

# כלכלית בראשון

## לא כל עקום הפוך מעיד על מיתון



העלייה, אם כי ניתן לראות שבעיקר זו תרומה של שירותים, כנראה על רקע הירידה בתחלואה. התרומה של הצריכה הפרטית לצמיחה צפויה לקטון השנה, זאת גם על רקע הפגיעה בכוח הקנייה של משקי הבית ובלימה בעליית ערך תיק הנכסים של הציבור.

שיעור התעסוקה עלה בחודש פברואר לרמה של 60.6% ושיעור האבטלה התייצב על רמה של 3.7%. **שוק העבודה הדוק ולהערכתנו אנו צפויים ללחץ גובר לעליית שכר, שיבוא לידי ביטוי בחודשים הקרובים.** עלייה בשכר היא גורם סיכון שעשוי להותיר את האינפלציה גבוהה לאורך זמן. מחירי הנפט או הסחורות החקלאיות יכולים לעלות, אך גם לרדת. ההשפעה של האינפלציה על מחירים אלו אינה גבוהה. שכר לעומת זאת נוטה פחות להתעדן כלפי מטה (אם כי ראינו תקופות מיתון עם ירידה בשכר) והוא עשוי להיות מושפע מהאינפלציה בפועל.

**לקראת מדדי מחירים גבוהים מאוד – מדד מרץ צפוי לעלות ב-0.8% ומדד חודש אפריל ב-0.9%.** עליות מחירים אלו יושפעו ממחירי הדלק, עלייה חדה במחירי הנסיעות לחו"ל וגורמים עונתיים. האינפלציה בשנה הקרובה צפויה לעמוד על 3.1%, זאת בהנחה שנראה בהמשך השנה ירידה קלה במחירי הנפט בעולם. גם אם הטריגר לעליית האינפלציה היה גורמים אקסוגניים כמו מחירי האנרגיה וההובלה, אנו רואים שאלו משליכים עתה על כל הסעיפים, ובכלל זה גם ענפי השירותים. ההשפעה של הריבית על האינפלציה היא נמוכה ואיטית, והיא נועדה יותר למנוע סיכון של עליית מדרגה נוספת ברמת האינפלציה. ההשפעה של הריבית על האינפלציה במחירי הנכסים יכולה להיות משמעותית יותר, וזה יעד נוסף אליו מכוונת המדיניות עתה.

**ירידה במחיר הנפט וייסוף בשער השקל מיתנו את הציפיות לאינפלציה לטווחים הקצרים.** בשבוע החולף התמתנו הציפיות לאינפלציה לטווחים

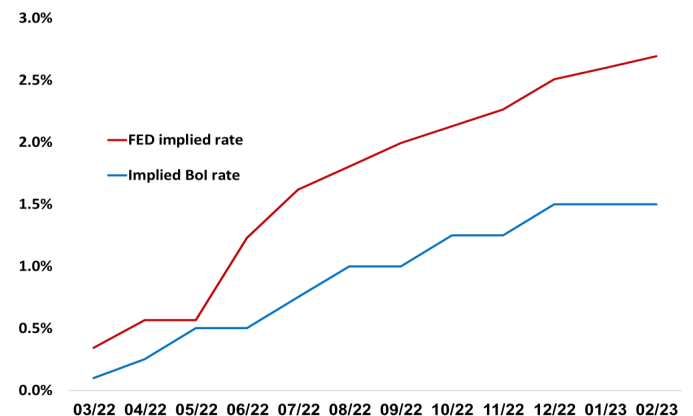
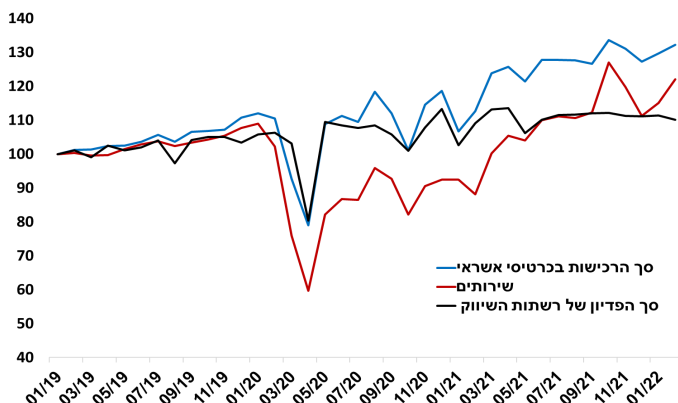
- גל הנסיעות לחו"ל של ישראלים צפוי לצמצם את הצריכה של ישראלים ברשתות המקומיות. התרומה של הצריכה הפרטית לצמיחה צפויה לקטון השנה, זאת גם על רקע הפגיעה בכוח הקנייה של משקי הבית ובלימה בעליית ערך תיק הנכסים של הציבור.
- שוק העבודה הדוק ולהערכתנו אנו צפויים ללחץ גובר לעליית שכר, שיבוא לידי ביטוי בחודשים הקרובים. עלייה בשכר היא גורם סיכון שעשוי להותיר את האינפלציה גבוהה לאורך זמן.
- לקראת מדדי מחירים גבוהים מאוד – מדד מרץ צפוי לעלות ב-0.8% ומדד חודש אפריל ב-0.9%. עליות מחירים אלו יושפעו ממחירי הדלק, עלייה חדה במחירי הנסיעות לחו"ל וגורמים עונתיים.
- ריבית בנק ישראל צפויה לעלות בשבוע הבא לרמה של 0.25% קיימת גם הסתברות מסוימת שבנק ישראל יבחר להעלות את הריבית לרמה של 0.5%, זאת לאור העובדה שהשווקים בארה"ב מגלמים עתה העלאות ריבית במינונים של 0.5%.
- בהינתן רמת האינפלציה הגבוהה, וכן לאור זאת שאי-הוודאות לגבי האינפלציה לא תתבהר בתקופה הקרובה, אנו מעריכים כי הבנקים המרכזיים, ובכלל זה בנק ישראל יעלו ריבית, לפחות עד לנקודה בה נראה את הריביות הריאליות מתאפסות, כלומר שהריבית תהיה גבוהה מהציפיות לאינפלציה.

### ישראל

גל הנסיעות לחו"ל של ישראלים צפוי לצמצם את הצריכה של ישראלים ברשתות המקומיות. הפדיון של רשתות השיווק בחודשים נובמבר עד פברואר ירד קלות, ולהערכתנו מגמה זו צפויה להימשך בחודשים הקרובים. הרכישות בכרטיסי האשראי מציגות תמונה מעט שונה, שם נמשכת

השווקים צופים מדיניות אגרסיבית יותר של הפד בשנה הקרובה ריבית נגזרת מחוזים עתידיים, מקור: בלומברג

ישראל: לקראת האטה בצריכה המקומית נתונים מנוכה עונתיות, 100=ינואר 2019, מקור: הלמ"ס



## ושתגובת הבנקים המרכזיים תכתיב את המגמות בשווקים בשנה הקרובה.

**עלויות במרבית מדדי המניות בשבוע האחרון תוך ירידה חדה במחיר הנפט בעולם.** אי-הוודאות לגבי ההתפתחויות במלחמה בין רוסיה לאוקראינה השפיעה על התנודתיות בשוקי הסחורות ובשווקים הפיננסיים בעולם. מדדי ה-S&P500 והנאסד"ק סיימו את השבוע עם עליות של 0.1% ו-0.7% בהתאמה. באירופה, מדדי המניות בגרמניה, בצרפת ובאנגליה רשמו עליות שבועיות של 1%, 2% ו-0.7% בהתאמה, ומדד הירוסטוקס 50 עלה ב-1.3%. באסיה, מדד CSI300 בסין עלה השבוע ב-3.6%, אולם ירד בכ-13% מתחילת השנה. גם מדדי המניות של הודו והונג קונג רשמו עליות שבועיות של כ-3%. בשוקי הסחורות, בלטה השבוע הירידה החדה של כ-8% במחיר חבית נפט מסוג ברנט לרמה 104.4 דולר לחבית, בעיקר כתוצאה מהחלטת נשיא ארה"ב לפתוח את מאגרי רזרבות הנפט של המדינה ולהזרים לשוק כל יום כמיליון חביות נפט במשך חצי השנה הקרובה, אך גם בשל ההאטה בביקושים בסין על רקע הסגר שהוכרז בשנחאי עם ההתפרצות המחודשת של הקורונה. סין מוסיפה לנקוט במדיניות של צמצום ההדבקות עד כמה שניתן, גם במחיר של האטה בפעילות הכלכלית.

**דוח תעסוקה חיובי בארה"ב תומך בהעלאות ריבית מהירות של הפד.** מספר המועסקים בחודש מרץ עלה ב-431 אלף משרות, נמוך מעט מהתחזית למספר המשרות החדשות שעמדה על 490 אלף. עם זאת, נתוני החודשיים הקודמים עודכנו כלפי מעלה ב-95 אלף משרות, כך שמתחילת השנה הגידול החודשי הממוצע במשרות החדשות הגיע ל-562 אלף, נתון המעיד על שיפור ניכר במצב התעסוקה. מספר המועסקים כעת נמוך רק בכ-1.6 מיליון עובדים (המהווים כ-1% מכלל המועסקים) מהרמה ששררה בפברואר 2020, לפני פרוץ הקורונה. שיעור האבטלה ירד במרץ ל-3.6% מ-3.8% בפברואר ושיעור ההשתתפות עלה ל-62.4%, שיעור הגבוה ממרץ 2020. השכר הממוצע לשעת עבודה עלה 0.4% בחודש האחרון, בדומה לתחזית, והעלייה השנתית בשכר העבודה הגיעה לשיעור של 5.6%. מספר המשרות הפנויות התייצב ברמה גבוהה של כ-11.3 מיליון משרות, רמה המעידה על עודף ביקוש לעובדים אשר תומך בהמשך עליות שכר.

**הפעילות הכלכלית בארה"ב מתרחבת, אם כי בקצב איטי יותר.** בחודש פברואר ההכנסות של משקי בית עלו ב-0.5%, אולם הוצאות עלו בשיעור של 0.2%. שיעור החיסכון הפרטי מתוך ההכנסה הפנויה עלה מעט ל-6.3%

הקצרים הנגזרות משוק האג"ח בכ-20 נקודות בסיס. האינפלציה הגלומה לשנתיים ירדה לכ-3.8%. לטווח של עשר שנים האינפלציה הגלומה נותרה ללא שינוי ברמה של 2.7%. גם לאחר הירידה בציפיות לאינפלציה בשוק האג"ח, אלו עדיין גבוהות ביחס לאינפלציה בנגזרים (פער של כ-30 נקודות בסיס לטווח של עשר שנים), דבר שמרמז להערכתנו על פרמיה של סיכון אינפלציה הגלומה במחירי האג"ח.

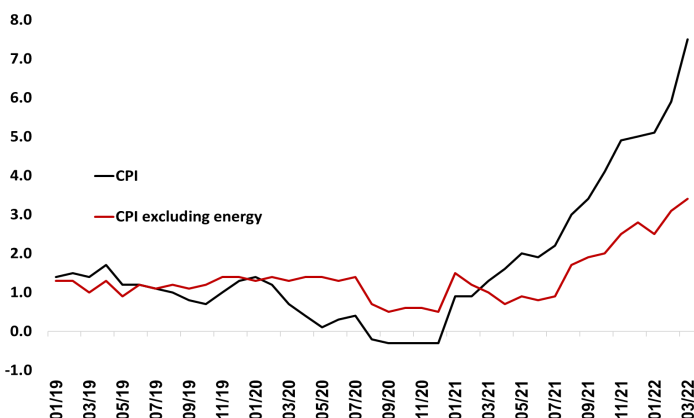
לקראת העלאת ריבית בישראל – בשבוע הבא הריבית צפויה לעלות כנראה ב-0.15% לרמה של 0.25%. קיימת גם הסתברות מסוימת שבנק ישראל יבחר להעלות את הריבית לרמה של 0.5%, זאת לאור העובדה שהשווקים בארה"ב מגלמים עתה העלאות ריבית במינוחים של 0.5%. שוק הנגזרים מגלם עתה ריבית ברמה של כ-1.5% בעוד שנה. **בהינתן רמת האינפלציה הגבוהה, וכן לאור זאת שאי-הוודאות לגבי האינפלציה לא תתבהר בתקופה הקרובה, אנו מעריכים כי הבנקים המרכזיים, ובכלל זה בנק ישראל יעלו ריבית, לפחות עד לנקודה בה נראה את הריביות הריאליות מתאפסות, כלומר שהריבית תהיה גבוהה מהציפיות לאינפלציה.** תהליך הירידה של הציפיות לאינפלציה צפוי להיות הדרגתי, ולכן העלאות הריבית בישראל ימשכו לפחות עד לרמה של כ-2%.

**בניגוד לעקום האמריקני שהוא הפוך בחלקו, עקום התשואות הישראלי בעל שיפוע חיובי לכל אורכו.** חלק מהכלכלנים רואים בהתהפכות העקום האמריקני כסימן מקדים להאטה חריפה שתחייב שינוי במדיניות המוניטרית של הפד. באותו הגיון אפשר לומר שההאטה הזו לא צפויה להגיע לישראל. פרשנות אלטרנטיבית שנראית בעינינו כסבירה יותר כעת, היא שהשווקים מעריכים שהריבית הריאלית ארוכת הטווח היא נמוכה היום ביחס לעבר, ולכן גם אם הפד יגיב בשנה הקרובה לנתוני האינפלציה הגבוהים, זה תהליך שאינו מייצג את הריבית הריאלית הנדרשת לטווח הארוך. בישראל לעומת זאת, השוק מגלם העלאות ריבית הרבה יותר מתונות בטווח של השנתיים הקרובות, ולכן גם העקום אינו הפוך.

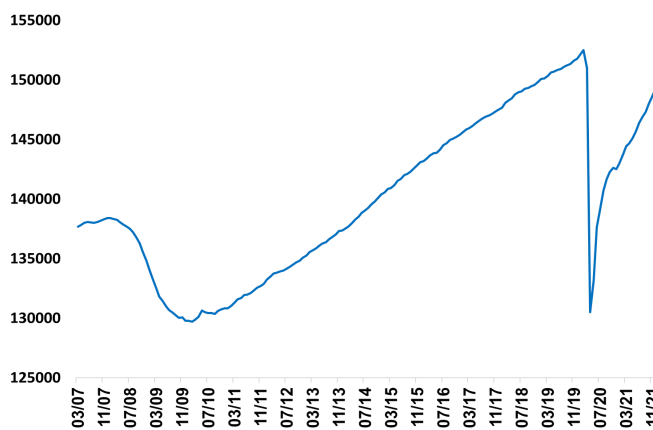
## גלובלי

**המלחמה באוקראינה נמשכת כבר יותר מחודש, והתנודתיות הנרשמת בשווקים הפיננסיים ובמחירי הסחורות היא גבוהה.** אומדני האינפלציה בגוש האירו שהתפרסמו בשבוע שעבר, כמו גם דוח התעסוקה בארה"ב הם איתות נוסף לכך שהאינפלציה הופכת להיות בעיה מרכזית,

גוש האירו: שיא חדש באינפלציה השנתית  
מדד המחירים לצרכן, שיעור שינוי שנתי, מקור: בלומברג



ארה"ב: מספר המשרות מתקרב לרמה שנרשמה טרם הקורונה  
מספר המשרות במשק, מקור: בלומברג



התעשייה ירד מעט במרץ, אך עדיין מצביע על התרחבות ברמה של 56.5 נקודות. הבנק המרכזי של גוש האירו הפחית את תחזית הצמיחה לשנת 2022 ל-3.7% בתרחיש הבסיסי. בתרחיש בו מתעצמות ההשפעות השליליות של המלחמה בין רוסיה לאוקראינה, כולל הסנקציות שהוטלו על רוסיה, תחזית הצמיחה ל-2022 נמוכה ב-1.2% ומוערכת ב-2.5%.

באשר ליבוא הגז הטבעי מרוסיה, הנשיא פוטין הכריז על דרישה שהתשלומים יבוצעו ברובל החל מתחילת אפריל, אולם גרמניה, ובכלל מדינות ה-G7, דחו את הדרישה החדשה והצהירו שהתשלומים יימשכו, בדומה לעבר, בדולר או אירו. מוקדם עדיין לקבוע האם העימות בנושא הזה יוביל לשיבושים נוספים באספקת גז טבעי לגוש האירו. בכל מקרה, בגרמניה הוכנה תכנית חירום לקיצוב גז טבעי במידה והיבוא מרוסיה יפסק.

**סין: חזרת הקורונה וחששות ממשיב בענף נדל"ן מעוררים ציפיות למעורבות של הממשלה והבנק המרכזי.** זאת, על רקע החזרה לסגרים ומגבלות במטרה לבלום את התפשטות זן אומיקרון, ובכלל לאור חולשה מסוימת במגמות הכלכליות האחרונות. נתוני מדדי מנהלי הרכש של ענפי התעשייה והשירותים הצביעו על התכווצות מפתיעה בפעילות בחודש מרץ. מדד מנהלי הרכש של ענפי התעשייה ירד מ-50.2 נקודות בפברואר ל-49.5 נקודות במרץ, והמדד לענפי השירותים ירד מ-51.6 נקודות ל-48.4 נקודות. נתונים אלה הושפעו מההתפרצות המחודשת של הדבקות מזן אומיקרון של הקורונה. בדוח הרבעוני שפורסם על ידי הבנק המרכזי, הודגשה העלייה באי-הוודאות במשק, ובצורך לשקול צעדים מונטריים מרחיבים. בינתיים, נמשכים הדיונים בין המפקחים על שוק ההון בארה"ב ובסין לגבי דרישת האמריקנים לחשיפת כל נתוני החשבונאות של חברות סיניות הנסחרות בארה"ב, שאם לא כן, תיתכן מחיקה של חברות אלה מהמסחר שם.

לעומת 6.1% בחודש ינואר. שיעורי החיסכון בארה"ב ומדינות מפותחות נוספות, שעלו בחדות בזמן המשבר ירדו בחודשים האחרונים לרמתם טרם המשבר. הירידה בשיעורי החיסכון בעולם הייתה אחת הדרכים של משקי הבית להתמודד עם השחיקה בכוח הקניה שלהם כתוצאה מעליות המחירים של השנה האחרונה. מדד מנהלי הרכש של התעשייה, של ה-ISM, ירד בחודש מרץ ל-57.1 נקודות, מ-58.6 בפברואר, אך רמתו עדיין מצביעה על התרחבות בפעילות. בניית רכיבי המדד, נרשמה האטה בהזמנות החדשות ובתפוקה, ופיגור במועדי אספקת הזמנות קודמות. עם זאת, חלה עלייה ברכיב התעסוקה. מדד אומון הצרכנים של הקונפרנס בורד ירד ב-3.3 נקודות לעומת הנתון המקורי של חודש פברואר, אך מכיוון שזה עודכן בחדות כלפי מטה, המדד של מרץ הצביע על עלייה קלה. רמתו הנמוכה יחסית של המדד הושפעה מחששם של הצרכנים מהשפעות האינפלציה.

**היפוך בעקום התשואות של אג"ח ממשלת ארה"ב.** בשבוע האחרון התשואה לעשר שנים ירדה מ-2.5% ל-2.39%, בעוד שהתשואה לשנתיים עלתה מ-2.37% ל-2.47%. השינוי בתשואות נובע בעיקר מהתחזקות ההערכות להעלאות ריבית של חדה, של חצי אחוז, בישיבות הקרובות של הפד. בציפיות לאינפלציה משוק אג"ח נרשמה בשבוע החולף התמתנות. הציפיות לאינפלציה לחמש שנים ירדו מ-3.59% ל-3.29% והציפיות לעשר שנים ירדו מ-2.95% ל-2.79% לשנה.

**גוש האירו: שיעור האינפלציה עלה לרמה של 7.5% ב-12 החודשים שעד מרץ 2022.** אומדן ראשון לאינפלציה בגוש האירו הצביע על עלייה נוספת בסביבת האינפלציה, מרמה שנתי של 5.9% בפברואר ל-7.5% במרץ. העלייה במחירי האנרגיה מהווה את הגורם העיקרי להאצת האינפלציה בגוש האירו, כשמחירים אלה עלו במרץ בשיעור שנתי של כ-4.5%. ללא מחירי האנרגיה, שיעור האינפלציה השנתי הגיע במרץ ל-3.4%, ואינפלציית הליבה (ללא אנרגיה ומזון) עלתה ב-12 החודשים האחרונים ב-3.0%. שיעור האבטלה ירד בפברואר ל-6.8%, רמה נמוכה ביחס לעבר, אך מרבית מדדי האמון הכלכליים הוסיפו לרדת בחודש מרץ. מדד מנהלי הרכש למגזר

| תחזיות ריבית ומדד המחירים לצרכן |                        | אירועים מרכזיים בשבוע הקרוב |       |       |   |           |            |
|---------------------------------|------------------------|-----------------------------|-------|-------|---|-----------|------------|
| שיעור שינוי                     | מדד המחירים לצרכן      | נתון קודם                   | תחזית | תקופה | נתון כלכלי                                    | מדינה     | תאריך      |
| 0.8%                            | מרץ - 2022             | 56.5                        | 58.4  | 03/22 | ISM Services index                            | ארה"ב     | 05/04/2022 |
| 0.9%                            | אפריל - 2022           | -7.0                        | -9.4  | 04/22 | מדד ה-Sentix                                  | גוש האירו | 04/04/2022 |
| 0.5%                            | מאי - 2022             | -                           | -     | 03/22 | נתונים מסקר כוח אדם: מחצית ראשונה של חודש מרץ | ישראל     | 04/04/2022 |
| 3.1%                            | 12 חודשים              | -                           | -     | 01/22 | שכר ממוצע למשרת שכיר                          | ישראל     | 04/04/2022 |
| <b>שיעור הריבית</b>             | <b>ריבית בנק ישראל</b> |                             |       |       |   |           |            |
| 0.25%                           | אפריל - 2022           |                             |       |       |   |           |            |
| 1.50%                           | 12 חודשים              |                             |       |       |   |           |            |

**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. 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 לצרכי האישיים והייחודיים של כל משקיע, אין לראות במסמך זה משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתוני, צרכי 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 יגרמו, 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.