

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי
הון

העצבנות בשווקים צפויה להימשך עד יום רביעי (לפחות)

נקודות עיקריות

בשבוע האחרון נמשכה העצבנות בשווקים סביב התגברות החשש מניצחון של טרמפ בבחירות. מיני תופעה של flight to safety הביאה לירידות בשוקי המניות ולירידת תשואות על אג"ח ארה"ב ל-10 שנים לכיוון 1.78%. מחירי הנפט ירדו על רקע פסימיות לגבי היכולת של קרטל הנפט להגיע להסכמה לגבי צמצום התפוקה בסוף החודש. ארבעה בנקים מרכזיים השאירו את הריבית על כנה: יפן, אוסטרליה, אנגליה והפד. לאחר נתונים חיוביים בבריטניה ופיחות בפאונד, קטן מאד הסיכוי להורדת ריבית נוספת. הצורך באישור הפרלמנט ליישם את ה-Brexit עשוי להקפיא את תהליך ההתנתקות, ועקב כך הפאונד התחזק בסוף השבוע.

בשבוע הקרוב, השווקים ימתינו בדריכות לתוצאות הבחירות בארה"ב. בכל מקרה, העצבנות צפויה להימשך עד יום רביעי, כולל כנראה הלחץ לירידת תשואות. כמובן שמהפך וניצחון טרמפ יביא להמשך עצבנות. לא צפויים להתפרסם נתוני מאקרו משמעותיים בארה"ב ובישראל. באירופה יתפרסמו נתוני ייצור תעשייתיים ומסחר קמעונאי.

מאקרו ישראל

- ברבעון ג' מסתמנת התמתנות ("רצויה") בצריכה הפרטית, מקצב מהיר במיוחד ברבעון ב'.
- מסתמנת התמתנות בפדיון בענפי המסחר וברכישות בכרטיסי האשראי.
- יחד עם זאת, באוקטובר חלה עלייה חדה באמון הצרכני (של פועלים).
- ברבעון ג' מספר המועסקים עלה בקצב שנתי של 2.4%.
- אם כי, בחודש ספטמבר מסתמנת מעט חולשה בשוק העבודה.
- המדד המשולב של בנק ישראל מצביע על צמיחה של 0.33% בחודש ספטמבר.

מאקרו גלובלי

- בחודש אוקטובר נוספו 161 אלף מועסקים + 44 אלף שנוספו לחודשים קודמים.
- שיעור האבטלה ירד ל-4.9% באוקטובר מ-5.0% בספטמבר.
- השכר לשעת עבודה עלה ב-0.4% באוקטובר וב-2.8% ב-12 החודשים האחרונים. זוהי הרמה הגבוהה ביותר מאז 2009.
- סקרי הציפיות השונים בארה"ב בתעשייה ובשירותים מצביעים על התרחבות.
- מדד מנהלי הרכש בתעשייה באירופה עלה ב-2.0 נקודות באוקטובר ל-53.5.

שוק האג"ח

- בשבוע האחרון נמשך ביקוש מוגבר לאפיקים הצמודים, בפרט הארוכים.
- התשואות ל-10 שנים (בגליל) ירדו ב-8 נ.ב. לעומת יציבות בשחר הארוך.
- קשה להסביר תופעה זו על רקע הייסוף בשקל בשבוע האחרון והירידה במחירי הנפט. יחד עם זאת, ההעדפה לצמודים תואמת את תחזית האינפלציה שלנו.
- תופעת flight to safety ערב הבחירות בארה"ב (וירידת תשואות) עשויה להיות הזדמנות לקיצור המח"מ.

זום אין

במידה וחגיגת הצריכה תואט, הגרעון עלול לחרוג מהיעד

- מסגרת תקציב 2017-2018 ממשיכה את המדיניות המרחיבה של 2016.
- תחזית ההכנסות ממסים נראית מעט אופטימית מדי.
- הגידול בגרעון (ל-2.9% תוצר מ-2.2% כעת) ימומן בעיקר על ידי גידול במימון מחו"ל.

ריבית		
נוכחית	0.10%	
סוף 2016	0.10%	
בעוד שנה	0.10%	
אינפלציה		
12 ח' אחרונים	-0.4%	
3 ח' קרובים	0.3%	
12 ח' קרובים	0.9%	
2016	0.3%	
שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.807	4.2246
שינוי שבועי	-1.1%	0.3%
YTD	-2.3%	-0.5%
3 ח' קרובים	3.85	4.18
שנה קדימה	3.90	4.15
אג"ח סחירות		נובמבר
פדיון		0.0
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)		3.5
עודף פדיון		-3.5

עקום התשואות

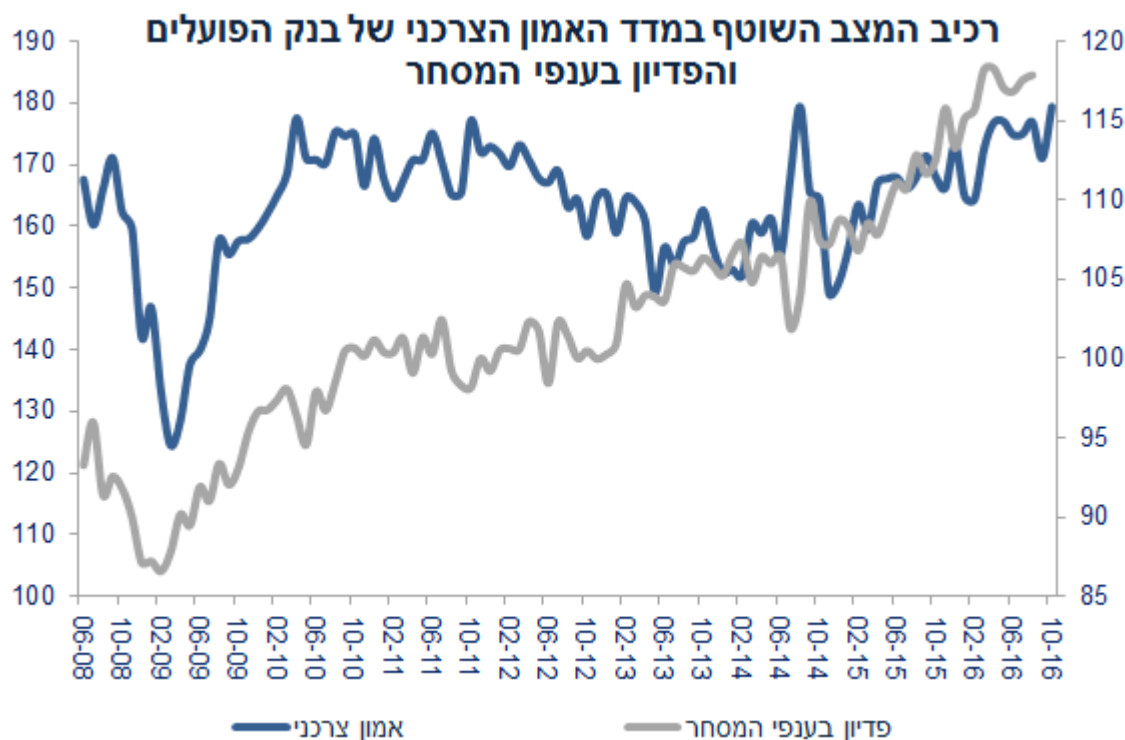
צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	-0.17	-0.2	-0.5
בינוני 5903	-0.02	0.0	-0.3
ארוך 1025	0.36	0.35	0.35
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 219	0.33	0.37	0.40
בינוני 421	0.90	0.9	0.9
ארוך 1026	1.85	1.80	1.80
US			
2y	0.78	0.85	0.9
5y	1.23	1.25	1.3
10y	1.78	1.75	1.75

* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

שיפור באופטימיות בקרב משקי בית תומך בצריכה

בחודש אוקטובר מדד האמון הצרכני של פועלים עלה ב- 4.7 נקודות לרמה הגבוהה ביותר בשנתיים האחרונות. רכיב המצב השוטף עלה ב- 8.4 נקודות ורכיב ציפיות קדימה עלה ב- 2.3 נקודות. השיפור באוקטובר בא לאחר ירידה של 3.1 נקודות בספטמבר. **למרות התנודתיות במדד זה** בחודשים האחרונים מסתמנת מגמה של שיפור באופטימיות בקרב משקי הבית, אשר תומך בהמשך גידול בצריכה הפרטית, אם כי בקצב מתון יותר מזה שאפיין את המחצית הראשונה של השנה. **משקי הבית נהנים מרמת תעסוקה גבוהה ועלייה בשכר הריאלי.**

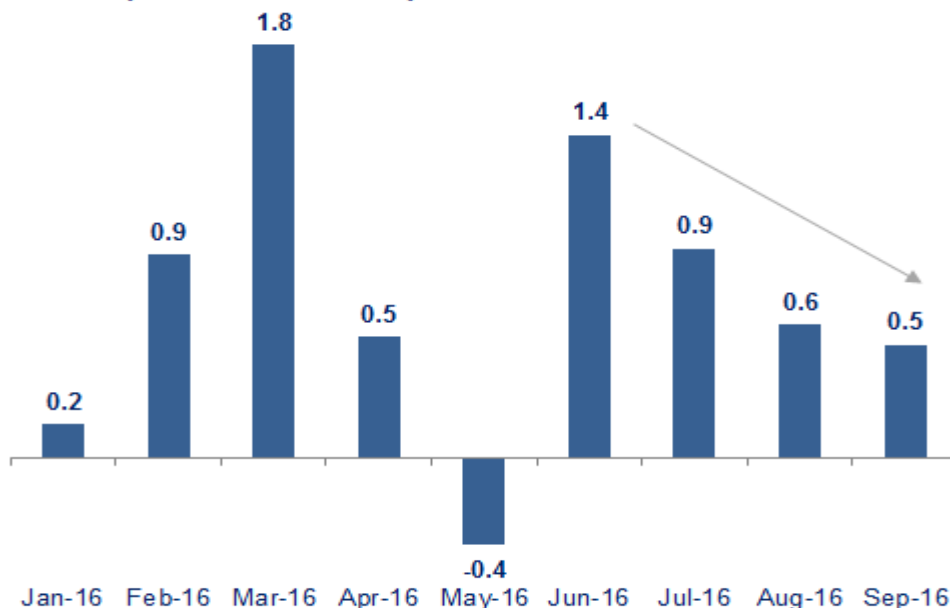
**רמת האופטימיות
הגבוהה ביותר מאז
8.2014**

**ברבעון ג' חלה התמתנות בביקושים**

הרכישות בכרטיסי האשראי עלו ב-4% (בחישוב שנתי) ברבעון ג', זאת לאחר גידול של 8.6% ברבעון ב'. סימנים להתמתנות בצריכה הובחנו גם בנתוני הפדיון בענפי המסחר ומכירות ברשתות השיווק. מדובר בהתמתנות "בריאה" בצריכה, זאת לאחר האצה של ממש ברבעון ב' (10% גידול בצריכה הפרטית). **עדיין, הצריכה תמשיך להיות קטר עיקרי לפעילות הכלכלית בשנה הקרובה ונתמכת על ידי עלייה בשכר הריאלי, גידול במספר המועסקים וריביות נמוכות.**

**קצב הצריכה חוזר
לרמה "נורמלית"**

הרכישות בכרטיסי האשראי (שיעור שינוי חודשי)



התרחבות מהירה ביצוא השירותים השנה

מסתמן גידול ביצוא שירותים. בחודשים יוני-אוגוסט חל גידול של 26.6% בחישוב שנתי לעומת שלושת החודשים הקודמים (בחישוב שנתי). מדובר בסקטור חשוב (כמעט 12% מסך התוצר) ומתפתח הכולל שירותי תוכנה, מו"פ, שירותים עסקיים, תיירות ומכירת start-ups. התרחבות זו באה לאחר ירידה של 4.6% בשלושת החודשים הקודמים.

יצוא שירותים עלה
ב- 10.5% YOY
מתחילת השנה

יצוא שירותים (ללא מכירה של חברות הזנק)



התמתנות בצריכה הפרטית ברבעון ג' תומכת בצמיחה מתונה יותר בהשוואה לרבעון ב'. בנוסף, ברבעון ג' סך יבוא הסחורות עלה ב- 4.6% (לעומת הרבעון הקודם) כאשר היצוא ירד ב- 0.6%, כך שגרעון הסחר הכולל עלה ב- 23.6%. אנו צופים צמיחה סביב 3% ברבעון ג' לאחר 4.3% ברבעון ב'.

ארה"ב: שוק העבודה ממשיך להפגין עוצמה

נתונים חיוביים:

- ✓ בחודש אוקטובר נוספו 161 אלף מועסקים חדשים, מעט פחות מהציפיות ל-175 אלף. יחד עם זאת נוספו 44 אלף באומדנים של החודשיים הקודמים. תוספת המועסקים לספטמבר עומדת כעת על 191 אלף (עדכון מ-156 אלף).
- ✓ שיעור האבטלה ירד ל-4.9% מ-5% לפני חודש. שיעור ההשתתפות ירד ל-62.8% מ-62.9%.
- ✓ השכר לשעת העבודה עלה ב-0.4% באוקטובר (מול ציפיות ל-0.3%) ו-2.8% ב-12 החודשים האחרונים, זאת מ-2.6% בפרסום הראשוני של חודש ספטמבר (עדכון ל-2.7%). זה הקצב המהיר ביותר מאז יוני 2009. הפד רואה סביב 3% או יותר קצב מהיר התומך בלחצי אינפלציה.

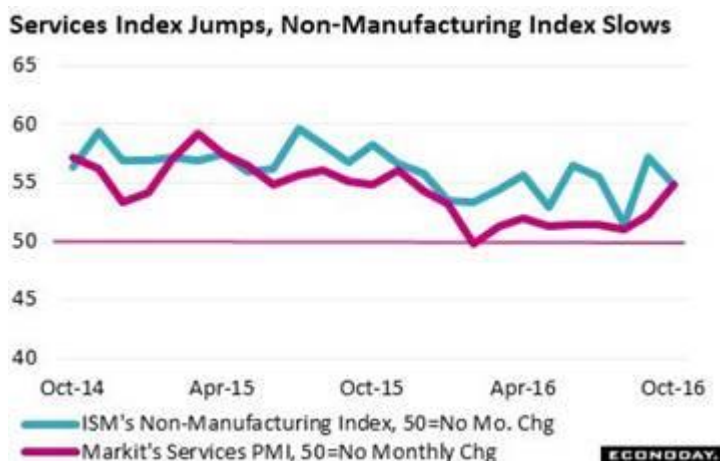
נתוני התעסוקה
תומכים בהעלאת
ריבית בדצמבר



- ✓ ההכנסה האישית עלתה ב-0.3% בספטמבר והצריכה הפרטית עלתה ב-0.5%.
- ✓ מדד מנהלי הרכש בתעשייה (ISM) עלה ל-51.9 נקודות באוקטובר מ-51.5 בספטמבר. יחד עם זאת רכיב ההזמנות החדשות ירד ל-52.1 נקודות מ-55.1.
- ✓ מדד ההזמנות בתעשייה עלה ב-0.3% בספטמבר לאחר גידול של 0.4% באוגוסט.
- ✓ יצוא הסחורות עלה בחודש ספטמבר ב-0.6%.

נתונים מאכזבים:

- ✓ אינפלציית הליבה (PCE) נותרה יציב על קצב שנתי של 1.7% YOY. מתחילת השנה אינפלציית הליבה נעה בין 1.6% ל-1.7%, זאת לאחר 1.4% בשנת 2015. הפד שואף להביא את האינפלציה ל-2%.
- ✓ מדד מנהלי הרכש בענפי השירותים (ISM, non-manufacturing) ירד באוקטובר ל-54.8 נקודות מ-57.1 בספטמבר. עדיין מדובר ברמה גבוהה יחסית המצביעה על התרחבות. רכיב ההזמנות נמצא על רמה גבוהה של 57.7 נקודות. סקר PMI בשירותים מצביע על שיפור עם עליה ל-54.8 נקודות באוקטובר מ-52.3 בספטמבר.



שילוב של גידול מהיר (יחסית) במספר המועסקים וסימנים ללחצי שכר, תומכים בהעלאת ריבית בדצמבר, אם כי קצב האינפלציה (הליבה – PCE) לא מתרומם. על פניו, נראה שהעלאת ריבית בדצמבר מובטחת בהנחה שנתוני התעסוקה של חודש נובמבר יהיו סבירים ותוצאות הבחירות ב-8.11 לא יביאו לירידות חדות בשווקי המניות.

זום אין: מדיניות פискаלית מרחיבה ב-2016-2018

המדיניות המרחיבה של 2016 תשמר ב-2017-2018

לפי התקציב שהוגש לכנסת, ההוצאות בתקציב צפויות לגדול נומינלית ב-15.6% בשלוש השנים הקרובות (מהביצוע של 2015 ועד המתוכנן של 2018). לאחר גידול מתוכנן של 6.7% השנה, ההוצאה תגדל ב-3.5% ב-2017 וב-4.7% ב-2018. יחד עם זאת, עיקר הגידול בהוצאה התקציבית במונחי תוצר מתרחש השנה - 6.7% נומינלי לעומת אומדן גידול בתוצר הנומינלי של כ-3.7% (2.7% גידול ריאלי + 1.0% עלייה במחירי התוצר). המשמעות היא, גידול של 3.0% בהוצאה במונחי תוצר השנה. הגידול הנומינלי בהוצאה בשנים 2017-2018 דומה (פחות או יותר) לגידול הנומינלי הצפוי בתוצר.

עיקר ההרחבה הפיסקאלית התרחשה ב-2016

	שיעור שינוי אחוזים 2018	שיעור שינוי אחוזים 2017	שיעור שינוי אחוזים 2016	תקציב מקורי 2018	תקציב מקורי 2017	תקציב מקורי 2016	ביצוע תקציב 2015	2016-18 מצטבר
הוצאות	4.7	3.5	6.7	376.4	359.4	347.3	325.6	15.6
הכנסות	4.7	3.3	4.0	337.9	322.7	312.3	300.3	12.5
גרעון ללא אשראי	5.1	4.8	38.5	38.5	36.7	35.0	25.3	52.5
% GDP	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.2%	
ההוצאה כ- % תוצר	28.5%	28.4%	28.6%	28.5%	28.6%	27.8%		

תחזית הגידול בהכנסה נראית אופטימית מדי

בהסתכלות על תחזית גביית המסים לשנת 2017, האוצר מניח גידול של 5.1% במסים ישירים וגידול של 2.9% במיסים עקיפים, זאת לעומת אומדן הגבייה המעודכן לשנת 2016. בסך הכל, המסים צפויים לגדול ב-4.0% (נומינלית) ולהגיע ל-293.7 מיליארד ש"ח, זאת לעומת אומדן גבייה של 282.4 מיליארד ש"ח השנה (תחזית מעודכנת של האוצר).

הרמה הגבוהה של רכישת רכבים לא צפויה להישמר ב-2017

✓ לפי ניתוח בנק ישראל מחודש אוגוסט השנה, **עודף גביית המסים השנה** (הנאמד ב- 7.8 מיליארד ₪) **נובע בעיקר משלוש גורמים**: זינוק חד בייבוא מכוניות חדשות מעבר לצפוי אשר תרם כ- 4.6 מיליארד ₪, עליית שכר מעבר לצפוי (תרומה של 3 מיליארד ש"ח) והיקף עסקאות נדל"ן מעבר לצפוי (תרומה של 1.1 מיליארד ש"ל). באוגוסט בנק ישראל העריך שסך גביית המסים יגיע ל- 280.8 מיליארד ₪. כאמור, היום האוצר צופה 282.4 מיליארד ₪.

✓ לגבי עליית השכר השנה, מדובר בעליית מדרגה בשכר (ולא עלייה חד פעמית). בנוסף, קשה לצפות לנסיגה של ממש בהיקף הביקוש לדיור (למרות האפשרות להטלת מס על בעלי שלוש דירות). עם זאת, בהחלט **לא סביר שניתן יהיה להתמיד בשנת 2017 בקצב רכישת המכוניות של 2016**. בהנחה שרק כמחצית מהגידול ביבוא מכוניות של 2016 היה חד פעמי (כ- 3 מיליארד ₪), אזי **תחזית האוצר לגידול בהכנסות במסים עקיפים בשנת 2017 מניחה גידול מהיר של יותר מ-5%**. מדובר בקצב מהיר במיוחד, בפרט בהתחשב בלחץ לייסוף בשקל וירידה במחירי היבוא (אשר מקטינים את הערך הנומינלי של גביית המס).

	שיעור שינוי 2018	שיעור שינוי 2017	שיעור שינוי 2016	תקציב מקורי 2018	תקציב מקורי 2017	אומדן ביצוע 2016	ביצוע תקציב 2015	2016-18 מצטבר
הכנסות ממסים	4.6	4.0	5.3	307.2	293.7	282.4	268.2	14.5
מיסים ישירים	4.4	5.1	6.4	157.8	151.1	143.8	135.1	16.8
מסים עקיפים	4.9	2.9	4.0	141.9	135.3	131.5	126.4	12.3
אגרות	2.7	2.8	6.0	7.5	7.3	7.1	6.7	11.9

✓ לסיכום, נדמה שהערכת האוצר לגבי גביית המסים בשנת 2017 מעט אופטימית מדי, גם אם המשק לא יכנס למצב של התמתנות בפעילות. משמעות הדבר, **הגרעון עלול לחרוג מעט מ-2.9% תוצר**.

האוצר יגדיל את המימון מחו"ל בשנת 2017

אם משווים את תכנית המימון לשנת 2017 לעומת הביצוע של 2015, מדובר בגידול חד בגרעון למימון של כ- 15 מיליארד ₪ (33.7 מיליארד ₪ לעומת 18.5 מיליארד ₪). האוצר מתכנן להגדיל משמעותית את המימון מחו"ל נטו לצורך תוספת מימון של 12 מיליארד ₪ (מ- 5.4 מיליארד בשנת 2015 ₪ ל- 6.6 + מיליארד ₪ ב- 2017). **הגידול במימון המקומי נטו אמור להיות זניח**: תוספת של 1.4 מיליארד ₪ בלבד. אם האוצר מצליח לעמוד ביעד זה, **לא צפוי להיווצר לחץ על התשואות של אג"ח ממשלתי**.

הגידול בגרעון ימומן על ידי גידול במימון מחו"ל

	תקציב מקורי 2018	תקציב מקורי 2017	תקציב מקורי 2016	ביצוע תקציב 2015
סך הכול גרעון למימון	35.87	33.71	31.19	18.5
מימון מחו"ל נטו	7.1	6.6	2.7	-5.4
מימון מקומי נטו	27.7	26.2	26.2	24.8
הכנסות מהפרטה	1.1	0.9	2.3	0.4

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 שלידר 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.