

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

נתוני תעסוקה חיוביים בארה"ב מצביעים על המשך צמיחה בקצב נאה

נקודות עיקריות

ביום שישי נתוני תעסוקה מאד חיוביים דחפו את התשואות כלפי מעלה, כאשר הסיכויים להורדת ריבית הפד בחודש יולי פחתו, אם כי חוזי הפד עדיין מצביעים על הורדה של 25 נ"ב. הדולר התחזק ביום שישי ומחירי הנפט עלו.

אנו מנתחים את נתוני המאקרו בראיית בנק ישראל:

מאקרו ישראל: התמתנות בצריכה ובאמון הצרכני.

- < ביוני הגרעון התקציבי עלה ל- 3.9% תוצר ב- 12 החודשים האחרונים מ- 3.8%.
- < הרכישות בכרטיסי באשראי עלו ב- 5.5% (בחישוב שנתי) במרץ- מאי לאחר 7.6% בשלושת החודשים הקודמים.
- < מדד האמון הצרכני של פועלים ירד ביוני וחזר לרמתו בתחילת השנה.
- < **התמתנות בצריכה וחולשה באמון פועלים להתמתנות בלחצי אינפלציה.**
- < ברבעון ב' מספר התיירים הנכנסים ירד ב- 11.3% בחישוב שנתי.
- < **סביבת האינפלציה:** עדיין לא תומכת בהעלאת ריבית.
- < בשבוע האחרון השקל יוסף ב-0.4% מול הסל ופוחת ב- 0.8% מהחלטת הריבית האחרונה.
- < מחירי הדלקים ירדו ב- 1.8% בתחילת יולי, מעבר לתחזית שלנו (-1.2%).
- < עדכנו את תחזית מדד יולי ל- 0.0% (מ- 0.1%) גם בשל הייסוף בשקל.

מאקרו גלובאלי:

ארה"ב: הסיכוי להורדת ריבית ביולי פחת.

- < בחודש יוני נוספו 224 אלף מועסקים חדשים, מעל התחזיות המוקדמות.
- < שיעור האבטלה עלה בצורה קלה ל- 3.7% מ- 3.6% לפני חודש.
- < השכר הממוצע לשעת עבודה עלה ב- 3.1% y/y, בדומה לקצב בחודשים הקודמים.
- < ביוני מדד מנהלי הרכש ISM בשירותים ירד ב- 1.5 נקודות ל- 55.1, אך עדיין מצביע על התרחבות. מדד ISM בתעשייה ירד ב- 0.4 נקודות ל- 51.7.
- < **אירופה:** הרעה בתעשייה, אך שיפור בענפי השירותים
- < במאי המסחר הקמעונאי ירד ב- 0.3% ועלה ב- 1.3% ב- 12 החודשים האחרונים.
- < ביוני מדד מנהלי הרכש בשירותים עלה ב- 0.7 נקודות ל- 53.6 נקודות.
- < לעומת זאת, מדד מנהלי הרכש בתעשייה ירד ב- 0.1 נקודות ל- 47.6 נקודות.
- < ההזמנות בתעשייה בגרמניה ירדו ב- 2.2% במאי וירדו ב- 8.7% y/y.

שוק האג"ח

- < התשואות בארה"ב עלו ביום שישי עקב נתוני תעסוקה חיוביים.
- < שוק האג"ח צפוי להגיב מחר לתחזית המאקרו של בנק ישראל, בפרט תחזית הריבית. אנו צופים תחזית של 2 העלאות ריבית ב- 2020 (אי שינוי השנה).
- < בנק ישראל צפוי לדחות את העלאת הריבית הראשונה לתחילת 2020.
- < **אנו ממשיכים לראות יותר סיכון מאשר סיכוי באפיקים הארוכים.**

זום אין: הגיוס של ישראל ל- 50 שנה מתמחר סיכון פיסקאלי

- < למרות ההישג של ישראל בגיוס 0.5 מיליארד יורו ל- 50 שנה, מדובר בגיוס יקר.
- < ישראל גייסה בריבית של 2%, לעומת 1.0% בצרפת ו- 1.7% בספרד.
- < ישראל נהנית מחוב ציבורי נמוך יותר מאותן מדינות.
- < מדינות באירופה נהנות מגיבוי סמוי על ידי ה- EU, אך באיטליה התשואה עומדת על 2.87%, עם חוב ממשלתי של 132% תוצר וצמיחה מאד נמוכה.

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	1.5%
יוני	-0.2%
יולי	0.0%
אוגוסט	0.2%
שנה קדימה	1.2%
2019	1.6%

ריבית

נוכחית	0.25%
סוף 2019	0.25%
בעוד שנה	0.50%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.562	4.0134
שינוי שבועי	-0.1	-1.2%
YTD	-5.0%	-6.5%
שנה קדימה	03.6	4.05

אג"ח סחירות

יולי	פדיון סחיר	תחזית הנפקות	עודף פדיון
1.4		7.0	-5.6

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 5903	-0.77	-0.9	-1.0
בינוני 923	-0.67	-0.7	-0.8
ארוך 527	-0.24	-0.2	-0.2
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 121	0.37	0.4	0.4
בינוני 324	0.77	0.9	1.0
ארוך 928	1.46	1.6	1.7
US	2y	5y	10y
	1.86	1.85	2.0
	1.83	1.8	2.1
	2.033	2.1	2.2

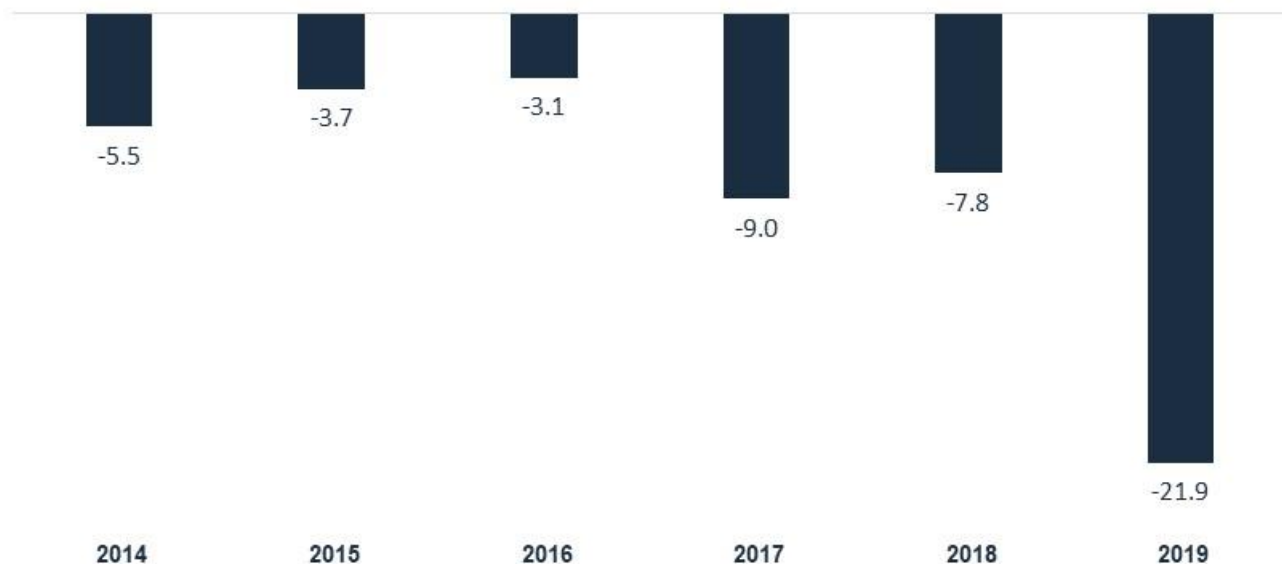
* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

מאקרו ישראל

הגרעון התקציבי זוחל כלפי מעלה

- < בחודש יוני הגרעון התקציבי הסתכם ב- 6.8 מיליארד ₪ לעומת גרעון של 5.5 מיליארד ₪ בחודש יוני 2018.
- < הגרעון המצטבר ב- 12 החודשים האחרונים הגיע ל- 3.9% תוצר מ- 3.8% בחודש מאי.
- < הגרעון מתחילת השנה הגיע ח- 21.9 מיליארד ₪ לעומת 7.8 מיליארד ₪ באותה תקופה אשתקד.
- < ההוצאות של משרדי הממשלה עלו ב- 10.5% y/y לעומת גידול מתוקצב של 5.1% בלבד.
- < בינואר-יוני ההכנסות ממסים עלו נומינלית בשיעור של 1.9% בלבד.
- < בחודש יוני ההכנסות ממע"מ מקומי ברוטו עלו ריאלי ב- 1.3% בלבד, נתון המעיד על התמתנות בצריכה הפרטית.

גרעון/עודף התקציבי המצטבר בחודשים ינואר-יוני (2014-2019)
במיליארדי ש"ח

השלכות:

- < הגרעון תקציבי צפוי להגיע ל- 4.2% תוצר השנה, ואולי אף יותר.
- < הממשלה הבאה תאלץ לבצע התאמות תקציביות בסדר גודל של 15 מיליארד ₪ (בהנחה שיעד הגרעון יעודכן מ- 2.5% תוצר ל- 3.2% עד 3.4%).
- < התוכנית תכלול העלאות מיסים, כולל העלאת המע"מ באחוז. אנו מניחים השפעת אינפלציה של 0.4% בשליש הראשון של שנת 2020.

ירידה בתיירות הנכנסת ועלייה בתיירות היוצאת

בחודש יוני מספר התיירים הנכנסים לישראל עלה ב- 4.7% לעומת מאי ועלה ב- 20.3% לעומת יוני אשתקד (מנוכה עונתיות). יחד עם זאת, לאור הירידה במספר התיירים הנכנסים בחודשים אפריל ומאי, ברבעון ב' כולו חלה ירידה של 3% (קצב שנתי של -11.3%) לעומת רבעון א'. במקביל מספר הישראלים היוצאים לחו"ל עלה ב- 7.5% ברבעון ב' (בחישוב שנתי). שילוב של ירידה בתיירים הנכנסים ועלייה במספר הישראלים היוצאים לחו"ל צפוי למתן את הצמיחה ברבעון ב' (למרות שלא מדובר בענף גדול). **אנו צופים צמיחה של -1.5% ברבעון ב'.**

מספר התיירים הנכנסים (באלפים) מנוכה עונתיות

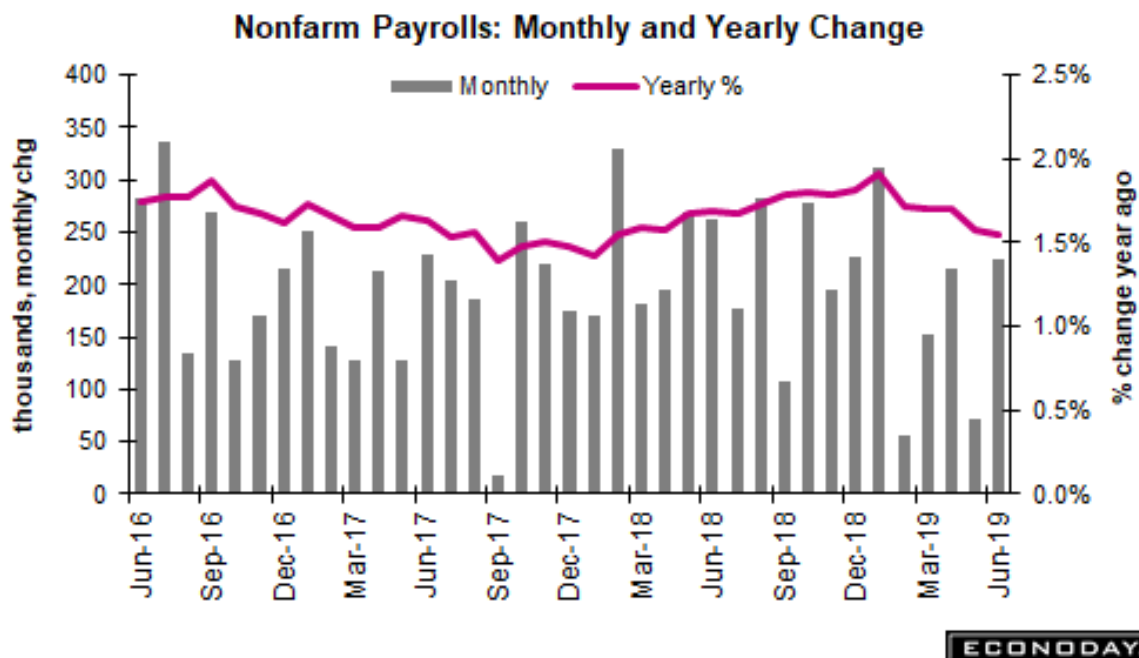


בשבוע הקרוב יתפרסמו בישראל הנתונים הבאים: היום: סקר מגמות בסקטור העסקי (יוני) והשכר הממוצע במשק (מאי). קצב הגידול של השכר מהווה גורם חשוב אשר משפיע על האינפלציה (ועל החלטות הריבית). מחר: החלטת הריבית ותחזית מאקרו מעודכנת של מחלקת המחקר של בנק ישראל. אנו צופים אי שינוי בריבית עם דגש בהודעה על התגברות הסיכונים הגלובליים והשפעה ממתנת של מלחמת הסחר. בתחזית המאקרו לא צפויה העלאת ריבית השנה (לעומת העלאה ברבעון ג' בתחזית הקודמת) ושתי העלאות ריבית ב-2020 (בדומה לתחזית הקודמת). לא צפוי שינוי בתחזית האינפלציה: 1.5% השנה ו-1.6% בשנת 2020. ביום רביעי: מדד האמון הצרכני של הלמ"ס (יוני). יהיה חשוב לראות אם מדד זה מצביע על הרעה באופטימיות הצרכנית בדומה למדד של פועלים. ביום חמישי: נתוני סחר חוץ (יוני), מקור חשוב של נתונים שוטפים, כולל יצוא התעשייה (אשר ירד חדות בחודשיים הקודמים) וכל מרכיבי היבוא.

מאקרו חו"ל

ארה"ב: שוק העבודה מצביע על צמיחה מהירה יחסית

בחדש יוני נוספו 224 אלף מועסקים חדשים (191 אלף בסקטור העסקי, מזה 17 אלף בתעשייה), מעל הציפיות המוקדמות ל-160 אלף. האומדן של מספר המועסקים בחודשיים הקודמים עודכן כלפי מטה ב-11 אלף איש. ביוני שיעור האבטלה עלה בצורה מתונה ל-3.67% מ-3.62% לפני חודש, כאשר שיעור ההשתתפות עלה ל-62.9% מ-62.8% לפני חודש. בחדש יוני השכר לשעת העבודה עלה ב-0.2% וב-3.1% ב-12 החודשים האחרונים, קצב אשר מאפיין את החודשים האחרונים (3.1%-3.2%), כאשר הפד עדיין לא סבור שמדובר בקצב "אינפלציוני" במיוחד. ברבעון ב' נוספו 171 אלף מועסקים בחודש בממוצע, קצב מהיר יחסית אשר איננו תומך בהורדת ריבית הפד.



הנתונים האחרים היו פחות חיוביים: ביוני מדד מנהלי הרכש ISM בשירותים ירד ב-1.5 נקודות ל-55.1, אך עדיין מצביע על התרחבות, אך בקצב מתון יותר יחסית לעבר. מדד ISM בתעשייה ירד ב-0.4 נקודות ל-51.7 נקודות. ההזמנות בתעשייה ירדו ב-0.7% במאי לאחר ירידה של 1.2% באפריל.

מסקנה: פחתו מאד הסיכויים להורדת ריבית הפד בחודש יולי, כאשר גם לא ברור אם הריבית תרד בספטמבר. נתוני התעסוקה מצביעים על המשך צמיחה בקצב נאה ולכן צפויה התאמה בשוק האג"ח (עליית תשואות).

בשבוע הקרוב יתפרסמו הנתונים הבאים: בארה"ב: ביום רביעי יתפרסם הפרוטוקול של החלטת הריבית. ביום חמישי: מדד מחירים לצרכן (יוני). יהיה חשוב לנתח את סביבת האינפלציה ואם חלה התמתנות. אינפלציית הליבה עלתה ב-2.0% ב-12 החודשים האחרונים (עד מאי). אולי האירוע החשוב עבור שוק האג"ח יתרחש ביום רביעי: נאום של נגיד הפד Powell, כאשר סביר להניח שהוא ינסה להנמיך את הציפיות להורדת ריבית, גם על רקע נתוני התעסוקה, וגם לאור העובדה שסין וארה"ב חזרו לשולחן המשא ומתן. **אירופה:** ביום חמישי: פרוטוקול של ה-ECB ויום שישי: הייצור התעשייתי (מאי), אשר מגלה סימני חולשה בחודשים האחרונים בהשפעת מלחמת הסחר וההתמתנות בפעילות בסין.

זום אין: ישראל שילמה "יקר" על האג"ח ל-50 שנה

לאחרונה ישראל גייסה 500 מיליון יורו ל-50 שנה בריבית של 2% מקרן פנסיה אירופית. משרד האוצר הכריז על הצלחה גדולה וסימן להבעת אמון במשק הישראלי ובמדיניות הפיסקאלית. בניתוח מעמיק יותר ובהשוואה למדינות אירופיות אחרות אשר מגייסות גם ל-50 שנה, נראה שישראל שילמה ריבית גבוהה יחסית. הסתכלנו על אג"ח ל-50 שנה לגבי מדינות אחרות באירופה:

התשואה על אג"ח צרפתי ל-50 שנה עומדת על 0.96%. צרפת מדורגת AA (לעומת AA- בישראל), אך סובלת מחוב ממשלתי של 98% (לעומת 61% בישראל), אך הגרעון התקציבי נמוך יותר (2.5% בשנת 2018). הצמיחה בצרפת הייתה 1.7% בלבד לעומת 3.2% בישראל.

התשואה על אג"ח איטלקי ל-50 שנה עומדת על 2.87%, ריבית מעט מעל זו של ישראל. איטליה מדורגת BBB, סובלת מחוב של 132% תוצר, עם ממשלה שלא ממש מוכנה לדבוק במגבלות הפיסקאליות של ה-EU.

- 〈 הריבית על אג"ח ספרדי ל- 50 שנה עומדת על 1.7%, מדינה מדורגת מתחת לישראל : A- . יחס החוב/תוצר עומד על 99% (סוף 2018) והגרעון התקציבי עמד על 2.5% בשנת 2018. ספרד צמחה ב- 2.5% בשנת 2018.
- 〈 הריבית על אג"ח אוסטרי ל- 50 שנה עומדת על 0.73%, מדינה מדורגת מעל לישראל : AA+. החוב הציבורי/תוצר עומד על 78.4%, מעל זה של ישראל. יחד עם זאת, בשנת 2018 אוסטריה הציגה עודף תקציבי של 0.1% תוצר. הצמיחה בשנת 2018 הגיעה ל- 2.7%.

מדינה	דירוג	תשואה ל- 50 שנה	חוב/תוצר	גרעון תקציבי	צמיחה 2018
ישראל	AA-	2.0%	61%	2.9% (2018)	3.2%
איטליה	BBB	2.87%	132%	2.1%	0.9%
ספרד	A-	1.7%	99%	2.5%	2.5%
צרפת	AA	0.96%	98%	2.5%	1.7%
אוסטריה	AA+	0.73%	78.4%	-0.1% (עודף)	2.7%

לסיכום, מחיר הגיוס ל- 50 שנים עבור ישראל גבוה יחסית לתשואות ארוכות דומות באירופה. קשה להסביר מדוע ספרד או צרפת נהנות מתשואות נמוכות יותר מישראל (ל- 50 שנה), כאשר ה- fundamentals פחות חיוביים. יתכן שהגיבוי (הסמיו) שנותן ה-EU לחוב של מדינות האיחוד האירופי משפיע מעט על התשואה. יתכן שהריבית הגבוהה בישראל (2%) כוללת פרמיית אי סחירות. יחד עם זאת, יתכן שלמרות הדירוג הגבוה של ישראל, החשש הגובר לפגיעה באמינות הפיסקאלית וחוסר יציבות פוליטית בישראל תרמו לגיוס "יקר" יחסית.

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 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.