

## אולי בכול זאת הריבית תרד בשבוע הבא? תלוי בשקל

יונתן כץ וכלכלני לידר שוקי הון

### נקודות עיקריות

בשבוע האחרון השווקים המשיכו את מגמת עליות המחירים (גם במניות וגם באגחים) על רקע נתוני אינפלציה מתונים (יחסית לצפי), גם בארה"ב וגם בבריטניה. מחירי התפוקה PPI גם הפתיעו כלפי מטה. בארה"ב סימני חולשה בכלכלה (ירידה במסחר הקמעונאי ועלייה במספר דורשי העבודה) חיזקו את ההערכה שהפד סיים את מחזור ההידוק המוניטארי וצפוי להתחיל להוריד את הריבית ברבעון ב' 24.

### מאקרו ישראל:

- בשבוע האחרון מסתמנת התאוששות ברכישות בכרטיסי האשראי במרבית הענפים.
- ברבעון ג' המשק צמח ב-2.8%, עם גידול של 13% ביצוא התעשייתי וגידול של 4.7% בשירותי ההיי טק. התרחבות מהירה ביצוא תומכת בשקל.

### סביבת האינפלציה

- מדד אוקטובר (0.5%) תאם את הציפיות. מסתמנת התמתנות במחירי השירותים, כולל שכירות.
- בשבוע האחרון השקל יוסף ב-2.8% מול סל המטבעות וב-1.9% מה-6.10 (ערב ההסלמה). ייסוק בשקל תומך בהתמתנות באינפלציה.

### מדיניות מוניטארית

- מגמת הייסוף בשקל, אם היא תימשך בשבוע הקרוב, עשויה לתמוך בהורדת ריבית ב-27.11.

### בעולם:

#### ארה"ב

- באוק' האינפלציה הפתיעה מעט כלפי מטה עם התמתנות במחירי השירותים. אינפלציית הליבה עלתה ב-4.0% שנה אחורה, מ-4.1% בספט'. מדד ה-PPI ירד ב-0.5% (מול צפי של +0.1%).
- המסחר הקמעונאי ירד ב-0.1% (קבוצת "הליבה" עלתה ב-0.2%) והייצור התעשייתי ירד ב-0.6% מתרבים סימני החולשה בפעילות.
- מספר דורשי העבודה עלה ב-13 אלף איש ל-231 אלף, אינדיקטור להתגברות החולשה בשוק העבודה.

#### אירופה

- בספטמבר, הייצור התעשייתי ירד ב-1.1% וירד ב-6.9% שנה אחורה (הייצוא ירד ב-9.3%). ה-ECB מאותת שסיים להעלות את הריבית.
- UK: באוק' האינפלציה התמתנה ל-4.6% שנה אחורה (הצפי היה ל-4.8%) מ-6.7%.

#### סין

- סימני האצה בפעילות עם עלייה של 7.6% במסחר הקמעונאי וב-4.6% בייצור התעשייתי באוקטובר שנה אחורה. הגידול בהשקעות (2.9%) היה נמוך יחסית.

### שוק האג"ח

- בשבוע האחרון ציפיות האינפלציה ירדו, גם על רקע מדד אוקטובר "סביר" וגם עקב המשך מגמת הייסוף בשקל.
- מגמת הייסוף בשקל בימים האחרונים מגבירה את הסיכוי להורדת ריבית ב-27.11, תלוי במגמת השקל בשבוע הקרוב. נרחיב לגבי שיקולי הריבית בשבוע הבא.
- החלטה זו נתמכת גם על ידי מגמת התמתנות באינפלציה וצפי להתמתנות בפעילות הכלכלית.
- יחד עם זאת, בנק ישראל עשוי לדחות את הורדת הריבית לתחילת 2024 עם דגש על יציבות בשווקים.
- לאחר ירידה כה חדה בציפיות האינפלציה בשוק האג"ח קיימת עדיפות לאפיקים הצמודים הארוכים עם תשואה ריאלית סביב 1.9%.

### שוק האג"ח לטווח הארוך: עדיפות לאפיקים הארוכים

- מודל האג"ח שלנו מניח הורדת ריבית של בנק ישראל ל-3.75% בעוד שנה.
- פער התשואות של ישראל מול ארה"ב צפוי להישאר מעט שלילי.
- סיום מחזור ההידוק המוניטארי על ידי הפד תומך בארוכים.
- לאור רמת אי וודאות גבוהה לגבי ההתפתחויות הפוליטיות והגאו פוליטיות בישראל, קיימת אטרקטיביות באחזקה של אפיקים צמודים ארוכים.

### אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	נובמבר	דצמבר	ינואר
3.7%	0.0%	0.0%	-0.1%
שנה קדימה	2.3%	2.1%	2.024

### ריבית

נוכחית	4.75%
רבעון א' 2024	4.25%
סוף 2024	3.75%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.728	4.0476
שינוי שבועי	-3.8%	-2.1%
YTD	6.3%	8.0%
שנה קדימה	3.70	4.0

### גיוס מול פירעון

גיוס מול פירעון	נוב'
פדיון סחיר	13.6
תחזית הנפקות	14.0
עודף פדיון	-0.4

### עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
1025	1.53	1.4	1.4
527	1.58	1.5	1.5
1131	1.86	1.8	1.8
שקלי			
825	3.91	3.8	3.8
928	3.98	4.0	3.9
432	4.27	4.2	4.2

### US

2y	4.89	5.0	5.1
5y	4.44	4.5	4.5
10y	4.44	4.5	4.4

\* ט"ק-החודש הקרוב

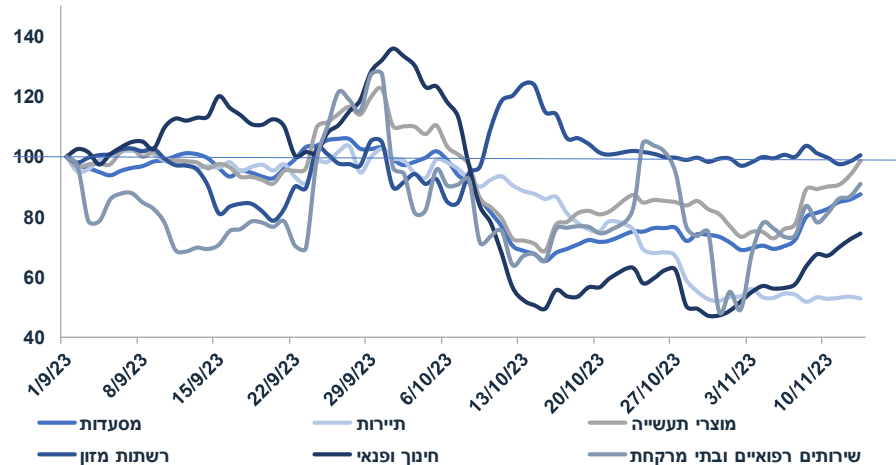
**מאקרו ישראל**

**שיפור של ממש בצריכה בשבוע האחרון**

נתוני הרכישות בכרטיסי האשראי עד ה-13.11 מצביעים על שיפור ניכר בשבוע האחרון, בפרט ברכישות עבור מוצרי תעשייה, מסעדות וחינוך/פנאי. צריכת שירותי תיירות נותרה נמוכה ויציבה. גידול ברכישות בשבוע האחרון מהווה אינדיקטור חיובי להתאוששות בצריכה תוך כדי המלחמה, זאת כתוצאה מהסרת חלק מהמגבלות ומיעוט הטילים על מרכז הארץ. בנק ישראל סבור שרמת הצריכה נמוכה ב-9% לעומת ערב המלחמה, על סמך ניתוח שנערך על בסיס הנתונים עד ה-11.11. נדמה שההתאוששות בצריכה נמשכה בימים האחרונים.

**השלכות: מגמה חיובית בצריכה צפויה להיות נימוק עבור "הניצים" בוועדה, מדוע לא להוריד את הריבית בשבוע הבא. לא צפויה החלטה פשוטה.**

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



**התמתנות בסביבת האינפלציה**

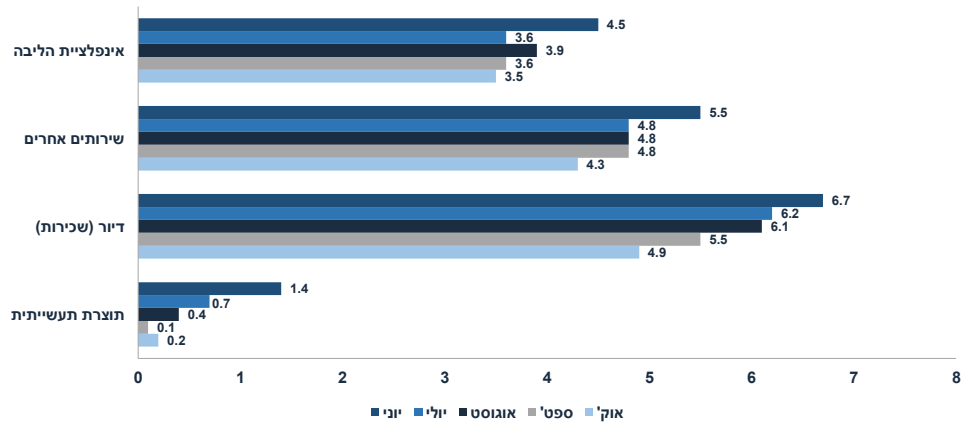
אינפלציית הליבה התמתנה ל-3.5% מ-3.6% לפני חודש. האינפלציה בניכוי עונתיות חצי שנה אחורה עלתה ב-3.2% בלבד. מחירי השירותים כולל שירותי דיור התמתנו:

מחירי השירותים למעט מחירי השכירות התמתנו ל-4.3% (מ-4.8%) שנה אחורה. למעשה, מרבית השירותים לא עלו כלל באוקטובר: ארוחות מחוץ לבית (0%), תחזוקה ושיפור בבית (0%), עזרה בבית (0.2%), רופא פרטי ורופא שיניים (0.0%), תספורות (0.0%). לעומת זאת, שירותי ביטוח רכב עלו ב-2% (15.2% שנה אחורה!). מחירי נסיעות לחו"ל עלו ב-2.2% על רקע הפיחות בשקל. מחירי הבראה ונופש ירדו ב-5.1%.

מחירי השכירות (בחוזים מתחדשים) ממשיכים להתמתן באופן חד (בקצב שנתי) ל-4.9% שנה אחורה מ-5.5% לפני חודש, מגמה אשר צפויה להימשך (ראה ניתוח בהמשך). סעיף "הוצאות דיור אחרות" (מיסים, תיווך, עריכת חוזה) ירד באוקטובר במפתיע ב-3.8% (ירידה חדה יחסית לירידה במחירי הנכסים).

מחירי תוצרת תעשייתית (ללא דלקים) במדד עלו ב-0.2% שנה אחורה, עלייה מתונה מ-0.1% לפני חודש. מחירי מכוניות חדשות עלו ב-0.8% ומחירי מכוניות משומשות ירדו ב-1.2%. מחירי המזון עלו ב-0.9% (סיום מבצעי החגים), רהיטים וציוד לבית ירדו ב-0.2%.

מרכיבי האינפלציה העיקריים: שיעור שינוי ב-12 חודשים אחורה

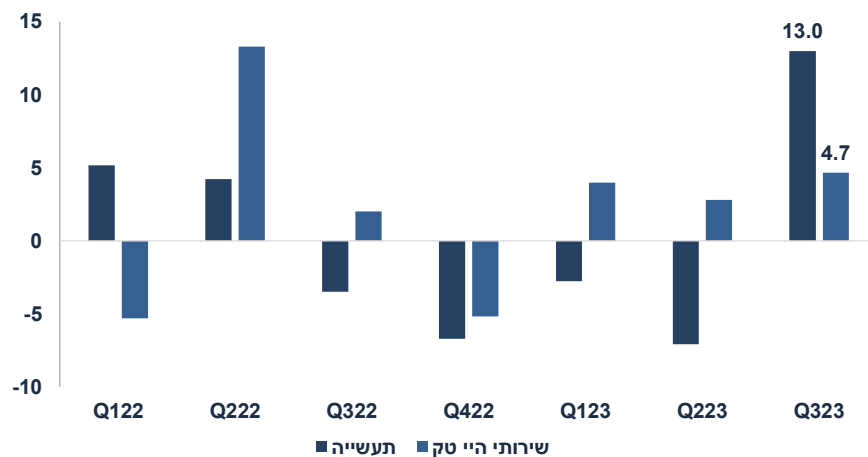


**התרחבות מהירה ביצוא ברבעון ג'**

המשק הישראלי צמח ב-2.8% ברבעון ג', עם גידול של 1.8% בצריכה הפרטית וגידול של 1.2% בהשקעות בנכסים קבועים. ההפתעה החשובה הייתה הגידול (הריאלי) של 8.8% ביצוא (סחורות ושירותים), וב-10.8% ללא חברות הזנק ויהלומים. אומנם נתוני הצמיחה ברבעון ג' (בעיקר הפעילות המקומית) פחות רלוונטיים למציאות החדשה החל מ-7 באוקטובר. צפויה ירידה חדה בצריכה הפרטית ובהשקעות, אך גידול בצריכה הציבורית, בעיקר הצריכה הביטחונית. **המגמה החיובית בנתוני הייצוא עשויה להימשך, בין היתר על רקע הפיחות הריאלי בשקל.** ברבעון ג' הייצוא התעשייתי עלה ב-10% (בחישוב שנתי) לאחר ירידה מצטברת בארבעת הרבעונים הקודמים בשיעור מצטבר של 5%. יצוא של שירותי היי טק עלה ב-4.7% לאחר גידול של 2.8% ברבעון ב' וגידול של 4% ברבעון א'. לפי סקר מגמות בסקטור העסקי, חברות היי טק שירותים צופות המשך התרחבות מתונה ביצוא בחודש הבא.

משמעות: המשך התרחבות בייצוא תומך בעודף בחשבון השוטף ולכן תומך בשקל חזק.

השינוי הריאלי בייצוא (בניכוי עונתיות בחישוב שנתי)



נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל - ראשון: מספר המשרות הפנויות (אוק'), שני: נתוני אבטלה (אוקטובר). חמישי: הייצור התעשייתי והפדיון בענפי המשק (ספט').

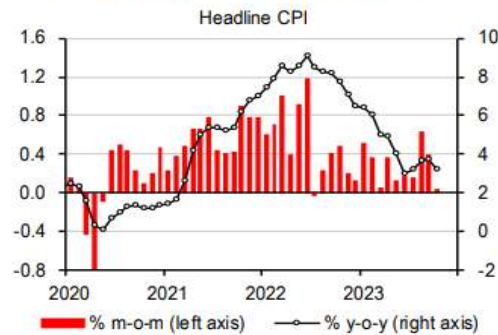
**מאקרו חו"ל**

**ארה"ב: סביבת האינפלציה מתמתנת**

המגמות הבסיסיות באינפלציה בחודש אוקטובר מעודדות.

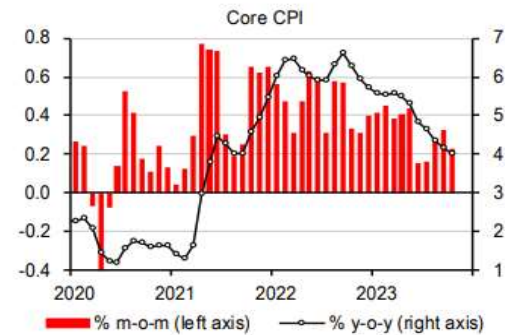
- אינפלציית הליבה עלתה ב-0.2% (הצפי היה ל-0.3%) וב-4.0% שנה אחורה מ-4.1% לפני חודש. סך הכול האינפלציה התמתנה ל-3.2% מ-3.7%.

**1. Headline CPI was flat m-o-m in October, as motor fuel prices fell**



Note: Month-on-month changes are seasonally adjusted.  
Source: Bureau of Labor Statistics

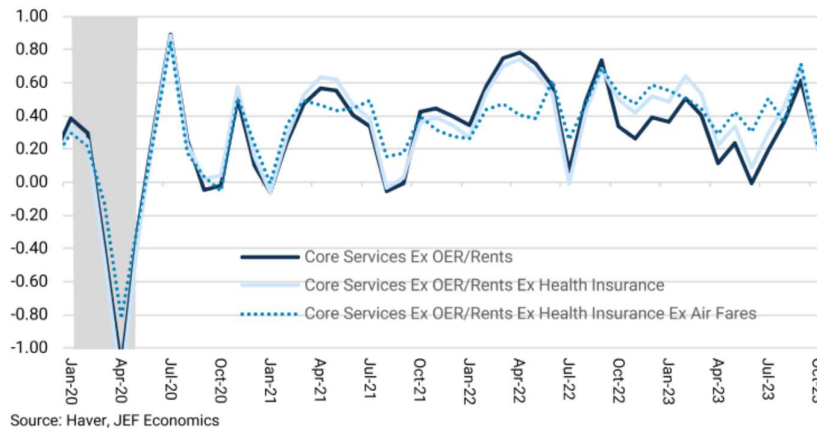
**2. Core CPI inflation fell to 4.0% y-o-y**



Note: Month-on-month changes are seasonally adjusted.  
Source: Bureau of Labor Statistics

- מחירי השירותים למעט הדיור עלו ב-0.2% בלבד לאחר עלייה של 0.6% בספטמבר.

**CPI Service Ex Housing (M/M%)**



Source: Haver, JEF Economics

- מחירי השכירות עלו ב-0.4% (בחוזים מתחדשים - 25.7% מסל הצריכה), זאת לאחר עלייה של 0.5%.
- מחירי המוצרים (goods) ליבה ירדו ב-0.1% (ועלו ב-0.1% בלבד שנה אחורה). מחירי המכונות המשומשות ירדו ב-0.8% וירדו ב-7.1% שנה אחורה.

**מבט קדימה:** היינו יותר פסימיים לגבי מדד אוקטובר בארה"ב ובהחלט מדובר במדד נמוך בהסתכלות ברכיבים החשובים. אומנם מחירי השכירות ממשיכים לעלות בקצב מהיר יחסית אך מעט התמתנו. לפי מחירי השכירות באתרי האינטרנט נדמה שמגמת ההתמתנות במדד תימשך. ההתמתנות בקצב עליית השכר צפויה גם להמשיך למתן את מחירי השירותים, אך באופן הדרגתי. בסופו של דבר, עדיין אינפלציית הליבה עלתה ב-4% שנה אחורה והפד שואף להגיע לקרוב ל-2%. כמו במרוץ מרתון, הקילומטר האחרון הינו הקשה ביותר. **אנו צופים הורדת ריבית של 0.5% במחצית השנייה של 2024, פחות ממה שמתומחר בשוק.**

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם – ארה"ב: שלישי: מכירות של בתים יד שנייה (אוק'), פרוטוקול של החלטת ריבית הפד, רביעי: הזמנות של מוצרי בני קיימא, מדד האמון הצרכני, מספר דורשי העבודה. חמישי: מדדי מנהלי הרכש לחודש נובמבר, אירופה, UK, ויפן. שישי: מדדי ה-PMI בארה"ב.

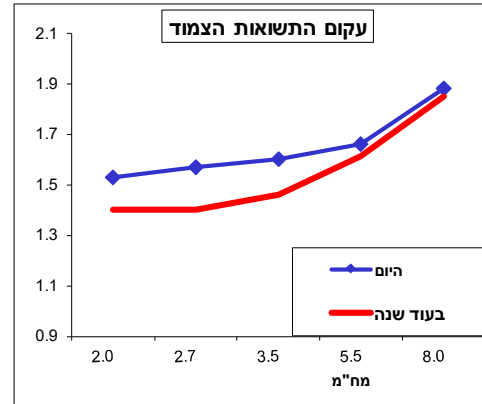
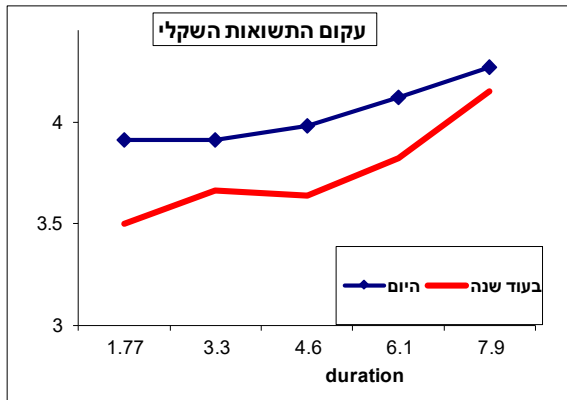
## שוק האג"ח לטווח ארוך: עדיפות לאפיקים הארוכים

פעם בכמה זמן אנו מנתחים את כדאיות ההשקעה בשוק האג"ח לפי ההנחות הבסיסיות שלנו. הניתוח למעשה הוא תרגיל לבחון את התשואה הכוללת לאחזקה בנייר מסוים במשך שנה שלמה (לא עד פדיון). ההנחות שלנו כוללות: ריבית בנק ישראל תעמוד על 3.75% בעוד שנה, הורדת ריבית של אחוז.

- **ריבית הפד תרד ב-0.5% רק במחצית השנייה של 2024** על רקע סביבה של אינפלציה דביקה (לפחות עד המחצית השנייה של 2024).
- **התשואות ל-10 שנים בארה"ב יתייצבו סביב 4.4% בעוד שנה**, קרוב לתשואה היום. קיימים כוחות מנוגדים אשר יפעלו על שוק האג"ח מצד אחד, מחזור של הקלה מוניטארית על ידי הפד תומך בירידת תשואות. נסיון העבר מלמד שסיום מחזור ההידוק המוניטארי לווה על ידי ירידת תשואות ארוכות. מנגד, מדיניות פסקאלית מרחיבה בארה"ב, רמת גיוסים גבוהה, והמשך אי מיחזור אג"ח על ידי הפד (QT) תומכים בתשואות גבוהות יחסית.
- **בעוד שנה אופק הפיסקאלית בישראל צפויה להשתפר** (או לפחות הציפיות לגבי הגירעון ב-2025-2026), זאת לאחר גירעון של 6% תוצר ב-2024 וגיוסים גבוהים על ידי האוצר. שוק האג"ח מגיב יותר לציפיות קדימה מאשר הנתונים השוטפים.
- **האינפלציה בשנה הקרובה תגיע ל-2.4%, אך תרד ל-2.1% ב-2024** על רקע ההתמתנות בפעילות, הן הגלובלית והן המקומית. מחירי הדיור יתמתנו משמעותית. הנחנו יציבות בשע"ח, למרות שגורמי המאקרו תומכים בהמשך ייסוף בשקל. התמתנות באינפלציה תתמוך בירידה בציפיות האינפלציה.
- **ריבית בנק ישראל בעוד שנה תעמוד על 3.75%** בעוד שנה עם ציפייה להורדת ריבית נוספת לכיוון 3.25%-3.5% ב-2025.
- **פער התשואות הארוכות בין ישראל וארה"ב ימשיך להיות שלילי ויעמוד על -0.25% בעוד שנה.**
- לפי ההנחות הנ"ל, **אחזקת ניירות ארוכים עשויה להניב עודף תשואה** על ניירות קצרים (ראה טבלה).
- השאלה בסיסית: **מה צפויות להיות ציפיות האינפלציה בשוק האג"ח בעוד שנה?** בהנחה שהציפיות יישארו סביב 2.3% (רמה מאד נמוכה), אזי קיימת עדיפות לאפיקים השקליים הארוכים.
- **יחד עם זאת, לאור רמת אי וודאות גבוהה לגבי ההתפתחויות הפוליטיות והגאו פוליטיות בישראל, קיימת אטרקטיביות באחזקה של אפיקים צמודים ארוכים בתשואה של סביב 1.9%.**

18/11/23 ניתוח אפיקי ההשקעה						תשואת נומינלית*
ציפיות אינפלציה היום	ציפיות אינפלציה חזויות	צמודים סדרה	מח"מ	ברוטו להחזקה	עקום חזוי בעוד שנה	
2.3	2.1	1025	2.0	1.53	1.40	3.9%
2.3	2.1	726	2.7	1.57	1.40	4.1%
2.3	2.1	527	3.5	1.6	1.46	4.2%
2.3	2.2	529	5.5	1.66	1.61	4.1%
2.3	2.3	1131	8.0	1.88	1.85	4.3%

שחרים סדרה	מח"מ	עקום היום	עקום חזוי בעוד שנה	תשואה נומינלית
825	1.8	3.91	3.50	4.2%
327	3.3	3.91	3.66	4.5%
928	4.6	3.98	3.64	5.2%
330	6.1	4.12	3.82	5.7%
432	7.9	4.27	4.15	5.1%



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.