

סקירת מאקרו

רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות

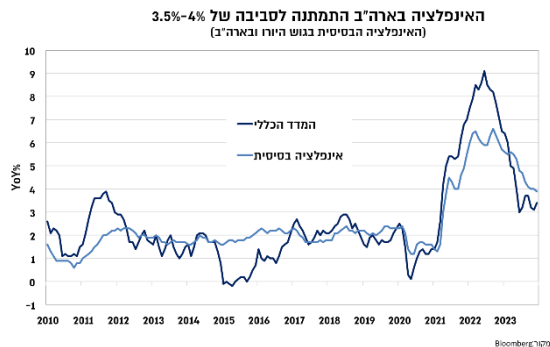
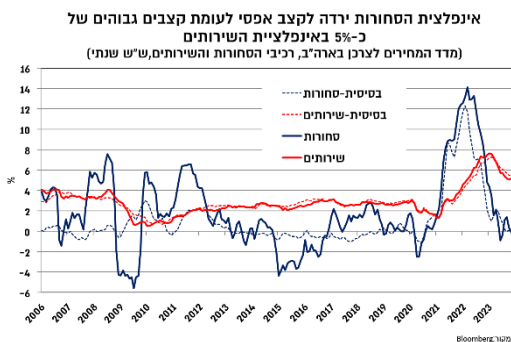
התגברות הציפיות להפחתת הריבית בארה"ב, למרות נתוני אינפלציה מעורבים

- ◆ סביבת האינפלציה בארה"ב נעה סביב 3.5%-4%, אך התמהיל ממשיך לשקף אינפלציית סחורות קרובה לאפסית לעומת אינפלציית שירותים גבוהה ודביקה של כ-5%. עוצמת שוק העבודה, השיפור המהיר בתנאים פיננסיים מציבים סיכון לעלייה מחודשת באינפלציה בהמשך השנה.
- ◆ למרות העלייה הגבוהה מהצפוי באינפלציה בארה"ב בחודש בדצמבר וההתבטאויות "הניציות" של חברי ה-Fed הציפיות להפחתת ריבית התגברו ומשקפות הפחתה כמעט מדי ישיבה ממרץ ועד לסוף השנה. אנו אמנם מעריכים כי ה-Fed יפחית את הריבית במהלך המחצית הראשונה של השנה, גם בתמיכת אפקט הבסיס אך תמחור הריבית ממשיך לשקף תוואי אגרסיבי מדי להערכתנו, שנעה קרוב יותר להערכת ה-DOTS של כ-3 הפחתות ריבית ב-2024. הציפיות הגבוהות להפחתת ריבית, כאשר ברקע סביבת המכפילים גבוהה ורמת מרווחי האשראי נמוכה, מציבות את השווקים בתקופה הקרובה עם רגישות גבוהה מאוד להערכות הריבית בארה"ב.
- ◆ הגירעון בתקציב הממשלה לחודש דצמבר הגיע לכ-34 מיליארד \$, כך שבסיכום 2023 הגיע הגירעון לכ-77 מיליארד \$, כ-4.2% תוצר, מעט גבוה מההערכות המוקדמות (כ-4% תוצר). טיטת התקציב ל-2024 משקפת גירעון של כ-6.5% תוצר, כאשר ההתאמות המוצעות עד כה נמוכות, והן עדיין לא משדרות את הרצינות הנדרשת נוכח המשבר הנוכחי, ובוודאי שאינן מייצרות מרווח ביטחון מפני תרחישים שליליים יותר. בנוסף, להערכתנו, תחזית הכנסות הנגזרת אופטימית מדי, כך שגם תחת הנחה שהסיוע האמריקאי יתקבל במהלך השנה, ללא התאמות נוספות הגירעון צפוי לנוע סביב 7%-7.5% תוצר.

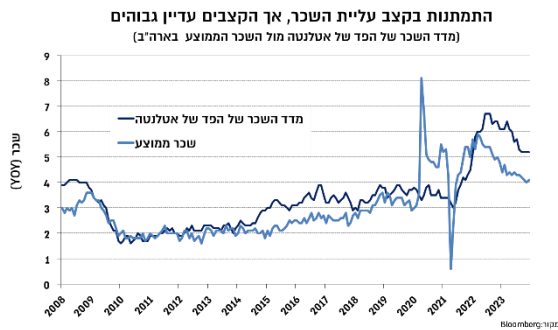
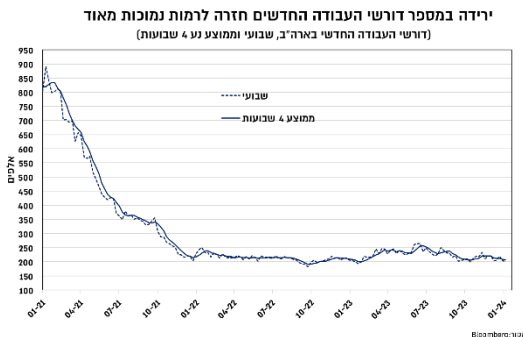
השווקים הפיננסיים התאוששו במהלך השבוע האחרון מהפתיחה השלילית של השנה וזאת בעיקר על רקע התגברות הציפיות להפחתת הריבית בארה"ב שלוותה בעלייה חדה במניות הטכנולוגיה. זאת, לעומת ביצועים חלשים של הענפים המחזוריים גם על רקע דו"חות חלשים יחסית במגזר הפיננסיים. ירידת התשואות בשוק איגרות החוב הפתיע במידת מה בהתחשב בנתוני האינפלציה והתעסוקה, שזכו לתגובות "ניציות" יחסית מצד מספר חברי ה-Fed, אך נראה כי הדגש של השווקים ממוקד במחירי הצריכה הפרטית, היעד הרשמי של ה-Fed, שעולים בקצב מתון יותר מאשר המדד הכללי. הציפיות הגבוהות להפחתת ריבית, כאשר ברקע סביבת המכפילים גבוהה ורמת מרווחי האשראי נמוכה, מציבות את השווקים בתקופה הקרובה עם רגישות גבוהה מאוד להערכות הריבית בארה"ב.

מדד המחירים לצרכן לחודש דצמבר בארה"ב הפתיע כלפי מעלה עם עלייה של 0.3%, כאשר שיעור עלייה זהה נרשם גם באינפלציה הבסיסית. הקצב השנתי של המדד הכללי עלה ל-3.4% ואילו האינפלציה הבסיסית התמתנה בשיעור קל ל-3.9%. בחודשים האחרונים קצב האינפלציה הבסיסית נע בממוצע סביב 0.3%, כלומר קצב שנתי של מעט מעל ל-3.5%, ובאופן כללי נראה כי האינפלציה התמתנה בחודשים האחרונים לסביבה של 3.5%-4%. עם זאת, תמהיל האינפלציה ממשיך לשקף שונות גבוהה בין הסחורות לשירותים. אמנם בדצמבר נרשמה עלייה קלה באינפלציית הסחורות, אך הקצב השנתי ממשיך לנוע מעט מעל לרמה אפסית, ולעומת זאת, אינפלציית השירותים ממשיכה להיות גבוהה ודביקה סביב 5%, גם בתמיכת בסעיף הדיור שנע בקצבים גבוהים של כ-6%. בנוסף, הדבר בא לידי ביטוי גם במומנטום של אינפלציית

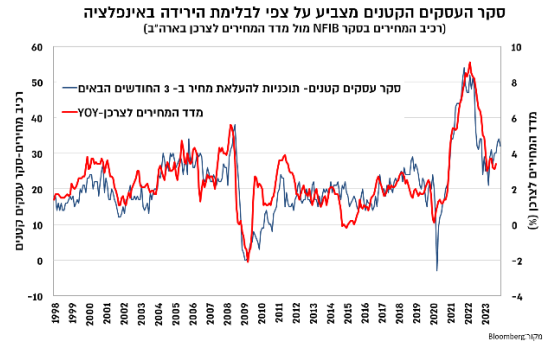
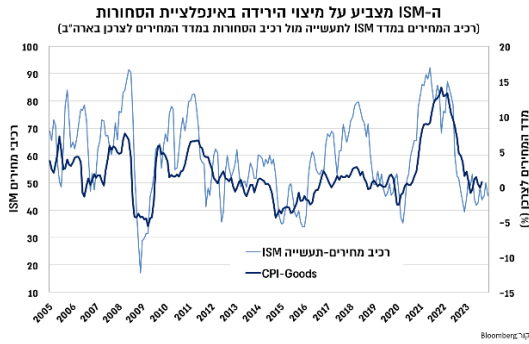
השירותים (קצב רבעוני במונחים שנתיים) שהתגבר לאחרונה ומשקף קצבים שנתיים של קרוב ל-6%, לאחר התמתנות לקצבים מתונים במהלך המחצית הראשונה של 2023.



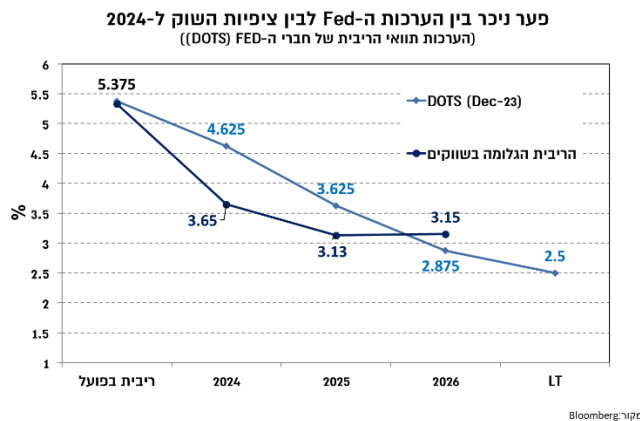
אינפלציית השירותים הגבוהה והדביקה נתמכת בעוצמה שמפגין שוק העבודה וסביר שתקבל גם חיזוק מהשיפור המהיר שנרשם בתנאים הפיננסים בחודשים האחרונים. בשבוע האחרון הנתונים משוק העבודה המשיכו להיות חזקים עם מספר דורשי עבודה חדשים שממשיכים לנוע סביב רמות שפל של כ-200 אלף, במקביל למדד השכר של אטלנטה, המהווה אינדיקטור טוב לעלות השכר, שנע בחודשים האחרונים בשיעור של 5.2%, קצב גבוה שעקבי עם אינפלציית השירותים הנוכחית.



אינפלציית הסחורות התייצבה בחודשים האחרונים סביב קצב שנתי קרוב לאפסי, והתפתחות זו נתמכה בשנה האחרונה בנירמול תמהיל הצריכה במקביל לירידה במחירי הסחורות בעולם, שילוב שקיבל ביטוי בירידה במדד היצרן בסין לקצבים שנתיים שליליים (אם כי עלו לאחרונה מרמות השפל). בלימת מגמת הירידה באינפלציית סחורות מקבלת ביטוי גם במדדי מנהלי הרכש שבם רכיב המחירים אמנם תנודתי, אך מצביע על התייצבות סביב רמות של 45-50. לעומת זאת, סקר העסקים הקטנים הצביע לאחרונה על מפנה כלפי מעלה בכבונות להעלאת מחירים מחודשת, וזאת לאחר מגמת ירידה ממושכת.



למרות אינפלציית השירותים הדיביקה, השבוע האחרון התאפיין בירידת תשואות בשוק איגרות החוב בארה"ב בעיקר בטווח הקצר-בינוני וזאת בהשפעת התגברות הציפיות להפחתת הריבית. ההסתברות להפחתת ריבית בחודש מרץ הקרוב גבוהה מ-80%, ומעבר לכך מתומחרת הפחתה בכמעט כל אחת מן ההחלטות עד לסוף השנה, כלומר קרוב ל-7 הפחתות של 25 נ"ב ל-3.5%-3.75%. נראה כי ציפיות אלו נובעות מהערכה להתמתנות נוספת באינפלציית הליבה של מחירי הצריכה הפרטית (Core PCE), שמתאפיינת בקצבים נמוכים מאשר האינפלציה הבסיסית ממדד המחירים לצרכן, והציפיות במדד הקרוב הן להתמתנות בקצב השנתי מתחת ל-3%. זאת, למרות שמרבית דוברי ה-Fed לאחרונה סיפקו הצהרות "ניציות" שניסו לצנן את ציפיות השוק להפחתת הריבית. בסוף השבוע האחרון היו אלה מאסטר מה-Fed של קליבלנד, שציינה כי נתוני האינפלציה מצביעים על כך שמוקדם מדי להפחית את הריבית במרץ, ובוסטיק מה-Fed של בוסטון שטען כי הריבית צריכה להישאר ברמתה הנוכחית עד הקיץ בכדי למנוע עלייה מחודשת של האינפלציה. להערכתנו ה-Fed לא ימהר בהחלטה הבאה בסוף החודש לאותה על הפחתה במרץ, בפרט על רקע נתוני התעסוקה והשיפור הניכר בתנאים הפיננסיים, ויעדיף להמתין להתפתחות הנתונים עד להחלטה במרץ בכדי לקבוע את עיתוי הפחתת הריבית. אנו אמנם מעריכים כי ה-Fed יפחית את הריבית במהלך המחצית הראשונה של השנה, גם בתמיכת אפקט בסיס באינפלציה בתקופה זו (צפוי להגיע לשיא במדד מאי), אך הסיכון לעלייה מחודשת באינפלציה בהמשך השנה מוערך לדעתנו בחסר כך שתמחור הריבית ממשיך לשקף תוואי אגרסיבי מדי להערכתנו, ואנו שותפים להערכת ה-DOTS של כ-3 הפחתות ריבית עד לסוף 2024.

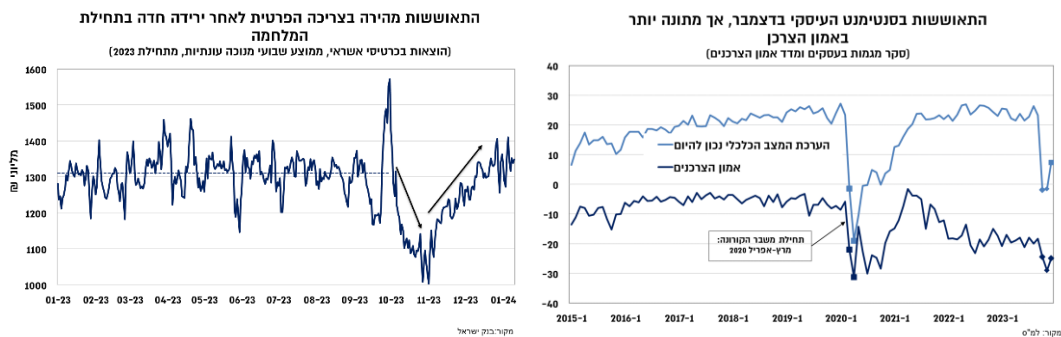


טיוטת הצעת התקציב הנוכחית משקפת גירעון של לפחות 7% תוצר ב-2024

הגירעון בתקציב הממשלה לחודש דצמבר הגיע לכ-34 מיליארד \$, כך שבסיום 2023 הגיע הגירעון לכ-77 מיליארד \$, כ-4.2% תוצר, מעט גבוה מההערכות המוקדמות (כ-4% תוצר). הגירעון ברבעון האחרון של השנה שיקף ירידת מדרגה

בהכנסות ממיסים (למרות התאוששות מסוימת בדצמבר), של כ-10% ביחס לרמה הממוצעת טרום המלחמה, במקביל לעלייה בהוצאות של כ-32 מיליארד ש"ח מעבר לתקציב המתוכנן ל-2023.

חלק מההתאוששות בהכנסות ממיסים (מלבד ההכנסה של כ-2 מיליארד ש"ח הנובעת מהקדמת יבוא כלי רכב לפני העלאת מס) מיוחסת לשיפור בצריכה הפרטית לאחר הצניחה שנרשמה עם פרוץ המלחמה. אמנם בסיכום הרבעון האחרון נרשמה ירידה של כ-7% בסך ההוצאות ביחס לרבעון השלישי, אך היא לא הייתה אחידה ושיקפה צניחה של כ-13% באוקטובר, התאוששות מסוימת בנובמבר, בשיעור ממוצע מתון של כ-4%, והתאוששות חדה יותר של כ-10% בממוצע בדצמבר. נתוני ינואר עד כה משקפים עלייה נוספת של כ-2% ביחס לדצמבר. ההתאוששות בפעילות מלווה גם בשיפור במדדי הסנטימנט, שבולט יותר בקרב האמון העסקי אך במידה פחותה באמון הצרכני, מה שעשוי להוביל לקצב גידול מתון יותר של הצריכה הפרטית בהמשך.



במבט קדימה, טיוטת התקציב הנוכחית שהציג האוצר מצביעה על גידול בהוצאות לכ-580 מיליארד ש"ח (לכומת 516 בסיכום 2023) וממנה נגזר גירעון של כ-6.5% תוצר. ההתאמות המוצעות עד כה בטיטת התקציב הן של מיליארדים בודדים. בצד ההכנסות, מיסוי הבנקים (בהנחה שאכן ייושם) והכנסות מדיבידנדים של חברות ממשלתיות כאשר העלאת המע"מ ל-2025 מותנית בהערכות שיהיו לגבי יחס חוב-תוצר בסוף השנה. בצד ההוצאות בעיקר קיצוץ רחבי של 3%, וקטון בהוצאות של תשתיות תחבורה. ההתאמות המוצעות עד כה נמוכות, והן עדיין לא משדרות את הרצינות הנדרשת נוכח המשבר הנוכחי (קצוץ מינורי בכספים קואליציוניים והימנעות מסגירת משרדי ממשלה), ובזדאי שאינן מייצרות מרווח ביטחון מפני תרחישים שליליים יותר. בנוסף, להערכתנו, תחזית הכנסות הנגזרת אופטימית מדי, וגם תחת הנחה שהסיוע האמריקאי יתקבל במהלך השנה, ללא התאמות נוספות הגירעון צפוי לנוע סביב 7.5%-7% תוצר.

מבחינת מימון הגירעון, מעבר לאי הודאות הנובעת מההתפתחות המלחמה, התנהלות של הממשלה מספקת הסבר נוסף לעליית המדרגה בהיקף הגיוסים שביצע האוצר בינואר. כמו כן, בדצמבר נעשה שימוש ניכר בפיקדון בבנק ישראל בהיקף של כ-18 מיליארד ש"ח (וב-2023 כולה בכ-11.5 מיליארד ש"ח), ומכאן תמיכה נוספת לגידול בהנפקות. להערכתנו, תחת הנחה שהמימון נטו בחו"ל ינוע סביב רמתו ב-2023 (כ-20 מיליארד ש"ח נטו, וכ-48 מיליארד ש"ח ברוטו), כאשר העלויות הגבוהות יותר מציבות סיכון כלפי מטה להיקף מימון זה), המימון המקומי נטו צפוי להגיע לכ-120 מיליארד ש"ח, שמשמעותו גיוס ברוטו חודשי ממוצע של כ-15 מיליארד ש"ח.

גילוי

לכותב המאמר ולחברת שרותי בורסה והשקעות בישראל- אי.בי.אי בע"מ ("שירותי בורסה") אין רישיון שיווק השקעות והם אינם מבוטחים בביטוח הנדרש מבעל רישיון בהתאם לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. בעת פרסום המאמר שירותי בורסה וכותב המאמר אינם בעלי עניין אישי בנושאי. כמו כן, אין במאמר כדי להוות תחליף לשיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

במועד פרסום עבודה זו, שרותי בורסה והשקעות בישראל אי.בי.אי בע"מ/או תאגידים קשורים לשרותי בורסה והשקעות בישראל אי.בי.אי בע"מ. מחזיקים בחשבונות הנוסטרו ובחשבונות המנוהלים על-ידם החזקה מהותית בניירות הערך המוזכרים בסקירה זו ועל כן עשוי להתקיים ניגוד עניינים בקשר עם סקירה זו.

מסמך זה הינו עבודת מחקר שהוכנה על ידי מחלקת המחקר של שרותי בורסה והשקעות בישראל – אי.בי.אי – בע"מ ("החברה") והוא מובא כשרות מקצועי ללקוחות כשירים בלבד, על כן, אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום דבר פרסומי. המסמך מבוסס על מידע שדווח לציבור על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מדויקים או בלתי מעודכנים. מסמך זה הינו חומר מסייע בלבד ואין לראות במידע במסמך זה כעובדתי או כמידע שלם וממצה של כל ההיבטים הכרוכים בניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנזכרים בו ולכן אין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן. מסמך זה הינו למטרות אינפורמטיביות בלבד, ואין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הצעה או שידול או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. קבוצת אי.בי.אי, עובדיה וחברי הדירקטוריון בתאגידי הקבוצה לא יהיו אחראים לכל נזק, ישיר או עקיף, שיגרם, אם יגרם, לצד כלשהו, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. תאגידי הנמנים על קבוצת אי.בי.אי. ו/או בעלי השליטה בה עשויים להחזיק ולסחור עבור עצמם ו/או עבור לקוחות הקבוצה בניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים המסוקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והם עשויים לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים. קבוצת אי.בי.אי. מעניקה מגוון שירותים בתחום ההשקעות, לרבות ייעוץ ו/או הפצה ו/או חיתום הנפקות וכן עשיית שוק, ועל כן עשויה להעניק שירותים אלה או אחרים לחברות הנסקרות או לקבוצת החברות הנסקרות, וכן עשויה לקבל תגמול מהותי בגין שירותים כאמור. מסמך זה הינו רכושה של החברה ואין להעתיק, לשכפל, לצטט, להפיץ או לפרסם בכל אופן מסמך זה או חלקים ממנו ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, של החברה.