

יונתן כץ
 וכלכלני לידר שוקי
 הון

נתוני התעסוקה בארה"ב היו טובים ותומכים בהעלאת ריבית הפד בדצמבר

נקודות עיקריות

התחושה הגוברת שהבנקים המרכזיים לא ששים לבצע הרחבה מוניטארית נוספת ממשיכה להעיב על השווקים. שמועה שה-ECB מתכנן מהלך של tapering (צמצום רכישות אג"ח), הביאה לעליית תשואות בשוק האג"ח (גם בארה"ב). אי הוודאות סביב Deutsche Bank וההודעה שבריטניה תודיע ל-EU על פרישה מהגוש עד מרץ 2017 העיבו על שוקי המניות. **בשבוע הקרוב** הנתונים החשובים יתפרסמו בסופו. בשני השוק בארה"ב סגור, ברביעי הפד יפרסם את הפרוטוקול של ספטמבר אשר צפוי לשפוך עוד צבע לגבי המחלוקת הפנימית בעד ונגד העלאת הריבית, וביום שישי יתפרסמו נתוני המסחר הקמעונאי ונאום של יילן ורוזנגרין בכנס הפד בבוסטון. באירופה ובמזרח צפוי שבוע שקט מבחינת נתונים, ואצלנו יתפרסם בשישי מדד מחירים לצרכן בישראל.

מאקרו ישראל

- קרבן המטבע צופה צמיחה של 2.8% בישראל השנה ו-3.0% ב-2017.
- קרבן המטבע צופה ירידה בעודף בחשבון השוטף ל-2.9% תוצר ב-2017 מ-4.6% ב-2015.
- ברבעון ג' מרבית האינדיקטורים מצביעים על התמתנות בצריכה הפרטית.
- בחודש ספטמבר בנק ישראל רכש \$575 מיליון לאחר אי התערבות באוגוסט.

מאקרו גלובלי

- בספטמבר נוספו 156 אלף מועסקים בארה"ב ולנתון של אוגוסט נוספו 16 אלף.
- שיעור האבטלה עלה ל-5.0% (מ-4.9%) על רקע עלייה בשיעור ההשתתפות.
- השכר לשעת עבודה עלה ב-0.2% בספטמבר וב-2.6% YOY (עלייה מ-2.4% באוגוסט).
- חל שיפור ניכר במדד מנהלי הרכש בשירותים (ISM), בפרט בהזמנות החדשות.
- קרבן המטבע הורידה את תחזית הצמיחה השנה בארה"ב ל-1.6% מ-2.2% ביולי.
- מדד מנהלי הרכש בתעשייה באירופה עלה בספטמבר ב-0.9% ל-52.6.

שוק האג"ח

- התשואות ל-10 שנים בארה"ב עשו מהלך משמעותי בשבועיים האחרונים (עלייה של 0.2%).
- נראה לנו שהשוק כבר מתמחר את הסבירות להעלאת ריבית בדצמבר.
- ה-ECB לא ימהר לבצע tapering כל עוד סביבות האינפלציה מאד ממותנת.
- עדיין פרמיית סיכון סביב 0.1% בשחר הארוך מעל אג"ח ארה"ב נראית גבוהה מדי, זאת על רקע הצפייה ליציבות בריבית בישראל עד 2018.
- לכן, להערכתנו קיימת אטרקטיביות באפיקים הארוכים בישראל.

זום אין

גישה HSBC: תשואות נמוכות בחמש השנים הקרובות

- בניגוד לדעת מרבית הכלכלנים, HSBC צופה ריבית ל-10 שנים בארה"ב על 1.35% בסוף 2017.
- גישה זו מדגישה את עודף המינוף הגלובלי (debt overhang).
- בנקים מרכזיים לא ימהרו לסיים QE וסביבת האינפלציה תישאר נמוכה.

ריבית	
0.10%	נוכחית
0.10%	סוף 2016
0.10%	בעוד שנה

אינפלציה	
-0.7%	12 ח' אחרונים
-0.1%	3 ח' קרובים
0.9%	12 ח' קרובים
0.1%	2016

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.794	4.2155
שינוי שבועי	1.0%	0.3%
YTD	-2.8%	-0.8%
3 ח' קרובים	3.80	4.20
שנה קדימה	3.80	4.15

אג"ח סחירות	
7.9	אוקטובר
	פדיון
3.0	תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)
4.9	עודף פדיון

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	-0.09	-0.2	-0.5
בינוני 5903	0.07	0.0	-0.3
ארוך 1025	0.44	0.4	0.4
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 219	0.36	0.37	0.40
בינוני 421	0.90	0.9	0.9
ארוך 1026	1.81	1.77	1.77
US			
2y	0.83	0.85	0.9
5y	1.26	1.25	1.3
10y	1.72	1.70	1.75

* ט"ק - החודש הקרוב
 * ט"ב - 3 חודשים

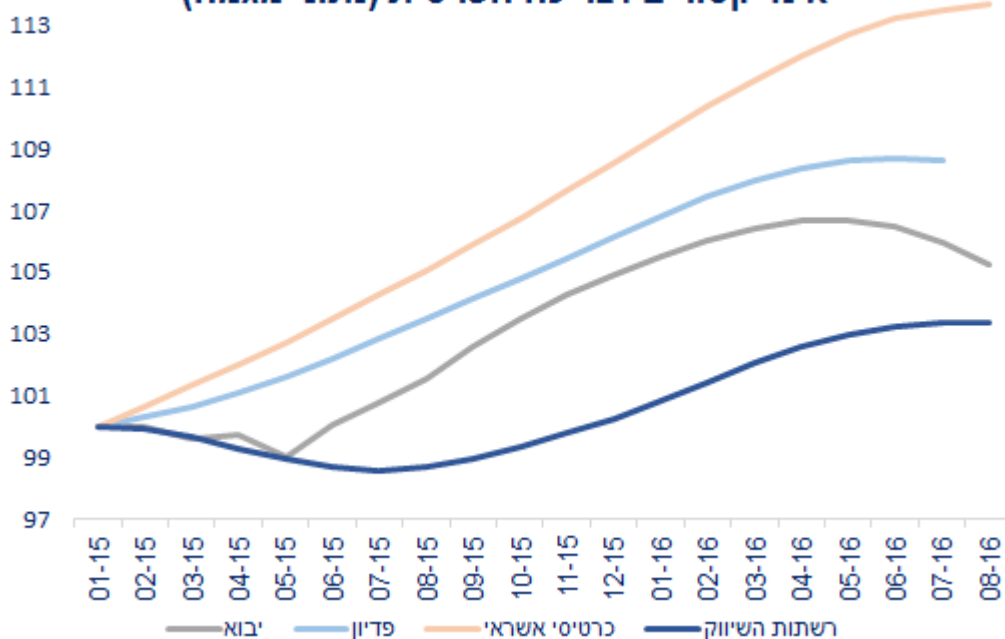
התמתנות בצריכה ביולי-אוגוסט

מכלול הנתונים מעידים על התמתנות בקצב הגידול של הצריכה הפרטית ברבעון ג'. הגרף הבא ממחיש זאת, בהסתכלות על הפדיון בענפי המסחר, רכישות בכרטיסי האשראי, מכירות ברשתות השיווק ויצוא של מוצרי צריכה (ללא רכבים). מוקדם לדבר על שינוי משמעותי במגמה. בסך הכל היה ברור שלא ניתן להתמיד בקצב הגידול בצריכה של רבעון ב' (10% בחישוב שנתי). עדיין רמת תעסוקה גבוהה, כאשר עלייה בשכר הריאלי וריבית נמוכה תומכים בהמשך גידול בביקושים המקומיים.

למרות ההתמתנות הצריכה תמשיך להיות קטר

נתון	יוני-אוגוסט (בחישוב שנתי)	מרץ-מאי
פדיון בענפי המסחר (מאי-יולי)	5.5%	7.8%
מכירות ברשתות השיווק	1.4%	6.2%
רכישות בכרטיסי האשראי	3.5%	8.8%
יבוא מוצרי צריכה (ללא רכבים)	-5.2%	2.7%

אינדיקטורים לצריכה הפרטית (נתוני מגמה)



הצריכה הפרטית צפויה להמשיך לתמוך בצמיחה. אנו צופים גידול של 3.5% בשנת 2017, לעומת בנק ישראל שצופה גידול של 3.7%. המשך התרחבות הביקושים המקומיים תומכת בלחצי אינפלציה מתונים, בפרט בענפי השירותים.

ארה"ב: המשך שיפור בשוק העבודה

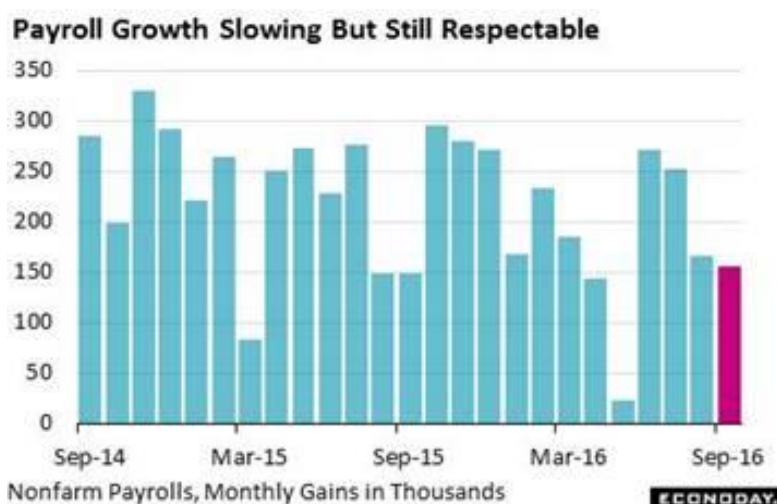
נתונים מאכזבים:

- להערכתנו, 156 אלף מועסקים חדשים (ומזה 167 אלף בסקטור העסקי מול ירידה של 11 אלף בממשלה) הינו נתון חיובי בהחלט. השוק ממשיך להיות אופטימי מדי, כאשר הציפיות היו לתוספת של 172 אלף מועסקים, למרות שידוע שבהתקרבות לתעסוקה מלאה, מלאי מחפשי העבודה מצטמצם והגידול במספר המועסקים איטי יותר.
- גם ילן אמרה זאת בעבר שגידול של 130-150 אלף מועסקים הינו בהחלט נתון חיובי. הנתון של חודש אוגוסט תוקן כלפי מעלה ב- 16 אלף איש ל- 167 אלף איש. הנתון של יולי ירד ב-23 אלף מועסקים ל-252 אלף. מספר המועסקים בתעשייה ירד ב-13 אלף בספטמבר ו-47 אלף בשנה האחרונה. לעומת זאת, נוספו 23 אלף מועסקים בענפי הבנייה ו-218 אלף בשנה האחרונה.

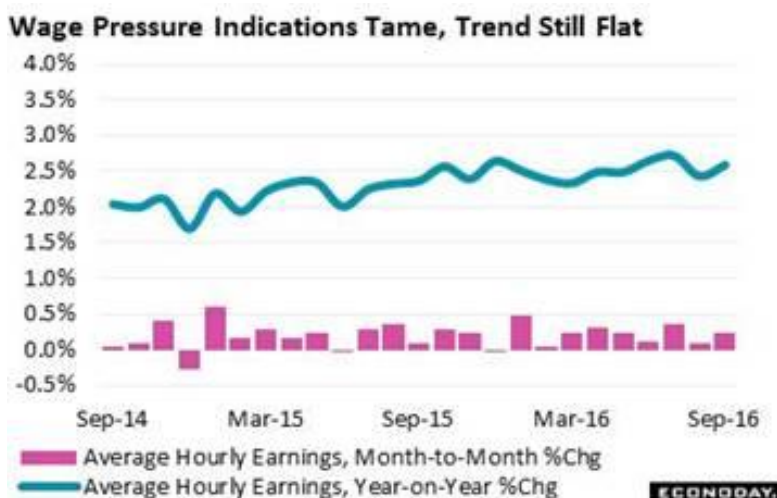
גידול בהחלט

סביר במספר

המועסקים



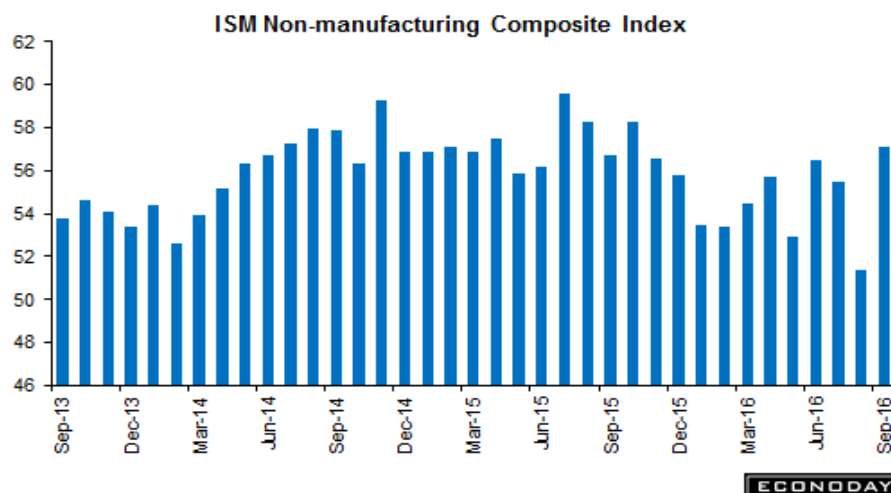
- שיעור ההשתתפות עלה ל- 62.9% בספטמבר מ- 62.8% באוגוסט ולכן שיעור האבטלה עלה מעט ל- 5.0% (מ- 4.9% בחודש אוגוסט).
- השכר לשעת העבודה עלה ב-0.2% בספטמבר לאחר עלייה של 0.3% באוגוסט. הקצב השנתי עלה ל- 2.6% מ- 2.4%, כמוצג בגרף הבא.



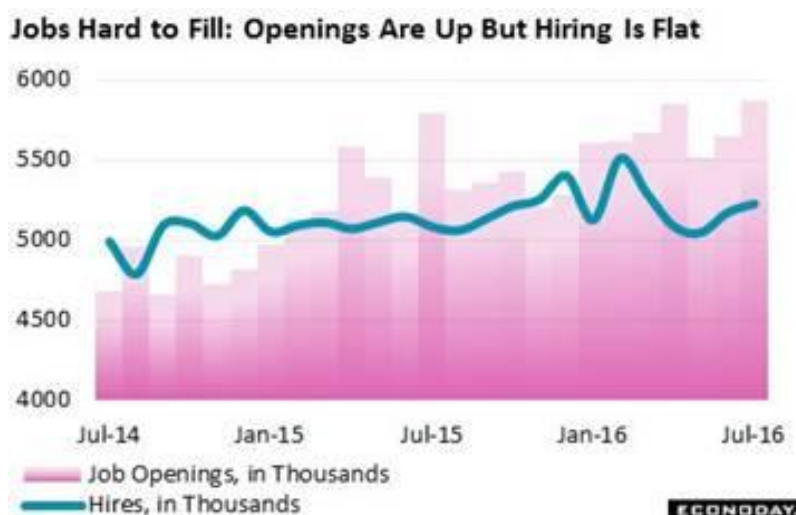
- מספר שעות העבודה במוצע לשבוע עלה ל- 34.4 מ- 34.3 שעות לפני חודש.

נתונים חיוביים

- מדד מנהלי הרכש בשירותים (ISM) עלה ל- 57.1 נקודות בספטמבר מ- 51.4 נקודות בחודש אוגוסט. רכיב ההזמנות החדשות עלה ב- 9 נקודות לרמה גבוהה של 60.0 נקודות. רכיב התעסוקה עלה ב-6.5 נקודות ל- 57.2, כמוצג בגרף הבא.



- מדד מנהלי הרכש בתעשייה עלה ל- 51.5 נקודות בספטמבר מ- 49.4 בחודש אוגוסט. רכיב ההזמנות החדשות עלה ב- 6 נקודות ל- 55.1.
- האשראי הצרכני זינק ב- \$25.9 מיליארד בחודש אוגוסט לאחר גידול של \$17.8 מיליארד ביולי.
- יצוא סחורות עלה ב- 0.8% באוגוסט והיבוא עלה ב- 1.2%. אומנם, עלייה ביבוא נטו גורעת מהצמיחה אך גידול ביבוא מאותת גם על גידול הביקושים המקומיים. מסתמן גידול גם ביבוא מוצרי השקעה.
- המכירות של כלי רכב חדשים עלו ב- 4.7% בספטמבר ל- 17.8 מיליון (בחישוב שנתי).
- מספר דורשי העבודה ירד ב-5 אלפי איש בשבוע האחרון, לרמה היסטורית מאד נמוכה של 249 אלף.
- מסתמן גידול מהיר במספר המשרות הפנויות (openings) לעומת גידול מתון בהעסקות חדשות (hires), שילוב אשר מצביע על שוק העבודה "מתוח" ותומך בלחצי שכר.



מכלול הנתונים תומך בהעלאת ריבית בחודש דצמבר. שוק העבודה מתקרב לתעסוקה מלאה, ניכר שיפור בכל ענפי המשק (תעשייה, שירותים ובנייה) וישנה עלייה מתונה בקצב האינפלציה. עם זאת, בהחלטת הריבית הקרובה שתתקיים שישה ימים לפני הבחירות, הפד יתקשה להעלות את הריבית (ב-2.11.16).

זום אין: דעת מיעוט - תשואה (10 שנים) על אג"ח ארה"ב של 1.35% בסוף 2017

HSBC לומדת

מתופעת

התשואות

הארוכות ביפן זה

20 שנים

מרבית הכלכלנים צופים מגמה הדרגתית של עליות תשואות ארוכות בארה"ב בשנים הקרובות. הפד צפוי להעלות את הריבית בהדרגה (קיימים חילוקי דעות לגבי הקצב) על רקע התאוששות המשק האמריקאי לאחר כמעט עשור מאז פרוץ המשבר הכלכלי הגדול.

Steven Major מ-HSBC חשב אחרת. יאמר לזכותו שבשנים האחרונות הוא התמיד בגישתו (ירידת תשואות) וצדק. בתחילת 2015 Major חזה תשואות של 2.1% (10 שנים) בסוף השנה, וצדק. השנה הוא מדבר על תשואות של 1.5% בסוף 2016.

HSBC סבורה שהעלאת ריבית הפד הבאה תתרחש באמצע 2017 (העלאת ריבית אחת בשנה זו). על מה מתבסס Major?

1. מאז המשבר העולמי לא חל בכלל תהליך של deleveraging (ירידה ברמת המינוף) בעולם. ההיפך הוא הנכון, רמת החוב הכולל רק עלתה. חוב גדול מכביד על הפעילות הכלכלית וגורם לצמצום בלקיחת אשראי חדש. ללא אינפלציה וצמיחה מאד מתונה, קשה לשחוק את החוב במונחי תוצר. סך החוב הכולל של המדינות המפותחות עלה ב-25 אחוזי תוצר משנת 2007 ועד 2015 ל-268% (חוב ממשלה + פרטי, ללא הסקטור הפיננסי). בתקופה זו החוב של מדינות מתפתחות עלה ב-57 אחוזי תוצר ל-179%. כל עוד אין deleveraging קשה להאיץ את קצב הצמחה.

2. שוק האג"ח הפך לשוק גלובלי. התשואות בארה"ב לא יכולות להתרחק מהתשואות באירופה וביפן, מדינות אשר רחוקות מאד מתחילת הנורמליזציה בריבית ולא ימהרו לצמצם את מצבת האג"חים אשר רכשו. תופעת עודף פדיון בשוק האג"ח הגלובלי צפויה לתמוך בתשואות נמוכות.

3. אין סימנים ללחצי אינפלציה של ממש בעולם. אינפלציית הליבה באירופה יציבה סביב קצב שנתי של 0.8% בשנה האחרונה. לחצי דפלציה ביפן נמשכים. בארה"ב אינפלציית הליבה יותר גבוהה (1.7% לפי ה-core PCE), אולם קצב זה נשמר די יציב מתחילת השנה. עלייה במחירי השירותים מתקזזים על ידי ירידה במחירי הסחורות, עודף כושר ייצור בעולם וסחר גובר ב-e-commerce.

4. פוטנציאל הצמיחה בעולם (בפרט במדינות המפותחות) הולך ופוחת, זאת בשל שינויים דמוגרפיים ושיעורי חיסכון גבוה (בסין וגרמניה בפרט) והתמתנות בפריון. המגמות הגלובליות הללו הן ארוכות טווח ולא צפויות להשתנות בשנים הקרובות. גם חברי הפד הורידו את פוטנציאל הצמיחה של ארה"ב ל-1.8% לשנה. נזכיר כי רק לפני מספר שנים דיברו על פוטנציאל צמיחה של 3%-2.5%.

5. בנקים מרכזיים לא מצמצמים את מצבת החוב הממשלתי שלהם, כל פדיון של אג"ח ממשלתי ממוחזר בשוק האג"ח. היום הבנקים המרכזיים של מדינות ה-G-4 רוכשים אג"ח בהיקף של כ-200 מיליארד מדי חודש (כולל מיחזור פדיונות) ואין ציפיות לצמצום בטווח הקרוב. תופעה זו תומכת בעודף ביקוש לאג"ח אשר תומך בתשואות נמוכות.

לסיכום, לפי ניתוח זה התשואות בארה"ב ירדו ל-1.35% בסוף 2017 ובסוף 2021 לא ישתנו מהותית מהרמה הנוכחית של היום.

Figure 1. Falling yields across the board



Source: HSBC

מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
			סקר מגמות, שכר ממוצע	9.10
				10.10
	סקר ה-ZEW			11.10
	התפוקה התעשייתית	בקשות משכנתא, פרסום פרוטוקול הפד		12.10
		טביעות דמי אבטלה	חשבונאות לאומיים, דירות חדשות שנמכרו	13.10
	מכירות כלי רכב, מאזן הסחר	המכירות הקמעונאיות, מדד המחירים ליצרן, המלאי העסקי, מדד בטחון הצרכנים של אונ' מישיגן	מדד מחירים לצרכן	14.10

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.