

יונתן כץ
נכלכלני לידר
שוקי הון

ציפייה להפסקת אש ואינפלציה גבוהה תרמו לעליית תשואות

נקודות עיקריות

בשבוע האחרון, המלחמה באוקראינה המשיכה להעיב על השווקים, למרות תקווה גוברת להשגת הפסקת אש. מחירי הנפט התקרבו ל-140 דולר לחבית אך נרגעו כאשר איחוד האמירויות הודיעה שתגדיל את התפוקה. מחיר הניקל הוכפל, כאשר רוסיה איימה לעצור את הייצוא שלה (9% מהשוק העולמי). נתוני האינפלציה בארה"ב היו גבוהים, (אך תאמו את הציפיות המוקדמות) ותמכו בעליית תשואות. ה-ECB הפתיע כאשר אמר שהוא עשוי לסיים את תוכנית רכישות האג"ח מוקדם יותר מהצפוי.

מאקרו ישראל: הגורמים הבסיסיים תומכים בייסוס

עודף בחשבון השוטף הגיע ל-22.5 מיליארד דולר (4.7% תוצר) ב-2021, עם האצה ברבעון ד' (6.6 מיליארד). בנוסף, ההשקעות הריאליות נטו הגיעו ל-4.1% תוצר (19.9 מיליארד). **הגורמים הבסיסיים ממשיכים לתמוך בשקל חזק.**

אומדן הצמיחה עודכן ל-17.6% ברבעון ד' מ-16.6%.
מדד האמון הצרכני נותר נמוך אך יציב בפברואר כנראה על רקע ירידות בשווקים.
נתוני הגירעון ממשיכים להפתיע לטובה על רקע זינוק בהכנסות ממסים. העודף התקציבי בחודש פברואר הגיע ל-4 מיליארד ש"ח ו-22.6 מיליארד מתחילת השנה.

סביבת האינפלציה:

מחירי הנפט המשיכו לעלות עקב הכרזת ביידן שיפסיק לייבא נפט רוסי.
לפי מחירי הנפט ושע"ח הנוכחיים, נדרשת התייקרות של כמעט 8% בדלקים. סביר להניח שהאוצר יוריד באופן זמני את שיעור הבלו כדי למתן את שיעור ההעלאה.
מחירי הסחורות האחרות ממשיכים לעלות וצפויים לתרום לאינפלציה.

ארה"ב:

בחודש פברואר האינפלציה עלתה ב-0.8% וב-7.9% שנה אחורה (מ-7.5%).
אינפלציית הליבה עלתה ב-0.5% (6.4% y/y) עם עלייה של 0.5% במחירי הדיור.
בינואר, מספר המשרות הפנויות עלה ל-11.3 מיליון מ-10.9 מיליון (הנתון המקורי).
מדד האמון הצרכני של מישגן ירד ב-3.1 נק' לרמה הנמוכה ביותר מספט' 2011 על רקע חשש מפני עליית אינפלציה (זינוק במחירי הדלקים) ושחיקת כוח הקנייה של משקי הבית. ציפיות האינפלציה עלו ל-5.9% מ-5.4% (שנה קדימה).

סין:

מדד מחירי התפוקה PPI עלה ב-0.5% (8.8% שנה אחורה), התמתנות מ-9.1%.

שוק האג"ח:

בשבוע האחרון התשואות בארה"ב עלו על רקע אופטימיות לגבי השגת הפסקת אש ונתוני אינפלציה גבוהים יחסית, עם מעבר ליותר אינפלציה בשירותים (דיור בפרט).
נתוני תקציב מאד חיוביים תומכים בהמשך צמצום בהנפקות האוצר.
למרות העלייה בציפיות האינפלציה הגלומות בשוק, בטווח בקצר קיימת עדיפות לאפיקים הצמודים על רקע ההאצה בקצב האינפלציה השנתי ל-4.3% בחודש מאי.
בראיה יותר ארוכת טווח, **תוואי העלאת הריבית בישראל צפוי להיות מאד מתון, מה שתומך באפיקים השקליים הארוכים. הפער השלילי בין אג"ח (10 שנים) ישראל לאג"ח ארה"ב צפוי להתרחב ל-0.3% עד -0.4%**

זום אין: האם שחיקת השכר בארה"ב תבלום את הצמיחה?

עד לפני מספר ימים, התשואות בארה"ב ירדו עם פרוץ המלחמה באוקראינה.
מעבר ל-flight to safety, רבים סבורים שתוואי העלאת הריבית צפוי להיות מתון יותר עקב שחיקה בכוח הקנייה של הציבור והתמתנות בצריכה הפרטית.
קיימת דעה הפוכה אשר טוענת שהאצה באינפלציה תביא להאצה בקצב עליית השכר, זאת על רקע המחסור בעובדים, שיעור אבטלה מאד נמוך, ועלייה בציפיות האינפלציה.
שאלה זו קריטית כדי לחזות את גובה ריבית הפד בעוד שנתיים-שלוש.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	3.1%
פברואר	0.5%
מרץ	0.7%
אפריל	0.9%
שנה קדימה	3.3%
2023	1.4%

ריבית	
נוכחית	0.10%
סוף 2022	0.75%
בעוד שנה	1.0%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.264	3.5841
שינוי שבועי	0.6%	0.2%
YTD	5.2%	2.0%
שנה קדימה	3.15	3.45

גיוס מול פירעון	מרץ
פדיון סחיר	3.1
תחזית הנפקות	4.0
עודף פדיון	-0.9

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 923	-2.90	-3.0	-2.7
בינוני 726	-1.95	-2.0	-1.5
ארוך 1131	-0.68	-07	-0.6

שקלי	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 723	0.68	0.7	0.8
בינוני 1026	1.38	14	1.3
ארוך 432	2.02	1.9	1.8

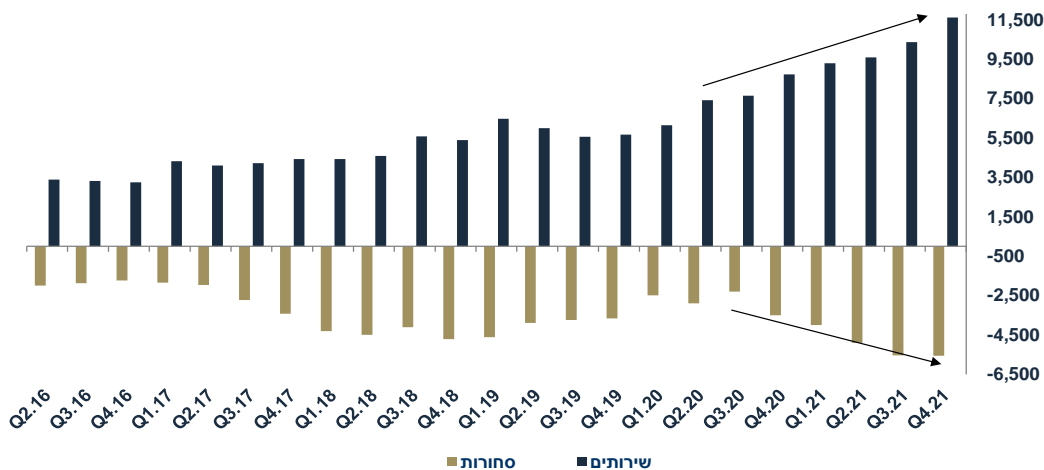
US			
2y	1.75	1.8	1.8
5y	1.95	2.0	2.1
10y	1.99	2.1	2.2

* ט"ק - החודש הקרוב

הגורמים הבסיסיים תומכים בייסוף בשקל

ברבעון ד' 21 העודף בחשבון השוטף עלה ל-6.6 מיליארד דולר מ-4.9 מיליארד ברבעון ג'. בכול שנת 2021 העודף בחשבון השוטף הגיע ל-22.5 מיליארד דולר (22.3 מיליארד ב-2020) או כ-4.7% במונחי תוצר. ברבעון ד' העודף בחשבון השירותים עלה ב-1.2 מיליארד דולר (עקב המשך גידול מהיר ביצוא שירותי היי טק) לעומת יציבות בגירעון הסחר. ההשקעות הריאליות נטו (FDI) הגיעו ל-6.1 מיליארד דולר ברבעון ד' ול-19.9 מיליארד ב-2021 (מ-17.9 בשנת 2020), או כ-4.1% תוצר.

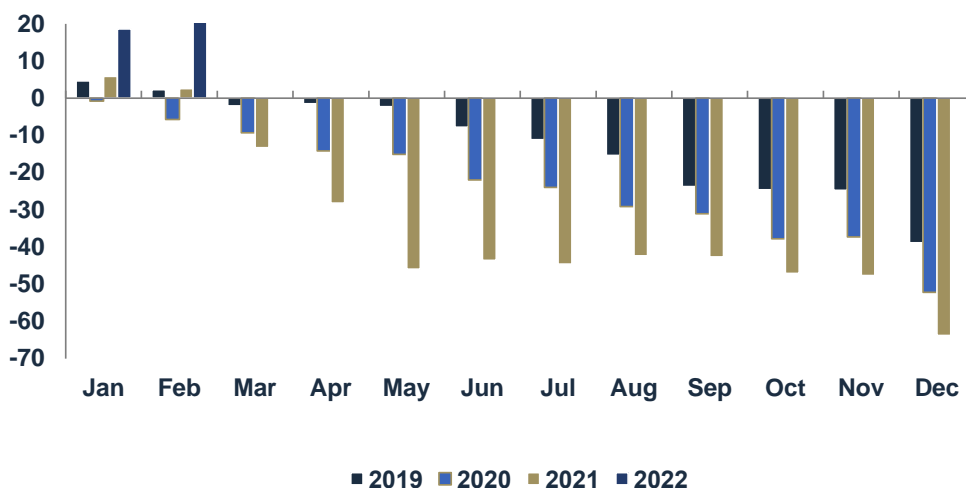
חשבון הסחר וחשבון השירותים (מיליוני דולר, מנוכה עונתיות)



הירידה בגירעון נמשכת

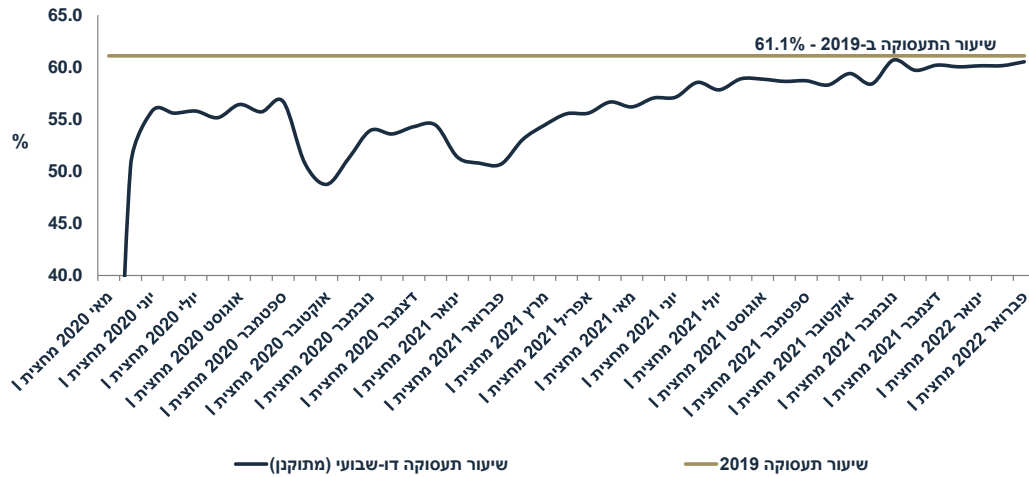
הגירעון התקציבי המצטבר שנה אחורה עד פברואר ירד ל-2.2% תוצר מ-3.2% לפני חודש. בפברואר היה עודף תקציבי של 4 מיליארד ש"ח, עודף מאד לחריג לחודש זה. ההכנסות בתקציב עלו ב-41% בשנתיים האחרונות, בפרט גידול מהיר של מיסי חברות (שומות מס משנים קודמות, גידול במקדמות, ורווחים כלואים). בינואר-פברואר, חלה ירידה של הוצאות בשל קיטון בתוכניות הסיוע. ללא הוצאות בגין הקורונה, הוצאות הממשלה ירדו ב-0.5%. מדובר בנתוני תקציב מאד חיוביים, גם בהתחשב בגידול מסוים בפיצויים הצפויים במרץ. בשל הפגיעה של גל האומיקרון. האוצר צפוי להמשיך לצמצם את ההנפקות: נתוני התקציב מהווים חדשות חיוביות לשוק האגח. בנוסף, לאור הנתונים החיוביים, סביר להניח ירידה זמנית בשיעור הבלו על דלקים בחודש אפריל.

הגרעון המצטבר במיליארדי ₪



בהחלטת הריבית האחרונה, צוין שנותרו 65 אלף מועסקים חדשים עד לשיעור התעסוקה של 2019 (ערב הקורונה). מאז, נוספו 45 אלף במחצית הראשונה של פברואר (למרות הבעייתיות של נתונים דו-שבועיים). משמעות הדבר: **לחצי השנר צפויים להתגבר כאשר מספר המשורות הפנויות גבוה הרבה יותר: סביב 146 אלף (בינואר), בפרט בשנת 2023 בשל הציפיות להסכמי שכר בסקטור הציבורי. אנו מניחים עליית שכר בקצב של קרוב ל-5% החל מ-2023 (ו-4.5% ב-2022).**

שיעור התעסוקה המותאם מכלל האוכלוסייה בגילאי +15
בחודשים מאי 2020-ינואר 2022



מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: יום ראשון: נתוני סחר חוץ (פברואר). שני: מספר מכירות של דירות חדשות ומלאי פנוי למכירה (ינואר). שלישי: מספר המשורות הפנויות (פברואר), מדד המחירים לצרכן לחודש פברואר. אנו צופים מדד של 0.5% בהשפעת עליות מחירי מזון, פירות וירקות, מכוניות, חשמל (3.4%) ובנזין (5% התייקרות). מנגד, צפויה הוזלה עונתית במחירי ההלבשה (מחירי סוף העונה).

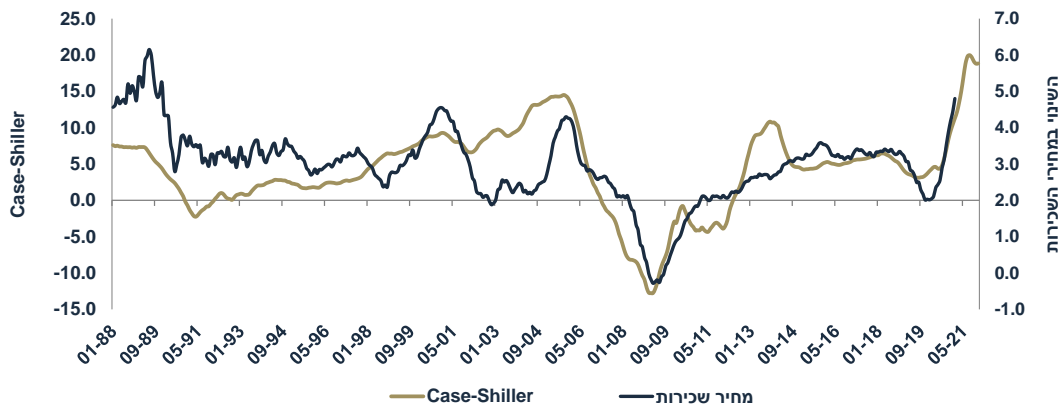
תחזית מדד חודש פברואר 2022			
משקל	שיעור שינוי חזוי	תרומה חזויה	
מזון	0.5%	0.08%	
פירות וירקות	3.6%	0.11%	
דיור	0.2%	0.06%	
אחזקת דיור	1.1%	0.10%	
ריהוט וציוד לבית	0.3%	0.01%	
הלבשה והנעלה	-5.0%	-0.13%	
בריאות	0.2%	0.01%	
חינוך ותרבות	0.1%	0.01%	
תחבורה ותקשורת	1.2%	0.22%	
שונות	0.2%	0.01%	
סך הכל מדד		0.5%	

מאקרו חו"ל

ארה"ב: המשך האצה באינפלציה

בחודש פברואר האינפלציה עלתה ב-0.8% וב-7.9% שנה אחורה (מ-7.5%), בהתאם להערכות המוקדמות. אינפלציית הליבה עלתה ב-0.5% (y/y 6.4%), האצה מ-6.0% לפני חודש. מה עלה במדד פברואר? < מחירי הדיור (הסעיף הראשי במשקל 32.8%) עלה ב-0.5% וב-4.7% שנה אחורה. האצה הייתה צפויה על רקע העלייה החדה במחירי הרכישה לפי Case-Shiller (עם קורלציה גבוהה לשנוי במחירי השכירות, ראה גרף), וסיום תקופת האפשרות לא לשלם שכר דירה במשבר הקורונה (moratorium).

הקורלציה בין מחירי הבתים למכירה ובין מחירי השכירות



< מחירי המזון לבית עלו ב-1.4% וב-8.6% שנה אחורה.

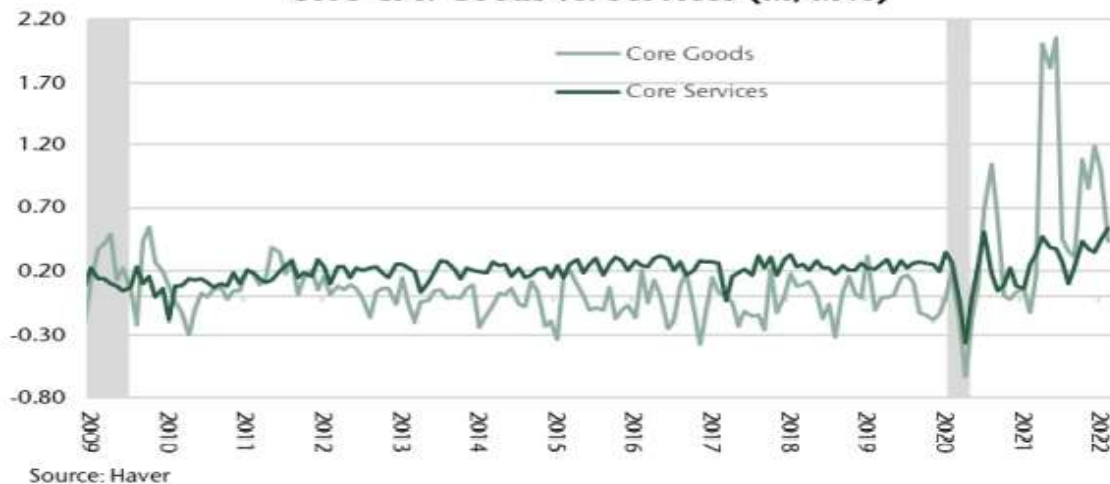
< מחירי ההלבשה עלו ב-0.7% וב-6.6% שנה אחורה.

< מחירי הטיסות עלו ב-5.2% וב-12.7% שנה אחורה, על רקע דעיכת האומיקרון. בישראל צפויה מגמת האצה דומה ואולי אף חדה יותר.

< מחירי הרכבים החדשים עלו ב-0.3% (12.4% שנה אחורה) ומחירי רכבים משומשים ירדו ב-0.2% (41.2% שנה אחורה).

< לינה מחוץ לבית עלתה ב-2.2% וב-25.1% שנה אחורה.

Core CPI: Goods vs. Services (M/M%)



Source: Haver

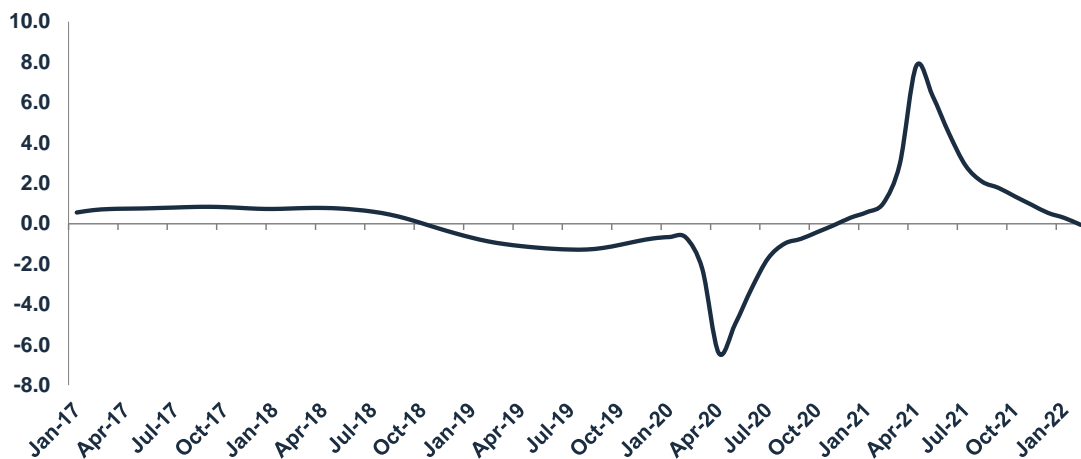
מחירי השירותים במדד עלו ב-0.53% (העלייה החדה ביותר מאז 1992!) ומחירי הסחורות (ללא אנרגיה) עלו ב-0.44% בלבד, התמתנות מ-1% בחודש ינואר. המעבר לאינפלציה מוטת שירותים נובע מעלייה בביקושים על רקע עליית השכר במשק. עלייה חדה במחירי השכירות ממחישה זאת. לעומת זאת, מחירי הסחורות (אשר הושפעו בעיקר מבעיות היצע) מתמתנים כעת. אינפלציה של ביקושים צפויה להדאיג יותר את חברי הפד, כי זו מגמה שעלולה להימשך מספר רב של חודשים.

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם שלישי: סין: הייצור התעשייתי, המסחר הקמעונאי וההשקעות (פברואר), ארה"ב: מדד מחירי התפוקה (פברואר), רביעי: המסחר הקמעונאי (פברואר), החלטת ריבית הפד: צפויה העלאה של 0.25% והצגת תוכנית לצמצום המאזן אשר תחל כנראה בחודשים הקרובים. חמישי: הייצור התעשייתי, התחלות ואישורי בנייה (פברואר). שישי: מכירות של בתי יד שנייה (פברואר).

זום אין: האם שחיקת השכר בארה"ב תבלום את הצריכה?

עד לפני מספר ימים, התשואות הארוכות בארה"ב ירדו עם פרוץ המלחמה באוקראינה מ-2% ל-1.7%. מעבר ל-flight to safety, רבים סבורים שתוואי העלאת הריבית צפוי להיות מתון יותר עקב שחיקה בכוח הקנייה של הציבור והתמתנות או אפילו ירידה בצריכה הפרטית. כידוע, הצריכה הפרטית מהווה את הקטר העיקרי לפעילות הכלכלית בארה"ב (כ-65% מהתוצר) ושחיקה בכוח הקנייה של משקי הבית צפויה למתן מאד את הפעילות של משקי הבית האמריקאים. עוד לפני המשבר באוקראינה האינדיקטורים המובילים הצביעו על התמתנות בפעילות בחודשים הקרובים:

מדד האינדיקטורים המובילים בארה"ב (שנה אחורה)

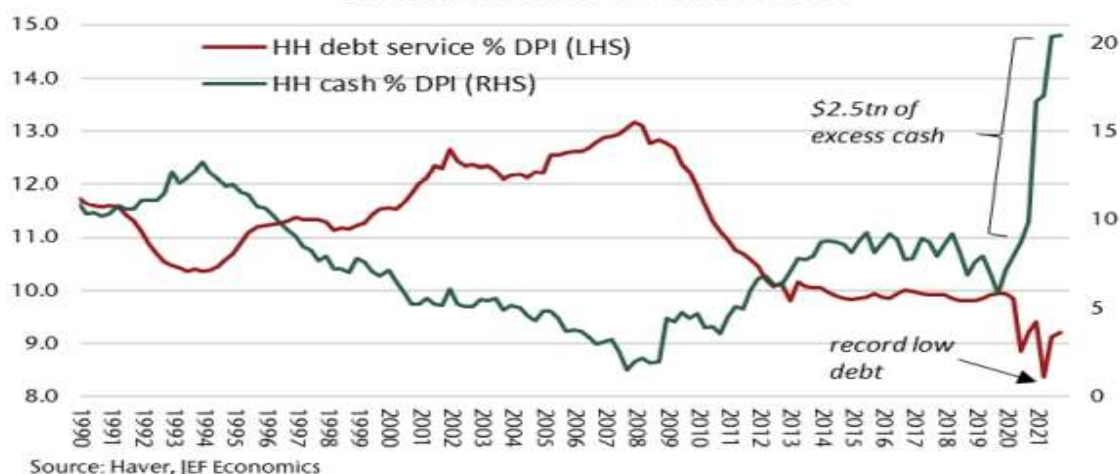


קיימת דעה הפוכה אשר טוענת שהאצה באינפלציה תביא להאצה בשכר. גישה זו מתבססת על שלושה גורמים:

העובדה ששוק העבודה בארה"ב מאד "מתוח": מספר המשרות הפנויות (11.4 מיליון), שיעור האבטלה משקף תעסוקה מלאה (3.8% בפברואר).

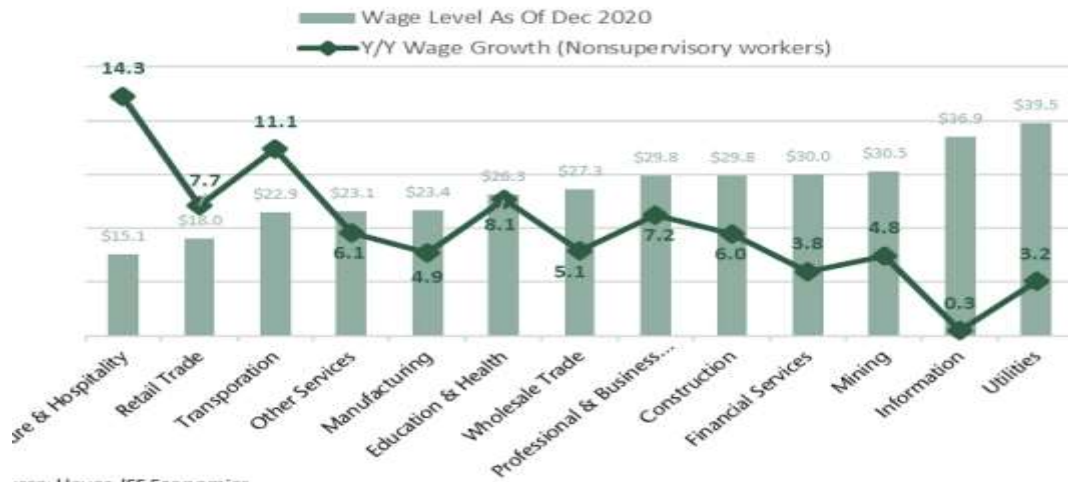
משקי הבית עדיין יושבים על הר של מזומנים בשל המדיניות הפיסקאלית המאוד נדיבה בתקופת הקורונה. עודפי המזומנים עומדים על 2.5 טריליון דולר והחזרי האשראי הצרכני בשפל (ראה גרף).

Household Cash & Debt Service



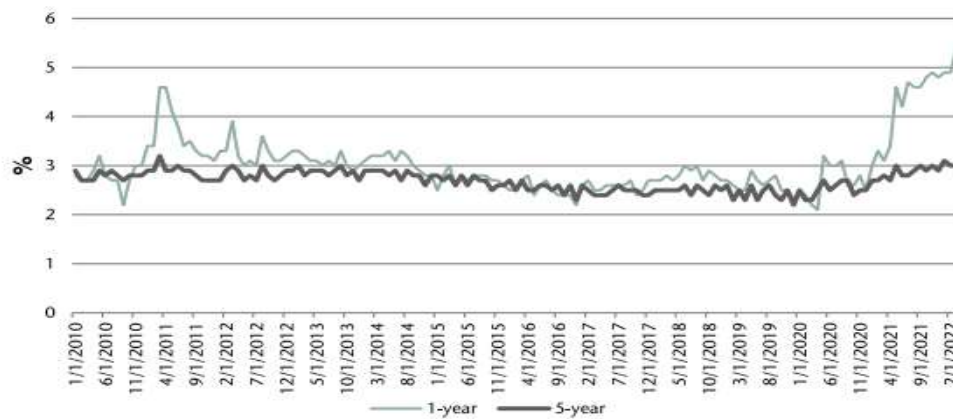
לחצי השכר העיקריים הם בקרב העובדים בעלי רמות שכר נמוכות, בענפי אירוח ופנאי (14% עלייה שנה אחורה), מסחר (7.7%) ותחבורה (11.1%). הגרף הבא ממחיש זאת. מדובר באוכלוסייה עם נטייה שולית גבוהה לצרוך.

Wage Level and Growth By Industry: Nonsupervisory Workers



ציפיות האינפלציה כבר עלו משמעותית עוד לפני המשבר באוקראינה, כך שמשקי הבית צפויים לדרוש תוספות שכר כדי לפצות על העלייה באינפלציה, זאת על רקע המחסור בעובדים, ושיעור אבטלה מאד נמוך. ציפיות האינפלציה בקרב משקי הבית עלו במרץ ל-5.9% מ-5.4% (שנה קדימה).

Inflation Expectations



Source: University of Michigan

שאלת קצב הפעילות הכלכלית העתידית (ובעיקר הצריכה הפרטית) הינה קריטית כדי לחזות את גובה הריבית בעוד שנתיים-שלוש. רבים צופים כי כניסה למיתון בארה"ב (או התמתנות משמעותית) תקשה על הפד להעלות את הריבית באופן משמעותי, אך כפי שהצגנו, קיימת דעה הפוכה שתומכת במדיניות מוניטארית מרסנת הרבה יותר. אם כן להערכתנו, התשואות הארוכות בארה"ב צפויות להמשיך לעלות לכיוון 2.5% עד סוף השנה.

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 ועורכי 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 ועורכי 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 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 של לידר 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.