

השווקים מגלמים אופטימיות לגבי הסביבה המקומית

יונתן כץ וכלכלני לידר שוקי הון

נקודות עיקריות

השבוע האחרון אופיין על ידי עליות במחירי המניות (למעט בנסד"ק). השוק נתמך מציפייה "לנחיתה הרכה" והימנעות מכניסה למיתון. הנתונים הכלכליים היו מעורבים עם גידול מתון בצריכה הפרטית, ירידה בהתחלות הבנייה וירידה במספר דורשי העבודה החדשים. הפד צפוי להעלות את הריבית ביום רביעי.

מאקרו ישראל:

- בפעם הראשונה השנה, בחודש יוני חלה ירידה במספר המועסקים במשק. שיעור האבטלה נותר יציב על 3.6% בשל ירידה מקבילה במספר מחפשי העבודה.
- בחודש מאי, הפדיון בענפי המשק עלה ב-1.3%, כולל במסחר הסיטונאי, זאת לאחר ירידה בחודשים הקודמים. לפי נתוני מגמה, מסתמנת התרחבות בקצב שנתי של 1.8% במרץ-מאי.

סביבת האינפלציה

- בשבוע האחרון השקל יוסף ב-0.7% מול היורו ופוחת ב-0.2% מול הדולר. שקל חזק יחסית צפוי למתן את האינפלציה. בנק ישראל מבחין בעלייה בשיעור התמסורת של שע"ח על האינפלציה לכיוון 20%.

מדיניות מוניטארית

- לאחר מדד יוני הנמוך והייסוף בשקל, פחת הסיכוי להעלאת ריבית נוספת.

בעולם:

ארה"ב

- ביוני המסחר הקמעונאי עלה ב-0.2% (הצפי: 0.5%), אך הנתון של מאי עודכן כלפי מעלה ל-0.5% (מ-0.3%). הייצור התעשייתי ירד ב-0.3%, החלושה בסקטור זה נמשכת.
- מספר התחלות הבנייה ירד ב-8% ביוני לאחר עלייה חדה בחודש מאי. שוק הנדל"ן מתייצב.
- מספר דורשי העבודה החדשים ירד לרמה נמוכה של 228 אלף איש: שוק העבודה נותר הדוק.
- מדד האינדיקטורים המובילים עדיין חוזה התמתנות (או מיתון), עם ירידה של 0.7% בחודש יוני (זה החודש ה-15 ברציפות).

בריטניה

- האינפלציה ביוני עלתה ב-0.1% (הצפי היה ל-0.4%) והתמתן ל-7.9% שנה אחורה (מ-8.7%) לאחר 4 חודשים של הפתעות כלפי מעלה באינפלציה.

שוק האג"ח

- השבוע האחרון היה חיובי במיוחד עבור שוק האג"ח, בפרט באפיקים הארוכים.
- פער התשואות מול ארה"ב (בסיום המסחר ביום חמישי בישראל) ירד ל-0.24%, רמה נמוכה יחסית.
- הסיכון בסביבה המקומית ובהתפתחויות בתחום החקיקה המשפטית (בעיקר בשבוע הקרוב) לא ממש מצדיק את האופטימיות המגולמת בשווקים.
- לאחר מהלך כה משמעותי של ירידת תשואות ללא שינוי של ממש בסביבה הפוליטית והיזומות לשינוי בחקיקה, פחתה האטרקטיביות בארוכים.

שוק האג"ח שנה קדימה: השקלי הארוך עדיין עדיף אך הסיכון עלה

- בהסתכלות על העקום החזוי בעוד שנה, קיימת עדיפות לאפיקים השקליים.
- זאת בהנחה של התמתנות האינפלציה ל-2.6% שנה קדימה, ויציבות בריבית על 4.75% ועם מגמת ירידה החל מרבעון א' 2024.
- השקלי הארוך עשוי ליהנות מרווח הון עודף זאת במידה והתשואות בארה"ב ירדו מעט ופער התשואות השלילי בין ישראל לארה"ב ימשיך להתרחב.
- למרות שתחשיב האפיק השקלי עדיין עדיף, מרכיב הסיכון הפוליטי נותר גבוה.

אינפלציה (%)

12 ח' אחרונים	4.2%
יולי	0.5%
אוגוסט	0.3%
ספטמבר	0.1%
שנה קדימה	2.6%
2024	2.3%

ריבית

נוכחית	4.75%
סוף 2023	4.75%
סוף 2024	4.00%

שע"ח

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.617	4.0241
שינוי שבועי	0.2%	-0.7%
YTD	2.8%	7.3%
שנה קדימה	3.55	4.00

גיוס מול פירעון

גיוס מול פירעון	יולי
פדיון סחיר	15.6
תחזית הנפקות	7.0
עודף פדיון	8.6

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
1025	1.31	1.4	1.5
527	1.00	1.1	1.2
1131	0.97	1.0	1.1
שקלי			
825	4.03	4.1	4.1
928	3.67	3.7	3.6
432	3.61	3.6	3.5
US			
2y	4.84	4.8	4.8
5y	4.09	4.0	3.7
10y	3.83	3.8	3.6

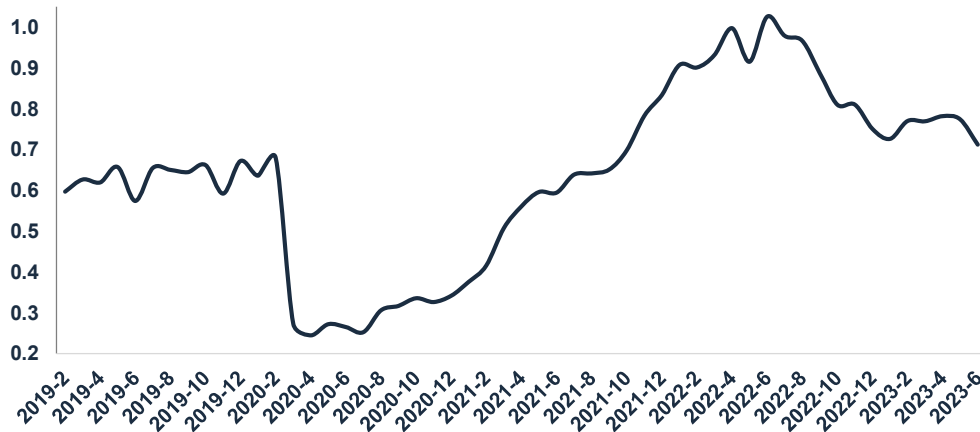
* ט"ק - החודש הקרוב

מאקרו ישראל

סימני רפיון ראשוניים בשוק עבודה

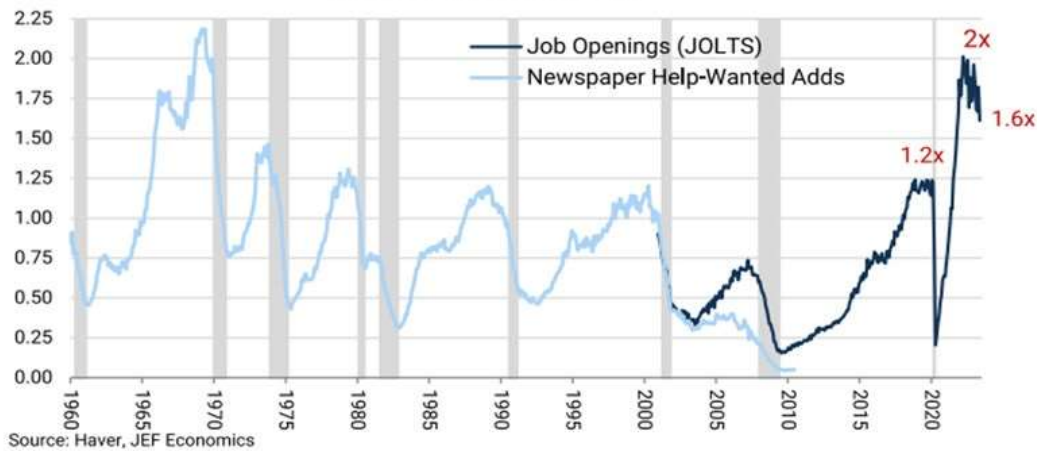
שיעור האבטלה ביוני נותר יציב על 3.6% תוך כדי ירידה בשיעור המועסקים, במקביל לירידה בשיעור ההשתתפות (ירידה גם במספר המועסקים וגם ירידה במספר מחפשי העבודה), זאת לפי נתונים מנוכי עונתיות. מסתמנת ירידה גם בביקוש לעובדים כאשר מספר המשרות הפנויות ירד ל-123.7 אלף ביוני מ-126.7 אלף במאי ו-151 אלף לפני שנה, בפרט בענף שירותי היי טק. שוק העבודה נותר הדוק יחסית אך מסתמנים סימני רפיון ראשוניים, כולל ירידה במספר המועסקים ביוני וגם ירידה מתמשכת בביקוש לעובדים. **נתון זה פחות תומך בלחצי שכר ואינפלציה ולכן גם ביציבות ריבית.** בסך הכול, **שוק העבודה חזר לשיווי משקל של לפני הקורונה.** היחס בין מספר המשרות הפנויות (הביקוש לעובדים) לבין מספר המובטלים (ההיצע של עובדים פוטנציאליים) עומד על 0.7 לעומת 0.67 בסוף 2019.

היחס בין מספר משרות הפנויות לבין מספר המובטלים (ביקוש/היצע לעובדים)



המצב בארה"ב שונה לחלוטין. היחס בין מספר המשרות הפנויות לבין מספר המובטלים עומד על שיעור גבוה של 1.6 לעומת 1.2 לפני הקורונה. שוק עבודה הדוק במיוחד בארה"ב מסביר (באופן חלקי) את הפערים בסביבת האינפלציה בין המדינות.

Job Openings/Unemployed



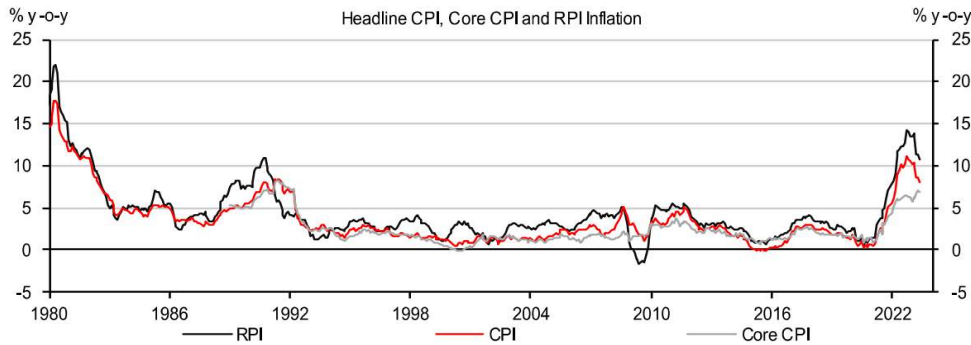
נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל-ראשון: המדד המשולב של בנק ישראל (יוני). שני: נתוני תעסוקה מפורטים (יוני), פרוטוקול של החלטת הריבית האחרונה. שלישי: יצוא שירותים (מאי).

מאקרו חו"ל

בריטניה: סוף סוף מדד שמפתיע כלפי מטה

האינפלציה ביוני עלתה ב-0.1% (הצפי היה ל-0.4%) והתמתן ל-7.9% (מ-8.7%), זאת לאחר 4 חודשים של הפתעות כלפי מעלה באינפלציה. אינפלציית הליבה התמתנה ל-6.9% ביוני מ-7.1% אך נותרה גבוהה. גם מחירי הסחורות (כולל מחירי המזון) ומחירי השירותים התמתנו (ל-7.2% מ-7.4%) ומחירי הסחורות (ליבה) ל-6.4% (מ-6.8%). מדוע סביבת האינפלציה בבריטניה כה גבוהה? מדובר בשילוב של מדיניות פסקאלית מאד מרחיבה בתקופת הקורונה ומחסור חמור בעובדים על רקע הברקזיט וגם פגיעה במסחר עם אירופה, מה שמסביר באופן חלקי מדוע מחירי המזון עלו ב-17.3% שנה אחורה.

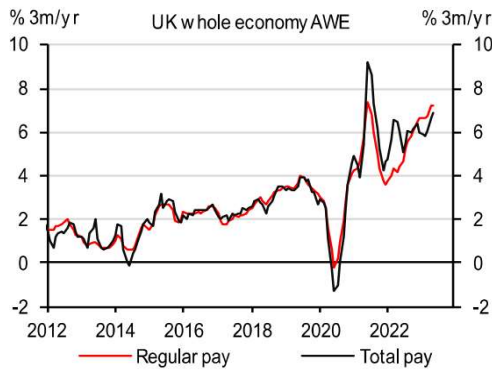
1. UK inflation fell by more than expected in June



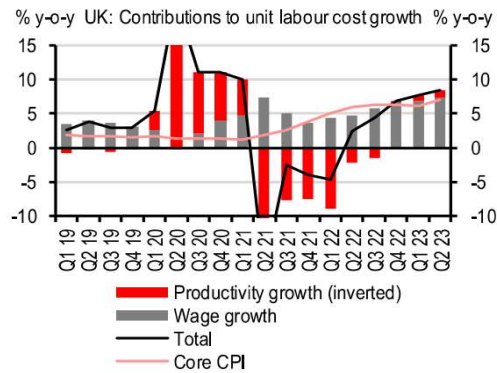
Source: ONS

איום האינפלציה העיקרי: השכר ממשיך לעלות בבריטניה בקצב של 7% (ראה גרף). השלכות על המדיניות המוניטארית: לפני פרסום מדד יוני הציפיות היו להעלאת ריבית של 0.5% ל-5.5%. כעת הצפי נוטה ל-0.25% ולהמשך העלאת ריבית ל-5.75% (ירידה מהצפי של 6.5% בתחילת יולי).

12. Wage growth is running above 7%...



13. ...and unit labour cost growth might have climbed above 8% in Q2



נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם - שני: מדדי מנהלי הרכש PMI (אומדן יולי) בשורה של מדינות/אזורים, כולל ארה"ב, UK, יפן EU. שלישי: מדד האמון הצרכני (יולי), מחירי בתים Case Shiller (יוני). רביעי: מכירות של בתים חדשים. חמישי: הצמיחה ברבעון ב' (סביב כ-1.5%), הזמנות של מוצרי בני קיימא, מספר דורשי העבודה החדשים, שישי: ההכנסה הפנויה, הצריכה הפרטית ואינפלציית PCE (יוני).

ביום רביעי הפד צפוי להעלות את הריבית ב-0.25% לטווח של 5.25%-5.50%.

שוק האג"ח: השקלי הארוך עדיין עדיף אך הסיכון עלה

הייסוף בשקל תומך באפיקים השקליים

אנו ממשיכים לנתח את שוק האג"ח בראיה לטווח הארוך, זאת על ידי בנייה של עקום חזוי בעוד שנה תחת מספר הנחות:

- **האינפלציה שנה קדימה (יוני 23 עד יוני 24) תגיע ל-2.6%**. עדכנו את תחזית האינפלציה עקבות הייסוף החד בשקל ואפקט הבסיס החדש ביוני.
- **ציפיות האינפלציה שנה קדימה צפויות לרדת** (לכיוון 2.5% שנה קדימה), זאת על רקע התמתנות בפעילות, עלייה באבטלה, והמשך מגמת ההתמתנות בקצב האינפלציה אל מתחת ל-3% ברבעון א' 2024.
- **ציפיות האינפלציה בטווחים הארוכים ירדו ל-2.4% מ-2.6% היום.**
- **צפויה יציבות בריבית בנק ישראל ב-2023 על 4.75%**. הריבית תישאר ברמה זו עד רבעון א' 2024 בה תחל מגמת ירידה הדרגתית.
- **עד רבעון ב' 2024 המדיניות המוניטארית בעולם תעבור לכיוון הקלה בריסון המוניטארי**. כלומר, גם הפד וגם בנק ישראל יתחילו להוריד את הריבית ברבעון א' 2024 כאשר צפויה הורדת ריבית הדרגתית בישראל ל-4.0% בסוף 2024 ו-3.5% בסוף 2025.
- **פער התשואות השליילי בין אג"ח ישראלי לאג"ח ארה"ב צפוי להמשיך להתרחב ל-0.2%**, זאת על רקע דעיכה של האיום לגבי חקיקה משפטית חד צדדית. הסביבה הפיסקאלית "סבירה" עם גירעון סביב 2% תוצר השנה, וכנראה צפויות התאמות פיסקאליות ב-2024 כדי למנוע עלייה משמעותית בגירעון.
- **התשואה ל-10 שנים בארה"ב תעמוד על 3.5% (ואולי אף פחות)** בעוד שנה כאשר הפד מתחיל להוריד את הריבית. **התשואה בישראל תרד ל-3.3%**.

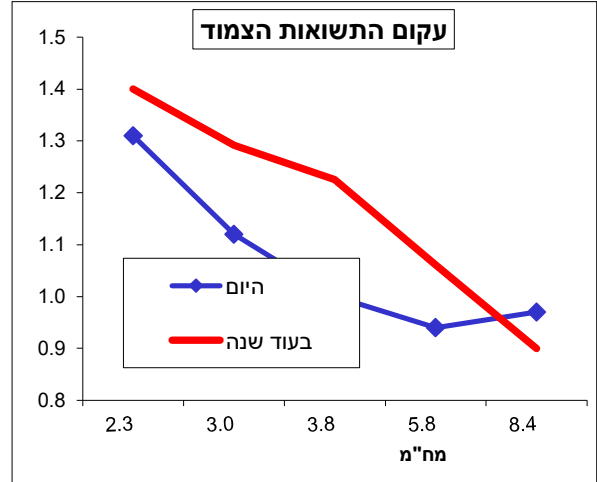
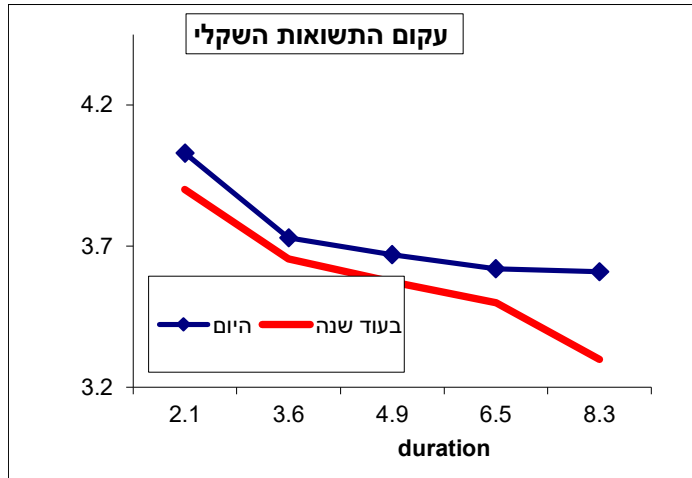
מסקנות: לפי ההנחות שהוצגו, השחר 432 יקנה תשואה כוללת של 5.9%, כולל תשואה שוטפת (של 3.61%) ורווח הון (של 2.29%). יחד עם זאת, מדובר בירידה מתשואה סביב 7% מתחשיב מלפני שבוע. הפער עם התשואה הצפויה בהשקעה באפיקים הקצרים (סביב 4% בשחר 825) הצטמצם ולכן פחתה האטרקטיביות בארוכים יחסית לסיכון.

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						23/07/23	
תשואת נומינלית*	עקום חזוי בעוד שנה	ברוטו להחזקה	מח"מ	צמודים סדרה	ציפיות אינפלציה חזויות	ציפיות אינפלציה היום	
3.7%	1.40	1.31	2.3	1025	2.5	2.7	
3.3%	1.29	1.12	3.0	726	2.6	2.6	
2.9%	1.23	1	3.8	527	2.3	2.6	
2.9%	1.06	0.94	5.8	529	2.4	2.6	
4.0%	0.90	0.97	8.4	1131	2.4	2.6	

תשואה נומינלית	עקום חזוי בעוד שנה	עקום היום	מח"מ	שחרים סדרה
4.2%	3.90	4.03	2.1	825
3.9%	3.65	3.73	3.6	327
4.0%	3.57	3.67	4.9	928
4.3%	3.50	3.62	6.5	330
5.9%	3.30	3.61	8.3	432

לפי ההנחות שפורטו, עדיין קיימת עדיפות עבור האפיקים השקליים בכול המח"מים, זאת בהנחה שלא תחודש מגמת הפיחות, צפויה התמתנות באינפלציה, פרמיית הסיכון של ישראל תתייבב, ותחול ירידה בתשואות הארוכות בארה"ב.



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.