

## צפויה הורדת ריבית בישראל בקרוב

יונתן כץ וכלכלני לידר שוקי הון

### נקודות עיקריות

התבטאויות מעט "וניות" על ידי מספר חברי הפד תמכו בשווקים בתחילת השבוע, כאשר הם רואים פחות צורך בהעלאת ריבית נוספת על רקע ההקשחה בתנאים הפיננסיים (כולל העלייה בתשואות הארוכות). נתוני אינפלציה גבוהים, כולל עלייה חדה במחירי השירותים, העיבו על השווקים לקראת סוף השבוע.

### מאקרו ישראל:

- אנו צופים צמיחה אפסית בשנת 2024 (ירידה מ-1.5% בתחזית הקודמת), ותתכן אף צמיחה שלילית. צפויה פגיעה בעיקר בצריכה הפרטית ובתיירות.
- בספטמבר, הגירעון התקציבי עלה ל-1.5% תוצר שנה אחורה עם המשך האצה בהוצאות הממשלה (עלייה של 10% לעומת החודש המקביל אשתקד). צפוי גרעון של 2.5% השנה ו-5% ב-2024.

### סביבת האינפלציה

- הימשכות ההרעה במצב הביטחוני הינה דיפלציונית. למרות שצפויה השפעת הפיחות בשקל, השפעת הירידה החדה בביקוש המקומי ואווירת מלחמה יקשו מאד על הלחץ להעלאת מחירים.
- אנו צופים מדד של 0.2% בספטמבר בהשפעת עלייה במחירי החינוך ועלייה עונתית במחירי הדיוור.
- בשבוע האחרון, השקל פוחת ב-2.9% מול סל המטבעות ופוחת ב-8.7% מתחילת השנה.

### מדיניות מוניטארית

- גברו הסיכויים להורדת ריבית חדה בטווח הקצר (אולי כבר ב-23.10, או לפני), זאת במטרה להקל על הסקטור העסקי ועל משקי הבית. לא ברור האם בנק ישראל יתמך לראות את התבהרות המצב.

### בעולם:

#### ארה"ב

- סביבת האינפלציה בספטמבר נותרה גבוהה מדי, בפרט מחירי השירותים אשר עלו ב-0.6% וב-5.7% שנה אחורה, כולל עלייה חדה במחירי השכירות ובשירותים אחרים.
- באוק', מדד אמון הצרכני ירד ב-5.1% נק', ציפיות האינפלציה עלו ל-3.8% שנה קדימה (מ-3.2%).

#### אירופה

- באוגוסט הייצור התעשייתי עלה ב-0.6% (מעבר לצפי לאי שינוי).

#### סין

- בספטמבר, מדד מחירי התפוקה בתעשייה PPI עלה ב-0.4% (מעבר לציפיות המוקדמות). מדובר באינדיקטור מוביל למחירי הסחורות (goods) בעולם. גם מדד ה-PPI בארה"ב הפתיע כלפי מעלה.

### שוק האג"ח

- העלייה בסבירות להורדת ריבית עד סוף השנה תמכה בשוק האג"ח בשבוע האחרון.
- לאור הציפייה לאינפלציה נמוכה בשנה הקרובה (2.6%) חזרה האטרקטיביות באפיקים השקליים.
- יחד עם זאת, בטווח הקצר צפויה עלייה חדה בצרכי המימון של הממשלה ולכן קיימת עדיפות בקצרים-בינוניים, ופחות בארוכים.

### שוק האג"ח בעוד שנה: אינפלציה נמוכה והורדת ריבית תומכים באפיקים השקליים

- הסביבה הפיסקאלית הבעייתית וגידול בהנפקות בארה"ב יקשו על ירידת משמעות תשואות.
- עקב כך, הנחנו שהתשואות ל-10 שנים בארה"ב יתייצבו סביב 4.3% בעוד שנה (אחרי שהפד כבר מתחיל להוריד את הריבית מאמצע 2024).
- בעוד שנה, פער התשואות מול אג"ח ישראל ל-10 שנים יעמוד על -0.3% (חזרה לשוויון משקל).
- הניתוח שלנו מניח סביבת אינפלציה נמוכה בשנה הקרובה לאור הירידה החדה בביקוש המקומי והמשך התערבות של בנק ישראל על שע"ח במטרה למתן את הפיחות.

### אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	3.3%
ספטמבר	0.2%
אוקטובר	0.4%
נובמבר	-0.1%
שנה קדימה	2.6%
2024	2.3%

### ריבית

נוכחית	4.75%
סוף 2023	4.25%
סוף 2024	3.75%

### שע"ח

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.969	4.1867
שינוי שבועי	2.7%	2.8%
YTD	12.8%	11.6%
שנה קדימה	3.97	4.19

### גיוס מול פירעון

פדיון סחיר	1.1	אוק'
תחזית הנפקות	8.0	
עודף פדיון	-6.9	

### עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
1025	1.07	1.2	1.2
527	1.26	1.3	1.4
1131	1.50	1.5	1.6

### שקלי

825	3.82	3.8	3.7
928	3.89	3.9	3.8
432	4.06	4.3	4.3

### US

2y	5.05	5.0	5.0
5y	4.64	4.6	4.6
10y	4.61	4.6	4.6

\* ט"ק- החודש הקרוב

## מאקרו ישראל

### מה צפויה להיות הפגיעה בתוצר?

רבים שואלים לגבי השלכות המלחמה על תקציב המדינה, הצמיחה וכו'. המצב כל כך נזיל שבהחלט קשה להעריך כעת. קיימת אי וודאות גדולה לגבי הימשכות הלחימה, מידת ההסלמה (לגבי הגבול הצפוני בפרט) ומתי נחזור למצב של "רגיעה". התחזית הבאה מניחה לחימה בעזה (כולל כניסה קרקעית) במשך כחודשיים ללא התפשטות מול חיזבאללה. כלומר, אירוע מוגבל לרבעון ד' 2023 ולא מעבר לזה (נקווה). משמעויות:

- הפגיעה המשמעותית בתוצר צפויה להיות **מירידה בצריכה הפרטית ברבעון ד' של השנה**, זאת בשל המגבלות השונות ופגיעה באמון הצרכני.
- **צפויה ירידה בתיירות הנכנסת** (למרות שמדובר ברכיב קטן בתוצר) כאשר הסקטור צפוי להתאושש רק לאחר תקופה ממושכת של כ-1.5-1 שנים. מנגד, צפוי קיזוז מסוים עקב ירידה בתיירות היוצאת (לפחות בטווח הקצר).
- בטווח הקצר, גם **פגיעה בהשקעות עקב עצירה בפעילות בענף הבנייה**. מחסור של עובדים מהשטחים צפוי להעיב על התאוששות הענף גם לאחר החזרה לרגיעה, אם כי סביר ויתירו גידול במספר העובדים הזרים.
- לפי הערכתנו, נתוני התוצר לא ממש ישקפו נכונה את הפגיעה בכלכלה. גיוס מסיבי של אנשי מילואים ורכישות של ציוד ביטחוני יתרמו לצריכה הציבורית (הצריכה הביטחונית) ולכן צפויים לתרום לצמיחה, זאת למרות המשמעות השלילית על המשק הלאומי.
- **צפויות השקעות ענק לאחר המלחמה לשיקום ההרס העצום בדרום**. לכאורה, מדובר בהשפעת צמיחה חיובית למרות שההרס לא נמדד בתוצר. לפני התפרצות המלחמה חזינו צמיחה של 3.4% ב-2023 ו-1.5% בשנת 2024 (כ-5% במצטבר). כעת נדמה שסביר יותר לצפות ל-2.3% השנה ו-1.7% ב-(כ-4% במצטבר), **כלומר פגיעה מצטברת של כאחוז בתוצר**. מצ"ב הלוח המפורט:

תחזית מקרו-כלכלית	2022	2023F	2024F
צמיחה גלובלית	3.5%	3.0%	2.2%
ארה"ב	2.1%	2.1%	0.4%
אירופה	3.5%	0.6%	0.3%
סין	3.0%	4.8%	5.0%
ריבית הפד סוף שנה		5.6%	5.1%
ישראל	2022	2023F	2024F
תוצר מקומי גולמי	6.5%	2.3%	1.7%
ת.מ.ג. לנפש	4.2%	0.2%	-0.2%
יבוא	12.1%	1.0%	3.5%
צריכה פרטית	7.7%	0.4%	2.0%
צריכה ציבורית	1.1%	4.0%	2.0%
השקעה בנכסים קבועים	9.4%	2.0%	4.0%
יצוא סחורות ושירותים	9.2%	3.0%	2.0%
שיעור האבטלה סוף שנה	3.9%	3.8%	4.4%
עודף בחשבון השוטף(%) (תוצר)	4.2%	3.8%	3.6%
גרעון תקציבי (%) (תוצר)	0.6%	-2.5%	-5.0%
אינפלציה (במשך השנה)	5.3%	3.6%	2.2%
שע"ח של השקל / דולר - בסוף שנה	3.45	3.951	3.951
שע"ח של השקל / יורו - בסוף שנה	3.43	4.188	4.188
ריבית בסיסית סוף שנה	4.00%	4.25%	3.75%
ריבית ממוצע	4.50%	4.48%	3.75%
מחירי הדיור בישראל	18.7%	-1.5%	-4.0%

### השפעת המלחמה הינה דפלציונית

תחזית האינפלציה שלנו נבנתה בהנחה שאנחנו לפני מערכה ארוכה יחסית (לפחות חודשיים), למרות שעדיין לא ברורה מידת ההסלמה (כנראה כניסה קרקעית לעזה אך ללא התלקחות משמעותית בצפון). גם החזרה לשגרה כולל פעילות סדירה תהיה מאד הדרגתית. **משמעויות: ההשפעה נטו על האינפלציה הינה דפלציונית התחזית שלנו עומדת על 2.6% שנה קדימה):**

- **צפויה ירידה חדה בביקוש המקומי**, גם אחרי שהמסחר יפתח בחזרה, בפרט צריכת שירותים ומוצרים פחות חיוניים: מסעדות, מסיבות ואירועים, מוצרי בני קיימא ועוד, מגמה אשר תמתן את סביבת האינפלציה.
- **באווירה הנוכחית העלאות מחירים מתוכננות, ידחו או לפחות יתמתנו** (ראה הודעת חברת "דיפלומט").
- **עליית מחירי השכירות תואט אך באופן הדרגתי ורק בעוד 3-5 חודשים** (בשל שיטת המדידה של הלמ"ס). במקום עלייה של 3.5% שנה קדימה בסעיף הדיור כעת אנו מניחים 2.5% בלבד.
- **מנגד, צפויה השפעת פיחות על סעיפים כגון נסיעות לחו"ל ומחירי הדלקים**. יחד עם זאת, לאור הירידה החדה בביקוש ליציאות לחו"ל, מחירי הטיסות בדולרים ירדו. מחירי מכוניות חדשות יעלו בתחילת השנה הבאה (אך מחירי מכוניות משומשות ירדו). כרגע, בנק ישראל ימשיך למכור מט"ח במטרה להאט את מגמת הפיחות.
- **למרות שצפוי מחסור בטווח הקצר במספר ירקות ופירות**, ציבורית קשה לצפות לעליה משמעותית במחירים על ידי רשתות השיווק.
- **לא ברור אם הבלו על מחירי הדלקים יעלה בחזרה**. יתכן באופן חלקי במטרה לממן חלק מהוצאות המלחמה. ברור שהגירעון התקציבי יעלה (עדיין מוקדם מדי לכמת) אך אין במטרה של האוצר להפעיל מדיניות מרסנת בתקופת מלחמה.

## צפויה הורדת ריבית עד סוף השנה

סביר להניח הורדת ריבית (אפילו מהירה יחסית) בשיעור חד (מעבר ל-0.25%). במצב של מיתון, הורדת הריבית נועדה להקל גם על הסקטור העסקי וגם על משקי הבית. צעד זה לא יביא לשינוי משמעותי בשקל, כאשר **בנק ישראל ימשיך למכור מט"ח ככל שידרש**. ברור שצעד של הקלה מוניטארית דורש הורדת ריבית חדה יחסית, לכיוון 4.0%-4.25% בשלב הראשון. תיתכן הורדת ריבית לפני החלטת הריבית הבאה ב-23.10.23.

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל-היום: מדד המחירים לצרכן של חודש ספטמבר. אנו צופים מדד של 0.2% בהשפעת עדכון תעריפי חינוך החובה ועלייה עונתית במחירי הדיור (ראה טבלה), לעומת זאת, צפויה ירידה במחירי המזון בתקופת החגים ומבצעי רשת קרפור. ביום רביעי: סקר כוח אדם לחודש ספטמבר.

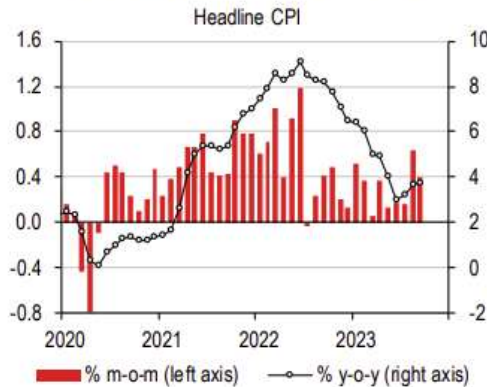
תחזית מדד חודש ספטמבר 2023			
תרומה חזויה	שיעור שינוי חזוי	משקל	
-0.11%	-0.7%	15.0	מזון
0.05%	1.4%	3.4	פירות וירקות
0.13%	0.5%	26.5	דיור
0.00%	0.0%	9.9	אחזקת דיור
0.02%	0.5%	3.3	ריהוט וציוד לבית
0.01%	0.3%	2.5	הלבשה והנעלה
0.02%	0.4%	6.0	בריאות
0.14%	1.4%	10.0	חינוך ותרבות
-0.08%	-0.5%	17.8	תחבורה ותקשורת
0.00%	0.0%	5.6	שונות
<b>0.2%</b>		<b>100.0</b>	<b>סך הכל מדד</b>

מאקרו חו"ל

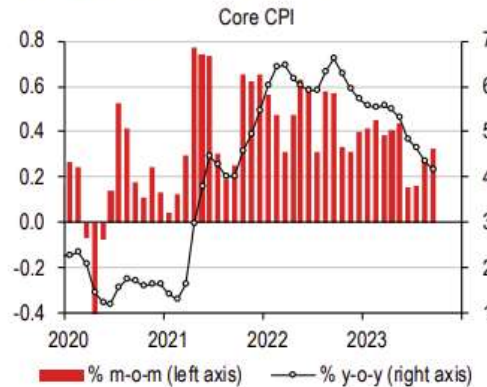
**ארה"ב: האינפלציה ממשיכה להיות "דביקה"**

מדד המחירים לצרכן עלה ב-0.4% בספטמבר ואינפלציית הליבה עלתה ב-0.3% (בהתאם לצפי) וב-4.1% שנה אחורה (התמתנות קלה מ-4.3% באוג'). חשוב להדגיש: **מסתמנת ירידה ברכיב המוצרים ועלייה חדה במחירי השירותים** (מה שיותר חשוב עבור הפד).

**1. Headline CPI boosted by another rise in energy prices in September**

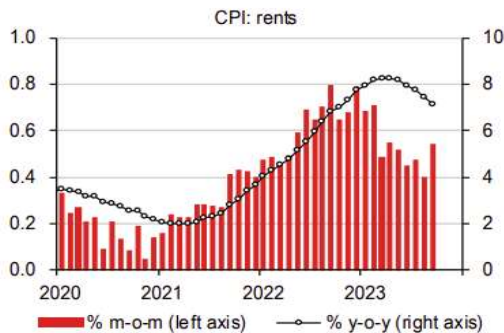


**2. Monthly rise in core CPI picked up a bit in August and September**

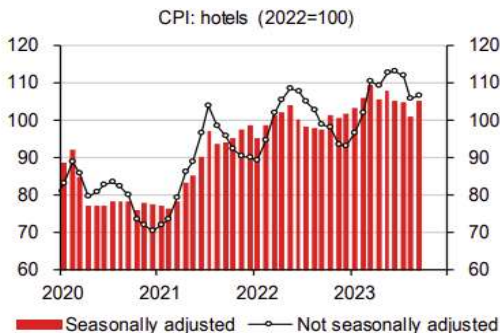


**מחירי המוצרים** (goods) ירדו ב-0.4% על רקע המשך ירידה במחירי הרכבים המשומשים (-2.5%) וירידה של 8% שנה אחורה. **מחירי השכירות (הסעיף הראשי במשקל 25.6%) עלו ב-0.6%** האצה מ-0.4% בחודש הקודם. האצה במחירי השכירות עלולה להימשך בחודשים הבאים, זאת לפי השינוי במחירי השכירות באתרי האינטרנט (Zillow) ועלייה מחודשת במחירי הבתים למכירה. **מחירי השירותים למעט סעיף השכירות עלו ב-0.6%**. מחירי ביטוח רכב עלו ב-1.3% ועלו ב-18.9% שנה אחורה. מחירי הלינות מחוץ לבית עלו ב-3.7% (ב-7.3% שנה אחורה), אינדיקטור לביקוש צרכני איתן. **עלייה חדה במחירי השירותים מושפעת משוק עבודה הדוק ולחצי שכר. התפתחות זו צפויה להדאיג את פאוול.**

**3. Rents rose more quickly in September than in previous months**



**4. Rising hotel rates partly a sign of solid consumer demand**



במבט קדימה מספר גורמים צפויים לתמוך בהמשך אינפלציה דביקה: **מחירי השכירות במדד עלולים להמשיך לעלות**. לפי מחירי השכירות באתרי האינטרנט (Zillow, ApartmentList) מסתמנת עלייה במחירי השכירות. במבט יותר ארוך (שנה פלוס), גם העלייה המחודשת במחירי הבתים לרכישה (לפי Case-Shiller) צפויה להשפיע על מחירי השכירות.

**הירידה במחירי הרכבים עלולה להתהפך**, זאת על רקע שביתת עובדי תעשיית הרכבים (United Auto Workers) אשר צפויה לגרום לצמצום במלאי המכוניות בשוק. כבר עכשיו מחירי הרכבים החדשים עולים (0.3% לחודש בחודשיים האחרונים), מה שצפוי להשפיע בעקיפין על מחירי הרכבים המשומשים.

משמעויות: התשואות בשוק האג"ח עלו ביום חמישי עם פרסום נתוני האינפלציה (בצדק). למרות שתיתכן יציבות ריבית בהחלטה הקרובה (ב-1.11), סביר להניח העלאת ריבית הפד ב-13.12. אינפלציה "דביקה" וסבירות גבוהה להעלאת ריבית נוספת לא תומכות בשוק המניית כמובן.

**מכלול נתוני המאקרו בארה"ב היו מעורבים:** מספר דורשי העבודה החדשים נותר נמוך על 209 אלף בשבוע האחרון: שוק העבודה נותר הדוק. יחד עם זאת, מדד האמון הצרכני של מישגן ירד ב-5.1 נקודות תוך כדי עלייה בציפיות האינפלציה קדימה.

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: ארה"ב - שלישי: המסחר הקמעונאי והייצור התעשייתי (ספטמבר), רביעי: התחלות ואישורי בנייה. חמישי: מספר דורשי העבודה החדשים. סין - רביעי" המסחר הקמעונאי, הייצור התעשייתי, וההשקעות (ספט').

## שוק האג"ח: הורדת ריבית ואינפלציה נמוכה תומכים באפיקים השקליים

האירועים האחרונים בישראל תומכים בסביבת אינפלציה נמוכה יותר (למרות הפיחות) וסבירות להורדת ריבית, שני גורמים אשר תומכים באפיקים השקליים.

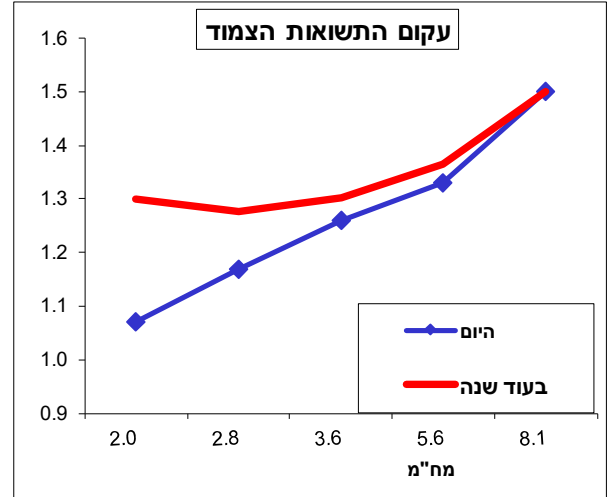
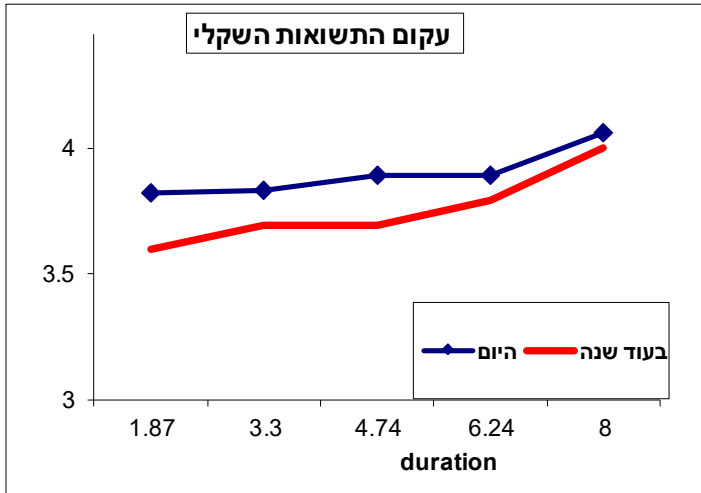
עדכון הנחות למודל האג"ח (בעוד שנה):

- האינפלציה שנה קדימה (אוגוסט 23 עד אוגוסט 24) תגיע ל-2.6.
- ציפיות האינפלציה שנה קדימה בעוד שנה צפויות לרדת ל-2.4%.
- הנחנו שריבית בנק ישראל תרד ל-3.75% בעוד שנה.
- במחצית השנייה של 2024 המדיניות המוניטארית בעולם תעבור לכיוון הקלה בריסון המוניטארי. כלומר, גם הפד יתחיל להוריד את הריבית ברבעון ג' 2024, מה שיתמוך בירידה בתשואות הארוכות בארה"ב לכיוון 4.3% (כעת 4.6%).
- פער התשואות בין אג"ח ישראלי לאג"ח ארה"ב צפוי להגיע ל-0.3%. למרות העלייה בגירעון ב-2024, שוק האג"ח יצפה קדימה לשיפור בשנים הבאות, זאת לאחר ההוצאות החד פעמיות בגין שיקום הדרום.
- התשואה ל-10 שנים בארה"ב תעמוד על 4.3% בעוד שנה. קצב הורדת ריבית הפד צפוי להיות מאד מתון וברקע הסביבה הפיסקאלית הבעייתית תקשה על ירידה ידה בתשואות. הגירעון התקציבי בארה"ב שנה אחורה עמד על 9% תוצר. בנוסף, הפד לא ממחזר פדיון אג"ח (QT) בהיקף של 800 מיליארד דולר מתחילת השנה. הביקוש מחו"ל (מסין ומיפן בפרט) ממשיך לרדת. לכן, התשואה בישראל ל-10 שנים תגיע ל-4.0% בעוד שנה.
- מסקנות: לפי ההנחות שהוצגו, השחר 432 יקנה תשואה כוללת של 4.5% (תשואה שוטפת של 4.06% ועוד רווח הון קטן כתוצאה מירידה מתונה בתשואות ל-4.0%). מנגד, האפיקים הצמודים נחותים בכול הטווחים (ראה טבלה בהמשך, בטור של "התשואה הכוללת"). לסיכום, בחישוב סיכון/סיכוי קיימת עדיפות לאפיקים השקליים.

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

ניתוח אפיקי ההשקעה						14/10/23
ציפיות אינפלציה היום	ציפיות אינפלציה חזויות	צמודים סדרה	מח"מ	ברוטו להחזקה	עקום חזוי בעוד שנה	תשואה נומינלית*
2.7	2.3	1025	2.0	1.07	1.30	3.3%
2.6	2.3	726	2.8	1.17	1.28	3.4%
2.6	2.4	527	3.6	1.26	1.30	3.6%
2.4	2.4	529	5.6	1.33	1.37	3.6%
2.5	2.5	1131	8.1	1.5	1.50	3.9%

שחרים סדרה	מח"מ	עקום היום	עקום חזוי בעוד שנה	תשואה נומינלית
825	1.9	3.82	3.60	4.0%
327	3.3	3.83	3.69	4.1%
928	4.7	3.89	3.69	4.6%
330	6.2	3.89	3.79	4.4%
432	8.0	4.06	4.00	4.5%



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.