

שוק האג"ח יגיב לנימה שתצא בהחלטת הריבית (bias)

יונתן כץ וכלכלני לידר שוקי הון

נקודות עיקריות

השבוע האחרון התאפיין בעלית שערי המניות בחו"ל, כאשר נדמה שבינתיים משבר הבנקים נמצא תחת שליטה. הנתונים הכלכליים ממשיכים להיות מעט חיוביים, בפרט עלייה מתונה מהצפוי באינפלציית PCE ושיפור באמון הצרכני בארה"ב.

מאקרו ישראל:

- ההתרחבות בצריכה הפרטית נמשכת אך בקצב מתון יותר (לפי הרכישות בכרטיסי האשראי).
- בחודש פברואר נוספו 20 אלף מועסקים בגילאים 25-64, שוק העבודה נותר הדוק יחסית.
- המדד המשולב עלה ב-0.43% בפברואר, בנק ישראל מבחין ב"המשך צמיחה במשק".

סביבת האינפלציה:

- מחירי הדלקים נותרו יציבים בתחילת אפריל.
- בימים האחרונים השקל חזר להיחלש לאחר הייסוף עם הקפאת החקיקה המשפטית.

מדיניות מוניטארית

צפויה העלאת ריבית של 0.25% מחר על רקע האצה באינפלציה, המשך התרחבות במשק ושוק עבודה הדוק.

בעולם:

ארה"ב

- מחירי הצריכה הפרטית (PCE) עלו ב-0.3% בפברואר, פחות מהצפי של 0.4%.
- מדד האמון הצרכני עלה במרץ, בינתיים משקי הבית לא מתרגשים ממשבר הבנקים.

אירופה

- במרץ האינפלציה התמתנה ל-6.9% (מ-8.5%) אך הליבה האיצה ל-5.7% מ-5.6%.

סין

- מדד מנהלי הרכש PMI מצביע על האצה בענפי השירותים בחודש מרץ (58.2 נק').

שוק האג"ח

- שוק האג"ח יגיב להחלטת הריבית מחר, בפרט לתחזית הריבית של בנק ישראל ונאומו של הנגיד.
- האוצר מתמיד בגיוס שבועי של 1.2-1.3 מיליארד באפריל, כנראה עדיין אין חשש לחריגה בגירעון.
- אנו ממשיכים להעדיף את האפיק הצמוד הקצר, גם על רקע הציפייה לשלושה מדדים גבוהים בחודשים מרץ-מאי, מעבר לציפיות בשוק ובייחוד אם מגמת הפיחות של הימים האחרונים תימשך.
- במידה והניסיונות להגיע לפשרה בנושא השינויים במערכת המשפט ייכשלו, פער התשואות באפיקים הארוכים מול ארה"ב ימשיך להתרחב.

זום אין: תמסורת שע"ח על האינפלציה עומדת סביב 15%

- בדו"ח בנק ישראל צוין שתמסורת שע"ח שקל/דולר על האינפלציה מוערכת כעת ב-0.1%-0.2% לכול פיחות של 1%, בדומה לאומדנים בשנים קודמות.
- בשנת 2022 השקל פוחד ב-10% מול הדולר ותום 1%-2% לאינפלציה.
- הפיחות בשקל נגרם בעיקר מירידות בשוקי המניות בעולם ובמידה פחותה מפערי הריביות.
- במהלך 2022 גורמי ביקוש הפכו להיות יותר משמעותיים על האינפלציה יחסית לגורמי היצע.

* ט"ק-החודש הקרוב

אינפלציה (%)		
12 ח' אחרונים	5.2%	
מרץ	0.5%	
אפריל	0.4%	
מאי	0.6%	
שנה קדימה	3.0%	
2024	2.7%	
ריבית		
נוכחית	4.25%	
בעוד שנה	4.75-5%	
סוף 2024	4.5%	
שע"ח		
השקל	דולר	אירו
3.9322	3.615	3.9322
שינוי שבועי	-0.4%	0.5%
YTD	2.7%	4.8%
שנה קדימה	3.71	4.04
גיוס מול פירעון		
פדיון סחיר	0.26	אפריל
תחזית הנפקות	3.75	
עודף פדיון	-3.49	

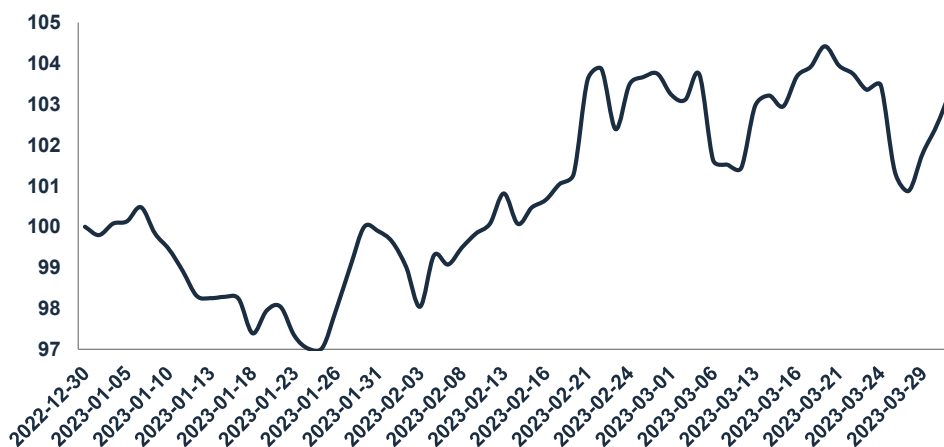
עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
5904	1.09	1.0	1.2
527	0.97	1.0	1.2
1131	0.99	1.1	1.2
שקלי			
425	4.07	4.3	4.5
928	3.75	4.1	4.3
432	3.75	3.9	4.0
US			
2y	4.04	4.1	4.2
5y	3.59	3.7	3.8
10y	3.48	3.5	3.5

מאקרו ישראל

צפויה העלאת ריבית של 0.25%

מחר קיימת סבירות גבוהה להעלאת ריבית של 0.25%. עם זאת, הפיחות של הימים האחרונים עלול לתמוך בהעלאה של 0.5%:

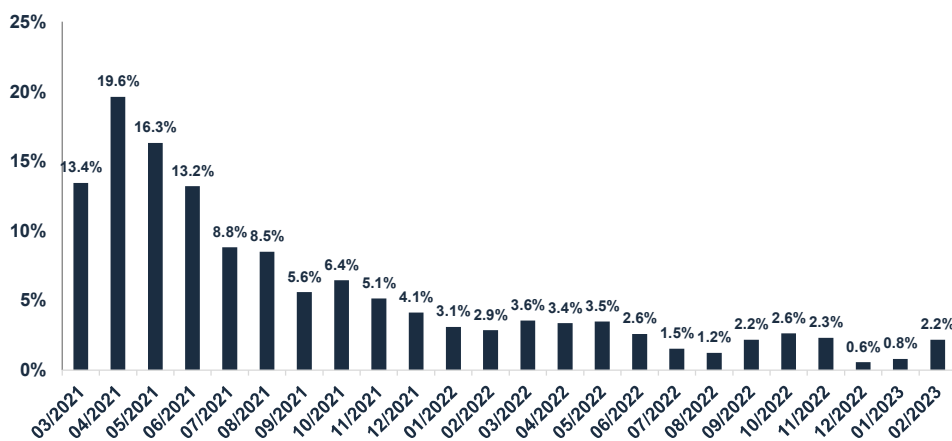
שע"ח של השקל מול סל המטבעות (סוף 2022 = 100)



מה תומך בהעלאת ריבית?

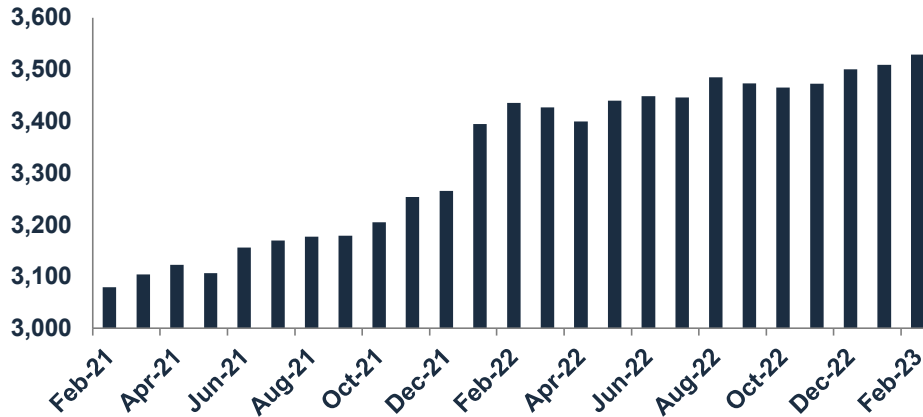
האינפלציה ממשיכה להפתיע כלפי מעלה, אינפלציית הליבה נותרה יציבה על 5.1%, סביבת האינפלציה מאד "רוחבית" ומתרכזת בענפי השירותים (כולל מחירי השכירות). בנוסף, למרות החששות להתמתנות בפעילות, הנתונים הכלכליים מצביעים על המשך ההתרחבות, כולל סקר מגמות והמדד המשולב אשר עלה ב-0.43% בפברואר ובקצב שנתי של 2.2% בשלושת החודשים האחרונים:

קצב השינוי השנתי במדד המשולב של בנק ישראל שלושה חודשים אחורה

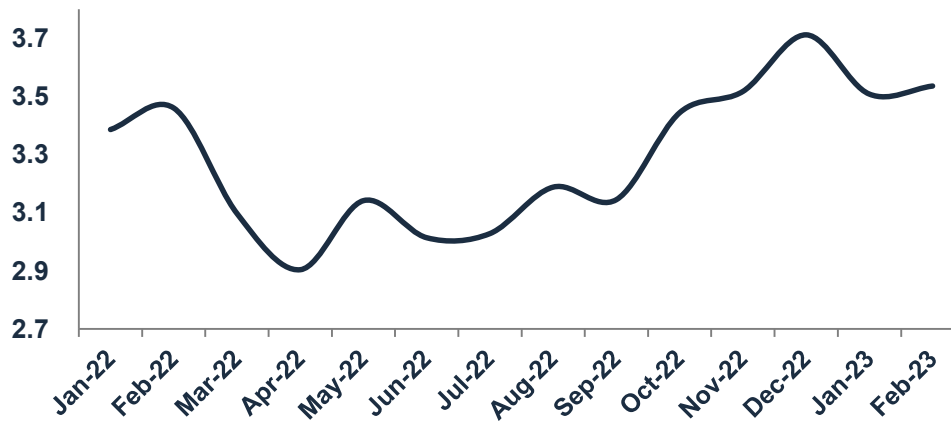


שוק העבודה נותר הדוק, למרות הירידה במספר המשרות הפנויות. שיעור האבטלה בחתך גילאים 25-64 נותר יציב סביב 3.5% בחמשת החודשים האחרונים תוך גידול במספר המועסקים (ועלייה בשיעור ההשתתפות). שיעור האבטלה נמצא מעט גבוה משיעור האבטלה בקיץ 22 (3.0%).

מספר המועסקים במשק
(גילאים 25-64, מנוכה עונתיות, באלפים)



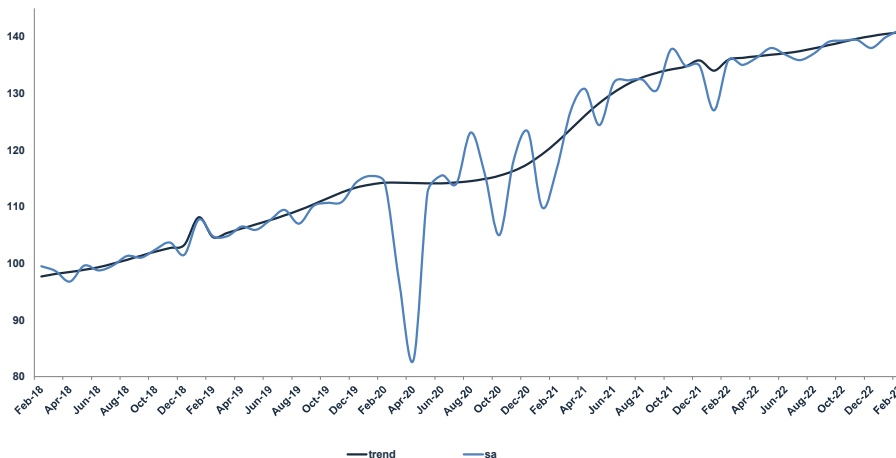
שיעור האבטלה (גילאים 25-64)



גם הצריכה הפרטית ממשיכה להתרחב

הרכישות בכרטיסי האשראי (רכישות ריאליות בשוק המקומי) עלו ב-0.9% (בניכוי עונתיות) בפברואר לאחר גידול של 1.4% בינואר. נתוני מגמה מצביעים על גידול של 3.3% בשלושת החודשים האחרונים (בחישוב שנתי) לעומת 5% בשלושת החודשים שקדמו. בכנס בנק ישראל בשבוע שעבר, צוין שהבנק מבחין בהמשך התרחבות הצריכה הפרטית לפי הקצב ארוך הטווח.

הרכישות הריאליות בכרטיסי האשראי בשוק המקומי (ינואר 18 = 100)



אז למה לא להעלות ב-0.5%?

קיים חשש להתמתנות בפעילות קדימה, גם בעולם (בין היתר על רקע השפעה ממתנת של משבר הבנקים על לקיחת אשראי) וגם בישראל (אשר מורגשת היטב כבר בענף הנדל"ן). **אולי יותר מהותי: רמת הריבית כבר מרסנת.** ריבית בסיסית של 4.5% (בהנחה שהריבית תעלה ב-0.25%) משקפת ריבית ריאלית סביב 1.5% (ביחס לציפיות האינפלציה קדימה). גם הפד וגם הבנק המרכזי באנגליה מורידים הילוך בקצב ההידוק המוניטארי למרות סביבת אינפלציה גבוהה.

כרגיל, יהיה מעניין לראות את עדכון תחזית המאקרו של מחלקת המחקר של בנק ישראל ביום שני. התחזית הקודמת מתחילת ינואר הניחה ריבית בסיסית של 4.0% ברבעון ד' 2023. **כנראה שתחזית הריבית תעודכן ל-4.75% ברבעון א' 2024** (שנה קדימה), או אולי ל-4.5% באמירה שהריבית צפויה לעלות מעבר לרמה זו (ל-5%) במהלך השנה ואחר כך לרדת. תחזית הצמיחה לשנים הבאות (2.8% ב-2023 ו-3.5% ב-2024 בתחזית הקודמת) צפויה להתעדכן מעט כלפי מטה, ותחזית האינפלציה השנה (3.0%) תתעדכן כלפי מעלה ל-3.5%.

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בישראל - יום ראשון: השכר הממוצע במשק (ינואר), מכירות ברשתות השיווק (פברואר). שלישי: סקר מגמות בסקטור העסקי (מרץ).

מאקרו חו"ל

אירופה: האצה באינפלציית הליבה

במרץ האינפלציה התמתנה ל-6.9% שנה אחורה (מ-8.5% בפברואר), מתחת לצפיית של 7.3%. מחירי האנרגיה ירדו ב-0.9% שנה אחורה, אך מחירי המזון האיזו ל-15.4% מ-15.0%. אינפלציית הליבה האיזו ל-5.7% מ-5.6%, בהתאם לצפייות. מחירי המוצרים התעשייתיים (למעט אנרגיה) עלו ב-6.6% (התמתנות קלה מ-6.8%) אך מחירי השירותים האיזו ועלו ב-5.0% (מ-4.8%).

המשך העלייה באינפלציית הליבה צפויה לתמוך בהמשך ריסון מוניטארי על ידי ה-ECB, כנראה בשיעור של 0.25% בהחלטות הריבית הקרובות בתחילת מאי ובאמצע יוני.

Euro area annual inflation and its main components, March 2013 - March 2023 (estimated)



ארה"ב: המשך התרחבות

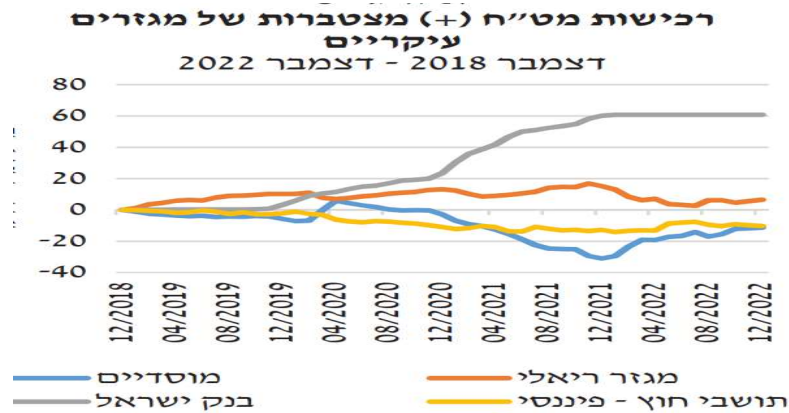
בחודש פברואר ההכנסה הפנויה עלתה ב-0.3% לאחר עלייה של 0.6% בינואר. הצריכה הפרטית עלתה ב-0.2%, אך שיעור הגידול בינואר עודכן ל-2.0% מ-1.8%. הגידול בצריכה הפרטית בינואר--פברואר צפוי לתמוך בצמיחה ברבעון א'. **השווקים התעודדו מעלייה מתונה יחסית באינפלציית PCE** (מדד האינפלציה המועדף על ידי הפד) בשיעור של 0.3% (גם מדד הליבה). אינפלציית הליבה PCE התמתנה ל-4.6% (שנה אחורה) מ-4.7%. נתונים אחרים בארה"ב היו לרוב חיוביים כאשר מדד האמון הצרכני (conference board) עלה ל-104.2 נקודות במרץ (הצפי היה ל-101). רכיב המצב השוטף ירד מעט אך רכיב הציפיות קדימה עלה. בינתיים הצרכן האמריקאי לא ממש מוטרד מההשפעה הממתנת של המשבר בבנקים. מספר דורשי העבודה עלה בשבעת אלפים איש ל-198 אלף (עדיין נמצא בתחום הניוד של החודשים האחרונים). מחירי הבתים Case-Shiller ירדו ב-0.4% בינואר. מספר הבתים בתהליך מכירה (pending home sales) עלה ב-0.8% בפברואר לאחר עלייה של 8.1% בינואר. גוברים הסימנים להתייבבות בפעילות בשוק הנדל"ן בארה"ב. למרות הנתונים החיוביים יחסית, שוק האג"ח מתמחר הורדת ריבית כבר במחצית השנייה של 2023.

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם - ארה"ב: שני: מדד מנהלי הרכש בתעשייה (מרץ), שלישי: מספר המשרות הפנויות (JOLTS), רביעי: מדד מנהלי הרכש בענפי השירותים, שישי: נתוני תעסוקה (הצפי הינו לגידול של 240 אלף מועסקים). סין: מדד מנהלי הרכש Caixin (בתעשייה, מרץ), חמישי: מדד מנהלי הרכש בשירותים.

זום אין: תמסורת שע"ח על האינפלציה עומדת סביב 0.15%

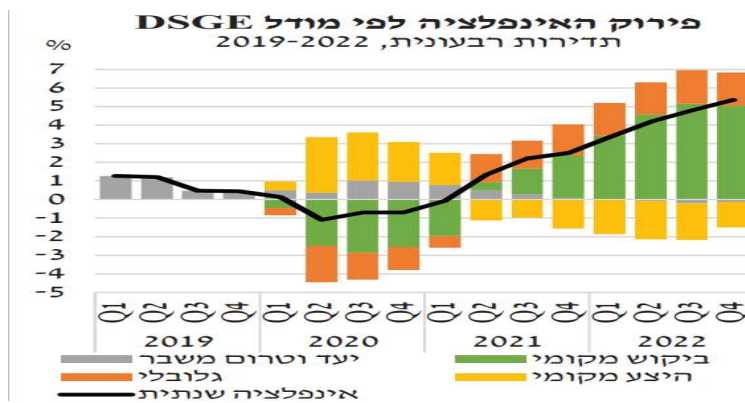
בדו"ח בנק ישראל צוין שתמסורת שע"ח שקל/דולר על האינפלציה מוערכת כעת ב-0.1%-0.2% לכול פיחות של 1%, בדומה לאומדנים קודמים. בשנת 2022 השקל פוחת ב-10% מול הדולר ותום 1%-2% לאינפלציה (ההשפעה של השקל מול היורו הייתה קטנה עם של פיחות של 3% בלבד). השקל פוחת ב-4% מול שער החליפין של סל המטבעות.

לפי ניתוח של בנק ישראל, הפיחות בשקל נגרם בעיקר כתוצאה מירידות בשוקי המניות בעולם ובמידה פחותה מהעלייה בפערי הריביות. ה-S&P ירד ב-20% ב-2022 ואילץ גופים מוסדיים לרכוש מט"ח כדי לבלום את הירידה ברכיב המט"ח בתיקים, זאת בניגוד למגמת המכירות נטו של מט"ח בשנתיים הקודמות. בנק ישראל מעריך שהירידות בשווקים תרמו לפיחות של בין 6%-9% בשקל מול הדולר (מתוך פיחות של 10%). לעומת זאת, פער הריביות מול ארה"ב עלה ב-1.1%, תופעה אשר מסבירה פיחות של כ-1.1%-1.7% בלבד בשקל.



נדמה שהדו"ח של 2023 יכלול השפעה הולכת וגוברת של אי יציבות פוליטית מקומית על השקל.

לפי המודלים של בנק ישראל, במהלך 2022 גורמי ביקוש הפכו להיות יותר משמעותיים על האינפלציה יחסית לגורמי היצע (מקומי + גלובלי), כפי שהגרף הבא ממחיש. חשוב להדגיש שמסקנה זו לגבי גורמי הביקוש תומכת בהמשך ריסון מוניטארי.



באופן מעט תמוה, בנק ישראל טוען כי "שכר העבודה לא תרם להאצת האינפלציה השנה" (ב-2022), זאת למרות שהשכר העסקי עלה בשיעור דומה לאינפלציה (והשכר הציבורי נשחק ריאלית). כלומר, לא התמשש הסיכון של "ספירלת שכר-אינפלציה". בנק ישראל מצוין שמרבית עליות השכר התרחשו בענפי הייצוא (סקטור ההיי טק) ופחות בסקטורים המקומיים, לכן פחות השפיעו על עלויות הייצור בשוק המקומי (כמובן, הייתה גם השפעה אינפלציונית מכיוון הגידול בביקוש בכוח הקנייה של העובדים בהיי טק).



נדמה שהשנה האיום האינפלציוני כרוך בהמשך ללחץ לפיחות בשקל כתוצאה מהתפתחויות מקומיות, ללא קשר למגמת השווקים בחו"ל ופערי הריביות. מגמת הפיחות בשקל מתחילת השנה (בינתיים מתונה יחסית) למרות העליות בשווקים, ממחישה זאת.

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.