

תוואי העלאת הריבית יושפע ממגמת הפיחות בשקל

יונתן כץ וכלכלני לידר שוקי הון

נקודות עיקריות

ביום שישי שוקי המניות עלו על רקע אופטימיות לגבי המו"מ בנוגע לתקרת החוב בארה"ב ודוחות טובים במגזר הטכנולוגיה. במקביל, נתוני אינפלציה גבוהים והאצה באינפלציית הליבה PCE תמכו בעליית תשואות. מכלול הנתונים בארה"ב הצביעו על התרחבות, אשר גם תמכו בעליית תשואות, כולל גידול מהיר בצריכה הפרטית ונתוני PMI חיוביים.

מאקרו ישראל:

- לפי בנק ישראל, המדד המשולב של החודשים האחרונים "מאותתים על שיעורי צמיחה מתונים ביחס לעבר".

סביבת האינפלציה

- בשבוע האחרון השקל פוחת ב-2% מול סל המטבעות. בנוסף מחירי הנפט בעולם עלו.
- עקב כך, תחזית האינפלציה עודכנה ל-3.3% שנה קדימה (מ-2.9%).

מדיניות מוניטארית

- סביר להניח שבנק ישראל יעלה שוב את הריבית ב-10.7%, זאת במידה ומדד מאי לא יפתיע למטה.

בעולם:

ארה"ב

- אינפלציית הליבה PCE באפריל הפגיעה מעט כלפי מעלה ועלתה ב-0.4% (הצפי: 0.3%) והאיצה ל-4.7% שנה אחורה מ-4.6%. הצריכה הפרטית עלתה ב-0.8%, כפול מהציפיות.
- מדדי מנהלי הרכש PMI (מאי) מצביעים על האצה בפעילות בענפי השירותים והתכווצות בתעשייה.

אירופה

- גם באירופה מדדי ה-PMI מצביעים על מגמות דומות. מחירי התעשייה יורדים, אך במקביל מחירי השירותים ממשיכים לעלות אם כי בקצב מעט מתון יותר.

UK

- באפריל, אינפלציית הליבה האיצה ל-6.8% שנה אחורה מ-6.2%, ומעל הצפי של 6.2%.
- השוקים מתמחרים כעת עוד שלוש העלאות ריבית של 0.25% ל-5.25%.

שוק האג"ח

- ביום שישי התשואות בארה"ב עלו על רקע נתוני אינפלציה גבוהים יחסית לציפיות.
- מגמת הפיחות בשקל תמכה בעליית תשואות, בפרט באפיקים השקליים הקצרים-בינוניים.
- הפיחות בשקל מעלה את הסיכוי להעלאת ריבית נוספת ב-10.7%.
- למרות שחלוקת התקציבים רחוקה מלהיות אופטימלית מבחינת עידוד הצמיחה, אישור סך ההוצאה על היקף של 485 מיליארד שם מגביר את האמינות הפיסקאלית השנה. עם זאת התמונה ב-2024 עלולה להיות יותר בעייתית.
- הצפייה למדדים גבוהים בעקבות הפיחות בשקל מקנה עדיפות לצמודים הקצרים.

שוק האג"ח שנה קדימה: הכול תלוי בשקל

- המשך מגמת הפיחות בשקל, אם היא תימשך, מהווה איום על האפיקים השקליים.
- למרות עליית התשואות באפיקים השקליים הקצרים, אין עדיין כדאיות ביחס לתחזית ריבית בבנק ישראל.
- בתקופה של חשש להסלמה ביטחונית ואי וודאות פוליטית, קיימת עדיפות לאפיקים הצמודים.

* ט"ק-החודש הקרוב

אינפלציה (%)		
12 ח' אחרונים	5.0%	
מאי	0.6%	
יוני	0.4%	
יולי	0.5%	
שנה קדימה	3.3%	
2024	2.5%	
ריבית		
נוכחית	4.75%	
סוף 2023	5.0%	
סוף 2024	4.25%	
שע"ח		
השקל	דולר	אירו
3.999	3.73	3.999
שינוי שבועי	2.3%	1.8%
YTD	5.6%	6.5%
שנה קדימה	3.75	4.00
גיוס מול פירעון		
פדיון סחיר	מאי	2.05
תחזית הנפקות	6.75	
עודף פדיון	-4.7	

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
5904	1.17	1.0	1.2
527	1.14	1.0	1.1
1131	1.21	1.1	1.0
שקלי			
425	4.35	4.6	4.5
928	4.26	4.4	4.3
432	3.92	4.0	3.7
US			
2y	4.56	4.6	4.5
5y	3.93	3.9	3.7
10y	3.81	3.7	3.5

מאקרו ישראל

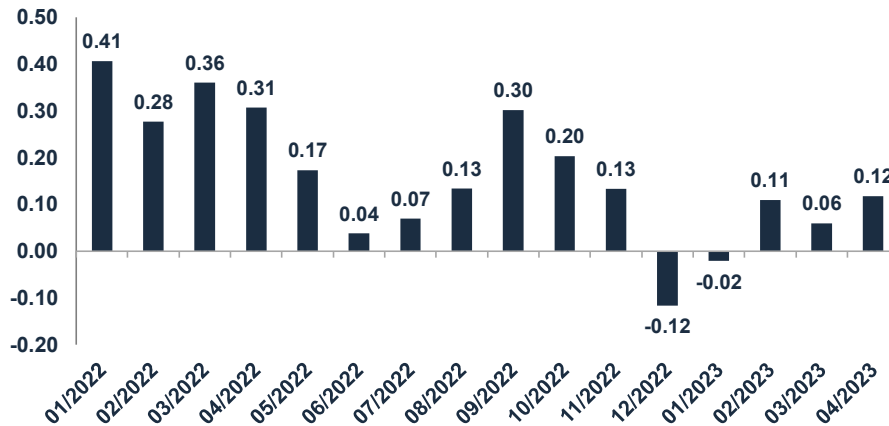
בנק ישראל מדגיש את סימני ההתמתנות

בהחלטת הריבית, בנק ישראל מצוין את סימני ההתמתנות: "הפעילות הכלכלית במשק הישראלי מצויה ברמה גבוהה, אך חלק מהאינדיקטורים הכלכליים מצביעים על התמתנות מסוימת בפעילות (הדגש שלנו). התוצר צמח ברבעון הראשון של שנת 2023 ב-2.5% במונחים שנתיים, קצב גבוה יחסית לאחר שמנכים את ההשפעות הזמניות של השינויים במיסוי כלי הרכב. שוק העבודה מוסיף להיות הדוק ובסביבת תעסוקה מלאה, אך שיעור המשרות הפנויות מצוי במגמת ירידה."

גם נתוני המדד המשולב נתנו הזדמנות נוספת לבנק ישראל להדגיש את מגמת ההתמתנות:

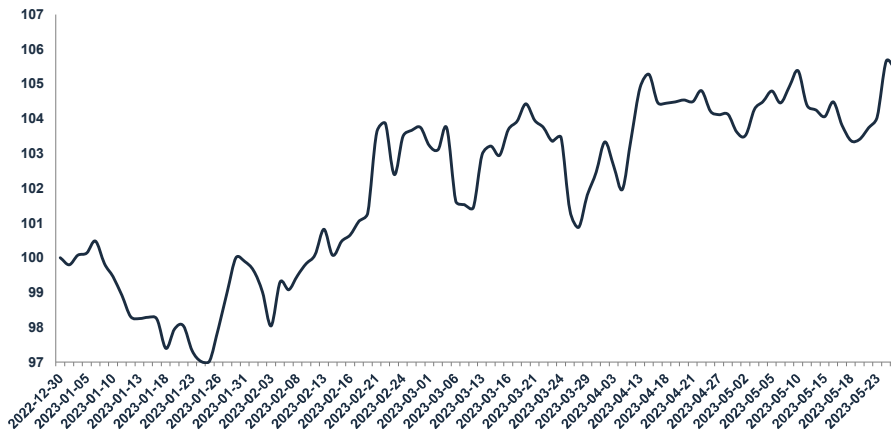
"המדד המשולב לחודש אפריל עלה בשיעור מתון של 0.12 אחוז. נתוני החודשים האחרונים מאותתים על שיעורי צמיחה מתונים ביחס לעבר." המדד המשולב באפריל הושפע לטובה מעלייה בייצוא (סחורות ושירותים), ויבוא מוצרי צריכה, אך לעומת זאת: נתוני ייצור, פדיון ורכישות בכרטיסי האשראי גרעו מעליית המדד.

השינוי החודשי במדד המשולב של בנק ישראל



בהחלט טעינו מבחינת כיוון השקל. לאחר אישור התקציב בכנסת צפינו למילות הרגעה מכיוונו של ראש הממשלה בנושא החקיקה המשפטית החד צדדית (כאשר יציבותה של הקואליציה מחוזקת). שילוב של גורמים, כולל חשש להסלמה ביטחונית מול איראן (דברי הלוי), ירידות בשוקי המניות בעולם (ביום רביעי), ודברי נתניהו לגבי קידום החקיקה תרמו לפיחות של 2% בשקל מול סל המטבעות בשבוע האחרון. לאחר החלטת הריבית, המשנה לנגיד אנדרו אביר הדגיש את חשיבותו של ש"ח על האינפלציה ולכן גם על המדיניות המוניטארית. כעת, **ללא התחזקות בשקל (או הפתעת מדד כלפי מטה במאי), מתחזקת ההערכה שצפויה העלאת ריבית נוספת ב-10.7.23 ל-5%.**

ש"ח של השקל מול סל המטבעות (סוף 2022 = 100)



נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל – שלישי: ייצוא ושירותים (מרץ), רביעי: רכישות בכרטיסי אשראי (אפריל).

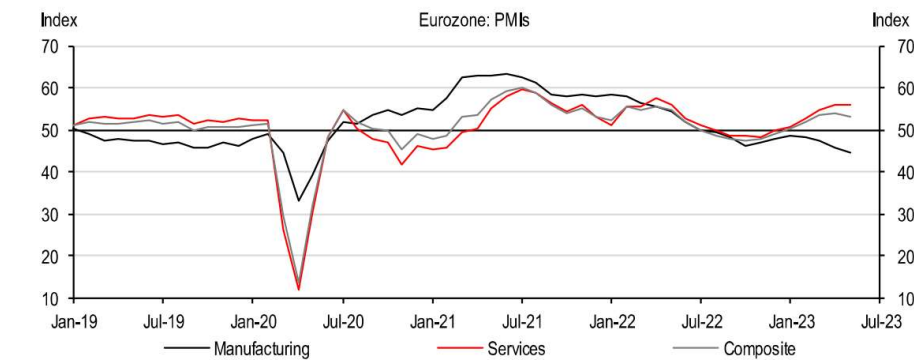
מאקרו חו"ל

לפי מדדי מנהלי הרכש, עדיין אין מיתון

ביום שלישי, פורסמו שורה של מדדי מנהלי הרכש לגבי חודש מאי, גם באירופה, ארה"ב, יפן ו-UK. התמונה הכללית עדיין חיובית יחסית: **ההתרחבות בענפי השירותים נמשכת, אך במקביל נמשכת גם החולשה בפעילות בתעשייה.**

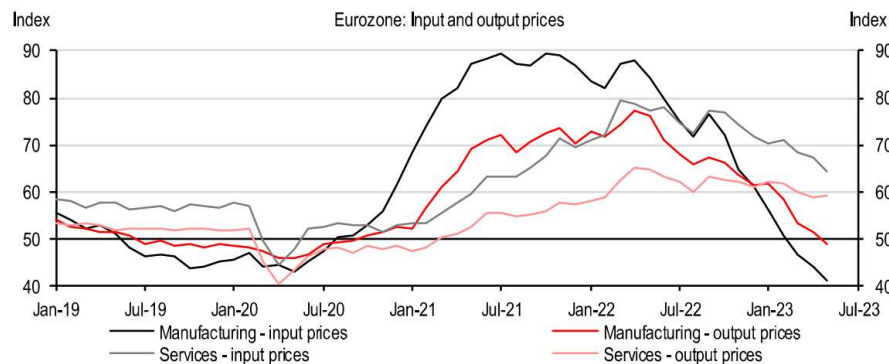
באירופה, המדד המשולב (שירותים + תעשייה) התמתן ל-53.3 במאי מ-54.1 באפריל. רכיב השירותים (55.9 נק') מצביע על התרחבות לעומת התכווצות בתעשייה (44.6 נק'), עם הרעה ברכיב ההזמנות החדשות.

1. The services-manufacturing divide widened further in May



Source: S&P Global PMIs, Refinitiv Datastream.

רכיבי המחירים מצביעים על ירידת מחירים בתעשייה (גם בתשומות וגם בתפוקות), עם זאת בענפי השירותים מסתמנת התמתנות. עדיין **מגמת ההתייקרות נמשכת** (גם בתשומות – שכר בעיקר, וגם במחירי התפוקה בשירותים) עם מדדים סביב 60 נקודות או יותר.



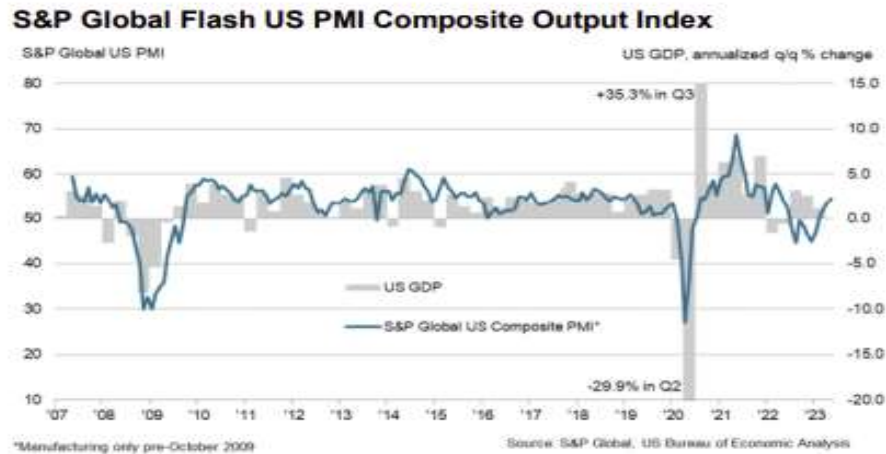
האינפלציה הדביקה בענפי השירותים באירופה נובעת בעיקר משוק עבודה הדוק ומלחצי שכר מתגברים (בקצב שנתי של 5%-6%):

1. Wage growth has been rising steadily...



ה-PMI בארה"ב השתפר

מדד ה-PMI בענפי השירותים בארה"ב עלה ל-55.1 נקודות בחודש מאי מ-53.6 באפריל. המדד בתעשייה נחלש ל-48.5 נקודות מ-50.2 באפריל. כידוע, ענפי השירותים מהווים יותר מ-80% מהתוצר העסקי בארה"ב.



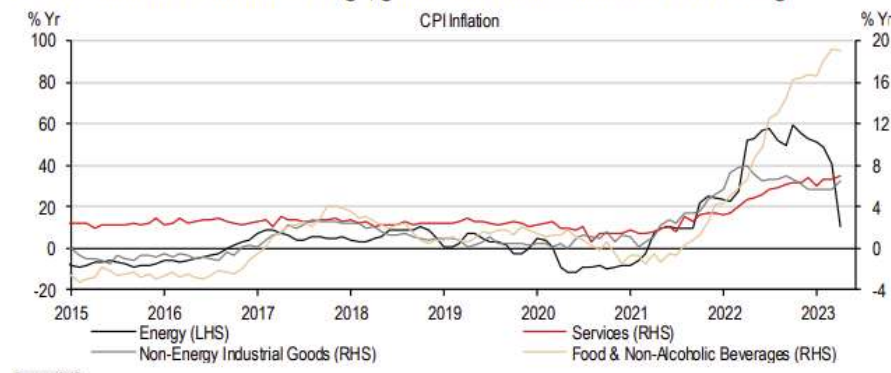
השיפור במדד ה-PMI המשולב ביפן היה חד יותר, עם עלייה ל-54.9 נק' במאי מ-52.9 באפריל. **השלכות:** המשך ההתרחבות הפעילות הכלכלית בעולם נתמכת מהתרחבות בענפי השירותים, כנראה גם על רקע עודפי חיסכון של משקי הבית מתקופת הקורונה, שוק עבודה הדוק ולחצי שכר. סביבה זו תומכת בהמשך אינפלציה במחירי השירותים - רכיב דומיננטי באינפלציית הליבה. קיימת הערכה שה-ECB צפוי להמשיך להעלות את הריבית לכיוון 4%, וכלל לא בטוח שהפד סיים את העבודה. בחודש אפריל הצריכה הפרטית בארה"ב עלתה ב-0.8% (עלייה ריאלית של 0.5%) ומסתמנת האצה באינפלציית הליבה PCE.

האצה של ממש באינפלציה בבריטניה

אינפלציית הליבה בבריטניה האיצה באפריל ל-6.8% (שנה אחורה) מ-6.2% במרץ, הרבה מעל הציפיות המוקדמות של 6.2%. הפתעת האינפלציה הייתה במספר סעיפים, כולל שירותי אינטרנט (עדכון מחירים חד שנתי), מוצרי בידור, מכוניות משומשות ובתי מלון. מחירי המזון עלו ב-19% שנה אחורה! כרגע, קיימת ציפייה לאינפלציה סביב 4.5% השנה, שיעור גבוה יחסית לארה"ב ואירופה. **הסיבה העיקרית לאצה באינפלציה: לחצי שכר - עלות העבודה ליחידת תפוקה עלתה ב-7.5% שנה אחורה.**

השלכות: קיימת ציפייה שהריבית ב-UK תמשיך לעלות מ-4.5% ל-5.0%-5.25%. בנק ישראל מושפע גם מהמדיניות המוניטארית בקרב המדינות המפותחות (ולא רק הפד). אינפלציה דביקה במחירי השירותים ממשיכה להיות בעיה בלא מעט מדינות.

4. Food inflation continues to surge, goods and services inflation remains high



נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם - ארה"ב: שלישי: מדד האמון הצרכני (מאי), רביעי: מספר המשרות הפנויות JOLTS, חמישי: מדד מנהלי הרכש בעשייה ISM (מאי) שישי: נתוני תעסוקה (הציפיות הן לתוספת של 190 אלף מועסקים במאי). אירופה: חמישי: נתוני אינפלציה לחודש מאי.

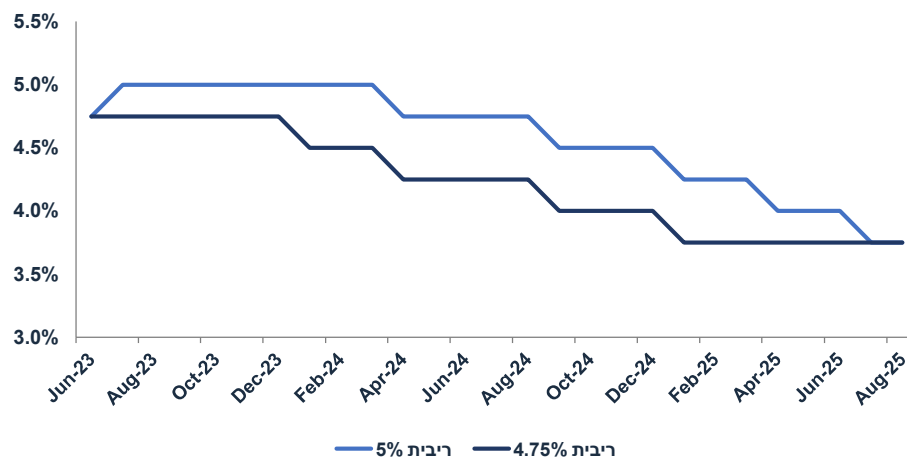
שוק האג"ח: חשש מהשפעת הפיחות תומך בצמודים

בכול זאת, קיימת עדיפות של השחר 825 על המק"מ

אנו בדקנו את הכדאיות באחזקת השחר 825 (הפדיון באוגוסט 2025) עד סוף חיי האגרת, זאת לעומת ריבית בנק ישראל (חזויה), אשר משתקפת בתשואת המק"מ. היום (או יותר נכון בסוף יום חמישי) התשואה על השחר 825 עומדת על 4.26%. הנחנו שריבית בנק ישראל תעלה ל-5.0% ביולי, ותתחיל לרדת רק באפריל 2024 בזהירות ובהדרגה עד ל-3.75% ביולי 2025, זאת בהנחה שסביבת האינפלציה תתכנס לסביבות 2.5% + 1%-1.25% ריבית ריאלית.

בתרחיש זה, ה-825 יקנה תשואה שנתית נמוכה של 4.26% לעומת תשואה של 4.58% בממוצע מריבית בנק ישראל (או מק"מ) עד אוגוסט 2025. אפילו בתרחיש אופטימי שריבית בנק ישראל לא תעלה ל-5% ותוואי הורדת הריבית יהיה מהיר יותר (החל מתחילת 2024 עם 4 הורדת ריבית עד תחילת 2025 ל-3.75% בינואר 25), עדיין אין עדיפות ברורה בהשקעה בשחר 825 על פני ריבית המק"מ (מראה גרף). במילים אחרות הסיכון לא מצדיק את הסיכוי לרווח הון.

תחזית ריבית בנק ישראל עד אוגוסט 25



בתרחיש זה, ה-825 יקנה תשואה שנתית של 4.26% לעומת תשואה של 3.98% בממוצע מריבית בנק ישראל (או מק"מ) עד אוגוסט 2028. **תרחיש פסימי:** במידה והריבית תעלה ל-5.25% (שתי העלאות ריבית), תתחיל לרדת בהדרגה באפריל 2024, ותתייצב על 3.75% מ-2026, אזי תשואת המק"מ תגיע ל-4.22% בממוצע, עדיין מדובר על תשואה מעט נמוכה מהתשואה ב-825. **כמובן שהסיכון טמון בהמשך העלאת ריבית בנק ישראל מעבר ל-5.25%**

צמודים עדיפים בתקופות של פיחות

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 תגיע ל-3.3%** (אפריל שנה קדימה). עדכנו את תחזית האינפלציה (מ-2.9%) בעקבות הפיחות בשקל ועלייה במחירי הנפט בעולם.
- בעוד שנה, **ציפיות האינפלציה קדימה צפויות לרדת** (לכיוון 2.7%-2.8% שנה קדימה), זאת על רקע התמתנות בפעילות, עלייה באבטלה, קיפאון במחירי הסחורות והתייצבות בשקל. צפויה גם התמתנות במחירי השכירות במדד.
- צפויה העלאת ריבית נוספת בישראל ל-5.0% ב-10.7. הריבית תישאר ברמה זו על סוף רבעון א' 2024.
- עד רבעון ב' 2024 **המדיניות המוניטארית בעולם תעבור לכיוון הקלה בריסון המוניטארי**. כלומר, גם הפד וגם בנק ישראל יתחילו להוריד את הריבית ברבעון ב' 2024 כאשר צפויה הורדת ריבית זהירה אל 4.5% בסוף 2024 ו-4.0% בסוף 2025.
- **צפוי פער תשואות חיובי בין אג"ח ישראלי לאג"ח ארה"ב סביב 0.1%-0.2%**, זאת על רקע הסיכונים הגאופוליטיים בישראל ואי יציבות פוליטית.
- **התשואה ל-10 שנים בארה"ב תעמוד על 3.5%** בעוד שנה (כאשר הפד מתחיל להוריד את הריבית).

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

ניתוח אפיקי ההשקעה						27/05/2023
תשואה נומינאלית	עקום חזוי בעוד שנה	תשואה ברוטו לאחזקה	מח"מ	צמודים סדרה	ציפיות אינפלציה חזויות	ציפיות אינפלציה היום
4.1%	1.20	1.17	2.4	1025	2.8	3.1
4.1%	1.18	1.17	3.2	726	2.8	2.7
4.0%	1.16	1.14	4.0	527	2.7	2.8
4.6%	1.11	1.2	5.9	529	2.7	2.7
5.4%	1.05	1.21	8.5	1131	2.6	2.7

תשואה נומינאלית	עקום חזוי בעוד שנה	עקום היום	מח"מ	שחרים סדרה
4.6%	4.00	4.26	2.2	825
4.0%	3.91	3.93	3.8	327
3.9%	3.93	3.93	5.0	928
4.4%	3.82	3.91	6.7	330
6.0%	3.65	3.93	8.5	432

הנחות:

2.90%	קצב האינפלציה שנתיים קדימה
	תחזית בעוד שנה: 04/24
4.75%	ריבית בנק ישראל
3.75%	ריבית הפד
3.50%	אג"ח ארה"ב 10Y
0.15%	פרמיית הסיכון של ישראל
2.80%	ציפיות לאינפלציה NTM בעוד שנה
2.80%	ציפיות לאינפלציה 10Y בעוד שנה

ניתן לראות, גם בהסתכלות על תחזית העקום שנה קדימה (עם הנחות אופטימיות יחסית), אין עדיפות ברורה בין האפיקים הצמודים ובין האפיקים השקליים. השאלה הגדולה נותרה: לאן השקל? לפי הערכתנו, בתקופה של התגברות חוסר הוודאות, קיימת עדיפות לאפיקים הצמודים. שיעור תמסורת שע"ח על האינפלציה נאמד על 15% בערך. הפיחות של 2% בשקל בשבוע האחרון כבר מעלה את תחזית האינפלציה ב-0.3%

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.