

יונתן כץ  
ונלכלני לידר  
שוקי הון

## השבוע צפוי מסר "ניצי" יחסית על ידי פאוול

### נקודות עיקריות

שוקי המניות ירדו השבוע ומחקו חלק מהעליות של השבועיים הקודמים, זאת על רקע נתונים חיוביים, אשר תומכים בהמשך תהליך הידוק מוניטארי. שיפור נמדד במדד מנהלי הרכש בשירותים, עלייה באמון הצרכני, עלייה בהזמנות בתעשייה, גידול מהיר באשראי הצרכני, וביום שישי: עלייה במחירי התפוקה PPI מעבר לציפיות, בפרט במחירי המזון. **סביבה כלכלית חיובית יחסית תמכה גם בעליית תשואות.**

### מאקרו ישראל: ירידה בהכנסות ממסים

בנובמבר, חלה ירידה של 10% y/y בהכנסות ממסים, אולם באוצר טוענים שקצב הגידול חזר לערב הקורונה (סביב 5%). תקציב המשכיל במחצית א' 23 עשוי למתן את הגירעון השנתי, אך החולשה בהכנסות ממסים תימשך. **אנו צופים גירעון של 2.7% ב-2023.**

סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על המשך צמיחה יציבה ושיפור לגבי הציפיות בפעילות בחודשים הקרובים, זאת לעומת היחלשות בצפי לשינוי בתעסוקה. השכר הממוצע בסקטור העסקי ממשיך לעלות בקצב מהיר יחסית של כמעט 6%. בשנת 2023 צפוי לחץ לתוספות שכר בסקטור הציבורי אשר מהווה גורם אינפלציוני. מדד האמון הצרכני עלה מעט בנוב', משקי הבית יותר חיוביים לגבי העתיד.

### סביבת האינפלציה: ירידה חדה במחירי הנפט

**אנו צופים מדד של 0.2% בנובמבר** עקב עלייה במחירי המזון, דיור והלבשה. למרות צפי להסרת חלק מהמגבלות בסין, בשבוע האחרון מחירי הנפט ירדו ב-11% על רקע גידול בתפוקה בארה"ב וחשש להתמתנות בפעילות. **אנו צופים יציבות במחירי הדלקים בינואר** זאת בהנחה שתבוטל ההנחה בבלו.

### ארה"ב: נתונים חיוביים יחסית

מדד מנהלי הרכש ISM בענפי השירותים מצביע על התרחבות עם עליה ב-2.1 נק' ל-56.5 נק' בנובמבר, זאת לעומת החולשה במדד ה-PMI בשירותים.

באוק' ההזמנות בתעשייה עלו ב-1.0% (מעל הצפי) לאחר גידול של 0.3%. מדד האמון הצרכני של משיגן עלה ב-2.3 נק' ל-59.1 (הצפי היה ל-57). ציפיות האינפלציה שנה קדימה ירדו מעט ל-4.6% (מ-4.9%) אך נותרו יציבות על 3% חמש שנים קדימה: רמה עדיין גבוהה ומדאיגה עבור הפד.

מדד מחירי התפוקה PPI ליבה עלה מעבר לציפיות (0.4% לעומת צפי ל-0.2%).

### אירופה: חולשה בפעילות

המסחר הקמעונאי ירד ב-1.8% באוק' וירד ב-2.7% שנה אחורה.

### סין: אינפלציה נמוכה

בנובמבר, מחירי התפוקה PPI ירדו ב-1.3% שנה אחורה, איתות חיובי להתמתנות במחירי התעשייה בעולם.

### שוק האג"ח: שוק האג"ח מתחיל לחשוש מהגירעון

התשואות השקליות עלו מעט בכול הטווחים, בהמשך למגמה דומה בשבוע הקודם, זאת למרות המשך ירידת תשואות בארה"ב, בפרט בארוכים (עד יום חמישי).

יתכן שהשוק מתחיל לחשוש מהמדיניות הפיסקאלית, בפרט על רקע הירידה החדה בהכנסות ממסים בחודש נובמבר.

נאומו של פאוול עלול להעיב על שוק האג"ח ביום רביעי.

### זום אין: צפוי מסר "ניצי" מהפד

ביום רביעי, העלאת ריבית הפד של 0.5% נראית וודאית.

חשובים יותר עבור השווקים יהיו תחזית חברי הפד (Dots) ונאומו של פאוול.

אנו צופים העלאת ריבית "סופית" (terminal rate) ל-5.2% ב-2023 מ-4.6% בתחזית הקודמת. בשנת 2024 צפויה ירידה מתונה בריבית לכיוון 4.5%.

לגבי 23, צפוי עדכון כלפי מטה בתחזית הצמיחה ועדכון כלפי מעלה באינפלציה.

**צפוי נאום "ניצי" יחסית עם דגש על "ריבית גבוהה לתקופה ממושכת".**

אינפלציה (%)			
4.6%	12 ח' אחרונים		
0.2%	נובמבר		
0.5%	דצמבר		
0.0%	ינואר		
3.1%	שנה קדימה		
2.4%	2023		
ריבית			
3.25%	נוכחית		
4.0%	בעוד שנה		
4.0%	סוף 2023		
שע"ח	דולר	אירו	
השקל	3.42	3.6122	
שינוי שבועי	1.2%	1.4%	
YTD	10.0%	2.6%	
שנה קדימה	3.45	3.60	
גיוס מול פירעון		דצמ'	
פדיון סחיר		0.0	
תחזית הנפקות		2.0	
עודף פדיון		-2.0	
עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר	0.65	0.7	0.8
5904			
בינוני	0.65	0.65	0.7
527			
ארוך	0.61	0.6	0.6
1131			
שקלי	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר	3.47	3.5	3.7
1024			
בינוני	3.39	3.4	3.5
327			
ארוך	3.29	3.4	3.3
432			
US			
2y	4.34	4.4	4.5
5y	3.77	3.9	4.0
10y	3.59	3.7	3.7

\* ט"ק - החודש הקרוב

## מאקרו ישראל

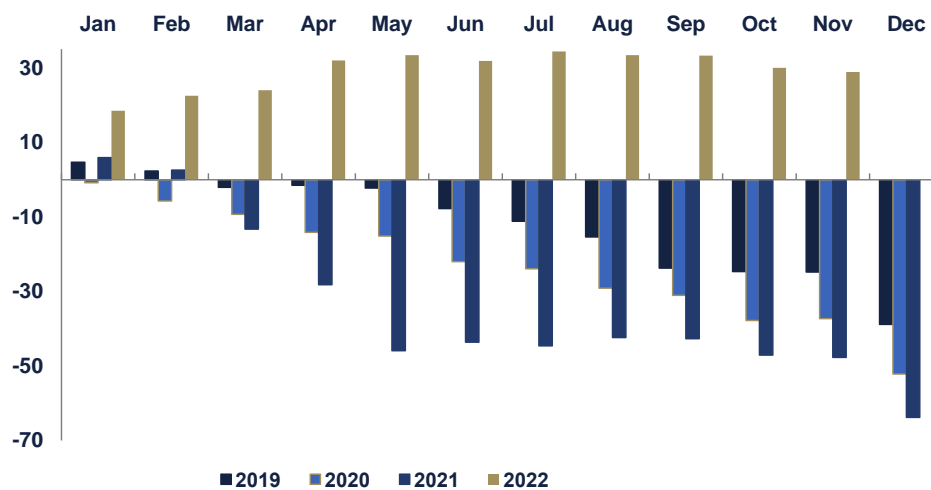
## ירידה בהכנסות ממסים בנובמבר

הגירעון התקציבי בנובמבר הסתכם ב-1.2 מיליארד ₪ לעומת 0.5 מיליארד בנובמבר אשתקד. ב-12 החודשים האחרונים העודף התקציבי הגיע ל-0.4% תוצר ו-28.9 מיליארד ₪ מתחילת השנה. ההכנסות בתקציב עלו ב-14.5% מתחילת השנה לעומת גידול מתון של 5.6% בהוצאות השוטפות (מעט הוצאות בגין הקורונה), זאת לעומת שיעור תיקצוב של 6.0%.

לגבי ההכנסות ממסים, **בנובמבר חלה ירידה ריאלית של 10% לעומת נובמבר 21**, אך האוצר מדגיש שמדובר בהשוואה בעייתית בשל הגידול החד בהכנסות בנוב' 21. בהשוואה לנובמבר 19 (ערב הקורונה) מסתמן גידול בקצב שנתי של 9%. **האוצר מציין שבחודשים אפריל-נובמבר השנה, מסתמנת מגמת ירידה בהכנסות לעומת חודש שיא בגבייה במרץ**. לפי הודעת האוצר, קצב הגידול בגבייה בחודשים האחרונים נמצא על קו המגמה ערב הקורונה של כ-5% לשנה. למרות מילות ההרגעה של האוצר, עוצמת הירידה בהכנסות בנובמבר מדאיגה. גביית מע"מ מקומי ירדה ב-17% בנובמבר 22 לעומת נובמבר 21 עקב התמתנות בפעילות בנדל"ן ובמסחר.

**אנו צופים גירעון תקציבי של 2.7% בשנת 2023** על רקע ציפייה להמשך חולשה בהכנסות ממסים וגידול בהוצאות. בכירים באוצר אופטימיים מעט יותר ומציינים את העובדה שכנראה לא צפוי תקציב מאושר עד אמצע השנה ועד אז צפוי תקציב המשכי במחצית הראשונה של שנה, מה שצפוי לרסן את הוצאות הממשלה. כנראה שתוספות השכר הצפויות יתקבלו במחצית ב' של השנה. **החשש היותר משמעותי הינו לעלייה נוספת בגירעון בשנת 2024**.

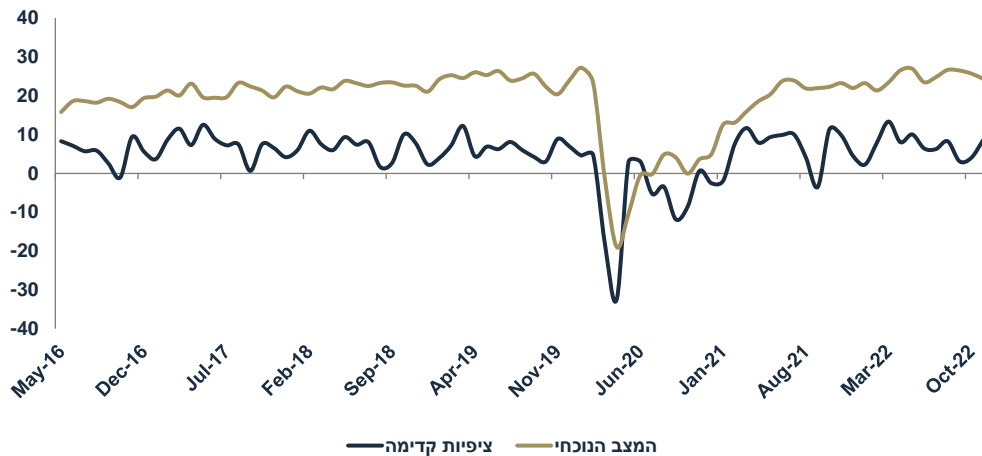
העודף (+) / גרעון (-) הפיסקאלי המצטבר במיליארדי ₪



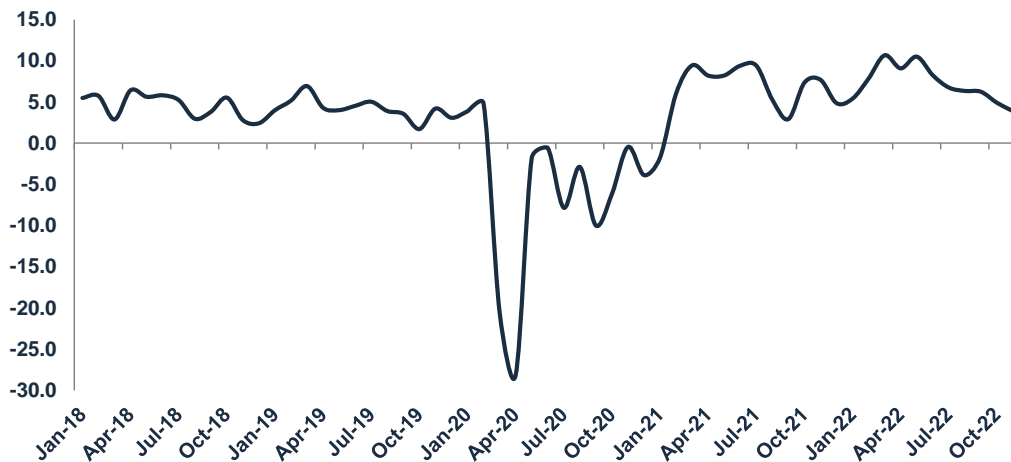
## הסקטור העסקי ממשיך להיות אופטימי

**סקר מגמות בסקטור העסקי (נובמבר) מצביע על יציבות בצמיחה ברמה גבוהה יחסית**. רכיב המצב השוטף ירד מעט, אך נותר ברמה של ממוצע שנת 2019. לעומת זאת, רכיב הציפיות לגבי הפעילות שלושה חודשים קדימה השתפר ועלה ל-8.6 נקודות מ-4.1 באוקטובר (מאזן נטו של התשובות). רכיב התעסוקה נחלש אך נותר חיובי נטו (3.88). סקטור התעשייה מצפה לשיפור בהזמנות הן לשוק המקומי והן ליצוא. ענפי השירותים גם צופים שיפור במכירות וענף התקשורת והמידע (היי טק) אף צופה שיפור ביצוא בחודש הקרוב למרות המשך חולשה ברכיב התעסוקה. בענף המסחר צופים גם כן התרחבות במכירות. ציפיות האינפלציה שנה קדימה עלו מעט ל-2.94% מ-2.9% (ירידה מ-3.14% באוג').

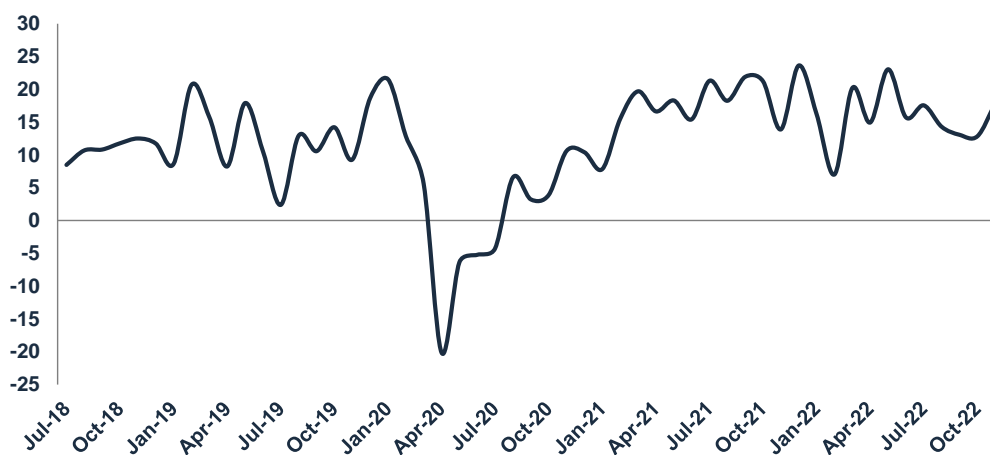
רכיבי המצב השוטף והציפיות לשינוי בפעילות בשלושה חודשים הקרובים (מאזן נטו)



הצפי לשינוי בתעסוקה בסקטור העסקי (מאזן נטו)



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



בסך הכול מדובר בסקר חיובי אשר מצביע על המשך צמיחה יציבה ואופטימיות לגבי התרחבות בחודשים הקרובים, זאת למרות ההתמתנות בביקוש לעובדים. המשך התרחבות בפעילות צפויה לאפשר המשך ריסון מוניטארי, כנראה ב-0.5% ב-2 לינואר ו-0.25% ב-20 לפברואר.

ברבעון ג', השכר הממוצע עלה ב-4.1% בחישוב שנתי (נתוני מגמה), התמתנות מסוימת מ-6% ברבעון ב'. יחד עם זאת, בהתחשב בעובדה שהשכר בסקטור הציבורי מוקפא, מדובר בקצב עליית שכר מהיר יחסית של כמעט 6% בסקטור העסקי. בחודשים האחרונים מסתמנת עלייה מהירה בשכר בענפי המסחר, הבינוי והתחבורה. מסתמנת התמתנות בעליית השכר בענף הה"י טק. בתעשייה השכר הממוצע עולה בקצב שנתי של 5%. **שוק עבודה הדוק תומך בלחצי שכר, ובשנה הבאה צפויים לחצי שכר גם מהסקטור הציבורי, אשר יתרמו גם הם ללחצי אינפלציה.**

השכר הממוצע בסקטור העסקי ובסקטור הציבורי, ינואר 18=100, מנוכה עונתיות



**נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל:** שלישי: נתוני סחר חוץ (יבוא ויצוא סחורות, נובמבר). רביעי: מכירות של דירות חדשות ומלאי הדירות הלא מכורות (אוק'), מאזן התשלומים (רבעון ג'). חמישי: מדד המחירים לצרכן בחודש נובמבר. אנו צופים מדד של 0.2% בהשפעת התייקרויות במחירי המזון, דיור והלבשה והנעלה (עונתי). לעומת זאת, הוזלו מחירי הפירות והירקות.

תחזית מדד חודש נובמבר 2022			
תרומה חזויה	שיעור שינוי חזוי	משקל	
0.09%	0.6%	14.6	<b>מזון</b>
-0.12%	-3.6%	3.2	<b>פירות וירקות</b>
0.13%	0.5%	24.9	<b>דיור</b>
0.01%	0.1%	9.2	<b>אחזקת דיור</b>
-0.02%	-0.4%	3.7	<b>ריהוט וציוד לבית</b>
0.07%	2.7%	2.4	<b>הלבשה והנעלה</b>
0.02%	0.4%	5.9	<b>בריאות</b>
-0.01%	-0.1%	11.2	<b>חינוך ותרבות</b>
-0.01%	0.0%	19.1	<b>תחבורה ותקשורת</b>
0.01%	0.2%	5.8	<b>שונות</b>
<b>0.2%</b>		<b>100.0</b>	<b>סך הכל מדד</b>

## מאקרו חו"ל

## ארה"ב: שיפור בענפי השירותים

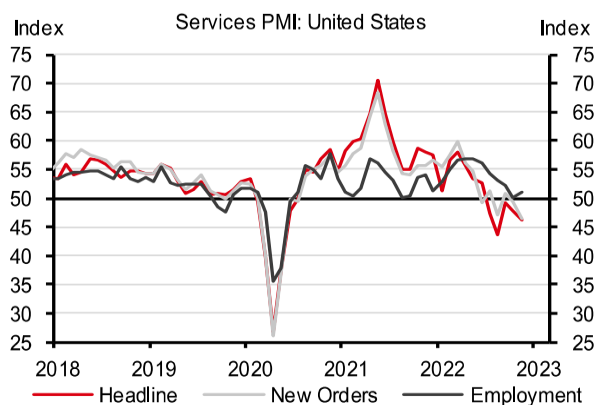
מדד מנהלי הרכש ISM בענפי השירותים מצביע על התרחבות עם עליה של 2.1 נקודות ל-56.5 נק' בנובמבר (הצפי היה לירידה ל-53.4). רכיב ההזמנות החדשות ירד מעט ל-56.0 (מ-56.6), אך עדיין מצביע על התרחבות) ורכיב הפעילות העסקית עלה ל-64.7 מ-55.7. רכיב התעסוקה עלה ב-2.4 נקודות ל-51.5. רכיב זמני הספקה ירד ל-53.8 מ-56.5 ומיתן את מדד ה-ISM, למרות שמדובר בהתפתחות חיובית בהקשר ליציאה מהקורונה.



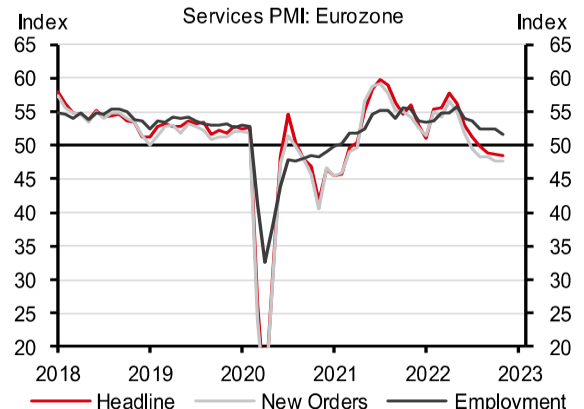
רכיב המחירים ממשיך להיות מאד בעייתי ועומד על 70.0 נקודות, ירידה קלה מ-70.7. הלחץ לעליות מחירי השירותים צפוי להימשך, זאת לעומת החולשה ברכיב המחירים במדד מנהלי הרכש בתעשייה (43 נקודות).

עלייה במדד מנהלי הרכש בשירותים היתה אמורה להביא לעליית תשואות ביום שני בשל חשיבות המדד (ענפי השירותים השונים מהווים כ-80% מהתוצר). יתכן שהחולשה במדד מנהלי הרכש PMI (מדד מתחרה למדד ה-ISM) בענפי השירותים (אשר עומד על 46.2 נקודות) מעלה ספקות לגבי האמינות של מדד ה-ISM. בכול זאת, מדד ה-ISM נחשב ליותר משמעותי ואמין בארה"ב (הסקר נוצר בשנת 1915 וכולל כ-15 תתי סקטורים). בעולם בכלל ובאירופה וארה"ב בפרט, מדדי ה-PMI מצביעים על חולשה גוברת הן בתעשייה והן בענפי השירותים, אם כי רכיב התעסוקה נותר חיובי (מעל 50 נקודות):

### 17. In the US, service activity deteriorated at a quicker rate in November...



### 18. ...as in the eurozone, which marked a fourth consecutive month in contractionary territory



יהיה מעניין לראות איך הפד מתייחס לנתוני מדד מנהלי הרכש. לפי מדד ה-ISM בענפי השירותים המיתון עוד רחוק, מה שמאפשר לפד להמשיך להעלות את הריבית לכיוון 5% ואולי 5.25%.

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: ארה"ב: שלישי: מדד המחירים לצרכן (נובמבר). הציפיות הן למדד כולל של 0.3%, אך יתכן מדד מעט נמוך יותר עקב המשך ירידה במחירי הרכבים ושירותי ביטוח בריאות. חמישי: המסחר הקמעונאי והייצור התעשייתי (נוב'), סקר Empire state ופילדלפיה (סקרי תעשייה אזוריים, דצמבר). סין: חמישי: הייצור התעשייתי, המסחר הקמעונאי וההשקעות (נוב'). שישי: מדד מנהלי הרכש PMI במספר מדינות עיקריות, כולל באירופה, ארה"ב ויפן (דצמבר). החלטות ריבית: הפד ביום רביעי (ראה "זום אין") וה-ECB ביום חמישי: צפויה העלאה של 0.5% בשני הבנקים המרכזיים.

## זום אין: צפוי מסר ניצי מהפד השבוע

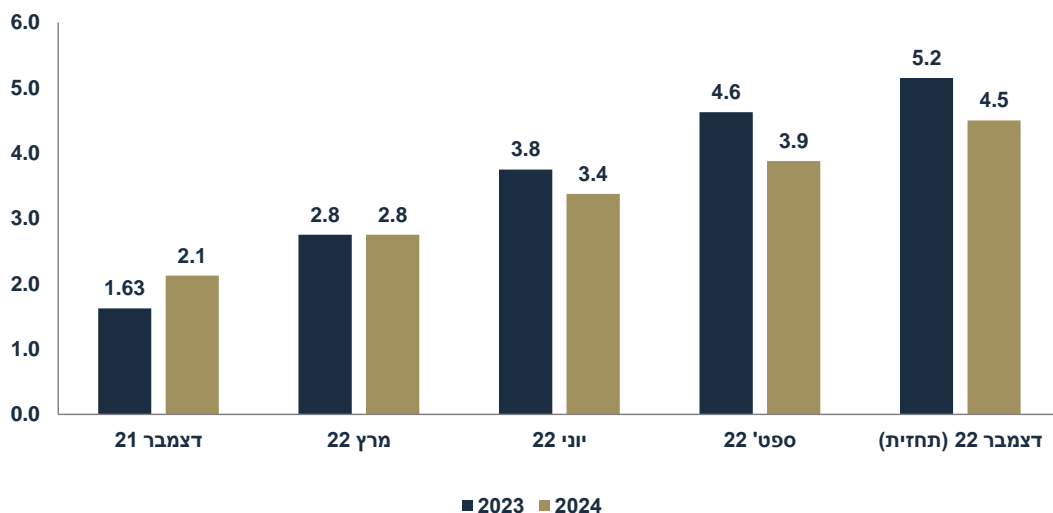
העלאת ריבית הפד ביום רביעי ב-0.5% נראית וודאית. פאוול כבר יותר מרמז שקצב העלאת הריבית צפוי להתמתן. ב-30 בנובמבר פאוול אמר:

"The time for moderating the pace of rate increases may come as soon as the December meeting. Given our progress in tightening policy, the timing of that moderation is far less significant than the questions of how much further we will need to raise rates to control inflation, and the length of time it will be necessary to hold policy at a restrictive level"

במילים אחרות: עבור פאוול (והשווקים), חשובה יותר רמת הריבית הסופית (terminal rate) ומשך הזמן שיידרש לשמור על רמת ריבית מרסנת.

ביום רביעי השווקים יגיבו לתחזית חברי הפד (Dots) ונאומו של פאוול. בתחזית של ספטמבר, חברי הפד ציפו להעלאת ריבית ל-4.4% בסוף 2022, 4.6% בסוף 2023 (Terminal rate, ריבית סופית) עם ירידה ל-3.9% בסוף 2024 ו-2.9% בסוף 2025. צפויה רביזיה בתחזית זו ל-5.1%-5.2% בסוף 2023 ו-4.5% בסוף 2024 ו-3.2% ב-2025. ריבית שיווי משקל לטווח הארוך צפויה להישאר על 2.5%.

תחזית ריבית הפד (בסוף 2023 ו-2024) על ידי חברי הפד לפי מועד החלטת הריבית



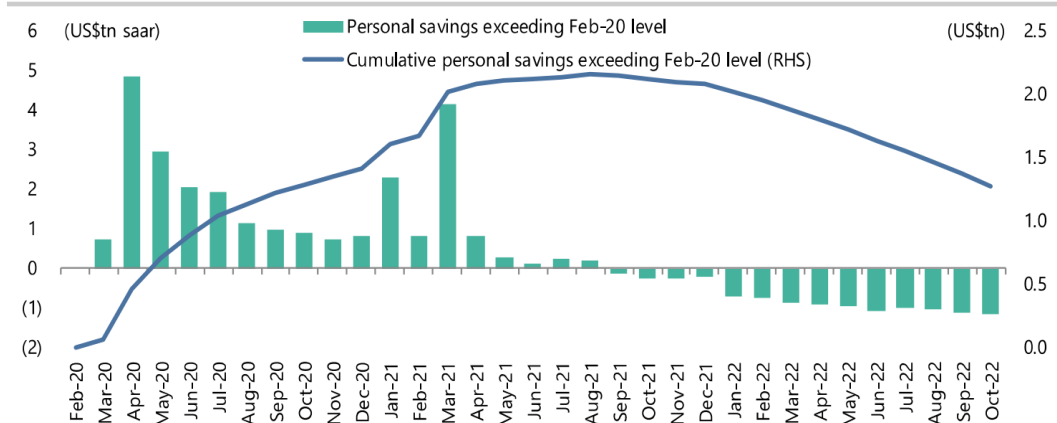
לגבי 2023, צפוי עדכון כלפי מטה בתחזית הצמיחה (מ-1.2% ל-0.9%), ועדכון כלפי מעלה באינפלציה PCE (מ-2.8% ל-3.0%), ואינפלציית הליבה (מ-3.1% ל-3.3%). תחזית האבטלה צפויה לעלות מ-4.4% ל-4.6%.

צפוי נאום "ניצי" יחסית של פאוול עם דגש על "ריבית גבוהה לתקופה ממושכת". פאוול ידגיש את ההאצה בשכר לשעת העבודה בחודש נובמבר (עלייה של 0.6% ו-5.1% שנה אחורה, האצה מ-4.9%), ציפיות האינפלציה הגבוהות בקרב משקי הבית, והמשך התרחבות בפעילות ובצריכה הפרטית, זאת למרות החולשה בענף הנדל"ן. כזכור, בנאומו לפני שבוע, פאוול ציין את לחצי האינפלציה במחירי השירותים (למעט הדיור) אשר מהווים כמחצית מאינפלציית הליבה ומושפעים בעיקר מלחצי השכר. קיים קשר הדוק בין עלות העבודה ליחידת תפוקה לבין קצב האינפלציה:



הצריכה הפרטית נתמכת על ידי עודפי חיסכון מתקופת הקורונה של כ-1.3 טריליון דולר (ירידה מ-2.1 טריליון בשיא), זאת למרות ירידה בחיסכון מדי חודש:

Exhibit 7: US cumulative excess personal savings relative to pre-Covid February 2020 level



מאז הנאום ה"יוני" יחסית של פאוול ב-30 בנובמבר (למרות שהשוק בחר להתעלם ממסרים די "ניציים"), פורסמו מכלול של נתונים חיוביים, כולל מדד מנהלי הרכש בענפי השירותים, נתוני תעסוקה חזקים (יחסית לציפיות) והאצה בשכר לשעת עבודה. נאומו של פאוול לאחר החלטת הריבית עלול לאכזב את השווקים כאשר פאוול ידגיש את המשך המדיניות המרסנת (למרות ההתמתנות בקצב) ואת הצורך לשמור על ריבית גבוהה 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 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 של לידר 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 מפיצייהם 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.