

יונתן כץ  
וכלכלני לידר  
שוקי הון

## סיכוי סביר שריבית הפד תעלה ב-0.75% בשבוע הבא

### נקודות עיקריות

עלייה חדה באינפלציה במאי (מעבר לציפיות) העיבה על השווקים ביום שישי ושלחה את התשואות כלפי מעלה. ביום חמישי ה- ECB שידר "ניציות" עם כוונה להעלות את הריבית גם ביולי (ב-0.25%) וגם בספטמבר (כנראה ב-0.5%) ולהתמיד עם העלאות ריבית ("באופן הדרגתי אך ממושך").

### מאקרו ישראל: שוב, עודף תקציבי במאי

במאי העודף התקציבי הגיע ל-1.4 מיליארד ש"ח ו-33 מיליארד מתחילת השנה. הסקטור העסקי מדווח על המשך פעילות ערה וציפיות להאצה בחודשים הקרובים. במחצית הראשונה של מאי, שיעור האבטלה חזר לרמה ערב הקורונה (3.4%). נוספו 64 אלף מועסקים חדשים בשבועיים, ושיעור התעסוקה חזר ל-2019. במאי, מיליון ישראלים יצאו לחו"ל! 33% יותר מאשר במאי 19 (ערב הקורונה). מדובר בהיקף משמעותי אשר תורם להתמתנות (או ירידה) בצריכה המקומית. לעומת זאת, נכנסו 258 אלף תיירים מחו"ל (30% פחות ממאי 2019).

### סביבת האינפלציה: צפוי מדד של 0.8% במאי

אנו צופים מדד של 0.8% בחודש מאי, ברף הגבוה של הציפיות בשוק. אנו צופים עלייה במחירי המזון, פירות וירקות, הלבשה ונסיעות לחו"ל. הסקטור העסקי צופה אינפלציה של 2.47% שנה קדימה, האצה מ-2.25%. ביום שישי השקל פוחת ב-0.7% מול הסל עד 13:30, אך המשיך להיחלש.

### ארה"ב: האינפלציה מפתיעה כלפי מעלה

במאי מדד המחירים לצרכן עלה ב-1.0% (הצפי היה ל-0.7%) והליבה עלתה ב-0.6% (הצפי היה ל-0.5%). עליות מחירים היו במזון, דיוור, טיסות, רכבים ועוד. ביוני מדד האמון הצרכני של משיגן צנח ל-50.2 נק' (צפי ל-58.5) מ-58.4. משקי הבית חוששים מאינפלציה עם ציפיות ל-5.4% שנה קדימה (עלייה מ-5.3%). קרן המטבע הורידה את תחזית הצמיחה בעולם ל-2.9% מ-4.1% ואת הצמיחה בארה"ב ל-2.5% מ-4.2%.

### אירופה: חולשה בפעילות בגרמניה

בגרמניה ההזמנות בתעשייה ירדו ב-2.7% באפריל וירדו ב-6.2% שנה אחורה. ה- ECB צופה צמיחה של 2.8% השנה (עדכון מ-3.7%), ו-2.1% ב-2023.

### סיני: התמתנות במחירי הסחורות משפיעה על מחירי התעשייה

במאי, מדד מחירי התפוקה PPI התמתן ל-6.4% y/y, מ-8.0% באפריל.

### שוק האג"ח: עלייה חדה בתשואות בארה"ב

עליית התשואות בארה"ב ביום שישי תעיב על שוק האג"ח המקומי היום. קיימת אפשרות להעלאת ריבית הפד ב-0.75% ביום רביעי. אצלנו, מעט מפתיע שהחלטת הריבית האחרונה (ל-0.75%) התקבלה פה אחד! איפה היונים בוועדה אשר מעדיפים להיות זהירים יותר עם העלאת ריבית מתונה יותר. משמעות הדבר: צפויה העלאת ריבית בכל החלטה השנה לרמה של 2.75% שנה מהיום. צפויה העלאת ריבית של 0.5% ביולי במידה ומדד מאי יגיע ל-0.8%. עודף תקציבי עצום מתחילת השנה תומך בהמשך צמצום קצב ההנפקות. למרות שעליית התשואות היום תגביר את האטרקטיביות בארוכים, עדיף להיות בהמתנה למדד מאי (הגבוה).

### זום אין: אוסטרליה הפתיעה עם העלאת ריבית של 0.5%, אולי גם בנק ישראל?

השווקים ציפו להעלאת ריבית מתונה יותר של 0.25% עד 0.4%. האינפלציה עלתה ב-5.1% ואינפלצית הליבה ב-3.5% (בדומה לישראל). באוסטרליה שוק העבודה הדוק (אבטלה של 3.9% באפריל) אך השכר עדיין לא עולה בקצב מהיר. הבנק המרכזי מציין "סימנים להאצה בשכר". מסתמנת התמתנות בקצב עליית מחירי הדיור. נימה ניצית מאפיינת מספר בנקים מרכזיים בעולם, כולל הפד, קנדה וה- ECB. הסביבה הכלכלית דומה לזו של ישראל, ובנק ישראל בכל זאת מנתח את המדיניות המוניטארית בעולם. גברו הסיכויים להעלאת ריבית של 0.5% ב-4.7.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	4.0%
מאי	0.8%
יוני	0.4%
יולי	0.5%
שנה קדימה	3.5%
2023	2.4%

ריבית	
נוכחית	0.75%
סוף 2022	2.0%
בעוד שנה	2.75%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.375	3.5827
שינוי שבועי	1.0%	0.3%
YTD	8.4%	1.8%
שנה קדימה	3.45	3.60

גיוס מול פירעון	יוני
פדיון סחיר	0.0
תחזית הנפקות	3.5
עודף פדיון	-3.5

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 923	-2.25	-2.3	-2.1
בינוני 726	-0.5	-0.6	-0.5
ארוך 1131	0.28	0.2	0.2

שקלי			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 723	1.65	1.7	1.8
בינוני 1026	2.68	2.7	2.7
ארוך 432	2.98	2.9	2.9

US			
2y	3.06	3.1	3.2
5y	3.26	3.4	3.5
10y	3.16	3.2	3.3

\* ט"ק - החודש הקרוב

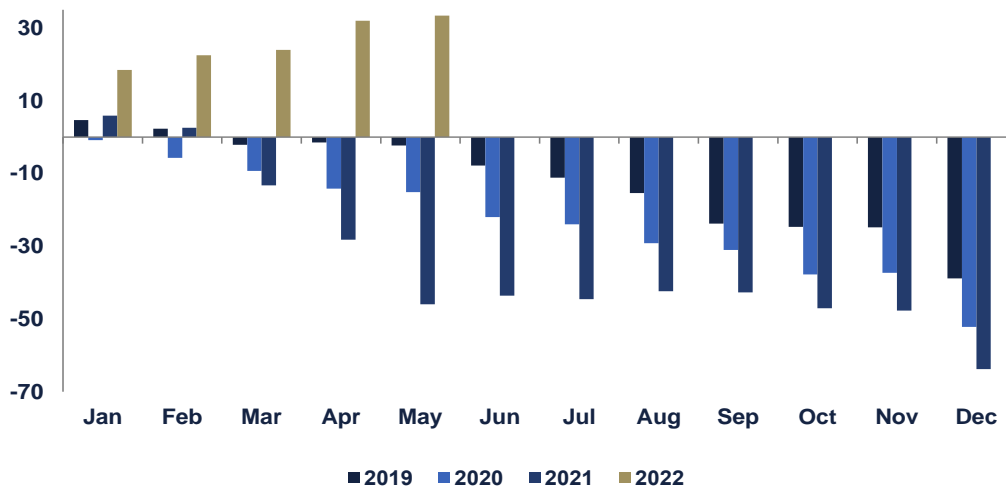
## מאקרו ישראל

## נתוני תקציב מדהימים

הנתונים התקציביים ממשיכים להיות מאד חיוביים עם עודף תקציבי של 1.4 מיליארד ₪ במאי ו-33.3 מיליארד מתחילת השנה. הגרעון שנה אחורה הגיע לאיזון תקציבי. מתחילת השנה ההכנסות עלו ב-25% לעומת שנה שעברה כאשר הוצאות ללא הוצאות הקורונה עלו ב-1.7% בלבד.

מדובר בחדשות טובות עבור שוק האג"ח (צפוי המשך הקטנת הגיוסים). בנוסף, האוצר צפוי להמשיך לסבסד את הבלו על דלקים והפחם כדי למתן את האינפלציה. יחד עם את, מהיכרות עם פקידי האוצר: השמרנות לעיתים שולטת וקיימת דאגה מפני הסכמי שכר בסקטור הציבורי וירידה בהכנסות לאור המצב בשווקים.

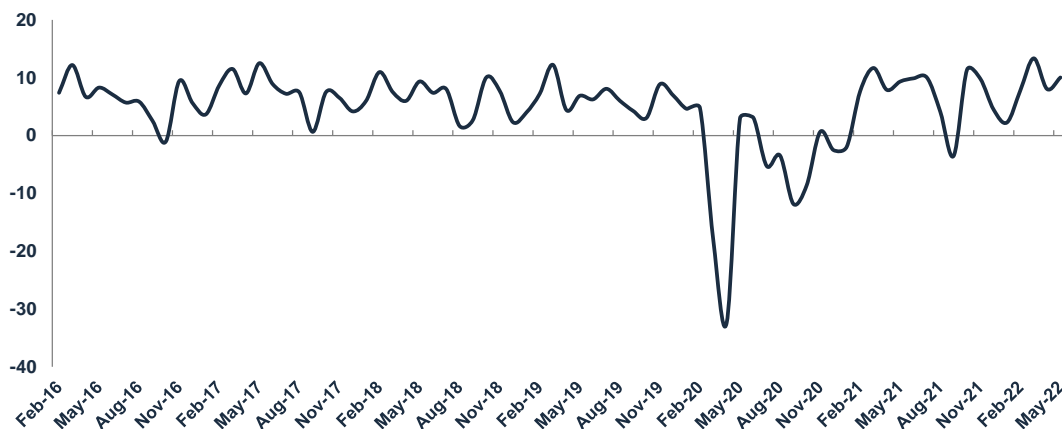
הגרעון המצטבר במיליארדי ₪



## האופטימיות בסקטור העסקי נמשכת ותומכת בהעלאת ריבית

סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על המשך אופטימיות לגבי הפעילות קדימה. רכיב הציפיות לשינוי בפעילות בשלושת החודשים הקרובים עלה ל-10.05 נקודות מ-8.04 באפריל. מסתמן מאזן נטו חיובי וחזק יחסית ברכיב ההזמנות (ליצוא ולשוק המקומי), גם בתעשייה וגם בענפי השירותים. גם ענף המסחר מדווח על עלייה בהזמנות, אך מעט פחות יחסית לחודשים הקודמים. משמעות הדבר: מבחינתו של בנק ישראל – אור ירוק להמשך העלאת ריבית, ואפילו ב-0.5% בהחלטה הקרובה, זאת במידה ומדד מאי יעלה ב-0.8% (לפי התחזית שלנו).

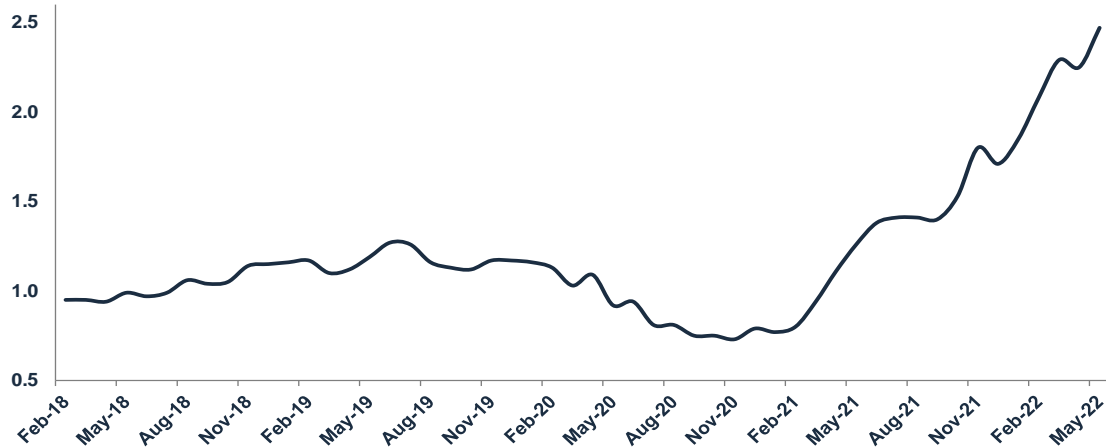
רכיב הציפיות לשינוי בפעילות בשלושה חודשים הקרובים (מאזן נטו)



גם החברות חוששות מאינפלציה

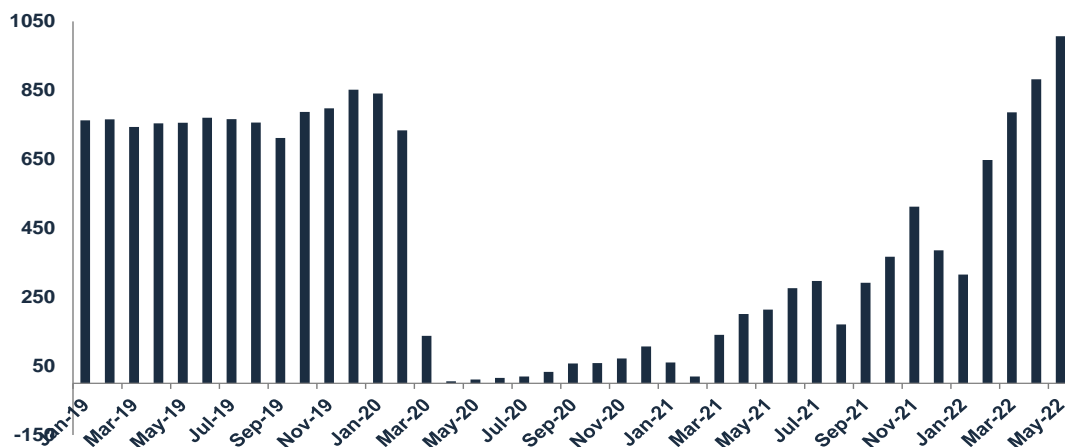
לפי סקר מגמה של חודש מאי, החברות העסקיות (בכול הענפים), אשר השיבו לסקר, צופות אינפלציה של 2.47% שנה קדימה, עלייה מ-2.25% לפני חודש ו-1.71% בסוף 2021.

ציפיות האינפלציה שנה קדימה של הסקטור העסקי

הסטת הצריכה לחו"ל

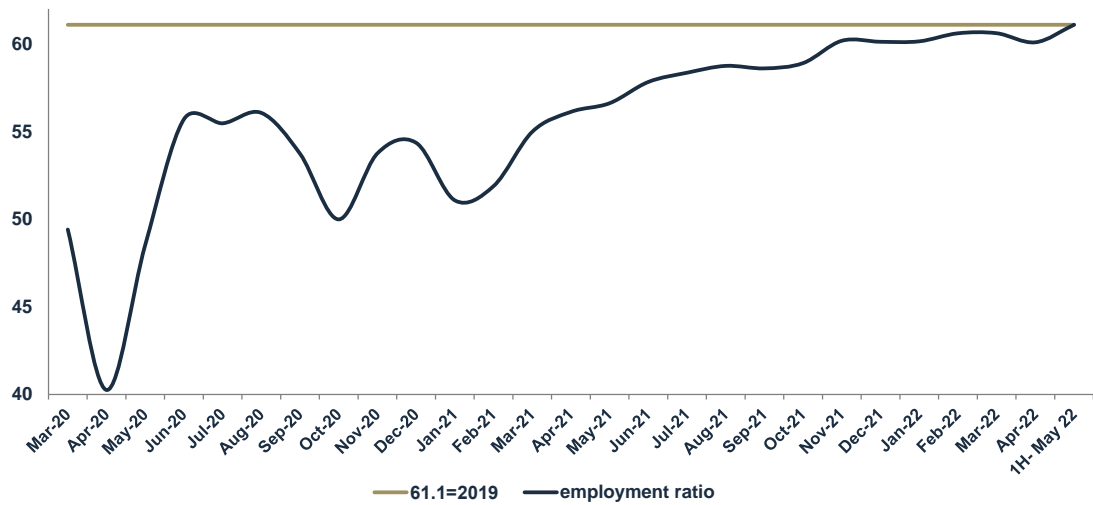
בחודש מאי מיליון ישראלים (בניכוי עונתיות) יצאו לחו"ל! 33% יותר מאשר במאי 19 (לפני הקורונה). מדובר בהיקף משמעותי (אחד מכול תשעה ישראלים) אשר תורם להתמתנות (או ירידה) בצריכה המקומית: נתוני בנק ישראל מצביעים על ירידה של כ-1.5% ברכישות בכרטיסי האשראי (בשוק המקומי) בחודש מאי. לעומת זאת, נכנסו רק 258 אלף תיירים מחו"ל (30% פחות ממאי 2019). השלכות: הסטה של חלק מהצריכה לחו"ל עשויה למתן את לחצי הביקוש בשוק המקומי (היפוך למגמה יחסית לתקופת הקורונה). מנגד, מדובר בביקוש מוגבר למט"ח (בפרט בחודשי הקיץ) אשר תומך בפיחות בשקל.

מספר יציאות של ישראלים לחו"ל (באליפים, בניכוי עונתיות)

שיפור משמעותי בשוק העבודה תומך בריסון מוניטארי

במחצית הראשונה של מאי שיעור האבטלה הצר ירד ל-3.4% מ-3.6% במחצית השנייה של אפריל, כאשר שיעור האבטלה הרחב ירד ל-4.6% מ-5.1% ונוספו 64 אלף מועסקים חדשים, נתון בהחלט מרשים. שיעור התעסוקה חזר ל-61.1% דומה ל-2019. שוק העבודה נמצא בתעסוקה מלאה ובמקביל הביקוש לעובדים חדשים נמצא בשיא (154 אלף משרות פנויות). משמעות הדבר: לחצי שכר/אינפלציה והמשך העלאת ריבית ל-2.5% שנה מהיום.

שיעור התעסוקה (מספר המועסקים יחסית לגיל העבודה) לעומת 2019



מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: שני: נתוני סחר חוץ (מאי), מכירות של דירות חדשות (אפריל), מאזן התשלומים (רבעון א') – נתון חשוב על מנת לאמוד את הכוחות הפועלים על השקל. רביעי: מספר המשרות הפנויות + מדד המחירים לצרכן לחודש מאי. אנו חוזים מדד של 0.8%, ברף הגבוה של הציפיות בשוק. אנו צופים עלייה במחירי המזון (1.1%), פירות וירקות (4.3%), הלבשה (9%), עלייה עונתית) ונסיעות לחו"ל (4.7%). יום חמישי: האומדן השני של הצמיחה ברבעון א'.

תחזית מדד חודש מאי 2022			
תרומה חזויה	שיעור שינוי חזוי	משקל	
0.16%	1.1%	14.7	מזון
0.14%	4.3%	3.3	פירות וירקות
0.04%	0.2%	24.6	דיור
-0.04%	-0.4%	9.1	אחזקת דיור
0.00%	0.1%	3.7	ריהוט וציוד לבית
0.23%	9.0%	2.6	הלבשה והנעלה
0.01%	0.2%	5.9	בריאות
0.05%	0.5%	11.2	חינוך ותרבות
0.16%	0.8%	19.1	תחבורה ותקשורת
0.04%	0.6%	5.8	שונות
<b>0.81%</b>		<b>100.0</b>	<b>סך הכל מדד</b>

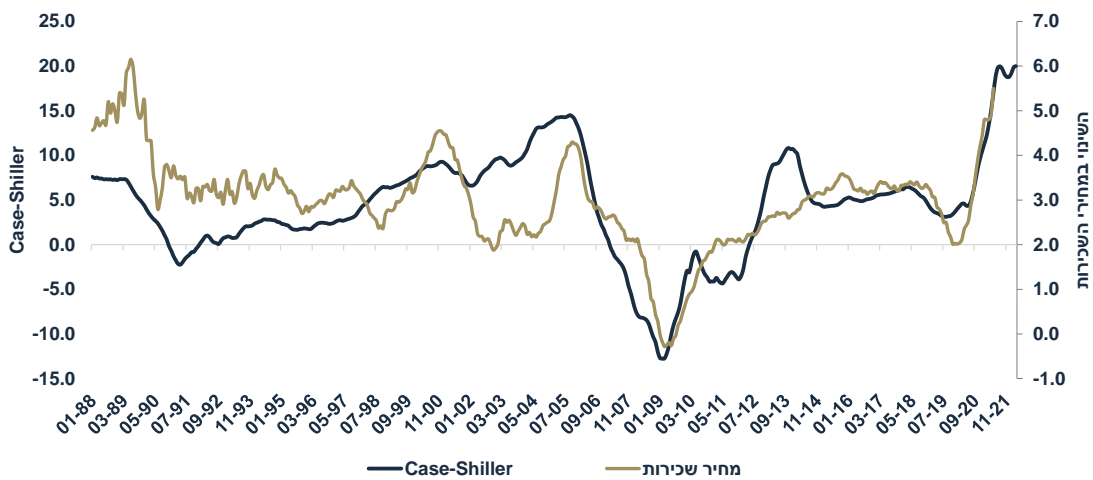
**ארה"ב: האינפלציה מתפרצת**

האינפלציה במאי הפגיעה עם עלייה של 1.0% (8.6% שנה אחורה, האצה מ-8.3%), לעומת ציפיות ל-0.7%. אינפלציית הליבה עלתה ב-0.63% (6% שנה אחורה), זאת לעומת הציפיות ל-0.5%.

**מה עלה באופן משמעותי?**

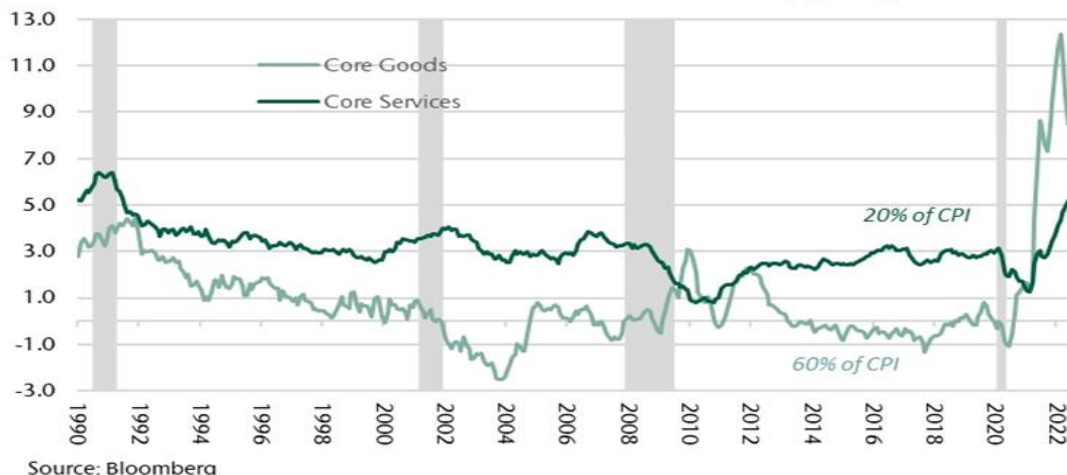
מחירי המזון עלו ב-1.2% (10.1% שנה אחורה).  
 סעיף הדיור הראשי (shelter) עלה ב-0.6%, האצה מקצב של 0.5% בחודשיים הקודמים, וב-5.5% שנה אחורה. המשקל במדד: 32.4%! סעיף זה צפוי להמשיך לעלות בקצב מהיר בחודשים הקרובים, זאת לפי הקורלציה החזקה עם מחירי הבתים (Case-Shiller) בפיגור של 1.25 שנים, אשר עלו ב-20% שנה אחורה:

הקורלציה בין מחירי הבתים למכירה ובין מחירי השכירות (בפיגור של 1.25 שנים)



מה עוד עלה במדד מאי? מחירי טיסות ב-12.6% (37.8% שנה אחורה), רכבים חדשים ב-1.0%, רכבים משומשים ב-1.8% (לאחר מספר חודשים של ירידות מחירים), ומחירי ההלבשה ב-0.7% (5.0% שנה אחורה). מסתמנת האצה במחירי השירותים במדד לקצב שנתי של 5.2% מ-4.4% והתמתנות מסוימת בקצב עליית מחירי הסחורות ל-8.5% מ-12.3%. **משמעות הדבר: הוכחה שתופעת האינפלציה יותר מקומית ופחות מיובאת: סיבה ברורה להפעלת מדיניות מוניטארית מאד מרסנת.**

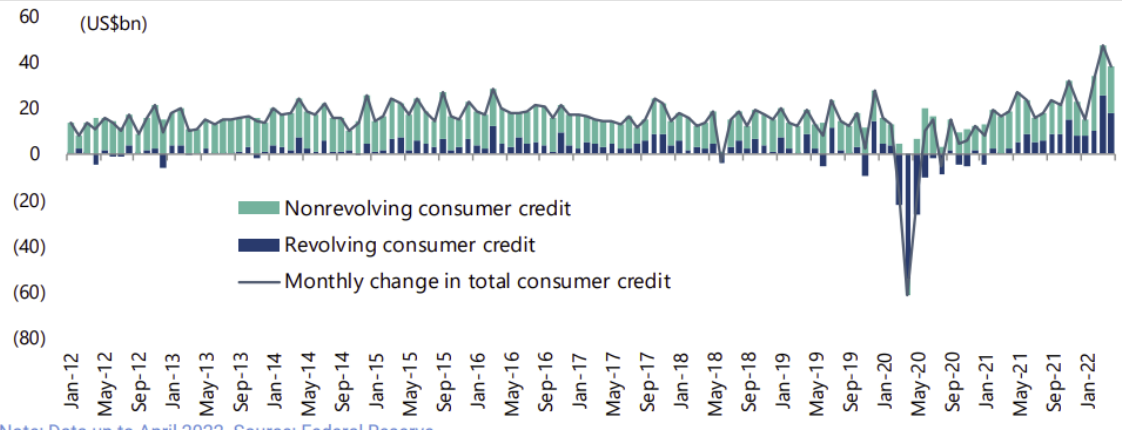
**Core CPI: Goods vs. Services (Y/Y%)**



Source: Bloomberg

משמעות הדבר: מאד יתכן שהפד יעלה את הריבית ב-0.75% בשבוע הבא. בכול מקרה, ההערכה שלנו של ריבית הפד סביב 4% עד סוף 2023 נראית היום סבירה ואולי שמרנית. נכון שמדד האמון הצרכני ברצפה אך בכול זאת, משקי הבית ימשיכו לצרוך בקצב סביר בתקופה הקרובה, כך שהסטגפליציה עוד רחוקה (רק במחצית ב' של 2023). משקי הבית מגדילים את הביקוש לאשראי כדי להמשיך לצרוך (ראה גרף):

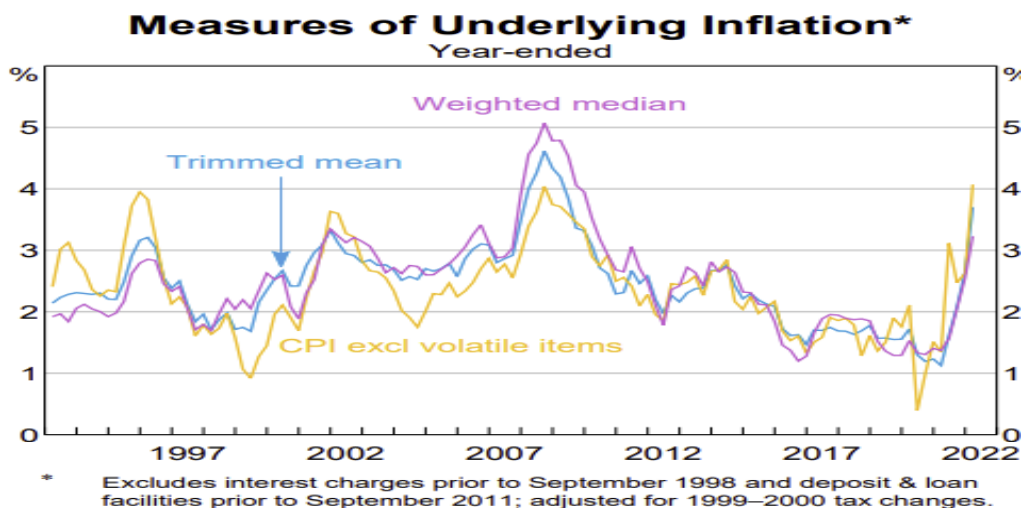
Exhibit 4: Monthly change in US consumer credit



**נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם:** שלישי: מדד האמון העסקי בגרמניה ZEW (יוני), רביעי: סין: הייצור התעשייתי, המסחר הקמעונאי וההשקעות (מאי). ארה"ב: המסחר הקמעונאי (מאי) + החלטת ריבית הפד – צפויה העלאה של 0.5%-0.75% אך חשוב לא פחות יהיה עדכון תחזית המאקרו של חברי הפד (dots) ותחזית הריבית בפרט. בחודש מרץ החברים (בממוצע) ציפו לריבית של 2.8% בסוף 2023 וירידת ריבית בשנים הבאות ל-2.4% (neutral rate). הפעם צפוי תוואי ריבית הרבה יותר אגרסיבי, אפילו לכיוון ריבית של 3.5% עד סוף 2023. בנוסף, השווקים יגיבו למסיבת העיתונאים של פאוול. חמישי: התחלות ואישורי בנייה (אפריל). שישי: הייצור התעשייתי (מאי). UK: המסחר הקמעונאי (מאי).

## זום אין: אוסטרליה הפתיעה עם העלאת ריבית של 0.5%, אולי גם בנק ישראל?

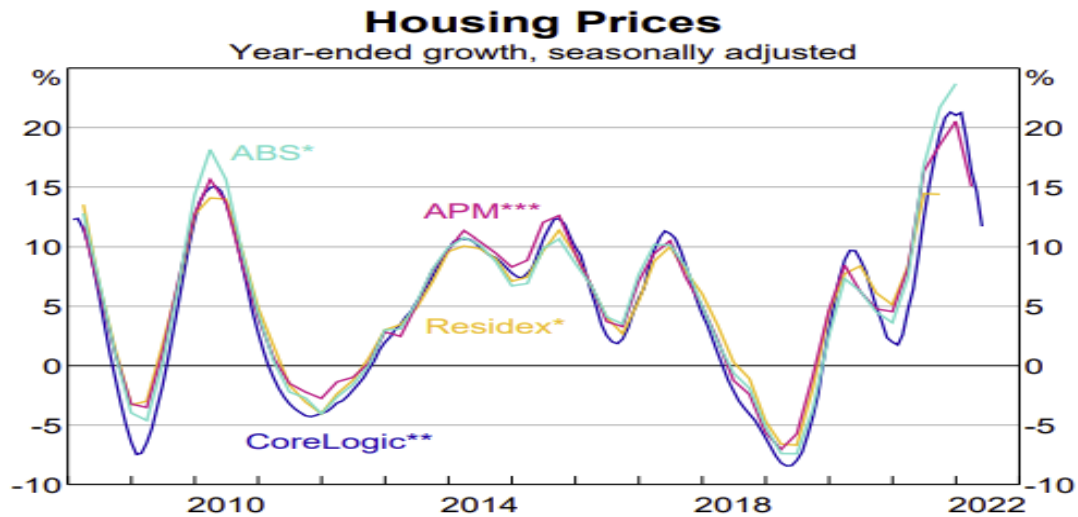
- ⟨ השווקים ציפו להעלאת ריבית מתונה יותר של 0.24% עד 0.4%.
- ⟨ האינפלציה עלתה ב-5.1% ואינפלציית הליבה ב-3.5%. אינפלציית הליבה דומה לזו שבישראל.



- ⟨ באוסטרליה שוק העבודה הדוק (אבטלה של 3.9% באפריל) אך השכר עדיין לא עולה בקצב מהיר. הבנק המרכזי מציין "סימנים להאצה בשכר", אך בפועל עד כה מדובר בקצב עלייה סביב 2.5% (ראה גרף), נמוך יותר יחסית לעליית השכר בישראל:



- ⟨ מחירי הדיור דווקא התמתנו לאחרונה (בניגוד לישראל, בינתיים), זאת לפי מדדי מחירי הדיור השונים:



- ⟨ נימה ניצית מאפיינת מספר בנקים מרכזיים בעולם, כולל הפד, קנדה וה- ECB.
- ⟨ הסביבה הכלכלית דומה לזו של ישראל, ובנק ישראל בכול זאת מנתח את המדיניות המוניטארית של הבנקים המרכזיים בעולם.
- ⟨ משמעות לגבי ישראל: במידה ומדד מאי יעלה ב-0.8% (התחזית שלנו), מאד תתכן העלאת ריבית של 0.5% בתחילת יולי.
- ⟨ בהחלטת הריבית הקרובה (ב-4.7) הוועדה המוניטארית של בנק ישראל תתלבט לגבי שיעור ההעלאה. גורמי המאקרו תומכים בהעלאה (חדה) בריבית: הידוק שוק העבודה, לחצי שכר (חשש גם מעליית שכר בסקטור הציבורי, העלאת שכר מינימום), המשך צמיחה נאה (לפי סקר מגמות, ראה גרף), האצה באינפלציה ל-4.4% שנה אחורה עד מאי (מ-4.0% באפריל) ואינפלציה יותר רוחבית, עלייה בציפיות האינפלציה ומדיניות מוניטארית אגרסיבית בעולם (אוסטרליה, קנדה, ו-UK הפתיעו עם עלייה חדה בריבית). כדאי להדגיש ששתי החלטות הריבית האחרונות בישראל הפתיעו כלפי מעלה כאשר החלטות הריבית התקבלו פה אחד. הגישה "היונית" (dovish) נעלמה בוועדה.
- ⟨ תחזית הריבית: 2.0% בסוף 2022, 2.75% בעוד שנה (יוני 23).



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 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.