

יונתן כץ
וכלכלני לידר
שוקי הון

ירידה בהתחלות הבנייה מהווה איום אינפלציוני

נקודות עיקריות

הנימה הניצית מכיוונו של הפד והחשש מפני מיתון, ממשיכים להעיב על השווקים. התשואות הארוכות עלו על רקע העלאת תקרת הניוד על אג"ח יפני ל-10 שנים (ראה "זום אין") והכוונה של הבנק המרכזי באנגליה למכור אג"ח בשוק (QT). הנתונים הכלכליים בארה"ב היו מעורבים, עם שיפור באמון הצרכני ובהכנסה הפנויה, ועדכון הצמיחה כלפי מעלה ברבעון ג' ל-3.2%, אך חולשה בצריכה הפרטית ונתונים מעורבים לגבי שוק הנדל"ן.

מאקרו ישראל: צפוי מחסור של יחידות דיור

- < למרות הירידה במספר המשרות הפנויות ל-147.2 אלף איש, שוק העבודה נותר הדוק. שיעור האבטלה ירד ל-3.9%, בעיקר עקב ירידה בשיעור ההשתתפות.
- < מספר סיומי הבנייה (קצב שנתי של 49 אלף ברבעון ג') ממשיך לפגר אחרי הביקוש, מה שתומך בהמשך עליית מחירי השכירות בטווח הקצר.
- < באוק' ייצוא שירותי ה"י טק ירד ב-3.5% יחסית לרמה ברבעון ג', החולשה צפויה להימשך ולצמצם את העודף בחשבון הסחר והשירותים.
- < המדד המשולב עלה ב-0.07% בנוב', קצב נמוך מהחודשים הקודמים.
- < מדד מנהלי הרכש ירד אל מתחת לרף ה-50 עם ירידה בתפוקה ובהזמנות ליצוא.
- < **סביבת האינפלציה: פיחות + עלייה במחירי הנפט**
- < השקל פוחת ב-1.2% בשבוע האחרון (מול סל המטבעות), וצפוי לתרום לאינפלציה.
- < מחירי הנפט עלו ב-4% על רקע חששות שרוסיה עומדת לצמצם את התפוקה.

ארה"ב: חולשה בצריכה ובהשקעות בבנייה

- < בנוב', ההכנסה הפנויה עלתה ב-0.4% (הצפי: 0.3%) והצריכה הפרטית ב-0.1% בלבד (הצפי: 0.2%). אינפלציית הליבה PCE התמתנה ל-4.7% מ-5.0%, כצפוי.
- < מספר התחלות הבנייה ירד ב-0.5% בנוב' וב-21% מחודש אפריל. מספר אישורי הבנייה ירד ב-11.2% אך גמר הדירות עלה ב-10.8% בנוב'. **ברבעון ד' צפויה ירידה של 30% בהשקעות בבנייה למגורים** אשר תוריד 1.4% מקצב הצמיחה.
- < בדצמ' מדד האמון הצרכני (conference board) עלה בחדות עם שיפור ברכיב "השפע של מקומות עבודה". ציפיות האינפלציה ירדו אך נותרו גבוהות. גם מדד האמון של משיגן עלה באופן מתון.
- < בנוב' המכירות של בתים יד שנייה ירדו (ב-7.7%), זה החודש השיעי ברציפות, אך מכירות של דירות חדשות עלו ב-2.8% (לעומת הנתון המקורי).
- < ההזמנות של מוצרי בני קיימא ירדו ב-2.1%, בעיקר מטוסים (רכיב תנודתי).

אירופה

- < גרמניה: לפי סקר האמון העסקי (Ifo) בדצמבר חל שיפור ברמת האופטימיות.
- < **שוק האג"ח: עדיפות לצמודים**
- < שוק האג"ח בארה"ב מתמחר הורדת ריבית באמצע 2023, הנחה אופטימית מדי.
- < הריבית בישראל צפויה להתייבב על 4% ב-2023 וצפויה הורדת ריבית מתונה רק ב-2024. האפיקים השקליים הקצרים לא מתמחרים ריבית גבוהה כל כך.
- < בשנים הבאות, סביבת האינפלציה צפויה להיות "דביקה" בישראל עקב הסכמי שכר בסקטור הציבורי, פיחות מסוים בשקל ועלייה במחירי הנפט עם ההתאוששות בסין.
- < **לכן, קיימת עדיפות לאפיקים הצמודים בכול הטווחים.**

זום אין: עליית תשואות ביפן תמכה בעליית תשואות בישראל

- < הבנק המרכזי היפני הודיע על הרחבת טווח היעד לתשואות ל-10 שנים ל-0.5%.
- < צעד זה תמך בעליית תשואות בארה"ב בציפייה שיפנים ימכרו אג"ח ארה"ב (אשר מהווה 15% מהשוק) לטובת אג"ח יפני. במקביל, היין התחזק בכמעט 4%.
- < סביבת אינפלציית הליבה ביפן עלתה ל-2.8% בנובמבר.
- < המשך ירידה בביקוש לאג"ח ארה"ב מהכיוון של יפן וסין צפויה להמשיך להעיב על שוק האג"ח בארה"ב ולכן גם בישראל.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	5.3%
דצמבר	0.4%
ינואר	0.3%
פברואר	0.2%
שנה קדימה	3.1%
2023	2.8%

ריבית	
נוכחית	3.25%
בעוד שנה	4.0%
סוף 2023	4.0%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.493	3.7055
שינוי שבועי	1.2%	0.9%
YTD	12.3%	5.2%
שנה קדימה	3.50	3.71

גיוס מול פירעון	דצמ'
פדיון סחיר	0.0

תחזית הנפקות	2.0
עודף פדיון	-2.0

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר	0.69	0.7	0.8
5904			
בינוני	0.78	0.8	0.8
527			
ארוך	0.80	0.75	0.7
1131			
שקלי	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר	3.54	3.7	3.8
1024			
בינוני	3.53	3.6	3.7
327			
ארוך	3.43	3.5	3.6
432			
US			
2y	4.32	4.4	4.5
5y	3.86	3.9	4.0
10y	3.75	3.8	3.9

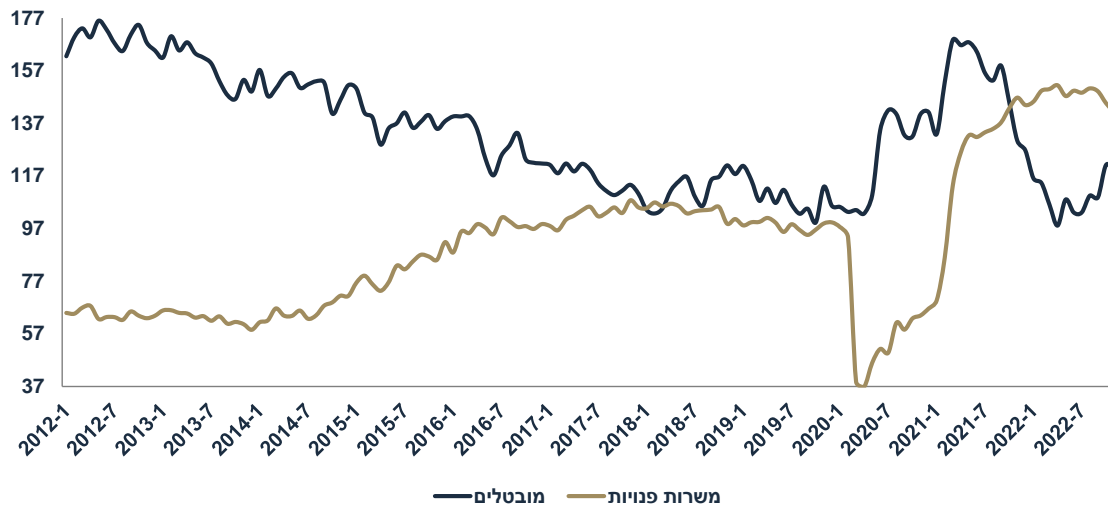
* ט"ק - החודש הקרוב

מאקרו ישראל

שוק העבודה נותר הדוק

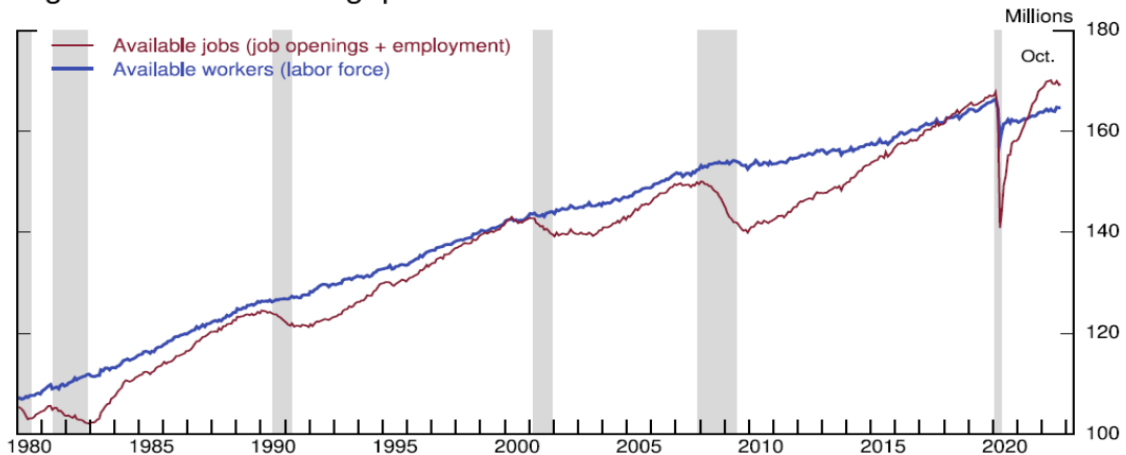
למרות הירידה במספר המשרות הפנויות בחודשים האחרונים (ל-141.2 אלף משיא של 150.2 אלף באוגוסט), שוק העבודה נותר מאד הדוק כאשר תהליך החזרה לשיווי משקל צפוי להימשך תקופה ממושכת. מספר המשרות הפנויות (הביקוש לעובדים) גבוה ממספר המובטלים (כ-120 אלף בגילאים 25-64: ההיצע של מועסקים פוטנציאליים), מצב חריג יחסית לשנים קודמות:

מספר המובטלים (בני 25-64) ומספר המשרות הפנויות (באלפים בניכוי עונתיות)



גם פאוול ציין זאת בניתוח שלו של שוק העבודה:

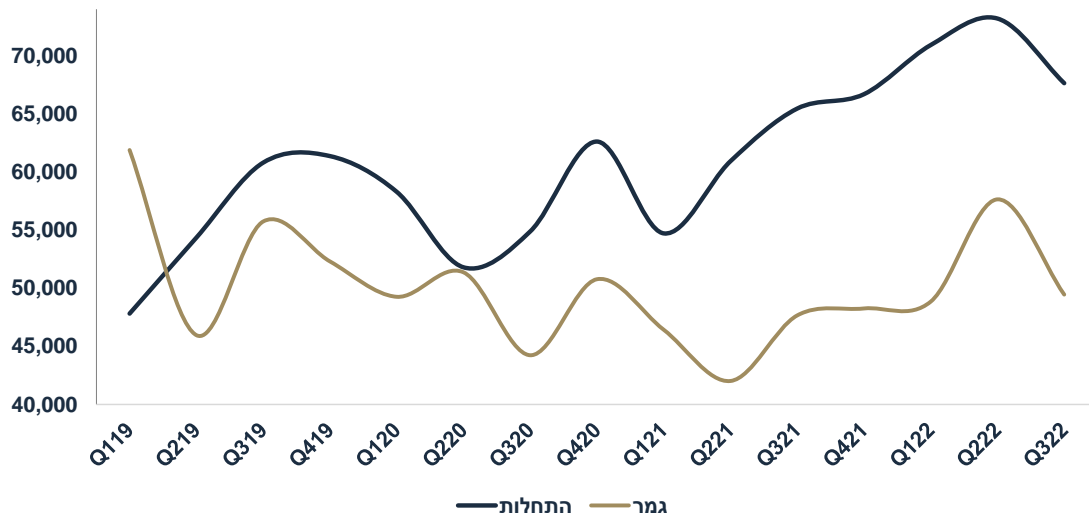
Figure 5. Jobs-worker gap



ירידה בהתחלות ובסיומי בנייה

ברבעון ג', מספר התחלות הבנייה ירד ל-67.6 אלף יחידות בחישוב שנתי, ומספר סיומי הבנייה ירד ל-49.5 אלף. לפי הירידה במספר התחלות וסיומי הבנייה, מחירי הדיור ימשיכו לעלות ב-2023, זאת למרות השיא במספר יחידות דיור בתהליך בנייה פעילה (164.6 אלף). מאד תמוה שלא רואים עדיין גידול של ממש במספר סיומי בנייה. בנוסף, כדאי לשים לב לירידה החדה במספר התחלות הבנייה (ב-8% ברבעון ג'): ללא ספק, ריסון מוניטארי מקשה מאד על הקבלנים ומעלה את הסיכון. ברבעון ד' סביר להניח ירידה נוספת בהתחלות הבנייה, מגמה אשר תגביל את ההיצע של דירות בעתיד. נתון נוסף פורסם בשבוע האחרון: בשנת 2022 הגיעו 70 אלף עולים לישראל, יותר מכפול יחסית לשנים קודמות. משמעות הדבר: לחץ לעליה במחירי שכירות בשוק עם מלאי נמוך יחסית.

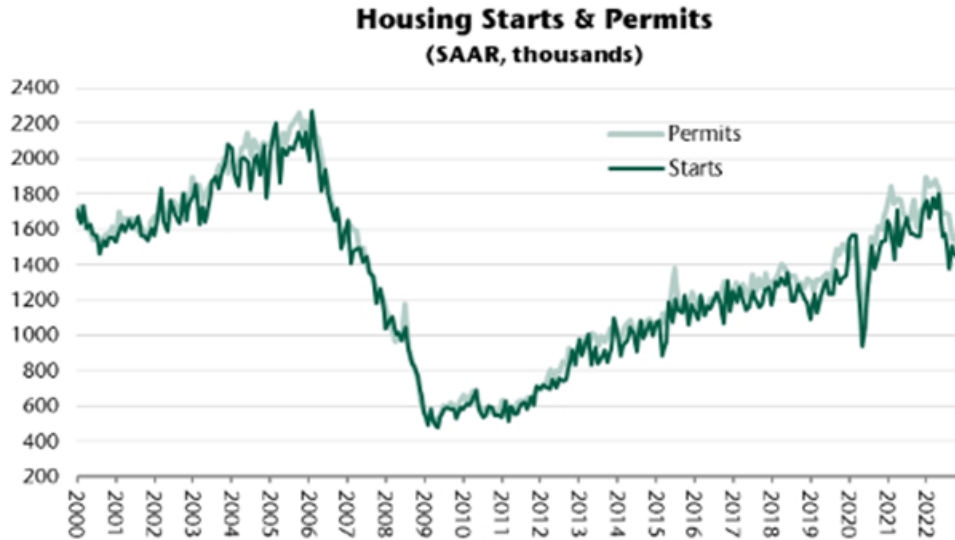
מספר התחלות וגמר בנייה (בקצב שנתי)



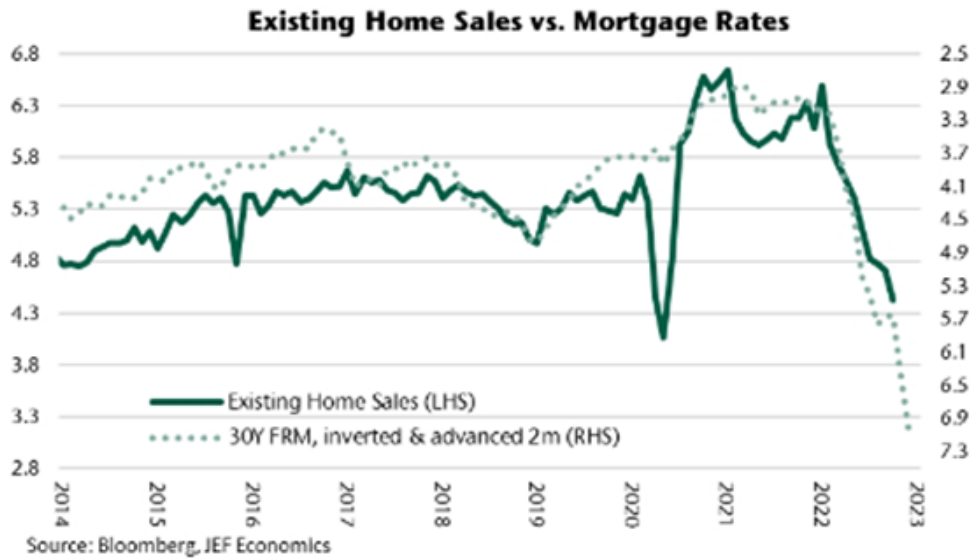
נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל - שני: נתוני תעסוקה (נובמבר), רביעי: רכישות בכרטיסי האשראי (נובמבר).

ארה"ב: התכווצות חדה בבנייה למגורים

מספר התחלות הבנייה ירד ב-0.5% בנובמבר וירד ב-21% מחודש אפריל. מספר אישורי הבנייה ירד ב-11.2% אך נתון גמר הבנייה עלה ב-10.8% בנוב'. עד עכשיו, ענף הבנייה הוסיף מועסקים בכל חודש ב-2022, אך נדמה שמצב זה צפוי להשתנות. ברבעון ד' צפויה ירידה של 30% בהשקעות בבנייה למגורים אשר תוריד 1.4% מקצב הצמיחה ברבעון זה.

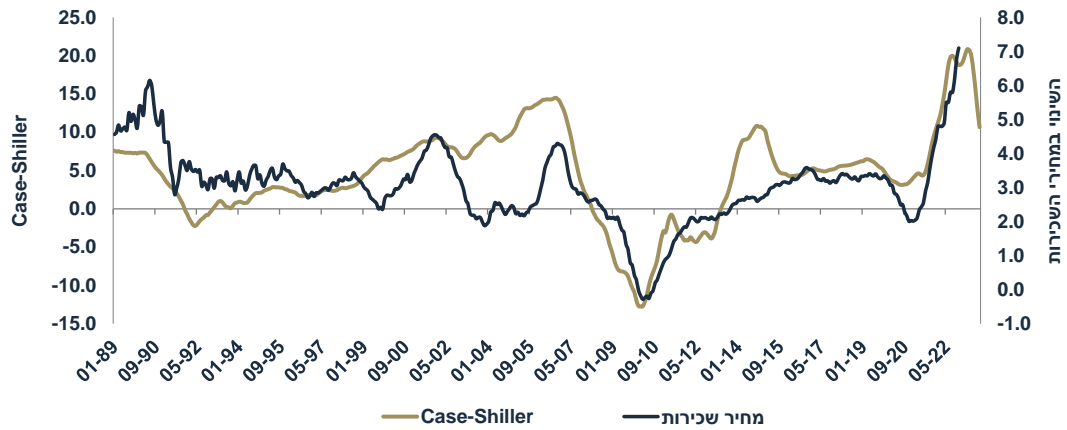


בנובמבר המכירות של בתים יד שנייה ירדו (ב-7.7%), זה החודש התשיעי ברציפות, זאת על רקע ההתייקרות החדה במחירי המשכנתאות:



השאלה הגדולה הינה מתי הירידה בביקוש לדירה, והירידה במחירי הדירה, ישפיעו על מחירי השכירות אשר נמדדים במדד. מחירי Case-Shiller מצביעים על ירידה במחירי הבתים בחודשים האחרונים (ירידה של 2.6% בחודשים מיוני עד ספטמבר), אך קיים פיגור של כשנה ורבע עד שזה ישפיע על מחירי השכירות במדד. לפי פאוול, השינוי במגמה צפויה במחצית השנייה של 2023. התמתנות במחירי השכירות (במשקל 24% במדד) במחצית השנייה של השנה צפויה לתמוך בהתמתנות באינפלציה.

הקורלציה בין מחירי הבתים למכירה ובין מחירי השכירות (בפיגור של 1.25 שנים)

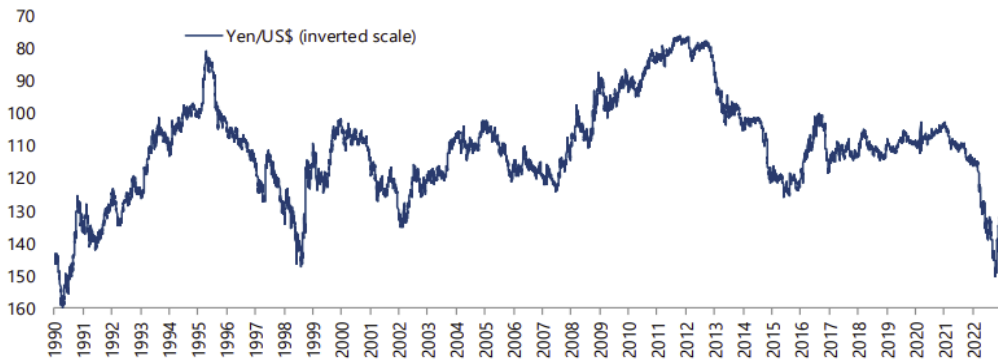


נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: ארה"ב: שלישי: מחירי הבתים Case-Shiller (אוקטובר), חמישי: מספר דורשי עבודה חדשים בשבוע האחרון.

זום אין: עליית תשואות ביפן תמכה בעליית תשואות בישראל

ביום שלישי האחרון, הבנק המרכזי היפני הודיע על הרחבת טווח היעד לתשואות ל-10 שנים ל-0.5% מ-0.25%.
 צעד זה תמך בעליית תשואות בארה"ב בציפייה שיפנים ימכרו אג"ח ארה"ב (משקיעים יפנים מהווים 15% מהשוק) לטובת אג"ח יפני. במקביל היין התחזק בכמעט 4%.

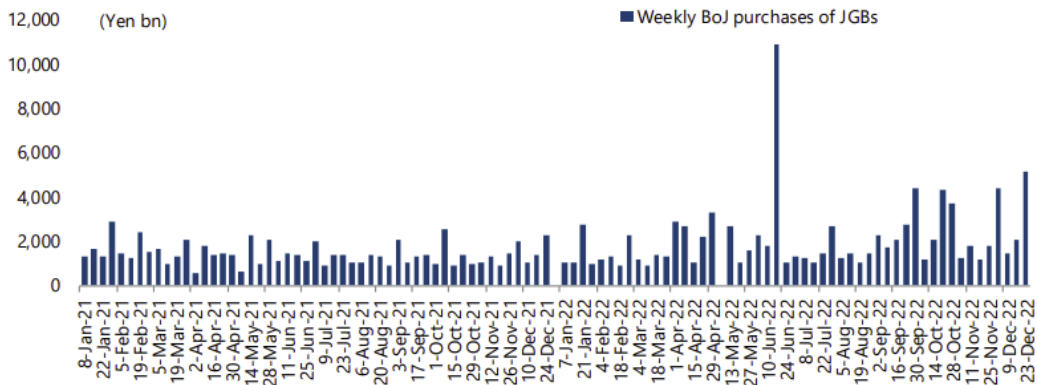
Exhibit 1: Yen/US\$ (inverted scale)



Source: Bloomberg

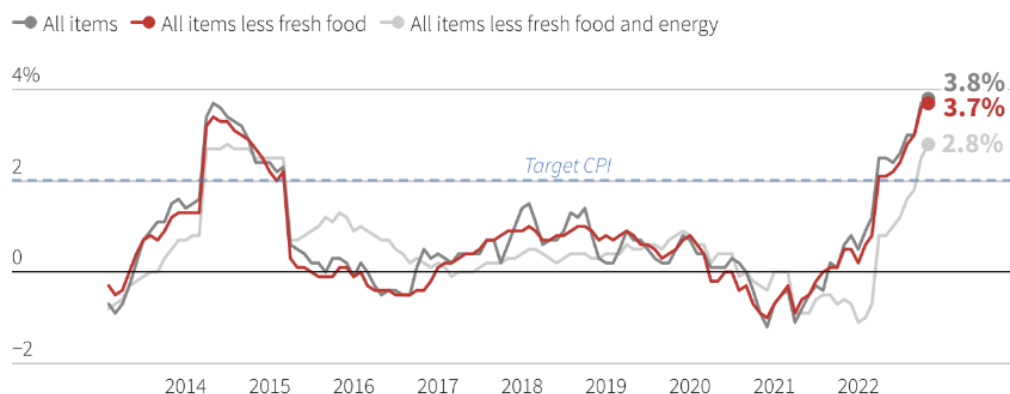
קשה להסביר את העיתוי של החלטה זו. ברקע, בשבוע האחרון רכישות אג"ח מקומי הגיעו להיקף הגבוה ביותר מאז חודש יוני. הבנק המרכזי כבר מחזיק כ-50% מסך החוב הממשלתי, עלייה מ-12% ב-2013.

Exhibit 2: Bank of Japan weekly gross outright purchases of JGBs



Note: Latest week = 19-21 December 2022. Source: Bloomberg, Bank of Japan

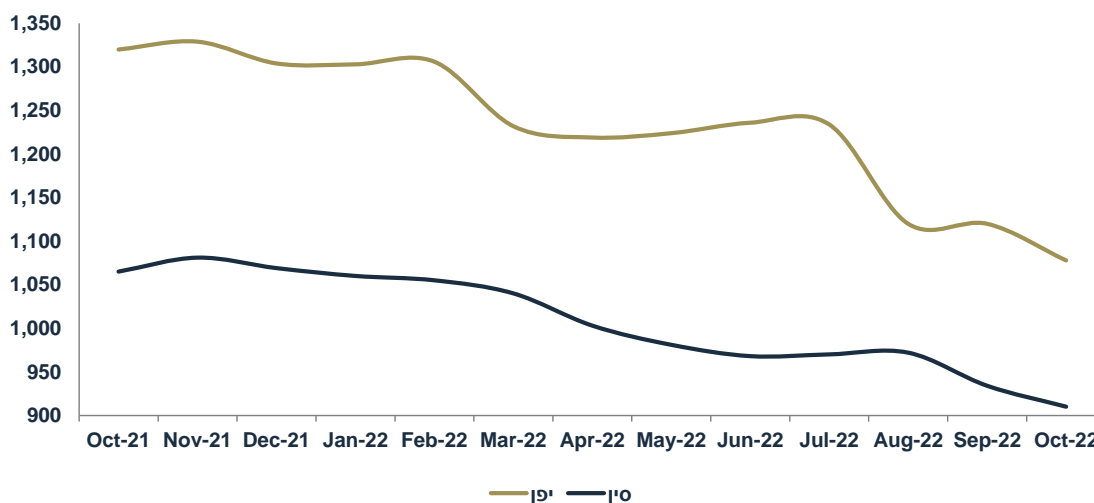
סביבת אינפלציית הליבה ביפן עלתה ועומדת על 2.8% בנובמבר, וסך הכול האינפלציה עלתה ל-3.8%. יעד האינפלציה עומד על 2.0%. אינפלציית הליבה עלולה להמשיך לעלות על רקע כוונת איגוד העובדים הגדול ביפן לדרוש תוספת שכר של 5%. ציפיות האינפלציה שנה קדימה בקרב חברות יפניות עלו ל-2.7% מ-1.1% לפני שנה.



ב-2023 קיימת בהחלט אפשרות להמשך הידוק מוניטארי ביפן, או על ידי העלאת הריבית הבסיסית (כרגע -0.1%) או על ידי העלאת יעד התשואה של האג"ח ל-10 שנים אל מעבר ל-0.5%.

יפן הינה המחזיקה מספר 1 של אג"ח ארה"ב (15% מהחוב האמריקאי). בשנה האחרונה גם יפן וגם סין צימצמו את האחזקות באג"ח ארה"ב ב-18%. באוקטובר יפנים מכרו 42 מיליארד דולר באג"ח ארה"ב והאחזקות ירדו ל-1.078 טריליון דולר. סין (המחזיקה מספר 2 בשוק האג"ח בארה"ב) גם מוכרת אג"ח במסגרת "המלחמה הקרה" בין המדינות וצימצמה ב-15% את האחזקות.

האחזקות של יפן וסין באג"ח ארה"ב



בשבוע

האחרון התשואות בארה"ב ל-10 שנים עלו בחדות, כנראה בציפייה למכירות אג"ח של יפנים אשר מעדיפים להשקיע באג"ח היפני וליהנות ממגמת ההתחזקות של היין. סביר להניח שמגמת צמצום האחזקות של יפנים (וסינים) בארה"ב הינה גורם המהווה איום להמשך עליית תשואות בארה"ב, מה שישפיע גם על שוק האג"ח הישראלי.

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 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.