

במידה והפד לא יעלה את הריבית בספטמבר, תתכן הורדת ריבית בישראל בחודש הבא

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

נקודות עיקריות

- מאקרו ישראל**
 - בחודש יולי היצוא התעשייתי עלה ב- 9.8% (לעומת יוני), זאת לאחר ירידה חדה ברבעון ב'.
 - לפי הגידול בהכנסות במיסי צריכה (ולא רק בנדל"ן), נמשך הגידול בצריכה ביולי.
 - האופטימיות של הסקטור העסקי והצרכני ירדה מעט בחודש יולי.
 - אנו צופים צמיחה של כ- 2% ברבעון ב' ואולי אף פחות (אשר תתפרסם היום).

אינפלציה:

- מדד חודש יולי עלה ב- 0.2%, ברף הגבוה של ההערכות המוקדמות.
- יחד עם זה, המדד מנוכה עונתיות נותר יציב ביולי, בדומה ליוני.
- מסתמנת האצה בעליית מחירי הדירות לרכישה (לפי סקר הדיור) ל- 4.4% YOY מ- 3.4%.
- אנו חוזים אינפלציה של 0.9% שנה קדימה.

מדיניות מוניטארית

- בשלב זה נדמה שבנק ישראל ישמור על הריבית ללא שינוי בסוף החודש.
- מדד יולי היה ברף הגבוה של הציפיות ומחירי הדיור עולים.
- יחד עם זאת, הלחץ לייסוף בשקל נמשך וציפיות האינפלציה יורדות.
- קיימת חשיבות באומדן התוצר של רבעון ב' בהחלטת הריבית.
- בנק ישראל יעדיף לחכות לראות אם הפד מעלה את הריבית ב- 17.9.

מאקרו גלובלי

- בארה"ב המסחר הקמעונאי עלה ב- 0.6% בחודש יולי ואומדני מאי-יוני תוקנו כלפי מעלה.
- הפיחות ביואן השבוע מאותה על חולשה בכלכלת סין ותרם לירידה נוספת במחירי הנפט.
- סין מנסה לעודד את היצוא שלה לאחר התמתנות ביצוא ובייצור התעשייתי.
- הצמיחה בגוש היורו עלה ב- 0.3% לאחר צמיחה של 0.4% ברבעון א' (לא בקצב שנתי).
- בשלב זה אנו עדיין צופים העלאת ריבית הפד בחודש הבא, בהנחה שגם חודש אוגוסט יאופיין על ידי עלייה נאה במספר המועסקים של 200 אלף לפחות.

שוק האג"ח

- במידה והייסוף בשקל יימשך והפד ידחה את העלאת הריבית, בנק ישראל עשוי לפעול.
- מסתמנת התמתנות באינפלציה מנוכה עונתיות (לאפס) בחודשים יוני-יולי.
- ציפיות האינפלציה, גם בקרב החזאים וגם בשוק ההון, ירדו אל מתחת לאחוז שנה קדימה.
- הלחץ לייסוף בשקל נמשך ושע"ח של השקל התחזק ב- 4% מסוף חודש פברואר.
- בנק ישראל מקווה שהעלאת ריבית הפד תייצב את השקל ותמנע את הצורך לפעול.
- עדיין אנו צופים מגמת עליית תשואות בארה"ב אשר לא תטיב עם שוק האג"ח הישראלי.

זום אין

האוצר בונה buffer בהכנסות ממסים

- גם בהתחשב בעלייה החדה והחד פעמית במסים בחודש יולי, עדיין תחזית הכנסות המסים לשנים 2015-2016 שמרנית מדי.
- ההכנסות ממסים בשנת 2016 עשויות להיות גבוהות מהתחזית ב- 3 מיליארד ₪ לפחות.
- גרעון נמוך מ- 2.9% תוצר השנה יאפשר לאוצר להקדים הוצאות מ- 2016 לשנה הנוכחית.

ריבית

נוכחית	0.10%
בסוף 2015	0.10%
בעוד שנה	0.25%

אינפלציה

12 ח' אחרונים	-0.3%
3 ח' קרובים	-0.4%
12 ח' קרובים	0.9%
2015	-0.2%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.789	4.2159
שינוי שבועי	-0.5%	1.3%
YTD	-2.5%	-10.7%
3 ח' קרובים	3.85	4.22
שנה קדימה	3.92	4.30

אג"ח סחירות	אוגוסט
פדיון	1.2
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	2.3
עודף פדיון	-1.1

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1016	-0.30	-0.4	-0.7
בינוני 1019	-0.24	-0.25	-0.3
ארוך 923	0.41	0.45	0.50
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.17	0.25	0.25
בינוני 120	0.94	1.0	1.1
ארוך 1026	2.28	2.35	2.5

US	2y	5y	10y
0.75	0.72	1.60	2.20
0.75	0.72	1.60	2.20
1.8	1.7	2.3	2.5

* ט"ק- החודש הקרוב
* ט"ב- 3 חודשים

סביבת האינפלציה נותרה נמוכה

מדד חודש יולי עלה ב- 0.2% (לעומת התחזית שלנו של 0.1%).

- ✓ עלייה במחירי המזון הושפעה מעלייה חדה במחירי הבשר (4.2%) והעופות (3.4%).
- ✓ עלייה חדה במדרגות מס רכישה על דירות תרמה כמעט פרומיל (0.07%) לעליית המדד. סעיף "הוצאות דיור אחרות" עלה ב- 7.7% (משקלו: 0.9% במדד).
- ✓ סעיף נסיעות לחו"ל עלה ב- 2.3% (חזינו 2.5%) כאשר העלייה העונתית הרגילה קוזזה חלקית על ידי הייסוף בשקל.
- ✓ האינפלציה למעט סעיפי האנרגיה עלתה ב- 0.5% ב- 12 החודשים האחרונים (עלייה קלה מ- 0.4% לפני חודש).
- ✓ אינפלציית הליבה (מדד ללא סעיפי האנרגיה והמזון) עלתה ב- 0.5% ב- 12 החודשים האחרונים, בדומה לעלייה בחודש הקודם.
- ✓ האינפלציה מנוכה עונתיות (חישוב הלמ"ס) נותרה יציבה בחודשים יוני ויולי (0.0% שינוי), זאת לעומת עלייה בקצב שנתי של כ- 2% בחודשים מרץ-מאי.
- ✓ סעיף מדד מחירי הדירות בבעלות (אשר נזקף לפי מחירי השכירות בחוזים מתחדשים) עלה ב- 2.2% YOY לאחר 2.3% בחודשים הקודמים. קצב ההתייקרות השנתי נותר יציב ונמוך.
- ✓ יחד עם זאת, מחירי התפוקה בתעשייה (ללא דלקים) עלו ב- 1.0% ב- 12 החודשים האחרונים, לעומת 0.4% לפני חודש.
- ✓ איזה נתון הכי ידאיג את בנק ישראל? לפי סקר הדיר, מחירי הדירות לרכישה עלו ב- 4.4% ב- 12 החודשים האחרונים, זאת לעומת עלייה מתונה של 3.4% לפני חודש.

העלאת מס
רכישה תרמה
0.1% למדד

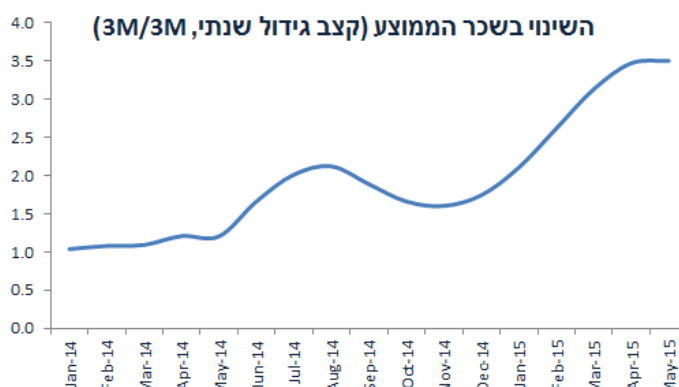
תחזית האינפלציה שנה קדימה עומדת על 0.9%

אילו גורמים ישפיעו על האינפלציה שנה קדימה?

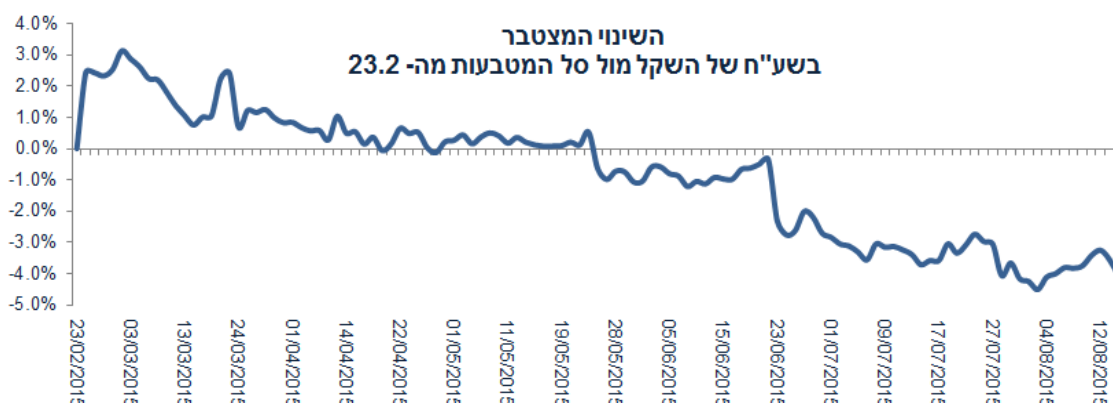
גורמים תומכי אינפלציה:

- ✓ **השכר הממוצע נמצא במגמת עלייה**, בקצב של 2.6% ב- 12 החודשים האחרונים (עד מאי). בחודשים מרץ-מאי קצב הגידול היה גבוה יותר בשל עדכון שכר מינימום (3%-3.5%). ללא ספק ההתקרבות לתעסוקה מלאה צפויה ללחוץ לכיוון עליית שכר (אשר צפויה ליצור לחץ לעליית מחירים, אך בעיקר במוצרים הבלתי סחירים).

עלייה בשכר
פיחות מתון
יתרמו
לאינפלציה



- ✓ ניתן להבחין **במצב של מחסור של עובדים** על ידי הגידול במספר המשרות הפנויות בסקטור העסקי. מסתמן גידול בענפי התקשורת, התעשייה והמסחר הקמעונאי.
- ✓ שע"ח: מספר העלאות ריבית על ידי הפד בשנה הקרובה ללא תגובה מצדו של בנק ישראל צפויות לתמוך בפיחות מתון בשקל (**הרחבת פערי הריביות**). בינתיים שע"ח של השקל יוסף ב- 4.1% מערב הורדת הריבית ב- 23.2.15.



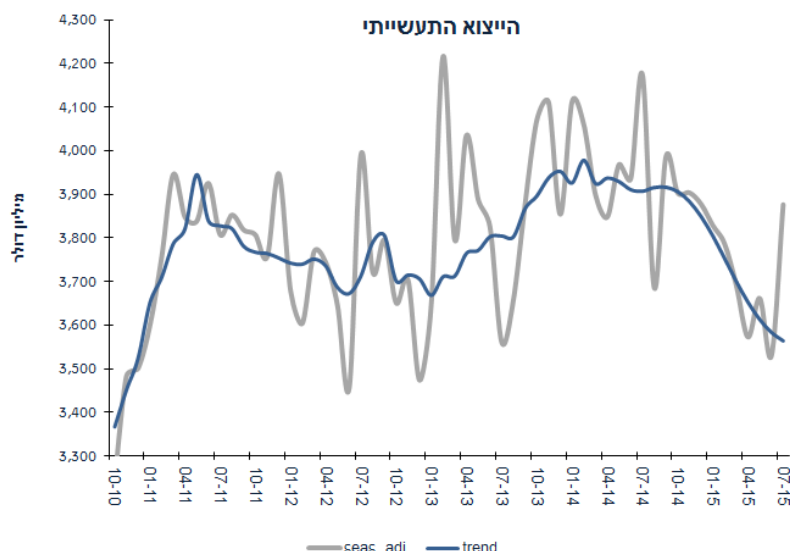
- ✓ **מחירי הדיור:** הנחנו שמחירי השכירות ימשיכו לעלות בשנה הקרובה בקצב עליית השכר הנומינלי, סביב 3.5% (האצה מהקצב הנוכחי). אין לצפות לגידול בהיצע של דירות להשכרה, בטח לא לאחר הכבדת המיסוי על דירות להשקעה.

גורמים תומכי דפלציה:

- ✓ **מחירי הנפט ממשיכים לרדת.** איראן צפויה להגדיל בהדרגה את תפוקתה ובארה"ב מסתמן גידול בתפוקת הנפט על ידי פיצלי השמן תוך כדי התייעלות והוזלת עלויות הפקה. מחירי המתכות יתקשו לעלות כל עוד כלכלת סין מתמתנת.
- ✓ **המשך תחרותיות במשק** בענפים שונים, כולל במזון (רפורמת "הקורנפלקס"), תקשורת (הנחנו ירידה של 6% שנה קדימה בסעיף זה) ונסיעות לחו"ל ("השמיים הפתוחים").
- ✓ **הוזלה של 18% בביטוח החובה עשויה לתרום כ- 0.1% לאינפלציה.**
- ✓ המשך תחרותיות מול החלופה של **רכישות באינטרנט** אשר לוחצת את המחירים של סעיפי מדד שונים כלפי מטה, כולל מוצרי הלבשה, ציוד לבית ועוד.
- ✓ **צפויה הוזלה מאד מתונה בתחבורה הציבורית.** לפי תוואי הרפורמה, חלק מהקווים יוזלו אך חלק יתייקרו. בשל העלות הזניחה (120 מיליון ₪) קשה לצפות אפקט משמעותי על מדד המחירים לצרכן.

סוף סוף שיפור ביצוא

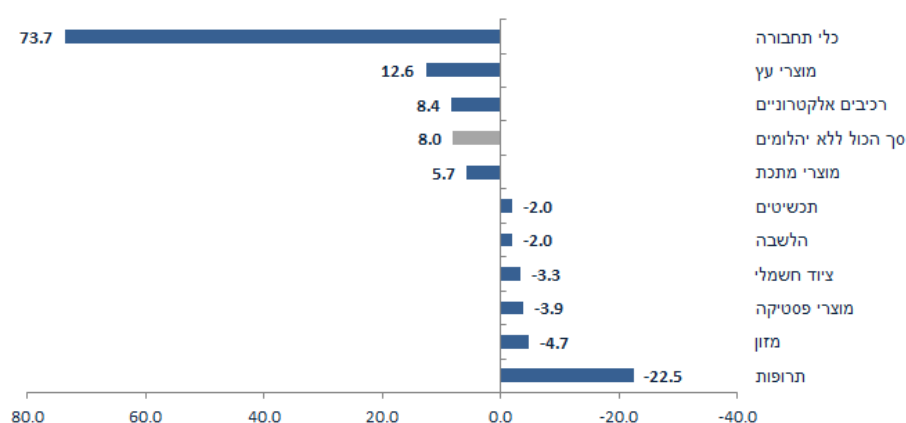
נתוני הייצוא נוטים להיות מאד תנודתיים ברמה החודשית. גם שינויים חדים ביחס בין המטבעות (בעיקר יורו-דולר) עלולים להטעות (כפי שהיה ברבעון א'). אומנם מדובר בחודש אחד בלבד ולא בשינוי מגמה, אך **הגידול של 8% בחודש יולי לעומת רמת היצוא הממוצע ברבעון ב'** בכל זאת מעודד. עלייה זו באה לאחר ירידה חדה ביצוא ברבעון ב' (ראה גרף).



ננתח את השינוי ברמה הענפית:

היצוא תיקן
כלפי מעלה
ביולי

גידול ביצוא בחודש יולי לעומת רבעון ב'



עיקר הגידול ביצוא ביולי חל ביצוא של כלי תחבורה (כנראה התעשייה האווירית), אך חלה עלייה ביצוא של ענפים אחרים כגון רכיבים אלקטרוניים. מדובר בנתון התומך בעלייה במדד המשולב של בנק ישראל (נתון חשוב בדיון המוניטארי) ובשיפור בצמיחה ברבעון ג'.

המציאות המוניטארית קצת השתנתה לטובת הורדה, אך הרבה תלוי בפד.

ישנם מספר גורמים אשר עשויים לתמוך בהורדת ריבית, ו/או הרחבה כמותית בחודשים הקרובים:

בעד:

- ✓ קצב האינפלציה (מנוכה עונתיות) ירד לאפס בחודשים יוני-יולי (לאחר עלייה בחודשים מרץ-מאי).
- ✓ ציפיות האינפלציה ירדו, גם בקרב החזאים (בנק הפועלים בפרט), וגם בשוק ההון.

המשך ייסוף

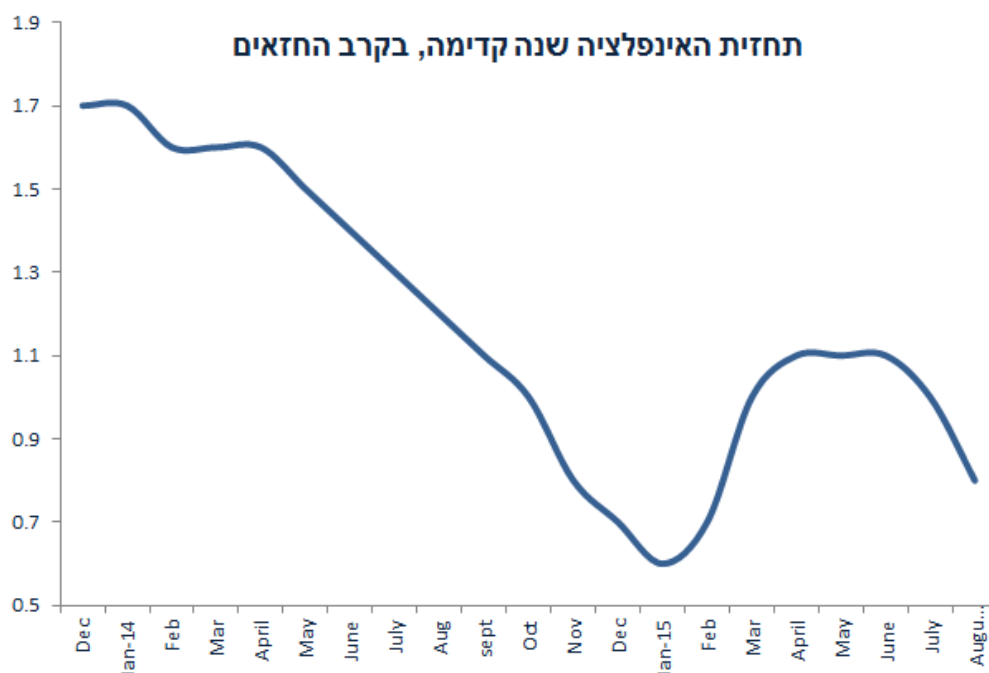
ומדדים

נמוכים

עשויים לתמוך

בהורדת

ריבית



✓ צפוי עדכון תחזיות האינפלציה לחודשים הקרובים (אוגוסט+ספטמבר) כלפי מטה בצורה חדה.

✓ הלחץ לייסוף בשקל נמשך בחודשים האחרונים.

✓ מה לגבי הפעילות הריאלית? **חשוב יהיה לנתח את הצמיחה ברבעון ב'** (אשר תתפרסם היום). **אנו**

צופים צמיחה סביב 2%, ואולי אף פחות.

✓ **הפד אולי ידחה את העלאת הריבית.** בשלב זה אין אנו מעריכים דחייה, אך קיימת אפשרות כזאת,

במידה ונתוני התעסוקה של חודש אוגוסט יהיו חלשים (לא בתרחיש המרכזי).

נגד:

✓ מחירי הדיור נמצאים במגמת עלייה.

✓ שוק העבודה מפגין עוצמה ומסתמנת עלייה בשכר הממוצע במשק.

מאקרו גלובלי

בארה"ב: עדיין צפויה העלאת ריבית בספטמבר

Good news

- ✓ המסחר הקמעונאי עלה ב- 0.6% בחודש יולי, מעל הציפיות ל- 0.5%. לא פחות חשוב: האומדנים של מאי ויוני עודכנו עלפי מעלה (מאי מ- 1.0% ל- 1.2%, יוני מ- 0.3% ל- 0.0%).
- ✓ מספר דורשי העבודה התייצב על רמה נמוכה של 274 אלף איש בשבוע האחרון, בדומה לממוצע של החודש האחרון.
- ✓ בחודש יולי הייצור התעשייתי עלה ב- 0.6% (מעל הציפיות של 0.4%).

Disappointing news

- ✓ מדד האמון הצרכני ירד מעט באוגוסט ל- 92.9 נקודות מ- 93.1 ביולי, אך עדיין מדובר ברמה אבסולוטית גבוהה.

בהנחה (סבירה) של גידול סביר + במספר המועסקים בחודש אוגוסט (יותר מ-200 אלף איש), סביר להניח שהפד יעלה את הריבית ב- 17 ספטמבר, אך לא מדובר בהתרחשות דרמטית.

האם הפיחות ביואן בשיעור של 4.4% בשבוע האחרון מהווה game changer מבחינת הפד? לא נראה לנו. הפיחות בא על רקע חולשה בתעשייה (ירידה ביצוא התעשייתי והתמתנות בייצור התעשייתי YOY) ואולי חשש לפגיעה בצריכה הפרטית בשל הירידות בשוקי המניות בסין. החולשה בכלכלת סין תרמה לאחרונה לירידה במחירי הנפט והסחורות.

הפיחות ביואן
לא צפוי
לדחות את
העלאת ריבית
הפד

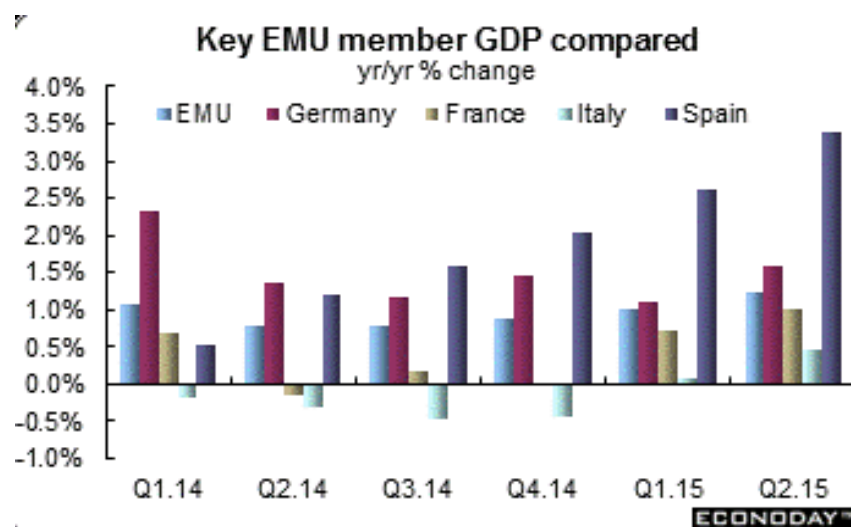
הייצור התעשייתי בסין מתמתן



ההתאוששות באירופה נמשכת

ברבעון ב' הצמיחה באירופה עלתה ב- 0.3% (בקצב שנתי), לאחר 0.4% ברבעון א' וברבעון ד' 2014. המשבר ביוון פגע בפעילות ובאופטימיות בסקטור העסקי האירופי. הצמיחה בצרפת לא עלתה ברבעון ב' מול 0.4% בגרמניה (1.6% שנתי). ספרד הובילה את הפעילות עם צמיחה של 1.0% (4.0%), מגמה אשר מאפיינת את השנה האחרונה כולה.

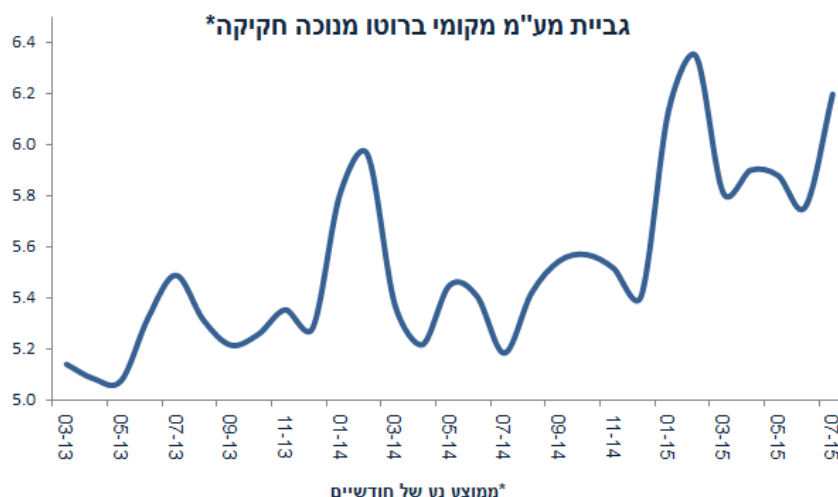
ספרד צמיחה ב- 3.5% בשנה שעברה:



עלייה בגביית מע"מ מקומי

אין ספק שחלק גדול מהגידול בהכנסות ממסים בחודש יולי נבע מזינוק ברכישות של דירות ערב העלאת שיעורי מס רכישה עבור משקיעים. יחד עם זאת, משרד האוצר מציין שהגידול במע"מ מקומי התרחש גם בענף המסחר (ולא רק ענף הנדל"ן והבינוי). בשל העדר נתונים כלכליים על חודש יולי, נתון הגבייה רומז שבחודש יולי נמשך הגידול בצריכה הפרטית.

לפי נתוני
מע"מ, חל
גידול בצריכה
ביולי

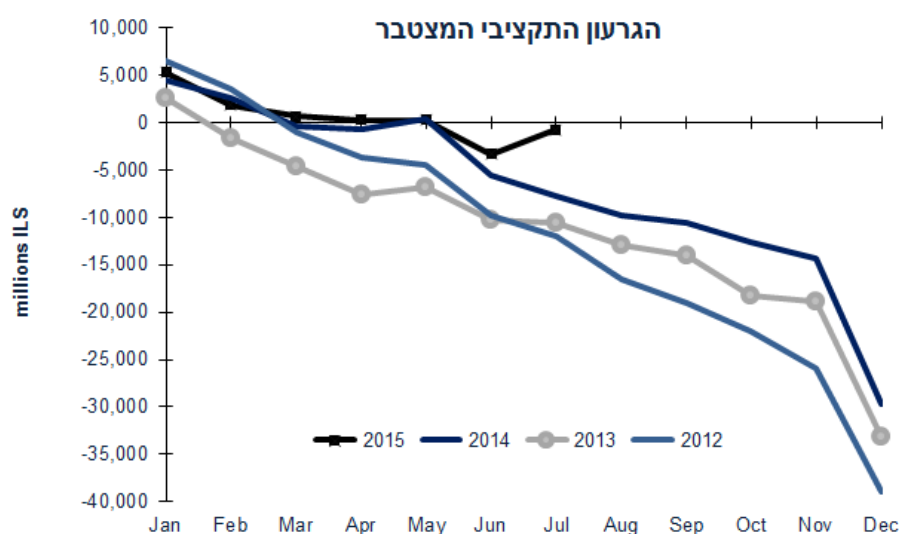


צפוי עודף הכנסות בשנת 2016

בבניית בסיס התקציב של 2016 האוצר הניח הכנסות ממסים של 266.4 מיליארד ₪ בשנת 2015. לפי הנתונים בשבעת החודשים הראשונים של השנה, סביר יותר להניח שההכנסות ממסים יגיעו ל- 269 מיליארד ₪ השנה. אומדן זה מניח התמתנות בהכנסות ממסים עד סוף השנה. אומדן נכון יותר (וגבוה יותר) להכנסות ממסים בשנת 2015 ישפיע על תחזית המסים לשנת 2016. תחזית המסים של משרד האוצר בשנת 2016 מבוססת על בסיס הגבייה בשנת 2015 ומניחה גידול ריאלי (מתון) של 2.2% בשנת 2016 ל- 272.3 מיליארד ₪ (תחזית זו גם שמרנית).

תוספת
הכנסות תממן
תוספת
הוצאות

גרעון קרוב לאפס בשבעת החודשים הראשונים:



לכן, במידה וההכנסות ממסים בשנת 2015 יהיו גבוהות יותר ב-3 מיליארד ₪ (269 מיליארד לעומת אומדן האוצר של 266 מיליארד ₪), אזי סביר להניח שההכנסות ממסים בשנת 2016 יגיעו ל-275 מיליארד ₪, לעומת תחזית האוצר של 272.3 מיליארד ₪. **עודף הכנסות ממסים יקל על עמידה ביעד הגרעון של 2.9% בשנת 2016, זאת על אף הלחצים הפוליטיים להגדיל את הוצאות הממשלה.**

בנוסף, בהנחה סבירה שהגרעון בשנת 2015 יהיה פחות מ-2.9% תוצר (עד יולי 2.1% ב-12 החודשים האחרונים), משרד האוצר יוכל להגדיל הוצאות בשנת 2015 "על חשבון" 2016 בכמה מיליארדי ₪, בתחומים כגון פיצוי לחברות הפנסיה או העברות למשרד הביטחון, **ובכך להקטין את הלחץ על תקציב 2016.**

לפי הערכתנו, לא צפויה "פריצה תקציבית" בשנת 2016, וקצב גיוסי אג"ח יישאר נמוך יחסית. בשבוע הבא נעמוד את קצב ההנפקות מול הפדיון בשנת 2016.

האוצר עשוי להגדיל את הגרעון בסוף 2015 על חשבון 2016

מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
			חשבונאות לאומיים, משרות פנויות	16.8
		מדד מנהלי הרכש של מדינת ניו-יורק		17.8
		אישורי בנייה והתחלות בנייה	ייצור תעשייתי, פדיון	18.8
		בקשות משכנתא, מדד המחירים לצרכן	המדד המשולב	19.8
		תביעות דמי אבטלה, מכירות בתים קיימים, מדד האינדיקטורים המובילים	יצוא שירותים	20.8
	בטחון הצרכנים			21.8

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 יעוץ מקצועי, לרבות מיעוץ השקעות אשר יעוצו 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 מפציהם 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.