

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

ירידת תשואות בחו"ל וייסוף חד בשקל תומכים בירידת תשואות בישראל

נקודות עיקריות

אי וודאות גיאו פוליטית המשיכה לטלטל את השווקים בשבוע האחרון, בפרט סביב המפגש בין מנהיגי ארה"ב וצפון קוריאה. בנוסף, עדיין לא ברור האם יושג הסכמי סחר בין ארה"ב וסין. הקמת קואליציה באיטליה (אנטי משמעת תקציבית ואנטי יורו) הוסיפה לעצבנות. בספרד צפויה הצבעת אי אמון (ואולי בחירות מוקדמות) סביב פרשת שחיתות. שילוב של flight to safety, נתונים כלכליים מעט חלשים ונימה "יונית" בפד תומכים בירידת תשואות (גם בארה"ב וגם בגרמניה). היורו נחלש ל-1.165 דולר/יורו, ובמקביל מחירי הנפט ירדו.

בשבוע הקרוב: בארה"ב: ביום חמישי יתפרסמו נתוני אינפלציית PCE באפריל, נתון מאד חשוב עבור הפד. במרץ אינפלציית הליבה עלתה ב-1.9% y/y. ביום שישי יתפרסמו נתוני תעסוקה ושכר לשעת עבודה בחודש מאי. השוק צופה גידול של 185 אלף מועסקים.

בישראל יתפרסמו נתוני הרכישות בכרטיסי האשראי (ביום רביעי) של חודש אפריל ונתוני תעסוקה ואבטלה (ביום חמישי). יהיה חשוב לראות אם הרמה הכה נמוכה של שיעור האבטלה (3.6% במרץ) תישמר.

מאקרו ישראל

- ✓ מספר המשרות הפנויות עלה באפריל ל-105.3 אלף, שיא חדש המעיד על שוק עבודה "הדוק" אשר תומך בלחצי שכר במשק.
- ✓ מתחילת השנה נמשכת ההתרחבות בצריכה הפרטית, אם כי בקצב מתון יחסית.
- ✓ צריכת שירותים ממשיכה להתרחב בקצב מהיר של 5% ברבעון א'.
- ✓ הייצור התעשייתי של ענפי הטכנולוגיה העלית עלה ב-9.5% ברבעון א' בהשפעת אינטל.
- ✓ הייסוף החד בשקל בשיעור של 2.7% מתחילת השנה (מול הסל) לא תומך בהעלאת ריבית השנה.

מאקרו גלובלי

- ✓ **ארה"ב:** מסתמנת ירידה במכירות של דירות ועלייה במספר דורשי העבודה. פרוטוקול של דיוני הריבית מאותת על אי וודאות לגבי סביבת האינפלציה קדימה.
- ✓ **בריטניה** הצמיחה ברבעון א' עלתה ב-0.4% עקב חולשה בצריכה הפרטית ובהשקעות.
- ✓ **אירופה:** מדד מנהלי הרכש ירד ל-54.1 נקודות באפריל מ-55.4% במרץ.

שוק האג"ח

- ✓ Flight to safety ופרוטוקול הריבית ההססני של הפד לגבי הריבית תמכו בירידת התשואות הארוכות בארה"ב.
- ✓ התשואות בגרמניה גם ירדו ב-7 נ.ב. ביום שישי על רקע חששות מאיטליה וספרד.
- ✓ שוק המק"מ מתמחר העלאת ריבית בישראל לקראת סוף השנה.
- ✓ הייסוף של 2.7% בשקל מתחילת החודש לא תומך בהעלאת ריבית בחודשים הקרובים.
- ✓ מגמת הייסוף וירידה במחירי הנפט בשבוע האחרון תומכים באינפלציה מתונה.
- ✓ **האפיקים הארוכים חזרו להיות מעניינים לאור ירידת התשואות בחו"ל והייסוף בשקל.**

זום אין

המדיניות הכלכלית של ממשלת איטליה עלולה לפגוע באמינות

- ✓ שתי המפלגות הגדולות סיכמו על צעדים אשר יתרמו כ-3.5%-4.0% תוצר לגרעון התקציבי.
- ✓ שוק האג"ח האיטלקי הגיב בעלייה חדה בתשואות.
- ✓ החשש האמיתי הינו עימות עם הקהילה האירופית.
- ✓ היורו נחלש על רקע חשיבותה של איטליה באיחוד.

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	0.4%
מאי	0.5%
יוני	-0.1%
יולי	0.1%
שנה קדימה	1.0%
2018	1.0%

ריבית

נוכחית	0.10%
סוף 2018	0.10%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח

אירו	דולר	השקל
4.1756	3.568	השקל
-1.5%	-0.6%	שינוי שבועי
0.6%	2.9%	YTD
4.15	3.65	שנה קדימה

אג"ח סחירות

מאי	פדיון סחיר	תחזית הנפקות	עודף פדיון
0.0	פדיון סחיר	3.5	תחזית הנפקות
		-3.5	עודף פדיון

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	-0.91	-0.9	-1.0
בינוני 923	-0.30	-0.3	-0.4
ארוך 527	0.34	0.3	0.3
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 120	0.31	0.3	0.35
בינוני 323	1.05	1.05	1.0
ארוך 327	1.89	1.85	1.8
US			
2y	2.47	2.5	2.6
5y	2.76	2.7	2.7
10y	2.93	2.95	2.8

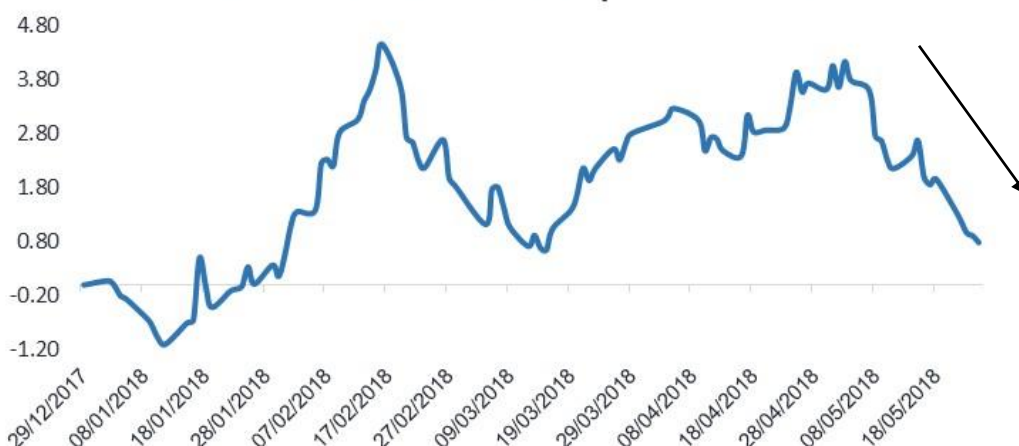
* ט"ק - החודש הקרוב

איפה בנק ישראל?

בארבעת החודשים הראשונים של השנה השקל פחת ב- 3.6% (מול סל המטבעות). מאז השקל יוסף ב- 2.7%. בסך הכול השקל פחת ב- 0.8% בלבד מתחילת השנה. מגמת הייסוף תומכת באינפלציה נמוכה, כאשר תמסורת שע"ח עומדת על 16%.

הייסוף החד בשקל תומך באי שינוי ברביית

הפיחות המצטבר בשקל מול סל המטבעות מתחילת השנה



מחסור של עובדים במשק תומך בלחצי שכר

מספר המשרות הפנויות עלה באפריל ל- 105.3 אלף (מנוכה עונתיות) שיא חדש (למעט 107 אלף בנובמבר 17) המעיד על שוק עבודה "הדוק" אשר תומך בלחצי שכר במשק. שיעור המשרות הפנויות מסך כוח העבודה עלה ל- 3.83% באפריל מ- 3.77% לפני שנה. מסתמן מחסור של עובדים בעיקר בענפי השירותים (גידול של 13% y/y), קיפאון במשרות הפנויות בתעשייה וירידה של 14% בענף הבינוי (עקב הירידה בפעילות בענף זה). הגרף הבא מציג את הפער המתרחב בין הביקוש העולה לעובדים (מספר המשרות הפנויות) ובין ההיצע של עובדים (מספר המובטלים) אשר נמצא במגמת ירידה. **סביבה זו תומכת בלחצי שכר לכן גם תומכת בלחצי אינפלציה.**

הסקטור העסקי לא מצליח לאייש תפקידים רבים

מספר המשרות הפנויות מול מספר המובטלים



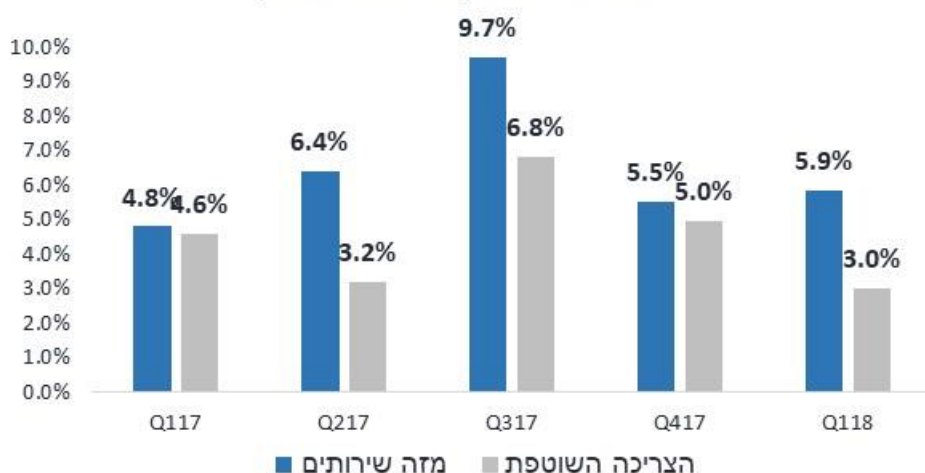
הצריכה הפרטית (השוטפת) מעט מתמתנת

ברבעון א' מסתמנת מעט התמתנות בצריכה הפרטית השוטפת (לעומת עלייה חדה בצריכת רכבים חדשים). מגמה זאת נובעת כנראה מהסטה לרכישה באינטרנט. פדיון בענפי המסחר הסיטונאי/קמעונאי עלה ב- 3.6% ברבעון א' לאחר גידול של 4.6% ברבעון ד'. גם נתוני התוצר של המשק מצביע על גידול של 3% בצריכה השוטפת ברבעון א' לאחר גידול של 5.0% ברבעון ד' ו- 6.8% ברבעון ג' 17.

מגמת ההתמתנות בצריכה השוטפת הפרטית לסחורות אומנם תומכת בהתמתנות לחצי הביקוש באותם סקטורים, אך מנגד חל גידול מהיר בצריכת שירותים בקצב שנתי של 5.8% ברבעון א' 18 לאחר 5.5% ברבעון ד'.

התמתנות קלה בצריכה השוטפת אך גידול מהיר בצריכת שירותים

השינוי בצריכה הפרטית השוטפת, מזה השינוי בצריכת שירותים (בחישוב שנתי)



אינטל תורמת לייצור התעשייתי

ברבעון א' הייצור התעשייתי עלה ב- 4.8% (בחישוב שנתי) לאחר גידול של 6% ברבעון ד' 17. הייצור של ענפי הטכנולוגיה העלית עלה ב- 9.5% ברבעון א' (לאחר גידול של 7.3% ברבעון ד'). הייצור למעט ענפי ההיי טק עלה ב- 0.4% בלבד ברבעון א' לאחר גידול של 2.5% ברבעון ד'.

הייצור של רכיבים אלקטרוניים עלה ב- y/y 24.5%



היסוס בפד לגבי תוואי העלאת הריבית תמך בירידת תשואות

בפרוטוקול של החלטת הריבית האחרונה, מספר חברים הביעו ספקות לגבי תוואי אינפלציה עולה.

"it was noted that it was premature to conclude that inflation would remain at levels around 2 percent, especially after several years in which inflation had persistently run below the Committee's 2 percent objective. In light of subdued inflation over recent years, a few participants observed that adjustments in the stance of policy should take account of the possibility that longer-term inflation expectations have drifted a bit below levels consistent with the Committee's 2 percent inflation objective."

נתוני המאקרו מעט מאכזבים אולם ארה"ב עדין מקדימה יחסית לאירופה

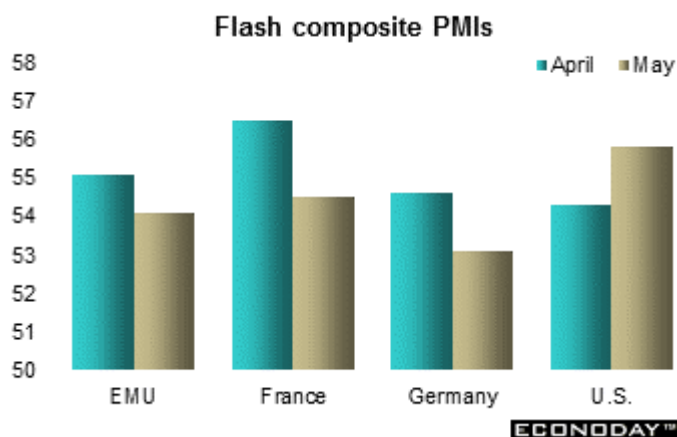
נתונים מעט חלשים בארה"ב (אבל לא באופן דרמטי)

- ✓ מספר דורשי העבודה עלה ב- 11 אלף בשבוע האחרון ל- 234 אלף.
- ✓ ההזמנות של מוצרים בני קיימא ירדו ב- 1.7% (לעומת ציפיות ל- 1.2%), בהשפעת ירידה חדה בהזמנות בענף התעופה (ענף תנודתי במיוחד). ללא ענף התעופה ההזמנות עלו ב- 0.9%.
- ✓ מדד האמון הצרכני של מישגן ירד בצורה מתונה ל- 98 נקודות במחצית הראשונה של מאי, לעומת 98.8 באפריל.
- ✓ המכירות של בתים יד שניה ירדו ב- 2.5% בחודש אפריל. המכירות של בתים חדשים ירדו ב 4.6% (לעומת הנתון המקורי של מרץ).

נתונים מעט
"רכים" תמכו
בירידת תשואות

אבל באירופה הנתונים חלשים יותר:

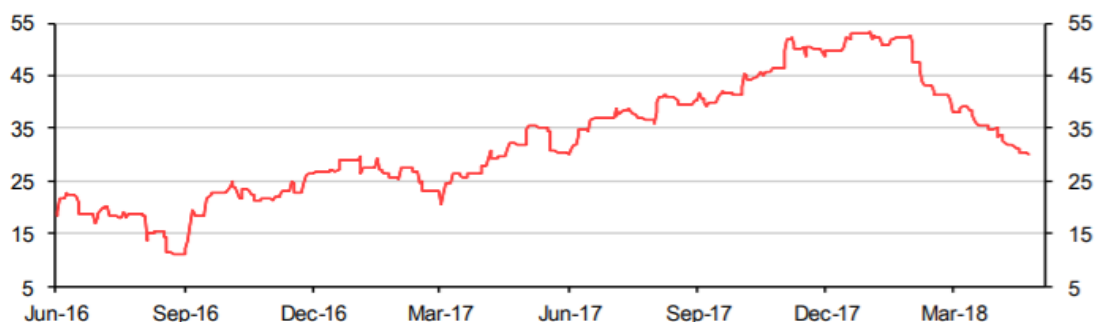
- ✓ מדד מנהלי הרכש PMI המאוחד של ה- EU (כולל תעשייה ושירותים) ירד ל- 54.1 נקודות בחודש מאי מ- 55.2 נקודות באפריל. מסתמנת ירידה גם בתעשייה וגם בשירותים.



- ✓ ה- ECB סבור שכעת יש צורך להמשיך את המדיניות המוניטארית המרחיבה, זאת לאור הנתונים החלשים יחסית. מדד ההפתעות של הפעילות הריאלית באירופה נמצא במגמת ירידה מתחילת השנה. כלומר, מכלול נתונים הכלכליים היו נמוכים יחסית לציפיות המוקדמות.

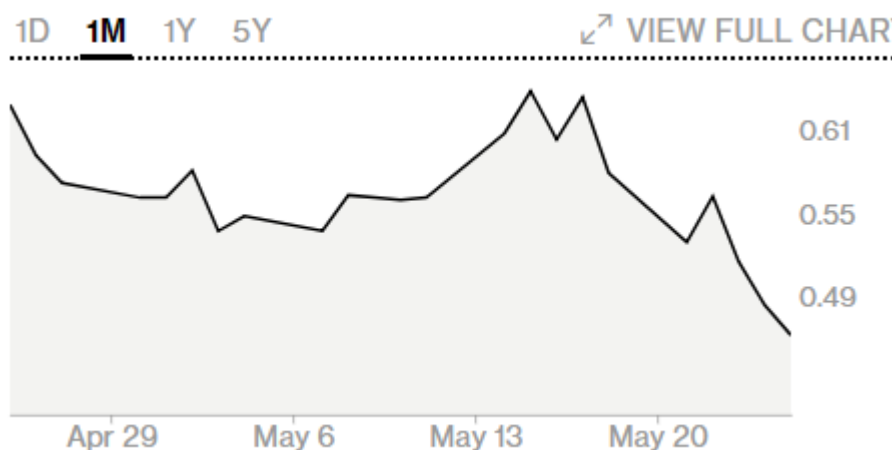
Activity

Longer-term picture of economic activity surprise



לפי הערכתנו, הלחץ להיחלשות היורו צפוי להימשך. אי וודאות סביב מדיניותה של הממשלה החדשה באיטליה (ראה "זום אין") ופרשת שחיתות בממשלת ספרד מוסיפים שמן למדורה.

התשואות בגרמניה ירדו בחודש האחרון ל- 0.47% מ- 0.61%:



זום אין: למה חוששים מהממשלה החדשה באיטליה?

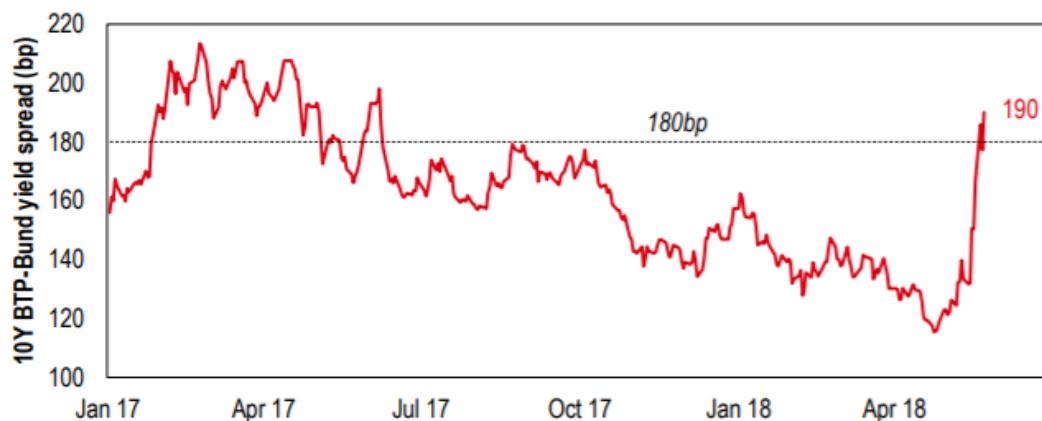
מפלגת חמשת הכוכבים וה-Northern League (NL) הגיעו להבנות לגבי הקמת קואליציה. למרות שבהבנות הללו שתי המפלגות לא ציינו יציאה מגוש היורו ומחיקת חובות של 250 מיליארד יורו בתור יעדים (כפי שמופיע בעקרונות של המפלגות לפני הבחירות), הן כן סיכמו על צעדים פסקאליים משמעותיים אשר עלולים לתרום 3.5%-4.0% לגרעון התקציבי. אז על מה סיכמו?

**שתי המפלגות
הגדולות סיכמו
על הרחבה
ניכרת בגירעון**

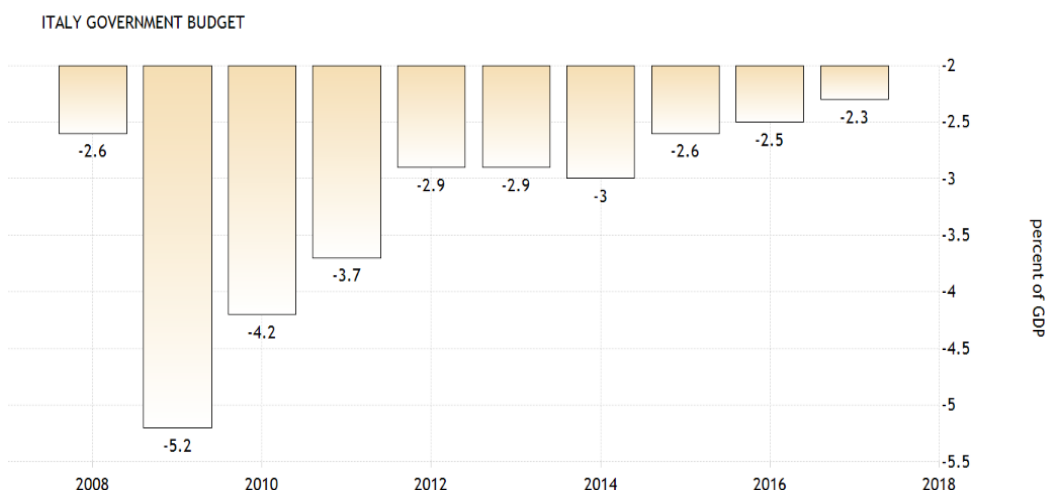
- ✓ חוק הכנסת מינימום של 780 יורו לחודש לכל אזרח, זאת בתנאי שמובטל לא סירב לשלוש הצעות עבודה במשך שנתיים. עלות תקציבית מוערכת ב- 17 מיליארד יורו לשנה (1% תוצר).
- ✓ חוק פנסיה מינימום של 780 יורו לחודש בסקטור הציבורי. העלות: כ- 0.2% תוצר.
- ✓ ביטול העלאת המע"מ אשר מתוכננת בינואר 19. העלות: כ- 0.6% תוצר.
- ✓ שינוי חד במדרגות מס הכנסה וקביעת שתי מדרגות מס בלבד של 15% ו- 20%, זאת במקום השיטה הנהוגה היום של מספר מדרגות מ- 20% ל- 43%. ברמות שכר נמוכות יהיה פטור מתשלום מס הכנסה (לא ברור עדיין מאיזו רמת הכנסה). העלות מוערכת ב- 2.5%-3% תוצר.

- ✓ ירידה בשיעור מס חברות ל- 15% מ- 24% היום. העלות: כ- 0.5% תוצר.
- ✓ ההסכם בין המפלגות לא ממש מציין את המקור התקציבי לצעדים הללו.
- ✓ יחד עם זאת, ברור שחלק מהצעדים יביאו להאצה בפעילות הכלכלית (הורדת מיסים והכנסת מינימום) ולכן קיימת הערכה שמתוך עלות של כ- 5% תוצר, כ- 1.0%-1.5% תחזור לקופות המדינה על ידי האצה בפעילות ולכן גידול בגביית מסים.

השוקים בהחלט חוששים מהממשלה החדשה באיטליה. ה- spread על אג"ח איטלקי ל- 10 שנים עלה ל- 190 נ.ב. מעל גרמניה, מ- 120 נ.ב. לפני שבועיים.



החשש העיקרי הינו העימות מול הקהילה האירופית (European Commission) בשל הפרת הסכמים לגבי חתימה לגרעון פיסקאלי של לא יותר מ- 3% תוצר. כמובן שברקע איטליה סובלת מחוב ממשלתי כבד של 132% תוצר ולכן השווקים חוששים (ובצדק) מהגדלתו. דווקא בשנים האחרונות איטליה הצליחה להקטין את הגרעון התקציבי מ- 5.2% ב- 2009 ל- 2.3% בשנת 2017.



חשש ממדיניות פיסקאלית לא אחראית בכלכלה מספר שלוש ב- EU הביא להיחלשות היורו ולעליית תשואות באיטליה (ולירידת תשואות בגרמניה). תגובת השווקים בהחלט מוצדקת.

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 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 של לידר 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.