



כלכלית בראשון

עליה חדה בתשואות

האחרונים, ככל הנראה על רקע עליות המחירים, ואפקט עושר שלילי מהשווקים הפיננסיים. הפדיון בענפי הכלכלה ירד מעט בחודשים דצמבר וינואר. מגמה זו של ירידת הפדיון עשויה להימשך להערכתנו בחודשים הקרובים, זאת לאור יציאה מוגברת של ישראלים לחו"ל, שתביא להסטת צריכה מקומית ליבוא של שירותים. שיעור האבטלה הצר ירד בחודש פברואר לרמה של 3.7%, ושיעור התעסוקה עלה לרמה של 60.6% (מועסקים למעט עובדים בחל"ת). נתונים אלו מייצגים להערכתנו חזרה של המשק לתחום של תעסוקה מלאה. מספר המשרות הפנויות במשק הגיע לכ-150 אלף איש – לאור שיעור האבטלה הנמוך אנו מעריכים שזה יבוא לידי ביטוי בלחצים לעליית שכר. תמונה מדויקת יותר של המגמות בשכר תתקבל בעוד מספר חודשים, עם צמצום מספר העובדים מרחוק (הוצאות אש"ל, נסיעות ושעות נוספות לדוגמא).

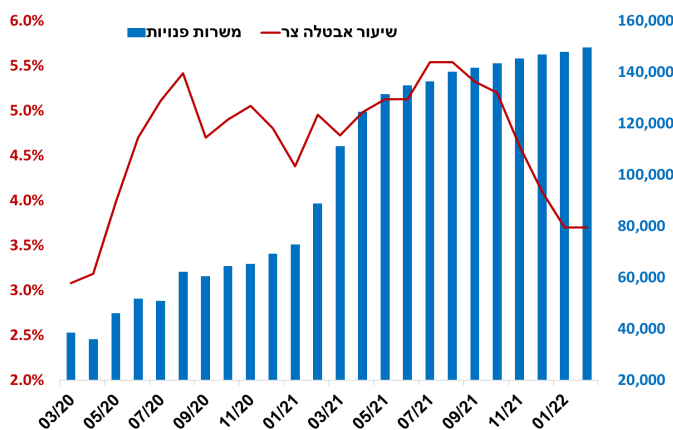
כמו ברוב המדינות בעולם, ישראל מתמודדת עתה עם זעזוע בצד ההיצע, שמביא לגל התייקריות. קשה לדבר על תחזית אינפלציה כשמחיר חבית נפט נע מצד לצד לפעמים בעשרים דולר בשבוע. בחלק מהממשלות כמו בבריטניה, בצרפת ובשוודיה החליטו להפחית מסים בכדי למתן את השפעת עליית מחירי האנרגיה. צעד מסוג זה ממתן את עליות המחירים בטווח הקצר ואולי עוצר במעט את המומנטום של עליית האינפלציה. מנגד, זה לא מקטין את הביקוש לאנרגיה, כי המחיר לצרכן לא משתנה. במחיר חבית נפט נוכחי של כ-120 דולר, מחיר הדלק בתחנות יעלה באפריל בכ-7% (ללא שינוי בבלו על דלק). בטווח הקצר אנו צפויים למדדי מחירים

- הפעילות הכלכלית בישראל נשמרת ברמה גבוהה בעיקר הודות לתרומה של ענף ההי-טק וענף הבנייה. מנגד, אנו רואים שהצריכה הפרטית מתמתנת בחודשים האחרונים, ככל הנראה על רקע עליות המחירים, ואפקט עושר שלילי מהשווקים הפיננסיים.
- מחירי הטיסות לחו"ל צפויים לעלות בחדות במדדי המחירים הקרובים, וכן סעיף הדיור, שיושפע מעליית מחירי הדירות, ובהמשך השנה אולי גם מעלייה לארץ מרוסיה ומאוקראינה.
- תחזית האינפלציה השנתית האחרונה שפרסמנו עמדה על 3.1%, אולם במחיר הנפט והסחורות הנוכחיים אנו מעריכים שהתחזית תעודכן כלפי מעלה.
- בנק ישראל מאותת שגם בישראל עליות הריבית יהיו מהירות מהצפוי. עליית מחירי הנדל"ן, החזרה לתעסוקה מלאה וההפתעות כלפי מעלה במדדי המחירים לצרכן האחרונים שפורסמו, מקטינים את דרגות החופש של הבנק המרכזי.
- שוק הנגזרים מגלם עתה ריבית בנק ישראל ברמה של כ-1.5% בעוד כשנה, הערכה שנראית בעינינו כסבירה.

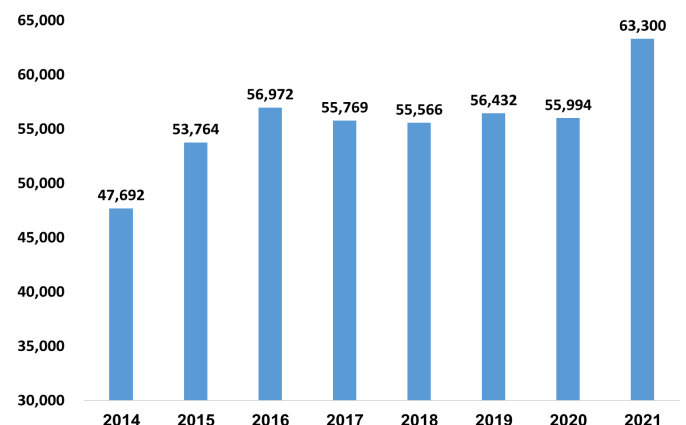
ישראל

הפעילות הכלכלית נשמרת ברמה גבוהה בעיקר הודות לתרומה של ענף ההי-טק וענף הבנייה. יצוא השירותים בחודשים נובמבר-דצמבר 2021 היה גבוה ב-30% מזה של חודשים אלו בשנה הקודמת. בענף הבניה אנו רואים זינוק חד במספר התחלות הבנייה לרמה של 63 אלף בשנה החולפת. שני ענפים אלו צומחים בקצב מהיר, והם גם מייצרים משרות בשכר שגבוה מהממוצע. מנגד, אנו רואים שהצריכה הפרטית מתמתנת בחודשים

שיעור האבטלה ירד, ועדיין הביקוש לעובדים גבוה
סך המשרות חדשות בחודש ושיעור אבטלה, מקור: הלמ"ס



זינוק בהתחלות הבנייה
התחלות בנייה (יחידות), מקור: הלמ"ס



זה הגורם שבולם האטה בפעילות. מנגד, זה גם אומר שהבנקים המרכזיים נמצאים בסיטואציה לא נוחה, כי קשה להדביר אינפלציה עם ריביות שליליות. הבנק המרכזי של אנגליה העלה ריבית פעם שלישית ברציפות. הפד השתהה ועתה יצטרך להדביק את הקצב עם עליות במינון גבוה יותר של 0.5%. השאלה היכן תהליך זה ייעצר פתוחה – עקומי התשואות שטוחים, וגם חברי הפד עצמם סבורים שהריבית תעלה לרמה של 2.8%, אך בטווח הארוך ריבית של 2.4% היא מתאימה יותר. לאחר עשור של ריביות נמוכות, שברובן הריבית הריאלית לעשר שנים הייתה אפסית ולא עלתה על 1% בארה"ב, קצת קשה לנו לדמיין חזרה לריביות ריאליות חיוביות. זו אולי אחת הסיבות לעקום התשואות השטוח בארה"ב. אולם אם תרחיש הסטגפלציה לא יתממש, לא מן הנמנע שנראה את התשואות הארוכות ממשיכות לטפס, ולגלם אף ריבית ריאלית חיובית.

העלייה בסביבת האינפלציה ובציפיות האינפלציה הביאה לעלייה חדה בתשואות האג"ח. מסתמן ששוקי האג"ח הפנימי בשבוע האחרון את האיתותים של יו"ר הפד, פאוול, בדבר האפשרות שחרף המלחמה במזרח אירופה, הפד עשוי להעלות את הריבית בשיבות הקרובות במנות של חצי אחוז במקום רבע אחוז. זאת, במידה ויידרשו צעדים עוצמתיים יותר מהעבר על מנת לרסן את העלייה בסביבת האינפלציה. בשבוע החולף, הציפיות לאינפלציה משוק ההון לחמש שנים עלו מ-3.48% ל-3.73%, והציפיות לעשר שנים עלו מ-2.86% ל-2.98%. אלה הושפעו, בין היתר, מהעלייה המחודשת במחירי האנרגיה. מחיר חבית נפט מסוג ברנט שב ועלה לרמה של 120 דולר, לאחר שכבר ירד מעט מתחת לרמה של 100 דולר באמצע החודש. כל אלה הובילו לעלייה חדה בתשואות לפדיון על אג"ח ממשלתיות, כאשר התשואה לשנתיים עלתה מ-1.94% ל-2.28%, והתשואה לעשר שנים עלתה מ-2.15% ל-2.48%.

העלייה בתשואות הממשלתיות היא תופעה גלובלית. תשואות אג"ח ממשלתיות לעשר שנים במדינות המפותחות, עלו במוצע בשלושת החודשים האחרונים בכ-100 נקודות בסיס. בגרמניה, התשואה על אג"ח לעשר שנים עלתה ל-0.59% (לעומת -0.25% לפני שלושה חודשים) הרמה הגבוהה מאז מאי 2018. באוסטרליה התשואה עלתה בשלושת החודשים האחרונים מרמה של 1.52% לרמה של 2.77% ובארה"ב מ-1.48% ל-2.48%.

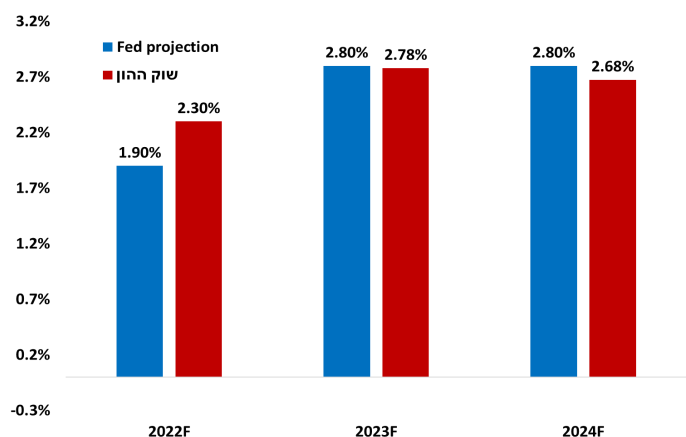
גבוהים מאוד: 0.8% במרץ, 1.0% באפריל, 0.5% במאי. מחירי הטיטות לחו"ל צפויים לעלות בחדות במדדי המחירים הקרובים, וכן סעיף הדיור, שיושפע מעליית מחירי הדירות, ובהמשך השנה אולי גם מעלייה לארץ מרוסיה ומאוקראינה. תחזית האינפלציה האחרונה שפרסמנו עמדה על 3.1%, אולם במחיר הנפט והסחורות הנוכחיים אנו מעריכים שהתחזית תעודכן כלפי מעלה.

בנק ישראל מאותת שגם בישראל עליות הריבית יהיו מהירות מהצפוי. עליית מחירי הנדל"ן, החזרה לתעסוקה מלאה וההפתעות כלפי מעלה במדדי המחירים לצרכן האחרונים שפורסמו, מקטינים את דרגות החופש של הבנק המרכזי. שוק הנגזרים מגלם עתה ריבית בנק ישראל ברמה של כ-1.5% בעוד כשנה, הערכה שנראית בעינינו כסבירה. התשואות לטווחים הארוכים יותר עלו בשבועות האחרונים בחדות – התשואה לעשר שנים הגיעה הבוקר לרמה של 2.35%, עלייה של 1.1 נקודות אחוז לעומת תחילת השנה. התשואות בישראל מתואמות מאוד עם אלו שבועלם, זאת על אף שלחצי האינפלציה בישראל נמוכים יותר. השווקים מגלמים עתה הערכה שהריבית בישראל, לאורך זמן, לא תתנתק מזו שבארה"ב. אנו עדיין סבורים כי עליות הריבית יהיו מתונות יותר מאלו שבארה"ב, וגם האינפלציה בישראל תהיה נמוכה יותר. גורמים אלו מצדיקים תשואות בישראל שהן מעט נמוכות מאלו שבארה"ב.

גלובלי

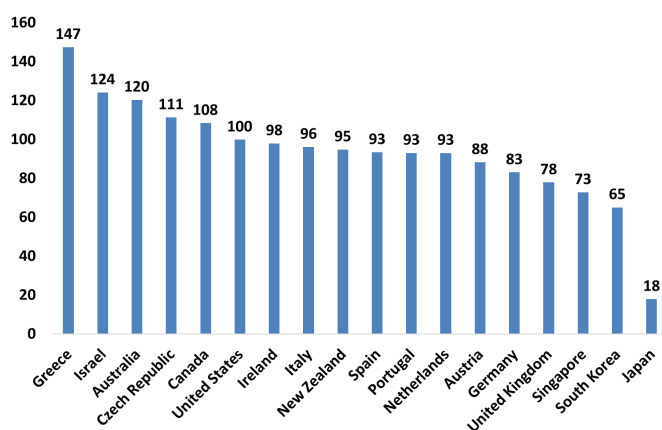
המלחמה באוקראינה ממשיכה לתת את אותותיה – מחירי האנרגיה תנודתיים ושובו לעלות לכ-120 דולר לחבית. האינפלציה עברה כבר את הסף בו בנקים מרכזיים מאזנים בין פגיעה בפעילות הכלכלית לצורך לרסן את האינפלציה. מחירי האנרגיה עשויים להקפיץ את נתוני האינפלציה בארה"ב ונכראה גם באירופה לרמה דו-ספרתית בחודשים הקרובים. החשש מסטגפלציה עולה, אם כי עד כה הנתונים הכלכליים לא מצביעים על האטה ברורה, והביקוש לעובדים גבוה. יש לזכור שהריביות הריאליות הן עדיין עמוק בטריטוריה שלילית, ואולי

ארה"ב: תחזית לריבית הפד
חברי הפד ושוק ההון, מקור: בלומברג



עליה חדה בתשואות

תשואות אג"ח ממשלתיות לעשר שנים, שינוי בשלושת החודשים האחרונים בנקודות בסיס, מקור: בלומברג



עשורים. בשוק הדיור, חלה בפברואר ירידה של 2% במכירות של בתים חדשים, בהמשך לירידה חדה בינואר, וגם בחתימת חוזים נרשמה ירידה מפתיעה של 4.1% מול תחזית לעלייה בשיעור של 1%.

אירופה: ירידה במדד אמון הצרכנים בגוש האירו ובמדד ה-Ifo בגרמניה. הקרבה הגאוגרפית של מדינות מערב אירופה והתלות הגבוהה בגז הרוסי, הופכות אותן לפגיעות יותר ממדינות אחרות, כדוגמת ארה"ב. מדד אמון הצרכנים של גוש האירו ירד בחודש מרץ לרמה הנמוכה ממאי 2020, מועד בו המדד ירד בחדות על רקע התפשטות נגיף הקורונה. מעבר לאי-הוודאות באשר להתפתחות המלחמה, אמון הצרכנים נפגע גם מהעלייה באינפלציה אל מעל לרמה שנתית של 5%. במקביל, מדד האינדיקטורים המובילים, ה-Ifo, ירד בגרמניה לרמה הנמוכה מאז שנת 2021. לקראת סוף השבוע, ארה"ב הודיעה כי היא תספק השנה לאיחוד האירופי תוספת של 15 מיליארד cubic meters של גז טבעי נזולי, על מנת להקטין את התלות של האיחוד האירופי בגז מרוסיה. בבריטניה, שיעור האינפלציה עלה בפברואר לשיעור הגבוה בשלושים השנים האחרונות, דבר שכלל הנראה יוביל להמשך העלאות הריבית ע"י הבנק המרכזי, שכבר העלה את הריבית שלוש פעמים בחודשים האחרונים לרמה של 0.75%. מדד המחירים לצרכן עלה ב-12 החודשים האחרונים ב-6.2%, בעיקר כתוצאה מעלייה במחירי האנרגיה והמזון.

סין: גוברת התפשטות הקורונה, בעיקר בערים של שנגחאי וג'ילין. מתחילת מרץ, חלה עלייה ניכרת בהדבקות מהנגיף. בשונה מהעבר, כאשר מקבלי ההחלטות הגיבו לידיעות כאלה בהטלת סגרים מוחלטים, הפעם ננקטת גישה של מגבלות וסגרים סלקטיביים, לפי האזור והאוכלוסיות בסיכון. בנוסף לכך, נתוני ההדבקות בהונג קונג מעוררים דאגה, כאשר חלה עלייה בשיעורי התמותה מהנגיף, בעיקר באוכלוסיית המבוגרים שלא חוסנו.

מגמת העליות במדדי המניות בארה"ב נמשכה זה השבוע השני ברציפות. בשבוע החולף, מדד הנאסד"ק עלה ב-2%, ומדדי ה-S&P500 והדאו ג'ונס עלו ב-1.8% ו-0.3%, בהתאמה. בלטו במיוחד ענפי ה-IT והאנרגיה. למרות שעדיין אין סימני רגיעה במלחמה באוקראינה, נראה שהפחד בשווקים התמתן, והדבר בא לידי ביטוי בירידה נוספת במדד ה-VIX שירד לרמה של 21 נקודות בסוף השבוע. במרבית המדדים באירופה נרשמו דווקא ירידות שבועיות. מדד היורוסטוקס 50 ירד ב-0.9%, ומדדי המניות בגרמניה ובצרפת ירדו ב-0.7% וב-1.0% בהתאמה. באנגליה, מדד ה-FTSE100 עלה ב-1.1%. באסיה, מדד הניקיי ביפן עלה ב-4.9%, ולעומתו במדדים העיקריים בסין ובהודו נרשמו ירידות של 2.1% ו-0.8% בהתאמה. בשוק הסחורות נרשמו בעיקר עליות מחירים. מחיר חבית נפט מסוג ברנט עלה בשבוע האחרון ב-11% לרמה של \$120 ומחיר הגז הטבעי בארה"ב עלה ב-14%.

ארה"ב: נתוני מקרו מעורבים. ההזמנות למוצרי בני-קיימה ירדו ב-2.2% בחודש פברואר, ירידה חדה בהרבה מהתחזית לירידה של 0.6%. מדובר בירידה הראשונה בנתון זה בחמשת החודשים האחרונים. גם ללא כלי רכב נרשמה ירידה שעמדה על שיעור של 0.6%. מדד אמון הצרכנים של אוניברסיטת משיגן הוסיף לרדת בחודש מרץ, והגיע לרמתו הנמוכה ביותר מאז שנת 2009, בעיקר בשל חששות הצרכנים מעלייה בסביבת האינפלציה. הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה, מתוך הסקר, עלו מרמה של 4.9% ל-5.4%, והציפיות לטווח של חמש עד עשר שנים נותרו יציבות ברמה גבוהה של 3.0%. בכיוון החיובי מדדי מנהלי הרכש עדיין מצביעים על התרחבות ברמה גבוהה. מדד מנהלי הרכש של IHS Markit לענפי התעשייה עלה במרץ בשיעור מעבר לחזוי, והגיע לרמה הגבוהה מספטמבר 2020. התפתחות דומה חלה במדד לענפי השירותים, והוא הגיע לרמה הגבוהה מיולי 2021. במקביל, הדרישות השבועיות החדשות לדמי אבטלה ירדו בשיעור מפתיע והגיעו לרמה נמוכה מזה מספר

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	18.56%	18.7%	01/22	מדד קיי-שילר למחירי הדירות (YOY)	ארה"ב	29/03/2022
1.0%	אפריל - 2022	110.5	107.8	03/22	מדד אמון בצרכנים של הקונפרנס בורד	ארה"ב	29/03/2022
0.5%	מאי - 2022	6.1%	6.4%	02/22	PCE Deflator (YOY)	ארה"ב	31/03/2022
3.1%	12 חודשים	6.8%	6.7%	02/22	שיעור האבטלה	גוש האירו	31/03/2022
	ריבית בנק ישראל	-	-	02/22	נתונים מסקר כוח אדם	ישראל	28/03/2022
0.25%	אפריל - 2022	-	-	02/22	רכישות בכרטיסי אשראי	ישראל	29/03/2022
1.50%	12 חודשים	-	-	02/22	פדיון של רשתות השיווק	ישראל	31/03/2022

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 ונתוני 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 ייגרמו, 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.