

יונתן כץ
 וכלכלני לידר שוקי הון

שוק האג"ח כמעט ולא הגיב להאצה בקצב האינפלציה בארה"ב

נקודות עיקריות

בשבוע החולף, לאחר שבועות של עצבנות רבה בשווקים, חזר מעט השקט. מחירי נפט עולים (לאחר ניסיון להקפאת תפוקה ע"י סעודיה ורוסיה), נתוני תוצר חיוביים בארה"ב (הרחבה בפרק הגלובלי) וניסיון נוסף של מנהיגי G-20 לתאם מהלכים כלכליים גלובליים, עזרו למדדי המניות לסיים שבוע חיובי ולתאבון לסיכון לבצבץ. גם ירידה של למעלה מ 6% בבורסה בשנחאי ביום חמישי לא הצליחה לעצור את המסיבה. עם זאת, שווקי האג"ח ממשיכים להצביע על פאסימיות ולמרות שהסבירות להעלאת ריבית נוספת בארה"ב עלתה לכ- 50% (מאחוזים בודדים בתחילת השבוע) התשואות הארוכות נותרו כמעל ללא שינוי, גם לאחר עלייה חדה באינפלציית הליבה ביום שישי. כרגע נראה שהשווקים ימשיכו לעקוב מקרוב ובעצבנות אחר הנתונים הכלכליים הצפויים להתפרסם השבוע בהם ה- PMI ונתוני התעסוקה בארה"ב, נתוני אינפלציה באירופה וכמובן "החשודים המידיים" הרגילים – נפט, JPY/USD, מרווחי ה- HY, שער היואן וכו'.

מאקרו ישראל

- מרבית הנתונים ממשיכים להצביע על צמיחה "סבירה" סביב 2.5%-3.0%, עם שוק עבודה חזק וצריכה פרטית מתרחבת (כפי שמשקף במכירות רשתות שיווק)

מאקרו גלובלי

- בארה"ב אינפלציית הליבה (PCE) עלתה ב- 1.7% YOY (מ- 1.4%),** כאשר גם ההכנסה האישית והצריכה הפרטית עלו בצורה חדה (0.5% בחודש ינואר).
- באירופה** מסתמנת מעט חולשה במדד מנהלי הרכש ובאופטימיות בסקטור העסקי.
- סין** הודיעה ב-G-20 שהיא דוגלת גם בהרחבה מוניטארית ופיסקאלית, כולל רפורמות.
- חשש ליציאת GB מה-EU** – סיבה נוספת לעצבנות בשווקים, כאשר להערכתנו הלחץ לפיחות בלירה סטרלינג צפוי להימשך בחודשים הקרובים (הרחבה בגוף העבודה).
- לא צפויה מדיניות מוסכמת ב-G-20 לגבי מדיניות שע"ח, בעיקר הכרזה לגבי הצורך בהרחבה פיסקאלית מתואמת.

שוק אג"ח

- המח"מים הקצרים-בינוניים עדיפים** לאור מגמת העלייה באינפלציית הליבה בארה"ב (גם CPI וגם PCE).
- האפיקים הצמודים ממשיכים להיות עדיפים, ככל שההוזלות היזומות מאחורינו.

זום אין

הקוסם דראגי עלול לאכזב

- רף הציפיות הגבוה בשווקים לגבי הצעד הבא של ה- ECB ב- 10.3 עלול להביא לאכזבה.
- דראגי יתקשה להגדיל משמעותית את היקף ההרחבה הכמותית (QE).
- צפויה הורדת ריבית ל-0.4%.
- אכזבה בשווקים עלולה להביא להתחזקות היורו בעולם ולירידה בשוקי המניות.

ריבית		
נוכחית	0.10%	
סוף 2016	0.10%	
בעוד שנה	0.10%	
אינפלציה		
12 ח' אחרונים	-0.6%	
3 ח' קרובים	0.1%	
12 ח' קרובים	0.6%	
2016	0.4%	
שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.906	4.2994
שינוי שבועי	-0.1%	-1.1%
YTD	0.3%	1.2%
3 ח' קרובים	3.95	4.33
שנה קדימה	4.00	4.30
אג"ח סחירות		מרץ
פדיון	1.2	
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	3.7	
עודף פדיון	-2.5	

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב*
קצר 517	0.25	0.0	-0.3
בינוני 1019	-0.11	-0.2	-0.3
ארוך 923	0.19	0.2	0.3
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.05	0.1	0.15
בינוני 120	0.59	0.65	0.7
ארוך 1026	1.81	1.85	1.9
US			
2y	0.79	0.8	0.9
5y	1.24	1.3	1.5
10y	1.76	1.9	2.1

* ט"ק- החודש הקרוב
 * ט"ב- 3 חודשים

נמשכת צמיחה יציבה, עם זאת מתונה

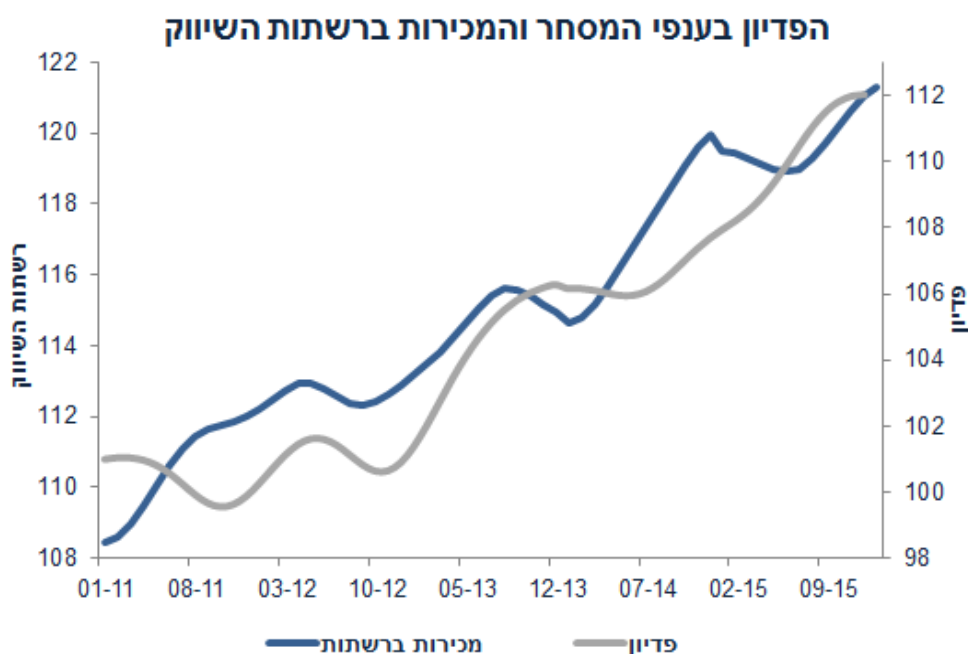
התמונה הכללית של המשק הישראלי ממשיכה להיות חיובית (אך לא מדהימה):

- ✓ שיעור האבטלה התייצב על רמה נמוכה עם "רמת תעסוקה גבוהה" (כפי שסבור בנק ישראל).
- ✓ אומנם מסתמנת התמתנות בקליטת עובדים חדשים, אך תופעה זו לא מפתיעה כאשר מתקרבים לתעסוקה מלאה (המצב דומה בארה"ב).
- ✓ המדד המשולב של בנק ישראל עלה ב- 0.2% בחודש ינואר ו- 3.8% בחודשים נובמבר-ינואר בחישוב שנתי.

נמשכת היציבות בצמיחה



- ✓ **המכירות ברשתות השיווק** עלו ב-3.7% בחודשים נובמבר-ינואר לאחר גידול של 4.0% בשלושת החודשים הקודמים. עליית שכר, דפלציה, רמת תעסוקה גבוהה וריבית נמוכה תומכים בהמשך גידול בצריכה הפרטית.



האם צפויה הרחבה מוניטארית נוספת?

התקרבות לתעסוקה מלאה תומכת בהמשך עליית שכר ולחצי אינפלציה מתונים.

בנוסף, בנק ישראל מבחין בקצב צמיחה מעט מתון יותר בתחילת השנה (סביב 2.5%) לאחר האצה ברבעון ד' (3.3%). בכל מקרה, עדיין מדובר בקצב צמיחה סביר בהחלט, קרוב לקצב הצמיחה הפוטנציאלי של המשק הישראלי ולכן אין סיבה להרחבה מוניטארית נוספת.

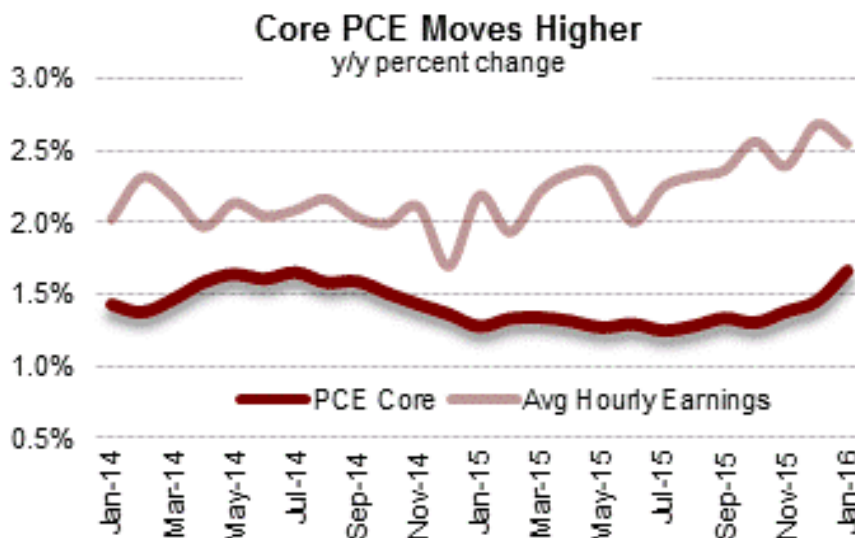
מאקרו גלובלי

סימנים ברורים
להאצה באינפלציה

שוק האג"ח בארה"ב בקושי מגיב לסביבה המאקרו כלכלית החיובית ולהאצה באינפלציה לפי הניתוח שלנו, הסביבה המאקרו כלכלית בארה"ב תומכת בהמשך העלאת ריבית הפד. כמובן שהעצבנות בשווקים הפיננסיים מהווה גורם מוניטארי מרסן (שחיקת הנכסים של הציבור, פגיעה בחברות ובאפשרות לגייס). שוק האג"ח לא מאמין שהפד מסוגל להעלות את הריבית כאשר מרבית המדינות המפותחות עדיין מורידות ריבית. אנו סבורים שרגיעה בשווקים בשילוב המשך נתונים חיוביים (עלייה באינפלציה וירידה באבטלה) יביאו להמשך עליית ריבית. נתוני תעסוקה חיוביים ב-4.3.16 עשויים להחזיר את הציפיות להעלאת ריבית בחודשים הקרובים.

Good News: בשבוע האחרון מרבית הנתונים היו חיוביים

- ✓ עלייה של 0.5% בהכנסה האישית ובצריכה הפרטית בחודש ינואר, זאת לעומת ציפיות של 0.3%-0.4%. הצרכן האמריקאי נהנה מרמת תעסוקה גבוהה ומעלייה חדה בשכר (0.6% בינואר ו-4.5% ב-12 החודשים האחרונים).
- ✓ עליה של 0.3% באינפלציית הליבה לפי ה-PCE (מחירי הצריכה הפרטית) לעומת ציפיות לעליה ב-0.2% וב-1.7% ב-12 החודשים האחרונים, זאת לעומת קצב של 1.4% לפני חודש. מעניין לציין שתחזית הפד לאינפלציית הליבה (PCE) עומדת על 1.7% בסוף 2016. סביר להניח שהפד יצטרך לעדכן את תחזית האינפלציה כלפי מעלה.



מקור: ECONDAY

- ✓ ההזמנות של מוצרי בני קיימא עלו ב-4.9% בינואר לאחר ירידה של 4.6% בדצמבר.
- ✓ מספר דורשי העבודה נותר על רמה נמוכה (270 אלף).
- ✓ אומדן לגידול בתוצר ברבעון ד' עודכן ל-1.0% (מ-0.7%) על רקע גידול במלאים, התפתחות מעט שלילית (זה אינדיקטור לירידה בביקושים). הצריכה הפרטית עודכנה כלפי מטה ל-2.0% מ-2.2%.

✓ מדד האמון הצרכני של משיגן נותר גבוה יחסית עם עלייה של 1.0 נקודת ל- 91.7 באמצע פברואר.

אך לא הכול ורוד

- ✓ מדד מנהלי הרכש בתעשייה ה-PMI ירד.
- ✓ מסתמנת ירידה במכירות של בתים חדשים.
- ✓ התעשייה באמריקאית ממשיכה לסבול מדולר חזק ומחולשה בסחר העולמי.

בשורה התחתונה,

שוק האג"ח הגיב בעליית תשואות מתונה מאד לנתונים החיוביים ביום שישי (תוצר, הכנסה, צריכה ואינפלציה). אנו בהחלט רואים תמונה חיובית בסביבה הכלכלית בארה"ב. נתוני תעסוקה חיוביים בשבוע הבא עשויים להחזיר את הציפיות למספר העלאות ריבית השנה.

השווקים חוששים
מאי וודאות

Brexit, עוד סיבה לעצבנות בשווקים

החשש ליציאת אנגליה מהקהילה האירופית יגביר את העצבנות בשווקים לקראת ה-23.6.16. החלטה להיפרד מהאיחוד האירופי צפויה לפגוע בסחר החופשי עם אירופה (ולכן לפגוע ביצוא ובתוצר, גם של אנגליה וגם של אירופה), להטיל ספק לגבי עתידה של לונדון בתור מרכז פיננסי, ולהגביל את התנועה החופשית של עובדים בין בריטניה ואירופה. קיים תרחיש שאנגליה תצביע בעד יציאה מהאיחוד אך סקוטלנד ו-Wales יצביעו נגד, מה שעלול להביא לפירוק בריטניה. הצבעה להיפרד מהאיחוד עלולה להביא להמשך פיחות בסטרלינג (אשר כבר מורגש בימים האחרונים: 6% מתחילת השנה כמוצג בגרף הבא) בסדר גודל של 15%-20%, אשר יביא להתייקרות במחירי היבוא ולעלייה באינפלציה. כמו כן, צפויה פגיעה בתוצר על רקע ביטול אזור סחר חופשי וחזרתם של חלק מעובדים רבים מהאיחוד לאירופה, בפרט בענפי המסחר, בענפי השירותים ובבנייה. בשנת 2015 היו 3.2 מיליון עובדים זרים בבריטניה וכ- 2.0 מיליון מהאיחוד האירופי. קיים חשש לצמצום או הקטנת הפוטנציאל לגידול עתידי בכוח העבודה אשר תגביל את פוטנציאל הצמיחה.

בשורה התחתונה,

חשש ליציאת בריטניה מהאיחוד עלול לתמוך בעצבנות בשוקי המניות בעולם לקראת משאל העם ב-23.6 ולירידת תשואות על אג"ח ארוכות בארה"ב (flight to safety). בנוסף, צפוי גם לחץ להתחזקות של הדולר בעולם.

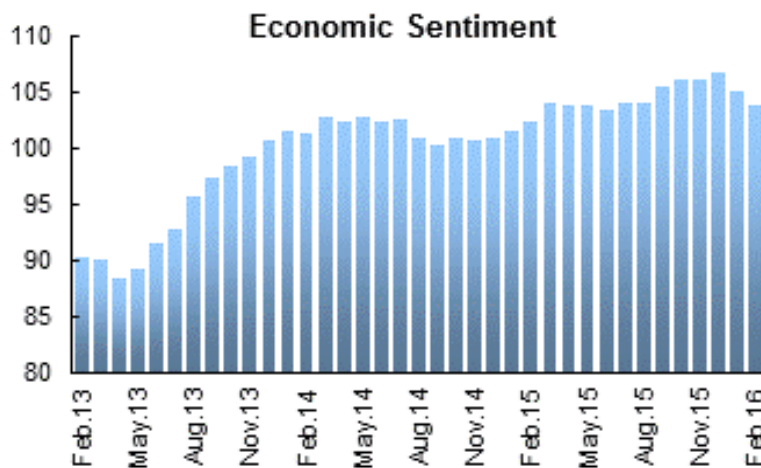


זום אין: דראגי עלול לאכזב את השווקים

בחדש ינואר דראגי הבטיח "שיעריך מחדש את המדיניות המוניטארית" ואמר:

"review and reconsider our monetary policy stance "

משפט זה יצר המון ציפיות בשוק להרחבה מוניטארית נוספת, כולל הורדת ריבית והגדלת תוכנית ה-QE מעבר ל-60 מיליארד יורו לחדש. זאת בפרט על רקע המשך ירידה במחירי הנפט, ירידה בציפיות האינפלציה ומעט חולשה במדד מנהלי הרכש באירופה (בעיקר בתעשייה, פחות השירותים). מסתמנת ירידה מתונה באמון הכלכלי באירופה.



מקור: ECONDAY

הפעם לא בטוח
שדראגי יוכל לספק
את הסחורה

ב-3.12.15 דראגי אכזב את השווקים, כאשר אלו ציפו לגידול בהיקף תוכנית ההרחבה הכמותית (מעבר ל-60 מיליארד יורו). בנוסף, בפרוטוקול של דיוני ה-ECB עלה שחלק מהחברים (לא רק הגרמנים) טענו שאירופה כבר לא במשבר ועדיף לנקוט במדיניות מוניטארית פחות קיצונית. אותם חברים ב-ECB טענו כבר עכשיו שהמדיניות המוניטארית באירופה מספיק מרחיבה. כמו כן, יתכן שהיו מגבלות טכניות בהגדלת תוכנית ה-QE.

מה השתנה מאז ועד היום? ציפיות האינפלציה ירדו ומדדי האמון (בתעשייה, בסקטור העסקי והצרכני) נחלשו מעט ולכן מוערך שדראגי יצליח לשכנע בצורך להרחיב את המדיניות המוניטארית. סביר שה-ECB יוריד את תחזית הצמיחה לשנת 2016 מ-1.7% לכיוון 1.6% ואת תחזית האינפלציה מ-1.0% ל-0.4%-0.5%. עם זאת, לא ברור עד כמה התחזיות לשנים 2017-2018 יעודכנו כלפי מטה.



Source: Bloomberg

מה סביר לצפות מה- ECB ב- 10.3?

1. הגדלת המגבלה על היקף רכישות האג"ח מעבר ל-33% מסך החוב של מדינה בודדת, אולי לכיוון 50% (למעט מדינות כגון יוון שמקבלות סיוע מה- ECB).
2. להתיר ל- ECB לקנות אג"חים עם ריבית שלילית בשוק.
3. להתיר רכישות אג"ח קצרות (פחות משנתיים לפדיון).
4. הורדת ריבית נוספת ל-0.4% סבירה, למרות שהניסיון של יפן לא הצליח להחליש את היין. בנוסף, קיים חשש של פגיעה נוספת ברווחיות של הבנקים המסחריים, אך אפשר למזער את הנזק על ידי הטלת ריבית שלילית על הפקדות נוספות (ולא על קיימות) כפי שעשתה יפן.

מה פחות סביר לצפות מה- ECB:

5. רכישות אג"ח ללא קשר לפרופורציה של גודל הכלכלה (capital key). צפויה התנגדות לצעד זה מכיוון שזה נותן "פרס" למדינות עם חוב גדול (איטליה וצרפת) אשר נהגו במדיניות פייסקאלית לא אחראית.
6. להתיר רכישות של אג"ח קונצרני. צעד זה עלול להיתפס בתור סבסוד של תעשייה מסוימת (על חשבון אחרות) או העדפה של מדינה מסוימת.

לדראגי יהיה קשה לשכנע את חברי ה- ECB לגבי צעדים 5-6 כאשר אין באמת משבר כלכלי באירופה, וצפויה צמיחה סביב 1.5% השנה. לאחר אכזבת השווקים בדצמבר, יתכן שדראגי יעשה כל מאמץ כן "לספק את הסחורה". יחד עם זאת, קשה יהיה להצדיק זאת כאשר אין סימני מיתון באופק. לאור הציפיות הגבוהות בשווקים דראגי עלול לאכזב. מהלך של הורדת ריבית ל- 0.4% והגדלה של מצבת האג"חים אשר כלולים ב- QE (צעדים 1-3) עלול להביא לאכזבה אשר תוביל להתחזקות היורו ולירידה בשוקי המניות.

מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
				28.2
	מדד המחירים לצרכן	מדד הייצור של שיקאגו מכירות בתים תלויים מדד הייצור של דאלאס	רכישות בכרטיסי אשראי	29.2
מדד מנהלי הרכש לייצור	מדד מנהלי הרכש לייצור שיעור האבטלה	מדד מנהלי הרכש לייצור הוצאות הבנייה		1.3
	מדד המחירים ליצרן	בקשות משכנתא סקר התעסוקה של ADP ספר הבז'		2.3
מדד מנהלי הרכש לשירותים	מדד מנהלי הרכש לשירותים המכירות הקמעונאיות	תביעות דמי אבטלה מדד מנהלי הרכש לשירותים הזמנות ממפעלים הזמנות מוצרים בני- קיימא	סקר מגמות בסקטור העסקי	3.3
		מאזן הסחר שיעור האבטלה		4.3

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 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.