

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

מגמת הגידול בגרעון עלולה לפגוע באמינות הפיסקאלית

נקודות עיקריות

לאחר תקופה ארוכה של עלייה בשווקים, השבוע האחרון אופיין על ידי ירידות בשוקי המניות על רקע מסר פסימי מכיוונו של ה- ECB ואי וודאות לגבי השגת הסכם סחר עם סין. דרגי הוריד את תחזית הצמיחה ל- 1.1% (מ- 1.7%), הודיע שהריבית לא תעלה השנה והכריז על מתן הלוואות נוספות לבנקים. התשואות ל- 10 שנים בארה"ב ירדו לרמה של תחילת ינואר.

מאקרו ישראל

- בפברואר הגרעון התקציבי עלה ל- 3.5% תוצר ב- 12 החודשים האחרונים.
- בחודש ינואר גופים מוסדיים ישראלים מכרו מט"ח נטו בהיקף של 1.7 מיליארד דולר.
- בפברואר התיירות הנכנסת ממשיכה להתרחב בקצב שנתי מהיר של כ- 13.9% y/y.
- גם יציאות של ישראלים לחו"ל עולות בקצב מהיר של 8.7% y/y.
- שתי התופעות תורמות לאינפלציה: לחץ לעלייה במחירי השכירות ובמחירי הטיסות.
- ברבעון ד' 18 השכר הממוצע במשק עלה ב- 2.9% בחישוב שנתי, מ- 3.8% ברבעון ג'.

מאקרו גלובלי

ארה"ב: בחודש פברואר נוספו 20 אלף מועסקים בלבד, אך יתכן עיוות עקב השביתה. השכר הממוצע לשעת עבודה עלה ב- 3.4% y/y, האצה מ- 3.2% בחודש הקודם. מספר התחלות הבנייה עלה ב- 18.6% בינואר ומחק את הירידה החדה בדצמבר. מדד מנהלי הרכש בשירותים ISM עלה ב- 3 נקודות ל- 59.7: איתות לצמיחה. בחודש פברואר המכירות של בתים חדשים עלו ב- 3.7%.

באירופה:

חלה עלייה של 0.9 נקודות במדד מנהלי הרכש המשולב, עלייה של 1.6 נק' בשירותים. המסחר הקמעונאי עלה ב- 1.3% בינואר ועלה ב- 2.2% ב- 12 החודשים האחרונים.

סין: מדד המחירים לצרכן עלה ב- 1.5% y/y בפברואר, התמתנות קלה מ- 1.7% בינואר. **בשבוע הקרוב יתפרסמו הנתונים הבאים:** בארה"ב- ביום שלישי: מדד המחירים לצרכן, ברביעי: הזמנות של מוצרי בני קיימא, בחמישי: מכירות של בתים חדשים, בשישי: ייצור תעשייתי וסקר empire state; **אירופה:** ביום רביעי: הייצור התעשייתי, ביום שישי: מדד המחירים לצרכן. **בישראל:** היום: מאזן התשלומים (אנו צופים נתון חיובי עם עודף של כ- 10 מיליארד דולר ב- 2018), מחר: הפרוטוקול של החלטת הריבית האחרונה (לא ברור שהחלטה התקבלה פה אחד), רביעי: נתוני סחר חוץ, חמישי: מכירות של דירות חדשות, שישי: מדד מחירים לצרכן של פברואר. אנו צופים מדד של -0.1% (ברף הנמוך של הציפיות בשוק) עם ירידה עונתית חדה במחירי ההלבשה ובנסיעות לחו"ל על רקע הייסוף בשקל.

שוק האג"ח

- ✓ התשואות בעולם חזרו לרדת על רקע פסימיות באירופה ונתוני תעסוקה חלשים בארה"ב.
- ✓ בהסתכלות על הנתונים החיוביים (עליית שכר בארה"ב ומדד ISM בשירותים), עדיין תתכן העלאת ריבית נוספת על ידי הפד במחצית השנייה של השנה.
- ✓ בנוסף, הגידול בגרעון בישראל עלול לפגוע באמינות הפיסקאלית.
- ✓ לכן, בהסתכלות על סיכוי/סיכון פחתה האטרקטיביות באפיקים הארוכים.

זום אין

החיסכון לטווח ארוך מקל על מימון הגרעון

- ✓ החיסכון נטו של הציבור לטווח ארוך בשנת 2018 עמד על כ- 60 מיליארד ₪.
- ✓ חיסכון זה גרם לביקוש נטו של כ- 12 מיליארד ₪ לאג"ח ממשלתי ישראלי.
- ✓ מדובר ב- 43% מסך הגיוס הממשלתי נטו.
- ✓ הביקוש המוסדי "הקשיח" מקל על מימון הגרעון, אך גרעון גבוה צפוי להשפיע על התשואות.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	1.2%
פברואר	-0.1%
מרץ	0.5%
אפריל	0.4%
שנה קדימה	1.1%
2019	1.4%

ריבית	
נוכחית	0.25%
ספט' 2019	0.25%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.631	4.0683
שינוי שבועי	0.3%	-1.1%
YTD	-3.1%	-5.6%
שנה קדימה	3.60	4.10

אג"ח סחירות	מרץ
פדיון סחיר	0.0
תחזית הנפקות	5.5
עודף פדיון בארה"	-5.5

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 5903	-1.06	-0.9	-0.8
בינוני 923	-0.51	-0.5	-0.5
ארוך 527	0.18	0.2	0.3
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 121	0.47	0.45	0.5
בינוני 324	1.18	1.2	1.3
ארוך 928	1.98	2.0	2.1
US			
2y	2.46	2.5	2.6
5y	2.43	2.6	2.6
10y	2.63	2.75	2.8

* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

עלייה בגרעון הממשלתי השנה

בחודש פברואר הגרעון הממשלתי הגיע ל 4.9 מיליארד ש"ח לעומת גרעון של 2.3 מיליארד ₪ בפברואר 2018. הגרעון המצטבר ב 12 החודשים האחרונים עלה ל- 3.5% תוצר מ- 3.3% בינואר ו-2.9% בדצמבר.

✓ בחודש פברואר השנה מסתמן גידול חד בהחזרי מסים (מע"מ + מס הכנסה) של כ-2.7 מיליארד ש"ח מעבר להחזרי מיסים בפברואר אשתקד. **לא ברור אם הגידול בהחזרים נובע מהתמתנות הרווחיות של הפירמות או מתשלומים אשר עוכבו בסוף 2018 כדי לצמצם את הגרעון בשנה שעברה.**

✓ **נתון חיובי:** גביית מע"מ מקומי ברוטו עלתה ריאלית ב- 4.2% בפברואר לעומת פברואר 18. מדובר בנתון חיובי המעיד על המשך גידול בצריכה הפרטית. בחודשים ינואר-פברואר חלה עלייה בשיעור מתון יותר של 2.9%. עדיין, **גידול ריאלי של כ-3% בצריכה הפרטית הינו נתון סביר בהחלט.**

✓ קצב הגידול בהוצאות הממשלה מתמתן, לאחר חריגה בינואר. בפברואר הוצאות של משרדי הממשלה עלו ב- 3.5% y/y, לאחר גידול של 25.3% בחודש ינואר. התמתנות זו ממחישה עד כמה **הזינוק בהוצאות בחודש ינואר נבע מדחיית הוצאות מחודש דצמבר לחודש ינואר.**

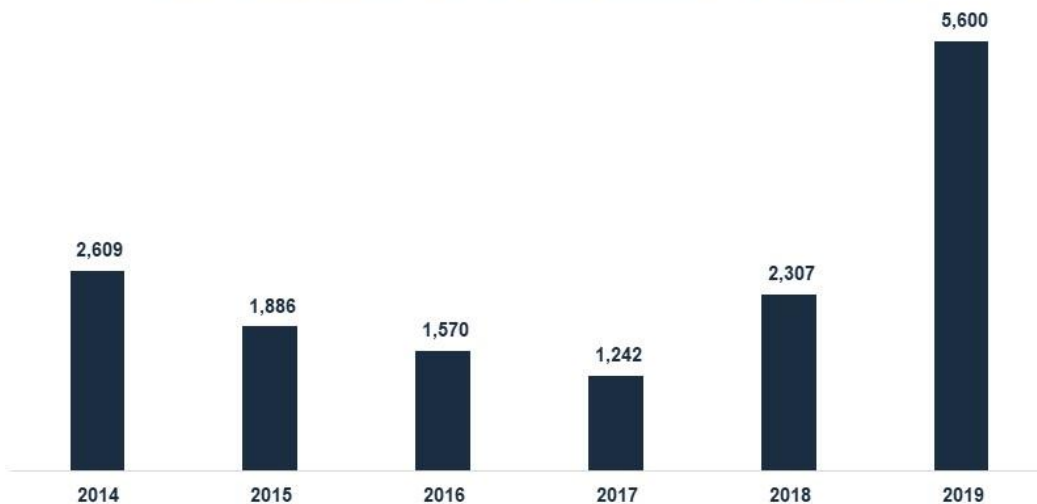
האמינות

הפיסקאלית נמצאת

בסכנה

גידול חד בגרעון המצטבר מחזק את ההערכה שלנו שהגרעון צפוי להגיע לכ-4% תוצר השנה (ללא התאמות פיסקאליות), מה שיחייב קיצוץ עמוק לאחר הבחירות של כ-12 מיליארד ש"ח, כולל העלאת מיסים (כנראה מע"מ וצעדים נוספים). תחזית האינפלציה שלנו הינה 1.1% שנה קדימה והיא מניחה תרומה של 0.4% בגין צעדים פיסקאליים.

הגרעון התקציבי המצטבר בחודשים ינואר-פברואר (2014-2019)



התמתנות בקצב עליית השכר הממוצע

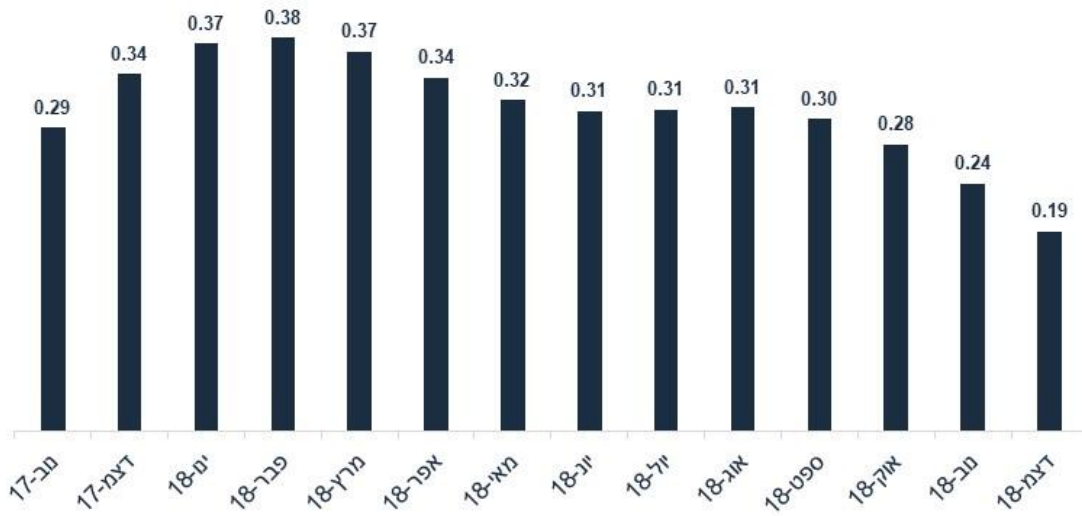
ברבעון ד' 18 השכר הממוצע במשק עלה ב- 2.9% (נתוני מגמה בחישוב שנתי) לעומת הרבעון הקודם, זאת לאחר גידול של 3.8% ברבעון ג', 4.0% ברבעון ב' ו- 4.6% ברבעון א'. ההתמתנות בקצב עליית השכר הממוצע ברבעון ד' 18 נובעת בעיקר מהתרחקות מעדכון שכר מינימום בשיעור של 6% בחודש דצמבר 17, אך גם כנראה מסימני רפיון בשוק העבודה (עלייה מתונה בשיעור האבטלה וירידה מתונה במספר המשרות הפנויות). **התמתנות בקצב עליית השכר תומכת בהמשך סביבה של אינפלציה נמוכה.**

התמתנות בעליית

השכר תומכת

באינפלציה נמוכה

העלייה החודשית (נומינלית) בשכר הממוצע, נתוני מגמה

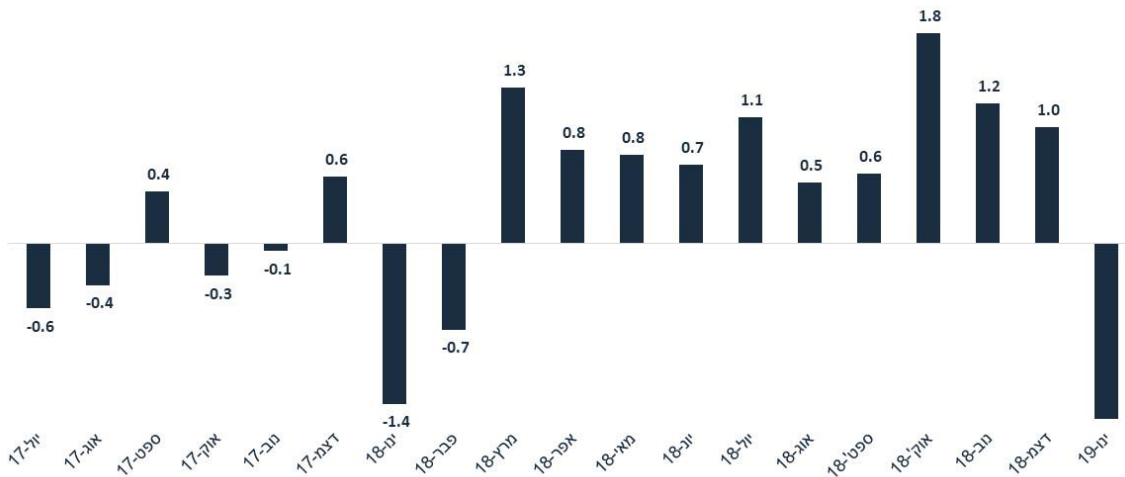


גופים מוסדיים מכרו מט"ח בינואר

בחודש ינואר גופים מוסדיים ישראלים שינו את מגמת הביקוש למט"ח אשר אפיינה את מרבית 2018 ומכרו מט"ח בהיקף של 1.7 מיליארד דולר נטו. מוסדיים מכרו נכסים בחו"ל בהיקף של 1.4 מיליארד דולר והגדילו את הגידור ב- 0.3 מיליארד דולר. במחצית השנייה של 2018 שיעור החשיפה למט"ח של מוסדיים מסך הנכסים המנוהלים התייצב על 17.5%. נדמה שלמרות עלות הגידור של כ- 2.5%, מוסדיים לא ששים להגדיל את שיעור החשיפה למט"ח. בדצמבר שיעור החשיפה לנכסים בחו"ל עמד על 26.4% ומזה גידורו של כ- 9% מסך הנכסים המנוהלים. מכירת מט"ח בינואר תמכה בייסוף בשקל.

מכירת מט"ח על ידי מוסדיים תמכה בייסוף

ביקוש נטו למט"ח (כולל נגזרים) על ידי גופים מוסדיים ישראלים



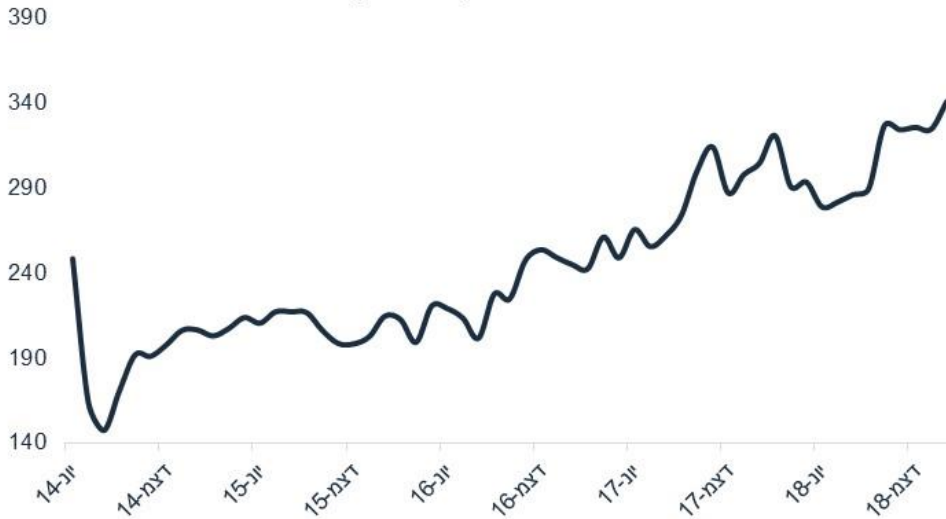
גידול בתיירות הנכנסת

בחודש פברואר 2019 מספר התיירים הנכנסים הגיע ל- 394 אלף (מנוכה עונתיות), גידול של 6.1% לעומת החודש הקודם ו- 13.9% לעומת פברואר 18. בשנת 2018 הגיעו 4.1 מיליון תיירים מחו"ל (גידול של 14%). לא מדובר בסקטור גדול במיוחד (כ- 1.5% מסך התוצר), אך עם אפקט מכפיל גבוה. בנוסף, הגידול המהיר בתיירות תומך בגידול בהשכרה לטווח קצר (Airbnb) מגמה אשר פועלת לצמצום במלאי הדירות לשכירות עבור ישראלים ולכנס גם לוחצת על מחירי השכירות כלפי מעלה, מגמה אשר צפויה להימשך (אנו צופים עלייה

גידול בהשכרה לטווח קצר לוחץ על מחירי השכירות

של 2.2% בסעיף הדיור במדד שנה קדימה). בינתיים ישראלים גם מבליים בחו"ל (8.5 מיליון יציאות לחו"ל בשנת 2018), כאשר בפברואר 19 חל גידול של 8.7% y/y. מדובר באינדיקטור לרמת אופטימיות צרכנית גבוהה. מדובר גם במגמה אשר תומכת בהסטה של רכישות מסוימות בחו"ל (הלבשה למשל) על חשבון רכישות מקומיות, מה שמקטין במעט את לחצי האינפלציה בישראל. השפעה נוספת של הביקוש המוגבר לטיסות לחו"ל: לחץ לעליית מחירי הטיסות. סעיף זה במדד עלה ב 10.5% ב-12 החודשים האחרונים, הרבה מעבר לפיחות בשקל.

מספר התיירים הנכנסים (באלפים) מנוכה עונתיות



מאקרו חו"ל

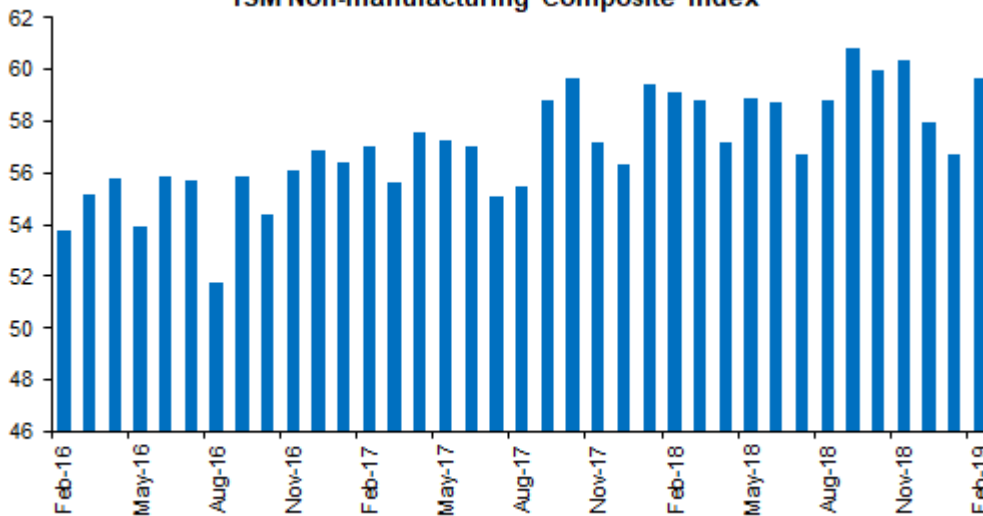
ארה"ב: אופטימיות עסקית + התרחבות בענף הבנייה

Good news

✓ מדד מנהלי הרכש בשירותים ISM עלה ב-3 נקודות ל-59.7: איתות לצמיחה. רכיב ההזמנות החדשות זינק ב-7.5 נקודות לרמה גבוהה של 65.2 נקודות. מדובר **בנתון מאד חשוב בשל המשקל המשמעותי בענפי השירותים בתוצר האמריקאי.**

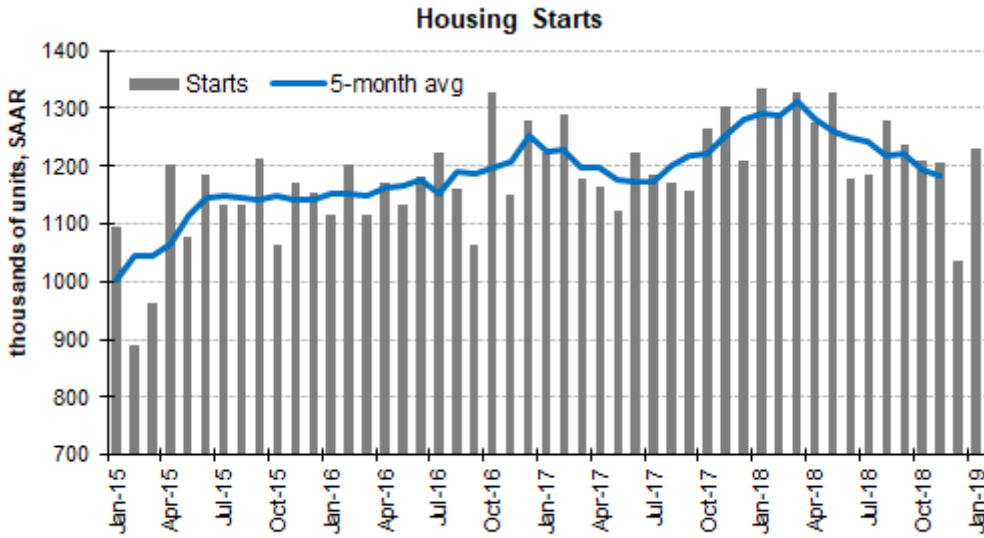
מרבית הנתונים היום חיוביים, למעט נתוני תעסוקה

ISM Non-manufacturing Composite Index



ECONODAY

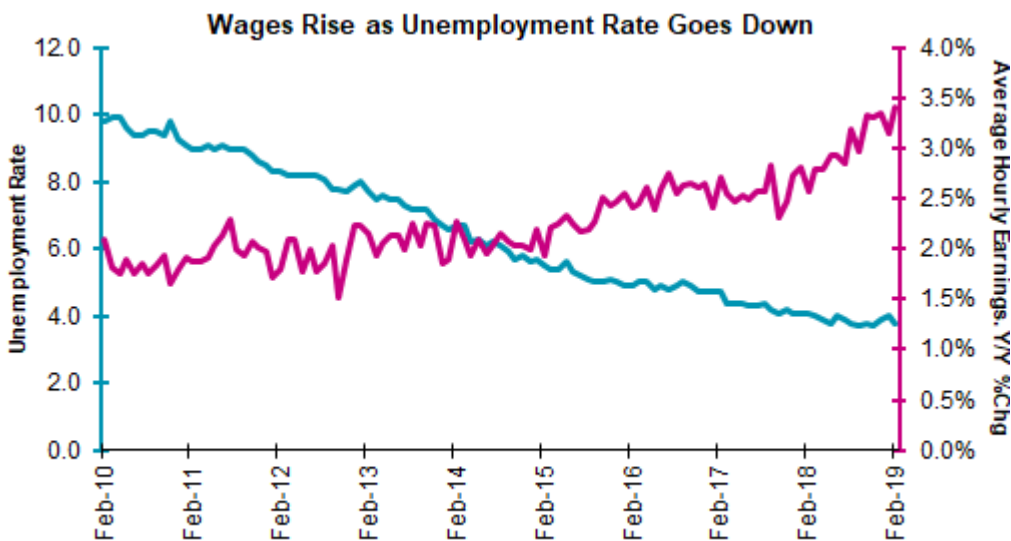
- ✓ בחודש דצמבר המכירות של בתים חדשים עלו ב- 3.7%, אך ירדו ב- 2.4% y/y.
- ✓ מספר התחלות הבנייה עלה ב- 18.6% בינואר ומחק את הירידה החדה בחודש דצמבר.



ECONODAY

:Not so good

- ✓ בחודש פברואר נוספו 20 אלף מועסקים בלבד, אך יתכן עיוות עקב השביתה בממשל. בחודש ינואר נוספו 311 אלף מועסקים, כך שהסתכלות על הממוצע מתחילת השנה (166 אלף) בהחלט מצביעה על מגמה חיובית. **חודשי החורף מאופיינים על ידי תנודתיות רבה וקושי לבצע ניכוי עונתיות בנתונים.**
- חודש ינואר אופיין על ידי מזג אוויר נוח יחסית למזג האוויר הקר ורטוב של חודש פברואר.
- ✓ שיעור האבטלה ירד ל- 3.8% בפברואר (מ- 4.0% בינואר) עקב גידול מהיר במספר המועסקים בסקר משקי הבית (סקר שונה מסקר כוח האדם).
- ✓ השכר ממוצע לשעת עבודה עלה ב- 0.4% בפברואר וב- 3.4% ב- 12 החודשים האחרונים, האצה מ- 3.2% בחודש הקודם. **מגמת עליית שכר תומכת בלחצי אינפלציה.**



ECONODAY

- ✓ גרעון הסחר עלה ל- 59.8 מיליארד דולר בדצמבר מ- 50.3 מיליארד דולר בנובמבר. **למרות שמדובר**

בנתון "שליילי", מדובר בנתון המצביע על עלייה בביקושים המקומיים. היבוא עלה ב- 2.1% בדצמבר לעומת ירידה של 1.9% ביצוא.

מוקדם מדי להסיק מסקנה מהגידול המאכזב במספר המועסקים בחודש פברואר. התמונה הכללית בארה"ב נראית לנו עדיין חיובית: שיעור האבטלה יורד, השכר עולה (גם היבוא), ענף הבנייה מתייצב והסקטור העסקי אופטימי ומדווח על עלייה חדה בהזמנות (סקר non-manufacturing ISM). בתרחיש של זחילת אינפלציה כלפי מעלה ורגיעה בשווקים הפד עלול לשקול העלאת ריבית נוספת.

זום אין: החיסכון לטווח הארוך מקל על מימון הגרעון

לפי נתוני החשבונאות הלאומיים, ישראל נהנית משיעור חיסכון גבוה יחסית. שיעור החיסכון של משקי הבית בשנת 2018 עמד על 15.1% מסך ההכנסה הפנויה, או כ- 160 מיליארד ₪. אך אומדן זה נגזר מסך ההכנסה הפנויה פחות הצריכה הפרטית ולא נגזר מהפקדות באפיקי החיסכון השונים. לכן, ניתחנו את נתוני בנק ישראל לגבי ההפקדות נטו של הציבור באפיקי החיסכון לטווח ארוך בשנת 2018 (ללא השקעות ישירות במניות, אג"ח, קרנות נאמנות, או הפקדות בבנקים).

**החיסכון המוסדי
נטו עמד על 60
מיליארד ₪ ב-
2018**

הטבלה הבאה מציגה את הצבירה נטו (הפקדות פחות פדיונות של עמיתים) של אפיקי החיסכון לטווח הארוך השונים בשנת 2018:

צבירה נטו	ביקוש לאג"ח	סך הכול מרכיב אג"ח	אג"ח ממשלתי סחיר	אג"ח ממשלתי לא סחיר
7.5	2.1	27.8%	24.9%	2.9%
11.2	2.7	23.7%	23.7%	0.0%
-12.0	-8.4	69.8%	11.9%	57.9%
32.2	11.7	36.4%	8.6%	27.8%
1.1	0.3	25.6%	25.6%	0.0%
0.0	0.0	61.9%	54.6%	7.3%
20.0	3.5	17.6%	17.1%	0.5%
60.0	11.9			

- ✓ סך החיסכון נטו לטווח הארוך בשנת 2018 עמד על 60 מיליארד ₪. נתון זה אינו כולל קרנות נאמנות ותכניות חיסכון. הנתון כולל הפקדות נטו, ללא התחשבות ברווח הנצבר.
- ✓ בהסתכלות על מרכיב האג"ח (סחיר ולא סחיר) של כל אפיק ניתן לגזור את הביקוש "הקשיח" לאג"ח ממשלתי, זאת בהנחה שהיקף החיסכון יישאר יציב. **מדובר בתוספת ביקוש נטו של כ- 12 מיליארד ₪ בשנת 2018.**
- ✓ בשנת 2018 הגיוס המקומי של הממשלתי (מעבר לפדיון הקרן) עמד על 27.7 מיליארד ₪. הביקוש המוסדי "הקשיח" עמד על כ- 43% מהגיוס, היקף בהחלט משמעותי.
- ✓ יתרת הביקוש הגיעה מהפעילות של הבנקים, קרנות נאמנות וגופים זרים. חשוב לזכור שבשנת 2018 נפדו תשלומי ריבית בשוק האג"ח בהיקף של כ- 30 מיליארד ₪ אשר מהווים גם מקור לביקוש לאג"ח במידה והפדיון ממוחזר.
- ✓ החיסכון לטווח הארוך מקל על מימון הגרעון, אך לא בהכרח מדובר בביקוש "מובטח". גופים מוסדיים עלולים להעדיף אפיקי השקעות חלופיים במידה ותחול פגיעה באמינות הפיסקאלית. בנוסף, הגידול

בגרעון השנה לכיוון 4% תוצר (מ- 2.9% בשנת 2018) יכתיב עלייה במימון המקומי נטו לכיוון 40 מיליארד ש"ח נטו. עלייה בהיקף המימון המקומי צפויה להשפיע על עלות המימון.

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 ייעוץ 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 ייעוצו 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 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.