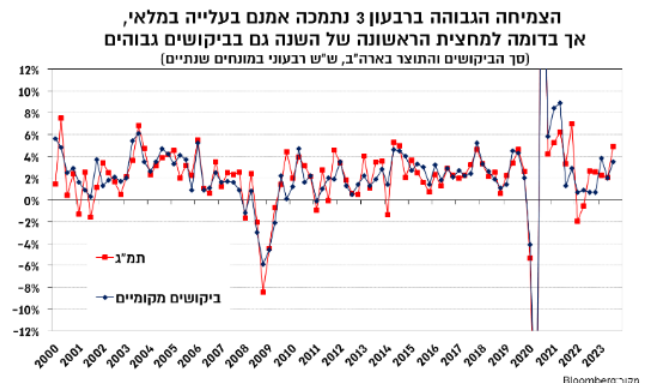
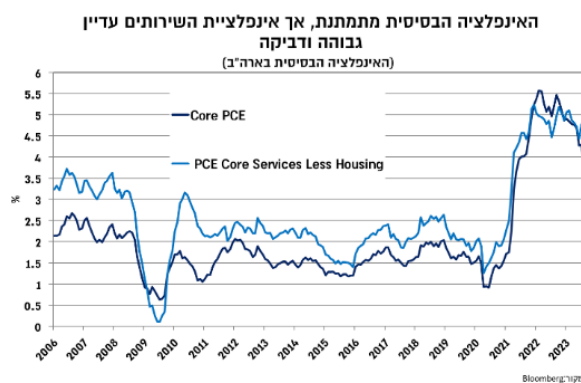


עדכון מאקרו-

- קצב הצמיחה הגבוה באופן משמעותי מהמגמה בארה"ב ושוק העבודה ההדוק אינם עיקביים עם הורדת האינפלציה חזרה אל היעד, אך ה-Fed צפוי להותיר את הריבית השבוע ללא שינוי ולאפשר להקשחה בתנאים הפיננסיים לעשות בשלב זה את העבודה עבורו. פאוול צפוי לדעתנו להשאיר פתח להעלאת ריבית נוספת במידת הצורך, הן בתרחיש של הקלה מחודשת בתנאים הפיננסיים או במידה ולחצי האינפלציה יתגברו.
- סביבת הפעילות בארה"ב ממשיכה לבלוט לטובה ביחס לגוש היורו, שבו מתרבות האינדיקציות להאטה רוחבית, ומחזקות את המסר של ה-ECB בדבר הסתברות גבוהה למיצוי העלאות הריבית. הצמיחה בארה"ב, מלווה לאחרונה גם בסימנים להתאוששות בפעילות התעשייה, לאחר תקופה ממושכת של התאמת מלאים, והתאוששות זו מהווה תמיכה נוספת לסביבת התשואות הגבוהה בשוק איגרות החוב.
- עוצמת הירידה בפעילות המשק המקומי עד כה מזכירה את תקופת הקורונה, אך ההתאוששות צפויה להיות איטית ומתונה יותר באופן ניכר. הצמיחה ב-2023 צפויה להסתכם בכ-2.5%-2%, הערכה שמשקפת ירידה חדה בפעילות ברבעון הנוכחי, ואילו ב-2024 הצמיחה צפויה לנוע להערכתנו לנוע סביב 1% ולהישען במידה ניכרת על הצריכה הציבורית. תחזית זו מתבססת גם על הערכה להאטה בצמיחה הגלובלית במחצית השנייה של 2024.
- תוכנית ההנפקות של האוצר לחודש נובמבר שיקפה כצפוי עליית מדרגה בהיקף הגיוסים. מעבר לעלייה הצפויה בגירעון, אי הודאות בנוגע להיקף ומשך המלחמה מובילה את האוצר באופן טבעי לייצר כרית ביטחון לתרחישים שליליים יותר, ולכן, סביר לצפות לדעתנו להנפקות בסדר גודל זהה גם בחודשיים הבאים. העלייה בהיקף ההנפקות פוגשת תנאים נוחים יחסית בתיק המוסדי, עם רמת שפל רב שנתי במשקל איגרות החוב הממשלתיות.

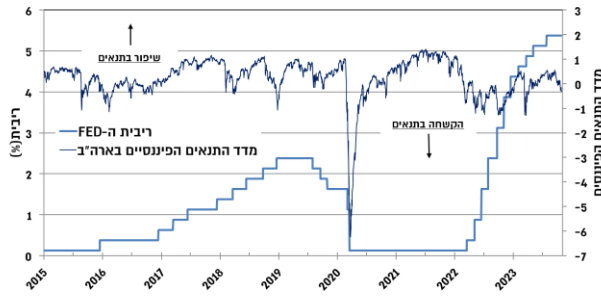
הריבית בארה"ב תישאר ללא שינוי אך ה-Fed פתח להעלאה נוספת

מגמת עליית התשואות בשוק איגרות חוב בארה"ב התמתנה בסוף שבוע המסחר, אך זאת לאחר שאיגרות החוב ל-10 שנים הגיעו לתשואה של 5%, לראשונה מאז 2007. העצבנות בשוק איגרות החוב סביב רמת תשואות גבוהה, כאשר ברקע סביבת המכפילים בשוק המניות עדיין גבוהה, מציבה את שוק המניות עם מרווח מצומצם לזעזועים שליליים, כך שחולשה יחסית בחלק מדוחות חברות הטכנולוגיה שיגרה את המדדים המובילים לשבוע שלילי נוסף עם ירידות של כ-2.5%. זאת, על אף שנתוני הפעילות בארה"ב ממשיכים לבלוט לטובה. הצמיחה הגבוהה ברבעון השלישי בשיעור של 4.9%, הייתה קרובה לבסוף לאומדן ה-Fed של אטלנטה, שנראה מעט חריג בעוצמתו לאורך הרבעון. הצמיחה אמנם נתמכה בעלייה במלאים (כרבע מהצמיחה), אך גם בניכוי תרומה זו נרשמה צמיחה בשיעור גבוה של כ-3.5% בביקושים המקומיים. צמיחה זו מובלת על ידי הצריכה הפרטית (שירותים וסחורות, מה שמסמן את מיצוי תהליך נירמול הצריכה שתרם להתמתנות באינפלציה ולחולשה בפעילות התעשייה), על רקע העוצמה שממשיך להפגין שוק העבודה האמריקאי. זאת, למרות העלאת הריבית הממושכת שמשפיעה באופן מתון יחסית על הצרכן, שכן כפי שציינו לא מעט לאורך השנה האחרונה, שירות החוב נמצא ברמות נמוכות. עיקר השפעה של עליית התשואות שנרשמה בחודשים האחרונים צפויה לבוא ליד ביטוי בשוק הנדל"ן למגורים, ובאופן רחב יותר בהאטה בהשקעות, כך שהרבעון האחרון של השנה צפוי להתאפיין בצמיחה מתונה יותר.



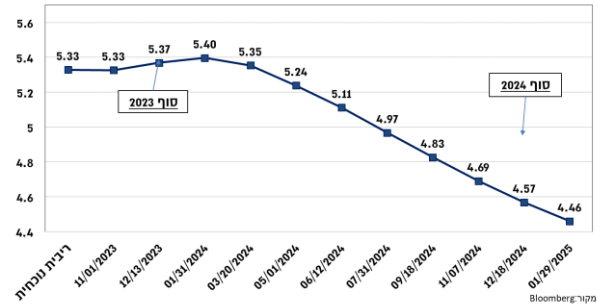
קצב הצמיחה הגבוה באופן משמעותי מהמגמה ושוק העבודה ההדוק אינם עיקביים עם הורדת האינפלציה חזרה אל היעד. מדד הליבה של מחירי הצריכה הפרטית, PCE, עלה בספטמבר בשיעור של 0.3% כך שקצב העלייה השנתי התמתן ל-3.7%. עם זאת, רכיב השירותים ממשיך להיות דביק, כך שמדד הליבה של השירותים ללא דיור, אחד האינדיקטורים אותם ציין פאוול לבחינת דביקות האינפלציה והשפעת לחצי השכר, עלה בספטמבר בכ-0.4%, בכ-1% ברבעון השלישי, והשלים עלייה שנתית של 4.3%, בהחלט קצבים גבוהים שתומכים בהמשך ריסון. למרות זאת, הריבית בארה"ב צפויה להישאר השבוע ללא שינוי, שכן ההרעה שנרשמה בתנאים הפיננסיים על רקע עליית התשואות ועלייה מסויימת במרווחי האשראי, שקולה להעלאת ריבית ולכן מאפשרת ל-Fed לעבור לעמדת המתנה. עם זאת, פאוול צפוי לדעתנו להשאיר פתח להעלאת ריבית במידת הצורך, הן בתרחיש של הקלה מחודשת בתנאים הפיננסיים או במידה ולחצי האינפלציה יתגברו. התמחור בשוק כיום, המשקף הסתברות של כ-30% להעלאת ריבית נוספת סביר למדי.

הקשחה בתנאים הפיננסיים מהווה תחליף להעלאת ריבית נוספת
(ריבית ה-FED ומדד התנאים הפיננסיים בארה"ב)



מקור: Bloomberg

השוק מגלם הסתברות של כ-30% להעלאת ריבית אחת נוספת, ומפנה להורדת ריבית ב-2024
(הריבית הגלומה בחוזים על ריבית ה-Fed)

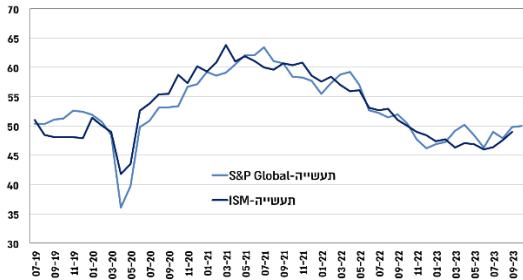


מקור: Bloomberg

ארה"ב ממשיכה לבלוט לטובה ביחס לגוש היורו

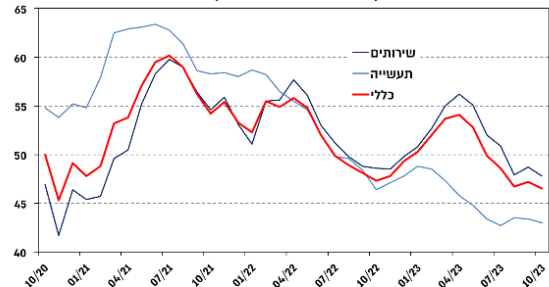
אומדני ה-PMI לחודש אוקטובר המשיכו לשקף את הפער בין הפעילות בארה"ב לבין גוש היורו. בגוש היורו, האומדנים לאוקטובר איכזבו, וזאת לאחר שבחודשים הקודמים נראה היה כי מגמת הירידה נבלמה. כך באוקטובר, נרשמה חולשה גם במדד השירותים וגם במדד התעשייה, ושניהם התבססו ברמות נמוכות מ-50, שלרוב עקביים עם צמיחה אפסית. התפתחות זו, לצד מגמת הירידה בקצב האינפלציה הקלו על החלטת ה-ECB להותיר את הריבית ללא שינוי, ברמה של 4%, לאחר 10 העלאות ריבית רצופות. בשלב זה, נראה כי ללא הפתעות משמעותיות כלפי מעלה באינפלציה (עיקר הסיכון מגיע ממחירי האנרגיה ומהסכמי השכר) ה-ECB מכון להותרת הריבית ברמה זו לפרק זמן ממושך, עד לירידת מדרגה משמעותית באינפלציה, והתמחר בשוק עקבי עם הערכה זו.

אינדיקציות להמשך שיפור בפעילות התעשייה
(סקרי פעילות התעשייה בארה"ב S&P Global-ISM)



מקור: Bloomberg

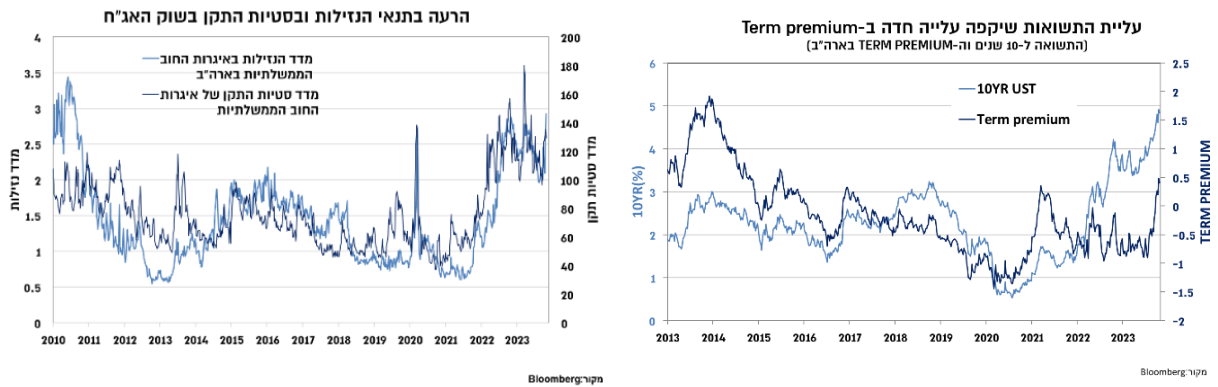
האטה רוחבית בפעילות בגוש היורו
(מדדי מנהלי הרכש בגוש היורו)



מקור: Bloomberg

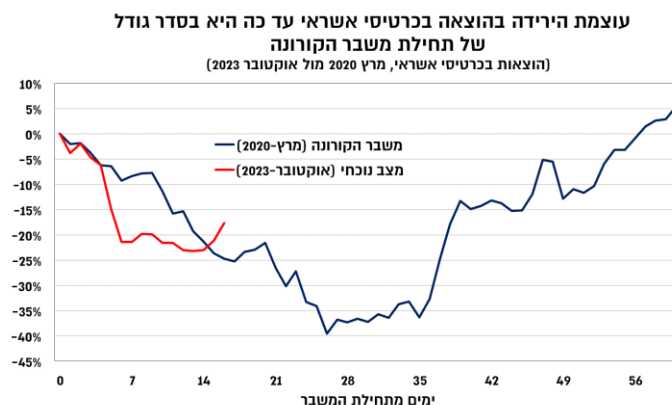
לעומת זאת, בארה"ב, מעבר לצמיחה המרשימה שנרשמה ברבעון השלישי, מדד ה-PMI לפעילות התעשייה המשיך את מגמת ההתאוששות ועלה לרמה של 50. מדד זה מאופיין במתאים גבוה יחסית ל-ISM ובהתחשב במגמת השיפור שנרשמה בחודשים האחרונים בפער שבין המלאים להזמנות החדשות, סביר לצפות להמשך שיפור גם במדד ה-ISM שיפורסם השבוע. הצפי לעלייה זו לאחר תקופה ממושכת שבה ענפי התעשייה היוו משקולת על הצמיחה, בן היתר בשל נירמול הצריכה והתאמת המלאים, מהווה גורם שתומך בסביבת התשואות הגבוהה יחסית בשוק איגרות החוב. עלייה התשואות המהירה בחודשים האחרונים בתקופה האחרונה שיקפה בעיקר עלייה ב-Term premium, וזאת משילוב של מספר גורמים ובראשם, הצמיחה הגבוהה, הגירעון הממשלתי הגבוה (למרות שוק העבודה ההדוק) שמלווה בעליית מדרגה בהיקף ההנפקות, המשך צמצום מאזן ה-Fed וצפי להותרת הריבית ברמה גבוהה לפרק זמן ממושך. בהיבט המסחרי, נרשמה הרעה בתנאי הנזילות בשוק האג"ח שמתורגמת לעלייה חדה בתנודתיות, גורם שלכשעצמו מוביל לעלייה בפרמיית הסיכון ובתשואות. כפי שציינו בסקירה

הקודמת, פרמיית הסיכון בשוק האג"ח (term premium) שבה לטריטוריה חיובית, וזאת לאחר תקופה ממושכת בה היא הייתה שלילית. כך, השינוי המהיר במבנה העקום בארה"ב משיפוע שלילי חד לעקום שטוח יחסית (2-30 שנים) תוך עלייה בפרמיית הסיכון לטריטוריה חיובית מציב את שוק האג"ח בתמחור הוגן יותר, וזאת לאחר תקופה ממושכת בה פרופיל הסיכון-סיכוי לא היה אטרקטיבי במיוחד והוביל אותנו לנקיטת עמדה דפנסיבית יותר.



עוצמת הירידה בפעילות המשק עד כה מזכירה את תקופת הקורונה, אך ההתאוששות צפויה להיות איטית ומתונה יותר באופן ניכר

עליית המדרגה בהיקף ההנפקות לא צריכה להפגיע במיוחד על רקע הציפיות לעלייה בגירעון. להערכתנו בשלב זה העלייה הצפויה בהוצאות (מערכת הביטחון, סיוע למפונים ופיצוי לעסקים) לצד הירידה בהכנסות שקולות לתוספת של כ-0.4%-0.5% תוצר לגירעון מדי חודש. עד כה הפגיעה בפעילות מזכירה את זו שנרשמה בתחילת משבר הקורונה עם צניחה בהוצאות בכרטיסי אשראי בשיעור של כ-20%-25%. עם זאת, בימים האחרונים נרשם שיפור מסוים, שמשקף מעבר משיתוק נרחב בפעילות ל"שיגרת מלחמה". כך, אמנם עוצמת הירידה הממוצעת מתחילת המלחמה עד כה גבוהה יותר מאשר זו שבתחילת הקורונה, אך סביר לצפות לשיפור מתון, כמובן תחת הנחה שלא תירשם הידרדרות משמעותית במצב המלחמה. זאת, לעומת משבר הקורונה שבה הירידה הוחרפה בתחילת המשבר לכ-40% ביחס לרמות הפעילות של טרום המשבר.



עם זאת, בניגוד למשבר הקורונה שהתאפיין בשיפור מהיר מאוד בפעילות עם פתיחת המשק, המצב הנוכחי שונה והתפתחות המלחמה (משך והיקף) הם שיכתיבו את התפתחות הפעילות במשק, כך שאמנם לא צפויה ירידה בסדר גודל זה לקורונה, אך גם לא התאוששות מהירה, בין היתר מתוך ציפיה להרעה ממושכת בסנטימנט. בנוסף, בשלב זה הכלכלה העולמית עדיין ללקוחות כשירים בלבד

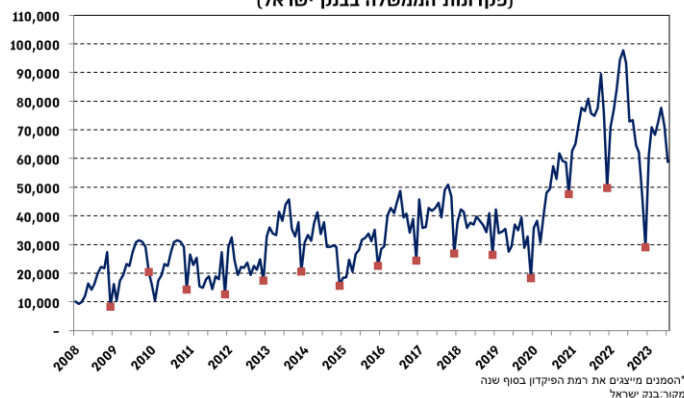
מאופיינת בקצבי צמיחה סבירים, בעיקר בארה"ב, אך במבט למחצית השנייה של 2024 סביר שההשפעות בפיגור של העלאות הריבית יורגשו במידה רבה יותר ויובילו להאטה ואולי אף למיתון גלובלי. לפיכך, בהנחה ומדובר בלחימה שלא תתמקד רק ברבעון הנוכחי אלא תגלוש גם ל-2024, אך באופן מוגבל מבחינת הגבול הצפוני, אנו מצפים לכל היותר להתאוששות מתונה במשק הישראלי במהלך 2024. כך, הצמיחה ב-2023 צפויה להסתכם בכ-2.5%-2%, הערכה שמשקפת ירידה חדה בפעילות ברבעון הנוכחי, ואילו ב-2024 הצמיחה צפויה לנוע להערכתנו לנוע סביב 1% ולהישען במידה ניכרת על הצריכה הציבורית. תחזית זו מתבססת גם על הערכה להאטה בצמיחה הגלובלית במחצית השנייה של 2024.

האוצר מייצר באופן טבעי כריות ביטחון לתרחישים שליליים יותר

משרד האוצר הודיע בשבוע שעבר על תוכנית ההנפקות לחודש נובמבר בהיקף של 14 מיליארד ₪ ובנוסף לכך ייערכו שני מכרזי החלף, כך שהגיוס ברוטו, כולל החלף, עשוי להגיע ל-20-18 מיליארד ש"ח. הגיוס נטו, יהיה מתון באופן ניכר שכן בנובמבר מגיעה לפדיון הסדרה 1123, בהיקף של כ-13 מיליארד ₪. מעבר לעלייה הצפויה בגירעון, אי הודאות בנוגע להיקף ומשך המלחמה מובילה את האוצר באופן טבעי לייצר כרית ביטחון לתרחישים שליליים יותר, ולכן, סביר לצפות לדעתנו להנפקות בסדר גודל זהה גם בחודשיים הבאים.

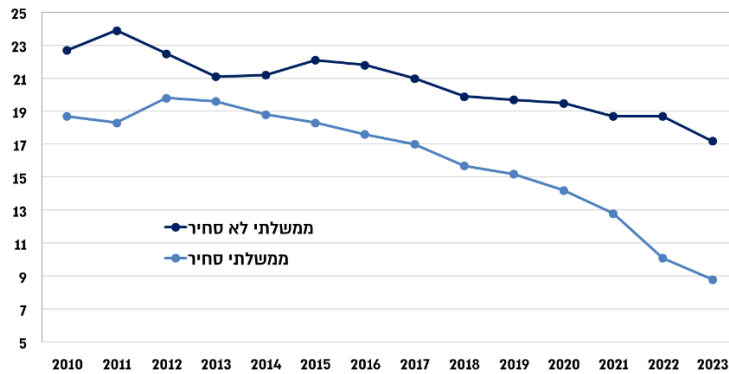
בהקשר זה חשוב לציין כי פיקדון האוצר בבנק ישראל עמד בסוף יולי על כ-59 מיליארד ₪, כאשר לצורך מימון הגירעון ופירעונות החוב נעשה שימוש בכ-11.5 מיליארד ₪, כך שהיתרה ככל הנראה הגיעה בסוף ספטמבר לכ-47 מיליארד ₪. כמו כן, במהלך אוקטובר נרשמו הנפקות פרטיות בחו"ל בהיקף של כ-400 מיליון דולר, וסביר כי האוצר ינסה לבדוק גם את האפשרות לגיוס רחב יותר בחו"ל, אם כי פרמיית הסיכון של ישראל עלתה בצורה חדה יותר בחו"ל, כך שבשלב זה התמחור היחסי נוח יותר לגיוס בישראל.

פיקדון הממשלה בבנק ישראל עמד בסוף יולי על קרוב ל-60 מיליארד ש"ח (פקדונות הממשלה בבנק ישראל)



השוק המקומי הביא לידי ביטוי את החשש לגידול בגירעון בעליית תשואות בחלקים הארוכים תוך עלייה בתלילות. חשוב לזכור כי התיק המוסדי הנהנה מהפקדות נטו בקצב שנתי של כ-60 מיליארד ₪, והחשיפה שלהן לאיגרות חוב ממשלתיות מסך התיק נמצאת במגמת ירידה רב שנתיית והגיע לאחרונה לכ-8.8% באיגרות החוב הסחירות (ולכ-17% בלא סחירות), כלומר עם יכולת גבוהה להגדלת החשיפה לאפיק זה.

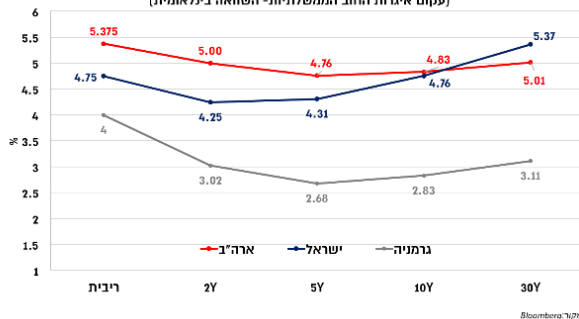
העלייה הצפויה בחוב הממשלתי פוגשת את התיק המוסדי בשפל של מעל לעשור מבחינת שיעור החשיפה לאפיק הממשלתי (משקל איגרות החוב הממשלתיות בתיק הנכסים של המוסדיים, לפי סחירות)



מקור: בנק ישראל

עם זאת, חשוב לציין כי גם לאחר עליית התשואות האחרונה, העקום המקומי עדיין נע בסביבת תשואות נמוכה יחסית של 4.25%-4.65% בין השנתיים ל-10 שנים לפידיון (כאשר בשוק ה-IRS התשואות אף נמוכות יותר ונעות בין 4% ל-4.40%), כך שהעלייה בפרמיית הסיכון התמקדה בעיקר בחלקים הארוכים מאוד של העקום, עם עלייה ב-30 שנה לתשואה של כ-5.4%. העלייה בפרמיית הסיכון של ממשלת ישראל בחו"ל הייתה בשיעור גבוה יותר, ולהערכתנו התמחור באיגרת חוב אלו מוסיף להיות אטרקטיבי יותר ביחס לתמחור באיגרות השקליות המקבילות, על אף צמצום של הפער ביניהן לאחרונה.

עיקר העלייה בפרמיית הסיכון התמקדה בחלקים הארוכים של העקום המקומי
(עקום איגרות החוב הממשלתיות - השוואה בינלאומית)



מקור: בלומברג

עליית מדרגה בפרמיית הסיכון של ישראל

(המרווח בין איגרת החוב הדולרית של ממשלת ישראל לבין אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים)



מקור: בלומברג

מכיוון שבנק ישראל אותת כי כל עוד קיים לחץ לעלייה בפרמיית הסיכון, הפחתת ריבית אינה רלוונטית, הלחץ לעליית תשואות צפוי להימשך בתקופה הקרובה. כמו כן, מוקדם לצפות להתערבות של בנק ישראל בשוק איגרות החוב, מהלך שעשוי להגיע במידה ויהיה קושי ממושך בסגירת הנפקות האוצר (התערבות אפשרית במקרה זה יכולה לכלול הארכת מח"מ בתיק האג"ח הממשלתי של בנק ישראל). התמחור הנוכחי מניח להערכתנו הסתברות גבוהה מדי להפחתת ריבית, שאמנם עקבית עם ההרעה הצפויה במצב המאקרו, אך על רקע אי הודאות הגבוהה בכל הנוגע להשפעות המלחמה ובהתחשב בכך כשנקודת המוצא כוללת אינפלציה גבוהה יחסית ומגמת פיחות ממושכת בשקל, פרופיל הסיכוי-סיכון בתמחור הנוכחי תומך עדיין בעמדה דפנסיבית יותר מבחינת מח"מ התיק, ומבחינה טאקטית עדיפות לקצוות העקום על פני אמצע העקום.

לכותב המאמר ולחברת שרותי בורסה והשקעות בישראל- אי.בי.אי בע"מ ("שירותי בורסה") אין רישיון שיווק השקעות והם אינם מבוטחים בביטוח הנדרש מבעל רישיון בהתאם לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. בעת פרסום המאמר שירותי בורסה וכותב המאמר אינם בעלי עניין אישי בנושאים. כמו כן, אין במאמר כדי להוות תחליף לשיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

מסמך זה הינו עבודת מחקר שהוכנה על ידי מחלקת המחקר של שרותי בורסה והשקעות בישראל – אי.בי.אי. – בע"מ ("החברה") והוא מובא כשרות מקצועי ללקוחות כשירים בלבד, על כן, אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום דבר פרסומי. המסמך מבוסס על מידע שדווח לציבור על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מדויקים או בלתי מעודכנים. מסמך זה הינו חומר מסייע בלבד ואין לראות במידע במסמך זה כעובדתי או כמידע שלם וממצה של כל ההיבטים הכרוכים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים הנזכרים בו ולכן אין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן. מסמך זה הינו למטרות אינפורמטיביות בלבד, ואין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הצעה או שידול או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. קבוצת אי.בי.אי., עובדיה וחברי הדירקטוריון בתאגידי הקבוצה לא יהיו אחראים לכל נזק, ישיר או עקיף, שיגרם, אם יגרם, לצד כלשהו, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. תאגידי הנמנים על קבוצת אי.בי.אי. ו/או בעלי השליטה בה עשויים להחזיק ולסחור עבור עצמם ו/או עבור לקוחות הקבוצה בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המסוקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והם עשויים לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים. קבוצת אי.בי.אי. מעניקה מגוון שירותים בתחום ההשקעות, לרבות ייעוץ ו/או הפצה ו/או חיתום הנפקות וכן עשיית שוק, ועל כן עשויה להעניק שירותים אלה או אחרים לחברות הנסקרות או לקבוצת החברות הנסקרות, וכן עשויה לקבל תגמול מהותי בגין שירותים כאמור. מסמך זה הינו רכושה של החברה ואין להעתיק, לשכפל, לצטט, להפיץ או לפרסם בכל אופן מסמך זה או חלקים ממנו ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, של החברה.