

יונתן כץ  
וכלכלני לידר שוקי הון

**נתונים כלכליים חיוביים יחסית בארה"ב תמכו בעליית תשואות**

**נקודות עיקריות**

השווקים המשיכו להגיב להערכות לגבי האפשרות להסכם סחר עתידי בין ארה"ב וסין, כאשר הסכמה לשבת למשא ומתן באוקטובר תמכה בשוקי המניות. תשואות האג"ח עלו בתגובה לנתונים חיוביים ביום חמישי, כולל גידול בהזמנות חדשות בתעשייה, ומדד מנהלי הרכש בשירותים, תוקן מעט מטה עם פרסום נתוני התעסוקה ביום שישי.

**אנו מנתחים את נתוני המאקרו בראיית בנק ישראל:**

**מאקרו ישראל:** הסקרים מצביעים על המשך צמיחה נאה ברבעון ג'.

- < מסתמנת התמתנות בקצב עליית השכר במשק.
- < מתחילת השנה חל קיפאון במספר משרות השכיר, כנראה עקב מחסור של עובדים.
- < הגרעון התקציבי נותר יציב על 3.8% תוצר ב- 12 החודשים האחרונים.
- < סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על התרחבות המכירות במסחר ובתעשייה.

**סביבת האינפלציה:**

- < מחירי הדלקים ירדו ב- 3% בתחילת חודש ספטמבר.
- < עדכנו את תחזית מדד אוגוסט ל- 0.2% עקב עלייה חדה במחירי פו"י.
- < בשבוע האחרון השקל יוסף ב- 0.5%, גם מול היורו וגם מול הדולר.

**מאקרו גלובלי:** ענפי השירותים עדיין איתנים יחסית.

**ארה"ב:** הנתונים מצביעים על צמיחה של 2% ברבעון ג'.

- < באוגוסט נוספו 96 אלף מועסקים חדשים בסקטור העסקי, נמוך מהציפיות.
- < השכר לשעת עבודה עלה ב- 3.2% ב- 12 החודשים האחרונים – מעל הצפי.
- < מדד מנהלי הרכש ISM בשירותים עלה ל- 56.4 נקודות ומצביע על התרחבות.
- < לעומת זאת, מדד ISM בתעשייה ירד ל- 49.1 עם ירידה חדה בהזמנות ליצוא.

**אירופה:**

- < מדד מנהלי הרכש (המשולב תעשייה ושירותים) עלה ב- 0.4 נק' ל- 51.9 נקודות.
- < לעומת זאת, המסחר הקמעונאי ביולי עלה ב- 2.2% y/y (מ- 2.8% ביוני).
- < ה- ECB צפוי להוריד את הריבית ביום חמישי ל- 0.5% עד -0.6%.

**יפן:** באוגוסט מדד ה- PMI המשולב עלה ב- 1.3 נקודות ל- 51.9 נקודות.

**סין:** הבנק המרכזי הודיע על הפחתת יחס הרזרבה של הבנקים ובכך הגדיל נזילות.

**שוק האג"ח:**

- < בשבוע האחרון התשואות בארה"ב עלו על רקע נתונים כלכליים חיוביים.
- < שוק האג"ח המקומי משקף הורדת ריבית בנק ישראל במהלך השנה הקרובה.
- < להערכתנו, ללא כניסה למיתון גלובלי, הסבירות להרחבה מוניטארית נוספת נמוכה.
- < הפד יתקשה להוריד את הריבית בהתאם לציפיות בשוק.
- < למרות עליית התשואות בשבוע האחרון, עדיף לחכות לעלייה נוספת לפני הארכת המח"מ.

**זום אין: מסתמנת עלייה בסיכונים הגלובליים**

- < בנק ישראל מודע לריבוי הסיכונים הגלובליים.
- < המשך הסלמה במלחמת הסחר עלול לגרום כ- 1.6% מהתוצר בסין.
- < כבר היום מסתמנת התמתנות בייצוא, בהשקעות ובצריכה הגלובלית.
- < Brexit ללא הסכם עלול לגרום 0.3% מהצמיחה באירופה.
- < מימוש הסיכונים הגלובליים יקרב את בנק ישראל להרחבה מוניטארית.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	0.5%
אוגוסט	0.2%
ספטמבר	-0.2%
אוקטובר	0.4%
<b>שנה קדימה</b>	<b>1.1%</b>
2019	0.7%

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

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.517	3.8835
שינוי שבועי	-0.5%	-0.5%
YTD	-5.6%	-9.6%
שנה קדימה	3.48	3.85

אג"ח סחירות	ספט'
פדיון סחיר	6.5
תחזית הנפקות	1.1
עודף פדיון	-5.4

**עקום התשואות**

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר	-0.83	-0.9	-1.0
5903			
בינוני	-0.84	-0.9	-0.9
923			
ארוך	-0.58	-0.6	-0.7
527			
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר	0.16	0.2	0.25
121			
בינוני	0.45	0.5	0.6
324			
ארוך	1.01	0.9	1.0
928			
US			
2y	1.54	1.5	1.6
5y	1.43	1.4	1.6
10y	1.56	1.55	1.6

\* ט"ק - החודש הקרוב  
\* ט"ב - 3 חודשים

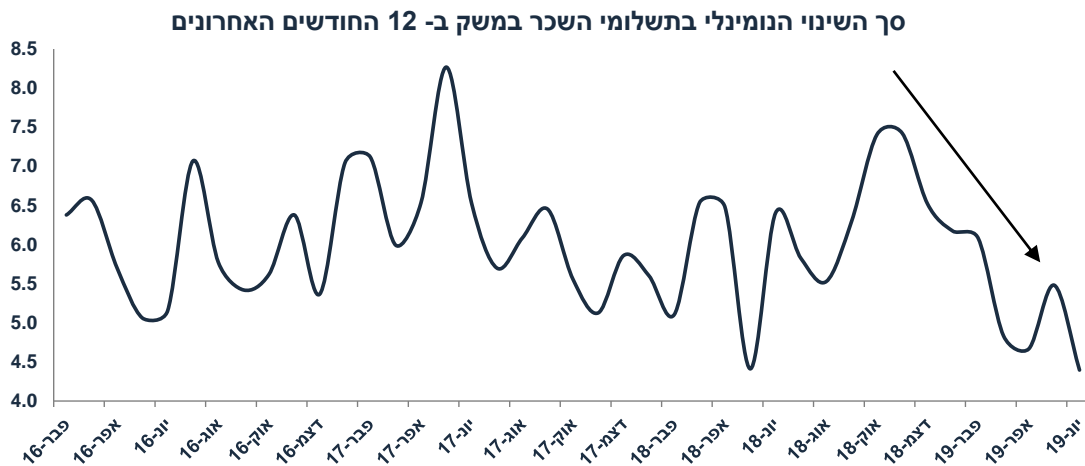
מאקרו ישראל

מסתמנת התמתנות בקצב עליית השכר

ברבעון ב' השכר הממוצע למשרת שכיר עלה ב- 2.2% בחישוב שנתי (נתוני מגמה) לאחר גידול של 3.4% ברבעון א'. השכר הממוצע נותר יציב בחודש יוני (מנוכה עונתיות) ועלה ב- 3.1% ב- 12 החודשים האחרונים, התמתנות מ- 3.6% לפני חודש. מספר משרות השכיר נותר ללא שינוי מתחילת השנה, אינדיקטור למחסור מסוים של עובדים בענפים המתרחבים (כגון שירותי היי טק).

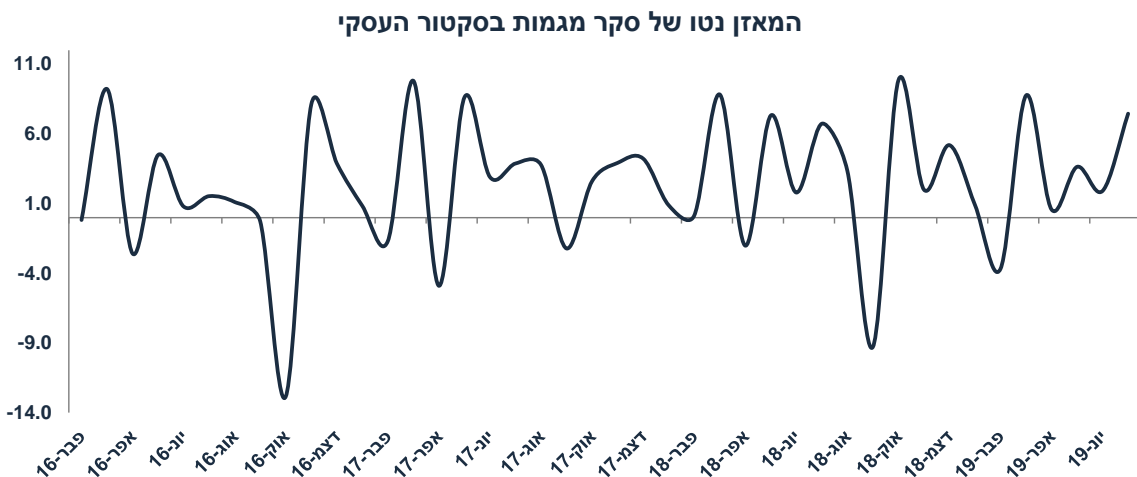
חישוב של סך הכול תשלומי השכר במשק (הכפלה של השכר הממוצע במספר משרות השכיר) מצביע על מגמת התמתנות מסוף 2018 (ראה גרף).

באופן כללי, התמתנות בשכר הממוצע ובסך תשלומי השכר (כוח הקנייה של הציבור) תומכים באינפלציה מתונה ולכן מהווים גורם תומך בירידת תשואות בשוק האג"ח.



אופטימיות בסקטור העסקי

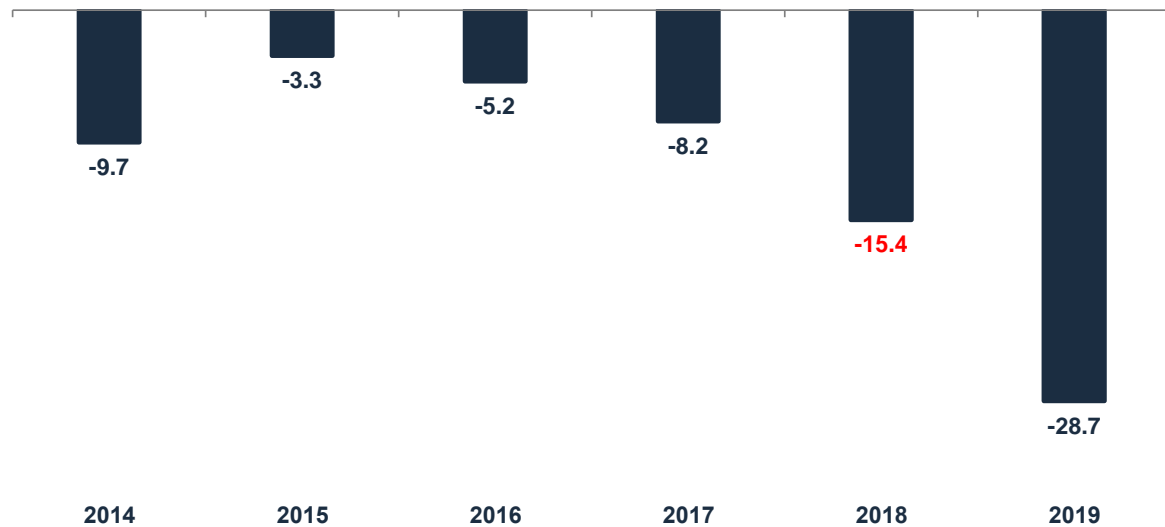
סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על אופטימיות בענפי המסחר והתעשייה. המאזן נטו הכולל של הסקר עלה ל- 7.5 נקודות ביולי לעומת 6.7 נקודות לפני שנה. סקר זה מאד תנודתי ברמה החודשית, אך ניתן להבחין במגמת שיפור בחודשים האחרונים (ראה גרף) ובתחילת רבעון ג'. גם בנק ישראל ציין זאת בהודעת הריבית. בתעשייה מסתמן גידול מתון גם בהזמנות לשוק המקומי (מאזן נטו של 1.9 נקודות) וגם בהזמנות ליצוא (3.4 נק'). קיימת אופטימיות בענפי המסחר והשירותים לגבי המכירות קדימה, אך גם מעט התמתנות בענף הבנייה



**הגרעון מתייצב על 3.8% תוצר**

הגרעון ב-12 החודשים האחרונים עד חודש אוגוסט הגיע ל-3.8% תוצר, בדומה לרמה לפני חודש וירידה מ-3.9% לפני חודשיים. הגרעון המצטבר מתחילת השנה הגיע ל-28.7 מיליארד ₪ לעומת 15.4 מיליארד ₪ באותה תקופה אשתקד. קצב הגידול בהוצאות האזרחיות של משרדי הממשלה (10.3%) ממשיך להיות גבוה מהתכנון המקורי (6.0%). הכנסות המדינה מתחילת השנה עלו ריאלית ב-1.6% y/y, שיעור נמוך מהגידול בתוצר, זאת בשל גידול חד בהחזרי המיסים. בסך הכול, בניכוי החזרים, נתוני ההכנסה ממסים בהחלט סבירים. בחודש אוגוסט ההכנסות המקומיות ברוטו ממע"מ עלו ב-9.3% y/y ועלו ב-5.2% מתחילת השנה. מדובר באינדיקטור חיובי עבור הביקושים המקומיים. בסך הכול, התייצבות רמת הגרעון מהווה חדשות חיוביות, בפרט על רקע הגידול המהיר במסי צריכה (ברוטו). במידה ומגמה זו תימשך, יתכן שההתאמות הפיסקאליות הדרושות לאחר הבחירות יהיו מתונות יותר. **אם כן, מדובר בחדשות חיוביות עבור שוק האג"ח.**

**גרעון/עודף תקציבי מצטבר בחודשים ינואר-אוגוסט (2014-2019)**  
במיליארדי ₪

**ירידה מתונה במספר התיירים הנכנסים**

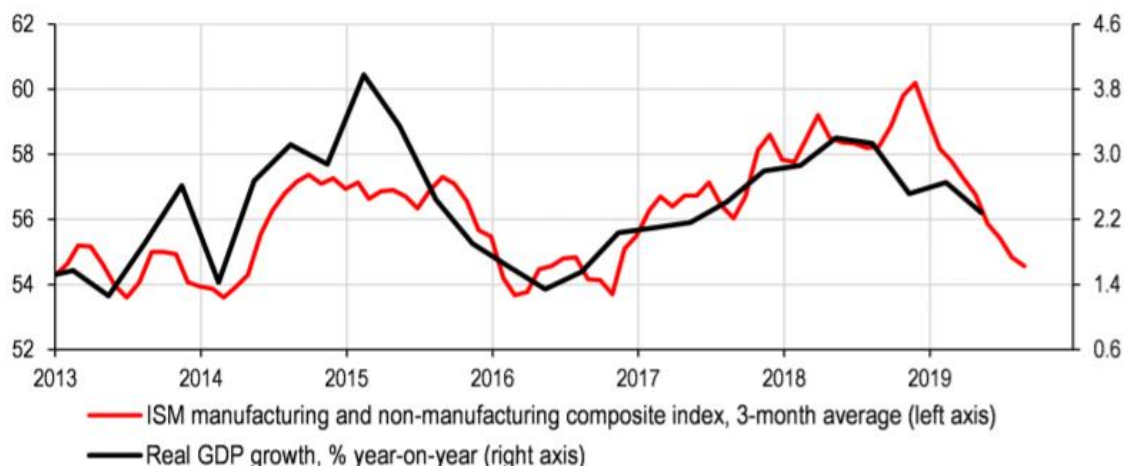
בחודשים יולי-אוגוסט מספר התיירים הנכנסים ירד ב-2.1% בממוצע לעומת הרמה במחצית הראשונה של השנה (כל הנתונים מנוכה עונתיות). בחודש אוגוסט מספר התיירים הנכנסים אמנם עלה ב-0.9% לעומת יולי, אך הקצב השנתי התמתן ל-10.7% y/y מ-12.7% לפני חודש. יתכן שהשקל החזק ומעט מתח ביטחוני בדרום בולמים המשך גידול בתיירות הנכנסת. משקל התיירות הנכנסת מסך התוצר נמוך יחסית ועומד על 1.5%. מספר התיירים הישראלים היוצאים לחו"ל ירד ב-1.8% באוגוסט, אך עדיין עלה ב-6.3% y/y מתחילת השנה. **ישראלים נהנים משקל חזק ועלייה במספר טיסות low-cost.**

**בשבוע הקרוב יתפרסמו בישראל הנתונים הבאים:** ביום שלישי: מדד האמון הצרכני של הלמ"ס (אוגוסט). יהיה חשוב לראות אם גם מדד זה מצביע על שיפור ניכר באופטימיות הצרכנית, בדומה למדד של פועלים. ביום רביעי: נתוני סחר חוץ (אוגוסט) מהווה מקור חשוב לנתונים לגבי הפעילות הכלכלית, גם מנתוני הייצוא וגם ממרכיבי היבוא השונים.

**מאקרו חו"ל****ארה"ב: חולשה בתעשייה, שיפור בשירותים**

בחודש אוגוסט נוספו 130 אלף מועסקים חדשים (96 אלף בלבד בסקטור הפרטי, מול ציפיות של 150 אלף), כאשר האומדנים של החודשיים הקודמים תוקנו כלפי מטה ב-20 אלף מועסקים. הגידול במספר המועסקים בממוצע לחודש מתחילת השנה מגיע ל-158 אלף, לעומת 223 אלף בשנת 2018. באוגוסט נוספו 24 אלף מועסקים בענף הבריאות, 37 אלף בענפי השירותים המקצועיים והעסקיים ו-28 אלף בממשלה (בעיקר עובדים זמניים כדי לערוך את מפקד אוכלוסין). לא חל שינוי מהותי במספר המועסקים בתעשייה (+4)





Source: Institute for Supply Management, Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics

### צפויה הורדת ריבית על ידי ה- ECB

ביום חמישי קיימת ציפייה להורדת ריבית על ידי ה- ECB ב-0.1% או אפילו -0.2%. לאחרונה הנתונים האחרונים היו חלשים יחסית, בפרט בגרמניה, עם ירידה בתוצר, ירידה בייצור התעשייתי ובהזמנות בתעשייה.

**Chart 1: German Industrial Orders & Production**  
(3m % y/y)



Sources: Refinitiv, Capital Economics

**בשבוע הקרוב מרבית הנתונים החשובים בעולם יתפרסמו ביום חמישי, גם בארה"ב וגם באירופה:** בארה"ב: יתפרסמו נתוני אינפלציה CPI (אוגוסט). בחודשים האחרונים מסתמנת האצה קלה באינפלציית הליבה ל-2.2% y/y ביולי. ביום שישי יתפרסמו נתוני המסחר הקמעונאי בארה"ב, אינדיקטור חשוב עבור הצריכה הפרטית. **אירופה:** ביום חמישי ה- ECB יפרסם את גובה הריבית. קיימת ציפייה להורדת ריבית מ-0.4% ל-0.5% או אפילו -0.6%. לא ברור אם ה- ECB יכריז גם על תוכנית QE חדשה או רק יכין את השווקים לאפשרות זו במועד מאוחר יותר.

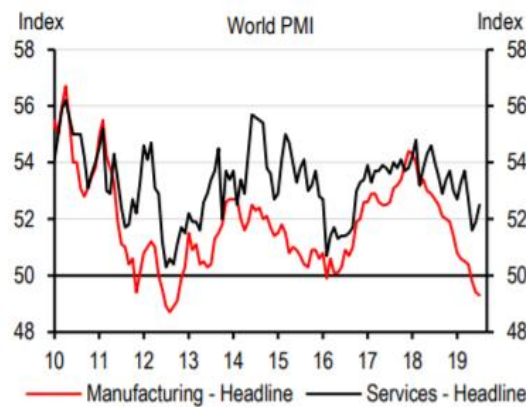
**זום אין: הסיכונים הגלובליים עלו**

הבודעת הריבית האחרונה, בנק ישראל ציין את העלייה בסיכונים הגלובליים: "הסיכונים הנשקפים לכלכלה העולמית החמירו מאז החלטת הריבית האחרונה". הנגיד פרופסור ירון גם ציין כי מימוש הסיכונים בסביבה הגלובלית יתמוך בהרחבה מוניטארית נוספת בישראל.

**מה הם הסיכונים העיקריים?**

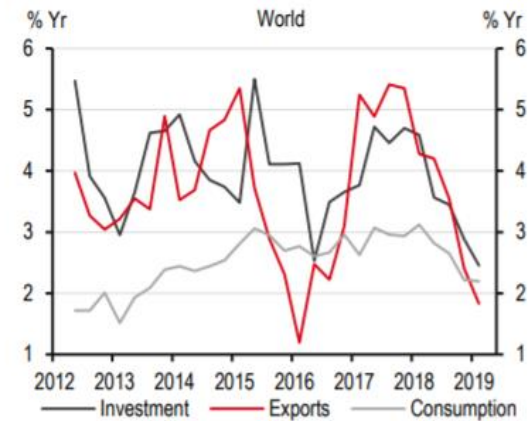
כמובן מלחמת הסחר אשר פוגעת בצמיחה באופן מדי על ידי יצירת אווירה של חוסר וודאות. הפגיעה בתעשייה הגלובלית כבר מורגשת, אך מסתמנת גם התמתנות בהשקעות הגלובליות ובייצוא. בינתיים הפגיעה בענפי השירותים מתונה יחסית:

**Chart 1. Downturn in global industry...**



Source: Refinitiv

**Chart 2. ...investment and trade deepens**



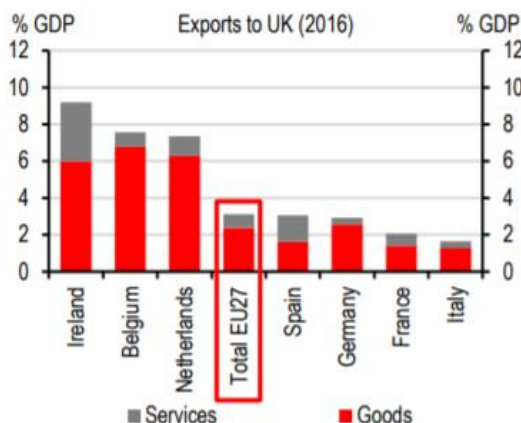
Source: Refinitiv

צפויה התמתנות בצמיחה בסין. הצעדים האחרונים שישומו על ידי טראמפ צפויים לגרוע כ- 0.8% מהתוצר הסיני בשנה הקרובה. המשך הטלת מכס של 25% על כל היבוא הסיני לארה"ב (כפי שהוא מאיים) עלולה לגרוע כ- 0.8% נוספים מהתוצר (הערכת מספר בתי השקעות). יחד עם זאת, הטלת המכסים על סין צפויה להיטיב עם מדינות חלופיות כגון ווייטנאם, מלזיה, תאילנד ואינדונזיה.

המתיחות בין יפן ודרום קוריאה גוברת יפן הטילה מגבלות על היצוא שלה לקוריאה.

יציאת בריטניה מה-EU ללא הסכם. תרחיש זה עלול לפגוע בסחר בין המדינות, מה שעלול לגרוע כ- 0.3% מהתוצר באירופה. למרות שמשקל היצוא של גוש היורו לבריטניה איננו מאד גדול (סביב 3%), מספר מדינות פגיעות יותר (כמו אירלנד, בלגיה והולנד). הפגיעה בצמיחה באירופה תגיע מפגיעה באמון הכלכלי, פיחות בלירה שטרלינג (אשר ימתן את היבוא הבריטי) ואולי גם ירידה חדה בשווקים הפיננסיים.

**Chart 7. EU exports to the UK are worth 3% of its GDP, but exposures vary by country**

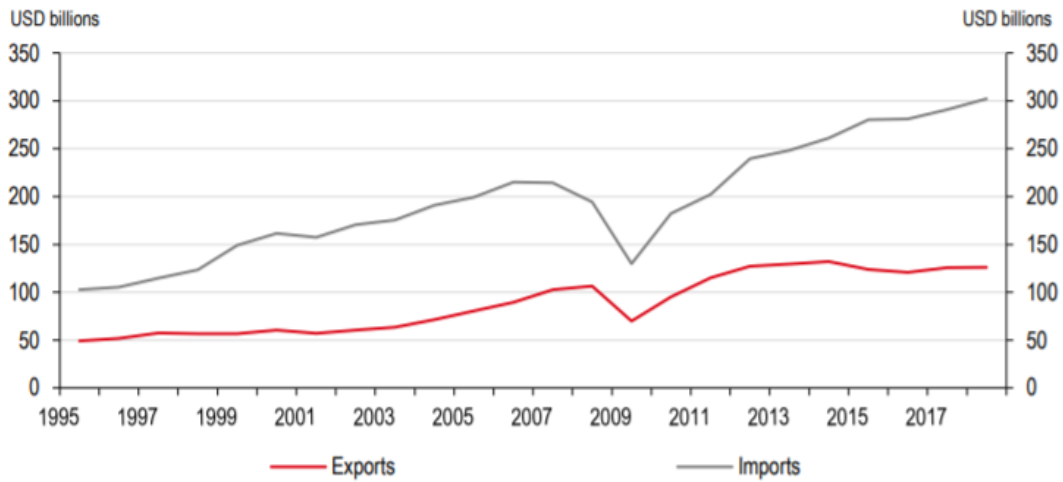


**Chart 8. We think 'no deal' Brexit could knock around 0.3ppts off 2020 eurozone growth**

	Impact on 2020 growth	Current 2020 growth forecast
Eurozone	-0.3	1.1
o/w trade disruption	0.0	
o/w a UK recession	-0.1	
o/w FX effects	-0.1	
o/w sentiment	-0.1	
Germany	-0.3	1.1
France	-0.2	1.0
Italy	-0.1	0.5
Spain	-0.2	1.9
Ireland	-1.2	3.4

כוננת טראמפ להגביל את יבוא המכוניות לארה"ב כולל חלקי חילוף. בשנים האחרונות חל גידול ביבוא מכוניות לארה"ב, יחסית לגידול ביבוא מכוניות אמריקאיות לחו"ל. טראמפ הצהיר על כוונתו להגביל יבוא מכוניות מכול העולם, כולל מאירופה ומאסיה.

Chart 9. US exports and imports of motor vehicles and parts, USDbn



בנק ישראל מודע לריבוי הסיכונים הגלובליים. הנגיד ירון אמר לפני מספר ימים שהוא מודע לכך שמצב המשק הישראלי הוא טוב, אך הוא מוכן לשקול הרחבה מוניטארית בשל הירידה בסביבת האינפלציה (הוא טען שקיימת אי וודאות אם היא תימשך) ועלייה בסיכונים הגלובליים.

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 מיעוץ 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.