

כלכלית בראשון

סיכון האינפלציה עלה

שפורסמו בחודשים האחרונים, וכן ביחס לפוטנציאל הצמיחה של המשק. צמיחה גבוהה היא אומנם נתון חיובי למשק, אך היא צפויה להקשות על הירידה באינפלציה.

הצמיחה בשנת 2022 הסתכמה בשיעור של 6.5%, לאחר צמיחה אפילו גבוהה יותר בשנת 2021 בשיעור של 8.6%. רמת התוצר חזרה לתוואי הצמיחה של טרם הקורונה, ואפילו מעבר לכך. אם המטרה של המדיניות המוניטרית היא לצנן את המשק, הרי שעד כה ההצלחה היא חלקית. זה עובד טוב בשוק הנדל"ן, אבל במידה פחותה עד כה במיתון הצריכה הפרטית, וכן על שוק העבודה שהוא עדיין הדוק. האינפלציה בחלקה מיובאת מהעולם ובחלקה האחר היא מתמקדת במחירי השירותים. מחירי השירותים מושפעים לאורך זמן בעיקר מהשכר ומתהליכים של שיפורים טכנולוגיים שמעלים את הפריץ. **המשק ניצב עתה בפני חידוש הסכמי שכר במגזר הציבורי. הסכמים שיכללו התאמת שכר גבוהה עשויים לייצר מורכבות, הן בשל תרומתם לעליית הגירעון התקציבי, אך בעיקר בשל היותם נקודת ייחוס למגזר העסקי, בעת בה שוק העבודה מאופיין בביקוש גבוה לעובדים. עלייה גבוהה בשכר עלולה להזין גל נוסף של עליות מחירים ותהליך אינפלציוני מתמשך (wage-price spiral).** בתרחיש כזה האינפלציה תיוותר בקרבת הגבול העליון או מעליו הרבה מעבר לשנת 2023.

ענפי השירותים הובילו את הצמיחה ב-2022. נתוני הצמיחה הגבוהים מטעים במידה מסוימת שכן הם משקפים בחלקם הגדול את ההשוואה לשנת 2021 בה מגזר השירותים סבל עדיין מהגבלות הקורונה. למעשה אם בוחנים את הצמיחה ברבעון הרביעי של 2022 לעומת הרבעון המקביל אשתקד, הצמיחה עמדה על שיעור של 2.7%. התוצר של ענף

- המאבק באינפלציה יהיה קשה יותר מזה שהעריכו הבנקים המרכזיים, וזה יצריך ריבית גבוהה לאורך זמן.
- המשק ניצב עתה בפני חידוש הסכמים במגזר הציבורי. הסכמים שיכללו התאמת שכר גבוהה עשויים לייצר מורכבות, הן בשל תרומתם לעליית הגירעון התקציבי, אך בעיקר בשל היותם נקודת ייחוס למגזר העסקי, בעת בה שוק העבודה מאופיין בביקוש גבוה לעובדים. עלייה גבוהה בשכר עלולה להזין גל נוסף של עליות מחירים ותהליך אינפלציוני מתמשך (wage-price spiral).
- בתרחיש כזה האינפלציה תיוותר בקרבת הגבול העליון או מעליו הרבה מעבר לשנת 2023.
- תנועת המספריים של ירידת מחירי דירות ועלייה בשכ"ד מביאים לעלייה הדרגתית בתשואות שכר-הדירה, זאת כתגובה לעליית הריביות בעולם.
- הריבית הריאלית תצטרך להמשיך לעלות כדי להפחית את האינפלציה, ולאור עלייה בציפיות לאינפלציה זה אומר שנראה ריבית גבוהה מרמה של 4% לאורך כל השנה.

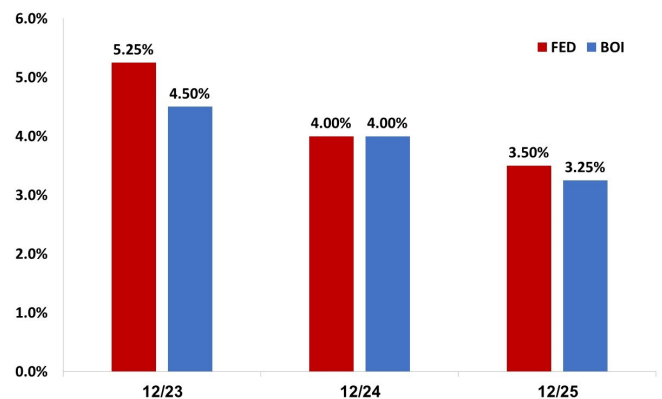
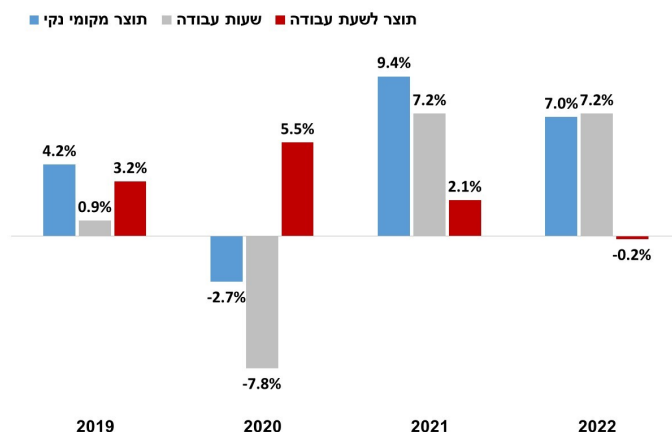
ישראל

בשבוע החולף פורסמו שני נתונים כלכליים, שהיו משמעותית מעל קונצנזוס התחזיות, והמסקנה העולה מהם היא שהמאבק באינפלציה יהיה קשה יותר מזה שהעריכו הבנקים המרכזיים, וזה יצריך ריבית גבוהה לאורך זמן. מדד המחירים לחודש ינואר עלה ב-0.3%, כשהעונתיות של חודש ינואר היא שלילית. רמת האינפלציה השנתית בישראל עלתה לשיעור של 5.4%. הפתעה נוספת הגיעה מכיוון הצמיחה – זו עמדה ברבעון הרביעי של 2022 על שיעור שנתי של 5.8%, נתון שהוא גבוה ביחס לאינדיקטורים הכלכליים החודשיים

השווקים כבר לא מתמחרים ירידות ריבית השנה

ריביות בנקים מרכזיים גלומות. מקור: בלומברג

התאוששות ענפי השירותים, הגדילה את שעות העבודה והתבטאה בירידה בפריון העבודה
שיעורי שינוי שנתיים. מקור: הלמ"ס



ולהערכתנו זה אומר שבהחלטה הקרובה או בזו שלאחריה הריבית תעלה ככל הנראה ל-4.25%. השווקים מגלמים עתה ריבית של כ-4.5% בסוף השנה.

גלובלי

נתוני האינפלציה של חודש ינואר בארה"ב החזירו את חששות המשקיעים מפני אינפלציה עקשנית ותגובה של הבנק המרכזי לתרחיש כזה. על רקע הנתון הגבוה ונתוני פעילות כלכלית טובים, ובייחוד אלו של שוק העבודה, הציפיות לעליית ריבית משוק ההון עלו והתשואה לעשר שנים עלתה לרמה של 3.82%.

שוקי המניות בעולם רשמו מגמה מעורבת. בארה"ב, מדדי הדאו ג'ונס וה-S&P500 ירדו בשיעורים של עד 0.3% בעוד מדד הנאסד"ק עלה ב-0.6%. ביצועי מדדי המניות באירופה היו טובים יותר, עם עלייה שבועית של 1.8% במדד הירוסטוקס 50, בין היתר בהשפעת עליות של 3.1% ו-2.4% במדדים בצרפת ובספרד בהתאמה. באסיה, מרבית מדדי המניות רשמו ירידות שער, ובלטו הירידות בהונג קונג ובסין בשיעורים של 2.2% ו-1.8%. מחירי חבית נפט מסוג ברנט ירד בשבוע שחלף בכ-4.0%, לרמה של 78 דולר, ומדד כלל מחירי הסחורות ירד 2%.

ארה"ב: קצב האינפלציה השנתי הפתיע כלפי מעלה. מדד המחירים לצרכן עלה בינואר ב-0.50%, בדומה לציפיות, בעיקר בהשפעת עלייה במדד השכר דירה, שעלה חודש האחרון ב-0.7% וב-12 החודשים האחרונים ב-7.9%. ב-12 החודשים האחרונים המדד עלה בשיעור של 6.4%, שיעור גבוה מהציפיות בשל עדכון של 0.2% כלפי מעלה של נתוני חודש דצמבר. מדד הליבה עלה ב-0.4% וב-12 החודשים הוא עלה ב-5.6%. מדד המחירים ליצרן עלה בינואר בשיעור של 0.7%, הרבה מעל התחזית של 0.4%. מדובר בעלייה החודשית הגבוהה בשבעת החודשים האחרונים. רכיב הליבה עלה ב-0.5%, השיעור הגבוה ממאי שנה שעברה. הקצב השנתי של האינפלציה אומנם מתמתן, אך בקצב איטי וסביבת האינפלציה עדיין רחוקה מהיעד של הפד (2% לשנה).

עלייה בתשואות לפדיון ושינוי בהערכות לגבי ריבית הפד. שוק ההון צופה כעת בין שתיים לשלוש העלאות ריבית של 0.25% בישיבות הפד במרץ ובמאי, כך שהריבית תגיע בשיא ביולי לרמה שבין 5.25%-5.5%, ושהריבית בסוף שנת 2023, תרד מעט אך תיוותר ברמה גבוהה של

שירותי אירוח ואוכל עלה לדוגמה בשיעור חד של 19.5%, ושל שירותי תחבורה, אחסנה ודואר ב-15.8%. חזרת העובדים לענפי השירותים התבטאה גם בגידול של 7.2% בשעות העבודה בכלל המשק, כך שלמרות הצמיחה הגבוהה, פרוץ העבודה בכלל ירד.

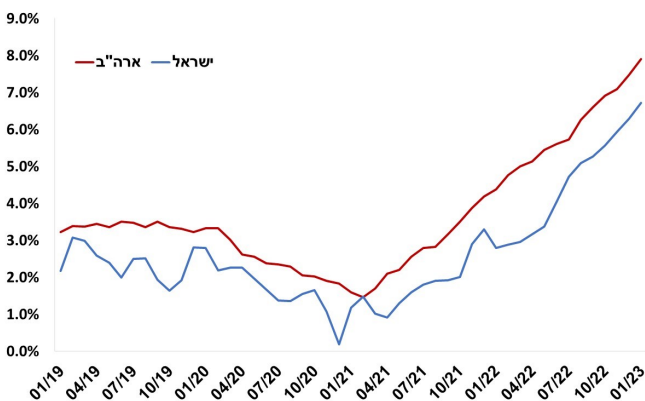
אנו צופים אינפלציה בשיעור של 3.0% בשנה הקרובה. סעיפי הדיור והמזון יהיו התורמים הגדולים לאינפלציה בחודשים הקרובים. הלמ"ס מדווחת שבחוזי שכר-דירה בהם התחלף שכר המחיר עלה ב-7.9%, עלייה זו מרמזת על התייקרויות נוספות בסעיף הדיור במדד המחירים לצרכן בחודשים הקרובים. **אנו מעריכים שהתרחיב גורמי הסיכון, כמו עלייה בגירעון התקציבי והסכמי שכר במגזר הציבורי כשברקע שוק עבודה הדוק, שעשויים להותיר את האינפלציה ברמה של 3% ואולי אף יותר בשנתיים הקרובות.**

שוק הנדל"ן מתקרר. סקר מחירי הדירות הארצי הצביע עדיין על עליית מחיר קלה של 0.2% בסקר של נובמבר-דצמבר, אולם אם בוחנים את מחירי הדירות החדשות אלו רשמו ירידה חודשית של 0.6% ובשלושת החודשים האחרונים ב-1.4%. בנטרול דירות במסגרת פרויקט מחיר למשתכן הירידה היא גדולה יותר, וכן יש לזכור שהמדידה לא כוללת הטבות כמו פטור מהצמדה למדד לדוגמה, או סבסוד ריבית משכנתא לתקופה מוגבלת. אנו רואים עתה ירידה במחירי הדירות כמעט בכל המדינות המפותחות בעולם, בד בבד לעלייה במחירי השכירות. בארה"ב עלו מחירי השכירות בשנה האחרונה ב-7.9% ובישראל ב-6.7%. **תנועת המספרים של ירידת מחירי דירות ועלייה בשכ"ד מביאים לעלייה הדרגתית בתשואות שכר-הדירה, זאת כתגובה לעליית הריביות בעולם.**

הריבית הריאלית תצטרך להמשיך לעלות כדי להפחית את האינפלציה, ולאור עלייה בציפיות לאינפלציה זה אומר שנראה ריבית גבוהה מרמה של 4% לאורך כל השנה. בתגובה לנתונים שפורסמו, ואולי גם בהשפעת הפיחות בשער החליפין של השקל בשבועות האחרונים, נרשמה עלייה בציפיות לאינפלציה. הציפיות לשנה עומדות עתה על כ-3% ולשנתיים על 2.7%. בהתייחס לציפיות לאינפלציה ריבית בנק ישראל במונחים ריאליים נמוכה מאחוז אחד,

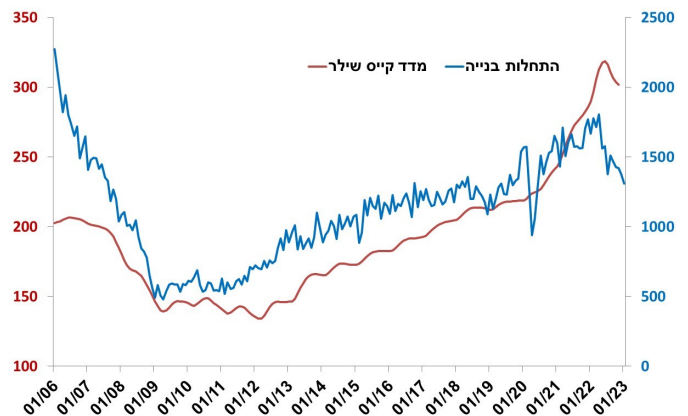
מחירי שכר-דירה בעולם עולים בקצב מהיר

מחירי שכ"ד, שיעור שינוי 12 חודשיים. מקור: בלומברג והלמ"ס



ארה"ב: הנדל"ן ממשיך להתקרר

התחלות בנייה ומחירי דירות, מקור: בלומברג



האחרונים נרשמת, בדומה לארה"ב, עליית תשואות בכלכלות גוש האירו. התשואה לעשר שנים בגרמניה עלתה ל- 2.53% לשנה ובאיטליה התשואה עלתה לרמה של 4.30%. העלייה בתשואות מגלמת צפי להמשך העלאות ריבית ע"י ה- ECB, והריבית צפויה כעת, על פי המגולם בשוק ההון, לעלות לרמה של 3.50%-3.75% בסוף 2023.

יפן- צמיחה נמוכה מהצפוי ברבעון הרביעי של 2022. ברבעון הרביעי נרשמה צמיחה של 0.6% בלבד (רבעון לעומת רבעון במונחים שנתיים) ונתוני הרבעון השלישי עודכנו כלפי מטה והצביעו על התכווצות של 1.0% בתוצר. בסיכום שנת 2022 נרשמה ביפן צמיחה נמוכה של 1.0% בלבד. ממשלת יפן מינתה בשבוע שעבר את קאזו אואדה לנגיד החדש של הבנק המרכזי, כמו גם שני סגני נגיד חדשים. נגיד הבנק החדש יצטרך להחליט בקרוב האם הוא ממשיך במדיניות המרחיבה בה נהג הבנק המרכזי בשנים האחרונות.

סין: שבוע שלישי של ירידות במדדי המניות בעיקר על רקע העלייה בסיכונים הגאופוליטיים. המתיחות בין הממשל האמריקני לבין סין הגיעה לשיאים חדשים בעקבות טענות ארה"ב לקיומם של בלוני ריגול סיניים בארה"ב. בשוק הנדל"ן, מחירי הדיור נותרו יציבים בינואר לאחר 16 חודשים של ירידות רצופות. בין הגורמים שהשפיעו על בלימת הירידות החודשיות ניתן לציין את התוכנית הממשלתית לתמיכה בענף וההגמשה במדיניות הממשלתית ביחס לסגרים בעקבות הקורונה. סביר להניח שצעדי תמיכה ממשלתית נוספים, בצד מדיניות מרחיבה ע"י הבנק המרכזי, יופעלו בחודשים הקרובים.

5.25%, בדומה להערכות חברי הפד מדצמבר 2022. גם הריבית לטווחים ארוכים יותר עלתה, ושוק ההון מעריך שהריבית בסוף 2024 תעמוד על כ-4.0% ובסוף 2025 על רמה של כ-3.5%. התשואה לעשר שנים עלתה כאמור מ- 3.74% ל- 3.82% והתשואה לשנתיים עלתה מ- 4.52% ל- 4.62%. התשואות הנוכחיות הן הגבוהות בשלושת החודשים האחרונים.

הפעילות בשוק הנדל"ן מוסיפה להתמתן, תוך המשך ירידת מחירים. הירידה בפעילות בשוק הדיור נמשכה על רקע העלייה החדה בריבית המשכנתאות ומחירי הדיור הגבוהים. התחלות הבניה ומספר היתרי הבניה הוסיפו לרדת בחודש ינואר 2023. התחלות הבניה ירדו ב-4.5% והשלימו ירידה של כ- 27% מהשיא באפריל, והיתרי הבניה נותרו ללא שינוי אך רמתם נמוכה בכ- 30% לעומת השיא בדצמבר 2021. מחירי הדירות כפי שהם נמדדים במדד קייס שילר לעשרים הערים הגדולות בארה"ב ירדו במצטבר מאז יוני 2022 ועד נובמבר 2022 בכ-5.4%, ועל פי הערכות בשוק הם צפויים להוסיף ולרדת.

גוש האירו: התשואות לפדיון על אג"ח ממשלתיות עלו משמעותית לאחרונה. נתוני הצמיחה בגוש האירו לרבעון הרביעי הצביעו על צמיחה של 0.4% (מונחים שנתיים) כך שהצמיחה בסיכום שנת 2022 הגיעה ל-3.5%. על אף הצמיחה המרשימה בשנה החולפת הנציבות האירופית צופה שהצמיחה ב-2023 תאט לרמה של 0.9% בלבד, בין היתר בשל תחזית לצמיחה של 0.2% בלבד בגרמניה. שוק העבודה נותר חזק, ומספר המשרות עלה ב- 0.4% ברבע האחרון של 2022 לרמה הגבוהה מתחילת 2021 ומעל לתחזית. מנגד, נתוני הייצור התעשייתי בגוש האירו הצביעו על ירידה גבוהה מהתחזית, של 1.1% בדצמבר, זאת בהשפעת החולשה בענפי האנרגיה. בשבועות

תחזיות ריבית ומדד המחירים לצרכן		אירועים מרכזיים בשבוע הקרוב					
שיעור שינוי	מדד המחירים לצרכן	נתון קודם	תחזית	תקופה	נתון כלכלי	מדינה	תאריך
0.3%	פברואר - 2023	616 א'	620 א'	01/23	מכירות בתים חדשים	ארה"ב	24/02/2023
0.4%	מרץ - 2023	4.4%	4.3%	01/23	PCE core, YOY	ארה"ב	24/02/2023
0.5%	אפריל - 2023	50.3	50.6	02/23	מדד מנהלי הרכש המשולב (אומדן)	גוש האירו	21/02/2023
3.0%	12 חודשים	3.75%	4.25%-4%	02/23	ריבית בנק ישראל	ישראל	20/02/2023
שיעור הריבית	ריבית בנק ישראל	-	-	01/23	שיעור האבטלה	ישראל	20/02/2023
3.75%	ינואר - 2023	-	-	01/23	נתוני סחר חוץ, יבוא ויצוא של סחורות	ישראל	22/02/2023
4.0%	12 חודשים	-	-	01/23			

הערות ואזהרות כלליות נוספות:

מסמך זה מבוסס על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור. הנתונים והמידע ששימשו להכנת מסמך זה הונחו כנכונים, וזאת מבלי שבנק הפועלים בע"מ ("הבנק") ביצע בדיקות עצמאיות ביחס לנתונים ולמידע מידע אלו - אין בסקירה זו משום אימות או אישור לנוכחותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחרים במסמך. יודגש כי מסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, הוא אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו. המידע עליו מתבסס מסמך זה, והדעות האמורות בו, עשויים להשתנות מעת לעת ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. אין להסתמך על האמור במסמך זה ואין להתבסס על כך ששימוש במידע או בהמלצות המובאות במסמך זה יביא לתוצאות מסוימות. מסמך זה אינו מותאם למטרות ההשקעה או לצרכי האישיים והייחודיים של כל משקיע, אין לראות במסמך זה משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פי האמור במסמך זה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו, מטרותיו ונתוניו האישיים של כל משקיע, ולאחר הפעלת שיקול דעת עצמאי. הבנק, עובדיו, וכל מי שפועל מטעמו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישירים או עקיפים, שייגרמו, אם ייגרמו, כתוצאה משימוש במסמך זה או כתוצאה מהסתמכות עליו. לבנק, או לחברות קשורות אליו, או לבעלי שליטה בהם, עשויות להיות החזקות בניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הנזכרים במסמך זה, עבורם או עבור לקוחותיהם, והם עשויים לבצע עסקאות המנוגדות לאמור במסמך זה. האמור במסמך זה אינו מהווה ייעוץ מס ואינו מתיימר להוות פרשנות מקובלת על רשויות המס או על גופים נוספים. מסמך זה הינו רכוש של הבנק, אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, לצלם, להקליט וכיו"ב את מסמך זה, או חלקים ממנו, ללא קבלת אישור, מראש ובכתב, מהבנק.