

יונתן כץ
וכלכלני לידר
שוקי הון

בנק ישראל פחות מתלהב מהורדת ריבית וחוזר לרכוש מט"ח

נקודות עיקריות

אופטימיות לגבי השגת הסכם סחר משמעותי בין ארה"ב וסין תמכה בשוק המניות בתחילת שבוע, אולם ביום חמישי טראמפ חתם על הצהרה של הקונגרס התומכת בזכויות האזרח בהונג קונג, ובכך פגע ביחסים עם סין. בעולם מכלול הנתונים הכלכליים היו חיוביים, בפרט עדכון כלפי מעלה של הצמיחה בארה"ב ברבעון ג' ל-2.1%. באירופה נתוני האינפלציה הפתיעו מעט כלפי מעלה. בנק ישראל הפתיע ושמר על אי שינוי ריבית ומשדר שקיימת עדיפות להתערבות בשוק המט"ח.

אנו מנתחים את נתוני המאקרו בראיית בנק ישראל:

מאקרו ישראל: צמיחה בקרבת הקצב הפוטנציאלי.

- < באוקטובר שיעור האבטלה ירד ל-2.9% (גילאים 24-65) מ-3.2% בספטמבר.
- < מספר המועסקים עלה ב-1.6% בשיעור שנתי באוגוסט-אוקטובר.
- < המדד המשולב מצביע על האצה בפעילות בחודשיים האחרונים.
- < הגידול ביצוא שירותים הואט ברבעון ג' אך צפוי להתרחב בכמעט 10% השנה.
- < הצריכה הפרטית ממשיכה להתרחב, אם כי בקצב מתון יותר לעומת שנים קודמות.

סביבת האינפלציה:

- < הוזלות חדות השנה ב"יום שישי השחור" תומכות במדד נמוך בנוב' (-0.3%).
- < מחירי הדלקים עלו ב-0.65% בתחילת דצמבר.
- < תחזית מדד דצמבר עומדת על 0.0%.
- < אנו צופים מדד של -0.4% בינואר בהנחה שהליכה לבחירות נוספות תדחה העלאת מיסים.

מאקרו גלובאלי:

ארה"ב: מרבית הנתונים היו חיוביים.

- < מספר המכירות של בתים חדשים היה גבוה מהציפיות ב-3.6%.
- < ההזמנות של מוצרי בני קיימא עלו ב-0.6% באוקטובר (מול ציפיות של -0.7%).
- < מדד האמון הצרכני ירד מעט בנובמבר, אך עדיין נמצא על רמה היסטורית גבוהה.
- < הצריכה הפרטית עלתה ב-0.3% באוקטובר וב-2.3% y/y (ריאלית).
- < אינפלציית הליבה PCE התמתנה ל-1.6% y/y מ-1.7% לפני חודש.
- < אומדן הצמיחה לרבעון ג' עודכן ל-2.1% (מ-1.9%), עם גידול של 2.9% בצריכה.

אירופה: עלייה מפתיעה באינפלציה.

- < מסתמנת האצה באינפלציית הליבה ל-1.3% y/y בנובמבר מ-1.1% באוקטובר.
- < מדד האמון הכלכלי עלה ב-0.5 נקודות ל-101.3 בחודש בנובמבר.

שוק האג"ח: פחתה האטרקטיביות בארוכים

- < בנק ישראל שינה (שוב) את הדיסקט וכעת מאותת שאינו מתלהב מהורדת ריבית.
- < לעומת זאת, בנק ישראל מעדיף לחזור ולהתערב בשוק המט"ח.
- < לכן, ללא הרעה של ממש בפעילות, פחת מאד הסיכוי להורדת ריבית ב-2020.
- < בנוסף, שיפור מסוים בסביבה הגלובלית מקטין את הסיכוי להורדת ריבית.
- < העדר אופק של הורדת ריבית מוריד מהאטרקטיביות של האפיקים הארוכים.

זום אין: מוקדם מדי להספיד את עקומת פיליפס

- < בשנים האחרונות פחת הקשר בין אבטלה נמוכה => לחצי השכר => לחצי אינפלציה.
- < יחד עם זאת, ניתן להבחין במגמת עליית שכר במדינות המפותחות במקביל לירידה באבטלה.
- < עדיין שיעור עליית השכר לא הביא לעלייה משמעותית באינפלציה.
- < קיימת טענה (נכונה לפי דעתנו) שמסתמנת אינפלציה של מחירי הנכסים.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	0.4%
נובמבר	-0.3%
דצמבר	0.0%
ינואר	-0.4%
שנה קדימה	1.0%
2020	1.0%

ריבית	
נוכחית	0.25%
סוף 2019	0.25%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.476	3.8241
שינוי שבועי	0.5%	-0.2%
YTD	-7.3%	-10.9%
שנה קדימה	3.42	3.77

אג"ח סחירות	דצמ'
פדיון סחיר	0.0
תחזית הנפקות	2.0
עודף פדיון	-2.0

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר	-0.75	-0.7	-0.7
5903			
בינוני	-0.82	-0.8	-0.7
5904			
ארוך	-0.50	-0.45	-0.4
529			
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר	0.18	0.2	0.25
122			
בינוני	0.36	0.4	0.5
324			
ארוך	0.98	1.0	1.1
330			
US	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
2y	1.61	1.6	1.7
5y	1.63	1.7	1.8
10y	1.77	1.8	1.9

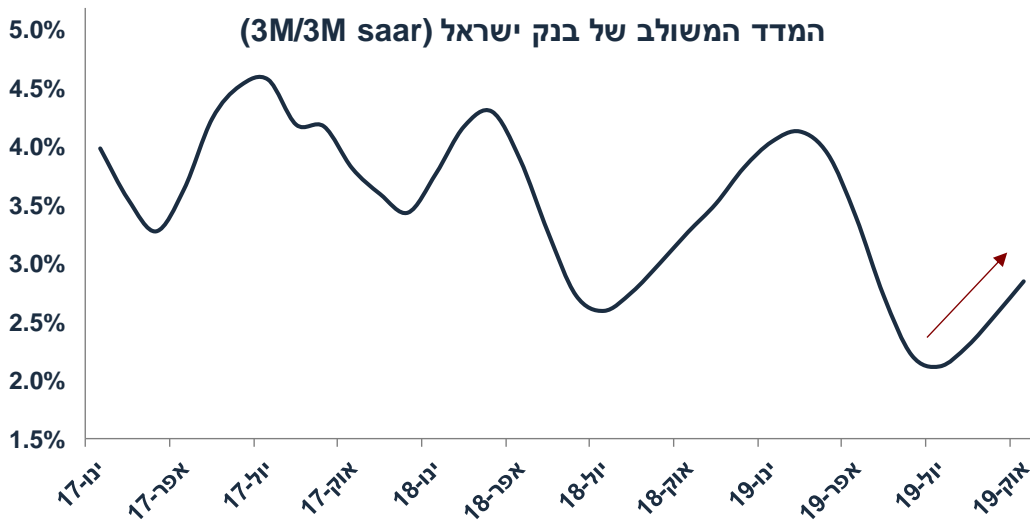
* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

מאקרו ישראל

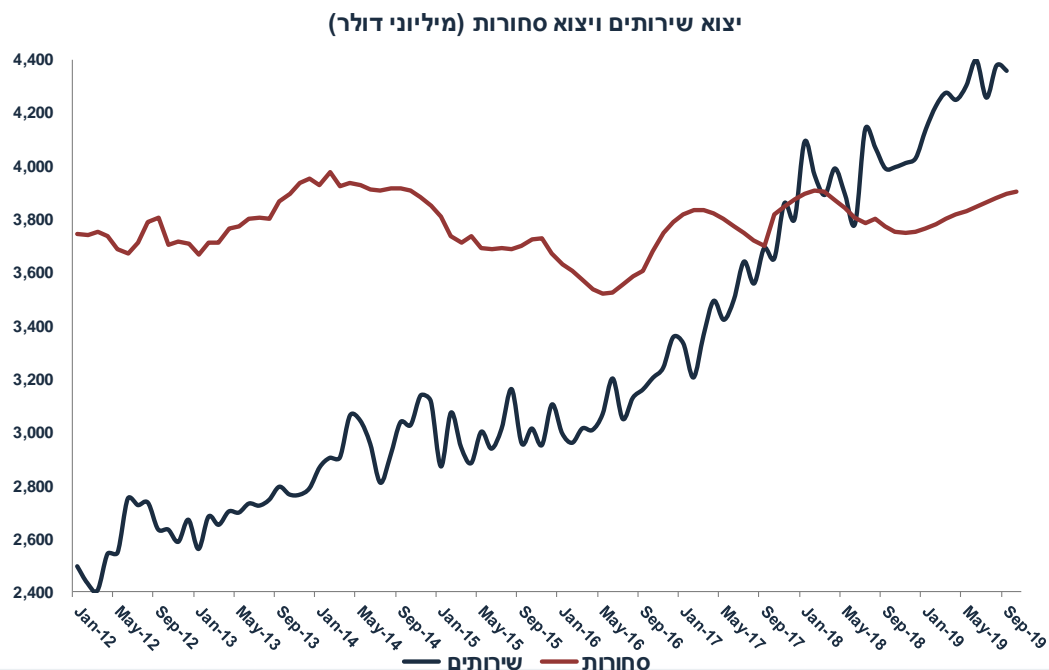
בשבוע האחרון פורסמו שורה של נתוני חיוביים

בשבוע האחרון פורסמו שורה של נתונים כלכליים המצביעים על המשך צמיחה ברבעון ג' וכנראה גם בתחילת רבעון ד'. אומנם חלק מהנתונים מצביעים על התמתנות קלה: סך הפדיון של ענפי הכלכלה עלה ב- 2.9% (נתוני מגמה, בחישוב שנתי) ברבעון ג' לאחר גידול של 3.6% ברבעון ב', הגידול בייצור התעשייתי התמתן ל- 3.9% ברבעון ג' מ- 6.5% ברבעון ב' והגידול ביצוא השירותים התמתן ל- 1.4% ברבעון ג' מ- 10.2% ברבעון ב'. לעומת זאת, מסתמנת האצה קלה במדד המשולב של בנק ישראל בחודשיים האחרונים ושוק העבודה ממשיך להיות הדוק. בהודעת הריבית, בנק ישראל ציין שהוא צופה תיקון לאחור בהרכב הצמיחה ברבעון ג' (אשר לא היה חיובי במיוחד: -2.1% ללא מלאים), כך שחלק מהגידול החד במלאי יפוזר בין השימושים השונים הגם ויתכן שהערכה זו מבוססת על שיחות עם הלמ"ס (?). בכל מקרה, **בנק ישראל רואה שהמשק ממשיך לצמוח בקרבת הקצב הפוטנציאלי ולכן לא שש להוריד את הריבית אלא מעדיף להתערב בשוק המט"ח.**

לפי המדד המשולב, מסתמנת האצה קלה בפעילות בחודשיים האחרונים. חל גידול בכל מרכיבי המדד, כולל יבוא מוצרי צריכה, יבוא סחורות, מספר המשרות הפנויות (אוקטובר), ייצור תעשייתי ופדיון בענפי המסחר הקמעונאי (ספטמבר).



מסתמן גידול מתון ביצוא שירותים לאחר זינוק מתחילת השנה, זאת לעומת קיפאון ביצוא התעשייתי:



מסתמנת התמתנות מסוימת בצריכה הפרטית

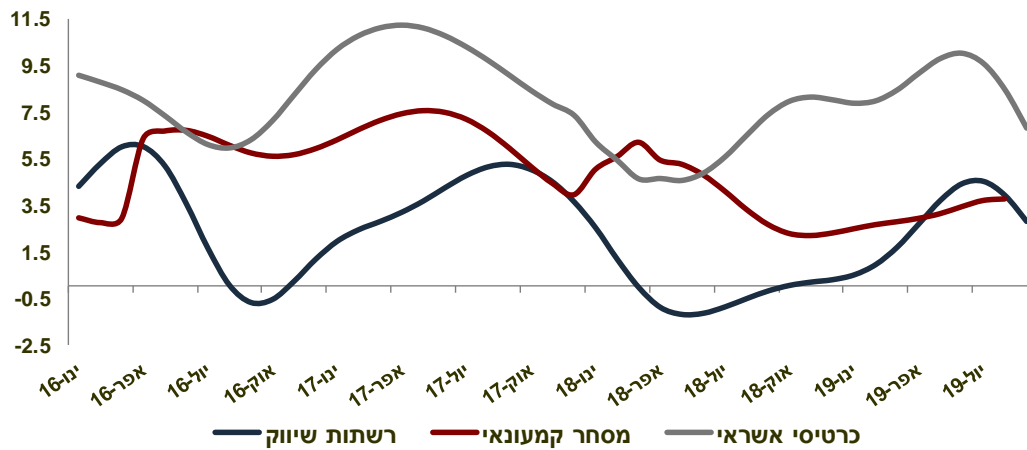
בחדשים אוגוסט-אוקטובר הרכישות בכרטיסי אשראי עלו ב- 5.0% (נתוני מגמה בחישוב שנתי), לאחר גידול של 9.6% בשלושת החודשים הקודמים.

בחדשים אוגוסט-אוקטובר המכירות ברשתות השיווק עלו ב- 1.6% (נתוני מגמה בחישוב שנתי), לאחר גידול של 4.5% בשלושת החודשים הקודמים.

יחד עם זאת, ברבעון ג' הפדיון הקמעונאי עלה ב- 3.5% לאחר גידול של 3.4% ברבעון ב'.

הצריכה הפרטית ממשיכה להתרחב, אם כי בקצב מעט מתון יותר יחסית לשנים קודמות. הגידול בצריכה הפרטית נתמך על ידי עלייה מתונה בשכר, סביבה של תעסוקה מלאה וריבית נמוכה. בכל מקרה, **התמתנות מסוימת בצריכה הפרטית תומכת באינפלציה מתונה.**

אינדיקטורים לשינוי בצריכה הפרטית (שלושה חודשים מול שלושה חודשים בחישוב שנתי, נתוני מגמה)



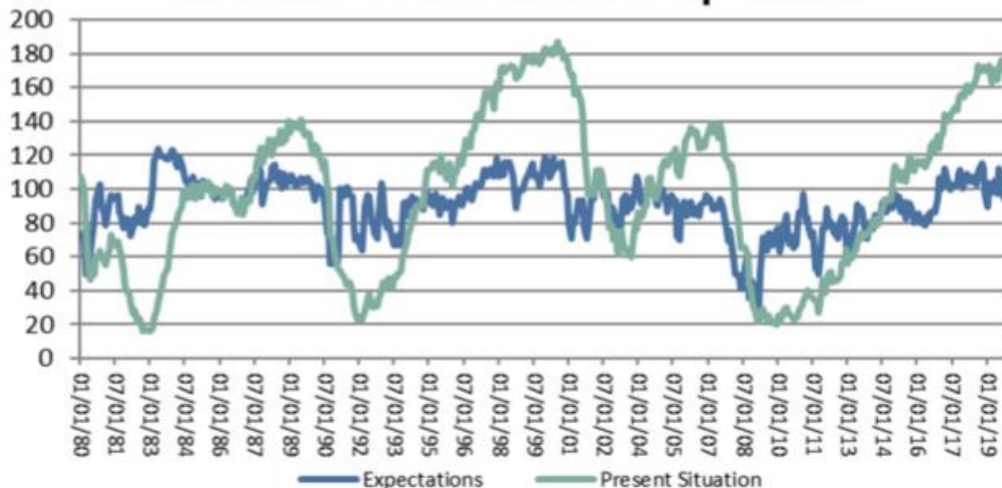
מעט נתונים חשובים יתפרסמו השבוע, בעיקר השכר הממוצע לחודש ספטמבר ביום רביעי. לאחרונה מסתמנת התמתנות בקצב עליית השכר. יתכן שמשרד האוצר יפרסם השבוע את נתוני הגרעון לחודש נובמבר (אין מועד ידוע מראש).

מאקרו חו"ל

ארה"ב: מכלול הנתונים תומכים באי שינוי בריבית לתקופה ממושכת.

מדד האמון הצרכני ירד מעט אך עדיין נמצא על רמה היסטורית גבוהה. למעשה, בהסתכלות על 40 שנה אחורה, רכיב המצב השוטף נושק לרמות השיא של סוף 1998. רמת אמון צרכני גבוהה תומכת בהמשך התרחבות בצריכה הפרטית.

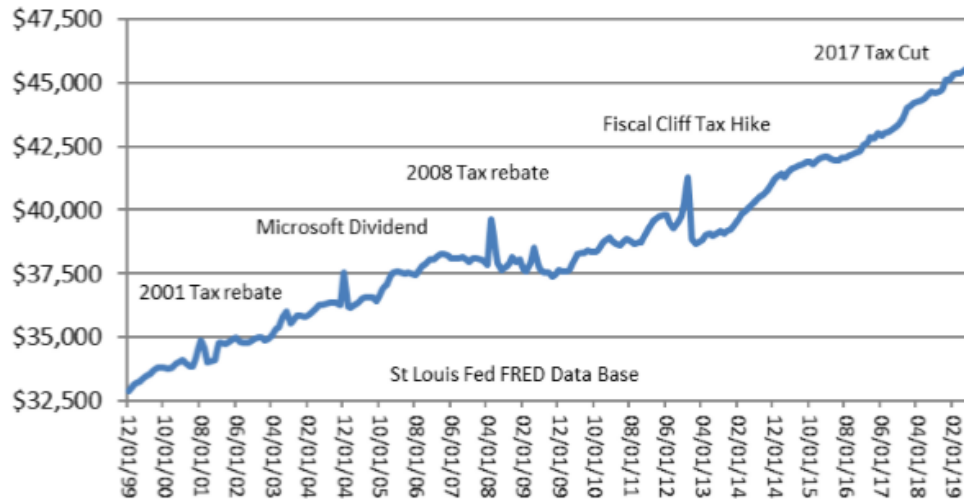
Consumers: Present Situation vs Expectations



Source: Conference Board and Bloomberg

הצריכה הפרטית עלתה ב- 0.3% באוקטובר וב- 2.3% y/y (ריאלית). ההכנסה הפנויה נותרה יציבה באוקטובר אך עלתה ב- 4.4% ב- 12 החודשים האחרונים. כמו כן ישנה התרחבות בהכנסה הפנויה (מזה סך תשלומי השכר במשק עלה ב- 4.9% y/y, וסך תשלומי העברה עלו ב- 7.2%). עלייה מהירה יחסית בהכנסה הפנויה תומכת בהמשך התרחבות בצריכה הפרטית.

Real Disposable Personal Income Per Capita



אינפלציית הליבה PCE התמתנה ל- 1.6% y/y מ- 1.7% לפני חודש, ו- 1.8% לפני חודשיים (ראה "זום אין").

שיפור מסוים בהזמנות ליצוא בתעשייה בעולם

לאחרונה מתגברים הסימנים להתייצבות בפעילות התעשייתית בעולם, לאחר תקופה של התכווצות. היקף הסחר העולמי נמצא בהתייצבות בחודשים האחרונים (אך עדיין מדובר בירידה לעומת התקופה המקבילה אשתקד). גם רכיב ההזמנות ליצוא במדדי מנהלי הרכש בתעשייה בעולם עלו לאחרונה (מהתכווצות להתייצבות). מגמה זו מורגשת היטב בסקרים העסקיים בגרמניה. **מגמה זו, אם היא תמשך, צפויה לתמוך באי שינוי בריבית בבנקים המרכזיים בעולם ב- 2020.**

מדד ZEW (האמון העסקי בגרמניה) עלה ב- 20.7 נקודות בנובמבר:

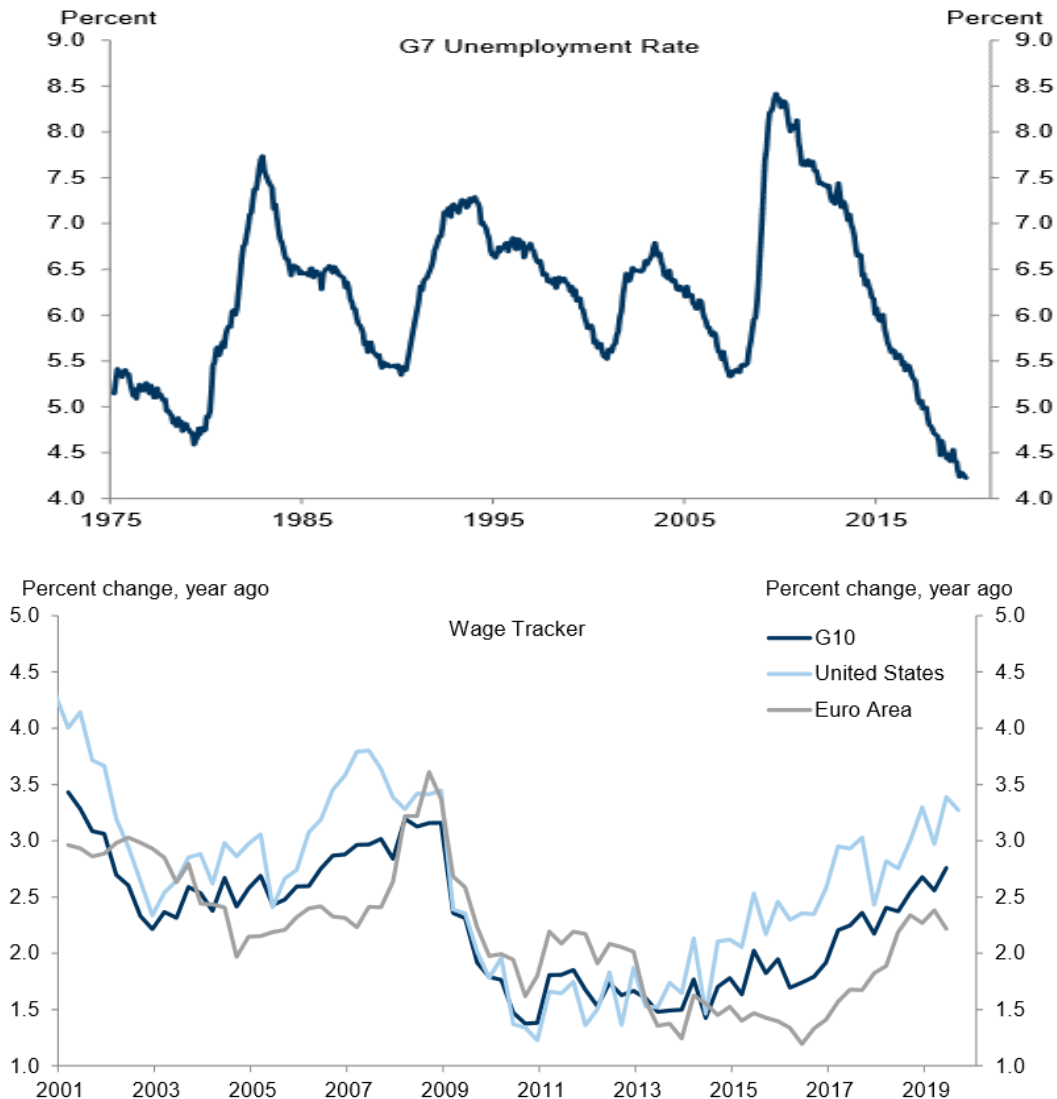


בשבוע הקרוב מספר נתונים מאקרו חשובים יתפרסמו בארה"ב: ביום שני: מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה (כבר חודשיים שמדד זה מצביע על התכווצות בפעילות), ביום רביעי: מדד מנהלי הרכש ISM בענפי השירותים (non-manufacturing). ביום שישי: תוספת מועסקים +נתוני אבטלה לחודש נובמבר. בסין יתפרסמו מדדי מנהלי הרכש Caixin בתעשייה ובשירותים (נובמבר).

זום אין: מוקדם מדי להספיד את עקומת פיליפס

בשנים האחרונות פחת הקשר בין אבטלה נמוכה => לחצי השכר => לחצי אינפלציה. שיעורי האבטלה ירדו לרמות נמוכות ביותר במרבית המדינות המפותחות (3.5% בארה"ב, ו-7.5% באירופה – רמה נמוכה ביותר עבור אירופה בשל הקשיחות בשוק העבודה). יחד עם זאת, סביבת האינפלציה נותרה נמוכה ובנקים מרכזיים הורידו ריביות (עד לאחרונה).

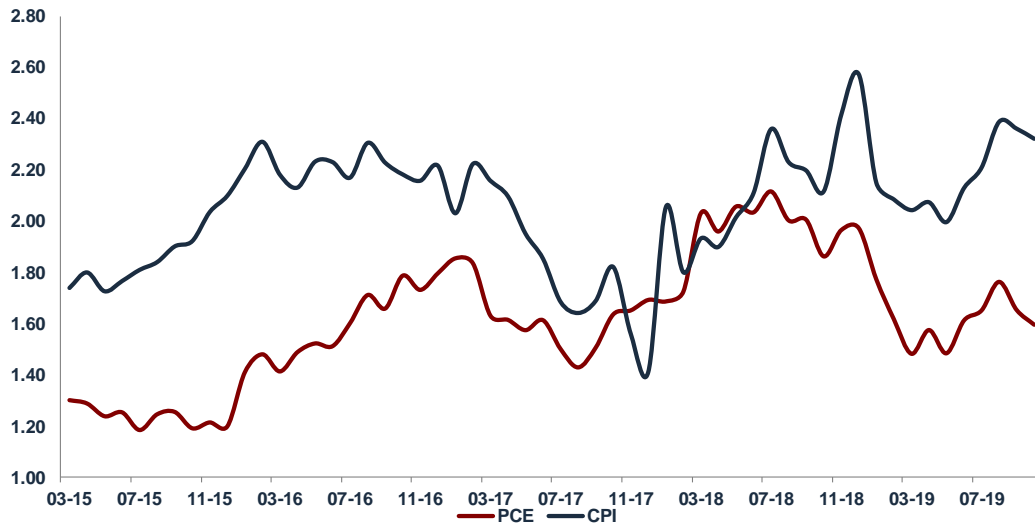
יחד עם זאת, ניתן להבחין במגמת עליית שכר במדינות המפותחות במקביל לירידה באבטלה. שני הגרפים הבאים ממחישים זאת:



קצב עליית השכר עדיין לא מספיק כדי להביא לעלייה משמעותית באינפלציה. באירופה השכר הממוצע עולה בקצב של פחות מ-2.5%, ובארה"ב בקצב סביב 3%. בנוסף, גורמים אחרים תרמו להתמתנות באינפלציה, כולל ירידה במחירי הסחורות התעשייתיות בעולם והגברת התחרותיות (e-commerce וכו').

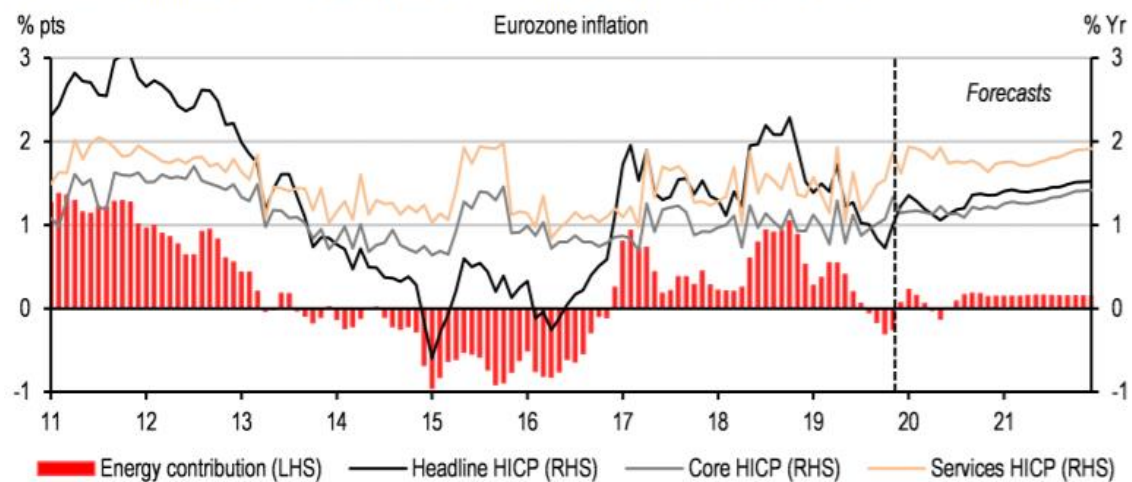
בכל זאת, בארה"ב קצב האינפלציה של ענפי השירותים נמצא על 2.9%, ומתוך זה שירותי דיור עלו ב-3.4%. אומנם אינפלציית הליבה התמתנה מעט לאחרונה (ראה גרף), אך עדיין נמצאת סביב רמה של 2% (תלוי באיזה מדד מסתכלים):

אינפלציית הליבה בשניים עשר החודשים האחרונים



בנובמבר, נתוני אינפלציה באירופה הפתיעו כלפי מעלה עם עלייה באינפלציית הליבה לקצב שנתי של 1.3%, עלייה מקצב של 0.9% לפני חודשיים. מחירי השירותים באירופה, עלו בקצב של 1.8%.

Chart 1: Core inflation surprised to the upside in November, reaching the highest print since April



Source: Eurostat, HSBC estimate

בסופו של דבר, קיימת גם טענה (נכונה לפי דעתנו) שמסתמנת אינפלציה של מחירי הנכסים (נדל"ן, ומחירי נכסים פיננסיים). בכל מקרה, מוקדם מדי להספיד את עקומת פיליפס. אם כן, לאור ההתייבבות ואפילו מעט שיפור בפעילות התעשייתית בעולם לאחרונה והמשך התרחבות בצריכה הפרטית על רקע עליית השכר, סביר להניח המשך זחילה איטית באינפלציה בעולם ב-2020. סביבה זו לא תומכת בהמשך הורדות ריבית בעולם, ואולי לקראת סוף 2020, בנקים מרכזיים יחזרו להתלבט אם לעבור למדיניות מוניטארית מעט יותר מרסנת.

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.