

## מדיניות פיסקאלית מרחיבה עלולה לעכב הורדת ריבית

יונתן כץ וכלכלני לידר שוקי הון

### נקודות עיקריות

נתוני תעסוקה חיוביים ציננו את ההתלהבות מהאפשרות להורדת ריבית הפד כבר בחודש מרץ. יחד עם זאת, שוק המניות קיבל חיזוק לגבי תרחיש "הנחיתה הרכה" (ולא כניסה למיתון), גם משורה של נתונים חיוביים אחרים, כולל שיפור במדד מנהלי הרכש בענפי השירותים ועלייה חדה במדד האמון הצרכני.

### מאקרו ישראל:

- בנוב' רמת הפסימיות של הסקטור העסקי ירדה מעט, אך עדיין צפויי המשך צמצום גם בפעילות וגם בתעסוקה, בפרט בענפי הבנייה ושירותים ומסחר.
- חל שיפור משמעותי באמון הצרכני בנובמבר, מה שעשוי לתמוך בצריכה הפרטית.
- השכר הממוצע באוקטובר האיץ לקצב של 5.9% מ-5.6% (אך סך תשלומי השכר התמתנו).

### סביבת האינפלציה

- בשבוע האחרון, השקל יוסף ב-1.5% מול סל המטבעות ויוסף ב-2.6% מאז ה-10.6.
- באוק' מוסדיים רכשו נטו 0.9 מיליארד דולר והגדילו את רכיב החשיפה לחו"ל ל-34.6% מ-32.9%.
- מחירי הנפט בעולם ממשיכים לרדת, מה שמאפשר המשך צמצום בהנחת הבלו בישראל.

### מדיניות מוניטארית

- חשש ממדיניות פיסקאלית מרחיבה (ללא קיצוצים בהוצאות האזרחיות) עלול לעכב הורדת ריבית. חלק מהגידול בהוצאות יתמוך באינפלציה, כולל הגידול בתמיכות ובהשקעות (crowding out).

### בעולם:

#### ארה"ב

- **החדשות החיוביות:** נוספו 199 אלף מועסקים בנוב' ושיעור האבטלה ירד ל-3.7% (מ-3.9%). מדד מנהלי הרכש ISM בשירותים עלה ב-0.9 נק' ל-52.7 (רכיב המחירים נותר גבוה (58.3) וההזמנות החדשות (55.5)). מספר דורשי העבודה החדשים נותר יציב סביב 220 אלף איש. מדד האמון הצרכני עלה חדות בתחילת דצמבר תוך כדי ירידה בציפיות האינפלציה ל-3.1% מ-4.5%.
- **החדשות השליליות:** מספר המשרות הפנויות ירד ב-6.6% באוק' (מעבר לצפי).

#### אירופה

- החולשה בצריכה הפרטית נמשכת. המסחר הקמעונאי עלה ב-0.1% באוק' וירד ב-1.2% שנה אחורה. בגרמניה חלה ירידה גם בייצור התעשייתי (-0.4% באוק') ובהזמנות המפעלים (-3.7%).
- למרות החולשה בפעילות וההתמתנות באינפלציה, ה-ECB לא צפוי להוריד את הריבית בקרוב.

#### סין

- מדד מנהלי הרכש המשולב עלה ל-51.6 בנוב' ל-50.1, בפרט בענפי השירותים.
- הלחץ לירידת מחירי התעשייה נמשך: מדד ה-PPI ירד ב-0.3% בנוב' וב-3.0% שנה אחורה.

### שוק האג"ח

- בשבוע האחרון התשואות בישראל ירדו על רקע מגמה דומה בחו"ל והמשך יוסף בשקל.
- מכלול של נתונים חיוביים בארה"ב תומכים ביציבות בריבית במחצית הראשונה של 2024.
- **שוק האג"ח בישראל מתמחר הורדת ריבית מהירה מדי.** המשך תנודתיות בשקל וחשש ממדיניות פיסקאלית מרחיבה עלולים להקשות על תוואי הורדת הריבית.
- אנו ממשיכים להעדיף את האפיקים הצמודים כאשר תמחר האינפלציה נמוך יחסית לסיכוני האינפלציה כלפי מעלה מכיוון שע"ח, עלייה במחירי היבוא (מגבלות הביצע ועלייה במחירי הביטוח) והשפעת מדיניות פיסקאלית מרחיבה.
- לאור מכלול הסיכונים בישראל, התשואה ל-10 שנים אמורה להיות גבוהה יותר מזו של ארה"ב.

### זום אין: ההתנהלות הפיסקאלית עלולה להקשות על הורדת הריבית

- בנק ישראל מדגיש את הסיכון המשמעותי לתוואי הורדת ריבית: ההתנהלות הפיסקאלית.
- הקושי לבצע קיצוצים ביתרת שנת 2023 ממחיש את הסיכון הזה גם בשנה הבאה.
- המשך מדיניות מרחיבה (ופחות אמינה) צפויה לתרום לאינפלציה, גם על ידי פחות בשקל (הורדת דירוג) וגם על ידי השפעת הגידול בביקוש המקומי (חוץ מהגידול ברכש הביטחוני בחו"ל).
- **תרחיש זה יגביל את היכולת של בנק ישראל להקל על המדיניות המוניטארית.**

### אינפלציה (%)

<b>12 ח' אחרונים</b>	<b>3.7%</b>
נובמבר	0.1%
דצמבר	0.1%
ינואר	0.0%
<b>שנה קדימה</b>	<b>2.6%</b>
2024	2.3%

### ריבית

נוכחית	4.75%
רבעון א' 2024	4.5%
סוף 2024	4.0%

### שע"ח

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.698	3.9886
שינוי שבועי	-1.1%	-2.1%
YTD	5.5%	6.6%
שנה קדימה	3.75	4.13

### גיוס מול פירעון

<b>דצמ'</b>	<b>0.0</b>	<b>פדיון סחיר</b>
	<b>12.5</b>	<b>תחזית הנפקות</b>
	<b>-12.5</b>	<b>עודף פדיון</b>

### עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
1025	1.27	1.3	1.3
527	1.32	1.3	1.3
1131	1.60	1.8	1.8
<b>שקלי</b>			
825	3.75	3.9	4.0
928	3.83	4.0	4.1
432	4.05	4.1	4.2

### US

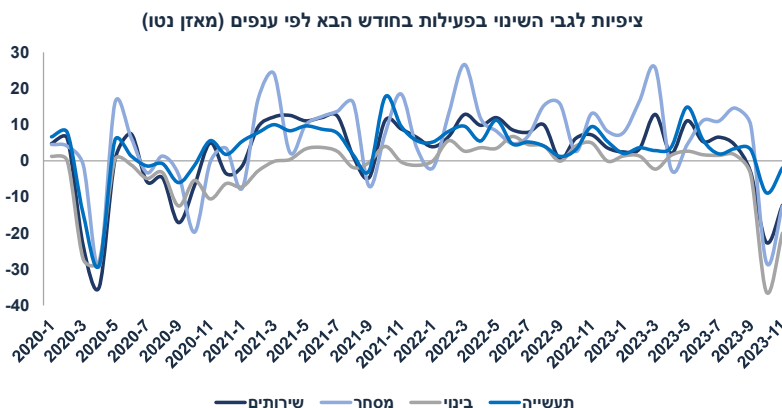
2y	4.72	4.8	4.6
5y	4.25	4.3	4.2
10y	4.23	4.2	4.1

\* ט"ק-החודש הקרוב

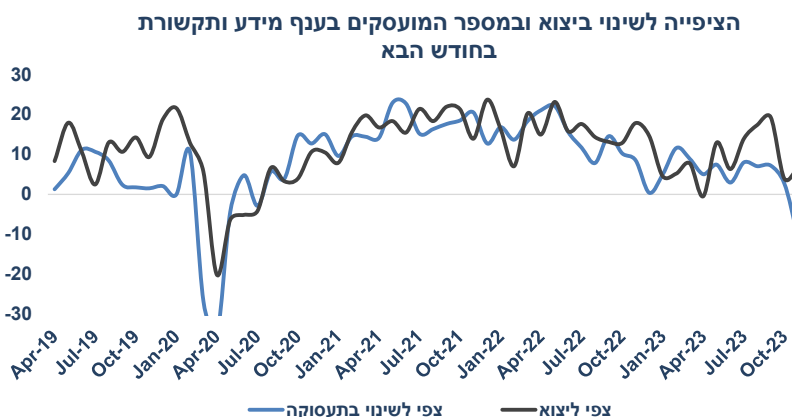
**מאקרו ישראל**

**הסקטור העסקי פחות פסימי**

סקר מגמות בסקטור העסקי בחודש נובמבר ממשיך להצביע על התכווצות בפעילות עם מאזן נטו של 1.5- (-1.9 באוקטובר) ברכיב הפעילות השוטפת (לעומת +23 בספטמבר). הציפיות לגבי הפעילות בחודש הבא עדיין שליליות נטו (-11.75) אך פחות שליליות יחסית לאוקטובר (-23), בדומה למגמה בציפיות התעסוקה: 9.9- לאחר 14.65-. מסתמן צמצום בעוצמת הפסימיות בכול הענפים, בפרט ענף הבנייה:



ציפיות האינפלציה שנה קדימה ירדו מעט ל-2.95% מ-3.02% בחודש הקודם. הסתכלות על ענף שירותי ההיי-טק מראה ציפיות לירידה נטו בתעסוקה בחודש הבא (-10.8), בעוד הציפיות לשינוי ביצוא נותרו חיוביות נטו (+6.6).



הירידה בפעילות ובציפיות לא מפתיעה בשל השפעת המלחמה, במיוחד בענפי הבנייה והשירותים. הורדת ריבית ב-1 בינואר תהיה תלויה יותר בגורמים אחרים: מדד נובמבר, התנדדות בשקל, והחשש הגובר ממדיניות פייסקלית מרחיבה. כרגע אנחנו נוטים לכיוון יציבות בריבית בהחלטה הבאה.

**אופטימיות צרכנית עשויה לתמוך בצריכה**

בנובמבר, מדד האמון הצרכני של פועלים עלה ב-4.1 נקודות וחזר לרמה של ערב המלחמה בהשפעת חזרה חלקית לשגרה, ירידה במספר הטילים (גם הפסקת האש) ותחושה שהעימות לא מתרחב. חל שיפור במיוחד ברכיב הציפיות קדימה עם עלייה של 5.3 נקודות לרמה הגבוהה ביותר בשנה האחרונה. שיפור זה באמון הצרכני תומך בגידול בצריכה הפרטית והפחתה בלחץ הדפלציוני במשק. ביום שני יתפרסם מדד האמון הצרכני של הלמ"ס.



**סך תשלומי השכר פוחת**

השכר הממוצע במשק עלה ב 5.9% שנה אחורה עד אוקטובר, מ-5.6% בספטמבר אך מסיבות טכניות. מספר משרות השכיר בתקופה זו ירד ב 2%, על רקע המלחמה באוקטובר, וכנראה בעיקר של עובדים בשכר נמוך יחסית, מה שמעלה את השכר הממוצע.

קצב הגידול השנתי של סך תשלומי השכר במשק קטן ל-7.3% מ-6.8% לפני חודש, מה שתומך בלחצי אינפלציה מתונים. יחד עם זאת, חלק ממי שהפסיק לעבוד (מפונים בעיקר) מקבלים תמיכות מפצות מהממשלה.

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל - שני: מדד האמון הצרכני (נובמבר). רביעי: נתוני סחר חוץ (נוב'). חמישי: מאזן התשלומים (רבעון ג'), מכירות של דירות חדשות (אוק'). שישי מדד המחירים לצרכן לחודש נובמבר. אנו צופים מדד של 0.1%. צפויות התייקרויות בסעיפי המזון (קרפור העלתה מחירים בצורה חדה) ופירות וירקות.

תחזית מדד חודש נובמבר 2023			
תרומה חזויה	שיעור שינוי חזוי	משקל	
0.06%	0.4%	14.8	מזון
0.01%	0.4%	3.4	פירות וירקות
-0.01%	0.0%	26.5	דיור
0.01%	0.1%	9.8	אחזקת דיור
-0.01%	-0.2%	3.3	ריהוט וציוד לבית
0.00%	0.1%	2.5	הלבשה והנעלה
0.00%	0.0%	6.0	בריאות
0.00%	0.0%	10.0	חינוך ותרבות
0.00%	0.0%	17.7	תחבורה ותקשורת
0.02%	0.3%	5.6	שונות
<b>0.1%</b>		<b>100.0</b>	<b>סך הכל מדד</b>

**מאקרו חו"ל**

**נתוני תעסוקה חיוביים ידחו את מועד הורדת הריבית**

כידוע, נתוני תעסוקה מהווים מקור מידע חשוב לגבי מצב המשק עבור הפד, כמו כן גם מדדי מנהלי הרכש (בעיקר בענפי השירותים: ראה בהמשך). שני המקורות הללו היו חיוביים ותומכים בתרחיש "הנחיתה הרכה". הם לא מספיק חזקים כדי לתמוך בהעלאת ריבית, כול עוד סביבת האינפלציה מתמתנת (נדע ביום שלישי). מה היה חשוב בנתוני התעסוקה?

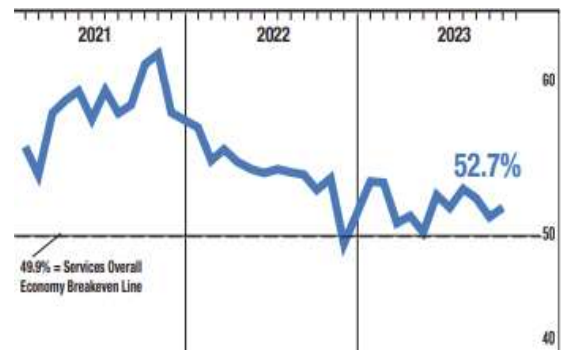
- **נוספו 199 אלף מועסקים חדשים בנובמבר** (הצפי היה ל-180 אלף). האומדן של ספטמבר ירד ב-35 אלף מועסקים (ל-262 אלף) ולא חל שינוי באומדן של אוקטובר (150 אלף). 30 אלף מועסקים זזו מאוקטובר לנובמבר בשל סיום שביתת עובדי תעשיית הרכב. סקטור הבריאות הוסיף 90 אלף מועסקים, פנאי 40 אלף, אך 40 אלף פחתו בענף המסחר.
- **שיעור האבטלה ירד ל-3.7%** מ-3.9%, מספר הבלתי מועסקים ירד ב-215 אלף ושיעור ההשתתפות עלה ל-62.8% מ-62.7%. מספר העובדים בסקר משקי הבית זינק ב-747 אלף איש.
- **השכר לשעת עבודה עלה ב-0.4%** אך התמתן לקצב שנתי של 4.0% מ-4.1%.
- **מספר שעות העבודה הממוצע לשבוע עלה ל-34.4 מ-34.3**, אינדיקטור נוסף להתרחבות בפעילות הכלכלית.
- **מספר המשרות הפנויות ירד ב-6.6% ל-8.7 מיליון**. היחס של המשרות הפנויות (הביקוש לעובדים) ומספר המובטלים (ההיצע של עובדים פוטנציאליים) ירד ל-1.5 מרמות שיא מעל 2.0 ביציאה מהקורונה. **עדיין יחס של 1.5 נחשב גבוה בראייה היסטורית:**



**ההתרחבות המתונה בענפי השירותים נמשכת**

בנוב' מדד מנהלי הרכש ISM בשירותים עלה ב-0.9 נק' ל-52.7. רכיבי המחירים נותר גבוה (58.3), ההזמנות החדשות יציבות ועדיין חזקות יחסית (55.5). רכיב התעסוקה על ב-0.5% ל-50.7. **ענפי השירותים (חתך המשמעותי בתוצר) לא מצביע על מיתון מתקרב ומדווח על לחצי מחירים (שכר). מדד זה לא תומך בהורדת ריבית מהירה.**

INDEX	Nov Index	Oct Index	% Point Change
Services PMI®	52.7	51.8	+0.9
Business Activity	55.1	54.1	+1.0
New Orders	55.5	55.5	0.0
Employment	50.7	50.2	+0.5
Supplier Deliveries	49.6	47.5	+2.1
Inventories	55.4	49.5	+5.9
Prices	58.3	58.6	-0.3



**השלכות:** בינתיים, תרחיש המיתון לא נראה באופק הקרוב. נתוני תעסוקה טובים יחסית (על אף הירידה בביקוש לעובדים) ומדד מנהלי הרכש בענפי השירותים מחזקים את ההערכה שהמשק האמריקאי ממשיך לצמוח, אך בקצב מתון יחסית. חשוב יהיה לראות את נתוני אינפלציה ביום שלישי.

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם – ארה"ב: שלישי: מדד המחירים לצרכן (נוב'), רביעי: החלטת ריבית הפד (אי שינוי) ותחזית המאקרו של חברי הפד (dots). חמישי: המסחר הקמעונאי (נוב'), מספר דורשי העבודה. שישי: הייצור התעשייתי. אירופה: חמישי: ה-ECB צפוי לשמור על ריבית בסיסית של 4.0%. שישי: מדדי מנהלי הרכש PMI (אומדן דצמבר) בשורה של מדינות מפותחות.

## זום אין: ההתנהלות הפיסקאלית עלולה להקשות על הורדת ריבית

- בנק ישראל מדגיש את הסיכון המשמעותי לתוואי הורדת ריבית: ההתנהלות הפיסקאלית. חשש זה נשמע על ידי בנק ישראל גם במסיבת העיתונאים של החלטת הריבית האחרונה ובהזדמנויות נוספות.
- הקושי לבצע קיצוצים ביתרת שנת 2023 ממחיש את הסיכון בשנה הבאה. גם אם מדובר בסכומים לא משמעותיים, קיצוץ מאד חלקי ביתרת התוספות הקואליציות בשנת 2023 ממחיש את הקושי הפוליטי לבצע התאמות פיסקאליות, קושי שצפוי גם בשנת 2024 וכנראה גם בשנים הבאות.
- המשך מדיניות מרחיבה (ופחות אמינה) צפוי לתרום לאינפלציה, גם על ידי פיחות בשקל (וכנראה גם הורדת דירוג) וגם על ידי השפעת גידול בביקוש המקומי (חוץ מהגידול ברכש הביטחוני בחו"ל). לא מדובר רק על תקציב 2024, אלא גם על מבנה התקציב לשנת 2025 ואילך. בנק ישראל מודאג מהשפעת הגידול בהוצאה הפיסקאלית המקומית אשר תומך בגידול המצרפי במשק, בפרט לאחר שתפוג ההשפעה הממתנת של המלחמה. **קושי פוליטי לבצע קיצוצים גם במסגרת תכנון תקציב 2025 עלול לפגוע באמינות בקרב הפעילים בשוק ההון.**
- תקציב 2024 המאושר כולל תוספות קואליציוניות של כ-15 מיליארד ₪. סך הגידול המאושר בתקציב 2024 (לפני פרוץ המלחמה) עומד על 30 מיליארד ₪, או תוספת של 6% על התקציב המקורי של 2023. קיימת אי וודאות ביכולת של הממשלה לבצע התאמות פיסקאליות משמעותיות כדי לממן חלק מתוספת ההוצאה בגין המלחמה במטרה למנוע עלייה חדה "מדוי" בגירעון.
- כרגע, ההתנהלות הפיסקאלית מהווה דאגה גוברת, גם עבור בנק ישראל. **ללא תוכנית פיסקאלית אמינה, גם בשנת 2024 וגם בשנים הבאות, היכולת של בנק ישראל להקל על המדיניות המוניטארית תהיה מוגבלת.**

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.