

רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות

סקירת מאקרו

צפי להעלאת ריבית נוספת בארה"ב ובגוש היורו, אך הפוקוס הוא על האיתותים

לגבי ההחלטות הבאות

- ◆ הבנקים המרכזיים בארה"ב ובגוש היורו צפויים להעלות השבוע את הריבית ב-25 נ"ב, אך הפוקוס צפוי להיות על האיתותים שיספקו לגבי ההחלטות הבאות. להערכתנו, ה-ECB יאותת על העלאה אחת נוספת לפחות, ואילו ה-Fed ישאיר פתח להמשך העלאות ריבית וזאת על רקע סביבת הצמיחה החיובית, השיפור בתנאים הפיננסיים, בלימת ההרעה במערכת הבנקאית וסביבת האינפלציה הגבוהה גם אם נרשמה בה התמתנות מסוימת לאחרונה.
- ◆ בישראל, האינדיקציות לפעילות המשק ברבעון השני ממשיכים לשקף צמיחה חיובית מתונה. עד כה העלייה בפרמיית הסיכון של המשק כתוצאה מתוכניות החקיקה של הממשלה קיבלו ביטוי בעיקר בשוק ההון ולא בנתוני הפעילות (למעט גיוסי ההיי-טק), אך ככל שחולף הזמן ולא מושגת הסכמה על השינויים במערכת המשפט, הרי שהשפעת העלייה בפרמיית הסיכון צפויה לזלוז גם לנתוני הפעילות, עם דגש על ההשקעות במשק.

המגמה החיובית בשווקים הפיננסיים נמשכה גם בשבוע האחרון, אך בעוצמה מתונה יותר ותוך רוטציה בהובלת העלויות במדדים המובילים. המשך השיפור בנתוני המאקרו בארה"ב הוביל לעליית תשואות בשוק האג"ח בטווחים הקצר-בינוני לפדיון וזאת לעומת ירידת תשואות באירופה שנבעה בעיקר מההפתעה כלפי מטה בנתוני האינפלציה באנגליה. התפתחות זו סיפקה תמיכה גם להתחזקות של הדולר בעולם.

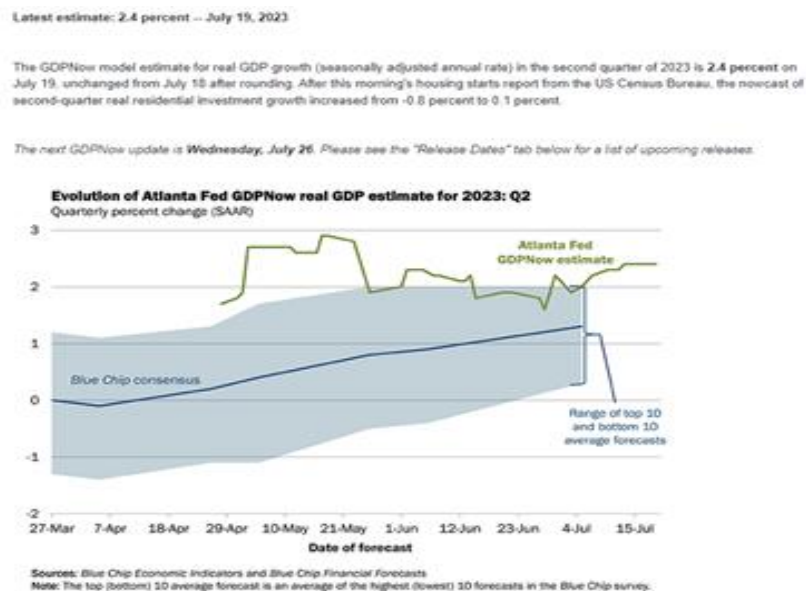
נתוני המאקרו האחרונים בארה"ב המשיכו לשקף את המסר שעולה ממדדי מנהלי הרכש המובילים ולפיו הצמיחה מובלת על ידי ענפי השירותים, נשענת על עוצמת שוק העבודה והצריכה הפרטית וזאת לעומת חולשה יחסית בפעילות התעשייה. נתוני המכירות הקמעונאיות לחודשים הקודמים עודכנו כלפי מעלה, ונתוני הליבה (הרלוונטיים יותר לנתוני הצמיחה שיפורסמו השבוע) הצביעו על עלייה של כ-0.6% ביוני, ובאופן כללי הצביעו על מומנטום חיובי לאורך הרבעון השני. מבחינת



ללקוחות כשירים בלבד

שוק העבודה, לאחר עליית מדרגה במהלך יוני, נרשמה בשבועות האחרונים מגמת ירידה חזרה לרמות הנמוכות שאיפיינו את החודשים מרץ-מאי, של סביב 230 אלף.

מספר דורשי העבודה החדשים הוא הנתון שמספק הערכה עדכנית לגבי מצב שוק העבודה כך שההיחלשות שנרשמה במהלך יוני, נתפסה בשווקים כסימנים ראשונים להיחלשות בצמיחה ובשוק העבודה. לכן, הירידה חזרה לרמות נמוכות של דורשי העבודה, בשילוב עם רמה גבוהה של משרות פנויות, שפל בשיעור האבטלה ותוספת מועסקים ממוצעת גבוהה משקפים תמונה ברורה של שוק עבודה הדוק. לפיכך, מהצד הריאלי, בהחלטת הריבית השבוע ה-Fed יראה לנגד עיניו צמיחה סביב המגמה ואולי אף למעלה מכך, שכן לפי אומדן ה-Fed של אטלנטה הצמיחה נעה ברבעון השני סביב 2.4%, וזאת בניגוד לכוונותיו להוביל לצמיחת מתחת למגמה ולחולשה בשוק העבודה בכדי להוביל את לירידה באינפלציה לעבר היעד.



השווקים עברו לתמחר בהסתברות הולכת וגוברת נחיתה רכה של הכלכלה, אך הנתונים שממשיכים להצביע על שוק עבודה הדוק נתפסים אמנם כחיוביים בהיבט של הצריכה הפרטית וצמיחת המשק אך מנגד גם מגבירים את הסיכוי להמשך לחצים



אינפלציוניים מצד שוק העבודה ומכאן להמשך העלאת הריבית. התפתחות זו גם מסבירה את השינוי הענפי בהובלת שוק המניות, כך שהעליות מתחילת החודש נשענו על השילוב של ענפים מחזוריים ודפנסיביים ובביצוע חסר של מניות הטכנולוגיה וזאת בניגוד למגמה שאיפיינה את המחצית הראשונה של השנה. בהיבט זה יש חשיבות להתפתחויות בפעילות התעשייה במחצית השנייה של השנה. הייצור התעשייתי בארה"ב ירד ביוני חודש שני ברציפות בשיעור של 0.5%, כך שהקצב השנתי ירד לקצב שלילי קל של כ-0.4%. ירידה זו אינה בגדר הפתעה שכן המתאם מול מדד מנהלי הרכש ISM לפעילות התעשייה שנמצאת במגמת ירידה ממושכת, משקפת צפי להחרפת קצב הירידה בחודשים הקרובים.

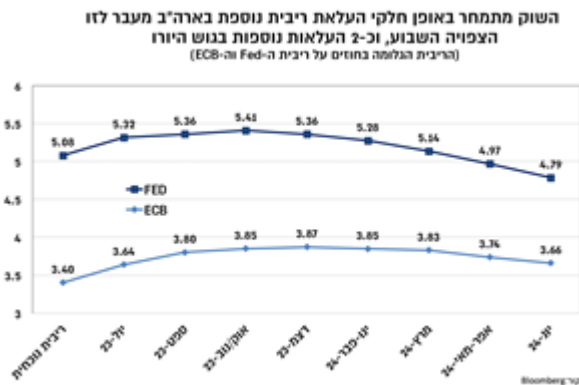
עם זאת, האינדיקציות מסקרי הפעילות האזוריים של הפד במקביל לתמהיל מדד ה-ISM מגבירים את הסיכוי לבלימת מגמת הירידה בפעילות התעשייה במהלך המחצית השנייה. סקרי הפעילות לפילדלפיה וניו יורק עלו לאחרונה מרמות השפל אליהן הגיעו במהלך המחצית הראשונה של השנה, ובמידה ומדד ה-ISM תעשייה יצביע אף הוא על כיוון זהה, הדבר יהווה סיגנל



חיובי לענפים המחזוריים, וזאת במקביל ללחץ כלפי מעלה על תשואות איגרות החוב.

לפיכך, במסגרת החלטות הריבית בארה"ב ובגוש היורו בשבוע הקרוב הפוקוס לא יהיה על ההחלטה עצמה, שכן בשני המקרים הן ה-Fed והן ה-ECB אותתו בבירור על העלאת ריבית של 25 נ"ב, אלא על ההכוונה לגבי ההחלטות הבאות. ההכוונה של ה-ECB צפויה להמשיך ולאותת להערכתנו על העלאת ריבית אחת נוספת לפחות, שכן על אף סימנים להתמנות בפעילות שעולים ממדדי מנהלי הרכש, שוק העבודה עדיין חזק ובעיקר סביבת האינפלציה עדיין גבוהה משמעותית מיעד האינפלציה שהוא היעד העיקרי של הבנק.

מבחינת ה-Fed, שילוב של המשך צמיחה סביב המגמה, שוק עבודה הדוק ותנאים פיננסיים שרק הולכים ומשתפרים, על אף העלאות הריבית, צפויים להיות יותר דומיננטיים מאשר הירידה האחרונה שנרשמה באינפלציה ביוני, שכן היא עדיין רחוקה במידה ניכרת מיעד האינפלציה. בנוסף, חשוב לציין כי אחת הסיבות העיקריות לעצירה בריבית בהחלטה הקודמת הייתה ההרעה שהחלה במערכת הבנקאית לקראת סוף הרבעון הראשון, ואילו מאז חל שיפור בהיבט זה. לפיכך, ללא הקשחה משמעותית בתנאי האשראי שיקרינו על הרעה כללית בתנאים הפיננסיים, ההסתברות לירידה ממושכת באינפלציה נמוכה ואילו זו להעלאת ריבית נוספת מעבר לשבוע הקרוב גבוהה יותר להערכתנו מזו המתומחרת בשווקים.

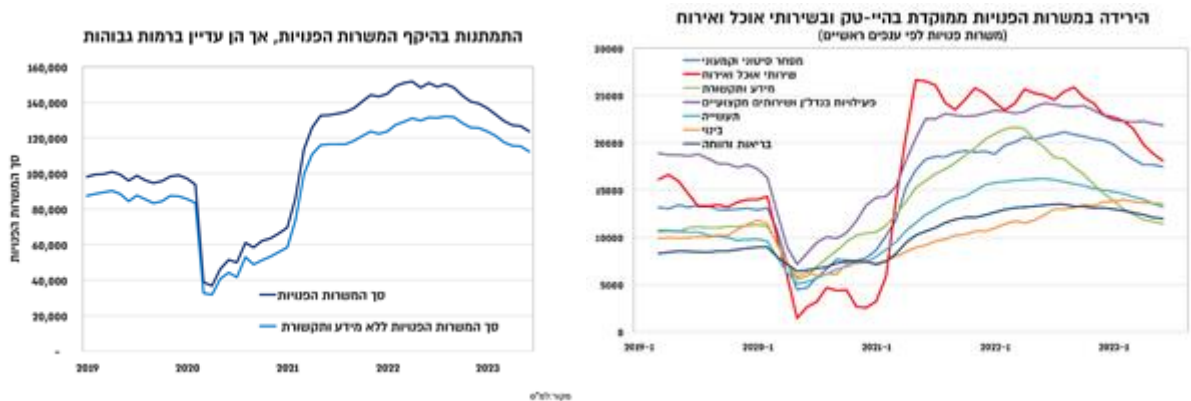


צמיחה מתונה ברבעון השני במשק המקומי בהובלת הצריכה הפרטית ושוק העבודה ההדוק

בישראל, האינדיקציות לפעילות המשק ברבעון השני ממשיכים לשקף צמיחה חיובית מתונה. המדד המשולב לחודש יוני עלה בשיעור של 0.2% חודש שני ברציפות, כך שהעלייה הרבעונית הממוצעת, של כ-0.25%, גבוהה במקצת מזו שברבעון הראשון. תמהיל המדד משקף שיפור בצריכה הפרטית (דגש על ענפי השירותים וכולל שיפור בהוצאה כרטיסי אשראי) ושיפור מסוים בפעילות הסחר (בפרט ביצוא) לאחר החולשה שנרשמה ברבעון הראשון, וזאת לעומת חולשה בפעילות התעשייה וביבוא התשומות (המהווים אינדיקציה לפעילות התעשייה. נתוני המדד המשולב עקביים עם סקר מגמות בעסקים שמצביע על המשך התרחבות של פעילות המשק גם אם בקצב מתון יותר. עד כה העלייה בפרמיית הסיכון של המשק כתוצאה מתוכניות החקיקה של הממשלה קיבלו ביטוי בעיקר בשוק ההון (פיחות בשקל וביצוע חסר משמעותי של מדדי המניות המקומיים, גם אם חלק מהפער נסגר לאחרונה) ובירידה בגיוסי ההון בחברות ההי-טק, ולא בנתוני הצמיחה. עם זאת, ככל שחולף הזמן ולא מושגת הסכמה על השינויים במערכת המשפט, ובעצם ההתפתחויות האחרונות מציבות סימן שאלה גדול סביב היכולת להגיע להסכמה, בוודאי שלא ממושכת, הרי שהשפעת העלייה בפרמיית הסיכון צפויה לזלוג גם לנתוני הפעילות, עם דגש על ההשקעות במשק, וזאת כאשר ברקע נרשמת עלייה בסביבת הריביות בארץ ובעולם.



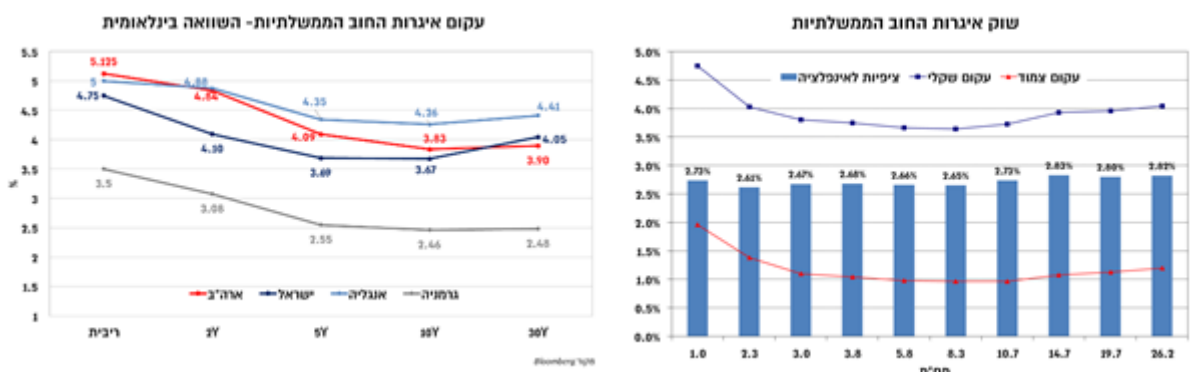
השיפור בצריכה הפרטית ממשיך להיתמך בשוק העבודה ההדוק. האומדן הראשון לנתוני התעסוקה לחודש יוני הצביע על יציבות בשיעור האבטלה סביב ברמות שפל של 3.6%. אמנם הביקוש לעובדים כפי שהוא בא לידי ביטוי בהיקף המשרות הפנויות מתמתן אך הוא עדיין גבוה באופן ניכר מאשר רמת טרום הקורונה. כך, היקף המשרות הפנויות הממוצע ברבעון השני נע סביב 126 אלף משרות, לעומת רמות השיא שעמדו על כ-150 אלף, ולעומת כ-100 אלף טרום משבר הקורונה. מגמת הירידה משרות הפנויות אינה רחבת וממוקדת בענפי ה-טק ושירותי האירוח והאוכל, בעוד ביתר הענפים השינויים מתונים יותר וברובם הן נעות קרוב לרמות השיא.



שוק איגרות החוב הגיב בחיוב למדד הנמוך מהצפוי לחודש מיוני עם ירידת תשואות לאורך העקום תוך ירידה בציפיות לאינפלציה

התמחור הנוכחי משקף הסתברות נמוכה יחסית להעלאת ריבית נוספת, תוך חזרה של האינפלציה אל היעד בשנה הקרובה. להערכתנו סיכון האינפלציה והריבית גבוהים יותר, הן על רקע שוק העבודה ההדוק והן על רקע פוטנציאל הפיחות הנובע מניסיונות החקיקה החד צדדית של הממשלה, שבמידה ויימשכו צפויות לגרום גם את תגובת חברות הדירוג, שהיו תחת הרושם שהחקיקה תהיה בהסכמה.

כמו כן, תמהיל האינפלציה המקומי הזה למדיי לזה שבמדינות המפותחות, כך שהאינפלציה הדביקה בהן והמשך העלאות הריבית צפויות להערכתנו לאפיין גם את המשק המקומי. לכן, להערכתנו תמחור האינפלציה הנוכחי, סביב 2.6%-2.7% וסביבת הריביות בשוק נמוכות מדיי, ותומכות ברמות הנוכחיות במשקל עודף לאפיק הצמוד ולעמדה דפנסיבית מבחינת המח"מ.



גילוי

לכותב המאמר ולחברת שרותי בורסה והשקעות בישראל- אי.בי.אי בע"מ ("שירותי בורסה") אין רישיון שיווק השקעות והם אינם מבוטחים בביטוח הנדרש מבעל רישיון בהתאם לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. בעת פרסום המאמר שירותי בורסה וכותב המאמר אינם בעלי עניין אישי בנושאי. כמו כן, אין במאמר כדי להוות תחליף לשיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

במועד פרסום עבודה זו, שרותי בורסה והשקעות בישראל אי.בי.אי בע"מ ו/או תאגידים קשורים לשרותי בורסה והשקעות בישראל אי.בי.אי בע"מ. מחזיקים בחשבונות הנוסטרו ובחשבונות המנוהלים על-ידם החזקה מהותית בניירות הערך המוזכרים בסקירה זו ועל כן עשוי להתקיים ניגוד עניינים בקשר עם סקירה זו.

מסמך זה הינו עבודת מחקר שהוכנה על ידי מחלקת המחקר של שרותי בורסה והשקעות בישראל – אי.בי.אי – בע"מ ("החברה") והוא מובא כשרות מקצועי ללקוחות כשירים בלבד, על כן, אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום דבר פרסומי. המסמך מבוסס על מידע שדווח לציבור על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מדויקים או בלתי מעודכנים. מסמך זה הינו חומר מסייע בלבד ואין לראות במידע במסמך זה כעובדתי או כמידע שלם וממצה של כל ההיבטים הכרוכים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים הנזכרים בו ולכן אין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן. מסמך זה הינו למטרות אינפורמטיביות בלבד, ואין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הצעה או שידול או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. קבוצת אי.בי.אי, עובדיה וחברי הדירקטוריון בתאגידי הקבוצה לא יהיו אחראים לכל נזק, ישיר או עקיף, שיגרם, אם יגרם, לצד כלשהו, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. תאגידי הנמנים על קבוצת אי.בי.אי ו/או בעלי השליטה בה עשויים להחזיק ולסחור עבור עצמם ו/או עבור לקוחות הקבוצה בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המסוקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והם עשויים לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים. קבוצת אי.בי.אי מעניקה מגוון שירותים בתחום ההשקעות, לרבות ייעוץ ו/או הפצה ו/או חיתום הנפקות וכן עשיית שוק, ועל כן עשויה להעניק שירותים אלה או אחרים לחברות הנסקרות או לקבוצת החברות הנסקרות, וכן עשויה לקבל תגמול מהותי בגין שירותים כאמור. מסמך זה הינו רכושה של החברה ואין להעתיק, לשכפל, לצטט, להפיץ או לפרסם בכל אופן מסמך זה או חלקים ממנו ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, של החברה.