

יונתן כץ
 וכלכלני לידר
 שוקי הון

האוצר צפוי להתאים את יעד הגיוס לגרעון נמוך יותר השנה

נקודות עיקריות

בתחילת השבוע שעבר השווקים עלו מעט על רקע האופטימיות הזרהירה של ילן, אך לקראת סוף השבוע השווקים בעולם סבלו מאי וודאות סביב הצבעת ה-brexit כאשר מספר סקרים בבריטניה הצביעו על רוב בעד יציאה מגוש היורו. הדולר התחזק בעולם, בפרט מול הלירה סטרלינג. הודו, ניו זילנד ואוסטרליה הותירו את הריבית ללא שינוי אך דרום קוריאה הפתיעה והורידה את הריבית ב-0.25% ל-1.25%.

שוק האג"ח בארה"ב הגיב לתופעת flight to safety לפני ההצבעה בבריטניה. גם התשואות ל-10 שנים ביפן ירדו לשפל חדש של -0.14% ובגרמניה נוסקות לאפס.

בשבוע הקרוב שוק האג"ח יגיב בעיקר להודעת ריבית הפד ביום רביעי (נימה ניצית או יונית?) למרות שאין ציפיות לשינוי בריבית. לפני כן, יתפרסמו נתוני מסחר קמעונאי בארה"ב (ביום שלישי). ביום חמישי יתפרסמו נתוני אינפלציה בארה"ב, אך כמובן שברקע ימשיכו להתפרסם סקרים בדבר ההצבעה הצפויה בעוד כשבועיים בבריטניה. בישראל השווקים יגיבו לנתוני האינפלציה בחודש מאי (ביום רביעי) - אנו צופים מדד של 0.2%.

מאקרו ישראל

- הגרעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים ירד ל-2.1% תוצר מ-2.2% לפני חודש.
- גידול ריאלי של 8% בגביית מסים באפריל-מאי מאותת על האצה בפעילות ברבעון ב'.
- צפוי תת ביצוע בגרעון השנה, מה שעשוי להביא ללחץ להורדת מסים בתחילת 2017.
- ברבעון א' מסתמנת האצה בקצב עליית השכר במשק אשר תומכת גם בעליית אינפלציה.
- בחודשים האחרונים חל גידול בביקוש לרכישת דירות אשר תומך גם בעליית מחירים.

מאקרו גלובלי

- מכלול נתוני התעסוקה בארה"ב תומכים בהערכה של שוק עבודה חזק יחסית.
- רמת האמון הצרכני בארה"ב נותרה גבוהה אשר תומכת בהמשך גידול בצריכה.
- הצמיחה באירופה עלתה ב-1.7% מרבעון א' 2015 לרבעון א' 2016.
- אומדן הצמיחה ברבעון א' ביפן תוקן כלפי מעלה ל-0.5% מ-0.4%.

שוק אג"ח

- ירידה תשואות בארה"ב צפויה לתמוך במגמה דומה בישראל.
- סביר להניח שהתשואות בעולם יישארו נמוכות עד ההצבעה בבריטניה (23.6).
- שוק האג"ח בישראל צפוי להגיב בחיוב לנתוני התקציב המאוד חיוביים.
- במבט קדימה, אנו ממשיכים לצפות לפרמיה שלילית באג"ח של ישראל (מול ארה"ב).
- אנו ממשיכים להעדיף את האפיקים הצמודים בשל תמחור נמוך מדי בציפיות האינפלציה.

זום אין

האוצר צפוי להתאים את קצב ההנפקות לגרעון נמוך יותר

- התקציב המקורי של 2016 הניח גרעון של 2.9% תוצר וגיוס נטו של 26.2 מיליארד ₪ (מעל פדיון הקרן).
- בפועל, הגרעון יהיה קרוב יותר ל-2.3% תוצר לפי הנתונים שפורסמו עד חודש מאי.
- משמעות הדבר שהאוצר יתאים את תכנית הגיוס לגרעון הנמוך יותר.
- במחצית השנייה של השנה ייווצר עודף פדיון בשוק הסחיר של כ-5 מיליארד ₪.
- עודף פדיון תומך בירידה בפרמיית הסיכון על האג"ח הממשלתי.

ריבית		
נוכחית	0.10%	
סוף 2016	0.10%	
בעוד שנה	0.10%	
אינפלציה		
12 ח' אחרונים	-0.7%	
3 ח' קרובים	0.6%	
12 ח' קרובים	0.9%	
2016	0.0%	
שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.849	4.3479
שינוי שבועי	-0.5%	0.8%
YTD	-1.3%	2.4%
3 ח' קרובים	3.85	4.30
שנה קדימה	3.90	4.25
אג"ח סחירות		
פדיון	0.0	
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	3.25	
עודף פדיון	-3.25	

עקום התשואות

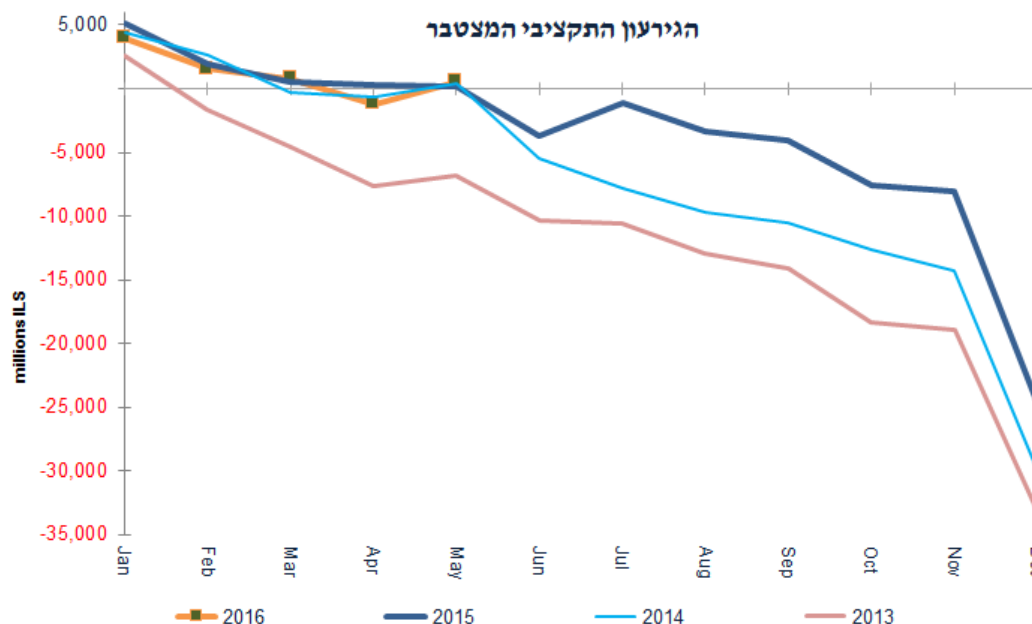
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב*
קצר 517	-0.29	-0.3	-0.6
בינוני 1019	-0.37	-0.4	-0.6
ארוך 923	0.01	-0.1	-0.05
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.09	0.1	0.15
בינוני 120	0.54	0.5	0.7
ארוך 1026	1.74	1.7	1.75
US			
2y	0.73	0.8	0.9
5y	1.17	1.3	1.4
10y	1.64	1.75	1.90

* ט"ק- החודש הקרוב
 * ט"ב-3 חודשים

צפוי תת ביצוע בגרעון (גם) השנה

בחודש מאי הפעילות של הממשלה הסתכמה בעודף תקציבי גדול של 1.8 מיליארד ₪ (לעומת עודף קטן של 28 מיליון אשתקד). ב-12 החודשים האחרונים הגרעון ירד ל-2.1% תוצר מ-2.2% לפני חודש. מתחילת השנה ההוצאות של משרדי הממשלה עלו ב-7.5% (במשרדים האזרחיים, 1.3% בביטחון), זאת לעומת שיעור גידול מאושר בתקציב של 11% (במשרדים האזרחיים).

עד מאי, גביית המסים הייתה גבוהה מאומדן האוצר ב-2.7 מיליארד ש"ח



סך גביית המסים במאי הסתכמה ב-26.4 מיליארד ₪, עלייה ריאלית (ובניכוי שינויים בחקיקה) של 15.5% לעומת מאי אשתקד. בנטרול השפעת השינוי במועדי החגים, בחודשים אפריל-מאי המסים עלו ריאלית ב-8%. גידול חד ביבוא מכוניות (68% באפריל-מאי YOY) תרם לגידול בגביית מסים. לעומת זאת חל גידול של 60% בהחזרי מס הכנסה. בחודש מאי גביית המסים הייתה גבוהה מתחזית האוצר ב-1.6 מיליארד ₪ וב-2.7 מיליארד ₪ מתחילת השנה (כ-0.3% תוצר).

האצה בגביית מע"מ מקומי מצביעה על גידול מהיר בצריכה

גביית מע"מ מהווה אינדיקטור אמין לשינוי בצריכה הפרטית במשק. הסתכלות על גביית מע"מ מקומי ברוטו (ללא יבוא) עדיפה בשל השפעת השינוי בשע"ח על גביית המע"מ מיבוא. הייסוף בשקל בהכרח ממתן את גביית המיסים מיבוא. מסתמנת האצה בקצב הגידול של מע"מ מקומי ברוטו ל-12.5% (מאי 16 מול מאי 15, מנוכה השפעת שיעור המע"מ):

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



סביר להניח תת ביצוע בגרעון ולכן גם פחות גיוס אג"ח מהמתוכנן בתקציב. ראה ניתוח ב"זום אין".

האצה בעליית השכר תתרום לעליית האינפלציה

מסתמנת האצה בקצב גידול השכר במשק. ברבעון א' השכר עלה ב- 4.6% בחישוב שנתי (לפי נתוני המגמה), זאת לאחר גידול של 4.1% ברבעון ד' ו- 3.3% ברבעון ג'. השכר הריאלי עלה בשיעור חד יותר בשל הדפלציה החדה במשק. **התקרבות לתעסוקה מלאה** תורמת ללחצי שכר במשק ומהווה גורם אשר יתמוך באינפלציה גבוהה יותר שנה קדימה. אולם, אין סיבה להפריז בהשפעה זו שכן, קיימות השפעות אחרות הממתנות את האינפלציה: הגברת התחרותיות, המסחר באינטרנט והייסוף בשקל מושכים את המחירים של המוצרים הסחירים כלפי מטה. עדיין, **עליית השכר משפיעה בעיקר על המוצרים הבלתי סחירים (בפרט שירותי דיור).**

מסתמנת עליית שכר בחודשים האחרונים



מסתמנת עלייה בביקוש לדיור

עליית השכר הריאלי הינה גורם אחד התומך בגידול בביקוש לדיור. כמובן שהריבית הנמוכה והעדר השקעות אלטרנטיביות "בטוחות" גם תורמים לביקושים. בחודשים מרץ-אפריל מספר המכירות של דירות חדשות עלה ב- 9% לעומת החודשים הקודמים. **מגמת ההתמתנות בביקוש לדיור אשר החלה ברבעון ד' 2015 התהפכה. מדובר במגמה מדאיגה עבור בנק ישראל.**

עלייה מחודשת בביקוש לדיור צפויה לתרום לעליית מחירים



ארה"ב: לפי נתוני שוק העבודה השוטפים, נתוני תעסוקה בחודש מאי יתקנו כלפי מעלה

נתונים חיוביים:

✓ מספר המשרות הפנויות (JOLTS) עלה ב- 2.1% בחודש אפריל. יחד עם זאת, הגידול במספר העסקות (hires) התמתן, אינדיקטור שהסקטור העסקי מחפש יותר עובדים אך לא מצליח למצוא עובדים המתאימים לאיש מקומות עבודה. **שילוב זה תומך בלחץ לעליית השכר במשק.**

מכלול

האינדיקטורים

מצביעים על שיפור

בשוק העבודה

Job Openings Climb, But Hirings Are Down



✓ מספר דורשי העבודה החדשים ירד ב-4 אלף בשבוע האחרון לרמה מאד נמוכה של 264 אלף. ירידה זו נובעת כנראה מגידול מהיר במספר המועסקים במשק. **אנו צופים תיקון כלפי מעלה בנתוני התעסוקה של חודש מאי.**

✓ מדד האמון הצרכני הגיע בתחילת יוני ל-94.3 נקודות, רמה גבוהה יחסית (מאי=94.7). מדד המצב השוטף עלה ב-2 נקודות ל-111.7. **רמת אמון גבוהה תומכת בגידול בצריכה הפרטית.**

Consumer Sentiment Solid in a Plus for Retail Sales



מעט מאכזב:

✓ האשראי הצרכני גדל ב-13.4 מיליארד דולר בחודש מאי לעומת 28.4 מיליארד דולר בחודש אפריל.

הפד צפוי להותיר את הריבית ללא שינוי ביום רביעי (15.6), אך השווקים יגיבו למידת האופטימיות של ילן ולשינוי בתחזית של חברי הפד (dots) לגבי הריבית, האינפלציה והצמיחה השנה.

זום אין: במחצית השנייה של השנה צפוי עודף פדיון בשוק האג"ח

האוצר צפוי להתאים את תוכנית הגיוס לגרעון הנמוך

- ✓ סביר להניח שלאחר הביצועים החיוביים בגרעון הממשלתי מתחילת השנה (גרעון נמוך מהצפוי), יחידת החוב הממשלתי במשרד האוצר תתאים את יעדי הגיוס הממשלתי למציאות החדשה.
- ✓ הגרעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים נותר נמוך מאד על רמה של 2.1%, רחוק מהיעד של 2.9%.
- ✓ הגרעון למימון (כולל מתן אשראי נטו) ב-12 החודשים האחרונים הגיע ל-19.8 מיליארד ₪, זאת לעומת היעד התקציבי של 31.2 מיליארד ₪.
- ✓ אנו מניחים שהגרעון למימון יגיע ל-23 מיליארד ₪, כ-8 מיליארד ₪ פחות מהיעד התקציבי, אך גבוה ב-3 מיליארד ₪ מהרמה הנוכחית (19.8 מיליארד ש"ח ב-12 החודשים האחרונים). המשמעות היא - תת ביצוע של כ-0.6% תוצר בגרעון.

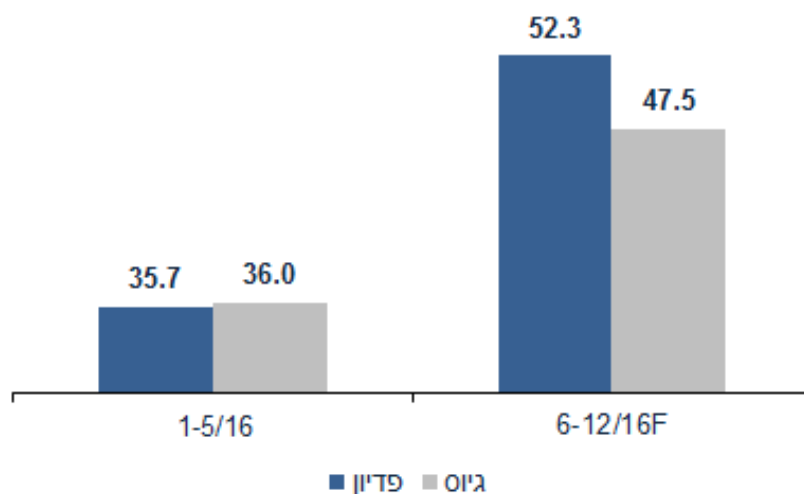
מיתון הגרעון 2016	מתוכנן	תחזית לידר
1. מימון מחו"ל נטו	2.7	3.0
2. הפרטה	2.3	1.5
3. מימון מקומי נטו	26.2	18.5
סך הכל גירעון למימון	31.2	23.0

- ✓ אנו מניחים שהאוצר יעמוד ביעדי המימון מחו"ל נטו (2.7 מיליארד ₪) ואפילו מעט יותר, זאת לאחר ביצוע הנפקה מוצלחת בחו"ל בתחילת השנה.
- ✓ יעד ההפרטה של 2.3 מיליארד ₪ נראה כעת קצת שאפתני, כאשר עד חודש מאי האוצר לא הצליח להביא להכנסה ממכירת חברות. הנחנו הכנסות ממכירת חברות בהיקף של 1.5 מיליארד ₪ בלבד.
- ✓ משמעות הדבר, יעד הגיוס המקומי נטו (גיוס פחות פדיון קרן) צפוי לרדת ל-18.5 מיליארד ₪ מהיעד המקורי של 26.2 מיליארד ₪.
- ✓ בנוסף, גיוס כולל (כולל הנפקות לא סחירות, מכרזי החלף וכו') של 83-84 מיליארד ₪ בלבד, נמוך מהיעד המקורי של 91.2 מיליארד ₪.

עודף פדיון בשוק המקומי 2016	מתוכנן	תחזית לידר	ינואר-מאי	יוני - דצמ'
פדיון קרן	65.0	65.0	25.7	39.3
פדיון ריבית	23.0	23.0	10.0	13.0
סכ"ה פדיון (סחיר ולא סחיר)	88.0	88.0	35.7	52.3
סכ"ה גיוס	91.2	83.5	36	47.5
עודף פדיון	-3.2	4.5	-0.3	4.8

- ✓ 36 מיליארד ₪ כבר גויסו בחודשים ינואר-מאי. בחודשים יוני-דצמבר צפוי גיוס כולל של 47-48 מיליארד ₪. סך הכול הפדיון הכולל (קרן+ריבית, סחיר ולא סחיר) צפוי להגיע ל-52.3 מיליארד ₪. כלומר, ייווצר עודף פדיון של כ-5 מיליארד ₪ בחודשים יוני-דצמבר, זאת לעומת איזון בחודשים ינואר-מאי.

הפדיון הכולל מול הגיוס הכולל



- ✓ מתוך גיוס כולל חזוי של 47.5 מיליארד ₪ בחודשים יוני-דצמבר, יעד הגיוס הסחיר יגיע ל-28.5 מיליארד ₪. צפוי כ- 11 מיליארד ₪ בגיוס לא סחיר, והיתרה במכרזי החלף + מכרז הפוך.
- ✓ בחודש יוני האוצר צפוי לגייס כ- 3.5 מיליארד ₪ באפיקים סחירים. כלומר, במחצית השנייה של השנה יעד הגיוס הסחיר צפוי לעמוד על כ- 25 מיליארד ₪, או כ- 4.2 מיליארד ₪ לחודש במוצע. במחצית השנייה של השנה צפוי פדיון סחיר גדול של 29.6 מיליארד ₪ (19.6 מיליארד ₪ ברבעון ג'). כלומר, במחצית השנייה של השנה ייווצר עודף פדיון של כ- 5 מיליארד ₪ באפיק הסחיר.

בהנחה שגופים מוסדיים שואפים למחזר את פדיון האג"ח (ועוד קיימת צבירה נטו חיובית, בפרט בקרנות הפנסיה), אזי עודף פדיון של 4 מיליארד ₪ בשישה חודשים יתמוך בשוק האג"ח הממשלתי ויוביל לירידה ב-spread מול אג"ח ארה"ב.

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 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.