

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

שוק האג"ח צפוי להגיב לתחזית המאקרו של בנק ישראל

נקודות עיקריות

נתונים כלכליים חלשים יחסית תמכו בירידת תשואות בשבוע האחרון, בפרט מדדי מנהלי הרכש ISM בתעשייה ובשירותים. ההתמתנות בתוספת המועסקים בסקטור העסקי (114 אלף בספטמבר) והתמתנות בקצב עליית השכר תמכו גם הם בשוק האג"ח. השווקים כעת מתמחרים הסתברות של 90% להורדת ריבית הפד ב- 30.10.

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

- ⟨ מחר, בנק ישראל צפוי להוריד מעט את תחזית הצמיחה לשנים הבאות.
- ⟨ צפוי עדכון כלפי מטה בתחזית האינפלציה ל- 0.8% ב- 2019 ו- 1.5% ב- 2020.
- ⟨ תחזית הריבית תעודכן להעלאת ריבית אחת ברבעון ד' 20, מ-3 העלאות ריבית עד סוף 2020 בתחזית הקודמת.
- ⟨ ברבעון ג' מספר התיירים הנכנסים עלה ב- 16.8% (בחישוב שנתי), קצב גידול מהיר אשר יתרום לצמיחה.

סביבת האינפלציה:

- ⟨ מאז הודעת הצטרפות ישראל ל- WGBI השקל התחזק ב-1.0% (מול הסל).
- ⟨ מחירי הנפט בעולם ממשיכים לרדת על רקע חשש להתמתנות בפעילות הגלובלית.
- ⟨ הייסוף בשקל וירידה במחירי האנרגיה תומכים באינפלציה נמוכה.
- ⟨ עקב כך, עדכנו את תחזית מדד נובמבר ל- 0.3% (מ- 0.2%).

מאקרו גלובלי:

- ⟨ **ארה"ב:** בסך הכול, נתוני התעסוקה היו סבירים בהחלט.
- ⟨ בספטמבר נוספו 136 אלף מועסקים חדשים.
- ⟨ נתוני יולי ואוגוסט תוקנו כלפי מעלה עם תוספת של 45 אלף מועסקים.
- ⟨ השכר לשעת עבודה נותר יציב ועלה ב- 2.9% y/y, התמתנות מ- 3.2% חודש קודם.
- ⟨ שיעור האבטלה ירד ל- 3.5% מ- 3.7% לפני חודש.
- ⟨ מדד מנהלי הרכש בענפי השירותים (ISM (non-manufacturing ירד ב- 1.8 נק' (ל- 52.6) ומצביע על התמתנות בפעילות.
- ⟨ מדד מנהלי הרכש בתעשייה ירד ב- 1.5 נקודות (48.7) ומצביע על התכווצות.

אירופה:

- ⟨ המסחר הקמעונאי עלה ב- 0.3% באוגוסט וב- 2.1% שנה אחורה.
- ⟨ מדד מנהלי הרכש בשירותים ירד ב- 1.9 נקודות בספטמבר ל- 51.6.
- ⟨ מדד מחירי התפוקה PPI ירד ב- 0.5% באוגוסט וירד ב- 0.8% y/y.

שוק האג"ח:

- ⟨ שוק האג"ח הגיב בחיוב לידיעה על הצטרפותה של ישראל ל- WGBI.
- ⟨ בנוסף, ירידת תשואות בארה"ב תמכה בשוק האג"ח בישראל.
- ⟨ שוק האג"ח עדיין לא מתמחר את הסיכון של אי יציבות פוליטית מתמשכת.
- ⟨ לאחר ירידה חדה בתשואות, פחתה האטרקטיביות בארוכים.

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	
ספטמבר	0.6%
אוקטובר	-0.1%
נובמבר	0.3%
שנה קדימה	-0.3%
2019	1.1%
	0.6%

ריבית

נוכחית	0.25%
סוף 2019	0.25%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.481	3.82
שינוי שבועי	0.0%	0.4%
YTD	-7.1%	-11.0%
שנה קדימה	3.43	3.78

אג"ח סחירות	אוק'
פדיון סחיר	12.0
תחזית הנפקות	3.0
עודף פדיון	9.0

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 5903	-0.89	-0.9	-1.0
בינוני 923	-0.99	-1.0	-0.9
ארוך 527	-0.57	-0.6	-0.5
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 121	0.22	0.2	0.25
בינוני 324	0.38	0.4	0.5
ארוך 928	0.84	0.9	0.95
US			
2y	1.40	1.5	1.5
5y	1.35	1.4	1.6
10y	1.53	1.6	1.7

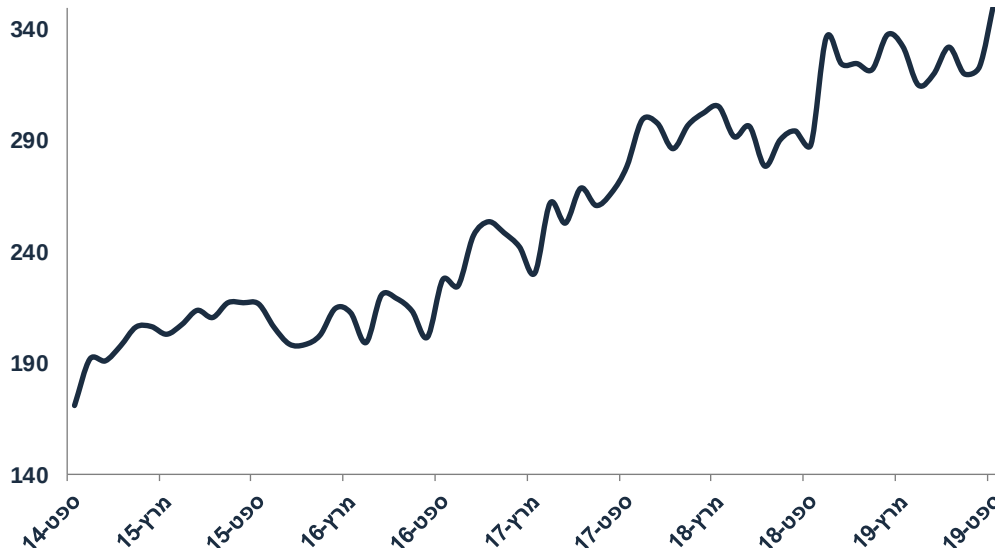
* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

מאקרו ישראל

התאוששות בתיירות הנכנסת

בחודש ספטמבר מספר התיירים הנכנסים עלה בצורה חדה (ב- 9.9%), זאת לאחר מגמת ירידה או קיפאון בחודשים הקודמים. בהסתכלות על רבעון ג' כולו, מדובר בגידול של 16.8% בחישוב שנתי. למרות שסקטור זה אינו משמעותי (כ- 1.5% מסך התוצר), עלייה חדה ברבעון זה צפויה לתמוך בצמיחה נאה סביב 3% ברבעון ג', התואם את קצב הצמיחה הפוטנציאלי.

מספר התיירים הנכנסים (אלפים, מנוכה עונתיות)



מה ניתן לצפות מהודעת הריבית ותחזית המאקרו של בנק ישראל?

מחר בנק ישראל יפרסם את החלטת הריבית. כמובן שצפוי אי שינוי בריבית, וגם אי שינוי ב- forward guidance (הכוונה קדימה): "במידת הצורך, הוועדה תנקוט בצעדים נוספים כדי להרחיב עוד יותר את המדיניות המוניטרית, על מנת לתמוך בתהליך שבסופו האינפלציה תתייצב בסביבת מרכז תחום היעד, ובפעילות הכלכלית".

הודעת הריבית צפויה לציין את הצמיחה היציבה (בהתאם לפוטנציאל) ברבעון ג' ושוק עבודה הדוק, אך גם צפויה לציין שסביבת האינפלציה עדיין רחוקה מהיעד, השקל התחזק והסיכונים בסביבה הגלובלית עלו.

מה לגבי תחזית המאקרו (ובעיקר תחזית הריבית!)

קשה להאמין שרק לפני שלושה חודשים, בנק ישראל ציפה להעלות ריבית ברבעון ג' השנה ועוד שתי העלאות ריבית ב- 2020! בנק ישראל צפה אינפלציה של 1.6% השנה ו- 1.6% ב- 2020. הדגשנו בעבר שאמנם מדובר בתחזית של מחלקת המחקר של בנק ישראל, אך בכל זאת, תחזית זו מקבלת "אשרור" מהוועדה המוניטארית.

תחזית הצמיחה צפויה להתעדכן מעט כלפי מטה על רקע ההרעה בסביבה הגלובלית, אך עדיין צפויה צמיחה בקצב מעט מעל 3%, גם ב- 2019 וגם ב- 2020. סביר להניח שתחזית הריבית תתעדכן לאי שינוי בריבית 2019 והעלאת ריבית אחת ברבעון ד' 2020. תחזית האינפלציה תעודכן ל- 0.8% ב- 2019 ו- 1.5% ב- 2020.

מעבר לריבית, בשבוע הקרוב יתפרסמו בישראל מספר נתונים החשובים לבחינת מצב המשק: היום יתפרסמו נתוני שכר ממוצע לחודש יולי (לאחרונה מסתמנת התמתנות בקצב עליית השכר), מחר: סקר מגמות בסקטור העסקי (ספטמבר), וביום חמישי: המכירות ברשתות השיוק (אוג'), אינדיקטור חשוב לצריכה הפרטית. בנוסף, ביום חמישי יתפרסמו נתוני מכירות של דירות חדשות.

מאקרו חו"ל

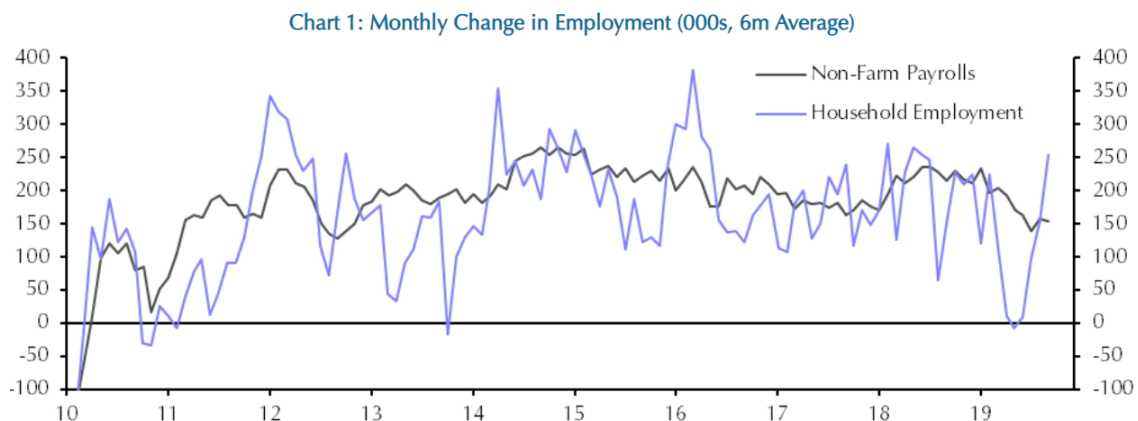
ארה"ב: המשק נמצא בתעסוקה מלאה

לפי הערכתנו, נתוני תעסוקה בספטמבר היו סבירים בהחלט:

שיעור האבטלה ירד ל 3.5% מ- 3.7% לפני חודש, הרמה הנמוכה ביותר מאז 1969. לפי סקר משקי הבית, בחודש ספטמבר נוספו 391 אלף מועסקים, מעבר לגידול בכוח העבודה של 117 אלף איש. פחות מסתכלים על נתון המועסקים בסקר משקי הבית בשל התנודתיות (ראה גרף), אך עדיין מדובר בנתון חיובי.

נוספו 136 אלף מועסקים חדשים (114 אלף בסקטור הפרטי) עם תיקונים אחורה כלפי מעלה של 45 אלף מועסקים. מתחילת השנה נוספו 161 אלף מועסקים לחודש בממוצע. מספר המועסקים בתעשייה ירד "רק" באלפיים מועסקים, נתון חיובי יחסית לחולשה ברכיב התעסוקה במדד מנהלי הרכש.

השכר לשעת עבודה נותר יציב בספטמבר והתמתן ל 2.9% שנה אחורה מ- 3.2% לפני חודש, אך קיימת סברה שמדובר בהשפעת השינוי בהרכב המועסקים עם יותר מועסקים בסקטור הממשלתי (בשכר נמוך יחסית). הראיה: השכר בתעשייה עלה ב 0.2% בספטמבר ועלה ב- 3.5% שנה אחורה.



בסך הכול, המשק האמריקאי ממשיך לצמוח בהתאם לפוטנציאל, ונמצא בתעסוקה מלאה. לפי הערכתנו, עם שיעור האבטלה כה נמוך, ההתמתנות בשכר לשעת העבודה צפויה להיות זמנית.

מדדי מנהלי הרכש החלשים תמכו בירידת תשואות

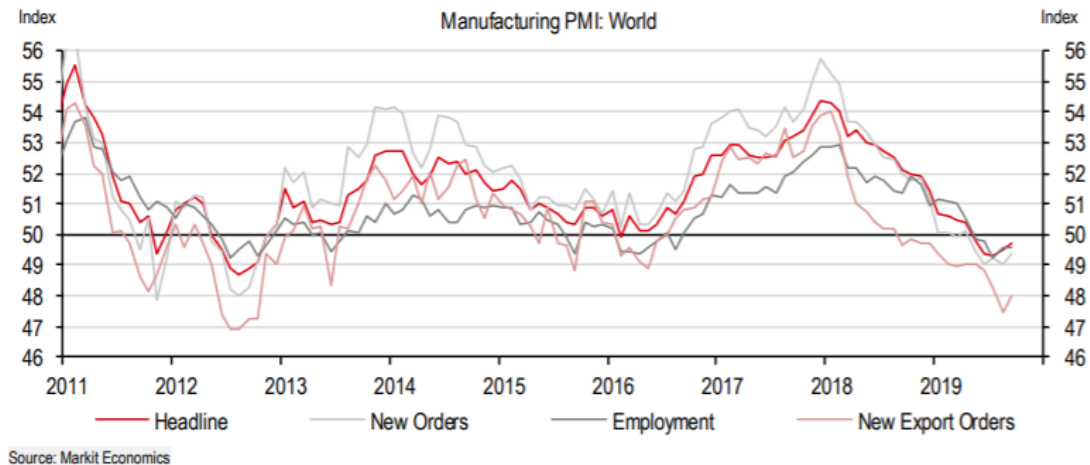
מדדי מנהלי הרכש ISM, גם בתעשייה וגם בענפי השירותים (non-manufacturing) מצביעים על חולשה. מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה ירד ל- 48.7 נקודות בספטמבר (מ- 49.1 באוגוסט), לרמה הנמוכה ביותר מאז יוני 2009. קיימת סברה שלפחות חלק מהחולשה במדד זה נובעת מהשביתה ב General Motors. סקרי התעשייה האזוריים (Chicago, Dallas) גם מצביעים על התמתנות בקצב הצמיחה בתעשייה. בענפים האחרים (בעיקר ענפי השירותים) מדד מנהלי הרכש ISM ירד ב- 1.8 נקודות בספטמבר לרמה נמוכה של 52.6 נקודות עקב ירידה חדה ברכיב ההזמנות. זו הרמה הנמוכה בשלוש השנים האחרונות. הגרף הבא מציג את השקלול בין מדד מנהלי הרכש בתעשייה ובשירותים מול התוצר המקומי הגולמי. קיימת ציפייה לצמיחה של 1.5% ברבעון ג' בארה"ב.



יחד עם זאת, לא הכול שלילי. מדד מנהלי רכש PMI (Markit) בתעשייה אשר פוקד פי שניים חברות מאשר מדד ISM מצביע על עלייה לרמה של 51.1 בספטמבר (מ- 50.3 באוגוסט). באירופה מדד ה- PMI ירד ל- 45.7 נקודות (מ- 47.0). זה החודש השמיני ברציפות שמדד זה מצביע על התכווצות בפעילות (41.7 נקודות בגרמניה, הרמה הנמוכה בעשור האחרון).

יחד עם זאת, מדד ה- PMI הגלובלי עלה מעט ל- 49.7 נקודות בספטמבר מ- 49.5 באוגוסט. מסתמן שיפור בסין ל- 51.4 נקודות בספטמבר מ- 50.4 נקודות באוגוסט, וגם שיפור במדינות EM אחרות:

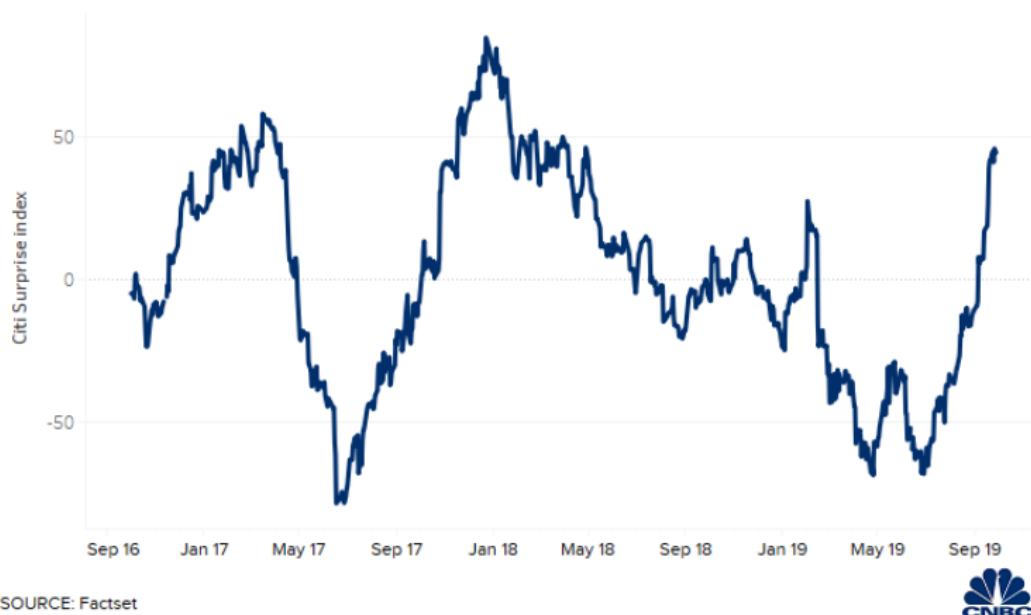
1. The global manufacturing PMI ticked up but remained under 50



השוק מתמחר ב- 90% הסתברות להורדת ריבית הפד בסוף החודש. לפי הערכתנו, הפד יעדיף לחכות להחלטת הריבית של דצמבר. בסך הכול, עד נתוני מנהלי הרכש החלשים בשבוע האחרון, מרבית הנתונים הכלכליים הפתיעו לטובה, זאת לפי ה- Surprise Index של Citi:

Economic surprises

The Citi Economic Surprise Index measures the difference between economic indicators as reported and the consensus of analyst forecasts.



בשבוע הקרוב יתפרסמו נתוני אינפלציה בארה"ב: ביום חמישי יתפרסמו נתוני מדד המחירים לצרכן לחודש ספטמבר. כזכור, לאחרונה מסתמנת האצה בקצב האינפלציה ל- 2.4% y/y בחודש אוגוסט (אינפלציית הליבה).

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 השתייכות 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.