

יונתן כץ  
 וכלכלני לידר שוקי הון

## לא צפויה העלאת ריבית בישראל לפני 2017

### נקודות עיקריות

#### מאקרו ישראל

- נמשך הגידול במספר המועסקים בחודש אוקטובר, יתכן גם בשל גידול בביקוש לשרותי אבטחה.
- בחודש אוקטובר המכירות ברשתות השיווק ירדו ב-0.8%, שיעור מתון יחסית.
- המדד המשולב מצביע על יציבות בקצב הצמיחה של הסקטור העסקי, סביב 3% (שנתי).

#### אינפלציה

- בחודשים נובמבר-פברואר, צפויה אינפלציה מצטברת של -1.0%.
- החודשים הקרובים יושפעו מירידה עונתית במחירי ההלבשה ובמחירי הדיור.
- בנוסף, מדד ינואר יושפע מהוזלה במחיר המים, התחבורה הציבורית וביטוח החובה.
- יחד עם זאת, במבט קדימה, עליית השכר ופיחות מתון בשקל יביאו לעלייה בסביבת האינפלציה לקצב של 1.5%-1.0%.

#### מדיניות מוניטארית

- החלטת הריבית הייתה צפויה, אך אנו מזהים נימה מעט "ניצית".
- בנק ישראל סבור שסביבת האינפלציה ("האמיתית") קרובה לקצב של אחוז.
- ההסלמה באלימות כמעט ולא השפיעה (בינתיים) על הפעילות הכלכלית.
- ללא ייסוף חד, בנק ישראל יסתפק ב-Forward Guidance, מסר ברור לכך שהמדיניות המוניטארית תישאר מרחיבה "למשך זמן רב" ולא ישקול הרחבה כמותית.
- מנגד, בנק ישראל לא יעלה את הריבית בעקבות הפד, ללא עלייה של ממש באינפלציה (קרי: פיחות בשקל), כנראה לא לפני 2017.

#### מאקרו גלובלי

- מדד האמון הצרכני בארה"ב נפגע בנובמבר, כנראה על רקע הטרור בפריז.
- חשש לאירועים דומים בארה"ב עלול למתן את הצריכה הפרטית בתקופת החגים.
- אינפלציית הליבה במחירי הצריכה (PCE) שמרה על יציבות (YOY 1.3%) באוקטובר.
- ביום חמישי ה- ECB צפוי להוריד את ריבית על הפקדות ב- 0.1% ל- 0.3%.

### שוק האג"ח

- בשבוע האחרון חלה ירידת תשואות באפיקים הצמודים לאורך כל העקום, לעומת זאת, רק האפיק השקלי הארוך נהנה מירידת תשואות מתונה.
- בהתקרב העלאת ריבית הפד, צפויה המשך התחזקות בדולר ועליית תשואות.
- הנתון המשמעותי הבא אשר ישפיע על שוק האג"ח הינו נתוני תעסוקה בארה"ב ביום שישי.
- עדיין תמחור האינפלציה בשוק ההון נמוך מדי לאורך כל העקום, מה שמקנה עדיפות לאפיקים צמודים.

### זום אין

#### גידול בחוב של הסקטור העסקי במשק המתעוררים עלול לגרום למשבר

- החוב של הסקטור העסקי במדינות ה-EM תפח ל- 127% ב- 2014 מ- 73% ב- 2007.
- הגידול בחוב לא לווה בגידול ברווחיות של הפירמות.
- חוב גדול במט"ח בחלק מהמדינות מסכן את היציבות הפיננסית במידה והדולר ימשיך להתחזק.
- ברזיל וטורקיה פגיעות במיוחד, גם בשל גירעונות גדולים בחשבון השוטף.

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

אינפלציה	
-0.7%	12 ח' אחרונים
-0.8%	3 ח' קרובים
0.7%	12 ח' קרובים
1.3%	2016

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.889	4.1285
שינוי שבועי	0.3%	-0.4%
YTD	0.0%	-13.2%
3 ח' קרובים	3.95	4.10
שנה קדימה	4.05	4.20

אג"ח סחירות	דצמבר
פדיון	2.7
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	2.8
עודף פדיון	-0.1

### עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 517	0.03	-0.1	-0.5
בינוני 1019	-0.12	-0.2	-0.3
ארוך 923	0.36	0.4	0.45

שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.22	0.2	0.25
בינוני 120	0.92	1.0	1.1
ארוך 1026	2.15	2.25	2.35

US			
2y	0.92	0.95	1.0
5y	1.64	1.75	1.8
10y	2.22	2.35	2.5

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

**כנראה שההסלמה באוקטובר השפיעה מעט על הפעילות (בינתיים)**

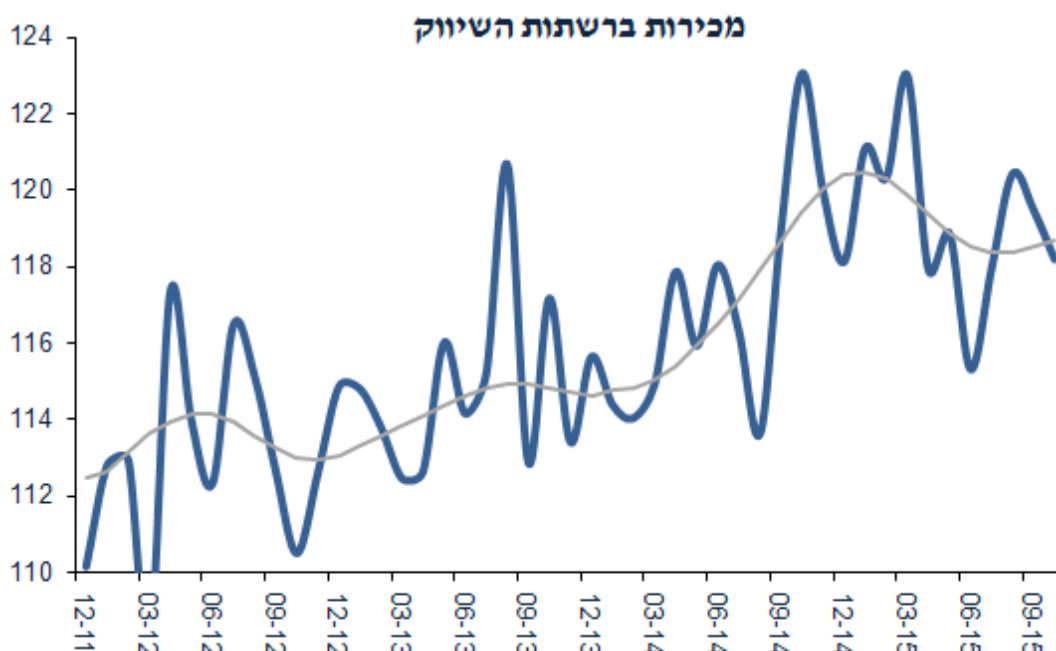
מעט נתונים פורסמו לגבי הפעילות הכלכלית בחודש אוקטובר, חודש שבו התגברו מאד מקרי הטרור בישראל. איזה נתונים קיימים?

**הצריכה הפרטית  
מעט הושפעה  
מההסלמה**

הערה	שיעור שינוי בחודש אוקטובר	נתון
נתון תנודתי ברמה החודשית	+3.9%	<b>מדד מנהלי הרכש</b>
ירידה מתונה בלבד. משקי הבית כנראה לא צימצמו משמעותית את הצריכה השוטפת שלהם	-0.8%	<b>מכירות ברשתות השיווק</b>
נתון שלילי העיד על ירידה בביקוש לעובדים חדשים	ירידה ל- 3.2% מ- 3.5%	<b>שיעור המשרות הפנויות</b>
מדובר בנתון חיובי, יתכן שמדובר במועסקים בשירותי אבטחה.	גידול של 7.8 אלף (0.6%)	<b>מועסקים (גילאים 24-65)</b>
ענף רגיש במיוחד למקרי האלימות	-8.1%	<b>תיירות נכנסת</b>

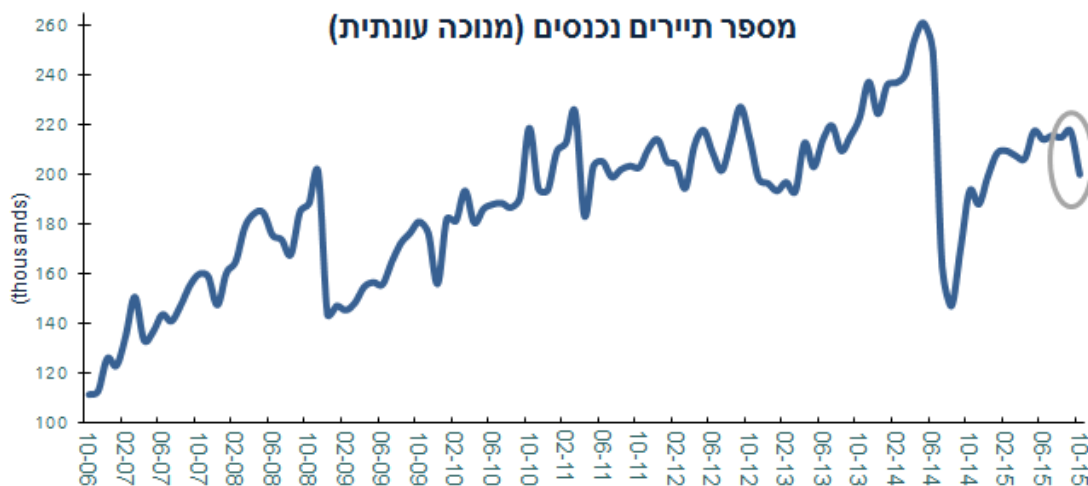
**חולשה במכירות ברשתות השיווק בשישה חודשים האחרונים**

בחודשים אוגוסט-אוקטובר המכירות ברשתות השיווק עלו ב- 1.1% (בחישוב שנתי) לאחר ירידה של 3.3% בשלושת החודשים הקודמים. **בעבר, סדרה זו הייתה חלשה יותר מסדרות אחרות** כגון רכישות בכרטיסי האשראי, פידון בענפי המסחר והשירותים ונתוני גביית מע"מ, אשר הצביעו על עלייה מהירה יותר בצריכה.



**צפויה פגיעה בעיקר בענף התיירות**

מוקדם מדי להסיק מסקנות לגבי השפעת הימשכות ההסלמה על הביקושים המקומיים. **נדמה שהענף הרגיש ביותר להמשך מאורעות הטרור בישראל הוא התיירות הנכנסת.** בחודש אוקטובר מספר התיירים ירד ב- 8% (מנוכה עונתיות), כמוצג בגרף הבא.



**התיירות הנכנסת  
מהווה כ- 3.5%  
מסך התוצר**

המשכות מאורעות הטרור בישראל צפויה להביא לירידה בתיירות, לפגיעה מתונה בצריכה הפרטית ואולי גם לפגיעה בהשקעות בענפי המשק (בשל העלייה באי הוודאות). לאור הסבירות להמשך האירועים בשנת 2016, נדמה שהמשק יתקשה לצמוח בקצב של 3% ועלול להיתקע עם קצב צמיחה של 2.5% (בדומה לצמיחה השנה), זאת למרות השקעות ענק של חברת אינטל (6 מיליארד דולר בשנתיים הבאות) אשר צפויות לתרום כ-0.3% בתוצר בשנת 2016.

## הריבית צפויה להישאר נמוכה "למשך זמן רב"

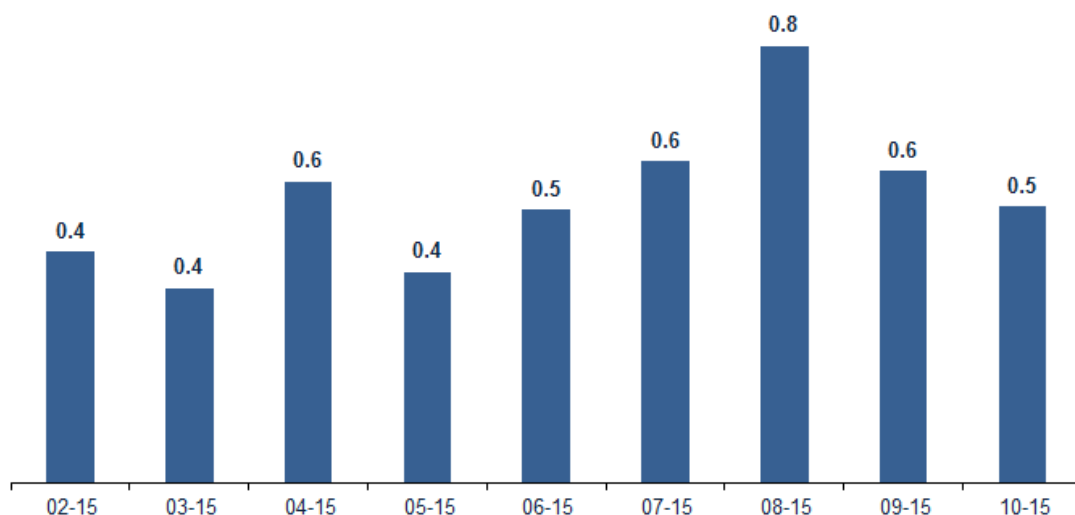
החלטת הריבית הייתה צפויה, אך חשוב להתמקד בכמה מסרים חשובים בהודעת הריבית:

- ✓ **"בניכוי סעיפי האנרגיה והפחתות המחירים האדמיניסטרטיביות (כגון הפחתות בתעריפי המים והחשמל) עלה המדד ב-12 החודשים האחרונים ב-0.9%".** נדמה שבנק ישראל בחר בחתך אינפלציה נוח, התומך ביציבות בריבית (ולא הורדה נוספת). נעלמה ההתייחסות ל"אינפלציית הליבה" אשר לא כוללת את מחירי המזון ופירות וירקות. מחירי הפירות והירקות עלו ב-13.5% ב-12 החודשים האחרונים בשל פיגעי הטבע (ולא עודף ביקוש) ותרמו 0.4% לאינפלציה. לכן, הציטוט של בנק ישראל בהחלטת תמוה.

**סביבת האינפלציה מתונה יותר מהערכת בנק ישראל**

- ✓ **סביבת האינפלציה "האמיתית" (אם מנכים גם את מחירי הפירות והירקות) קרובה יותר ל-0.5% כעת, ולא ל-0.9% כפי שטוען בנק ישראל.**

## אינפלציית הליבה (ללא השפעת אגרת טלוויזיה ומע"מ)



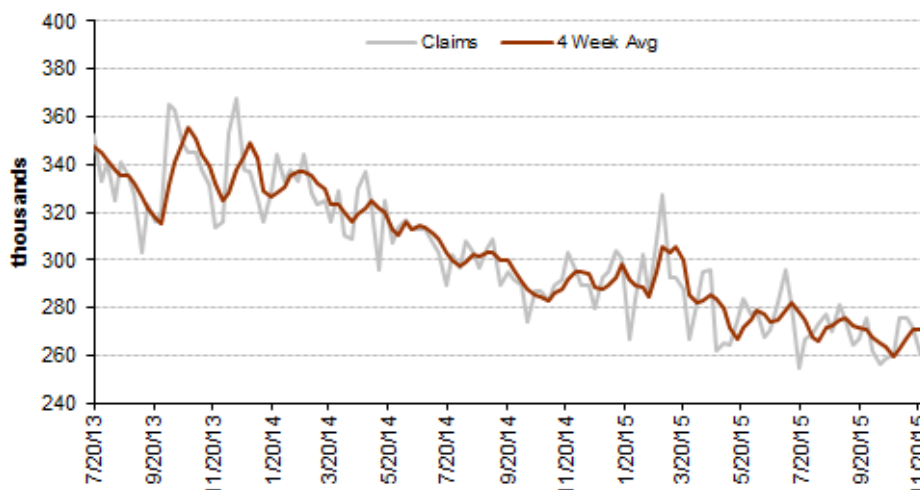
- ✓ **"האומדן הראשון לנתוני הצמיחה לרבעון השלישי משקף חזרה של קצב הצמיחה לזה ששרר בשנתיים האחרונות, ללא פיצוי על הצמיחה האפסית שנרשמה ברבעון השני".** במילים אחרות, למרות אופטימיות מועטה לגבי השיפור בצמיחה ברבעון ג' (2.5%), קיימת אכזבה מסוימת בשל הציפייה לתיקון חד יותר לאחר צמיחה של 0.2% בלבד ברבעון ב'.
- ✓ **"עד כה, השפעת גל האלימות על הפעילות הכלכלית מתונה".** הניתוח שלנו תומך בהשערה זו (ראה "מאקרו ישראל"), אך לגבי שנת 2016, כנראה שבנק ישראל יתקשה לדבוק בתחזית צמיחה של 3.2%.
- ✓ **"הוועדה המוניתרית מעריכה שהמדיניות המוניתרית תיוותר מרחיבה למשך זמן רב."** מדובר באמירה ברורה, המשדרת שאין כל קשר ישיר בין ריבית הפד ובין ריבית בנק ישראל. הקשר היחידי, העקיף כנראה, עובר דרך שע"ח של השקל והשפעתו על סביבת האינפלציה. **סביר להניח שהריבית בישראל לא תעלה לפני 2017.**

**בארה"ב: העלאת הריבית כבר מתומחרת**

**Good News**

- ✓ אומדן הצמיחה ברבעון ג' עודכן מ- 1.5% ל- 2.1%, בעיקר על רקע עדכון כלפי מעלה במלאים.
- ✓ אומדן הגידול בצריכה הפרטית תוקן ל-3.0% לעומת 3.2% באומדן הראשון.
- ✓ ההזמנות של מוצרי בני קיימא עלו ב- 3% באוקטובר, שיעור כפול לעומת הציפיות המוקדמות.
- ✓ בשבוע האחרון, מספר דורשי העבודה ירד ל- 260 אלף בשבוע האחרון מ- 271 אלף.

**מספר דורשי העבודה ירד אל הרמה הנמוכה ביותר ב- 42 שנים האחרונות:**



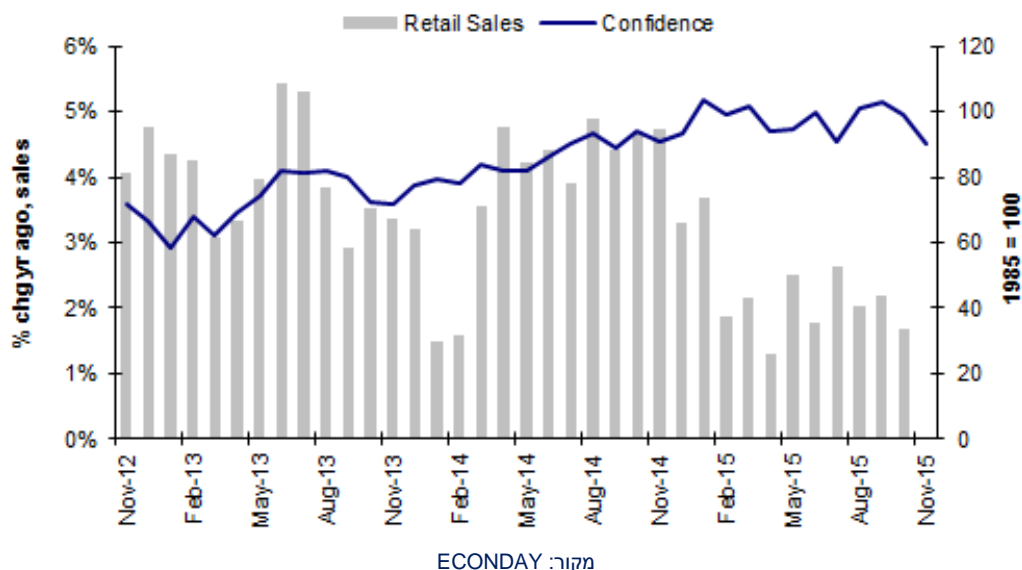
מקור: ECONDAY

**Disappointing News**

- ✓ המכירות של דירות יד שנייה ירדו ב- 3.4% באוקטובר. מכירות של דירות חדשות עלו ב- 10.7%, אך זאת לאחר ירידה של 12.9% בחודש הקודם.
- ✓ מדד האמון הצרכני (conference board) ירד ל- 90.4 בנובמבר מ- 97.6 באוקטובר, כנראה על רקע הטרור בפריז וחשש לאירועים דומים בארה"ב.
- ✓ האמון הצרכני של משיגן גם ירד ל- 91.3 באמצע נובמבר מ- 93.1 באוקטובר.
- ✓ אינפלציית הליבה במחירי הצריכה הפרטית (PCE) נותרה יציבה באוקטובר (0% שינוי לעומת החודש הקודם) ועלתה ב- 1.3% ב- 12 החודשים האחרונים. מדובר במדד חשוב עבור הפד, המתחשב בשינויים בסל הצריכה, זאת בניגוד למדד המחירים לצרכן.

**חשש לפיגועים גם בארה"ב עלול לפגוע בצריכה הפרטית**

**ירידה בממד האמון הצרכני בארה"ב, כנראה על רקע הפיגועים בפריז:**



אחרי העלאת הריבית ב-16 לדצמבר, השווקים יתלבטו לגבי העלאת הריבית הבאה. סבירות לירידה בשיעור האבטלה אל מתחת ל-5% בחודש נובמבר (הפרסום ביום שישי) תתמוך בהעלאת ריבית ברבעון א' 2016.

## זום אין: משבר חוב הבא עלול להיות בקרב המשקיים המתעוררים

## עלייה בחוב העסקי

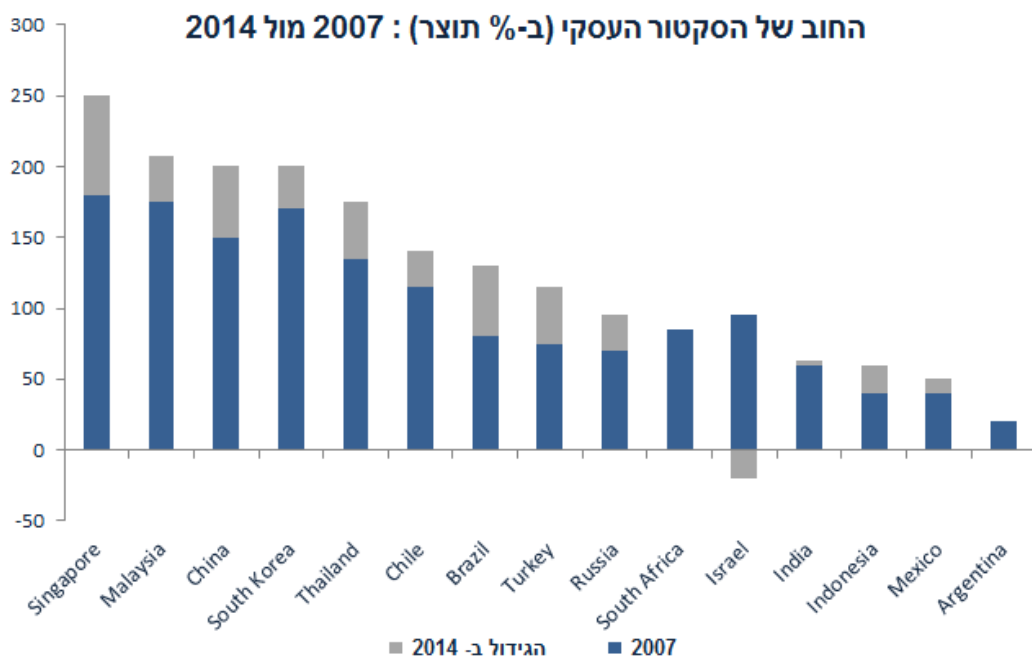
## מקטינה את

## פוטנציאל הצמיחה

- לאחר משבר החוב בארה"ב מתחילת המשבר הכלכלי הגדול ומשבר החוב באירופה (מדינות ה-piigs) לפני שלוש שנים, רבים חוששים ממשבר חוב במספר מדינות מתעוררות. **להלן כמה נתונים חשובים:**
- ✓ היום, מהווה משקל התוצר של המשקיים המתעוררים כ-58% מסך התוצר הגלובלי (במונחי PPP, שווה ערך כוח קניה).
  - ✓ החוב של הסקטור הפרטי (עסקי ללא משקי בית) במשקיים המתעוררים עלה מ-73% תוצר בשנת 2007 ל-107% בסוף 2014.
  - ✓ אם כוללים הערכות לגבי הלוואות חוץ בנקאיות (בעיקר בסין: Shadow Banks), מגיעים להיקף חוב של 127% בשנת 2014.
  - ✓ לפי קרן המטבע, ניסיון העבר מלמד שעלייה בנטל החוב, גורמת לירידה בקצב הצמיחה. הגידול בחוב של הפירמות במשקיים המתעוררים לא מלווה על ידי גידול ברווחיות של הפירמות.
  - ✓ חלק מההלוואות של הסקטור הפרטי (עסקי ללא משקי בית) נלקחו במטבע חוץ (בעיקר בדולר) כדי ליהנות מריבית אפסית, לעומת ריבית מקומית גבוהה יותר באותה מדינה. התחזקות הדולר בעולם ועליית תשואות בארה"ב עלולות להביא לקושי לשרת את החוב. **תופעה זו אקוטית במיוחד באותן מדינות במיתון:** ברזיל, אשר צפויה להתכווץ ב-3% השנה ורוסיה, שצפויה להתכווץ ב-4%.
  - ✓ אין תמונה אחידה בקרב המשקיים המתעוררים. מדינות כגון סין, דרום קוריא וסינגפור, אומנם סובלות מעלייה חדה בחוב של הסקטור העסקי, אך נהנות מרזרבות מט"ח גדולות ומעודף בחשבון השוטף, כך שקשה לצפות לבריחת הון פתאומית. יחד עם זאת, **הגידול בחוב יקשה על פוטנציאל הצמיחה בשנים הקרובות.**
  - ✓ מדינות בעיתיות יותר כמו ברזיל וטורקיה, התלויות בהלוואות מחו"ל (בשל גרעון בחשבון השוטף – 3.8% תוצר בברזיל ו-4.9% בטורקיה). פיחות במטבע המקומי הביא לעליית ריבית אשר מאיטה גם את הצמיחה.
  - ✓ יחד עם זאת, חלק מהמדינות נהנות מרמת חוב סבירה ועם פוטנציאל צמיחה גבוה, כגון הודו עם חוב של 60% מסך התוצר (וגרעון קטן בחשבון השוטף של 1.1%). הודו, גם נהנית מההוזלה במחירי האנרגיה ופחות מושפעת מההתמתנות בצמיחה בסין לעומת מדינות אחרות באסיה. הודו צפויה לצמוח ב-7.3% השנה (לפי קרן המטבע) יחד עם ירידה הדרגתית באינפלציה (YOY 4.4% בספטמבר) אשר אפשרה ירידה בריבית הבסיסית ל-6.75% מ-8% בתחילת השנה. גם מקסיקו נהנית מרמת חוב נמוכה ותלויה בכלכלת ארה"ב יותר מאשר בכלכלת סין.

רבים מתלבטים אם זה הזמן להגדיל השקעות פיננסיות במשקיים מתעוררים, זאת לאחר הירידות החדות (ברובן) בשנה שעברה. העלאת ריבית הפד, המשך התחזקות הדולר ועליית תשואות, עלולים להמשיך ולהעיב על המשקיים המתעוררים ובפרט על המדינות עם חוב חיצוני (במט"ח) גבוה וגרעון בחשבון השוטף.

ישראל, אשר נהנית גם מרמת חוב נמוך של הסקטור העסקי (כ-74% תוצר ב-2014, ירידה מ-95% בשנת 2007) וגם עודף בחשבון השוטף (כ-4%), נחשבת השקעה יותר בטוחה (Safe Play) בתקופות של יציאת הון מהמשקיים המתעוררים.





מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
			רכישות בכרטיסי האשראי	29.11
		מדד מנהלי הרכש של שיקאגו, מכירות בתים תלויים, סקר הפד של דאלאס		30.11
מדד מנהלי הרכש לייצור עצמי, מדד מנהלי הרכש לייצור ולשירותים של Caixin	מדד מנהלי הרכש לייצור, שיעור האבטלה	מדד מנהלי הרכש לייצור, הוצאות הבניה		1.12
	מדד המחירים לצרכן	בקשות משכנתא, סקר התעסוקה של ADP, ספר הבז'		2.12
	מדד מנהלי הרכש לשירותים, המכירות הקמעונאיות, החלטת ריבית של ה-ECB	תביעות דמי אבטלה, מדד מנהלי הרכש לשירותים, הזמנות ממפעלים, הזמנות מוצרים בני-קיימא		3.12
		שיעור האבטלה, מאזן הסחר		4.12

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.