

רפי גוזלון, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות

סקירת מאקרו

הצמיחה בארה"ב ממשיכה להפגיע כלפי מעלה ואינה דוחקת ב-Fed להאיץ את

תהליך הפחתת הריבית

◆ הצמיחה בארה"ב ממשיכה להפגיע כלפי מעלה והיא נתמכת בשוק עבודה חזקה ועלייה בהכנסה הריאלית, בהרחבה פיסקאלית ולאחרונה גם בשיפור מהיר בתנאים הפיננסיים, גורמים אלו צפויים לתמוך בסביבת צמיחה גבוהה יחסית גם במחצית הראשונה של השנה. על רקע הצמיחה הגבוהה מהצפי, והחשש לעלייה מחודשת באינפלציה בהמשך השנה בעקבות השיפור בתנאים הפיננסיים, ה-Fed לא צפוי להערכתנו לשנות באופן מהותי את הטון מההחלטה הקודמת, ואמנם לאותת על צפי להפחתת ריבית בהמשך השנה, אך באופן מתון מאשר מתומחר בשווקים.

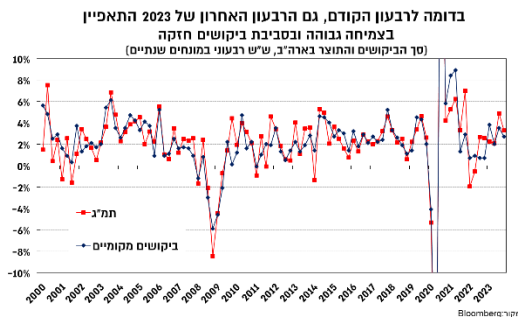
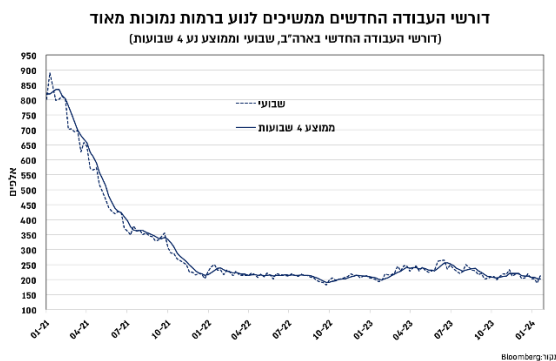
◆ בניגוד לארה"ב, התנאים בגוש היורו נראים כבשלים יותר להפחתת ריבית, אך רמות האבטלה הנמוכות וקצב עליית שכר גבוה, לצד סימני שיפור מסוימים בפעילות מאפשרים ל-ECB להמתין עוד מספר חודשים לבחינת הנתונים, כאשר תחילת הפחתת ריבית סביב אמצע השנה, נראית לדעתנו כתרחיש סביר למדי.

◆ בישראל ההתבטאויות האחרונות מצד בנק ישראל בנוגע לתקציב שאושר בממשלה משדרים השלמה עם שיעור הגירעון שנקבע (6.6% תוצר), אך לא עם התמהיל ועם העובדה שמרבית ההתאמות בצד ההכנסות נדחו ל-2025. בכך להערכתנו בנק ישראל מאותת כי התקציב המוצע לא ימנע אמנם את הפחתת הריבית, אך יתמוך בקצב מתון יותר.

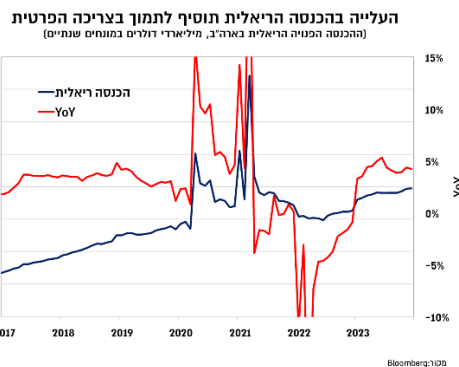
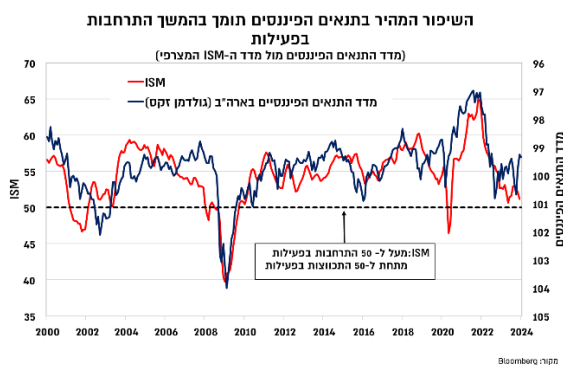
השווקים הפיננסיים בעולם נתמכו בשבוע האחרון בנתוני פעילות טובים מהצפוי, במקביל להרחבה מוניטארית מפתיעה בסין וטון "יוני" מצד ה-ECB, שהוביל להתגברות הציפיות להפחתת ריבית כבר ברבעון השני של השנה. לכן, על אף אינדיקציות לשיפור בצמיחה, שוק איגרות החוב התאפיין בשינויים קלים יחסית עם נטייה לירידת תשואות בטווח הקצר-בינוני, כך שתמהיל זה הוביל להמשך המגמה החיובית בשוקי המניות.

בארה"ב, הצמיחה ברבעון האחרון של 2023 הפגיעה במידה ניכרת כלפי מעלה, עם עלייה של 3.3% (לעומת הערכות הקונצנזוס ל-2% ואומדן ה-Fed של אטלנטה שעמד על כ-2.5%), בפרט בהתחשב בכך שהיא מגיעה אחרי צמיחה גבוהה בשיעור של כ-5% ברבעון השלישי של השנה. כך, הצמיחה ב-2023 הסתכמה ב-2.5%, גבוה משמעותית מהציפיות שהיו בתחילת 2023 לצמיחה נמוכה של כ-0.5% בלבד. אמנם חלק מההפתעה ברבעון האחרון שיקפה תרומה גבוהה מהצפי מצד המלאים (הציפיה הייתה לתרומה שלילית לאחר התרומה הגבוהה יחסית ברבעון השלישי), אך גם בניכוי השפעה זו, צמיחת הביקושים ממשיכה להיות גבוהה, סביב 3%-2.5%, וזאת לאחר צמיחה של 3%-3.5% ברבעון השלישי. הצמיחה בארה"ב ממשיכה להיות מובלת על ידי הצריכה הפרטית שבדומה לרבעון הקודם שוב התקרבה ל-3% (2.8%). זאת, במקביל

להמשך גידול בצריכה הציבורית ובהשקעות, שמאופיינות בתמהיל שונה במחצית השנייה של השנה, עם האטה בקצב הגידול בהשקעות בענפי המשק לעומת התאוששות מסוימת בנדל"ן למגורים.

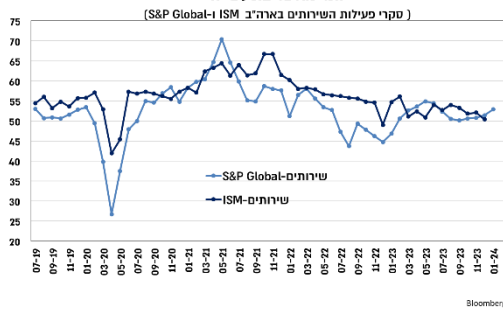


הצריכה הפרטית בארה"ב ממשיכה להיתמך בשוק עבודה חזק, כאשר מספר דורשי העבודה חדשים שממשיך לנוע סביב רמות נמוכות של כ-200 אלף במוצע. כמו כן, נתוני ההכנסה הריאלית ממשיכים להצביע על גידול של 4.5%-4%, קצב גבוה שתומך בהמשך עלייה בקצב גבוה יחסית הצריכה הפרטית, בפרט כאשר ברקע נרשם שיפור מהיר בתנאים הפיננסיים.

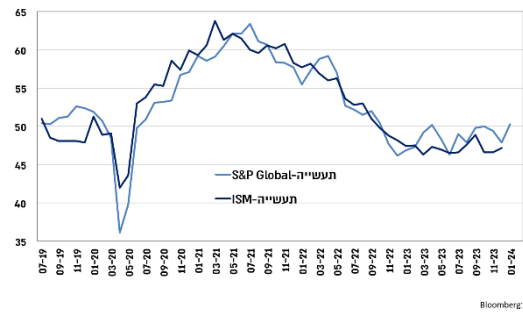


כמו כן, האומדן הראשון למדד ה-PMI לינואר הפתיע כלפי מעלה עם עליה במדד המצרפי מכ-51 ל-52.3, כאשר ההפתעה בלטה במיוחד במדד התעשייה שחזר לרמות של מעל ל-50 לראשונה מאז אפריל האחרון. מדד התעשייה מאופיין במתאם גבוה יותר ל-ISM מאשר מדד השירותים, והעלייה בו מעל ל-50 מחזקת את ההערכה להתאוששות מסוימת בפעילות התעשייה על רקע מיצוי תהליך התאמת המלאים במקביל להתאוששות בביקושים למוצרי תעשייה.

התאוששות ב-PMI שירותים, אך המתאם ל-ISM שירותים נמוך יותר מאשר בתעשייה

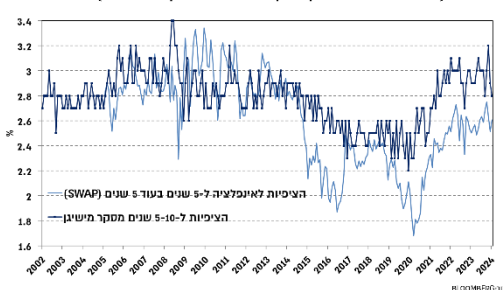


מדד ה-PMI תעשייה עלה מעל ל-50 לראשונה מאז אפריל האחרון

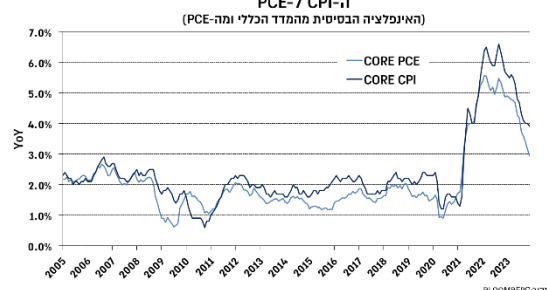


לפיכך, בהחלטת הריבית הקרובה ה-Fed יראה לנגד עיניו צמיחה גבוהה מהצפי במקביל להמשך ירידה באינפלציה. הדגש בירידה באינפלציה הוא על מדד מחירי הצריכה הפרטית (PCE), שהמשיך להתמתן בדצמבר לקצבים של 2.6% ושל 2.9% באינפלציה הבסיסית, שכן מדד המחירים לצרכן דווקא הפתיע כלפי מעלה בדצמבר ובכלל מתאפיין בקצבים גבוהים יותר (בפרט באינפלציה הבסיסית שנעה סביב 4%). כמו כן, סביבת הציפיות לאינפלציה לטווח הבינוני-ארוך אמנם ממשיכה להיות גבוהה מהיעד, אך היא מתאפיינת בתנודתיות בטווח צר יחסית, סביב רמות של 2.5%-3%. בהתחשב בכך שפאוול אותת במסיבת העיתונאים האחרונה כי צמיחה גבוהה מהצפי לא תמנע הפחתת ריבית אלא תעכב את הירידה באינפלציה, הנתונים האחרונים וסביבת הציפיות לאינפלציה לא צפויים לשנות באופן משמעותי את הגישה של ה-Fed כלומר לאותת על הפחתת ריבית הדרגתית.

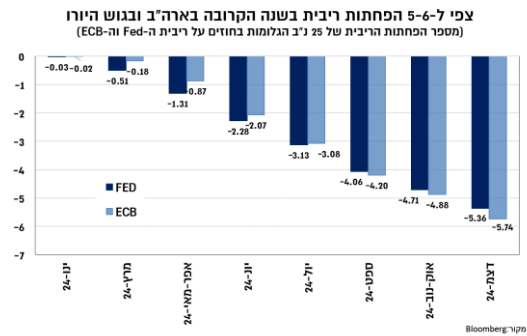
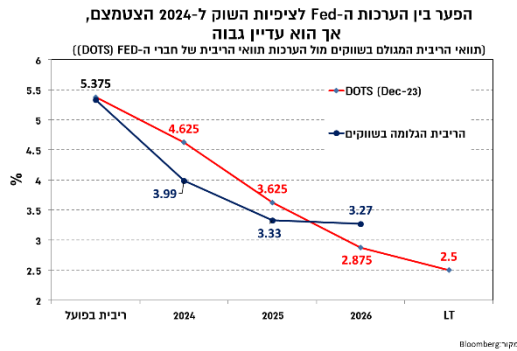
תנודתיות בטווח צר יחסית של 2.5%-3% בציפיות לאינפלציה



המשך התמתנות באינפלציה הבסיסית, תוך התרחבות הפער בין



בנוסף, שוק העבודה ממשיך להיות הדוק, גם אם קצב השיפור התמתן באופן טבעי מרמות השיא, ולא פחות חשוב מכך מלווה בחודשים האחרונים בשיפור מהיר ומשמעותי בתנאים הפיננסיים. השיפור בתנאים הפיננסיים שקול להפחתת ריבית, ורמת מדד התנאים הפיננסיים הנוכחית הייתה עיקבית בעבר עם התרחבות מהירה בפעילות (לרוב עם מדד ISM של מעל ל-55). לכן, אמנם הדגש של ה-Fed נטה לאחרונה לכיוון הפעילות (על חשבון האינפלציה), אך על רקע הצמיחה הגבוהה מהצפי, והחשש לעלייה מחודשת באינפלציה בהמשך השנה בעקבות השיפור בתנאים הפיננסיים, ה-Fed לא צפוי להערכתנו לשנות באופן מהותי את הטון מההחלטה הקודמת, ואמנם לאותת על צפי להפחתת ריבית בהמשך השנה, אך באופן מתון מאשר מתומחר בשווקים. התמחור הנוכחי משקף הסתברות של כ-50% להפחתת ריבית במרץ ומשם ואילך כ-5-6 הפחתות ל-4% עד לסוף השנה. להערכתנו תמחור זה אגרסיבי מדי וללא הרעה משמעותית בפעילות הפחתת הריבית צפויה להיות קרובה יותר לדעתנו להערכות חברי ה-Fed (Dots) כלומר כ-3 הפחתות לרמה של 4.5%-4.75%.

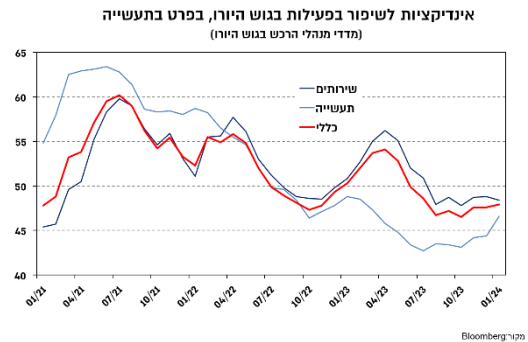
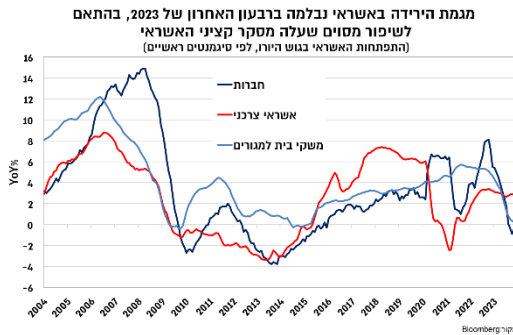


ה-ECB אמנם עדיין לא דן בהפחתת ריבית, אך מתקרב לכך

בגוש הירוק, הבנק המרכזי האירופאי הותיר כצפוי את הריבית ללא שינוי ברמה של 4%. בהודעה ובמסיבת העיתונאים הושם דגש על המשך מגמת ההתמתנות באינפלציה כתוצאה מההקשחה בתנאים הפיננסיים. למרות שלגארד ציינה כי הקונצנזוס בקרב חברי ה-ECB הוא שמוקדם לזמן בהפחתת הריבית, היא לא חזרה בה מההערכה כי תיתכן הפחתת ריבית בקיץ הקרוב, וכאשר נשאלה לגבי הפחתת ריבית כבר ברבעון השני ציינה כי היא המדיניות היא תלויה נתונים ולא תלויה זמן. לפיכך, השווקים פירשו את ההחלטה כ"יונית" והעלו בשיעור ניכר את ההסתברות להפחתת ריבית כבר באפריל מכ-60% לכ-90%.

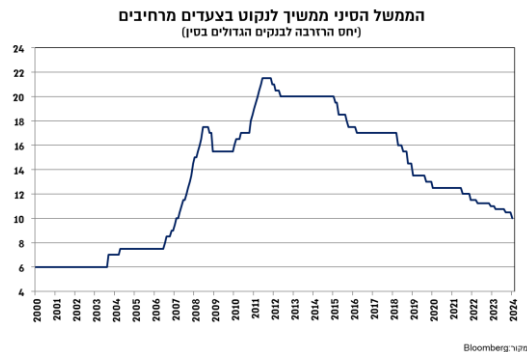
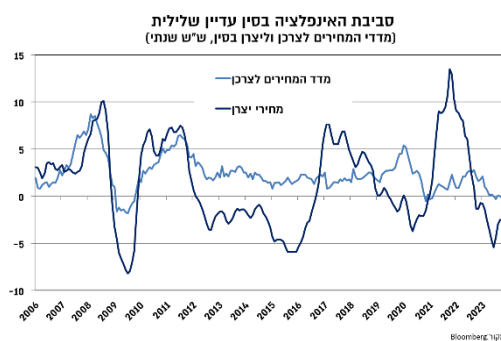
ההקשחה בתנאים הפיננסיים בגוש הירוק הובילה להתמתנות האינפלציה, ולוותר גם בהאטה בפעילות במחצית השנייה של השנה. בשבוע הקרוב יפורסמו נתוני הצמיחה לרבעון האחרון שצפויים להצביע על רבעון נוסף של צמיחה אפסית-שלילית, וזאת תוך המשך התמתנות באינפלציה (לאחר עלייה בדצמבר בהשפעת אפקט בסיס). בנוסף, האומדנים המוקדמים ל-PMI בגוש הירוק בינואר הצביעו אמנם על שיפור קל במדד המצרפי ביחס לדצמבר, אך המדד ממשיך לנוע מתחת ל-50 המשקפת התכווצות בפעילות, כאמור מתחילת המחצית השנייה של 2023. עם זאת בפן החיוב יש לציין את השיפור המסתמן בפעילות התעשייה שכאמור עדיין מאטה, אך בקצב מתון יותר. כמו כן, נתוני האשראי לחודש דצמבר בגוש הירוק הצביעו אמנם על התמתנות אך בקצב מתון יותר, ובכך הם עיקביים עם סקר קציני האשראי במערכת הבנקאית שהצביע על שיפור מסוים, כלומר הקשחה מתונה יותר בתנאי האשראי. לפיכך, בניגוד לארה"ב, התנאים בגוש הירוק ניראים כבשלים יותר להפחתת ריבית, אך רמות האבטלה הנמוכות וקצב עליית שכר גבוה, לצד סימני שיפור מסויימים בפעילות מאפשרים ל-ECB להמתין עוד מספר חודשים לבחינת הנתונים, כאשר תחילת הפחתת ריבית סביב אמצע השנה, ניראית לדעתנו

כתרחיש סביר למדיי. עם זאת, התמחור בשווקים, של הפחתת ריבית רצופה מאפריל עד לסוף השנה (6-5 הפחתות) לריבית של כ-2.5%, ניראה אגרסיבי מדיי, ואנו מצפים ל-3-4 הפחתות של 25 נ"ב, אלא אם המשק האירופאי יגלוש למיתון תוך הרעה משמעותית בשוק העבודה.



הביקושים המתונים בסין ימשיכו להוביל לצעדי מדיניות מרחיבים

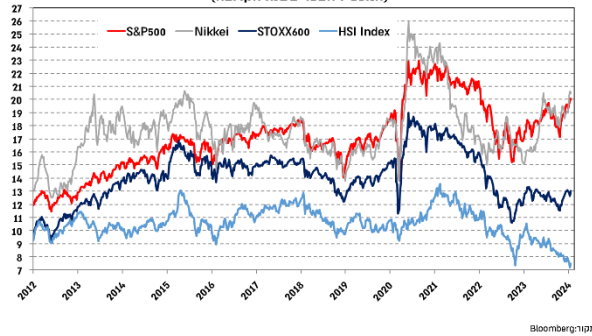
לאחר שבאמצע ינואר נרשמה אכזבה מתגובת הבנק המרכזי הסיני לנתוני הפעילות המתונים והאינפלציה השלילית, הפתיע הבנק המרכזי בשבוע האחרון עם הפחתת יחס הרזרבה לבנקים הגדולים בסין ב-50 נ"ב ל-10%. הצעד מרחיב מגיע על רקע נתוני הפעילות האחרונים שהצביעו על חולשה בצריכה הפרטית וזאת במקביל להמשך הידרדרות בפעילות הנדל"ן והחרפת הירידה במחירי הדירות. הפחתת יחס הרזרבה לבנקים אמורה אמנם להוביל לעלייה בהיצע האשראי מצד הבנקים, אך עד כה היא הייתה בעלת השפעה מוגבלת שכן הצפי לסביבת ביקושים חלשה ממתנת את הביקוש לאשראי.



בנוסף, פורסמו ידיעות על תוכנית לתמיכה בשוק המניות המקומי בסין, והדבר הוביל לבלימת המגמה השלילית ולעלויות חדות במדדים הסיניים. עם זאת, המדדים הסיניים שנמצאים במגמה שלילית ממושכת (ירדו מתחילת השנה למרות העלויות בשבוע האחרון בשיעור של 3%-6%) נסחרים ברובם במכפילים חד ספרתיים ועם פרמיית סיכון גבוהה, כך שמדיניות

מרחיבה עשויה אמנם להוביל למהלכים חיוביים משמעותיים בטווח הקצר, אך הבעיות המבניות המכבידות על סין יקשו להערכתנו על מעבר למגמה חיובית ממושכת.

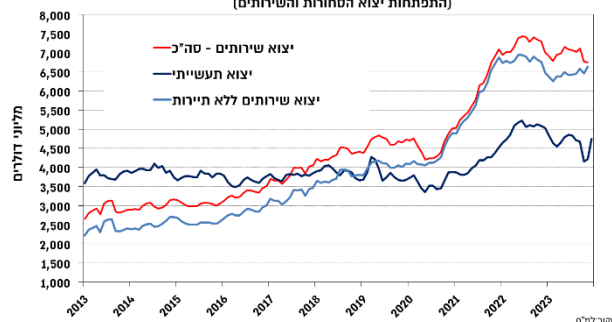
התרחבות מכפילים בולטת בארה"ב וביפן, לעומת רמות שפל במכפילים בסין
(המכפיל הצפוי בשנה הקרובה)



נמשכת ההתאוששות בפעילות המשק המקומי

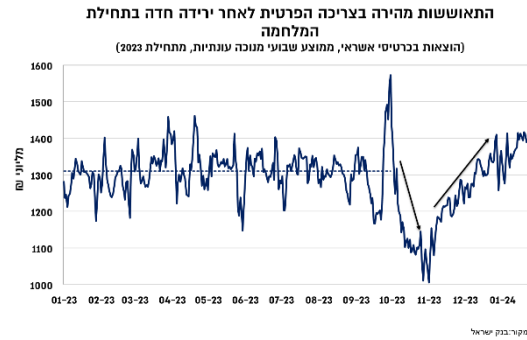
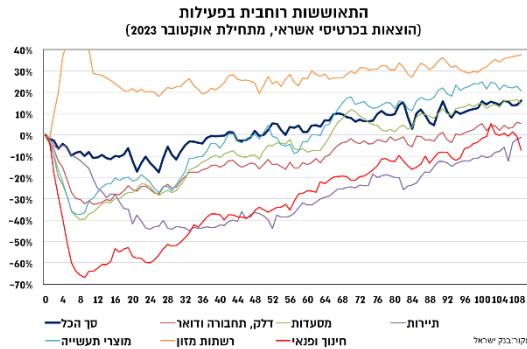
נתוני הפעילות האחרונים המשיכו להצביע על התאוששות בפעילות המשק לאחר הצניחה בתחילת המלחמה. המדד המשולב למצב המשק עלה בדצמבר בשיעור של 0.4% וזאת בהמשך לעדכון כלפי מעלה של הנתון לנובמבר מירידה של 0.7% לירידה של כ-0.25%. נתוני המדד לדצמבר אמנם מתבססים על נתונים חלקיים לחודש זה, אך מלבד הצריכה הפרטית, בולטת בהם ההתאוששות בפעילות יצוא הסחורות וזאת לאחר הצניחה בתחילת המלחמה. כמו כן, נתוני יצוא השירותים מפגיעים באופן יחסי לטובה עד כה, כך שעיקר ההתמתנות בהם ממוקד ביצוא שירותי התיירות, ואילו יצוא השירותים ללא תיירות, בעיקר היי טק, לא שיקף פגיעה משמעותית בעקבות המלחמה, ואף עלה בשיעור קל בנובמבר.

התאוששות ביצוא התעשייתי בדצמבר לאחר ירידה בתחילת המלחמה. הפגיעה ביצוא השירותים מתונה וממוקדת בתיירות (התפתחות יצוא הסחורות והשירותים)



ללקוחות כשירים בלבד

ההתאוששות בצריכה הפרטית, כפי שעולה מנתוני כרטיסי האשראי, נמשכת והיא משקפת התאוששות רחבת מבחינה ענפית, כולל בענפי התיירות והפנאי. כך, רמת הפעילות הממוצעת בינואר גבוהה בכ-5%-4% מזו שנרשמה בשלושת הרבעונים הראשונים של 2023, והן בחודש דצמבר. לכן, בעוד הירידה החדה במדד המשולב של כ-2.2% גוזרת צמיחה שלילית עמוקה ברבעון האחרון של 2023, ללא הידרדות משמעותית במצב, צפויה התאוששות חדה בצמיחה ברבעון הנוכחי ביחס לרבעון האחרון של 2023.



בנק ישראל מאותת כי התקציב המוצע לא ימנע את הפחתת הריבית, אך יתמוך בקצב מתון יותר

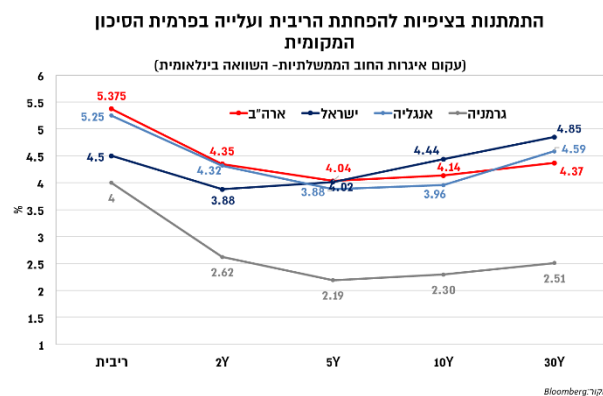
בהחלטת הריבית האחרונה בה הופחתה הריבית ב-25 נ"ב ל-4.5%, העלה בנק ישראל את הרף להפחתות ריבית נוספת בכך שבנוסף להתפתחות פרמיית הסיכון והאינפלציה הכניס למשוואה גם את המדיניות הפיסקאלית כגורם שישפיע על החלטות הריבית. התייחסות זו המחישה את החששות הגוברים של הבנק מפני התנהלות הממשלה, כפי שבאה לידי ביטוי בתיקוני התקציב לשנת 2023 ובסחבת בדיוני התקציב ל-2024 בהם למרות חומרת המצב התקשתה הממשלה לבצע את ההתאמות הנדרשות והמשיכה להתנהל עם שיקולים פוליטיים ניכרים.

עם זאת, ההתבטאויות האחרונות של הנגיד והמשנה לנגיד בנוגע לתקציב שאושר בממשלה משדרים השלמה עם שיעור הגירעון שנקבע (6.6% תוצר), אך לא עם התמהיל ועם העובדה שמרבית ההתאמות בצד ההכנסות נידחו ל-2025. בין השורות של התגובה של הבנק לתקציב המוצע ניתן לקרוא כי החשש הממשי היה מתקציב ללא התאמות משמעותיות גירעון גבוה באופן ניכר. נזכיר כי גם התקציב הנוכחי לא כולל מרווח ביטחון כלשהו מפני הידרדרות במצב הביטחוני, כך שהחשש היה מפני מגמת עלייה ביחס החוב-תוצר.

בשורה התחתונה, בהנחה ובמהלך האישור בכנסת לא יחול שינוי משמעותי בתקציב שאושר בממשלה, המדיניות הפיסקאלית שננקטה תשפיע להערכתנו בעיקר על קצב ההפחתה כלומר תתמוך בקצב מתון יותר וזאת על רקע החשש להשפעה אינפלציונית. הירידה היחסית במשקל שניתן למדיניות הפיסקאלית בהחלטות הריבית יעלה את המשקל להתפתחות האינפלציה ופרמיית הסיכון. לכן, על רקע עלייה בפרמיית הסיכון (מרווח ממשלת ישראל בחו"ל והפיחות

(בשקל), עלייה בציפיות לאינפלציה וכאמור תמהיל התקציב, כאשר ברקע נמשכת התאוששות הביקושים, תידרש הפתעה משמעותית נוספת כלפי מטה במדד ינואר בכדי להוביל להפחתת ריבית נוספת בסוף פברואר. לכן, בשלב זה להערכתנו ההסתברות להותרת הריבית ללא שינוי בהחלטה הבאה גבוהה יותר.

במבט קדימה, אנו ממשיכים להעריך כי הריבית בסוף השנה תרד ל-3.75%, מעט גבוה מהתמחור בשוק המקומי שהתמתן במהלך החודש האחרון לכ-3.5%. לכן, על רקע עליית התשואות המהירה במהלך החודש האחרון, שבאה לידי ביטוי גם בעלייה במרווח מול איגרות החוב בארה"ב, התמחור הנוכחי תומך בעמדה ניטרלית יותר מבחינת מח"מ התיק (לעומת עמדה דפנסיבית וקיצור מח"מ התיק קודם לכן). תחזית האינפלציה שלנו לשנה הקרובה עומדת על 2.9% ובהתחשב בהתגברות סיכויי האינפלציה (התאוששות הביקושים, מדיניות פסקאלית מרחיבה, העלאות מיסים עקיפים, עלייה במחירי ההובלה הימית ופיחות בשקל) רמת הציפיות לאינפלציה של סביב 2.5%-2.6% עד לטווח של 10 שנים לפדיון תומכת להערכתנו בהמשך משקל עודף לאפיק הצמוד על פני השקלי.



גילוי

לכותב המאמר ולחברת שרותי בורסה והשקעות בישראל- אי.בי.אי בע"מ ("שרותי בורסה") אין רישיון שיווק השקעות והם אינם מבוטחים בבטיחות הנדרש מבעל רישיון בהתאם לחוק הסדרת העיסוק בביעוץ 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 המנהלים 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 לייעוץ 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. תאגידי 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 בנכסים 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.