



20.02.2022

כלכלית בראשון

צמיחה מוטת קורונה

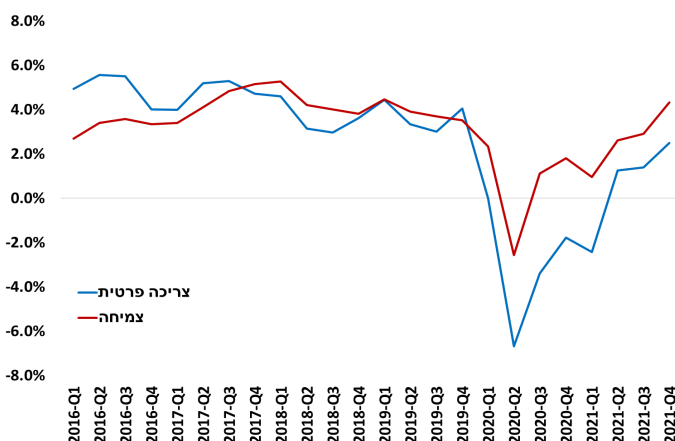
ישראל

המשק צמח בשנת 2021 בשיעור גבוה של 8.1%. הנתון הגבוה הושפע מהשוואה לנקודת הבסיס הנמוכה של 2020, אך זה עדיין נתון מרשים, שמראה שהמשק חזר לתוואי הגידול בתוצר של טרם הקורונה. הצמיחה ברבעון הרביעי של השנה עמדה על 16.6% במונחים שנתיים. בהשוואה לרבעון המקביל ב-2019 התוצר ברבעון האחרון היה גבוה ב-8.8%, כלומר 4.4% לשנה. קצב התרחבות זה תואם את הצמיחה בתקופה שלפני הקורונה. הצמיחה ב-2021 הושפעה גם מגורמים כמו סגירת השמיים, שהגבירה מאוד צריכה בשוק המקומי, עלייה חדה ביצוא השירותים ומדיניות מוניטרית מרחיבה שהגבירה ביקושים בכלל ובפרט בשוק הנדל"ן. גורמים אלו צפויים בחלקם לדעוך במהלך 2022. פתיחת השמים תסיט צריכה לחו"ל, וגם הזינוק בפעילות חברות היי-טק נבלם לאור ירידות הערך החדות בשווקים של החברות. ברבעונים הקרובים קצב הצמיחה צפוי לרדת לרמה שנתית של כ-3%. הצמיחה השנתית הממוצעת ב-2022 צפויה להיות גבוהה מ-4%, בשל השפעת הקצה.

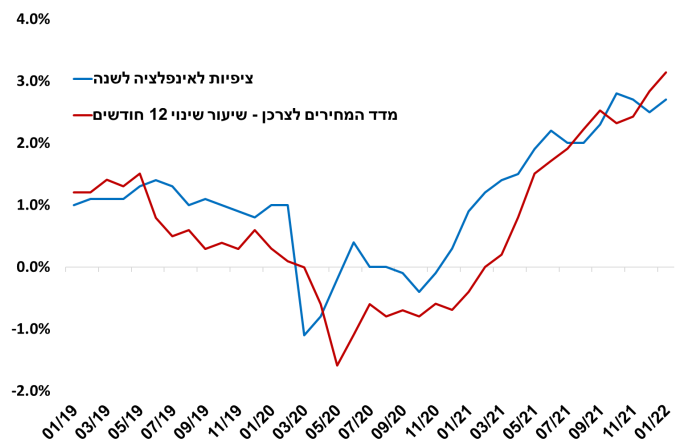
הגידול בתוצר של שנת 2021 לעומת 2019 (כ-6%) הושג תוך ירידה של 1.3% בתשומות העבודה בתקופה זו. כלומר על הנייר הקורונה הביאה לעלייה משמעותית בפריון העבודה. יחד עם זאת הניתוח הזה הוא קצת חוטא למציאות, וניתן להמחיש זאת בדוגמה. נניח שהיינו רגילים לסעוד פעם בשבוע במסעדה טובה, ובשל המגיפה עברנו ל-take away. המנה לא הוזלה ולכן גם תרומתה לתוצר זהה. בדרך נחסכו שעות העבודה של המלצרים, שוטפי הכלים, המאבטחים ועוד. זה אמנם פריון, אבל לא מדובר בדיוק באותו מוצר ובאותה חוויה. שינוי ההתנהגות של משקי הבית והרגלי העבודה השונים בתקופת

- המשק צמח בשנת 2021 בשיעור גבוה של 8.1%. הנתון הגבוה הושפע מהשוואה לנקודת הבסיס הנמוכה של 2020, אך זה עדיין נתון מרשים, שמראה שהמשק חזר לתוואי הגידול בתוצר של טרם הקורונה.
- ברבעונים הקרובים קצב הצמיחה צפוי לרדת לרמה שנתית של כ-3%. הצמיחה השנתית הממוצעת ב-2022 צפויה להיות גבוהה מ-4%, בשל השפעת הקצה.
- הגידול בתוצר של שנת 2021 לעומת 2019 (כ-6%) הושג תוך ירידה של 1.3% בתשומות העבודה בתקופה זו. כלומר על הנייר הקורונה הביאה לעלייה משמעותית בפריון העבודה.
- האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עלתה לשיעור של 3.1%. אנו מעריכים כי מדדי המחירים לצרכן בחצי השנה הקרובה יהיו גבוהים מאוד ביחס לתוואי העונתי, והם יושפעו מהמשך עלייה במחירי הדיור, והתייקרויות בשירותים שונים עתירי עבודה. תחזית האינפלציה ל-12 החודשים הקרובים עומדת על 2.2%.
- הפד עומד בפני שורה של העלאות ריבית, וזה יאפשר גם לבנק ישראל להתחיל להעלות ריבית לקראת אמצע השנה הנוכחית, ואולי אף קודם. אנו עדיין סבורים שהעלאות הריבית יהיו מתונות ביחס לארה"ב, אך תיתכן יותר מהעלאה אחת השנה.

ישראל: המשק חזר לתוואי הגידול בתוצר של טרם הקורונה
צמיחה בשמונה רבעונים במונחים שנתיים, מקור: הלמ"ס



ישראל: האינפלציה והציפיות קרובים לגבול העליון של היעד
מקור: הלמ"ס ובנק ישראל



המשקיעים במערב עם עיניים נשואות למזרח אוקראינה. לחימה בקנה מידה מוגבל כבר קיימת עם הבדלים הרוסים במובלעות, ולרוסיה יש כבר סיבה לפלוש אם תרצה. יש הבדל בין כניסה מצומצמת למזרח המדינה, לבין לחימה שתגיע לקייב עם מעורבות של מדינות נוספות. בתרחיש הגרוע יוטלו סנקציות כלכליות נרחבות על רוסיה, משבר האנרגיה באירופה יחריף ויוביל את המדינות באזור למיתון. זה כנראה התרחיש ממנו השווקים חוששים, גם אם הוא לא בעל הסיכויים הגבוהים ביותר. בסיכום שבועי מדד ה- S&P500 ירד בשיעור של 1.6% ומדד הנאסד"ק ירד ב-1.7% והשלים ירידה של 15% מאז השיא שנרשם באמצע נובמבר. באירופה מדד יורוסטוקס 50 ירד ב-1.9%. באסיה נרשמה מגמה מעורבת. מדד המניות בסין עלה ב-1.0%, המדדים בקוריאה ובהודו, נותרו בקירוב ללא שינוי והמדד ביפן ירד ב-2.0%. בסוף השבוע מחיר חבית נפט נותר גבוה ברמה של 94 דולר לחבית. בשבוע החולף נרשמה ירידת תשואות בארה"ב. התשואה לעשר שנים ירדה בשבוע האחרון מרמה של 2.05% ל-1.93%, והתשואה לשנתיים ירדה מרמה של 1.58% ל-1.47%.

פרוטוקול הפד: אולי אין צורך בהעלאת ריבית כפולה במרץ, אבל הריבית תעלה כנראה בכל פגישה. חברי הפד לא סברו שהשינוי במדיניות צריך להתחיל עם העלאה אגרסיבית, אך מנגד הם העריכו שהתאמות הריבית צריכות להיות מהירות, וגם צמצום המאזן עומד על הפרק. לחודש מרץ השוק מתמחר בסבירות של 64% העלאת ריבית של רבע אחוז, ובסבירות של 36% העלאת ריבית של 0.5%. שוק ההון צופה ריבית של 1.68% בעוד שנה (לעומת 0.13% כיום). בחודש מרץ תגיע לסיימה תוכנית רכישות האג"ח של הפד, ובפרוטוקול צוין שמספר משתתפים היו מעדיפים להפסיק את הרכישות מוקדם יותר. נושא האינפלציה היה כצפוי במרכז הישיבה, כאשר חברי הועדה ציינו שעליות המחירים היו חזקות ומתמשכות יותר ממה שהם ציפו, אם כי מרביתם מוסיפים להעריך שהאינפלציה תתמתן במהלך השנה.

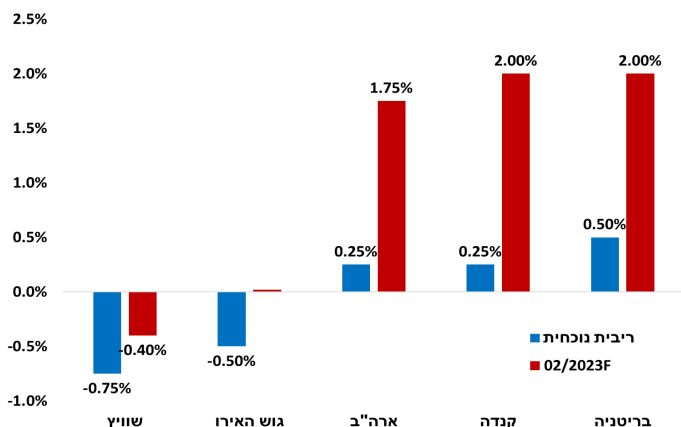
עליות השכר בארה"ב מלבות את האינפלציה. אחת הסיבות לכך שהאינפלציה בארה"ב גבוהה ביחס לאירופה, וכן היא מאיימת יותר,

האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עלתה לשיעור של 3.1%. סביבת האינפלציה של המשק גבוהה, וזה מתבטא גם במדדי מחירים אחרים: מדד מחירי היצרן ללא דלקים עלה לדוגמה בשנה האחרונה ב-9.2%, מדד התשומות בבנייה עלה ב-5.8% ומחירי הדירות עלו ב-11.3%. מדדי המחירים של החודשים הקרובים צפויים להיות מושפעים מעליית מחירי הנפט (94 דולר לחבית נפט), ומהיחלשות השקל - שני גורמים שקשורים למשבר באוקראינה. הממשלה מנסה לבלום את עליות המחירים, אם זה דרך שימוש בתקציב כמו ביטול הבלו על פחם והפחתת מכסים, או דרך הפעלת לחצים על יצרני יבואני המזון. צעדים מסוג זה אינם ייחודיים לישראל בעת הזו, ומטרתם לבלום את המומנטום של האינפלציה. לדוגמה, אם עליות המחירים יהיו מתונות יותר, יתכן שזה יצמצם גם דרישות לעליות שכר, ואלו יבלמו ספירלה של עליות מחירים ושכר. **אנו מעריכים כי מדדי המחירים לצרכן בחצי השנה הקרובה יהיו גבוהים מאוד ביחס לתוואי העונתי, והם יושפעו מהמשך עלייה במחירי הדיור, והתייקרויות בשירותים שונים עתירי עבודה. תחזית האינפלציה ל-12 החודשים הקרובים עומדת על 2.2%.**

האינפלציה חצתה את הגבול העליון של היעד. התפתחות זו לבדה לא אמורה לשנות את המדיניות המוניטרית, אלא שמכלול הנתונים ובכלל זה העלייה המהירה במחירי הנדל"ן, במדד מחירי היצרן ובסך האשראי במשק, מהווים סיכון להמשך עליות מחירים. שוק העבודה אינו מעכב עוד העלאות ריבית, וגם נתון הצמיחה לשנת 2021 מחזק את הצורך במדיניות פחות מרסנת. שער החליפין הוא עדיין שיקול, אך בהינתן שהפד עומד בפני שורה של העלאות ריבית, זה יאפשר גם לבנק ישראל להתחיל להעלות ריבית לקראת אמצע השנה הנוכחית, ואולי אף קודם. **אנו עדיין סבורים שהעלאות הריבית יהיו מתונות ביחס לארה"ב, אך תיתכן יותר מהעלאה אחת השנה.**

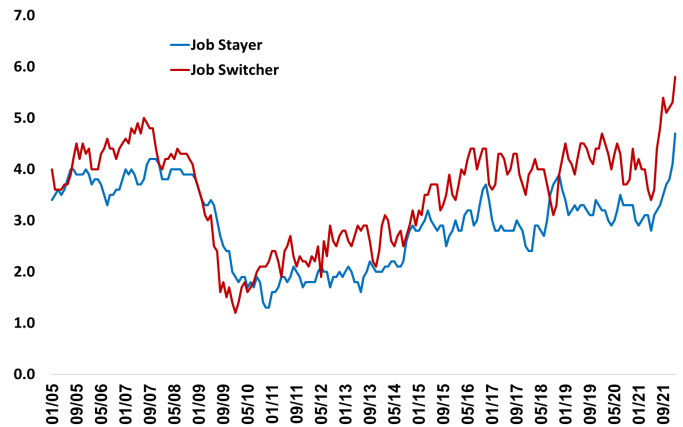
מרבית הבנקים המרכזיים יעלו ריבית השנה

ריביות בנקים מרכזיים, והריביות הנגזרות משוק ההון לעוד שנה
מקור: בלומברג



ארה"ב: עליות השכר מלבות את האינפלציה

שכר שעתי, ממוצע נע 3 חודשים, שינוי במונחים שנתיים
מקור: Federal reserve bank of Atlanta



נעוצה בשוק העבודה. השכר הממוצע בארה"ב עלה בשנה האחרונה בשיעור של 5.7%, וכפי שניתן לראות בגרף מטה, עובדים שמחליפים משרה שכרם עולה בשיעור גבוה מאלו שנותרים באותה משרה. עליית השכר נמוכה אמנם מהאינפלציה בפועל, כלומר שכר העובדים נשחק, אבל לא במידה כזו שתבלום את תהליך האינפלציה.

ארה"ב: צריכה פרטית מפתיעה בחוזקה. בחודש ינואר המכירות הקמעונאיות עלו ב-3.8%, השיעור הגבוה מזה עשרה חודשים, ומעבר לציפיות שעמדו על גידול של 2.0%, וזאת למרות מספר ההדבקות הגבוהה מזן האומיקרון. הנתון הוא במונחים נומינליים וככל הנראה חלק מהעלייה נובע מעליות המחירים. הנתון הגבוה מראה שהצמיחה גבוהה, למרות הירידות בשוקי המניות ובאמון הצרכנים, והוא תומך בהעלאות ריבית מהירות.

מגמה מעורבת בשוק הנדל"ן למגורים בארה"ב. התחלות הבניה ירדו בחודש ינואר ב-4.1% אך מנגד מכירות בתים מיד שניה עלו בשיעור חד של 6.7%, לאחר שירדו בחודות בחודש הקודם. עם זאת, המכירות נמוכות ב-2.3% לעומת ינואר 2021. היתרי הבניה עלו ב-0.7% בהמשך לעליה חדה בחודש הקודם.

הכלכלן הראשי של ה-ECB, פיליפ ליין, מעריך שהאינפלציה בגוש האירו לא תפחת בשנתיים הקרובות מרמה של 2%. אמירה זו מהווה שינוי משמעותי מאלו בעבר בהן העריך שהאינפלציה הגבוהה היא זמנית. ההערכה היא עתה שרכישות האג"ח יעצרו וכן שהריבית השלילית תתאפס בפרק זמן של שנה מהיום. האינפלציה בבריטניה עלתה בחודש ינואר לקצב של 5.5% שנתי, מה שמגדיל את הסיכוי להעלאת הריבית בפעם השלישית ברציפות. שוק ההון צופה שהריבית בבריטניה תעמוד בעוד שנה על רמה של 2.0% לעומת 0.5% עתה.

תחזיות ריבית ומדד המחירים לצרכן		אירועים מרכזיים בשבוע הקרוב				
שיעור שינוי	מדד המחירים לצרכן	נתון קודם	תחזית	תקופה	נתון כלכלי	מדינה
		18.29%	18.00%	12/21	מדד קייס-שילר למחירי הבתים—YOY	ארה"ב
	פברואר - 2022	55.5	56.0	02/22	מדד מנהלי הרכש - Markit	ארה"ב
	מרץ - 2022	113.8	110.0	02/22	מדד אמון הצרכנים של הקונפרס בורד	ארה"ב
	אפריל - 2022	6.9%	7.0%	Q4/21	צמיחת התוצר (QOQ)	ארה"ב
	12 חודשים	811k	800k	01/22	מכירות בתים חדשים	ארה"ב
		4.9%	5.2%	01/22	PCE Core Deflator YOY	ארה"ב
		61.7	61.7	02/22	מדד אמון הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן	ארה"ב
		58.7	58.7	02/22	מדד מנהלי הרכש - Markit	גוש האירו
		-	-	01/22	סקר כוח אדם	ישראל
		0.10%	0.10%	02/22	ריבית בנק ישראל	ישראל
		-	-	01/22	המדד המשולב לבחינת מצב המשק	ישראל

הערות ואזהרות כלליות נוספות:

מסמך זה מבוסס על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור. הנתונים והמידע ששימושו 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 לנכונותם. 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 בנתונים, 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 המוגדות 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.