

יונתן כץ
וכלכלני לידר
שוקי הון

סימני התמתנות באינפלציה בארה"ב תמכו בשווקים

נקודות עיקריות

אינפלציה נמוכה בארה"ב באוקטובר, כולל התמתנות רוחבית (בעיקר במחירי המוצרים אשר ירדו ב-0.5%) תמכה בירידה חדה בתשואות ובעלייה חדה בשוקי המניות. נתון זה, תומך בהעלאת ריבית של 0.5% "בלבד" בדצמבר על ידי הפד. ארבעה חברי הפד אמרו שהם בעד התמתנות בקצב ההידוק המוניטארי. יתכן שהשווקים גם שאבו עידוד מצפי לקונגרס מחולק בין המפלגות אשר עשוי למנוע מדיניות פסקאלית מרחיבה.

מאקרו ישראל: ציפייה להתמתנות בפעילות

- < סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על המשך צמיחה, אך בקצב מעט מתון.
- < העודף התקציבי מתחילת השנה, עומד על 30 מיליארד ₪, וצפוי עודף של 0.8% תוצר השנה. **השווקים מביטים כבר ל-2023 והמדיניות של הממשלה החדשה.**
- < באוקטובר, מדד האמון הצרכני עלה מעט ל-19, נק' מ-21- אך עדיין נמצא ברמה היסטורית נמוכה. משקי הבית נוטים לא לבצע רכישה גדולה בשנה הבאה.
- < **סביבת האינפלציה: הייסוף החד צפוי למתן את האינפלציה**
- < אנו צופים מדד של 0.4% השבוע בעיקר עקב עלייה עונתית במחירי ההלבשה.
- < הממשלה החדשה עשויה להקפיא את מחירי החשמל והמים ב-2023, זאת בנוסף לביטול המס על כלים חד פעמיים ומשקאות קלים. נושאי הארנונה וחינוך חינם לגילאים 0-3 בעייתיים יותר.
- < השקל יוסף ב-1.4% ביום שישי (מול הסל), והמשיך להתחזק לאחר קביעת השער היציג, התפתחות אשר צפויה למתן את האינפלציה.

ארה"ב: האינפלציה הפתיעה כלפי מטה

- < מדד אוקטובר עלה ב-0.4% (מול הצפי של 0.6%) והליבה ב-0.3% (הצפי היה ל-0.5%). אינפלציית הליבה התמתנה ל-6.3% שנה אחורה מ-6.6%.
- < ההתמתנות הייתה רוחבית, גם במוצרים וגם בשירותים, כולל במחירי השכירות.
- < מספר דורשי העבודה החדשים עלה בשבעת אלפים איש ל-225 אלף איש.
- < בנוב' מדד האמון הצרכני של מישגן ירד ב-5.2 נק' (הצפי היה לאי שינוי).

אירופה:

- < בספטמבר המסחר הקמעונאי עלה ב-0.4% (לפי הצפי) וירד ב-0.6% שנה אחורה.
- < **סין:**
- < מדד מחירי התפוקה באוקטובר ירד ב-1.3% שנה אחורה, מה שתומך בהתמתנות באינפלציה של מחירי הסחורות במערב.
- < סין הודיעה על הקלות במגבלות הקורונה למרות הזינוק בתחלואה, מה שתמך בעלייה במחירי הנפט בעולם.

שוק האג"ח: עדיפות לשקלי הארוך

- < לאור הייסוף בשקל והמהלכים הצפויים למלחמה ביוקר המחיייה הורדנו את תחזית האינפלציה ואת תחזית הריבית של בנק ישראל ל-3.75% (מ-4.0%).
- < **עקום התשואות מתחיל להתהפך**, מגמה אשר צפויה להימשך בשיפוע חד יותר.
- < **בסביבה של אינפלציה מתמתנת (בעיקר ב-2023) התשואות השקליות הארוכות מהוות השקעה אטרקטיבית, זאת למרות הצפי לגידול בהנפקות:**

זום אין: צפוי גידול בהנפקות ב-2023

- < העודף התקציבי בינואר-אוקטובר הסתכם ב-30.1 מיליארד ₪.
- < בהנחה שבנוב' דצמ' הגירעון העונתי הסתכם ב-16 מיליארד ₪, צפוי עודף של 14 מיליארד ₪ השנה, או 0.8% במונחי תוצר.
- < השנה האוצר צפוי לנצל כ-15 מיליארד ₪ מעודפי גיוס משנים קודמות, מתוך 28 מיליארד עודף גיוס בשנים 2020-2021.
- < בשנת 2023 צפוי (כנראה) גירעון של כ-2%-2.5% תוצר (גם גידול בהוצאות והתמתנות בהכנסות).
- < ללא הנפקות מיועדות, האוצר צפוי לגייס אג"ח סחיר בהיקף ממוצע של 7-7.5 מיליארד לחודש, כפול משנת 2022.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	4.6%
אוקטובר	0.4%
נובמבר	0.2%
דצמבר	0.4%
שנה קדימה	3.0%
2023	2.3%

ריבית	
נוכחית	2.75%
סוף 2022	3.25%
בעוד שנה	3.75%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.451	3.5401
שינוי שבועי	-3.2%	1.6%
YTD	8.0%	-0.7%
שנה קדימה	3.42	3.52

גיוס מול פירעון	
נוב'	17.5
פדיון סחיר	17.5

תחזית הנפקות	
4.0	4.0

עודף פדיון	
13.5	13.5

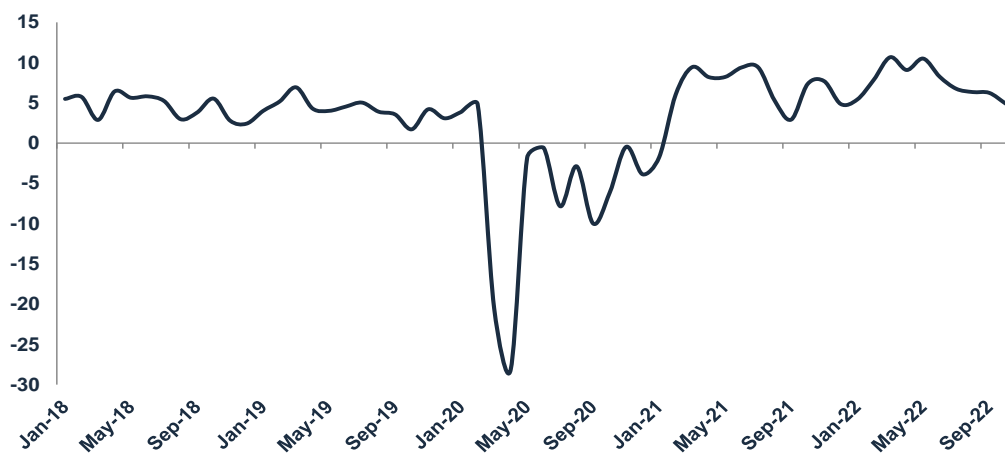
עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר	0.14	0.3	0.4
5904			
בינוני	0.45	0.5	0.6
527			
ארוך	0.52	0.6	0.6
1131			
שקלי	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר	3.16	3.3	3.4
1024			
בינוני	3.19	3.3	3.2
327			
ארוך	3.17	3.1	3.0
432			
US			
2y	4.33	4.3	4.4
5y	3.94	3.9	4.0
10y	3.81	3.8	3.7

* ט"ק - החודש הקרוב

התמתנות קלה בפעילות

סקר מגמות בסקטור העסקי של אוקטובר מצביע על התמתנות קלה בפעילות, אך עדיין מדובר ברמת פעילות גבוהה יחסית. רכיב הציפיות לשינוי בפעילות בשלושת החודשים הקרובים עלה מעט ל-4.03 נקודות מ-3.13 בספטמבר, אך עדיין מדובר ברמה נמוכה יחסית לשלושת החודשים שקדמו (סביב 7 נקודות). הצפי לשינוי בהזמנות ליצוא בתעשייה ירד, אך רכיב ההזמנות בשוק המקומי עלה. הציפיות לשינוי במכירות בענפי השירותים עלו. מסתמנת מעט חולשה בצפי לשינוי בתעסוקה. הציפיות לשינוי ביצוא בענף מידע ותקשורת (היי טק) ירדו מעט אך עדיין קיימת ציפייה להתרחבות ביצוא (מאזן נטו חיובי). **ציפיות האינפלציה המשיכו להתמתן ל-2.9% שנה קדימה מ-2.99% לפני חודש ו-3.14% לפני חודשיים.**

הצפי לשינוי בתעסוקה בסקטור העסקי (מאזן נטו)



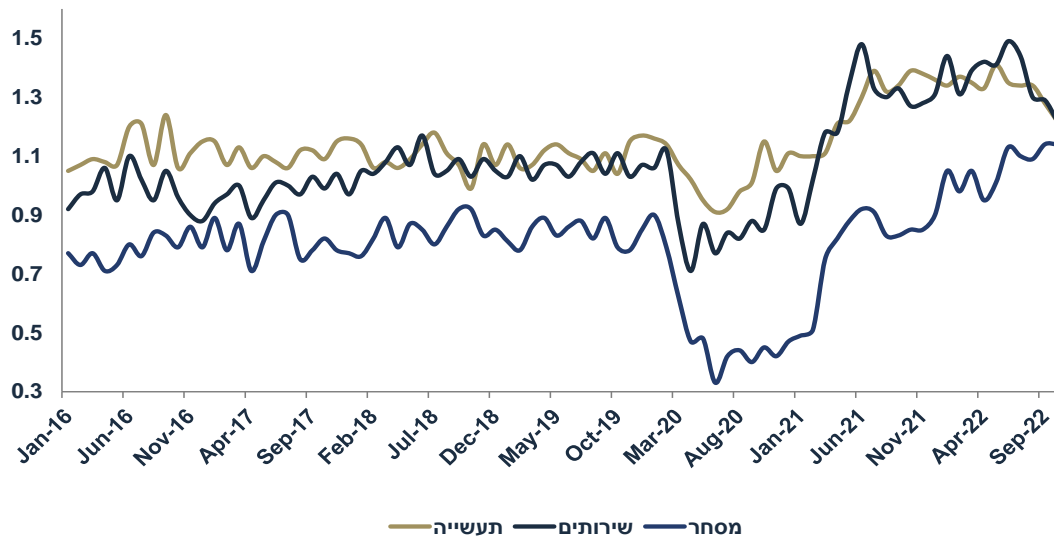
ציפיות האינפלציה שנה קדימה בישראל של הסקטור העסקי



מה לגבי המחסור בעובדים?

ענפי התעשייה והשירותים מדווחים על הקלה במחסור של עובדים, אך בענפי השירותים עוצמת המגבלה של המחסור בעובדים על ההתרחבות הפעילות עדיין גבוהה יחסית:

עוצמת המגבלה של מחסור בעובדים בהתרחבות בפעילות



בסיכומו של דבר, מקור חשוב זה לגבי הפעילות הכלכלית לא מצביע על התמתנות של ממש בפעילות, כאשר הודעת הלמ"ס מציינת את ההשפעה הממתנת של תקופת החגים על תוצאות הסקר. אם בנק ישראל שם דגש על ההתמתנות בצפי לפעילות קדימה (ופחות על הסביבה העכשווית), צפוי שינוי בניסוח בהודעת הריבית מ- "המשך פעילות איתנה" לניסוח כגון "סימני התמתנות ראשוניים". **אנו צופים העלאת ריבית של 0.5% ב-21 בנובמבר, בכפוף לנתוני האינפלציה של אוקטובר והצמיחה ברבעון ג'.**

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל ראשון: נתוני סחר חוץ (אוקטובר), שני: מכירות של דירות חדשות (ספטמבר), נתוני תעסוקה (אוקטובר), שלישי: מדד המחירים לצרכן לחודש אוקטובר. אנו צופים מדד של 0.4% בהשפעת עלייה עונתית במחירי ההלבשה (6.3%), ועלייה מתונה במחירי המזון, פירות וירקות ודיוור. רביעי: אומדן ראשון לצמיחה ברבעון ג'. אנו צופים נתון נמוך סביב 1.5%-2% בשל הירידה החדה ביבוא כלי רכב (השינוי במיסים על היבוא משפיע על הצמיחה), גידול מתון בצריכה הפרטית, וירידה ביצוא התעשייתי. לעומת זאת, צפוי המשך התרחבות בהשקעות וגם חלה ירידה ביבוא.

תחזית מדד חודש אוקטובר 2022			
תרומה חזויה	שיעור שינוי חזוי	משקל	
0.04%	0.3%	14.6	מזון
0.05%	1.4%	3.2	פירות וירקות
0.07%	0.3%	24.9	דיוור
0.00%	0.0%	9.2	אחזקת דיוור
0.00%	-0.1%	3.7	ריהוט וציוד לבית
0.15%	6.3%	2.4	הלבשה והנעלה
-0.01%	-0.1%	5.9	בריאות
0.01%	0.1%	11.3	חינוך ותרבות
0.12%	0.6%	19.1	תחבורה ותקשורת
0.00%	0.0%	5.9	שונות
0.4%		100.0	סך הכל מדד

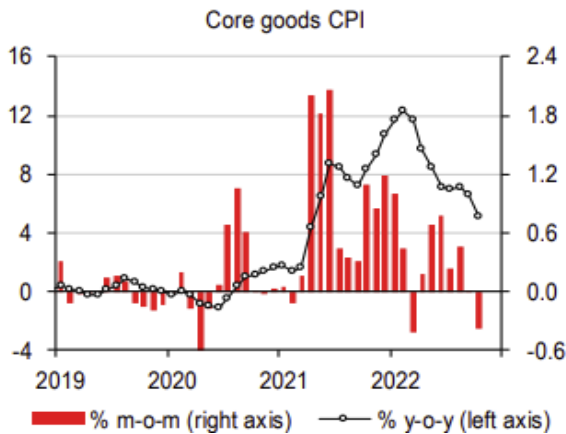
ארה"ב: סימני התמתנות באינפלציה

באוקטובר, האינפלציה בארה"ב הפתיעה כלפי מטה ועלתה ב-0.4% (הצפי היה ל-0.6%) ואינפלציית הליבה ב-0.3% (מול הצפי ל-0.5%). סך הכול האינפלציה התמתנה ל-7.7% מ-8.2% (שנה אחורה). אינפלציית הליבה התמתנה ל-6.3% מ-6.6%. אומנם מחירי השכירות בחוזים מתחדשים המשיכו לעלות (ב-0.6%) אך מעט פחות מהחודש הקודם (0.8%), ומאשר ביולי-אוגוסט (0.7%). מחירי המזון עלו ב-0.4%, שיעור מאד מתון יחסית לחודשים הקודמים.

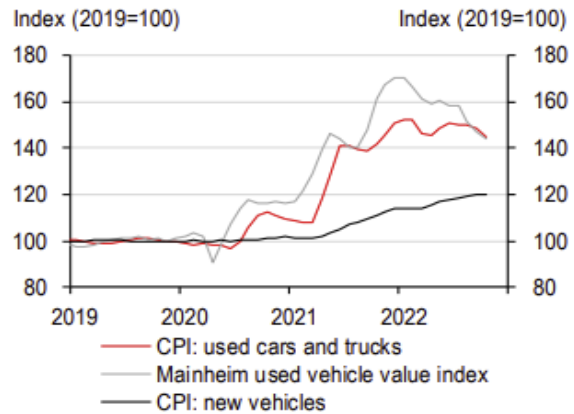
מחירי הרכבים המשומשים ירדו ב-2.4%, מחירי ההלבשה ירדו ב-0.7%, מחירי רהיטים (furniture and bedding) ירדו ב-1.2%, ומחירי החינוך ירדו ב-0.9% (בעיקר ירידה של 5.9% במחירי הטלפונים הניידים). מחירי שירותי בריאות ירדו ב-0.6%, כאשר מחירי ביטוח רפואי ירדו ב-4% (ראה ניתוח מהסקירה האחרונה), סעיף אשר צפוי להוביל את המדד כלפי מטה בשנה הקרובה.

מחירי המוצרים (goods) למעט אנרגיה ירדו ב-0.4% במדד אוקטובר. מחירי השירותים עלו ב-0.5% (לעומת 0.8% לפני חודש, בהשפעת ההתמתנות במחירי השכירות). במבט קדימה, מחירי הרכבים ימשיכו לרדת (לפי מדד ה-Manheim), כנ"ל לגבי מחירי ביטוח רפואיים.

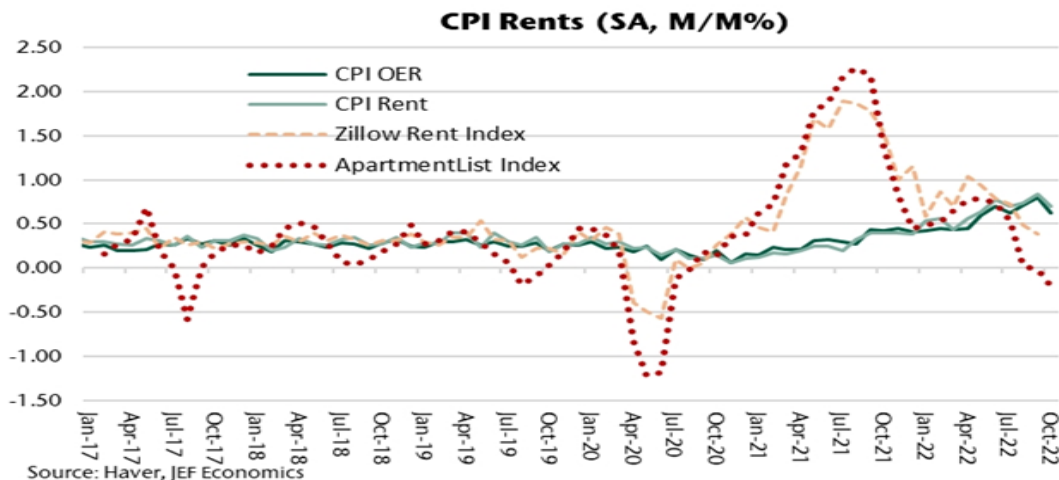
3. The core goods CPI declined for the first time in seven months...



4. ...as used vehicle prices in the CPI fell 2.4% m-o-m



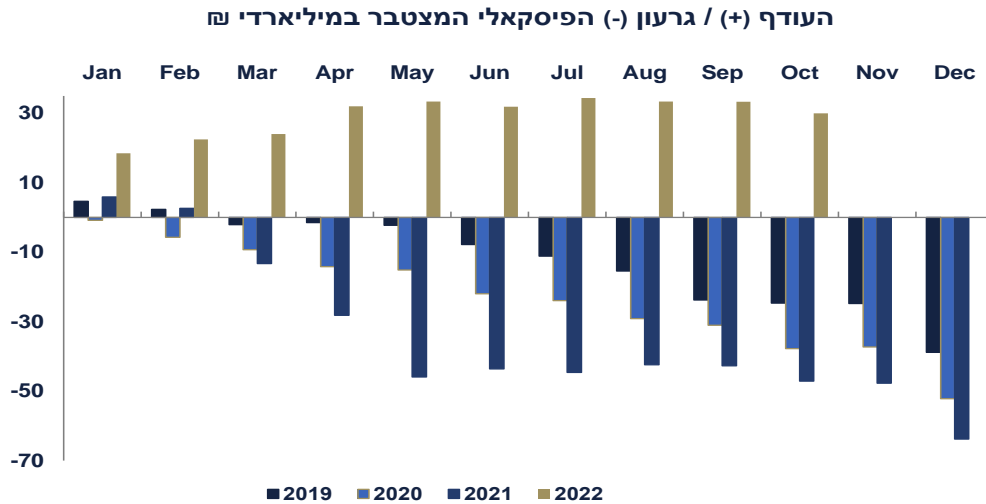
הנעלם הגדול הינו מחירי השכירות, כאשר לפי המודעות באינטרנט (ApartmentList, Zillow) ההתמתנות במחירי השכירות מתעצמת (ראה גרף).



חשוב להדגיש כי מדובר בנתון של אינפלציה לגבי חודש אחד לאחר חודשים שהאינפלציה הפתיעה כלפי מעלה. בכול זאת, הפד צפוי להעלות את הריבית ב 0.5% בלבד בדצמבר, מה שצפוי להשפיע בעקיפין גם על העלאה דומה על ידי בנק ישראל (בנובמבר). נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: ארה"ב: רביעי: מסחר סיטונאי, ייצור תעשייתי (אוק'). חמישי: התחלות ואישורי בנייה (אוק'). שישי: מכירות של בתים קיימים.

זום אין: צפוי גידול משמעותי בגיוס הסחיר ב-2023

העודף התקציבי בינואר-אוקטובר הסתכם ב-30.1 מיליארד ₪, וב-0.5% במונחי תוצר שנה אחורה. מדובר בשנה מאד חיובית מבחינה פסיקאלית, עם גידול של 17% בהכנסות ממסים וגידול של 6% בהוצאה הממשלתית (ללא הוצאות בגין הקורונה), גידול ריאלי של פחות מ-2%.



בהנחה שחודשים נובמבר-דצמבר הסתכמו בגירעון (בעיקר עונתי) של 16 מיליארד ₪, צפוי עודף של 14 מיליארד ₪ השנה, או 0.8% במונחי תוצר. בשנים לפני הקורונה, הגירעון בחודשיים האחרונים של השנה הסתכם בהיקף דומה (בעיקר בשל גירעון גדול בדצמבר: ניצול תקציבי בסוף השנה, לאחר עודף קטן בנובמבר).
עד אוקטובר האוצר גייס כ-46 מיליארד ₪ (סחיר ולא סחיר), וצפוי לגייס עוד כ-10 מיליארד ₪ בחודשיים האחרונים של השנה. צפויות הכנסות ממכירת קרקעות בהיקף של כ-12 מיליארד ₪ (10 מיליארד עד אוקטובר).
עד אוקטובר המימון מחו"ל נטו (גיוס בחו"ל פחות פדיון קרן בחו"ל) היה שלילי (-4.3 מיליארד ₪), אך יתכן שהאוצר יבצע גיוס בחו"ל עד סוף השנה.
השנה האוצר צפוי לנצל כ-15 מיליארד ₪ מעודפי גיוס משנים קודמות אשר הגיעו ל-28 מיליארד בשנים 2020-2021.
אנו מעריכים שבשנת 2023 הגירעון התקציבי יגיע ל-2%-2.5% תוצר, עקב גידול בהוצאות על ידי הממשלה החדשה (דרישות תקציביות+ מלחמה ביוקר המחיה + הסכמי שכר) והתמתנות בהכנסות ממסים, מגמה שכבר החלה בחודשים האחרונים, כפי שמציין משרד האוצר בהודעה של נתוני התקציב. משמעות הדבר, גרעון של כ-40 מיליארד ₪ ב-2023.

מבט ראשוני על 2023:

בנינו את מבנה מימון הגירעון לפי ההנחות הבאות:
היקף מכירת קרקעות מעט נמוך מ-2022: 10 מיליארד ₪ לעומת 12 מיליארד בשל חששות הקבלנים מירידה בביקוש על רקע העלייה במחירי המשכנתאות.
מימון מחו"ל חיובי נטו סביב 4 מיליארד ₪. האוצר צפוי להגדיל מעט את הגיוס בחו"ל בשל העדר מקור של הנפקות מיועדות, כפי שצוין על ידי החשב הכללי במשרד האוצר
"The GDMU will likely increase the issuance volume of domestic tradeable and global bonds"
שימוש של כ-5 מיליארד בעודפי הגיוס משנים קודמות (שימוש בפקדון)

לפי ההנחות הנ"ל, האוצר יצטרך גיוס נטו של כ-21 מיליארד ₪ בשוק המקומי, או כ-88 מיליארד ₪ גיוס ברוטו (פדיון הקרן צפוי להגיע ל-67 מיליארד ₪). לכן, בשנת 2023 האוצר צפוי לגייס אג"ח סחיר בהיקף ממוצע של 7-7.5 מיליארד לחודש, כפול משנת 2022. חשוב להדגיש, שתשואות האג"ח מושפעות יותר מסביבת האינפלציה (אשר בהחלט צפויה להתמתן ב-2023) והצפי לשינוי ריבית בנק ישראל, השינוי בתשואות בחו"ל, והסביבה הפיסקאלית באופן כללי (עד כמה המדיניות הפיסקאלית שומרת על אחריות פיסקאלית). יחד עם זאת, גם היקף ההנפקות יחסית לביקוש מהווה גורם משפיע נוסף. ברקע, הביקוש לאג"ח סחיר מכיוון של קרנות הפנסיה צפוי להיות קטן יחסית, כאשר לאחר ביטול ההנפקות המיועדות, הגופים הללו יעדיפו בעיקר לרכוש מניות ואג"ח קונצרני.

מיליארדי ₪	2022E	2023F
צרכי מימון תקציבי	-14	40
הכנסות ממכירת קרקעות	12	10
שימוש בפקדון	15	5
מימון מחו"ל נטו	-2	4
מימון מקומי נטו (1)	-39	21
פדיון קרן מקומי (2), כולל לא סחיר	94.5	67
סך הגיוס המקומי הנדרש * $3 = (1+2)$	55.5	88
מזה גיוס לא סחיר (4)	12	0
גיוס סחיר $6 = (3-4)$	43.5	88
הנפקות לחודש במוצע	3.6	7.3

הנחת גיוס של 5.5 מיליארד בדצמ' 22*

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, לדייק 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.