

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי
הון

המשך מדיניות פסקאלית מרחיבה עלול לפגוע באמינות הפיסקאלית

נקודות עיקריות

עלייה ברמת אי הוודאות סביב איומים פוליטיים וגיאופוליטיים המשיכה להעיב על השווקים בשבוע האחרון ולתמוך בשוק האג"ח בארה"ב. השווקים חוששים מתוצאות הבחירות בצרפת (בפרט לאחר הפיגוע ביום שישי), הסלמה האפשרית מול צפון קוריאה ומהמסבר ביחסים מול רוסיה. **בשבוע הקרוב: השווקים יגיבו לתוצאות הבחירות בצרפת.** שתי תוצאות עלולות לפגוע בשווקים (ולחטיב עם שוק האג"ח בארה"ב): למרות שהסקרים מנבאים ניצחון של לה פאן בסיבוב הראשון, ניצחון משמעותי יעלה את הסבירות שהיא יכולה לזכות גם בסיבוב השני. בנוסף, במידה ו-Melenchon (מועמד שמאל קיצוני שהתחזק בסקרים לאחרונה ודוגל ביציאה מגוש הניר) יכנס למקום השני אחרי לה פאן, צפוי חשש אמיתי לפירוק הניר. **בארה"ב הנתון המשמעותי יתפרסם ביום שישי:** האומדן הראשון לצמיחה ברבעון א' אשר צפוי להיות נמוך (1.0%-0.5%). **טראמפ הודיע שהפרורמה במיסים שלו תוצג ביום רביעי. בישראל** שורה של נתונים חשובים יתפרסמו ביום חמישי: ייצור ויצוא תעשייתי, פדיון בענפי המשק ורכישות בכרטיסי אשראי.

מאקרו ישראל

- ✓ מדד האמון הצרכני עלה ב-5 נקודות במרץ, בפרט ברכיב הציפיות קדימה.
- ✓ צעדי כחלון עשויים לתרום כ-0.15%-0.1% לצמיחה במצטבר עד 2018.
- ✓ ההשפעה על האינפלציה צפויה להיות זניחה, פחות מ-0.1%, כאשר אפקט הורדת מכסים יתקזז חלקית על ידי תוספת ביקוש מגידול בהכנסה הפנויה.
- ✓ לאחר פרסום מדד מרץ, תחזית האינפלציה שנה קדימה של ממוצע החזאים עלתה ל-0.6% מ-0.4% לפני חודש.
- ✓ אומדן הצמיחה (השלישי) ברבעון ד' ירד מ-6.5% ל-6.3%.
- ✓ הקדמת העונתיות במחירי ההלבשה צפויה להביא למדד גבוה במאי על חשבון יוני.

מאקרו גלובלי

- ✓ **ארה"ב:** מסתמנת מעט חולשה בנתונים הכלכליים בהשפעת סערת Stella בחוף המזרחי. הייצור התעשייתי ירד ב-0.4% בחודש מרץ.
- ✓ מספר התחלות הבניה ירד ב-8.3%, אך מספר אישורי הבניה עלה ב-3.6%.
- ✓ הצמיחה ברבעון א' עלולה להגיע ל-0.5% בלבד על רקע חולשה בצריכה הפרטית.
- ✓ מדד מנהלי הרכש באירופה עלה ב-0.6% נקודות בתעשייה ו-0.2 נקודות בשירותים.
- ✓ האינפלציה באירופה המשיכה להיות מתונה במרץ: 1.5% y/y ו-0.7% בליבה.
- ✓ הצמיחה בסין עלתה ב-6.9% ברבעון א' (y/y) לאחר 6.8% ברבעון ד' 2016.

שוק האג"ח

- ✓ השבוע האחרון אופיין על ידי עליית תשואות באג"ח השקלי הארוך (+9 נ"ב) וביקושים לצמוד הארוך (2- נ"ב), כאשר התשואות בארה"ב נותרו נמוכות יחסית.
- ✓ תופעה זו נבעה מהמדד הגבוה בחודש מרץ ומגמת פחות בשקל.
- ✓ בנוסף, קיימת שמועה בשוק שאומרת שיתכן שישראל לא תכנס למדד אג"ח של סיטי בנק על רקע התנגדות מדינות ערב.
- ✓ יתכן שהמדיניות הפיסקאלית של כחלון פגעה גם באמינות הפיסקאלית.

זום אין

לא כל חברי וועדת ההשקעות הסכימו לקשור את הריבית לאינפלציה

- בהחלטת הריבית האחרונה הוחלט להודיע על שמירה על ריבית נמוכה עד להתבססות סביבת האינפלציה אל תחום היעד, ללא קשר למידת הזמן.
- מסתבר שחבר אחד לא הסכים לניסוח הזה, כנראה פר' גרונאו.
- גרונאו סבור שהאינפלציה הנמוכה נובעת מהגברת התחרותיות ולא מהמתנתות בביקוש המקומיים.

ריבית

נוכחית	0.10%
סוף 2017	0.10%
בעוד שנה	0.10%

אינפלציה

12 ח' אחרונים	0.9%
3 ח' קרובים	0.6%
12 ח' קרובים	0.7%
2017	0.9%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.681	3.947
שינוי שבועי	0.9%	1.6%
YTD	-4.2%	-2.4%
3 ח' קרובים	3.64	3.90
שנה קדימה	3.60	3.88

אג"ח סחירות	אפריל
פדיון	0.9
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	4.0
עודף פדיון	-3.1

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	-0.28	-0.3	-0.4
בינוני 5903	-0.13	-0.15	-0.2
ארוך 1025	0.57	0.55	0.5
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 219	0.31	0.35	0.4
בינוני 421	0.84	0.8	0.9
ארוך 327	2.19	2.15	2.2
US			
2y	1.18	1.2	1.3
5y	1.77	1.8	1.9
10y	2.25	2.3	2.4

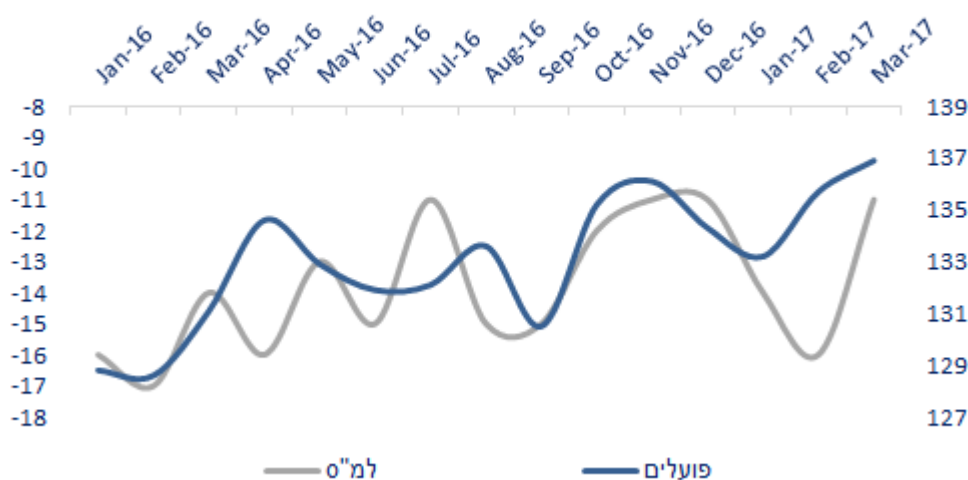
* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

מסתמן שיפור באמון הצרכני

מדד האמון הצרכני של הלמ"ס עלה ל-11 בחודש מרץ מ-16 בחודש הקודם ו-12 בסוף שנת 2016. מדובר בתיקון חד כלפי מעלה באופטימיות של משקי הבית, מגמה אשר התרחשה גם במדד האמון הצרכני של בנק הפועלים. משקי הבית נהנים מעלייה ראלית בשכר (2.9% בשנת 2016 ותוספת שכר מינימום של 3.7% בינואר 2017), רמת תעסוקה גבוהה, אווירה כלכלית חיובית, וריביות (קצרות) נמוכות. **שיפור באמון הצרכני תומך בהמשך התרחבות בצריכה הפרטית. אנו צופים גידול של 3.4% בצריכה השנה, מעל התחזית של בנק ישראל לגידול של 3.0% בצריכה.**

שיפור באופטימיות של משקי בית תומך בצריכה

מדדי האמון הצרכני: פועלים מול הלמ"ס



השלכות צעדי כחלון על הסביבה הכלכלית

השבוע שר האוצר הכריז על חבילה של צעדים הכוללים תוספת של חצי נקודת זיכוי לילד, הגדלת מענקי עבודה, הורדת מכסי יבוא על מספר פריטים וסבסוד צהרונים לחלק מהאוכלוסייה. סך הכול העלות השנתית (ברוטו) מוערכת בכ-4 מיליארד ₪.

איך תכנית זו צפויה להשפיע על הכלכלה ועל האינפלציה?

✓ **השפעה על ההכנסה הפנויה והצמיחה.** עיקר ההטבה המיידית הינה שיפור בשכר נטו דרך תוספת נקודת הזיכוי שעלותה נאמדת ב-1.7 מיליארד ₪ (ותופעל רטרואקטיבית מינואר), אשר מהווה תוספת של 0.18% להכנסה הפנויה השנה. תוספות נוספות בצורת מענקי עבודה וסבסוד צהרונים (עוד כ-1.65 מיליארד ₪), אשר ישפיעו בעיקר על שנת 2018 ישפיעו בסדר גודל דומה על ההכנסה הפנויה (0.17%). בסיכומו של דבר, הגידול בהכנסה הפנויה עשוי לתרום לגידול בצריכה הפרטית (לא באופן מלא כמובן, חלק מהגידול ילך לגידול בחיסכון) **ויתרום כ-0.15%-0.1% לצמיחה במצטבר בשנתיים הקרובות.**

גידול בהכנסה הפנויה עשוי לתמוך בגידול בצריכה

✓ **השפעה דפלציונית.** הורדת המכסים בהיקף של 800 מיליון ₪, אם יתגלגלו באופן מלא על הוזלת הצריכה הפרטית, **צפויה לתרום כ-0.12% לאינפלציה**, זאת לפי חישוב (מעט פשטני) של היחס של הורדת המסים מסך הצריכה הפרטית של כ-675 מיליארד ₪ (בלי לקחת השפעה נוספת של הוזלה בייצור המקומי המתחרה בתחום בגדי התינוקות והנעלה). מנגד, תוספת הגידול בביקושים, עקב הגידול בהכנסה הפנויה, צפויה לקזז חלק מההשפעה הדפלציונית.

השפעת הורדת המכסים על האינפלציה תהיה מתונה

✓ **ההשפעה על האמינות הפיסקאלית.** אין ספק שמדובר בצעדים מעט פופוליסטיים עם ריח של בחירות באוויר. לפי האוצר, מרבית תוספת הגבייה במסים ברבעון א' הינה חד פעמית (1.2 מיליארד מתוך 1.5 מיליארד ₪). הנגיפה פלוג לגמרי צודקת באמירה שעדיף היה לבצע גידול בהוצאות חד פעמיות (בתשתיות למשל) ולא להגדיל את ההוצאה (או להקטין מסים) באופן פרמננטי. ברור שקשה יהיה לבטל את הצעדים הללו במידה והגרעון יחרוג מהתוואי הרצוי. כאשר מוסיפים את התוכנית לעלייה בתשלומי קצבאות נכות (עוד כ- 4 מיליארד ₪ פרוס על מספר שנים), **מדובר במדיניות פיסקאלית מרחיבה שקשה יהיה לסגת ממנה.** מדובר במדיניות פיסקאלית פרו-מחזורית אשר עלולה לפגוע באמינות הפיסקאלית בתקופה של התמתנות בפעילות הכלכלית (ירידה או גידול מתון מאד בהכנסות ממסים).

יתכן שזו גם סיבה שהפער השלילי בין אג"ח ממשלתי של ישראל ל-10 שנים מול אג"ח ארה"ב כמעט נמחק השבוע, בנוסף להשפעה של המדד הגבוה במרץ. נזכיר כי לפני מספר שבועות הפער השלילי התקרב ל-20 נקודות בסיס.

מאקרו חו"ל

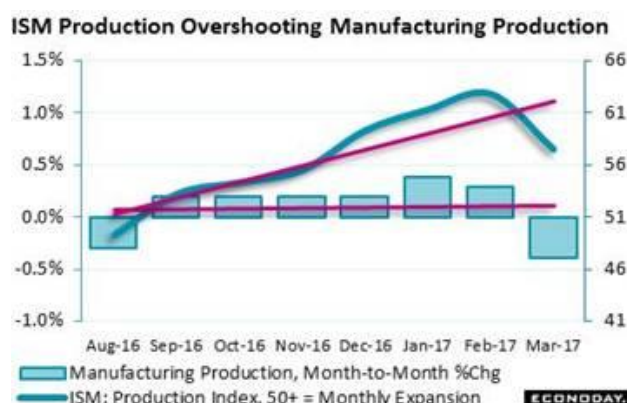
ארה"ב: השיפור בציפיות בתעשייה לא תואם את הייצור

נתונים חיוביים:

- ✓ **סקר פילדלפיה של התעשייה באזור מצביע על רמת אופטימיות גבוהה (22 נקודות באפריל),** אך מעט יותר נמוכה מהחודש הקודם (32.8 נקודות).
- ✓ **מדד האינדיקטורים המובילים עלה ב- 0.4% באפריל,** לאחר גידול של 0.6% במרץ על רקע המשך התרחבות בהזמנות בסקרים העסקיים השונים.

נתונים חלשים:

- ✓ **מספר התחלות הבנייה ירד ב- 6.8% בחודש מרץ,** יתכן שבהשפעת מזג האוויר הקשה בחוף המזרחי. לעומת זאת, מספר אישורי הבנייה עלה ב- 3.6%.
- ✓ **השפעת מזג האוויר הקשה (סערת Stella) הורגשה גם בייצור התעשייתי (למעט אנרגיה ומים) אשר ירד ב- 0.4% בחודש מרץ.** בכול מקרה, זה מספר חודשים שהייצור התעשייתי עולה בקצב מאד מתון למרות השיפור החד באופטימיות בתעשייה כפי שהיא משתקפת במדד מנהלי הרכש (ISM).

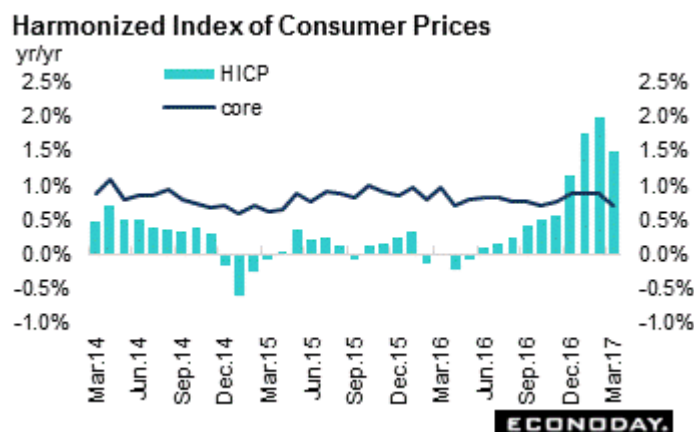


- ✓ **מספר דורשי העבודה עלה בשבוע האחרון ל-244 אלף איש מ-234 אלף לפני שבוע.**

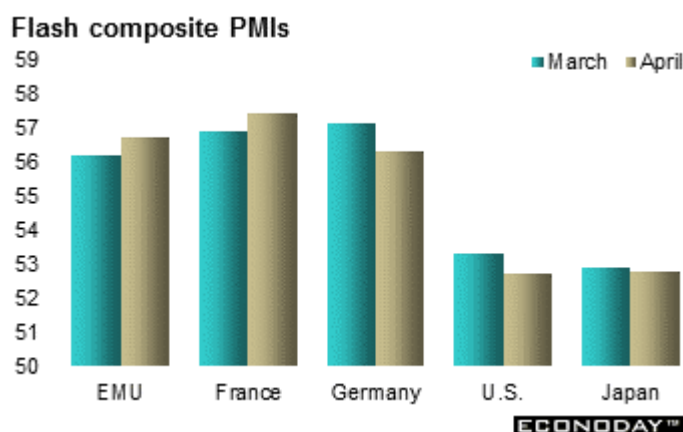
הצמיחה ברבעון א' בארה"ב צפויה להיות מתונה, סביב 0.5% על רקע נתוני צריכה פרטית חלשים (מסחר קמעונאי) ונתוני יצוא חלשים יחסית ליבוא. נתון חלש מאד עלול לעכב את העלאת ריבית הפד.

אירופה: ההתמתנות באינפלציה נמשכת מול האצה בפעילות

✓ בחודש מרץ, סך הכול האינפלציה עלתה ב- 1.5% ב- 12 החודשים האחרונים (ירידה מ- 2.0%), ו- 0.7% בלבד ללא סעיפי האנרגיה והמזון. יתכן שהשינוי במועד הפסחא השנה (לחודש אפריל במקום מרץ) הביא להתמתנות זמנית באינפלציה.



✓ מדד מנהלי הרכש המשוקלל (תעשייה + שירותים) עלה לרמה הגבוהה ביותר זה שש שנים (56.7 נקודות באפריל).



זום אין: דעות חלוקות בוועדה המוניטארית

אנחנו רגילים להחלטות של אי שינוי בריבית בכל החלטת ריבית מאז פברואר 2015. נציין כי ההחלטות מתקבלות פה אחד בכל פעם, מה שמקרין על אחידות דעות בוועדה. ללא ספק הדעה המובילה והדומיננטית הינה הדעה של הנגידה פלוג, הנחשבת ל"יונה" כאשר שני הנציגים האחרים מבנק ישראל (נדין טרכטנברג ונתן זוסמן) נמצאים באותו מחנה. דעת המיעוט בהסתכלות המוניטארית שייכת לפרופסור ראובן גרונאו, למרות שהוא תומך באי שינוי בריבית בשלב זה.

עדיין הדעה
"היונית" של
פלוג שולטת
בוועדה

בדיון המוניטארי בסוף 2016, אנו משערים שהוא ציין שתחזית הריבית של מודל המאקרו במחלקת המחקר של בנק ישראל לא נראית סבירה. בזמנו, התחזית כללה העלאת ריבית ראשונה ברבעון ד' 2017 והעלאה אחת נוספת בשנת 2018 (ברבעון ג'). גרונאו סבר שתואי העלאת הריבית יהיה מהיר יותר.

הפעם דעתנו לגבי השימוש ב forward guidance הייתה שונה מיתר הנציגים:

"אחד מחברי הוועדה התנגד להצעה להתנות את העלאת הריבית בהתבססות סביבת האינפלציה בתוך תחום היעד. להערכתו, המחירים ירדו בשנתיים האחרונות משום שהתחרות במשק התגברה, בין היתר כתוצאה ממדיניות ממשלתית שנועדה להתאים את יוקר המחיה במשק ליוקר המחיה במדינות המפותחות, ותהליך זה כשלעצמו תורם לעליית התוצר וההכנסה הריאלית. לדבריו, קיים קושי להסביר את הדינמיקה האינפלציונית בישראל בעת הזו, ומשום כך לא יהיה זה נכון לכבול באופן בלעדי את ניהול המדיניות המוניטרית בעתיד לתוואי האינפלציה".

במילים אחרות, גרונאו סבור כנראה שעדיף להעלות את הריבית בישראל לפני שהאינפלציה מגיעה ליעד, זאת על רקע הצמיחה המהירה, תעסוקה מלאה וחשש ליציבות פיננסית (סביב בועות בנכסים).

עוד נקודה מעניינת בדיון המצומצם הייתה העדר דגש על לחצי השכר במשק:

"ציינו חברי הוועדה כי ייתכן שסביבת האינפלציה תיוותר נמוכה למשך זמן מה, לנוכח השפעת הייסוף שחל מתחילת השנה, ומשום שהמדד בניכוי הרכיבים התנודתיים והפחתות המחירים המוסדיות נותר ללא שינוי משמעותי בחודשים האחרונים".

זאת בניגוד לניתוח הרגיל (ציטוט מהדיון המוניטארי ב- 27.2):

"הוועדה דנה באריכות בכוחות הפועלים לאחרונה על האינפלציה וצפויים להשפיע עליה גם בעתיד. לעלייתה תורמות עליות השכר, העליות במחירי הסחורות והעלייה באינפלציה בעולם".

נתוני השכר פחות מצביעים על "לחצי שכר" כעת, כאשר השכר מעט התמתן בחודשים האחרונים. גם מגמת עליית האינפלציה בחו"ל (כולל מחירי הסחורות) די נעצרה. מסתמנת התמתנות באינפלציה גם באירופה וגם בארה"ב.

במילים אחרות, התחושה היא שחברי הוועדה פחות בטוחים לגבי מגמה ברורה של עליית אינפלציה במשק (כזכור, דיון זה התקיים לפני פרסום מדד מרץ ב- 14.4).

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 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 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.