

יונתן כץ
וכלכלני לידר
שוקי הון

ריבית בנק ישראל עשויה לעלות בעוד שנה

נקודות עיקריות

שבוע המסחר החל במגמה חיובית עם קבלת אישור קבוע של ה-FDA עבור החיסון של פייזר, אך הפיגוע בקבול והחשש מהמפגש בג'קסון הול הוביל בהמשך לירידות. פאוול הצליח להרגיע את השווקים כאשר הדגיש את ההבדל בין טיפרינג (אשר צפוי להתחיל כנראה השנה) ובין העלאת ריבית אשר עדיין מאד רחוקה (זאת לאחר שיום קודם מספר נגידים התבטאו לגבי הצורך להתחיל לרסן מוקדם יותר). הנתונים הכלכליים היו מעורבים עם גידול במכירות של בתים וגידול בהכנסה הפנויה מחד, אך מעט חולשה במדדי מנהלי הרכש. אינפלציית PCE תאמה את הציפיות.

מאקרו ישראל:

פדיון בענפי המשק עלה ב- 4.4% ביוני, מזה גידול של 7% בפדיון בענפי המסחר. ברבעון ב' יצוא שירותי היי טק עלה ב- 28% בחישוב שנתי. נתונים ראשוניים לגבי רכישות בכרטיסי האשראי באוגוסט (עד ה- 24.8) מצביעים על יציבות לעומת יולי, זאת למרות החמרה במגבלות.

סביבת האינפלציה:

בשבוע האחרון השקל פוחת ב- 0.1% (מול הסל) ויוסף ב- 0.7% מתחילת החודש. אנו צופים הוזלה של 3% במחירי הדלקים בתחילת ספטמבר. מחירי הרכבים במדד (במשקל 5%) צפויים לעלות ב- 4% עד חודש ינואר 2022. פריון העבודה בתעשייה עלה ב- 15% במצטבר ממרץ 2019, מה שמאפשר לתעשייה לספוג חלק מההתייקרויות בתשומות בלי לגלגל אותן על הצרכן.

ארה"ב: האינפלציה ממשיכה לעלות

ביולי ההכנסה הפנויה עלתה ב- 1.1% (מעל הציפי של 0.3%) והצריכה הפרטית עלתה ב- 0.3%. הפער העצום בין ההכנסה המצטברת לצריכה מאז הקורונה (כ- 2 טריליון דולר) תומך בהמשך צריכה בעתיד, ולכן גם בלחצי ביקוש. אינפלציית הליבה PCE עלתה ב- 0.3% וב- 3.6% שנה אחורה (לפי הציפי). באוגוסט מדד ה-PMI ירד מעבר לציפיות, גם בתעשייה (ירידה של 1.9 נק' ל- 61.2) ובפרט בשירותים (ירידה של 4.7 נק' ל- 55.2). קיים חשש מהעלייה בתחלואה. ההזמנות של מוצרים בני קיימא ירדו ב- 0.1% ביולי לאחר עלייה של 0.8% ביוני. ביולי המכירות של בתים יד שנייה עלו ב- 2.7% ודירות חדשות עלו ב- 1%.

אירופה: סימני התמתנות קלים

באוג' מדד מנהלי הרכש בתעשייה ירד ב- 1.1 נק' ל- 61.5 (עדיין התרחבות מהירה). מדד מנהלי הרכש בשירותים ירד ב- 0.7 נק' ל- 59.7 (קיפאון בפעילות). ב-UK מדד מנהלי הרכש בשירותים ירד ב- 2.3 נק'; קיים חשש מעלייה בתחלואה.

קוראיה: חשש לאי יציבות פיננסית תמך בהעלאת ריבית של 0.25% ל 0.75%

שוק האג"ח: עדיפות לאפיקים השקליים

ציפיות האינפלציה המגולמות עלו בכל הטווחים, כנראה על רקע ידיעות על התייקרות חדה במחירי הרכבים, ועלייה מתונה במחירי הנפט בעולם. בכול מקרה, לפי הערכתנו, האפיקים השקליים עדיפים בכול הטווחים. האוצר ינפיק 1.5 מיליארד \$ בספטמבר, בשל מיעוט ימי המסחר. למרות הציפייה שלנו לאינפלציה של 1.1% YOY, עדיין קיים חשש להעלאת ריבית בישראל ברבעון ג' 22 (ראה "זום אין"), מה שיפגע בעיקר באפיקים השקליים הקצרים.

זום אין: ריבית בנק ישראל עשויה לעלות בעוד שנה

ברבעון ג' 22, הגורמים אשר נשקלים על ידי הוועדה המוניטארית בבנק ישראל עשויים לתמוך בהעלאת ריבית. ביולי 22 האינפלציה שנה אחורה, וכנראה ציפיות האינפלציה ינועו סביב מרכז היעד. המשק צפוי להיות בתעסוקה מלאה (או קרוב) עם פער תוצר מינימלי. כמובן שתרחיש זה מניח המשך התאוששות ודעיכה של השפעת הקורונה. העלאת הריבית בנובמבר 18 (זוכרים?) מראה שרף הקריטריונים נמוך יחסית.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	1.9%
אוגוסט	0.3%
ספטמבר	0.0%
אוקטובר	0.3%
שנה קדימה	1.1%
2022	1.1%

ריבית	
נוכחית	0.10%
סוף 2022	0.10%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.232	3.8009
שינוי שבועי	-0.4%	0.2%
YTD	0.5%	-3.7%
שנה קדימה	3.14	3.75

אג"ח סחירות	ספט'
פדיון סחיר	0.0
תחזית הנפקות	1.5
עודף פדיון	-1.5

עקום התשואות			
צמוד	נכחי	ח"ה	ח"ר
קצר 923	-1.92	-1.8	-1.7
בינוני 726	-1.65	-1.5	-1.4
ארוך 1131	-0.83	-0.7	-0.6

שקלי	נכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 723	0.09	0.12	0.2
בינוני 1026	0.38	0.4	0.5
ארוך 330	0.97	1.0	1.1

US			
2y	0.22	0.2	0.25
5y	0.80	0.8	0.9
10y	1.26	1.3	1.6

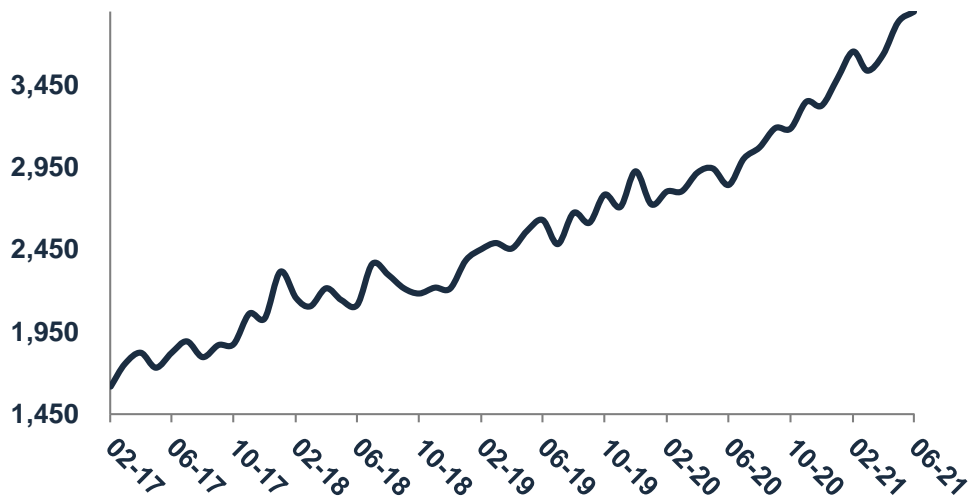
* ט"ק - החודש הקרוב

מאקרו ישראל

יצוא שירותי היי טק ממשיך להתרחב בקצב מהיר ותומך בייסוס

בחודש יוני יצוא שירותי היי טק עלה ב- 1.6% לאחר גידול של 5.5% במאי. ברבעון ב' חל גידול של 28% בחישוב שנתי לאחר 38% ברבעון א'. מדובר בקטר חשוב לפעילות הכלכלית (כולל כול שירותי מיחשוב, סייבר, וכו') ומהווה כ- 10% מסך התוצר. גידול ביצוא שירותי היי טק מקזז את הגידול בגירעון הסחר השנה ושומר על עודף בחשבון השוטף סביב 5% תוצר. בנוסף, סקטור זה מושך השקעות מחו"ל בהיקף גדול. הגורמים הבסיסיים ממשיכים לתמוך בייסוס בשקל, מגמה אשר צפויה להימשך ומקזזת באופן חלקי את לחצי האינפלציה מגורמים אחרים.

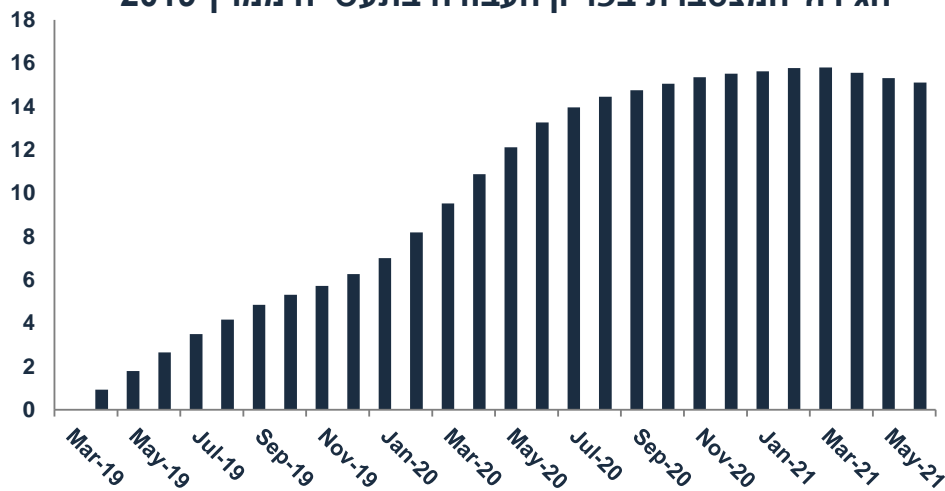
יצוא שירותי היי טק (מיליוני דולר)



המשך שיפור בפריון תומך באינפלציה מתונה

בחודש יוני הייצור התעשייתי עלה ב- 4% (מנוכה עונתיות) וב- 2.9% שנה אחורה, זאת לעומת גידול מתון יותר במספר השעות למעשה בתעשייה (גידול של 0.8% בלבד), כך שפריון העבודה עלה ב- 2% בשנה האחרונה (למרות התמתנות בחודשים האחרונים). מתחילת מרץ 2019 ועד חודש יוני 21 פריון העבודה בתעשייה עלה ב- 15% (במצטבר). שיפור בפריון מאפשר לתעשייה לשלם תוספות שכר בלי לגלגל את ההשפעה על הצרכן.

הגידול המצטבר בפריון העבודה בתעשייה ממרץ 2019



מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: ראשון: רכישות בכרטיסי האשראי (יולי). שלישי: המכירות ברשתות השיווק (יולי). חמישי: נתוני סקר כוח אדם ושיעור האבטלה הרחב (מחצית א' של אוגוסט).

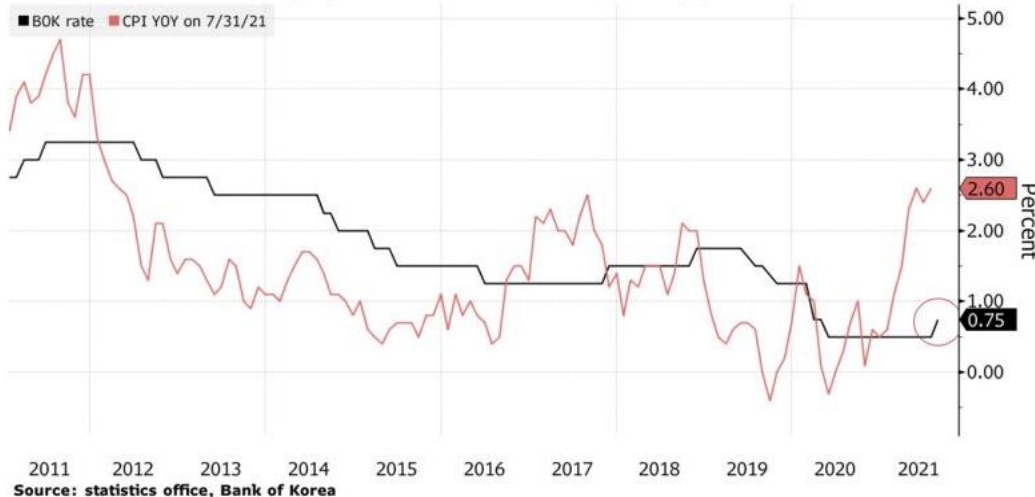
מאקרו חו"ל.

קוריאה מעלה ריבית!

בשבוע האחרון קוריאה העלתה את הריבית ב- 0.25% ל- 0.75%. מדובר במדינה המפותחת הראשונה שמעלה ריבית. זו הפעם הראשונה בשלוש שנים שקוריאה מעלה ריבית. הנימוק העיקרי להחלטה: חשש מחוב צרכני תופח ורצון לצנן את מחירי הדיור אשר זינקו לאחרונה. בקיצור: החשש לאי יציבות פיננסית בעתיד הכריע את ההחלטה, זאת למרות העלייה בתחלואה. הבנק המרכזי בקוריאה אופטימי שהחיסונים ישפיעו ושהצמיחה תגיע ל- 4% השנה. החוב הצרכני עלה ב- 10% בשנה האחרונה ועומד על 110% תוצר (בישראל: 43%).

Pandemic Run**Household debt has soared along with home prices amid pandemic**

למרות שסך הכול האינפלציה עלתה ב- 2.6% שנה אחורה, אינפלציית הליבה עלתה ב- 1.0% בלבד! פחות מישראל (1.7%).

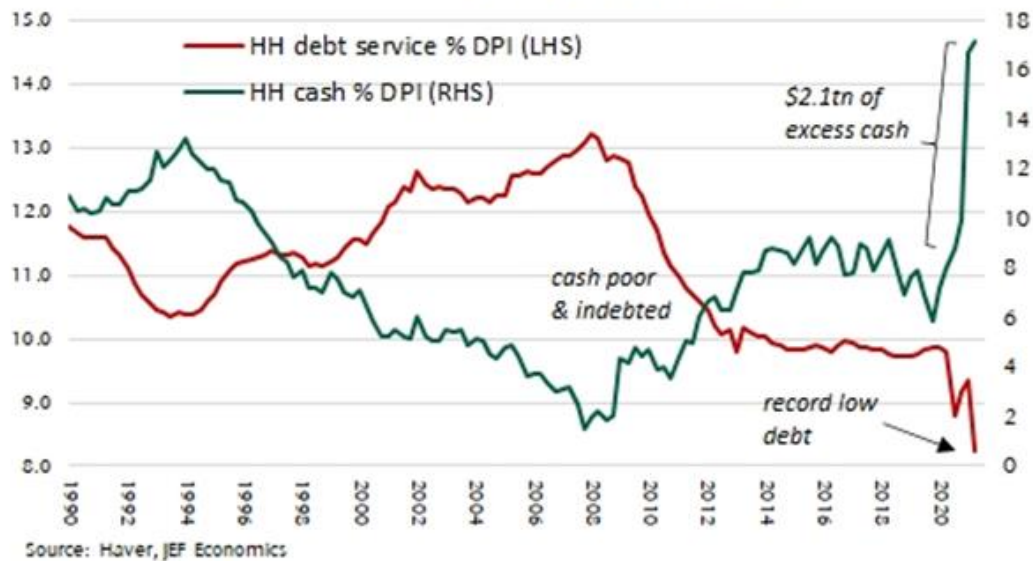
Finally**BOK rate starts catching up with inflation that has sharply risen**

הפנמה שקיים סיכון גובר של אי יציבות פיננסית עקב ריבית נמוכה מדי עשויה לגרום למדינות אחרות להעלות את הריבית.

ארה"ב: עלייה בהכנסה הפנויה תומכת בצריכה עתידית

בחודש יולי ההכנסה הפנויה עלתה ב- 1.1% (מעל הצפי של 0.3%) בתמיכה של העברת קצבאות ילדים (מדיניותו של בידן) וגידול של 0.9% בתשלומי השכר. לעומת זאת, ביולי הצריכה עלתה ב- 0.3% בלבד, כך ששיעור החיסכון עלה ל- 9.6% מ- 8.8%. מתחילת המשבר החיסכון גדל ב- 2.4 טריליון דולר, כאשר 2.1 טריליון ממנו עדיין יושבים במזומן ובעו"ש ומהווים מקור לגידול בצריכה עתידית, מה שצפוי לתמוך בלחצי ביקוש ולכן גם בלחצי אינפלציה.

Household Cash & Debt Service



נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: שלישי: אירופה: נתוני אינפלציה לחודש אוגוסט (אומדן). ארה"ב: מדד האמון הצרכני (אוגוסט). רביעי: אומדן לשינוי בתעסוקה בסקטור העסקי (ADP) באוגוסט. מדד מנהלי הרכש בתעשייה ISM (אוגוסט). שישי: **הנתון החשוב ביותר של השבוע:** נתוני תעסוקה בארה"ב (אוגוסט). קיימת ציפייה לגידול של 750 אלף מועסקים. גידול מהיר יותר יידחה עד לביטול התמיכות הממשלתיות ב-6 בספטמבר וחזרה ללימודים. בנוסף, יתפרסם נתון חשוב נוסף: מדד מנהלי הרכש ISM בענפי השירותים (עלייה בתחלואה עלולה להעיב על נתון זה).

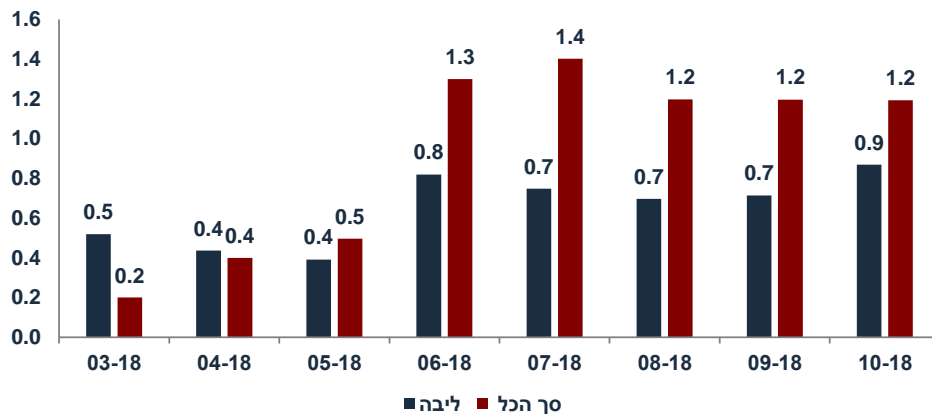
זום אין: אם הריבית עלתה ב- 2018, מדוע שהיא לא תעלה ב- 2022?

זוכרים את העלאת הריבית ב- 26.11.18?

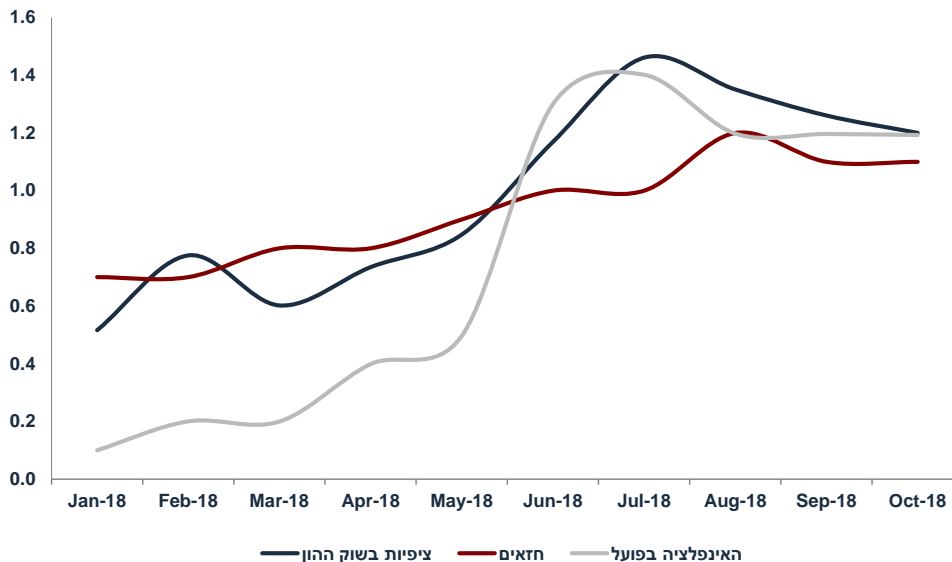
בנק ישראל העלה את הריבית ב- 26.11.18 בתנאים שלא מאד תמכו בהעלאת ריבית: האינפלציה עלתה ב- 1.2% שנה אחורה (אך הייתה קרובה ל- 2% בחצי השנה שקדמה בחישוב שנתי), ציפיות האינפלציה שנה קדימה בשוק ההון היו 1.2% והחזאים ציפו ל- 1.1%. המשק היה בתעסוקה מלאה ופער התוצר נסגר. כלכלת ארה"ב "שמרה על איתנותה" (לפי ההודעה המוניטארית) אך מלחמת הסחר הייתה איום פוטנציאלי. ריבית הפד עמדה על 2.25% (לעומת 0.10% בישראל).

חשוב לציין שלמרות הפתעת ההחלטה: חודש אחרי ההחלטה השקל פוחת ב- 1.2% מול סל המטבעות. בדצמבר 2018 בנק ישראל רכש 229 מיליון דולר בלבד. פרט מעניין נוסף: בשנה אחרי העלאת הריבית, האינפלציה עלתה ב- 0.3% בלבד ואינפלציית הליבה ב- 0.5%.

נתוני אינפלציה ואינפלציית הליבה לפני העלאת ריבית בנובמבר 2018



ציפיות האינפלציה שנה קדימה ערב העלאת הריבית



היום, בתקופת התאוששות ממשבר הקורונה, קשה לחשוב על העלאת ריבית. האבטלה עדיין גבוהה (אך היא נמצאת במגמת ירידה) וחלק מהבנקים המרכזיים מבטיחים לשמור על ריבית נמוכה לתקופה ממושכת (בריטניה יוצאת דופן עם ציפיה להעלאת ריבית באמצע 2022).

ננסה לנתח את גורמי המאקרו אשר ידונו בוועדה המוניטארית במחצית השנייה של אוגוסט 2022 (ואולי מעט לפני):

פער התוצר ייסגר. כבר היום בנק ישראל הופתע מנתוני הצמיחה של המחצית הראשונה של 2021 וסבור שרמת הפעילות במשק ברבעון ב' רחוקה ב- 3% בלבד מרמת הפעילות הפוטנציאלית של המשק (לפני כן בנק ישראל חשב שפער התוצר עומד על 4.5%). בהנחה שנתגבר על העלייה הנוכחית בתחלואה ללא מגבלות חריפות, סביר שפער התוצר ייסגר במחצית א' של 2022.

משמעות הדבר: חזרה לרמת האבטלה של לפני משבר הקורונה: סביב 3.5%-4%. היום קיים המון רעש בנתוני התעסוקה בשל היציאה מהמשבר, חוק החל"ת בוטל רק לאחרונה וחופשת הקיץ מקשה על חזרה לשוק העבודה עבור הורים רבים. ההנחה של "סביבה של תעסוקה מלאה" (או כמעט מלאה) בעוד שנה נראית בהחלט סבירה.

סביבת האינפלציה תגיע למרכז היעד. האינפלציה ב-2021 תגיע ל-2.3% (לפי התחזית שלנו) ותנוע קרוב ל-2% (בחישוב של שנה אחורה) במחצית א' של 2022. בנק ישראל כבר מציין בהודעת הריבית: "עליית המחירים מקיפה מספר רב יותר מהרכיבים במדד". כלומר, בנק ישראל סבור שלא מדובר באינפלציה טרנזיטורית בלבד.

עקב כך, סביר להניח שציפיות האינפלציה בשוק ההון ימשיכו לנוע סביב 2%. ניתן לשאול: איך העלאת ריבית מסתדרת עם תחזית האינפלציה שלנו של 1.1% שנה קדימה? בדיונים המוניטאריים ברבעון ג' 22 (בעוד שנה) יסתכלו על תחזיות האינפלציה קדימה. סביר להניח שתחזית ממוצע החזאים (וגם שלנו) תעלה לכיוון 1.5% (מרבעון ג' 22 לרבעון ג' 23). כזכור, בנובמבר 2018 חזינו את העלאת הריבית למרות שחזינו אינפלציה של 0.9% בלבד שנה קדימה.

המצב המדאיג ומעט בועתי בשוק הנדל"ן יימשך.

מה לגבי ריבית הפד? באמצע (יוני-יולי) שנת 2022, הפד צפוי להיות לקראת סיום של תהליך הטייפרינג אשר צפוי להימשך כ-6-8 חודשים ופאוול וחברי הפד יתחילו להכין את השווקים לקראת תחילת תהליך "נירמול" הריבית. אנו סבורים שגם הפד יעלה את הריבית ברבעון ג' 2022, זאת בנייתוח שלנו לגבי המשך לחצי אינפלציה בארה"ב מכיוון מחירי הדיור (שכירות), השפעת לחצי שכר משמעותיים, ומדיניות פסיקאלית מאד מרחיבה אשר מכוונת לשפר את מצבם של משקי הבית (ביטוח בריאות, קצבאות ילדים, חינוך חנים בגיל הרך וכו'). שוב, הכול תחת הנחה שאיום הקורונה יוסר בחלקו הגדול. אינפלציית הליבה בארה"ב תישאר סביב 4% y/y עד רבעון ג' 2022 ולא צפויה להתמתן משמעותית לאחר מכן.

מה לגבי השקל? זו באמת בעיה עבור בנק ישראל. יתכן שתיוקן אפשרי כלפי מטה בשווקים (על רקע ציפייה להעלאת ריבית הפד המתקרבת כבר ברבעון ג' 2022) יביא לפיחות מסוים בשקל אשר יקל על בנק ישראל להעלות ריבית (כפי שהיה בנובמבר 2018 כאשר בנק ישראל הפתיע עם העלאת ריבית).

ברור שהנסיבות השתנו כולל הרכב הוועדה המוניטארית. בכול זאת, בתרחיש אופטימי של "המשך יציאה מהקורונה" סביר להניח העלאת ריבית ברבעון ג' 2022, גם בארה"ב וגם בישראל. סביר להניח שישראל תמתין לפד (או לאיתותים מהפד), אך העלאת הריבית הצפויה על ידי בריטניה צפויה לתמוך בהחלטה דומה בישראל. בתחילת רבעון ג' 2022, שילוב של חזרה לפער תוצר אפס, תעסוקה מלאה (או כמעט מלאה), ואינפלציה אחורה וציפיות האינפלציה במרכז היעד יתמכו בהעלאת ריבית, זאת בנוסף לשוק הנדל"ן הבועתי.

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 יעוץ 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 יעוץ מקצועי, לרבות מיעוץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שליידר 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 מכח 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 מפיציהם 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.