

יונתן כץ  
וכלכלני לידר שוקי הון

## אם משבר יוון ייפתר, שוק האג"ח בארה"ב יחזור להתרכז בנתוני מאקרו

### נקודות עיקריות

#### מאקרו ישראל

- מסתמן שיפור באופטימיות בסקטור העסקי, בפרט בענפי הבנייה, השירותים והתיירות.
- בתעשייה מסתמן דשדוש עם ירידה בהזמנות, גם ליצוא וגם לשוק המקומי.
- השכר הממוצע כמעט ולא הושפע מעדכון שכר מינימום, למעט בסקטור הציבורי.
- עלייה חדה בגביית מע"מ מקומי מהווה אינדקטור חיובי לצריכה הפרטית בחודש יוני.

#### אינפלציה:

- אנו צופים מדד של 0.2% בחודש יוני, 0.1% ביולי, ואפס באוגוסט (ואולי -0.1%).
- התחזית שלנו לאינפלציה בחודשים יולי-אוגוסט נמוכה מהקונצנזוס.
- התחזית שלנו לוקחת בחשבון את הייסוף שחל בשקל והירידה הניכרת במחירי הנפט.
- הנעלם הגדול הינו עד כמה התקרבות לתעסוקה מלאה תשפיע על האינפלציה.

#### מדיניות מוניטארית

- בנק ישראל רכש \$1.95 מיליארד בחודש יוני בניסיון להאט את הייסוף בשקל.
- בנק ישראל מנסה "לקנות זמן" עד להעלאת ריבית בארה"ב.
- במידה והאינפלציה תפתיע כלפי מטה חודשיים רצוף, הריבית עשויה לרדת.

#### מאקרו גלובלי

- מדד מנהלי הרכש בארה"ב (ISM), מצביע על התרחבות עם גידול בהזמנות, גם בתעשייה וגם בענפי השירותים.
- בסוף החודש צפוי תיקון של גורמי עונתיות בנתוני התוצר בארה"ב אשר צפוי להביא לעדכון כלפי מעלה.
- קרן המטבע הורידה את תחזית הצמיחה הגלובלית השנה ל- 3.3% (מ- 3.5%) אך ממשכה לצפות 3.8% ב- 2016.
- התקדמות לקראת הסכם בין יוון ו-EU תרמה להתחזקות היורו ולעליית תשואות בארה"ב (reverse flight to safety).
- אחזקות במניות מהוות פחות מ- 15% מסך הנכסים הפיננסיים של משקי הבית הסינים.

### שוק האג"ח

- לאחר יישוב המשבר ביוון ותיקון בשוק המניות בסין, שוק האג"ח (והפד) יחזור ויתרכז בנתונים הכלכליים.
- במידה ונתוני תעסוקה בארה"ב יהיו חיוביים בחודשיים הקרובים, תתכן העלאת ריבית בספטמבר.
- התשואות בארה"ב צפויות לנוע לכיוון 2.4%-2.6% בחודש הקרוב.
- מגמת עליית תשואות בארה"ב לא תטיב עם שוק האג"ח הישראלי.
- בנוסף, צפויים קשיים רבים סביב אישור מסגרת התקציב אשר עלולים להעיב על השוק.
- אנו ממשיכים להעדיף את האפיקים השקליים בטווחים הקצרים, בציפייה למדדים נמוכים

### זום אין

#### עלות העבודה בארה"ב עולה

- מכלול הנתונים בארה"ב מצביעים על האצה בקצב הגידול של השכר.
- שתי סדרות חשובות: Wage Growth Tracker ועלות העבודה בסקטור העסקי נמצאות במגמת עלייה.
- השכר לשעת העבודה צפוי לתקן כלפי מעלה בחודשים הקרובים.

ריבית	
נוכחית	0.10%
בסוף 2015	0.10%
בעוד שנה	0.25%

אינפלציה	
12 ח' אחרונים	-0.4%
3 ח' קרובים	0.3%
12 ח' קרובים	0.8%
2015	-0.1%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.777	4.1979
שינוי שבועי	0.2%	0.3%
YTD	-2.9%	-11.4%
3 ח' קרובים	3.75	4.15
שנה קדימה	3.70	4.10

אג"ח סחירות	יולי
פדיון	1.3
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	2.3
עודף פדיון	-1.0

### עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1016	-0.90	-0.8	-0.9
בינוני 1019	-0.43	-0.4	-0.4
ארוך 923	0.49	0.55	0.6

שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.23	0.25	0.25
בינוני 120	1.03	1.1	1.2
ארוך 1026	2.45	2.55	2.6

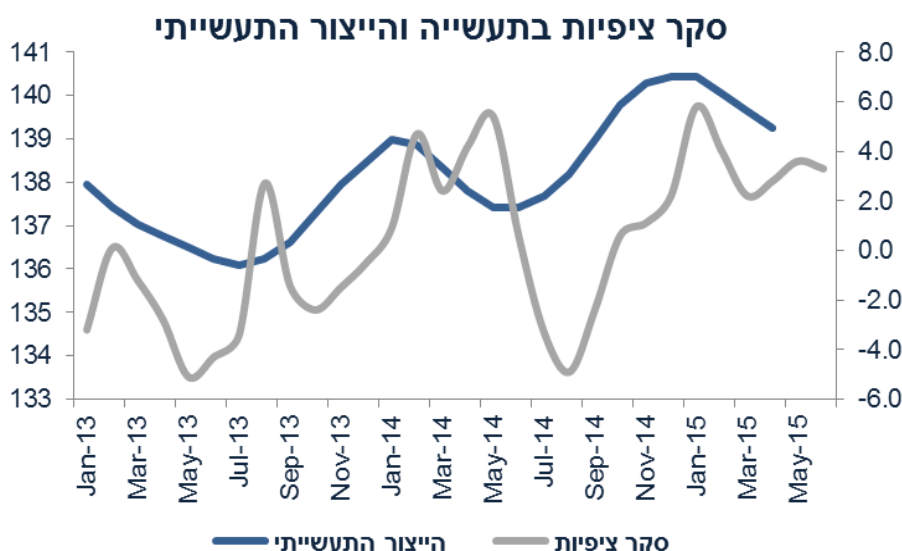
US	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
2y	0.64	0.65	0.7
5y	1.66	1.7	1.8
10y	2.40	2.5	2.6

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

**מסתמנת יציבות בקצב הצמיחה**

סקר מגמות בסקטור העסקי בחודש יוני מצביע על שיפור באופטימיות בסקטור העסקי עם מאזן כולל של 4.5 לעומת 1.6 במאי. חל שיפור בעיקר בענפי הבנייה (מ-6.7 ל-10.6), ענפי השירותים (מ-1.3 ל-5.7), ותיירות (מ-15.7 ל-8.9). יחד עם זאת, בתעשייה חלה ירידה קלה מ-3.6 ל-3.3 כאשר התעשיינים מדווחים על ירידה בהזמנות, גם ביצוא וגם בשוק המקומי. **הצמיחה במשק הישראלי נשענת בעיקר על התרחבות בביקושים המקומיים.**

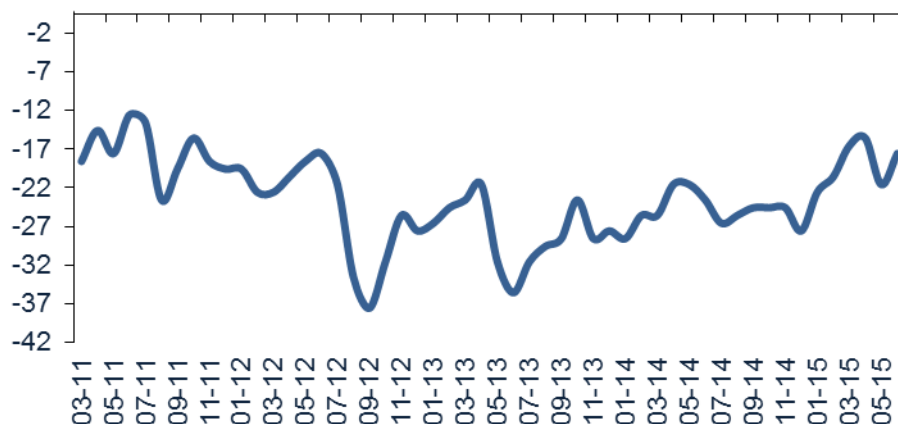
*הצמיחה בישראל  
נשענת על הביקוש  
המקומי*



מדד האמון הצרכני עלה בחודש יוני ל-18 מ-22 בחודש מאי, ולמעשה מתקן את הירידה בחודש האחרון. בחודש אפריל המדד עמד על 16- נקודות. מגמת שיפור נצפתה גם במדד האמון הצרכני של בנק הפועלים. שיפור בשוק העבודה ועלייה מתונה בשכר (עדכון שכר מינימום) תורמים לעלייה באמון הצרכני. **רמת אמון גבוהה צפויה לתרום לגידול בצריכה הפרטית. מכלול הנתונים במשק הישראלי מצביעים על המשך צמיחה בקצב מתון אשר איננה תומכת בהורדת ריבית נוספת.**

*תיקון חיובי באמון  
הצרכני תומך  
בצריכה*

**מדד האמון הצרכני של הלמ"ס**



**עדכון שכר מינימום כמעט ולא השפיע על השכר העסקי**

בחודש אפריל עודכן שכר המינימום בשיעור של 8.1% מ- 4,300 ₪ ל- 4,650 ₪. לפי נתוני הלמ"ס, בחודש אפריל השכר הממוצע למשרת שכיר עלה ב- 0.4% (מנוכה עונתיות). בתעשייה השכר נותר יציב ועיקר ההשפעה התרחשה בשירותים הציבוריים:

השכר בישראל  
זוחל כלפי מעלה

ענף	שיעור שינוי בשכר הממוצע באפריל
חינוך	1.20%
בריאות	0.30%
רשויות, מינהל ציבורי	0.60%
מידע ותקשורת	1.20%
שירותי אירוח ואוכל	0.50%
שירותים פיננסיים	-0.2%
בינוי	-0.4%
תעשייה	0.00%

בהסתכלות על נתוני המגמה, השכר הממוצע בחודשים פברואר-אפריל עולה בקצב של 2.5%, מעט האצה מסוף 2014 (1.8%). עדיין לא נראה לנו שבמדובר בהאצה מדאיגה, אך כן מדובר **בגורם התומך בעלייה מתונה בסביבת האינפלציה במבט קדימה**.

**השינוי בשכר הנומינלי ב-12 החודשים האחרונים, נתוני מגמה**

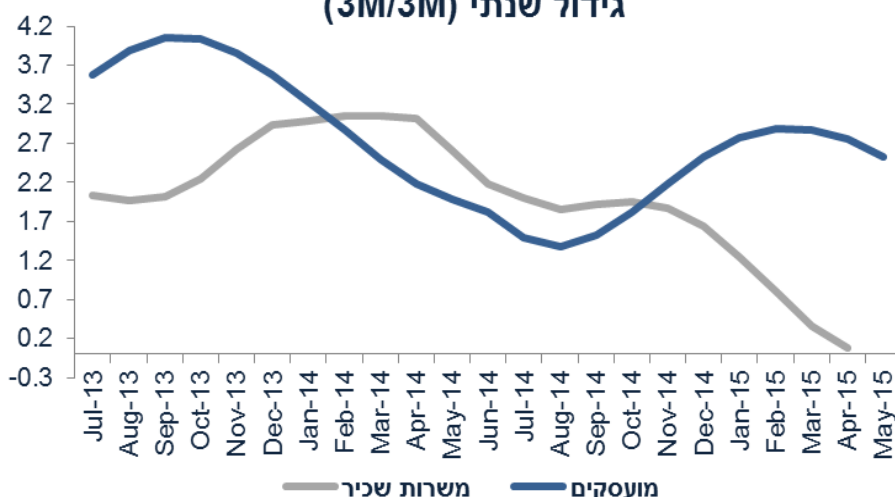


**מסתמן קיפאון במספר משרות השכיר**

למרות הירידה בשיעור האבטלה והדיווח על גידול במספר המועסקים (לפי סקר כוח אדם), לפי נתוני הביטוח הלאומי, בחודשים האחרונים מסתמן קיפאון במספר משרות השכיר במשק. קשה ליישב את הפער בין הסדרות אשר נפתח בפרט מסוף 2014 ועד היום:

נתוני עבודה  
סותרים

השינוי במספר המועסקים ומשרות השכיר, קצב גידול שנתי (3M/3M)



נתוני גביית מע"מ מקומי ברוטו מצביעים על גידול מהיר בצריכה הפרטית בחודש יוני (גידול של 15% לעומת הגבייה בחודש יוני אשתקד). סך הכול המסים העקיפים עלו ב- 6.2% YOY (ריאלי, מנוכה חקיקה).

הגידול בהכנסות ממע"מ מקומי (ללא החזרים) מנוכה שינוי חקיקה, לעומת החודש המקביל



תחזית גביית המסים של האוצר שמרנית מדי

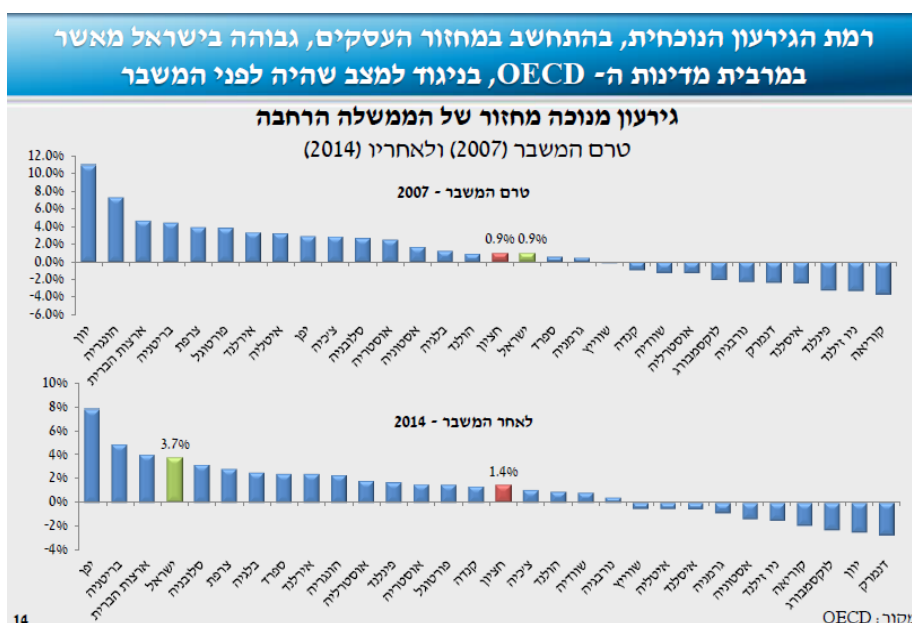
במשרד האוצר צופים גרעון סביב 2.5% תוצר השנה. אם קצב הגידול בהכנסות במחצית הראשונה של השנה יימשך במחצית השנייה, אזי צפויות הכנסות בסך 269 מיליארד ש"ח, מעל הנחת האוצר בבניית תקציב 2016 של 265.4 מיליארד ש"ח. האוצר מניח גידול מתון (נומינלי) של 4.1% בהכנסות בשנת 2016. נדמה שהשמרנות בתחזית ההכנסות נועדה ללחוץ על המערכת הפוליטית לבצע קיצוצים בצד ההוצאות.

**גידול מהיר בהכנסות מפצה על גידול מהיר בהוצאות**

בחדש יוני הגרעון התקציבי הסתכם ב- 4 מיליארד ₪ (לעומת גרעון של 5.1 מיליארד ₪ לפני שנה). הגרעון המצטבר ב- 12 החודשים האחרונים ירד ל- 2.6% תוצר מ- 2.7% לפני חודש. במחצית הראשונה של השנה ההכנסות ממסים עלו ב- 5.6% נומינלית, בדומה לגידול בהוצאות המשרדים (5.7%: 9.3% בביטחון ו- 4.5% במשרדים האזרחיים). כפי שכתבנו בעבר, העדר תקציב מאושר והחלוקה של 1/12 מתקציב 2014 לא מהווה גורם מרסן הוצאות. בחדשים האחרונים הועברו תקציבים רבים למשרד הביטחון. באוצר צופים כמעט 100% ביצוע של תקציב ההוצאות (המתוכנן) השנה. מדוע העדר תקציב מאושר לא באמת מרסן את הוצאות הממשלה?

תקציב 2015  
נמצא תחת  
שליטה, 2016  
נראה בעייתית יותר

- ✓ הנוסחה של חלוקת 1/12 מתקציב 2014 כוללת גם פדיון קרן (של אג"ח ממשלתי). בשנת 2014 נפדו 65 מיליארד ₪ (פדיון קרן), כ- 30 מיליארד ₪ יותר מבשנת 2015. האוצר רשאי לחלק את הפדיון העודף הזה אל משרדי הממשלה בתור הוצאה.
- ✓ בדרך כלל, בראשית השנה שיעור הביצוע של משרדי הממשלה ממילא נמוך. כל תת ביצוע מ- 1/12 (8.3% מהתקציב) עובר לשימוש אפשרי של משרדי הממשלה בחדש הבא.
- ✓ לפי מצגת של משרד האוצר (מבוססת על נתוני ה-OECD), הגרעון התקציבי מנוכה מחזור בישראל עלה ל- 3.7% תוצר בשנת 2014 (מעל הנתון הרשמי של 2.8%), גבוה ממרבית מדינות ה-OECD. אומדן זה לוקח בחשבון את מחזור העסקים בכל מדינה. מדינה אשר נמצאת בתקופת גאות (כמו בישראל) אמורה להיות עם גרעון נמוך (אם לא בעודף תקציבי), וההפך.
- ✓ האתגר הקשה עוד לפנינו: איך קואליציה צרה תבצע קיצוץ של כ- 8.4 מיליארד ₪, ותוותר על מחצית הדרישות הקואליציוניות (כ- 4 מיליארד ₪), כולל ביטול המע"מ על מוצרי הייסוד.



בארה"ב: למרות חולשה ביצוא, ענפי השירותים (70% מהתוצר העסקי) מפגינים עוצמה

#### :Good news

✓ בחודש יוני מדד מנהלי הרכש בשירותים (ISM) עלה ל- 56.0 נקודות מ- 55.7 במאי. מדד ההזמנות

עלה 0.4 נקודות ל- 58.4, רמה גבוהה בהחלט, המעידה על התרחבות בפעילות בחודשים

הקרובים.

#### :Disappointing news

✓ יצוא סחורות ירד ב- 0.8% בחודש מאי, על רקע ההתחזקות בדולר מתחילת השנה.

✓ מספר דורשי העבודה עלה ב- 15 אלף איש בשבוע האחרון, אך תתכן השפעה של השבוע המקוצר

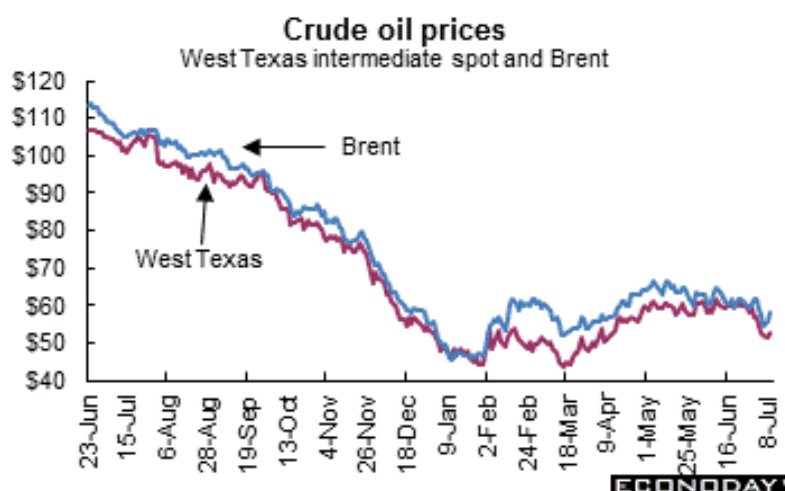
בשל יום העצמאות ב- 4.7.

✓ קרן המטבע עידכנה את תחזית הצמיחה של ארה"ב השנה ל- 2.5% השנה (מ- 3.1% באפריל) על

רקע רבעון א' חלש יחסית עקב השפעת מזג אויר קשה, ו- 3.0% בשנת 2016. קרן המטבע

ממשיכה לצפות לשיפור בפעילות באירופה עם צמיחה של 1.5% השנה ו- 1.7% ב- 2017.

מחירי הנפט חזרו לרדת מתחילת החודש על רקע גידול של מתקני נפט (rigs) בארה"ב:

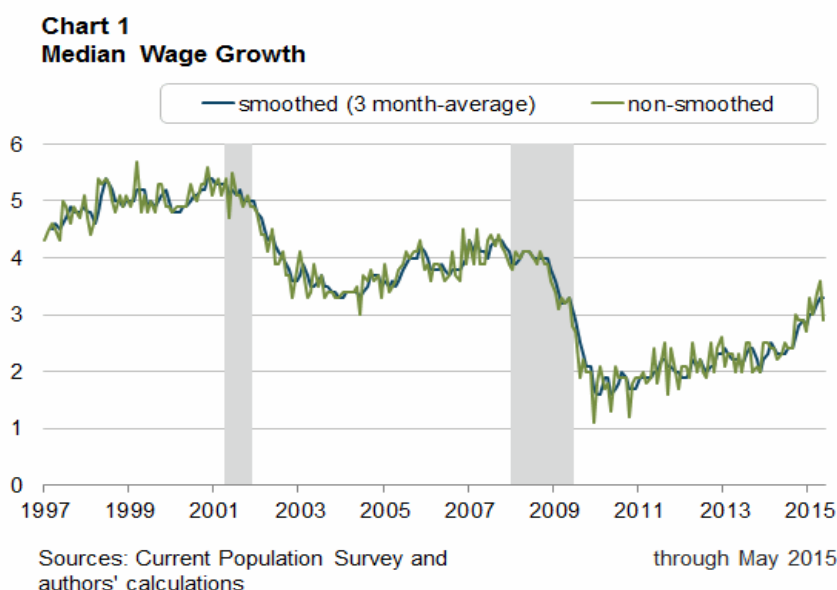


זום אין: עלות העבודה בארה"ב נמצאת במגמת עלייה

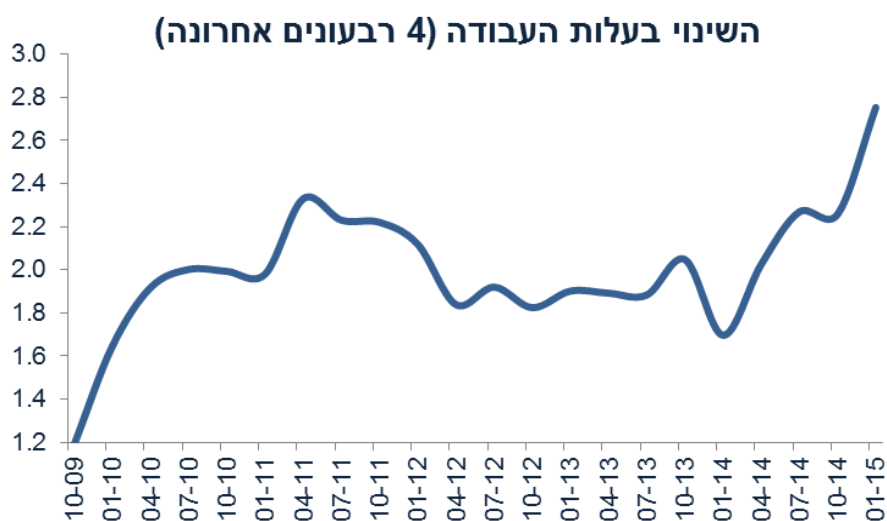
השווקים נוטים להגיב בצורה משמעותית לסקר כוח האדם בארה"ב והעלייה בשכר לשעת העבודה. כידוע, נתון זה איכזב עם אי שינוי בחודש יוני ועלייה של 2.0% ב-12 החודשים האחרונים (ירידה מ-2.3% לפני חודש). נתון זה עלול להטות כלפי מטה בסביבה של קליטה מהירה של עובדים. העובדים החדשים בדרך כלל נכנסים לעבודה ברמות שכר נמוכות (יחסית למוצע של המועסקים). **קיימות שתי סדרות נוספות אשר מצביעות על גידול בשכר במשק:**

ירידה  
באבטלה  
תרמה לעלייה  
בשכר

✓ Wage Growth Tracker של הבנק המרכזי של אטלנטה. מדובר בעיבוד של סקר כוח אדם אשר מתרכז בשכר האינדיווידואלי של מועסק בודד במפקד כולל כל השינויים שחלו בתמורות השכר של אותו נפקד. לפי נתון זה **השכר של במוצע של שלושת החודשים האחרונים עלה ב-3.3% ב-12 החודשים האחרונים**, ונמצא במגמת עלייה ברורה. עיבוד זה מהווה מקור חשוב בדיוני הפד.



✓ עלות העבודה (total labor compensation cost) בסקטור העסקי מהווה מקור חשוב (רבעוני), הלוקח בחשבון גם הפרשות המעביד. לפי מקור זה עלות העבודה עלתה ב-2.8% בשנה שעברה ונמצאת במגמה ברורה של התרחבות:



✓ השכר לשעת עבודה בעייתי מכיוון שהוא מחושב לפי ממוצע פשוט (סך הכל שכר חלקי סך הכל עובדים), ולא לוקח בחשבון עלויות המעביד. כפי שציינו, השכר הממוצע יורד כאשר הוותק הממוצע של מצבת כוח העבודה יורד (במצב של קליטה מהירה של עובדים). בנוסף, פיטורים רבים של עובדים בעלי שכר גבוה בענף הפקת נפט (מפצלי שמן) גם תרמו לירידה בשכר לשעת עבודה. מדד זה עלה ב- 2.0% ב-12 החודשים האחרונים. קיימת טענה נוספת שהנתון של חודש יוני (כאמור: 0.0% גידול לעומת מאי), נוטה להערכת חסר מכיוון שהמדגם נסגר מוקדם יותר (ב-12.6 ולא ב-15.6 כרגיל) בשל פרסום מוקדם יותר של נתוני כוח אדם (בשל חג העצמאות בארה"ב). אם כן, **בחודש הבא צפוי תיקון כלפי מעלה**



לסיכום, בהסתכלות כוללת בנתוני השכר, ניתן להבחין בלחצי שכר במשק האמריקאי, מגמה אשר צפויה להימשך בחודשים הקרובים. אם כן, עדיין קיימת סבירות להעלאת ריבית הפד בחודש ספטמבר.



מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
				12.7
מאזן הסחר ונתוני היבוא והיצוא			סחר חוץ	13.7
	התפוקה התעשיתית, סקר ה-ZEW. בריטניה- מדד המחירים לצרכן וליצרן	המכירות הקמעונאיות		14.7
המכירות הקמעונאיות, התפוקה התעשיתית, נתוני התמ"ג לרבעון השני	בריטניה- תביעות דמי אבטלה, שיעור האבטלה	בקשות משכנתא, מדד מנהלי הרכש לייצור של מדינת ניו יורק, מדד המחירים ליצרן	מדד מחירים לצרכן	15.7
	מכירות כלי רכב, מאזן הסחר, מדד המחירים לצרכן, החלטת ריבית של ה- ECB	תביעות דמי אבטלה, מדד המחירים לצרכן, התחלות בנייה, אישורי בנייה, מדד סנטימנט הצרכנים של אונ' מישיגן	חשבונאות לאומיים	16.7
				17.7

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 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.