

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

צפויה יציבות בריבית מחר עם דגש על המשך מדיניות מרחיבה "למשך זמן רב"

נקודות עיקריות

מאקרו ישראל

- המשק הישראלי צמח ב- 2.5% ברבעון ג' עם שיפור בצריכה, ביצוא ובהשקעות.
- אף על פי כן, היצור התעשייתי התכווץ ב- 8.1% ברבעון ג'.
- הפדיון בענפי המסחר עלה ב- 3.1% ברבעון ג', איתות להמשך גידול בצריכה הפרטית.
- המדד המשולב (שיפורסם היום) עלול להיות נמוך (0.0%-0.1%) באוקטובר.

אינפלציה

- מדד חודש אוקטובר תאם את התחזית שלנו אך היה גבוה ממרבית ההערכות בשוק.
- מסתמנת התמתנות במחירי השכירות ל-1.9% YOY לעומת 2.6% לפני חודש.
- מסתמנת יציבות במחירי הדיור לרכישה בחודשיים האחרונים.
- צפויה אינפלציה שלילית עד פברואר (-1.0% במצטבר), על רקע עונתיות, ירידה במחירי הירקות, ירידה במחירי האנרגיה, ביטל מע"מ על תחבורה והוזלה בביטוח החובה.

מדיניות מוניטארית

- צפויה יציבות בריבית מחר אך המשך שימוש ב- Forward Guidance.
- שיפור בצמיחה ברבעון ג' והתקרבות לתעסוקה מלאה, יתמכו ביציבות בריבית.
- בנק ישראל הודיע שירכוש 1.8 מיליארד דולר בשנת 2016 בתוכנית לקיזוז השפעת הגז על החשבון השוטף.

מאקרו גלובלי

- מסתמנים נתונים מעט חיוביים לגבי התעשייה האמריקאית, כולל בחלק מהסקרים האזוריים ובייצור התעשייתי.
- מספר התחלות הבניה ירד באוקטובר, אך מספר אישורי הבניה עלה.
- מדד האינדיקטורים המובילים עלה ב- 0.6% באוקטובר.
- הפד צפוי להעלות את הריבית ב- 16.12 אך לנסות להרגיע לגבי קצב הריסון ב-2016.
- מנגד, ה- ECB (דראגי) ממשיך להודיע שבכוונתו להביא לעלייה באינפלציה בטווח הקצר.

שוק האג"ח

- התשואות הארוכות בארה"ב צפויות לזחול כלפי מעלה בשבוע לפני העלאת הריבית.
- צפויה הודעה מרגיעה עם העלאת הריבית, כך שהתשואות עשויות לרדת עד סוף השנה.
- בראיה של שנה קדימה, מומלץ להיות במח"מים קצרים-בינוניים ולחכות לעליית תשואות בארה"ב סביב 2.5 (10 שנים).
- גידול בגרעון בשנת 2016 (ובהנפקות) עלול להעיב מעט על שוק האג"ח.
- אפיק המט"ח עדיין אטרקטיבי, על רקע ציפייה לפערי ריביות שליליים משמעותיים.

זום אין

סיום הדפלציה ביפן?

- ברבעון ג' התוצר ביפן התכווץ ב- 0.8% על רקע ירידה במלאי.
- מחירי התוצר עלו ב- 2%, סימן חשוב ליציאה מדפלציה.
- הצריכה הפרטית עלתה ב- 2.0% על רקע עלייה בשכר.
- לא נדרשת הרחבה כמותית נוספת ביפן, אלא שינויים מבניים והגברת התחרותיות.

ריבית

נוכחית	0.10%
בסוף 2016	0.25%
בעוד שנה	0.10%

אינפלציה

12 ח' אחרונים	-0.7%
3 ח' קרובים	-0.8%
12 ח' קרובים	0.7%
2016	1.3%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.878	4.1447
שינוי שבועי	-0.3%	-0.9%
YTD	-0.3%	-12.8%
3 ח' קרובים	3.97	4.15
שנה קדימה	4.05	4.25

אג"ח סחירות	נובמבר
פדיון	0.0
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	2.8
עודף פדיון	-2.8

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 517	0.06	-0.1	-0.5
בינוני 1019	-0.05	-0.2	-0.3
ארוך 923	0.42	0.45	0.5

שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.19	0.17	0.20
בינוני 120	0.90	1.0	1.1
ארוך 1026	2.19	2.3	2.4

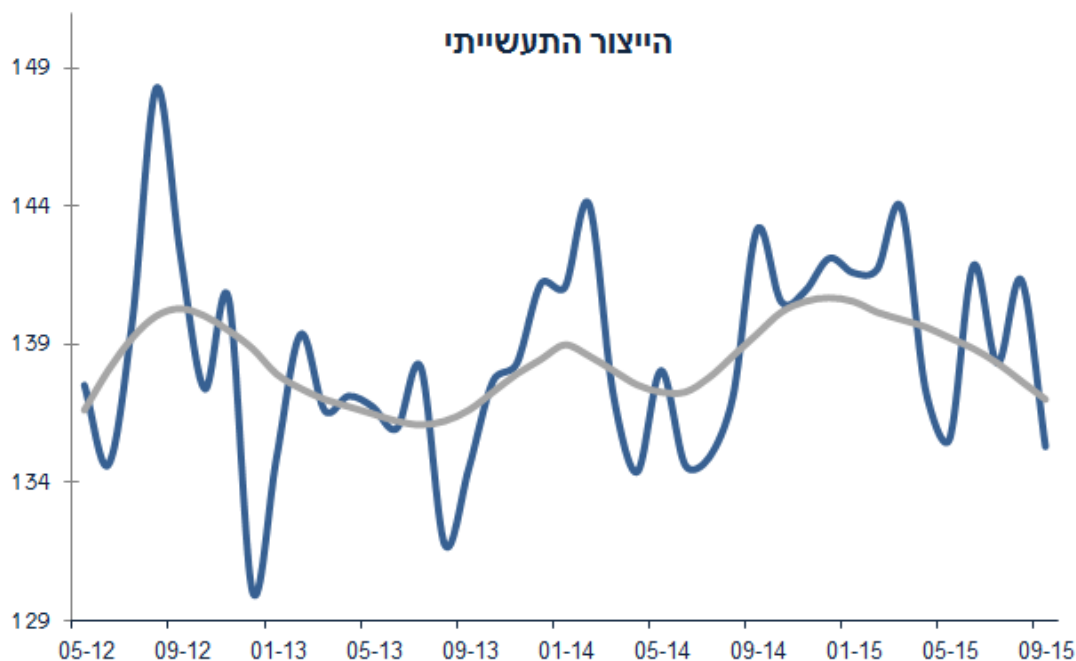
US	2y	5y	10y
	0.92	1.69	2.26
	0.95	1.75	2.35
	1.0	1.8	2.5

* ט"ק- החודש הקרוב
* ט"ב-3 חודשים

הייצור התעשייתי נמצא בירידה

הייצור התעשייתי (ללא כרייה וחציבה) ירד ב- 8.1% ברבעון ג' (בחישוב שנתי) לאחר ירידה של 4.4% ברבעון ב'. בחודש ספטמבר בלבד, הייצור ירד ב- 4.3% (לעומת אוגוסט). ענפי הטכנולוגיה העלית דיווחו על ירידה חדה יותר של 16.9% ברבעון ג' לאחר ירידה של 9% ברבעון ב'. בנוסף, מסתמנת ירידה במספר המשרות בתעשייה, בקצב שנתי של 2% ברבעון ג' לאחר ירידה של 1.6% ברבעון ב'.

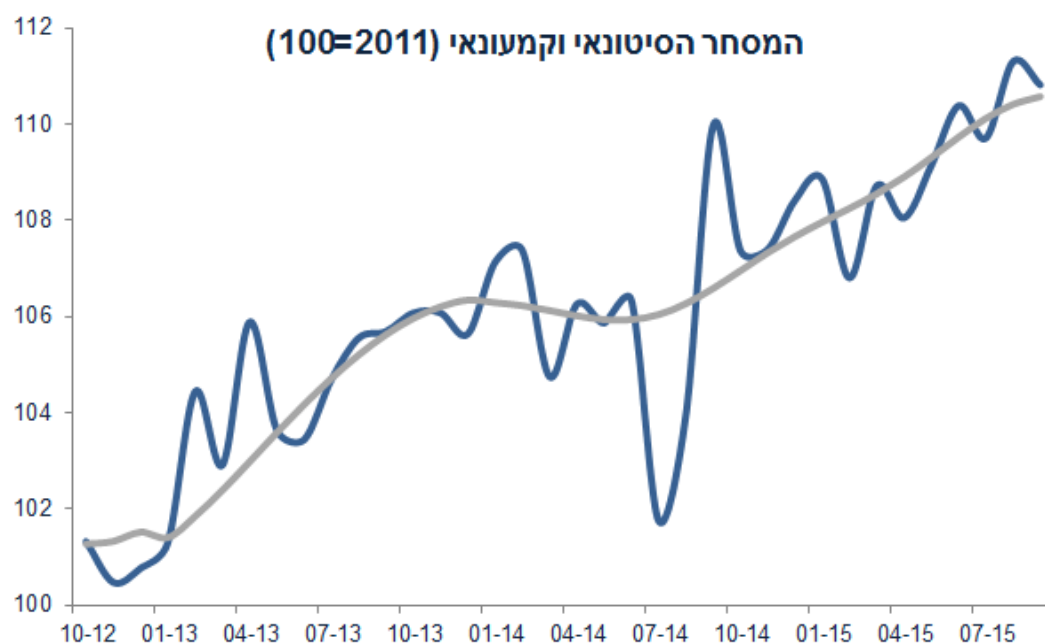
**ירידה בייצור תמתן
את המדד המשולב**



הגידול בצריכה נמשך ברבעון ג'

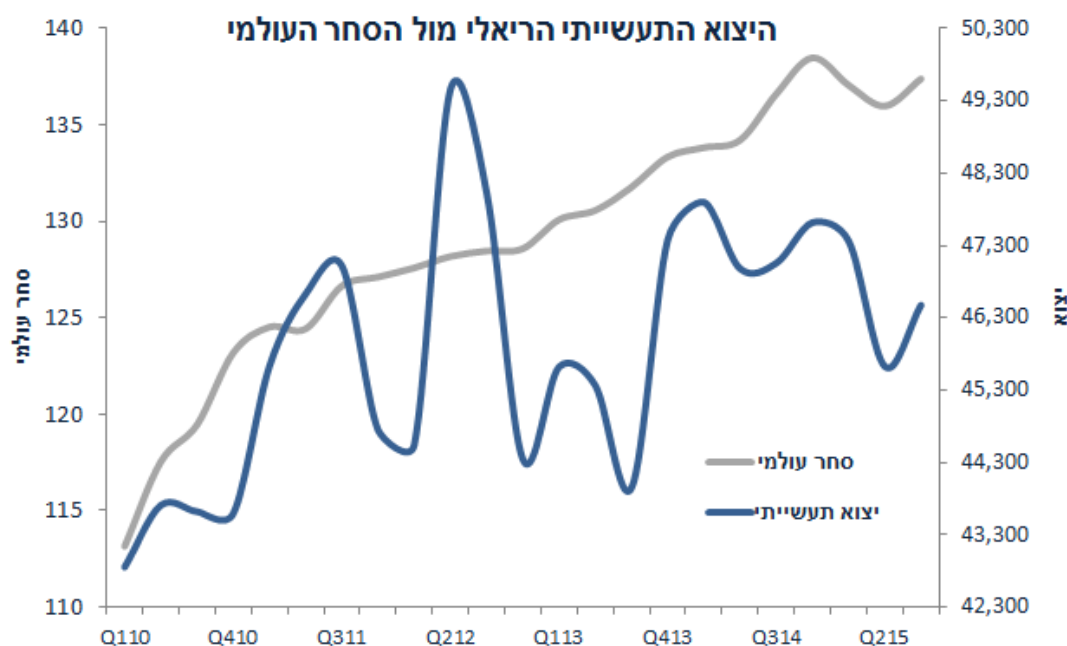
הפדיון בענפי המסחר הסיטונאי והקמעונאי עלה ב- 3.1% ברבעון ג' (בקצב שנתי) לאחר גידול של 4.4% ברבעון ב'. הפדיון בענפי המסחר עלה ב- 3.7% ב- 12 החודשים האחרונים. לפי נתוני החשבונאות הלאומיים, הצריכה הפרטית עלתה ב- 2.4% ברבעון ג' לאחר גידול של 1.5% ברבעון ב'.

**הצריכה ממשיכה
להיות הקטר
העיקרי לפעילות
הכלכלית**



גידול ריאלי ביצוא התעשייתי ברבעון ג'

לפי נתוני החשבונאות הלאומיים, היצוא התעשייתי (ללא יהלומים) עלה (ריאלי) ב-7.7% ברבעון ג' (בחישוב שנתי). לפי נתוני סחר חוץ, ברבעון ג' היצוא התעשייתי עלה בדולרים ב-14.1% (בחישוב שנתי). בשבוע שעבר, הצגנו את היצוא התעשייתי (בדולרים) אל מול הסחר העולמי (במונחים ריאליים). בגרף הבא, ניתן לראות שלמעשה, מתחילת 2010 ועד רבעון ג' 2015 הייצוא התעשייתי הריאלי (ללא יהלומים) עלה ב-8.5% בלבד, לעומת גידול של 21.4% בסחר העולמי. ולכן, **הטענה של בנק ישראל בהחלט נכונה: מסתמן Underperformance של היצוא הישראלי לעומת ההתפתחות של הסחר הגלובלי. מרכיב היצוא של ישראל מסך הסחר העולמי הולך וקטן.**



היציבות בריבית תימשך

למרות מספר גורמים אשר תומכים בהורדת ריבית, בנק ישראל צפוי להמשיך להשתמש ב- Forward Guidance בכדי להרגיע את השווקים ולסמן שהריבית בישראל תשאר נמוכה לתקופה ממושכת, גם לאחר העלאת ריבית הפד.

שיקולי הריבית כוללים:

- ✓ **סביבת האינפלציה מעט ירדה.** המדד המועדף כעת על ידי בנק ישראל הוא המדד ללא סעיפי האנרגיה ומנוכה "צעדים אדמיניסטרטיביים", אשר מצביע על עלייה מתונה לכיוון 0.8% (ב-12 החודשים האחרונים), זאת לעומת 1.0% לפני חודש. הסיבה לכך טמונה בהתמתנות בקצב עליית מחירי השכירות ל-1.9% YOY מ-2.6% לפני חודש.
- ✓ **השקל יוסף** ב-1.4% מאז החלטת הריבית האחרונה (מול הסל) ונמצא רחוק מהרמה החזקה ביותר מתחילת 2014 ב-0.9% בלבד (ב-3.8.15).

צפויה יציבות
בריבית עם המשך
forward
guidance



- ✓ **מחירי הדיור (לרכישה) התייצבו** בחודשיים האחרונים.
- ✓ **המשק חזר לצמוח ברבעון ג' (2.5%) לאחר 0.2% ברבעון ב'.** מדד מנהלי הרכש עלה ב-3.9 נקודות באוקטובר ל-51.4. זה החודש הראשון מאז חודש יוני השנה שמדד זה חוצה את קו ה-50. בנוסף, מסתמן גידול בתעסוקה בתעשייה באוקטובר. יחד עם זאת, בספטמבר הייצור התעשייתי ירד, כמו כן היצוא התעשייתי בחודש אוקטובר התכווץ. שיעור המשרות הפנויות מסך כוח העבודה ירד ל-3.3% באוקטובר מ-3.5% בספטמבר. **המדד המשולב עלול להגיע ל-0.1% או אפילו ל-0% באוקטובר.**

מדד מנהלי הרכש



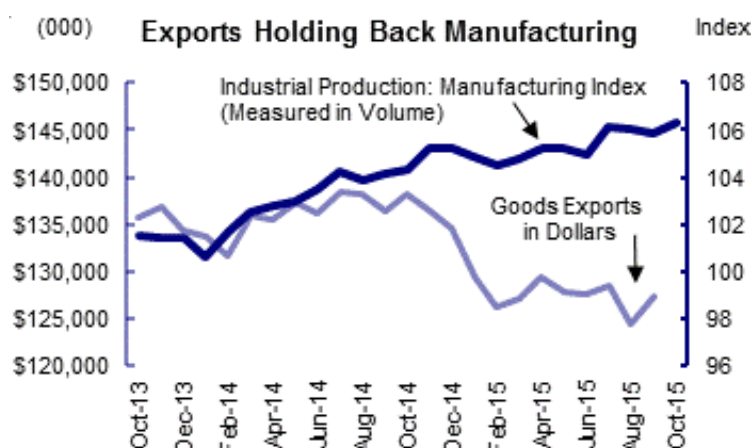
✓ הסביבה הגלובלית עלולה להקשות על הצמיחה בישראל, במידה ואירועי הטרור בעולם יימשכו, אך נדמה שמוקדם מדי להניח הנחה זו. הפד צפוי להעלות את הריבית ב-16.12, על רקע חוזקו של שוק העבודה בארה"ב ומכלול של נתונים חיוביים.

בארה"ב: המשק בשל להעלאת ריבית

Good News

✓ הייצור התעשייתי (ללא כרייה והפקת אנרגיה) עלה ב-0.4% באוקטובר (YOY 2.1%). מסתמן גידול בייצור ציוד לבנייה, ורכבים חדשים (YOY 11%). למרות ההתכווצות ביצוא (בדולרים) על רקע התחזקות הדולר בעולם, הייצור התעשייתי נמצא במגמת התרחבות מתונה, בדגש על הביקוש המקומי:

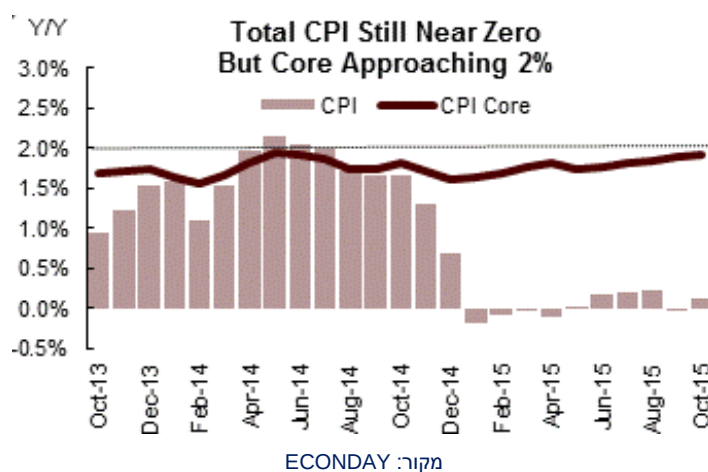
אינפלציית הליבה
נוגעת ביעד של
הפד



מקור: ECONDAY

- ✓ מספר אישורי הבנייה עלה ב-4.1% באוקטובר.
- ✓ מספר דורשי העבודה התייצב סביב 270 אלף בשבועות האחרונים.
- ✓ מדד האינדיקטורים המובילים עלה ב-0.6% באוקטובר.
- ✓ סקר פילדלפיה עלה בנובמבר ל-1.9 נקודות מ-4.5 באוקטובר.
- ✓ אינפלציית הליבה עדיין נמצאת בקצב שנתי של 1.9% YOY, קרובה ליעד הפד של 2%. **חשוב לציין שמתחילת השנה, אינפלציית הליבה כבר עלתה ב-2.2%!** מחירי השירותים (ללא אנרגיה) עלו ב-2.8% YOY, מחירי שירותי הבריאות עלו ב-3.0% ומחירי הדיור ב-3.2%.

מסתמנת זחילה כלפי מעלה באינפלציית הליבה:



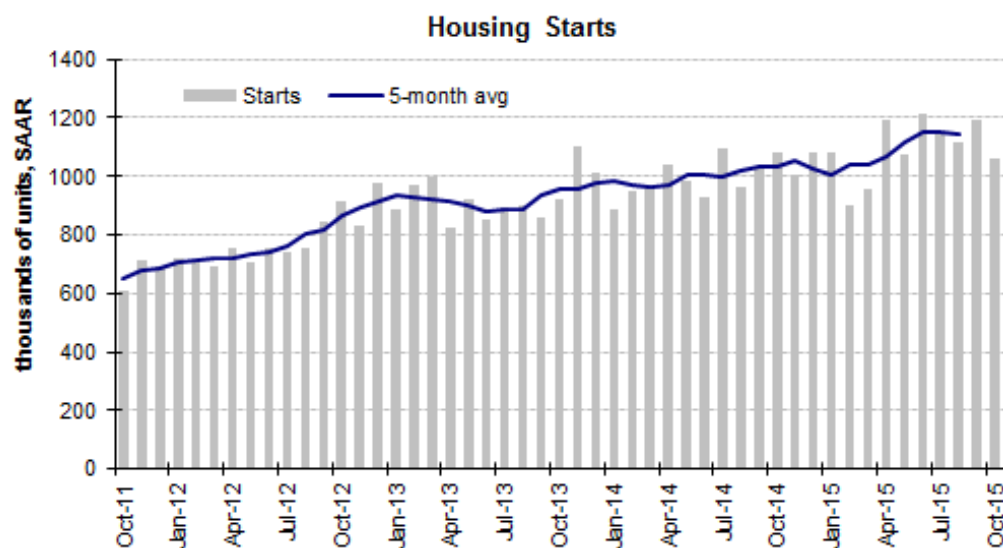
מקור: ECONDAY

Disappointing News

✓ מדד ה-Empire State (תעשיית בניו יורק) ממשיך להיות שלילי מאד בנובמבר (-10.74), מול ציפיות ל-5.0- ו-11- לפני חודש.

✓ מספר התחלות הבנייה ירד ב-11% באוקטובר, אך עדיין מדובר ברמה גבוהה יחסית.

ירידה במספר התחלות הבנייה באוקטובר



מקור: ECONDAY, מעודכן ל-18.11.15

מכלול הנתונים הכלכליים בארה"ב תומכים בהעלאת ריבית ב-16 לדצמבר. הפד צפוי לשלב העלאת ריבית עם הודעה מרגיעה לגבי תוואי "מתון" של העלאת ריבית בשנת 2016. התשואות הארוכות צפויות לעלות (והדולר להתחזק), לקראת הודעת הריבית ולתקן חלקית לאחר ההודעה.

**סימנים חשובים
לעליית שכר ביפן**

התכווצות בתוצר ברבעון ג' ביפן על רקע ירידה במלאי

התוצר ביפן ירד ב- 0.8% ברבעון ג' (בחישוב שנתי), שיעור נמוך מהציפיות המוקדמות בשוק של -0.2%. ברבעון ב', המשק היפני התכווץ ב-0.7%. **יחד עם זאת, חשוב לנתח את פירוט הנתונים:**

✓ **למרות זאת, המשק היפני צמח ב- 1.0%** במשך השנה שעברה (רבעון ג' 2014 עד רבעון ג' 2015).

✓ **מחירי התוצר עלו ב-2.0% ברבעון ג',** האצה מ-1.5% ברבעון ב'. זוהי מגמה חיובית המעידה על התפתחות תהליכי אינפלציה ביפן, יעד חשוב של הבנק המרכזי. מדובר באינדיקטור ליציאה מדפלציה (ראה גרף בהמשך).

✓ **עלות העבודה הריאלית עלתה ב-3.2% ברבעון ג'** לאחר התכווצות של 0.4% ברבעון ב'. עלייה בשכר הריאלי מהווה גם יעד מרכזי של יפן, זאת במטרה לעודד את הצריכה הפרטית.

✓ **הצריכה הפרטית עלתה ב-2.0% ברבעון ג',** לאחר התכווצות של 2.4% ברבעון ב'.

✓ **היצוא (סחורות ושירותים) עלה ב-10.8% ברבעון ג' (בקצב שנתי)** לאחר התכווצות של 18% ברבעון ב'. עדיין מדובר בירידה ביצוא של 2.1% ב-12 החודשים האחרונים, עקב ירידה של 3.6% ביצוא לסין, אך גידול של 6.3% ביצוא לארה"ב וגידול של 5.4% ביצוא לאירופה.

✓ היצוא היפני (במונחים ריאליים) לא עלה בשנה שעברה, למרות הפיחות ביין, לרמה הנמוכה ביותר משנות ה-70. הפיחות ביין, שיפר בעיקר את הרווחיות של הפירמות אשר עדיין לא מוכנות להגדיל את השקעותיהן.

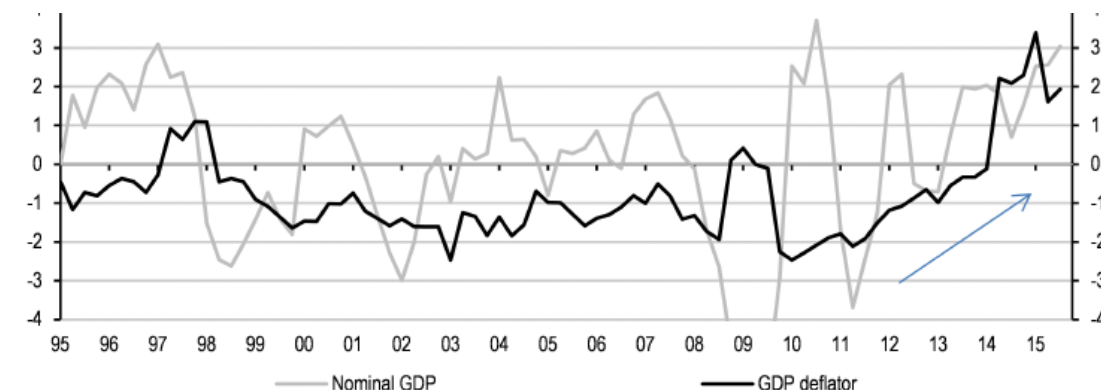
✓ מה מדאיג כעת ביפן? **הירידה בהשקעות בענפי המשק (ההשקעות למעט ההשקעות בבניה למגורים) בשיעור של 5.3% ברבעון ג',** לאחר ירידה של 4.9% ברבעון ב'. מדובר בהתכווצות מאכזבת על רקע השיפור ברווחיות הפירמות ביפן לאחר הפיחות ביין. יחד עם זאת, יתכן שמדובר בזהירות על רקע אי וודאות גלובלית.

✓ **ההשקעות בבניה למגורים עלו ב-7.8% ברבעון ג'** לאחר התרחבות של 9.7% ברבעון ב'.

✓ על רקע המגמות שתוארו כאן (כולל עלייה במחירי התוצר, בשכר ובצריכה) לא נראה שסיבוב נוסף של הרחבה כמותית יעזור לכלכלת יפן.

✓ הסיבה העיקרית לירידה בתוצר נובעת **מירידה בהשקעות למלאי**. מקובל לחשוב שירידה במלאי ברבעון מסוים בדרך כלל תומכת בגידול במלאי ברבעונים הבאים.

מגמת עלייה בתוצר הנומינלי ביפן:



Source: CEIC, HSBC

מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
			מדד משולב	22.11
	מדד מנהלי הרכש לייצור ולשירותים בגוש היורו	סקר הפד של שיקאגו, מדד מנהלי הרכש לייצור, מכירות בתים קיימים	החלטת ריבית, יצוא שירותים	23.11
	נתוני התמ"ג בגרמניה לרבעון השלישי, סקר ה- IFO בגרמניה	נתוני התמ"ג לרבעון השלישי, מדד ביטחון הצרכנים, סקר הפד של ריצ'מונד	מכירות ברשתות השיווק	24.11
		בקשות משכנתא, הכנסה והוצאה פרטית, הזמנות מוצרים בני קיימא, תביעות דמי אבטלה, מדד מנהלי הרכש לשירותים, מכירות בתים חדשים, מדד ביטחון הצרכנים של אונ' משיגן		25.11
		אין מסחר (חג ההודיה)		26.11
	מדד ביטחון הצרכנים של גוש היורו, המכירות הקמעונאיות בגרמניה			27.11

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 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 מפציהם 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.