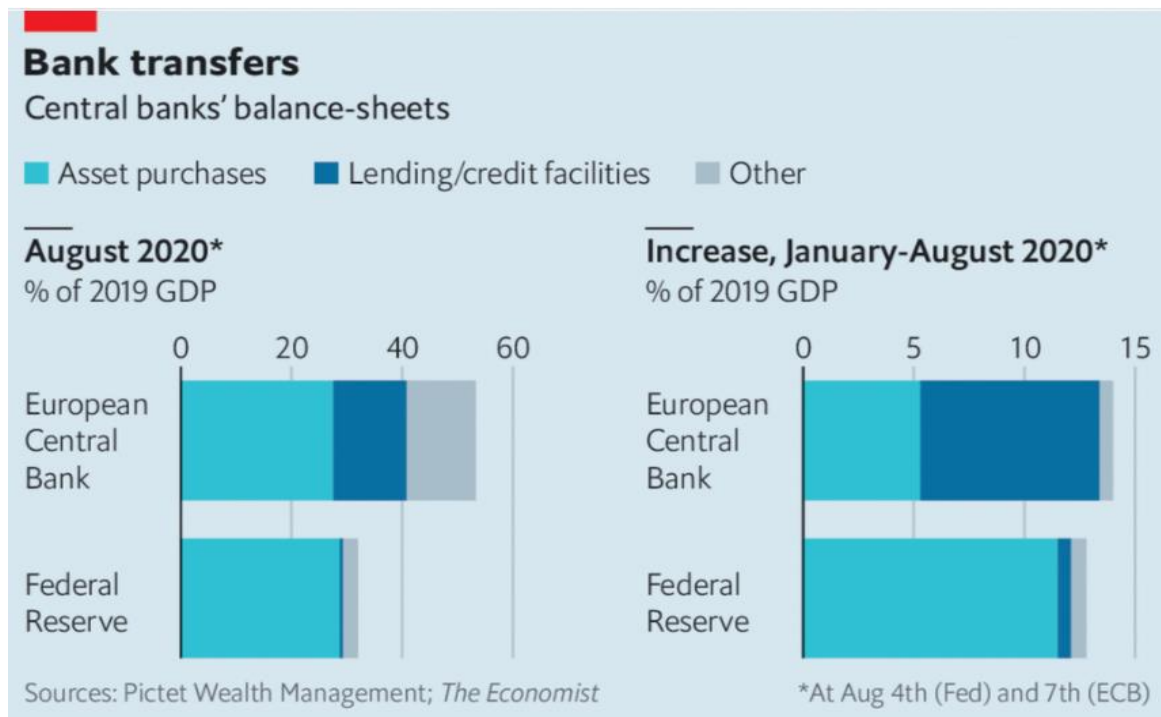
מאז פרוץ משבר הקורונה, המדיניות המוניטארית של בנק ישראל תאמה את המדיניות של הבנקים המרכזיים בעולם: הורדת ריבית, רכישות אג"ח ממשלתיות וקונצרניות, וחלונות אשראי לטווח ארוך לבנקים בתנאי שהכסף ילווה לסקטור העסקי. מה עשוי להיות הצעד הבא?

בדומה לפד, בנק ישראל לא שש להגיע לריבית בסיסית אפס או שלילית, כפי שנהוג על ידי ה-ECB, מחשש לעיוותים במערכת הפיננסית וכמובן הקושי לצאת מריביות שליליות. מתחילת המשבר חבר מוניטארי אחד תמך בהורדת ריבית לאפס אך יתר החברים דבקים בגישה שהתועלת מצעד זה מאד שולית.

בנק ישראל יכול לפעול ביתר עוצמה להשטיח את העקום או להכריז על יעד רשמי של התשואה ל-10 שנים (כפי שהיפנים עושים מ-2016), אבל נדמה שאין התלהבות רבה למהלך מסוג זה (גם לא בקרב חברי הפד אשר דנו ב-Yield Curve Target). עדיף להמשיך להתערב בשוק האג"ח ולהשאיר לכוחות השוק מעט תמרון ללא מחויבות לקנות בכל מחיר אג"חים (אם צריך) ולשלוט בעקום באופן רשמי. בעיה נוספת בשליטה טוטאלית בעקום הינה ה- exit strategy: איך יורדים מהעץ הזה?

כדי לבחון את הכלי המוניטארי הבא, כדאי להסתכל על ה- ECB. ה- ECB מאד פעיל (הרבה יותר מהפד) בהספקת הלוואות "מסובסדות" עבור הבנקים המסחריים (LTRO). בנק ישראל חידש כלי זה (הלוואות לשלוש שנים בריבית 0.1%) אך ה- ECB **מציע הלוואות לבנקים המסחריים בריבית של 1%-** (כמובן בתנאי שהכסף יועבר בתור אשראי לסקטור העסקי). כך ה- ECB למעשה הוריד את הריבית האפקטיבית אל מתחת ל-0.5%.

מאז פרוץ המשבר ה- ECB הילוה 1.6 טריליון יורו (13% מסך התוצר האירופי) במכשיר זה. בחודש יוני בלבד ה- ECB הילוה 1.3 טריליון יורו. למעשה, בשל שימוש נרחב בכלי זה, ה- ECB הגדיל את המאזן שלו יותר מהפד (במונחי תוצר):



מתן הלוואות למערכת הבנקאית בריבית שלילית משמעותית (שוב בתנאי שכסף זה מתגלגל לסקטור העסקי) פועל לעידוד הפעילות הכלכלית. הדוגלים במדיניות זו ב- ECB הציעו אפילו ריביות שליליות של 5%- או 10%- בטווח הארוך, מדיניות זו עלולה ליצור לחצי אינפלציה, אך כעת זו דאגה מאוד משנית.

יצירת מערכת של "ריביות כפולות" (dual rates), עם ריביות שליליות ב- LTRO, עשויה להיות הכלי המוניטארי הבא של בנק ישראל, בפרט בסביבה הנוכחית כאשר הסיוע הפיסקאלי עבור הסקטור העסקי מתעכב ומאד חלקי.

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 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 של לידר 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.