

הלחץ לפיחות בשקל נמשך ומעלה את הסיכוי להעלאת ריבית

יונתן כץ וכלכלני לידר שוקי הון

נקודות עיקריות

בשבוע האחרון שוקי המניות בארה"ב ירדו במקביל לעליית תשואות בשוק האג"ח על רקע נתונים כלכליים חיוביים (good news is bad news), כולל עלייה במדד מנהלי הרכש בענפי השירותים וירידה במספר דורשי העבודה. קיימת דריכות לקראת פרסום נתוני האינפלציה בארה"ב ביום רביעי.

מאקרו ישראל:

- סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על המשך התרחבות, כולל התאוששות מסוימת בהיי טק.
- מגמת ההאצה בשכר נמשכת בקצב שנתי של 6%, מה שצפוי לתרום לאינפלציה "דביקה".
- במאי-יולי, המכירות ברשתות השיווק עלו ב-1.5% (ריאלי בחישוב שנתי), מדובר בירידה לנפש.

סביבת האינפלציה

- בשבוע האחרון השקל פוחת ב-1.3% מול דולר. בנוסף, מחירי הנפט בעולם ממשיכים לעלות. **עקב כך, העלינו את תחזית האינפלציה ל-3.0% שנה קדימה, כאשר הסיכון הינו כלפי מעלה.**
- מוסדיים רכשו נטו 1.6 מיליארד דולר ביולי ו-6.9 מיליארד מתחילת השנה.

מדיניות מוניטארית

- המשך מגמת הפיחות בשקל מעלה את הסבירות להעלאת הריבית ב-23.10.

בעולם:

ארה"ב

- אין נחיתה בינתיים. מדד מנהלי הרכש בענפי השירותים הפתיע לטובה ומצביע על התרחבות.
- מספר דורשי העבודה החדשים ירד ב-12 אלף איש ל-216 אלף, הרמה הנמוכה ביותר מאז פברואר. למרות העלייה בשיעור האבטלה, שוק העבודה נותר הדוק, מה שתומך בלחצי שכר.

אירופה

- מסתמנת חולשה במסחר הקמעונאי עם ירידה של 0.2% ביולי ושל 1.0% שנה אחורה. בגרמניה הייצור התעשייתי ירד ב-0.8% (ייצור מכונות ירד ב-9%) וירד ב-2.2% שנה אחורה.
- החזאים חלוקים בדעתם לגבי העלאת ריבית ב-14.9 על רקע החולשה בנתונים הכלכליים.

אסיה

- סין: הייצוא התעשייתי ירד ב-8.8% שנה אחורה על רקע חולשה בביקוש במדינות המערב, אך מדובר בשיפור לעומת הירידה של 14.5% בחודש יולי. מסתמנת התמתנות גם בענפי השירותים.
- יפן: ברבעון ב' המשק היפני צמח ב-4.8% בחישוב שנתי, פחות מהאומדן הראשוני של 6%.

שוק האג"ח

- עקב הפיחות בשקל והעלייה במחירי הנפט העלינו את תחזית מדד אוקטובר ל-0.6% (מ-0.5%).
- תחזית האינפלציה שלנו (3% שנה קדימה) מניחה יציבות בשע"ח. הסיכון הינו כלפי מעלה.
- מגמת הפיחות הזוחל בשקל ועלייה במחירי הנפט בעולם תומכות באפיקים הצמודים, בפרט באפיקים הקצרים.** מרבית החזאים מעדכנים את תחזית האינפלציה רק לאחר פרסום המדד.
- עם גירעון תקציבי של 9% בארה"ב ומדיניות פיסקאלית מרחיבה, קשה לצפות לירידת תשואות.
- הסיכון מהתקדמות בחקיקה המשפטית מקטין את האטרקטיביות בארוכים.

שוק האג"ח שנה קדימה: סיכון בהארכת המח"מ

- הסביבה הפיסקאלית הבעייתית וגידול בהנפקות בארה"ב יקשו על ירידת תשואות.
- עקב כך, במודל התשואות שלנו הנחנו שהתשואות ל-10 שנים בארה"ב יתייבבו סביב 4.2%.
- לאור האירועים הפוליטיים בישראל, פרמיית הסיכון של ישראל עלתה ולכן קשה להצדיק פער תשואות שלילי כה גדול על אג"ח ישראלי מול ארה"ב. אנו מניחים פער של 0.1%-בלבד.
- קיים סיכון להמשך לחץ לפיחות בשקל או התאמות מחירים כלפי מעלה בגין הפיחות שהיה השנה.
- הסיכוי לרווח הון בהארכת המח"מ באפיק השקלי לא מפצה על הסיכון להפסד הון.**

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	3.3%
אוגוסט	0.3%
ספטמבר	0.3%
אוקטובר	0.6%
שנה קדימה	3.0%
2024	2.5%

ריבית

נוכחית	4.75%
סוף 2023	5.0%
סוף 2024	4.5%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.844	4.1176
שינוי שבועי	1.3%	0.0%
YTD	9.1%	9.7%
שנה קדימה	3.86	4.14

גיוס מול פירעון	ספטי'
פדיון סחיר	9.8
תחזית הנפקות	7.0
עודף פדיון	2.8

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
1025	1.44	1.3	1.4
527	1.25	1.2	1.2
1131	1.31	1.2	1.3

שקלי

825	4.32	4.3	4.4
928	3.93	4.0	4.1
432	3.98	4.0	4.1

US

2y	4.99	5.0	5.0
5y	4.40	4.4	4.4
10y	4.26	4.3	4.25

* ט"ק-החודש הקרוב

מאקרו ישראל

אופטימיות בסקטור העסקי, כולל בהיי טק

סקר מגמות בסקטור העסקי הינו מקור חשוב לגבי המצב הכלכלי והציפיות של הסקטור העסקי קדימה. מדובר במדד מנהלי הרכש של ישראל. **הסקר האחרון מצביע על המשך צמיחה יציבה** (ואפילו האצה מסוימת) באוגוסט במרבית הענפים ורמת אופטימיות חיובית ויציבה לגבי הפעילות בעתיד. גם בתעשייה וגם בענפי השירותים מסתמן גידול בהזמנות, הן ליצוא והן לשוק המקומי. למרות חולשה במכירות בשוק הקמעונאי באוגוסט, קיימת ציפייה להתרחבות (כנראה על רקע החגים המתקרבים).

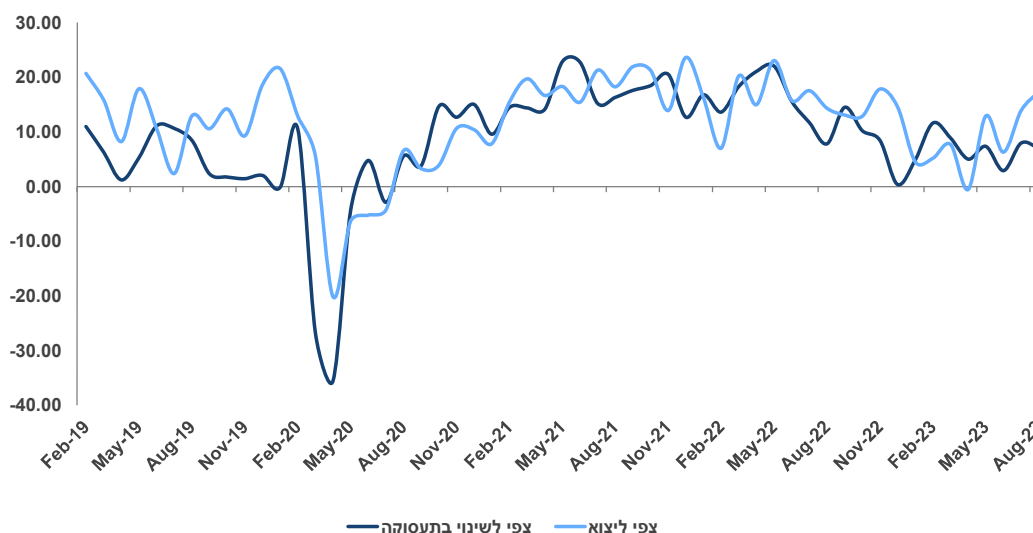
המאזן נטו של רכיב המצב השוטף עלה ל-26.3 נקודות מ-22.82 ביולי וחדר לרמה של אוגוסט 2022. מדובר במאזן נטו של מספר החברות אשר מדווחות על התרחבות. גם הצפי לשינוי בפעילות בחודש הבא עלה (5.02 לעומת 3.93), כמו כן גם הצפי לתעסוקה (ל-3.80 מ-3.57). למעשה, מדובר ברמות אופטימיות רק במעט נמוכות יחסית לממוצע 2019, ערב הקורונה.

רכיבי המצב השוטף, ציפיות לשינוי בפעילות ובתעסוקה חודש קדימה (מאזן נטו)



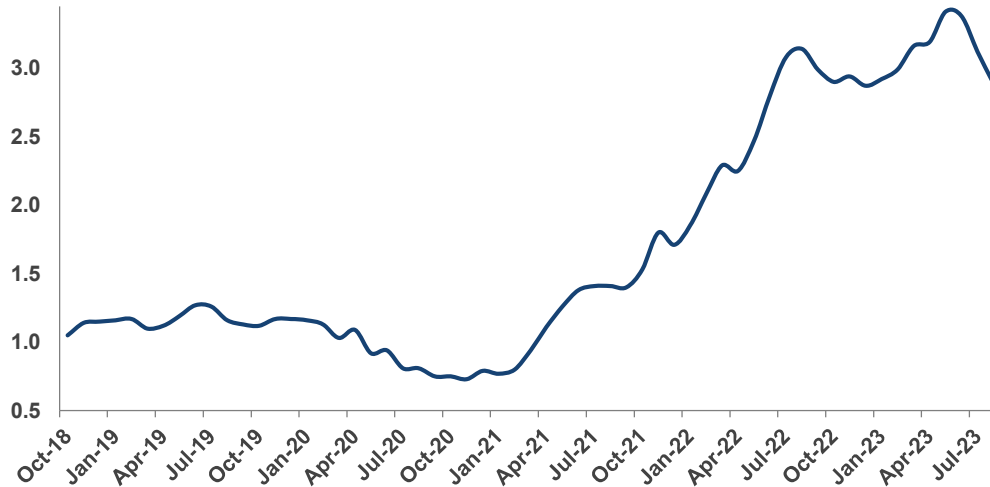
גם סקטור ההיי טק שירותים (ענף מידע ותקשורת), הקטר החשוב של ישראל, מגלה אופטימיות לגבי היצוא בחודש הבא (מאזן נטו של 17.36 באוגוסט לעומת 13.87 ביולי), וגם בצפי לשינוי בתעסוקה (7.04 באוגוסט). כלומר, הענף צופה נטו גידול מתון במספר המועסקים בחודש הבא וגידול מהיר יותר ביצוא.

הצפייה לשינוי ביצוא ובמספר המועסקים בענף מידע ותקשורת בחדש הבא



ציפיות האינפלציה שנה קדימה בסקטור העסקי ירדו ל-2.89%, ירידה הדרגתית מ-3.41% במאי 2023:

ציפיות האינפלציה שנה קדימה בישראל של הסקטור העסקי

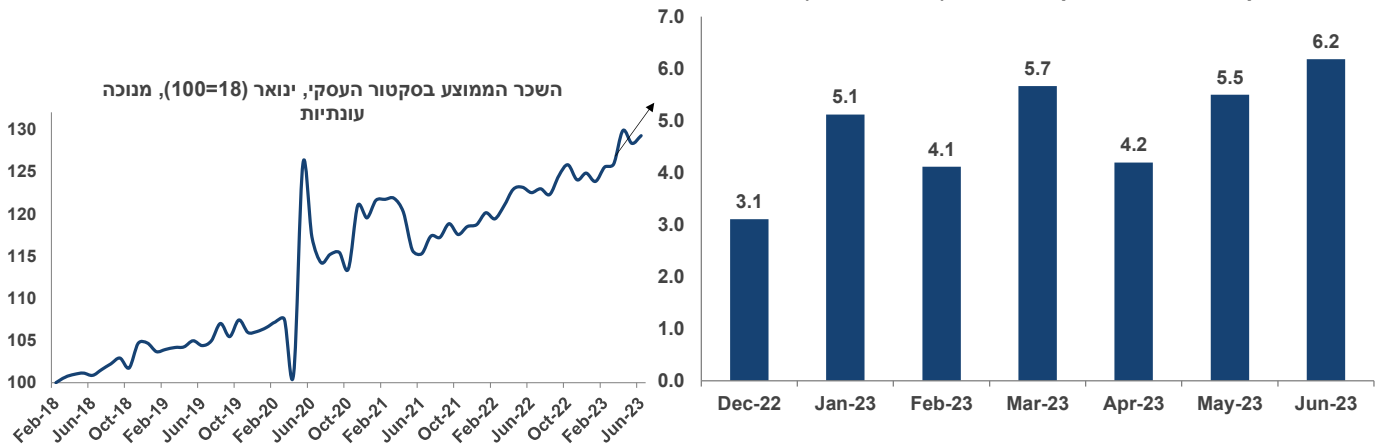


סקר מגמות כולל מכלול של אינדיקטורים עדכניים אשר מצביעים על המשך התרחבות בפעילות. מגמה זו עשויה לתמוך בהעלאת ריבית נוספת במידה ויתר הגורמים המוניטאריים (בעיקר סביבת האינפלציה/מצב השקל, אך גם שוק העבודה וכו') גם יתמכו בצורך בהידוק מוניטארי נוסף ב-23.10. ללא שינוי במגמת היחלשות בשקל בעתיד הקרוב, אנו סבורים שהסיכוי להעלאת ריבית ב-23.10 יעלה.

הלחץ לעליית שכר נמשך

השכר הממוצע במשק עלה ב-6.2% שנה אחורה ביולי לאחר 6.0% בחודש יוני. נתוני המגמה מצביעים על האצה בשכר ברבעון ב' לקצב שנתי של 7.7%. מסתמנת האצת שכר במיוחד בענפי שירותי אוכל ואירוח ובענפי שירותי הדיור (למרות הירידה במספר המשרות הפנויות) עם שיעור אבטלה של 3% בחתך גילאים עיקריים של 25-64, מה שתומך בלחצי שכר. מגמה זו תומכת גם בלחצי אינפלציה, בפרט בענפי השירותים. **שילוב של לחצי שכר והמשך לחצי פיחות בשקל (מגמה אשר נמשכת גם היום) מגביר את הסיכוי להעלאת ריבית נוספת עד סוף השנה.**

קצב עליית השכר לסקטור הציבורי (% שנה אחורה)



נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל- שני: מדד האמון הצרכני (אוגוסט, למ"ס), רביעי: נתוני סחר חוץ (אוגוסט), חמישי: עסקאות נדל"ן (יולי), מאזן התשלומים (רבעון ב'), שישי: מדד המחירים לצרכן צפוי לעלות ב-0.3% בהשפעת עלייה עונתית במחירי השכירות (0.5%) ובהבראה ונופש (12%). מנגד, צפויה ירידה עונתית במחירי ההלבשה (מחירי סוף העונה).

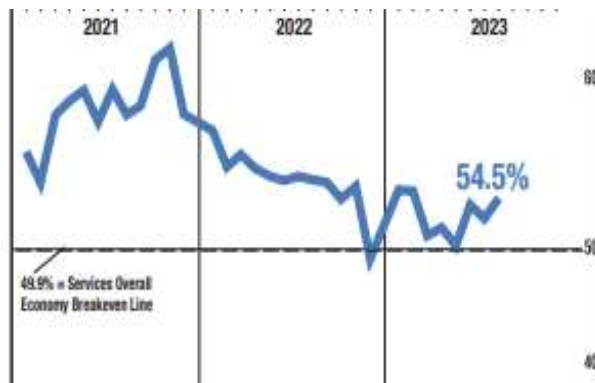
תחזית מדד חודש אוגוסט 2023			
תרומה חזויה	שיעור שינוי חזוי	משקל	
0.02%	0.1%	15.0	מזון
0.03%	0.8%	3.4	פירות וירקות
0.12%	0.5%	26.5	דיור
0.00%	0.0%	9.9	אחזקת דיור
-0.01%	-0.2%	3.3	ריהוט וציוד לבית
-0.03%	-1.3%	2.5	הלבשה והנעלה
0.01%	0.2%	6.0	בריאות
0.08%	0.8%	10.0	חינוך ותרבות
0.05%	0.3%	17.8	תחבורה ותקשורת
0.00%	0.0%	5.6	שונות
0.3%		100.0	סך הכל מדד

מאקרו חו"ל

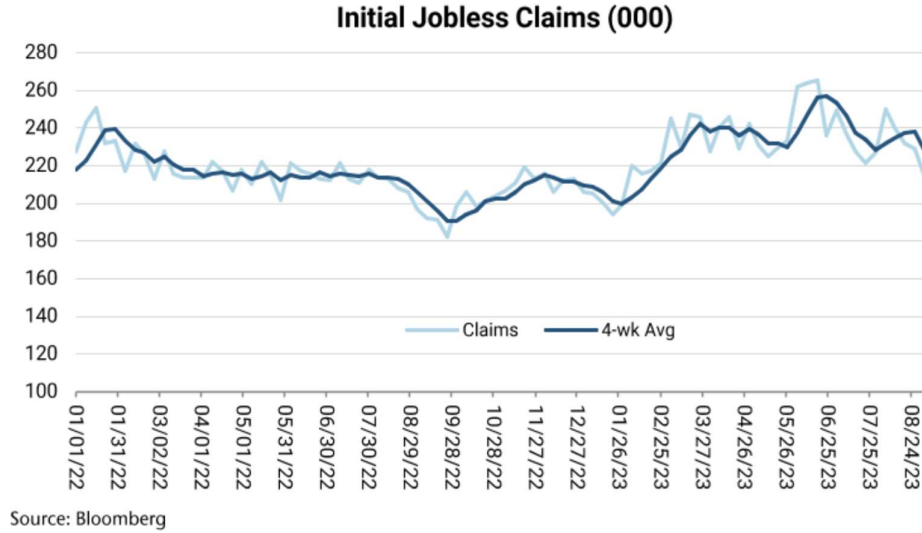
ארה"ב: התרחבות בענפי השירותים בארה"ב

נתון כלכלי מאד משמעותי פורסם בשבוע שעבר: מדד מנהלי הרכש בענפי השירותים עלה ל-54.5 נקודות באוגוסט (מ-52.7, הצפי היה ל-52.5), עלייה בכול הרכיבים החשובים: כולל ההזמנות החדשות (עלייה של 2.5 נק' ל-57.5) והתעסוקה (עלייה של 4.0 נק' ל-54.7). רכיב המחירים (בעיקר עליית השכר) גם עלה ב-2.1 נק' ל-58.9 נקודות: אינדיקטור שהלחץ לעליית מחירי השירותים צפוי להימשך. לא רואים את "הנחיתה" כרגע. המשך התרחבות, כולל לחצי מחירים, בענפי השירותים תומך באפשרות לעלייה נוספת בריבית הפד. הן מחירי המניות והן מחירי האג"ח ירדו בעקבות הפרסום.

INDEX	Aug Index	Jul Index	% Point Change
Services PMI®	54.5	52.7	+1.8
Business Activity	57.3	57.1	+0.2
New Orders	57.5	55.0	+2.5
Employment	54.7	50.7	+4.0
Supplier Deliveries	48.5	48.1	+0.4
Inventories	57.7	50.4	+7.3
Prices	58.9	56.8	+2.1



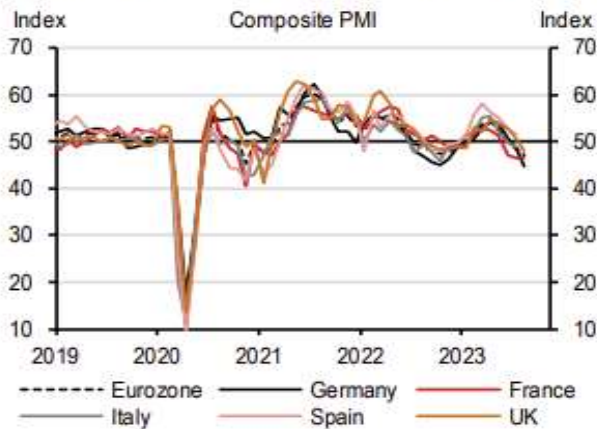
נתון חיובי נוסף: מספר דורשי העבודה החדשים בשבוע האחרון ירד ב-12 אלף איש ל-216 אלף, הרמה הנמוכה ביותר מאז פברואר. שוק העבודה נותר הדוק, מה שתומך בלחצי שכר. לעומת זאת, ההזמנות בתעשייה ירדו ב-2.1% ביולי לאחר עלייה של 2.3% לפני חודש.



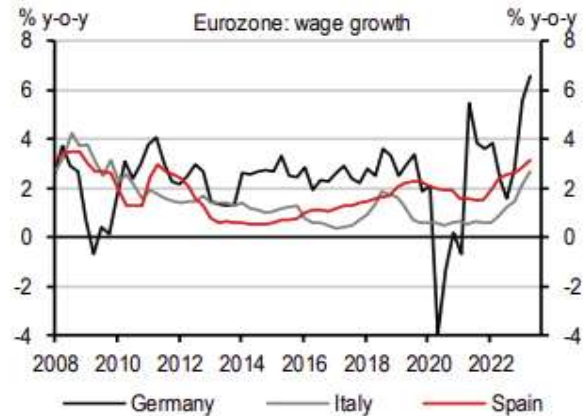
אירופה: החלטת ריבית לא קלה

ביום חמישי תפורסם החלטת הריבית על ידי ה-ECB. החזאים חלוקים בדעתם לגבי ההחלטה, זאת על רקע החולשה בנתונים הכלכליים מחד: מדדי מנהלי הרכש מצביעים על התכווצות, אומדן הצמיחה ברבעון ב' עודכן כלפי מטה ל- 0.1% מ- 0.3%, מסתמנת ירידה במסחר הקמעונאי ובייצוא, אך גם סביבת האינפלציה "דביקה" (אינפלציית הליבה עלתה ב- 5.5% שנה אחורה), שוק עבודה הדוק מלווה בלחצי שכר (בקצב של 6.6% בגרמניה). קיים סיכוי של קצת יותר מ- 50% להעלאת ריבית של 0.25% ל- 4% (deposit rate). המשך מגמת ההידוק המוניטארי בעולם (כולל בבריטניה ומאד יתכן גם בארה"ב) יקל על בנק ישראל לעלות גם את הריבית, במידה וסביבת האינפלציה לא תתמתן.

2. ...while the final August PMIs put Germany at the bottom of the pack



6. Wage growth is still grinding higher



נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם - ארה"ב: רביעי: מדד המחירים לצרכן (אוגוסט- הצפי הוא למדד גבוה של 0.5% עקב עלייה במחירי הדלקים, צפויה עלייה של 0.2% בליבה), חמישי: המסחר הקמעונאי (אוגוסט). שישי: הייצור התעשייתי (אוג'), מדד האמון הצרכני (ספט'). סין: שישי: הייצור התעשייתי, המסחר הקמעונאי וההשקעות (אוגוסט).

שוק האג"ח: הסיכוי לרווח הון בארוכים לא מצדיק את הסיכון

בארה"ב צפויה סביבה פיסקאלית בעייתית (הגירעון כבר עומד על 9% תוצר) וגידול בהנפקות בארה"ב, מה שיקשה על ירידת תשואות בארה"ב. עקב כך, במודל התשואות שלנו הנחנו את התשואות ל-10 שנים בארה"ב על 4.2%. לאור האירועים הפוליטיים בישראל, פרמיית הסיכון של ישראל עלתה ולכן קשה להצדיק פער תשואות כה שלילי מול ארה"ב של 0.25%. הסיכוי לרווח הון בהארכת המח"מ באפיק השקלי לא מפצה על הסיכון להפסד הון.

עדכון הנחות:

- > האינפלציה שנה קדימה (יולי 23 עד יולי 24) תגיע ל-3.0% אך הסיכון הינו לאינפלציה גבוהה יותר במידה והפיחות בשקל יימשך.
- > ציפיות האינפלציה שנה קדימה בעוד שנה ימשיכו להיות גבוהות יחסית (סביב 2.8%), זאת על רקע נתוני אינפלציה בפועל גבוהים יחסית.
- > ציפיות האינפלציה בטווחים הארוכים יתייבצו על 2.7% בעוד שנה.
- > הנחנה שריבית בנק ישראל תעלה ל-5.0% ב-23.10 ותישאר ברמה זו עד רבעון ג' 2024 בה תחל מגמת ירידה הדרגתית.
- > במחצית השנייה של 2024 המדיניות המוניטארית בעולם תעבור לכיוון הקלה בריסון המוניטארי. כלומר, גם הפד יתחיל להוריד את הריבית ברבעון ג' 2024 כאשר צפויה הורדת ריבית הדרגתית גם בישראל ל-4.5% בסוף 2024 ו-4.0% בסוף 2025.
- > פער התשואות בין אג"ח ישראל לאג"ח ארה"ב צפוי להגיע ל-0.1% (סביב -0.25% היום), זאת על רקע עלייה בפרמיית הסיכון של ישראל ועלייה בגירעון התקציבי ב-2024.
- > התשואה ל-10 שנים בארה"ב תעמוד על 4.2% בעוד שנה. קצב הורדת ריבית הפד צפוי להיות מאד מתון וברקע הסביבה הפיסקאלית הבעייתית תקשה על ירידת תשואות. הגירעון התקציבי בארה"ב שנה אחורה עמד על 9% תוצר. בנוסף, הפד לא ממחזר פדיון אג"ח (QT) בהיקף של 765 מיליארד דולר מתחילת השנה. הביקוש מחו"ל (מסין ומיפן בפרט) ממשיך לרדת. לכן, התשואה בישראל ל-10 שנים תגיע ל-4.1% בעוד שנה.

מסקנות: לפי ההנחות שהוצגו, השחר 432 יקנה תשואה כוללת של 3.1% בלבד (תשואה שוטפת של 3.98% פחות הפסד הון כתוצאה מעליית תשואות). תשואה זו נמוכה יחסית לתשואה הצפויה בהשקעה באפיקים הקצרים (סביב 4.4% בשחר 825), ולכן פחתה מאד האטרקטיביות בארוכים יחסית לסיכון. האפיקים הצמודים עדיפים ככול הטווחים (ראה טבלה בהמשך, בטור של "התשואה הכוללת"). בחישוב סיכון/סיכוי קיימת עדיפות לאפיקים הצמודים על רקע המשך לחצי אינפלציה מכיוון שע"ח, מחירי הסחורות ולחצי שכר.

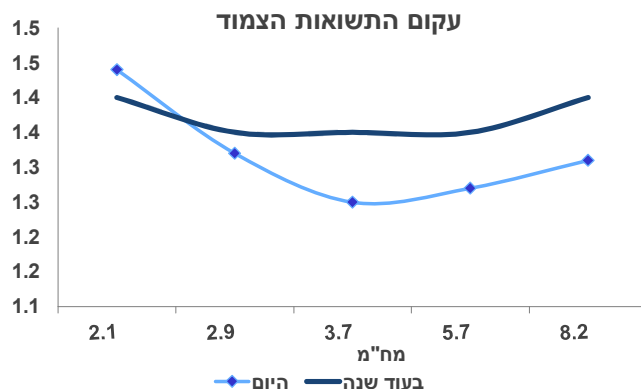
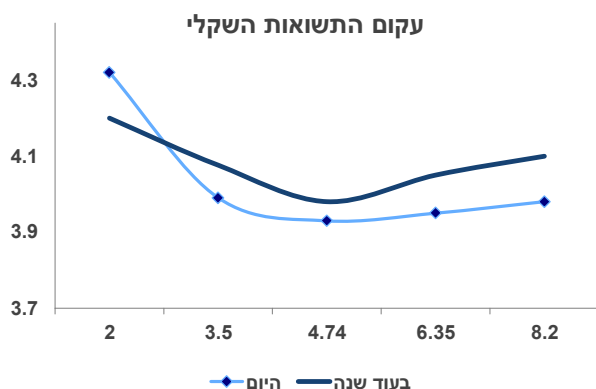
הטבלה הבאה מציגה את התשואה הכוללת בהשקעה בכל נייר באחזקה במשך שנה, כולל התשואה השוטפת, רווח ההון (אם בכלל), וההצמדה (על ניירות צמודי מדד):

ניתוח אפיקי ההשקעה						09/09/23
ציפיות אינפלציה חזויות	ציפיות אינפלציה היום	צמודים סדרה	מח"מ	ברוטו להחזקה	עקום חזוי בעוד שנה	תשואה נומינלית*
2.8	2.8	1025	2.1	1.44	1.40	4.4%
2.6	2.8	726	2.9	1.32	1.35	4.2%
2.6	2.6	527	3.7	1.25	1.35	3.9%
2.6	2.7	529	5.7	1.27	1.35	3.8%
2.6	2.7	1131	8.2	1.31	1.40	3.6%

שחרים סדרה	מח"מ	עקום היום	עקום חזוי בעוד שנה	תשואה נומינלית
825	2.0	4.32	4.20	4.4%
327	3.5	3.99	4.08	3.8%
928	4.7	3.93	3.98	3.7%
330	6.4	3.95	4.05	3.4%
432	8.2	3.98	4.10	3.1%

הנחות	קצב האינפלציה שנתי שנתיים קדימה 7/23-7/25	
		2.90%
	תחזית בעוד שנה: 7/24	3.00%
	ריבית בנק ישראל	4.50%
	ריבית הפד	4.75%
	אג"ח ארה"ב - 10Y	4.20%
	פרמיית הסיכון של ישראל	-0.10%
	ציפיות לאינפלציה NTM בעוד שנה	2.80%
	ציפיות לאינפלציה 10Y בעוד שנה	2.70%

* התשואה כוללת רווח הון, הצמדה וריבית שוטפת במשך שנה.



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 ייעוץ 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 ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר ייעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שלידר 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 מכוח 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 מפציהם 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.