

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

ארה"ב: החשש לגידול גם בגרעון התקציבי ובחשבון השוטף תומך בדולר חלש

נקודות עיקריות

השבוע הראשון של השנה החדשה אופיין על ידי עליות מחירים בשוקי המניות בעולם (4.2% ביפן) על רקע נתונים כלכליים חיוביים ללא סימנים להתגברות בלחצי אינפלציה. אינפלציית הליבה באירופה נותרה יציבה על 0.9% y/y וגם השכר לשעת העבודה בארה"ב ממשיך לעלות בקצב מתון. מחירי הנפט WTI עלו ב- 2.4% ל- 61.6\$ לדולר המשך להיחלש על רקע התרחבות בגרעון הסחר (ראה "זום אין").

בשבוע הקרוב: בארה"ב הנתונים החשובים עבור שוק ההון יתפרסמו ביום שישי, כולל המסחר הקמעונאי ומדד המחירים לצרכן לחודש דצמבר.

בישראל יתפרסמו היום נתוני השכר ממוצע, וביום חמישי נתוני סחר חוץ, אינדיקטורים חשובים (היצוא ומרכיבי היבוא) לפעילות הכלכלית. ביום רביעי בנק ישראל יפרסם את החלטת הריבית כאשר לא צפוי שינוי בריבית או בשימוש ב- forward guidance.

מאקרו ישראל

- ✓ מדד האמון הצרכני של פועלים התייצב על רמה היסטורית מאד גבוהה.
- ✓ אופטימיות בקרב משקי הבית תומכת בהמשך התרחבות בצריכה הפרטית.
- ✓ יחס מחפשי עבודה (הביקוש) והמשרות הפנויות (ההיצע) התייצב על רמה נמוכה.
- ✓ מדובר באינדיקטור לשוק עבודה "מתוח", סביבה אשר תומכת בלחצי שכר.

מאקרו גלובלי

ארה"ב: בדצמ' נוספו 148 אלף מועסקים חדשים (ממוצע של 204 אלף ברבעון ד'), ושיעור האבטלה נותר יציב על 4.1%.

✓ השכר לשעת העבודה עלה ב- 0.3% m/m וב- 2.5% y/y לאחר 2.4% בנוב'.
 ✓ מדד מנהלי הרכש בתעשייה ISM עלה ב- 1.5 נקודות בדצמבר, כאשר רכיב ההזמנות עלה לרמת שיא זה 14 שנה.

✓ מנגד, מדד מנהלי הרכש בשירותים ISM ירד ב- 1.5 נקודות בדצמבר ל- 55.9.
אירופה: בדצמבר האינפלציה התמתנה מעט ל- 1.4% y/y מ- 1.5% בנובמבר.
 ✓ אינפלציית הליבה נותרה יציבה על קצב של 0.9% y/y זה החודש השלישי ברציפות.
 ✓ בגרמניה המסחר הקמעונאי עלה ב- 2.3% m/m בנובמבר, וב- 4.4% y/y.
 ✓ שיעור האבטלה בגרמניה ירד ל- 3.6% בדצמבר מ- 3.9% בתחילת השנה.

שוק האג"ח

- ✓ התשואות הארוכות בארה"ב עלו מעט אך עדיין נעות בתחום צר של 2.4%-2.5%.
- ✓ עקום התשואות ממשיך להשתטח וכעת הפער ב- 2-10 שנים ירד ל- 52 נ.ב.
- ✓ בישראל עליית התשואות הייתה מתונה יותר וה- spread השלילי עלה ל- 82 נ.ב.
- ✓ המשך מגמת הייסוף בשקל מרחיק כל מחשבה לשינוי במדיניות המוניטארית.
- ✓ גם עודף פדיון של 5.9 מיליארד \$ בינואר תומך באפיקים הארוכים.
- ✓ אנו מצפים להתייצבות בתשואות ב- 327 סביב 1.6%-1.7% בחודשים הקרובים.

זום אין: החלשות הדולר עקב הגרעונות הכפולים בארה"ב

- ✓ רבים ממשיכים לצפות להתחזקות הדולר בעולם עקב ריסון מוניטארי בארה"ב.
- ✓ שוק המט"ח מתרכז בגרעונות הכפולים (twin deficits), בפרט לאור הורדת המסים.
- ✓ ארה"ב סובלת מגרעון בחשבון השוטף של 2.5% לעומת עודף של 3.1% באירופה.
- ✓ אנו צופים התייצבות השנה ביחס יורו/דולר על 1.20.

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	0.3%
דצמ'	0.1%
ינואר 18	-0.5%
פברואר	-0.1%
שנה קדימה	0.7%
2018	0.7%

ריבית

נוכחית	0.10%
סוף 2017	0.10%
בעוד שנה	0.10%

שע"ח

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.446	4.1524
שינוי שבועי	-0.6%	0.0%
YTD	-0.6%	0.0%
שנה קדימה	3.48	4.18

אג"ח סחירות

ינואר	פדיון סחיר	תחזית הנפקות	עודף פדיון
9.4		3.5	5.9

עקום התשואות

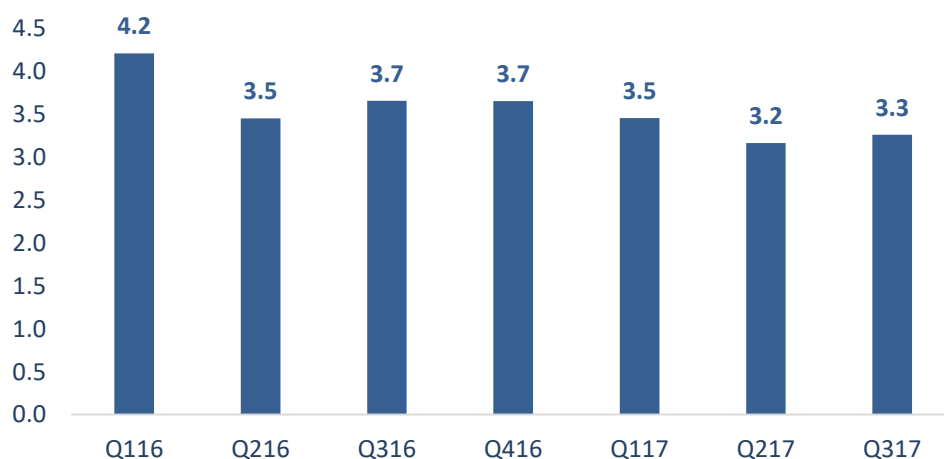
צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	0.43	-0.5	-0.6
בינוני 923	-0.20	-0.25	-0.3
ארוך 527	0.27	0.25	0.2
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 120	0.21	0.2	0.2
בינוני 323	0.79	0.8	0.8
ארוך 327	1.66	1.65	1.65
US			
2y	1.96	2.0	2.1
5y	2.29	2.2	2.3
10y	2.48	2.45	2.5

* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

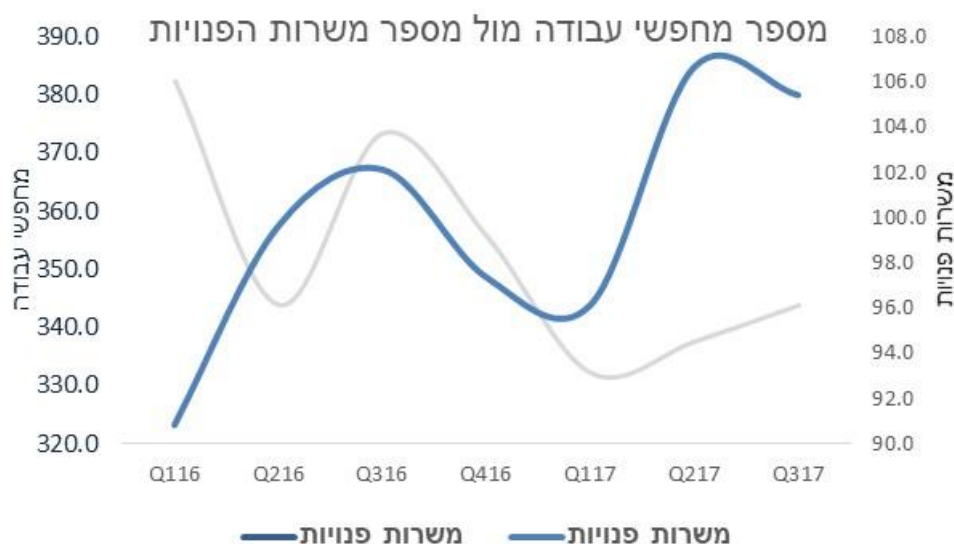
שוק העבודה משקף עודפי ביקוש לעובדים

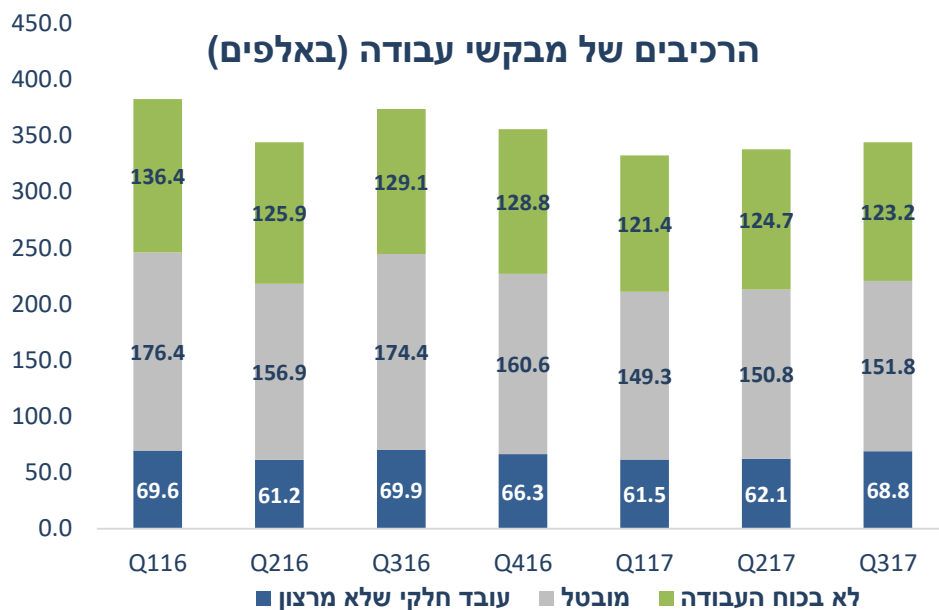
מידי רבעון הלמ"ס מפרסמת נתונים מעמיקים לגבי היחס בין מחפשי העבודה (הביקוש לעבודה) לבין מספר המשרות הפנויות (ההיצע בשוק העבודה). ככל שהיחס הזה נמוך יותר משמעות הדבר: שוק עבודה "מתוח" יותר אשר תומך בלחצי שכר. ברבעון ג' יחס זה עלה בצורה קלה ל- 3.3 מ- 3.2 ברבעון ב', אך זאת לאחר מגמה רצופה של ירידה מ- 3.7 לפני שנה (רבעון ג' 16) ו- 4.2 בתחילת 2016.

"מתוח" שוק עבודה
תומך בלחצי שכר

היחס בין ביקוש והיצע לעבודה

במשך השנה האחרונה (רבעון ג' 16 עד רבעון ג' 17) מספר מחפשי העבודה ירד ב- 7.9% (מזה מספר המובטלים ירד ב- 12.9% ומספר העובדים במשרות חלקיות שלא מרצון ירד ב- 1.6%). לעומת זאת, מספר המשרות הפנויות עלה ב- 3.2%.





המקצועות אשר בהם קיים מחסור חמור של עובדים (יחס של פחות מ-1 בין הביקוש להיצע) כוללים: עובדי מדע והנדסה, מפתחי תוכנה ומנתחי יישומים, טבחים, נציגי מכירות בטלפון, מאבטחים, ועובדי בנייה (בחלק מהמקצועות). עודף ביקוש לעובדים תומך בלחצי שכר במשק. **היום הלמ"ס תפרסם את השכר הממוצע של חודש אוקטובר. כעת השכר עולה בקצב של 3.2% y/y.**

רמת אמון צרכני גבוהה תומכת בצריכה הפרטית

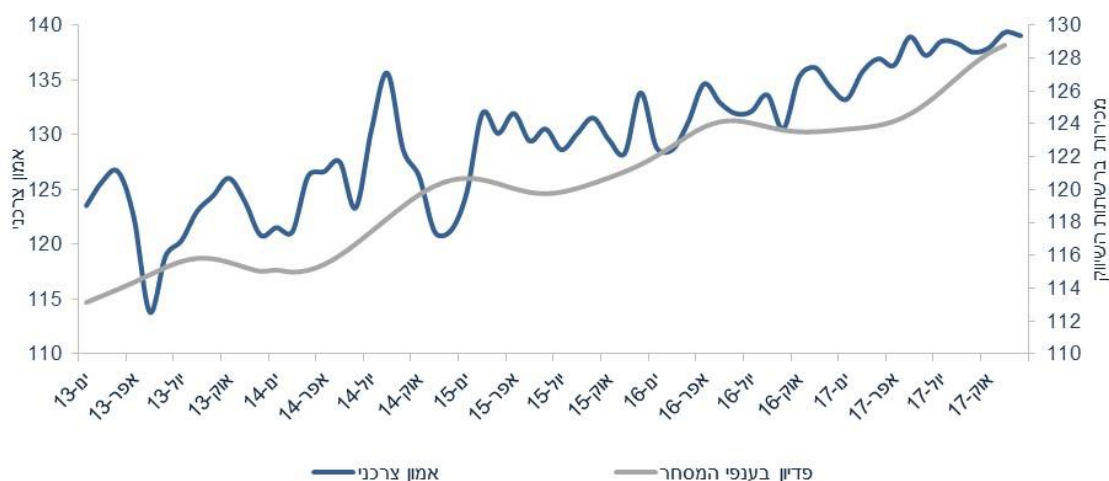
מדד האמון הצרכני של פועלים ירד קלות בחודש דצמבר ל 139.0 נקודות מ 139.3 בנובמבר (רמת שיא במדד). רכיב המצב השוטף עלה ב 1.6 נקודות ורכיב הציפיות קדימה ירד ב 1.6%. משקי הבית נהנים מעליית שכר (שכר מינימום עלה ב 6% בדצמבר), תעסוקה מלאה, עלייה בערכם של הנכסים הפיננסיים, וריביות נמוכות.

אופטימיות בקרב משקי הבית תומכת בהמשך התרחבות בצריכה הפרטית, ולכן לחץ מתון לעליית מחירים בפרט במחירי השירותים (אשר אינם חשופים ליבוא מתחרה) כגון **מחירי הדיור אשר צפויים לעלות ב 2.5% ב 2018.**

**אופטימיות גבוהה
תומכת בהתרחבות
בביקושים**



מדד האמון הצרכני של בנק הפועלים ומכירות ברשתות השיווק



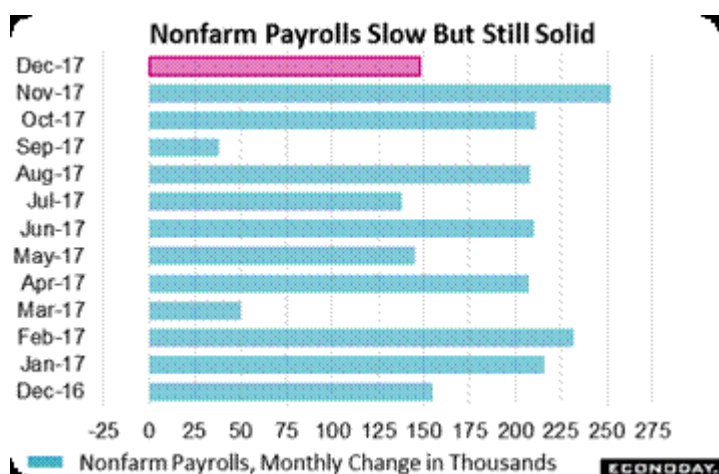
מאקרו חו"ל

ארה"ב: השכר ממשיך לעלות בקצב מתון

נתונים חיוביים:

✓ בחודש דצמבר נוספו 148 אלף מועסקים חדשים כאשר התיקונים של החודשיים האחרונים הורידו 9 אלף מועסקים. בשנת 2017 כולה נוספו 2.1 מיליון מועסקים, לאחר גידול של 2.2 מיליון בשנת 2016. בשנת 2017 נוספו 300 אלף מועסקים בשירותי בריאות (31 אלף בדצמבר), 210 אלף בענף הבנייה (30 אלף בדצמבר), 196 אלף בתעשייה (25 אלף בדצמבר), ו- 249 אלף בשירותי אוכל (25 אלף בדצמבר). ענף המסחר הקמעונאי הוריד 67 אלף מועסקים בשנת 2017. **למרות שהשוק צפה (באופן מוגזם לפי הערכתנו) לגידול של 190 אלף מועסקים, גידול סביב 150 אלף הינו נתון חיובי בהתחשב למציאות של משק בסביבה של תעסוקה מלאה.**

ברבעון ד' נוספו 204 אלף מועסקים חדשים בממוצע לחודש

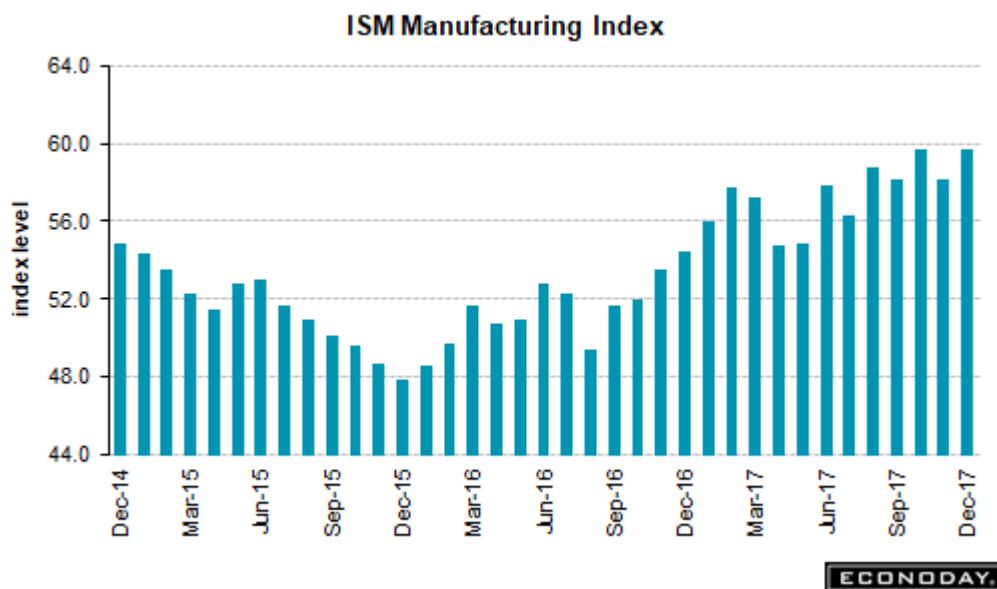


✓ אומדן הגידול במספר המועסקים בחודש נובמבר עלה ב- 24 אלף מועסקים ל- 252 אלף, אך האומדן בחודש אוקטובר ירד ב- 33 אלף ל- 211 אלף מועסקים.

✓ שיעור האבטלה נותר יציב על 4.1%. כמו כן גם שיעור ההשתתפות נותר יציב על 62.7%.

✓ בדצמבר השכר לשעת העבודה עלה ב- 0.3% m/m וב- 2.5% ב- 12 החודשים האחרונים, עלייה קלה מ- 2.4% בנובמבר. **מדובר בקצב מתון יחסית אשר תומך בסביבת אינפלציה נמוכה.**

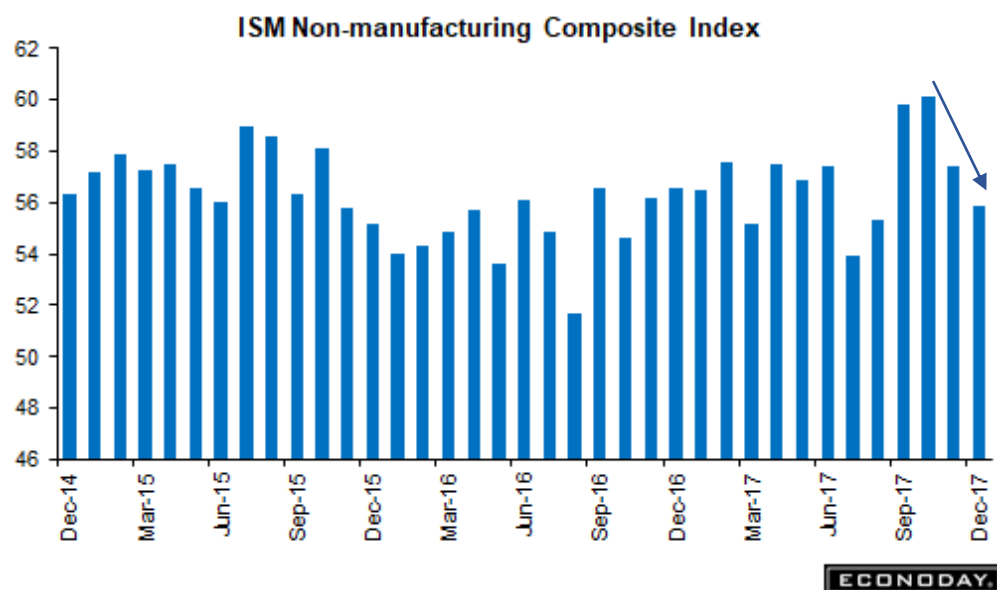
✓ מדד מנהלי הרכש בתעשייה ISM עלה ב- 1.5 נקודות בדצמבר ל- 59.7, כאשר רכיב ההזמנות עלה לרמת שיא זה 14 שנה (69.4).



✓ מדד ההזמנות בתעשייה עלה ב- 1.3% בחודש נובמבר (מול ציפיות ל- 1.1%) לאחר גידול של 0.4% באוקטובר. התעשייה האמריקאית בהחלט מתרחבת בקצב מהיר, זאת לפי מדד מנהלי הרכש. חל גידול מהיר במספר המועסקים בתעשייה, ועלייה ביצוא סחורות בשיעור של 3.4% בחודש נובמבר.

נתונים חלשים:

✓ מדד מנהלי הרכש בענפי השירותים (non-manufacturing) ירד ל-55.9 נקודות בדצמבר מ- 57.4 בנובמבר. הרמה עדיין מצביעה על התרחבות אך בקצב מעט מתון יותר. קיימת חשיבות רבה למדד זה בשל המשקל הגבוה של הסקטור העסקי הלא תעשייתי (כ- 80% מהתוצר העסקי).



✓ גרעון הסחר ממשיך להתרחב ל- \$50.5 מיליארד בנובמבר מ- \$48.9 מיליארד באוקטובר.

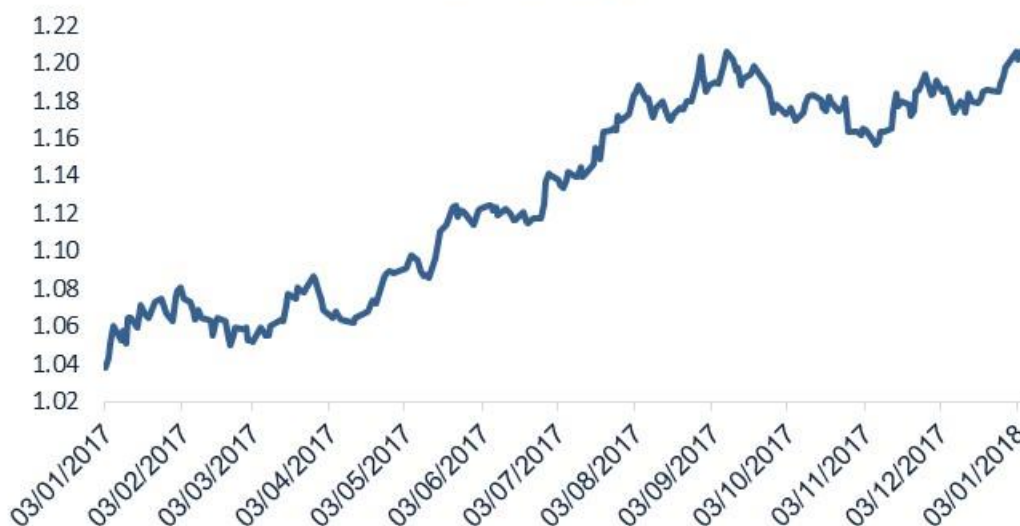
למרות הירידה ביצוא נטו (יצוא-פחות יבוא) ההתרחבות בתעשייה, בהשקעות ובצריכה תומכת ברבעון נוסף של צמיחה סביב 3% ברבעון ד'. המשק האמריקאי ממשיך ליהנות מצמיחה מהירה ללא לחצי שכר/אינפלציה, לפחות בשלב זה, מה שמסביר את מגמת ההשתטחות בעקום.

זום אין: מדוע היורו ממשיך להתחזק מול הדולר?

בשנת 2017 היורו התחזק ב- 16% מול הדולר, זאת למרות שלוש העלאות ריבית הפד (מעבר לציפיות השוק בתחילת השנה). בנוסף, בניגוד לכישלונות האחרים של טראמפ בשינוי מדיניות (כגון בתחום ביטוח הבריאות וביטול Obamacare), טראמפ הצליח להעביר רפורמה יחסית משמעותית בתחום הורדת המסים על הסקטור העסקי ועידוד ההשקעות. כמוכן קיימת הטבה להחזרה של רווחים של חברות אמריקאיות לארה"ב. מנגד, באירופה דראגי הודיע על מדיניות של tapering, צמצום היקף רכישות האג"ח על ידי ה- ECB. בשני האזורים (ארה"ב ואירופה) הנתונים הכלכליים היו חזקים יחסית והפיתעו לטובה. אינפלציית הליבה נותרה נמוכה גם בארה"ב (PCE 1.5%) וגם באירופה (0.9%).

היורו התחזק מול הדולר למרות פערי הריביות

שע"ח יורו-דולר



מה הביא להיחלשות של הדולר, בפרט לקראת סוף השנה?

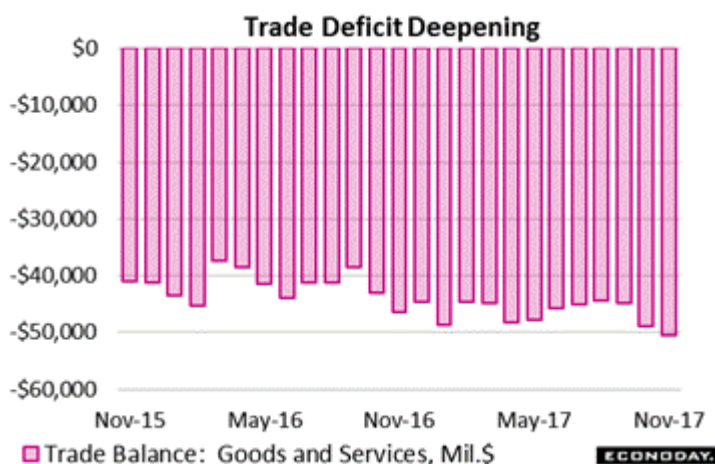
- ✓ **חשוב לזכור שקיים לחץ בסיסי להתחזקות היורו:** אירופה נהנית מעודף בחשבון השוטף של 3.1% תוצר מול גרעון בחשבון השוטף של 2.5% בארה"ב. כלומר קיים לחץ בסיסי להתחזקות היורו והיחלשות הדולר.
- ✓ **השווקים מודאגים מ- twin deficits.** התוכנית של טראמפ צפויה להגדיל את הגרעון התקציבי באופן משמעותי (ב- 1.0-1.4 טריליון דולר בעשור הקרוב). עלייה בגרעון התקציבי צפויה לתרום לגידול בגרעון במאזן התשלומים. המשק האמריקאי נמצא בניצול מלא של גורמי ייצור ולכן הורדת מסים לא בהכרח תביא לגידול מהיר בפעילות בארה"ב, אלא צפויה להביא לגידול ביבוא כדי לספק את תוספת הביקושים המקומיים.

היחלשות הדולר נובעת מגידול צפוי ב- twin deficits

למרות השיפור ברבעון ג' 2017, ארה"ב עדיין סובלת מגרעון בחשבון השוטף:



מסתמן גרעון הסחר התרחב משמעותית ברבעון ד':



- ✓ שוק המט"ח לא ממש חושש מעלייה מהירה באינפלציה או מריסון מוניטארי חריף במיוחד בארה"ב.
- ✓ שוק המט"ח (כמו כל השווקים) מגיב בעיקר להפתעות או שינויים בצפיות ולא ממצאות קיימת של פערי ריביות משמעותיים.
- ✓ נדמה ששוק המט"ח מתמקד יותר בסביבת האינפלציה הממותנת בארה"ב מאשר באירופה. העובדה שב- 13.12.17 הפד לא שינה את תחזית האינפלציה או את תחזית הריבית ארוכת הטווח למרות הצמיחה המהירה יותר (ותחזית אבטלה נמוכה יותר) מפתיעה את שוק המט"ח ותרמה להיחלשות הדולר במחצית השנייה של דצמבר.
- ✓ הצמיחה לנפש גבוהה יותר באירופה. בשנת 2017 ארה"ב צמחה כנראה בשיעור של 2.3% (2.5% לנפש), מול צמיחה של 2.4% באירופה (2.1% לנפש). פערי הצמיחה לנפש תומכים ביורו. צמיחה לנפש מהירה יותר באירופה צפויה גם ב- 2018.
- ✓ מעט פוליטיקה: יציבותו של ממשל טראמפ איננה מובטחת על רקע החקירות השונות, ספרו של Bannon, והיחלשות הרפובליקנים בסנאט (ההפסד ב- Alabama). הבחירות לקונגרס בנובמבר השנה מהוות מבחן תמיכה עבור טראמפ. מנגד, אי הוודאות סביב עתידה של איטליה בגוש היורו עלולה להתגבר לאחר הבחירות בחודש מרץ השנה.

לסיכום: ללא הפתעה של ממש כלפי מעלה באינפלציה בארה"ב, אין אנו צופים שינוי ביחס יורו/דולר השנה סביב 1.20 דולר יורו. הפד צפוי להעלות את הריבית 2-3 פעמים ודראגי עשוי לרמוז במחצית השנייה של השנה על סיום ה- tapering ואפשרות להעלאת ריבית במחצית הראשונה של 2019.

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 מיעוץ השקעות אשר ייעוצו 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 מפיציהם 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.