

יונתן כץ  
וכלכלני לידר  
שוקי הון

## ירידה במחירי הסחורות (ובנפט בפרט) תומכת באינפלציה נמוכה

### נקודות עיקריות

בשבוע האחרון שוקי המניות ירדו על רקע חשש מהמשך עלייה בתחלואה, סימני התמתנות בסין (גם מגבלות על הפעילות וגם רגולציה גוברת על ענפי ההיי טק). פרוטוקול הפד גילה שמרבית החברים סבורים שיש להתחיל לצמצם רכישות האג"ח כבר השנה. הנתונים הכלכליים היו מעורבים עם ירידה במסחר הקמעונאי והתחלות הבנייה אך עלייה בייצור התעשייתי.

### מאקרו ישראל: צפויה צמיחה קרובה ל-7% השנה

הצמיחה ברבעון ב' עלתה ב-15.4% עקב זינוק בצריכה הפרטית (36%). גם יצוא שירותי היי טק (25% גידול) וגם היצוא התעשייתי (5.1%) עלו. שיעור האבטלה הרחב ירד ל-7.6% במחצית ב' של יולי מ-9% במחצית א'. יחד עם זאת, ביולי מספר המשרות הפנויות ממשיך לעלות לרמות שיא (134 אלף בניכוי עונתיות), אינדיקטור למחסור בעובדים. משקי הבית יותר פסימיים בשל הקורונה: מדד האמון הצרכני ירד ל-14 במחצית ב' של יולי מ-7 במחצית א'. מספר הדירות החדשות שנמכרו עלה ל-5.4 אלף ביוני, עלייה של 17% מלפני שנה.

### סביבת האינפלציה:

ממוצע החזאים צופים אינפלציה של 1.3% שנה קדימה (אנחנו: 1.1%) בשבוע האחרון השקל פוחת ב-0.2% (מול הסל) ויוסף ב-0.8% מתחילת החודש. **ירידה חדה במחירי הנפט בעולם תומכת באינפלציה מתונה:** צפויה הוזלה של כ-4%-4.5% במחירי הדלקים ב-1.9%. מחירי המתכות גם ירדו (נחושת ועופרת יצוקה).

### ארה"ב: נתונים מעורבים

ביולי המסחר הקמעונאי ירד ב-1.1% (הצפי היה ל-0.2%) אך עלה ב-13% שנה אחורה. צבירת תוספת חיסכון ענק מאפשרת לשמור על רמת צריכה גבוהה. הייצור התעשייתי עלה ב-0.9% (מעל הצפי של 0.4%), ייצור רכבים עלה ב-10.8%. ביולי התחלות הבנייה ירדו ב-7%. מספר הבתים בתהליך בנייה נמצא בשיא מאז 2006 אך משך זמן הבנייה מתארך, כנראה על רקע מחסור בחומרי בנייה. מספר דורשי העבודה ממשיך לרדת מעבר לציפיות, איתות לגידול מהיר במועסקים.

### אירופה:

UK: האינפלציה התמתנה ל-2.0% (y/y) ביולי (הצפי היה ל-2.3%) מ-2.5%.

### סין: סימני התמתנות

ביולי המסחר הקמעונאי עלה ב-8.5% (y/y) (מ-12.1% לפני חודש), הייצור התעשייתי עלה ב-6.4% (מ-8.3%), וההשקעות עלו ב-12.7% (מ-15%). ההתמתנות בסין צפויה להימשך עקב הטלת מגבלות, מה שתומך בהתמתנות במחירי הסחורות בכלל ובמחירי הנפט בפרט.

### שוק האג"ח: עדיפות לאפיקים השקליים

חשש לעלייה בתחלואה בארה"ב וחולשה בצריכה תרמו לירידה מתונה בתשואות. ציפייה לטייפרינג מתקרב עוד השנה כבר מתומחרת בשווקים. **גורמי המאקרו תומכים בתשואות נמוכות יותר בישראל:** סביבת אינפלציה נמוכה ושיפור במצב הפיסקאלי, בעיקר ירידה במחירי הסחורות (נפט בפרט)

### זום אין: בינתיים, השכר בישראל עולה בקצב מתון

האצה בקצב עליית השכר מהווה איום אינפלציוני בעתיד. חשש זה נובע מהרתיעה של מספר רב של פורשי עבודה לחזור לשוק העבודה. זאת, למרות העלייה החדה במספר המשרות הפנויות. **לפי שיקול ענפי, רמת השכר הממוצע במאי גבוהה (נומינלית) ב-6.8% לעומת ממוצע 2019 (ערב הקורונה). לא מדובר בקצב מהיר במיוחד, בפרט בהתחשב בגידול המהיר בפרייון.** שיעור זה מוטה כלפי מעלה מכיוון שמרבית פורשי העבודה היו ברמות שכר נמוכות, מה שמעלה את השכר הממוצע. **מחסור בעובדים עלול ליצור לחצי שכר אם הבלתי מועסקים לא יחזרו לעבוד.**

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

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

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.245	3.7904
שינוי שבועי	0.7%	0.2%
YTD	0.9%	-3.9%
שנה קדימה	3.14	3.75

אג"ח סחירות	אוגוסט
<b>פדיון סחיר</b>	<b>7.65</b>
<b>תחזית הנפקות</b>	<b>4.5</b>
<b>עודף פדיון</b>	<b>3.15</b>

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ה	ט"ב
קצר 923	-1.89	-1.8	-1.7
בינוני 726	-1.59	-1.5	-1.4
ארוך 1131	-0.75	-0.7	-0.6
שקלי	נוכחי	ט"ה	ט"ב
קצר 723	0.07	0.1	0.1
בינוני 1026	0.36	0.4	0.5
ארוך 330	0.96	1.0	1.1

US			
2y	0.23	0.2	0.25
5y	0.78	0.8	0.9
10y	1.26	1.3	1.6

## מאקרו ישראל

## צפויה צמיחה קרובה ל-7% השנה

הצמיחה זינקה ב-15.4% ברבעון ב' (מעל הציפיות המוקדמות) והירידה בצמיחה ברבעון א' תוקנה ל-1.4% (מ-6.2%). השינוי ברבעון א' היה בכול השימושים כולל הצריכה הפרטית (מ-3.4% לאפס), היצוא (מ-15% ל-18%), ההשקעות (מ-16% ל-10%) והצריכה הציבורית (מ-23% ל-11%).

ברבעון ב' הצריכה הפרטית עלתה ב-36.3% (על רקע הסרת המגבלות באמצע רבעון א'), בפרט רכישת רכבים חדשים (לאחר ההקדמה ברבעון ד' 2020 והירידה ברבעון א', הכול בשל העלאת שיעורי המס בינואר 21). חלה עלייה חדה בצריכת שירותים (51% בחישוב שנתי), הלבשה (58%) ומזון (9%), אך חלה ירידה בצריכת מוצרי חשמל לאחר עלייה חדה ברבעון א'.

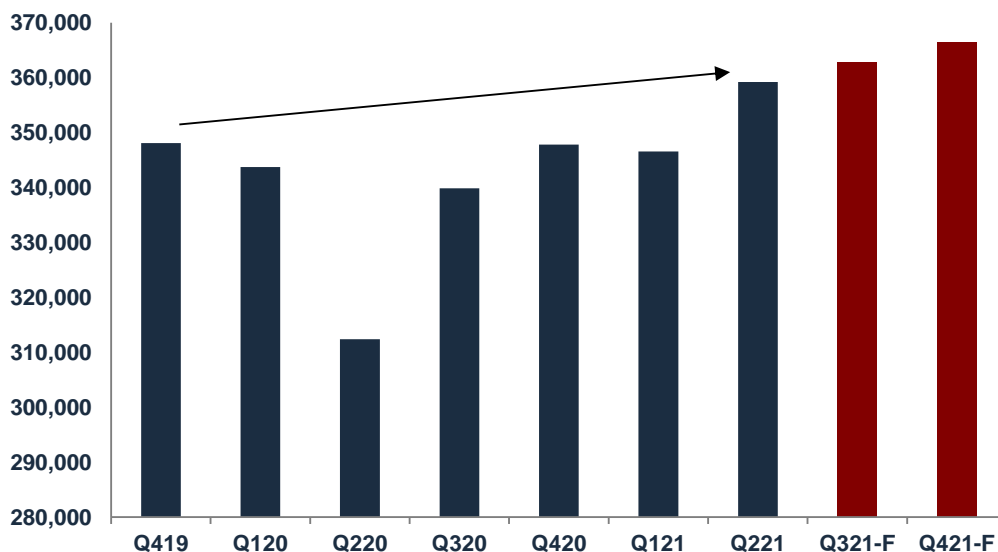
ההשקעות עלו ב-9.7%, מזה ההשקעות במכונת וציוד ירדו ב-9.4% (לאחר גידול של 36.4% ברבעון א'). ההשקעות בבנייה למגורים עלו ב-22.4% לאחר קיפאון ברבעון א', מדובר בהתפתחות מעודדת מבחינת הגדלת ההיצע של דירות. הבנייה שלא למגורים (תשתיות, משרדים) עלתה ב-6.7%.

היצוא עלה ב-18.1% כאשר יצוא "שירותים אחרים" (בעיקר היי טק) עלה ב-25% לאחר עלייה של 28% ברבעון א' (ו-20% במחצית ב' של 2020). בהחלט מדובר בקטר חשוב מאד לפעילות הכלכלית. אך היצוא התעשייתי גם עלה ב-5.1% ברבעון ב' לאחר צמיחה של 7.5%. חל גם גידול מהיר ביצוא החקלאי במחצית א' של השנה.

למעשה, ברבעון ב' רמת התוצר (הריאלי) גבוהה ב-3.2% לעומת ערב הקורונה (רבעון ד' 2019). בהנחה שפוטנציאל הצמיחה של המשק עומד על 3% לשנה, אזי לולא הקורונה התוצר היה עולה ב-4.5% בתקופה זו (שנה וחצי), רק כ-1.3% יותר מהמציאות בפועל. בהנחה (סבירה) שהמשק היה בפער תוצר סביב אפס (התוצר בפועל תאם את פוטנציאל התוצר בניצול מלא של גורמי ייצור) בסוף 2019, אזי אנחנו קרובים להגיע שוב לשיווי משקל זה עד סוף השנה.

קצב הצמיחה עשוי להפגיע לטובה השנה. למרות אי הוודאות לגבי המגבלות על הפעילות בשליש האחרון של השנה, אם המשק יצמח בקצב של 4% (בחישוב שנתי) גם ברבעון ג' וגם ברבעון ד', אזי קצב הצמיחה השנתית יגיע ל-6.8% (עם כל ההסתייגות לגבי גזירת הצמיחה השנתית מהאומדנים הרבעוניים). אם המשק יצמח בקצב מתון יותר של 3% לרבעון, אזי הצמיחה השנתית תגיע ל-6.6%, מעל תחזית בנק ישראל של 5.5%.

## התוצר הרבעוני (מנוכה עונתיות, ריאלי)

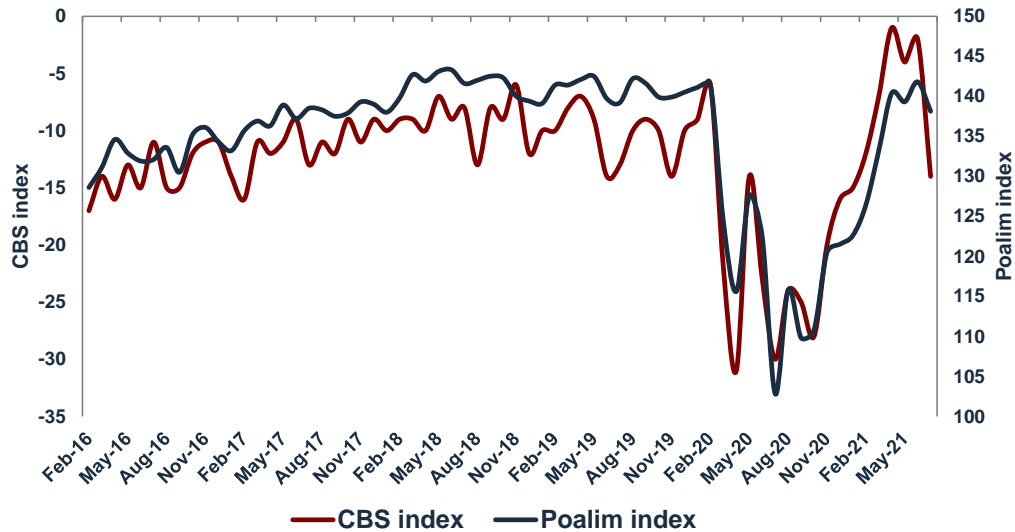


משמעות הדבר: סגירת פער התוצר ולכן אין הצדקה להמשך רכישות של אג"ח ומט"ח מבחינתו של בנק ישראל (לגבי המט"ח קיים נימוק נוסף של מניעת פגיעה משמעותית וחדה ברווחיות של הסקטור הסחיר). לעומת זאת, הריבית לא תעלה עד שסביבת האינפלציה (ללא השפעות טרנזיטוריות) תגיע ל-2%. האינפלציה ב-2021 (סביב 2.3%) מושפעת מגורמים זמניים של הסרת המגבלות, ושיבושים בהספקה וכו'. אין אנו צופים העלאת ריבית לפני 2023.

### פסימיות גוברת בקרב משקי הבית

מדד האמון הצרכני ירד במחצית השנייה של יולי ל-14 נקודות מ-7 נקודות במחצית הראשונה, כנראה על רקע העלייה בתחלואה וחשש מסגר מתקרב. הרכיבים לגבי הציפיות קדימה ירדו באופן חד, בפרט "המצב הכלכלי במדינה בשנה הקרובה" (ירידה ל-18 מאפס). פסימיות צרכנית תומכת במידה מסוימת בזהירות לגבי ביצוע רכישות ולקחת אשראי על ידי משקי בית.

מדדי האמון הצרכני : למ"ס + פועלים



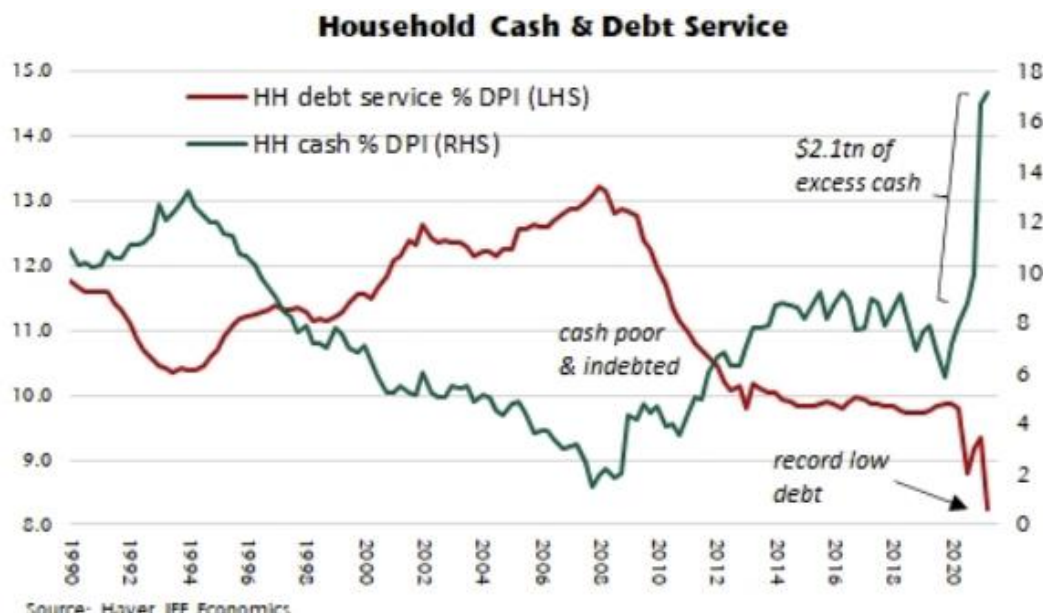
מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: שני: סקר כוח אדם (יולי), הייצור התעשייתי ופדיון בענפי המשק (יוני). בנוסף: החלטת הריבית (ללא מסיבת עיתונאים). לא צפוי שינוי בריבית כאשר בהודעה בנק ישראל ידגיש את ההתאוששות המהירה בפעילות ונתוני צמיחה מאד חיוביים מחד אך גם סיכום המשך העלייה בתחלואה מאידך. רביעי: יצוא שירותים (יוני).

**ארה"ב: רמת הצריכה צפויה להישאר גבוהה**

למרות שהמסחר הקמעונאי ירד ב- 1.1% ביולי (לעומת הצפי של -0.2%), חשוב להסתכל על רמת הצריכה, לא רק על שיעור השינוי. ברור שלאחר הסרת המגבלות חל זינוק בצריכה ברבעון ב' ("הביקוש הכבוש"). לכן, ירידה מתונה בצריכה בהחלט סבירה. עדיין, **רמת הצריכה ביולי 21 גבוהה ב- 13% לעומת יולי 20 וגבוהה ב- 20% לעומת יולי 2019**. לאחר כל קבלת צ'ק מהממשל הצריכה זינקה ולאחר מכן התמתנה מעט אך על רמה גבוהה יחסית. הגרף הבא ממחיש זאת:



קיימת ההערכה שהאמריקאים הוציאו רק 40% מסך התמיכות המיוחדות בגין הקורונה. נוצרה תוספת חיסכון של 2 טריליון דולר אשר מהווה מקור חשוב עבור הצריכה העתידית. המצב הפיננסי של משקי הבית לא היה טוב יותר, גם מבחינת תשלומי החזרי חובות:

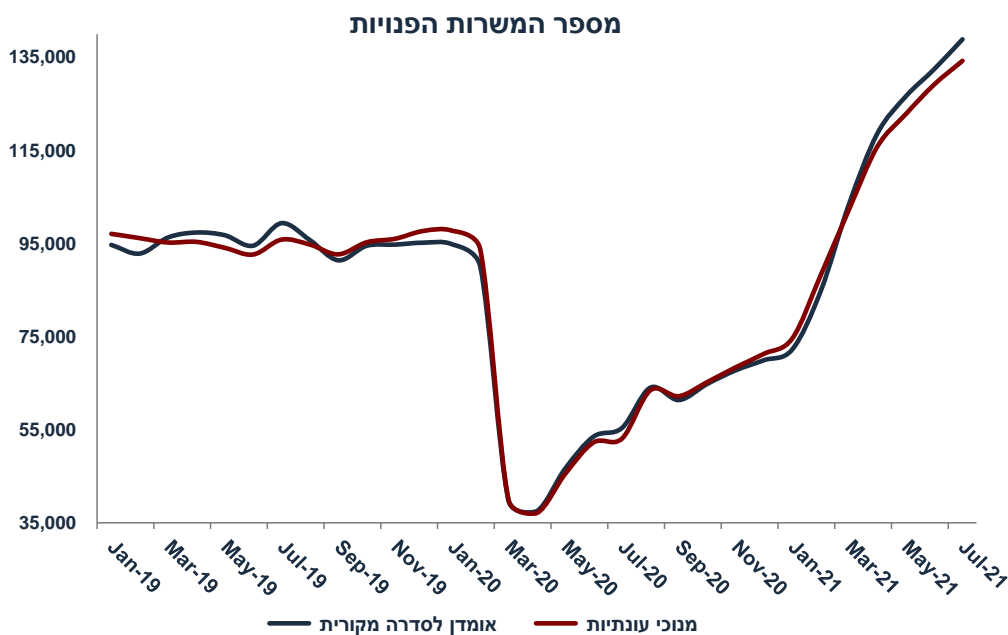


ברקע, הנשיא ביידן פועל להגדיל את ההכנסה הפנויה של משקי הבית על ידי קצבאות ילדים (הטבת מס), חינוך חינם בגיל הרך, העלאת שכר מינימום וכו'. המשמעות: הצריכה הפרטית בארה"ב צפויה להמשיך להיות חזקה ולתמוך גם בצמיחה וגם בלחצי אינפלציה. **נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם:** שני: מדד מנהלי הרכש במספר מדינות חשובות כולל יפן, אירופה (צרפת + גרמניה), UK, וארה"ב (אוגוסט), ארה"ב: מכירות של בתים (לא חדשים) ביולי, שלישי: המכירות של בתים חדשים. רביעי: ארה"ב: ההזמנות של מוצרי בני קיימא (יולי). שישי: ההכנסה הפנויה, הצריכה הפרטית ואינפלציית PCE (יולי), נתון מאד חשוב לפד. **בחמישי-שישי כנס Jackson Hole עשוי לספק נאומים מעניינים מחברי הפד.**

## זום אין: בינתיים, קצב עליית השכר בישראל מתון יחסית

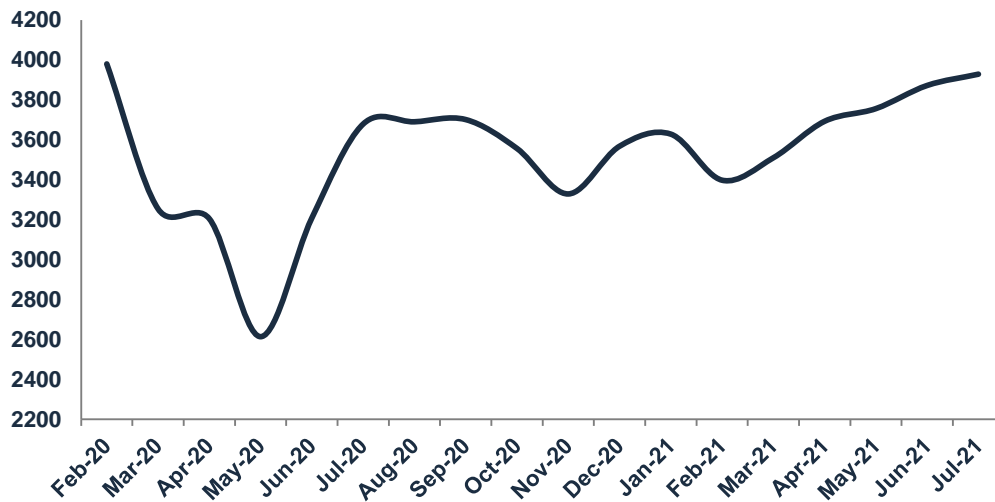
מעבר להשפעות הטכניטריות בטווח הקצר, האצה בקצב עליית השכר מהווה איום אינפלציוני לטווח הארוך יותר. חשש זה נובע מהרתיעה (עד כה) של מספר רב של פורשי עבודה לחזור לשוק העבודה. עד כה, רתיעה זו נבעה מתמריצים שליליים כגון חוק החל"ת (עד יולי למרבית האוכלוסייה), חשש מהידבקות, קושי למצוא פתרון עבור ילדים בבית, ושינויי העדפות (בין פנאי ועבודה).

במקביל, מסתמן מחסור של עובדים. בחודש יולי מספר המשרות הפנויות עלה ל-134 אלף (בניכוי עונתיות) מ-129 אלף ביוני ל-122 אלף במאי. הרמה ערב הקורונה עמדה סביב 96 אלף. הסקטור העסקי צמא לעובדים חדשים ולא מצליח לאייש תפקידים בכול הענפים, כולל בשירותים, מסחר, תעשייה ובנייה. המשך עלייה במשרות הפנויות מעט תמוה על רקע ביטול חוק החל"ת בתחילת יולי, אך יתכן שחלק מהבלתי מועסקים (עם ילדים) מעדיפים לחכות לתחילת שנת הלימודים. בכול מקרה, מדובר באינדיקטור לגבי התרחבות מהירה במשק (בהיבט החיובי), אך מנגד, תופעה זו תומכת בלחצי שכר, מה שעלול לתמוך באינפלציה.



בכול זאת, מסתמן גידול גם במספר המועסקים במשק. מספר המועסקים (למעט עובדים בחל"ת בגין הקורונה) ביולי 21 הגיע ל-3.93 מיליון איש לעומת 3.98 מיליון בפברואר 20 (ערב הקורונה), פער של כ-50 אלף בלבד. אם מוסיפים את הגידול הטבעי בכוח העבודה (כ-1.5% לשנה), מדובר בפוטנציאל של תוספת של 60 אלף מועסקים: או סך הכול פוטנציאל לגידול של כ-110 אלף מועסקים עד "תעסוקה מלאה". בסך הכול מדובר בהיקף משמעותי שיכול לספק את מרבית הגידול בביקוש לעובדים, זאת בהנחה שחוזרים לשיעור ההשתתפות של ערב הקורונה.

## מספר המועסקים ללא חל"ת בגין הקורונה (אלפים)



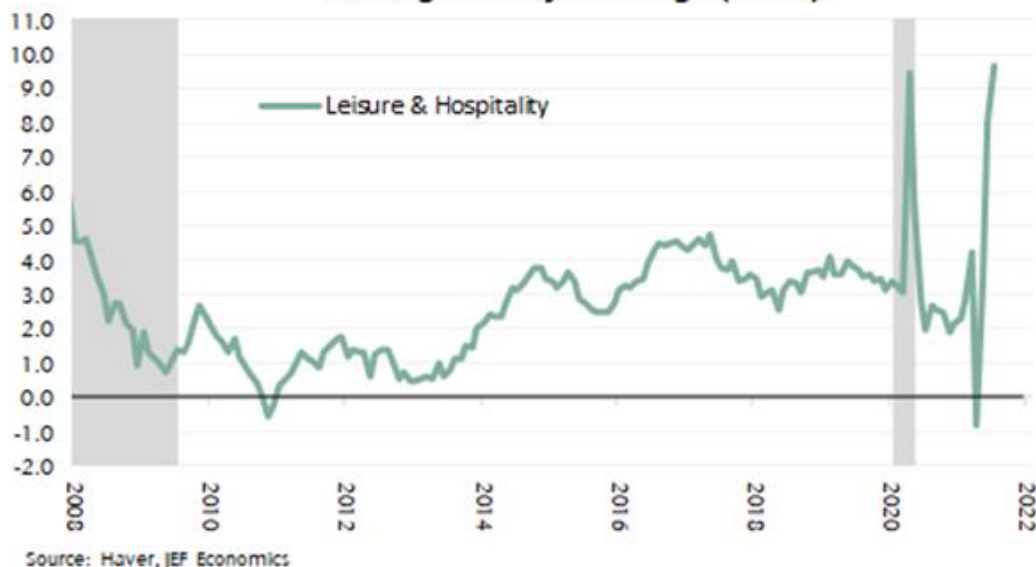
קיימת בעיה שנתוני השכר בישראל מתפרסמים בפיגור של חודשיים לפחות. רמת השכר הממוצע בחודש מאי 21 גבוהה מהממוצע של שנת 2019 ב- 9%. אך חישוב של השכר הממוצע מטעה בשל ההצטרפות המהירה של עובדי היי טק ברמות שכר גבוהות וירידה חדה במספר העובדים בענף אירוח ופנאי (ירידה של 25%- לעומת ערב הקורונה) ברמות שכר נמוכות. השכר של עובדי "תקשורת ומידע" עלה ב-15% מ- 2019 עד לחודש מאי 2021. השכר הממוצע בענף "שירותי אירוח ואוכל" עלה ב- 8.8% בתקופה זו (מאי 21 לעומת ממוצע 2019).

לכן, חישובנו את עליית השכר בשיקול ענפי (לפי משקל הענף ב-2019). חישוב זה מראה שרמת השכר הממוצע במאי גבוהה (נומינלית) ב- 6.8% לעומת ממוצע 2019, (ולא 9%).

גם שיעור זה מוטה כלפי מעלה מכיוון שמרבית פורשי העבודה בכול ענף היו ברמות שכר נמוכות (last in first out), מה שמעלה את השכר הממוצע. בנוסף, פריון העבודה עלה בשיעור דומה לעליית השכר.

בינתיים, קצב עליית השכר במשק איננו "אינפלציוני" אך מדובר בנתונים בפיגור רב. בארה"ב (בה קיימים נתונים עד יולי) השכר המשוקלל עולה בקצב שנתי של 5% כאשר מתחילת השנה השכר בענף אירוח ופנאי עולה בקצב שנתי של 17%.

## Average Hourly Earnings (Y/Y%)



לסיכום, מחסור בעובדים מהווה איום אינפלציוני בפרט אם שיעור ההשתתפות בשוק העבודה לא יחזור לרמה של ערב הקורונה.

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 מפיצייהם 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.