

יונתן כץ
וכלכלני לידר
שוקי הון

שוק האג"ח עדיין לא מאמין לפד

נקודות עיקריות

בשבוע האחרון השווקים תיקנו כלפי מעלה, זאת למרות המשך הלחימה באוקראינה ואי וודאות לגבי האפשרות להפסקת אש. הפד העלה את הריבית ב-0.25% וחברי הפד צופים 7 העלאות עד סוף 2022. נימה ניצית מפאוול במסיבות עיתונאים גם לא הצליחה לשנות את המגמה החיובית. הבנק המרכזי באנגליה העלה את הריבית ל-0.75%.

מאקרו ישראל: חסרים עובדים רבים

מספר המשרות הפנויות עלה לכ-150 אלף בפברואר, מ-95 אלף ערב הקורונה. בחודשים האחרונים מסתמנת ירידה מתונה ביצוא התעשייתי והמשך התרחבות ביבוא, בפרט יבוא מוצרי צריכה וחומרי גלם, אינדיקטור חיובי לפעילות הכלכלית. מדד מנהלי הרכש עלה ב-6.8% נקודות ל-49.7 עם התחזקות בביקוש המקומי.

סביבת האינפלציה:

מדד פברואר עלה ב-0.7%, מעל ציפיות השוק. מחירי נסיעות לחו"ל עלו ב-1.9%. האינפלציה עלתה ב-3.5% שנה אחורה ואינפלציית הליבה עלתה ב-3.0%. מחירי הדירות לרכישה עלו ב-2.1% וב-13% שנה אחורה: התפתחות מדאגה. לפי מחיר חבית נפט של 108 דולר, צפויה עלייה של 6% במחירי הדלקים באפריל.

ארה"ב: רווח עדיין מסטגפליציה

בפברואר המסחר הקמעונאי עלה ב-0.3%. ברבעון א' הצריכה הפרטית הריאלית המשיכה להתרחב. הייצור התעשייתי (ללא אנרגיה) עלה ב-1.2%.

מספר התחלות הבנייה עלה ב-6.8%, ומספר הבתים בתהליך בנייה נמצא בשיא מאז 2006. ההשקעות בבנייה למגורים ימשיכו להיות קטר לפעילות הכלכלית.

מכירות של בתים יד שנייה ירדו ב-7.2%. לאחר עלייה של 6.6% בחודש הקודם.

אירופה: פסימיות גוברת על רקע המלחמה

בגרמניה, סקר ZEW (אמון עסקי) ירד ל-39.3- בחודש מרץ מ-54.3+ בפברואר.

סין: המשך התרחבות בפעילות

המסחר הקמעונאי עלה ב-6.7% y/y, הייצור התעשייתי ב-7.5% וההשקעות בנכסים קבועים ב-12.2% (כול הנתונים עלו מעבר לציפיות). עם זאת עליה חדה במקרי הקורונה במדינה מעלים חשש להאטה בצמיחה.

יפן: סביבת האינפלציה נותרה נמוכה

בפברואר האינפלציה עלתה ב-0.5% וב-0.9% שנה אחורה (הליבה ירדה ב-1.0% שנה אחורה). אין כוונה להעלות את הריבית בקרוב.

שוק האג"ח:

התשואות בארה"ב עלו על רקע נימה ניצית מכיוונו של הפד ועליות בשוקי המניות. העקום בארה"ב השתטח מאד ואפילו התהפך במשך מספר ימים. שוק האג"ח לא צופה שריבית הפד תגיע ל-2.8%, כפי שצופים חברי הפד.

שוק האג"ח חושש ממתון מתקרב בארה"ב, אך ההערכה איננה סבירה בעינינו. בטווח בקצר קיימת עדיפות לאפיקים הצמודים על רקע ההאצה בקצב האינפלציה השנתי ל-4.5% (שנה אחורה) בחודש מאי.

אנו צופים העלאת ריבית מהירה בישראל בחודשים הקרובים ל-1.25% שנה מהיום, אך הרבה פחות מריבית הפד. הפער השילי בין אג"ח (10 שנים) ישראל לאג"ח ארה"ב צפוי להתרחב ל-0.3% עד -0.4%.

זום אין: עלייה במחירי הסחורות החקלאיות תתרום לאינפלציה

המלחמה באוקראינה הביאה לעלייה חדה במחירי הסחורות החקלאיות.

רוסיה ואוקראינה הן ספקיות חשובות של מספר סחורות חקלאיות.

גם עלייה במחירי הדשנים צפויה לתרום לעלייה במחירי הסחורות החקלאיות.

בהנחה שהעימות לא יסתיים בקרוב, צפויה השפעת אינפלציה משמעותית השנה.

גם פגעי טבע תרמו לעלייה במחירי הסחורות החקלאיות בשנתיים האחרונות.

אנו מניחים עלייה של כ-4% במחירי המזון בישראל בחודשים אפריל-יולי אשר תתרום כ-0.6% לאינפלציה.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	3.5%
מרץ	0.7%
אפריל	0.9%
מאי	0.7%
שנה קדימה	3.2%
2023	1.7%

ריבית	
נוכחית	0.10%
סוף 2022	1.0%
בעוד שנה	1.25%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.263	3.5873
שינוי שבועי	0.0%	0.1%
YTD	5.2%	2.1%
שנה קדימה	3.25	3.55

גיוס מול פירעון	מרץ
פדיון סחיר	3.1
תחזית הנפקות	4.0
עודף פדיון	-0.9

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 923	-2.73	-2.7	-2.5
בינוני 726	-1.86	-1.9	-1.7
ארוך 1131	-0.68	-0.7	-0.6

שקלי	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 723	0.7	0.7	0.8
בינוני 1026	1.57	1.6	1.5
ארוך 432	2.12	2.0	2.0

US			
2y	1.94	1.9	2.0
5y	2.14	2.1	2.2
10y	2.15	2.2	2.4

* ט"ק - החודש הקרוב

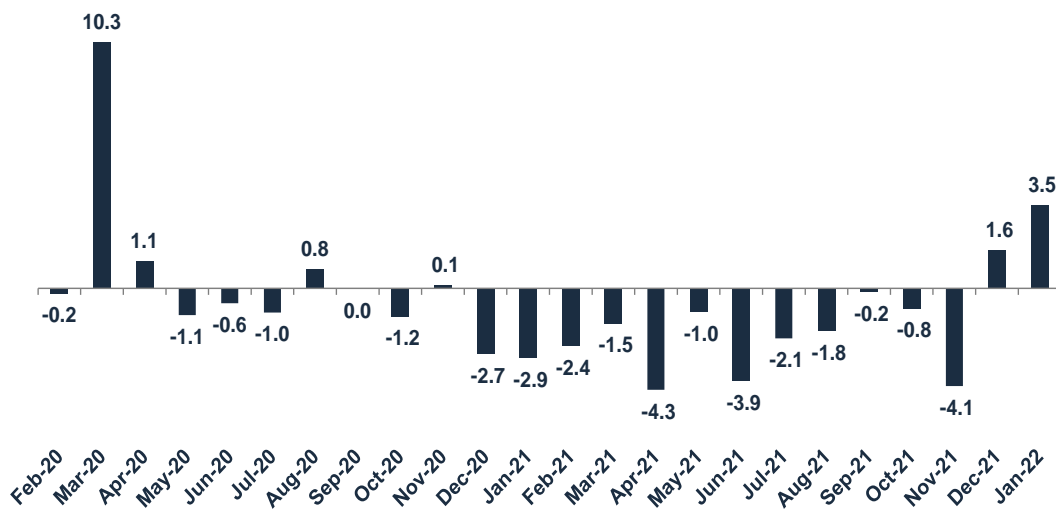
מאקרו ישראל

צפויה אינפלציה של 3.2% שנה קדימה

ניתוח גורמי האינפלציה:

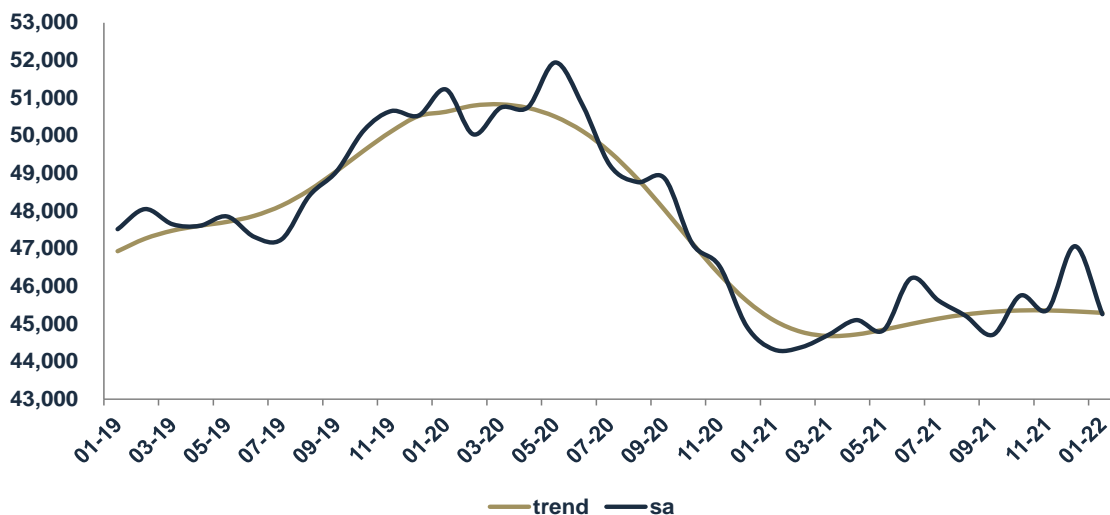
שע"ח: למרות שהגורמים הבסיסיים ממשיכים לתמוך בשקל (עודף בחשבון השוטף + השקעות ריאליות נטו = 9% תוצר ב-2021!), בטווח הקצר השקל ימשיך להיות רגיש יותר מכיוון השווקים. בחודש ינואר גופים מוסדיים רכשו 3.5 מיליארד דולר (כנראה רכשו מט"ח גם בפברואר). חודש ינואר אופיין על ידי ירידות חדות בשוקי ההון בעולם, מה שאילץ את המוסדיים לרכוש מט"ח כדי לא לרדת בשיעור החשיפה למט"ח. רכישות מט"ח של המוסדיים בתקופות של ירידות בשווקים תורמות לפיחות בשקל. הנחנו פיחות מתון בשקל בחודשים הקרובים ואחר כך חזרה למגמת ייסוף קל בקצב שנתי של כ-3%. תחזית שע"ח בעוד שנה: 3.25% נה לדולר ו-3.55% נה ליורו.

הביקוש נטו למט"ח על ידי גופים מוסדיים ישראלים - מיליארדי \$



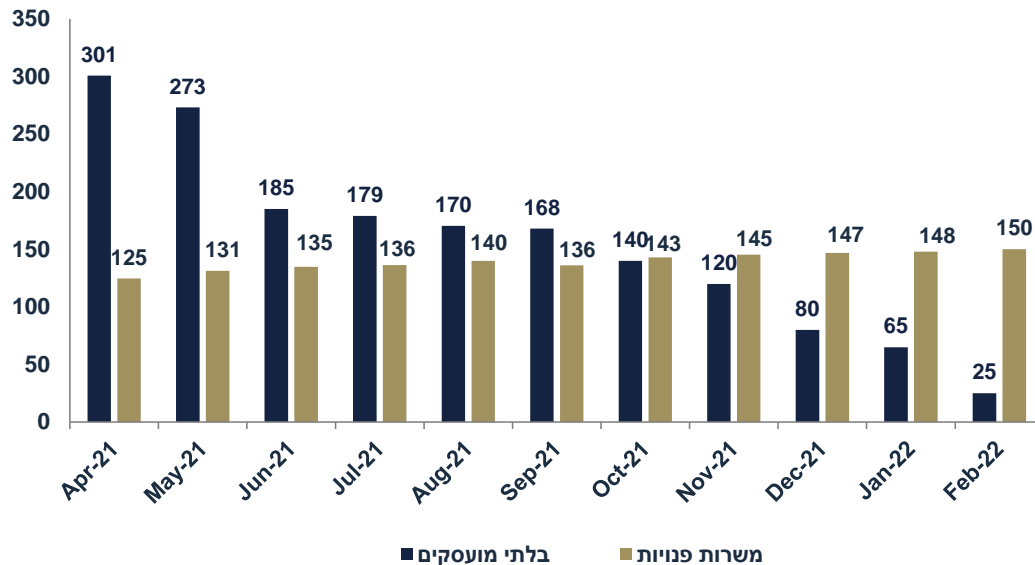
צפויה המשך האצה בקצב עליית מחירי השכירות. אנו מניחים עלייה של 4.4% במחירי השכירות בחוזים מתחדשים (2.9% שנה אחורה בפברואר 22) ו-5% בשנת 2023. סעיף הדיור יתרום 1.05% לאינפלציה שנה קדימה. עדיין לא ברור מה יהיה היקף ההגירה לישראל מרוסיה ואוקראינה, אך כנראה שמדובר במספרים לא נמוכים. תוספת של 50 אלף מהגרים מהווה כ-15 אלף משקי בית חדשים, גידול של 25% לעומת הגידול הטבעי של 55 אלף לשנה. כבר היום רמת המלאי של הדירות החדשות הלא מכורות נמוכה יחסית:

מספר הדירות החדשות שנותרו למכירה



נתוני השכר של הלמ"ס מצביעים על עלייה בקצב שנתי של כ-4.2% לשנה (עד דצמבר), בפרט בענפי ההיי טק והבינוי. **אנו מניחים** האצה לקצב של 5%-4.5% בסוף 2022 (בסקטור העסקי), זאת על רקע שוק עבודה "הדוק". בחודש פברואר מספר המשרות הפנויות עלה לכמעט 150 אלף לאחר עלייה רצופה בחודשים האחרונים, זאת למרות גידול מהיר במספר המועסקים. **שוק העבודה מתקרב במהירות לתעסוקה מלאה ועדיין חסרים עובדים רבים.** במהלך שנת 2023 צפויה האצה נוספת בציפייה שייחתמו הסכמי שכר בסקטור הציבורי.

מספר משרות הפנויות ומחפשי עבודה פוטנציאליים (אלפים)



אנו מניחים התייצבות של מחירי הנפט בעולם על 105-100 דולר לחבית ברנט עד סוף 2023. קשה לחזות את המגמה בטווח הקצר בשל השפעת המלחמה. בשלב זה לא נראה שהאוצר יוריד את שיעור הבלו.

שיבושים בהספקה ומחירי ההובלה בעולם: בינתיים מסתמנת התמתנות מסוימת אך בסין חוזרים לסגר כללי ב-Shenzhen. גם המלחמה באוקראינה פוגעת בהובלה באזור וגם מייקרת את ההובלה במטוסים.

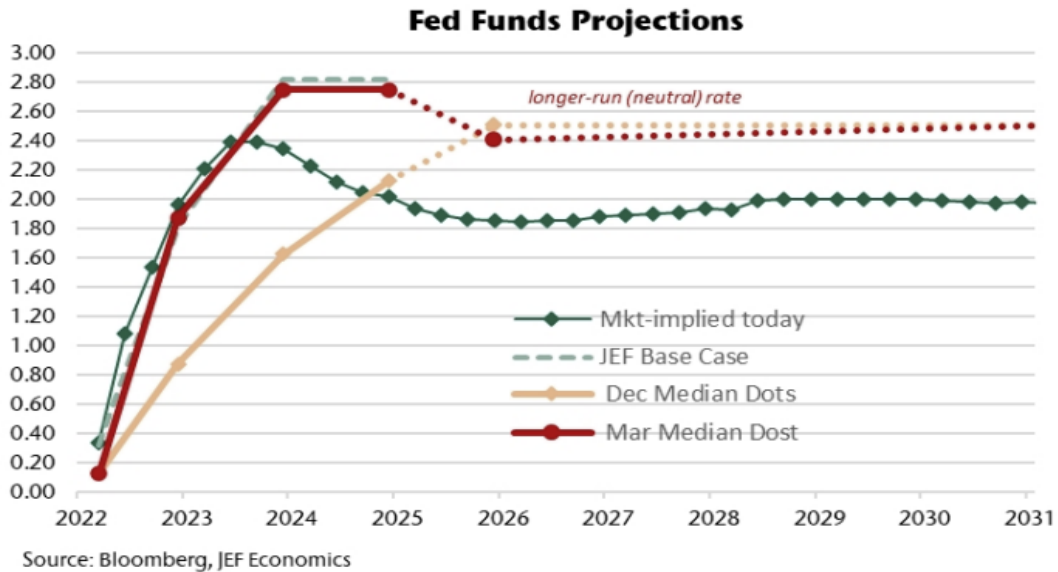
בתחילת השנה מחירי הסחורות החקלאיות עלו ב-21%, מזה מחירי החיטה עלו ב-38%, תירס ב-26% וסויה ב-24%, בעיקר בשל השפעת המלחמה. **צפויה השפעה על מחירי המזון בישראל (ראה "זום אין")**. בנוסף, גם מחירי הסחורות התעשייתיות עלו, בפרט מחירי האלומיניום, דשן, וניקל.

מחירי הנסיעות לחו"ל (במשקל 3.7% במדד) ירדו ב-5.2% במצטבר בשנתיים האחרונות (גם בשל הייסוף בשקל וגם בשל הירידה בביקוש בתקופת הקורונה). **אנו מניחים התייקרות של 17% שנה קדימה** עקב ההתאוששות הצפויה בביקוש לטיסות ועלייה במחירי הנפט בעולם. מנגד, **צפויה השפעה הפוכה במחירי ההבראה ונופש בישראל** (משקל 0.8% במדד) אשר נהנו מעודף ביקוש בשנתיים האחרונות והעדר תחרות מול נופש בחו"ל. סעיף זה עלה ב-9% בשנתיים האחרונות וצפוי לרדת בשנה הקרובה באופן חלקי (-1.5%).

מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: ראשון: התחלות וגמר בנייה (רבעון ד'), נתון חשוב כדי לבחון את היצע הדירות במשק. שני: נתוני כוח אדם (אבטלה) למחצית השנייה של פברואר. שלישי: הייצור התעשייתי והפדיון בענפי המשק (ינואר). חמישי: יצוא שירותים (שירותי היי טק בפרט) בינואר.

ארה"ב: נימה ניצית מכיוונו של הפד

מעבר להעלאת הריבית הצפויה על ידי הפד, במסיבת עיתונאים פאוול הדגיש את החשיבות להחזיר את סביבת האינפלציה ליעד של 2%, אפילו כנאי להמשך שיפור בשוק העבודה. הפד קרוב להציג גם תוכנית לצמצום המאזן אשר כנראה תחל בחודש יוני. תחזית ה-Dots של חברי הפד משקפת 7 העלאות ריבית ב-2022 ו-11 העלאות ריבית עד סוף 2023 לרמה של 2.8%. מדובר ברמה של ריסון מוניטארי אל מעבר לריבית שיווי משקל לטווח הארוך אשר נאמדת על ידי חברי הפד ב-2.4%. שוק האג"ח מתמחר עלייה חדה בריבית בשנה הקרובה אך חושש מכניסה למיתון ולכן גם צופה ירידה בריבית הפד בחזרה לרמה של 2% (ראה גרף):



מספר נגידי הפד צופים תוואי העלאת ריבית אגרסיבי יותר מהגעה ל-2.8% וסבורים שיש להעלות את הריבית במנות של 0.5%. בסך הכול, ריבית של 2.8% לא מהווה ריבית ריאלית חיובית כמעט. חברי הפד צופים אינפלצית ליבה של 4.1% ב-2022 ו-2.6% בשנת 2023. בסופו של דבר, תוואי עליית אינפלצית הליבה (ללא השפעת מחירי הסחורות) ייקבע על ידי התפתחות השכר במשק. בינתיים כל האינדיקטורים מצביעים על האצה של ממש בשכר, זאת על רקע שוק העבודה מאד הדוק.

עליית השכר גם תתמוך בהמשך לחצי ביקוש (והתייקרות העלויות של הפירמות). **Bottom line:** אין אנו צופים מיתון בארה"ב וסביר להניח המשך עליית תשואות ארוכות השנה לכיוון 2.5% לפחות.

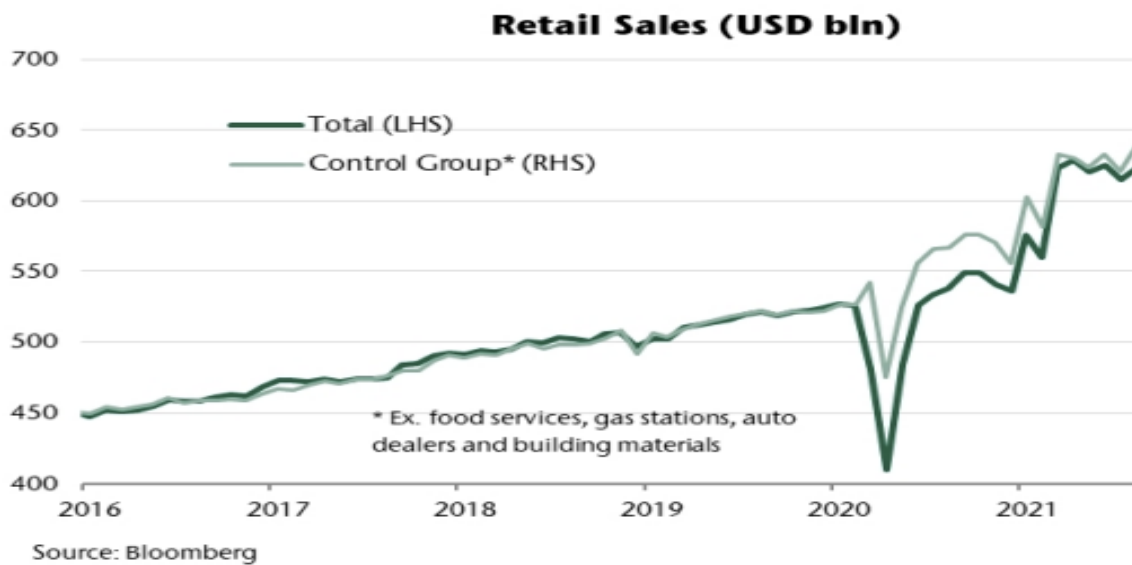


אל תספידו את הצרכן האמריקאי

רבים צופים ירידה בצריכה הפרטית (הריאלית) במהלך השנה, זאת על רקע הזינוק באינפלציה אשר שוחק את כוח הקנייה של הציבור. גם מדד האמון הצרכני נמצא בשפל (למרות המצב התעסוקתי המאוד חיובי). פסימיות צרכנית לא אמורה לתמוך בצריכה הפרטית. גם הירידה בערכם של הנכסים הפיננסיים פוגעת בעושר הפיננסי של משקי הבית.

בפועל, הצריכה הפרטית מתמתנת אך עדיין התרחבה בחודש פברואר. המסחר הקמעונאי עלה ב-0.3% (הצפי היה ל-0.4%), אך **הנתון של ינואר עודכן ל-4.9%** (מ-3.8%). בסך הכול, ברבעון א' הצריכה הפרטית הריאלית **ממשיכה להתרחב**. סביר להניח שברבעון א' הצריכה הפרטית (הריאלית) תתרחב ב-2.5%-3% ותתרום לצמיחה ברבעון זה. ציינו בעבר, שלחצי השכר (ועליות השכר) מתרחשים בענפים בעלי שכר נמוך כמו אירוח ופנאי, מסחר, ותחבורה. תוספות שכר בענפים הללו (עם רמות שכר נמוכות) נוטות להגיע יותר לצריכה הפרטית ופחות לחיסכון של משקי הבית.

משמעות הדבר: אל תספידו את הצרכן האמריקאי. המשך התרחבות (מתונה אומנם) בצריכה תתמוך בפעילות ותמנע כניסה למיתון, ולכן הפד צפוי להמשיך להעלות את הריבית לפחות עד ל-2.8% בסוף 2023.

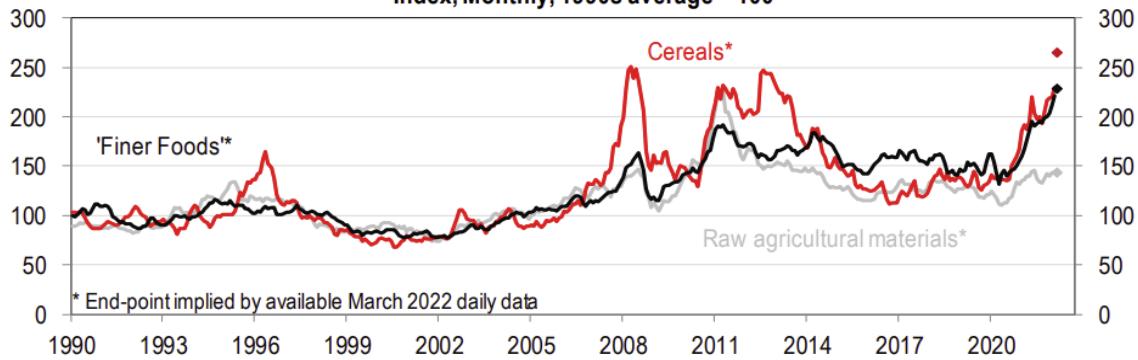


נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: שני: החלטת ריבית בסין. רביעי: ארה"ב: מכירות של בתים חדשים (פברואר). חמישי: מדד מנהלי הרכש PMI (מרץ) עבור שורה של מדינות/אזורים חשובים, כולל ארה"ב, אירופה, יפן ובריטניה. ארה"ב: הזמנות של מוצרים בני קיימא (בפברואר). שישי: מדד האמון הצרכני של משיגן.

זום אין: עלייה חדה במחירי הסחורות החקלאיות צפויה לתרום לאינפלציה

המלחמה באוקראינה הביאה לעלייה חדה במחירי הסחורות החקלאיות. מחירי הדגנים (חיטה, תירס, אורז, וכו') עלו ב-41% מאז פרוץ המלחמה ועלו ב-98% מאד פרוץ משבר הקורונה. מחירי המזון בעולם חזרו לרמתם הריאלית של שנות ה-70.

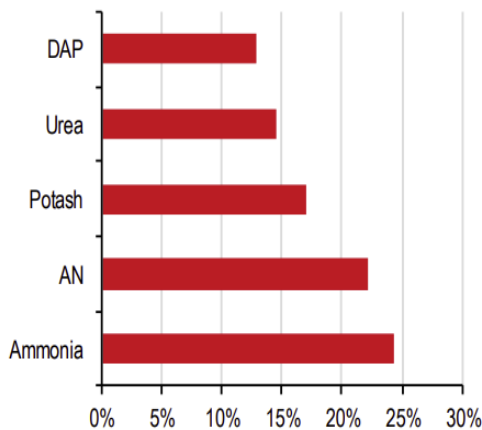
Agricultural Commodity Prices
Index, Monthly, 1990s average = 100



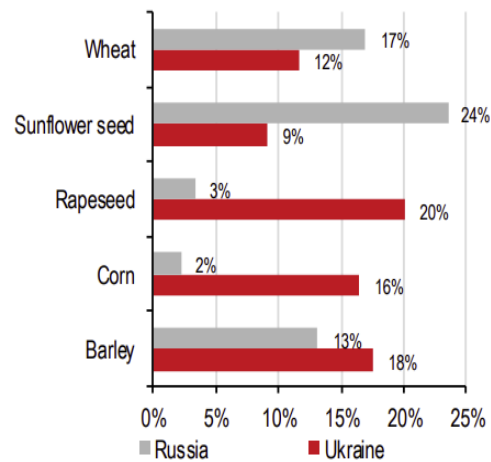
Note: Month-average data ends in February 2022. The March 2022 end-point utilises an average of available daily data for March
Source: IMF; Bloomberg; HSBC

רוסיה ואוקראינה הן ספקיות חשובות של מספר סחורות חקלאיות. הן מהוות 30% מסך ייצוא החיטה הגלובלי, ו-20% מיצוא התירס. אוקראינה מהווה 8% מיצוא הדגנים ו-6% מיצוא שמן צמחי. רוסיה מהווה 13% מסך ייצוא הדשנים בעולם ו-8% מסך ייצוא הדגנים. אוקראינה הפסיקה את כל העבודה בנמלים וחברות חקלאיות גם הפסיקו את פעילותן. עונת הזריעה הינה בחודשים מרץ-אפריל וללא סיוע מהיר של המלחמה צפויה פגיעה גם ביבול של השנה הבאה.

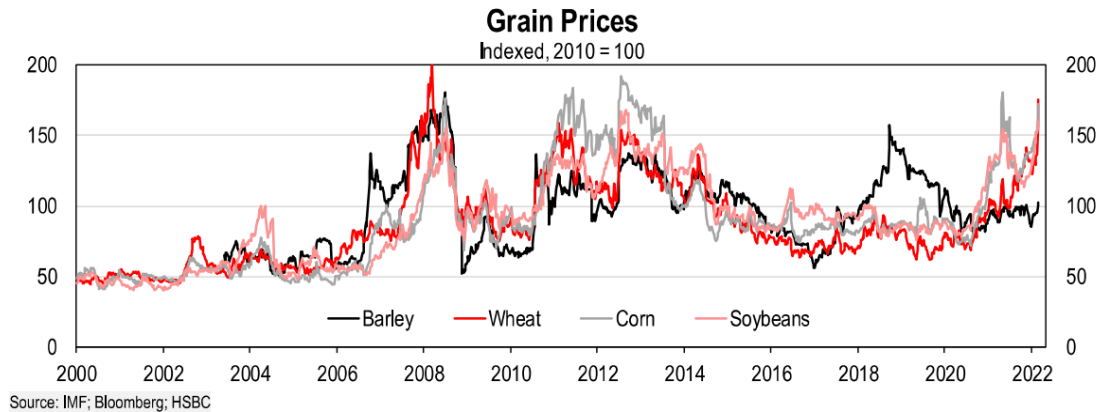
6.16. Russian exports as a % of total trade



6.17. Grain exports as a % of total



6.4. Grains prices rose sharply on Russia-Ukraine developments



- גם עלייה במחירי האנרגיה והדשנים צפויה לתרום לעלייה במחירי הסחורות החקלאיות. ייצור סחורות חקלאיות הינו תהליך עתיר אנרגיה. קיימת הערכה שכל התייקרות של 10% במחירי הנפט מעלה את מחירי הסחורות החקלאיות ב-3%.
- בהנחה שהעימות לא יסתיים בקרוב, צפויה השפעת אינפלציה משמעותית השנה. גם אם העולם לא מטיל סנקציות על כל היצוא הרוסי, העדר יכולת לבצע תשלומים דרך Swift מאד תגביל את הייצוא הרוסי למערב.
- בשנים האחרונות, גם פגעי טבע תרמו לעלייה במחירי הסחורות החקלאיות עם הצפות ובצורת במספר מקומות חשובים בעולם, בפרט בדרום אמריקה.
- משקל המזון במדד עומד על 14.8%. אנו מניחים עלייה של כ-4% במחירי המזון בישראל בחודשים אפריל-יולי אשר תתרום כ-0.6% לאינפלציה.
- הנחה זו מאד משפיעה על תחזית האינפלציה שלנו בחודשים הקרובים ותחזית האינפלציה לשנה הקרובה. אנו מניחים עימות ממושך יחסית באוקראינה (נקווה שאנחנו טועים).

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.