

## תמצית

שוק האג"ח המקומי מביע אי שביעות רצון ניכרת מתכנית ההנפקות לחודש ינואר. למרות זאת, בשלב הנוכחי כלל לא ברור להיכן תתפתח הדינמיקה בשוק, לאור הורדת הריבית הצפויה מחר, והתמשכות הלחצים המבניים, להערכתנו, לתיסוף בשקל.

הנתונים המקומיים, בינתיים, מצביעים על ירידה מתונה משמעותית מהציפיות הראשוניות בתוצר במהלך הרבעון הרביעי. פוטנציאל השפעת הריבית על התוצר, דרך סקטור הנדל"ן, כנ"ל, מתבררת כמהותית יחסית.

נתוני יצוא השירותים תומכים באלה, עם המשך עמידות של יצוא ההייטק. אבל שוק התעסוקה המקומי מפגין סקפטיות ניכרת, לאור התמשכות המלחמה, ונדיבות הממשלה בעניין החל"תים.

**בארה"ב**, המכירות הסיטונאיות שומרות על יציבות יחסית, כאשר נראה שהסיטונאים פסימיים מעט לגבי העתיד. מדדי מנהלי הרכש, מנגד, מעלים חששות גם לגבי צד ההיצע, על רקע הפגיעה בתובלה הימית, ובשרשראות האספקה העולמיות.

## מאקרו

**ישראל:** למרות השמירה על קצב ההנפקות השבועי של האוצר ללא שינוי מהותי, ניכר כי השוק המקומי קיבל באי שביעות רצון ניכרת את תכנית ההנפקות המוגברת של ינואר. בעוד שהאג"ח האמריקאי ל-10 שנים איבד קרוב ל-10 נ"ב מהרמות של אמצע השבוע, ועבר להיסחר בסביבת 3.80%, באג"ח הממשלתי השקלי 0432 המקומי ניכרו מכירות במהלך יום חמישי, אשר הביאו את זה לתשואה של סביבת 3.95%. הארכה מעט לסינטי מקומי ל-10 שנים כבר מביאה אותנו אל תשואה של סביבת 4.07%. בעוד שתוספת הפרמיה פה היא ראויה לציון, נעריך כי לכשעצמה, בהתחשב במצב, אנחנו בספק אם יהיה בה דיי כדי לעודד ריסון פייסקאלי בזמן הקרוב – לשם השוואה, בספטמבר אשתקד בבריטניה, התשואות הארוכות עלו בכאחוז תוך זמן קצר, על רקע הגדלת ההוצאות הפיסקליות, לפני שה-BoE נאלץ להכריז על תכנית לרכישת אג"חים במדינה.

### ריבית

4.75%	ריבית ב"י
1/1/2024 (מחר)	מועד החלטת ריבית קרובה
26/2/2024	מועד החלטת ריבית שאחריה
4.5% (-0.25%)	הערכתנו לריבית בהחלטה הקרובה
3.0%	הערכתנו לריבית בעוד 12 חודשים
3.36%	FRA 9x12

### אינפלציה

3.3%	אינפלציה 12 חודשים אחרונים
-0.1%	תחזית שלנו לדצמבר
2.3%	תחזית שלנו לשנה קדימה

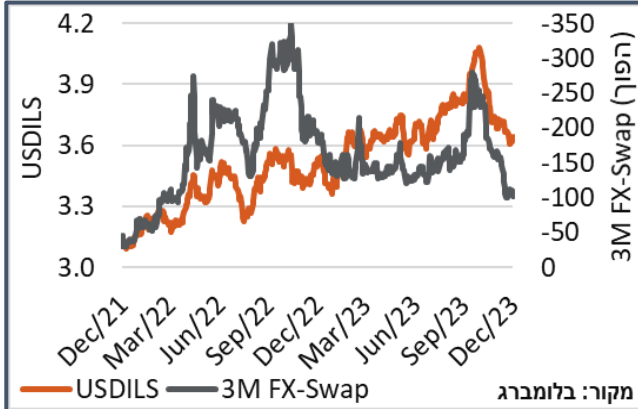
### סחורות ודולר

שינוי שבועי	ערך	
0.7%	1,850	CRB שקלי
-0.2%	1,323	סחורות חקלאיות שקלי
-2.4%	278.6	נפט (ברנט) שקלי
0.2%	3.6160	דולר

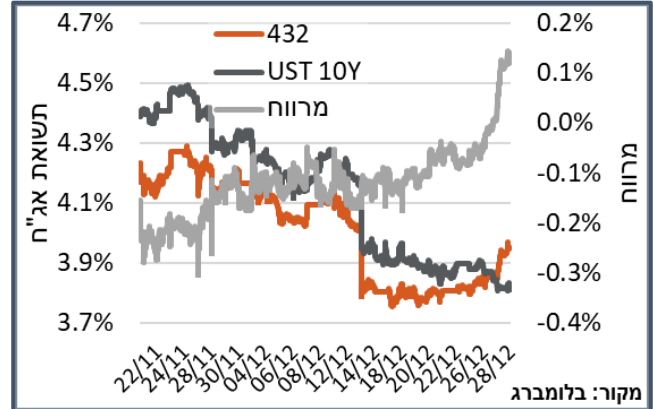
### מדדי "הפחד"

שינוי שבועי (נק' אחוז)	ערך	
-0.6	12.5	VIX ארה"ב
0.1	15.0	VSTOXX אירופה

**דולר/שקל ו-FX-Swap לשלושה חודשים**

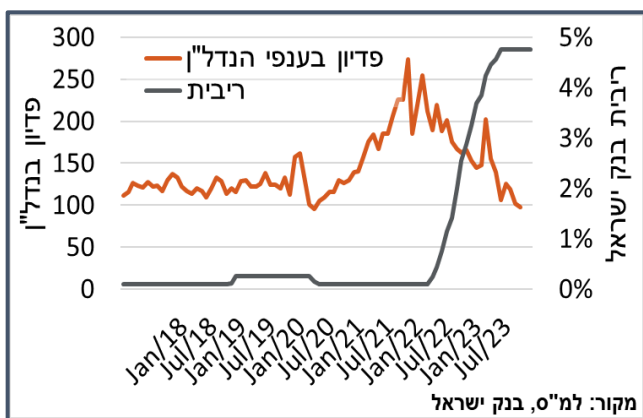


**תשואת אג"ח ישראל וארה"ב ומרווח ביניהם (בשעות הסחירות בישראל)**



- **בדרך להמשך התחזקות של השקל?** למרות שמגמת התיסוף החדה בשקל נבלמה בשבוע שעבר, ובעוד שזה תואם את עליית מפלס החששות המקומי כפי שזה בא כאמור לידי ביטוי בשוק האג"ח, אנו מעריכים כי ייתכן והמגמה תתחדש בקרוב. בפרט, מעבר להתמשכות האינדיקציות החיוביות לחשבון השוטר, בשוק ה-FX-Swap ניכר המשך של רמת נזילות נאה בדולר מול השקל, במהלך השבוע. הנקודות במרווחי ה-FX לשלושה חודשים, לדוג', המשיכו לבטא עלויות גבוהות במעט מרמת 100- נ' - קרוב לרמתן המתונה בשנה האחרונה. הבייסס לשנה הגיע אל קרוב ל-0.7% אופייני לרמות דולר/שקל נמוכות הרבה יותר. ראוי להוסיף בהקשר זה כי גם הדולר עצמו הראה חולשה כללית בעולם, לקראת סגירת השנה עם DXY על 101.4, בהמשך למגמת החודשיים האחרונים.
- המדד המשולב של בנק ישראל ממשיך לבטא התכווצות מתונה של התוצר אל תוך המלחמה. נתון נוב', בפרט, איבד 0.7% במהלך החודש. ונתון אוק' עודכן כלפי מטה מ-1.1% ל-1.8%. בשלב הנוכחי, רמת המדד במהלך הרבעון הרביעי נמוכה בכ-10% מזו של הרבעון השלישי, במונחים שנתיים.
  - ← עוד ברכיבי המדד המשולב, ניכר כי מדדי הפדיון בשירותים, אשר פורסמו במהלך השבוע שעבר, היו האחראים העיקריים לירידה במדד המשולב, עם התמתנות של 15.1%. הפדיון במסחר הקמעונאי קרוב לזה, עם ירידה של 8.7%.
  - ← מנגד, האינדיקציות לנובמבר חיוביות מאוד כבר בשלב זה. ובכלל זה, ניתן כמובן למנות את הרכישות בכ. אשראי, אשר התאוששות בכ-8.6% לאחר ירידה של קרוב ל-15%, באוק', ונתונים כמו יצוא הסחורות או שיעור המשרות הפנויות.
  - ← אנו מעריכים כי התכווצות, כאמור, של כ-10% במדד המשולב מתואמת עם התכווצות דומה של התוצר במהלך הרבעון הרביעי במונחים שנתיים. בבחינת הרבעון לשעצמו, המשמעות היא ירידה של כ-2.5% מהתוצר. ואם נקזו מול זה את השפעות הממשלה, אשר הגדילה את הוצאתה במהלך הרבעון כמובן, אפשר כבר על פי הנתון הנוכחי לצפות לירידה מתונה מאוד בתוצר במהלך הרבעון. וסביר כמובן שנתון החודש הבא יהיה חיובי יותר.

פדיון בענפי הנדל"ן וריבית בנק ישראל



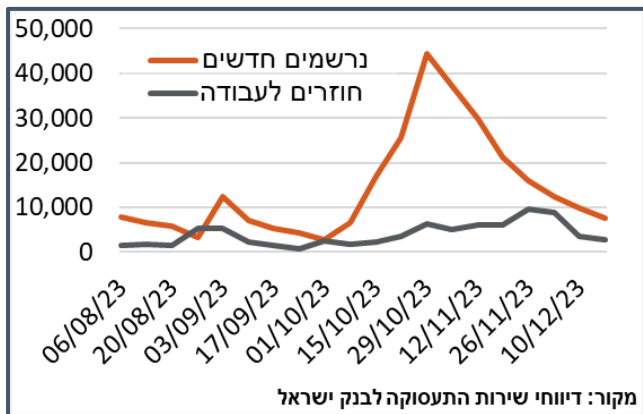
מדד משולב ותוצר



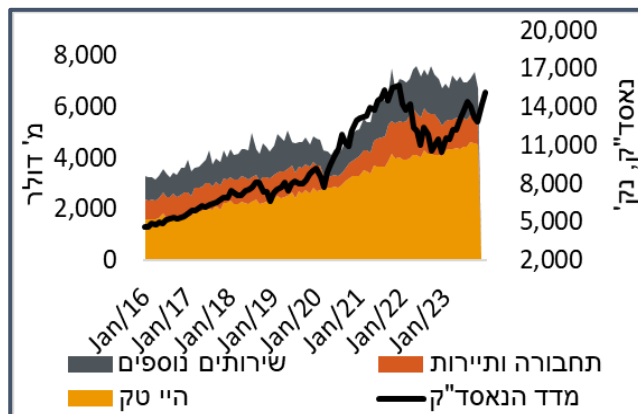
← מעבר להתכווצות הפעילות הרגילה, כתוצאה ישירה של המלחמה, מדד הפדיון בענפי הנדל"ן המשיך להפגין גם כן השפעות ממתנות כתוצאה מהריבית. בפרט, על פי נתוני הלמ"ס, הפדיון בענף איבד 3.2% מתונים באוק',<sup>1</sup> המשלימים לקרוב ל-40% בשנה האחרונה, וקרוב ל-60% לעומת רמות השיא של תחילת 2022. ההתכווצות פה מצטרפת לענף הבינוי, אשר מאבד מעט מעל לרבע מהפדיון באוק', על רקע המחסור בפועלים.

- למרות תחילת המלחמה, יצוא ענפי ההייטק ממשיך להיות יציב מאוד במהלך אוק', עם התכווצות של כ-70 מ' ד' בלבד, במהלך החודש, ל-4,519 מ'. לאלה מצטרפים בעיקר התמתנות ביצוא שירותי התיירות, אשר נחתכים ביותר מחצי, ל-271 מ'. ועל זה ניתן להוסיף ירידה קלה במכירת הטיסות, שעוד תקרב לאפס בחודש הבא, וכמובן את ההשפעה המסוימת בפגיעה בתובלה הימית (52 מ' \$). עם זאת, כל אלה ביחד, מביאים לירידה של כ-620 מ' ד' בלבד ביצוא השירותים במהלך החודש – מתקזז דיי בקלות עם ההשפעה של הטיסות לחו"ל. וצפוי, להערכתנו, להותיר אותנו בסביבת ה-5 מיליארד דולר עודף בחשבון השוטף ברבעון.

נרשמים כדורשי עבודה וחוזרים לעבודה



יצוא שירותים ומדד הנאסד"ק



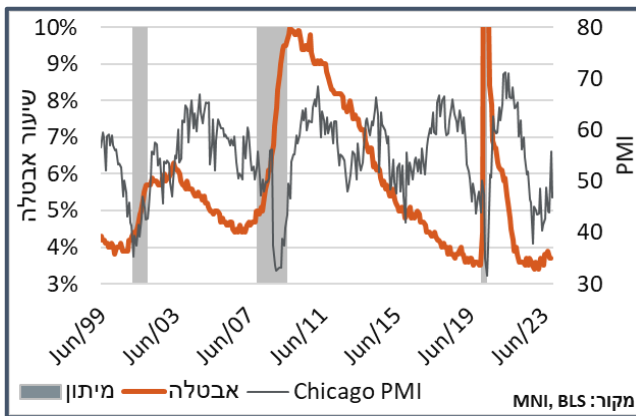
<sup>1</sup> מנחה עונתיות

• התייצבות הפעילות הכלכלית ברמות סבירות יחסית מסרבות, בשלב זה, להביא לנרמול בשוק התעסוקה, גם אל תוך דצמבר. על פי נתוני שירות התעסוקה, מספר הנרשמים החדשים כדורשי עבודה המשיך אומנם להתמתן במהלך השבוע שנסתיים ב-17/12, לשפל של עשרה שבועות, ברמת 7,562. עם זאת, גם מספר החוזרים לעבודה נותר נמוך מאוד, ועומד עדיין על פחות מ-40% מזה. הפער השלילי, הנשמר כעת על פני 11 שבועות מלחמה הוא נדיר יחסית בראייה היסטורית. ונתמך כמובן בנכונות להאריך את תשלומי החל"ת, בשלב זה. ככל שתשלומים אלה ייפסקו בחודשים הבאים, עם זאת, נצפה לגידול ניכר באבטלה.

**ארה"ב:** המכירות הסיטונאיות בארה"ב שפרו על יציבות יחסית באוק', ברמת 668 מיליארד ד' – ירידה של 1.3% לעומת ספטמבר, וירידה מתונה של 0.4% לעומת אוק' אשתקד. להערכתנו, במידה רבה לאור הציפייה להאטה, בהתאם לחששות במדדי אמון הצרכנים במהלך החודש, רמות המלאים הסיטונאיים איבדו 0.4% במהלך החודש, ל-897 מיליארד. זה שם את יחס המלאי למכירות על 1.34 – גבוה מהחודשים הקודמים, אבל נמוך באופן בולט בראייה היסטורית. ולהערכתנו, נתון אשר ימשיך למתן את האינפלציה במוצרים הסחירים, בחודשים הקרובים.

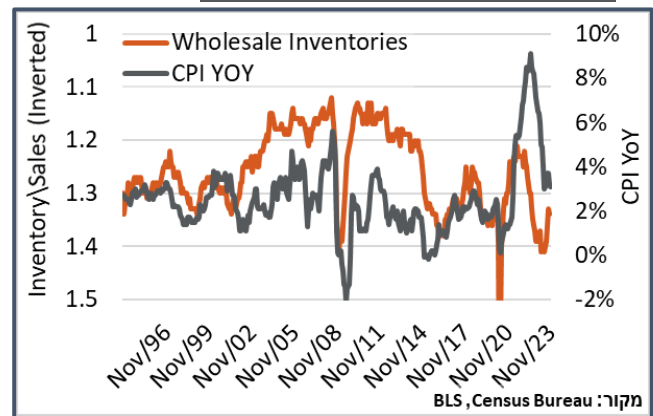
Chicago PMI, מיתונים ואבטלה

בארה"ב



יחס מלאים סיטונאיים למכירות

ואינפלציה שנתית בארה"ב



• האינדיקציות מענף התעשייה האמריקאי חוזרות לצד הפאסימי משהו עם סיום השנה. מדד מנהלי הרכש של שיקגו איבד 8.9 נ' במהלך דצמבר, לרמת 46.9, לאחר עלייה דומה בחודש הקודם. ניכר כי במידה לא מבוטלת התיקון הפעם עשוי לנבוע ממגבלות צד היצע, כאשר מדד המחירים ששולמו זינק ב-10.1 נ' ל-'70 – רמתו הגבוהה מאז ימי האינפלציה הגבוהה של אוגוסט 2023. אל מול זה, סעיפי ההזמנות דווקא ירדו ב-10.2. ובאופן תואם, מלאי ההזמנות איבד 13.4 נ', לרמתו הנמוכה מאז אוגוסט 2023.

← נוסף כי ברמות הנוכחיות, המדד הכולל לא מנבא מיתון של הפעילות באופן בולט. אבל אם נתחשב בעלייה באבטלה בחודשים האחרונים, נעיר כי הוא כן דומה לרמות של לפני כניסה למיתונים, כאמור.