

רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות

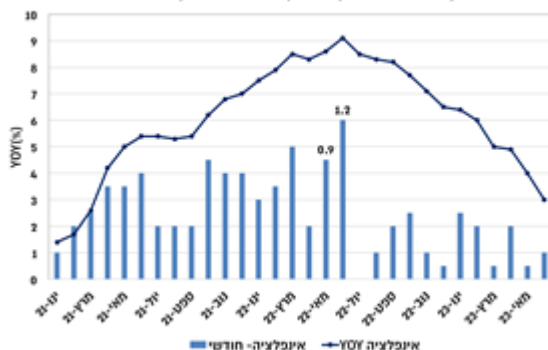
סקירת מאקרו

- התמתנות האינפלציה בארה"ב כאשר ברקע נתוני הפעילות ממשיכים להצביע על צמיחה סביב המגמה, הובילו את נכסי הסיכון להמשיך עם תמחור תרחיש ה"נחיתה הרכה". זאת, למרות שניסיון העבר מעלה כי ההצלחה להשיג "נחיתה רכה" אינה גבוהה במיוחד, בפרט כאשר האינפלציה מושפעת במידה ניכרת מאינפלציית שירותים גבוהה ודביקה ולמרות האיתות הברור הנובע מהתבססות שיפוע העקום בארה"ב בטריטוריה שלילית עמוקה.
- בישראל, מדד המחירים לצרכן הפתיע כלפי מטה, חודש שני ברציפות, והקצב השנתי התמתן ל-4.2%. לעומת 4.6% מאי. בדומה לעולם, התמתנות האינפלציה ממשיכה להיות מובלת על ידי המוצרים הסחירים וזאת לעומת אינפלציה גבוהה ודביקה בבלתי סחירים. האינפלציה צפויה לעלות להערכתנו בשנה הקרובה ב-3.3%, כאשר תמונת הסיכונים מאוזנת, על רקע הצפי להתגברות ההשפעות ההמתנות של העלאת הריבית בעולם, במקביל להשלכות השליליות של ניסיונות החקיקה של הממשלה על הפעילות המקומית.
- גם אם המדד הנוכחי מוריד את ההסתברות להעלאת הריבית בספטמבר, החלטה זו תושפע מפרסום מדד יולי ומההתפתחויות בשער החליפין, וזאת בעיקר בהשפעת הגורם הפוליטי. אנו מצפים לסביבת אינפלציה גבוהה יחסית בחודשים הקרובים, כך שההסתברות להעלאת ריבית באחת משתי החלטות הבאות גבוהה להערכתנו.

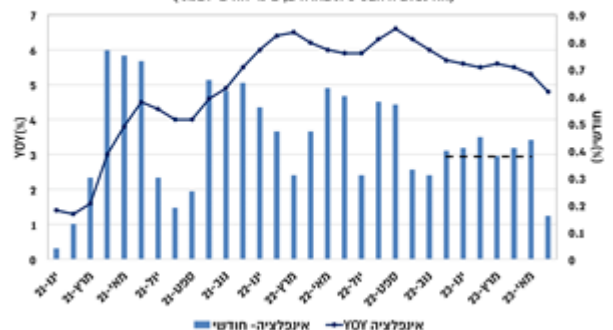
השווקים מתמחרים "נחיתה רכה" בארה"ב, למרות ניסיון עבר לא מוצלח במיוחד

ההפתעה כלפי מטה בנתוני האינפלציה לחודש יוני בארה"ב הובילה להמשך המגמה החיובית בנכסי הסיכון, והיא נתמכה בירידת התשואות בשוק איגרות החוב ולוותה בהיחלשות של הדולר בעולם. המדד הכללי והאינפלציה הבסיסית בארה"ב עלו ביוני בשיעור של 0.2%, לעומת ציפיות לעלייה בשיעור של 0.3%, וחשוב מכך תוך ירידה בקצב השנתי ל-3% ול-4.8%, בהתאמה. ירידה זו נתמכה באפקט בסיס משמעותי, בפרט במדד הכללי, שכן האינפלציה ברבעון השני של 2022 הושפעה מהעלייה במחירי הסחורות בעקבות המלחמה בין רוסיה לאוקראינה. עם זאת, השפעה זו קרובה למיצוי, שכן החל מהרבעון השלישי של 2022 החלה מגמת ירידה במחירי הסחורות, כך שאפקט הבסיס צפוי לתרום לעליית המדד הכללי בחודשים הקרובים. מבחינת האינפלציה הבסיסית, החשיבות העיקרית הייתה להתמנות בקצב העלייה החודש, לאחר 6 חודשים רצופים שבהם העלייה החודשית הייתה סביב 0.4%-0.5%, ושיקפה קצב שנתי של כ-5%.

תרומת אפקט הבסיס לירידה באינפלציה הגיעה לשיא ביוני (מדד המחירים לצרכן בארה"ב, שינוי חודשי וסנטי)



עלייה מתונה באינפלציה הבסיסית ביוני, לאחר תקופה ממושכת שבה העלייה החודשית שיקפה קצב שנתי של כ-5% (האינפלציה הבסיסית בארה"ב, שינוי חודשי וסנטי)

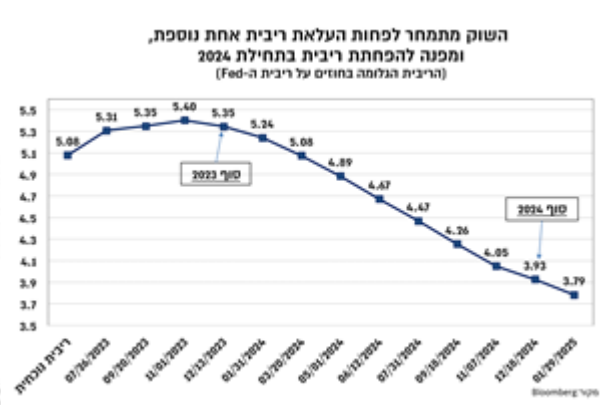
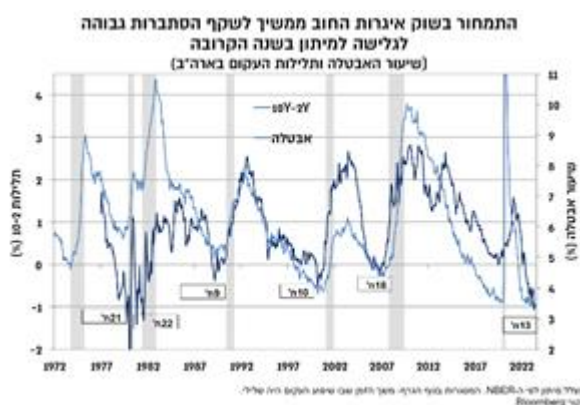


התמתנות האינפלציה בארה"ב ממשיכה להיות מובלת על ידי אינפלציית הסחורות, עם ירידה בקצב השנתי לרמות שליליות של כ-1%. אינפלציית השירותים אמנם התמתנה אף היא ביוני, אך הקצב השנתי מוסיף להיות גבוה ולנוע סביב 6%. ללקוחות כשירים בלבד

אינפלציה השירותים נתמכת גם בשוק העבודה ההדוק המלווה בלחצי שכר. מכיוון שהשפעת אפקט הבסיס על האינפלציה קרובה למיצוי, תידרש ירידה משמעותית יותר באינפלציית השירותים בכדי להוביל את האינפלציה אל היעד. לשם כך, תידרש הרעה בשוק העבודה, שכן קצב עליית השכר עדיין גבוה ועיקבי עם סביבת אינפלציה בסיסית גבוהה. ניסיון העבר מעלה, כי כאשר נרשמה בעבר אינפלציה גבוהה יחסית שנשענה לא רק על הסחורות אלא גם על השירותים, הירידה באינפלציה הושגה דרך הרעה בשוק העבודה וגלישה למיתון.



בעקבות העלייה המתונה מהצפוי במדד יוני בארה"ב, כולל ירידה בקצב השנתי הן של המדד הכללי ובפרט של האינפלציה הבסיסית, נרשמה ירידה בציפיות להעלאת הריבית תוך ירידה תשואות לכל אורך העקום. ההתבטאויות האחרונות של חברי הפד שיכנעו את השווקים כי העלאת הריבית ביולי היא כמעט עניין מוגמר, והדילמה היא לגבי החלטות הריבית ברבעון האחרון של השנה. מעבר לכך, התמחר בשוק איגרות החוב ממשיך לשקף צפי למפנה להורדת ריבית בתחילת 2024. למעשה שוק האג"ח לא שינה את ההערכה לגלישה למיתון אלא רק דחה זאת מ-2023 ל-2024. הערכה זו מקבלת חיזוק גם משיפוע העקום בארה"ב, אינדיקטור שאולי פחות יעיל מבחינת העיתוי, אך יעיל מבחינת הכיוון, כלומר לאחר תקופה ממושכת שבה נרשם שיפוע שלילי בעקום (משנות ה-90 התקופה נעה בין 9 ל-18 חודשים, ובתחילת שנות ה-80 קרוב לשנתיים), המשק האמריקאי גלש למיתון.



למרות זאת, התמתנות האינפלציה בארה"ב כאשר ברקע נתוני הפעילות ממשיכים להצביע על צמיחה סביב המגמה, הובילו את נכסי הסיכון להמשיך עם תמחר תרחיש ה"נחיתה הרכה". כך, התגברה לאחרונה העלייה במדדי המניות המובילים, והיא ממשיכה להישען בעיקר על התרחבות מכפילים, למרות נקודת מוצא של מכפילים גבוהים ממילא. למעשה, התפתחויות אלו משקפות שיפור בתנאים הפיננסים שיחד עם שוק העבודה ההדוק תומכים בצד הביקוש, ומפחיתים את ההסתברות לחזרת האינפלציה אל היעד. תרחיש בו נרשמת ירידה זמנית בלבד באינפלציה והיא אינה חוזרת אל היעד עלול

להיות מלווה בעלייה בציפיות לאינפלציה. לפיכך, התמהיל הנוכחי מוסיף לתמוך בהמשך העלאת הריבית, עד שתירשם הקשחה בתנאים הפיננסיים וצינון מספק של הביקושים ושל שוק העבודה.



הפתעה שניה ברציפות כלפי מטה באינפלציה, אך בדומה לעולם התמהיל בעייתי וכולל אינפלציית שירותים גבוהה

מדד המחירים לצרכן הפתיע כלפי מטה, חודש שני ברציפות, כאשר נותר ללא שינוי, לעומת צפי לעלייה של 0.2%. הקצב השנתי התמתן ל-4.2% לעומת 4.6% מאי. המדד ללא אנרגיה פירות וירקות, ומדד זה ללא מעורבות הממשלה, המהווים אינדיקציה לאינפלציה הבסיסית, עלו ביוני בשיעור של 0.1%, והקצב השנתי בהם התמתן ל-4.5%-4.6%, לעומת 4.9%-5% במאי. התמתנות האינפלציה ממשיכה להיות מובלת על ידי המוצרים הסחירים וזאת לעומת אינפלציה גבוהה ודביקה בבלתי סחירים. מדד הסחירים ירד ביוני בשיעור של 0.3%, והקצב השנתי התמתן לכ-2.3% בלבד לעומת קצבים של מעל ל-4% במרץ-אפריל, ושל מעל ל-5% בתחילת השנה. מדד הבלתי סחירים עלה בשיעור מתון של 0.1% ביוני, אך הקצב השנתי נותר זהה לזה שנרשם בחודשים האחרונים, של כ-5.3%.

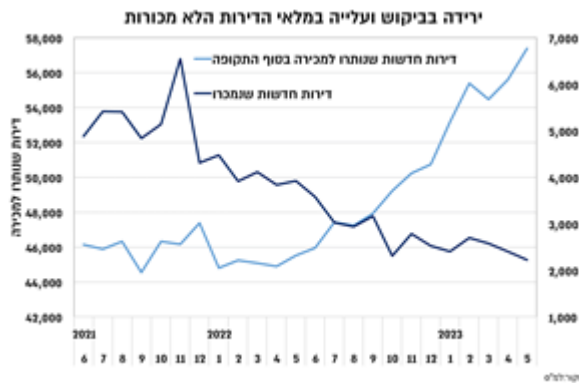


הגורמים העיקריים שהשפיעו על המדד ביוני היו ירידה עונתית במחירי הפירות והירקות וההלבשה וההנעלה, (תרומה מצטברת של -0.2% משני הסעיפים), וזאת לעומת עלייה במחירי המזון ועלייה רחבת מתונה ביתר הסעיפים הראשיים. סעיף המזון עלה בשיעור של 0.6%, בעיקר בהשפעת העלאת מחירי החלב, כאשר בחודשים הקרובים צפויה להימשך העלייה בסעיף זה ולשקף את ההעלאה הרחבתית יותר במוצרי המזון.

ההפתעה העיקרית במדד הגיעה מסעיף הדירות. סעיף מחירי הדירות בבעלות נותר ללא שינוי בהשוואה למאי, ושקף בכך התמתנות בקצב העלייה השנתי מ-7.6% ל-6.7%, כך שלמעשה הוא חזר לקצבי העלייה השנתיים שאיפיינו אותו ברבעון הראשון של השנה. חשוב לציין כי התנודתיות הגבוהה בסעיף זה אינה חריגה, ותמונה טובה יותר של שוק השכירות תתקבל בחודשי הקיץ שבהם מרוכז החלק הארי של חידוש החוזים. בתוך כך, שכר הדירה עלה ביוני ב-0.5% תוך עלייה קלה בקצב

השנתי ל-6.3%, וממשיך לשקף עלייה רוחבית במחירי השכירות, כך שמוקדם להצביע לדעתנו על מפנה בקצב העלייה בסעיף הדיור.

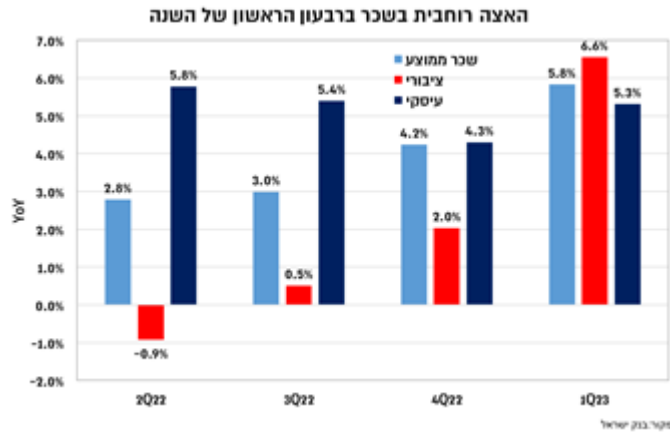
האומדן למחירי הדירות הצביע על ירידה של 0.3% באפריל-מאי, כאשר האומדן למרץ-אפריל עודכן אף הוא לירידה זהה. הירידה בחודשיים האחרונים התחילה לשקף ירידה גם בדירות קיימות (יד שנייה), שכן הדירות החדשות ירדו בשיעור מתון יותר של 0.1% בחודשיים האחרונים. נתונים אלו נתמכים גם בהיקפי הפעילות הנמוכים בשוק הנדל"ן למגורים, כולל רמות נמוכות של ביקוש לדירות חדשות ועלייה מהירה במלאי הדירות הלא מכורות. התפתחויות אלו ממחישות את ההרעה ביכולת הרכישה של משקי הבית, כך שכל עוד לא חל שינוי של ממש בסביבת הריביות, הלחץ לירידת מחירי הדירות צפוי להתגבר.



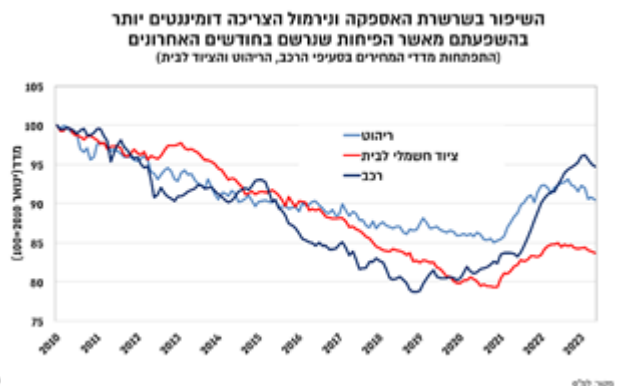
חשוב לציין כי ההתפתחויות באינפלציה המקומית זהות למדיי לאלו שנרשמות בארה"ב ובגוש הירו, אם כי בארה"ב הירידה באינפלציית הסחורות נמצאת בשלב מתקדם יותר (גם חלק מהסיבה לכך שאפקט הבסיס שהוביל לירידה המהירה במדד הכללי ל-3% ביוני, מוצה וצפוי בחודש הבא להוביל לעלייה בקצב השנתי). הירידה באינפלציית הסחורות משקפת שילוב של אפקט הבסיס, עם התפוגגות השפעת העלייה במחירי הסחורות בעקבות מלחמת רוסיה-אוקראינה, במקביל לנירמול הצריכה לאחר משבר הקורונה, כלומר ירידה בביקוש למוצרים תעשייתיים לעומת עלייה בביקוש לשיירותים.



מלבד נירמול הצריכה, אינפלציית השרותים נתמכת בשוק העבודה ההדוק, כאשר בישראל נרשמה מתחילת השנה האצה בקצב עליית השכר, גם בתמיכת הסכמי השכר בסקטור הציבורי, התפתחות שמציבה להערכתנו סיכון כלפי מעלה לסביבת האינפלציה במחצית השנייה של השנה.



כמו כן, בישראל מגמת התמתנות במדד המוצרים הסחירים שיקפה דומיננטיות של נירמול הצריכה, וזאת על אף הפיחות שנרשם במהלך המחצית הראשונה בעקבות העלייה בפרמיית הסיכון של המשק בשל ניסיונות החקיקה של הממשלה. מכיוון שהשפעת הפיחות הממוצע הינה השפעת מלאי, להערכתנו היא טרם באה לידי ביטוי במלואה ומהווה גורם סיכון נוסף לאינפלציה גבוהה יותר בחודשים הקרובים.



לפיכך, על רקע שוק העבודה ההדוק ולחצי השכר הגבוהים, על רקע אינפלציית השירותים הגבוהה והדביקה, ובהתחשב בפוטנציאל לתרומה לעלייה באינפלציה מצד שער החליפין של השקל אנו מעריכים כי סיכון האינפלציה בחודשים הקרובים נוטה כלפי מעלה, בפרט לאחר שני המדדים המתונים מהצפוי במאי-יוני. במבט לשנה הקרובה, האינפלציה צפויה לעלות להערכתנו ב-3.3%, אך סיכון האינפלציה מאוזן יותר, על רקע הצפי להתגברות ההשפעות ההמתנות של העלאת הריבית בעולם, במקביל להשלכות השליליות של ניסיונות החקיקה של הממשלה על הסנטימנט העסקי והצרכני שיתורגמו לפגיעה בפעילות ולהתמתנות האינפלציה.

ההסתברות להעלאת ריבית נוספת אמנם ירדה, אך היא אינה נמוכה

העלייה המתונה מהצפוי באינפלציה, זה החודש השני ברציפות, ובפרט ההאטה בקצב האינפלציה השנתית, מהווים חדשות טובות עבור בנק ישראל ומחזקים מבחינת הועדה את ההחלטה האחרונה לבצע עצירה בריבית. עם זאת, האינפלציה עדיין גבוהה באופן בולט מהיעד, תמהיל האינפלציה משקף אינפלציית שירותים גבוהה ודביקה, וכמובן שהמצב הפוליטי טומן בחוב פוטנציאל להמשך הפיחות בשער החליפין של השקל. לפיכך, גם אם המדד הנוכחי מוריד את ההסתברות להעלאת הריבית בספטמבר, החלטה זו תושפע מפרסום מדד יולי ומההתפתחויות בשער החליפין, וזאת בעיקר בהשפעת הגורם

הפוליטי. אנו מצפים לסביבת אינפלציה גבוהה יחסית בחודשים הקרובים, כך שההסתברות להעלאת ריבית באחת משתי ההחלטות הבאות גבוהה להערכתנו.

מבחינת שוק איגרות השוב, 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 המחודשים של הממשלה. כמו כן תמהיל האינפלציה המקומי זהה למדיי לזה שבמדינות המפותחות, כך שהאינפלציה הדביקה בהן והמשך העלאות הריבית צפויות להערכתנו לאפייין גם את המשק המקומי. לכן, להערכתנו תמחור האינפלציה 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 ביעוץ 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 הנכסים 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 ליעוץ 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. תאגידים 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 הנכסים 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 רכוש של החברה ואין להעתיק, לשכפל, לצטט, להפיץ או לפרסם בכל אופן מסמך זה או חלקים ממנו ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, של החברה.