

שוק האג"ח אופטימי מדי לגבי תוואי הורדת הריבית

יונתן כץ וכלכלני לידר שוקי הון

נקודות עיקריות

בשבוע האחרון השווקים המשיכו במגמה חיובית על רקע התמתנות באינפלציית PCE בארה"ב ובאינפלציית CPI באירופה. התבטאויות "יוניות" על ידי חברי הפד (כולל פאוול) ("well פאוול interest rates are: into restrictive territory." תמכו בירידת תשואות בשוק האג"ח. הנתונים הכלכליים היו מעורבים ותמכו בתרחיש "הנחיתה הרכה".

מאקרו ישראל:

- הרכישות בכרטיסי אשראי ירדו ריאלית ב-13.6% באוקטובר. אנו מעריכים גידול של 5% בנוב'. ברבעון ג' יצוא שירותי היי טק התרחב ב-16% בחישוב שנתי. גורמי המאקרו עדיין תומכים בשקל חזק, גורמים אחרים (פוליטיים וגאו פוליטיים) כנראה פחות.
- קיצוץ מאד חלקי ביתרת התקציב של 2023 עלול לפגוע באמינות הפיסקאלית, גם ב-2024.

סביבת האינפלציה

- העלינו את תחזית האינפלציה שנה קדימה ל-2.6% בציפייה לפיחות מתון בשקל על רקע המשך חוסר יציבות, גם גאו פוליטית וגם פוליטית/פיסקאלית. אנו מניחים שקל ב-3.80 ש"ח לדולר.

מדיניות מוניטארית

- בנק ישראל צופה ריבית של 3.75%-4% בסוף 2024. המסר של הנגיד: דרושה עוד התבססות ביציבות של השקל לפני הורדת ריבית. כלל לא בטוח שתנאי זה יתקיים ב-1 בינואר.

בעולם:

ארה"ב

- החדשות השליליות: מספר דורשי העבודה החדשים עלה ל-218 אלף איש (מ-209 אלף בפרסום הראשוני). בנוב' מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה נותר יציב ונמוך על 46.7. רכיב המחירים עלה ב-4.8 נק' ל-49.9. הירידות במחירי הסחורות צפויות להגיע למיצוי.
- החדשות החיוביות: מדד האמון הצרכני עלה בנובמבר תוך כדי ירידה בציפיות האינפלציה. מחירי הבתים (Case-Shiller) עלו ב-0.7% בספט' וב-3.9% שנה אחורה (למרות הירידה במספר המכירות של בתים). באוקטובר, ההכנסה הפנויה, הצריכה ואינפלציית PCE הליבה עלו ב-0.2%: תמיכה בתרחיש הנחיתה הרכה.

אירופה

- בנוב' אינפלציית הליבה התמתנה בצורה חדה ל-3.6% (הצפי היה ל-3.9%) מ-4.2% באוק'.

סין

- מדדי מנהלי הרכש בתעשייה היו מעורבים עם חולשה במדד ה-PMI אך שיפור במדד Caixin. הרשויות בסין הציגו תוכנית בת 25 נקודות לתמיכה במימון של הסקטור העסקי.

שוק האג"ח

- בשבוע האחרון התשואות בישראל ירדו מעט, בפרט באפיקים הצמודים: ציפיות האינפלציה עלו.
- בדצמבר האוצר צפוי לגייס 12.5 מיליארד ש"ח, קצב שבועי סביב 4.2 מיליארד ש"ח.
- להערכתנו שוק האג"ח מתמחר הורדת ריבית מהירה מדי. המשך תנודתיות בשקל עלול להקשות על תוואי הורדת הריבית.
- תחזית האינפלציה שנה קדימה שלנו עודכנה ל-2.6%, ולכן אנו ממשיכים להעדיף את האפיקים הצמודים כאשר תמחר האינפלציה נמוך יחסית לסיכונים האינפלציה כלפי מעלה מכיוון שע"ח, ועלייה במחירי היבוא (מגבלות בהיצע או עלייה במחירי הביטוח).
- לאור מכלול הסיכונים בישראל, התשואה ל-10 שנים אמורה להיות גבוהה מזו של ארה"ב.

זום אין: הסיכונים לתרחיש הבסיסי משמעותיים

- השוק/חזאים צופה אינפלציה נמוכה יחסית והורדה משמעותית בריבית בשנה הקרובה.
- התרחיש הבסיסי (אנחנו טיפוסים אופטימיים בטבענו) מושתת על הנחה של אי הסלמה בסביבה הגאו פוליטית ועל התנהלות פנימית אחראית לגבי תוואי הגירעון ושמירה על האמינות הפיסקאלית.
- עלייה פרמנטית בתקציב הביטחון תחייב קיצוצים ו/העלאת מיסים שיהיו קשים ליישום פוליטית.
- תרחיש של ציפייה לגירעון גבוה בשנים הבאות (מעבר ל-2024), הורדת דירוג, ופיחות בשקל לא תומך בהורדת ריבית אגרסיבית.

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	3.7%
נובמבר	0.1%
דצמבר	0.1%
ינואר	0.0%
שנה קדימה	2.6%
2024	2.3%

ריבית

נוכחית	4.75%
רבעון א' 2024	4.5%
סוף 2024	4.0%

שע"ח

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.739	4.0783
שינוי שבועי	0.0%	-0.1%
YTD	6.6%	8.7%
שנה קדימה	3.80	4.15

גיוס מול פירעון

פדיון סחיר	דצמ'
תחזית הנפקות	12.5
עודף פדיון	-12.5

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
1025	1.32	1.4	1.4
527	1.38	1.5	1.5
1131	1.70	1.8	1.8

שקלי

825	3.73	3.9	4.0
928	3.94	4.0	4.1
432	4.21	4.2	4.3

US

2y	4.54	4.5	4.4
5y	4.14	4.2	4.1
10y	4.20	4.1	4.0

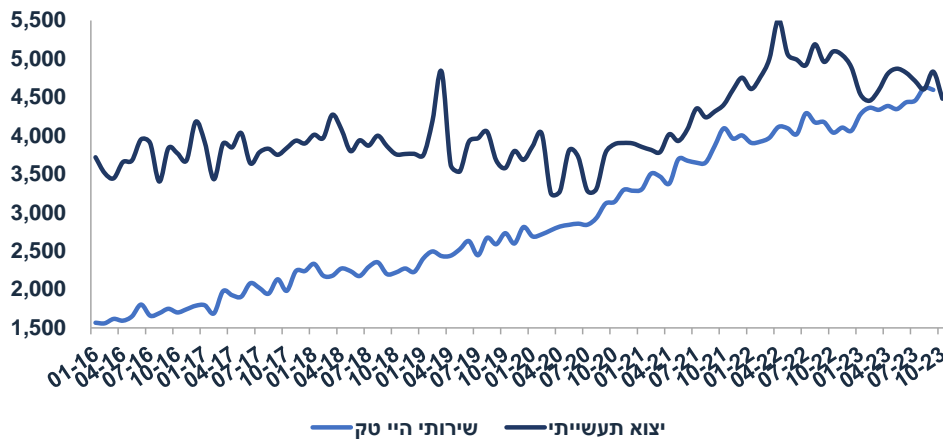
* ט"ק - החודש הקרוב

מאקרו ישראל

גידול מהיר בייצוא שירותי היי טק

יצוא שירותי היי טק, הקטר החשוב של כלכלת ישראל, עלה ברבעון ג' ב-16% בחישוב שנתי (בניכוי עונתיות בדולרים), האצה מגידול של 6% ברבעון ב'. לפי סקר מגמות בסקטור העסקי של אוקטובר צפוי המשך התרחבות מתונה ביצוא לקראת סוף השנה, למרות ההרעה בסביבה הביטחונית. התרחבות זאת מפצה חלקית על הירידה ביצוא התעשייתי (ראה גרף). לולא העודף בחשבון השוטף בישראל, הלחץ לפיחות בשקל היה חזק יותר. עדיין, בתקופה הקרובה ההתפתחויות הגאו פוליטיות והפוליטיות יכתיבו את כיוונו של שע"ח.

ייצוא תעשייתי וייצוא שירותי היי טק (מיליוני דולר, בניכוי עונתיות)



נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל - שני: השכר הממוצע במשק (ספטמבר). שלישי: סקר מגמות בסקטור העסקי (נובמבר). רביעי: כניסה/יציאה של תיירים (נובמבר), המכירות ברשתות השיווק (אוקטובר).

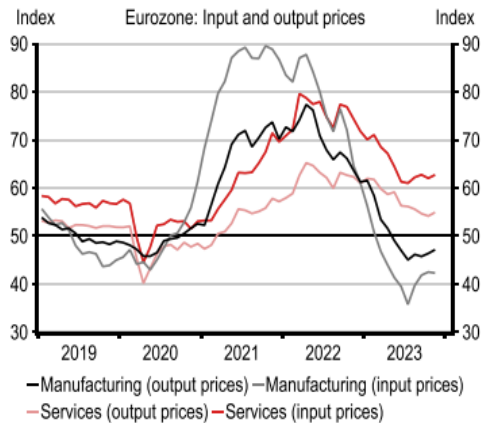
מאקרו חו"ל

אירופה: התמתנות של ממש באינפלציה

בנובמבר, נתוני האינפלציה הפתיעו לטובה. סך הכול האינפלציה התמתנה ל-2.4% שנה אחורה מ-2.9% ואינפלציית הליבה התמתנה ל-3.6% מ-4.2%, פחות מהציפיות המוקדמות של 3.9%. מחירי השירותים התמתנו ל-4.0% מ-4.6% ומחירי הסחורות (goods) ליבה התמתנו ל-2.9% מ-3.5%. האינפלציה בגרמניה התמתנה באופן חד במיוחד ל-2.3% מ-3.0%. שוק האג"ח מתמחר הורדת ריבית כבר בחודש אפריל (50% סיכוי כבר במרץ) ו-4 הורדות ריבית עד אוקטובר 2024. אומנם ההתחזקות של היורו צפויה לתמוך בהתמתנות באינפלציה, עדיין לפי הערכתנו, מדובר בהערכה אופטימית מדי, כאשר שיעור האבטלה עדיין בשפל של 6.5% ועדיין מסתמנים לחצי שכר כאשר פירמות מדווחות על צפי לעליית שכר של 4.5%-5% בשנה הקרובה. גם מדדי מנהלי הרכש בענפי השירותים מצביעים על צפי לעליות במחירי התשומות (שכר בעיקר). התאמות השכר לאינפלציה באירופה מתרחשות בפיגור (בשל הסכמי שכר ריכוזיים). לדוגמה: עובדי המדינה בגרמניה יקבלו תוספת שכר של 16.9% השנה.

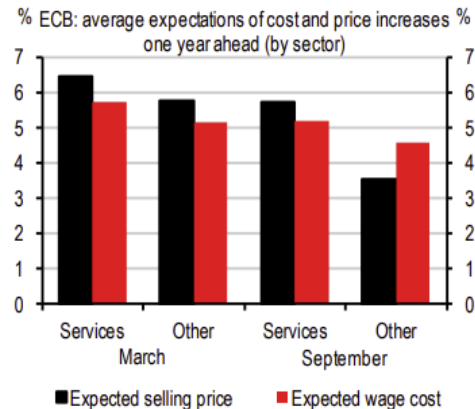
השלכות: לא צפויה הורדת ריבית על ידי ה-ECB לפני המחצית השנייה של 2024 (בדומה לפד). מדיניות של Higher for Longer עלולה להקשות על פוטנציאל הורדת הריבית על ידי בנק ישראל.

5. Eurozone firms, however, continue to see ongoing cost pressures ...



Source: Macrobond, HCOB/S&P Global PMIs

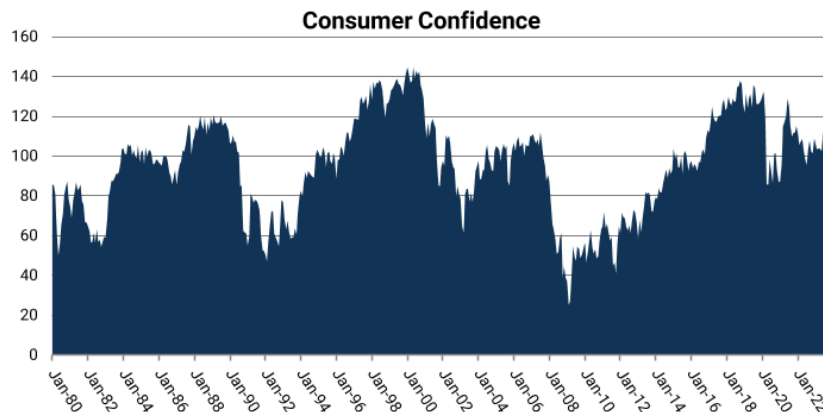
6. ... and expect large wage increases next year which should feed through to prices



Source: ECB survey on the access to finance of enterprises (SAFE).

ארה"ב: משקי הבית לא פסימיים במיוחד

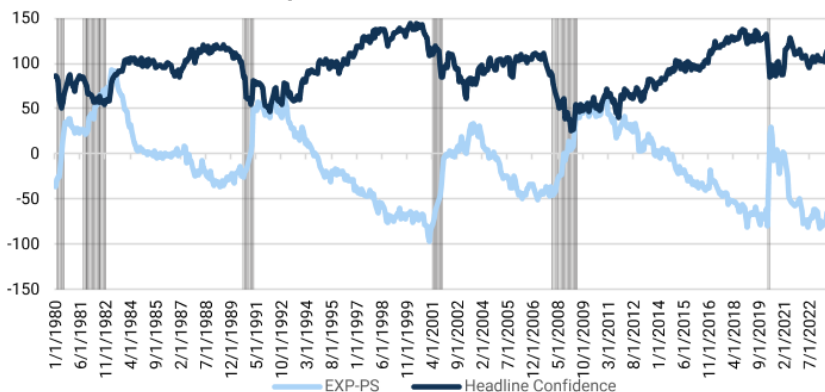
הוויכוח לגבי נחיתה רכה או נחיתה קשה נמשך. בינתיים הנתונים האחרונים תומכים בנחיתה הרכה, כולל רמת אמון צרכני גבוהה יחסית (102.0 נקודות בנובמבר, לעומת צפי ל-101.0, עלייה מ-99.1) לאחר ארבעה חודשים של ירידה באמון. הגרף הבא ממחיש שרמת האופטימיות הצרכנית לא קרובה לתקופות שפל:



Source: Conference Board

רכיב הציפיות קדימה עלה בחדות ל-77.8 מ-72.7, אך עדיין נמצא על רמה היסטורית נמוכה. ציפיות האינפלציה שנה קדימה ירדו מעט ל-5.7% מ-5.9%. מצב התעסוקה (jobs plentiful) מתמתן אך עדיין נמצא ברמה היסטורית גבוהה.

Consumer Confidence: Headline vs Expectations - Present Situation



Source: Conference Board & Jefferies

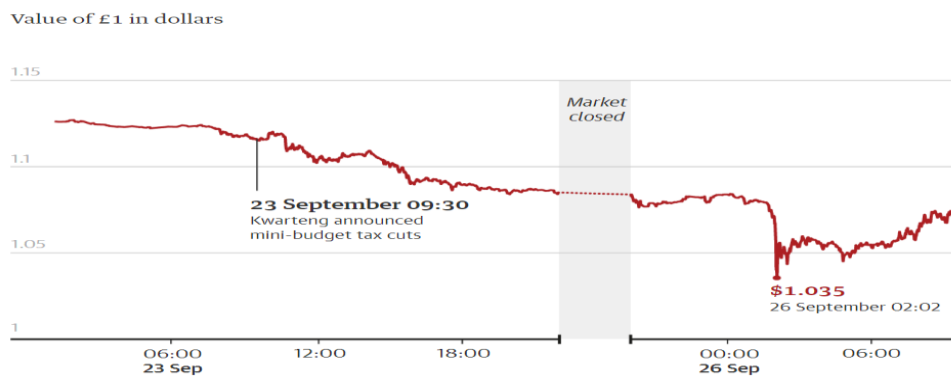
השלכות: תרחיש "הנחיתה הרכה" מתחזק, אך בתרחיש זה (ללא התכנסות האינפלציה לקרבת יעד האינפלציה) הפד יתקשה להוריד את הריבית בצורה מהירה. יחד עם זאת, תחילת loosening cycle במחצית ב' של 2024 תומכת בירידה מתונה בתשואות הארוכות בארה"ב לכיוון 4%: לעומת זאת, בישראל צפויה יציבות או עליית תשואות.

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם – ארה"ב: שני: הזמנות של מוצרי בניי קיימא (נוב'), הזמנות בתעשייה. שלישי: מדד מנהלי הרכש ISM בענפי השירותים (נוב'), מספר המשרות הפנויות (JOLTS, אוק'). חמישי: מספר דורשי העבודה. שישי: נתוני תעסוקה (השוק צופה גידול מהיר יחסית של 190 אלף מועסקים) ושכר לשעת העבודה (נוב'), מדד האמון הצרכני של משיגן.

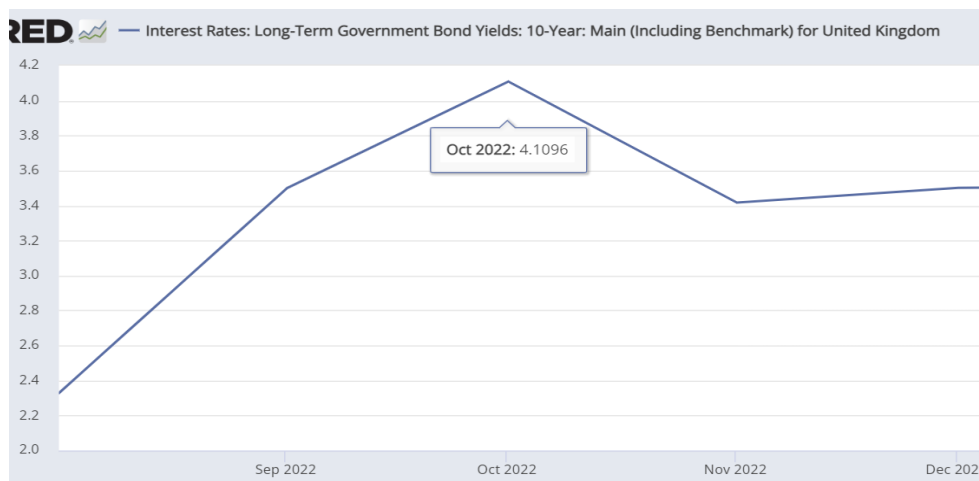
זום אין: הסיכונים לתרחיש הבסיסי משמעותיים

- השוק/חזאים צופה אינפלציה נמוכה והורדה משמעותית בריבית בשנה הקרובה.
- התרחיש הבסיסי (אנחנו עם אופטימי בטבענו) מושתת על הנחה של אי הסלמה בסביבה הגאו פוליטית (לגבי הצפון), ועל התנהלות פנימית אחראית לגבי תוואי הגירעון ושמירה על האמינות הפיסקאלית. למעשה, השוק צופה שהמחלוקות העמוקות בעם "יסתדרו". בלי להיכנס לתרחיש ספציפי, כלל לא בטוח שהשסע בעם שאפיין את תשעת החודשים הראשונים של השנה לא יימשך לאחר הרגיעה בחזית הביטחונית.
- ברור שעלייה פרמננטית בתקציב הביטחון תחייב קיצוצים ו/העלאת מיסים שיהיו קשים ליישום פוליטית. הקושי לקצץ את התוספות הקואליציות שנותרו לחלוקה ב-2023 ממחיש זאת. מה יקרה אם השווקים יתחילו לתמחר עלייה בגירעון התקציבי, מעבר ל-2024?
- **זוכרים את בריטניה באוקטובר 2022?** הכרזה על מדיניות פיסקאלית מרחיבה ולא אמינה הביאה לעלייה חדה בתשואות (ב-0.5%) ולפיחות בפאונד (ראה גרף), מה שאילץ את התפטרות ראשת הממשלה ולביטול התוכנית.

The pound hit an all-time low against the dollar after tax cuts in Kwasi Kwarteng's mini-budget undermined confidence in the UK



התשואות ל-10 שנים ב-UK עלו ב-0.5%:



- **תרחיש של ציפייה לגירעון גבוה בשנים הבאות (מעבר ל-2024) לא תומך בהורדת ריבית אגרסיבית. מה הן המשמעותיות?**
- אובדן אמון של המשקיעים בהתנהלות הפוליטית והפיסקאלית צפוי לתמוך בהמשך לחץ לפיחות בשקל וכנראה להורדת דירוג של ישראל. סביבה זו איננה תומכת בהורדת ריבית (אולי תומכת אפילו בהעלאת ריבית).
- תחזית המאקרו המעודכנת של בנק ישראל מציגה את הסיכון הפיסקאלי (מעבר לסיכון של הסלמה בלחימה בחזית נוספת):
- "בתחום הפיסקלי, הסיכונים נובעים מאי ודאות ביחס להיקף ומימון הוצאות הממשלה. ככל שהממשלה תחליט להגדיל יותר את ההוצאות ו\או להימנע מצמצום הוצאות אחרות, כך הגירעון והחוב צפויים לגדול יותר בהתאם. לאלו, צפויות להיות השלכות גם על הריבית והאינפלציה".
- בדקנו תרחיש בהנחה שהשקל יחזור לסביבות 3.9 ש"ח לדולר באמצע 2024 (התהליכים הם איטיים). קיבלנו תוספת אינפלציה של 0.4% על התרחיש הבסיסי של אינפלציה של 2.6%. כלומר, אינפלציה של 3.0% שנה קדימה. בתרחיש זה צפוי הפסד הון משמעותי באג"ח הממשלה.

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 ועורכיו 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 ועורכיו 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 ייעוץ 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 ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר ייעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שלידר 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 מכוח 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 מפיצייהם 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.