

יונתן כץ
ונלכלני לידר
שווקי הון

קצב הנפקות האוצר צפוי להמשיך להצטמצם

נקודות עיקריות

השבוע האחרון אופיין בירידות בשוקי המניות ועליית תשואות. השווקים ממשיכים לחשוש מאינפלציה וממדיניות מוניטארית מאד מרסנת. הירידה בתוצר בארה"ב (-1.4%) תמכה בחששות מסטגפליציה, למרות שהרכב הצמיחה היה סביר. נתונים אחרים היו חיוביים, כולל ההזמנות של מוצרי בני קיימא ותנוני ההכנסה והצריכה.

מאקרו ישראל: המשך התרחבות ברבעון א'

בחדש מרץ הרכישות בכרטיסי אשראי ירדו ב-0.4%, שיעור מתון יחסית לאחר גידול של 3.9% בינואר-פברואר.

הייצור התעשייתי של ענפי הטכנולוגיה העלית ממשיך להתרחב בקצב מאד מהיר. בחדש מרץ שיעור האבטלה הצר ירד ל-3.4% (לעומת 3.5% ערב הקורונה).

המשק הישראלי מתקרב לתעסוקה מלאה, מה שתומך בלחצי שכר.

החלטת הריבית האחרונה (עלייה של 0.25%) התקבלה פה אחד.

סביבת האינפלציה: מדד גבוה באפריל

בחדש אפריל צפוי מדד גבוה של 0.9% עקב עלייה חדה במחירי הנסיעות לחו"ל. בשבוע האחרון השקל פוחת ב-3.1% מול הדולר ונותר יציב מול היורו.

מחירי הדלקים עלו ב-1.7% בתחילת היום: תחזית מדד מאי עודכנה ל-0.6%.

חזאי המאקרו (בממוצע) מצפים לאינפלציה של 2.8% שנה קדימה (עלייה מ-2.6% לפני חודש).

ארה"ב: הביקוש המקומי נותר איתן

הצמיחה ירדה ב-1.4% ברבעון א' אך הצריכה הפרטית הריאלית עלתה ב-2.7% במרץ ההכנסה הפנויה עלתה ב-0.5% והצריכה הפרטית ב-1.1% (מעל הציפיות).

אינפלציית הליבה PCE התמתנה ל-5.2% מ-5.3% לפני חודש.

במרץ ההזמנות של מוצרי בני קיימא "הליבה" עלו ב-1.1% (מול הצפי של 0.6%). בפברואר מחירי הבתים Case-Shiller עלו ב-20.2% y/y, האצה מ-18.9%.

במרץ מספר הבתים החדשים שנמכרו ירד ב-9% על רקע התייקרות המשכנתאות. באפריל מדד האמון הצרכני עלה מעל הציפיות עם שיפור ברכיב הציפיות קדימה.

אירופה: צמיחה מתונה בהשפעת המלחמה

הצמיחה ברבעון א' הגיעה ל-0.2% (הצפי היא ל-0.3%) לאחר צמיחה של 0.3% האינפלציה באפריל עלתה ב-7.5% שנה אחורה (בהתאם לציפיות) כאשר אינפלציית הליבה עלתה ב-3.5% (מעל הצפי של 3.1%) מ-3.0% לפני חודש.

בגרמניה סקר אמון עסקי IFO מצביע על שיפור מסוים בציפיות קדימה. שוודיה העלתה את הריבית ב-0.25% כאשר לפני חודשיים שידרה יציבות עד 2024.

סיני: התמתנות על רקע הסגרים

מדדי מנהלי הרכש בתעשייה ירדו בצורה חדה (ל-47-46) ומצביעים על התכווצות. שוק האג"ח:

במאי האוצר ינפיק 3.5 מיליארד \$ באג"ח סחיר לעומת פדיון של 3.6 מיליארד \$.

האוצר ממשיך להקטין את הגיוס הסחיר: מגמה זו צפויה להימשך (ראה "זום אין").

ביום רביעי הפד צפוי להעלות את הריבית ב-0.5% ולהציג תוכנית לצמצום המאזן. אנחנו ממשיכים להעדיף את האפיקים הצמודים הקצרים עקב ציפיה למדדים גבוהים גם באפריל וגם במאי (מעל ציפיות השוק).

זום אין: הצמצום בהיקף ההנפקות יימשך

על רקע נתונים תקציביים חיוביים, במאי האוצר המשיך לצמצם את היקף ההנפקות ב-23% לעומת תחילת השנה.

לפי החישובים שלנו, הגירעון השנה יגיע ל-1%-1.2% תוצר או כ-17 מיליארד \$.

האוצר צפוי לממן את הגירעון על ידי 18 מיליארד \$ ממכירת קרקעות ("הפרטה"), עוד כ-2 מיליארד \$ מימון מחו"ל נטו, וכ-15 מיליארד \$ על ידי שימוש בפיקדון.

משמעות הדבר, צפוי מימון מקומי נטו שלילי של כ-18 מיליארד \$.

דחיית ביטול המיועדות לאוקטובר צפויה להגדיל את הגיוס הלא סחיר השנה. משמעות: ביוני-דצמבר צפוי גיוס סחיר של כ-3 מיליארד \$ לחדש בממוצע.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	3.5%
אפריל	0.9%
מאי	0.6%
יוני	0.1%
שנה קדימה	3.0%
2023	1.9%

ריבית	
נוכחית	0.35%
סוף 2022	1.25%
בעוד שנה	1.50%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.317	3.5127
שינוי שבועי	3.1%	0.0%
YTD	3.7%	-0.2%
שנה קדימה	3.25	3.45

גיוס מול פירעון	מאי
פדיון סחיר	3.6
תחזית הנפקות	3.5
עודף פדיון	0.1

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 923	-2.85	-2.9	-2.7
בינוני 726	-1.42	-1.5	-1.4
ארוך 1131	-0.35	-0.4	-0.5

שקלי			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 723	1.08	1.1	1.2
בינוני 1026	1.89	1.9	1.9
ארוך 432	2.36	2.4	2.4

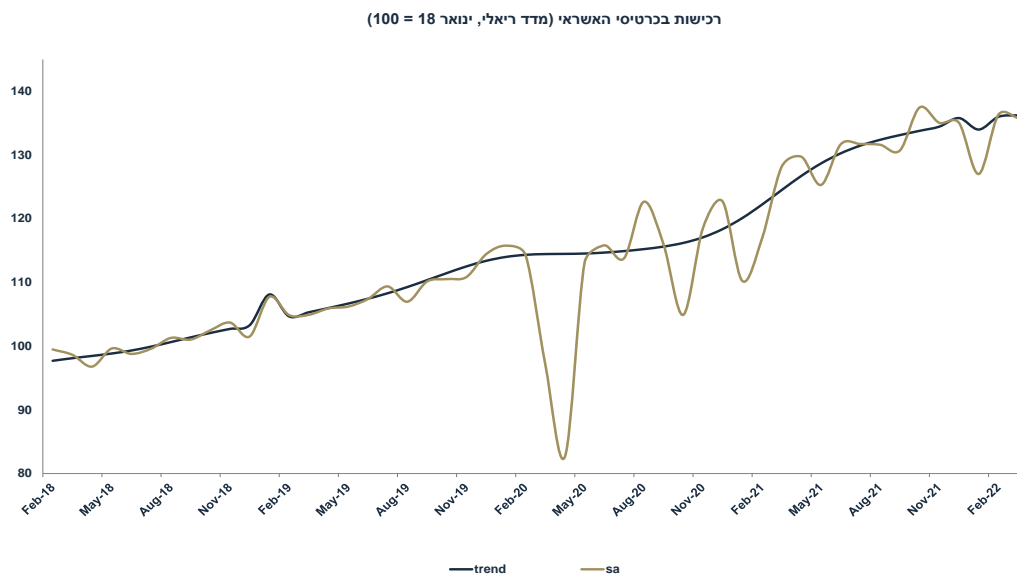
US			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
2y	2.71	2.7	2.8
5y	2.95	3.1	3.2
10y	2.93	3.0	3.1

* ט"ק - החודש הקרוב

מאקרו ישראל

המשך צמיחה ברבעון א' תומכת בריסון מוניטארי

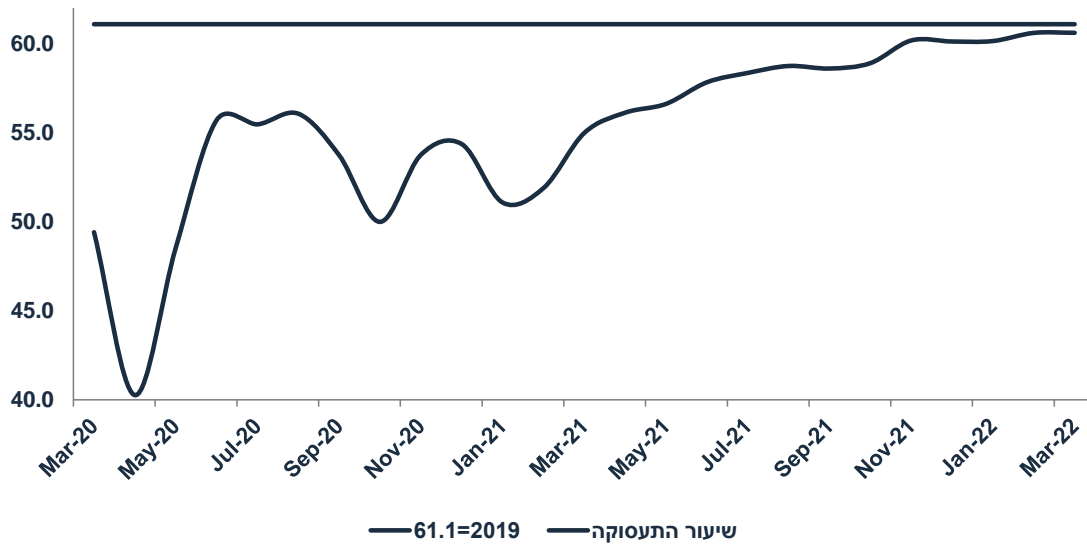
במרץ הרכישות בכרטיסי האשראי ירדו ב-0.4% "בלבד" (בניכוי עונתיות) לאחר זינוק של 3.9% בחודשיים הקודמים (התאוששות מהאומיקרון). נתונים יומיים של בנק ישראל הצביעו על ירידה חדה יותר בצריכה בחודש מרץ בשיעור של 2%, אך מדובר במקור פחות אמין. המסחר הקמעונאי עלה ב-3.4% בחודשים ינואר-פברואר. הייצור התעשייתי ממשיך להתרחב בהובלת ענפי התיירות. הייצור התעשייתי עלה ב-9% בדצמבר-פברואר (בחישוב שנתי) כאשר הייצור של ענפי הטכנולוגיה העלית עלה ב-22%. מכלול האינדיקטורים מצביע על המשך התרחבות בפעילות בתחילת השנה בקצב נאה, זאת לאחר צמיחה מהירה של 17% ברבעון ד' 21. **התפתחות זו תומכת בהמשך העלאת ריבית על ידי בנק ישראל.**

שוק העבודה ממשיך להתאושש

שיעור האבטלה הצר ירד בחודש מרץ ל-3.4% מ-3.7% בפברואר. שיעור האבטלה הרחב ירד ל-4.8% מ-5.4%. שיעור התעסוקה עלה ל-60.6% ומתקרב למצב ערב הקורונה (61.1%). **שוק עבודה מתהדק כאשר הביקוש לעובדים ממשיך לעלות, מה שתומך בלחצי שכר (ולכן גם לחצי אינפלציה).**

הערה: העלייה בשיעור האבטלה במחצית השנייה של מרץ ל-3.7% מ-3.2% במחצית הראשונה מאד מטעה. הנתונים של חצי חודש מאד תנודתיים וקיימת בעיה חזקה של העדר ניכוי עונתיות. גם בינואר ובפברואר שיעורי האבטלה במחצית השנייה של החודש היו גבוהים יחסית למחצית הראשונה של החודש. הגרף הבא ממחיש את ההערכה לגבי "הידוק שוק העבודה":

שיעור התעסוקה החודשי מול ממוצע 2019



מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: שלישי: נתוני התעסוקה למחצית הראשונה של חודש אפריל, השכר הממוצע ומספר משרות השכיר (פברואר): נתון חשוב לבחון את מידת הלחץ האינפלציוני משוק עבודה "הדוק", ויצוא שירותים (פברואר).

ארה"ב: ירידה בתוצר לא תשפיע על מדיניות הפד

ברבעון הראשון של השנה המשק האמריקאי התכווץ ב-1.4%, זאת לעומת הצפי להתרחבות בשיעור של 1.0% (כל השינויים בחישוב שנתי). ההפתעה הגדולה הייתה בירידה החדה במלאי, סעיף שנוטה לתקן ברבעונים הבאים.

⟨ הצריכה הפרטית עלתה ב-2.7% (הצפי היה ל-3.5%) במונחים ריאליים, כאשר צריכת מוצרים למעט מוצרי בר קיימא ירדה ב-2.5%. צריכת שירותים עלתה ב-4.2%.

⟨ בחודש מרץ הצריכה הפרטית הנומינלית עלתה ב-1.1% (הצפי היה ל-0.6%). מדובר בגידול ריאלי של 0.2%.

⟨ חשבון הסחר (יבוא ויצוא) גרע 3.2% מהצמיחה. היבוא עלה ב-17.7% והיצוא ירד ב-5.9%.

⟨ ההשקעות בנכסים קבועים במשק עלה ב-7.1%, מזה ההשקעות בבניה למגורים עלו ב-2.1% וההשקעות האחרות (השקעות בענפי המשק) עלו ב-9.2%.

⟨ הצריכה של הממשלה ירדה ב-2.7% על רקע סיום תמיכות הקורונה וירידה בתשלומי דמי אבטלה.

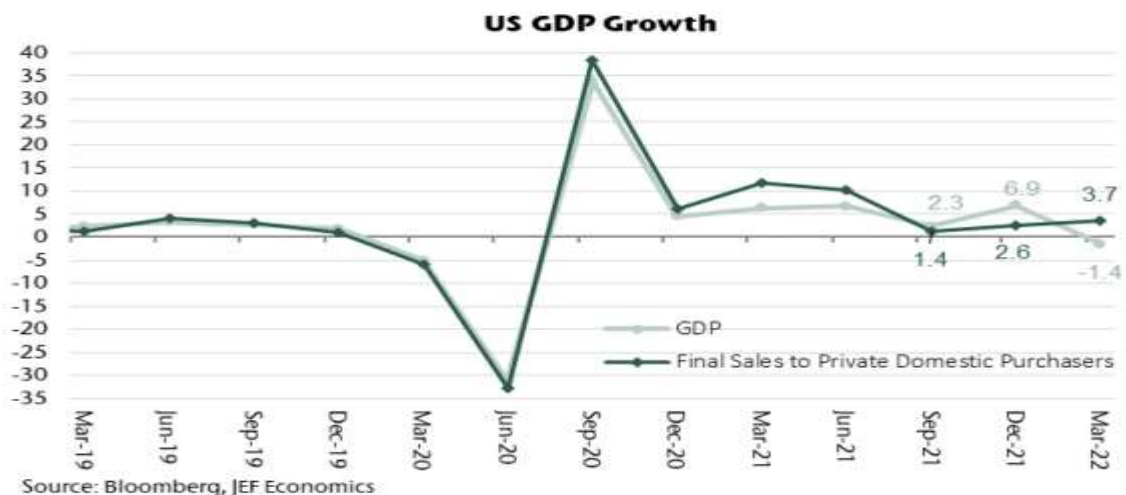
⟨ ירידה במלאי גרעה 0.84% מהצמיחה ברבעון א' (לאחר תרומה של 5.3% ברבעון ד' 21), אך מדובר בסעיף שנוטה להיות תנודתי וצפוי לתקן כלפי מעלה ברבעונים הבאים. סביר להניח ששיבושים בהספקה של חומרי גלם (שבבים וכו') פגעו בייצור.

⟨ ההאצה באינפלציה שחקה את כוח הקנייה של משקי הבית. מחירי הצריכה הפרטית עלו ב-7% ברבעון א'.

⟨ עלות העבודה עלתה ב-1.4% ברבעון ד' (או כ-5.7% בקצב שנתי), שיעור גבוה יחסית. זאת כתוצאה משוק עבודה "הדוק".

⟨ למעט חשבון הסחר, הביקוש המקומי (הפרטי למעט הממשלה) עלה ב-3.7% ברבעון א'. המשק האמריקאי עדיין נמצא במסלול של התרחבות, אם כי בקצב מתון יחסית. סביר להניח שקרן המטבע תעדכן את תחזית הצמיחה בארה"ב כלפי מטה מ-3.7% לסביבות 3%.

⟨ מבחינת הפד, נתוני הצמיחה לא ישנו את תוואי העלאת הריבית האגרסיבי.



נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: שני: ארה"ב: מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה (אפריל). שלישי: מספר המשרות הפנויות (JOLTS). רביעי: מדד מנהלי הרכש ISM בשירותים (אפריל) והחלטת ריבית הפד – צפויה העלאת ריבית של 0.5% והודעה על תחילת תוכנית צמצום המאזן. הפד צפוי לאותת על המשך העלאות ריבית בשיעור של 0.5% בהחלטות הקרובות. שישי: נתוני תעסוקה (אפריל).

זום אין: צמצום היקף ההנפקות על ידי האוצר צפוי להימשך

על רקע נתוני תקציב חיוביים, האוצר המשיך לצמצם את היקף ההנפקות ב-23% מ-4.5 מיליארד ₪ בתחילת השנה ל-3.5 מיליארד ₪ במאי. מתחילת השנה (נתונים עד חודש מרץ) החשבון הפיסקאלי הסתכם בעודף של 23.4 מיליארד ₪. בהנחה שתוואי הגירעון באפריל-דצמבר יהיה דומה לזה של 2019 (ערב הקורונה), צפוי גירעון שנתי של כ-15-14 מיליארד ₪. בינתיים כנראה שנתוני הגירעון באפריל ממשיכים להיות חיוביים.

בהנחה שחולשה בשווקים תמתן את ההכנסות ממסים, הגירעון השנה יגיע אולי ל-1%-1.2% תוצר או כ-17-16 מיליארד ₪. האוצר צפוי לממן את הגירעון על ידי 18 מיליארד ₪ ממכירת קרקעות ("הפרטה"). בשנת 2021 היו הכנסות של 13.6 מיליארד ₪ והשנה היקף מכירת קרקעות צפוי להיות גבוה יותר. כידוע, הכנסות ממכירת קרקעות נרשמת בתור מימון הגירעון ולא כהכנסה רגילה.

עוד כ-2 מיליארד ₪ ימומנו מגיוס בחו"ל נטו (הגיוס בחו"ל מעל פדיון הקרן בחו"ל). האוצר כבר הנפיק 1.5 מיליארד יורו השנה + 2.0 מיליארד דולר שיתקבלו מגיוסי הבונדס.

עוד כ-15 מיליארד ש"ח ימומנו על ידי "שימוש בפיקדון" או עודפי גיוס משנים קודמות (מעבר לצורכי המימון). בשנת 2020 הפיקדון גדל ב-22.3 מיליארד ₪ וב-2021 חל גידול נוסף של 5.7 מיליארד ₪, סך הכול גידול של 28 מיליארד ₪ אשר מהווה מקור מימוני לשנים הבאות.

משמעות הדבר: לפי ההנחות הנ"ל, צפוי מימון מקומי נטו שלילי של כ-18 מיליארד ₪ (סך המימון המקומי פחות פדיון הקרן של 80.5 מיליארד ₪), או כ-62 מיליארד ₪.

דחיית ביטול המיועדות לאוקטובר צפויה להגדיל את הגיוס הלא סחיר לכיוון 20 מיליארד ₪ השנה (נמוך יחסית השנה בשל הירידות בשווקים). בשנת 2021 היה גיוס לא סחיר של 37 מיליארד ₪.

משמעות הדבר, גיוס סחיר של 42 מיליארד ₪, כאשר כמחצית מסכום זה (21 מיליארד ₪) יונפקו בינואר-מאי. כלומר, היתרה לגיוס אג"ח סחירות תעמוד על 21 מיליארד ₪ בחודשים יוני-דצמבר.

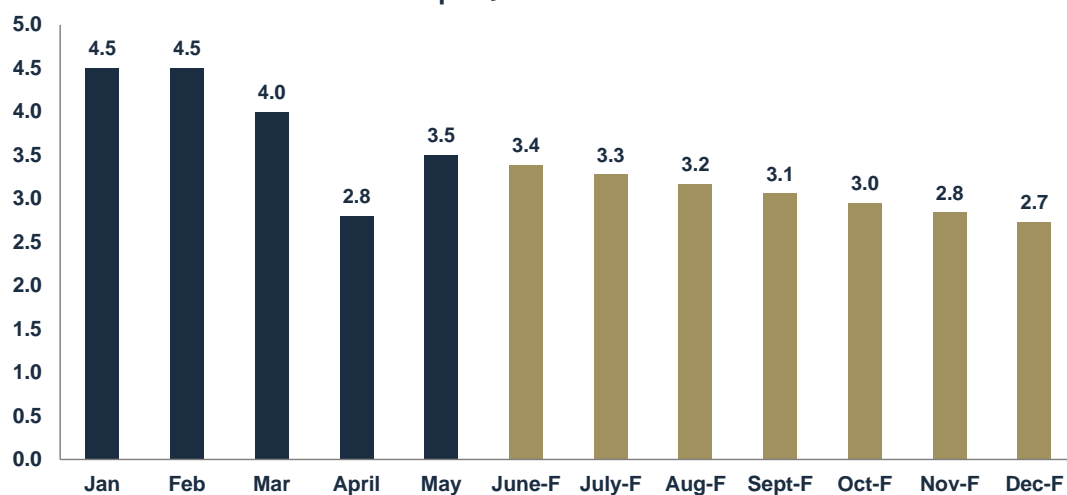
משמעות הדבר: ביוני-דצמבר צפוי גיוס סחיר ממוצע של כ-3 מיליארד ₪ לחודש. סביר להניח שהאוצר ימשיך לצמצם בהדרגה את הגיוס במהלך השנה לכיוון 2.7 בסופה (כ-650 מיליון לישבוע מ-850 מיליון במאי).

האוצר יתקשה להוריד את הגיוס בצורה חדה יותר כדי לא לפגוע בנזילות בשוק.

משמעות: המשך צמצום ההנפקות השנה מהווה גורם חיובי לאפיקים הארוכים. פער התשואות בין ארה"ב ובין ישראל צפוי להמשיך להתרחב.

2022	Billions ILS
צורכי מימון תקציבי	16
הכנסות ממכירת קרקעות	17
שימוש בפיקדון	15
מימון מחו"ל נטו	2
מימון מקומי נטו (1)	-18
פדיון קרן מקומי (2)	80.5
סך הגיוס המקומי הנדרש $3 = (1+2)$	62.5
מזה גיוס לא סחיר (4)	20
גיוס סחיר $6 = (3-4)$	42.5
הנפקות בינואר-מאי (7)	21
תחזית הנפקות ביוני-דצמבר (6-7)	21.5
הנפקות לחודש ממוצע ביוני-דצמבר	3.1

תחזית הגיוס הסחיר עד סוף השנה



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 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.