

## רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות

### סקירת מאקרו

## השיפור בתנאים הפיננסיים צפוי לתמוך בצמיחה, אך מעלה את סיכון האינפלציה

### בהמשך השנה

◆ נתוני המאקרו האחרונים מצביעים על צמיחה גלובלית חיובית מתונה. נתוני התעסוקה בארה"ב היו מעורבים, אך ממשיכים לשקף שוק עבודה הדוק. הירידה בשיעור ההשתתפות תוך האצה בשכר ברבעון האחרון מהווים תמחיל שצפוי להדאיג את ה-Fed. ההאטה בגוש היורו נמשכת אך עוצמתה נבלמה, והשיפור היחסי נתמך בחזרה לגידול בשכר הריאלי לאחר שחיקה ממושכת שנבעה מהאינפלציה הגבוהה.

◆ השיפור המהיר שנרשם בתנאים הפיננסיים בהובלת ארה"ב בחודשיים האחרונים צפוי לתמוך בשיפור בצמיחה העולמית במחצית הראשונה של השנה, אך במקביל מעלה את הסיכון לעלייה מחודשת באינפלציה. להערכתנו, הציפיות להפחתת ריבית בארה"ב ובגוש היורו גבוהות מדי, ופרמיית הסיכון הגלומה באיגרות החוב הארוכות נמוכה מדי.

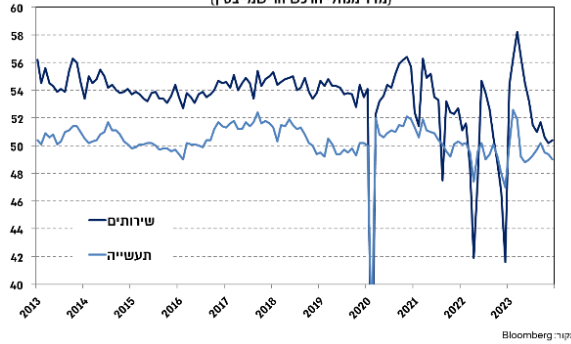
◆ הפסקת סבסוד הבלו על הדלקים והפחם מהווה איתות רצינות ראשוני מצד הממשלה בנוגע להתמודדות עם ההתאמות הנדרשות בתקציב 2024. עם זאת, היא תתקשה לקדם צעדים לא-פופולריים ללא צמצום משמעותי בשיקולים הפוליטיים. תחזית האינפלציה מתעדכנת כלפי מעלה ל-2.6%, והסיכון לתחזית ממשיך לנטות כלפי מעלה.

◆ למרות הפחתת הריבית של בנק ישראל בשבוע האחרון, התגובה בשוק איגרות החוב הייתה פושרת, והיא שיקפה הפנמה כי תהליך הפחתת הריבית עשוי להיות איטי יותר ביחס לציפיות המוקדמות. הציפיות להפחתת ריבית אמנם התמתנו, אך הן עדיין גבוהות מדי (נעות סביב 3.25%-3%), ואנו מצפים להפחתה ל-3.75% בשנה הקרובה.

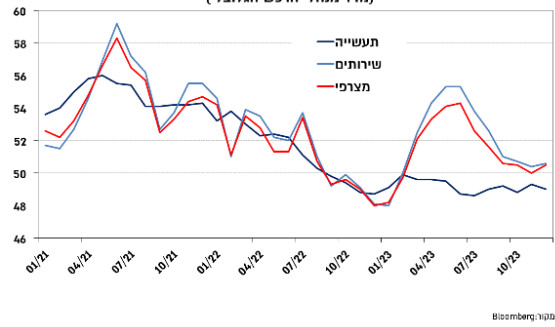
לאחר מגמה חיובית בחודשים האחרונים של 2023, 2024 נפתחה במגמה שלילית בשוקי המניות בהובלת מניות הטכנולוגיה, בעליית תשואות בשוק איגרות החוב ובהתחזקות של הדולר בעולם. המגמה החיובית בחודשיים האחרונים של 2023 נשענה במידה רבה על ירידת התשואות החדה בשוקי איגרות החוב וקיבלה רוח גבית מהמפנה המפתיע שביצע ה-Fed בהחלטת הריבית האחרונה. עם זאת, עוצמת הציפיות להפחתת ריבית בארה"ב גבוהה מאוד, ולכן שוקי המניות והאג"ח רגישים מאוד לשינויים בהערכות הריבית.

נתוני המאקרו שפורסמו בשבוע האחרון היו מעורבים ושיקפו המשך צמיחה גלובלית חיובית מתונה. מדד מנהלי הרכש הגלובלי עלה בשיעור קל בדצמבר (מ-50 ל-50.5), כך שבחודשים האחרונים הוא התייצב מעט מעל 50, רמה שמשקפת התרחבות מתונה בפעילות, וזאת לאחר ירידה מהירה במדד ברבעון השלישי של 2023. המדד הגלובלי הושפע לחיוב מהתאוששות מסויימת במדד הסיני (Caixin), בעיקר בשירותים (שעלה מ-51.5 לכ-53), אך חשוב לציין כי התמונה בסין כללה הערכות סותרות כך שמדד מנהלי רכש הרשמי בסין דווקא הצביע על התמתנות נוספת בפעילות בדצמבר.

לעומת מדד ה- Caixin ששיקף שיפור מסוים, מדד מנהלי הרכש הירשמי מצביע על המשך התמתנות בפעילות בסין (מדד מנהלי הרכש הירשמי בסין)

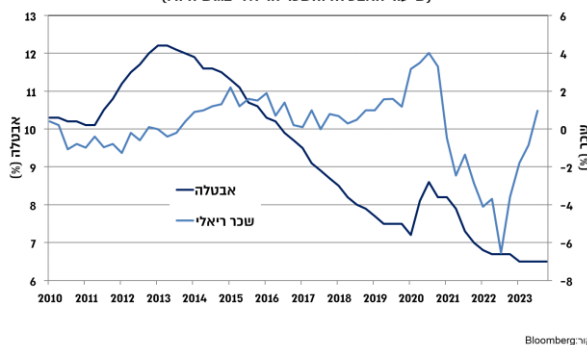


התייבבות בפעילות הגלובלית בחודשים האחרונים. השיפור בתנאים הפיננסיים תומך בהתאוששות במחצית הראשונה של 2024 (מדד מנהלי הרכש הגלובלי)

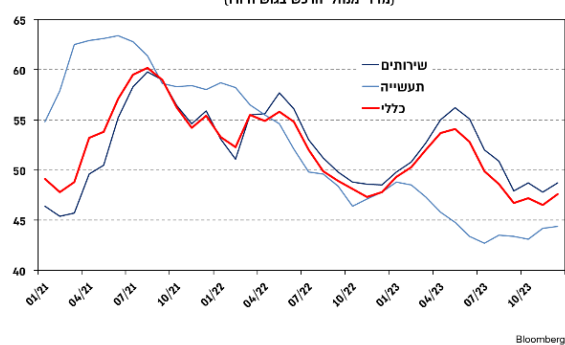


בגוש היורו, המדד המצרפי המשיך לנוע ברמות מתחת ל-50 זה החודש השישי ברציפות, אך הוא רשם שיפור בדצמבר, ובמבט כללי נראה כי הירידה בפעילות בגוש היורו נבלמה. ההאטה בגוש היורו משקפת את הריסון המוניטארי האפקטיבי שהוביל להאטה ניכרת באשראי. עם זאת, למרות ההאטה בפעילות שוק העבודה ממשיך להיות הדוק, עם רמות שפל באבטלה והאצה בקצב עליית השכר שעלה ברבעון השלישי של 2023 ל-5.3% בהשוואה לרבעון המקביל ב-2022. עד לסוף המחצית הראשונה של 2023 עליית השכר לא הדביקה את קצב האינפלציה. הירידה המהירה באינפלציה, בעיקר באינפלציית הסחורות, הובילה לכך שקצב האינפלציה השנתי ירד לכ-4.5% בסוף הרבעון השלישי ולכ-3% בדצמבר 2023. לפיכך, השחיקה בשכר הריאלי נבלמה, והקצב העלייה השנתי שב לטריטוריה חיובית של כ-1% (וסביר שגבוה מכך ברבעון 4, על רקע המשך הירידה באינפלציה), גורם שצפוי לתמוך בשיפור בצריכה הפרטית. התפתחויות אלו צפויות לאפשר ל-ECB להמשיך בעמדת המתנה, שכן על רקע בלימת ההאטה בפעילות התעשייה ושיפור בשכר, הוא ימתין לירידת נוספת באינפלציה. עם זאת, במידה והירידה באינפלציה תתגבר, יהיה מקום להפחתת ריבית מסוימת בהמשך השנה בכדי למנוע עלייה נוספת בריבית הריאלית, אך בדומה לארה"ב בשלב זה הצפי להפחתה של כ-150 נ"ב ל-2.5% נראה להערכתנו אגרסיבי מדי, ואנו מצפים להפחתה של כ-75-100 נ"ב ל-3.25%-3% בסוף 2024.

התאוששות ניכרת בשכר הריאלי בעקבות הירידה באינפלציה (שיעור האבטלה והשכר הריאלי בגוש היורו)

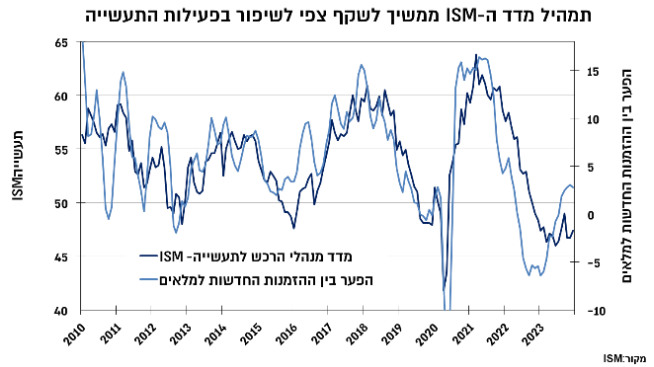
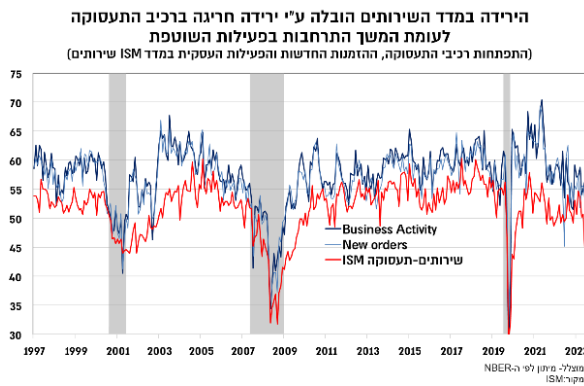


סימני בלימה במגמת הירידה בפעילות בגוש היורו (מדד מנהלי הרכש בגוש היורו)

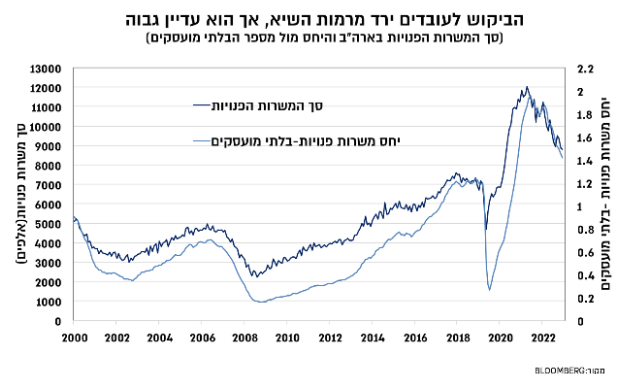


בארה"ב, מדד ISM תעשייה אמנם עלה אמנם בדצמבר (ל-47.6), אך המשיך לנוע מתחת ל-50, רמות בהן הוא שווה לאורך השנה האחרונה. מגמת העלייה ביחס שבין המלאים להזמנות החדשות אמנם התמתנה, אך היא ממשיכה לשקף צפי לעליית המדד מעל ל-50 בחודשם הקרובים. לעומת זאת, מדד ISM שירותים איננו בדצמבר עם ירידה ל-50.6 (מ-52.7 בנובמבר). החשיבות של התפתחות זו גבוהה שכן בעבר התבססות של שני המדדים (שירותים ותעשייה) מתחת ל-50 הצביעה על גלישה למיתון. עם זאת, להערכתנו זהו לא המצב כיום. ראשית, הירידה המפתיעה בדצמבר זהה למדדי לזו שנרשמה בדצמבר 2022, שבו המדד ירד אף מתחת ל-50 רק כדי להתאושש באופן ניכר בינואר 2023, כך שייתכן שמדובר ללקוחות כשירים בלבד

בבעיה של ניכוי עונתיות. בנוסף, הירידה במדד השירותים הובלה על ידי ירידה חריגה ברכיב התעסוקה (מ-50.7 ל-43.3), וזאת לעומת המשך התרחבות בפעילות העסקית השוטפת (עלייה ל-56.6) והתרחבות בהזמנות החדשות (גם אם בקצב מתון יותר). השיפור בפעילות העסקית עקבי גם עם אומדן הצמיחה לרבעון האחרון של Fed של אטלנטה שנע סביב 2.5%.



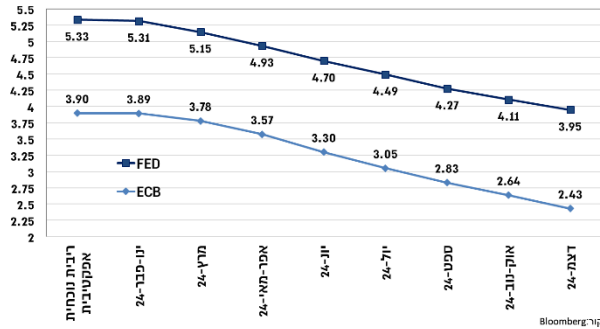
כמו כן, הירידה בתעסוקה נראית חריגה בהתחשב בשלל האינדיקטורים למצב שוק העבודה. האינדיקטור העדכני יותר למצב שוק העבודה, מספר דורשי העבודה החדשים, ממשיך לנוע סביב רמות שפל של כ-200 אלף. הביקוש לעובדים, כפי שעולה מנתוני המישרות הפנויות, אמנם נמוך מרמות השיא, אך גבוה בשיעור ניכר מרמתו טרום קורונה וגבוה בפי 1.4 ממספר הבלתי מועסקים. כמו כן, אמנם דו"ח התעסוקה לחודש דצמבר היה מעורב, אך עדיין הצביע על שוק עבודה הדוק. תוספת המועסקים הייתה גבוהה מהצפי (216 אלף לעומת צפי ל-175 אלף), אך נתוני החודשיים הקודמים עודכנו כלפי מטה בכ-70 אלף, כך שהתוספת הממוצעת ברבעון האחרון נעה סביב 160 אלף ובמחצית השנייה של 2023 סביב 190 אלף. שיעור האבטלה ממשיך לנוע סביב רמות נמוכות (3.7% בדצמבר) למרות תנודתיות גבוהה בחודשים האחרונים בשיעור ההשתתפות. בהיבט זה, אם אכן השיפור בשיעור ההשתתפות הגיע למיצוי, הרי שעליית השכר שנרשמה ברבעון האחרון תדאיג מאוד את Fed, שעד כה נהנה מחזרה הדרגתית של האיזון לשוק העבודה. שכן, לאחר האטה ממושכת בקצב הגידול בשכר, נרשמה ברבעון האחרון האצה לקצב של 4.5%-5% במנחים שנתיים. קצבים אלו בוודאי שאינם עקביים עם המשך ירידה באינפלציה ובשילוב עם השיפור בתנאים הפיננסים מעלים את ההסתברות לעלייה מחודשת באינפלציה.



על רקע נתונים אלו, וכאמור השיפור בתנאים הפיננסים, הציפיות להפחתת ריבית ממשיות להיות להערכתנו גבוהות מדוי. התמחור כיום משקף הסתברות של כ-70% להפחתת הריבית במרץ הקרוב וכ-5-6 הפחתות (מתוך 7 ישיבות בין מרץ לסוף השנה) לכ-4%-3.75%. חשוב לציין כי אמנם Fed העלה את משקל הפעילות בשיקולי המדיניות אך השיפור בתנאים

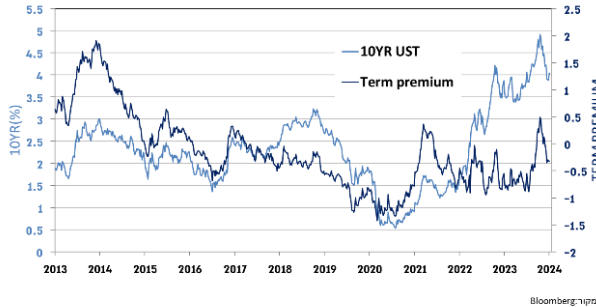
הפיננסים עשה עבורו חלק ניכר מהעבודה ולמעשה מייתר את הצורך בהפחתת ריבית מהירה. נראה כי ההתבטאויות האחרונות של חלק מחברי ה-Fed מכוונים לחשש מהשפעת השיפור המהיר בתנאים הפיננסים, ולכן מנסים לצנן את ציפיות השוק להפחתת ריבית מהירה וחדה, אך עד כה בהצלחה חלקית בלבד.

השוק מתמחר קרוב ל-6 הפחתות ריבית בארה"ב ובגוש היורו עד לסוף השנה  
(הריבית הגלומה בחוזים על ריבית ה-Fed וה-ECB)

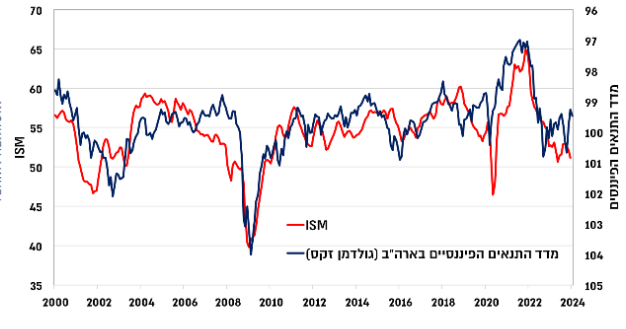


לסיכום, התמתנות הצמיחה בעולם במחצית השנייה של השנה שיקפה את ההשפעה בפיגור של העלאות הריבית במקביל לבעיות המבניות בסין. עם זאת, השיפור המהיר שנרשם בתנאים הפיננסים בהובלת ארה"ב בחודשים האחרונים צפוי לתמוך בשיפור בצמיחה העולמית במחצית הראשונה של השנה, אך במקביל מעלה את הסיכון לעלייה מחודשת באינפלציה. לכן לדעתנו, הציפיות להפחתת ריבית גבוהות מדי, פרמיית הסיכון הגלומה באיגרות החוב הארוכות, שירדה בחודשים האחרונים, נמוכה מדי, וכך גם הציפיות לאינפלציה, ומכאן התמיכה לעמדה דפנסטיבית יותר מבחינת המח"מ בתיק האג"ח.

המפנה המפתיע של ה-Fed והשיפור בתנאים הפיננסיים תומכים בעלייה של ה-Term premium של ה-Fed (התשוואה ל-10 שנים וה-TERM PREMIUM בארה"ב)



השיפור המהיר בתנאים הפיננסיים צפוי להוביל לשיפור בפעילות במהלך המחצית הראשונה של השנה

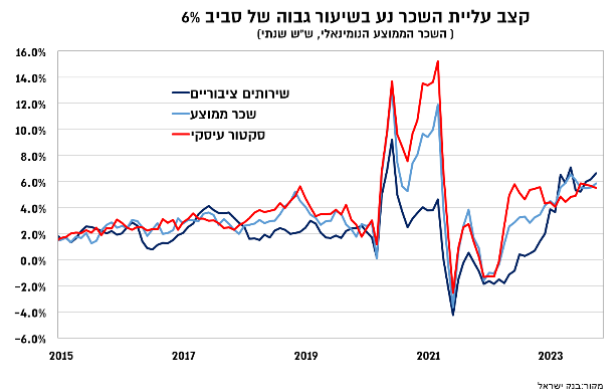
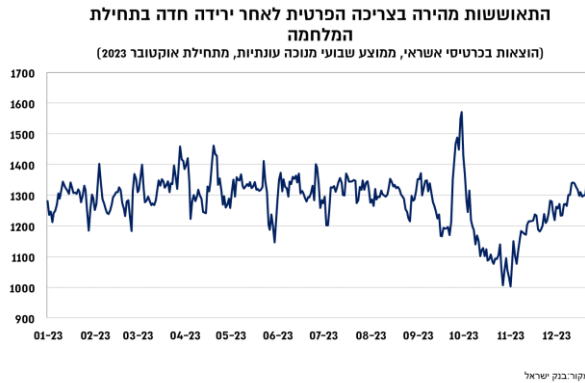


### קצב עלייה גבוה בשכר תמך בהתאוששות המהירה בצריכה הפרטית

בישראל, נתוני ההוצאות בכרטיסי אשראי הצביעו על חזרה לרמות ההוצאה של טרום המלחמה. ממוצע ההוצאות בחודש דצמבר היה זהה לזה שנרשם ב-3 הרבעונים הראשונים של 2023, אך הירידה שנרשמה ברמת ההוצאות בחודשים אוקטובר-נובמבר-הובילה לכך שההוצאה הממוצעת ברבעון האחרון של השנה נמוכה בכ-7% ביחס לרבעון השלישי. ההתאוששות המהירה בצריכה אמנם אינה אחידה, אך גם בענפים שנפגעו בצורה חריפה יותר, תיירות ופנאי, נרשמה בדצמבר התאוששות ניכרת. השיפור המהיר בצריכה הפתיע לטובה ביחס לציפיות המוקדמות ובפרט על רקע הירידה במדדי הסנטימנט הצרכני. עם זאת, התמיכה לשיפור בפעילות טמונה, בין היתר, בנקודת מוצא טובה של שוק העבודה ערב המלחמה, שהתאפיין בעודף ביקוש ובקצבי שכר גבוהים. כך, נתוני השכר לחודש אוקטובר אמנם הושפעו במידה מסוימת מתמהיל התעסוקה, אך בניגוד למשבר הקורונה (שבו הפגיעה בבעלי שכר נמוך הובילה להטיה ניכרת כלפי מעלה בנתוני

ללקוחות כשירים בלבד

השכר הממוצע), עוצמת הפגיעה כיום מתונה יותר, כך שנתוני השכר שהצביעו באוקטובר על עלייה בקצב שנתי של כ-6% לא משקפים הטיה חריגה. העלייה המהירה בשכר והתאוששות הצריכה מציבים סימן שאלה לגבי המשך הירידה בסביבת האינפלציה.



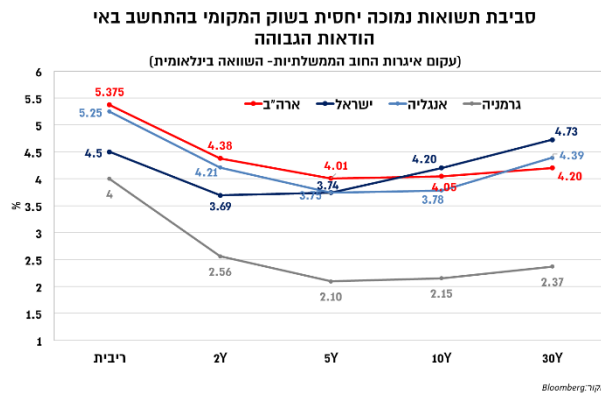
## עדכון תחזית האינפלציה ל-2.6%, והסיכון ממשיך לנטות כלפי מעלה

הפסקת סבסוד הבלו על הדלקים והפחם מהווה איתות רצינות ראשוני מצד הממשלה בנוגע להתמודדות עם ההתאמות הנדרשות בתקציב 2024. עם זאת, היא תתקשה לקדם צעדים לא-פופולריים ללא צמצום משמעותי בשיקולים הפוליטיים, בניגוד להתנהלות שנרשמה עד כה. העלאת הבלו הובילה לעלייה במחירי הדלק בינואר של כ-4% (ומכאן ואילך יחזור הנפט לשחק תפקיד באינפלציה לאחר תקופה ממושכת של יציבות במחירי הדלק) וצפויה להוביל לעלייה בתעריף החשמל בפברואר, כך ששני מדדים אלו עודכנו בכ-0.1% כלפי מעלה ותחזית האינפלציה השנתית מתעדכנת ל-2.6%. השפעות צד ההיצע, העלייה במחירי ההובלה הימית לצד ההתאוששות בצריכה ופוטנציאל להיחלשות בשקל מהווים גורמים שממשיכים להציב סיכון כלפי מעלת לתחזית האינפלציה.

## הציפיות להפחתת ריבית התמתנו, אך הן עדיין גבוהות מדי

למרות הפחתת הריבית של בנק ישראל בשבוע האחרון, התגובה בשוק איגרות החוב הייתה פושרת, והיא שיקפה הפנמה כי תהליך הפחתת הריבית עשוי להיות איטי יותר ביחס לציפיות המוקדמות. אמנם הפחתת הריבית לוותה תחילה בירידת תשואות, שכן היא לא גולמה באופן מלא, אך מאז נרשמה עליית תשואות של 15-20 נ"ב בטווחים הבינוני והארוך של העקום השקלי, תוך עלייה בתלילות העקום. התמתנות עוצמת הציפיות להפחתת ריבית נשענה על העלאת הרף של הועדה המוניטארית להפחתות נוספות, בכך שכללה את המדיניות הפיסקאלית כגורם משפיע נוסף (מעבר לאינפלציה ולפרמיית הסיכון) וקיבלה חיזוק מהתבטאות הנגיד כי הפחתת הריבית תהיה מדודה עם איתות לכך שהציפיות להפחתת הריבית הגלומות בשווקים גבוהות מדי. כמו כן, ההתחממות בגבול הצפון שתרמה גם להיחלשות השקל סיפקה תזכורת למצב השברירי שיכול להוביל לשינו מהיר בפרמיית הסיכון הנתפסת ולעכב באופן משמעותי את הפחתת הריבית.

לפיכך, התמחור הנוכחי בשוק האג"ח תומך להערכתנו בעמדה דפנסיבית יותר מבחינת מח"מ התיק, על רקע ציפיות גבוהות מדי להערכתנו להפחתת ריבית (התמחור נע סביב 3.25%-3% לעומת התחזית שלנו ל-3.75%), וגם על רקע סביבת התשואות בארה"ב, שמגלמת פרמיית סיכון נמוכה יחסית בטווחים הארוכים, בהתחשב בסיכון לעלייה מחודשת באינפלציה. תמחור האינפלציה בשוק איגרות החוב, של סביב 2.5% בטווח של עד ל-10 שנים קרוב להערכת האינפלציה שלנו לשנה הקרובה, אך על רקע הסיכון כלפי מעלה לתחזית האינפלציה, קיימת עדיפות לאפיק הצמוד על פני השקלי.



## גילוי

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 ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. בעת פרסום המאמר שירותי בורסה וכותב המאמר אינם בעלי עניין אישי בנושאי. כמו כן, אין במאמר כדי להוות תחליף לשיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

במועד פרסום עבודה זו, שרותי בורסה והשקעות בישראל אי.בי.אי בע"מ ו/או תאגידים קשורים לשרותי בורסה והשקעות בישראל אי.בי.אי בע"מ. מחזיקים בחשבונות הנוסטרו ובחשבונות המנוהלים על-ידם החזקה מהותית בניירות הערך המוזכרים בסקירה זו ועל כן עשוי להתקיים ניגוד עניינים בקשר עם סקירה זו.

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 ליעוץ 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. תאגידים 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 הנכסים 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.