

יונתן כץ
וכלכלני לידר שוקי הון

עודף עצום בהכנסות ממסים השנה תומך בלחץ פוליטי להורדת מיסים

נקודות עיקריות

לאחר תחילת שבוע רגוע יחסית, בימים חמישי ושישי שווקי המניות ירדו בשל חשש שהפרומה במס בארה"ב לא תאושר בקלות ואולי לא תיושם לפני תחילת 2019 (לפי ההצעה המתגבשת בסנאט). אפשרות של דחייה ברפורמה גם החלישה מעט את הדולר בעולם. מתחים פוליטיים בסעודיה הביאו לעלייה במחירי הנפט בעולם לרמה הגבוהה ביותר זה שנתיים.

בשבוע הקרוב - בארה"ב הנתונים החשובים יתפרסמו ביום רביעי, כולל מדד מחירים לצרכן (חשוב יהיה לראות את אינפלציית הליבה, כעת 1.7% y/y בספטמבר) והמסחר הקמעונאי. **בישראל**: מחר יתפרסמו נתוני סחר חוץ, ביום רביעי מדד מחירים לצרכן לחודש אוקטובר (אנו צופים 0.1%), וביום חמישי האומדן הראשון לצמיחה ברבעון ג' (אנו צופים 2.5%).

מאקרו ישראל

- ✓ השכר הממוצע עלה ב- 4% ב- 12 החודשים האחרונים (עד אוג'), קצב מהיר יחסית. יחד עם זאת, בחודשים יוני-אוג' מסתמנת התמתנות מסוימת.
- ✓ בחודשים האחרונים מסתמן קיפאון במספר משרות השכיר, תופעה הנובעת ממחסור של עובדים מתאימים, כאשר מספר המשרות הפנויות נותר גבוה.
- ✓ מסתמנת ירידה קלה באמון העסקי, אך עדיין מדובר ברמת אופטימיות גבוהה.
- ✓ בחודש אוקטובר בנק ישראל רכש \$260 מיליון, והשקל יוסף ב- 0.9% מול הסל.
- ✓ הכנסות גבוהות ממסים (חד פעמיות) הביאה לגרעון נמוך של 1.4% תוצר שנה אחורה.

מאקרו גלובלי

- ✓ **ארה"ב**: האשראי הצרכני עלה מעבר לציפיות (\$20.8 מיליארד) בספטמבר. מדד האמון הצרכני ירד מעט בתחילת נובמבר ל- 97.8 אך נותר מאד גבוה.
- ✓ **באירופה**: ה-EU העלה את תחזית הצמיחה השנה ל- 2.3% (מ- 1.9%).
- ✓ **גרמניה**: ההזמנות בתעשייה עלו ב- 9.5% ב- 12 החודשים האחרונים (עד ספט').
- ✓ **סין**: היצוא עלה ב- 6.9% y/y באוקטובר, התמתנות מ- 8.1% בספטמבר. האינפלציה בסין עלתה ב- 1.9% y/y באוקטובר מ- 1.6% בספטמבר.

שוק האג"ח

- ✓ צפויה עליית תשואות בישראל היום עקב עליית התשואות בארה"ב ביום שישי.
- ✓ אנו סבורים שהתשואות בארה"ב ימשיכו לנוע סביב 2.2%-2.4% עד סוף השנה.
- ✓ קיימת אי ודאות לגבי יכולתו של טראמפ להעביר רפורמה במיסים באופן מהיר. נראה כי הסנאט מעדיף לדחותה לתחילת 2019.
- ✓ ה-spread השלילי באג"ח ישראל מול ארה"ב צפוי להמשיך להתרחב.

זום אין: העלאת ריבית הפד צפויה להביא להשתטחות העקום

- ✓ לפי הניסיון של 2004-2006, העלאת ריבית של 4.25% לא הביאה לעלייה בתשואות הארוכות, אלא להשתטחות העקום.
- ✓ העלאת ריבית אגרסיבית יותר ממתנת את ציפיות האינפלציה, מקטינה את פרמיית הסיכון ובכך תומכת בארוכים.
- ✓ כל עוד שוק האג"ח (וחברי הפד) צופה שריבית "שיווי המשקל" תתייצב סביב 2.75%, קשה לצפות לעלייה חדה בתשואות הארוכות.

אינפלציה	
12 ח' אחרונים	0.1%
אוק'	0.1%
נוב'	-0.2%
דצמ'	0.1%
שנה קדימה	0.5%
2017	0.2%

ריבית	
נוכחית	0.10%
סוף 2017	0.10%
בעוד שנה	0.10%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.529	4.1069
שינוי שבועי	0.5%	0.4%
YTD	-8.1%	1.7%
שנה קדימה	3.50	4.08

אג"ח סחירות	
נוב'	0.0
פדיון סחיר	3.0
תחזית הנפקות	3.0
עודף פדיון	-3.0

עקום התשואות

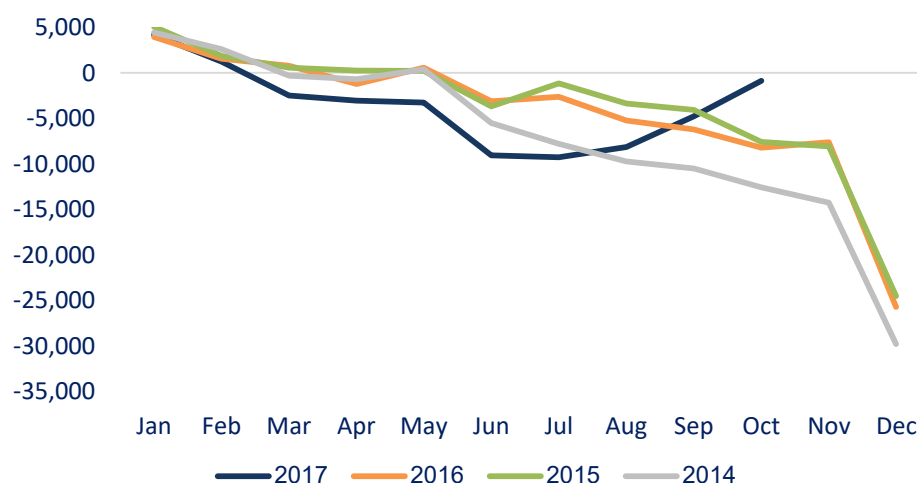
צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	-0.21	-0.1	-0.2
בינוני 922	-0.18	-0.2	-0.2
ארוך 1025	0.21	0.15	0.1
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 219	0.09	0.1	0.1
בינוני 122	0.54	0.55	0.5
ארוך 327	1.69	1.65	1.6
US			
2y	1.65	1.65	1.7
5y	2.05	1.95	1.9
10y	2.40	2.35	2.3

* ט"ק - החודש הקרוב
* ט"ב - 3 חודשים

דילמת עודף גבייה במסים

צפוי עודף גבייה של כ- 15 מיליארד ₪ השנה

אין ספק שנתוני התקציב מרשימים השנה ומפתיעים לטובה. בחודש אוקטובר הגרעון המצטבר ב- 12 החודשים האחרונים ירד ל- 1.4% במונחי תוצר מ- 1.9% לפני חודש ו- 2.15% בשנת 2016. המשך קבלת הכנסות ענק של 6.5 מיליארד ₪ מתשלומי מס דיווידנדים (לאחר 3.2 מיליארד בחודש הקודם) תרמו החודש לעודף תקציבי של 3.9 מיליארד ₪. בנוסף, הביטוח הלאומי הפקיד במשרד האוצר סכום ענק של 6.05 מיליארד ₪ (הפקדה נושאת ריבית) עקב עודפים גדולים מצמצום בהוצאות הביטוח הלאומי. הביטוח הלאומי נהנה מאד מהמצב הכלכלי החיובי, כולל גידול במספר המועסקים ובעליית השכר (אשר מגדילים את הכנסות הביטוח הלאומי) מחד, וירידה במספר הבלתי מועסקים ומקבלי הבטחת הכנסה מאידך (אשר מקטינים את הוצאות הביטוח הלאומי). עודף ההפקדות של הביטוח הלאומי (הפקדות פחות פדיון) הסתכמו עד כה במיליארד ₪ השנה.

הגרעון המצטבר מתחילת השנה (מיליון ש"ח)

לפני שמתלהבים יתר על המידה, נתמקד בצד ההוצאות. בעשרת החודשים הראשונים ההוצאות של המשרדים עלו ב- 9.3% (מול שיעור גידול "מותר" של 8.9%, לפי ספר התקציב). ההוצאות של המשרדים האזרחיים עלו ב- 8.8% לעומת גידול של 10.3% בהוצאות הביטחוניות (למרות שהאוצר טוען שמנוכה עונתיות מדובר בגידול של 7.3% בלבד).

המשך גידול מהיר בהוצאות עלול לפגוע באמינות. גרעון נמוך על רקע גידול חד פעמי בהכנסות דוחה את החשש לפגיעה באמינות בפיסקאלית. יחד עם זאת, חשוב להדגיש כי הגידול בהוצאות הינו פרמננטי (לא קל לקצץ בהוצאות) כאשר אין בכל שנה הכנסות ענק ממכירת מובילאיי או הקטנה זמנית בשיעור מס דיווידנדים בחברות הארנק.

הלחץ הפוליטי להוריד מסים עצום, בפרט עם ריח הבחירות באוויר. שר האוצר תומך במהלך של הורדת מס הכנסה על שכבות הביניים והורדת מס יבוא בעיקר על מוצרים אשר אינם מתחרים עם הייצור המקומי. מהיכן המקורות? לא ממש ברור. לא ניתן להעביר עודפי מסים משנה לשנה. האוצר יכול להקדים החזרי מיסים לסוף 2017 (במקום 2018) לבצע תרגילי shifting של הקדמת הוצאות אבל בסך הכול מדובר בתרגילים הנהוגים כל השנה. מקור נוסף (קטן יחסית): חלק מתשלומי מס על משיכת דיווידנדים השנה יתקבלו רק ב- 2018

(האוצר מעריך כ- 1-2 מיליארד ₪).

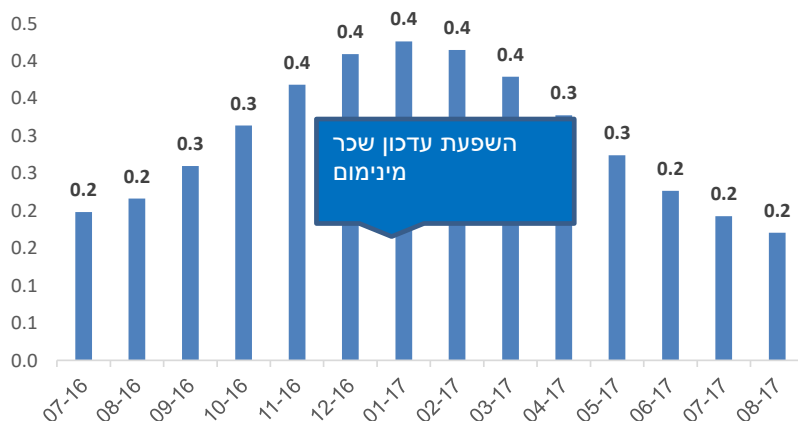
כפי שציינו בעבר, התמתנות בפעילות (אולי אירוע גלובלי) תחשוף את המצב האמתי במבנה התקציב ותביא לגידול חד בגרעון. לא מזמן היו שם עם גרעון של 4.2% תוצר בשנת 2012.

הגידול בשכר הממוצע מעט מתמתן

השכר הממוצע צפוי להתרחב ב- 4% ב- 2018

בחודשים יוני-אוגוסט השכר הממוצע עלה ב- 2.4% (נתוני המגמה בחישוב שנתי) לאחר גידול של 4.0% בשלושת החודשים הקודמים. יתכן שקצב עליית השכר הושפע מעדכון שכר מינימום (3.6% בינואר). צפויה השפעה דומה (על האצה בקצב עליית השכר) עם עדכון שכר מינימום נוסף של 6% בדצמבר 17. לכן, סביר להניח המשך עליית שכר ב- 2018 בקצב מהיר של 4% אשר מעלה את כוח הקניה של הציבור ותורם ללחצי אינפלציה, גם מצד הביקושים וגם מצד העלויות. בנק ישראל מדגיש שבשנים האחרונות הירידה במחירי האנרגיה אפשרה לפירמות להעלות את השכר בלי לשחוק את הרווחיות, אך מאז 2016 מחירי האנרגיה עולים בהדרגה. לכן, **כעת התייקרות בתשומות העבודה (מעבר לפריון) צפויה ללחוץ על המחירים כלפי מעלה.**

עליית שכר חודשית (לפי נתוני מגמה)



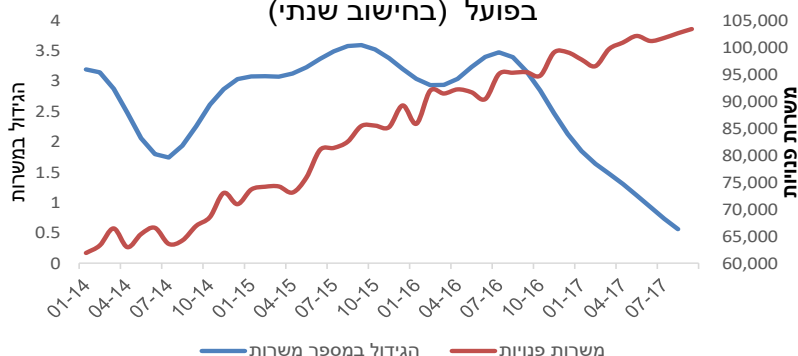
מספר משרות השכיר מתמתן אך הביקוש לעובדים עולה

בחודשים יוני-אוגוסט מספר משרות השכיר עלה ב- 0.6% בלבד (נתוני מגמה בחישוב שנתי) התמתנות מקצב גידול של 1.1% בשלושת החודשים הקודמים. התמתנות זו נובעת, כנראה, ממחסור של עובדים מתאימים ולא מירידה בביקוש לעובדים חדשים. מספר המשרות הפנויות נמצא בשיא: 103.4 אלף בחודש ספטמבר לעומת 95.4 אלף לפני שנה.

ההתמתנות במספר המשרות לא נובעת מירידה בביקוש לעובדים

הגרף הבא ממחיש זאת: נימשך הגידול במספר המשרות הפנויות במקביל להתמתנות בקליטת עובדים חדשים. **שילוב זה תומך בלחצי שכר במשק.**

מספר המשרות הפנויות מול הגידול במספר המשרות בפועל (בחישוב שנתי)



ארה"ב:

נתונים חיוביים:

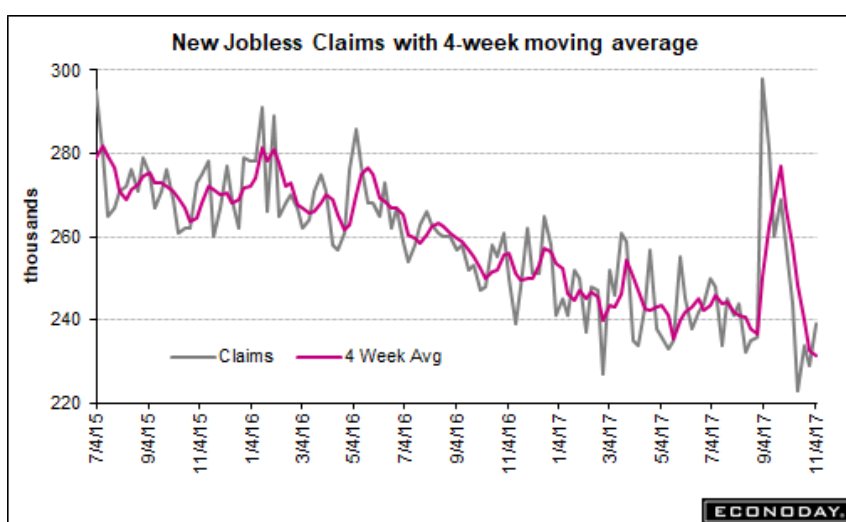
✓ האשראי הצרכני עלה ב- 20.8\$ מיליארד בחודש ספטמבר (מעל הציפיות של 17.3 מיליארד), זאת לאחר 13.1 מיליארד בחודש אוגוסט.

✓ רמת האמון הצרכני של מישגן ירדה מעט בתחילת נובמבר אך עדיין נותרה על רמה היסטורית גבוהה מאד (97.8 נקודות), מה שתומך בהמשך גידול בצריכה הפרטית.

נתונים חלשים:

✓ מספר דורשי העבודה החדשים הגיע ל- 239 אלף בשבוע האחרון (מול ציפות ל- 232 אלף) ולאחר 229 אלף בשבוע הקודם. עדיין מדובר ברמה היסטורית נמוכה של מחפשי עבודה (ראה גראף):

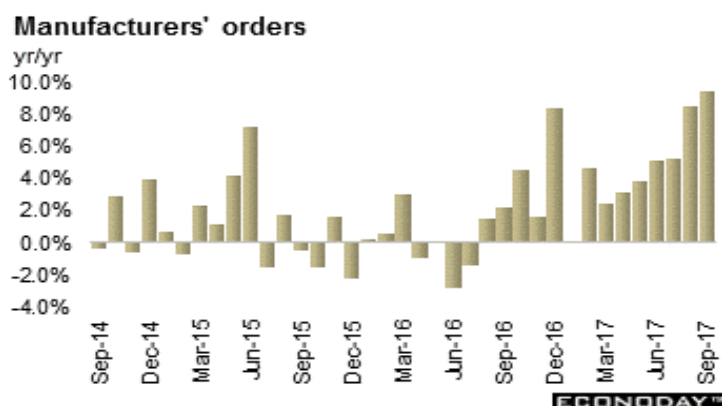
הפד נחוש להמשיך להעלות את הריבית



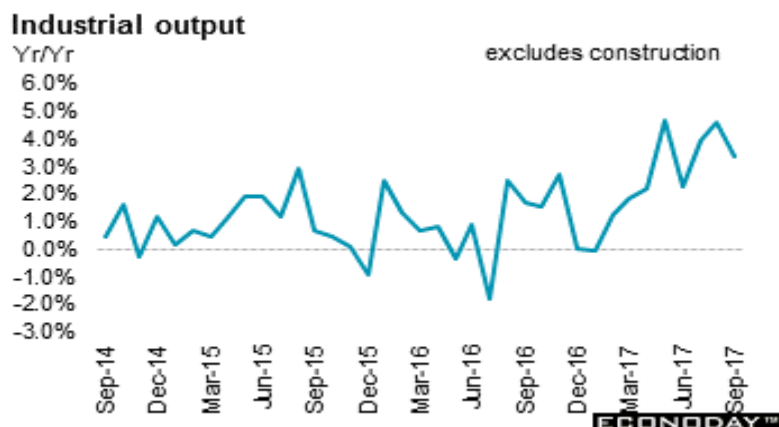
הפד נחוש להמשיך להעלות את הריבית, בין היתר על רקע מכלול של נתוני מאקרו מאד חיוביים (מדדי מנהלי הרכש, הזמנות בתעשייה, צמיחה וכו'), זאת למרות ההתמתנות באינפלציית הליבה (1.3% y/y). שיקולי הפד כוללים: החזרת התחמושת המוניטארית, ציפייה שלחצי האינפלציה יגיעו בעתיד ו- (אולי הכי חשוב) רצון למנוע התפתחות בועתית בשוקי הנכסים.

האצה בפעילות בגרמניה

✓ בחודש ספטמבר ההזמנות בתעשייה עלו 1% לאחר עלייה של 4.1% באוגוסט. ב- 12 החודשים האחרונים ההזמנות עלו ב- 9.5%.



✓ הייצור התעשייתי עלה ב- 3.5% ב- 12 החודשים האחרונים.

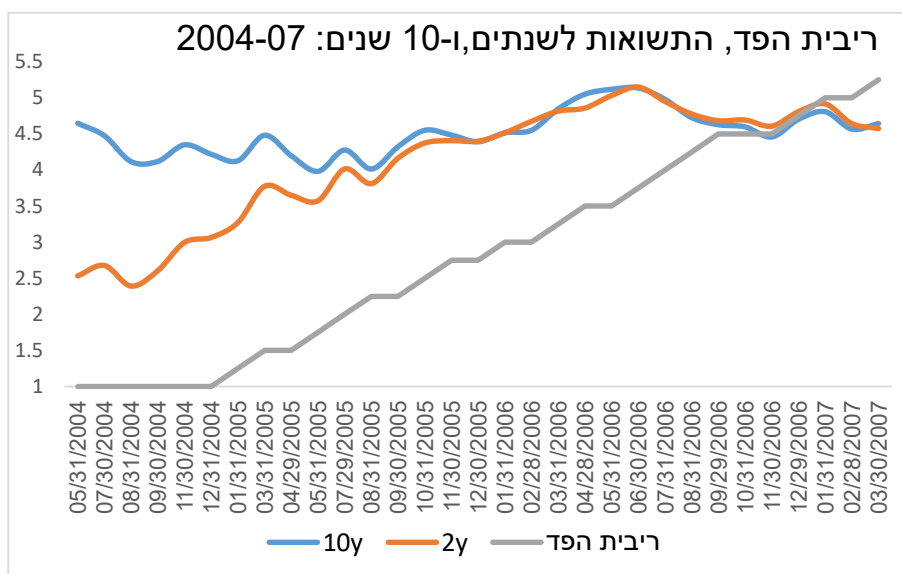


ה-EU העלה את תחזית הצמיחה השנה עבור מדינות ה-EU (28 מדינות) ל- 2.3% השנה מ- 1.9% בתחזית הקודמת. אירופה נהנית מירידה באבטלה, התרחבות בצריכה הפרטית וגידול בסחר העולמי. לפי הערכתנו, ה- ECB צפוי להעלות את הריבית ברבעון א' 2019, לאחר סיום ה- tapering.

זום אין: The Greenspan Conundrum revisited, מה ניתן ללמוד מ- 2004-2006?

רבים מצפים לעלייה (אולי אפילו עלייה חדה) בתשואות הארוכות בארה"ב ולהתחזקות הדולר כאשר הפד ימשיך להעלות את הריבית במהלך 2018. הגישה הפשטנית אומרת: עלייה בריבית הפד תשפיע גם על הריבית הארוכה. לפני שנתייחס לשאלה זו, כדאי לחזור ולנתח את שוק האג"ח בשנים 2004-2006, תקופה בה הפד (גרינשפן) העלה את הריבית מ- 1% (בסוף 2004) ל- 5.25% במרץ 2007. בחודש נובמבר 2004 התשואה על אג"ח ל- 10 שנים עמדה על 4.3% ובסוף תקופת הריסון התשואה עלתה ל- 4.6% (במרץ 2007). הפער בין התשואה ל- 10 שנים לשנתיים ירדה מ- 2.3% בסוף 2004 ל- 0.1% במרץ 2007. הגרף הבא ממחיש את התפתחות זו:

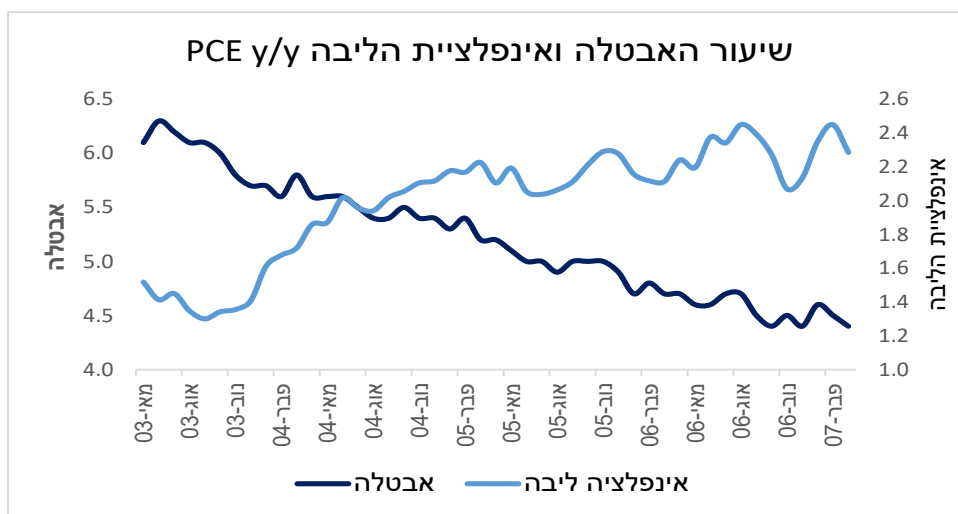
העלאת ריבית הפד לא בהכרח תביא עליית תשואות ארוכות



בנאום של גריינשפן בפברואר 2005 הוא כינה את התופעה "conundrum" או תעלומה בשוק האג"ח. בסך הכול התופעה מוסברת על ידי ירידה חדה בפרמיית הסיכון בשוק האג"ח (term premium). בתחילת התקופה שוק האג"ח כבר תמחר העלאת ריבית אגרסיבית במשך חיי האיגרת (ל-10 שנים). בנוסף, שוק האג"ח הבין שריבית של 1% רחוקה משיווי משקל (The Fed was behind the curve) ותיצור לחצי אינפלציה בעתיד אשר יביאו לעליית ריבית מהירה יחסית. הערכה זו הייתה מבוססת על הסתכלות בנתונים הבסיסיים, אשר תמכו בהעלאת ריבית מהירה:

- ✓ שיעור האבטלה ירד מ-6.3% ביוני 2003 אל מתחת ל-5% במהלך שנת 2005, שיעור אשר אז נחשב שיעור האבטלה בתעסוקה מלאה.
- ✓ אינפלציית הליבה (PCE) עלתה מ-1.3% y/y באוקטובר 2003 ל-2% (ומעט יותר) בסוף 2004 והמשיכה לעלות ל-2.5% עד אוגוסט 2006.

שיעור האבטלה ואינפלציית הליבה ב-2003-2007:



ככל שהפד העלה את הריבית בצורה אגרסיבית בתגובה לשתי ההתפתחויות הללו, ציפיות האינפלציה ירדו ולכן גם פרמיית הסיכון בשוק האג"ח.

תופעה דומה (אך פחות קיצונית) התרחשה בשנה האחרונה. שלוש העלאות ריבית הפד בשנה האחרונה וציפיה להעלאה נוספת בדצמבר הביאו לצמצום הפער בין התשואה ל-10 שנים לבין התשואה לשנתיים מ-1.3% לפני שנה ל-0.7% היום. לפני שנה התשואה ל-10 שנים עמדה על 2.38%, דומה לתשואה היום. כל ההשתטחות בעקום נגרמה על ידי עליית תשואות באפיקים הקצרים יותר.

אולי נצפה בשנת 2018 לתופעה דומה ל- conundrum של גריינשפן?

✓ אם הפד יעלה את הריבית לפי תוואי הריבית בתחזית חברי הפד (dots) אזי התשואות ל-10 שנים (ללא פרמיית סיכון) היום אמורות להיסחר סביב 2.5%-2.55%. היום, בניגוד לשנת 2004 שוק האג"ח לא מתמחר העלאת ריבית כה אגרסיבית (השוק מתמחר רק שתי העלאות ריבית עד סוף 2018, ולא ארבעה כפי שחברי הפד מצפים).

✓ חשוב להדגיש שחברי הפד רואים ריבית "שיווי משקל" אחרי 2020 equilibrium (long run) על רמה של 2.75%. מדובר ב"עוגן" לטווח הארוך. כל עוד חברי הפד לא מעלים את ריבית "שיווי המשקל" קשה לצפות לעליית תשואות חדה באפיקים הארוכים.

✓ גם אם הפד "צודק", עקום התשואות צפוי להמשיך להשתטח. בהנחה של העלאת ריבית אגרסיבית יחסית בשנת 2018 (3 העלאות ריבית לאחר העלאה בדצמבר 17), אזי סביר להניח עליית תשואות מתונה ב-10 שנים בעוד שנה לכיוון 2.5%-2.6% ועליית תשואות מהירה יותר באפיקים הקצרים יותר.

כאשר היום התשואה ל-10 שנים בארה"ב נסחרת סביב 2.4% ולאחרונה התגברו הקשיים ליישום מהיר של רפורמה במיסים בארה"ב, נדמה שהפוטנציאל להמשך עליית תשואות מצמצם יחסית.

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 מיעוץ 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.