

יונתן כץ
 וכלכלני לידר שוקי
 הון

ירידת תשואות בשוק האג"ח בארה"ב ביום שישי על רקע התמתנות באינפלציה

נקודות עיקריות

בשבוע האחרון שווקי המניות נעו ללא כיוון ברור כאשר הניצחון של מאקרון בצרפת כבר היה מתומחר במלואו, והתדהמה מפיטוריו של ראש ה-CIA גם היא לא תמכה בשקיפות של הממשל בווישינגטון. מנגד נתוני מאקרו חיוביים בסה"כ ועליה חוזרת במחיר הנפט תרמו לעליית תשואות מתונה עד יום שישי. פרסום של נתוני אינפלציה אשר הצביעו על התמתנות ועלייה מתונה בלבד במסחר הקמעונאי (פחות מהציפיות) תרמו לירידת תשואות ל- 2.33% (10 שנים). **בשבוע הקרוב: בארה"ב** הנתונים החשובים יתפרסמו ביום שלישי: התחלות ואישורי הבנייה והייצור התעשייתי לחודש אפריל. **בישראל** יתפרסם מחר מדד המחירים לצרכן של חודש אפריל אשר צפוי לעלות ב- 0.2%. בנוסף, ביום שלישי יתפרסמו נתוני הצמיחה של רבעון א' (אומדן ראשון). אנו צופים גידול מתון של 2.5%-2.0%.

מאקרו ישראל

- ✓ מסוף 2016 ועד רבעון א' 17 מסתמנת קפיצת מדרגה במספר התיירים הנכנסים.
- ✓ למרות שמדובר בענף קטן (כ- 3.4% מסך התוצר), גידול חד (כ-15%) עשוי לתרום כ- 0.4% תוצר.
- ✓ בנק ישראל רכש 900 מיליון דולר בחודש אפריל ו- 3.9 מיליארד מתחילת השנה.
- ✓ לאחר נתוני התקציב של חודש אפריל, סביר להניח תת ביצוע בגרעון השנה (2.4% עד 2.5% תוצר).
- ✓ השכר הממוצע עלה ב- 4.4% ב- 12 החודשים אחרונים על רקע עדכון שכר מינימום ולחצי שכר מתונים בשוק עבודה המתקרבת לתעסוקה מלאה.
- ✓ רמת האמון הצרכני התייצבה באפריל על רמה גבוהה.

מאקרו גלובלי

- ✓ **ארה"ב:** אינפלציית הליבה התמתנה לקצב של 2% y/y באפריל (מ- 2.2% במרץ).
- ✓ המסחר הקמעונאי עלה ב- 0.4% בחודש אפריל (לעומת ציפיות ל- 0.6%).
- ✓ מספר דורשי העבודה התייצב על רמה נמוכה באפריל.
- ✓ **אירופה:** הייצור התעשייתי עלה ל- 1.9% y/y במרץ מ- 1.4% לפני חודש.
- ✓ ההזמנות בתעשייה בגרמניה עלו ב- 1.0% במרץ לאחר גידול של 3.5% בפבר'.
- ✓ **בסין** היצוא עלה ב- 8% y/y באפריל, התמתנות מ- 16.4% בחודש מרץ.

שוק האג"ח

- ✓ בשבוע האחרון התרחב הפער השלילי מול ארה"ב באג"ח ל- 10 שנים.
- ✓ התפתחות זו נובעת מנתוני תקציב חיוביים וייסוף בשקל.
- ✓ יחד עם זאת, קשה להסביר את המשך העלייה בציפיות האינפלציה בשוק ההון.
- ✓ בשבוע האחרון הסתמנה ירידה חדה בתשואות באפיקים הצמודים הקצרים.
- ✓ סבירות לביטול חוק המיסוי על בעלי שלוש דירות צפויה למתן את עליית מחירי השכירות.
- ✓ **אנו ממשיכים להעדיף את האפיקים השקלים הארוכים בציפיה לאינפלציה מתונה ודחיית העלאת ריבית בנק ישראל למחצית השנייה של 2018.**

זום אין

היורו עשוי להמשיך להתחזק השנה מול הדולר

- רבים צופים את התחזקות הדולר מול היורו על רקע פערי ריביות.
- יחד עם זאת, השווקים יגיבו לשינוי בציפיות ולאיטיות לגבי tapering באירופה.
- בנוסף, לאחר הבחירות בהולנד ובצרפת, נדמה שהסיכון הפוליטי באירופה פחת.
- לעומת זאת, טראמפ יתקשה ליישם מדיניות פסיקאלית מרחיבה.

ריבית	
נוכחית	0.10%
סוף 2017	0.10%
בעוד שנה	0.10%

אינפלציה	
12 ח' אחרונים	0.9%
3 ח' קרובים	0.55%
12 ח' קרובים	0.6%
2017	0.9%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.61	3.9216
שינוי שבועי	0.0%	-1.1%
YTD	-6.1%	-3.1%
3 ח' קרובים	3.59	3.94
שנה קדימה	3.57	3.94

אג"ח סחירות	מאי
פדיון	6.6
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	4.0
עודף פדיון	2.6

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	-0.48	-0.3	-0.4
בינוני 5903	-0.21	-0.1	-0.2
ארוך 1025	0.53	0.55	0.5

שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 219	0.28	0.25	0.3
בינוני 421	0.86	0.8	0.75
ארוך 327	2.21	2.15	2.0

US			
2y	1.29	1.25	1.2
5y	1.85	1.8	1.7
10y	2.33	2.3	2.2

* ט"ק - החודש הקרוב
 * ט"ב - 3 חודשים

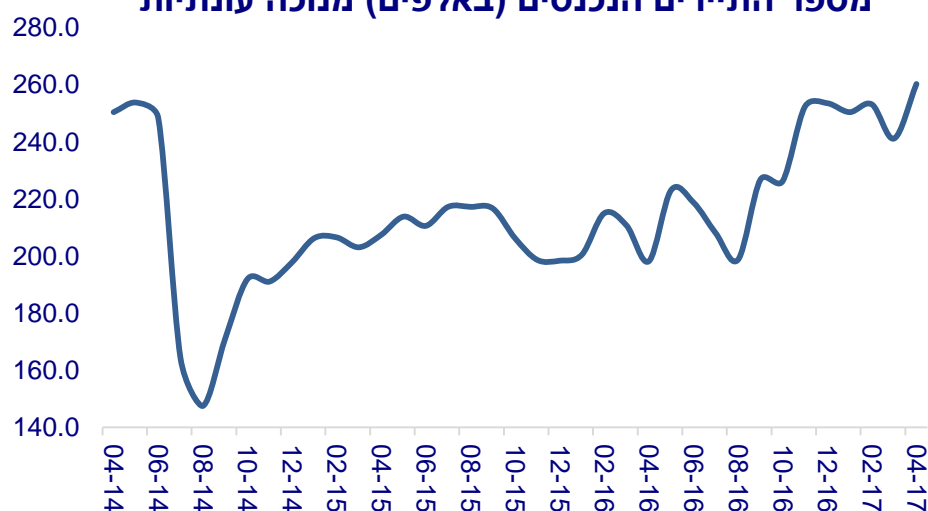
נמשך הגידול במספר התיירים הנכנסים

בחודש אפריל חל גידול של 35% לעומת אפריל אשתקד. למעשה מחודש אוקטובר 2016 חל גידול חד במספר התיירים הנכנסים, עם גידול של 17.4% בשישה החודשים האחרונים. למרות השקל החזק, הרגיעה הביטחונית בתקופה האחרונה מעודדת תיירים לחזור ולבקר בישראל. מספר התיירים הנכנסים חזר לרמה ערב מבצע "צוק איתן" ואף גבוהה מזו. למרות שמדובר בענף קטן יחסית (3.4% מסך התוצר), הקפיצה בסוף 2016 ובתחילת 2017 צפויה לתרום נטו כ- 0.4% לצמיחה השנה.

מספר התיירים חזר לרמה ערב "צוק איתן"

הזינוק בתיירות הנכנסת תרם להתייקרות במחירי הנופש בישראל (crowding out). סעיף הבראה, נופש וטיולים במדד המחירים לצרכן (במשקל 0.76%) עלה ב- 5.2% ב- 12 החודשים האחרונים.

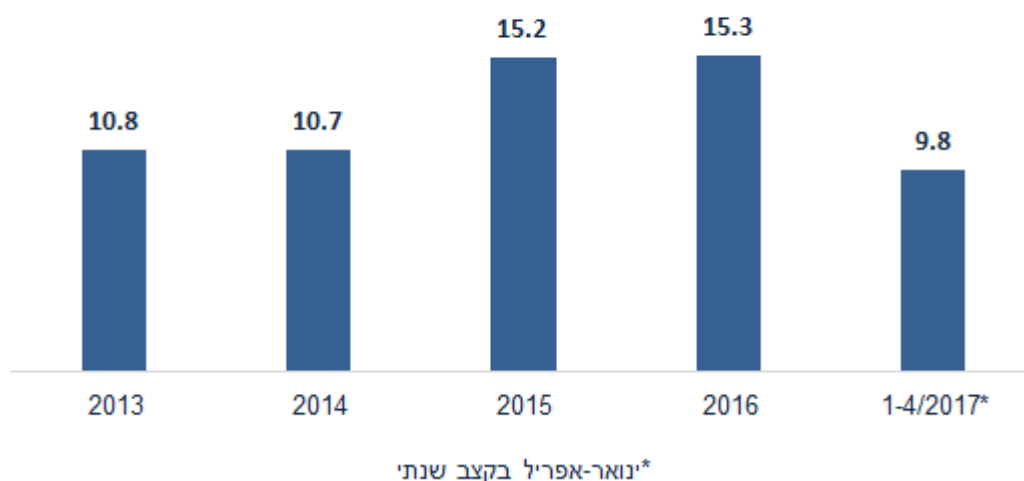
מספר התיירים הנכנסים (באלפים) מנוכה עונתיות



ישראלים נהנים מהוזלת הנופש בחו"ל

גם התיירות היוצאת עולה, עם גידול של 9.8% (ממוצע ינואר-אפריל לעומת 2016) לאחר גידול של 15.3% בשנת 2016. משקי הבית נהנים מהוזלת טיסות במסגרת הגברת התחרותיות ("השמיים הפתוחים") ושקל חזק. ברקע, משקי הבית גם נהנים מעליית שכר בקצב מתון ורמת תעסוקה גבוהה.

שיעור הגידול מדי שנה בתיירות היוצאת



ארה"ב: ירידת תשואות ביום שישי על רקע נתונים מעט חלשים (אינפלציה וצריכה)

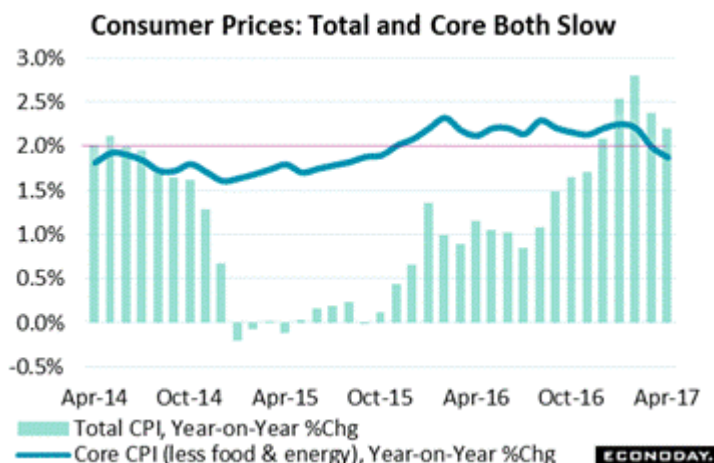
נתונים חיוביים:

- ✓ מספר המשרות הפנויות עלה ב- 1.1% בחודש מרץ, אינדיקטור לשוק עבודה "מתוח" עם עודף ביקוש לעובדים.
- ✓ בשבוע האחרון מספר דורשי העבודה החדשים ירד ב- 2 אלף איש ל- 236 אלף איש. מדובר בירידה של כשבעת אלפים איש לעומת הממוצע של ארבעת השבועות האחרונים. מדובר בנתון חיובי לשוק העבודה אשר תומך בגידול מהיר במספר המועסקים בחודש מאי.
- ✓ באפריל מדד מחירי התפוקה (PPI) ללא אנרגיה ומזון עלה ב- 2.1% ב- 12 החודשים האחרונים מ- 1.7% לפני חודש.
- ✓ מדד האמון הצרכני עלה ל- 97.7 נקודות בתחילת מאי מ- 97.0 נקודות באפריל.

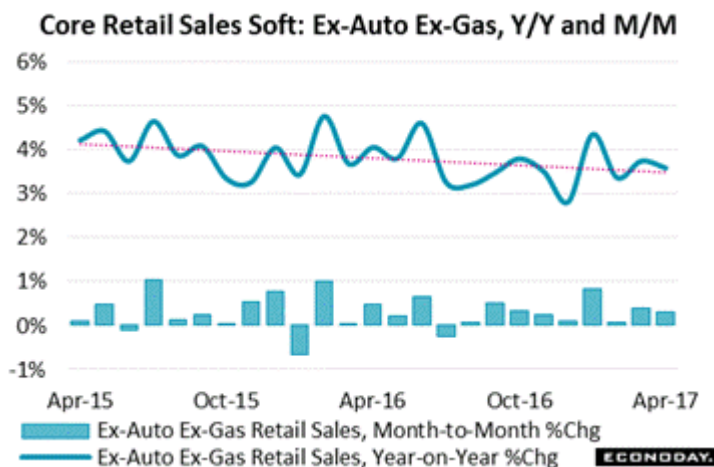
התמתנות
באינפלציה
תקשה על
העלאה מהירה
בריבית

נתונים חלשים:

- ✓ באפריל האינפלציה התמתנה ל- 2.2% ב- 12 החודשים האחרונים, מ- 2.4% לפני חודש. אינפלציית הליבה עלתה ב- 0.1% (מול ציפיות ל- 0.2%) והתמתנה ל- 1.9% y/y מ- 2.0% לפני חודש.
- ✓ מסתמנת הוזלה בשירותי הבריאות ובשירותי הסלולר. מעניין לציין שמחירי הטבק במדד עלו ב- 4.2% בחודש אפריל על רקע עלייה חדה במסים על סיגריות בקליפורניה.
- ✓ ללא עלייה חדה זו אינפלציית הליבה נותרה יציבה בחודש אפריל.



- ✓ המסחר הקמעונאי עלה ב- 0.4% בחודש אפריל (מול ציפיות ל- 0.6%).
- ✓ יחד עם זאת, הנתון של חודש מרץ תוקן ל- 0.1% + מ- 0.2%. ללא דלק ורכבים, המסחר הקמעונאי עלה ב- 0.3% באפריל וב- 3.7% ב- 12 החודשים האחרונים, התמתנות מ- 4.0% לפני חודש, כמוצג בתרשים שבעמוד הבא.



למרות מציאות של תעסוקה מלאה בארה"ב (לפי הפד אשר סבור שהרף של תעסוקה מלאה הוא 4.7% וכעת הוא עומד על 4.4%), עלייה מתונה בלבד בשכר לא תורמת לעלייה מהירה בצריכה הפרטית ולכן בינתיים גם אין האצה באינפלציה. כנראה שהפד עדיין נחוש להמשיך להעלות את הריבית באמצע יוני, אך העלאה זו תלויה בנתון תעסוקתי חיובי בחודש מאי.

זום אין: היורו צפוי להמשיך להתחזק השנה

קיימת נטייה בקרב גופים מוסדיים ישראלים להקטין את החשיפה ליורו על ידי עסקאות גידור, גם כי עלות הגידור אפסית וגם כי קיימת סברה רווחת שפערי ריביות תומכים בדולר. הפד ממשיך להעלות את הריבית כאשר ה- ECB עדיין מבצע הרחבה כמותית עם ריבית שלילית. להערכתנו, הסתכלות זו עלולה להיות בעייתית, שכן ידוע ששוק המט"ח (כמו כל שוק) מגיב לשינויים או הפתעות ביחס לציפיות.

ירידה בסיכון הפוליטי וריסון מתקרב תומכים ביורו

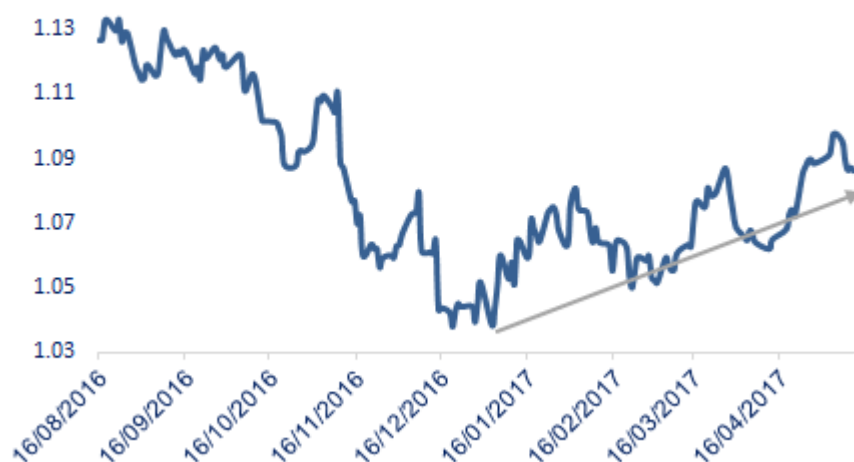
מספר התפתחויות תומכות ביורו:

- ✓ **הסיכון הפוליטי באירופה פחת.** לאחר הבחירות בצרפת (וגם בהולנד) נדמה שחוזקן של מפלגות האנטי-יורו פחות חזקה באירופה ממה שהשווקים חששו לפני מספר חודשים.
- ✓ **ההתפתחויות הפוליטיות בארה"ב לא מעודדות במיוחד** (פיטורי ראש ה- CIA למשל). עדיין אין התקדמות של ממש בתוכניות של טראמפ לתמוך בפעילות הכלכלית (reflation). תוכנית הרפורמה במס שהוצגה תתקשה לעבור את הקונגרס עקב ההתנגדות של לא מעט רפובליקנים. בנוסף, אין כל התקדמות בתחום ההאצה בתשתיות. **אכזבה מהמדיניות הפיסקאלית תומכת בהיחלשות הדולר.**
- ✓ **טראמפ עדיין לא הצליח להעביר את מדיניותו לגבי ביטול Obamacare.** הפרשנים צופים התנגדות בסנאט לאחר אישורה בבית הנבחרים. **ביטול Obamacare מהווה נדבך חשוב עבור טראמפ לצורך מימון הרפורמה במס.**
- ✓ **טראמפ שואף לדולר חלש.** הוא ציין שהדולר החזק "is killing us". כמובן שלא ברור מה עוצמת ההשפעה של דברי טראמפ על השווקים. אבל בעבר הדולר הגיב להתבטאויותיו (לפחות באופן זמני).
- ✓ **לגבי המדיניות המוניטארית, נדמה שההפתעות עשויות להגיע מכיוונה של אירופה.** השווקים כבר מתמחרים עלייה הדרגתית בריבית הפד. נתונים כלכליים חיוביים באירופה עשויים לתמוך בהודעה על הפסקת ה- QE באירופה (tapering). בחודשים הקרובים השווקים יתחילו לתמחר את ה- exit-strategy של ה- ECB ממדיניות מוניטארית כה מרחיבה. למרות שלא צפויה העלאת ריבית באירופה בקרוב (כנראה לא לפני 2019), איתות של tapering יחזק את היורו (כפי שעשה לדולר בסוף 2014).

- ✓ בינתיים הנתונים (hard data) בארה"ב מעט מאכזבים יחסית לסקרי הציפיות השונים (soft data).
- ✓ ברקע חשוב לזכור שאירופה נהנית מעודף בחשבון השוטף וארה"ב סובלת מגרעון בחשבון השוטף.

לסיכום, לא כדאי להספיד את היורו. תהליכים פוליטיים ומוניטאריים עשויים לתמוך בהתחזקותו במחצית השנייה של השנה.

שע"ח יורו/דולר



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.