

הורדת הריבית תידחה עד לרגיעה בלחצים לפיחות בשקל

יונתן כץ וכלכלני לידר שוקי הון

נקודות עיקריות

דו"חות כספים מעורבים וחשש לעליית ריבית נוספת על ידי הפד העיבו על השווקים בשבוע האחרון. מכלול הנתונים בארה"ב היו חיוביים, כולל עלייה חדה בתוצר ברבעון ג' (4.9%), עלייה חדה בצריכה הפרטית בספטמבר (0.7%), במכירות של בתים חדשים (12%) ובהזמנות של מוצרי בני קיימא (4.7%). מדד מנהלי הרכש PMI באוקטובר מצביע על התרחבות מתונה לעומת קיפאון בספטמבר.

מאקרו ישראל:

- ברבעון ג' מספר המשרות הפנויות התייצב על רמה מעט גבוהה יחסית לתקופה לפני הקורונה. ההתמתנות בפעילות במהלך 2024 צפויה להביא לירידה חדה בביקוש לעובדים (למעט בענף הבנייה עקב מחסור של עובדים מהשטחים).
- כבר בספט' הסתמן היפוך במגמה החיובית בשוק העבודה. מספר המועסקים (גילאים 16-64) ירד בעשרת אלפים איש, ושיעור האבטלה עלה ל-2.9% מ-2.7% באוגוסט.
- הייצוא התעשייתי עלה ב-8% בספט' תוך כדי ירידה ביבוא. חלה ירידה חדה בגירעון הסחר: גורמי המאקרו ממשיכים לתמוך בייסוס בשקל.

סביבת האינפלציה

- העלינו את תחזית האינפלציה ל-3.0% שנה קדימה ו-2.3% בשנת 2024
- סביר להניח שמספר פרטים במדד לא יימדדו באוקטובר (נסיעות לחו"ל, הבראה ונופש).

מדיניות מוניטארית

- בשלב זה, המדיניות המוניטארית ממוקדת ביציבות שע"ח. צפוי רצף של הורדות ריבית לאחר סיום המלחמה.

בעולם:

ארה"ב

- ברבעון ג' ארה"ב צמחה ב-4.9% (מעל הצפי של 4.5%) עם 4% גידול בצריכה הפרטית.
- אינפלציה הליבה PCE בספט' התמתנה באיטיות ל-3.7% שנה אחורה מ-3.8%.
- ההזמנות של מוצרי בני קיימא עלו ב-4.7% בספט' (מעל הצפי של 1.0%).
- באוקטובר, מדדי ה-PMI מצביעים על התרחבות (איטית אומנם). המדד המשולב עלה ל-51.0 מ-50.2.

אירופה

- לעומת זאת, באירופה מדד ה-PMI ירד בחדות ל-46.5 מ-47.2 עם הרעה בענפי השירותים.
- ה-ECB שמר על יציבות ריבית הבסיסית על 4% על רקע החולשה בפעילות הכלכלית.

שוק האג"ח

- בחודש נובמבר האוצר יגדיל את היקף ההנפקות ל-14 מיליארד \$ (מ-8 מיליארד באוק').
- בנוסף, האוצר הנפיק 1.6 מיליארד יורו בחו"ל לשלוש שנים בריבית שנתית של 5%. צפויות הנפקות נוספות בחו"ל במטרה להוריד את הלחץ על השוק המקומי.
- בנק ישראל מאותת שאין כוונה להוריד את הריבית כל עוד פרמיית הסיכון של ישראל גבוהה יחסית לתקופה שלפני המלחמה והלחץ לפיחות נמשך.
- המדיניות המוניטארית כעת מכוונת "יציבות בשווקים", אך צפוי דגש על תמיכה בכלכלה בהמשך.
- השקל עשוי להתחזק מעט כל עוד לא תחול הסלמה בצפון, מה שייטיב עם האפיקים השקליים.

שוק האג"ח: עליית תשואות בשקלי הבינוני מעלה את האטרקטיביות

- בחנו את כדאיות ההשקעה בשחר 928 לפי סימולציות שונות של תחזית ריבית בנק ישראל.
- בסיום המסחר ביום חמישי אגרת 928 במ"מ 4.7 שנים נסחרת בתשואה של 4.28%.
- בהנחה שמרנית שריבית בנק ישראל תרד רק ב-0.5% במהלך 2024 (מאפריל) ותרד ל-4.0% בתחילת 2025, אזי מדובר בתשואה עודפת מעל ריבית בנק ישראל של 4.15% בממוצע בתקופה של חיי האגרת.
- הסיכון העיקרי בנייר טמון בתרחיש של עליית ריבית על ידי בנק ישראל לתקופה ממושכת.

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	3.8%
אוקטובר	0.4%
נובמבר	0.2%
דצמבר	0.2%
שנה קדימה	3.0%
2024	2.3%

ריבית

נוכחית	4.75%
רבעון א' 2024	4.5%
סוף 2024	3.75%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	4.081	4.3077
שינוי שבועי	0.8%	2.0%
YTD	15.6%	15.8%
שנה קדימה	3.98	4.24

גיוס מול פירעון

פדיון סחיר	13.6	נוב'
תחזית הנפקות	14.0	
עודף פדיון	-0.4	

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
1025	1.49	1.5	1.4
527	1.62	1.6	1.5
1131	2.02	2.0	1.9

שקלי

825	4.1	4.20	3.9
928	4.2	4.28	4.1
432	4.5	4.60	4.4

US

2y	5.1	5.02	5.1
5y	4.9	4.77	5.0
10y	4.9	4.85	4.9

* ט"ק-החודש הקרוב

מאקרו ישראל

בנק ישראל אופטימי

ביום שני האחרון, בנק ישראל הציג תחזית מאקרו אופטימית יחסית עם צמיחה של 2.3% השנה ו-2.8% בשנה הבאה. תחזית זו גם מניחה שיעור אבטלה של 3.6% בלבד (בממוצע של 2024) וגירעון תקציבי של 3.5% ב-2024.

לוח 1
תחזית חטיבת המחקר ל-2023—2024
(שיעורי השינוי באחוזים, אלא אם צוין אחרת)

2024		2023		2022	
השינוי מתחזית יולי	התחזית ל-2024	השינוי מתחזית יולי	התחזית ל-2023	בפועל	
-0.2	2.8	-0.7	2.3	6.5	תוצר מקומי גולמי
-2.0	1.5	-2.5	0.5	7.7	צריכה פרטית
-3.0	0.0	-0.5	4.0	10.7	השקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים)
3.5	6.5	0.5	2.5	1.0	צריכה ציבורית (ללא יבוא ביטחוני)
1.5	4.0	-2.0	-0.5	9.7	יצוא (ללא יחלומים וחזק)
-2.0	2.0	-7.5	-6.0	12.4	יבוא אזורי (ללא יחלומים, אוניות ומטוסים)
-0.5	3.6	-0.5	3.2	3.3	שיעור אבטלה – ממוצע שנתי (גילאי 25-64)
1.6	78.8	1.2	79.1	78.6	שיעור תעסוקה – ממוצע שנתי (גילאי 25-64)
2.0	3.5	1.0	2.3	-0.6	גירעון הממשלה (אחוזי תוצר)
6.0	65	2.0	62	60.5	יחס חוב לתוצר
0.1	2.5	0.0	3.5	5.1	אינפלציה ²

לעומת זאת, התחזית המעודכנת שלנו רואה התמתנות יותר משמעותית בפעילות ב-2024 עם צמיחה של 1.7% בלבד, גירעון תקציבי של 5.2% ואבטלה של 4.4% (בסוף 2024):

2022	2023F	2024F	ישראל
6.5%	2.6%	1.7%	תוצר מקומי גולמי
4.2%	0.5%	-0.2%	ת.מ.ג. לנפש
12.1%	-1.5%	5.5%	יבוא
7.7%	0.4%	1.5%	צריכה פרטית
1.1%	3.5%	6.5%	צריכה ציבורית
9.4%	2.0%	1.0%	השקעה בנכסים קבועים
9.2%	1.0%	4.0%	יצוא סחורות ושירותים
3.9%	3.5%	4.4%	שיעור האבטלה סוף שנה
4.2%	3.8%	3.6%	עודף בחשבון השוטף (% תוצר)
0.6%	-3.5%	-5.2%	גירעון תקציבי (% תוצר)
5.3%	3.7%	2.3%	אינפלציה (במשך השנה)
3.45	4.042	3.978	שע"ח של השקל /דולר -בסוף שנה
3.43	4.309	4.240	שע"ח של השקל /יורו -בסוף שנה
4.00%	4.75%	3.75%	ריבית בסיסית סוף שנה
4.50%	4.56%	4.13%	ריבית ממוצע
18.7%	-1.5%	-4.0%	מחירי הדיור בישראל

חשוב לציין מספר הנחות משמעותיות בתחזית שלנו:

- בניגוד לעימותים קודמים, **קשה להניח התאוששות** בפעילות. סביר להניח תקופה של מלחמת התשה ממושכת (ברבעון א' 2024), גם בדרום ואולי טפטוף גם בצפון. השקט היחסי שהיה לפני ה-7.10 לא יחזור במהרה.
- **פגיעה קשה באמון הצרכני** בעקבות האירועים תימנע ריבאונד חד בצריכה הפרטית. בנק ישראל שותף להערכה זו עם הנחה של ירידה בצריכה הפרטית לנפש גם ב-2023 וגם ב-2024.
- **הרקע הגלובלי פחות תומך בהתאוששות** בכלכלה המקומית. צפויה התמתנות בעולם על רקע השפעת הריבית הריאלית הגבוהה ומיצוי עודפי החיסכון מתקופת הקורונה (בפרט בארה"ב).
- **צפויה עלייה חדה יחסית ביבוא** בשנת 2024 בשיעור של 5.5%, זאת לאחר ירידה חדה יחסית ב-2023. עלייה ביבוא מצמצמת את הגידול בתוצר המקומי.
- **התמיכה הפיסקאלית עבור הסקטור העסקי ומשקי הבית בחל"ת צפויה להיות מאד חלקית ולא מיידית.**
- **הריבית הריאלית של בנק ישראל צפויה להישאר גבוהה** במרבית 2024. בנק ישראל משדר שכך צפוי להיות כל עוד פרמיית הסיכון של ישראל נותרת גבוהה. בניגוד לקורונה והמשבר הפיננסי הגדול, שמירה על ריבית גבוהה במטרה להיאבק בלחץ לפיחות בשקל תפגע בפעילות וגם בכוח הקנייה של משקי הבית.
- **העדר (או קיטון) בפועלים מהשטחים** צפוי לבלום את ההתרחבות בהשקעות בבנייה, זאת על רקע סקטור שצפוי להתכווץ עקב הירידה במספר התחלות הבנייה ב-2023.

סיום הלחימה צפוי לתמוך בתוואי הורדת ריבית על ידי בנק ישראל על רקע ההתמתנות, גם בפעילות וגם בסביבת האינפלציה. הריבית בסוף 2024 צפויה לעמוד על 3.75%.

מסתמנת התאוששות מתונה בצריכה

לאחר ירידה חדה ברכישות בכרטיסי האשראי (למעט במזון) בשבוע הראשון של המלחמה, החל מה-15.10 (ראה גרף) מסתמנת עלייה הדרגתית ורכישות עבור מוצרי תעשייה, שירותים רפואיים, מסעדות ופנאי. עדיין רמת הצריכה (הנתונים קיימים עד ה-22.10.23) נמוכה יחסית לרמת הצריכה בתחילת ספטמבר, בפרט בשירותי חינוך ופנאי (-36%), מסעדות (-25%), תירות (-23%) ומוצרי תעשייה (-13%). **ההתאוששות צפויה להיות מאד מתונה והדרגתית, בפרט במספר ענפי השירותים, כל עוד העימות נמשך.**

מדד רכישות בכרטיסי אשראי, בניכוי עונתיות (100 = 1.9.23)



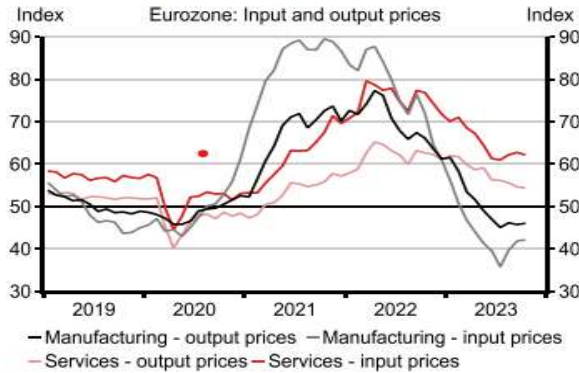
נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל: ראשון- יצוא שירותי היי טק (ספט'), רכישות בכרטיסי האשראי (ספט'), חמישי- נתוני שכר ממוצע (אוגוסט).

מאקרו חו"ל

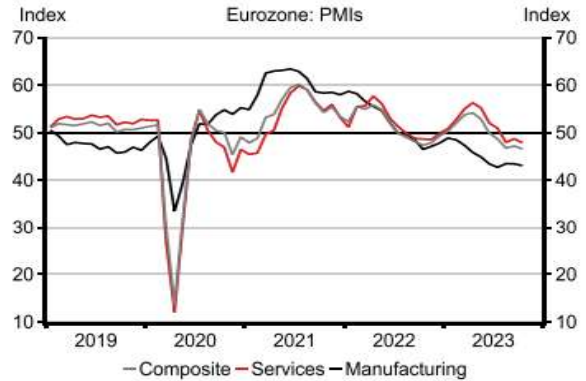
אירופה מתכווצת

מדד מנהלי הרכש PMI מהווה מקור חשוב ועדכני (הנתון האחרון מתייחס לאוקטובר) למגמות בפעילות הכלכלית. באירופה, המדדים מצביעים על התכווצות, בעיקר בתעשייה (עם מדד של 43.1 נקודות באוק' בדומה לספטמבר, רחוק מ-50), אך גם התכווצות בענפי השירותים (47.8 באוק', ירידה מ-48.7 בספט'). **נדמה שאירופה נכנסה למיתון במחצית השנייה של 2023.** מסתמנת ירידה חדה בהזמנות החדשות. רכיב התעסוקה ממשיך לרדת ורכיבי המחירים מתמתנים, אך ממשיכים להצביע על עליית מחירים בענפי השירותים. על רקע החולשה בפעילות, אפשר להבין מדוע ה-ECB מאותת שלא ימשיך להעלות את הריבית.

9. The services output price PMI survey continues to soften gradually...



1. The composite eurozone PMI fell to a fresh post-pandemic low in October...

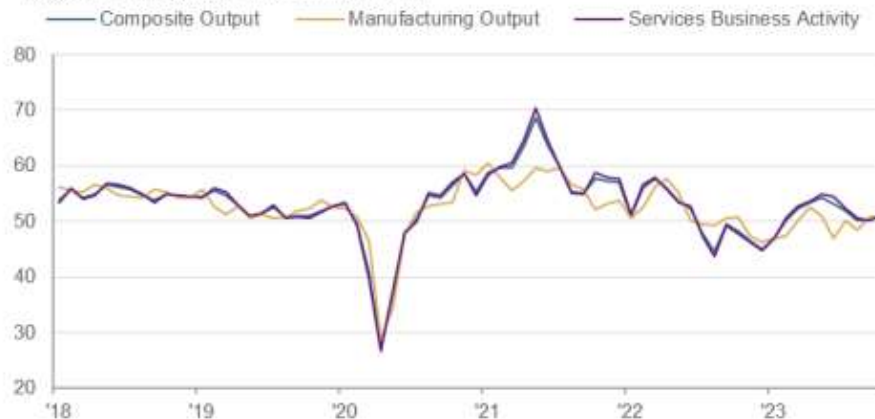


לעומת זאת, הפעילות בארה"ב מתייצבת ומעט מתרחבת

מדדי ה-PMI בארה"ב מצביעים על התרחבות (איטית אומנם). המדד המשולב עלה ל-51.0 מ-50.2, כאשר המדד בתעשייה עלה ל-51.1 והמדד בשירותים ל-50.9. כנראה שהפעילות בתעשייה מושפעת ממדיניות הממשל למתן הטבות משמעותיות במספר ענפים בתעשייה. ענפי השירותים מתרחבים על רקע עלייה בשכר הריאלי (עקב התמתנות באינפלציה) ושוק עבודה הדוק.

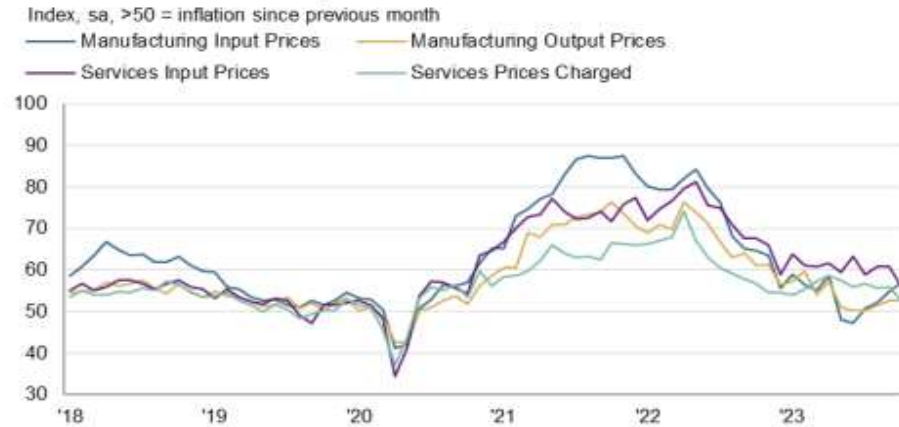
S&P Global Flash US PMI

Index, sa, >50 = growth since previous month



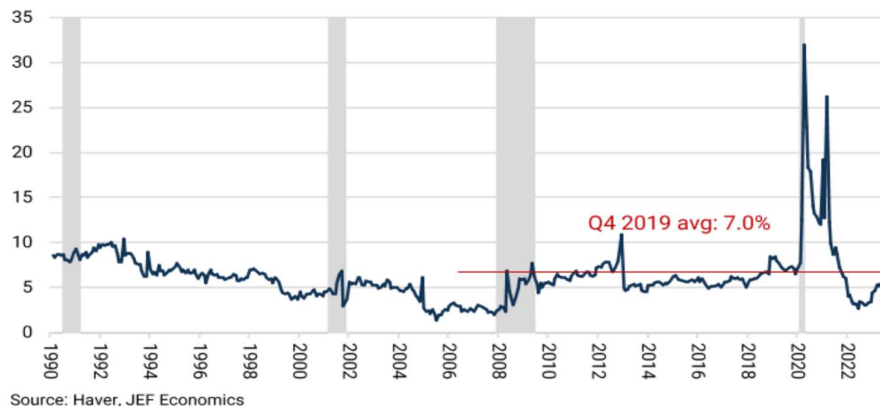
מסתמנת התמתנות במחירי התשומות בענפי השירותים (אך עדיין הרכיב נמצא מעל קו ה-50 נקודות, כלומר הלחץ לעלויות מחירים נמשך), אך עלייה במחירי הנפט תומכת בעלייה במחירי התשומות בתעשייה:

S&P Global Flash US PMI price indices



מכלול הנתונים הכלכליים האחרים גם היו חיוביים: ברבעון ג' ארה"ב צמחה ב-4.9% (מעל הצפי של 4.5%) עם גידול בצריכה הפרטית. ההזמנות של מוצרי בני קיימא עלו ב-4.7% בספט' (מעל הצפי של 1.0%), ועלו ב-0.6% במדד הליבה (לעומת צפי לאי שינוי). מספר דורשי העבודה עלה מעט אך נותר נמוך על 210 אלף איש בשבוע האחרון. הצריכה הפרטית עלתה ב-0.7% בספטמבר (עלייה ריאלית של 0.4%), למרות שההכנסה הפנויה עלתה ב-0.3% בלבד (הירידה בחיסכון נמשכת- ראה גרף, כנראה על רקע תחושת הביטחון התעסוקתי). מספר הבתים החדשים שנמכרו עלה ב-12%. מדד האמון הצרכני של מישגן מצביע על עלייה בציפיות האינפלציה שנה קדימה ל-4.2% (מ-3.8%).

Personal Saving Rate (%)



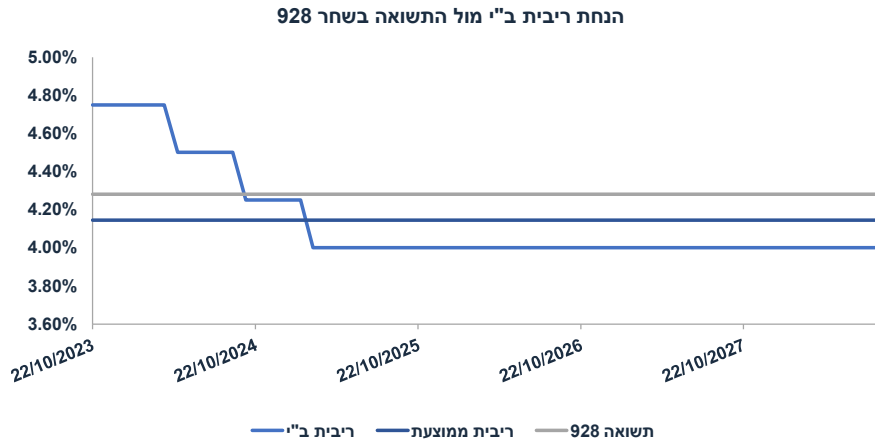
משמעויות: לפי הערכתנו, גברו הסיכויים להעלאת ריבית נוספת על ידי הפד בתחילת 2024 ושמירה על ריבית גבוהה במרבית 2024. קשה לצפות לירידת תשואות בשוק האג"ח.

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: ארה"ב- מדד האמון הצרכני (conference board, אוק'), רביעי- מספר המשרות הפנויות (JOLTS, ספט'), מדד מנהלי הרכש בתעשייה ISM (אוק'), חמישי- מספר דורשי העבודה, ההזמנות בתעשייה. שישי- נתוני תעסוקה (אוק'), ומדד מנהלי הרכש ISM בענפי השירותים (אוק'). אירופה: שלישי- הצמיחה ברבעון ג' והאינפלציה באוקטובר.

ביום רביעי: הפד צפוי להשאיר את הריבית ללא שינוי מלווה במסר "ניצי" ולהדגיש שסביבת האינפלציה עדיין גבוהה מדי והפעילות הכלכלית ושוק העבודה חזקים יחסית.

שוק האג"ח: עליית תשואות מעלה את האטרקטיביות בשוק האג"ח

בשבוע האחרון חלה עלייה בתשואות בשוק האג"ח, כנראה על רקע נימה "ניצית" מכיוונו של בנק ישראל, הודעת משרד האוצר על גידול בהיקף ההנפקות ל-14 מיליארד ש' בנובמבר מ-8 מיליארד באוקטובר והורדת אופק הדירוג של ישראל לשלילי על ידי S@P. בסיום המסחר ביום חמישי אגרת 928 במח"מ 4.7 שנים נסחרה בתשואה של 4.28%. בחנו את כדאיות ההשקעה בשחר 928 לפי סימולציות שונות של תחזית ריבית בנק ישראל. בהנחה שמרנית שריבית בנק ישראל תרד רק ב-0.5% במהלך 2024 ל-4.25% (עם שתי הורדות של 0.25%: באפריל 24 ובספט' 24) והורדה נוספת ל-4.0% בתחילת 2025. הנחנו שריבית בנק ישראל תישמר על 4% עד סוף התקופה (למרות שמדובר בריבית ריאלית מאד גבוהה). בהנחות הללו, **השקעה בשחר 928 תקנה תשואה ממוצעת עודפת מעל ריבית בנק ישראל של 4.15%** לאורך חיי האיגרת. כמובן שתוואי הורדת ריבית יותר מהיר עוד יעלה את האטרקטיביות של הנייר. הסיכון העיקרי בנייר טמון בתרחיש של עליית ריבית על ידי בנק ישראל לתקופה ממושכת.



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 ייעוץ 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 שללידר ושות' יש זיקה אליהם מכוח 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 מפציהם 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.