

יונתן כץ
וכלכלני לידר
שוקי הון

האצה במחירי השכירות בארה"ב תתמוך בהמשך אינפלציה גבוהה

נקודות עיקריות

לאחר ירידות חדות בשווקים ביום שני על רקע חששות מווריאנט הדלתא, השווקים תיקנו מעלה בהמשך השבוע. קשה לתת הסבר מספק לתיקון החד כאשר הנתונים הכלכליים היו מעורבים בארה"ב עם עלייה במכירת בתים מחד אך גם עלייה במספר דורשי העבודה וירידה במדד מנהלי הרכש בענפי השירותים מאידך. המסר מה- ECB היה מאד "יוני" עם המשך מדיניות מרחיבה עד להשגת יעד האינפלציה של 2%.

מאקרו ישראל: שיפור בתעסוקה

במחצית השנייה של יוני נוספו 78 אלף מועסקים חדשים (יחסית למחצית א').
ביטול חוק החל"ת למרבית האוכלוסייה תומך בהמשך שיפור בשוק העבודה.
מסתמנת התמתנות בפעילות הכלכלית במרץ-מאי, זאת לאחר פתיחת המשק בתחילת השנה. סך הפדיון בענפי המשק עלה ב- 5.5% (לאחר גידול של 14%).
הפדיון בענפי המסחר גם התמתן, אינדיקטור להתמתנות בצריכה הפרטית.
מסתמנת מגמת התכווצות מתונה בייצור התעשייתי מתחילת השנה.
ירידה חדה יותר בשעות העבודה בתעשייה גרמה לשיפור בפדיון העבודה.

סביבת האינפלציה:

מחירי הנפט התייצבו על רמה נמוכה יחסית לאחר השגת הסכם הגדלת התפוקה על ידי חברי OPEC +. אנו צופים הוזלה של 0.5% במחירי הדלקים בתחילת אוגוסט.
ציפיות האינפלציה בקרב החזאים עלו ל- 1.3% (מ- 1.2%) לאחר פרסום מדד יוני.
בשבוע האחרון השקל יוסף ב- 0.5% מול סל המטבעות וב- 0.2% מתחילת החודש.

ארה"ב: נתונים מעורבים

מספר התחלות הבנייה עלה ב- 6.3% אך נותר יציב מסוף 2020. מספר אישורי הבנייה ירד ב- 5.1%. היקף הבנייה בתהליך נמצא בשיא מ- 2006 כאשר משך זמן הבנייה מתארך על רקע מחסור בעובדים וחומרים.
ביולי מדד מנהלי הרכש PMI בשירותים ירד ב- 4.8 נק' ל- 59.8 (בשל חשש מהעלייה בתחלואה). לעומת זאת, מדד ה- PMI בתעשייה עלה ב- 1.0 נק' ל- 63.1 מספר דורשי העבודה חדשים עלה במפתיע ב- 49 אלף איש, הציפיות היו לירידה. מספר הבתים שנמכרו עלה ב- 1.4% ביוני, עם עלייה של 23% במחיר הממוצע.

אירופה: צמיחה מהירה עם הסרת המגבלות

בגרמניה ה- PPI ביוני עלה ב- 8.5% שנה אחורה (מעל הצפי) מ- 7.2%.
ביולי מדד האמון הצרכני באירופה ירד ל- 4.4 (מ- 3.3-) על רקע עלייה בתחלואה.
ביולי מדד מנהלי הרכש בשירותים עלה ב- 2.1 נק' ל- 60.4 ומשקף צמיחה מהירה.
מדד ה- PMI בתעשייה ירד ב- 0.8 נק' ל- 62.6: עדיין מדובר בהתרחבות מהירה.
ה- ECB הדגיש שהוא שואף להביא את האינפלציה למרכז היעד של 2%.

שוק האג"ח: התשואות ממשיות לרדת

בתחילת השבוע התשואות בארה"ב ירדו בצורה חדה עם הירידות בשווקים.
תיקון כלפי מעלה בשוקי המניות הביא לתיקון חלקי בלבד בתשואות.
אנו סבורים שהמשך הפתעות באינפלציה כלפי מעלה יתמוך בעליית תשואות בארה"ב בחודשים הבאים (ראה "זום אין").
בישראל התשואות הארוכות צפויות להישאר יציבות על רקע אינפלציה נמוכה יותר ונתוני תקציב חיוביים יחסית. קיימת עדיפות לאפיקים השקליים בכול הטווחים.

זום אין: לא כל האינפלציה צפויה להיות טרנזיטורית בארה"ב

למרות האצה באינפלציה בארה"ב ציפיות האינפלציה ירדו לאחרונה.
אומנם מרבית גורמי האינפלציה היו זמניים: רכבים יד שנייה, טיסות ואירוח.
במבט קדימה מחירי הדיור (שכירות) צפויים לעלות בקצב מהיר של כ- 4%-5%.
זאת על רקע פיגור בהשפעה של העלייה החדה במחירי הדירות לרכישה.
משקל הדיור במדד הליבה עומד על 40% ולכן סעיף זה צפוי לתרום כ- 2%.
לכן, אינפלציית הליבה בארה"ב צפויה להישאר סביב 3%-3.5% ב- 2022, מה שיתמוך בהעלאת ריבית בארה"ב כבר בעוד שנה עם ציפייה להמשך ריסון מוניטארי.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	1.7%
יולי	0.3%
אוגוסט	0.2%
ספטמבר	0.1%
שנה קדימה	1.1%
2022	0.9%

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

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.271	3.8528
שינוי שבועי	-0.2%	-0.7%
YTD	1.7%	-2.3%
שנה קדימה	3.14	3.80

צפיית מחירים	פדיון סחיר
7.0	15.1
תחזית הנפקות	7.0
עודף פדיון	8.1

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 923	-1.79	-1.7	-1.6
בינוני 726	-1.43	-1.3	-1.2
ארוך 1131	-0.65	-0.5	-0.4
שקלי	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 723	0.10	0.1	0.1
בינוני 1026	0.47	0.5	0.5
ארוך 330	1.06	1.1	1.1

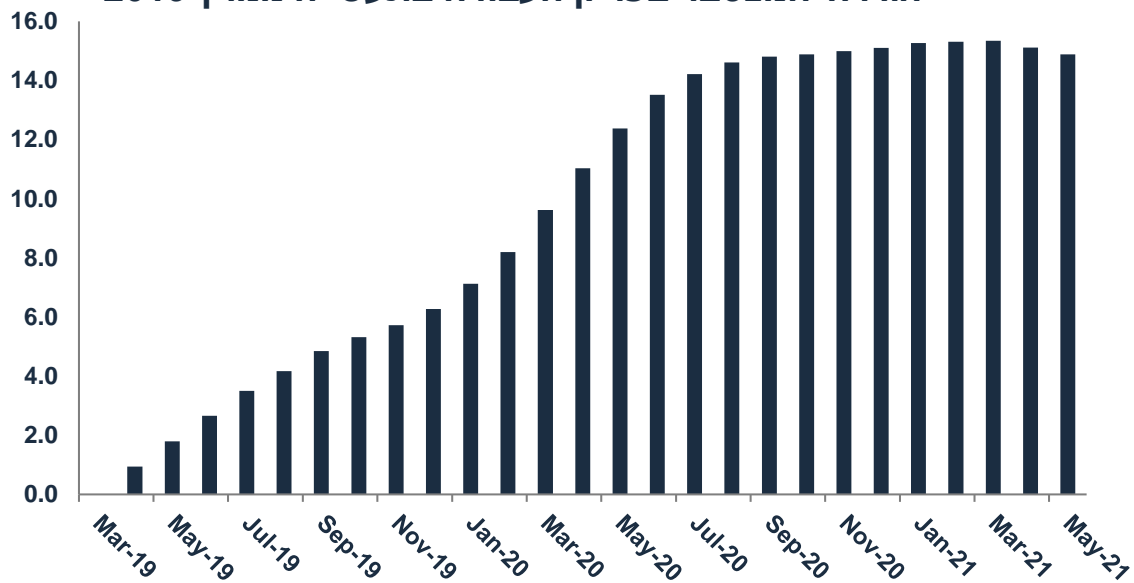
US			
2y	0.20	0.2	0.25
5y	0.71	0.8	0.9
10y	1.28	1.4	1.6

* ט"ק - החודש הקרוב

סימני התמתנות בפעילות

בחודשים מרץ-מאי סך הפדיון בענפי המשק עלה ב- 5.5% בחישוב שנתי לאחר צמיחה של 14% בשלושת החודשים הקודמים. הגידול בפדיון בענפי המסחר הקמעונאי/סיטונאי התמתן ל- 4.3% לאחר גידול של 11.2%. התמתנות זו מצביעה על חזרה לקצב התרחבות סביר בצריכה הפרטית, זאת לאחר זינוק עם הסרת המגבלות (ביקוש כבוש) בתחילת השנה. **התמתנות זו תומכת בהתמתנות בלחצי האינפלציה.**

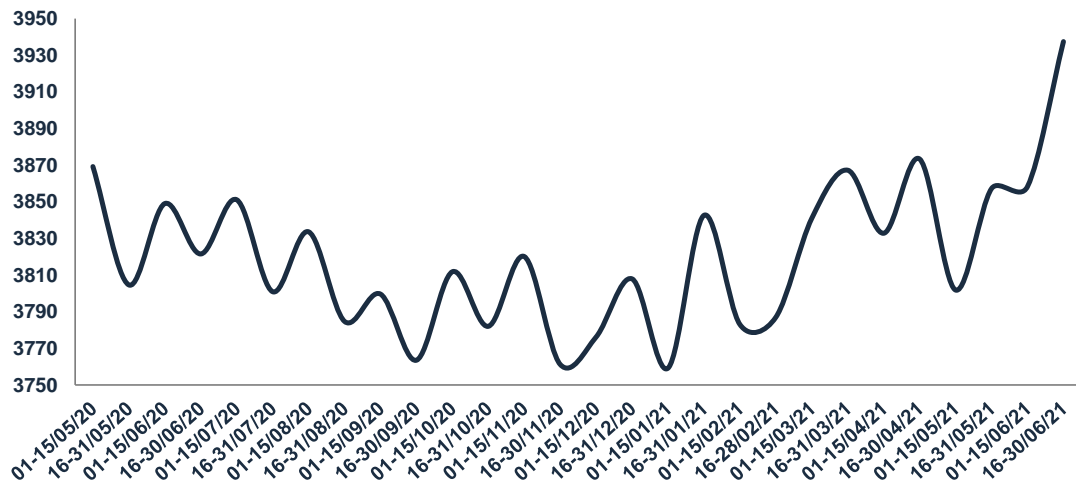
הייצור התעשייתי נמצא במגמת ירידה מתונה השנה, בקצב שנתי של 1% במרץ-מאי לאחר ירידה של 1.7%. יחד עם זאת, נימשך השיפור בפריון העבודה בקצב של 2%, זאת לפי התפוקה לשעת עבודה ממאי 20 ועד מאי 21, לאחר שיפור של כמעט 10% בשנה הקודמת. שיפור בפריון (15% במצטבר ממרץ 2019) מאפשר לתעשיינים לספוג חלק מההתייקרות בעלויות (שכר וחומרים) בלי לגלגל אותם על הצרכן.

הגידול המצטבר בפריון העבודה בתעשייה ממרץ 2019גידול מהיר בתעסוקה וירידה בשיעור האבטלה הרחב

במחצית השנייה של יוני שיעור האבטלה הרחב ירד ל- 8.8% מ- 9.5% במחצית הראשונה של יוני ו- 9.9% לפני חודש. במחצית השנייה של יוני מספר העובדים בחל"ת ירד ב- 14 אלף איש ל- 42 אלף בלבד ומספר העובדים שפוטרו או איבדו את מקום העבודה בגלל הקורונה ולא חיפשו עבודה ירד ב- 18 אלף ל- 102 אלף איש. יחד עם זאת, שיעור האבטלה הרשמי עלה מעט ל- 5.6% מ- 5.4%.

ציפייה לביטול חוק החל"ת בתחילת יולי כבר תמכה בעלייה במספר המועסקים. במחצית השנייה של יוני (עוד לפני ביטול החוק ב- 1.7) מספר המועסקים עלה ב- 78 אלף איש לעומת המחצית הראשונה של יוני. צפוי שיפור משמעותי נוסף לאחר תחילת שנת הלימודים (יתכן שחלק מההורים מעדיפים לדחות את חזרתם לשוק העבודה). **משמעות: ביטול חוק החל"ת תומך בהפחתת הלחץ לעלויות שכר ולכן גם פחות לחץ אינפלציוני.**

מספר המועסקים במשק באלפים

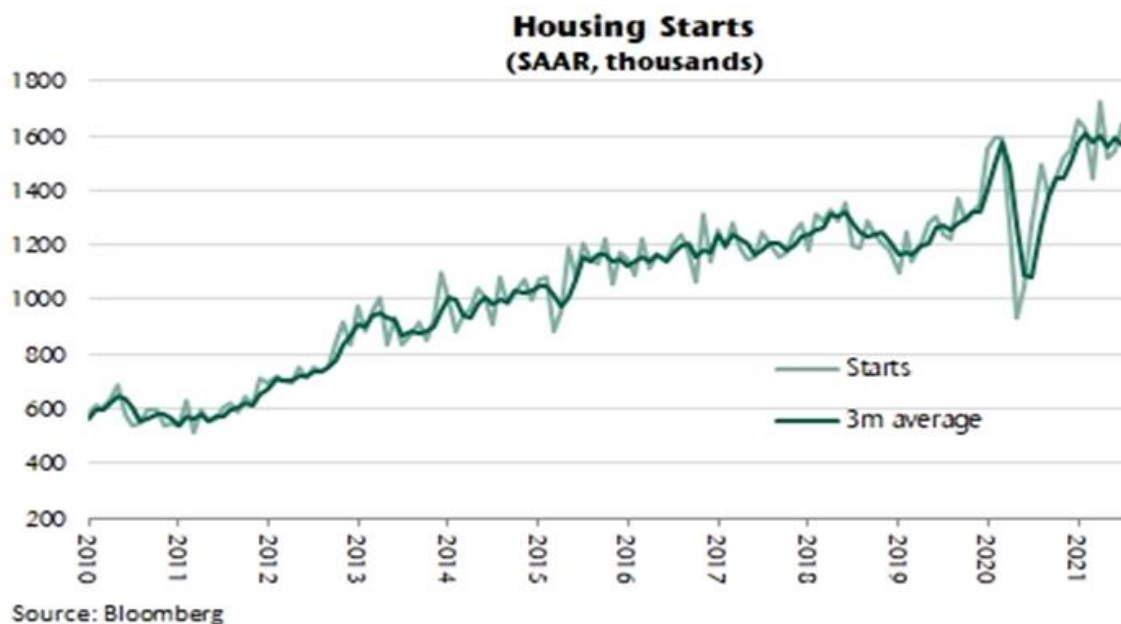


מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: היום: המדד המשולב של בנק ישראל (יוני). שני: סיכום של נתוני התעסוקה (יוני), יצוא שירותים (מאי). שלישי: הרכישות בכרטיסי האשראי (יוני).

מאקרו חו"ל

ארה"ב: עלייה בהתחלות הבנייה

בחדש יוני מספר התחלות הבנייה עלה ב- 6.3%, אך למעשה הסתכלות על המגמה בחודשים האחרונים מראה שמסתמנת התייצבות בהיקף התחלות הבנייה השנה על רמה גבוהה של כ- 1.6 מיליון יחידות (ראה גרף). לעומת זאת, מספר אישורי הבנייה ירד ב- 5.1% ביוני. שוק הנדל"ן בארה"ב מאופיין במחסור של חומרי בנייה (שיבושים בהספקה) ובמחסור של עובדים (בשל המשך התמיכות הממשלתיות), מה שגורם לעלייה במשך זמן הבנייה ולצמצום במספר אישורי הבנייה. היחס של מלאי הדירות הפנויות יחסית לביקוש (המכירות) נמצא על רמה היסטורית נמוכה, מה שתומך בהמשך לחץ לעליית מחירים.

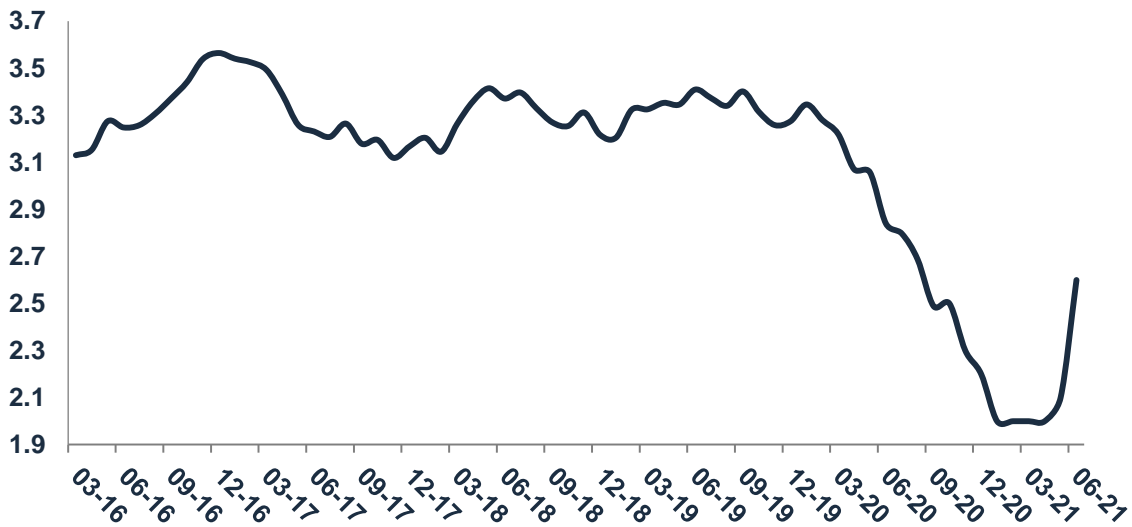


נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: יום שני: ארה"ב: מכירות של בתים חדשים (יוני), יפן: מדד מנהלי הרכש (יולי), גרמניה: סקר IFO (אמון עסקי). שלישי: ארה"ב: הזמנות של מוצרי בני קיימא (יוני), מדד האמון הצרכני (יולי). רביעי: החלטת ריבית הפד: צפוי רמז לגבי תיכנון צמצום בהיקף רכישות האג"ח בעתיד. חמישי: נתוני צמיחה בארה"ב (רבעון ב'). קיימת ציפייה לצמיחה של 8.5%-8% עם עלייה חדה בצריכה הפרטית. שישי: ההכנסה הפנויה, הצריכה הפרטית ואינפלציית PCE (יוני), נתון חשוב עבור הפד. אירופה: נתוני צמיחה ברבעון ב'.

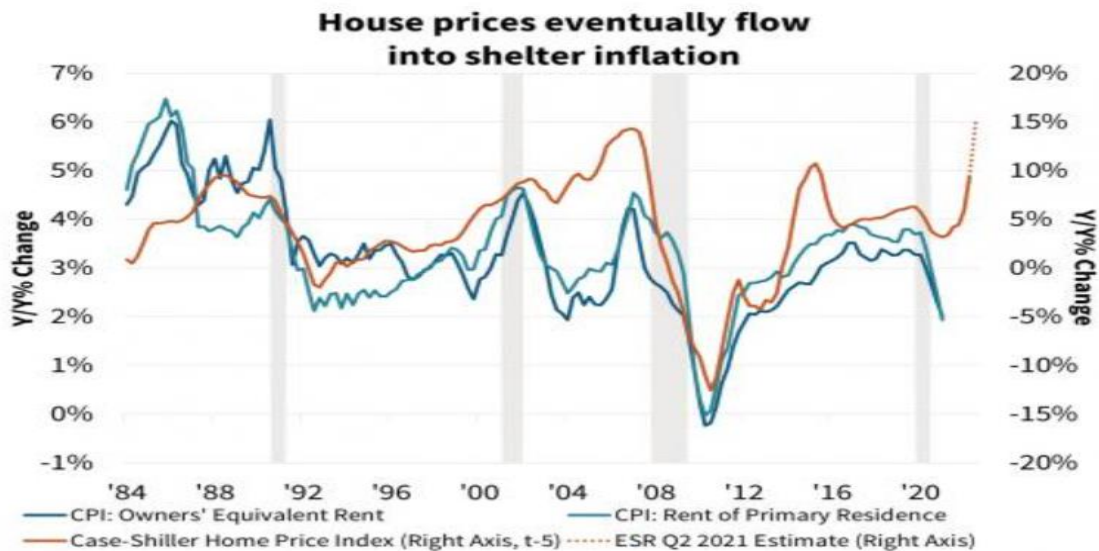
זום אין: לא כל האינפלציה תהיה טרנזיטורית בארה"ב

שוק האג"ח האמריקאי לא התרגש יותר מדי משלושה מדדי מחירים גבוהים מאד גם יחסית לציפיות. נכון, התשואות הקצרות-בינוניות עלו מעט אך התשואות הארוכות ירדו. ציפיות האינפלציה גם התמתנו לאחרונה. אין ספק: העליות החדות במחירי מכוניות יד שנייה, מחירי הטיסות ומחירי בתי מלון לא ימשיכו לעלות בטווח הארוך יותר. אך קיים איום ממשי לעלייה מתמשכת במחירי הדיור (שכירות) במדד. < כמה נתוני רקע: סעיף הדיור (shelter) מהווה כ- 32% מהמדד (יותר מישראל) ו- 40% מאינפלציית הליבה (מדד חשוב יותר עבור הפד). לפני משבר הקורונה, סעיף זה עלה בקצב שנתי של 3.5% והתמתן ל- 2% במשבר (לא מעט שוכרים עזבו את מרכזי הערים). במדד יוני חלה האצה ל- 2.6% (מ- 2.1% במאי).

השינוי במחירי השכירות בארה"ב (בחוזים מתחדשים) שנה אחורה

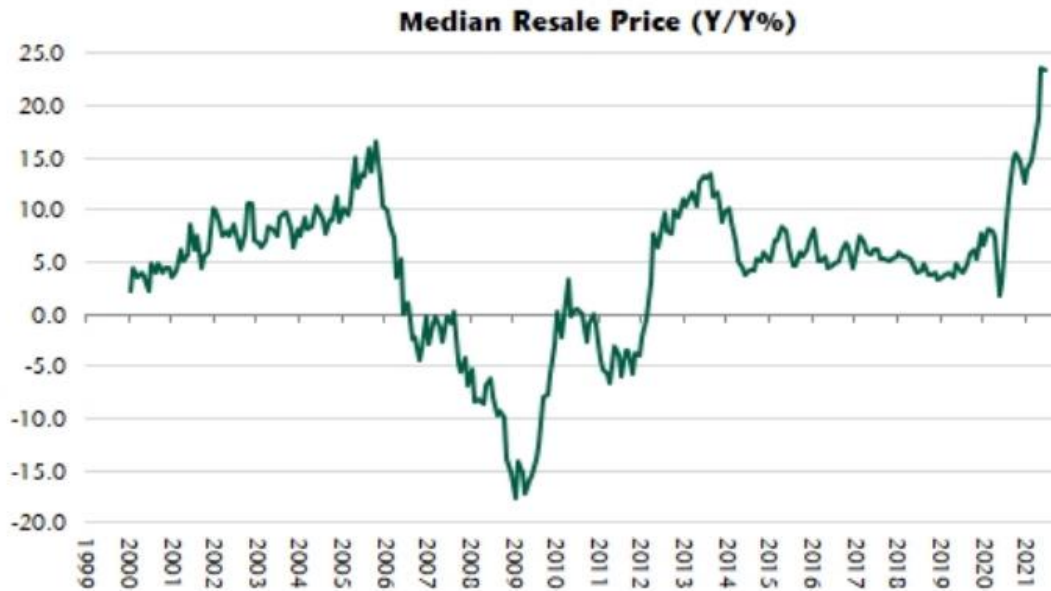


< כעת אמריקאים חוזרים לערים עם סיום הסגרים ומסתמן ביקוש ער לשכירות. מחירי השכירות לפי מודעות בעיתון (Apartment. List) עולה בקצב של כ- 5%. < מחקרים רבים מראים שקיים פיגור של כ- 5 רבעונים בין השינוי במחירי הרכישה בארה"ב (Case-Shiller) ובין מחירי השכירות במדד. הגרף הבא ממחיש זאת:



כרגע, מחירי הבתים שנרכשו בארה"ב עולה בקצב של כ- 14% (כפול מהקצב בישראל). משמעות הדבר: הגורמים הטכניטוריים יוחלפו על ידי האצה בקצב עליית מחירי השכירות. מחקר של Fannie May צופה קצב התייקרות של 4.5% עד סוף השנה אשר יתרום כ- 2% לאינפלציית הליבה.

נתוני Case-Shiller מתפרסמים בפיגור (הנתון האחרון מתייחס לחודש אפריל). לפי נתוני מחירי הדירות בעסקאות נדל"ן (התייקרות של 23.4% בשנה האחרונה עד לחודש יוני במכירות יד שנייה) צפויה המשך האצה במחירי הרכישה (ולכן גם במחירי השכירות בעתיד).

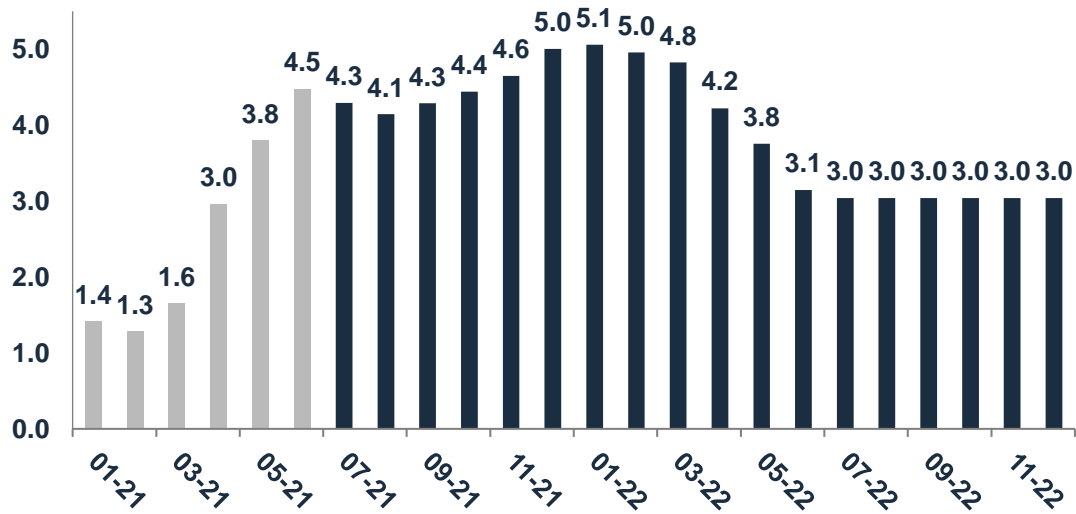


Source: Bloomberg

גורם נוסף אשר יתרום לעליית מחירי השכירות: **ביטול חוק אי פינני שוכרים**. כידוע, בתקופת הקורונה ממשלת ארה"ב העבירה תקנה אשר מונעת פינני שוכרים אשר מפגרים בתשלומי שכר הדירה. חוק זה עומד לפוג בסוף החודש וקיימת ציפייה לתחלופת שוכרים תוך כדי העלאת שכר הדירה (לפי עודף הביקוש). לרבע מהשוכרים בארה"ב אין ביטחון שיוכלו לשלם דמי שכירות בחודש הבא.

אם כן, מה צפויה להיות אינפלציית הליבה בארה"ב אם מחירי השכירות יעלו (בהדרגה) לקצב שנתי של 4.5% ויתר סעיפי המדד יעלו ב- 1.5%? משמעות הדבר, עלייה של כ- 0.25% באינפלציית הליבה מדי חודש. קצב עליית אינפלציית הליבה צפוי לעלות ל- 5% (מ- 4.5% ביוני) בתחילת 2022 ולהתמתן בהדרגה ל- 3% במחצית השנייה של 2022, קצב שעדיין גבוה מדי מבחינתו של הפד. נכון הדבר שמשקל השכירות באינפלציית PCE נמוך יותר (סביב 20%), אך עדיין מדובר באיום של ממש על המשך הפתעות באינפלציה כלפי מעלה.

תחזית אינפלציית הליבה בארה"ב שנה אחורה (תחזית בכחול)



משמעויות: האינפלציה צפויה להתייצב סביב 3% לפחות, גם ב- 2022. הפד לא יוכל להישאר אדיש לאינפלציה גבוהה לתקופה ממושכת. אנו צופים שתי העלאות ריבית כבר ב- 2022 והמשך ריסון חריף יחסית גם ב- 2023. לא מדובר בהתפתחות חיובית עבור השווקים.

מילה על ישראל: גם אצלנו צפויה האצה במחירי השכירות. אנו מניחים עליה במחירים ב קצב של 3.2% שנה קדימה אשר יתרום כ- 0.7% מתוך תחזית אינפלציה של 1.1%. מנגד, המשך ייסוף בשקל ומדיניות פייסקאלית יותר מרסנת יתמכו באינפלציה נמוכה יותר.

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.