

יונתן כץ
וכלכלני לידר
שוקי הון

חברי הפד צופים ירידה בקצב ההידוק המוניטארי

נקודות עיקריות

השווקים שאבו עידוד מפרוטוקול הפד, בו נאמר שחברי הפד סבורים שבקרוב יהיה ראוי להוריד את קצב העלאות הריבית (אם כי הריבית הסופית צפויה להיות גבוהה מתחזית הפד מספטמבר של 4.6%). מספר נתונים תמכו בגישה זו, כולל הירידה במדדי מנהלי הרכש ועלייה במספר דורשי העבודה. יחד עם זאת, ההזמנות של מוצרי בניי קיימא והמכירות של בתים חדשים עלו מעבר לציפיות.

מאקרו ישראל: שוק העבודה נותר הדוק

באוקטובר, מספר המשרות הפנויות ירד בשלושת אלפים איש ל-147.9 אלף. מסתמנת ירידה חדה בביקוש לעובדי בנייה, מלצרים ומהנדסים (מפתחי תוכנה).

סביבת האינפלציה:

מחירי החשמל יעלו ב-8.2% בתחילת 2023 וכנראה גם מחירי המים ב-4%, ביחד מדובר בתרומה של 0.2% לאינפלציה.

אנו מניחים את ביטול ההנחה בבלו ב-1.12 ועלייה של 7% במחירי הדלקים.

שיא של נדבקי קורונה בסין (33 אלף) תמך בירידה במחירי הנפט בעולם.

בשבוע האחרון, השקל יוסף ב-1.4% (מול הסל) ופוחת ב-2.6% מתחילת השנה.

ארה"ב: פסימיות גוברת

מדד מנהלי הרכש PMI בענפי השירותים ירד ב-1.7 נק' ל-46.1, המדד בתעשייה ירד ב-2.8 נק' ל-47.6: רמות של התכווצות בפעילות. יחד עם זאת, חשוב להדגיש שבעבר הנתונים "הקשים" עצמם הפתיעו לטובה, זאת בניגוד לנתונים "הרכים" (כגון ה-PMI).

באוקטובר, ההזמנות של מוצרי בניי קיימא עלו ב-1% (הצפי היה ל-0.4%).

מספר דורשי העבודה החדשים עלה ב-17 אלף איש ל-240 אלף בשבוע האחרון.

מדד האמון הצרכני של מישגין עלה ב-2.1 נק' ל-58.6, עדיין מדובר ברמה היסטורית נמוכה. ציפיות האינפלציה לשנה קדימה ירדו ל-4.9% (מ-5.1%), אך לחמש שנים הציפיות נותרו על 3%. עבור הפד, מדובר בציפיות גבוהות יחסית.

באוק' מספר המכירות של בתים חדשים עלה ב-7.5%, מעל הציפיות.

אירופה: החולשה בפעילות נמשכת

מדד מנהלי הרכש בשירותים נותר יציב על 48.6, בתעשייה חלה עליה של 0.9 נק' ל-47.3 נק'. הנתונים הפתיעו מעט לטובה, אך עדיין משקפים התכווצות.

בנוב', מדד האמון הצרכני עלה ב-3.7 נק', אך עדיין מדובר ברמה היסטורית נמוכה.

בגרמניה איגוד עובדים גדול חתם על תוספת שכר של 8.5% פרוסה עד ספט' 24, פחות מאינפלציה של 11.6% אך תינתן גם תוספת חד פעמית של 3 אלף יורו.

יפן: קיפאון בפעילות

בנוב' מדד מנהלי הרכש המשולב ירד ב-1.9 נק' ל-48.9 נקודות, בפרט בשירותים.

שוק האג"ח: העקום השקלי מתהפך

כעת אנו צופים העלאת ריבית של 0.5% ב-2.1.23 ו-0.25% ב-20.2.23 ל-4%.

כפי שצפינו, העקום השקלי התהפך. מצב זה צפוי להישמר עם עלייה בתלילות.

בסביבה של אינפלציה מתמתנת (בעיקר ב-2023) התשואות השקליות הארוכות מהוות השקעה אטרקטיבית.

זום אין: ניו זילנד מפגינה מדיניות "ניצית" במיוחד

הריבית הבסיסית בניו זילנד עלתה ב-0.75% בשבוע שעבר ל-4.25% והבנק המרכזי צופה שהריבית תעלה בשיא ל-5.5% (מעודכן מ-4.1%) בעוד שנה.

קצב האינפלציה עומד על 7.2%, ומחירי הבלתי סחירים עלו ב-6.6%.

שיעור האבטלה עומד על 3.3% והבנק המרכזי צופה עלייה ל-5.7% עד 2024.

הנגיד מודע לכך שאין מנוס מתקופה של ירידה בתוצר כדי להחזיר את

האינפלציה ליעד. הבנק המרכזי צופה צמיחה שלילית מרבעון ב' 23 עד רבעון א' 24.

מדובר בבנק מרכזי "ניצי" במיוחד, האם בנק ישראל יאמץ גישה זו?

| אינפלציה (%) | | |
|-----------------|-------|--------|
| 12 ח' אחרונים | 4.6% | |
| נובמבר | 0.2% | |
| דצמבר | 0.5% | |
| ינואר | 0.0% | |
| שנה קדימה | 3.1% | |
| 2023 | 2.4% | |
| ריבית | | |
| נוכחית | 3.25% | |
| בעוד שנה | 4.0% | |
| סוף 2023 | 4.0% | |
| שע"ח | | |
| השקל | 3.419 | 3.5558 |
| שינוי שבועי | -1.7% | -1.1% |
| YTD | 9.9% | 1.0% |
| שנה קדימה | 3.42 | 3.56 |
| גיוס מול פירעון | | |
| פדיון סחיר | 17.5 | נוב' |
| תחזית הנפקות | 4.0 | |
| עודף פדיון | 13.5 | |

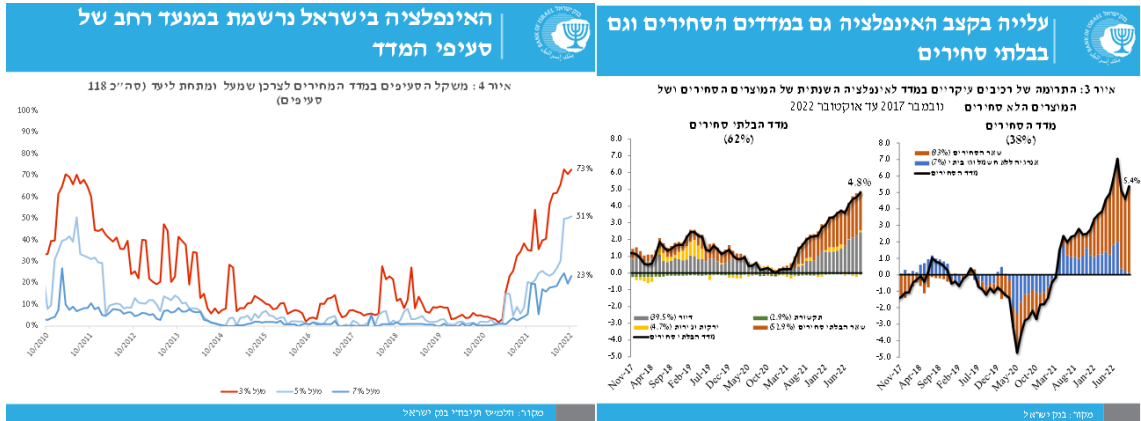
| עקום התשואות | | | |
|--------------|-------|------|-----|
| צמוד | נוכחי | ט"ק | ט"ב |
| קצר | 0.48 | 0.5 | 0.6 |
| 5904 | | | |
| בינוני | 0.56 | 0.5 | 0.6 |
| 527 | | | |
| ארוך | 0.59 | 0.6 | 0.6 |
| 1131 | | | |
| שקלי | | | |
| קצר | 3.29 | 3.3 | 3.4 |
| 1024 | | | |
| בינוני | 3.22 | 3.2 | 3.2 |
| 327 | | | |
| ארוך | 3.19 | 3.15 | 3.0 |
| 432 | | | |
| US | | | |
| 2y | 4.45 | 4.5 | 4.5 |
| 5y | 3.86 | 3.9 | 4.0 |
| 10y | 3.68 | 3.7 | 3.6 |

* ט"ק - החודש הקרוב

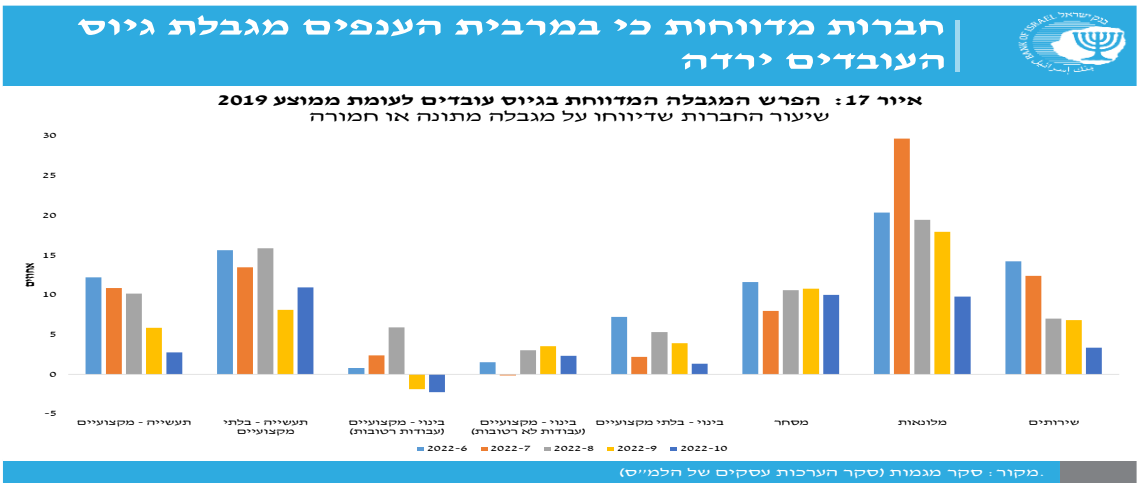
מאקרו ישראל

מספר דגשים ממצגת בנק ישראל

מצגת מאקרו מצורפת להחלטת הריבית של בנק ישראל. כדאי לשים לב למספר דגשים של בנק ישראל:
 < **מסתמנת האצה באינפלציה גם במוצרים הסחירים ל-5.4% (מוצרים בעיקר) והבלתי סחירים ל-4.8%** (שירותים בעיקר).
 < האינפלציה ממשיכה להיות רוחבית:



< **היקף המשכנתאות ירד** בצורה חדה ל-6.1 מיליארד באוקטובר.
 < **חברות קטנות ובינוניות מדווחות על עלייה בקשיים בגיוס הון.**
 < **מרבית ענפי המשק מדווחים על ירידה במגבלת גיוס עובדים** (למעט במסחר, ועובדים בלתי מקצועיים בתעשייה).

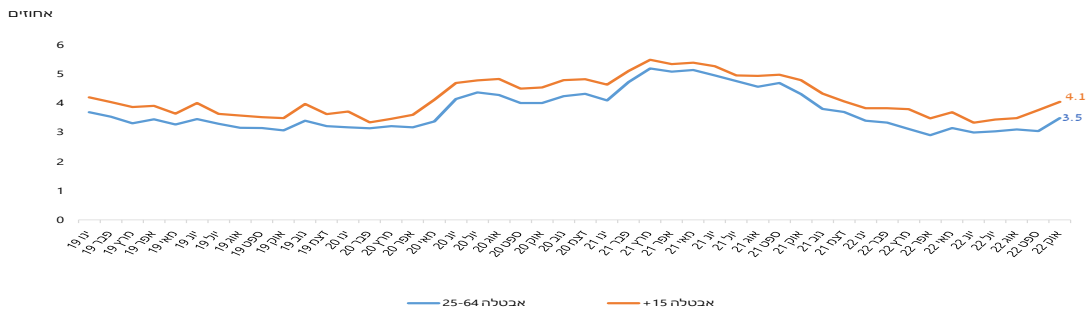


< לפי סקטור מגמות של הלמ"ס, המאזן של הסקטור העסקי ממשיך להצביע על הערכה חיובית באשר למצב העסקים.
 < רמת היצוא ממשיכה להיות גבוהה, אך **מסתמנת ירידה בעיקר ביצוא התעשייתי.**
 < **מסתמנת הקלה בשרשרת ההספקה וירידה במגבלת הציוד וחומרי הגלם בענפים השונים.**
 < **שוק העבודה עדיין הדוק, למרות עלייה מתונה באבטלה:**

שוק העבודה עדיין מאופיין כהדוק למרות עלייה מתונה בשיעור האבטלה



איור 25: שיעור האבטלה
ינו' 2019 - אוקטובר 2022, נתונים מנוכי עונתיות



מקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל

בהודעת הריבית היו לא מעט אמירות "יוניות" כגון: "המדיניות המוניטרית המצמצמת וההתמתנות בפעילות בעולם צפויים להביא להאטה מסויימת גם בפעילות הכלכלית בישראל, ומספר אינדיקטורים מצביעים על סימנים לתחילת תהליך זה".

יחד עם זאת המשנה לנגיד בגישה ניצית יותר:

בראיון (באנגלית) מיד לאחר פרסום הודעת הריבית, אמר המשנה לנגיד אנדרו אביר שישאל עדיין נמצאת בתהליך של הידוק מוניטורי וסביר להניח שתחזית הריבית של בנק ישראל מה-3 לאוקטובר (3.5% ריבית ברבעון ג' 2023) תעודכן כלפי מעלה. ישראל עדיין בשלב של ה-Front-loading (העלאת ריבית מהירה בשיעורים חדים יחסית) ועדיף שהמדיניות המוניטארית תטעה מהצד המרסן כדי לוודא שהאינפלציה תתמתן ("To err on the side of making sure we get inflation down"). עוד אמר אביר שהוא לא רואה סימנים משמעותיים להתמתנות בפעילות וישראל רחוקה מכניסה למיתון. דברי אביר ציננו את הנימה היותר "יונית" של הודעת הריבית.

לסיכום: בהנחה שמדד נובמבר יעלה ב-0.1%-0.2%, אזי קצב האינפלציה השנתית צפוי לעלות ל-5.3%-5.4% (מ-5.1%), ואינפלציית הליבה תגיע ל-5.1% (מ-5.0% לאוקטובר). ללא הפתעה כלפי מטה באינפלציה או סימנים ברורים להתמתנות בפעילות, ניתן לצפות להעלאת ריבית של 0.5% ב-2 לינואר ועוד העלאה של 0.25% ב-20 לפברואר לרמה של 4%.

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל: ראשון: הייצור התעשייתי, הפדיון בענפי המשק (ספטמבר). שני: הרכישות בכרטיסי האשראי (אוקטובר), המדד המשולב של בנק ישראל (אוק'). שלישי: יצוא שירותים (ספטמבר). רביעי: המכירות ברשתות השיווק (אוקטובר).

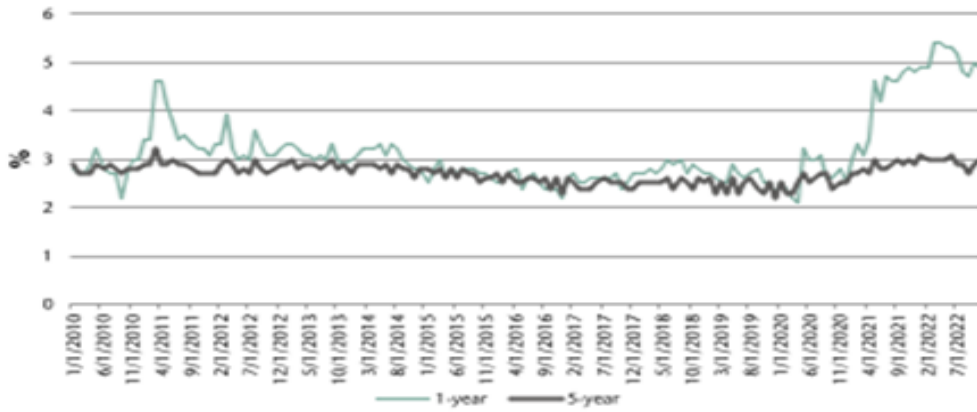
מאקרו חו"ל

ארה"ב: משקי הבית חוששים מאינפלציה

מדד האמון הצרכני של משיגן עלה ב-2.1 נקודות ל-58.6 נקודות, עדיין מדובר על רמה היסטורית מאד נמוכה (ראה גרף). שחיקה בכוח הקנייה, חשש מריסון מוניטארי חריף, ושחיקה בנכסים של הציבור מעיבים על האמון הצרכני (גם בישראל, אך במידה פחותה יחסית לארה"ב, ראה גרף), מה שנוטה למתן את הצריכה הפרטית, בעיקר את הנכונות של משקי הבית לבצע רכישה גדולה (מעבר לצריכה השוטפת).



ציפיות האינפלציה לשנה קדימה בקרב משקי הבית האמריקאים ירדו מעט ל-4.9% (מ-5.1%), אך לחמש שנים הצפיות נותרו על 3%. עבור הפד, מדובר בציפיות גבוהות יחסית, ומעבר ליעד האינפלציה, מה שתומך בהמשך הידוק מוניטארי.

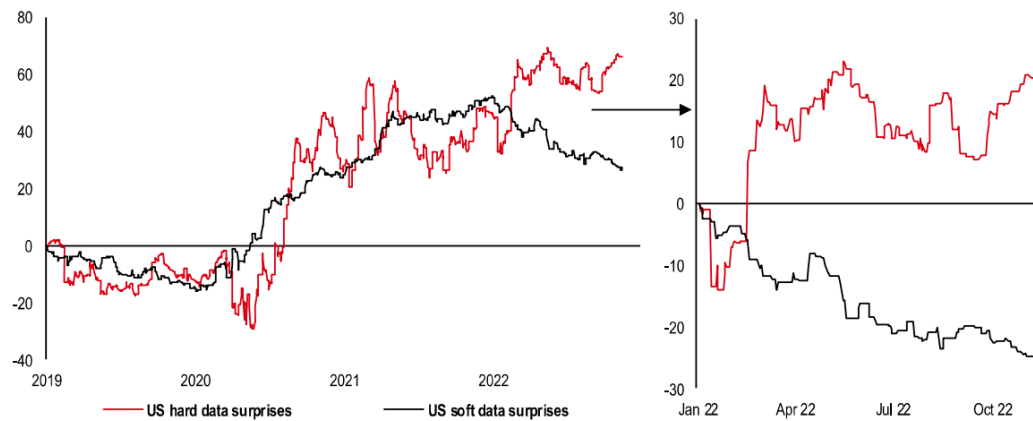


Source: University of Michigan & BBG

קיים פער בין הנתונים ה"קשים" לבין הנתונים ה"רכים"

רבים צופים מיתון מתקרב בארה"ב בהסתמך על נתונים "רכים" אשר כוללים סקרי ציפיות, מדדי מנהלי הרכש, מדדי אמון צרכניים ועוד. יחד עם זאת, הנתונים "הקשים", אשר כוללים את המסחר הקמעונאי, הייצור התעשייתי, הצריכה הפרטית, נתוני התעסוקה ונתוני התוצר, נראים טובים יותר ובחודשיים האחרונים בדרך כלל הפתיעו כלפי מעלה. הנתונים "הרכים" בדרך כלל הפתיעו כלפי מטה. בדרך כלל הנתונים "הרכים" מקדימים את הנתונים "הקשים". אין הסבר מלא לתופעת הניתוק בין שני סוגי הנתונים. יתכן שהנתונים הקשים חיוביים יותר בשל עודף המזומנים שבידי הציבור (מתמיכות מסיביות בתקופת הקורונה) אשר ממשיך לתמוך בביקוש ובפעילות. המשמעות: כל עוד הנתונים "הקשים" לא מצביעים על התמתנות משמעותית בפעילות, הפד ימשיך להדק את המדיניות המוניטארית.

3. Soft data continue to underwhelm...

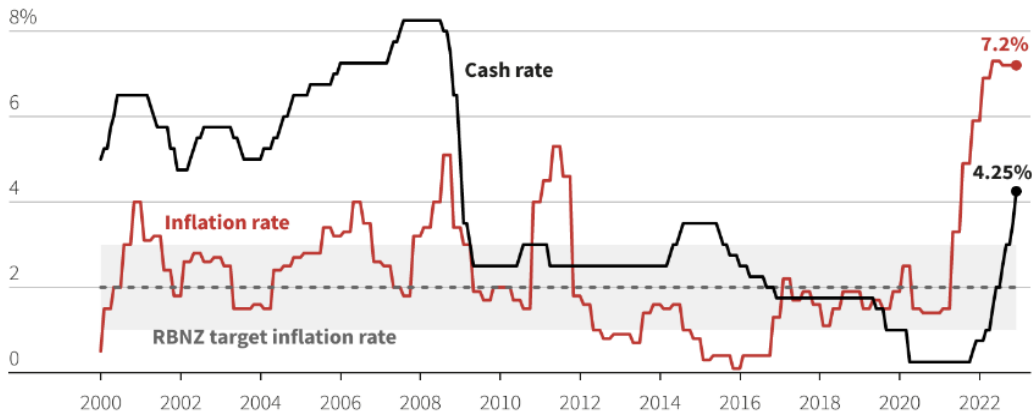


נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: ארה"ב: שלישי: מדד אמון צרכני (נוב'), מחירי בתים Case-Shiller (אוק'). רביעי: מספר משרות הפנויות (JOLTS, אוק'), תעסוקה בסקטור העסקי ADP, חמישי: מדד מנהלי הרכש בתעשייה ISM (נוב'), ההכנסה הפנויה, הצריכה ואינפלציית PCE (אוק'). שישי: נתוני תעסוקה, אבטלה ושכר לשעת העבודה (נוב'). הציפיות הן לגידול של 200 אלף מועסקים. סין: רביעי: מדד מנהלי הרכש PMI (נוב'), חמישי: מדד Caixin. אירופה: רביעי: מדד מחירים לצרכן (נוב').

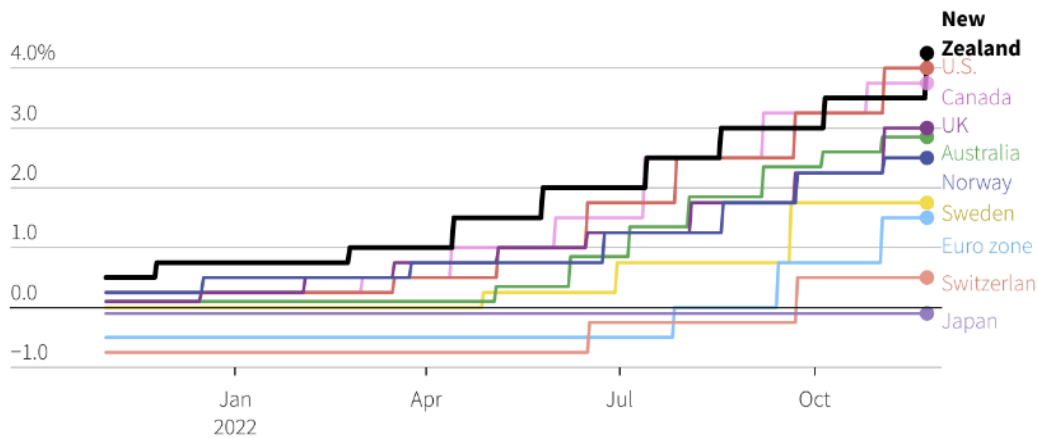
זום אין: ניו זילנד מפגין מדיניות "ניצית" במיוחד

בשבוע שעבר, הריבית הבסיסית בניו זילנד עלתה ב-0.75% ל-4.25% ולפי הפרוטוקול אפילו נשקלה העלאת ריבית של אחוז שלם (לפני ההחלטה הדעות היו חלוקות בין העלאה של 0.5% ל-0.75%) כאשר בתחזית הכלכלית, הבנק המרכזי צופה שהריבית תעלה בשיא ל-5.5% (מעודכן מ-4.1%) בספטמבר 2023. כעת קצב האינפלציה עומד על 7.2%, כאשר מחירי הבלתי סחירים (מדד הליבה המקובל) עלו ב-6.6% שנה אחורה (לעומת 4.8% בישראל).

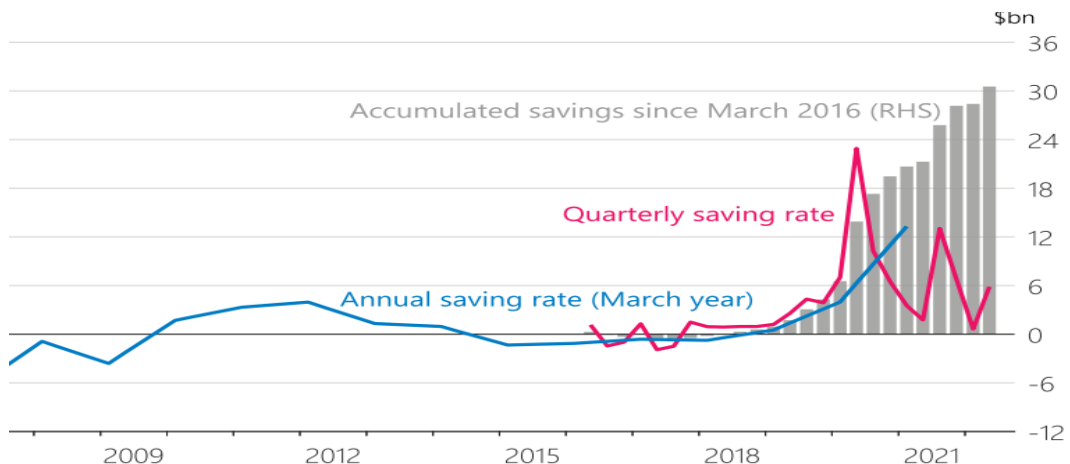
New Zealand's central bank has lifted the cash rate by a record 75 basis points to 4.25%.



הבנק המרכזי של ניו זילנד העלה את הריבית ב-4.0% מאוקטובר 21, קצב מהיר במיוחד יחסית למרבית הבנקים המרכזיים:



מדוע סביבת האינפלציה הבסיסית גבוהה במיוחד בניו זילנד? בעיקר בשל תמיכות מאד נדיבות של הממשלה בתקופת הקורונה הממושכת אשר אפשרו הצטברות של עודפי חיסכון בקרב משקי הבית ובסופו של דבר תמכו בלחצי ביקוש משמעותיים:



שיעור האבטלה עומד על 3.3% והבנק המרכזי צופה עלייה ל-5.7% עד 2024: <

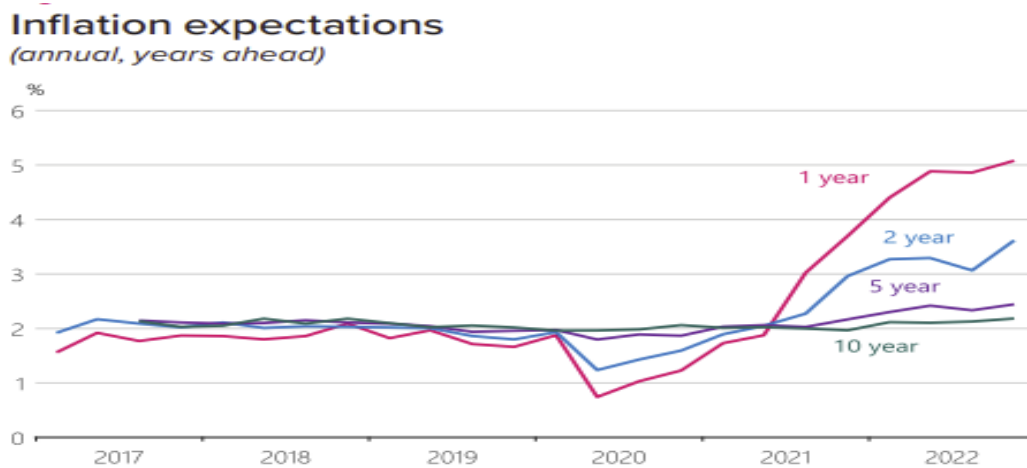


למרות שכעת השכר הנומינלי עלה ב-4.2% בלבד (שנה אחורה עד ספטמבר) הוא צפוי לעלות לקצב של 5.7% עד סוף 2023. <



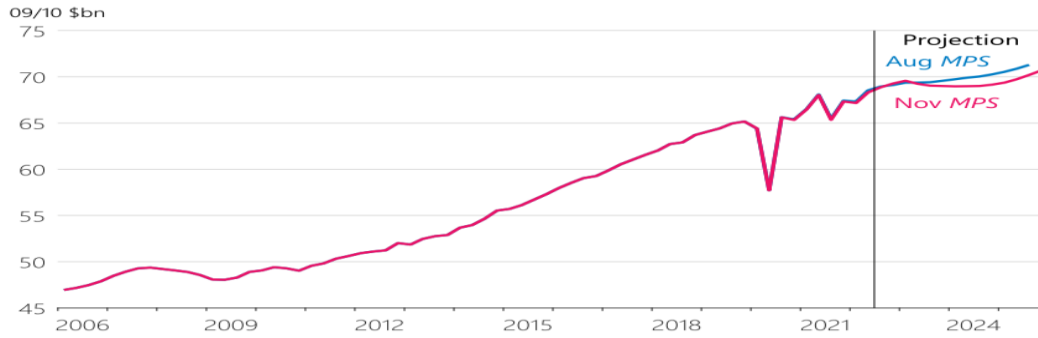
מחירי הדיור ירדו ב-11% שנה אחורה, והבנק המרכזי צופה ירידה מצטברת של 20% מנובמבר 21. <

ציפיות האינפלציה שנה קדימה עלו ל-5% ו-3.6% לשנתיים, הרבה מעל היעד של 2%: <



הנגיד מודע לכך שאין מנוס מתקופה של ירידה בתוצר כדי להחזיר את האינפלציה ליעד. הבנק המרכזי צופה צמיחה שלילית מרבעון ב' 23 עד רבעון א' 24. מרבית הבנקים המרכזיים (כגון הפד) בונים על "נחיתה רכה" (soft landing) בתקווה שניתן להימנע מירידה בתוצר (אם בכלל) ועלייה חדה באבטלה. לא כך הבנק המרכזי של ניו זילנד.

Quarterly production GDP (real, seasonally adjusted)



מדובר בבנק מרכזי "ניצי" במיוחד, כאשר הבנק המרכזי הגיע למסקנה שללא מדיניות מאד מרסנת במחיר של צמיחה שלילית ועלייה חדה יחסית בשיעור האבטלה (מ-3.3% ל-5.7%) לא ניתן למתן את הצריכה הפרטית ולהחזיר את האינפלציה אל תחום היעד. הבנק צופה אינפלציה של 7.5% השנה, 3.8% ב-2023 ו-2.4% ב-2024.

האם בנק ישראל יאמץ גישה זו? חשוב לציין שאינפלציית הליבה בניו זילנד גבוהה מאד, יחסית לישראל (5.0%), וגבוהה ממרבית המדינות המפותחות (למעט ארה"ב). בנוסף, בניגוד לניו זילנד, בישראל ציפיות האינפלציה ירדו אל תחום היעד (מתחת ל-3% שנה קדימה). למרות שאנו צופים התייצבות של ריבית בנק ישראל על 4.0% מסוף רבעון א' 2023 (הרבה פחות מהריבית בניו זילנד), תחזית זו מניחה שבמהלך 2023 תחול התמתנות משמעותית בפעילות הכלכלית ובלחצי האינפלציה. במידה והאינפלציה תישאר "דביקה" ללא התמתנות של ממש בפעילות, בנק ישראל צפוי להמשיך להעלות את הריבית אל מעבר לרף ה-4%.

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 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.