

הגירעון ב- 2022 צפוי לרדת אל מתחת ל- 3%

יונתן כץ
וכלכלני לידר
שוקי הון

נקודות עיקריות

נתוני אינפלציה גבוהים בארה"ב יחסית לציפיות העיבו על השווקים ותמכו בעליית תשואות. הפד עשוי להאיץ את קצב הצמצום בהיקף רכישות האג"ח כדי להכין את השוק להעלאת ריבית באמצע 2022. לפי מדד האמון הצרכני, החשש לאינפלציה הולך ומתגבר. החדשות החיוביות כללו את הודעת פיזר על תרופה בטיפול חולי קורונה וירידה נוספת במספר דורשי העבודה.

מאקרו ישראל:

- < באוקטובר הגירעון התקציבי המצטבר ירד ל- 5.5% תוצר מ- 7.2% (שנה אחורה).
- < ההכנסות ממסים בינואר-אוק' גבוהות ב- 19% לעומת ינואר-אוק' 19, לפני המשבר.
- < באוק', סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על האצה צפויה בפעילות הכלכלית.
- < בחודשים אוג'-אוק' היצוא התעשייתי התרחב ב- 6.5% בחישוב שנתי.
- < מסתמנת התרחבות מהירה ביבוא חומרי גלם וירידה מתונה ביבוא מוצרי צריכה.
- < מדד האמון הצרכני ירד מעט באוק', אך משקי הבית יותר אופטימיים לגבי העתיד.
- < ביום שלישי הלמ"ס תפרסם את הצמיחה ברבעון ג'. **אנו צופים צמיחה של 6%.**

סביבת האינפלציה:

- < צפוי מדד של 0.3%-0.4% באוקטובר עקב עלייה עונתית במחירי ההלבשה ומוצרים רבים, כולל רכבים וריהוט וציוד לבית.
- < בספט' מוסדיים צמצמו את שיעור החשיפה למט"ח ל- 17.7% מ- 19.5% במרץ.
- < בשבוע האחרון הייסוף בשקל נמשך, בפרט מול היורו, על רקע התחזקות הדולר.
- < הנגיד ירון חזר ואמר שמידת ההתערבות תלויה "במצב המשק", אשר נראה מאד חיובי כעת.
- < מסתמנת ירידה במחירי הובלת סחורות בעולם. Baltic Dry Index ירד ב- 50% מתחילת אוקטובר.

ארה"ב:

- < באוק' אינפלציית הליבה עלתה ב- 0.6% וב- 4.6% y/y, האצה מ- 4.0%, ו- 0.2% מעל הציפיות בשוק. **תופעת האינפלציה נראית רחבה יותר ופחות "טרנזיטורית"**.
- < מדד מחירי התפוקה PPI הליבה עלה ב- 0.4% וב- 6.8% y/y בהתאם לצפי.
- < בספט' מספר משרות הפנויות ירד מעט ל- 10.4 מיליון (הצפי היה ל- 10.1 מיליון) מ- 10.6 מיליון). מספר ההתפטריות עלה לשיא של 4.43 מיליון. **מספר רב של משרות פנויות תומך בהמשך לחצי שכר (ולכן גם בלחצי אינפלציה).**
- < בנובמבר מדד האמון הצרכני של מישגן ירד כנראה עקב חשש לאינפלציה, עם ציפיות לעליית מחירים של - 4.9% שנה קדימה (עלייה מ- 4.8%).

אירופה:

- < מדד האמון העסקי בגרמניה ZEW קפץ כמעט ב- 10 נקודות ומשדר אופטימיות קדימה.

שוק האג"ח: השוק הגיב למדד אוקטובר

- < עלייה חדה באינפלציה תמכה בעליית תשואות בארה"ב בימים האחרונים.
- < פיץ אישררה את הדירוג של ישראל על A+ עם אופק יציב.
- < בשבוע הקרוב שוק האג"ח יושפע מנתוני האינפלציה בישראל.
- < למרות החשש למדד גבוה באוקטובר, מגמת הייסוף בשקל צפויה למתן את האינפלציה. לאחר פרסום המדד, קיימת עדיפות לאפיקים השקליים.

זום אין: צמצום בגיוס ב- 2022 יתמוך בשוק האג"ח

- < הגירעון התקציבי צפוי להסתכם השנה ב- 4.7% תוצר.
- < האוצר רואה הכנסות גבוהות ב- 16 מיליארד ₪ ב- 2022 יחסית למה שמופיע בספר התקציב. **הגירעון התקציבי עשוי להגיע ל- 2.7% תוצר ב- 2022.**
- < מתוך גירעון למימון ב- 2022 של 42 מיליארד ₪, כ- 10 מיליארד ימומנו מחו"ל ועל ידי הפרטה (מכירת קרקעות). בנוסף, האוצר צפוי לנצל עודפי גיוסים משנים קודמות בסך 10 מיליארד ₪.
- < לכן, צפוי גיוס מקומי נטו נמוך של כ- 22 מיליארד ₪, או כ- 100 מיליארד ברוטו.
- < צפוי גיוס לא סחיר של כ- 20 מיליארד (עד יולי), ו- 80 מיליארד בגיוס הסחיר.
- < לכן, צפוי גיוס סחיר ממוצע של כ- 6.5 מיליארד ₪ לחודש, היקף נמוך יחסי

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	2.5%
אוקטובר	0.35%
נובמבר	-0.1%
דצמבר	0.0%
שנה קדימה	1.5%
2022	1.5%

ריבית	
נוכחית	0.10%
סוף 2022	0.25%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.112	3.5621
שינוי שבועי	-0.2%	-1.1%
YTD	-3.2%	-9.7%
שנה קדימה	3.00	3.53

גיוס מול פירעון	נוב'
פדיון סחיר	20
תחזית הנפקות	5
עודף פדיון	15

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 923	-2.53	-2.5	-2.3
בינוני 726	-1.87	-1.8	-1.6
ארוך 1131	-1.11	-1.0	-0.8

שקלי			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 723	0.23	0.2	0.2
בינוני 1026	0.78	0.8	0.9
ארוך 432	1.45	1.5	1.6

US			
	0.5	0.5	0.51
2y	0.5	0.5	0.51
5y	1.4	1.3	1.22
10y	1.8	1.65	1.56

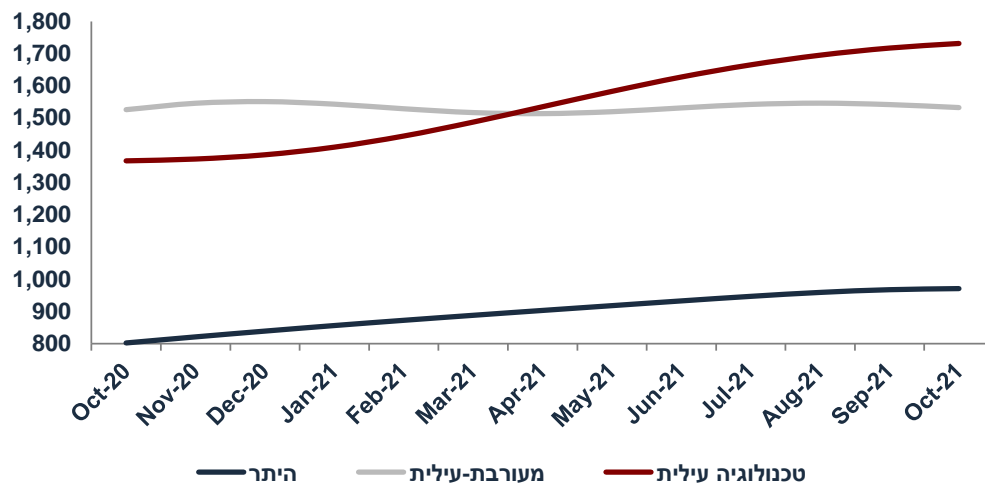
* ט"ק - החודש הקרוב

מאקרו ישראל

גידול מהיר ביצוא התעשייתי של ענפי ההיי טק

באוגוסט- אוקטובר סך הכול היצוא התעשייתי עלה ב- 7% בחישוב שנתי (לפי נתונה המגמה) לאחר גידול של 18% בשלושת החודשים הקודמים. עיקר הגידול היה בענפי הטכנולוגיה העלית (17% ו- 38% בהתאמה), אשר מהווה קצת יותר ממחצית מסך היצוא התעשייתי. יבוא חומרי הגלם עלה ב- 29% באוג-אוק' לאחר גידול של 44%. מדובר באינדיקטור חיובי לפעילות העתידית (בענפי התעשייה, בנייה, ותשתיות), למרות שחלק מעלייה זו נובע מעליית מחירי הסחורות בעולם. יבוא מוצרי צריכה ירד ב- 3% בשלושת החודשים האחרונים לאחר גידול של 15%. בסך הכול גירעון הסחר ממשיך להתרחב (גידול של 67% השנה), אך בינתיים השפעה זו ההתקזזה על ידי גידול מהיר ביצוא שירותי היי טק. הגורמים הבסיסיים ממשיכים לתמוך בשקל.

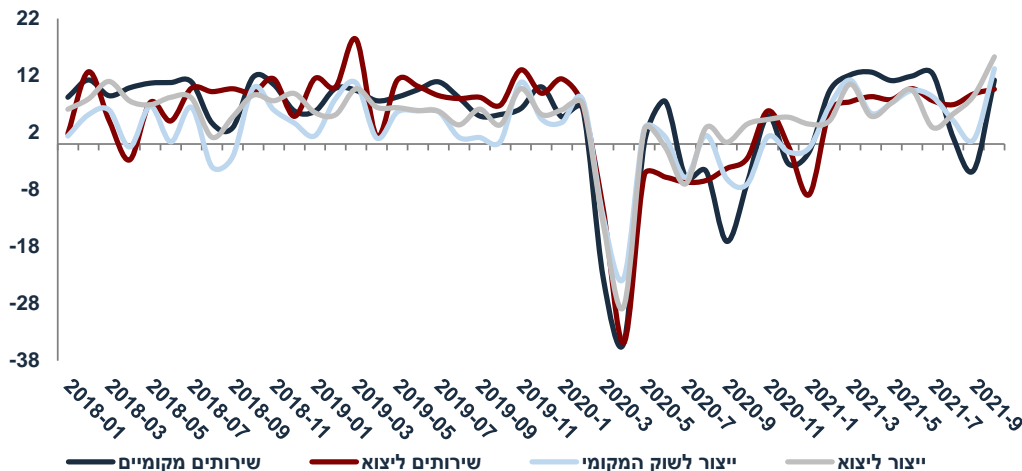
היצוא התעשייתי לפי עוצמת הטכנולוגיה - מיליוני דולר, נתוני מגמה



אופטימיות בסקטור העסקי

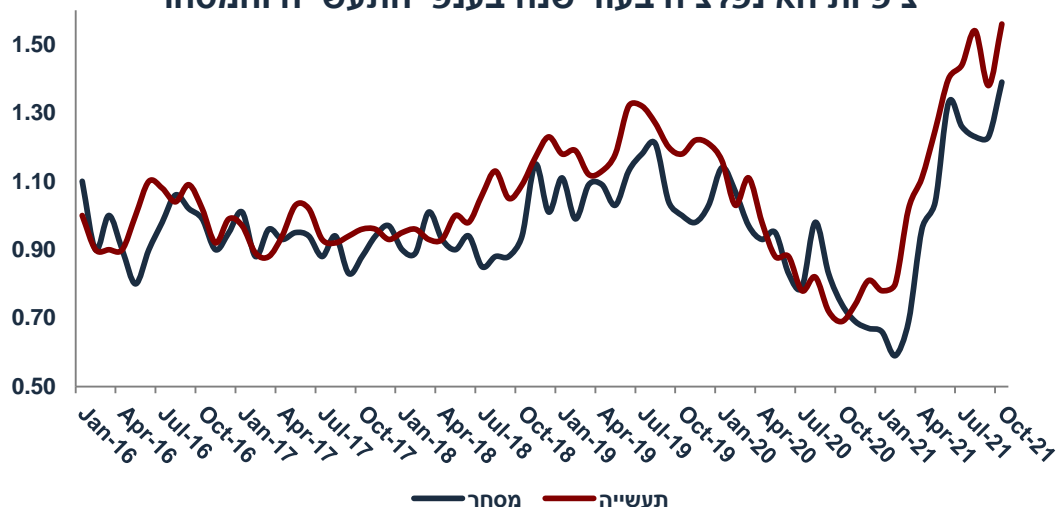
לפי סקר מגמות בסקטור העסקי של הלמ"ס, מסתמנת התרחבות מהירה בענפי המשק (כולל מלונאות), זאת בהתחשב בעונתיות של תקופת החגים בספטמבר. לגבי האינדיקטורים המובילים, מסתמנת ציפייה להאצה בפעילות בתעשייה ובענפי השירותים, גם לשוק המקומי וגם לייצוא. הציפיות לגבי הפעילות קדימה גם עלו בענפי הבינוי והמסחר. סקר (מאד) אופטימי זה תומך בהערכה שקצב הצמיחה עשוי להפגיע לטובה (להיות מעל 7% השנה), מה שתומך בהמשך גידול מהיר בהכנסות ממיסים והמשך מדיניותו של בנק ישראל לצמצם את ההתערבות בשוק המט"ח.

הציפיות לשינוי בפעילות בתעשייה ובשירותים (מאזן נטו)



ציפיות האינפלציה שנה קדימה עלו ל- 1.56% בתעשייה (מ- 1.38%) ול- 1.39% בענפי המסחר (מ- 1.23%). למרות העלייה בציפיות, מדובר בציפיות לאינפלציה נמוכות בהרבה יחסית לציפיות המגולמות בשוק ההון.

ציפיות האינפלציה בעוד שנה בענפי התעשייה והמסחר



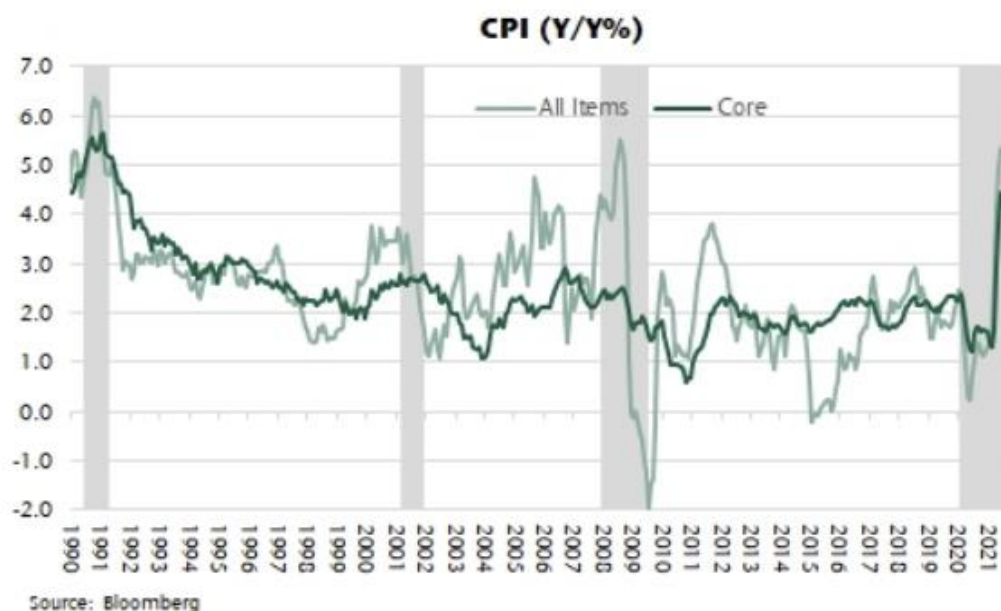
מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: יום ראשון: מכירות של דירות חדשות (ספטמבר). שני: מדד המחירים לצרכן עבור חודש אוקטובר. אנו צופים מדד של 0.3%-0.4% בהשפעת עלייה עונתית במחירי ההלבשה, המשך התייקרויות בסעיפים רבים כגון מכוניות, ריהוט וציוד לבית, עלייה עונתית במחירי הפירות והירקות והמזון. צפויה המשך עלייה במחירי השכירות בקצב שנתי. מחירי הדלקים עלו ב- 1.3%. שלישי: נתוני הצמיחה לרבעון ג' (אומדן ראשון). אנו צופים נתון חיובי של 6% על רקע התרחבות בצריכה הפרטית ובייצוא שירותי היי טק, זאת לעומת קיפאון ביצוא התעשייתי. יום חמישי: מספר המשרות הפנויות לאוקטובר, נתון חשוב כדי לבחון את מידת הלחץ לעליית שכר במשק.

תחזית מדד חודש אוקטובר 2021			
תרומה חזויה	שיעור שינוי חזוי	משקל	
0.01%	0.1%	14.6	מזון
0.05%	1.4%	3.4	פירות וירקות
0.04%	0.2%	24.7	דיר
0.01%	0.2%	9.1	אחזקת דיור
0.01%	0.3%	3.7	ריהוט וציוד לבית
0.17%	6.8%	2.6	הלבשה והנעלה
0.00%	-0.1%	6.0	בריאות
-0.01%	-0.1%	11.4	חינוך ותרבות
0.05%	0.2%	18.7	תחבורה ותקשורת
0.02%	0.3%	6.0	שונות
0.35%		100.0	סך הכל מדד

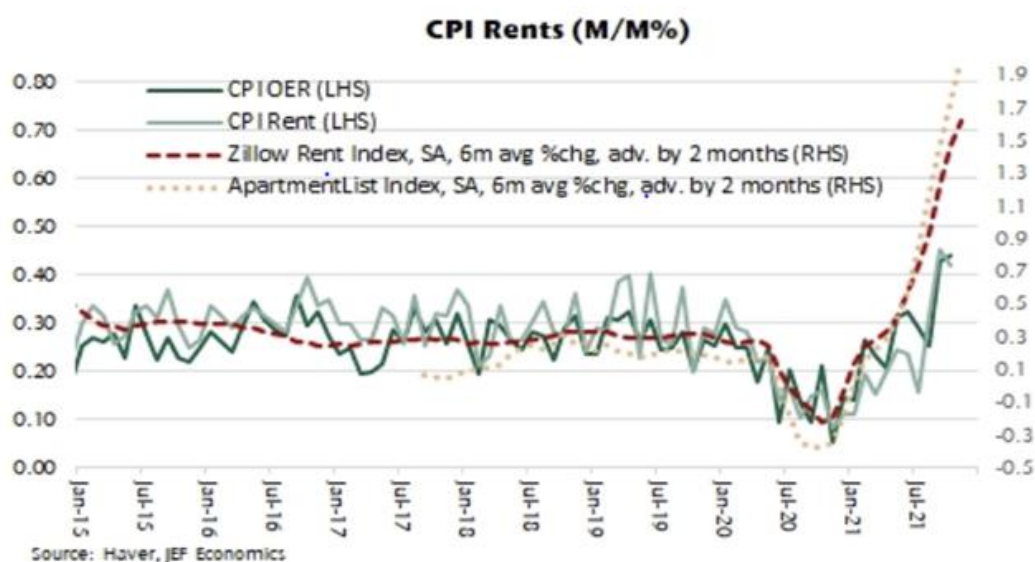
מאקרו חו"ל

ארה"ב: האינפלציה הפתיעה כלפי מעלה

האינפלציה באוקטובר עלתה ב- 0.9% (6.2% שנה אחורה) והליבה ב- 0.6% (4.6% שנה אחורה, האצה מ- 4.0% בספטמבר), מעל הצפיות ב- 0.2%. תופעת האינפלציה נראית יותר רוחבית. מסתמנת עלייה חדה במחירי המכוניות (1.4% חדשות, 2.5% משומשות), עלייה של 0.9% במחירי המזון (0.8% בארוחות מחוץ לבית), 0.8% ברהיטים ו- 0.4% במחירי הדיור (3.5% שנה אחורה, האצה מ- 3.2%). לא נראה שמדובר רק באינפלציה "טרנזיטורית", כפי שטוען הפד.



במבט קדימה, האיום העיקרי על האינפלציה צפוי מרכיב הדיור (מחירי השכירות), אשר מהווה כ- 41% מסך אינפלציית הליבה. אינדיקטורים לגבי מחירי השכירות (מודעות באינטרנט של Apartment list – Zillow) מצביעים על האצה בקצב עליית מחירי השכירות:

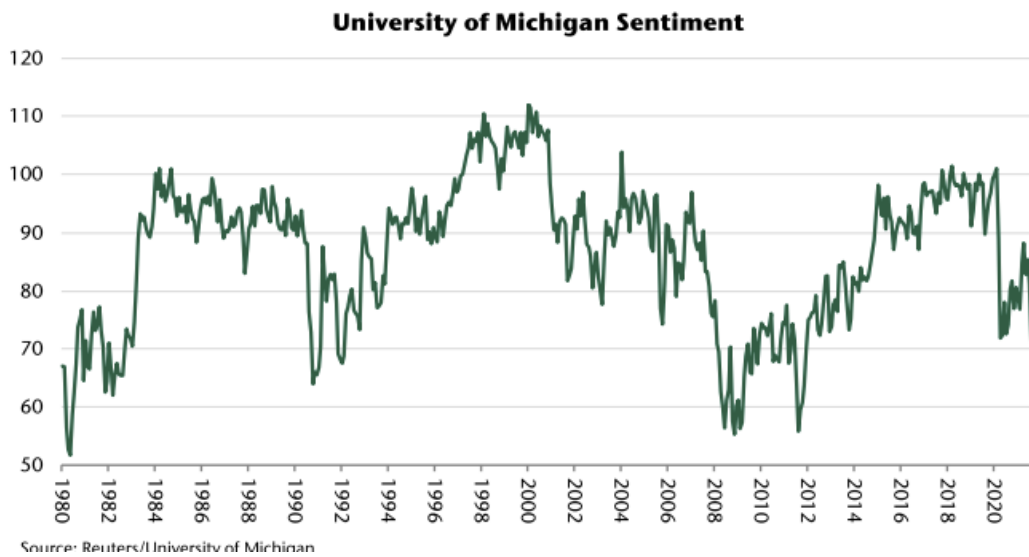


בטווח הקצר, מחירי המכוניות גם צפויים להמשיך לעלות, זאת לפי מדד Manheim (סקר מחירי רכיבים משומשים) אשר עלה ב- 9.2% באוקטובר ונוטה להיות מדד מקדים לשינוי במחירי הרכיבים המשומשים ב- CPI. האינפלציה עלולה להגיע ל- 7% בסוף 2021 עם עלייה של 6% באינפלציית הליבה בתחילת 2022.

תחזית האינפלציה שלנו בישראל לאוקטובר עומדת רשמית על 0.3% עם נטייה ל-0.4%, זאת לאור הסבירות לעלייה חדה במחירי המכונות ומחירי ההלבשה (יחסית לתחזית שלנו).

למרות ההתאוששות משקי הבית פסימיים

בהחלט קשה להסביר באופן מלא את הירידה במדד האמון הצרכני של משיגן ל-66.8 נקודות בנובמבר מ-71.7 נקודות. מסתמנת ירידה חדה גם ברכיב השוטף וגם ברכיב הציפיות קדימה. מדובר ברמה היסטורית מאד נמוכה (ראה גרף), זאת למרות ההתאוששות בפעילות הכלכלית, התרחבות מהירה בתעסוקה ומגמת עליית השכר. **ההסבר נעוץ בעיקר בהשפעה השלילית של ההאצה באינפלציה במשק** אשר שוחקת את כוח הקנייה. משקי הבית גם צופים אינפלציה של 4.9% שנה קדימה, עלייה מ-4.8% לפני חודש. **פסימיות צרכנית עלולה להאט את הגידול בצריכה הפרטית ולפגוע בפעילות במשק.**

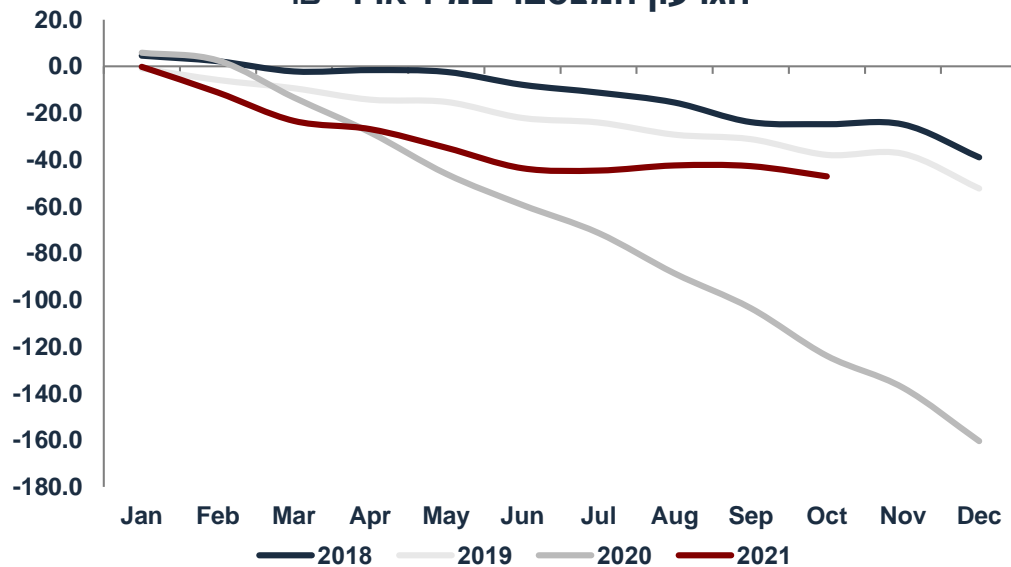


נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: יום שני: סין: הייצור התעשייתי, המסחר הקמעונאי וההשקעות (אוק'). שלישי: ארה"ב: הייצור התעשייתי והמסחר הקמעונאי (אוק'). רביעי: ארה"ב: מספר התחלות הבנייה ואישורי הבנייה (אוק'), ונתוני אינפלציה ב-UK (אוק').

זום אין: היקף גיוס נמוך יתמוך בשוק האג"ח

הגירעון התקציבי המצטבר ב-12 החודשים האחרונים ירד ל-5.5% תוצר באוקטובר מ-7.2% בספטמבר ו-11.9% במרץ 21. ההכנסות המיסים ממשיכות להפגיע לטובה על רקע האצה בפעילות (כולל בנדל"ן) ומס רווחי ההון על מכירות של חברות היי טק. סך ההכנסות עלו ב-30% בינואר-אוקטובר. במקביל, מסתמנת ירידה בהוצאות בגין הקורונה ועלייה מתונה בלבד בהוצאות האחרות של המשרדים (ב-2.3%). הגירעון התקציבי צפוי להסתכם השנה ב-4.7% תוצר, כמעט מחצית מהגירעון כפי שנחזה בתחילת השנה.

הגרעון המצטבר במיליארדי ₪



הנתון המשמעותי והמפתיע ביותר הינו הגידול החד בהכנסות ממיסים. למעשה, ההכנסות ממסים מתחילת השנה גבוהות ריאלית ב-19% לעומת אותה תקופה ב-2019 (ערב משבר הקורונה), זאת למרות שהמשק "איבד" 2% תוצר במצטבר. הסיבות: גידול חד ממס רווחי ההון (בעיקר בסקטור ההיי טק), רמת פעילות שיא בנדל"ן ומגבלות הנסיעות לחו"ל אשר תמכו במיסים המקומיים.

בשלב זה, האוצר סבור שתחזית ההכנסות ממסים בספר התקציב נמוכה מדי ב-16 מיליארד ₪ ב-2022 (או כ-1% תוצר) לעומת ההערכה המעודכנת. יחד עם זאת, יש לקחת בחשבון שסעיף הרזרבה הוגדל ב-10 מיליארד ₪ (תוספת הוצאה פוטנציאלית) על ידי ראש הממשלה. המשמעות: הגירעון התקציבי עשוי להגיע ל-2.7% תוצר בלבד (או כ-42 מיליארד ₪ למימון), פחות מהיעד הרשמי של 3.9%.

איך ימומן הגירעון ב-2022?

מימון מחו"ל: בספר התקציב מופיע גיוס נטו מחו"ל של 1.9 מיליארד ש"ח. בהתחשב בכך שהאוצר לא גייס בחו"ל ב-2021, הנחה זו נראית שמרנית. בדרך כלל, האוצר מאפשר את הגדלת הגיוס יחסית ליעד המקורי. אנו מניחים גיוס נטו של 4 מיליארד ₪ בחו"ל.

הפרטה: עד אוקטובר 21 האוצר הכניס כ-3 מיליארד ₪, בעיקר במכירת קרקעות. הנחנו הכנסות ממכירת קרקעות של 6 מיליארד ₪ ב-2022, על רקע הציפייה לשיוק קרקע משמעותי על ידי הממשלה בשנה הבאה.

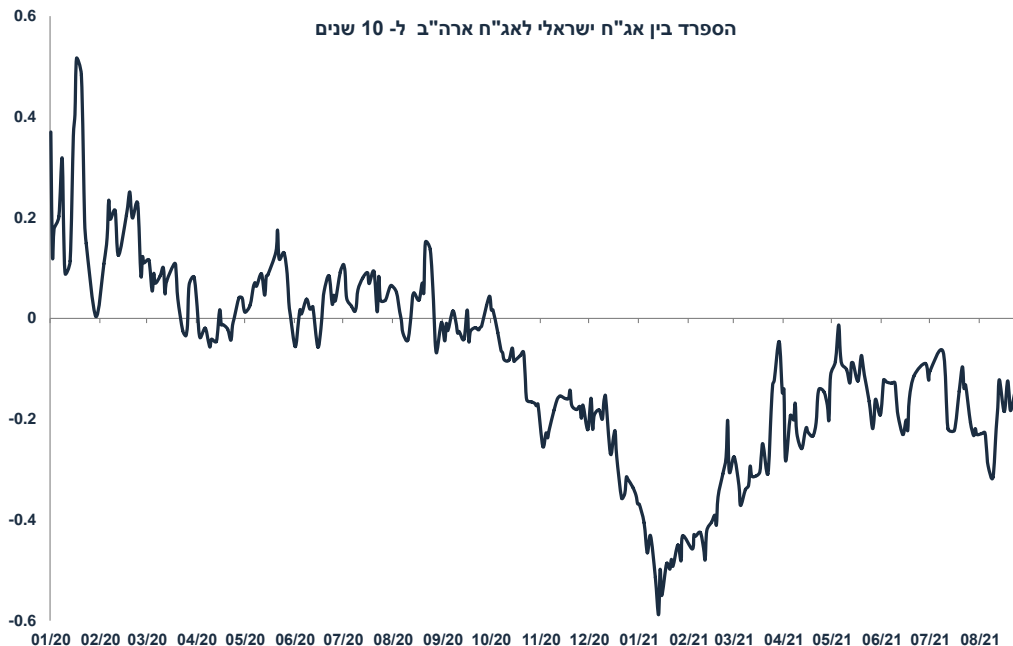
שימוש בפיקדון: בשנת 2020 האוצר גייס 23 מיליארד ₪ מעבר לגירעון בפועל, זאת כתוצאה מ"הפתעת הגירעון הנמוך" יחסית לתחזיות האוצר עד אמצע השנה. ב-2021 האוצר התכוון "לנצל" חלק מהפיקדון (עודף הגיוס) אך שוב המציאות טפחה על פניו ונסיים את השנה עם גירעון נמוך משמעותי יחסית להערכת האוצר במחצית א' של השנה. האוצר לא רוצה "לייבש" את השוק ולכן ממשיך כעת להנפיק 5 מיליארד ₪ לחודש. משמעות הדבר: כנראה שב-2021 האוצר לא צפוי לנצל כמעט את הפיקדון. לכן, כוונת האוצר לנצלו ב-2022 בהיקף משמעותי, ככל שאפשר. אחרת האוצר מבין שמדובר בעלייה מיותרת בחוב הממשלתי.

עקב כך האוצר צפוי לנצל את הפיקדון (עודף גיוסים משנים קודמות) ב- 2022 בהיקף לא מבוטל. אנו מעריכים שימוש של כ- 10 מיליארד ₪.

אנו צופים גיוס מקומי נטו נמוך של כ- 22 מיליארד ₪, או כ- 99 מיליארד ברוטו (צפוי פדיון קרן של כ- 77 מיליארד ₪).
צפוי גיוס לא סחיר של כ- 20 מיליארד (עד ביטול ההנפקות המיועדות בחודש יולי), ו- 79 מיליארד בגיוס הסחיר. משמעות הדבר, קצב גיוס סחיר של כ- 6.6 מיליארד ₪ לחודש בממוצע. מדובר בהיקף נמוך יחסית אשר תומך בשוק האג"ח.

Billions ILS	2022
42	צרכי מימון תקציבי
6	הכנסות ממכירת קרקעות
10	שימוש בפיקדון
4	מימון מחו"ל נטו
22	מימון מקומי נטו (1)
77	פדיון קרן מקומי (2)
99	סך הגיוס המקומי הנדרש $3 = (1+2)$
20	מזה גיוס לא סחיר (4)
79	גיוס סחיר $6 = (3-4)$
6.6	הנפקות לחודש בממוצע 2022

משמעות הדבר: אנו צפויים עלייה ב- spread השלילי בין אג"ח ישראל לבין אג"ח ארה"ב, גם על רקע סביבת אינפלציה נמוכה יותר בישראל יחסית לארה"ב, וגם סביבה פסיקאלית חיובית יותר.



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 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.