

ייסוף חד בשקל ימתן את האינפלציה וימנע העלאת ריבית נוספת

יונתן כץ וכלכלני לידר שוקי הון

נקודות עיקריות

בשבוע האחרון, שוקי המניות בארה"ב עלו מעט למרות הנתונים הכלכליים החלשים, כולל התמתנות בפעילות בענפי השירותים ועלייה חדה במספר דורשי העבודה. התשואות הארוכות עלו מעט בהשפעת הציפייה לגידול חד בהנפקות לאחר העלאת תקרת החוב.

מאקרו ישראל:

- סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על המשך צמיחה חיובית ויציבה, אך יחד עם פסימיות לגבי הפעילות שלושה חודשים קדימה. רכיב התעסוקה עלה, וכן הצפי לעלייה ביצוא שירותי היי טק.
- מדד האמון הצרכני של פועלים ירד בצורה חדה, מה שצפוי לפעול להתמתנות בצריכה הפרטית.

סביבת האינפלציה

- בשבוע האחרון השקל יוסף ב-3.55% (מול סל המטבעות) ובשישי לאחר קביעת השער היציג השקל המשיך להתחזק ב-1.3% נוספים. **ייסוף חד צפוי למתן את האינפלציה (תמסורת של כ-14%): תחזית האינפלציה שלנו עודכנה ל-2.7% שנה קדימה.**
- אנו צופים מדד של 0.5% בחודש מאי, כאשר מוצרי קרפור ייכנסו למדידה וימתנו את מחירי המזון.

מדיניות מוניטארית

- המדיניות של בנק ישראל מאד מושפעת מכיוון השקל: פחתו מאד הסיכויים להעלאת ריבית.

בעולם:

ארה"ב

- סימני התמתנות:** מדד מנהלי הרכש בענפי השירותים ISM (50.3) מצביע על כמעט קיפאון בפעילות. מספר דורשי העבודה זינק ב-28 אלף איש ל-261 אלף, הרמה הגבוהה ביותר מאז 2011.

אירופה

- פורסמו שורה של נתונים חלשים, כולל ירידה בהזמנות בתעשייה בגרמניה (-0.4% באפריל, -10% שנה אחורה), וקיפאון במסחר הקמעונאי באירופה לאחר ירידה של 0.4% במרץ.
- אירופה חוותה מיתון קל** עם צמיחה שלילית של 0.1%, גם ברבעון א' וגם ברבעון ד' 2022.

סין

- מדד מחירי התפוקה PPI ירד ב-0.9% במאי וב-4.6% שנה אחורה, מגמה אשר תומכת בהתמתנות במחירי הסחורות/מוצרים בעולם.

שוק האג"ח

- בשבוע האחרון, ציפיות האינפלציה ירדו על רקע הייסוף בשקל.
- לעומת זאת, התשואות בארה"ב עלו מעט, מה שהעבי על שוק האג"ח הישראלי.
- נתוני התקציב של חודש מאי מחזקים את ההערכה שלא צפויה חריגה משמעותית בגירעון השנה.
- ייסוף חד בשקל תומך בהתמתנות באינפלציה. הסיכויים להעלאת ריבית נוספת בישראל פחתו מאד, מה שגם תומך באפיקים השקליים.**

שוק האג"ח שנה קדימה: העדיפות לאפיקים השקליים חוזרת

- בהסתכלות על העקום החזוי בעוד שנה, קיימת עדיפות לאפיקים השקליים
- זאת בהנחה של התמתנות האינפלציה ל-2.7%, יציבות בריבית על 4.75% ועם מגמת ירידה החל מרבעון א' 2024, גם בארה"ב וגם בישראל.
- השקלי הארוך עשוי ליהנות מרווח הון עודף** זאת במידה והתשואות בארה"ב ירדו מעט ופער התשואות בין ישראל לארה"ב ימשיך לרדת לאפס.

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	5.0%
מאי	0.5%
יוני	0.3%
יולי	0.3%
שנה קדימה	2.7%
2024	2.5%

ריבית

נוכחית	4.75%
סוף 2023	4.75%
סוף 2024	4.00%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.63	3.9114
שינוי שבועי	-3.1%	-3.1%
YTD	3.2%	4.2%
שנה קדימה	3.62	3.91

גיוס מול פירעון

פדיון סחיר	0.0	יוני
תחזית הנפקות	6.0	
עודף פדיון	-6.0	

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
5904	1.28	1.31	1.3
527	1.15	1.2	1.2
1131	1.15	1.2	1.2
שקלי			
425	4.30	4.3	4.2
928	3.88	3.8	3.7
432	3.82	3.7	3.5
US			
2y	4.60	4.6	4.4
5y	3.91	3.8	3.7
10y	3.74	3.65	3.5

* ט"ק - החודש הקרוב

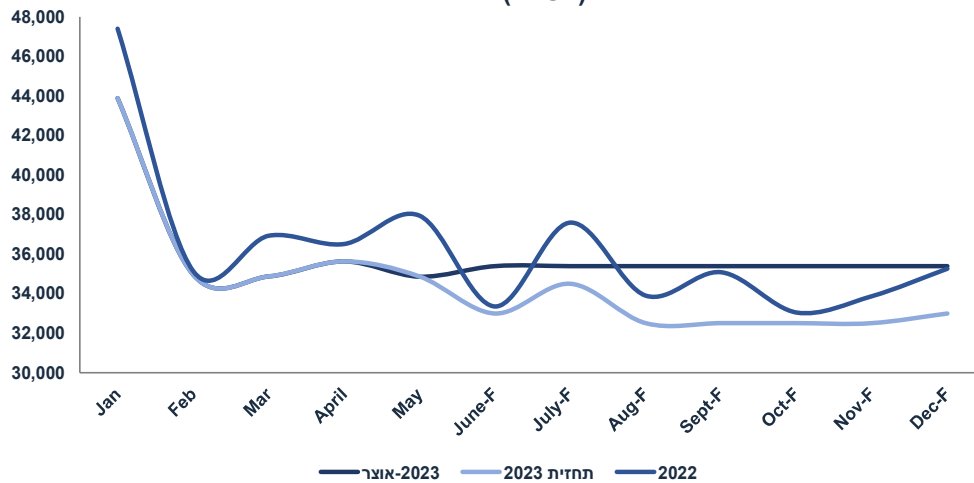
מאקרו ישראל

צפוי גירעון תקציבי קרוב ל-2% תוצר השנה

העודף התקציבי מתחילת השנה (עד מאי) הסתכם ב-13 מיליארד ש"ח והגירעון ב-12 החודשים האחרונים עלה ל-0.6% תוצר מ-0.3% לפני חודש. ההוצאות הממשלתיות (ללא הוצאות בגין הקורונה) עלו ב-8.7% מתחילת השנה, אך זאת עקב תשלום שכר חד פעמי בסקטור הציבורי (של 6,000 ש"ח). ההכנסות ממסים ירדו במאי בשיעור ריאלי של 9.6% וירדו ב-7.8% מתחילת השנה. ההכנסות ממסים על נדל"ן ירדו ב-39% מתחילת השנה. **חשוב לזכור שמדובר בהשוואה מול ינואר-מאי 2022, תקופה בה ההכנסות ממסים היו גבוהות במיוחד.**

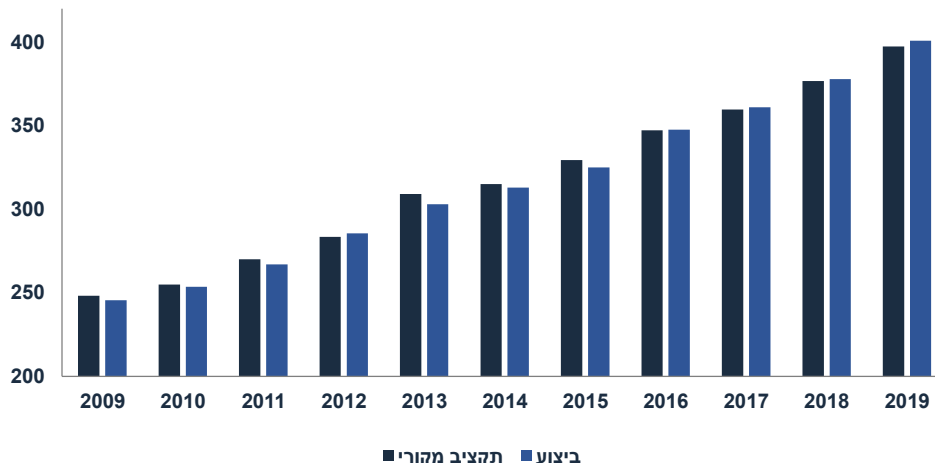
בינואר-מאי סך ההכנסות ממסים הסתכמו ב-184.2 מיליארד ש"ח (ממוצע של 35 מיליארד לחודש ללא ינואר הגבוה באופן חריג), כ-43% מתחזית ההכנסות המעודכנת של האוצר ל-2023 כולה (432.2 מיליארד ש"ח). במילים אחרות, תחזית האוצר מניחה רמת הכנסות ממסים של 35.4 מיליארד ש"ח בממוצע בחודשים יוני-דצמבר. ביוני-דצמבר 2022 רמת ההכנסות הגיעה ל-34.6 מיליארד ש"ח בממוצע לחודש. באוצר טוענים שמדובר ברמה נמוכה יחסית (השפעת ההתמתנות שכבר החלה במחצית השנייה של 2022). לפי התחזית "הפסימית" שלנו, ביוני-דצמבר, ההכנסות ממסים ירדו לרמה ממוצעת של 32.9 מיליארד ש"ח, ירידה נומינלית של 5% אחוז לעומת התקופה המקבילה ב-2022, או ירידה ריאלית של יותר מ-10%. לפי תחזית זו, **צפוי תת ביצוע בהכנסות של 17.5 מיליארד ש"ח או כ-0.9% תוצר.**

הכנסות ממסים (מיליוני ש"ח) + תחזית עד סוף 2023, כולל תחזית האוצר (בכחול)



ללא אירוע ביטחוני (או מגפה) צד ההוצאות לא צפוי לחרוג מהיעד (בלי להיכנס להרכב התקציבי). פקידי האוצר מיומנים בעמידה במגבלת ההוצאה. הגרף הבא ממחיש זאת:

התקציב המקורי מול ביצוע בפועל 2009-2019



מסקנה: הגירעון התקציבי צפוי להיות "תחת שליטה" השנה, סביב 1.7%-2% תוצר, עם זאת הוא עלול לעלות בשנת 2024 במידה וההתמתנות בפעילות תימשך או תעמיק וההכנסות ממסים לא יתאוששו. תחזית האוצר לשנת 2024 מניחה גידול של 4.6% בהכנסות ממסים ל-452.1 מיליארד ₪. קיפאון בהכנסות יביא את הגירעון ב-2024 ל-3.5%-4% תוצר (אם לא יבוצעו התאמות פיסקאליות), רמה אשר עלולה לסכן את האמינות הפיסקאלית.

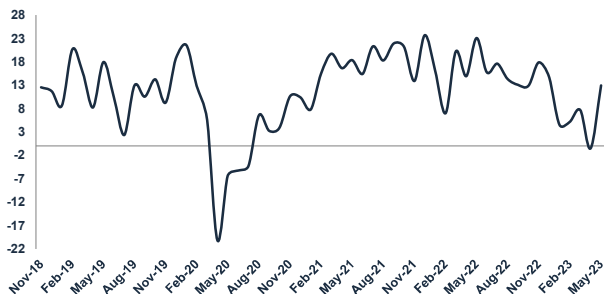
התרחבות בפעילות נמשכת

סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על צמיחה חיובית ויציבה. הרכיב השוטף אף עלה ביותר מ-2 נקודות במאי והציפיות לשינוי בפעילות בחודש הקרוב השתפרו. לעומת זאת, הציפיות לשינוי בפעילות בשלושת החודשים הקרובים ירדו באופן חד (ראה גרף) ומשקפות התכווצות (-7 נקודות במאזן נטו). עם זאת, הצפי לשינוי בתעסוקה השתפר וכן הצפי לשינוי ביצוא בענפי המידע והתקשורת עלה. ציפיות האינפלציה שנה קדימה עלו ל-3.41% מ-3.19% לפני חודש.

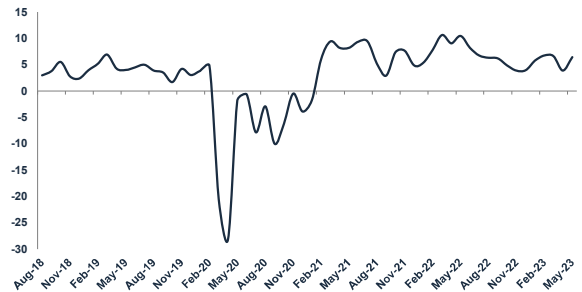
רכיבי המצב השוטף והציפיות לשינוי בפעילות 3 חודשים קדימה (מאזן נטו)



הציפיות לשינוי ביצוא בענפי שירותי מידע ותקשורת בחודש הקרוב (מאזן נטו)

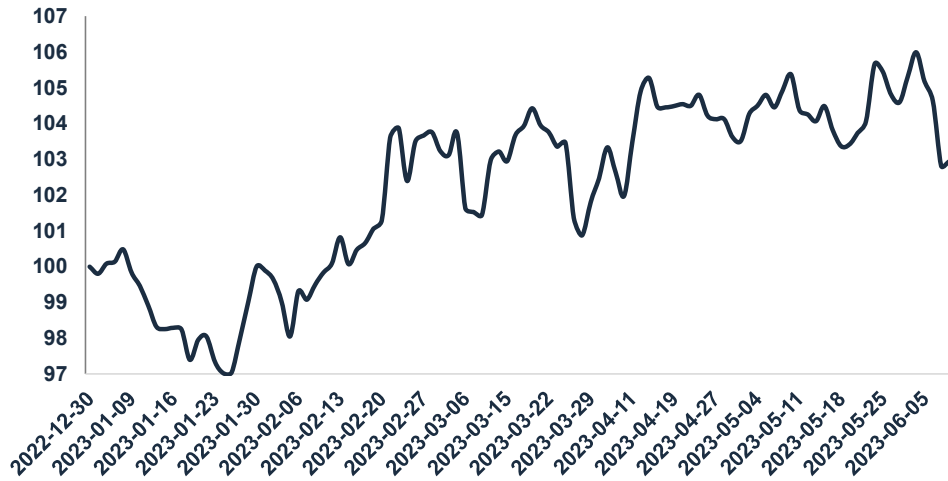


הצפי לשינוי בתעסוקה בסקטור העסקי (מאזן נטו)



עבור בנק ישראל ההתרחבות בפעילות נמשכת (אשר כנראה תימשך גם בחודש הקרוב), אם כי קיימים עננים באופק (ציפיות להתכווצות בפעילות שלושה חודשים קדימה). עדיין סקר מגמות חיובי עשוי לתמוך בהעלאת ריבית נוספת במידה ויתר הגורמים יתמכו בכך, בפרט אם השקל יחזור וייחלש ומדד מאי יהיה מעט גבוה מהציפיות. לאחר הייסוף החד בשקל בשבוע האחרון (ראה גרף), אנו נוטים לאי שינוי בריבית על 4.75% עד תחילת 2024, בה תחל מגמת ירידת ריבית הדרגתית.

שע"ח של השקל מול סל המטבעות (סוף 2022 = 100)



נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל-היום: מדד האמון הצרכני (מאי, למ"ס), שלישי: נתוני סחר חוץ (מאי). רביעי: מכירות של דירות חדשות (אפריל), מאזן התשלומים (רבעון א') צפוי שיפור בעודף בחשבון השוטף על רקע ירידה בגירעון הסחר ושיפור בחשבון השירותים. חמישי: מספר המשרות הפנויות (אפריל), מדד מחירים לצרכן: אנו צופים מדד של 0.5% בהשפעת עלייה במחירי המזון (0.5%), עלייה עונתית במחירי פירות הקיץ ובמחירי הלבשה וההנעלה. מחירי השכירות יעלו ב-7.1% שנה אחורה (לאחר 7.2% באפריל).

תחזית מדד חודש מאי 2023			
תרומה חזויה	שיעור שינוי חזוי	משקל	
0.07%	0.5%	14.9	מזון
0.13%	3.8%	3.3	פרדת ודקת
0.03%	0.1%	26.3	דיר
0.02%	0.2%	9.8	אחקת דיר
0.01%	0.4%	3.4	רהט ציד לבת
0.10%	3.8%	2.8	הלמשה העלה
0.03%	0.5%	6.0	בראת
0.03%	0.3%	9.9	חנך תרבת
0.05%	0.3%	17.8	תחבזה תקשורת
0.07%	1.2%	5.6	שנת
0.5%		100.0	סך הכל מדד

מאקרו חו"ל

ארה"ב: התמתנות בפעילות בענפי השירותים

מדד מנהלי הרכש ISM בענפי השירותים נחשב אינדיקטור מרכזי בפעילות הכלכלית (גם אינדיקטור מוביל חשוב) בשל המשקל המשמעותי של ענפי השירותים בתוצר. מדד ISM ירד בחודש מאי ל-50.3 נקודות מ-51.9 באפריל. רכיב ההזמנות החדשות ירד ב-3.2 נקודות ל-52.9, ורכיב הפעילות ירד ב-0.5 נק' ל-51.5 (אשר משקף התרחבות איטית) רכיב התעסוקה ירד ב-1.6 נק' ל-49.2 (התכווצות). רכיב המחירים ירד ב-3.4 נק' ל-56.2, רמה אשר מצביעה על לחץ פוחת לעליית מחירים בענפי השירותים. רכיב זה נע קרוב ח-60 נק' גם לפני הקורונה.



נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם - ארה"ב: שלישי: מדד מחירים לצרכן (צפויה התמתנות ל-4.1% מ-4.9%), רביעי: מדד PPI והחלטת ריבית הפד (צפוי אי שינוי בריבית, ואי שינוי משמעותי ב-dots). חמישי: המסחר הקמעונאי והייצוא התעשייתי (מאי), מספר דורשי העבודה. שישי: מדד האמון הצרכני של מישגן. אירופה: חמישי: החלטת ריבית באירופה: צפויה העלאת ריבית של 0.25%-3.5% (deposit rate). סין: חמישי: המסחר הקמעונאי, הייצור התעשייתי וההשקעות (מאי).

שוק האג"ח: עדיפות לאפיקים השקליים

הייסוף בשקל תומך באפיקים השקליים

אנו ממשיכים לנתח את שוק האג"ח בראיה לטווח הארוך, זאת על ידי בנייה של עקום חזוי בעוד שנה תחת מספר הנחות:

- **האינפלציה שנה קדימה תגיע ל-2.7%** (אפריל שנה קדימה). עדכנו את תחזית האינפלציה (מ-3.3%) בעקבות הייסוף החד בשקל (5% ייסוף בשבוע האחרון) וירידה מתונה במחירי הנפט בעולם (ברנט: 74.8 דולר, למרות כוונה לקיצוצי תפוקות על ידי OPEC: הציפייה להתמתנות בפעילות ולכן בביקוש לנפט משפיעים יותר).
- **ציפיות האינפלציה שנה קדימה, בעוד שנה צפויות לרדת** (לכיוון 2.6% שנה קדימה), זאת על רקע התמתנות בפעילות, עלייה באבטלה, קיפאון במחירי הסחורות והתייצבות בשקל. צפויה גם התמתנות במחירי השכירות במדד.
- **ציפיות האינפלציה בטווחים הארוכים יורדו ל-2.4% מ-2.6%** היום.
- **צפויה יציבות בריבית ב-2023 על 4.75%**. הריבית תישאר ברמה זו עד רבעון א' 2024 בה תחל מגמת ירידה הדרגתית בריבית.
- **עד רבעון ב' 2024 המדיניות המוניטארית בעולם תעבור לכיוון הקלה בריסון המוניטארי**. כלומר, גם הפד וגם בנק ישראל יתחילו להוריד את הריבית ברבעון א' 2024 כאשר צפויה הורדת ריבית הדרגתית בישראל ל-4.0% בסוף 2024 ו-3.5% בסוף 2025.
- **צפוי פער תשואות חיובי בין אג"ח ישראלי לאג"ח ארה"ב סביב 0.1%**, זאת על רקע דעיכה באיום על חקיקה משפטית חד צדדית. הסביבה הפיסקאלית "סבירה" עם גירעון סביב 2% תוצר השנה, וכנראה צפויות התאמות פיסקאליות ב-2024 כדי למנוע עלייה משמעותית בגירעון.
- **התשואה ל-10 שנים בארה"ב תעמוד על 3.5% (ואולי אף פחות)** בעוד שנה כאשר הפד מתחיל להוריד את הריבית.

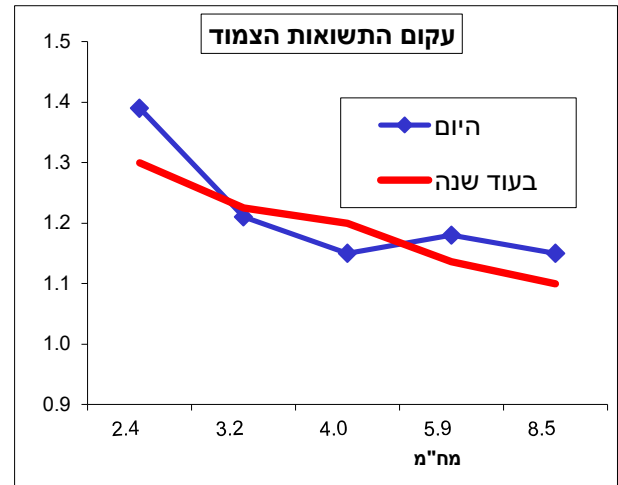
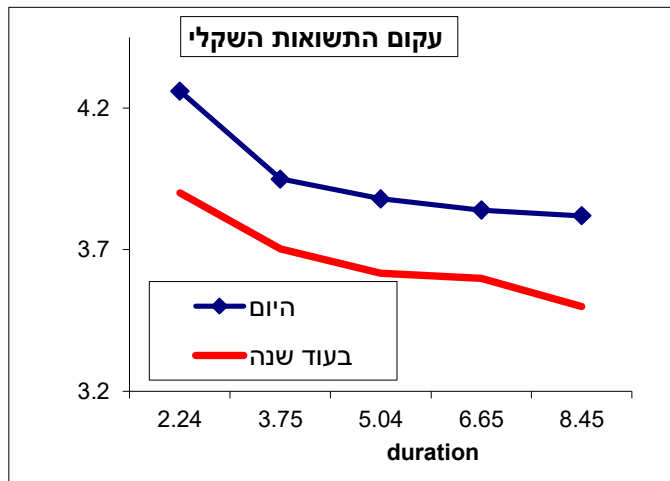
הטבלה הבאה מציגה את התשואה הכוללת בהשקעה בכול נייר באחזקה במשך שנה, כולל התשואה השוטפת, רווח ההון (אם בכלל), וההצמדה (על ניירות צמודי מדד):

ניתוח אפיקי ההשקעה						10/06/23
ציפיות אינפלציה היום	ציפיות אינפלציה חזיות	צמודים סדרה	מח"מ	ברוטו להחזקה	עקום חזוי בעוד שנה	תשואת נמי נלית*
2.8	2.6	1025	2.4	1.39	1.30	4.1%
2.7	2.6	726	3.2	1.21	1.22	3.7%
2.7	2.4	527	4.0	1.15	1.20	3.5%
2.6	2.4	529	5.9	1.18	1.14	3.9%
2.6	2.4	1131	8.5	1.15	1.10	4.1%

שחרים סדרה	מח"מ	עקום היום	עקום חזוי בעוד שנה	תשואה נמי נלית
825	2.2	4.26	3.90	4.7%
327	3.8	3.95	3.70	4.6%
928	5.0	3.88	3.62	4.9%
330	6.7	3.84	3.60	5.2%
432	8.5	3.82	3.50	6.2%

קצב האינפלציה הנחות	
2.5%	שנתיים קדימה 4/23-4/25
	תחזית בעוד שנה 4/24
4.5%	ריבית בנק ישראל
3.8%	ריבית הפד
3.5%	אג"ח ארה"ב 10Y
0.0%	פרמיית הסיכון של ישראל
2.6%	ציפיות לאינפלציה NTM בעוד שנה
2.4%	ציפיות לאינפלציה 10Y בעוד שנה

מסקנות: לפי ההנחות שפורטו, קיימת עדיפות עבור האפיקים השקליים בכול המח"מים, זאת בהנחה שלא תחודש מגמת הפיחות, צפויה התמתנות באינפלציה, ירידה בפרמיית הסיכון של ישראל, וירידה מתונה בתשואות הארוכות בארה"ב.



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.