

יונתן כץ
נכלכלני לידר
שוקי הון

סביבת האינפלציה בישראל נותרה נמוכה יחסית

נקודות עיקריות

ביום רביעי השווקים הגיבו בחיוב להודעה "הניצית" יחסית מהפד אשר צופה שלוש העלאות ריבית גם ב-2022 וגם ב-2023. כנראה שהשינוי בתפיסת הפד היה צפוי ולא הפתיע. ביום שישי השווקים ירדו על רקע הגברת החששות מהאומיקרון. ה-BOE הפתיע עם העלאת ריבית ל-0.25% וה-ECB הודיע על טיפרינג לפני סיום תוכנית רכישות החירום (PEPP) במרץ. נורבגיה העלתה את הריבית ב-0.25% ל-0.5%.

מאקרו ישראל:

- < העודף בחשבון השוטף עלה מעט ברבעון ג' (לעומת רבעון ב'). העודף בחשבון השוטף צפוי להגיע ל-4.5% תוצר השנה וההשקעות הריאליות נטו ל-4%.
- < מדד מנהלי הרכש ירד בנובמבר ב-5.1 נק' ל-50.3, זאת בניגוד לשיפור בפעילות לפי סקר מגמות של הלמ"ס.
- < התחלות הבנייה עלו ל-56 אלף יחידות בשנה האחרונה עד רבעון ג', לעומת 45.8 אלף דירות מוגמרות בלבד. **המחסור נמשך ותומך בעליות מחירים.**
- < מספר הדירות החדשות שנמכרו עלה ל-5 אלף באוקטובר (ביקוש ממשקיעים), גידול של 5.7% לעומת ספטמבר ועלה ב-10% שנה אחורה.

סביבת האינפלציה: שוב מדד נמוך

- < מדד נובמבר (-0.1%) תאם את הציפיות שלנו. אינפלציית הליבה נותרה יציבה על 2.1% שנה אחורה זה שלושה חודשים, זאת בניגוד להאצה במרבית המדינות.
- < בשבוע האחרון השקל פחת ב-0.4% מול הדולר וב-0.7% מול היורו.

ארה"ב:

- < בנוב' המסחר הקמעונאי עלה ב-0.3% (צפי ל-0.8%) לאחר 1.8% באוקטובר. למרות החולשה בנוב', צפוי גידול של 6% בצריכה הפרטית הריאלית ברבעון ד'.
- < בנוב' מספר התחלות הבנייה עלה ב-11.8% ומספר אישורי בנייה ב-3.6%. התרחבות בהשקעות בבנייה למגורים מהווה קטר לפעילות הכלכלית.
- < מחירי תפוקה PPI הליבה עלו ב-7.7% שנה אחורה (הצפי היה ל-7.2%).
- < הייצור התעשייתי עלה ב-0.7% (ללא אנרגיה) לאחר 1.4% באוקטובר. ייצור מכוניות עלה ב-2.2%, אינדיקטור לכך שהמחסור בשבבים הוקל.
- < בדצמבר, מדד מנהלי הרכש PMI ירד מעט בתעשייה ל-57.8 ול-57.5 בשירותים, אך עדיין מדובר ברמות גבוהות אשר משקפות צמיחה מהירה.

אירופה:

- < באוקטובר הייצור התעשייתי עלה ב-1.1% ועלה ב-3.3% שנה אחורה.
- < בדצמבר מדד ה-PMI המשולב (תעשייה ושירותים) ירד ב-0.6 נק' ל-53.4 אך עדיין מצביע על התרחבות נאה, בפרט בתעשייה (58 נק').

סין:

- < בנוב' הייצור התעשייתי עלה ב-3.8% y/y, המסחר הקמעונאי ב-3.9% וההשקעות ב-5.2%. באופן כללי מדובר בהתמתנות בפעילות לעומת החודשים הקודמים.

שוק האג"ח: עדיפות לאפיקים השקליים

- < שוק האג"ח בארה"ב הגיב באדישות לנימה היותר "ניצית" של פאוול.
- < בישראל חלה ירידה מתונה בציפיות האינפלציה בעקבות מדד נובמבר הנמוך.
- < אנו ממשיכים להעדיף את האפיק השקלי וסבורים שה-spread השלילי מול ארה"ב צפוי להתרחב זאת על רקע אינפלציה נמוכה וגירעון נמוך בישראל יחסית לארה"ב.

זום אין: מה באמת משפיע על שע"ח השקל?

- < נהוג לחשוב שעודף בחשבון השוטף תומך בייסוס בשקל.
- < נתוני בנק ישראל לגבי הפעילות בשוק המט"ח לא תומכים בהשערה זו.
- < עיקר ההשפעה על שע"ח מגיע מגופים מוסדיים (בדרך כלל בכיוון מכירות).
- < גם תושבי חוץ משפיעים, סקטור אשר כולל גם השקעות ריאליות וגם פיננסיות.
- < עד כה בנק ישראל "נלחם" נגד אותם כוחות לייסוס, אך מעורבותו צפויה לקטון.
- < בתרחיש קיצוני של ירידה חדה בשוקי המניות, מוסדיים צפויים לרכוש מט"ח וסביר גם להניח ירידה חדה בהשקעות הריאליות בישראל.
- < תרחיש זה אפשרי אם וכאשר השווקים יתחילו לצפות להעלאת ריבית יותר אגרסיבית.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	2.4%
דצמבר	0.1%
ינואר	0.0%
פברואר	0.0%
שנה קדימה	1.5%
2022	1.5%

ריבית	
נוכחית	0.10%
סוף 2022	0.25%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.115	3.5292
שינוי שבועי	0.4%	0.7%
YTD	-3.1%	-10.5%
שנה קדימה	3.04	3.40

גיוס מול פירעון	דצמ'
פדיון סחיר	0.1
תחזית הנפקות	1.95
עודף פדיון	-1.85

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 923	-2.44	-2.3	-2.1
בינוני 726	-2.09	-1.8	-1.7
ארוך 1131	-1.28	-1.2	-1.1

שקלי			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 723	0.02	0.05	0.1
בינוני 1026	0.46	0.4	0.4
ארוך 432	1.23	1.15	1.1

US			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
2y	0.64	0.6	0.7
5y	1.17	1.2	1.4
10y	1.40	1.5	1.7

* ט"ק - החודש הקרוב

מאקרו ישראל

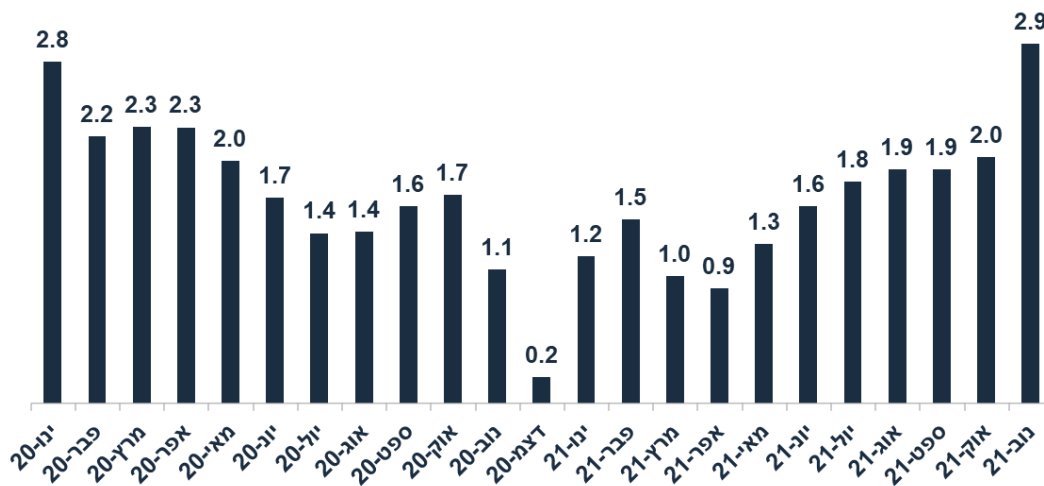
סביבת האינפלציה נותרה נמוכה יחסית

מדד נובמבר (-0.1%) תאם את התחזית המוקדמת שלנו אך היה נמוך מהציפיות בשוק, זאת לאחר מדד אוקטובר הנמוך במיוחד. מספר סעיפי מדד הפתיעו כלפי מטה, בפרט מחירי הלבשה והנעלה ומחירי המזון. לעומת זאת, מחירי השכירות עלו בצורה חדה (ל- 2.9% שנה אחורה מ- 2.0%). בסיכומו של דבר, אינפלציית הליבה נותרה יציבה: אפס שינוי בנובמבר ו- 2.1% שנה אחורה, בדומה לקצב של החודשיים הקודמים. יציבות באינפלציית הליבה בישראל (בקצב השנתי) חריגה לעומת ארה"ב (האצה מ- 4.6% באוקטובר ל- 4.9% בנובמבר) ואפילו אירופה (האצה מ- 2.1% ל- 2.6%).

מחירי השכירות עלו בצורה חדה

מחירי הדירות בחוזים מתחדשים (17.3% מהמדד) עלו ב- 2.9% ב- 12 החודשים האחרונים, לעומת קצב של 2.0% באוקטובר (ציפנו לעלייה מתונה יותר של 2.2%). **סוף סוף רואים תיקון כלפי מעלה במחירי השכירות**, אשר תואם את ההערכות בשוק השכירות. אנו צופים המשך מגמה בחודשים הקרובים.

התייקרות מחירי הדיור (שכירות מתחדשת) ב-12 החודשים האחרונים

אנו חוזים אינפלציה של 1.5% שנה קדימה.

ניתוח גורמי האינפלציה:

- < **שע"ח: הגורמים הבסיסיים ימשיכו לתמוך בייסוף.** העודף בחשבון השוטף צפוי להגיע ל- 4.5% תוצר השנה (ועלה מעט ברבעון ג' לעומת רבעון ב'). הגידול בגירעון הסחר מתקזז על ידי גידול ביצוא שירותי היי טק. ראה ניתוח מעמיק "כזום אין".
- < **ירידה במספר הדירות המוגמרות תומכת בלחץ על מחירי הדיור כולל מחירי השכירות:** למרות הגידול במספר התחלות הבנייה (56 אלף יחידות בשנה האחרונה עד רבעון ג' 21), מספר הדירות המוגמרות נותר נמוך על 45.8 אלף יחידות לעומת 49.2 אלף בשנת 2020. כנראה שהפער הגדול בין התחלות וגמר בנייה נובע ממחסור של עובדים בענף. הביקוש השוטף נאמד בכ- 55 אלף לפחות (הגידול במספר משקי הבית בשנה), כך שנדמה שבטווח הקצר הלחץ לעליות מחירי הדיור יימשך, כולל מחירי השכירות אשר נמדדים במדד. צפויה המשך האצה בקצב עליית מחירי השכירות. אנו מניחים עלייה של 3.6% במחירי הדיור עם תרומה של 0.9% לאינפלציה.

מספר הדירות המוגמרות בארבעת הרבעונים האחרונים



נתוני השכר הממוצע של הלמ"ס מצביעים על עלייה בקצב שנתי של כ- 5% לשנה, אם כי בעיקר לגבי עובדי היי טק אשר פחות משפיעים על לחצי עלויות באינפלציה המקומית (מדובר לרוב על ענפי ייצוא), אך כן משפיעים על האינפלציה מכיוון הביקושים במשק (בפרט על מחירי השכירות).

אנו מניחים המשך עלייה במחיר הנפט ל- 90 דולר לחבית ברנט בסוף 2022. למרות התנודתיות (וירידות) במחירי הנפט לאחרונה, עקב חששות מאומיקרון (וירידות בשווקים), סביר להניח הגברת שיעור ההתחסנות ועלייה בטיסות בקיץ הקרוב (עלייה בביקוש). בנוסף, המעבר לאנרגיה ירוקה (מקור אנרגיה פחות יציב) מקטין את ההשקעות באנרגיה (להפקת נפט וגז) בעולם ופוגע בצד ההיצע.

מחירי ההובלה בעולם. לאחרונה, מסתמנת התמתנות ואפילו ירידה מתונה (של כ- 15%) במחירי ההובלה בעולם. סביר להניח כי הסרת המגבלות בעולם וחזרה לצריכת שירותים על חשבון הגידול המהיר בצריכת סחורות יחזירו את שוק ההובלות לשיווי משקל (ולפחות להתייצבות אם לא להמשך ירידה מתונה).

מה צפוי במחירי המכוניות? (במשקל של 5% במדד). מחסור חמור בשבבים בעולם הביא למחסור ברכבים חדשים, בפרט רכבים מאירופה ומארה"ב. לאחר עלייה של 6.7% מתחילת השנה, אנו הנחנו עלייה נוספת של 0.9% גם במדד דצמבר וגם במדד ינואר. ההערכה היא שהמחסור בשבבים יפתר עד אמצע 2022.

התייקרויות יזומות: הנחנו אי שניו במחירי החשמל בתחילת השנה, הוזלה של 1.76% במחיר המים בינואר, ועלייה של 2% בתעריף הארנונה בינואר. מחירי הפירות והירקות ירדו ב- 1% על רקע פתיחה הדרגתית ביבוא (אך צפויה השפעה מקזזת חלקית של שנת השמיטה).

מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: יום שני: נתוני אבטלה במחצית ב' של נובמבר. רביעי: הייצור התעשייתי, הפדיון בענפי המשק (אוקטובר), חמישי: המדד המשולב של בנק ישראל (נובמבר).

מאקרו חו"ל

בריטניה מעלה ריבית

הבנק המרכזי של אנגליה (BoE) העלה את הריבית מ-0.10% ל-0.25% בהצבעה של 8-1 בוועדה המוניטארית. ההחלטה הפתיעה על רקע התגברות החששות מהשפעה ממתנת מהווריאנט חדש – אומיקרון. הוועדה סבורה שהתנאים בשלו להעלאת הריבית וכל גל נוסף של קורונה השפיע פחות ופחות על הפעילות הכלכלית. כידוע ברקע, נתוני אינפלציה הפתיעו כלפי מעלה בנובמבר עם עליית לקצב שנתי של 5.1% מ-4.2% כאשר הציפיות היו ל-4.8%. הוועדה צופה שקצב האינפלציה יעלה ל-6% באפריל 2022. שיעור האבטלה ירד ל-4.2% באוקטובר (פרמטר חשוב עבור הוועדה). **הציפיות הן לשלוש העלאות ריבית נוספות ב-2022.**

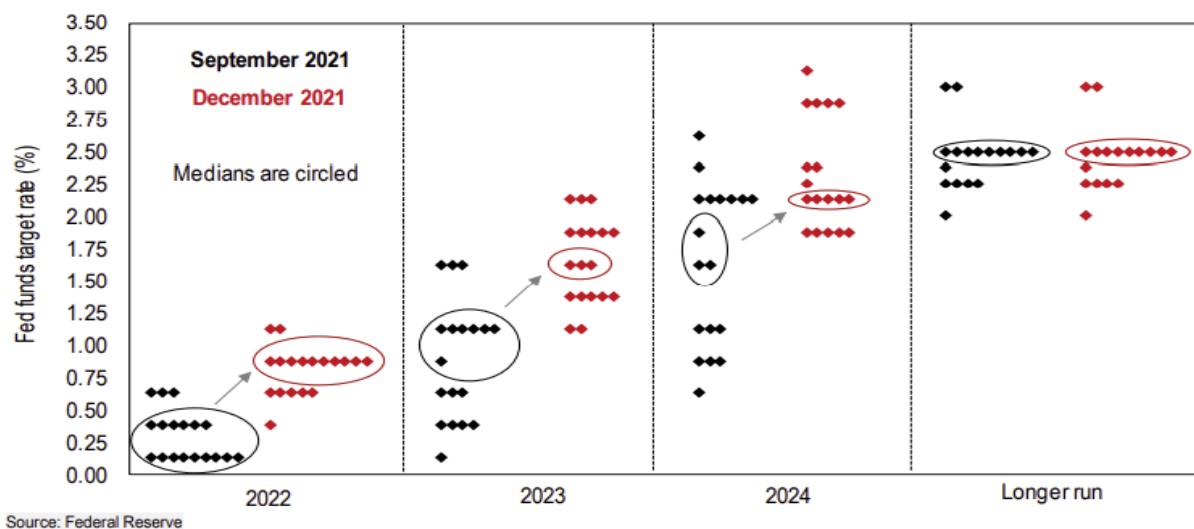
גם הפד משדר נימה ניצית

מעבר להחלטה הצפויה להאיץ את הטייפרינג, דברי פאוול במסיבת עיתונאים ביום רביעי היו בהחלט "ניציים". פאוול הוריד את שיקול "התעסוקה המלאה" כתנאי להעלאת ריבית ונשמע מאד מודאג מסביבת האינפלציה העולה. הוא אמר שהעלאת הריבית הראשונה יכולה להתרחש סמוך לסיום הטייפרינג (ולא כמו ב-2016 בה הפד הרגיש צורך להכין את השווקים לפני העלאת הריבית). פאוול גם אמר שהוא לא חושש מהשפעת האומיקרון על הכלכלה והדגיש את החשש מלחץ לעליית שכר (ראה גרף). הפד שם דגש על נתוני המשרות הפנויות (11 מיליון: רמת שיא) והעלייה במספר המתפטרים בתור leading indicator לעליית שכר (ראה גרף). חברי הפד צופים שלוש העלאות ריבית ב-2022 ושלוש העלאות ב-2023.



פרשנות: הקשבתי בקשב רב למסיבות עיתונאים וציפיתי לראות תגובה בשווקים. התשואה ל-10 שנים כמעט ולא זזה (אומנם העקום המשיך להשתטח) ושוקי המניות (ביום רביעי) עלו. שוק האג"ח עדיין צופה עליית ריבית מתונה ל-1.5%-1.7% ב-cycle הנוכחי, ולא מאמין בתחזית חברי הפד של ריבית שיווי משקל ב-2.5%. לפי הערכתנו, איומי האינפלציה בארה"ב מאד משמעותיים מכיוון לחצי שכר ועלייה במחירי השכירות ולכן עוצמת ההידוק המוניטארי צפויה להפתיע את השווקים ולהביא לעליית תשואות ארוכות בארה"ב לכיוון 2% במחצית השנייה של 2022.

2. New dot plot shows a strong consensus for three 25bp rate hikes in 2022

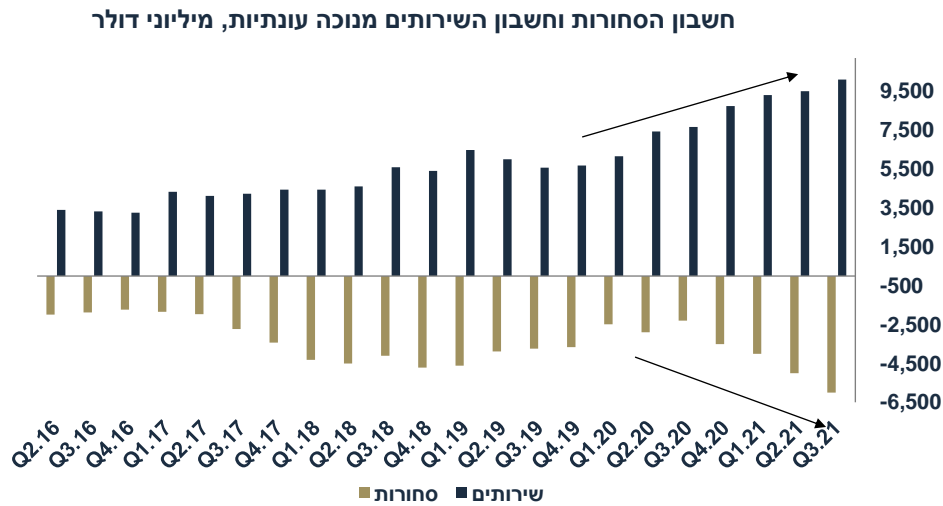


נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: רביעי: ארה"ב: מדד האמון הצרכני (דצמבר- conference board) והמכירות של בתים יד שנייה. חמישי: ההכנסה הפנויה, הצריכה הפרטית ואינפלציית PCE (נובמבר), נתון מאד חשוב עבור הפד. בנוסף יתפרסמו: ההזמנות של מוצרי בני קיימא (נוב') ומכירות של בתים חדשים.

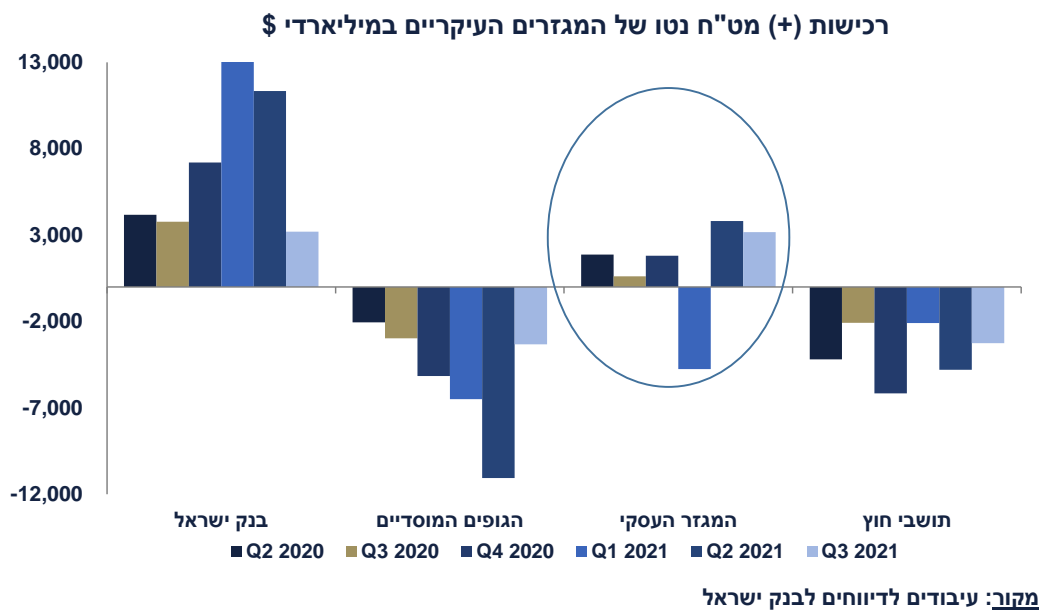
זום אין: מה באמת משפיע על שע"ח של השקל?

עודף בחשבון השוטף "אמור" לתמוך בייסוף

נתוני רקע: ברבעון ג' העודף בחשבון השוטף עלה ל- 5.3 מיליארד דולר מ- 4.8 מיליארד ברבעון ב' ו- 6.4 מיליארד ברבעון א'. ברבעון ג' גירעון הסחר עלה ב- 1.1 מיליארד אך העודף בחשבון השירותים עלה ב- 0.6 מיליארד. חשבון ההכנסות עלה עקב הכנסות נטו מהשקעות פיננסיות בחו"ל (יחסית להשקעות פיננסיות של זרים בישראל). העודף בחשבון השוטף צפוי להגיע ל- 4.5% תוצר השנה לאחר 5.2% ב- 2020. ישראל נהנית מעודף יצוא על יבוא של כ- 14 מיליארד דולר מתחילת השנה (ללא כולל חשבון ההון), אשר (מקובל לחשוב) תומך בייסוף בשקל:

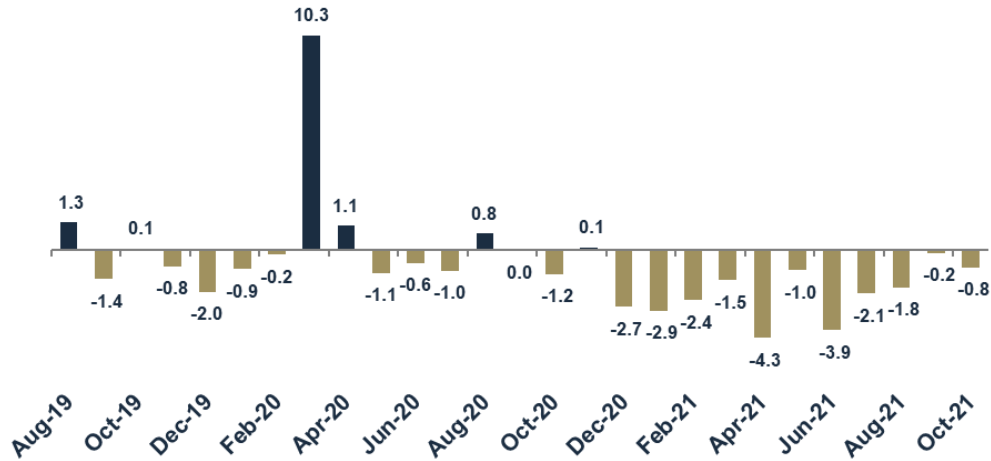


עד כמה העודף בחשבון השוטף משפיע על שע"ח? לפי נתוני המסחר במט"ח – הסקטור הריאלי (יבואנים/יצואנים) דווקא רכש דולרים נטו גם ברבעון ב' וגם ברבעון ג' (ראה גרף) בהיקף של 7 מיליארד דולר! ההסבר: יבואנים גדולים חייבים לרכוש מט"ח כדי לבצע יבוא (כגון יבואני רכב), אך יבואנים ממירים רק חלק מתמורות היצוא (כדי לשלם הוצאות שכר וכו'). עיקר ההשפעה החיובית של העודף בחשבון השוטף הינה "תדמיתית" בעיקרה מול בתי השקעות זרים, אך בהסתכלות תזרימית, הסקטור הריאלי העסקי רכש מט"ח, ולא מכר בכול הרבעונים מרבעון ב' 2020 למעט רבעון אחד - רבעון א' 2021 (הגרף מציג את השחקנים העיקריים בשוק המט"ח):



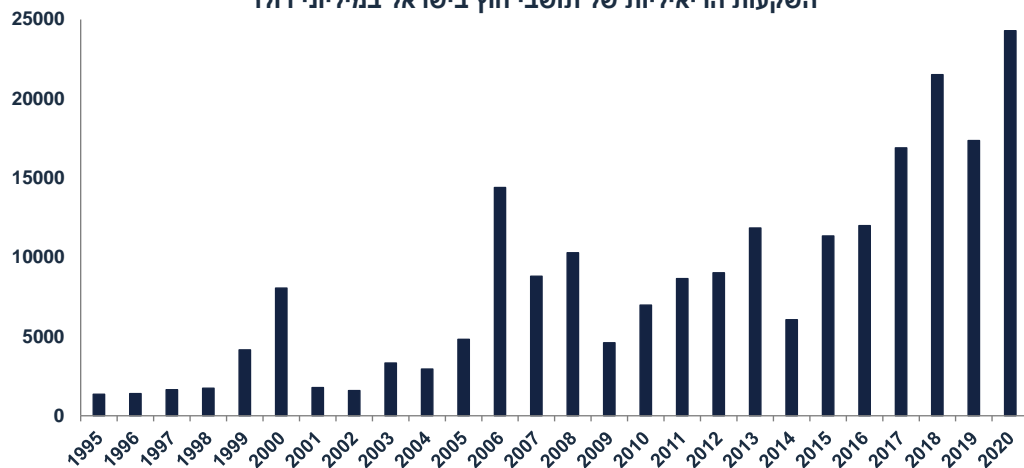
באופן כללי, מה שהשפיע על כיוונו של שע"ח השנה היה בעיקר המכירות של גופים מוסדיים אשר הגיעו ל-21 מיליארד דולר בינואר-אוקטובר. לא סתם אמר המשנה לנגיד "חלק ניכר מהגורמים שמאחורי התיסוף היה הגידור של המוסדיים, תוצאה של עליות חדות של שוק המניות ב-2021".

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



גם סקטור "תושבי חוץ" אשר כולל גם השקעות פיננסיות אך גם השקעות ריאליות מחו"ל (גיוסים והנפקות של חברות היי טק) מאד משפיע על השקל. הגרף הבא מציג את ההשקעות ריאליות - FDI (השקעות של זרים בישראל). ניתן לראות את הירידה בהיקפי ההשקעות במשבר ה-dot.com ב-2001-2002 (גם עקב האינפיצאדה) וב-2009 בעקבות המשבר הפיננסי הגדול:

השקעות הריאליות של תושבי חוץ בישראל במיליוני דולר



לסיכום: בתרחיש של ירידה חדה בשווקים צפוי פחות בשקל (לפחות באופן זמני): מוסדיים יפסיקו למכור מט"ח (ואפילו ירכשו מט"ח) וההשקעות הריאליות מחו"ל עלולות להצטמצם. כמובן שקשה לבנות תחזית אינפלציה סביב הנחה זו.

דו"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.