

יונתן כץ
 וכלכלני לידר שוקי הון

שוק האג"ח לא יתרגש מהעלאת ריבית בארה"ב בספטמבר

נקודות עיקריות

מאקרו ישראל

- בחודשים האחרונים מסתמנת עלייה מתונה בקצב גידול השכר ל- 3.5%-3.0%.
- הגידול בשכר מושפע מהתקרבות לתעסוקה מלאה ועדכון שכר מינימום.
- ברבעון ב' המכירות של דירות חדשות עלו בקצב שנתי של- 52% (לעומת רבעון א'), אך צפויה ירידה ברבעון ג'.

אינפלציה:

- אנו ממשיכים לחזות אינפלציה נמוכה בחודשים הקרובים על רקע ירידה במחירי הנפט וייסוף בשקל.
- יחד עם זאת, צפוי פיחות בשקל בהסתכלות שנה קדימה בהנחה (שלנו) שבנק ישראל לא יעלה את הריבית לפני רבעון ג' 2016 לפחות.
- לכן, אנו חוזים אינפלציה של 1.0% שנה קדימה.

מדיניות מוניטארית

- בשבוע האחרון בנק ישראל הצליח לגרום לפיחות מתון של 0.4% בשקל מול סל המטבעות.
- בנק ישראל רכש \$0.5 מיליארד בחודש יולי, לאחר \$2 מיליארד ביוני.
- קיימת ציפייה בבנק ישראל שהעלאת ריבית הפד תתמוך בפיחות מתון בשקל.
- לא צפויה העלאת ריבית בישראל עד רבעון ג' 2016 לפחות.

מאקרו גלובלי

- נתוני תעסוקה בארה"ב היו סבירים, אך לא מדהימים (תוספת של 229 אלף מועסקים כולל תיקונים אחורה).
- מדובר בקצב התואם את השיפור המתון (some moderate improvement) אשר יתמוך בהעלאת ריבית הפד בספטמבר.
- מסתמן שיפור של ממש בענפים הלא תעשייתיים (שירותים בעיקר) בארה"ב.
- בגרמניה הייצור התעשייתי זינק ב- 2% בחודש יוני, ו- 3.1% ברבעון ב' לעומת רבעון א'.
- בסין נתוני הייצור התעשייתי איכזבו ביולי עם ירידה של 8.1% לעומת יולי אשתקד.

שוק האג"ח

- מסגרת התקציב אשר אושרה בממשלה בהחלט סבירה עם גידול של 4.1% בהוצאות הממשלה בשנת 2016.
- ההכנסות ממסים עשויות להפגיע לטובה (גם בשנת 2015 וגם 2016).
- הגרעון התקציבי בשנת 2015 עשוי להיות נמוך מ- 2.5% תוצר.
- האוצר שומר על קצב גיוס מתון של 2.3 מיליארד ₪ בחודש אוגוסט.
- התשואות בארה"ב ירדו בשבוע האחרון על רקע חולשה בסין וירידה במחירי הנפט.
- אנו ממשיכים לצפות לעליית תשואות מתונה בארה"ב לכיוון 2.5% עד סוף השנה.
- דחיית העלאת הריבית בישראל מצדיקה פרמיית סיכון שלילית (מול ארה"ב) בארוכים.

זום אין

קצב האינפלציה השנתית בישראל צפוי להישאר נמוך עד סוף 2016

- החלטת הריבית מאד מושפעת מהאינפלציה ב- 12 החודשים האחרונים.
- קשה יהיה להעלות את הריבית לפני שקצב האינפלציה עולה לכיוון 1.5% לפחות.
- לכן, למרות מספר העלאות ריבית על ידי הפד, בנק ישראל לא ימהר להגיב.

ריבית	
נוכחית	0.10%
בסוף 2015	0.10%
בעוד שנה	0.25%

אינפלציה	
12 ח' אחרונים	-0.4%
3 ח' קרובים	-0.3%
12 ח' קרובים	1.0%
2015	-0.1%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.808	4.1603
שינוי שבועי	0.8%	0.5%
YTD	-2.0%	-12.0%
3 ח' קרובים	3.85	4.20
שנה קדימה	3.95	4.23

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	-0.43	-0.5	-0.8
בינוני 1019	-0.20	-0.5	-0.4
ארוך 923	0.50	0.45	0.50

שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.21	0.25	0.25
בינוני 120	1.07	1.0	1.1
ארוך 1026	2.44	2.40	2.5

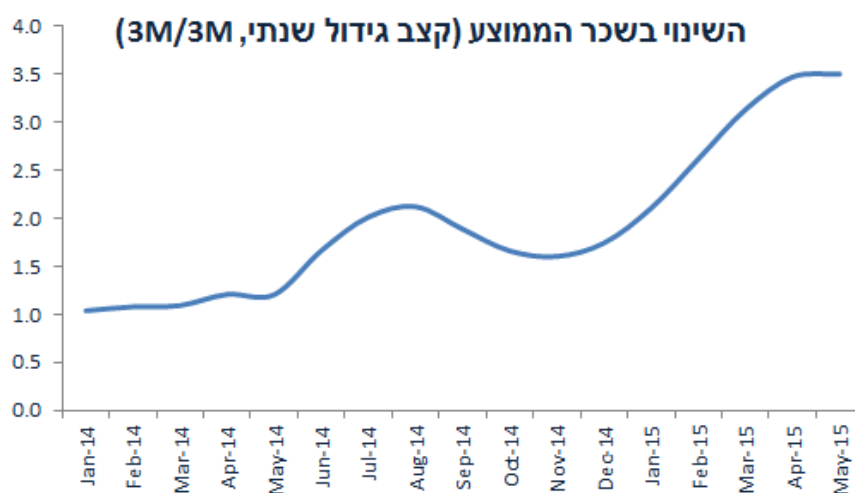
US			
2y	0.72	0.7	0.7
5y	1.57	1.7	1.8
10y	2.16	2.3	2.5

* ט"ק- החודש הקרוב
 * ט"ב- 3 חודשים

סימנים ראשוניים של עליית שכר

השכר הממוצע במשק מתחיל לזחול כלפי מעלה, זאת על רקע העלאת שכר מינימום בחודש אפריל בשיעור של 8%, והתקרבות לתעסוקה מלאה אשר יוצרת מחסור של עובדים בסקטורים מסוימים (לכן לחצי שכר). השכר הממוצע במשק עלה ב- 3.5% בקצב שנתי בחודשים מרץ-מאי. חישוב זה מעט מטעה בשל עדכון שכר מינימום באפריל, אך עוד לפני עדכון זה קצב הגידול עמד על 3.1% (ברבעון א'). ניתוח זה מתייחס לנתוני המגמה של הלמ"ס. בהנחה שהפריון במשק עולה בקצב של 1.5%-1% (בנק ישראל מניח 1.2%), אזי הסקטור העסקי חייב להגדיל את ההכנסות ב- 2% כדי לשמור על רמת ריווחיות נתונה. כמובן שחישוב זה מניח שמרכיב היבוא (אשר הוזל השנה בשל הייסוף וירידה במחירי היבוא) בתשואות זניח. מרכיב גדול של יבוא תשואות (מוזלות) עשוי לפצות על עליית השכר, כגון בתעשיית המזון וחלק מרשתות השיווק

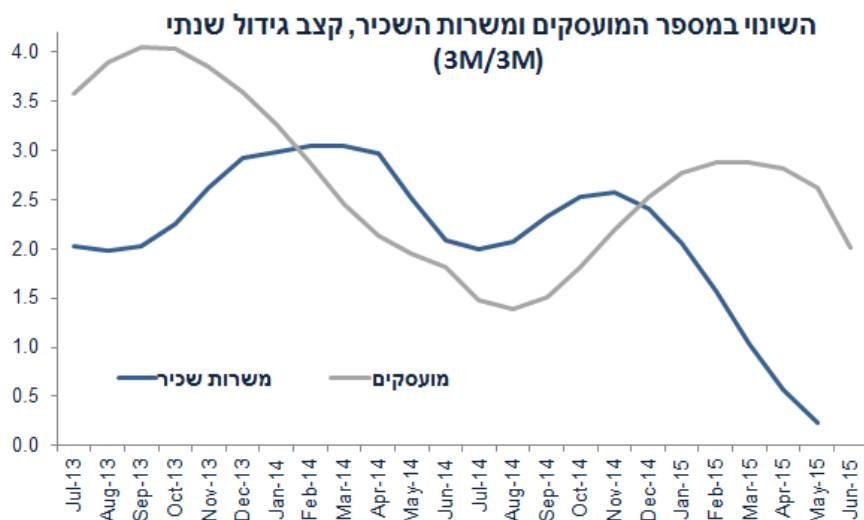
השכר עלה בשל
עדכון שכר מינימום
וירידה באבטלה

**קיפאון במספר משרות השכיר**

נציין שוב את הפער בין הגידול המהיר במספר מועסקים (לפי סקר כוח האדם) של כ- 2% שנתי ברבעון ב' לעומת כמעט קיפאון במשרות השכיר. **סקר כוח אדם אמין יותר לגבי השינוי במספר מועסקים וחישוב יותר בדיונים המוניטאריים.**

יש הטוענים שסך תשלומי השכר במשק כמעט ולא עלה בשל הקיפאון במספר המשרות אשר מקזז את השפעת העלייה בשכר. הסתכלות על **הגידול במספר מועסקים** (לא משרות) + **עליית השכר הממוצע** בהחלט מצביעה על שוק העבודה "מתוח" אשר כן צפוי להשפיע על האינפלציה, למרות שגורמים כגון הוזלת היבוא, הדלקים, הגברת התחרותיות והוזלת מחירי התחבורה צפויים להשפיע בכיוון הפוך.

קיים פער בין
הגידול במספר
המשרות ובין מספר
המועסקים



ביקוש מוגבר לרכישת דירות

ברבעון ב' מספר הרכישות של דירות חדשות עלה ב- 52% בקצב שנתי (לעומת רבעון א'), זאת על רקע הציפייה להעלאת שיעורי מס הרכישה על דירות להשקעה בחודש יולי. ההאצה בביקוש צפויה להיות זמנית וצפויה ירידה מסוימת ברבעון ג'.

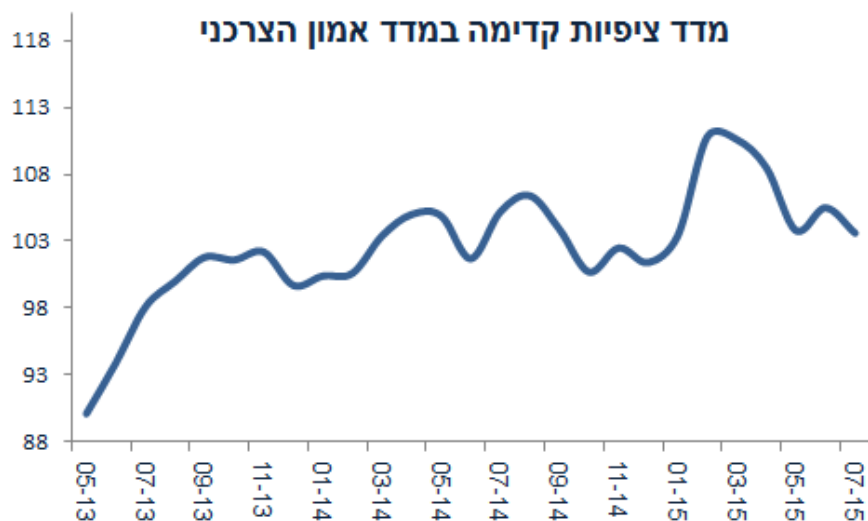
גל רכישות של דירות לפני השינויים במיסוי



מעט ירידה באמון הצרכני

לפי מדד האמון הצרכני של בנק הפועלים, חלה ירידה מתונה באמון הצרכני ביולי, בפרט במדד ציפיות קדימה. לא ברור מה משפיע לרעה על האופטימיות של משקי הבית, אך יתכן שהציפיות לקיצוץ תקציב במסגרת תקציב 2016 מעיבות מעט על האופטימיות של משקי הבית.

פחות אופטימיות לגבי העתיד



במחצית הראשונה של השנה צמיחת המשק הישראלי נשענת בעיקר על הצריכה הפרטית. חשוב יהיה לנתח את נתוני סחר החוץ של חודש יולי (הפרסום ביום שלישי).

מסגרת התקציב בהחלט סבירה

למרות הביקורת הרבה מכיוונו של בנק ישראל, מסגרת התקציב לשנת 2016 לא מהווה מדיניות פסיקאלית מרחיבה או בעייתית. להלן מספר נקודות:

- ✓ תקציב 2016 מבוסס על גידול נומינלי של 4.1% בהוצאות הממשלה (לעומת 2015).
- בהחלט קצב גידול מתון, התואם את הגידול בתוצר הנומינלי. חשוב לזכור שכבר עתה רמת ההוצאה הציבורית במונחי תוצר (סביב 44%) הינה בין הנמוכות בקרב מדינות ה-OECD.
- ✓ תקציב הביטחון יעלה ב-1.7 מיליארד ₪, תוספת בהחלט מתונה (יחסית לדרישות).
- ✓ משרד החינוך יקבל תוספת של 4.9 מיליארד ₪.
- ✓ ההכנסות ממסים עשויות להפגיע לטובה כבר השנה, מה שיעלה את בסיס ההכנסות לשנת 2016.

- ✓ לפי הגידול החד בהכנסות ממסים בחודשים ינואר-יולי, ההכנסות ממסים עשויים להגיע ל- 270 מיליארד ₪ השנה לעומת תחזית האוצר (במסגרת התקציב 2015-2016) של 266.3 מיליארד ₪ ותחזית של 272.3 מיליארד בשנת 2016.
- ✓ אין העלאת מסים במסגרת התקציב.

ההכנסות ממסים (מיליארדי ₪)



ההכנסות
ממסים צפויות
להפגיע
לטובה השנה

בארה"ב: נתונים חיוביים תומכים בהעלאת ריבית בספטמבר

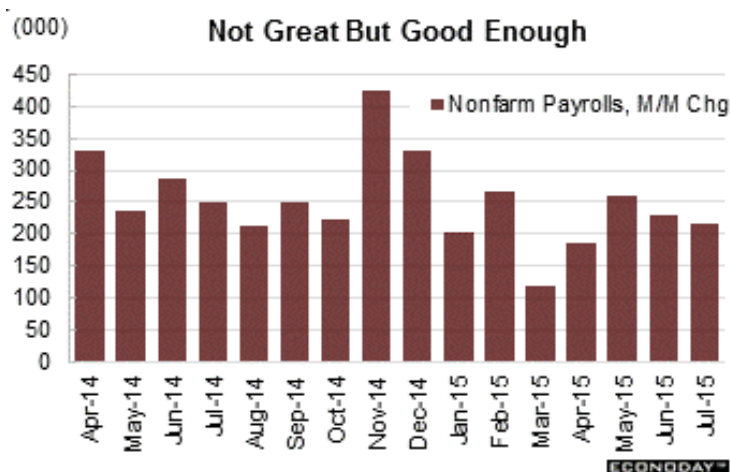
Good news:

✓ נוספו 215 אלף מועסקים חדשים בחודש יולי, כאשר האומדן של החודשים מאי-יוני עודכן כלפי מעלה ב-14 אלף מועסקים. מדובר בקצב גידול בהחלט סביר התואם את האמירה של יליין: "some moderate improvement" בשוק העבודה. שיעור האבטלה נותר יציב על 5.3%. שיעור ההשתתפות נותר גם יציב והשכר לשעת עבודה עלה ב-0.2%.

נמשך השיפור

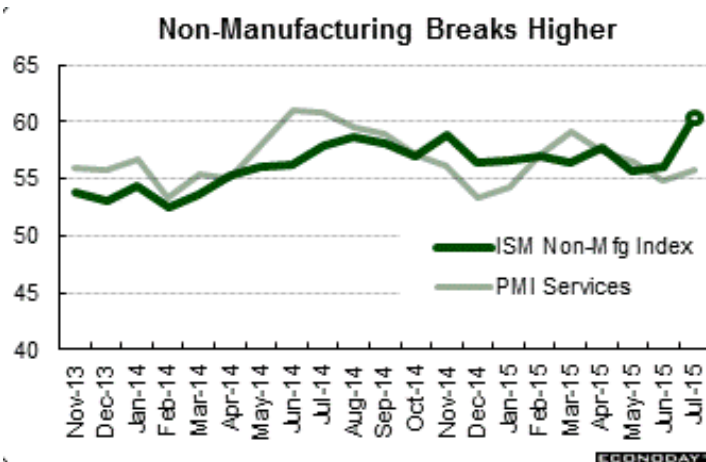
בשוק העבודה

המשך שיפור בשוק העבודה:



✓ מספר דרשי העבודה התייצב על הרמה הנמוכה ביותר זה 42 חודשים (270 אלף).
 ✓ מספר הרכבים החדשים שנמכרו ביולי עלה ב-3.2% לעומת יוני.
 ✓ מדד מנהלי הרכש בסקטורים הלא תעשייתיים (non-manufacture) עלה ל-60.3 נקודות ביולי מ-56.0 ביוני. מדד ההזמנות החדשות עלה ל-63.8 נקודות. **מדובר במדד מאוד חיובי בהתחשב במשקל הרב של השירותים בתוצר העסקי האמריקאי (כ-70%).**

מדד ISM (למעט התעשייה) תומך בהאצה בפעילות:



✓ ההזמנות בתעשייה עלו ב-1.8% בחודש יוני לאחר ירידה של 1.1% במאי.
 ✓ האשראי הצרכני עלה ב-\$20.7 מיליארד בחודש יוני לאחר גידול של \$16.5 מיליארד במאי.

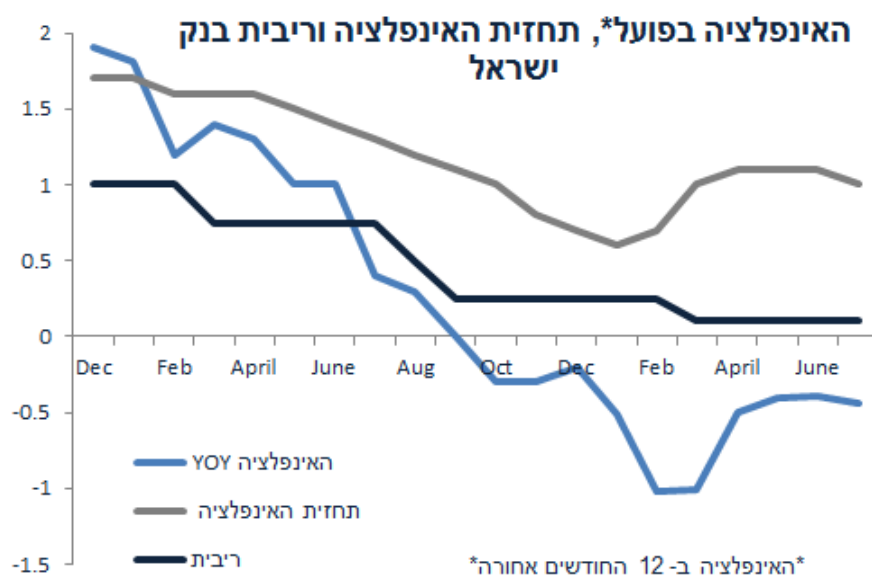
:Disappointing news

- ✓ האינפלציה עדיין נמוכה מדי, בהסתכלות על מחירי הצריכה הפרטית (core PCE) אשר עלתה ב- 1.3% ב- 12 החודשים האחרונים.
- ✓ בהנחה של עוד נתון של גידול סביר במספר המועסקים בחודש אוגוסט (יותר מ-200 אלף איש) וסביר להניח שהפד יעלה את הריבית ב- 17 ספטמבר, אך לא מדובר בהתרחשות דרמטית.

בדיונים המוניטאריים, אין ספק שהאינפלציה ב-12 החודשים האחרונים מהווה גורם חשוב בהחלטת הריבית. בנק ישראל בהחלט רגיש לאינפלציה בעבר אשר לפיה הבנק המרכזי נמדד בקרב הציבור בהשגת (או אי השגת) יעד האינפלציה. כמובן גם המבט על האינפלציה קדימה (התחזיות של החזאים והציפיות בשוק) חשוב מאד בהחלטת הריבית, אך לעיתים ציפיות האינפלציה קדימה מושפעת מהתנהגות האינפלציה בשנה לאחור.

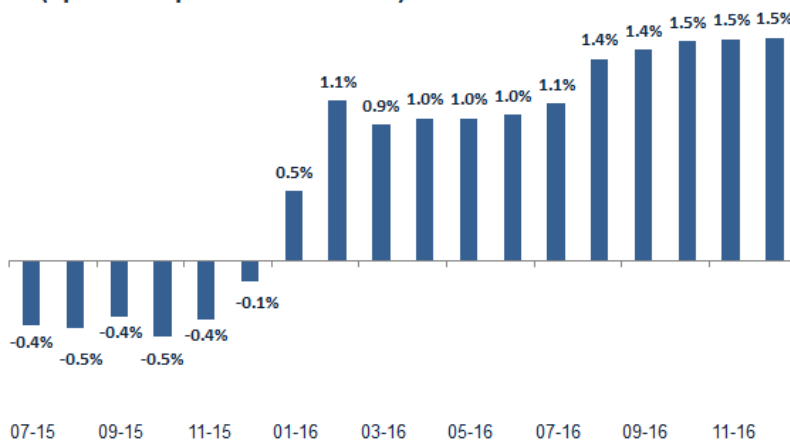
קיימת
חשיבות
לאינפלציה
אחורה
בהחלטת
הריבית

לצורך המחשת חשיבות האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים, נדגיש שבנק ישראל הוריד את הריבית בחודש אוגוסט 2014 ושוב בחודש ספטמבר כאשר קצב האינפלציה השנתית ירד ל-0.4% באוגוסט (מ-1.0% ביולי). גם הורדת הריבית האחרונה בסוף פברואר 2015 הושפעה מהירידה בקצב האינפלציה ל-1.0%-מ-0.5%.



למרות שקיימת ציפייה בשוק שבנק ישראל יעלה את הריבית "מעט אחרי הפד", אנו מעריכים שבנק ישראל יתקשה להעלות את הריבית עד שהאינפלציה ב-12 חודשים אחורה עולה לכיוון 1.5% לפחות. לפי תחזית האינפלציה שלנו, מועד זה עשוי להידחות לסוף 2016.

תחזית האינפלציה (חודש מול חודש המקביל אשתקד)



מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
מדד המחירים לצרכן וליצרן			כניסת תיירים	9.8
			אמון צרכני, מגמות בסקטור העסקי	10.8
	סקר ה-ZEW	המלאי העסקי	סחר חוץ	11.8
המכירות הקמעונאיות והתפוקה התעשייתית	התפוקה התעשייתית	בקשות משכנתאות		12.8
		המכירות הקמעונאיות, תביעות דמי אבטלה		13.8
	נתוני התמ"ג לרבעון השני, מדד המחירים לצרכן	מדד המחירים ליצרן, התפוקה התעשייתית, מדד ביטחון הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן	מדד מחירים לצרכן	14.8

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 ייעוץ מקצועי, לרבות מיעוץ 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 מפיצייהם 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.