

נתוני תעסוקה חלשים + דברי פאוול תמכו בירידת תשואות

יונתן כץ וכלכלני לידר שוקי הון

נקודות עיקריות

השבוע האחרון אופיין על ידי עליות שערים בשוק המניות וירידת תשואות בשוק האג"ח. מגמת זו נתמכה על ידי פרשנות "יונית" של דברי פאוול ביום רביעי (למרות שהוא הצהיר שעדיין קיימת נטייה להעלאת ריבית) ועל ידי נתוני תעסוקה חלשים יחסית ביום שישי. גם מדדי מנהלי הרכש ISM (גם בתעשייה וגם בשירותים) הצביעו על התמתנות בפעילות.

מאקרו ישראל:

- ברבעון ג' הרכישות בכרטיסי האשראי עלו ב-3.5% (ריאלי, בחישוב שנתי). יחד עם זאת, צפויה ירידה חדה בצריכה הפרטית ברבעון ד' והתאוששות איטית המהלך 2024.
 - בספט' השכר הממוצע במשק התמתן לקצב שנתי של 5.6% מ-5.8% באוג' ו-6.1% ביולי, מגמה אשר צפויה להימשך ותומכת בסביבת אינפלציה מתונה.
- סביבת האינפלציה*
- עליות שערים חדות בשוקי המניות בחו"ל וציפייה גוברת שפחתו הסיכויים להסלמה במלחמה תרמו לייסוף חד בשקל בשיעור 1.9% מול הסל המטבעות בשבוע האחרון. הייסוף נמשך לאחר קביעת השער היציג ביום שישי.
 - מחירי הדלקים נותרים יציבים בתחילת החודש: תחזית מדד נובמבר ירדה ל-0.1% מ-0.2%.
- מדיניות מוניטארית*
- במידה והרגיעה בשוק המט"ח תימשך, בנק ישראל צפוי לשקול הורדת ריבית בהחלטות הקרובות, אך כנראה לא לפני ינואר 24.

בעולם:

ארה"ב

- נתוני תעסוקה באוקטובר היו חלשים יחסית עם גידול של 150 אלף מועסקים (הצפי היה ל-179 אלף), עלייה בשיעור האבטלה ל-3.9% מ-3.8% וגידול מתון בשכר לשעת העבודה.
- באוק' מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה ירד מ-49.0 ל-46.7 נק' עם חולשה בכול הרכיבים העיקריים, בפרט ההזמנות החדשות. מדד ה-ISM בענפי השירותים התמתן ל-51.8 מ-53.6.

אירופה

- באוק' אינפלציית הליבה התמתנה לקצב שנתי של 4.2% מ-4.5%. מחירי השירותים התמתנו באופן קל בלבד ל-4.6% מ-4.7%. מחירי מוצרי הליבה התמתנו ל-3.5% מ-4.1%.
 - התוצר התכווץ ב-0.1% ברבעון ג'. שיעור האבטלה עלה ל-6.5% בספטמבר מ-6.4%.
 - UK: הבנק המרכזי החליט לשמור על ריבית של 5.25% (6 חברים תמכו, מול 3 שהיו בעד העלאה).
- סין*
- באוק' מדד מנהלי הרכש בתעשייה ירד ב-0.7 נק' ל-49.5 ומצביע על התכווצות מתונה. המשבר בשוק הנדל"ן ממשיך להעיב על הפעילות הכלכלית בסין.

שוק האג"ח

- ביום רביעי השווקים פירשו את פאוול בצד "יוני", מה שתמך בירידת תשואות, זאת למרות אמירה ברורה שעדיין קיימת נטייה להעלאת ריבית נוספת (tightening bias).
- ביום שישי, נתוני תעסוקה חלשים יחסית גם תמכו בירידת תשואות.
- ברקע, משרד האוצר האמריקאי הודיע על גידול מתון בהנפקות (יחסית לציפיות) אשר מרוכז יותר בטווחים הקצרים.
- צפויה מגמה חיובית בשוק האג"ח בישראל (שחרים בפרט), גם על רקע הייסוף בשקל.

שוק האג"ח: האוצר צפוי לגייס כ-11-12 מיליארד \$ בממוצע לחודש

- הגירעון למימון בשנת 2024 צפוי להסתכם ב-5.5%-6% תוצר, או כ-105-115 מיליארד \$.
- האוצר צפוי להגדיל את המימון מחו"ל במטרה להוריד את הלחץ על המימון בשוק המקומי.
- אנו מניחים שיעור מימון מקומי נטו של 80%-20% בחו"ל (כולל הבונדס).
- בשנת 2024 צפוי פדיון קרן בשוק המקומי של 66 מיליארד \$.
- משמעות הדבר: גיוס סחיר ברוטו של כ-135-145 מיליארד \$, או כ-11-12 מיליארד \$"ח בממוצע לחודש. במידה ויוצג תוואי גירעון פוחת בשנים הבאות, לא צפויה עליית תשואות.

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	3.8%
אוקטובר	0.4%
נובמבר	0.1%
דצמבר	0.1%
שנה קדימה	2.8%
2024	2.4%

ריבית

נוכחית	4.75%
רבעון א' 2024	4.5%
סוף 2024	3.75%

שע"ח

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.988	4.2423
שינוי שבועי	-2.3%	-1.5%
YTD	13.3%	14.3%
שנה קדימה	3.90	4.15

גיוס מול פירעון

גיוס מול פירעון	נוב'
פדיון סחיר	13.6
תחזית הנפקות	14.0
עודף פדיון	-0.4

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
1025	1.42	1.3	1.4
527	1.62	1.5	1.5
1131	1.95	1.7	1.6

שקלי

825	4.12	3.9	3.9
928	4.12	4.0	4.0
432	4.41	4.2	4.1

US

2y	4.84	4.9	5.0
5y	4.50	4.6	4.5
10y	4.57	4.5	4.5

* ט"ק - החודש הקרוב

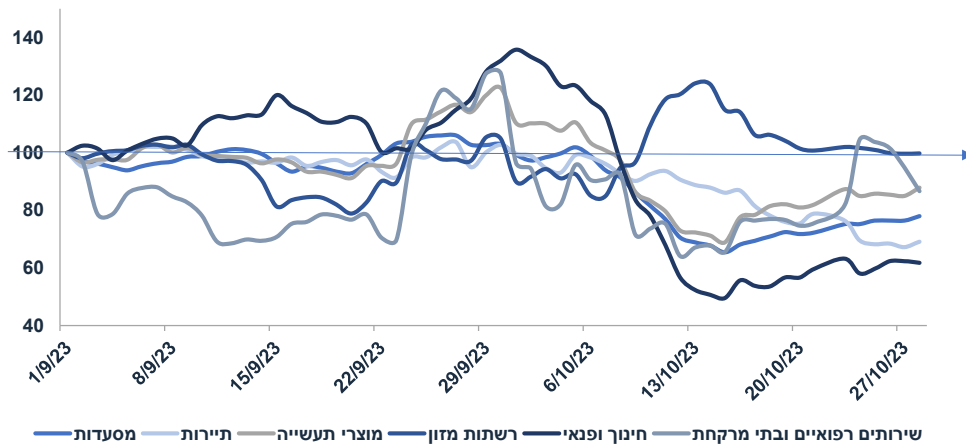
מאקרו ישראל

התאוששות איטית בצריכה בשבוע השלישי למלחמה

לאחר ירידה חדה ברכישות בכרטיסי האשראי (למעט במזון) בשבוע הראשון של המלחמה, החל מה-15.10 (ראה גרף) מסתמנת עלייה הדרגתית ורכישות של מוצרי תעשייה, שירותים רפואיים, מסעדות ופנאי. עדיין רמת הצריכה (הנתונים קיימים עד ה-28.10.23) נמוכה יחסית לרמת הצריכה בתחילת ספטמבר, בפרט בשירותי חינוך ופנאי (-36%), מסעדות (-22%) ותיירות (-30%) ומוצרי תעשייה (-12%). בנק ישראל מעריך שחלה ירידה של 11% בסך הרכישות בכרטיסי האשראי לעומת הרמה ערב ה-7.10. לפי סקר מיוחד של הלמ"ס לגבי הפעילות בשבוע השלישי למלחמה, 51% מהעסקים דיווחו על פגיעה קשה בהכנסותיהם (מעל 50% בהכנסות).

כל עוד העימות נמשך, ההתאוששות בפעילות צפויה להיות מאד מתונה והדרגתית, בפרט במספר ענפי שירותים ובענף הבניה. משמעות הדבר: למרות הסיוע התקציבי, צפויה עלייה בפשיטות הרגל ובפיטורי עובדים. סביבה זאת תומכת באינפלציה נמוכה ובהורדת ריבית בנק ישראל (לא לפני ינואר 2024).

מדד רכישות בכרטיסי אשראי, בניכוי עונתיות (100 = 1.9.23)



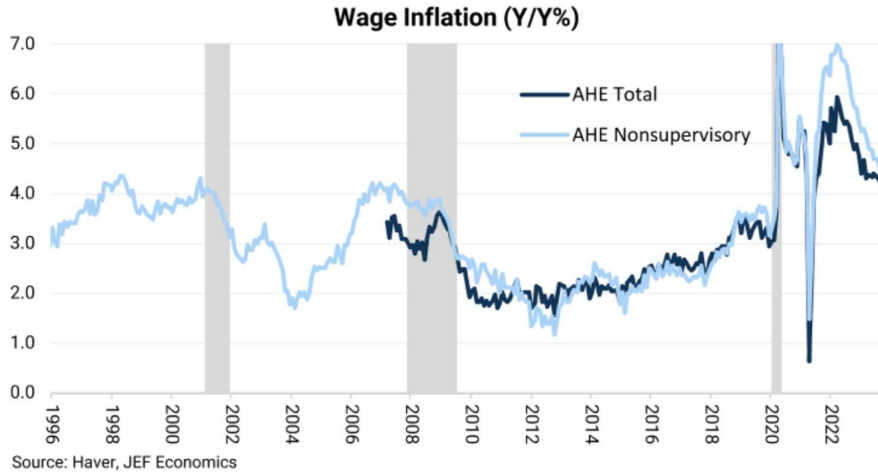
נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל - ראשון: כניסות/יציאות של מבקרים. שני: פרוטוקול של החלטת הריבית האחרונה. שלישי: סקר מגמות בסקטור העסקי (אוקטובר), היקף מכירות על ידי בנק ישראל באוקטובר. רביעי: מכירות ברשתות השיווק (ספטי). חמישי: מדד האמון הצרכני (אוקטובר).

מאקרו חו"ל

ארה"ב: סימני חולשה בשוק העבודה

נתוני התעסוקה בחודש אוקטובר היו חלשים יחסית עם גידול של 150 אלף מועסקים (הצפי היה ל-179 אלף), ו-99 אלף בלבד בסקטור הפרטי. מספר המועסקים בתעשייה ירד ב-35 אלף (33 אלף עקב שביתת עובדי הייצור בתעשיית ברכב). האומדנים של החודשים הקודמים תוקנו כלפי מטה ב-101 אלף מועסקים. נתוני תעסוקה אחרים גם הצביעו על חולשה:

- חלה עלייה בשיעור האבטלה ל-3.9% מ-3.8%. סקר משקי הבית (סקר תנודתי יותר מסקר המועסקים) הצביע על ירידה של 348 אלף עובדים בחודש אוקטובר.
- השכר לשעת עבודה עלה ב-0.2% בלבד (הצפי היה ל-0.3%) והתמתן ל-4.1% שנה אחורה מ-4.2%.

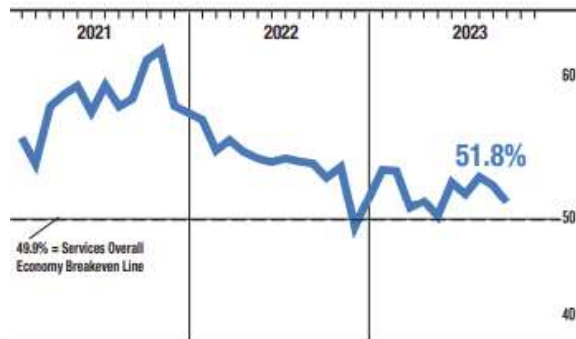


- מספר שעות העבודה בשבוע במוצע ירד ל-34.3 שעות מ-34.4 שעות לפני חודש (צמצום במספר שעות העבודה מהווה אינדיקטור להתמתנות בפעילות).
- עד ה-21.10, מספר דורשי העבודה המתמשכים נמצא במגמת עלייה ברורה עם גידול של 146 אלף איש בחודש האחרון ל-1.818 מיליון. בשבוע האחרון, מספר דורשי העבודה החדשים עלה ב-5 אלף איש ל-217 אלף.
- מספר המשרות הפנויות נותר פחות או יותר יציב (955 אלף משרות), אך מדובר בנתון של חודש ספטמבר (פחות מעודכן).

התמתנות בפעילות באוקטובר

לא פעם הדגשנו את החשיבות של מדד מנהלי הרכש ISM בענפי השירותים (non-manufacturing), אשר מייצג יותר מ-80% מהתוצר העסקי האמריקאי. נתון אוקטובר גם פורסם ביום שישי, יום בו נתוני התעסוקה ריכזו את מרבית תשומות הלב. באוקטובר, **מדד ה ISM בשירותים ירד ל-51.8** **נקודות (הצפי היה ל-53.0) מ-53.6 בספטמבר**, ירידה חדה יחסית בחודש אחד. חלה התמתנות ברכיבי הפעילות, התעסוקה, זמני הספקה, והמלאי. יחד עם זאת, רכיב ההזמנות החדשות עלה ורכיב המחירים נותר יציב וגבוה יחסית (58.6 נקודות). הפירמות מדווחות עדיין על מחסור של עובדים.

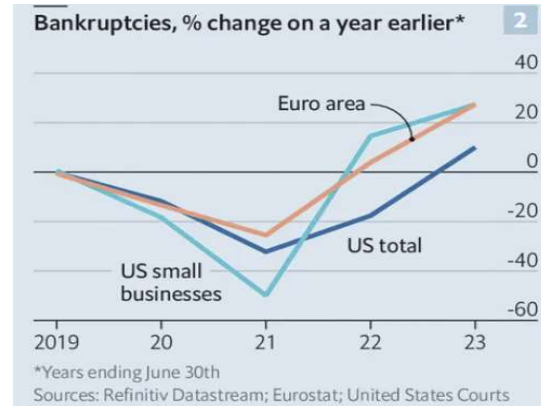
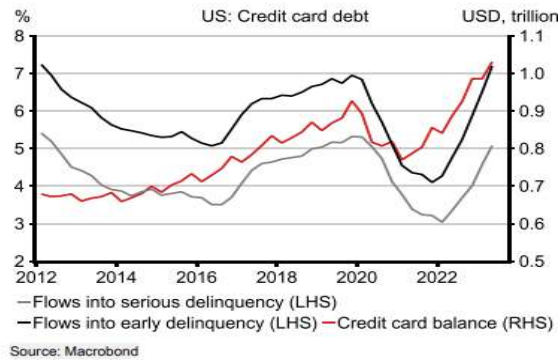
INDEX	Oct Index	Sep Index	% Point Change
Services PMI®	51.8	53.6	-1.8
Business Activity	54.1	58.8	-4.7
New Orders	55.5	51.8	+3.7
Employment	50.2	53.4	-3.2
Supplier Deliveries	47.5	50.4	-2.9
Inventories	49.5	54.2	-4.7
Prices	58.6	58.9	-0.3



באוק' מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה ירד מ-49.0 ל-46.7 נק' עם חולשה בכול הרכיבים העיקריים, בפרט ההזמנות החדשות (ל-45.5 מ-49.2) ובתעסוקה (ל-46.8 מ-51.2, אולי בהשפעת שביתת עובדי תעשיית הרכב).

לסיכום, ניתן להבין מדוע גברו הציפיות שהפד סיים את מחזור ההידוק המוניטארי. ברקע, השפעת המדיניות המוניטארית המרסנת פועלת בפיגור (כפי שמדגיש פאוול) וכבר עתה ניתן לראות עלייה במספר פשיטות הרגל ופיגור בהחזרי אשראי של משקי הבית:

3. The delinquency ratio have risen for credit card loans in the US



המונטום החיובי בשוק האג"ח עשוי להימשך בטווח הקצר אך חשוב יהיה לראות את נתוני האינפלציה של אוקטובר ב-14.11. סימני אינפלציה "דביקה", בפרט במחירי השירותים, עלולים להקשות על המשך ירידת תשואות.

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: ארה"ב - חמישי: מספר דורשי העבודה, שישי: מדד האמון הצרכני של מישגן. אירופה - רביעי: המסחר הקמעונאי (אוק'). סין - חמישי: נתוני אינפלציה, כולל מחירי התעשייה.

שוק האג"ח: ב-2024 האוצר צפוי לגייס כ-11-12 מיליארד \$ לחודש במוצע

מדי שנה אנו מנסים לבנות תחזית של גירעון הממשלה ומימונו. ללא ספק השנה מדובר במלאכה קשה במיוחד. ההנחות שלנו בשלב זה:

- גירעון הממשלה למימון יגיע ל-115-105 מיליארד \$ או כ-6.0%-5.5% תוצר. מדובר בהנחה גסה בהתחשב בכך שצפויה גם ירידה בהכנסות ממסים וגם גידול חד בהוצאות הממשלה (גם אם נקבל סיוע מיוחד בארה"ב פרוס על מספר שנים). תחזית זו, מניחה שעד רבעון ב' 24 המשק יחזור למצב של פעילות פחות או יותר סדירה במרבית הענפים.
- לצורך השוואה, בשנת 2020 הגירעון למימון הגיע ל-180 מיליארד \$.
- בשנת 2020, שליש מהמימון בוצע בחו"ל ושני שלישי בישראל. אז היה אירוע גלובלי וכעת מדובר באירוע מקומי. לכן, יהיה קשה יותר לגייס בחו"ל על רקע עלייה בפרמיית הסיכון של ישראל. בכול זאת, האוצר צופה גיוס מוגבר על ידי הבונדס וכבר ביצע מספר הנפקות פרטיות בחו"ל במחירים סבירים. אנו מניחים שהאוצר יממן כ-20% מהגירעון נטו בחו"ל (או כ-23-20 מיליארד \$). האוצר יכול לנצל עדיין גיוס של 3.8 מיליארד דולר דרך ערבויות ארה"ב, אך לא בטוח שהדבר רצוי מבחינה תדמיתית.
- לכן, המימון המקומי נטו צפוי להגיע ל-82-74 מיליארד \$. צפוי פדיון קרן ב-2024 בהיקף של כ-65 מיליארד \$ (כולל 10 מיליארד \$ פדיון לא סחיר), ולכן יידרש גיוס מקומי כולל של 140-148 מיליארד \$. עדיין צפוי גיוס לא סחיר בהיקף קטן של 5 מיליארד \$.
- צפויות הכנסות של כ-7 מיליארד \$ ממכירת קרקעות (היקף נמוך מאד יחסית לשנים קודמות) ושימוש קטן בפיקדונות (עודפי גיוס משנים קודמות).

2024F		
6.00%	5.50%	
		גירעון במונחי תוצר
115	104	תחזית צרכי מימון (במיליארדי \$)
7	7	הכנסות מהפרטה/מכירת קרקעות
3	3	שימוש בפיקדון
23	20	מימון מחו"ל נטו
82	74	מימון מקומי נטו (1)
66	66	פדיון קרן מקומי (2), כולל לא סחיר
148	140	סך הגיוס המקומי הנדרש * (1+2) = 3
5	5	מזה גיוס לא סחיר (4)
143	135	גיוס סחיר, כולל מכרזי החלף (3-4) = 6
11.9	11.3	הנפקות לחודש במוצע

משמעות הדבר, היקף גיוס של כ-11-12 מיליארד \$ במוצע לחודש. מדובר בהיקף גיוס דומה לשליש הראשון של 2021 בתקופת הקורונה. שוק האג"ח יושפע יותר מההתפתחויות בתחום הגאו-פוליטי וקצב ההתאוששות של המשק. **תוכנית פיסקאלית אמינה (כולל קיצוצים בהוצאות השוטפות, בפרט בהסכמים הקואליציוניים) תאפשר שמירה על פער תשואות שלילי מול ארה"ב, בפרט כאשר בנק ישראל צפוי להוריד את הריבית לפני הפד (על רקע השפעה הממתנת של העימות על הכלכלה ועל סביבת האינפלציה).**

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.