

תמצית

1. **בישראל** - סקר מצב העסקים מה- 19-20.12 חשף כי הגורם העיקרי לפגיעה בפעילות העסקים בזמן המלחמה הנו הירידה בביקושים. בנימה אופטימית יותר - היקף הרכישות בכרטיסי אשראי עלה בדצמבר בחדות בהשוואה לחודש הקודם, אם כי היקף הרכישות בסיכום הרבעון הרביעי נמוך משמעותית מהרמה ב-Q3 (**עמודים 2-3**).

2. **תחזית 2024** - משרד האוצר מניח ב'תרחיש הבסיס' כי כלכלת ישראל תצמח בשנת 2024 בכ- 1.6%. באוצר ציינו כי "תרחיש הבסיס שלפיו נקבעה התחזית מניח סיום השלב האינטנסיבי של הלחימה ברבעון הראשון של 2024 והמשך שגרת לחימה עד סוף שנת 2024" (**עמוד 4**).

3. **אינפלציה** - תחזית מדד דצמבר יורדת קלות לכ- 0.10% (+3.10% YoY). תחזית האינפלציה לשנה הקרובה נותרת על כ- 2.30% (**עמוד 6**).

4. **ריבית ב"י** - שוק הריביות תמחר ביום שישי הסתברות של כ- 70% להורדת ריבית ביום שני והסתברות של כ- 75% להורדת ריבית נוספת בסוף פברואר. אנו מעריכים הסתברות דומה לציפיות בשוק להורדת ריבית ביום שני הקרוב, אך הסתברות נמוכה יחסית לכך שב"י יוריד את הריבית פעמיים ב-Q1 (**עמודים 7-8**).

5. **תחזית גרעון** - אגף התקציבים באוצר מניח כי הגרעון בשנת 2024 יעלה לכ- 5.7-5.9% (**עמוד 8**).

6. **דירוג האשראי של ישראל** - התקציב הפיסקלי המרחיב לשנת 2023, חוסר נכונות הממשלה לבצע קיצוצים תקציביים נדרשים בשנת 2024 (במהלך אשר יוביל כאמור לזינוק בגרעון), והתארכות המלחמה מגבירים את הסיכון גם להורדת דירוג האשראי של ישראל ע"י Moody's או Fitch בחודשים הקרובים. נזכיר כי סוכנויות אלה הכניסו בחודש אוקטובר את ישראל ל- Rating on review for downgrade (**עמוד 10**).

7. **מח"מ תיק האג"ח המקומי** - על רקע הערכתנו כי קיים סיכוי גבוה להורדת ריבית ביום שני, ולאור מרווחי ה- Asw השליליים מאד - אנו נותרים עדיין בהמלצתנו להחזקת התיק המקומי במח"מ בינוני בעיקר באמצעות אחזקה ישירה באגרות חוב באמצע העקום (אם כי הנטייה הנה למציאת תזמון טוב יותר לקיצור מח"מ התיק) (**עמוד 10**).

| ריביות | |
|---------------|-------------------------------|
| 4.75% | ריבית ב"י |
| 4.50% | הערכתנו לריבית בהחלטה הקרובה |
| 3.50-3.75% | הערכתנו לריבית בעוד 12 חודשים |
| 3.36% | FRA 9*12 IRS Curve |
| אינפלציה | |
| 3.30% | אינפלציה 12 חודשים אחורה |
| 0.10% | תחזית פועלים חודש דצמבר |
| -0.11% | מקדם עונתית דצמבר |
| -0.20% | תחזית פועלים חודש ינואר |
| -0.31% | מקדם עונתית ינואר |
| 2.30% | תחזית אינפלציה 12M |
| סחורות | |
| שינוי - שבועי | ערך |
| -1.1% | 954 |
| 1.4% | 6945 |
| -2.4% | 259 |
| שינוי - שבועי | ערך |
| 0.24% | 0.24% |
| 0.06% | 0.30% |
| 0.02% | 0.52% |
| 0.10% | 2.68% |

| עקומי האג"ח/IRS | |
|-----------------|--|
| 0.24% | מרווח ישראל - ארה"ב 10Y (נכון לסגירה ביום חמישי) |
| 0.06% | שיפוע 2-10 ישראל - שוק אג"ח |
| 0.02% | שיפוע 10-30 ישראל - שוק אג"ח |
| 0.10% | ציפיות אינפלציה 5Y/5Y ישראל - שוק האג"ח |

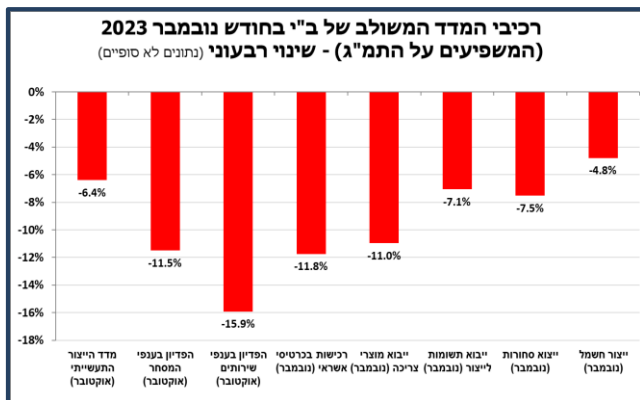
מאקרו

בישראל

המדד המשולב ירד בנובמבר ב-0.7% (לאחר ירידה של 1.8% באוקטובר) בהשפעת המשך מלחמת 'חרבות ברזל' - גרף 1. בב"י ציינו כי "המלחמה המשיכה להעיב על הפעילות במשק בנובמבר, אך עוצמת הפגיעה בפעילות החלה להתמתן".

← בגרף 2 ניתן לראות כי בראייה רבעונית כלל רכיבי המדד התכווצו בשיעור חד ב-Q4.

גרף 2



גרף 1

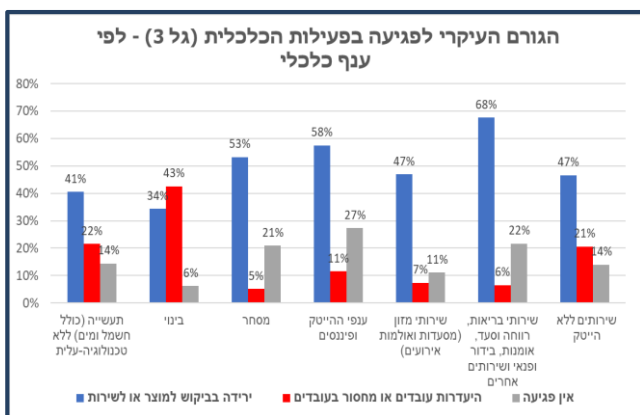


← עוד נציין לשלילה כי ייצוא השירותים (ללא חברות הזנק) התכווץ באוקטובר ב-1.5% MoM. בלמ"ס ציינו כי "הירידה הושפעה בעיקר מענף התיירות כתוצאה ממלחמת 'חרבות ברזל'".

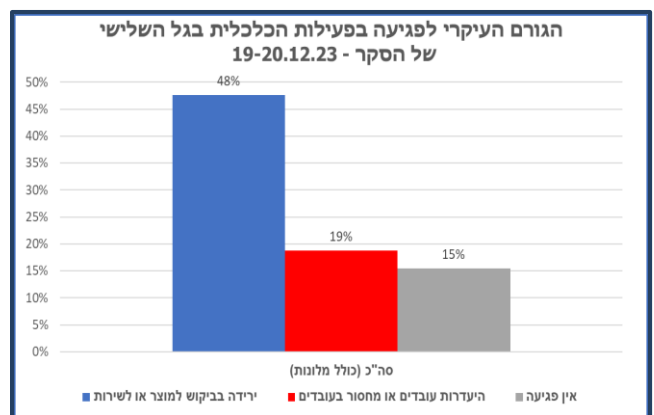
סקר מצב העסקים מה-19-20.12.23 חשף כי הגורם העיקרי לפגיעה בפעילות העסקים בזמן המלחמה הנו הירידה בביקושים (ובשיעור מתון יותר היעדרות/מחסור בעובדים) - גרף 3 - עובדה התומכת בהמשך סביבת אינפלציה מתונה.

← בחלוקה לענפים - ניתן לראות בגרף 4 כי הפגיעה בביקושים (עמודות כחולות) משמעותית יותר מהפגיעה בהיצע/מחסור בעובדים (עמודות אדומות) בכלל הענפים, פרט (כמובן) לענף הבינוי.

גרף 4



גרף 3

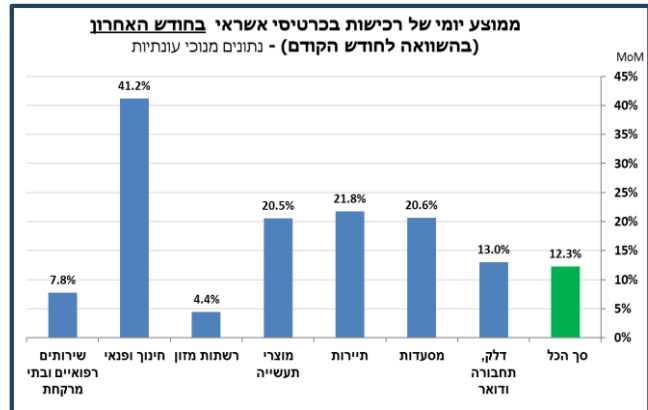


¹ נתון זה לא נלקח בחשבון במסגרת חישוב המדד המשולב של חודש נובמבר 23.

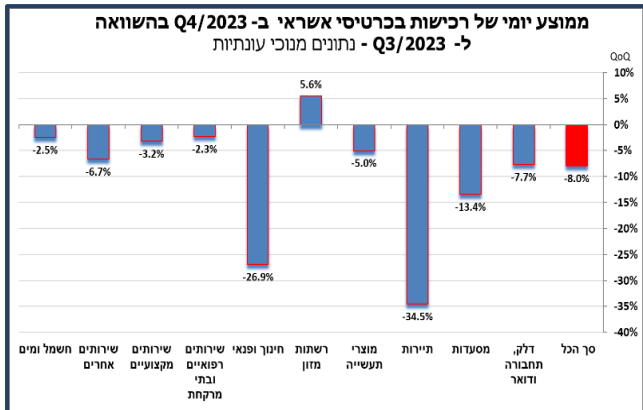
מודי שפריה, אסטרטג ראשי - שווקים פיננסים חדרי עסקאות וברוקראג'

- בנימה אופטימית יותר – היקף הרכישות בכרטיסי אשראי עלה בדצמבר בחדות בהשוואה לחודש הקודם (גרף 5 - נתונים נכונים ל- 25.12), אם כי היקף הרכישות בסיכום הרבעון הרביעי נמוך משמעותית מהרמה ב-Q3 (גרף 6) – אינדיקציה להתכווצות חדה הצפויה בצריכה הפרטית ב-Q4.

גרף 5

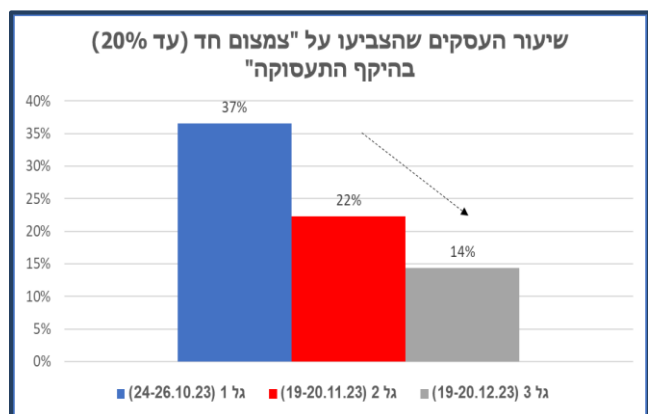


גרף 6

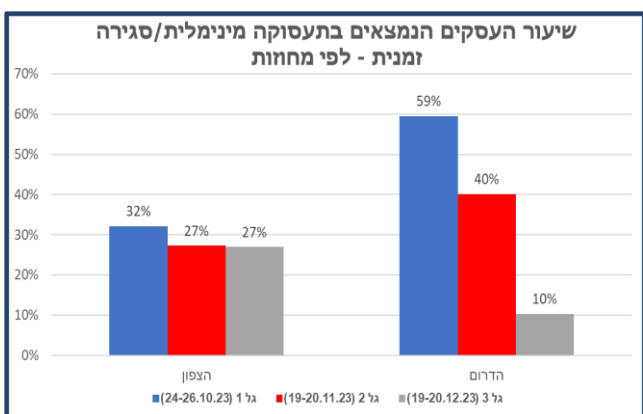


- עוד נציין לחיוב את השיפור בהיקף התעסוקה מאז תחילת המלחמה: נכון ל- 19-20.12 - כ-14% מהעסקים דיווחו על צמצום חד בהיקף התעסוקה (עד 20% ממצבת העובדים הרגילה), לעומת כ-22% מהעסקים שדווחו כך באמצע נובמבר וכ-37% בסוף אוקטובר - גרף 7.
- השיפור בהיקף המועסקים נרשם בעיקר במחוז הדרום, בעוד שבמחוז הצפון שיעור העסקים המדווחים על תעסוקה מינימלית/סגירה זמנית נשאר ללא שינוי בהשוואה למצב באמצע חודש נובמבר – גרף 8.
- בחלוקה לענפים - בענפי הבינוני שיעור העסקים הנמצאים בהיקף תעסוקה מינימלית/סגירה זמנית גבוה בהשוואה לענפים אחרים (כ-24%).

גרף 7



גרף 8



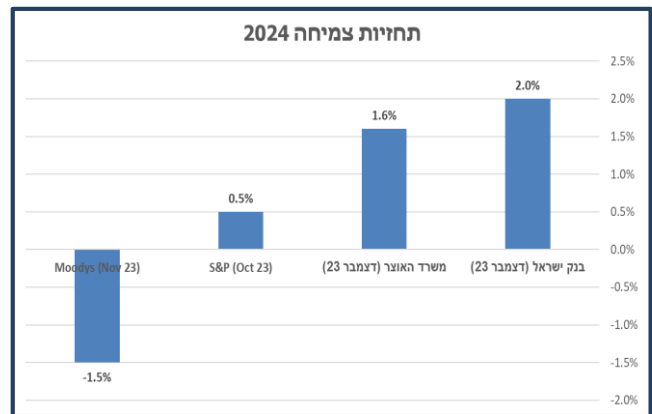
תחזית 2024

במסגרת 'דוח ההפרשים' – האוצר מניח ב'תרחיש הבסיס' כי כלכלת ישראל תצמח בשנת 2024 בכ- 1.6% (-0.3% צמיחה לנפש) – גרף 9. באוצר ציינו כי "תרחיש הבסיס שלפיו נקבעה התחזית מניח סיום השלב האינטנסיבי של הלחימה ברבעון הראשון של 2024 והמשך שגרת לחימה עד סוף שנת 2024. בתרחיש זה ההנחה היא שגיוס המילואים הנרחב מצטמצם בחצי ברבעון הראשון של שנת 2024 ואז מצטמצם באופן הדרגתי עד סוף שנת 2024".

בנוסף, נערכו אומדנים על 'תרחיש התאוששות מהירה' שהניח סיום לחימה ברבעון הראשון, וכן 'תרחיש התאוששות איטית' שהניח לחימה ממושכת בעצימות נמוכה. לפי תרחישים אלה, הצמיחה ב- 2024 צפויה להיות 2.2% ו- 0.2%, בהתאמה.

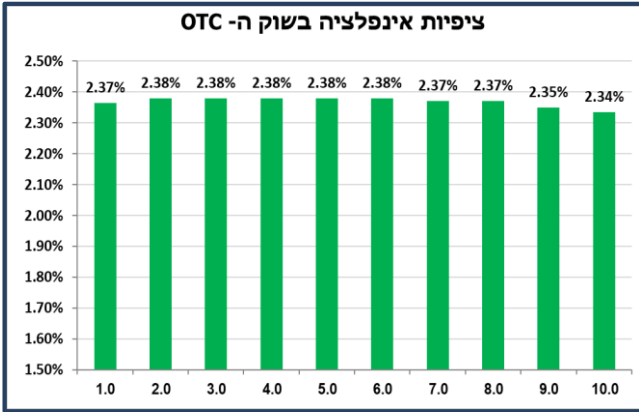
להרחבה אודות תחזית הגרעון לשנת 2024 – ראו בפרק על האג"ח הממשלתי.

גרף 9

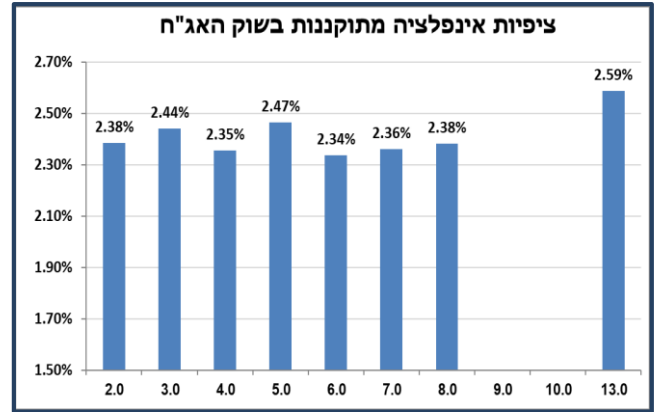


אינפלציה, אג"ח ממשלתי, IRS ושוק המט"ח

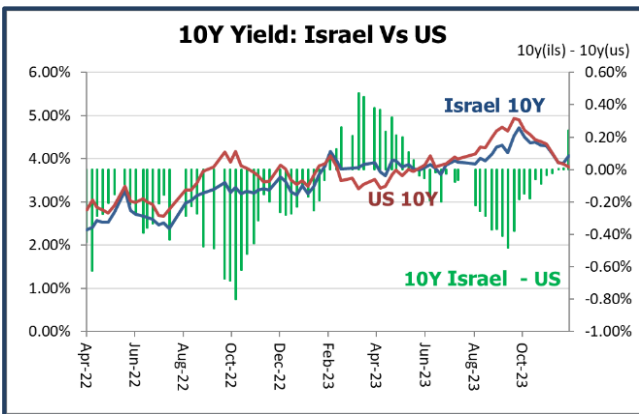
גרף 11



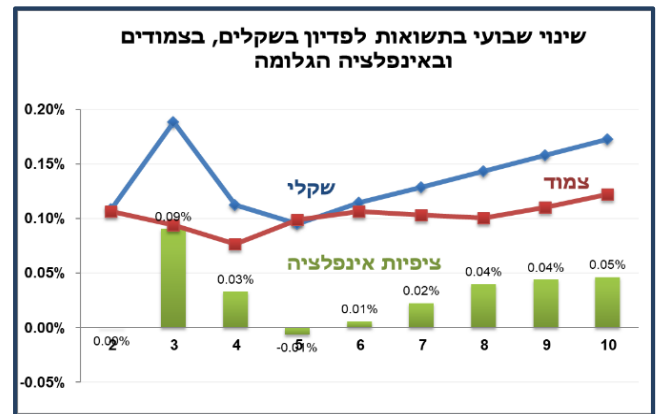
גרף 10



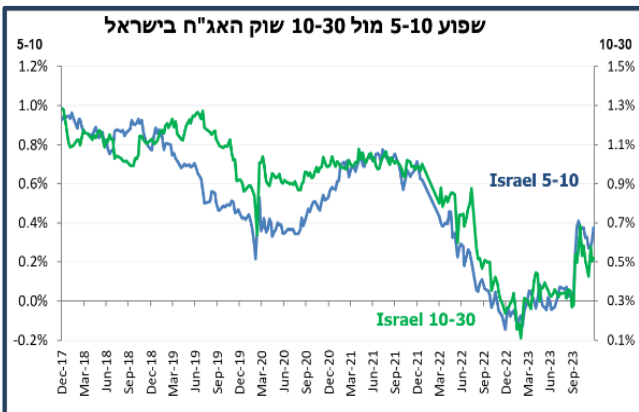
גרף 13



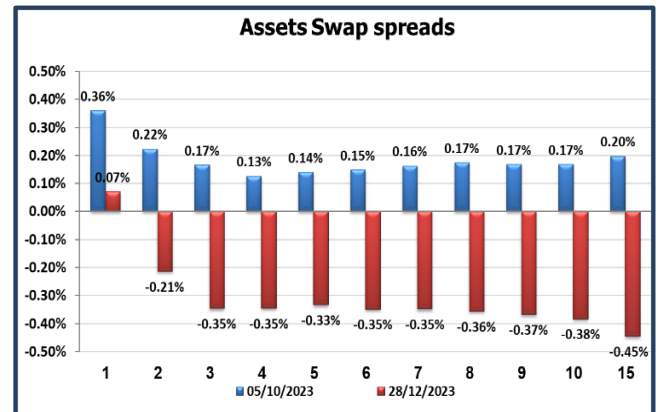
גרף 12



גרף 15



גרף 14 (נכון לחמישי בסגירה)



אינפלציה

- תחזית מדד דצמבר יורדת קלות לכ- 0.10% (YoY +3.10%) - לא סופי.
להלן עיקרי הרכיבים הצפויים להשפיע על המדד, אם כי האומדנים אינם סופיים:
 - ← מחירי המזון (ללא פו"י) צפויים לעלות קלות (+0.3%), לעומת ירידה עונתית של כ- 0.1%, ולהעלות את המדד בכ- 0.05%.
 - ← מחירי הירקות הטריים צפויים לעלות קלות ולהעלות את המדד בכ- 0.035% (לעומת ירידה עונתית).
 - ← רכיב ה'דיור' צפוי להיותר כמעט ל"ש (לעומת עלייה עונתית של כ- 0.4%).
 - ← רכיב 'אחזקת דירה' צפוי לעלות באופן מתון מאד (+0.01% למדד).
 - ← מאידך, רכיב 'ריהוט וציוד לבית' צפוי לרדת (עונתית) בכ- 0.7% ולהוריד את המדד בכ- 0.025%.
 - ← רכיב 'חינוך תרבות ובידור' צפוי לרדת בכ- 0.9% ולהוריד את המדד בכ- 0.09%, בעיקר בשל ירידה חדה הצפויה במחירי החופשות בישראל וירידה נוספת (עונתית) במחירי 'מסיבות ואירועים'.
 - ← רכיב 'בריאות' צפוי לעלות קלות (+0.01% למדד).
 - ← רכיב 'הוצאות על נסיעה לחו"ל' צפוי לעלות בחדות (+3.5%) ולהעלות את המדד בכ- 0.13%. אי הוודאות לגבי רכיב זה גבוהה מאד בשל שינוי אופן המדידה החל מחודש ספטמבר 2023, ובשל הירידה המשמעותית בהיצע הטיסות בתקופת המלחמה. יש לציין כי התחזקות השקל צפויה לקזז במעט את העלייה ברכיב (מורידה את המדד בכ- 0.03%).
- תחזית האינפלציה לשנה הקרובה נותרת על כ- 2.30%.

| | CPI MoM | CPI YoY |
|-----------------|---------|---------------|
| Dec - 23 | 0.10% | 3.10% |
| Jan - 24 | -0.15% | 2.65% |
| Feb - 24 | 0.20% | 2.35% |
| Mar - 24 | 0.40% | 2.35% |
| Apr - 24 | 0.50% | 2.15% |
| May - 24 | 0.50% | 2.45% |
| Jun - 24 | -0.10% | 2.35% |
| Jul - 24 | 0.30% | 2.35% |
| Aug - 24 | 0.30% | 2.15% |
| Sep - 24 | 0.10% | 2.35% |
| Oct - 24 | 0.40% | 2.25% |
| Nov - 24 | -0.25% | 2.30% |
| Next 12M | | +2.30% |

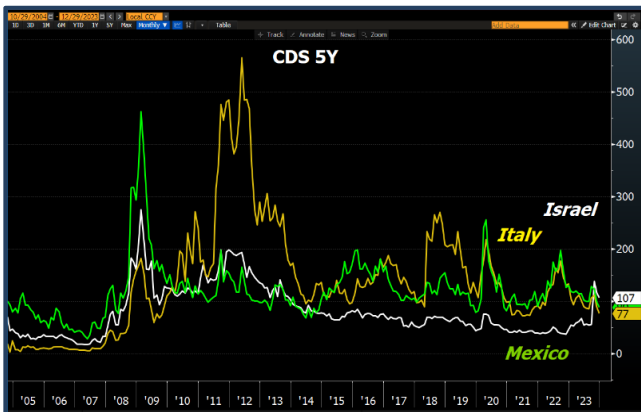
שקלי/צמוד

- אנו נותרים בהמלצתנו מה- 17.12.23 – אז המלצנו לנצל את הירידה הנוספת בציפיות האינפלציה לאחר פרסום מדד נובמבר, לצורך הגדלה מחודשת של ההחזקה באפיק הצמוד, עד לרמה של אחזקה שווה עם האפיק השקלי.

ריבית ב"י

- שוק הריביות תמחר ביום שישי הסתברות של כ- 70% להורדת ריבית ביום שני והסתברות של כ- 75% להורדת ריבית נוספת בסוף פברואר. אנו מעריכים הסתברות דומה לציפיות בשוק להורדת ריבית ביום שני הקרוב, אך הסתברות נמוכה יחסית לכך שב"י יוריד את הריבית פעמיים ב-Q1 (לפיכך המלצנו בסקירתנו מה-10.12.23 לשלם את התלבור לשלושה חודשים, אשר גילם בזמנו רמת ריבית של 4.25% בסוף פברואר).
בצד הגורמים התומכים בהורדת ריבית קרובה, נציין את:
 - ← התמתנות האינפלציה ומדד נובמבר הנמוך: האינפלציה ומרבית מדדי הליבה ירדו בשלושת החודשים האחרונים ובששת החודשים האחרונים (במונחים שנתיים) אל אזור מרכז יעד האינפלציה.
 - ← ההתכווצות החדה הצפויה בצמיחת הכלכלה ברבעון הרביעי (ראו הירידה החדה במדד המשולב), והציפייה לצמיחה לנפש שלילית במהלך שנת 2024.
 - ← חברי הוועדה ציינו בפרוטוקול הריבית כי הבעיות בצד הביקוש משמעותיות יותר מהפגיעה בצד ההיצע (ראו גם התייחסותנו לכך בפרק המאקרו)- "חברי הוועדה ציינו כי תחילה בלטו המגבלות הנובעות מצד ההיצע כתוצאה ממחסור בעובדים ומשיבושים בשרשראות האספקה, אך חלקן שוחררו, למעט בענפי הבינוי והחקלאות, וככל שתהליך זה יתקדם, ההאטה בפעילות צפויה לנבוע יותר מהפגיעה בביקושים."
 - ← הירידה בתנודתיות בשווקים הפיננסיים והייסוף החד בשקל, תוך התמתנות התנודתיות הגלומה גם בשוק האופציות על הדולר/שקל – גרף 16.
 - ← בהקשר לכך, נזכיר כי ב"י הכין בהחלטת הריבית האחרונה את הקרקע להורדת ריבית קרובה – אמר ש"ככל שהציבות בשווקים הפיננסיים תתבסס וסביבת האינפלציה תוסיף להתמתן אל עבר טווח היעד, המדיניות המוניטרית תוכל להתמקד יותר בתמיכה בפעילות הכלכלית."
 - ← התגברות הציפיות להורדת ריבית בארה"ב כבר בחודש מרץ – השוק מתמחר לכך, עתה, הסתברות של כ- 96%.
 - ← לסיום, נציין כי השוק כבר מתמחר הורדת ריבית ביום שני בהסתברות גבוהה מאד, כך שהורדת ריבית בפועל לא צפויה כמעט להשפיע על שוק המט"ח.

גרף 17



גרף 16

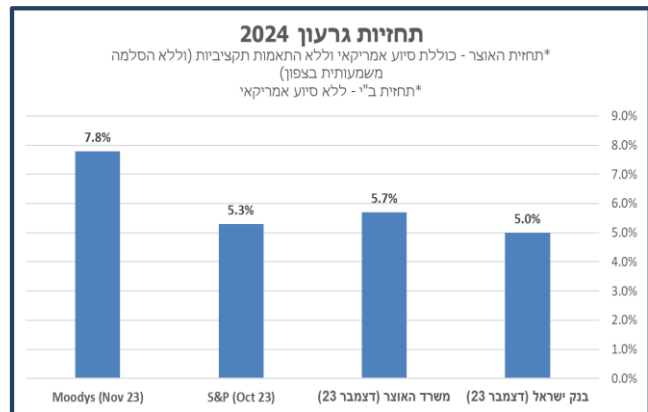


- בצד הגורמים אשר אינם תומכים בהורדת ריבית בינואר / בהורדת ריבית נוספת בחודש פברואר, נציין את:
 - ← האפשרות הממשית להסלמת המלחמה בצפון אשר תוביל לעלייה מחודשת בתנודתיות בשווקים.
 - ← חוסר שביעות רצון ב"י מההתנהלות התקציבית של האוצר – חברי הוועדה ציינו בפרוטוקול הריבית האחרון כי "ישנה אי-וודאות לגבי היקף הוצאות הממשלה על תוכניות הסיוע וההתפתחויות בתקציב המדינה והשפעתם על האינפלציה".
 - ← הצעדים המאקרו יציבותיים שנוקט הבנק בתקופת המלחמה מקטינים את הצורך בהורדת ריבית חדה.
 - ← פרמיית הסיכון של ישראל בשווקים הגלובאליים אמנם ירדה, אך עדיין שווה ברמה גבוהה – גרף 17.

תחזית גרעון

- אגף התקציבים באוצר פרסם את 'דוח הפרשים', במסגרתו מניח כי הגרעון בשנת 2024 יעלה לכ- 5.7-5.9% (גם תחת הנחה כי הסיוע האמריקאי לישראל יאושר, במהלך אשר יקטין את הוצאות הביטחון בשנת 2024).
 - ← באגף התקציבים ציינו כי "התוספת לתקציב הביטחון הנדרשת עבור הלחימה במהלך שנת 2024 מוערכת בכ- 30 מיליארד ₪ לפי תרחיש הייחוס הבסיסי שעליו התבסס משרד האוצר (ראו פרק המאקרו), זאת בנוסף לתקציב הסיוע האמריקני הצפוי. האומדן מתבסס על תרחיש הייחוס הידוע בעת הנוכחית, ובפרט ללא הסלמה משמעותית של הלחימה בגזרה הצפונית". (הדגשה שלנו).

גרף 18



- היות ונראה כי אין בכוונת האוצר לבצע קיצוצים משמעותיים בתקציב 2024, ניתן להניח כי הגרעון התקציבי יעמוד בשנה הקרובה על לפחות 5%, וזאת כמובן תחת הנחה שלא תהיה 'הסלמה משמעותית' בלחימה בצפון.
 - ← יש לציין כי הגרעון הצפוי אינו כולל את הגידול הצפוי בתשלומי 'קרן הפיצויים' אשר צפויים לעמוד ב- 2023-2024 על כ- 1% מהתוצר.

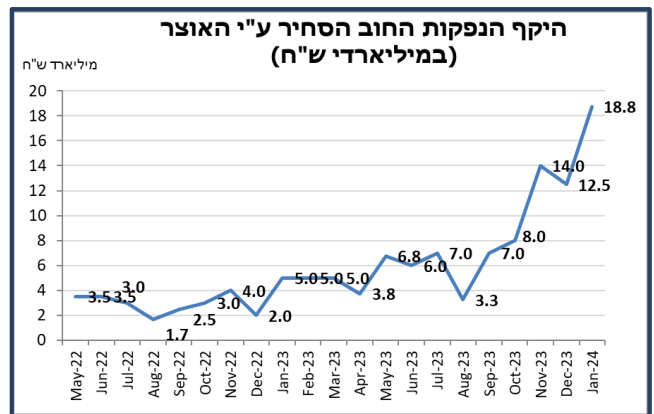
מימון הגרעון באמצעות הנפקות חוב

- לצורך מימון גרעון של כ- 6%, ותחת הנחות הפרטה של כ- 5 מיליארד ₪ וגיוס (גדול מאד) בחו"ל בשנת 2024 של כ- 8 מיליארד דולר, האוצר יצטרך להנפיק בשנת 2024 כ- 175 מיליארד ₪ בחוב הסחיר המקומי, משמע כ- 15 מיליארד ₪ בחודש בממוצע² (בדומה לקצב ההנפקות בחודשיים האחרונים).
- ← זאת (שוב) תחת הנחה שאין "הסלמה משמעותית" בלחימה בצפון.
- ולראייה, משרד האוצר הגדיל את היקף הנפקות החוב בינואר 2024 לרמת שיא של 18.75 מיליארד ₪ (גרף 19).
- ← גם ברמה השבועית נמשכת מגמת העלייה בהיקף הנפקת החוב הסחיר לכ- 75.3 מיליארד ₪ מדי שבוע – גרף 20 (היקף ההנפקות השבועי בדצמבר 23 היה מעט גבוה יותר, אך זאת לאור צמצום מספר ההנפקות).

גרף 20

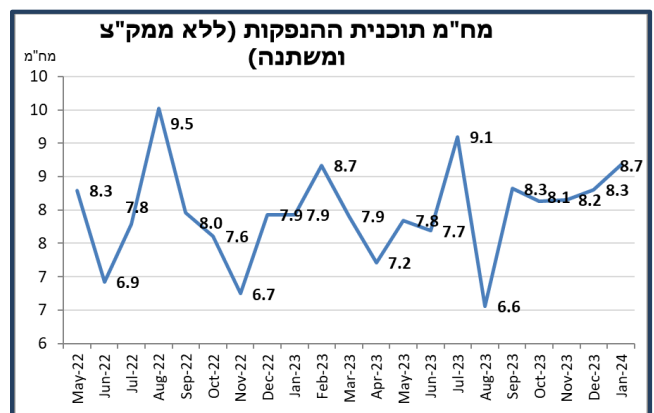


גרף 19



- ← מח"מ הנפקות החוב בינואר עומד על 8.7 שנים (ללא ממק"צ ומשתנה) – גרף 21.

גרף 21



² קרדיט: אבישר כהן

מח"מ תיק האג"ח המקומי

- התקציב הפיסקלי המרחיב לשנת 2023, חוסר נכונות הממשלה לקיצוצים תקציביים נדרשים בשנת 2024 (במהלך אשר יוביל כאמור לזינוק בגרעון), והתארכות המלחמה מגבירים את הסיכון גם להורדת דירוג האשראי של ישראל ע"י Moody's או Fitch – עובדה התומכת בקיצור מח"מ התיק המקומי. נזכיר כי סוכנויות אלה הכניסו בחודש אוקטובר את ישראל ל- Rating on review for downgrade.
 - מאידך, נציין בקצרה כי מרווחי ה- Assets swap השלייליים מאד לאורך העקום, כמו גם הערכתנו כי קיימת הסתברות גבוהה (כ- 70%) לכך שריבית ב"י תרד ביום שני תומכים עדיין באגרות החוב הממשלתיות (הגם שהשוק מגלם כבר הסתברות דומה...). עוד נציין כי איננו מעריכים כי הורדת הדירוג תתרחש בשבועיים/שלושה הקרובים.
 - אי לכך, אנו נותרים עדיין בהמלצתנו להחזקת התיק המקומי במח"מ בינוני בעיקר באמצעות אחזקה ישירה באגרות חוב באמצע העקום (אם כי הנטייה הנה למציאת תזמון טוב יותר לקיצור מח"מ התיק).
- ← נזכיר בהקשר לכך, שבסקירתנו מתחילת דצמבר המלצנו שלא להחזיק יותר באג"ח המקומיות ל- 30 שנה (לאחר שהמלצנו בתחילת נובמבר לנצל את העלייה החדה בתשואות לצורך הגדלת האחזקה באגרות הללו).

מח"מ חו"ל

- על רקע ירידת התשואות החדה מאד ב- Treasuries הארוכות, אנו נותרים בהמלצתנו מה- 17.12.23 להתחיל ולקצר את מח"מ התיק בחו"ל ממח"מ בינוני-ארוך למח"מ בינוני.

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. סקירה זו עשויה לכלול דעות ו/או המלצות שונות מסקירות אשר מפורסמות על ידי יחידות אחרות בבנק, ביחס לנייר ערך או נכס פיננסי נשוא הסקירה. 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, עשויים 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 לצרכיו האישיים והייחודיים של כל משקיע, אין לראות במסמך זה משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתוניו, צרכיו 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 עשויים 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.