

14.01.2024

קרב הבלימה של האוצר נגד הפחתת דירוג

הסקירה מוקדשת לציון 100 ימים לחטיפתם של מאות אזרחים לשבי חמאס בעזה ולתקווה גדולה לחזרתם הביתה במהרה

מהתוצר, עם תוואי פוחת בהמשך. הבור התקציבי הוא גדול – בצד ההוצאות ההערכות הן לגידול של כ- 40 מיליארד שקל בגין המלחמה, וירידה במסים של כ- 25 מיליארד. אלו לא סכומים שניתן לקצץ באמצעות קיצוצים רוחביים או העלאות מסים, אבל כל מסע מתחיל בצעד קטן, ולצעדים הקטנים עשויה להיות השפעה על תפיסת הסיכון של המשקיעים וחברות הדירוג. חלק מהצעדים שמוצעים, כמו הגדלת שיעור המע"מ באחוז החל משנת 2025, נועדו לשדר לחברות הדירוג נכונות פוליטית גבוהה להתמודד עם המצב, זאת מבלי להכביד על משקי הבית והעסקים בתקופה הנוכחית. ההסתכלות על הגירעון כאפיזודה זמנית כמו בתקופת הקורונה, היא פחות רלוונטית לתקופה הנוכחית – זה אירוע ייחודי לישראל, הריביות גבוהות, הוצאות הביטחון הולכות לגדול באופן קבוע, והסיכויים שנראה זינוק בהכנסות ממסים ביום שאחרי אינם גבוהים. זה אומר שהגירעון המבני של המשק הוא גבוה, קשה לאמוד את גובהו, אבל ברור שזה יצריך שינויים במדיניות.

נתוני התקציב לשנת 2023 שפורסמו בשבוע שעבר הם דגל אדום מבחינת משרד האוצר – הגירעון השנתי זינק לרמה של 4.2% מהתוצר. חלק מההוצאות ובעיקר אלו של פיצוי העסקים ימשיכו לגדול בחודש ינואר, והגירעון התקציבי השנתי בחודשים הקרובים צפוי לכן לטפס חודש חודש. ההכנסות ממסים בחודש דצמבר היו נמוכות ב- 8.5% לעומת דצמבר שנה שעברה, נתון שמשקף ירידה בפעילות הכלכלית וכן את השפל בפעילות בנדל"ן.

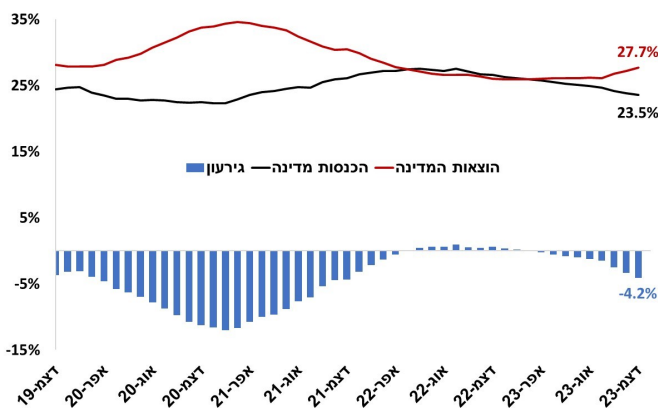
- כל מסע מתחיל בצעד קטן, ולצעדים הקטנים שמצפים מהאוצר לעשות עשויים להיות השפעות על תפיסת הסיכון של המשקיעים וחברות הדירוג.
- נתוני התקציב לשנת 2023 שפורסמו בשבוע שעבר הם דגל אדום מבחינת משרד האוצר – הגירעון השנתי זינק לרמה של 4.2% מהתוצר.
- תחזית האינפלציה לשנה הקרובה עומדת על 2.8% עם סיכון לאינפלציה גבוהה יותר.
- שוק הנדל"ן – העסקאות בנובמבר עלו, אבל קשה להאמין שהסגנונית תפרח בחודשי החורף.
- מיתון הביא לירידה חדה ביבוא הסחורות וירידה בגירעון המסחרי.
- התחזית לגירעון גבוה וריבוי הנפקות בשוק המקומי מביאים לתהליך בו פרמיית הסיכון שתומחרה בעיקר באג"ח הנסחרות בחו"ל זולגת לתמחור של האג"ח המקומיות.

ישראל

קרבות הבלימה של האוצר נגד הפחתת דירוג החוב של המדינה נמשכים. היום מתקיים דיון בממשלה לאישור תקציב המדינה לשנת 2024. הממשלה צפויה לאמץ יעד גירעון גבוה, כנראה סביב 6.5%

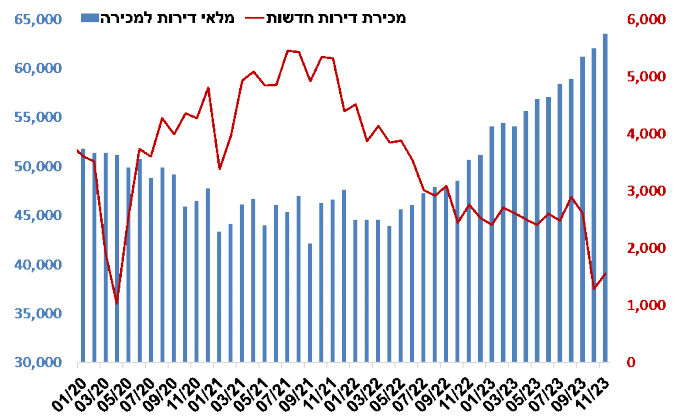
הגירעון התקציבי צפוי להמשיך לגדול

הכנסות, הוצאות וגירעון כאחוז מהתוצר, סכום 12 חודשים אחרונים
מקור: משרד האוצר



מכירת דירות חדשות נותרה בשפל

נתוני מכירות ומלאי, מנוכי עונתיות
מקור: הלמ"ס



שבארה"ב המשיך לעלות והוא מגיע עתה לכ- 25 נקודות בסיס. התחזית לגירעון גבוה וריבוי הנפקות בשוק המקומי מביאים לתהליך בו פרמיית הסיכון שתומחרה בעיקר באג"ח הנסחרות בחו"ל זולגת לתמחור של האג"ח המקומיות. הגופים המוסדיים רואים את העדיפות של הנפקות המדינה בחו"ל, ומבחינתם קיימת העדפה לשוק זה גם אם הסחירות בו אינה גבוהה, ונוצרת חשיפה למט"ח (שאפשר לנטרל). תהליך זה צפוי להערכתנו להימשך ככל שהנפקות החוב הגבוהות ימשכו וכמו בחוק הכלים השלובים נראה את פרמיית הסיכון מתומחרת גם כאן.

גלובלי

הירידה המפתיעה במדד מחירי היצרן לחודש דצמבר, חיזקה את הערכות המשקיעים שסביבת האינפלציה בארה"ב תוסיף להתמתן ותאפשר לפד להפחית את הריבית כבר בחודשים הקרובים. בסיכום השבוע האחרון נרשמו עליות שערים בשוקי המניות בארה"ב והתחדשה הירידה בתשואות האג"ח הממשלתיות. בסיכום שבועי, מדד ה-S&P500 עלה ב-1.8%, מדד הנאסד"ק עלה בכ-3.1% ואילו מדד הדאו-ג'ונס עלה ב-0.3% בלבד. באירופה נרשמו עליות שערים מתונות, מדד היורוסטוקס 50 עלה ב-0.4% ומדד הדאקס בגרמניה עלה ב-0.7%. באסיה מדד הניקיי" ביפן עלה בשיעור חד של 6.6% ואילו בסין נמשכו ירידות השערים ומדד ה-C300 ירד בשבוע האחרון ב-1.3% והשלים ירידה של 21% בשנה האחרונה. מחיר חבית נפט מסוג ברנט נותר בשבוע האחרון בקירוב ללא שינוי ברמה של 78 דולר.

ירידה בתשואות האג"ח בארה"ב וציפיות לירידת ריבית מהירה יותר. תשואות אג"ח ממשלת ארה"ב לעשר שנים ירדה מרמה של 4.04% בשבוע שעבר ל-3.94%. התשואה לחמש שנים ירדה מ-4.02% ל-3.83% והתשואה לשנתיים ירדה מרמה של 4.40% ל-4.13%, הרמה הנמוכה מאז מאי אשתקד. שוק ההון צופה ירידות ריבית מהירות יותר מאלו שבשבוע שעבר, והוא צופה בהסתברות של כ-80% הורדת ריבית ראשונה כבר במרץ 2024, ועוד כחמש הורדות ריבית נוספות, כך שהריבית תגיע בסוף 2024 לרמה של שבין 4.0%-3.75%. בשוק צופים שהורדות הריבית ימשכו גם ב-2025 כך שהריבית בעוד כשנתיים צפויה להגיע לרמה של כ-3.25%. אנו מעריכים שירידת הריבית בארה"ב תחל רק ברבעון השני של השנה, ותהיה מתונה יותר מזו שצופה שוק ההון.

גירעונות בסדר גודל כזה הם בסופו של דבר אינפלציוניים. האוצר צפוי להעלות מסים, החל ממס על סיגריות או ביטול ההנחה על הבלו שכבר נכנסה לתוקפו, ועד להעלאה במע"מ שמתוכננת ל-2025. גירעונות גבוהים פועלים לאורך זמן גם להחלשת השקל. בשבוע החולף השקל פוחת בכ-2% מול הדולר, זאת למרות שמדדי המניות בעולם עלו, ואמורים היו לחזק את השקל. תחזית האינפלציה לשנה הקרובה עומדת על 2.8% עם סיכון לאינפלציה גבוהה יותר.

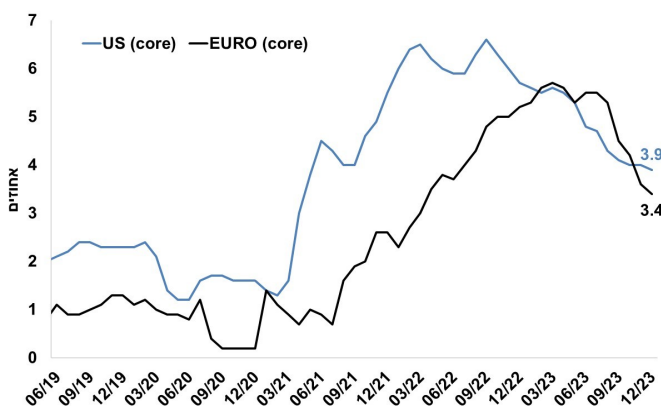
שוק הנדל"ן – העסקאות בנובמבר עלו, אבל קשה להאמין שהסנונית תפרח בחודשי החורף. בנובמבר נמכרו כ-1,500 דירות חדשות בלבד, ירידה של כ-50% לעומת נובמבר אשתקד. מלאי הדירות הלא מכורות המשיך לעלות ל-62.7 אלף יחידות. מידע רך (כניסה למודעות באתרים לדוגמה) מראה שההתעניינות גדלה, אבל זה כנראה לא מבשיל לכלל עסקאות. נתוני משרד האוצר מראים שגם משפרי דירות, משקיעים ובכלל זה רוכשים מחו"ל צמצמו רכישות. היקף העסקאות הנמוך לא יכול להוות שיווי משקל לאורך זמן, ובשלב מסוים כשהתמונה הכלכלית תתבהר, וכנראה גם הריביות יפחתו, נראה עלייה משמעותית בעסקאות.

המיתון הביא לירידה חדה ביבוא הסחורות וירידה בגירעון המסחרי. כל רכיבי היבוא ירדו בשיעורים חדים, וסך היבוא (בניכוי עונתיות) בחודש דצמבר נמוך בכ-16% לעומת דצמבר אשתקד. יצוא הסחורות נמצא אף הוא במגמת ירידה. השיפור בנתוני המאזן המסחרי הוא גורם תמיכה בשקל, אך סביר להניח שהתמונה תתהפך כשהמלחמה תסתיים.

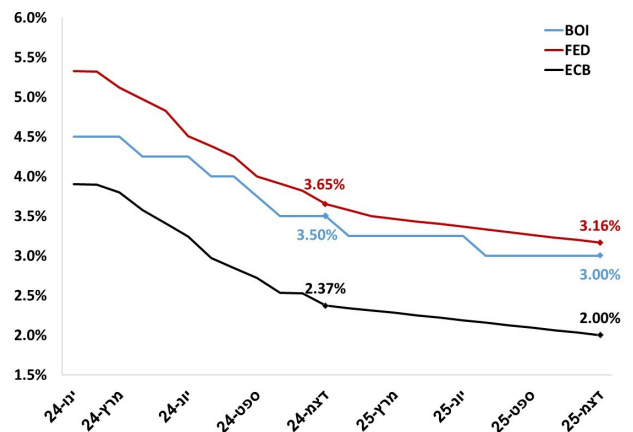
בנק ישראל ימתין עם הריבית עד שבנקים מרכזיים נוספים יצטרפו. מאזן הסיכונים לא יאפשר בפברואר הפחתת ריבית נוספת, זאת לאור הגירעון הגבוה וסיכוני האינפלציה. בחודש האחרון ראינו התמתנות ניכרת בציפיות להפחתת ריבית, זאת למרות שהריבית הופחתה בפועל. המסר שלוהו להחלטת הריבית והפיחות בשער השקל כנראה אחראים לזה. השווקים מתמחרים עתה ריבית בשיעור של כ-3.5% בסוף השנה. אנו סבורים שנוכח הגירעון התקציבי הגבוה הפחתת הריבית תהיה אפילו מתונה יותר.

פער התשואות בין האיגרת הממשלתית לעשר שנים בישראל לזו

אינפלציית הליבה יורדת באיטיות
מדד המחירים לצרכן CORE CPI, אחוז שינוי שנתי
מקור: בלומברג



הציפיות להפחתת ריבית בעולם התגברו, בישראל פחתו
ריביות גלומות משוק ההון
מקור: בלומברג



גוש האירו: מדדי האמון רושמים שיפור אך האינדיקטורים הכלכליים מוסיפים להצביע על חולשה בפעילות. מדד הסנטיקס לאמון המשקיעים רשם שיפור קל החודש, אך רמתו עדיין נמוכה ביחס לעבר. גם מדדי אמון נוספים, כמו אמון הצרכנים והשירותים רשמו עליות מתונות בדצמבר. שיעור האבטלה לחודש נובמבר ירד מעט ל-6.4% מרמה של 6.5% בחודש הקודם. עם זאת, המכירות הקמעונאיות ירדו בנובמבר ב-0.3% והשלימו ירידה של 1.1% ב-12 החודשים האחרונים. גם ברבעון הרביעי צפויה בגוש האירו צמיחה אפסית, וההערכות הן שב-2024 ירשם שיפור מתון בלבד בפעילות. **שוק ההון מעריך שריבית ה-ECB תחל לרדת באפריל 2024 ושעד סוף השנה הבאה ירשמו ש הורדות ריבית לרמה של כ-2.50% בסוף השנה.**

נתוני האינפלציה בארה"ב הציגו תמונה מעורבת: האצה בקצב האינפלציה השנתי, התמתנות קלה באינפלציית הליבה ומדד מחירי היצרן שירד בניגוד לציפיות. מדד המחירים לצרכן לחודש דצמבר עלה ב-0.3% יותר מהצפי לעלייה של 0.2%, כך שהקצב של 12 החודשים עלה ל-3.4% מ-3.1% בחודש הקודם. בשנה שחלפה נרשמה התמתנות משמעותית לעומת קצב אינפלציה של 6.5% בשנת 2022, אך הקצב עדיין גבוה משמעותית מהיעד. מדד הליבה עלה ב-0.3%, בדומה לציפיות, ושיעור עליית המדד בשניים עשר החודשים האחרונים ירד מעט לרמה של 3.9% מ-4.0% בחודש בקודם, זאת לעומת רמה של 5.7% בשנת 2022. מחירי השכירות הוסיפו לעלות בקצב גבוה של 0.5% בחודש האחרון וב-6.2% ב-12 החודשים האחרונים. בחצי השנה האחרונה עלתה אינפלציית הליבה בקצב שנתי של 3.2%. לעומת זאת, מדד ה-Core PCE שצפוי להתפרסם לקראת סוף החודש, עלה בחצי השנה האחרונה (עד נובמבר) בקצב שנתי של כ-1.9%, קצב שכבר תואם את יעד האינפלציה של הפד. מדד המחירים ליצרן (מדד ה-PPI הפיתיע וירד בדצמבר ב-0.1%, לעומת צפי לעלייה של 0.1%. ללא מזון ואנרגיה המדד נותר ללא שינוי, לעומת צפי לעלייה של 0.2%. ברמה שנתי אינפלציית הליבה של ה-PPI עלתה ב-2.8% וייתכן שהיא מאותת על המשך ירידה בקצב האינפלציה של מדד המחירים לצרכן.

האינדיקטורים הכלכליים בארה"ב מצביעים עדיין על איתנות הצריכה הפרטית ושוק העבודה. מספר דורשי דמי אבטלה ראשוניים ירדו בשבוע שעבר ושבנו לרמה נמוכה יחסית של 202 אלף. על פי ההערכות גם ברבעון הרביעי צפויה צמיחה גבוהה יחסית של כ-2.0%. עם זאת, בשנת 2024 הפעילות הכלכלית צפויה להאט באופן ניכר, אך מסתמן שהכלכלה האמריקנית תצליח להימנע ממיתון.

תחזיות ריבית ומדד המחירים לצרכן		אירועים מרכזיים בשבוע הקרוב					
שיעור שינוי	מדד המחירים לצרכן	נתון קודם	תחזית	תקופה	נתון כלכלי	מדינה	תאריך
0.1%	דצמבר - 2023	14.8%	-8.7%	12/23	התחלות בנייה (MOM)	ארה"ב	18/01/2024
0.1%	ינואר - 2024	4.9%	5.2%	2023	צמיחה לרבעון 4 ולשנת 2023 GDP (YOY)	סין	17/01/2024
0.3%	פברואר - 2024	-	-	12/23	שיעור האבטלה	ישראל	15/01/2024
2.8%	12 חודשים	-0.3%	0.1%	12/23	מדד המחירים לצרכן	ישראל	15/01/2024
שיעור הריבית	ריבית בנק ישראל	-	-	12/23	שינוי במחירי הדיור	ישראל	15/01/2024
3.75%	דצמבר - 2024	-	-	12/23	המשרות הפנויות במשק	ישראל	16/01/2024
3.75%	12 חודשים						

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, עשויות 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 בנתוני, צרכי 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 ייגרמו, 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 הנזכרים במסמך זה, עבורם או עבור לקוחותיהם, והם עשויות 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.