

יונתן כץ
וכלכלני לידר
שוקי הון

עלייה מהירה בריבית הפד תתמוך בהעלאת ריבית בישראל

נקודות עיקריות

עלייה חדה באינפלציה בארה"ב (מעבר לצפוי) העיבה על השווקים ביום חמישי. גברו הציפיות להעלאת ריבית של 0.5% ב-16 במרץ והמשך העלאת ריבית אגרסיבית. ביום שישי חשש לפלישה רוסית מתקרבת, העיב על שוק המניות אך חזק את הדולר ותמך בירידת תשואות ובעלייה במחירי הנפט (גם בחיטה).

מאקרו ישראל: עודף תקציבי עצום בינואר

העודף התקציבי בינואר הסתכם ב-18.5 מיליארד ₪, זאת על רקע זינוק בהכנסות. הגירעון המצטבר שנה אחורה (עד ינואר) ירד ל-3.3% תוצר מ-4.5%. סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על צמיחה איתנה יחסית בחודש ינואר. מרבית הענפים מדווחים על מחסור בעובדים, אשר תומך בלחצי שכר. מדד האמון הצרכני של הלמ"ס ירד ל-18- נקודות מ-12- עקב גל האומיקרון והירידות החדות בשווקים. בשבוע הראשון של פברואר מסתמנת התאוששות מתונה ברכישות בכרטיסי האשראי, וחל שיפור יותר משמעותי בניידות למקומות עבודה.

סביבת האינפלציה:

אנו צופים מדד של 0.1% בחודש ינואר עם האצה בקצב השנתי ל-3%. בינואר בנק ישראל רכש 356 מיליון דולר, השקל פוחת ב-2% מול סל המטבעות. בשבוע האחרון השקל פוחת ב-0.9% מול סל המטבעות. חבילת הצעדים של האוצר עשויה למתן רק במעט את האינפלציה (אולי ב-0.1%), אך לא הורדנו את תחזית האינפלציה שלנו (1.9%) בשל המשך פיחות בשקל. מחירי הנפט (וסחורות אחרות) בעולם עלו השבוע, על רקע חשש לפלישה רוסית. ארה"ב: זינוק באינפלציה מעיב על האמון הצרכני. בינואר האינפלציה עלתה ב-0.6% (הצפי היה ל-0.5%) ול-7.5% שנה אחורה. האינפלציה הופכת להיות יותר רוחבית עם עליית מחירים גם בסחורות וגם בשירותים. מחירי הדיור עלו ב-0.4% ו-4.4% שנה אחורה (האצה מ-3.8%). בפברואר מדד האמון הצרכני של מישגן ירד ב-5.5 נק' לרמה הנמוכה ביותר מאוק' 2011, זאת על רקע חששות מאינפלציה. משקי הבית סבורים ששכרם יישחק ריאלית.

שוק האג"ח:

התשואות ל-10 שנים בארה"ב חצו את ה-2% אך ירדו ביום שישי עקב חשש מפלישה רוסית - flight to safety. עודף עצום בפעילות הממשלה בינואר תומך בשוק האג"ח הישראלי. אנו צופים צמצום בהיקף ההנפקות האוצר לקצב שבועי 800-900 מיליון ₪ מ-1.1 מיליארד בחודשים האחרונים. שוק האג"ח הישראלי יושפע מנתוני האינפלציה (15.2) ונתוני הצמיחה (16.2). בטווח הקצר, העצבנות בשווקים, הפיחות בשקל והעלייה במחירי הנפט תומכים בהאצה באינפלציה ולכן גם תומכים באפיקים הצמודים. בטווחים הארוכים יותר, עליית תשואות באפיק השקלי מגבירה את האטרקטיביות.

זום אין: התנאים המוניטאריים (יחסית ל-2018) תומכים בהעלאת ריבית

אנו חוזרים ומנתחים את גורמי המאקרו אשר משפיעים על החלטת הריבית, זאת בהשוואה לסביבה בנובמבר 2018 בה הריבית עלתה. אז הריבית עלתה כאשר סביבת האינפלציה הייתה סביב 1.2% ושיעור האבטלה הצר גבוה היה יותר מהיום (4.3% לעומת 3.5%). עיתוי העלאת הריבית ייקבע כאשר בנק ישראל יהיה סבור שהמשק נמצא בהתאוששות כלכלית מגל האומיקרון. העלאת ריבית הפד ב-0.5% בחודש מרץ תקל על בנק ישראל לעלות ב-0.15%.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	2.8%
ינואר	0.1%
פברואר	0.5%
מרץ	0.5%
שנה קדימה	1.9%
2023	1.6%

ריבית	
נוכחית	0.10%
סוף 2023	0.75%
בעוד שנה	0.5%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.235	3.6845
שינוי שבועי	1.1%	0.4%
YTD	4.0%	4.7%
שנה קדימה	3.15	3.45

פברואר	גיוס מול פירעון
14.1	פדיון סחיר
4.5	תחזית הנפקות
9.6	עודף פדיון

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 923	-2.42	-2.4	-2.3
בינוני 726	-1.76	-1.8	-1.7
ארוך 1131	-0.8	-0.9	-0.8
שקלי	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 723	0.4	0.4	0.5
בינוני 1026	0.98	1.1	1.1
ארוך 432	1.72	1.7	1.7

US			
2y	1.50	1.5	1.6

5y	1.85	1.9	1.9
10y	1.94	2.0	2.1

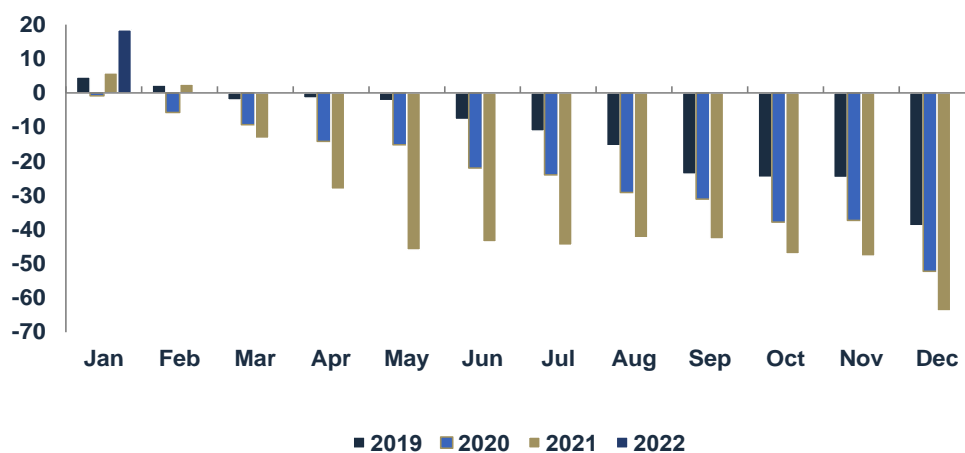
* ט"ק - החודש הקרוב

מאקרו ישראל

ירידה חדה בגירעון תומכת בשוק האג"ח

בחודש ינואר, העודף התקציבי הגיע ל-18.5 מיליארד ₪ (בחלקו עונתי) לעומת גירעון של 0.2 מיליארד בינואר אשתקד. הגירעון המצטבר שנה אחורה ירד ל-3.3% תוצר מ-4.5% לפני חודש. גביית מיסים זינקה ל-46.8 מיליארד ₪ לעומת 33.4 מיליארד ₪ (גידול ריאלי בשיעורי מס אחידים של 28%), בפרט על רקע עלייה חדה במיסי חברות ("גידול במספר שומות בסכומים משמעותיים", לפי האוצר). מדובר בנתון חיובי אשר תומך בהערכה שלנו שהגירעון השנה יהיה נמוך יותר מהיעד של 3.9% תוצר. גירעון נמוך גם מאפשר לאוצר לבצע עוד מהלך פיסקאלי של צעדים אשר נועדו גם למתן את האינפלציה. בכול מקרה, ירידה חדה בגירעון תומכת בהיקף הנפקות נמוך (האוצר צפוי לצמצם את היקף ההנפקות השבועי בחודש מרץ) ולכן גם תומך בשוק האג"ח הישראלי.

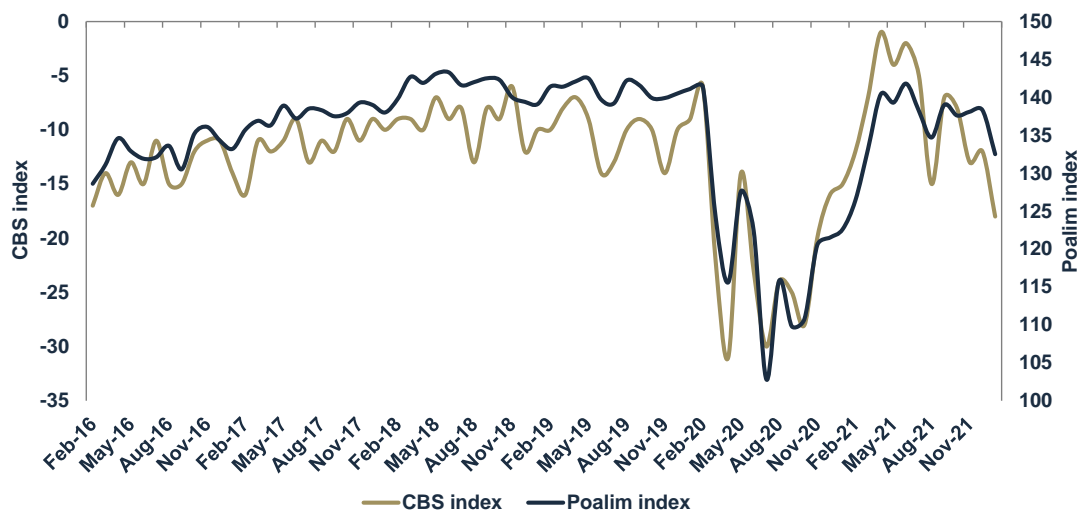
הגרעון המצטבר במיליארדי ₪



ירידה באמון הצרכני

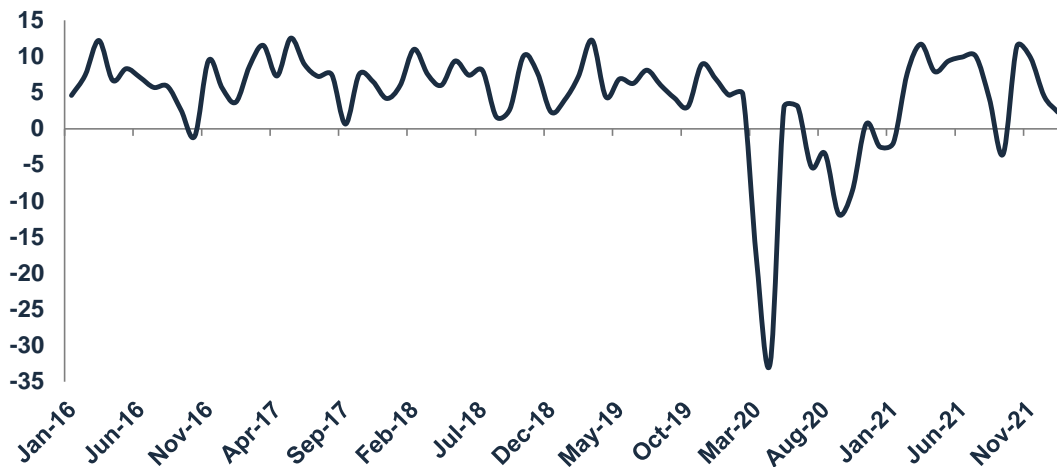
בינואר מדד האמון הצרכני ירד ל-18- נקודות מ-12- בדצמבר ו-8- באוקטובר. הירידה נובעת מזינוק בתחלואה ובמספר הבידודים בחודש זה, וגם מירידות חדות בשווקים. ירידה באמון נצפתה גם במדד האמון של פועלים. הרכיב במדד אשר ירד בצורה משמעותית היה "הצפי למצב הכלכלי במדינה בשנה הקרובה" (ירידה ל-31 מ-15-). אנו צופים שיפור באמון הצרכני בחודשים הקרובים על רקע ירידה בתחלואה והסרת חלק מהמגבלות. התאוששות מנזקי האומיקרון תתמוך בהעלאת הריבית בחודשים הקרובים.

מדדי האמון הצרכני: למ"ס + פועלים

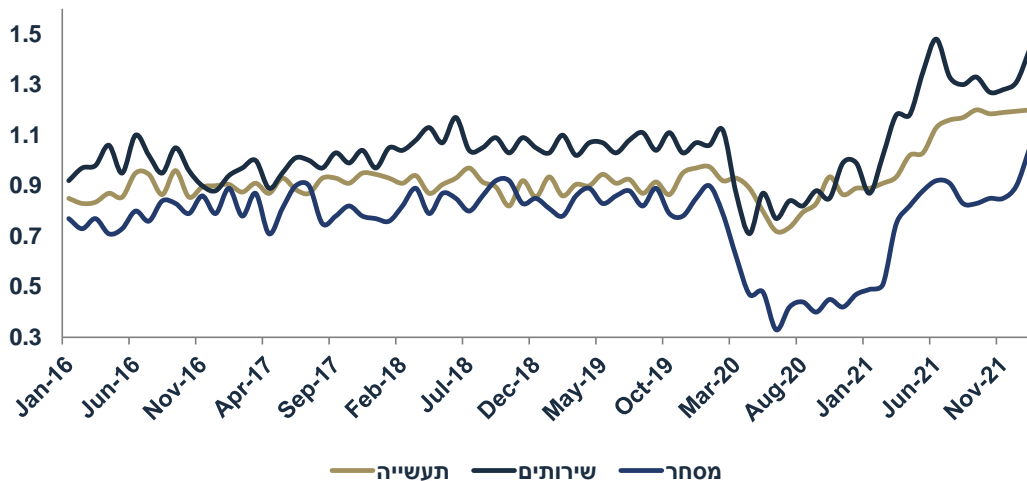


צמיחה יציבה בינואר, אך המחסור בעובדים מתגבר

סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על יציבות בקצב הצמיחה בינואר בדומה לדצמבר, בקצב גבוה יחסית (למעט הרעה בענף המלונאות). בתעשייה מסתמן שיפור בהזמנות לייצוא וציפייה להמשך התרחבות בענפי השירותים. רכיב הציפיות לגבי הפעילות בשלושת החודשים הקרובים מצביע על המשך התרחבות, אם כי בקצב מעט נמוך יחסית לנתון בחודש הקודם. ציפיות האינפלציה שנה קדימה בסקטור העסקי עלו מעט ל-1.85% מ-1.71% לפני חודש. בסך הכול, סקר מגמות משקף המשך התרחבות בפעילות במשק עם מעט פגיעה יחסית עקב גל האומיקרון. **שילוב של צמיחה נאה בתחילת השנה (בנק ישראל גם צופה צמיחה של 5% ברבעון ד' 21), שיפור בשוק העבודה, ועלייה בקצב האינפלציה מעבר ל-3% (שנה אחורה) בחודשים הקרובים תומך בהעלאת ריבית ב-11 לאפריל.**

רכיב הציפיות לשינוי בפעילות בשלושה חודשים הקרובים (מאזן נטו)**קיים מחסור בעובדים**

למרות שבינתיים נתוני השכר (אשר קיימים רק עד נובמבר) לא מצביעים על עלייה חריגה בשכר במשק (למעט ענפי היי טק), סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על עלייה במגבלת המחסור בעובדים בתור גורם מגביל פעילות, בפרט בשירותים, במסחר ובתעשייה. **מחסור בעובדים בהחלט תומך בלחצי שכר בעתיד, ולכן גם בלחצי אינפלציה.**

עוצמת המגבלה של מחסור בעובדים בהתרחבות בפעילות

חבילת הצעדים של האוצר לא צפויה למתן משמעותית את האינפלציה

הצעדים עם השפעה דיפלציונית כוללים עלייה מתונה יותר במחירי החשמל (3.4% במקום 5.7%) והוזלה במחירי הצהרונים (אשכול +4-5), עם תרומה כוללת של -0.06% לאינפלציה. הורדה וביטול מכסים בשורה של מוצרי צריכה וחומרי גלם עשויים לתרום כ-0.1% לאינפלציה שנה קדימה, אך לפי הערכתנו, מרבית ההשפעה תהיה בבלימה מסוימת של לחצי התייקרויות על רקע עלייה במחירי התשומות ופחות הורדת מחירים. הטבות המס (והגדלת מענק שכר) בהיקף של 2.3 מיליארד ש"ח צפויות להגדיל את ההכנסה הפנויה ובכך גם את הביקוש המצרפי במשק, מה שיתרום ללחצי אינפלציה בשוליים. **בשלב זה אנו עדיין חוזים אינפלציה של 1.9% שנה קדימה, זאת על רקע המשך פיחות בשקל ועלייה במחירי הנפט בעולם.**

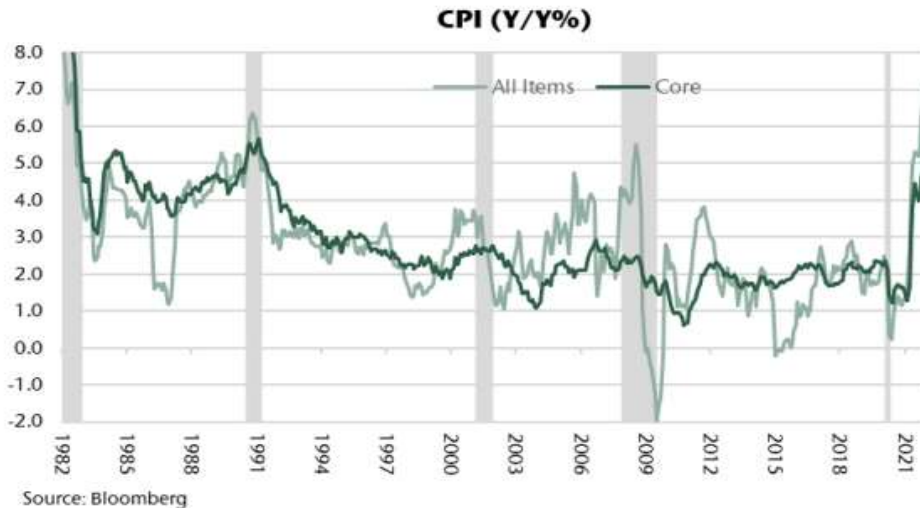
ההשלכה הפיסקאלית לא צפויה להיות מאד משמעותית ואולי תסתכם בעלות של 1-2 מיליארד ש"ח בשנת 2022. חלק מהצעדים ייושמו באמצע השנה וחשוב לזכור שהאוצר מציג את העלות ברוטו (4.4 מיליארד ש"ח לשנה) ולא נטו: חלק מהגידול בצריכה בעקבות ההטבות יחזור לקופת האוצר דרך מע"מ או מיסים אחרים.

מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: צפוי שבוע גדוש בנתונים חשובים! שני: נתוני סחר חוץ (ינואר), מכירות של דירות חדשות (דצמבר), מצב התעסוקה במחצית ב' של ינואר. שלישי: מספר המשרות הפנויות (ינואר), **מדד מחירים לצרכן לחודש ינואר. אנו צופים 0.1%** (הציפיות סביב 0%-0.1%) בהשפעת עלייה במחירי המזון (בעיקר המס על המשקאות הקלים), עלייה במחירי המכוניות והתייקרות של 1.5% במחירי הדלקים. מנגד, צפויה הוזלה עונתית מחירי ההלבשה ומחירי הדיור. צפויה גם השפעת "עדכוני מחירים בתחילת השנה" במחירי שירותים רבים. יום רביעי: אומדן ראשון לצמיחה ברבעון ד'. **בנק ישראל צופה צמיחה מהירה יחסית של 5%.**

תחזית מדד חודש ינואר 2022			
רכיב	משקל	שיעור שינוי חזוי	תרומה חזויה
מזון	14.7	1.5%	0.22%
פירות וירקות	3.1	0.3%	0.01%
דיור	24.9	-0.2%	-0.04%
אחזקת דיור	9.1	0.2%	0.02%
ריהוט וציוד לבית	3.8	0.3%	0.01%
הלבשה והנעלה	2.7	-7.5%	-0.20%
בריאות	6.0	0.3%	0.02%
חינוך ותרבות	11.3	-0.5%	-0.05%
תחבורה ותקשורת	18.5	0.4%	0.07%
שונות	6.0	0.5%	0.03%
סך הכל מדד	100.0		0.1%

האינפלציה בארה"ב: up up up

שוב מדד גבוה בחודש ינואר. גם סך הכול האינפלציה וגם אינפלציית הליבה עלו ב-0.6% בינואר. זה החודש העשירי ברציפות שאינפלציית הליבה עלתה ב-0.5% או יותר. היו עליות מחירים במרבית הסעיפים: 0.9% במזון (1% במזון לבית, 0.7% בארוחות מחוץ לבית), 1.1% בהלבשה, 0.9% במוצרים ושירותי בידור, 2.3% במחירי הטיסות, 1.5% ברכבים משומשים (40.5% שנה אחורה!), אך יציבות במחירי הרכבים החדשים. מחירי הריהוט והציוד לבית עלו ב-1.6% (9.3% שנה אחורה), ושירותי בריאות עלו ב-0.6%. מחירי השכירות (הסעיף הראשי במשקל 32.6%) עלו ב-0.4% וב-4.4% שנה אחורה, האצה מ-3.8% לפני חודש.



השלכות: גברו הציפיות להעלאת ריבית של 0.5% בחודש מרץ. גם תוואי העלאת הריבית קדימה צפויה להיות אגרסיבי יותר. השלכות על האינפלציה בישראל: קיימת נטייה להשליך את ההפתעות כלפי מעלה באינפלציה בארה"ב גם על ציפיות האינפלציה בישראל. לפי הערכתנו, ישראל נמצאת בסביבת אינפלציה מתונה יותר בשל מדיניות פסיקאלית מרסנת יותר מגמה מתמשכת של ייסוף בשקל.

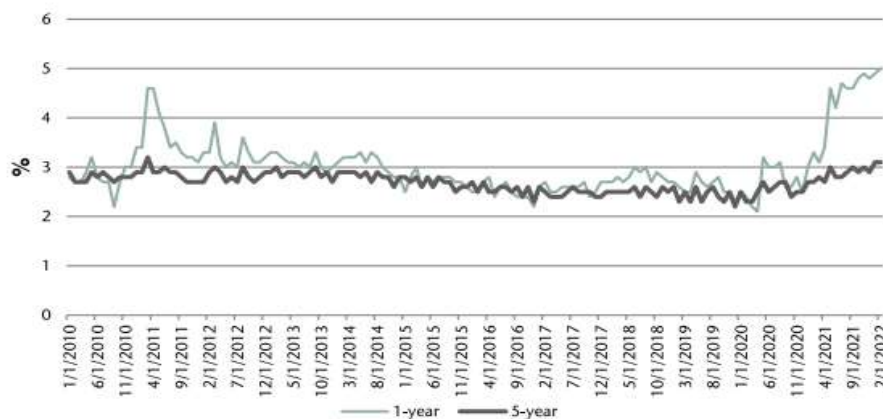
צניחה באופטימיות הצרכנית

מדד האמון הצרכני של מישגן ירד ל-61.7 נקודות בפברואר מ-67.2 בינואר, הרמה הנמוכה ביותר מאז אוקטובר 2011, ו-10 נקודות יותר נמוכה מאפריל 2020 (שיא הקורונה). חלה ירידה גם במצב השוטף וגם בציפיות קדימה.



משקי הבית חוששים משחיקה ריאלית בשכרם. ציפיות האינפלציה בקרב משקי הבית עלו ל-5% שנה קדימה (מ-4.9%). ציפיות האינפלציה בטווחים הארוכים יותר נותרו יציבות על 3.1%, רמה גבוהה משמעותית מיעד האינפלציה של הפד. חששות אינפלציוניים וציפיות גבוהות בקרב משקי הבית תומכים במדיניות מוניטארית מרסנת במטרה להחזיר את אמינות הפד.

Inflation Expectations



Source: University of Michigan

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: שלישי: ארה"ב: מדד מחירי התפוקה בתעשייה PPI (ינואר). רביעי: ארה"ב: הייצור התעשייתי והמסחר הקמעונאי (ינואר) ופרסום פרטוקול החלטת ריבית הפד. בסין: מדד המחירים לצרכן ו-PPI (ינואר). אירופה: הייצור התעשייתי (דצמבר). חמישי: יפן: מדד המחירים לצרכן (ינואר), ארה"ב: התחלות ואישורי הבנייה.

זום אין: העלאת ריבית (בישראל) מתקרבת

בשבוע שעבר, המשנה לנגיד אנדרו אביר הצליח (בינתיים) לשכנע את שוק המט"ח שהריבית בישראל לא תעלה גם אם האינפלציה תעלה מעל 3%. באותו יום (יום שלישי שעבר). אביר סבור שלמרות שבטווח הקצר האינפלציה תעלה לכיוון 3% (שנה אחורה) הוא צופה התמתנות ל-2% עד אמצע 2022 (התחזית שלנו: 2.8% y/y ביוני ו-2.5% ביולי). באותו יום, השקל פוחת ב-0.8% מול סל המטבעות, כנראה על רקע הריאיון של אביר. לפי הערכתנו, זאת הייתה המטרה העיקרית לאמירות "היוניות" שלו. בכל זאת, אביר השאיר פתח מילוט: "כמובן שאנו חייבים להסתכל על מה שקורה, ויכול להיות שנהיה מושפעים מהעוצמה של האינפלציה בעולם ונתנהג בהתאם". לפי הערכתנו, אביר רוצה למנוע ייסוף בשקל ואפילו היה רוצה לראות שקל חלש יותר. רק כך אפשר להבין מדוע בנק ישראל רכש 356 מיליון דולר בינואר, בתקופה של ירידות בשווקים ולחץ לפיחות בשקל.

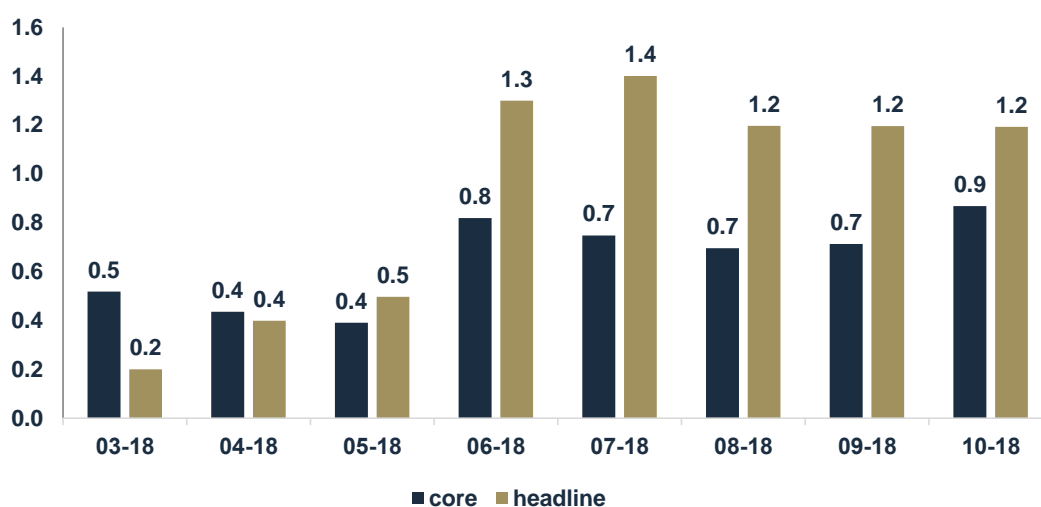
בכול זאת, הוועדה המוניטארית מקבלת את החלטות הריבית לפי שיקולים מקצועיים, כאשר לפי הערכתנו, שיקול שער החליפין כמעט ולא קיים. הוועדה מתמקדת בסביבת האינפלציה, מצב המשק/תעסוקה וציבות פיננסית. שלושת הגורמים הללו צפויים לתמוך בהעלאת ריבית ב-11 באפריל.

בחודש אוגוסט 2021 ניתחנו את השיקולים אשר תרמו להעלאת ריבית בנק ישראל ב-26 לנובמבר 2018 מ-0.1% ל-0.25%. כדאי להיזכר בהחלטה זו אשר הפתיעה את השווקים:

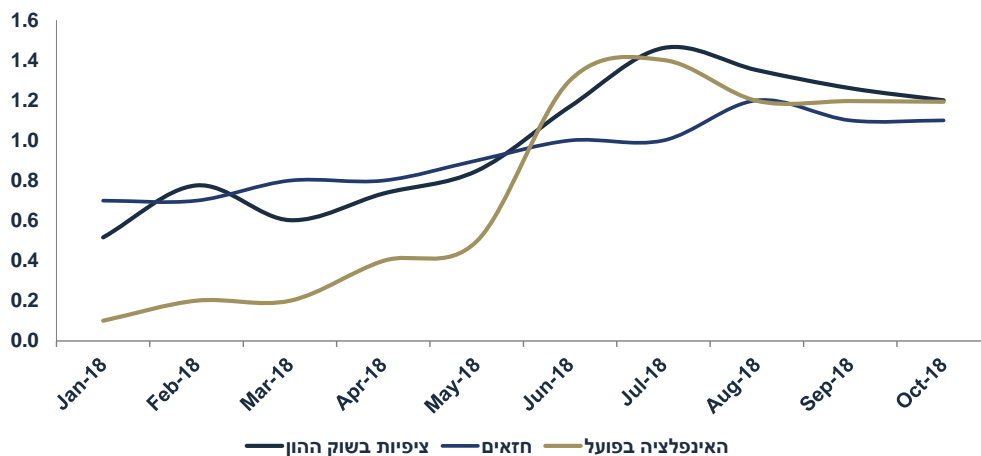
בנק ישראל העלה את הריבית ב-26.11.18 בתנאים שלא מאד תמכו בהעלאת ריבית: האינפלציה עלתה ב-1.2% שנה אחורה (אך הייתה קרובה ל-2% בחצי השנה שקדמה בחישוב שנתי), ציפיות האינפלציה שנה קדימה בשוק ההון היו 1.2% והחזאים צפו ל-1.1%. המשק היה קרוב לתעסוקה מלאה ופער התוצר נסגר. כלכלת ארה"ב "שמרה על איתנותה" (לפי ההודעה המוניטארית) אך מלחמת הסחר הייתה איום פוטנציאלי. **ריבית הפד עמדה על 2.25%** (לעומת 0.10% בישראל).

דרך אגב, למרות הפתעת העלאת הריבית בנובמבר 18: חודש אחרי ההחלטה השקל פוחת ב-1.2% מול סל המטבעות. ברור שמדיניות הריסון האגרסיבית של הפד אפשרה לבנק ישראל להעלות את הריבית (נדמה שצפויה אותה תופעה השנה). **פרט מעניין נוסף:** בשנה שאחרי העלאת הריבית, האינפלציה עלתה ב-0.3% בלבד ואינפלציית הליבה ב-0.5%.

נתוני אינפלציה ואינפלציית הליבה לפני העלאת ריבית בנובמבר 2018



ציפיות האינפלציה שנה קדימה ערב העלאת הריבית



חשוב לערוך ניתוח השוואתי בין שתי התקופות:

פרמטר	נוב' 2018	אפר-22
אינפלציה שנה אחורה	1.2	3.1-3.2
אינפלציית הליבה	0.9	2.7-2.8
ציפיות האינפלציה בשוק האג"ח	1.2	+2.5
תחזית החזאים	1.1	+2.0
שיעור האבטלה	4.3	3.5 (כנראה פחות מ-5% באבטלה רחבה)
נתון הצמיחה האחרון	2.3% (רבעון א' 18)	5.0% (רבעון ד' 21, תחזית ב.י.)
עליית מחירי הדיור (לרכישה)	-2.0%	12% (תחזית שלנו)
ריבית הפד	2.25%	0.5%-0.75% וציפייה להמשך העלאה מהירה
מגמת הריבית בעולם	הפד בתהליך ריסון, בניגוד ל- ECB	הפד יתחיל תהליך ריסון מהיר עם עלייה בריבית של 0.5% ב-16.3, גם אירופה צפויה להעלות ריבית עד סוף השנה, מרבית המדינות מעלות ריבית

לסיכום: גברו הסיכויים להעלאת ריבית ב- 11 באפריל (ואם לא אז ב- 23 במאי). עיתוי העלאת הריבית ייקבע בהתאם להערכת בנק ישראל שהמשק מתאושש היטב מגל האומיקרון. השאלה היותר מעניינת הינה: מה הסבירות להעלאת ריבית נוספת בישראל עוד השנה. כעת אנו רואים הסתברות של 50% אשר תלויה בעיקר בסביבת האינפלציה במהלך השנה.

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 ועורכי 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 ועורכי 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.