

יונתן כץ
וכלכלני לידר
שוקי הון

עלתה ההסתברות להעלאת ריבית של 0.5% בשבוע הבא

נקודות עיקריות

התשואות בארה"ב עלו בחדות לקראת סוף השבוע שעבר, גם על רקע שיפור באמון הצרכני ועלייה בציפיות האינפלציה וגם כתוצאה מהתבטאויות ניציות ממספר חברי הפד. בישראל, הפיחות בשקל נמשך על רקע חוסר וודאות פוליטית וחשש ליציאת הון. מגמה זאת, אם היא תימשך בשבוע הקרוב, עלולה לתמוך בהעלאת ריבית של 0.5% ב-20.2, תלוי במדד ינואר כמובן.

מאקרו ישראל: המשך צמיחה עם ציפייה להתמתנות

< נתוני תקציב המדינה בחודש ינואר מצביעים על ירידה חדה בהכנסות ממסים, בפרט בגביית מס הכנסה, אך גם בגבייה ממיסי צריכה (ראה: "זום אין").
< סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על צמיחה יציבה כעת עם ציפייה להתמתנות. לעומת זאת, משקי הבית פסימיים יותר כאשר מדד האמון הצרכני של הלמ"ס ירד ב-4 נקודות ל-21 בינואר, רמה היסטורית מאד נמוכה.

סביבת האינפלציה: הפיחות בשקל נמשך

< אנו צופים מדד של 0.1% בחודש ינואר בהשפעת התייקרות במחירי החשמל, המזון ורכבים, אך מנגד צפויה ירידה עונתית חדה במחירי ההלבשה.
< מחירי הנפט בעולם עלו על רקע הודעת רוסיה על קיצוץ בתפוקת הנפט.
< הפיחות בשקל התחזק לקראת סוף השבוע ונמשך לאחר קביעת השער היציג ביום שישי.

ארה"ב: עלייה בביקוש לדיור

< הביקוש למשכנתאות עלה ב-7.4% בשבוע האחרון עד ה-3 בפברואר. ירידת התשואות תרמה להתאוששות בביקוש לדיור, לא מה שפאוול רוצה לראות.
< מספר דורשי העבודה עלה ב-13 אלף ל-196 אלף, אך עדיין מדובר ברמה נמוכה.
< מדד האמון הצרכני של משיגן עלה ב-1.5 נק' עם שיפור בעיקר ברכיב המצב השוטף. מיוני 22 מדד האמון עלה ב-16.4 נק'. ציפיות האינפלציה שנה קדימה עלו ל-4.2% מ-3.9%. **חוזקם של משקי הבית מאפשר המשך העלאת ריבית.**
< הלמ"ס האמריקאית תיקנה את מקדמי העונתיות מה שמראה אינפלציית ליבה של **0.35% בממוצע בשלושת חודשים האחרונים ולא 0.25%**.

אירופה: נתונים מעורבים

< המסחר הקמעונאי ירד ב-2.7% בדצמבר אך הנתון של נובמבר תוקן כלפי מעלה ל-1.2% מ-0.8%. ב-2022 המסחר ירד ב-2.8% לאחר גידול של 10% ב-2021.

קיימת הסטה מצריכת מוצרים לצריכת שירותים, הדומה למגמה הגלובלית.

< בגרמניה ההזמנות בתעשייה עלו ב-3.2% (הצפי היה ל-2%) אך הייצור ירד ב-3%.

שוק האג"ח: פחתה האטרקטיביות בארוכים

< עליית תשואות בארה"ב צפויה להעביע על שוק האג"ח הישראלי בתחילת השבוע.
< מגמת הפיחות בשקל (לא רק מול הדולר) נובעת לא רק מירידה בשווקים.
< קיים חוסר וודאות לגבי המדיניות של הממשלה וסיכון לפגיעה בדירוג.
< במידה ומגמת הפיחות תימשך, מה שיעלה את סביבת האינפלציה וציפיות האינפלציה, בנק ישראל צפוי להגיב על ידי העלאת ריבית של 0.5% בשבוע הבא, או המשך העלאת ריבית בחודש אפריל. **פיחות בשקל מקנה עדיפות לצמודים.**
< הפער השלילי בארוכים מול ארה"ב צפוי להצטמצם.

זום אין: גירעון הממשלה עלול להפתיע לרעה

< שנת 2022 הייתה שנה מאד מבורכת, עם שילוב של גידול מהיר בהכנסות וגידול מתון יחסית בהוצאות הממשלה. שילוב זה הביא לעודף תקציבי של 0.6% תוצר.
< שנת 2023 צפויה להיות בעייתית בשני התחומים: גם האצה בהוצאות וגם ירידה נומינלית בהכנסות.
< בניגוד לתפיסה המקובלת, דחיית אישור התקציב לא מהווה גורם מרסן הוצאות.
< הגירעון התקציבי עלול להגיע ל-3.7% תוצר, מה שיכתוב עלייה בגיוס הממשלתי.
< הרעה בסביבה הפיסקאלית צפויה לתמוך בצמצום בפער התשואות מול ארה"ב.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	5.3%
ינואר	0.1%
פברואר	0.2%
מרץ	0.5%
שנה קדימה	3.2%
2024	2.7%

ריבית	
נוכחית	3.75%
בעוד שנה	4.25%
סוף 2024	3.75%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.507	3.7578
שינוי שבועי	3.2%	1.2%
YTD	-0.3%	0.1%
שנה קדימה	3.58	3.78

גיוס מול פירעון	
פברואר	0.4
פדיון סחיר	5.0
תחזית הנפקות	-4.6
עודף פדיון	

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר	1.01	0.9	0.9
5904			
בינוני	0.75	0.75	0.7
527			
ארוך	0.65	0.6	0.6
1131			

שקלי	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר	3.65	3.8	3.9
425			
בינוני	3.40	3.5	3.5
928			
ארוך	3.33	3.4	3.4
432			

US			
2y	4.52	4.5	4.5

5y	3.92	3.8	3.8
10y	3.73	3.6	3.4

* ט"ק - החודש הקרוב

צמיחה יציבה אך עם צפי להתמתנות

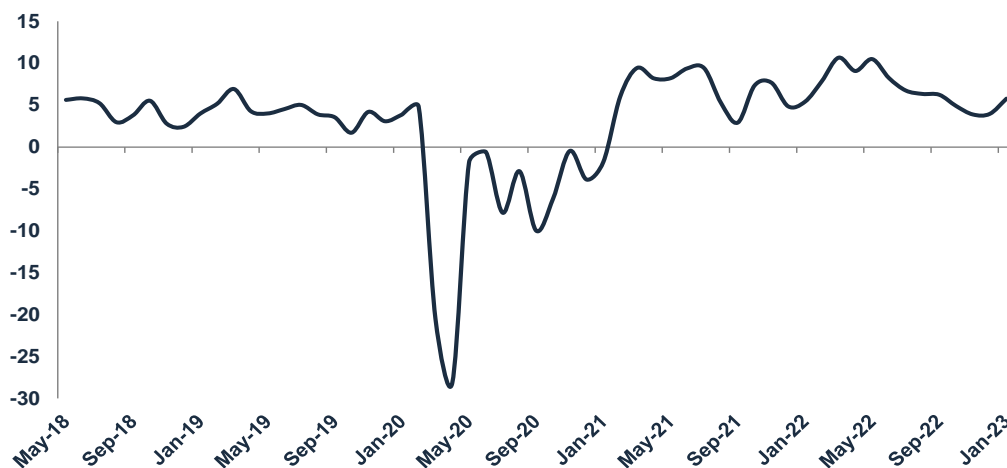
בחודש ינואר, סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על המשך התרחבות בפעילות אך פסימיות גוברת לגבי השינוי בפעילות הצפויה בשלושת החודשים הקרובים. הגרף הבא ממחיש זאת עם רכיב מצב שוטף גבוה יחסית (25.5 נקודות, במאזן נטו), אך התמתנות לגבי הציפיות בשינוי בפעילות לשלושת החודשים הקרובים (מאזן נטו של 2.77 בלבד):

רכיבי המצב השוטף והציפיות לשינוי בפעילות בשלושה חודשים הקרובים (מאזן נטו)



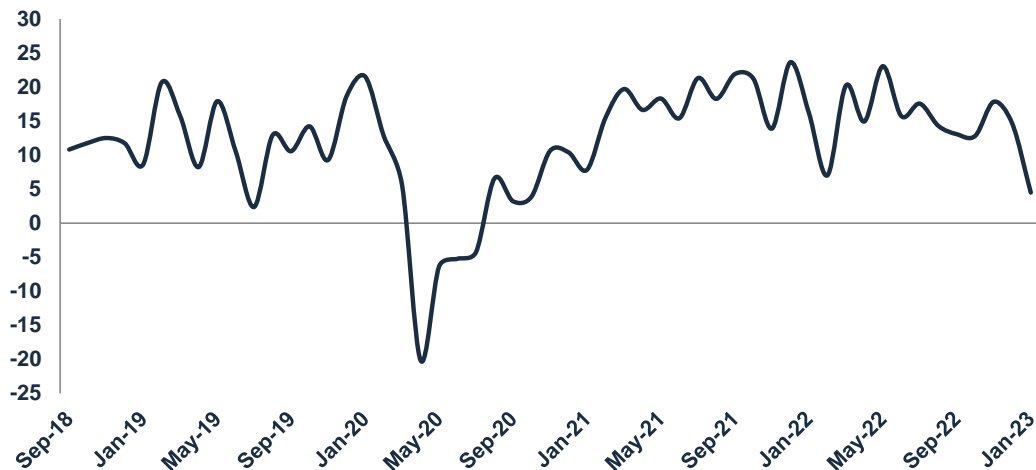
יחד עם זאת, חל שיפור ברכיב הצפי לשינוי בתעסוקה ל-5.77 נ' בינואר מ-3.95 בדצמבר. גם בהיי טק שירותים (מידע ותקשורת) חל שיפור בצפי לשינוי בתעסוקה, לאחר ירידה חדה בדצמבר:

הצפי לשינוי בתעסוקה בסקטור העסקי (מאזן נטו)



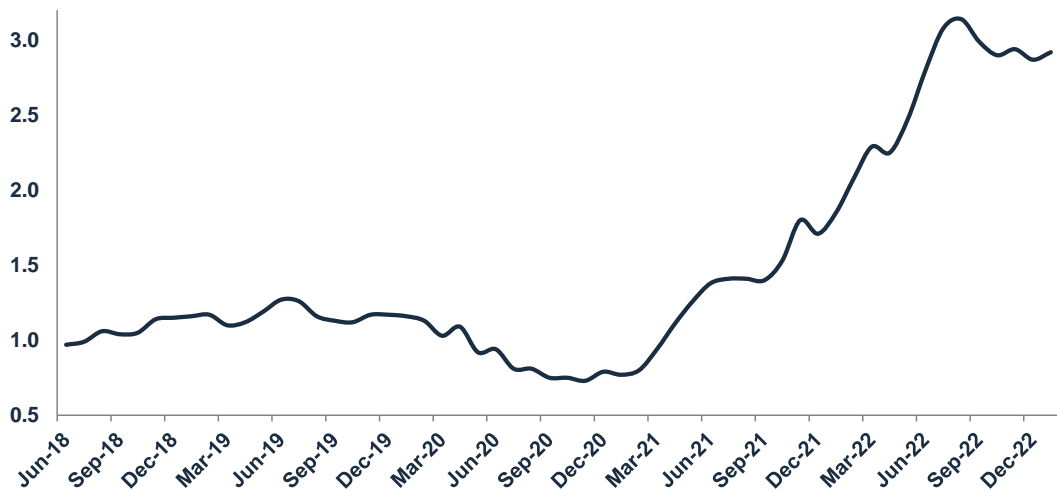
ענף מידע ותקשורת (היי טק שירותים) פסימי יותר לגבי התפתחות היצוא. עדיין צפויה התרחבות אך בקצב מאד מתון. המשמעות של חולשה בייצוא: ירידה בעודף בחשבון השוטף והיחלשות בכוחות לייסוף בשקל.

הציפיות לשינוי ביצוע בענף שירותי מידע ותקשורת בחודש הקרוב (מאזן נטו)



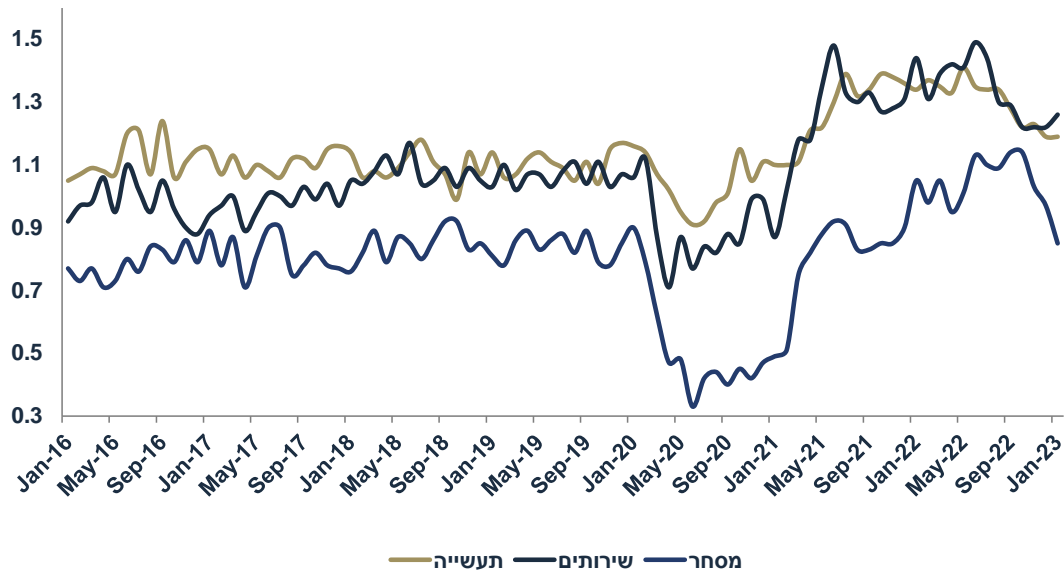
הגרף הבא מראה שציפיות האינפלציה בקרב הסקטור העסקי עלו מעט ל-2.92% (שנה קדימה) מ-2.87% לפני חודש. מעניין לראות שציפיות האינפלציה בקרב הסקטור העסקי התייצבו על רמה גבוהה יחסית לציפיות בשוק ההון:

ציפיות האינפלציה שנה קדימה בישראל של הסקטור העסקי



עוצמת מגבלת המחסור בעובדים בהתרחבות בפעילות ירדה, בפרט בענף המסחר. משמעות הדבר, פחות לחצי שכר בענף זה:

עוצמת המגבלה של מחסור בעובדים בהתרחבות בפעילות



משמעויות: מדובר באינדיקטור עדכני (חודש ינואר) ומקור חשוב לגבי מצב הסקטור העסקי והציפיות קדימה. רכיב המצב השוטף עדיין גבוה יחסית ולמרות ההתמתנות בציפיות קדימה (לא ירידה אלא התמתנות), הסביבה העסקית הישראלית מספיק איתנה לתמוך בהעלאת ריבית. העצבנות בשווקים ועלייה באי הוודאות לגבי מדיניות הממשלה (והסיכוי להשפעה על תנועות ההון), אם ימשכו, מהווה גורם עקיף אשר יתמוך בהעלאת ריבית מעבר לרמה של 4%.

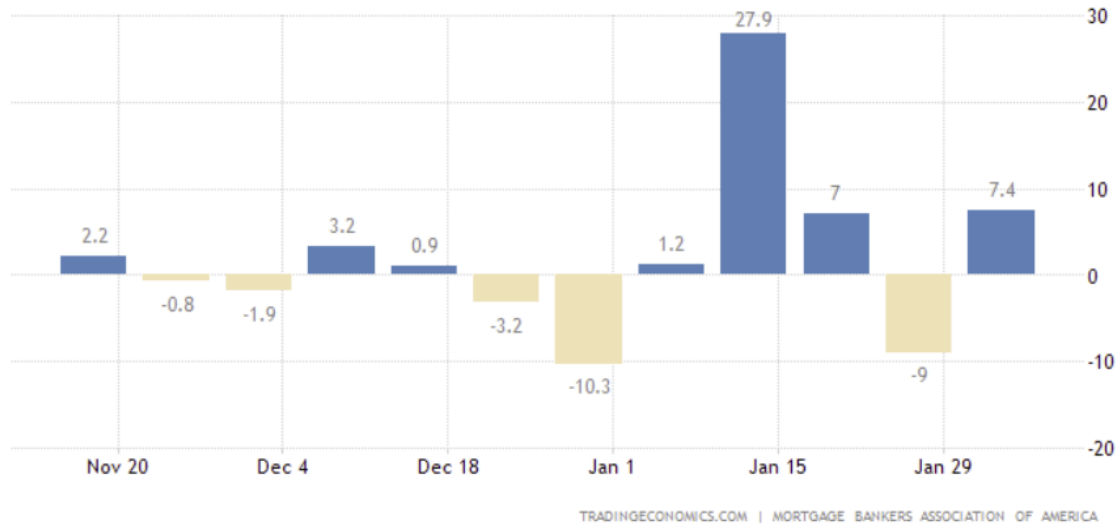
נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל: שלישי: מכירות של דירות חדשות (דצמבר). רביעי: מספר המשרות הפנויות (ינואר), נתון חשוב כדי לבחון את מצבו של שוק העבודה. מדד המחירים לצרכן של חודש ינואר צפוי לעלות ב-0.1% ויושפע מעלייה במחירי החשמל (8.2%), מכוניות (1.0%), והמזון (0.8%). בנוסף, צפויה התייקרויות במספר סעיפים אשר מתעדכנים בתחילת השנה, כגון מחירי ועד הבית (אצלי עלה ב-15%) רופא פרטי ועוד. מנגד, צפויה ירידה עונתית במחירי ההלבשה (-8.0%) ופירות וירקות (-1.7%). מזג האוויר הנוח בינואר השנה תרם לירידות מחירים חדות יחסית לעונתיות הרגילה בשני הסעיפים הללו. חמישי: אומדן ראשון לצמיחה ברבעון ד' 2022 (אנו צופים צמיחה של 2.8%) ובשנת 2022 כולה.

תחזית מדד חודש ינואר 2023			
תרומה חזויה	שיעור שינוי חזוי	משקל	
0.12%	0.8%	14.6	מזון
-0.05%	-1.7%	3.1	פירות וירקות
-0.01%	0.0%	25.1	דיוור
0.17%	1.8%	9.2	אחזקת דיוור
0.00%	0.0%	3.6	ריהוט וציוד לבית
-0.19%	-8.0%	2.4	הלבשה והנעלה
0.02%	0.4%	5.9	בריאות
-0.03%	-0.3%	11.1	חינוך ותרבות
0.08%	0.4%	19.2	תחבורה ותקשורת
0.03%	0.6%	5.8	שונות
0.1%		100.0	סך הכל מדד

מאקרו חו"ל

ארה"ב: התשואות ירדו והביקוש לדירור חוזר

הבקשות ללקיחת משכנתאות עלו ב-7.4% בשבוע האחרון עד ה-3 בפברואר. בחודש האחרון מסתמנת התאוששות בביקוש לדירור (ראה גרף):



ירידת התשואות תרמה להתאוששות בביקוש לדירור. מדובר בהקלה בתנאים הפיננסיים בפועל וכנראה לא מה שפאוול רוצה לראות. מבחינת הפד מדובר בסיבה נוספת להמשיך להעלות את הריבית (בעוד שתי העלאות ריבית של 0.25%) בפרט על רקע אינדיקטורים חיוביים לגבי המשק האמריקאי (שוק עבודה חזק, עלייה באמון הצרכני, והתרחבות בענפי השירותים).

מחיר המשכנתאות בארה"ב ל-30 שנה

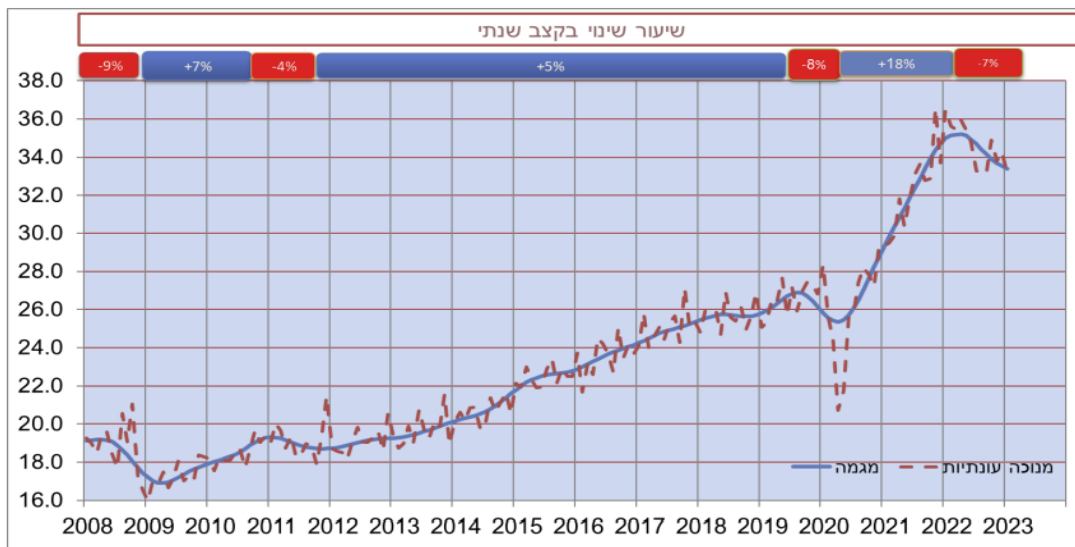


נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם ארה"ב: שלישי: מדד מחירים לצרכן (ינואר). הציפיות הן לעלייה של 0.4% במדד הכללי ול-0.4% בליבה (5.5% בקצב שנתי, התמתנות מ-5.7%). רביעי: המסחר הקמעונאי והייצור התעשייתי (ינואר). חמישי: מספר התחלות הבנייה ואישורי הבנייה (ינואר), מדד מחירי התפוקה PPI (ינואר).

זום אין: צפוי גירעון תקציבי של 3.7% תוצר השנה

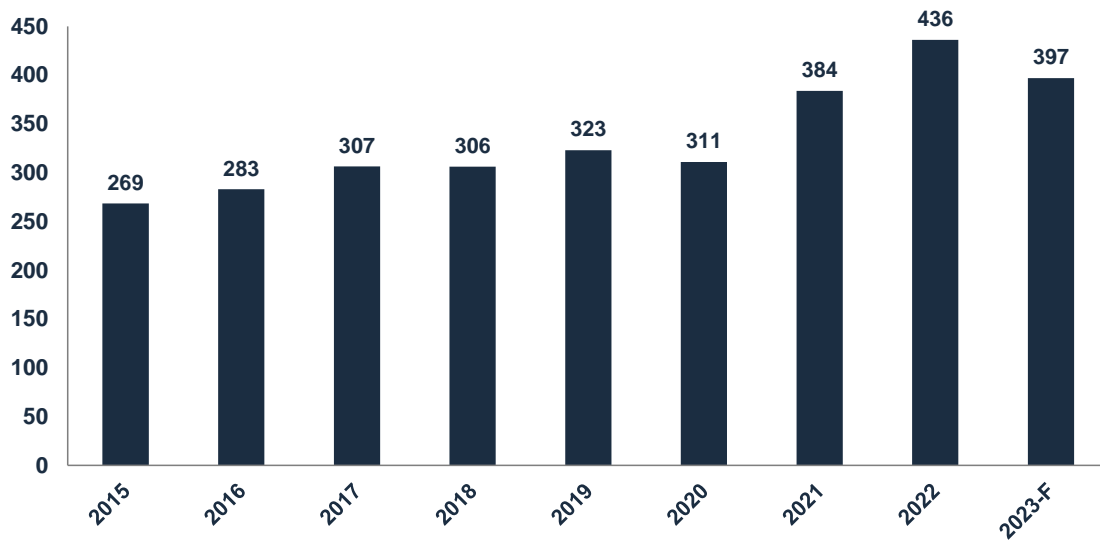
- < שנת 2022 הייתה שנה מאד מבורכת, עם שילוב של גידול מהיר בהכנסות וגידול מתון יחסית בהוצאות הממשלה. שילוב זה הביא לעודף תקציבי של 9.8 מיליארד ₪ או 0.6% תוצר.
- < בחודש ינואר חלה ירידה חדה בהכנסות ממסים בשיעור ריאלי של 12% לעומת ינואר אשתקד, בפרט בהכנסות ממס הכנסה (בשל עדכון מדרגות המס), מס חברות ומסי נדל"ן. בסך הכול, מיסים ישירים ירדו ב-16.8% ומיסי צריכה ירדו ב-3.9% (שינוי ריאלי בשיעורי המס האחידים). כמובן שמדובר בהשוואה לינואר 2022 אשר אופיין על ידי רמת הכנסה גבוהה במיוחד. **מאמצע שנת 2022 הסתמן שינוי במגמה לכיוון התכווצות בהכנסות:**

תרשים 2: סך מסים ממשלתיים, בניכוי שינויי חקיקה וגבייה חריגה (מיליארדי ש"ח, במחירים קבועים של 2022)



- < **ההוצאות של משרדי הממשלה עלו ב-6.8% לעומת ינואר אשתקד, שיעור גבוה יחסית.** בתקציב המשכי השנה, אין באמת מגבלה אפקטיבית של 1/12 מתקציב 2022 (אשר כולל גם פדיון אג"ח). מגבלה זו מאפשרת הוצאה של 38.4 מיליארד ₪ לחודש עבור המשרדים, בפועל בינואר הוצאה של המשרדים הייתה 30.1 מיליארד בלבד. פשוט בהעדר תוכניות עבודה של המשרדים (עדיין) ההוצאה מטיבה נוטה להיות ממותנת. כפי שציינו, השנה ההוצאות עלו בצורה חדה, בפרט במשרדים החברתיים עם גידול של 11% בהוצאה.
- < העודף התקציבי ב-12 בחודשים האחרונים התמתן ל-0.3% תוצר מ-0.6% לפני חודש.
- < שנת 2023 צפויה להיות בעייתית בשני התחומים: גם האצה בהוצאות וגם ירידה נומינלית בהכנסות.
- < בין השנים 2015-2019 ההכנסות ממסים עלו נומינלית בקצב של כ-5% לשנה בממוצע. ב-2021 ההכנסות זינקו ב-24% וב-2022 ב-14% נוספים. מדובר בהשפעת סקטור ההיי טק והבום בנדל"ן. להניח ירידה נומינלית בהכנסות ממסים ב-2023 בהחלט נראה סביר בהתחשב בירידה בפעילות של חברות ההיי טק, ירידה בגיוסי הון מחו"ל, וירידה חדה בפעילות בענף הנדל"ן. בחודש ינואר ההכנסות ירדו ריאלי ב-12% לעומת ינואר 2022. **הנחנו ירידה של 9% (נומינלית) בשנת 2023 ל-395 מיליארד ₪. עדיין מדובר ברמת גבייה גבוהה ב-23% מעל הגבייה ב-2019 (ערב הקורונה).**

ההכנסות ממסים (במיליארדי ₪)



פתחנו את השנה עם גידול מהיר יחסית של כ-7% בהוצאות הממשלה כאשר במשרדים החברתיים היה גידול של 11%, ובמשרד הביטחון כ-2%. **בניתוח שלנו הנחנו גידול נומינלי של 9% בהוצאה של המשרדים השנה.** חוק מגבלת ההוצאה הממשלתית מתיר שיעור גידול נמוך יותר, אך סביר להניח שלאור הדרישות התקציביות יעשו התאמות בנוסח החוק. חשוב להתחשב בהסכמי השכר (סביר להניח תשלום חד פעמי משמעותי בנוסף לתוספת בבסיס), רצון להילחם ביוקר המחייה (הורדת הבלו והמס על המשקאות הקלים וכלים חד פעמיים, וגם בעלייה באינפלציה הממוצעת של כ-4% במעבר מ-2022 ל-2023) (ממוצע שנה לעומת ממוצע שנה) אשר תשפיע על מקדמי התקציב.

שיעור שינוי	2023-F	2022	
7.7%	494	458.8	סך הוצאה
9.3%	492	450.1	ההוצאה בניטרול תוכניות סיוע
	2	8.7	תוכניות הסיוע בגין הקורונה
-9%	396.9	436.1	הכנסות ממסים
	30	32.4	הכנסות אחרות
-7%	426.9	468.5	סך הכול הכנסות
	-67.1	9.7	גרעון
	1838	1750	התוצר נומינלי
	-3.7%	0.6%	גרעון במונחי תוצר

הגירעון התקציבי צפוי להגיע ל-3.7% תוצר השנה, מה שיכתוב עלייה בגיוס הממשלתי. הרעה בסביבה הפיסקאלית צפויה לתמוך בצמצום בפער התשואות מול ארה"ב.

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 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.