

# כלכלית בראשון

## תשואת האג"ח לעשר שנים בישראל עלתה על זו שבארה"ב

### עבר למגמת התכווצות.

הממשלה אישרה את הצעת תקציב המדינה לשנים 2023-2024. גובה התקציב מגיע ל- 484 ו- 514 מיליארד שקל בהתאמה. מדובר בעלייה של כ- 7% בתקציב לעומת אשתקד, שיעור לא גבוה בהינתן שהאינפלציה בשנה שחלפה עמדה על 5.3%. המחצית הראשונה של השנה מתנהלת ללא תקציב מאושר וזה אמור לסייע לממשלה לעמוד בתקציב השנתי. הדרך לאישור התקציב בכנסת עוד ארוכה, ולא ברור מה יהיו המקורות למימון ההתחייבויות הקואליציוניות. על פי התכנון, הגירעון התקציבי אמור להגיע השנה ל- 1% מהתמ"ג. **אנו מעריכים שנראה השנה ירידה בהכנסות ממסים, וגם העמידה בצד ההוצאות היא מאתגרת נוכח הסכמי השכר וההתחייבויות לחברי הקואליציה. הגירעון צפוי להערכתנו להיות גבוה באופן ניכר מ-1% מהתוצר.**

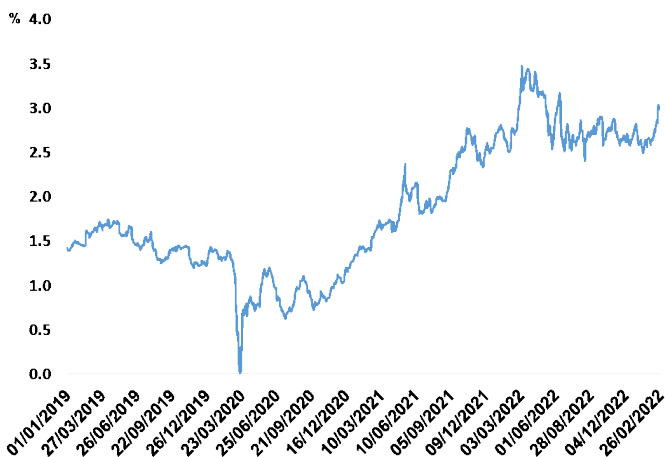
אי-הוודאות סביב הרפורמה במערכת המשפט הביאה לפיחות בשער השקל מול סל המטבעות. בשבוע האחרון השקל פוחת ב- 2.4% מול הסל ומתחילת החודש נרשם פיחות מצטבר של 3.6% מתחילת פברואר. **בניגוד לאירועי פיחות שאירעו בשנים האחרונות, שנבעו בדרך כלל מירידה בנזילות הדולרית בשווקים, אנו רואים עתה רצון של המשקיעים להיחשף לנכס הבסיס, כלומר להגדיל אחזקות במט"ח.** יתכן ששינוי זה מושפע גם מההרעה בסביבה הפיסקאלית, שעד כה נתפסה כאחד הגורמים שתמכו בשקל חזק על פני זמן, וכן מירידה בעודף בחשבון השוטף ובהשקעות בהייטק. אנו סבורים כי אם הפיחות בשער השקל ימשך בשבועות הקרובים, בנק ישראל עשוי להתערב בשוק המט"ח, ולראשונה למכור יתרות מט"ח.

- האינפלציה, הריבית ואי-הוודאות הפוליטית צפויים להעיב על הצמיחה, וכפי שזה נראה עתה, התוצר עבר למגמת התכווצות.
- אנו מעריכים שנראה השנה ירידה בהכנסות ממסים, וגם העמידה בצד ההוצאות היא מאתגרת נוכח הסכמי השכר וההתחייבויות לחברי הקואליציה. הגירעון צפוי להערכתנו להיות גבוה באופן ניכר מ-1% מהתוצר.
- בניגוד לאירועי פיחות שאירעו בשנים האחרונות, שנבעו בדרך כלל מירידה בנזילות הדולרית בשווקים, אנו רואים עתה רצון של המשקיעים להיחשף לנכס הבסיס, כלומר להגדיל אחזקות במט"ח.
- ברמות שער החליפין הנוכחיות אנו צופים אינפלציה בשיעור של כ- 3.5% בשנה הקרובה.
- אנו סבורים כי סגירת הפערים בין תשואות האג"ח משקפת בעיקר את סיכון שער החליפין, שהפך גבוה יותר בעקבות אי-הוודאות הפוליטית, ואולי מעט מזה גם את סיכון המדינה.

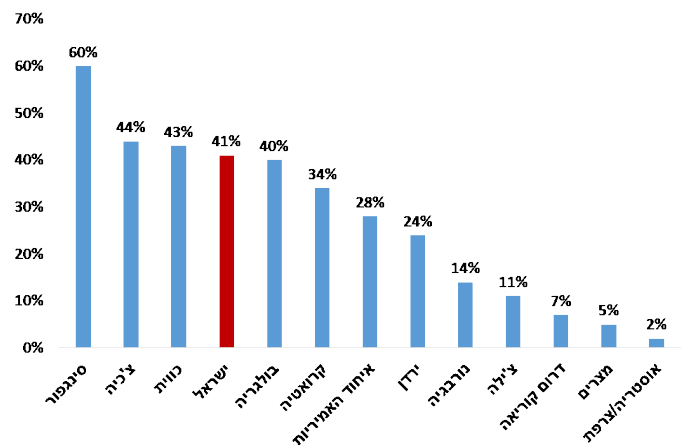
### ישראל

האינדיקטורים הכלכליים של החודשים האחרונים מצביעים על מגמה של התכווצות בתוצר. יצוא שירותי הדיגיטל, שהיה מנוע הצמיחה העיקרי של המשק בשנה שעברה, רשם ירידה חדה של 5.7% בדצמבר, ביצוא הסחורות נמשכה מגמת הירידה גם בחודש ינואר, והפדיון בענפי המשק, אינדיקטור לצריכה הפרטית לא גדל (ריאלית) ברבעון האחרון של 2022. האינפלציה, הריבית ואי-הוודאות הפוליטית צפויים להעיב על הצמיחה, וכפי שזה נראה עתה, התוצר

הציפיות לאינפלציה גבוהות מהיעד  
ציפיות אינפלציה משוק ההון ל-5 שנים, מקור: בלומברג



יתרות המט"ח של ישראל גבוהות ביחס למקובל בעולם  
מקור: בלומברג, טרמינל



לרמה של 4%. בסיכום השבועי, מדדי הדאו ג'ונס, ה-S&P500 והנאסד"ק ירדו בשיעור ממוצע של כ-3.0%. באירופה, מדד היורוסטוקס 50 ירד ב-2.3% ומדד ה-FTSE100 ירד ב-1.6%. באסיה, מדדי המניות בהונג קונג ובדרום קוריאה ירדו ב-3.4% וב-2.5% בהתאמה, בעוד מדד המניות בסין עלה ב-0.7%. מדד מחירי כלל הסחורות ירד ב-0.8% בהשפעת ירידות במחירי המתכות והסחורות החקלאיות. מדד מחירי האנרגיה עלה ב-0.8%. בשוק מט"ח הדולר התחזק בכ-1.4% ביחס לאירו ולסל המטבעות.

**הנתונים ממשיכים להפתיע- מדד ה-PCE עלה מעבר לציפיות.** מדד ה-PCE, מדד האינפלציה המועדף ע"י הפד, עלה בינואר בשיעור של 0.6%, וב-12 החודשים הוא עלה ב-5.4%. מדד הליבה של ה-PCE עלה ב-0.6%, מעל התחזית של 0.4%, והמדד החודשי הגבוה מאוגוסט האחרון. בנוסף להפתעה בנתון לינואר, גם מדד דצמבר עודכן כלפי מעלה, כך שהמדד השנתי עלה ל-4.7%, לעומת תחזית לירידה ל-4.3%. נתוני האינפלציה הגבוהים תומכים בהערכה שייקח זמן לא מועט עד להתמתנות ממשית של סביבת האינפלציה בארה"ב, וכתוצאה מכך שערי הריבית של הפד יישארו גבוהים לתקופה ארוכה יחסית.

**האינדיקטורים הכלכליים בארה"ב מצביעים על המשך צמיחה גבוהה.** עלייה חדה בהוצאות לצריכה פרטית בינואר שעלו בשיעור חודשי של 1.8%, מעל ומעבר לתחזית עלייה בשיעור של 1.3%, והעלייה החודשית החדה ממרץ 2021. בקרב המוצרים, בלטו העלויות בהוצאות על מכונות ופארמה. במגזר השירותים, בלטה העלייה בהוצאות על שרותי מזון. העלייה בהוצאות במונחים ריאליים הייתה גם היא גבוהה ברמה של 1.1%. מדד אמון הצרכנים של אוניברסיטת מיישיגן רשם בפברואר עליה קלה לרמה של 67 נקודות, הרמה הגבוהה מינואר 2022. חרף השיפור באמון הצרכנים, רמת המדד עדיין נמוכה יחסית לרמה טרם פרוץ הקורונה. אשר לצד הייצור, מדד מנהלי הרכש (PMI) של ענפי התעשייה עלה ל-48.4 נקודות, כלומר הפעילות עדיין נמצאת בתהליך התכווצות. מדד מנהלי הרכש של ענפי השירותים הגיע ל-50.5 נקודות והמדד לכלל התפוקה רשם 50.2 נקודות. רמות אלה של שני המדדים הן הגבוהות בשמונת החודשים האחרונים. נתוני שוק

הפיחות יעלה את האינפלציה בטווח הקצר. **ברמות שער החליפין הנוכחיות אנו צופים אינפלציה בשיעור של כ-3.5% בשנה הקרובה.** התמסורת של הפיחות לאינפלציה היא בחלקה מידית דרך סעיפים כמו דלק ונסיעות לחו"ל, וחלקה אורך מספר חודשים כמו מחירי יבוא אחרים. ההאטה בצמיחה תפעל למיתון האינפלציה יותר במחצית השנייה של השנה.

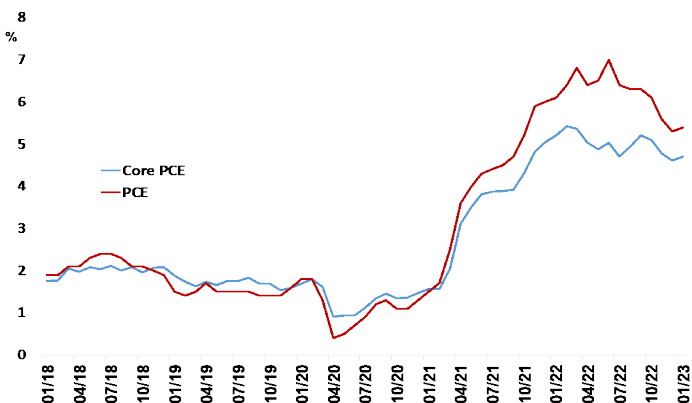
**הציפיות לאינפלציה גבוהות מהיעד ולכן אנו מעריכים שהריבית תעלה גם בהחלטה הבאה לרמה של 4.5%.** שוק הנגזרים מגלם עתה ריבית של כ-5% בסוף השנה הנוכחית. ברמות ריבית אלו ההשפעה על הפעילות הכלכלית בכלל ועל ענף הנדל"ן בפרט היא גבוהה, ואנו סבורים לכן שהריבית תיעצר מעט לפני 5%, אך כאמור הרבה תלוי עתה בהתפתחות שער החליפין.

התשואה לעשר שנים של ממשלת ישראל (בשקלים) הפכה לגבוהה מזו של ממשלת ארה"ב (בדולר) והגיעה היום לרמה של כ-4%. **אנו סבורים כי סגירת הפערים בין תשואות האג"ח משקפת בעיקר את סיכון שער החליפין, שהפך גבוה יותר בעקבות אי-הוודאות הפוליטית, ואולי מעט מזה גם את סיכון המדינה.** התשואות בישראל ברוב השנים האחרונות היו נמוכות מאלו שבארה"ב, על רקע מצב פסיקאלי טוב יותר, עודף בחשבון השוטף ואינפלציה נמוכה. האינפלציה עתה מתקרבת לזו שבארה"ב, היתרון הפסיקאלי עדיין קיים, אם כי הוא נחלש לאור צפי לעלייה בגירעון, וגם העודף בחשבון השוטף עדיין עמנו גם אם במידה פחותה ביחס לשנים קודמות.

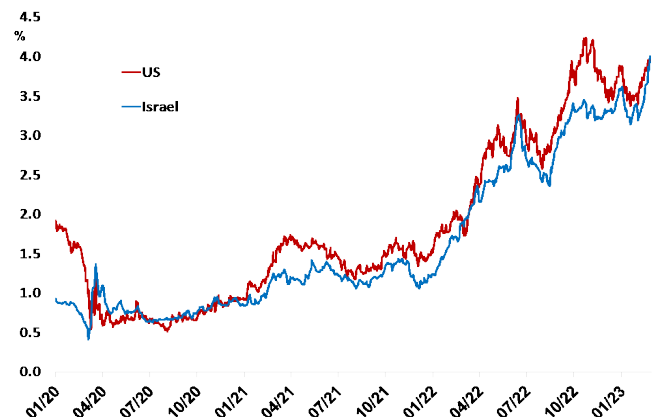
### גלובלי

**האינפלציה בארה"ב הייתה שוב גבוהה מהערכות, והפעילות הכלכלית בינתיים לא מגיבה באופן מלא למדיניות המוניטרית.** אלו יחדיו הביאו לירידות שערים חדות בשוקי המניות בשבוע החולף, ולעלייה מהירה בתשואות. מדד ה-S&P500 רשם את הירידות השבועיות החדות ביותר מזה חודשיים וחצי האחרונים והתשואה ל-10 שנים על אג"ח אמריקני הוסיפה לעלות והתקרבה

ארה"ב: האינפלציה לא ירדה בהתאם לציפיות  
מדד PCE בארה"ב, שיעור שנוי שנתי, מקור: בלומברג



תשואת האג"ח לעשר שנים בישראל עלתה על זו שבארה"ב  
תשואת אג"ח ממשלתיות לעשר שנים, מקור: בלומברג, טרמינל



ההרעה ביחסים מול ארה"ב, גורם שהשפיע על שוק המט"ח בשנתיים האחרונות. על פי דיווחים, ארה"ב התחייבה להגדיל את הכוחות התומכים בהדרכת חיילי צבא טיוואן. ארה"ב היא ספק הנשק הגדול של טיוואן, והממשל ממשיך להדגיש שסייע לטייוואן להתגונן בפני ניסיון כיבוש ע"י סין. הבנק המרכזי השאיר ללא שינוי את ריביות הפריים על הלוואות לשנה ולחמש שנים, זה החודש השישי ברציפות.

הדיר מעורבים. המכירות של בתים קיימים ירדו ב-0.4% בינואר, לאחר ירידות רצופות ב-11 החודשים הקודמים. מאידך, חלה עלייה של 7.2% במכירות של בתים חדשים בינואר לאחר עלייה בשיעור דומה בדצמבר.

**עלייה נוספת בתשואות לפדיון על אג"ח ממשלת ארה"ב.** בלטה במיוחד העלייה בשבוע האחרון בתשואה לשנתיים, מ-4.63% ל-4.80% התשואה לפדיון על אג"ח לעשר שנים עלתה מ-3.82% ל-3.95% והתשואה לשישה חודשים עלתה מ-5.03% ל-5.11%. בשוק החוזים העתידיים על ריביות הפד נרשמה עלייה לרמה של 27% בהסתברות הגלומה להעלאת ריבית בשיעור של חצי אחוז בחודש מרץ, וההסתברות לריבית פד של 5.50%-5.75% בסוף התהליך ההעלאות הגיעה ל-38%.

**גוש האירו: ירידה באינפלציה השנתית בינואר, אולם עלייה מסוימת ברכיב הליבה.** האינפלציה השנתית התמתנה מעט בינואר ל-8.6% משיעור של 9.2% בדצמבר. עם זאת, אינפלציית רכיב הליבה עלתה ל-5.3% מ-5.2% בדצמבר. שיעור הצמיחה בגרמניה ברבעון האחרון של 2022 יחסית לרבעון השלישי היה מינוס 0.4% מול תחזית של מינוס 0.2%. נתונים מעודדים יותר לגבי הפעילות היראלית בגוש התקבלו מסקרי מנהלי הרכש. מדד מנהלי הרכש של סך התפוקה עלה, באומדן הראשון לפברואר ל-52.3 נקודות, הרמה הגבוהה בתשעת החודשים האחרונים. המדדים לענפי התעשייה והשירותים הגיעו ל-48.5 ו-53 נקודות בהתאמה.

**סין: פיחות במטבע המקומי ביחס לדולר לרמה החלשה בחודשיים האחרונים.** זאת על רקע העלייה בתשואות בארה"ב וסימני

תחזיות ריבית ומדד המחירים לצרכן		אירועים מרכזיים בשבוע הקרוב					
שיעור שינוי	מדד המחירים לצרכן	נתון קודם	תחזית	תקופה	נתון כלכלי	מדינה	תאריך
0.3%	פברואר - 2023	-0.54%	-0.4%	12/22	מדד קייס שילר למחירי הבתים ב 20 הערים הגדולות	ארה"ב	28/02/2023
0.6%	מרץ - 2023						
0.6%	אפריל - 2023	47.4	48.0	2/23	מדד מנהלי הרכש	ארה"ב	1/03/2023
3.5%	12 חודשים	6.6%	6.6%	1/23	שיעור האבטלה	גוש האירו	2/03/2023
<b>שיעור הריבית</b>	<b>ריבית בנק ישראל</b>	-	-	01/23	רכישות בכרטיסי אשראי	ישראל	28/02/2023
4.25%	פברואר - 2023	-	-	01/23	פדיון (מכירות) של רשתות השיווק	ישראל	2/03/2023
4.75%	12 חודשים	-	-	12/22	השכר הממוצע ברוטו למשרת שכיר של עובדים ישראליים	ישראל	2/03/2023

**הערות ואזהרות כלליות נוספות:**

מסמך זה מבוסס על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור. הנתונים והמידע ששימשו להכנת מסמך זה הונחו כנכונים, וזאת מבלי שבנק הפועלים בע"מ ("הבנק") ביצע בדיקות עצמאיות ביחס לנתונים ולמידע מידע אלו - אין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחרים במסמך. יודגש כי מסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, הוא אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו. המידע עליו מתבסס מסמך זה, והדעות האמורות בו, עשויים להשתנות מעת לעת ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. אין להסתמך על האמור במסמך זה ואין להתבסס על כך ששימוש במידע או בהמלצות המובאות במסמך זה יביא לתוצאות מסוימות. מסמך זה אינו מותאם למטרות ההשקעה או לצרכי האישיים והייחודיים של כל משקיע, אין לראות במסמך זה משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פי האמור במסמך זה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו, מטרותיו ונתוניו האישיים של כל משקיע, ולאחר הפעלת שיקול דעת עצמאי. הבנק, עובדיו, וכל מי שפועל מטעמו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישירים או עקיפים, שייגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש במסמך זה או כתוצאה מהסתמכות עליו. לבנק, או לחברות קשורות אליו, או לבעלי שליטה בהם, עשויות להיות החזקות בניירות הערך או הנכסים הפיננסיים המכרכים במסמך זה, עבורם או עבור לקוחותיהם, והם עשויים לבצע עסקאות המנוגדות לאמור במסמך זה. האמור במסמך זה אינו מהווה ייעוץ מס ואינו מתיימר להוות פרשנות מקובלת על רשויות המס או על גופים נוספים. מסמך זה הינו רכוש של הבנק, אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, לצלם, להקליט וכיו"ב את מסמך זה, או חלקים ממנו, ללא קבלת אישור, מראש ובכתב, מהבנק.