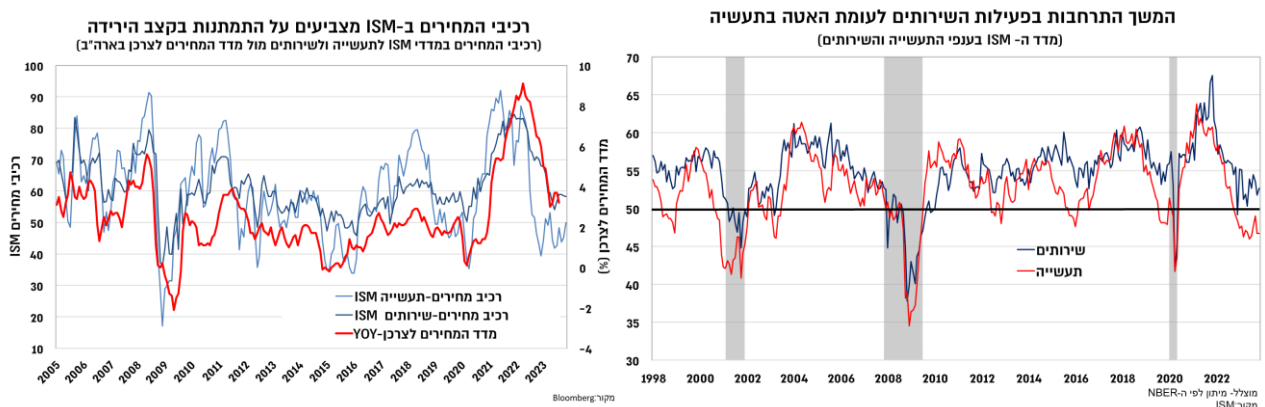


- נתוני התעסוקה לחודש נובמבר בארה"ב אמנם מיתנו במידה מסוימת את הציפיות להפחתת ריבית, אך הן עדיין גבוהות מדי להערכתנו. הבנקים המרכזיים המובילים בעולם ובראשם ה-Fed לא ימהרו להפחית ריבית מחשש לטעות נוספת ועלייה מחודשת באינפלציה, בפרט על רקע סביבת צמיחה חיובית בארה"ב ושיפור מהיר שנרשם לאחרונה בתנאים הפיננסיים.
- השפעות המלחמה, הן על צד ההוצאות והן על ההכנסות, באו לידי ביטוי גם בנתוני ביצוע התקציב לחודש נובמבר שבו נרשם גירעון של כ- 16.6 מיליארד ש"ח, כך שהגירעון בשנה אחרונה הגיעה לכ- 62 מיליארד ש"ח, כ-3.4% תוצר. העלייה המהירה בגירעון מתחילת המלחמה צפויה להוביל לגירעון של כ-4% תוצר השנה (גבוה יותר מטיטוט התיקון לתקציב 2023 בה הגירעון עומד על 3.7% תוצר), ובכל אופן החשיבות הגבוהה יותר היא לתקציב 2024, שבשלב זה מוערך על ידינו בכ-7%-6% תוצר.
- התנהלות הממשלה שמתעקשת על שיקולים פוליטיים בעייתית מבחינת הסיגנל לשווקים ולחברות הדירוג, שכן היא תקשה לבצע צעדים לצמצום הגירעון שכוללים ויתורים הן בגזרת השכר והן מבחינת ביטול פטורים ו/או העלאת מיסים. ככל שהממשלה תמשיל עם הקו הנוכחי הסיכון לעלייה בפרמיית הסיכון יגבר (כולל בלימת הירידה בציפיות לאינפלציה) ומשכך תוביל לעיכוב בתוואי הפחתת הריבית של בנק ישראל.
- מימון הגירעון נטו מתחילת המלחמה בוצע ברובו בהנפקות בחו"ל, תמהיל שהקל עד כה מאוד על השוק המקומי, אך לא צפוי לאפיין את 2024 כולה, שבה עיקר הגיוסים יהיו בשוק המקומי. העלייה בפרמיית הסיכון של ישראל בלטה עד כה בעיקר בחו"ל (ייתכן וגם על רקע הגיוס המוגבר) אך התנהלות הממשלה מעלה את הסיכוי לעלייה בפרמיית הסיכון גם בשוק המקומי.
- נתוני הפעילות של המשקיעים המוסדיים בשוק המט"ח באוקטובר הצביעו על רכישות (נטו) מתונות יחסית של כ- 920 מיליון דולר, והמחישו כי לא היו אלו המשקיעים המוסדיים שהובילו את הפיחות המהיר בשקל במהלך החודש לרמות של מעל ל-4 ש"ד. ההסבר העיקרי לכך הוא העלייה המהירה שנרשמה לאורך 2023 בשיעור החשיפה למט"ח שמתקרב לכ-20% מהתיק, ולהערכתנו, שיעור זה צפוי להישאר גבוה על רקע אי הודאות הגבוהה בכל הנוגע להתפתחות המלחמה, רמות נוחות יחסית של השקל ותמחור יקר של שוקי המניות בארה"ב.

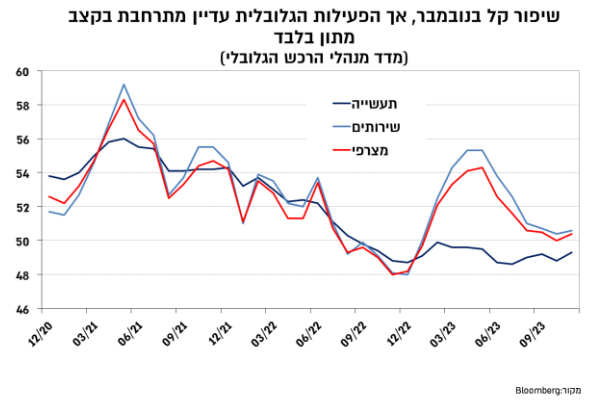
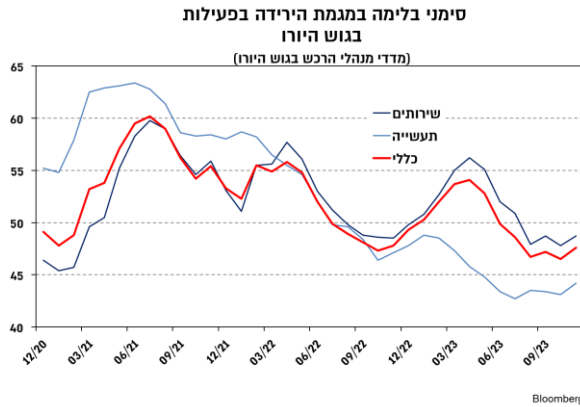
## הבנקים המרכזיים המובילים בעולם לא ימהרו לאותת על הפחתת ריבית מחשש לטעות נוספת ועלייה מחודשת באינפלציה

נתוני המאקרו בשבוע אחרון לא איתגרו אמנם יתר על המידה את התמחור בשווקים המכוון ל"נחיתה רכה" של הכלכלה האמריקאית, אך כן מיתנו במידה מסוימת את עוצמת הציפיות להפחתת ריבית מהירה בארה"ב. כך, השווקים התאפיינו בהמשך עלייה במדדי המניות המובלים בארה"ב ובאירופה, לצד עליית תשואות בשוק איגרות החוב בטווחים הקצר-בינוני לפידיון, שתמכה בהתחזקות של הדולר בעולם. התפתחות מעניינת וחשובה הייתה בהתנהגות שוקי המניות והאג"ח בשבוע האחרון, ולפיה נחלש המתאם החיובי שבין מחירי האג"ח והמניות, איתות לכך שתרחיש שבו תימשך הירידה המהירה בתשואות האג"ח יהווה התפתחות בעייתית מבחינת האפיק המנייתי שכן הוא יעלה את החשש מפני הידרדרות מהירה יותר בפעילות וברווחיות החברות, כלומר יאתגר את תרחיש הנחיתה הרכה.

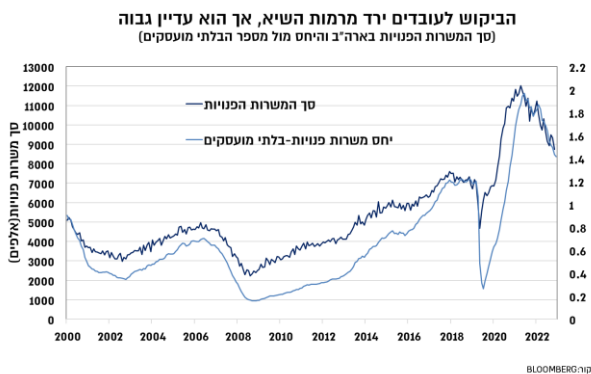
עם זאת, נתוני השבוע האחרון שיקפו צפי להמשך צמיחה חיובית בארה"ב, גם אם בקצב מתון יותר מאשר ברבעון השלישי, אך עדיין עקבי עם המגמה. מדד ה-ISM לפעילות השירותים עלה בשיעור גבוה מהצפוי בנובמבר מ-51.8 ל-52.7, כאשר תמהיל המדד היה חזק וכלל רמות של מעל ל-55 גם בפעילות הנוכחית וגם בהזמנות החדשות. בנוסף, ובדומה לרכיב המחירים ב-ISM תעשייה, גם רכיב המחירים בשירותים שיקף צפי לבלימת הירידה באינפלציה (שמר על רמה של סביב 5.8%).



חשוב לציין כי המשך הצמיחה בענפי השירותים, לצד צפי להתאוששות בפעילות התעשייה לאחר ירידה ממושכת, עשויים להוביל לשיפור בצמיחה בחלקים הראשונים של 2024 ולאתגר את ציפיות השוק להפחתת ריבית מהירה. הערכה זו מקבלת חיזוק גם מבלימת הירידה במדדי מנהלי הרכש לפעילות התעשייה בעולם שמשקפים את מיצוי תהליך התאמת המלאים לסביבת הביקושים החדשה לאחר משבר הקורונה.

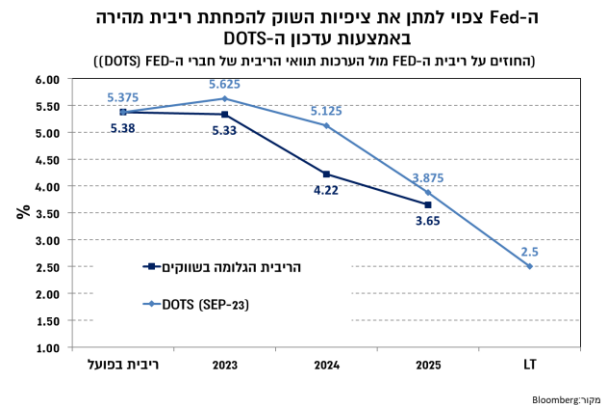
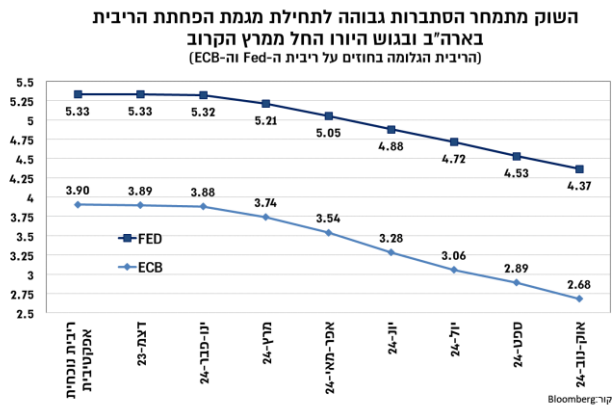


מבחינת שוק העבודה בארה"ב, נתוני התעסוקה האחרונים היו מעורבים, וכללו ירידה גבוהה מהצפוי בהיקף המשרות הפנויות באוקטובר לעומת דו"ח תעסוקה חזק מהצפוי לחודש נובמבר. היקף המשרות הפנויות ירד באוקטובר לכ-8.7 מיליון, אם כי מדובר באומדן ראשון, כאשר ירידה לרמה זו נצפתה כבר לפני 3 חודשים, אך לאחריה חל תיקון כלפי מעלה חזרה לרמות של כ-9.5 מיליון מישרות. בכל אופן, מגמת הירידה ההדרגתית בביקוש לעובדים לרמות טרום קורונה בהחלט סבירה, אם כי תמונת המצב הנוכחית עדיין משקפת ביקוש גבוה מהרגיל בשוק העבודה. ואכן, נתוני התעסוקה לחודש נובמבר עקביים עם נתון זה שכן הם הצביעו על ירידה באבטלה (מ-3.9% ל-3.7%) למרות עלייה בשיעור ההשתתפות (מ-62.7 ל-62.8), וזאת תוך עלייה חודשית גבוהה יחסית בשכר בקצב של 0.4%. מבחינת תוספת המועסקים, היא עלתה בכ-200 אלף בנובמבר, וזוהי גם הרמה הממוצעת שנרשמה ב-3 החודשים האחרונים.



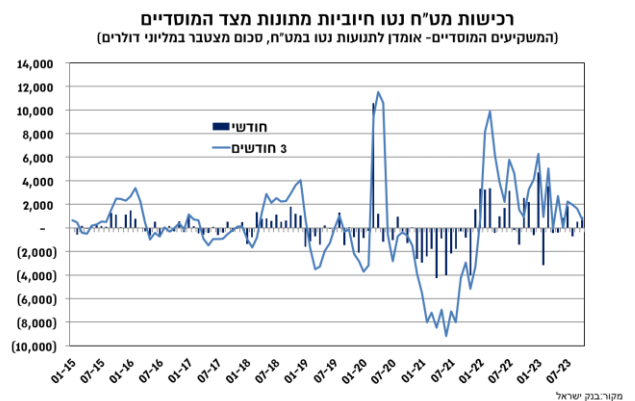
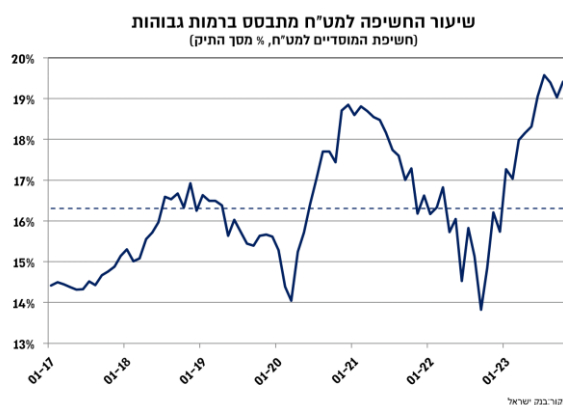
בשורה התחתונה, שוק העבודה בארה"ב מאופיין עדיין בביקושים גבוהים, אך הם ירדו מרמות השיא וקצב השיפור מתמתן. מבחינת ה-Fed, סביבת הפעילות והאינפלציה הנוכחיות אינן דוחקות בו לבצע שינוי כלשהו במדיניות והוא ימתין לפחות ברמת הריבית הנוכחית עד שהאינפלציה תצביע על ירידת מדרגה ברורה נוספת לעבר היעד. הערכה זו חשובה במיוחד על רקע הפער הגבוה בין הערכות השוק להפחתת ריבית ל-4.25%-4% עד סוף 2024 לעומת הערכות ה-Fed (DOTS מספטמבר האחרון) לסוף 2024 שעמדו על 5%-5.25%. אמנם הערכות אלו שיקפו צפי להפחתה של 50 נ"ב, שכן חברי ה-Fed העריכו שתידרש העלאת ריבית נוספת עד לסוף השנה, אך העלאה זו נדחתה על רקע עליית התשואות המהירה (עד לערב ההחלטה הקודמת בתחילת נובמבר) שלוותה בהקשחה ניכרת של התנאים הפיננסיים. לעומת זאת, מאז ההחלטה הקודמת, נרשם שיפור מהיר בתנאים הפיננסיים שיחד עם סקרי הציפיות מאותת על שיפור בפעילות בחלקים הראשונים של 2024, התפתחות שעשויה להיות מלווה גם בבלימת הירידה באינפלציה ברמה גבוהה מהיעד.

לכן, לאחר התגובה המאוחרת לעלייה באינפלציה ב-2022 סביר להערכתנו לצפות לכך שהבנקים המרכזיים ובראשם ה-Fed וה-ECB ינקטו בקו שמרני מחשש לטעות נוספת ולעלייה מחודשת באינפלציה. להערכתנו, ה-Fed צפוי להשתמש בהערכות הריבית (DOTS) בכדי לאותת לשוק כי אמנם תיתכן הפחתת ריבית בשנה הבאה, אך ראשית תידרש לכך ירידה ברורה באינפלציה לעבר היעד, ובכל אופן ללא הרעה ניכרת בפעילות וגלישה למיתון הפחתת הריבית צפויה להיות מתונה באופן ניכר ביחס לציפיות בשווקים.



## רכישות מט"ח מתונות יחסית של המוסדיים באוקטובר

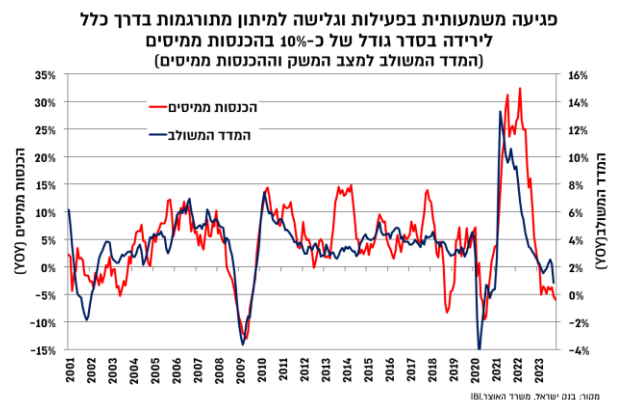
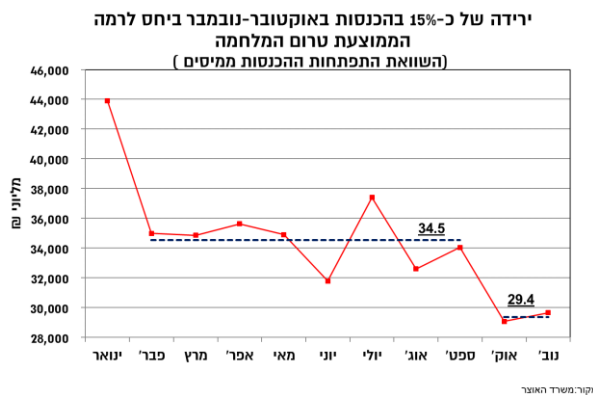
נתוני הפעילות של המשקיעים המוסדיים בשוק המט"ח באוקטובר הצביעו על רכישות (נטו) מתונות יחסית של כ-920 מיליון דולר, וזאת למרות ההידרדרות המהירה במצב הביטחוני עם פרוץ המלחמה בתחילת אוקטובר והמשך המגמה השלילית בשוקי המניות בעולם. נתונים אלו ממחישים כי לא היו אלו המשקיעים המוסדיים שהובילו את הפיחות המהיר בשקל במהלך החודש לרמות של מעל ל-4% לדולר, פיחות שנתקל במכירות מט"ח משמעותיות מצד בנק ישראל בהיקף של כ-8.2 מיליארד דולר שלאחריו נבלמה במהירות מגמת היחלשות השקל. בהתאם לזאת, ההתערבות של בנק ישראל בשווקים בחודש נובמבר הייתה מינורית, וסביר כי המכירות הזניחות יחסית של כ-340 מיליון דולר היו בתחילת נובמבר ברמות גבוהות יותר של הדולר מול השקל. מבחינת המוסדיים, המניע העיקרי לרכישות המט"ח המתונות יחסית בחודשיים האחרונים (נזכיר כי בספטמבר הרכישות הסתכמו בכ-500 מיליון דולר למרות מגמה שלילית בשוקי המניות בעולם) הוא שיעור החשיפה הגבוה למט"ח שמתקרב לכ-20% מהתיק. להערכתנו, נראה כי תמונת המצב הנוכחית הכוללת תמחור יקר של שוקי המניות בארה"ב, אי זדאות גבוהה בכל הנוגע להתפתחות המלחמה ורמות נוחות יחסית של השקל, תוביל לשמירה על חשיפת מט"ח גבוהה מצד המוסדיים בתקופה הקרובה.



## התנהלות הממשלה סביב התקציב עלולה לשחוק את אמון השווקים ולעכב את הפחתת הריבית

השפעות המלחמה, הן על צד ההוצאות והן על ההכנסות, באו לידי ביטוי גם בנתוני ביצוע התקציב לחודש נובמבר שבו נרשם גירעון של כ- 16.6 מיליארד ש"ח, כך שהגירעון בשנה אחרונה הגיעה לכ-62 מיליארד ש"ח, כ-3.4% תוצר. תמהיל התקציב בנובמבר היה זהה לאוקטובר עם עלייה בהוצאות המשרדים, שבלטו החודש יותר בקרב הוצאות הביטחון ביחס למשרדים האזרחיים, אך סך הוצאות המשרדים הממוצעות בחודשים באוקטובר-נובמבר, נעות סביב כ-8 מיליארד מעל לרמות טרום המלחמה. העלייה המהירה בגירעון מתחילת המלחמה צפויה להוביל לגירעון של כ-4% תוצר השנה (גבוה יותר מטיטוטת התיקון לתקציב 2023 בה גירעון עומד על 3.7% תוצר), ובכל אופן החשיבות הגבוהה יותר היא לתקציב 2024, שבשלב זה מוערך על ידינו בכ-7%-6% תוצר.

ההכנסות ממיסים הסתכמו ב-29.7 מיליארד ש"ח בנובמבר, מעט מעל לאלו שבאוקטובר (29.1 מיליארד ש"ח), והן נמוכות בחודשים אלו בכ-14% ביחס לרמה הממוצעת טרום המלחמה. הפגיעה בהכנסות באה לידי ביטוי בעיקר בירידה במיסוי חברות ועצמאים (כ-14% נמוך ביחס לרמות טרום המלחמה) ובמיסוי העקיף (כ-12% ביחס לרמות טרום המלחמה) על רקע ירידה חדה בצריכה מתחילת המלחמה, לעומת גידול מתון בהכנסות משכירים. היקף הירידה עד כה אמנם לא משקף באופן מלא את הפגיעה בפעילות בשל דחייה של חלק משלומי המס, אך ההתאוששות שנרשמה לאחרונה בפעילות, כפי שהיא באה לידי ביטוי בהוצאות בכרטיסי אשראי, במקביל למידת העלייה באבטלה, אינה תומכת בירידת מדרגה נוספת בהכנסות ממיסים, ועקבית עם ניסיון העבר שמעלה כי פגיעה חריפה בפעילות וגלישה למיתון מתאפיינים בירידה בסדר גודל של כ-10% בהכנסות ממיסים.



במבט אל 2024, תוואי הגירעון יושפע כמובן ממשיך והיקף המלחמה, מההאטה הצפויה בעולם שתקרין גם על צמיחה חלשה יותר של המשק המקומי, כאשר מנגד צפוי קיצוז מסוים, בעיקר בכל הנוגע להוצאות הביטחון, מהסיוע האמריקאי שטרם אושר. מכלול הגורמים מוביל אותנו להערכה כי בהנחה של לחימה ממושכת (תוך שינויים בעצימות) לאורך מרבית 2024, הגירעון ב-2024 צפוי לטפס לרמות של 6%-7% תוצר. מבחינת מימון הגירעון, תחת הנחה של גיוס נטו גבוה בחו"ל (נטו כ-20 מיליארד ש"ח, ברוטו כ-45-50 מיליארד ש"ח), יידרש מימון נטו מקומי של 100-110 מיליארד ש"ח, שמשמעותו גיוס ברוטו חודשי ממוצע של כ-14 מיליארד ש"ח לחודש.

כמובן שתוואי הפעילות יושפע בשנה הקרובה מהיקף ומשיך המלחמה, ובתרחיש בו מתגברת הלחימה בצפון, צפויה פגיעה נוספת בצמיחה ובהכנסות ממיסים. גם אי הודאות בנוגע לצד ההוצאות מושפעת באופן טבעי ממשיך והיקף המלחמה, אך לכך נוסף גם רכיב אי ודאות בנוגע לשינויים בהרכב התקציב, בעיקר בכל הנוגע לביטול הכספים הקואליציוניים ולצמצום משרדי

הממשלה, צעדים מתבקשים במצב חירום, עליהם המליץ גם בנק ישראל, שהממשלה הנוכחית מתקשה לקבל משיקולים פוליטיים.

התנהלות זו עלולה לשחוק את אמון השווקים ולהוביל לעלייה בפרמיית הסיכון הנדרשת גם בשוק המקומי. שכן עד כה, העלייה בפרמיית הסיכון בולטת יותר באג"ח הדולרית של ממשלת ישראל בחו"ל, שבה המרווח עומד על כ-130 נ"ב, גבוה בכ-50 נ"ב ביחס לרמות טרום המלחמה. ייתכן וחלק מהעלייה בפרמיה בחו"ל נבעה גם מגיוסים מוגברים יחסית מתחילת המלחמה. שכן, מימון הגירעון נטו מתחילת המלחמה בוצע ברובו בהנפקות בחו"ל, כאשר בנובמבר נרשם גיוס נטו בחו"ל של כ-13 מיליארד שח, וסך הכל בחודשיים האחרונים גיוס בחו"ל כ-25 מיליארד שח ברוטו (כ-23 מיליארד שח נטו). זאת לעומת גיוס נטו של 11.7 מיליארד נטו בשוק המקומי בחודשיים האחרונים. תמהיל זה הקל עד כה מאוד על השוק המקומי, אך לא צפוי לאפיין את 2024 כולה, שבה עיקר הגיוסים יהיו בשוק המקומי.

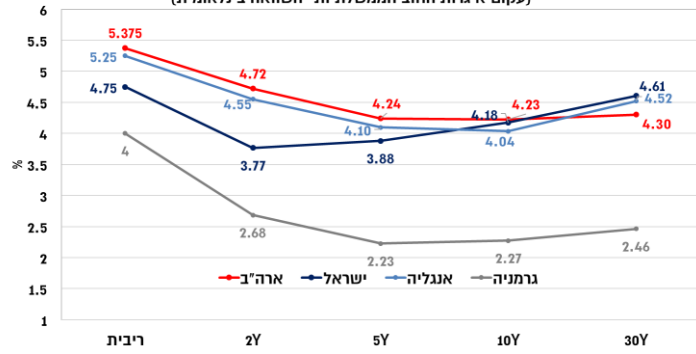
התנהלות הממשלה שמתעקשת על שיקולים פוליטיים בעייתית מבחינת הסיגנל לשווקים ולחברות הדירוג, שכן היא תקשה לבצע צעדים לצמצום הגירעון שכוללים ויתורים הן בגזרת השכר והן מבחינת ביטול פטורים ו/או העלאת מיסים, כך שהיא מובילה לתרחיש של גידול גבוה יותר בהוצאות ובגירעון. כמו כן, ככל שהממשלה תמשיל עם הקו הנוכחי הסיכון לעלייה בפרמיית הסיכון יגבר (כולל בלימת הירידה בציפיות לאינפלציה) ומשכך תוביל לעיכוב בתוואי הפחתת הריבית של בנק ישראל.



לכן, וכפי שציינו בסקירות הקודמת, התמחור בשוק המקומי נוטה יותר להתממשות התרחישים היותר אופטימיים מבחינת משך והיקף המלחמה וגם מבחינת המדיניות הפיסקאלית, ולכן חשוף להתפתחויות שליליות מבחינת גורמים אלו, בפרט על רקע התמחור האגרסיבי של הפחתות הריבית בשנה הקרובה, שתלוי במידה רבה בהתפתחות פרמיית הסיכון. לפיכך, התמחור הנוכחי תומך עדיין בעמדה דפנסטיבית יותר מבחינת מח"מ התיק. רמת הציפיות לאינפלציה שנעות סביב 2.4%-2.5% בטווח של עד ל-10 שנים מובילה לניטרליות בהעדפה שבין האפיק הצמוד לשקלי, אם כי בציפיות הארוכות שנסחרות סביב 2.6% קיימת לדעתנו עדיפות לאפיק הצמוד על רקע סיכון כלפי מעלה לסביבת האינפלציה הן מהגורמים המקומיים והם מהגלובליים במבט לטווח הבינוני- ארוך.

סביבת תשואות נמוכה יחסית בשוק המקומי בהתחשב באי הודאות הגבוהה

(עקום איגרות החוב הממשלתיות- השוואה בינלאומית)



מקור: Bloomberg

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

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.