

יונתן כץ
 וכלכלני לידר שוקי הון

אחרי העלאת הריבית בדצמבר בארה"ב, לחצי האינפלציה יחייבו העלאות ריבית נוספות

נקודות עיקריות

מאקרו ישראל

- האמון הצרכני נפגע מעט באוקטובר בשל האירועים, אך עדיין נמצא על רמה גבוהה.
- למרות הירידה במכירות של דירות חדשות בספטמבר, היקף העסקאות עדיין גבוה מאד.
- נתוני גביית מע"מ מצביעים על המשך התרחבות בביקושים המקומיים בספטמבר.
- השכר בסקטור העסקי עולה בקצב של 3.3% YOY על רקע עדכון שכר מינימום ואבטלה נמוכה.

אינפלציה

- תחזית האינפלציה שלנו (1.3% ב-2016) לוקחת בחשבון הוזלה בביטוח החובה מינואר.
- בנוסף, הנחנו השפעה ממתנת במחירי המזון בגין רפורמת "הקורנפלקס".
- לא הנחנו ביטול מע"מ על התחבורה הציבורית בשל התנגדות האוצר.

מדיניות מוניטארית

- בנק ישראל לא ימהר להעלות את הריבית בשנת 2016.
- לפני שציפיות האינפלציה שנה קדימה מתקרבות ל-2% לפחות, קשה לצפות להעלאת ריבית.
- להערכתנו, ללא פיחות בשקל, קשה יהיה לראות עלייה בסביבת האינפלציה.
- בחודש אוקטובר, בנק ישראל רכש \$755 מיליון בשוק המט"ח.
- בספטמבר, זרים רכשו אג"ח בישראל (\$350 מיליון) וישראלים מכרו נכסים פיננסיים בחו"ל (\$724 מיליון), תנועות הון חיוביות נטו, תמכו בייסוס בשקל.

מאקרו גלובלי

- שוק העבודה בארה"ב הפגין עוצמה עם 271 אלף מועסקים חדשים באוקטובר.
- שיעור האבטלה ירדה ל-5.0% והשכר עלה ב-0.4% (2.5% YOY).
- מדד מנהלי הרכש בשירותים (ISM) בארה"ב מצביע על שיפור של ממש בפעילות.
- הנתונים בתעשייה בארה"ב עדיין חלשים על רקע דולר חזק וחולשה בסחר העולמי.
- מכלול הנתונים תומכים בהעלאת ריבית הפד בדצמבר והמשך העלאה ברבעון א' 2016.
- מדד מנהלי הרכש הגלובלי הכולל (משוקלל תעשייה+שירותים) עלה לרמה הגבוהה ביותר ב-9 חודשים האחרונים (53.4).

שוק האג"ח

- אי וודאות לגבי תואי העלאת ריבית הפד בשנת 2016 תמשיך להעיב על שוק האג"ח.
- התשואות ל-10 שנים בארה"ב ימשיכו לזחול כלפי מעלה לכיוון 2.5% ברבעון א' 2016.
- אנו צופים העלאת ריבית אחת לרבעון בארה"ב ככל שמתגברים לחצי שכר ואינפלציה.
- למרות שבנק ישראל לא צפוי להעלות את הריבית לפני רבעון ד' 2016, שוק האג"ח הישראלי ימשיך להגיב לשינוי בתשואות בארה"ב (אם כי לא באופן מלא).
- אפיק המט"ח ממשיך להיות אטרקטיבי על רקע פערי ריביות שליליים.

זום אין

רבים סבורים שהצמיחה בסין קרובה יותר ל-3%

- רבים סבורים שקצב הצמיחה האמיתי בסין נמוך בהרבה מהנתון הרשמי (6.9%).
- זאת לפי הסתכלות על מדדים כגון ייצור חשמל, הובלת מטענים ואשראי הבנקאי.
- יתכן שהצמיחה בפועל קרובה יותר ל-3%.
- התמתנות של ממש בפעילות בסין מסבירה את הפיחות ביואן, 6 הורדות ריבית השנה, וירידה חדה במחירי המתכות.

ריבית	
נוכחית	0.10%
בסוף 2016	0.25%
בעוד שנה	0.10%

אינפלציה	
12 ח' אחרונים	-0.5%
3 ח' קרובים	-0.1%
12 ח' קרובים	0.7%
2016	1.3%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.886	4.2281
שינוי שבועי	-0.5%	-0.6%
YTD	-0.1%	-10.8%
3 ח' קרובים	3.97	4.15
שנה קדימה	4.05	4.25

אג"ח סחירות	נובמבר
פדיון	0.0
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	2.8
עודף פדיון	-2.8

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 517	0.00	-0.1	-0.5
בינוני 1019	-0.15	-0.2	-0.3
ארוך 923	0.38	0.45	0.5

שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.15	0.15	0.15
בינוני 120	0.82	1.0	1.1
ארוך 1026	2.18	2.3	2.4

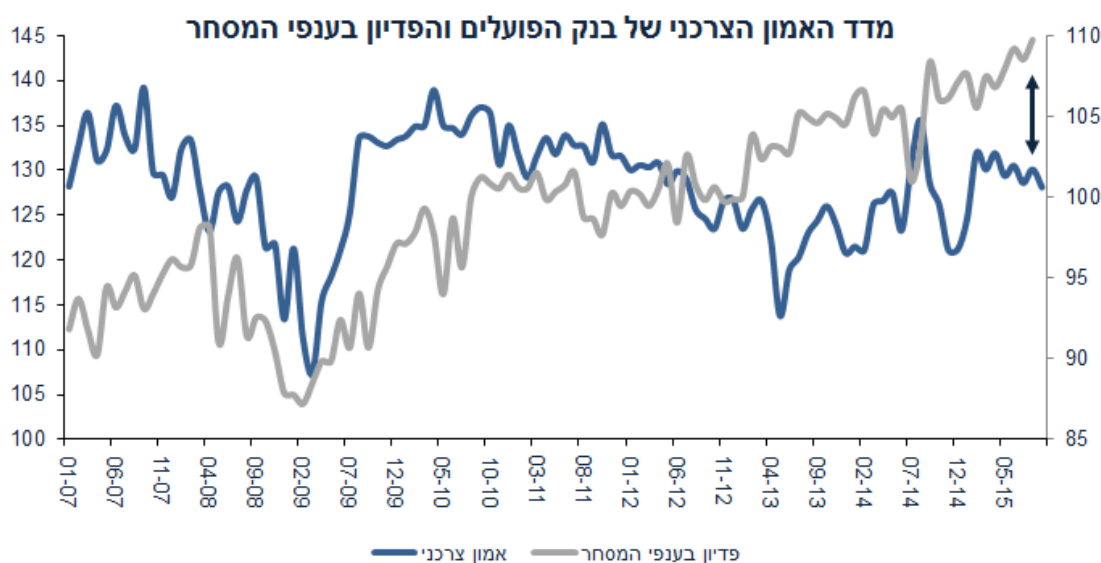
US			
2y	0.89	0.9	0.95
5y	1.73	1.75	1.8
10y	2.33	2.35	2.5

* ט"ק- החודש הקרוב
 * ט"ב-3 חודשים

מדד האמון יורד בעקבות האירועים

בחודש אוקטובר מדד האמון הצרכני של בנק הפועלים ירד ב-2 נקודות כאשר בהסתכלות על המצב השוטף, חלה הרעה משמעותית יותר של 3.5 נקודות, כנראה עקב ההרעה במצב הביטחוני. לעומת זאת, חלה ירידה מתונה בלבד בציפיות קדימה (ירידה של 1.0 נקודה) לרמה גבוהה מזו של סוף 2014 ב-2.5 נקודות. יחד עם זאת, גם לאחר הירידה, רמת האמון נותרה גבוהה יחסית בדומה לרמה ברבעון ב'. **כנראה שהפגיעה באופטימיזם בקרב משקי הבית לא נפגעה בצורה חדה בשלב זה**, אם כן לא צפויה ירידה חדה, אם בכלל, בצריכה הפרטית בעקבות האירועים. לאחרונה, האמון הצרכני מדשדש (עם ירידה קלה). לעומת זאת, הגידול בצריכה הפרטית נמשך כפי שמתקף בפדיון בענפי המסחר והשירותים.

משקי הבית עדיין אופטימיים לגבי עתידם



ירידה מתונה (יחסית) במכירת דירות חדשות

בחודש ספטמבר, מספר הדירות החדשות שנמכרו ירד ב-11.5% לעומת אוגוסט, זאת בהשפעת הקדמת הרכישות ערב העלאת המיסוי על משקיעים. עדיין מדובר ברמה גבוהה של מכירות, שכן, היא גבוהה ב-42% מהמכירות לפני שנה וב-28% מלפני שנתיים.

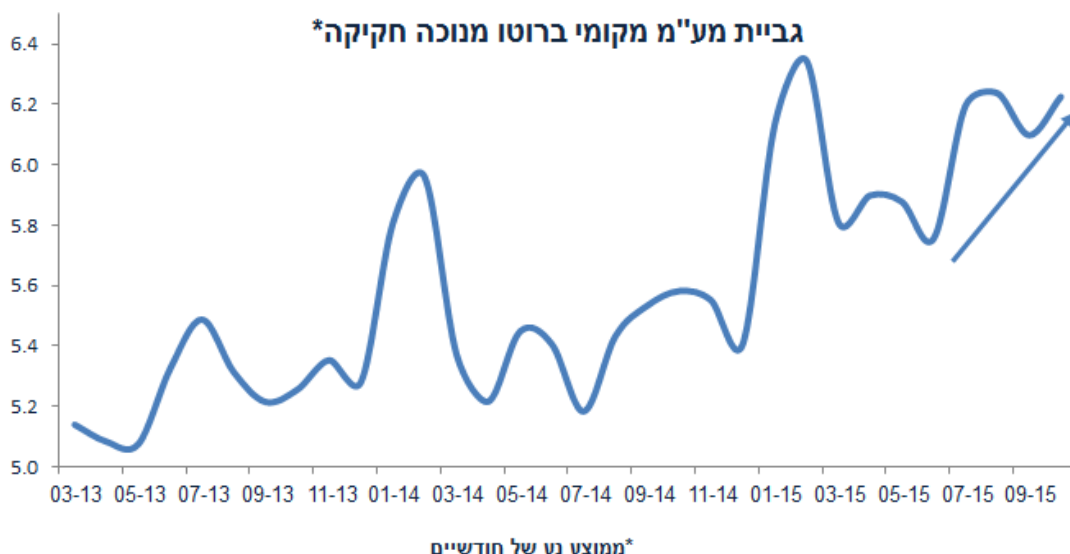
עדיין הביקוש לדיור נותר גבוה



הצריכה הפרטית התרחבה ברבעון ג'

נתוני מע"מ מקומי ברוטו מהווים מקור טוב ועדכני למצב הביקושים המקומיים בישראל. גביית המע"מ בחודש אוקטובר משקפת את הביקושים בחודש ספטמבר (לפני ההחמרה במצב הביטחוני). הגרף הבא ממחיש את המגמה החיובית. הגבייה באוקטובר עלתה ב-8.4% לעומת אוקטובר אשתקד.

**הגידול בצריכה
נמשך בספטמבר**



נמשך הגידול בשכר

ב-12 החודשים האחרונים, עלה השכר בסקטור העסקי ב-3.3% (אוגוסט 2015 מול אוגוסט 2014), זאת על רקע מחסור של עובדים במספר ענפים ועדכון שכר המינימום בשיעור של 8% בחודש אפריל. בתעשייה, השכר עלה ב-5.6% YOY (מנוכה עונתיות), בבנייה 4.2%, בשירותי אוכל ואירוח ב-6.7%, ובמסחר קמעונאי/סיטונאי ב-2.9%.

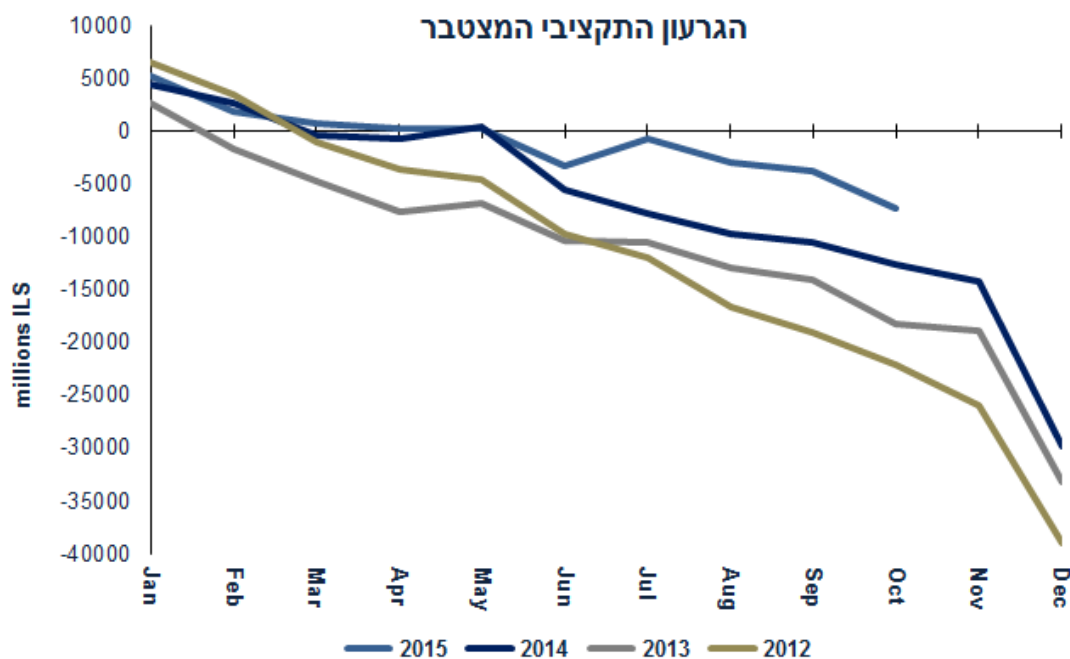
**עליית שכר צפויה
לתרום לאינפלציה**



האוצר מתחיל להאיץ את ההוצאות

בחודש אוקטובר הגרעון התקציבי הסתכם ב-3.5 מיליארד ₪, זאת לעומת גרעון של 1.8 מיליארד ₪ לפני שנה. הגרעון ב-12 החודשים האחרונים עלה ל-2.1% תוצר מ-2.0% לפני חודש. סך הגבייה ממסים הגיע ל-20.6 מיליארד ₪, גידול נומינלי של 3.9% YOY. בניכוי חקיקה, האוצר מדווח על גידול ריאלי של 5.1% בחודש זה. רמת ההוצאות הייתה גבוהה יחסית ועלתה ב-5.6% מתחילת השנה (לעומת ינואר-ספטמבר 2014), זאת לעומת 5.1% בחודש הקודם. **אנו צופים שהאוצר יאיץ את ההוצאות עד סוף השנה (בפרט בביטחון), בכדי להוריד לחץ מתקציב 2016**, כך שהגרעון צפוי להגיע ל-2.3%-2.4% תוצר השנה.

יתקשו להגיע
לגרעון של 2.5%
תוצר השנה



בארה"ב: העלאת ריבית בדצמבר

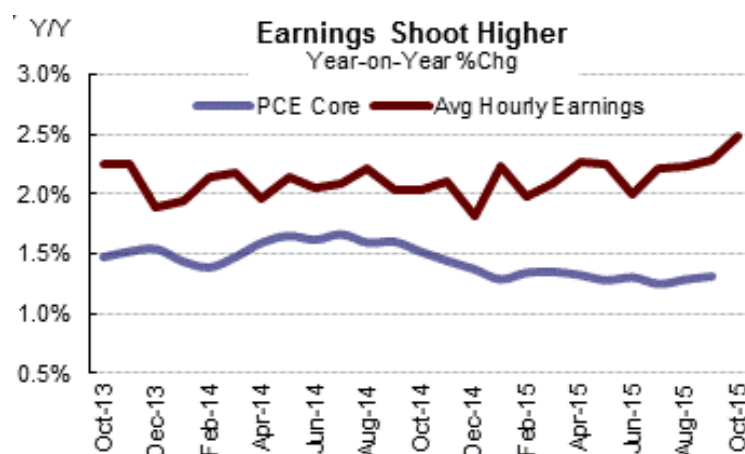
Good News

✓ לאחר חודשיים של נתוני תעסוקה מעט נמוכים (ביחס לציפיות), בחודש אוקטובר חל גידול מהיר במספר מועסקים (271 אלף לעומת ציפיות ל-182 אלף). הנתונים של החודשיים הקודמים תוקנו כלפי מעלה ב-12 אלף. מסתמן גידול בענפי שירותים עסקיים (78 אלף), מסחר קמעונאי (44 אלף) ובנייה (25 אלף). מסתמן קיפאון במספר המועסקים בתעשייה אך חל גידול בשעות העבודה בתעשייה בממוצע שבועי.

קליטה מהירה של
עובדים+עליית שכר

✓ שיעור האבטלה ירד ב-5.0% מ-5.1% לפני חודש כאשר שיעור ההשתתפות נותר יציב. הפד מעריך שתעסוקה מלאה נמצאת סביב 4.8%-4.9%.

✓ השכר לשעת עבודה עלה ב-0.4% באוקטובר ו-2.5% ב-12 החודשים האחרונים.



מקור: ECONDAY

✓ מדד מנהלי הרכש בשירותים (ISM) עלה בצורה ניכרת באוקטובר ל-59.1 (מ-56.9 בספטמבר). מדד ההזמנות החדשות זינק ביותר מ-5 נקודות ל-62.0. כידוע ענפי השירותים מהווים כ-75% מהתוצר העסקי בארה"ב.

✓ יצוא הסחורות עלה ב-1.6% בחודש ספטמבר.

✓ האשראי הצרכני עלה ב-\$28.9 מיליארד בספטמבר, מגידול של \$16 מיליארד באוגוסט.

Disappointing News

✓ מדד מנהלי הרכש בתעשייה (ISM) התייצב על 50.1 נקודות באוקטובר לעומת 50.2 לפני חודש.

התעשייה עדיין
מפגינה חולשה

✓ ההזמנות בתעשייה ירדו ב-1% בספטמבר, הירידה ה-11 במספר מתוך 14 החודשים האחרונים. יחד עם זאת, באוקטובר מדד מנהלי הרכש מצביע על שיפור מסוים בהזמנות.



מקור: ECONDAY

אומנם עד להחלטת הריבית בדצמבר, יתפרסם עוד חודש של נתוני תעסוקה, אך בכל זאת העלאת ריבית בדצמבר נראית כ-"Done Deal". השאלה הקשה יותר הינה תואי העלאת הריבית בשנת 2016.

בתי השקעות בודדים צופים העלאת ריבית מתונה מאד ולכן ירידת תשואות ארוכות ל-1.5% עד סוף 2016 (HSBC).

אנו בדעה, ששוק עבודה "מתוח" כן יביא ללחצי שכר וללחצי אינפלציה, כאשר התייצבות במחירי הסחורות בעולם בהגדרה, תעלה את קצב האינפלציה השנתית (חודש מול חודש אשתקד). לכן, אנו צופים ריבית של 1.0%-1.25% עד סוף 2016. עד סוף רבעון א' 2016 התשואות יעלו ל-2.5%.

זום אין: מה באמת קצב הצמיחה בסין?

רבים מטילים ספק לגבי האמינות של נתוני הצמיחה הרשמיים של סין. לפי הנתון הרשמי, סין צמחה ב-6.9% מרבעון ג' 2014 עד רבעון ג' 2015.

יתכן שסין צומחת בקצב של 3% בלבד.

לעומת זאת, לפי המדד המשולב China Momentum Indicator, יתכן שסין צמחה ב-2.8% בלבד. מדד זה מבוסס על שלושה מרכיבים:

1. סך המטענים המובילים ברכבות. מדד זה ירד לרמה הנמוכה זה 6.5 שנים.
2. ייצור חשמל אשר עלה ב-3.1% בלבד ב-12 החודשים האחרונים.
3. קצב הגידול באשראי הבנקאי, אשר נותר יציב על 15% לשנה, בארבעת השנים האחרונות.

יתכן שההחלטה להוריד את הריבית 6 פעמים השנה ולפחת את היואן (פיחות מתון אומנם), הושפעה מניתוח נכון יותר על ידי המנהיגות הסינית לגבי מגמת ההתמתנות בסין. ירידה חדה בקצב הצמיחה (יחסית לנתונים הרשמיים), מסבירה טוב יותר את הירידה החדה במחירי הסחורות בשנה שעברה. סביר להניח המשך הפעלת כלים מוניטאריים (גם פיסקאליים) ופיחותים נוספים ביואן בשנה הקרובה, בניסיון לבלום את מגמת ההתמתנות החדה כפי שמשתקפת במד ה-CMI. מדד זה ירד ב-0.2% בספטמבר ל-2.8% YOY מ-3.0% לפני חודש.

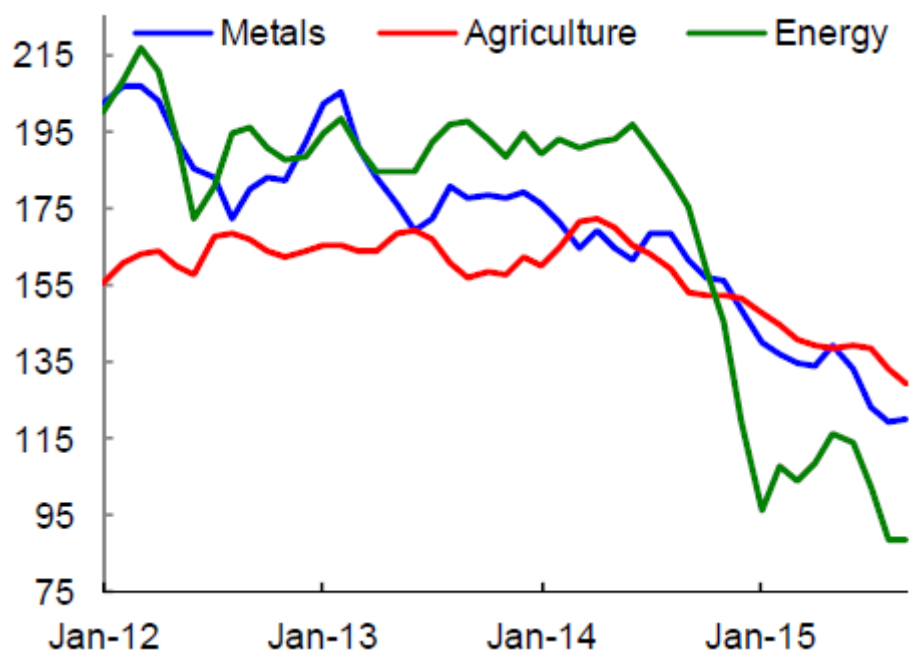
צמיחה רשמית מול צמיחה בפועל



נדמה שהפער בין הצמיחה הרשמית והצמיחה "בפועל" הלך ותפח בשנתיים האחרונות (כפי שמוצג בגרף הנ"ל). תופעה זו מסבירה את הירידה החדה במחירי הסחורות בכלל ומחירי המתכות בפרט. סביבה ממותנת יותר גם מסבירה את הלחץ של ההנהגה הסינית לתמוך בכלכלה על ידי התערבות גסה בשוק המניות. בנוסף, צמיחה חלשה בסין מסבירה את החולשה בסחר העולמי בשנה שעברה.

סין מהווה כ-16% מסך התוצר העולמי, כך שיתכן שהצמיחה הגלובלית "האמיתית" השנה צפויה להגיע ל-2.5% בלבד ולא 3.1% כפי שמעריכה קרן המטבע הבינלאומית. היצוא האמריקאי לסין מהווה כ-0.8% מסך התוצר, כך שהתמתנות בסין לא פוגעת בצורה משמעותית בכלכלתה (למעט דרך הירידה במחירי הסחורות).

הירידה במחירי הסחורות



מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
				8.11
			אמון צרכני, מגמות בסקטור העסקי	9.11
מדד המחירים לצרכן וליצרן		המלאי העסקי		10.11
המכירות הקמעונאיות, התפוקה התעשייתית		בקשות משכנתא	סחר חוץ	11.11
	התפוקה התעשייתית	תביעות דמי אבטלה		12.11
	מאזן הסחר, נתוני התמ"ג לרבעון השלישי	המכירות הקמעונאיות, מדד המחירים ליצרן, מדד בטחון הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן		13.11

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 מיועץ 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.