

## סקירת מאקרו

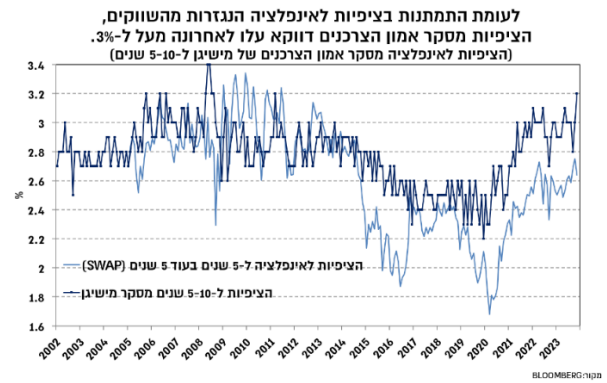
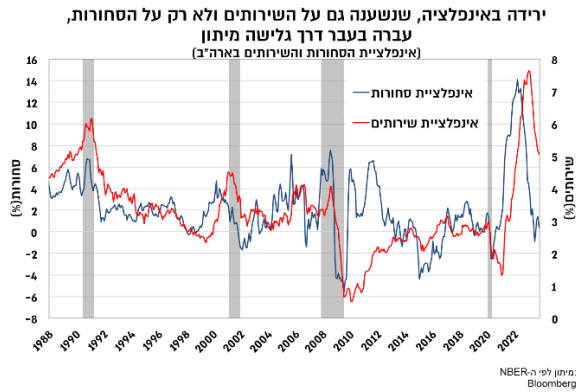
### רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות

- ◆ ההתאוששות המהירה בשווקים לאורך חודש נובמבר נשענה בעיקר על צפי למיצוי תהליך העלאת הריבית מתוך ציפיה לירידה באינפלציה, ובשילוב עם צמיחה חיובית מתמתנת הובילו את השווקים לתמחר מחדש את תרחיש "הנחיתה הרכה". זאת, למרות ניסיון עבר לא מעודד במיוחד, בפרט כשנקודת המוצא היא של אינפלציית שירותים גבוהה. ה-Fed ציין את הקשחת התנאים הפיננסיים כאחד הגורמים המרכזיים בעצירת העלאת הריבית, כאשר בפועל, ההתפתחויות בחודש האחרון היו למעשה בכיוון ההפוך, ולכן, כל נתון שיעיד על עלייה גבוהה מהצפי באינפלציה עשוי להוביל לעלייה מחודשת בהסתברות להעלאת ריבית.
- ◆ הריבית צפויה להישאר ללא שינוי גם בהחלטה הנוכחית היום- עוצמת הציפיות להפחתת הריבית ממשיכות להיות גבוהות מדי. אי הודאות הגבוהה שנותרה בעינה בנוגע למשך והיקף המלחמה מהווה גורם מרכזי להחלטה הצפויה, מכיוון שגורם זה הוא בעל פוטנציאל להוביל לשינוי מהיר בפרמיית הסיכון של המשק. אמנם עיקר העלייה בפרמיית הסיכון נובעת מאי הודאות בנוגע להיקף ומשך המלחמה, אך צעדי הממשלה לא מסייעים בהקטנת פרמיית הסיכון, ומשכך אינם מהווים גורם התומך בהפחתת הריבית. לכן, בשלב זה, הבנק צפוי להמשיך עם תמהיל המדיניות הנוכחי הכולל הותרת הריבית ללא שינוי, הקלות בשוק האשראי כתחליף להפחתת הריבית לצד התערבות במידת הצורך בשוק המט"ח. זאת, אלא אם ייווצר מרווח ביטחון משמעותי מפני עלייה בפרמיית הסיכון, שכולל שילוב של מדיניות פיסקאלית אחראית יותר, המשך מגמת הייסוף בשער החליפין של השקל וירידה נוספת בסביבת האינפלציה אל עבר היעד, תמהיל שיאפשר מעבר להפחתת ריבית.

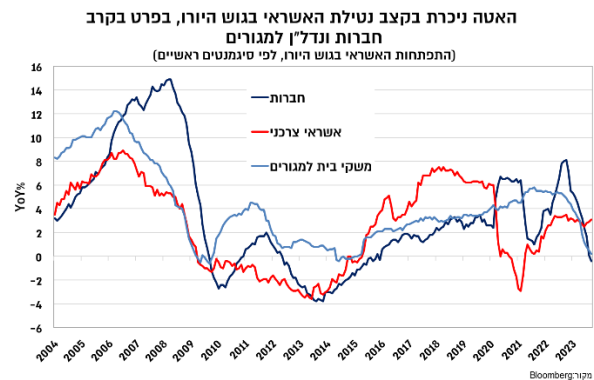
## השווקים שבו לתמחר את תרחיש "הנחיתה הרכה" בארה"ב

השווקים הפיננסיים רשמו שבוע חיובי נוסף עם עליות של כ-1% במדדי המניות המובילים בעולם, ירידה במרווחי האשראי והיחלשות של דולר בעולם, כאשר המהלך לווה גם בירידה לרמה נמוכה בסטיות התקן בשוק המניות (מדד ה-VIX ירד ל-12.5, רמתו הנמוכה ביותר ב-4 השנים האחרונות). ההתאוששות המהירה בשווקים לאורך חודש נובמבר נשענה בעיקר על צפי למיצוי תהליך העלאת הריבית מתוך ציפיה לירידה באינפלציה, ובשילוב עם צמיחה חיובית מתמתנת הובילו את השווקים לתמחר מחדש את תרחיש "הנחיתה הרכה".

המעבר לתמחור תרחיש זה ("נחיתה רכה") אינו חריג ולאורך השנתיים האחרונות השווקים נעו בינו לבין חשש לגלישה למיתון, תרחיש שבמשך תקופה הארוכה קיבל ביטוי בשיפוע שלילי מאוד של עקום התשואות האמריקאי. ניסיון העבר אינו מעודד במיוחד בהשגת תרחיש "נחיתה רכה", בפרט כאשר נקודת המוצא היא של אינפלציה גבוהה (עם דגש על אינפלציית שירותים, שכיום נעה סביב 5.5%-5%), כך שירידה חזרה לעבר היעד עברה דרך הרעה משמעותית בשוק העבודה וגלישה למיתון. בהיבט זה, העלייה בציפיות לאינפלציה לטווח הבינוני-ארוך אמנם נבלמה במידת מה לאחרונה, אך הציפיות לאינפלציה מתוך סקר אמון הצרכנים ממשיכות לנוע ברמות גבוהות יחסית ולאחרונה גם מעל ל-3%, התפתחות שבמידה ותימשך תגרוור את ה-Fed לטון "ניצי" יותר בכדי למנוע את התבססות הציפיות ברמות גבוהות שיקשו על החזרת האינפלציה אל היעד.



הבנקים המרכזיים המובילים ובראשם ה-Fed וה-ECB אמנם מעוניינים בהשגת תרחיש הנחיתה הרכה, אך הם עדיין ממוקדים בהורדת האינפלציה הגבוהה מהיעד לעבר היעד. שני הבנקים מבינים כי הירידה באינפלציה עד כה היא החלק הקל יותר הנובע בעיקר מהירידה באינפלציית הסחורות, ואילו אינפלציית השירותים המושפעת משוק העבודה ההדוק שעדיין מאופיין בלחצי שכר גבוהים, היא משוכה גבוהה יותר. לכן, שני הבנקים אינם מעוניינים בהקלה בתנאים הפיננסים הנובעת בין היתר מציפיות השוק להפחתת ריבית, לפני שהושגה הירידה בפועל באינפלציה. באופן יחסי, ה-ECB צריך להיות פחות מודאג, שכן המדיניות שלו יותר אפקטיבית (בשל המשקל הגבוה יותר של האשראי הבנקאי בסך האשראי) והובילה כבר להאטה בפעילות (צמיחה שלילית ברבעון 3, ומדדי מנהלי הרכש שממשיכים לנוע מתחת ל-50 באופן מובהק) על רקע ההאטה באשראי. ועדיין, במהלך השבוע האחרון ניסו חלק מחברי הבנק לצנן את הציפיות למפנה מהיר יחסית להפחתת ריבית שמתומחר בשווקים.

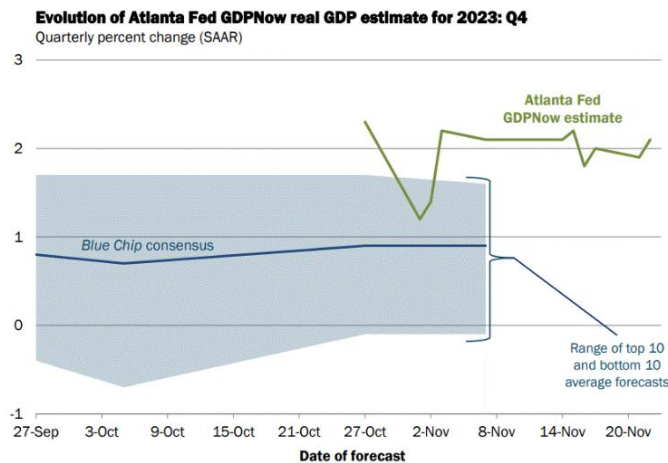


בארה"ב, התמונה מורכבת יותר. ראשית, הצמיחה חזקה יותר באופן ניכר, וגם לאחר צמיחה גבוהה של כ-5% ברבעון השלישי אומדן הצמיחה לרבעון הנוכחי עומד על כ-2%, וזאת למרות צפי לתרומה שלילית מצד השינוי במלאים (לאחר תרומה חיובית גבוהה מצד המלאים ברבעון 3, כך שניתן לומר כי הצמיחה "המייצגת" ברבעון 3 נעה מעל ל-3% ואילו ברבעון הנוכחי מעט מתחת ל-3%). כמו כן, שוק העבודה ממשיך להיות הדוק, גם אם ירד מרמות השיא, כך שהביקוש לעובדים עדיין גבוה ומספר דורשי העבודה החדשים ממשיך לנוע סביב רמות שפל של מעט מעל ל-200 אלף.

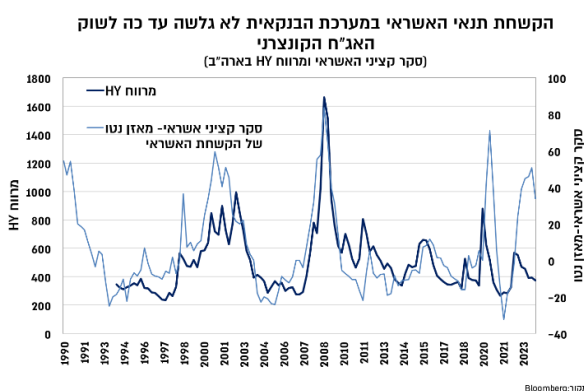
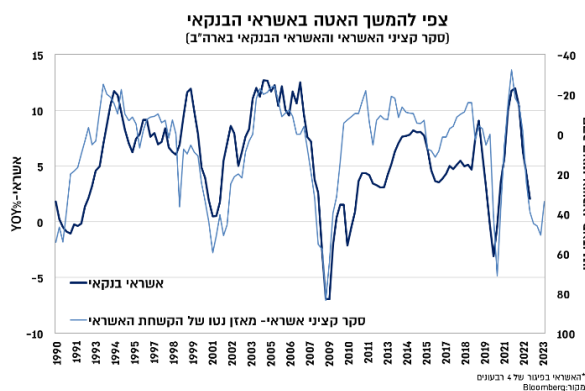
Latest estimate: 2.1 percent -- November 22, 2023

The GDPNow model estimate for real GDP growth (seasonally adjusted annual rate) in the fourth quarter of 2023 is 2.1 percent on November 22, up from 2.0 percent on November 17. After recent releases from the US Census Bureau and the National Association of Realtors, the nowcast of fourth-quarter real gross private domestic investment growth increased from -1.8 percent to -1.1 percent.

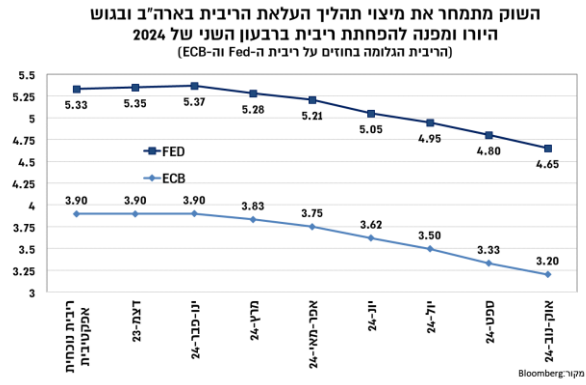
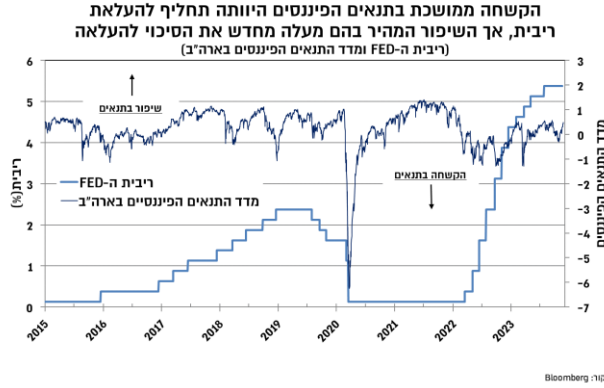
The next GDPNow update is **Thursday, November 30**. Please see the "Release Dates" tab below for a list of upcoming releases.



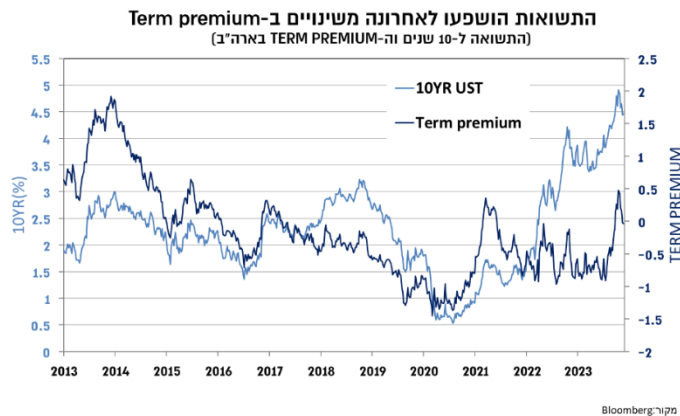
מבחינת האשראי, סקר קציני האשראי האחרון הצביע על המשך הקשחת תנאי האשראי במערכת הבנקאית שעקבית עם קיפאון בקצב הגידול השנתי באשראי בחודשים הקרובים. עם זאת, בניגוד לעבר, התפתחות זו לא זלגה עדיין לשוק איגרות החוב הקונצרניות, שהוא הרלוונטי יותר מבחינת היקפי האשראי במשק האמריקאי, כך התנאים בכללותם אינם קשיחים, אחד ההסברים לביצועים הטובים יותר של המשק האמריקאי ביחס לאירופי.



בהיבט זה, חשוב לציין כי בחודשים האחרונים ה-Fed ציין את הקשחת התנאים הפיננסים כאחד הגורמים המרכזיים בעצירת העלאת הריבית, מתוך ציפיה שהתפתחות זו מהווה תחליף להעלאת הריבית. בפועל, ההתפתחויות בחודש האחרון היו למעשה בכיוון ההפוך, כך שנרשם שיפור מהיר בתנאים הפיננסים. לכן, כל נתון שיעיד על עלייה גבוהה מהצפי באינפלציה יוביל במהירות להסתברות גבוהה יותר להעלאת ריבית ולהקשחה מהירה בתנאים הפיננסים.



מבחינת שוק האג"ח, השינויים המהירים בתשואות איגרות החוב במהלך החודשים האחרונים הושפעו במידה ניכרת משינויים בפרמיית הסיכון בשוק האג"ח (term premium). המעבר של שוק איגרות החוב מתמחר תרחיש של מיתון לתרחיש של "נחיתה רכה" תוך הפנמת השפעת העלייה בגירעון ובגיוסי החוב הממשלתיים עמדו להערכתנו מאחורי עליית התשואות המהירה (מכ-3.5% ל-5%), כאשר נתוני האינפלציה האחרונים לצד רגיעה מסוימת בחשש הפיסקאלי מיתנו את עליית התשואות, לסביבה של כ-4.5%. ירידת התשואות בנובמבר הובילה את פרמיית הסיכון לסביבה ניטרלית, לאחר שבמהלך אוקטובר היא נסחרה ברמות גבוהות יחסית, והובילה אותנו לעמדה חיובית יותר בנוגע לתמחר איגרות החוב. כיום, לעומת זאת, על רקע רמת פרמיית סיכון ניטרלית, ציפיות למיצוי העלאות הריבית במקביל לציפיות לירידה באינפלציה, למרות מאפיינים דביקים באינפלציית השירותים, ירידת התשואות באיגרות חוב ל-10 שנים מוגבלת להערכתנו מהרמות הנוכחיות, ולכן תומכת בעמדה דפנסיבית יותר מבחינת המח"מ. זאת, עד שתירשם עליית מדרגה ברווחי האשראי, שתסמן מפנה קרוב בריבית ותתמוך במח"מ ארוך יותר בתיק האג"ח.

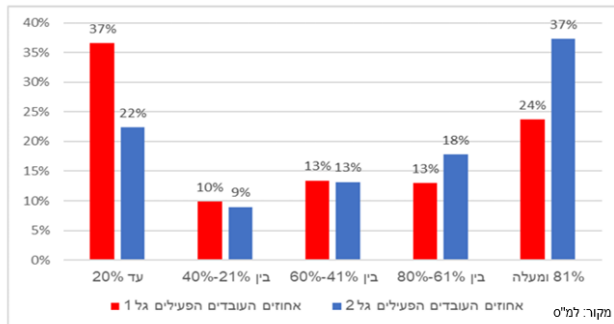


**המשך שיפור הדרגתי בפעילות המקומית לאחר הצניחה בתחילת המלחמה**

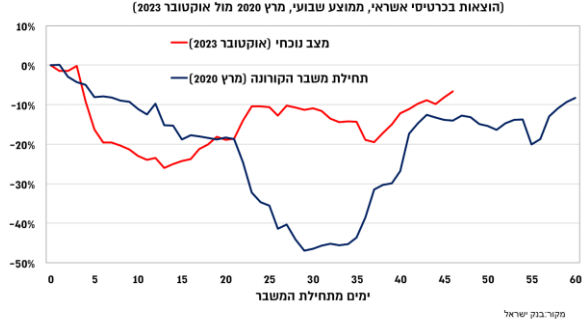
לאחר ירידה חדה בפעילות בתחילת המלחמה בחודש אוקטובר, הן בצריכה והן בתעסוקה, נרשם לאחרונה שיפור הדרגתי, כפי שעולה מנתוני הוצאות בכרטיסי האשראי ומהמצאים הראשונים מסקר מגמות בעסקים לחודש נובמבר. בימים

האחרונים רמת הוצאות נמוכה בכ-6.5% מרמתה ערב המלחמה (נתונים מקוריים, הנתונים מנוכי העונתיות מצביעים על ירידה מתונה יותר של כ-3%), ומשקפים התאוששות רוחבית משמעותית מבחינה ענפית, למעט ענפי התיירות והפנאי. למרות התאוששות זו, רמת הוצאות הממוצעת עד כה באוקטובר-נובמבר נמוכה בכ-12% מאשר ברבעון השלישי של השנה.

היקף התעסוקה הפעילה בעסקים בגל השני לעומת הגל הראשון של הסקר



התאוששות בהוצאות בברטייט אשירי לאחר ירידה חדה בתחילת המלחמה

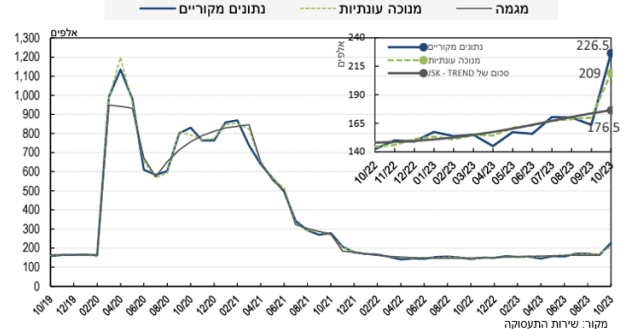


מבחינת שוק העבודה, נתוני התעסוקה הצביעו על עלייה חדה באבטלה הרחבה, אך נראה כי נתון זה מוטה כלפי מעלה שכן האינדיקציות הנוספות לשוק העבודה, ובראשן מספר דורשי העבודה והמשרות הפנויות, וכאמור האומדן האחרון של סקר מגמות בעסקים, הצביעו על הידרדרות פחותה באופן יחסי. אומדן ראשון לנתוני התעסוקה (שהתאפיין בשיעור מענה ודגימה נמוכים בשל המלחמה) הצביע על עלייה חדה בשיעור האבטלה הרחבה (כולל בלתי מועסקים ונעדרים זמנית מסיבות כלכליות), מ-4% בספטמבר ל-10.2% באוקטובר (עלייה של כ-275 אלף, מכ-180 לכ-455 אלף). לשם השוואה, בתחילת משבר הקורונה, נתון זה זינק בחודש הראשון בכ-730 אלף. שיעור האבטלה הרשמית נותר כמעט ללא שינוי (3.4% בנתון המקורי, וירידה קלה מ-3.2% ל-3.1% בנתונים מנוכי עונתיות), וסביר כי לאורך זמן ובהתאם להתפתחויות חלק מהעלייה באבטלה הרחבה תזלוג לנתון האבטלה הרשמי. לעומת זאת, נתוני שירות התעסוקה לחודש אוקטובר הצביעו על הידרדרות פחותה ביחס לזו שעלתה מנתוני התעסוקה של הלמ"ס, עם עלייה של כ-54 אלף במספר דורשי העבודה החדשים ל-227 אלף, וזאת כאמור לעומת עלייה של 275 אלף בהיקף האבטלה הרחבה.

שיעור האבטלה הרישמית והרחבה

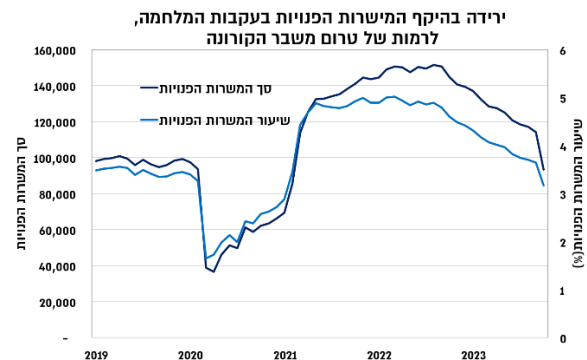
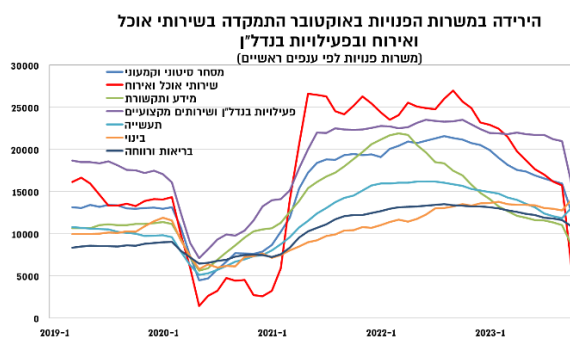


תרשים 1: מספר דורשי העבודה בחלוקה לפי תחומים, נתונים מקוריים ומנכי עונתיות 2019-2023



כמו כן, נתוני המשרות הפנויות לחודש באוקטובר הצביעו על ירידה של כ-21 אלף משרות, לכ-94 אלף משרות פנויות, כך שלמעשה עודף הביקוש החריג שאפיין את שוק העבודה בשנתיים האחרונות (לאחר ההתאוששות ממשבר הקורונה) נמחק, ורמת המשרות הפנויות שבה לרמתה ערב משבר הקורונה. למרות הירידה החדה באוקטובר, היא נמוכה בעוצמתה ביחס לזו שנרשמה בתחילת משבר הקורונה, שבה נרשמה ירידה חדה של כ-55 אלף משרות, לרמה כ-38 אלף משרות פנויות בלבד. מבחינה ענפית, הירידה החדה במשרות בלטה בענפי האירוח והאוכל, שאחראים לכ-40% מהיקף הירידה, בפעילויות בנדל"ן ושירותים מקצועיים (כ-23% מהירידה) והמסחר (כ-15%). ענפי הבינוי והתעשייה בלטו לחיוב עם עלייה בהיקף ללקוחות כשירים בלבד

המשורות הפנויות. כמובן שמדובר בתגובה ראשונית של החברות לאירועים וסביר לצפות להמשך התאמות בשוק העבודה בחודשים הקרובים, אך באופן יחסי הנתון חיובי, ונזקף לנקודת מוצא טובה של שוק העבודה ההדוק ערב המלחמה.



מקור: הל"מ

## הריבית צפויה להישאר ללא שינוי גם בהחלטה הנוכחית- עוצמת הציפיות להפחתת הריבית ממשכבות להיות גבוהות מדי

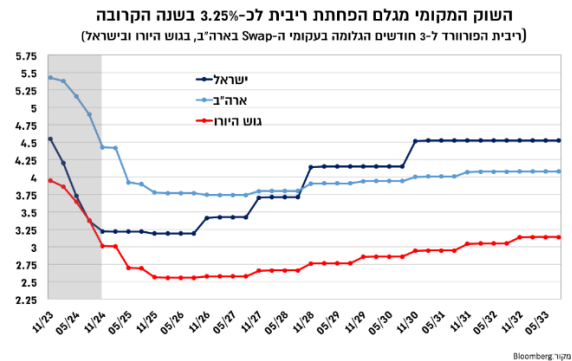
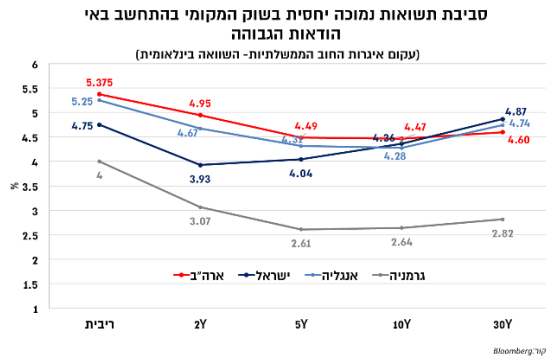
הועדה המונוטארית צפויה להותיר להערכתנו בהחלטה היום את הריבית פעם נוספת ללא שינוי ברמה של 4.75%. התמיכה העיקרית לכך מגיעה מאי הודאות שנותרה בעינה בנוגע למשך והיקף המלחמה, כאשר גורם זה הוא בעל פוטנציאל להוביל לשינוי מהיר בפרמיית הסיכון הגלומה, ומשכך כפי שציין הבנק במספר מקרים, הוא מציב את היציבות הפיננסית ותפקוד השווקים כיעד מרכזי של המדיניות המונוטארית. לכן, בשלב זה, הבנק צפוי להמשיך עם תמהיל המדיניות הנוכחי הכולל יציבות בריבית, הקלות בשוק האשראי כתחליף להפחתת הריבית לצד התערבות במידת הצורך בשוק המט"ח.

עד כה נחל הבנק הצלחה ניכרת בצעדים שנקט, והרגיעה המהירה שהושגה בשוק המט"ח, עם ייסוף מהיר לרמות טרום מלחמה של השקל-סל, הקרינה לחיוב של יתר האפיקים ובראשם שוק האג"ח. תרומה מסוימת לכך ניתן לזקוף גם לגיוס ההון המשמעותי של האוצר בחו"ל, שמוערך בכ-5.5 מיליארד דולר מתחילת המלחמה, ומקל במידת מה על לחץ הגיוסים הצפוי בשוק המקומי. זאת, למרות שמהממשלה מתקשה עד כה לשדר מסר נדרש של אחריות פיסקאלית, לקבל את ההחלטה המובנת מאליה על רקע מצב החירום והעלייה החדה בצפוייה בהוצאות ובגירעון התקציבי ולייצר סדר עדיפות ברור שנוגע להוצאות הביטחון, הסיוע למפונים ולעסקים (ולמעשה אילצה בכך בנק ישראל להוציא התייחסות למדיניות הפיסקאלית הנדרשת בעת זו, התייחסות שבמצב עולם נורמאלי לא הייתה נדרשת). אמנם עיקר העלייה בפרמיית הסיכון נובע מאי הודאות בנוגע להיקף ומשך המלחמה, אך צעדי הממשלה לא מסייעים בהקטנת פרמיית הסיכון, ומשכך אינם מהווים גורם התומך בהפחתת הריבית בשלב זה.

מבחינת האינפלציה, הושגה אמנם התקדמות בחודשים האחרונים עם ירידה בקצב האינפלציה הכללית והבסיסית מתחת ל-4%, אך היא עדיין גבוהה מהגבול העליון של היעד ומדד אוקטובר לא סיפק אינדיקציות להשפעות חריגות של המלחמה על האינפלציה. בהיבט זה, סביר כי גם בתרחיש שבו השפעות המלחמה על צד ההיצע יובילו לאינפלציה גבוהה יותר בטווח הקצר, הדבר יהווה להערכתנו שיקול משני בהחלטות הריבית הבאות מתוך הערכה להשפעות שליליות על צד הביקוש בהמשך השנה.

להערכתנו, כל עוד קיים פוטנציאל לעלייה בפרמיית הסיכון של המשק בשל המלחמה, תמהיל המדיניות הנוכחי הכולל יציבות בריבית צפי להישמר, אלא אם ייווצר מרווח ביטחון משמעותי מפני עלייה בפרמיית הסיכון, שכולל שילוב של מדיניות

פיסקאלית אחראית יותר, המשך מגמת הייסוף בשער החליפין של השקל וירידה נוספת בסביבת האינפלציה אל עבר היעד. מבחינת התמחור, השוק המקומי מתמחר הפחתת ריבית בהחלטה בתחילת ינואר והפחתה מצטברת של כ-150 נ"ב בשנה הקרובה. התמחור בשוק המקומי מגלם את התממשות התרחישים היותר אופטימיים מבחינת משך והיקף המלחמה, וחשוף להתפתחויות שליליות מבחינה זו. כמו כן, בהתחשב בכך ששוק איגרות החוב הממשלתיות ממשיך לגלם הפחתת ריבית מהירה יחסית, למרות שבנק ישראל ציין כי מהלך זה אינו רלוונטי כל עוד קיים לחץ לעלייה בפרמיית הסיכון של המשק, פרופיל הסיכוי-סיכון בתמחור הנוכחי תומך עדיין בעמדה דפנסיבית יותר מבחינת מח"מ התיק, ומבחינה טאקטית עדיפות לקצוות העקום על פני האמצע.



## 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 ביעוץ 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 ו/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 בנכסים הפיננסיים הנזכרים בו ולכן אין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן. מסמך זה הינו ללקוחות כשירים בלבד

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.