

כלכלית בראשון

פרמיית סיכון המדינה זולגת לשוק האג"ח המקומי

משתפרים, בין השאר כי ישראלים ממעטים מלצאת מהארץ. יותר ממאה אלף מפונים, כאחוז מאוכלוסיית המדינה, לא רואים עדיין תאריך יעד לחזרה לביתם. ענף הבנייה פועל חלקית, ותהליך החלפת העובדים הפלשתינים בעובדים זרים צפוי לארוך חודשים. זו מציאות שקשה לדבר בה על התאוששות או צמיחה, אלא יותר על חוסן כלכלי מרשים שמאפשר אותה. נתוני משרות השכיר משקפים להערכתנו טוב יותר מנתוני הצריכה את מצב המשק, אלו היו נמוכים בחודש נובמבר ב- 4.3% לעומת אשתקד. השכר הממוצע אמנם עלה בשיעור חד של 8.8%, אך זה מייצג כנראה יציאה של עובדים בשכר נמוך לחל"ת, כפי שראינו כבר גם בתקופת הקורונה.

הפחתת ריבית ראשונה של בנק ישראל לרמה של 4.5% לא לגמרי הפתיעה את השווקים שגילמו אותה באופן חלקי. בכל מקרה השווקים סברו שהריבית תופחת ברבעון הראשון של השנה. בנק ישראל מסביר שירידת הריבית היא תוצאה של הירידה המהירה בסביבת האינפלציה בחודשים האחרונים והירידה בציפיות לאינפלציה, שהביאה לעלייה בריביות הריאליות. עליית הגירעון התקציבי היא עדיין הסיכון המרכזי – לאורך זמן גירעון תקציבי עשוי להעלות את האינפלציה. הערכת בנק ישראל היא שהריבית תפחת במהלך השנה עד לרמה של 3.75%-4.0% בסופה, תחזית שלא שונתה ביחס לזו שפורסמה לפני שישה שבועות. **אנו מעריכים שהריבית לא תמשיך לרדת לפני שנראה את הפד האמריקני מצטרף להפחתות הריבית**, ולא רואים סיבה להניח תחזית ריבית שונה מזו של הבנק המרכזי לסוף השנה.

תחזית בנק ישראל לצמיחה השנה נותרה 2.0%, אולם נעשה שינוי בהרכב הצפוי של השימושים, והצמיחה מוסברת בחלקה הגדול בעלייה חדה של 6.5% בצריכה הציבורית (ללא יבוא בטחוני), שמהווה כ- 20% מהתוצר. אם בוחנים את צד השימושים בתוצר התמונה נראית פחות חיובית: הצריכה הפרטית צפויה לעלות בכ-3.0%, לאחר ירידה קלה של 0.5% ב-

• שלושה חודשים מפרוץ המלחמה, נוצרה שגרה כלכלית באזור המרכז, שרחוקה מלשקף את מצב המשק בכללותו.

• אנו מעריכים שהריבית לא תמשיך לרדת לפני שנראה את הפד האמריקני מצטרף להפחתות הריבית.

• תחזית בנק ישראל לצמיחה השנה נותרה 2.0%, אולם נעשה שינוי בהרכב הצפוי של השימושים, והצמיחה מוסברת בחלקה הגדול בעלייה חדה של 6.5% בצריכה הציבורית.

• אנו נוטים להעריך שהצמיחה ב- 2024 תהיה נמוכה באופן משמעותי מ- 2%, ותהיה קרובה יותר לקיפאון בתוצר.

• הימשכות המצב הקיים יוביל בסיכוי גבוה להפחתת הדירוג בקרב חלק מחברות דירוג האשראי. שוק האשראי מגלם זה מכבר פרמיית סיכון גבוהה לישראל אפילו ביחס למדינות עם דירוג הרבה יותר נמוך.

• העלינו את תחזית האינפלציה ל-12 החודשים הקרובים לשיעור של 2.8%.

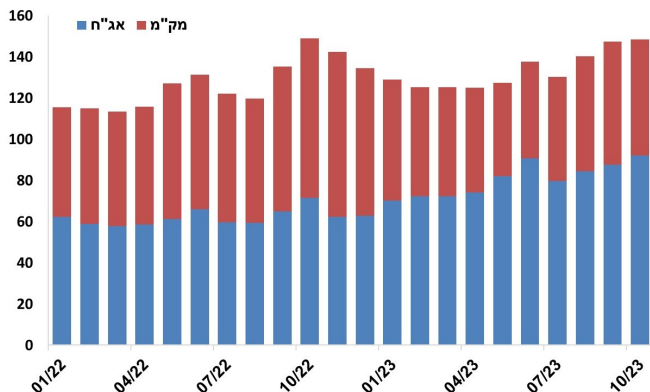
• אנו מעריכים שהסיכון לפיחות נוסף בשער השקל עלה, זאת על רקע הגירעון התקציבי הגבוה, וסיכוי להפחתת דירוג האשראי.

• פרמיית סיכון המדינה, שתומחרה עד כה יותר באג"ח המדינה הנסחרות בחו"ל, זולגת גם לשוק המקומי.

ישראל

שלושה חודשים מפרוץ המלחמה, נוצרה שגרה כלכלית באזור המרכז, שרחוקה מלשקף את מצב המשק בכללותו. נתוני הצריכה הפרטית

הזרים הגדילו אחזקות באג"ח, כשחלקן על חשבון מכירות מק"מ
אג"ח מדינת ישראל ומק"מ, מיליארדי שקלים
מקור: בנק ישראל ועיבודי בנה"פ



הירידה במשרות השכיר ממחישה את הפגיעה במשק
משרות בחודש ושכר ממוצע, עובדים ישראלים, מנוכי עונתיות
מקור: הלמ"ס



לשוק המקומי. בעשרת החודשים הראשונים של 2023 הגדילו משקיעים זרים את האחזקות באג"ח ממשלתיות סחירות באופן משמעותי. במונחי שווי שוק האחזקות שלהם גדלו בכ-30 מיליארד שקל, ובכלל זה בחודש אוקטובר של המלחמה. יחד עם זאת, ניתן לראות שחלק מהגידול באחזקות הוא כנראה על חשבון הירידה באחזקותיהם במק"מ (ירידה של כ-15 מיליארד). יתכן לכן שהגידול בהשקעות הזרים באג"ח התמקד בחלקים הקצרים של העקום, וכתחליף למק"מ.

גלובלי

נתוני שוק העבודה החזקים בארה"ב, ובייחוד שיעור עליית השכר, מרחיקים את מועד הורדת הריבית הראשונה על-ידי הפד והיו אחד הגורמים שהביאו בשבוע החולף לירידות השערים שנרשמו במדדי המניות בעולם. בארה"ב מדד ה-S&P500 ירד בשבוע החולף בשיעור של 1.5% ומדד הנאסד"ק ירד ב-3.2%. באירופה, מדד היורוסטוקס 50 ירד ב-1.3%. מדד הניקיי ביפן ירד ב-0.2% ומדד ה-CSI 300 בסין ירד בכ-3.0% והוא קרוב לרמת השפל שלו בארבע השנים האחרונות.

על רקע נתוני שוק העבודה החזקים יחסית בארה"ב, תשואות האג"ח הממשלתיות שבו לעלות. התשואה לעשר שנים עלתה לרמה של 4.05% מרמה של 3.88% בשבוע שעבר. התשואה לחמש שנים עלתה לרמה של 4.00% מ-3.85% והתשואה לשנתיים עלתה לרמה של 4.38% מ-4.25%. **הציפיות להורדת ריבית הפד, כפי שהן עולות מהחוזים משוק ההון, התמתנו מעט בשבוע האחרון.** הציפיות להורדת ריבית ראשונה בחודש מרץ פחתו בשבוע האחרון, וההסתברות לכך ירדה לכ-70%. בשוק מעריכים שב-2024 ירשמו לפחות 5 הורדות ריבית עד לרמה שבין 4.00%-4.25% בסוף השנה.

פרוטוקול הפד מיתן גם הוא את הציפיות להורדת ריבית בארה"ב. בכירי הפד אומנם הסכימו שהריבית הגיעה לשיא וצפויה לרדת בשנת 2024 (ירידה של 75 נקודות בסיס לפי ממוצע חברי הפד), אבל מהפרוטוקול עולה, שבישיבה האחרונה לא נערך דיון לגבי מועד הורדת הריבית הראשונה, ושכמה מהמשתתפים אף ביקשו להותיר את האפשרות להעלאה נוספת במידת הצורך. מהפרוטוקול עולה שהחלטות הפד יוסיפו להיות תלויות בנתונים, ובייחוד נתוני האינפלציה ושוק העבודה, וייתכן שאלה יחייבו את התרת הריבית ברמתה הנוכחית לזמן ארוך יותר ממה שצופים השווקים.

2023, כלומר רמת הצריכה לנפש ב-2024 עדיין צפויה להיות נמוכה מזו של שנת 2022. ההשקעות צפויות להיות נמוכות בכ-2.5% מהרמה ב-2022 והיצוא ללא שינוי. **אנו נוטים להעריך שהצמיחה ב-2024 תהיה נמוכה באופן משמעותי מ-2%, ותהיה קרובה יותר לקיפאון בתוצר.** הצד החיובי בתחזית בנק ישראל הוא צפי להתאוששות מהירה ב-2025 עם צמיחה גבוהה של 5.0%.

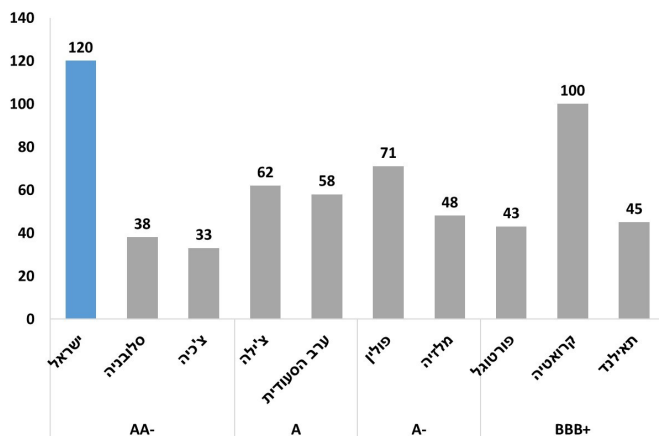
הגירעון התקציבי צפוי לעמוד השנה על פי תחזית חטיבת המחקר של בנק ישראל על שיעור של 5.7% מהתוצר, וזאת תחת הנחה של קיצוץ תקציבי בסך של 15 מיליארד שקל. גירעון מסדר גודל זה מעמיד את דירוג האשראי של המדינה בסיכון. חברות הדירוג בוחנות עתה שני גורמים סיכון עיקריים: הימשכות המלחמה וההתמודדות הפיסקאלית של הממשלה עמה. **הימשכות המצב הקיים תוביל בסיכוי גבוה להפחתת הדירוג בקרב חלק מחברות דירוג האשראי.** שוק האשראי מגלם זה מכבר פרמיית סיכון גבוהה לישראל אפילו ביחס למדינות עם דירוג הרבה יותר נמוך (ראו גרף).

העלינו את תחזית האינפלציה ל-12 החודשים הקרובים לשיעור של 2.8%. מחיר הדלק עלה בתחילת השנה בכ-4%, זאת לאור ביטול ההנחה על הבלו (הנחנו עלייה מתונה יותר). מחירי החשמל צפויים לעלות בחודש פברואר ב-2.6% (הנחנו יציבות). שינויי מסים נוספים כמו העלאת מס על רכבים חשמליים והתייקרות תעריפי ההובלה צפויים להשפיע על מחירי הרכבים. מחירי שכר-הדירה פועלים בטווח הקצר למיתון האינפלציה, אך לפחות בשלב זה, אנו לא בטוחים אם בלימת המחירים תימשך כשהמלחמה תסתיים, זאת לאור האטה בפעילות בענף הבנייה.

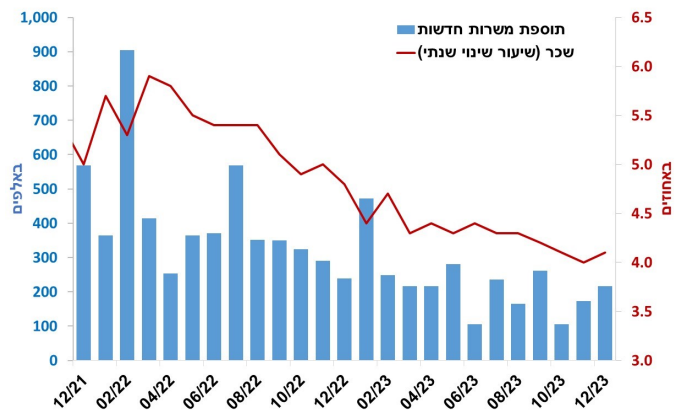
השקל פחת בשבוע החולף בשיעור של 0.8% מול הדולר. חלק מהפיחות נבע מהתחזקות הדולר מול רוב המטבעות בעולם. יתכן שהייתה השפעה גם להחרפת העימות בצפון. **אנו מעריכים שהסיכון לפיחות נוסף בשער השקל עלה, זאת על רקע הגירעון התקציבי הגבוה, וסיכוי להפחתת דירוג האשראי.**

התשואה לעשר שנים עלתה ל-4.2%, והיא גבוהה עתה בכ-15 נקודות בסיס מהתשואה בארה"ב. הגידול החד בהנפקות החוב של האוצר משפיע לדעתנו על התשואות, כשפרמיית סיכון המדינה, שתומחרה עד כה יותר באג"ח המדינה הנסחרות בחו"ל, זולגת גם

ה-CDS כבר הפחית את דירוג החוב של ישראל
CDS ל 5 שנים, ודירוג מדינות של חברת S&P
מקור: בלומברג



ארה"ב: נתוני שוק העבודה מרחיקים את מועד הורדת הריבית
תוספת משרות חדשות בחודש ושכר לשעה
מקור: בלומברג



ארה"ב: האינדיקטורים הכלכליים האחרונים היו מעורבים. מדדי מנהלי הרכש לחודש דצמבר הוסיפו להצביע על התכווצות בפעילות. מדדי מנהלי הרכש של חברת ISM עלה מעט לרמה של 47.4 נקודות והמדד של חברת PMI ירד לרמה של 47.9 נקודות, שניהם כאמור ברמה שמצביעה על התכווצות בפעילות. המדדים למגזר השירותים עדיין מצביעים על התרחבות, אך גם בהן נרשמה החודש מגמה מנוגדת. המדד למגזר השירותים של ISM ירד לרמה של 50.6 נקודות מרמה של 52.7 נקודות, והוא קרוב כעת לגבול שמפריד בין התרחבות להתכווצות בפעילות ואילו המדד של חברת PMI למגזר השירותים עלה לרמה של 51.4 נקודות. הזמנות מוצרים בני קיימא עלו בחודש נובמבר ב-5.4%, וללא כלי תחבורה נרשמה בהם עלייה מתונה יותר של 0.4%. מגמה דומה נרשמה גם בהזמנות ממפעלים בנובמבר והם עלו ב-2.6% בדומה לציפיות וב-0.1% ללא כלי תחבורה.

שוק העבודה נותר הדוק גם בדצמבר. על-פי דוח התעסוקה בחודש דצמבר נוספו למשק האמריקני 216 אלף משרות, יותר מהצפי לחודש זה שעמד על 175 אלף. עם זאת, נתוני החודשיים הקודמים עודכנו כלפי מטה ב-71 אלף משרות. מסקר משקי הבית עולה ששיעור האבטלה בדצמבר נותר ברמה של 3.7% אך שיעור ההשתתפות ירד לרמה של 62.5% מ-62.8% בחודש הקודם. השכר בדצמבר עלה בשיעור גבוה מהצפוי של 0.4%, והשיעור השנתי עלה לרמה של 4.1% מ-4.0% בחודש הקודם. קצב עליית השכר הוא מהיר מהצפוי, ויקשה על חזרתה של האינפלציה ליעד.

הדרישות השבועיות לדמי אבטלה ירדו בשבוע האחרון לרמה נמוכה יחסית של 202 אלף. כמו כן, מספר המשרות הפנויות ירדו בנובמבר לרמה של 8.8 מיליון, זאת לאחר שנתוני חודש אוקטובר עודכנו כלפי מעלה. שיעור המשרות הפנויות ירד ל-1.4% אך הוא עדיין גבוה יחסית לתופה שטרם הקורונה. **נתוני שוק העבודה מצביעים על שוק עבודה**

שנתר הדוק ועשויים לדחות את הורדת הריבית הראשונה בארה"ב.

גוש האירו: האינדיקטורים הכלכליים מוסיפים להצביע על חולשה בפעילות. מדדי מנהלי הרכש לחודש דצמבר עדיין מצביעים על התכווצות בפעילות. המדד למגזר התעשייה עמד על רמה של 44.2 נקודות והמדד למגזר השירותים על רמה של 48.8 נקודות. מגג המחירים לצרכן עלה בדצמבר ב-0.2% והקצב השנתי התמתן ל-2.9%. אינפלציה הליבה ב-12 החודשים האחרונים התמתנה ל-3.4% מ-3.6% בחודש הקודם. מדד מחירי היצרן ירד בדצמבר ב-0.3%, וב-12 החודשים האחרונים הם ירדו ב-8.8%. גם באירופה נרשמה התמתנות מסוימת בציפיות של שוק ההון להורדת ריבית. **שוק ההון מעריך שריבית ה-ECB תחל לרדת באפריל ושעד סוף השנה הבאה ירשמו בין חמש לשש הורדות ריבית לרמה של 2.5%-2.75%.**

סין- המשבר בשוק הנדל"ן הסיני הביא לקריסת חברה פיננסים גדולה. חברת הפיננסים 'זונגז' הגישה בקשה לפשיטת רגל. לפי בית משפט בבייג'ין, החברה צברה חובות של יותר מ-64 מיליארד דולר, והיא אינה מסוגלת לפרוע אותם. פשיטת הרגל של החברה היא אירוע נוסף הממחיש את המשבר בשוק הנדל"ן, בשוק האשראי ובאופן כללי את החולשה בכלכלת סין. מדדי המניות במגמת ירידה מזה זמן רב, ומדד ה-CSI 300 ירד בשבוע האחרון בכ-3.0% ונמצא כעת ברמתו הנמוכה ביותר מאז ינואר 2019.

תחזיות ריבית ומדד המחירים לצרכן		אירועים מרכזיים בשבוע הקרוב					
שיעור שינוי	מדד המחירים לצרכן	נתון קודם	תחזית	תקופה	נתון כלכלי	מדינה	תאריך
0.1%	דצמבר - 2023	4.0%	3.8%	12/23	CPI Core (YOY)	ארה"ב	11/01/2024
0.1%	ינואר - 2024	-16.8	-15.8	01/24	מדד סנטיקס לאמון המשקיעים	גוש היורו	08/01/2024
0.3%	פברואר - 2024	-0.5%	-0.4%	12/23	CPI (YOY)	סין	12/01/2024
2.8%	12 חודשים	-	-	12/23	סקר הערכת המגמות בסקטור העסקי	ישראל	08/01/2024
שיעור הריבית	ריבית בנק ישראל	-	-	11/23	עסקאות נדל"ן - כמות מבוקשת של דירות חדשות	ישראל	14/01/2024
3.75%	דצמבר - 2024	-	-	12/23	נתוני סחר חוץ - סחורות דצמבר וסה"כ 2023	ישראל	14/01/2024
3.75%	12 חודשים						

הערות ואזהרות כלליות נוספות:

מסמך זה מבוסס על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור. הנתונים והמידע ששימשו להכנת מסמך זה הונחו כנכונים, וזאת מבלי שבנק הפועלים בע"מ ("הבנק") ביצע בדיקות עצמאיות ביחס לנתונים ולמידע מידע אלו - אין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחרים במסמך. יודגש כי מסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, הוא אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו. המידע עליו מתבסס מסמך זה, והדעות האמורות בו, עשויים להשתנות מעת לעת ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. אין להסתמך על האמור במסמך זה ואין להתבסס על כך ששימוש במידע או בהמלצות המובאות במסמך זה יביא לתוצאות מסוימות. מסמך זה אינו מותאם למטרות ההשקעה או לצרכי האישיים והייחודיים של כל משקיע, אין לראות במסמך זה משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתוני, צרכי ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פי האמור במסמך זה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו, מטרותיו ונתוניו האישיים של כל משקיע, ולאחר הפעלת שיקול דעת עצמאי. הבנק, עובדיו, וכל מי שפועל מטעמו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישירים או עקיפים, שייגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש במסמך זה או כתוצאה מהסתמכות עליו. לבנק, או לחברות קשורות אליו, או לבעלי שליטה בהם, עשויות להיות החזקות בניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הנזכרים במסמך זה, עבורם או עבור לקוחותיהם, והם עשויים לבצע עסקאות המנוגדות לאמור במסמך זה. האמור במסמך זה אינו מהווה ייעוץ מס ואינו מתיימר להוות פרשנות מקובלת על רשויות המס או על גופים נוספים. מסמך זה הינו רכוש של הבנק, אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, לצלם, להקליט וכיו"ב את מסמך זה, או חלקים ממנו, ללא קבלת אישור, מראש ובכתב, מהבנק.