

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי
הון

דחיית העלאת הריבית בארה"ב והיחלשות הדולר יוצרות דילמה עבור בנק ישראל

נקודות עיקריות

בתחילת השבוע שעבר שוקי המניות עלו על רקע עלייה חדה בצריכה הפרטית בארה"ב, אך השפעת נתוני התעסוקה המאכזבים הביאה לירידות ביום שישי. בנוסף, הדולר נחלש בצורה ניכרת, והתשואות ירדו. מחירי הנפט ירדו על רקע החלטת ארגון קרטל הנפט לא לשנות את רמת תפוקת הנפט. ראש ממשלת יפן החליט לדחות את העלאת מס הקנייה.

שוק האג"ח בארה"ב עלה ביום שישי על רקע נתוני תעסוקה מאכזבים. **בשבוע הקרוב**, יושפע מהנאום של ילן (מחר), אשר צפוי להתייחס לנתוני התעסוקה החלשים. ביום שלישי יתפרסמו נתוני פריז ונעלות העבודה (אומדן שני) לרבעון א'. השווקים יגיבו לייצור התעשייתי באירופה (יום שלישי) וסחר חוץ בסין (יום רביעי).

מאקרו ישראל

- להערכתנו, קצב הצמיחה ברבעון הראשון (0.8%) אינו מייצג את קצב צמיחת המשק.
- אנו צופים צמיחה של כ- 2.2%-2.5% השנה.
- בעבר טענו שפוטנציאל הצמיחה של ישראל הולך ופוחת בשנים הקרובות.
- גידול ניכר בהכנסות ממסים בחודש מאי מצביע על שיפור בצמיחה ברבעון ב'.
- בנק ישראל הודיע על חובת דיווח על עסקאות בנגזרים במטרה לתמוך בשקל.

מאקרו גלובלי

- נתוני תעסוקה בארה"ב איכזבו, עם גידול של 38 אלף מועסקים בלבד במאי.
- שיעור האבטלה ירד ל- 4.7% (מ- 5.0%) עקב ירידה בשיעור ההשתתפות.
- השכר לשעת עבודה ממשיך להתרחב בקצב מתון של 2.5% YOY.
- במאי מדד מנהלי הרכש בענפי שירותים ירד ב-2.8 נקודות ל- 52.9.
- ה- OECD הוריד את תחזית הצמיחה בארה"ב ל- 1.8% (מ-2.0%) השנה.
- ה- ECB לא שינה את המדיניות המוניטארית, ויתחיל לרכוש אג"ח חברות.

שוק אג"ח

- נתוני תעסוקה חלשים הביאו לירידה בתשואות בארה"ב. מגמה דומה צפויה בישראל.
- דחיית המשך הריסון המוניטארי בארה"ב עשויה לשכנע את בנק ישראל לפעול, זאת במידה והשקל ימשיך להתחזק וסביבת האינפלציה תישאר נמוכה מאד.
- אנו ממשיכים לצפות לפרמיית סיכון שלילית על אג"ח ישראלי של 0.1%- עד 0.2%.
- בישראל צפויה ירידת תשואות למרות עודף גיוס בחודש יוני של 3.25 מיליארד ₪.
- בסך הכול, מסתמן תת ביצוע בגירעון השנה עקב גידול במסים ושליטה בהוצאות.

זום אין

האם יש משמעות לתחזית הגירעון של בנק ישראל?

- מדי שנה בנק ישראל מתריע מפני חריגה בגירעון והצורך בקיצוץ עמוק.
- זה מספר שנים שבפועל הגירעון נמוך מהמתוכנן.
- תופעה זאת מתרחשת למרות צמיחה מתונה יותר מהצפוי.
- גם השנה, הגירעון התקציבי צפוי להיות נמוך יחסית למתוכנן (כ- 2.5%).
- גירעון נמוך מהמתוכנן עשוי לתמוך בצמצום ההנפקות וירידת תשואות.

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	3.87	4.3149
שינוי שבועי	0.7%	0.4%
YTD	-0.8%	1.6%
3 ח' קרובים	3.85	4.27
שנה קדימה	3.90	4.25

אג"ח סחירות

פדיון	יוני
0.0	
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	
3.25	
עודף פדיון	
-3.25	

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב*
קצר 517	-0.12	-0.3	-0.6
בינוני 1019	-0.31	-0.4	-0.6
ארוך 923	0.13	-0.1	-0.05
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.13	0.1	0.15
בינוני 120	0.63	0.5	0.7
ארוך 1026	1.83	1.7	1.75
US	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
2y	0.77	0.8	0.9
5y	1.23	1.3	1.4
10y	1.70	1.75	1.90

* ט"ק- החודש הקרוב
* ט"ב- 3 חודשים

מה המצב האמיתי של המשק הישראלי?

לאחר פרסום אומדן הצמיחה של 0.8% ברבעון א', רבים סבורים שהמשק גולש למיתון. המשמעות - המשך צמיחה שלילית לנפש.

בהתייחסות לטענה זו:

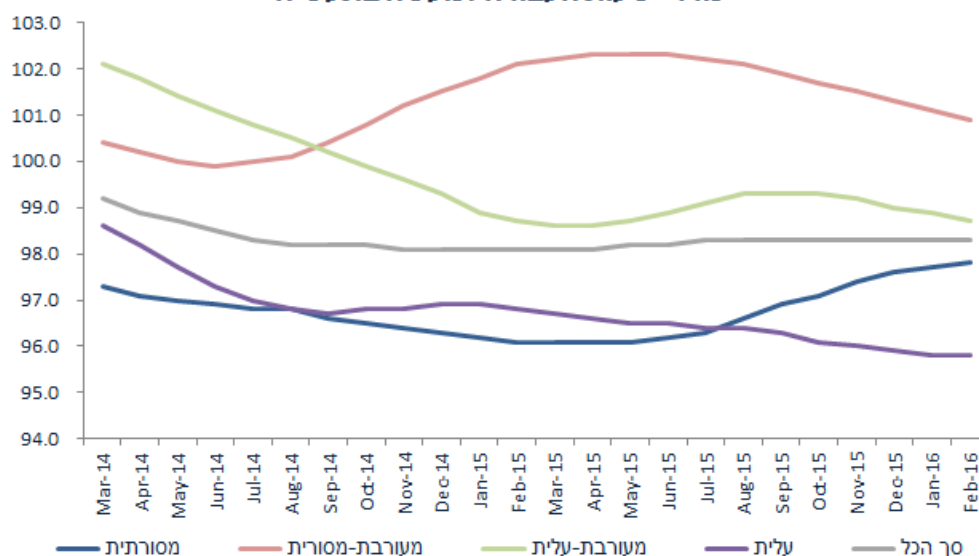
✓ בעבר כתבנו רבות על הירידה בפוטנציאל הצמיחה של ישראל בשנים הבאות. מגמה זאת נובעת בהתמתנות בגידול של האוכלוסיה בגיל העבודה (25-64). לפי בנק ישראל, האוכלוסיה בגיל העבודה תגדל ב- 1.2% בממוצע בחמש השנים הבאות, לעומת גידול של 2.2% בממוצע של חמש השנים האחרונות. ההתמתנות בגידול בגיל העבודה בולמת בהכרח את פוטנציאל הצמיחה לעומת השנים הקודמות.

✓ לצורך המחשה, האוכלוסיה בחתך גילאים 25-64 עלתה ב- 1.6% באפריל 2015 עד אפריל 2016, לעומת גידול של 2.0% בסך כל האוכלוסיה. פער זה צפוי להתעצם בשנים הבאות.

✓ האוכלוסיה בגיל העבודה הלא חרדית ולא ערבית צפויה לגדול ב- 0.4% בממוצע בחמש השנים הבאות. זו האוכלוסיה עם השכלה גבוהה ובעלת פרויקט גבוה. עלייה בשיעור ההשתתפות של חרדים (עם השכלה נמוכה) לא יכולה לפצות על התהליך הדמוגרפי השלילי.

✓ אומרים שהתעשייה קורסת, אך אין ירידה בשעות העבודה בתעשייה, אלא קיפאון. דווקא מסתמן גידול בשעות העבודה בענפים המסורתיים (אשר יותר מושפעים מהייסוף בשקל), וירידה מתונה במספר שעות העבודה בענפי הטכנולוגיה העלית (אינטל לדוגמא), כמוצג בתרשים הבא.

מדדי שעות העבודה למעשה בתעשייה



✓ חשוב לציין, שמסתמן גידול במספר המשרות הפנויות בתעשייה! כלומר, התעשייה מחפשת עובדים לקליטה בעבודה ולא מוצאת עובדים מתאים (עודף ביקוש לעובדים). בשנת 2015 מספר המשרות הפנויות בתעשייה עמד על 7.9 אלף בממוצע לחודש. באפריל 2016 היו 9.6 אלף משרות פנויות בתעשייה (9.1 אלף בינואר). זהו סימן להתרחבות בפעילות ולא לצמצום.

לסיכום, לא ניתן לגזור מסקנה משיעור הצמיחה ברבעון א'. ברבעון ב' מסתמן כנראה שיפור לכיוון 2.5%. נתוני גביית מסים חיוביים ממחישים זאת.

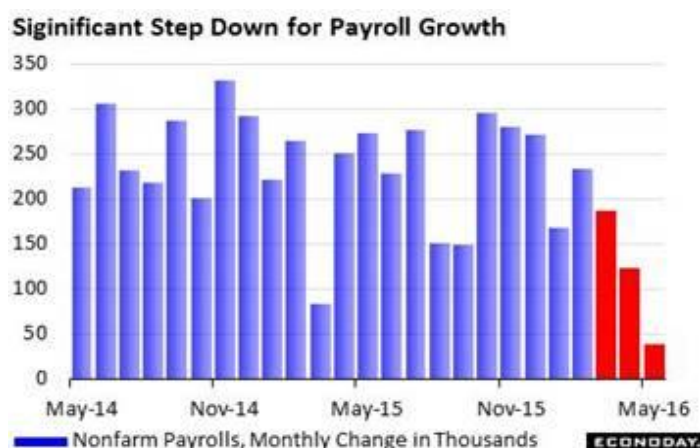
ארה"ב: נתוני תעסוקה מאכזבים יביאו לדחיית העלאת הריבית

נתונים חיוביים:

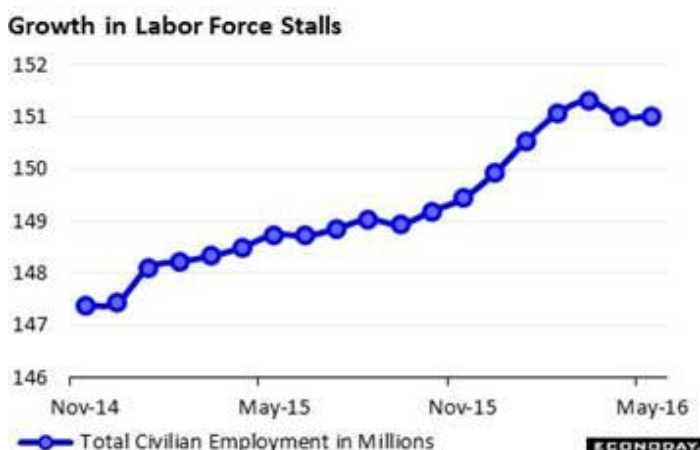
- ✓ מדד מנהלי הרכש בתעשייה (ISM) במאי עלה ל- 51.3 נקודות מ- 50.8 באפריל. מדד ההזמנות החדשות עומד על 55.7, רמה חזקה במיוחד.
- ✓ ההכנסה האישית עלתה ב- 0.4% בחודש מאי והצריכה הפרטית עלתה ב- 1.0%! שיעור החיסכון של משקי הבית ירד בחצי אחוז ל- 5.4%.

נתונים מאכזבים:

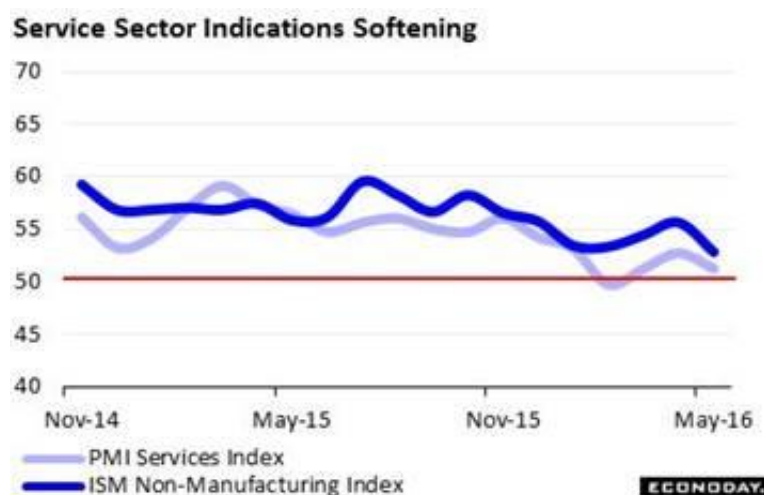
- ✓ בחודש מאי נוספו 38 אלף מועסקים בלבד (לעומת ציפיות ל- 160 אלף). בנוסף, האומדן של החודשיים הקודמים ירד ב- 59 אלף מועסקים. השביתה ב- Verizon גרעה כ- 40 אלף מועסקים בחודש מאי, אך עדיין מדובר בנתון מאכזב. מספר המועסקים בענף הבניה ירד ב- 15 אלף (למרות חוזקו של ענף זה). בתעשייה מספר המועסקים ירד ב- 10 אלף. הממשלה הוסיפה 12 אלף משרות ובמסחר הקמעונאי נוספו 11 אלף. כידוע, נתוני תעסוקה נוטים להיות מאד תנודתיים ולא ניתן לגזור מסקנה מחודש אחד.



- ✓ השכר לשעת עבודה עלה ב- 0.2% במאי וב- 2.5% ב- 12 החודשים האחרונים (בדומה לחודש הקודם).
- ✓ שיעור ההשתתפות בשוק העבודה ירד ל- 62.6% מ- 62.8% באפריל, זאת לאחר מגמה של שיפור בשיעור ההשתתפות בחודשים האחרונים. עקב כך, שיעור האבטלה ירד ל- 4.7%.



✓ מדד מנהלי הרכש בענפי השירותים (non-manufacturing) ISM ירד ל- 52.9 נקודות במאי מ- 55.7 באפריל. מדד ההזמנות החדשות ירד ב- 5.7 נקודות ל- 54.2, רמה אשר עדיין משקפת התרחבות. כידוע סקטור השירותים מהווה כ- 88% מהתוצר העסקי בארה"ב.



✓ אינפלציית הליבה (PCE) נותרה יציבה על קצב של 1.6% ב- 12 החודשים האחרונים. כלומר, אין מגמת האצה בקצב אינפלציית הליבה.

התשואות בארה"ב ירדו ביום שישי על רקע נתוני תעסוקה חלשים. ברור שהפד צפוי לדחות המשך העלאת הריבית לפחות לחודש יולי, ואולי לספטמבר. בכל מקרה, מוקדם להספיד את המשק האמריקאי על בסיס נתון אחד (תנודתי מאוד). מכלול הנתונים עדיין חיוביים (הצריכה הפרטית, ענף הבניה, וכו'), מסתמן גידול במשרות הפנויות וירידה במספר דורשי העבודה.

אנו עדיין צופים 1-2 העלאות ריבית השנה. התשואות ל- 10 שנים ימשיכו לנוע בטווח של -1.7% - 1.9% בחודשים הקרובים.

זום אין: האם יש משמעות לתחזית הגירעון של בנק ישראל ?

בניית תקציב 2017-2018 עומדת בפתח וכרגיל בנק ישראל (ומשרד האוצר) מתריע מפני הצורך לבצע קיצוץ עמוק והעלאת מסים בהיקף גדול של 14 מיליארד ₪ בשנת 2017 ו- 22 מיליארד בשנת 2018. מדובר בריטואל כמעט קבוע אשר נועד (בין היתר) ללחוץ את הפוליטיקאים, במטרה להנמיך דרישות תקציביות.

בנק ישראל פסימי מדי כמעט באופן עקבי. להלן כמה דוגמאות:

✓ **ב- 7.10.14** בנק ישראל פרסם התייחסות להצעת תקציב 2015 (לפני נפילת הממשלה). על פי **אומדני בנק ישראל הגירעון המגולם בהצעת התקציב ל-2015 צפוי להסתכם בכ-3.6 אחוזי תוצר** (בפועל הגירעון היה 2.15%). אמנם חוק מע"מ אפס בשוק הדיור לא יושם אך עלותו נאמדה ב- 0.3% תוצר בלבד). **קשה להסביר פער של 15 מיליארד ₪.**

✓ **ב- 24.6.15 נאמר על ידי בנק ישראל:** "עד נובמבר 2015 הממשלה פועלת באמצעות תקציב המשכי, וההוצאות עד כה דומות לתוואי המתאים לתקרת ההוצאות הקבועה בחוק. הגירעון הצפוי ב- 2015 – 2.5 – 2.8 אחוזי תוצר – דומה לתקרת הגירעון הקבועה בחוק."

המציאות
התקציבית כמעט
תמיד מפתיעה
לטובה

בפועל הגירעון היה 2.15% תוצר בשנת 2015. בסוף חודש יוני כבר דווח על עודף הכנסות ממסים בגין עלייה בביקוש לדירות. שוב בנק ישראל הופתע מהגירעון הנמוך.

באותו מסמך נאמר:

הגירעון הצפוי ב-2016 – על בסיס תכניות ההוצאה שאישרה הממשלה והתכניות הכלולות בקווי היסוד, ובהינתן שיעורי המס הנוכחיים – עומד על כ-3.3 אחוזי תוצר. (בפועל כנראה שהגירעון יעמוד על 2.5%).

✓ ב- 2.2.16 בפרסום של בנק ישראל נאמר: "הממשלה העלתה את תקרת הגירעון של תקציב 2016 מ-2 אחוזי תוצר ל-2.9 אחוזי תוצר כתוצאה מצעדים מבניים – העלאה של תקרת ההוצאות והפחתת מסים. רמת גירעון זו אינה עקבית עם הפחתה של יחס החוב לתוצר. על בסיס התחזיות הכלכליות הנוכחיות, ובהנחה שהוצאות הממשלה יהיו בהתאם לתקרה, צפוי שהממשלה תעמוד ביעד זה." בעת פרסום סקירה זו בפברואר השנה, בנק ישראל ציפה לצמיחה של 2.8% בשנת 2016 (כעת כנראה פחות). עד חודש מאי נתוני התקציב ממשיכים להצביע על תת ביצוע ניכר בגירעון, לכיוון 2.5%, כחצי אחוז פחות מהיעד המקורי.

מדוע בנק ישראל מפספס כמעט באופן קבוע את תחזית הגירעון התקציבי כלפי מטה?

✓ אי אפשר להסביר זאת על ידי צמיחה חזקה יותר מהצפוי. בשנים 2015-2016 הצמיחה הייתה מתונה יותר מההערכות המוקדמות.

✓ כנראה שסעיפי מיסוי מסוימים הפתיעו כלפי מעלה כולל מיסי נדל"ן. גם "העמקת הגבייה" על ידי אכיפה מוגברת לא נלקחה בחשבון.

✓ זרם מכירות של חברות הזנק (מגמה קבועה זה מספר שנים) הגדיל את גביית מס הכנסה וגם לא נלקח בחשבון באופן מלא באומדנים.

✓ תת ביצוע בהוצאות הממשלה הפך להיות מציאות ידועה מראש (למעט ב- 2014 בשל "צוק איתן") עם שליטה חזקה של פקידי האוצר בהוצאות הממשלה אשר מונעת ביצוע מלא בתקציבים, גם לאחר מתן תוספות תקציב למשרד הביטחון.

שיעור הביצוע בהוצאות הממשלה מהתקציב המקורי



בתקופה הקרובה יופעל לחץ על הממשלה לבצע קיצוץ עמוק (או העלאת מיסים) בהיקף של 14 מיליארד ₪ בשנת 2017, אחרת יתריעו שהאמינות הפיסקאלית תיפגע. טענה זו בעייתית אחרי שבחמשת החודשים הראשונים של השנה רמת הגירעון עומדת יציבה סביב 2% תוצר (ב- 12 החודשים האחרונים), הרבה מתחת ליעד של 2.9%. להערכתנו, המציאות הפיסקאלית חיובית הרבה יותר ממה שמוצגת בממשלה. סביר להניח שבמחצית השנייה של השנה תוואי ההנפקות של האוצר יותאם כלפי מטה לגירעון נמוך השנה (סביב 2.5%), מה שיתמוך בירידת תשואות בשוק האג"ח.

מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
			סקר מגמות בסקטור העסקי	5.6
				6.6
רזרבות מט"ח	נתוני התמ"ג לרבעון הראשון (קריאה סופית)		שכר ממוצע, מכירות לדירות חדשות	7.6
מאזן הסחר, נתוני היצוא והיבוא		בקשות משכנתא	תיירות נכנסת	8.6
מדד המחירים לצרכן, מדד המחירים ליצרן, אין מסחר (Dragon Boat Festival)		תביעות דמי אבטלה, המלאי העסקי	התחלות הבניה, אמון צרכני	9.6
אין מסחר (Dragon Boat Festival)		מדד בטחון הצרכנים של אונ' משיגן		10.6

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 יעוץ מקצועי, לרבות מיעוץ 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.