

יונתן כץ  
וכלכלני לידר  
שוקי הון

## נטייה להעלאת ריבית של 0.5% מחר

### נקודות עיקריות

שוקי המניות החזירו חלק מהעליות החדות של השבוע שעבר. חבר הפד (Bullard) אמר שהריבית צריכה להעלות למינימום 5% ואולי עד 7%. מחירי התפוקה PPI נותרו יציבים באוקטובר. תוכניתה של סין להקלה פיננסית על סקטור הנדל"ן והסרת חלק ממגבלות הקורונה גם תמכו בשווקים, זאת למרות הזינוק בתחלואה בסין (אשר תמך בירידה במחירי הנפט ב-3% ביום שישי).

### מאקרו ישראל: צמיחה סבירה אך מעט איטית

הצמיחה ברבעון ג' הגיעה ל-2.1% לאחר 7.3% ברבעון ב'. מדובר בצמיחה "סבירה" אך מעט איטית, מגמה אשר צפויה לאפיין את הצמיחה ב-2023. מסתמנת התרחבות בצריכה השוטפת, בהשקעות, וביצוא שירותי היי טק. שיעור האבטלה עלה ל-4.1% באוק' מ-3.8% עם ירידה ב-15 אלף מועסקים.

### סביבת האינפלציה: האצה באינפלציית הליבה

באוק' אינפלציית הליבה האיצה ועלתה ב-5% שנה אחורה מ-4.7%. מחירי השכירות ומחירי הדירות לרכישה ממשיכים לעלות בקצב מהיר. בכול זאת היו סימני התמתנות במחירי הרהיטים, ארוחות מחוץ לבית ורכבים. בספט' גופים מוסדיים מכרו נטו \$1.2 מיליארד והקטינו את החשיפה למט"ח.

### ארה"ב: המשך התרחבות בצריכה

המסחר הקמעונאי עלה ב-1.3% באוק' (הצפי היה ל-1.0%). ללא דלקים ומכוניות מסתמן גידול של 0.9%. מדובר בעלייה ריאלית של כ-0.6% בצריכה. מדד מחירי התפוקה PPI הליבה נותר יציב באוק' (צפי ל-0.4%) ועלה ב-6.7% שנה אחורה, התמתנות מ-7.2% לפני חודש. הייצור התעשייתי עולה באופן מתון: ב-0.1% באוק' לאחר 0.2% בספטמבר. סקר empire state עלה בנוב' ל-4.5+ מ-9.1-, אך סקר פילדלפיה ירד ל-19-. באוק', מספר התחלות הבנייה ירד ב-4.2% ומספר אישורי הבנייה ירד ב-2.4%. סקטור הנדל"ן ימשיך להתכווץ ולהאט את הפעילות הכלכלית.

### אירופה: התרחבות בייצור

הייצור התעשייתי עלה ב-0.9% בספטמבר לאחר 2% גידול באוגוסט. UK: האינפלציה באוקטובר עלתה ב-2% (צפי: 1.7%) וב-11.1% שנה אחורה. גרמניה: חל שיפור במדד האמון העסקי ZEW, גם במצב השוטף וגם בציפיות.

### סין: התמתנות עקב מגבלות הקורונה

באוקטובר, המסחר הקמעונאי ירד ב-0.7%, הייצור התעשייתי עלה ב-0.33%, וההשקעות עלו ב-0.12%, בהשפעת מגבלות הקורונה וירידה בבנייה למגורים. סין מתלבטת מתי להקל על מגבלות הקורונה, זאת למרות זינוק בתחלואה.

### שוק האג"ח: עדיין עדיפות לשקלי הארוך

אנו צופים העלאת ריבית של 0.50% מחר, בהסתברות של 65%, כאשר בנק ישראל יתחשב בגובה הריבית (כבר ריאלית), סימני התמתנות ועלייה באבטלה. אנו ממשיכים לצפות להיפוך העקום השקלי, לכן הקצרים פחות מעניינים. בסביבה של אינפלציה מתמתנת (בעיקר ב-2023) התשואות השקליות הארוכות מהוות השקעה אטרקטיבית, זאת למרות הצפי לגידול בהנפקות

### זום אין: ההתאוששות בסין צפויה להיות איטית

הנתונים הכלכליים בסין מצביעים על התמתנות משמעותית בפעילות הכלכלית. סין סובלת גם מהתמשכות מגבלות הקורונה וגם מירידה בפעילות בסקטור הנדל"ן. בשבוע שעבר הממשל הכריז על 16 צעדים אשר נועדו להקל על קבלני הבנייה. אך ללא הסרת מגבלות הקורונה ועלייה בביקושים קשה לצפות להתאוששות. המשך צמיחה איטית בסין תומך במחירים נמוכים יחסית של סחורות תעשייתיות ונפט.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	4.6%
נובמבר	0.2%
דצמבר	0.2%
ינואר	0.0%
שנה קדימה	2.9%
2023	2.5%

ריבית	
נוכחית	2.75%
סוף 2022	3.50%
בעוד שנה	3.75%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.451	3.5401
שינוי שבועי	0.8%	1.6%
YTD	8.8%	0.9%
שנה קדימה	3.48	3.57

גיוס מול פירעון	נוב'
פדיון סחיר	17.5
תחזית הנפקות	4.0
עודף פדיון	13.5

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 5904	0.47	0.5	0.6
בינוני 527	0.53	0.5	0.6
ארוך 1131	0.57	0.6	0.6
שקלי	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 1024	3.18	3.3	3.4
בינוני 327	3.18	3.2	3.2
ארוך 432	3.23	3.15	3.0
US			
2y	4.53	4.3	4.4
5y	4.01	3.9	4.0
10y	3.83	3.8	3.7

\* ט"ק - החודש הקרוב

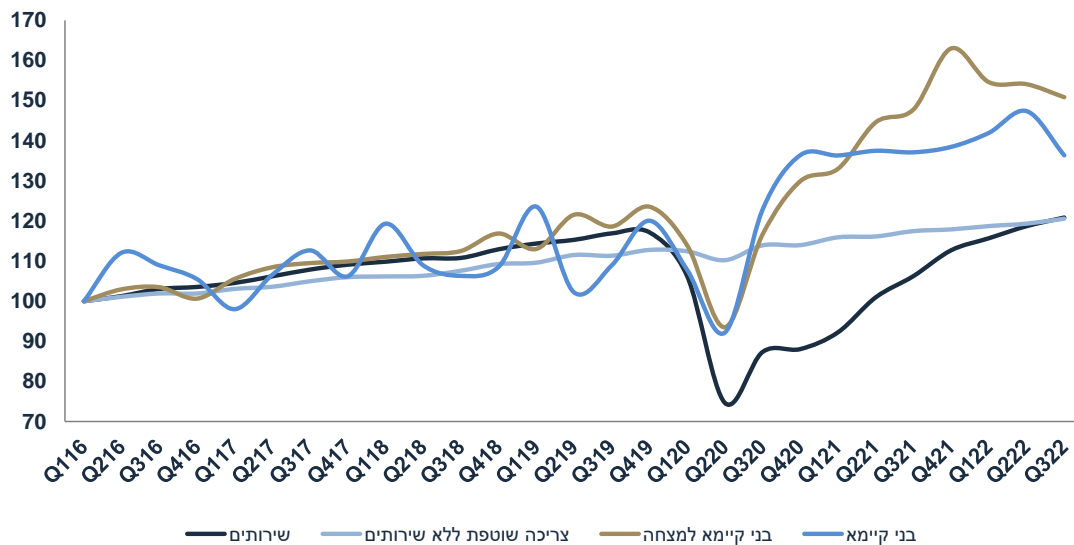
**צמיחה "סבירה" ברבעון ג' לאחר זינוק ברבעון הקודם**

המשק הישראלי צמח ב-2.1% ברבעון ג' (חזינו 1.5%-2.0%) לאחר צמיחה מהירה של 7.3% ברבעון ב'. הצמיחה למעט המיסים על היבוא הגיעה ל-2.3%.

הצריכה הפרטית השוטפת עלתה ב-3.2% לנפש, הצריכה של מוצרי בני קיימא למחצה ירדה ב-10.2% והצריכה של מוצרי בני קיימא ירדה ב-28.2% לנפש (זאת בשל ירידה של 50% בצריכת כלי רכב, לאחר גידול של 30% ברבעון הקודם). למעשה למעט צריכת כלי תחבורה, הצריכה הפרטית עלתה ב-0.6% בלבד ברבעון ג' לאחר גידול של 8.5% ברבעון הקודם.

התבוננות על רמת הצריכה הפרטית לפי מרכיביו מראה שלמעשה הצריכה של מוצרי בני קיימא ובני קיימא למחצה גבוהה יחסית מתוואי הגידול הרב שנתי ערב הקורונה (ראה גרף). כאשר היינו תחת מגבלות הקורונה, הייתה הסטת צריכה מצריכת שירותים לצריכה של מוצרים. צריכת שירותים עלתה ב-1% בלבד בממוצע לשנה מסוף 2019 ועד היום. לכן, זה לא מפתיע כעת שהצריכה של מוצרי בני קיימא מצטמצמת, אך בעתיד סביר לצפות להמשך האצה בצריכת שירותים (למרות גידול של 7.5% ברבעון ג', רמת צריכת השירותים עדיין נמוכה).

הצריכה הפרטית על מרכיביו (Q116=100)



ההשקעות התרחבו ב-13.0% לאחר גידול של 7.3% ברבעון הקודם. מזה ההשקעות בבנייה למגורים עלו ב-13.9% ויתר ענפי המשק עלו ב-14.2%. בסך הכול, מרבועון א' 21 ההשקעות בבנייה למגורים עלו ב-30%. ההאצה בבנייה למגורים בהחלט מעודדת וצפויה לתמוך בגידול במספר סיומי הבנייה, ולכן גם בהתמתנות במחירי הדיור.

היצוא (ללא מכירת חברות הזנק ויהלומים) עלה ב-5.3%, כאשר יצוא שירותי היי טק עלה ב-6.2% אך היצוא התעשייתי ירד ב-2.8%.

הצריכה הציבורית עלתה ב-6.5%.

היבוא עלה בקצב מהיר (יחסית לשימושים) של 4.9%, בפרט היבוא הביטחוני, מה שגרע מהצמיחה.

בסך הכול מדובר בנתונים "סבירים" לאחר צמיחה כה מהירה ברבעון הקודם (7.3%). עדיין הצמיחה נתמכת בעיקר על ידי ההשקעות ויצוא שירותי היי טק, כאשר הצריכה הפרטית מתמתנת. אנו צופים צמיחה של 2.8% ב-2023. התמתנות בצמיחה תתמוך בהעלאת ריבית של 0.5% מחר.

אנו צופים אינפלציה של 2.9% שנה קדימה ו-2.5% ב-2023. הנחות:

שע"ח: בעבר, היינו מניחים ייסוף מתון בשקל בהתאם לגורמים הבסיסיים החיוביים בישראל (עודף בחשבון השוטף והשקעות ריאליות), בלי לקחת פוזיציה על כיוון שוק המניות. **כעת עלול להיכנס גורם נוסף: פגיעה מסוימת באמינות הפיסקאלית לאור מדיניות פיסקאלית מרחיבה של הממשלה החדשה.** גם אם לא מדובר באירוע דרמטי כמו בבריטניה, שילוב של הוזלות של מוצרים בסיסיים (ביטול מיסוי, הקפאת מחירי המים, חשמל, תחבורה ציבורית ואולי דלק), הסכמי שכר בסקטור הציבורי, והתמתנות בהכנסות ממסים עלול לערער את האמינות הפיסקאלית. גם אם הגירעון בפועל ב-2023 לא יחצה את ה-3% תוצר (המצב ההתחלתי ב-2022 מאד חיובי), **הצפייה להרעה בשנים הבאות עלולה לגרום לתגובה מסוימת בשע"ח. לכן, הנחנו פיחות מתון בשנת 2023.**

**שוק העבודה:** למרות שמסתמנת מעט חולשה בשוק העבודה בספטמבר-אוקטובר (עלייה בשיעור האבטלה ל-4.1%, מנוכה עונתיות, מ-3.6%), השכר בסקטור העסקי עלה ב-2.3% באוגוסט וב-5.5% שנה אחורה. בחודשים האחרונים השכר בענף אירוח ושירותי אוכל עולה בקצב מהיר. קיים איום נוסף לשנים הבאות: **השפעת הסכמי השכר בסקטור הציבורי ועדכון חד בשכר המינימום.**

השכר הממוצע בסקטור העסקי ובסקטור הציבורי, ינואר 18=100, מנוכה עונתיות



**מחירי השכירות ימשיכו לחול כלפי מעלה** על רקע הסטת ביקוש מרכישה לשכירות, זאת על רקע התייקרות במחירי המשכנתאות. בינתיים מחירי הדירות לרכישה ממשיכים לעלות, התפתחות אשר משפיעה גם על החלופה של שכירות. בטווח רחוק יותר (החל מרבעון ב' 2023 בערך) מחירי השכירות צפויים להתמתן על רקע חולשה בביקוש (שחיקה ריאלית בשכר) וגידול בהיצע. חשוב להדגיש את העלייה החדה בהתחלות וגם בסיומי הבנייה ברבעון ב'. **אנו צופים עלייה של 3.7% שנה קדימה בסעיף הדיור הראשי אשר יתרום 0.9% לאינפלציה.** בשנת 2023 אנו צופים עלייה מתונה יותר של 2.8%, עם התמתנות נוספת ב-2024.

צפויה יציבות במחירי הנפט עד אמצע 2023 ועלייה מתונה לאחר מכן.

**מחירי המזון צפויים לעלות ב-5% שנה קדימה (מזה, 2.5% בחודשים נובמבר-דצמבר).** מחירי מוצרי החלב עולים בקרוב וקיים לחץ לעליות מחירים של מוצרים רבים.

הנחנו הורדת המס על משקאות קלים וכלים חד פעמיים בתחילת השנה. בספטמבר 23 הנחנו עלייה במחירי החינוך (גנים, יסודי וכו') עקב עלייה בשכר בסקטור החינוך אשר תתרום כ-0.2% למדד.

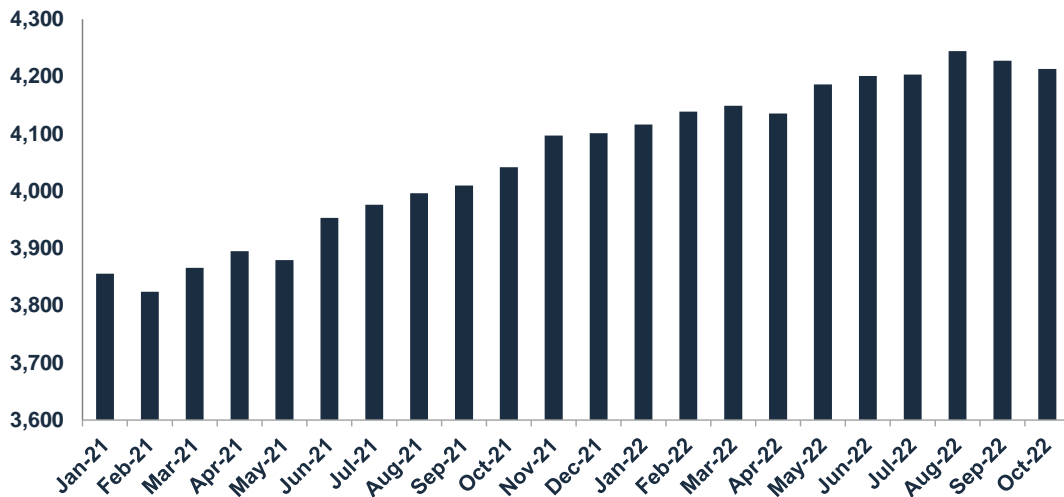
נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל: ראשון: מספר המשרות הפנויות (אוקטובר). שני: החלטת הריבית: בהחלט לא מדובר בהחלטה פשוטה. מה תומך בהעלאת ריבית של 20.75%?

- מדד אוקטובר היה גבוה יחסית עם האצה באינפלציית הליבה ל-5% (12 חודשים אחורה) מ-4.7%.
- הסביבה המאקרו כלכלית עדיין מצביעה על התרחבות, זאת לפי סקר מגמות בסקטור העסקי.
- שוק העבודה עדיין הדוק. מספר המשרות הפנויות נמצא על רמה גבוהה בספטמבר (ואפילו עלה לעומת המצב באוגוסט).
- מסתמנת עליית שכר בסקטור העסקי: 2.3% באוגוסט ו-5.5% שנה אחורה. קיים חשש מלחצי השכר בסקטור הציבורי.
- מחירי הדיור עדיין עולים בקצב מהיר: 1.1% בסקר האחרון ו-19.8% שנה אחורה.
- קיים חשש למדיניות פיסקאלית מרחיבה, אם כי כנראה שמוקדם להכניס שיקול זה אל תוך השיקולים המוניטאריים.

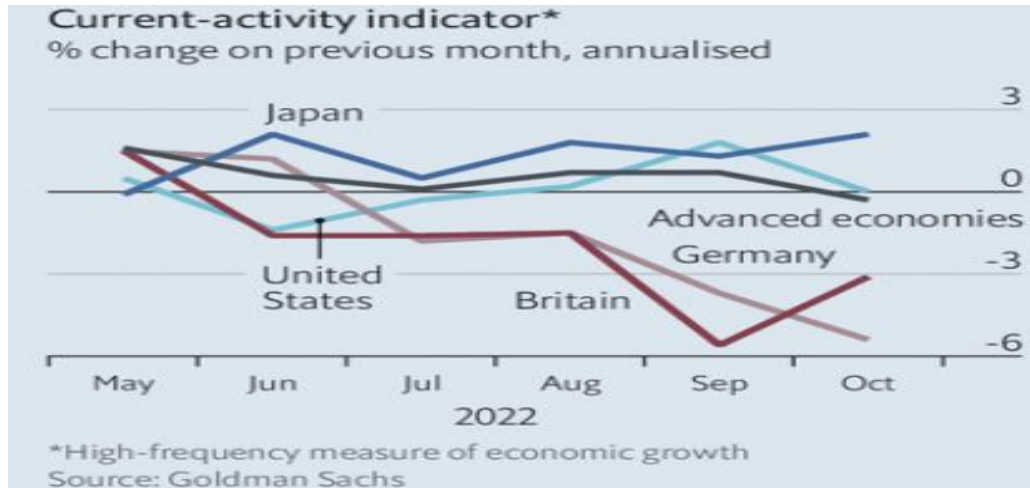
מה תומך בהעלאת ריבית של 0.5% בלבד?

- ציפיות האינפלציה המגולמות בשוק ההון ירדו לאחרונה, בפרט בטווחים הקצרים יותר.
- תופעת האינפלציה בישראל הופכת להיות פחות "רוחבית". משקל סעיפי המדד אשר עלו ביותר מ-3% ירד מעט באוגוסט.
- הריבית כבר הגיעה לרמה גבוהה יחסית. העלאה של 0.5% תביא את הריבית ל-3.25%, רמה ריאלית של כ-0.5% או יותר (יחסית לציפיות האינפלציה במרבית טווחי פדיון אג"ח).
- לפי סקר מגמות, הסקטור העסקי צופה התמתנות בפעילות בחודשים הקרובים.
- מסתמנת עלייה בשיעור האבטלה ל-4.1% באוקטובר מ-3.6% לפני חודשיים. מספר המועסקים פחת ב-30 אלף איש.

מספר המועסקים במשק (מנוכה עונתיות, באלפים)



בעולם מסתמנים סימנים להתמתנות בפעילות הכלכלית, לפי מדדי מנהלי הרכש השונים. מדד של Goldman מצביע על התמתנות כללית בקרב המדינות המפותחות (למעט ביופן):

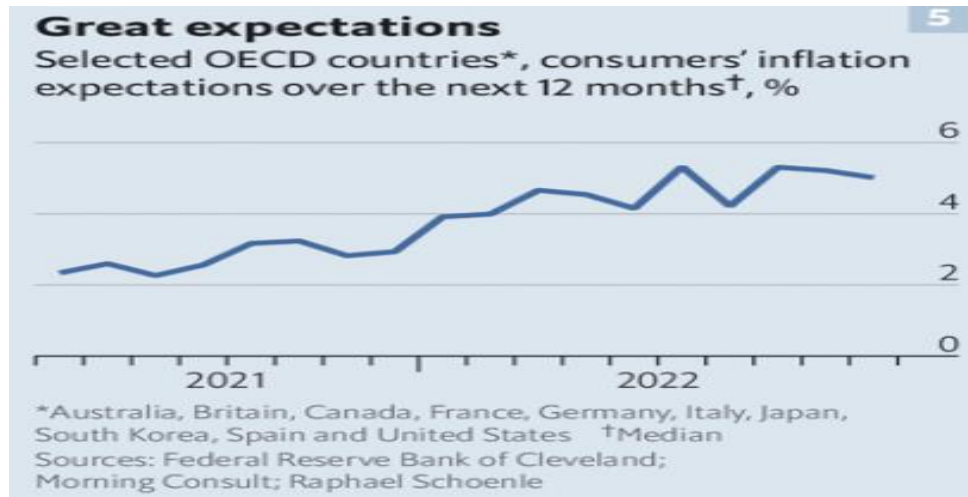


- ברמת הריבית הנוכחית, בנק ישראל יכול להיות "זהיר" יותר בקצב העלאת הריבית. <
- כדאי להזכיר, שכבר בהחלטת הריבית הקודמת, חבר וועדה אחד היה בעד העלאת ריבית מתונה של 0.5%. <

## מאקרו חו"ל

Economist: האינפלציה בעולם עלולה להיות "דביקה"

ה-Economist התמקד השבוע בחשש שסביבת האינפלציה בעולם עלולה להישאר גבוהה יחסית, והתמקד בשלושה גורמים בסיסיים: < ציפיות האינפלציה נותרו גבוהות ואף זחלו כלפי מעלה בשנה האחרונה לרמה של 5% בקרב המדינות המפותחות (משוקלל). הסקטור העסקי האמריקאי צופה אינפלציה של 7%.



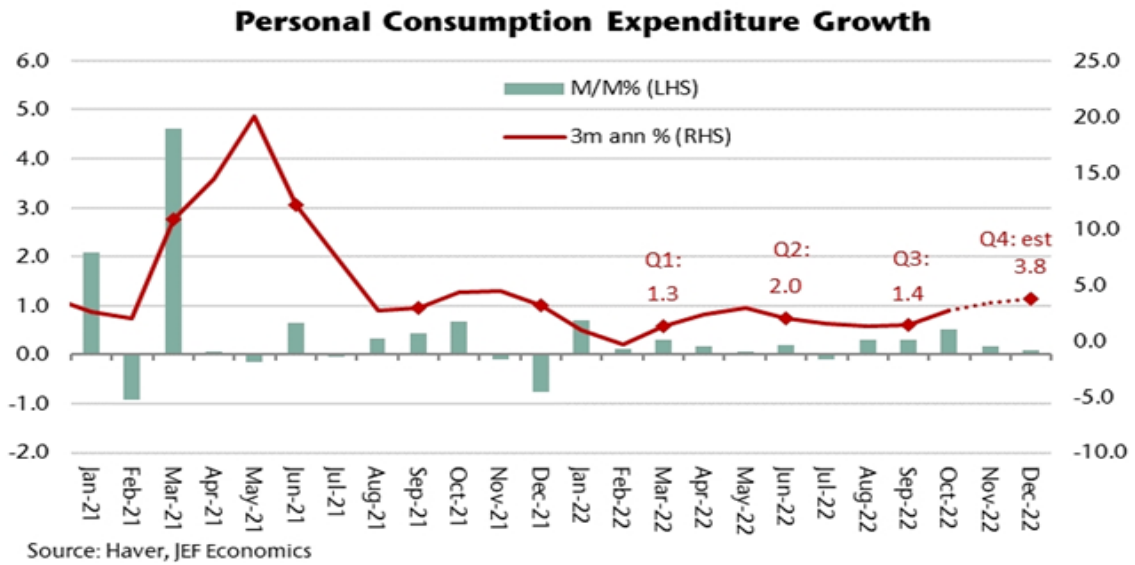
< במרבית המדינות קצב עליית השכר מהיר יחסית. אמנם בארה"ב השכר לשעת עבודה התמתן מעלייה של 6% ל-4.7% שנה אחורה (0.4% באוקטובר), אך עדיין מדובר בקצב מהיר יחסית. באירופה השכר עולה בקצב של 5%, ובגרמניה חלק מהאיגודים הגדולים דורשים תוספת של 8% לשכר.

< האינפלציה הופכת להיות יותר "רוחבית". בקרב 36 מדינות מפותחות, בחודש יוני 22 60% מסעיפי המדד עלו ביותר מ-4% (שנה אחורה). כעת 67% מסעיפי המדד חצו את רף ה-4%. אפילו ביפן, שלישי מסעיפי המדד עלו ביותר מ-4%. כאמור בישראל קיימת מעט נסיגה ב"רוחביות".

מניתוח של ה-Economist עולה שבנקים מרכזיים יהיו חייבים להמשיך להדק את המדיניות המוניטארית אפילו במחיר כניסה למיתון. יחד עם זאת, קיימת ציפייה שהמיתון לא יהיה עמוק במיוחד בשל המצב הפיננסי החיובי (חוב נמוך) בקרב משקי הבית אשר עדיין יושבים על הר של מזומנים בשל ההעברות הפיסקאליות בתקופת הקורונה (בפרט בארה"ב).

ארה"ב: הצריכה הפרטית ממשיכה להתרחב

בחודש אוקטובר, המסחר הקמעוני עלה ב-1.3% (נומינלית), מעבר לציפיות ל-1%. מדובר בגידול ריאלי של כמעט אחוז (האינפלציה עלתה ב-0.4% באותו חודש). ללא דלק ורכבים, המסחר הקמעוני עלה ב-0.9% באוקטובר לאחר גידול של 0.6% בספטמבר. לאור נתוני הצריכה החזקים, בבית ההשקעות Jefferies צופים גידול ריאלי של 3.8% בצריכה הפרטית ברבעון ד' וצמיחה סביב 4% באותו רבעון. כאמור, למרות ההאצה באינפלציה ושחיקת הנכסים הפיננסיים, משקי הבית נהנים מתעסוקה מלאה ורמה גבוהה של חסכונות מתקופת הקורונה. השלכות: המשק האמריקאי עדיין לא צפוי לגלוש למיתון בקרוב. הפד צפוי להעלות את הריבית ב-0.5% בדצמבר, 0.5% בפברואר והעלאה נוספת של 0.25% במרץ.



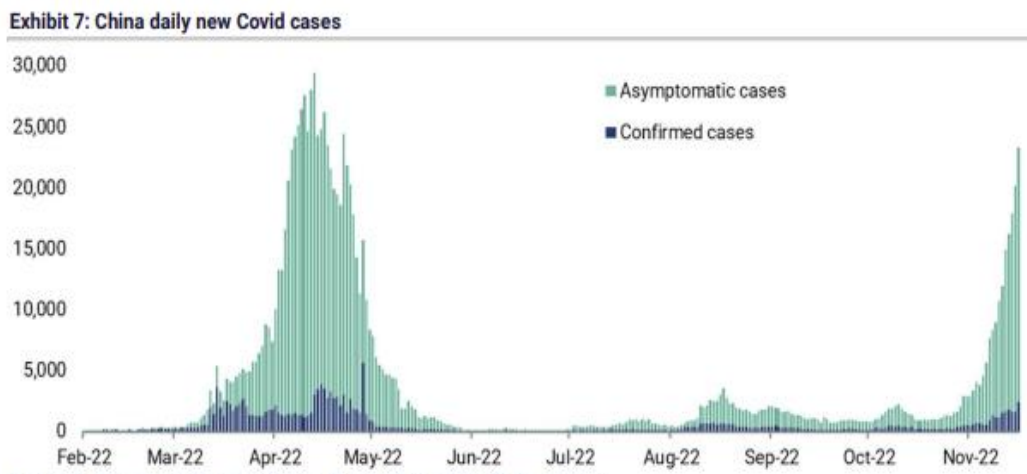
נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: ארה"ב: רביעי: הזמנות של מוצרי בניי קיימא (אוקטובר), מכירות של בתים חדשים (אוק'), מדד האמון הצרכני של משיגן (נוב'), מדדי מנהלי הרכש PMI בארה"ב ובמספר מדינות מפותחות (נובמבר), כולל באירופה ויפן.



## זום אין: ההתאוששות בסין צפויה להיות איטית

הנתונים הכלכליים מצביעים על התמתנות משמעותית בפעילות הכלכלית בסין. באוקטובר, המסחר הקמעונאי ירד ב-0.7%, הייצור התעשייתי עלה ב-0.33%, וההשקעות עלו ב-0.12% (כול הנתונים היו נמוכים מהציפיות), זאת בהשפעת מגבלות הקורונה וירידה בבנייה למגורים.

סין הודיעה על הקלות מסוימות במדיניות ה-zero-Covid, זאת למרות הזינוק בתחלואה. קשה לצפות לשינוי מהותי במדיניות בקרוב. הגרף הבא מציג את העלייה בתחלואה:



סין סובלת גם מהימשכות מגבלות הקורונה אך גם מירידה בפעילות בסקטור הנדל"ן, גם בהתחלות הבנייה, בפעילות הקשורה בבנייה, ובמכירות של ציוד ורהיטים הקשורים לשוק הדיור (אשר מהווים כ-10% מסך המכירות הקמעונאיות):

Chart 1. Construction and installation has been the main drag on property investment

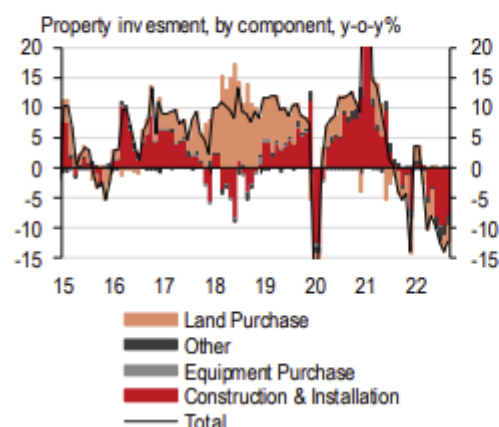


Chart 2. Housing-related retail sales have underperformed broader retail sales



בשבוע שעבר הממשל הכריז על 16 צעדים אשר נועדו להקל על קבלני הבנייה ולסייע לסיים פרויקטים אשר כבר החלו את בנייתם, אך ההתקדמות הופסקה בשל קשיי מימון. שיעור החשיפה המותרת לסקטור הנדל"ן בקרב הבנקים יעלה ומועד החזרי ההלוואות יוארך. עדיין קיים עודף היצע של דירות בסין, על רקע עודפי בנייה בשנים 2011-2015, אשר מוערך ב-18% מעל הביקוש הטבעי.



אך ללא הסרת מגבלות הקורונה ועלייה בביקושים קשה לצפות להתאוששות. עדיין אין הכרזה על הקלות משמעותיות במגבלות. בנוסף, העלייה בתחלואה תקשה על יישום ההקלות, וקיים סיכון (למבוגרים בפרט) בהסרת המגבלות בהעדר חיסון אפקטיבי. בסך הכול, משקי הבית מאד פסימיים ולא ימהרו להגדיל את החוב. מדד האמון הצרכני נמצא בשפל היסטורי:

Exhibit 13: China consumer confidence index



Source: National Bureau of Statistics, CEIC Data

לסיכום, לא ברור אם צעדי ההטבות לסקטור הנדל"ן הם - Game Changer, אך כן מדובר בהקלה מסוימת בסקטור אשר התקרב למשבר. יחד עם זאת, המשך צמיחה איטית בסין תומך במחירים נמוכים יחסית של הסחורות התעשייתיות והנפט. ירידה של 8% במחירי הנפט בשבוע האחרון הינה הוכחה לכך.

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 ועורכי 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 ועורכי 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 יעוץ 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 יעוץ מקצועי, לרבות מיעוץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שליידר 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 מכח 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 מפיציהם 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.