

יונתן כץ
ונלכלני לידר
שוקי הון

שוק האג"ח בארה"ב עדיין לא מגיב להאצה באינפלציה ומדיניות פסיקאלית מרחיבה

נקודות עיקריות

שוקי המניות היו חיוביים בשבוע האחרון בהשפעת הירידה בתחלואה ומגמת הסרת המגבלות במרבית המדינות המפותחות. בארה"ב מספר דורשי העבודה ירד וחל גידול בהזמנות (הליבה) של מוצרים בני קיימא. השווקים לא התרגשו מההאצה באינפלציה PCE (קצת מעבר לצפיות) וגם תשואות האג"ח לא הגיבו, זאת על רקע מילות הרגעה מחברי הפד לגבי האופי הטנזיטורי של האינפלציה. ביידן הציג את התקציב המוצע שלו אשר כולל גירעון של 7.8% תוצר ב-2022 וגירעונות סביב 5% תוצר לשנה בעשור הקרוב עם עלייה בחוב הפדרלי מ-100% תוצר ב-2020 ל-117% ב-2031.

מאקרו ישראל: צמיחה מהירה ביצוא שירותי היי טק.

- < באפריל המדד המשולב עלה ב-0.25%, ומרבית הרכיבים מצביעים על התרחבות.
- < באפריל 70 אלף עובדי חל"ת חזרו לעבודה (או פרשו) מתוך 193 אלף במרץ.
- < ברבעון א' יצוא שירותי היי טק עלה ב-28% בחישוב שנתי לאחר 26% ברבעון ד'.
- < באפריל הרכישות בכרטיסי האשראי עלו ב-2% וב-18% מאז הסגר בינואר.
- < נתונים שבועיים מצביעים על ירידה מסוימת במאי (מנוכה עונתיות).
- < מדד האמון הצרכני נותר גבוה (-4 נקודות) במחצית הראשונה של חודש מאי.
- < **סביבת האינפלציה:** מדד מאי עלול להפגיע.
- < עידכנו את תחזית מדד חודש מאי ל-0.5% בציפייה לעלייה חדה במחירי ההלבשה.
- < בחודש מאי הלמ"ס עורכת בדיקה שנתית הבשוואה למחירים הנמוכים במאי 20.
- < לפי הערכתנו, מחירי הדלקים צפויים להישאר יציבים בתחילת יוני (או עלייה קלה).

ארה"ב: ההתאוששות נמשכת.

- < מחירי הבתים (Case-Shiller) עלו ב-1.6% במרץ וב-13% בשנה האחרונה.
- < באפריל מספר הבתים החדשים שנמכרו ירד ב-6%, על רקע עלייה בריביות.
- < ההזמנות של מוצרי בני קיימא (ליבה) עלו ב-2.3% (הצפי היה ל-0.9%).
- < ההכנסה הפנויה ירדה ב-13% לאחר עלייה של 21% במרץ (בו ניתן צ'יק של 1,400 דולר). הצריכה הפרטית עלתה ב-0.5% באפריל לאחר גידול של 4.2% במרץ.
- < אינפלציית הליבה PCE עלתה ל-3.1% שנה אחורה (צפי ל-3.0%) מ-1.8%.
- < מספר דורשי העבודה החדשים עלה ב-406 אלף, פחות מהצפי של 450 אלף.

אירופה: שיפור באופטימיות.

- < בחודש מאי מדד האמון העסקי בגרמניה עלה בצורה חדה על רקע פתיחת המשק.
- < מדד האמון הכלכלי (עסקי וצרכני) עלה ב-4.2 נקודות, מעבר לצפיות המוקדמות.

שוק האג"ח: אדישות להאצה באינפלציה ולמדיניות הפסיקאלית המרחיבה בארה"ב.

- < בחודש יוני האוצר ימשיך להנפיק 9 מיליארד \$ בשוק המקומי הסחיר.
- < התשואות בארה"ב לא הגיבו ביום שישי לנתוני האינפלציה המעט גבוהים מהחזו.
- < סביבת האינפלציה בארה"ב בחודשים הקרובים צפויה להישאר גבוהה.
- < גם הצגת המדיניות הפסיקאלית של ביידן (המאוד מרחיבה) לא השפיעה על השוק.
- < בנק ישראל צפוי לשרד אופטימיות בהודעה המוניטארית מחר.
- < **החשש למדד מאי גבוה מקנה עדיפות לצמודים לפחות עד לפרסום המדד.**

זום אין: מדוע כבר לא מזכירים את "פער התוצר"

- < ניתוח של "פער התוצר" חשוב בהסתכלות על לחצי אינפלציה לטווח הארוך.
- < מדובר בפער בין רמת התוצר בפועל ורמת התוצר הפוטנציאלי בניצול מלא של גורמי הייצור (הון ועבודה).
- < ניצול חלקי של גורמי הייצור (בעיקר עבודה) תומך בסביבת אינפלציה נמוכה.
- < בנק ישראל פירסם שפער התוצר ב-2020 הגיע ל-5.3%, רמה גבוהה יחסית.
- < פוטנציאל הצמיחה של ישראל עומד על 3.2% כעת.
- < לכן, בהנחה שהמשק יצמח ב-5.5% השנה עדיין ייווצר פער תוצר של 3%- לפחות.
- < **משמעות הדבר, סביבת אינפלציה נמוכה יחסית לאחר ההשפעות הטנזיטוריות.**

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	0.8%
מאי	0.5%
יוני	-0.2%
יולי	0.2%
שנה קדימה	1.1%
2021	1.9%

ריבית	
נוכחית	0.10%
סוף 2020	0.10%
בעוד שנה	0.10%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.253	3.9688
שינוי שבועי	-0.1%	-0.2%
YTD	1.2%	0.6%
שנה קדימה	3.14	3.85

אג"ח סחירות	
פדיון סחיר	יוני 0.0
תחזית הנפקות	9.0
עודף גיוס	9.0

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ה	ט"ב
קצר 923	-1.77	-1.7	-1.5
בינוני 726	-1.30	-1.3	-1.2
ארוך 1131	-0.57	-0.6	-0.6

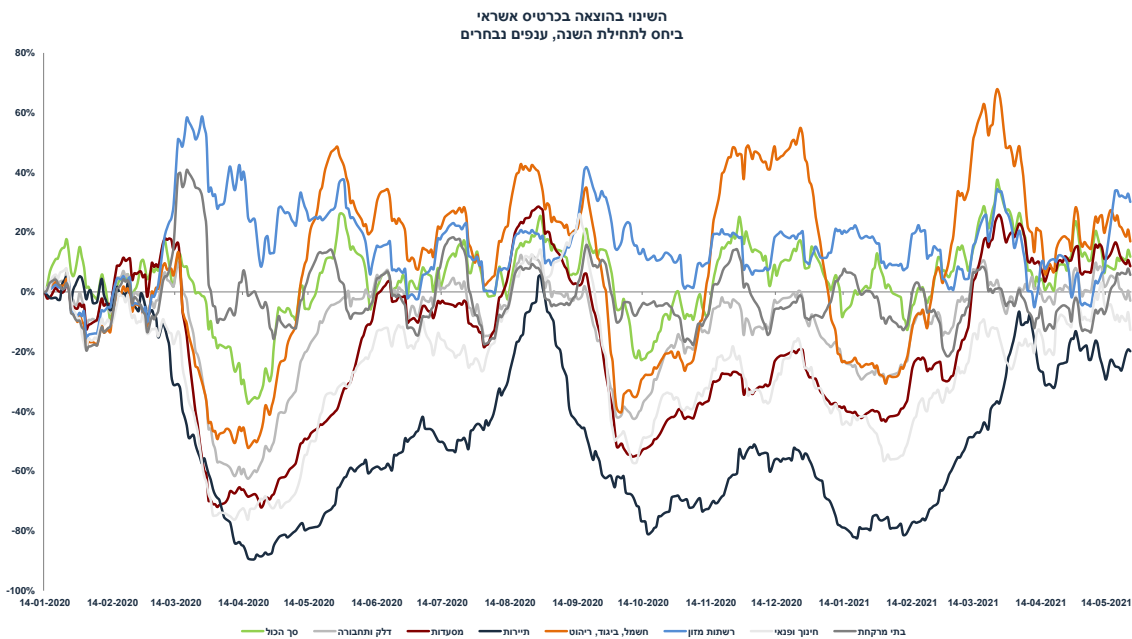
שקלי	נוכחי	ט"ה	ט"ב
קצר 723	0.20	0.15	0.15
בינוני 1026	0.64	0.65	0.7
ארוך 330	1.19	1.2	1.2

US			
2y	0.14	0.15	0.15
5y	0.80	0.85	0.9
10y	1.59	1.65	1.8

מאקרו ישראל

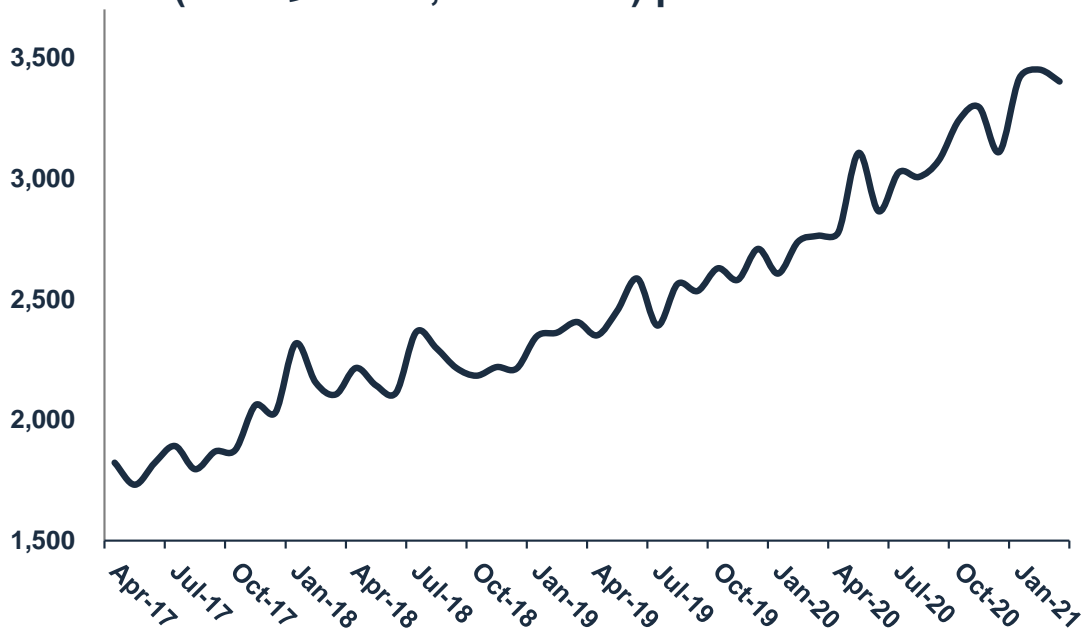
השפעת ההסלמה על הצריכה הייתה מתונה

בחודש אפריל הרכישות בכרטיסי האשראי עלו ב- 2% לאחר גידול של 9.8% במרץ ו- 18% מאז הסגר בחודש ינואר (מנוכה עונתיות). העלייה החדה בצריכה הפרטית נתמכת גם על ידי "הביקוש הכבוש" אשר נוצר בשל המגבלות על הצריכה בתקופת הסגרים. תופעה זו תומכת בלחצי אינפלציה בטווח הקצר אך מדובר באפקט זמני בעיקרו. לפי נתונים שבועיים של בנק ישראל עד ל- 25.5 (נתונים מקוריים), בממוצע של חודש מאי הרכישות בכרטיסי האשראי עלו ב- 1.5% (נתונים מקוריים). בשנים קודמות, חודש מאי מאופיין על ידי גידול חד יותר ברכישות בכרטיסי אשראי (לאחר השפעת החגים באפריל), כך שסביר להניח שבכול זאת הייתה ירידה קלה בצריכה הפרטית בניכוי עונתיות בחודש מאי.

גידול מהיר ביצוא שירותי היי טק תומך בשקל חזק

ברבעון א' 21 יצוא שירותי היי טק עלה ב- 28% לעומת הרבעון הקודם (במונחים שנתיים), זאת לאחר גידול של 26% ברבעון ד' (מנוכה עונתיות). מדובר בקטר צמיחה חשוב לפעילות הכלכלית אשר מהווה היום כ- 10% מסך התוצר. סקטור זה, אשר התרחב בצורה ניכרת בתקופת הקורונה, כולל כל שירותי תוכנה ומיחשוב, סייבר, IT, מו"פ, וכו'. מדובר במגמת התרחבות אשר צפויה להימשך ותומכת בעודף בחשבון השוטף (ולכן גם בשקל חזק), זאת למרות הגידול בגירעון הסחר.

יצוא שירותי היי טק (מיליוני דולר, מנוכה עונתיות)

מדד מאי עלול להפגיע כלפי מעלה

תחזית מדד מאי שלנו עודכנה כלפי מעלה ל- 0.5% עקב חישוב מחדש של מחירי ההלבשה והנעלה. בחודש מאי הלמ"ס מבצעת חישוב של "הגשר" אשר משווה את מחירי פריטי הקיץ למחירים במאי אשתקד, חודש בו מחירי ההלבשה היו נמוכים במיוחד בשל הסגר. השנה המשק נפתח ולכן השינוי העונתי (תיקון "הגשר") צפוי להיות חד במיוחד (סביב 10% לפחות במקום העונתיות הרגילה של 6%-7%). לא נופתע אם מחירי ההלבשה וההנעלה יעלו מעבר ל- 10%. גם בהנחה שמחירי ההלבשה יעלו ב- 10% במאי, מדובר בירידה של 6.5% לעומת מאי 19 (אם מדלגים על שנת הקורונה הבעייתית). בשנים עברו, מחירי ההלבשה ירדו בקצב של 3%-3.5% לשנה.

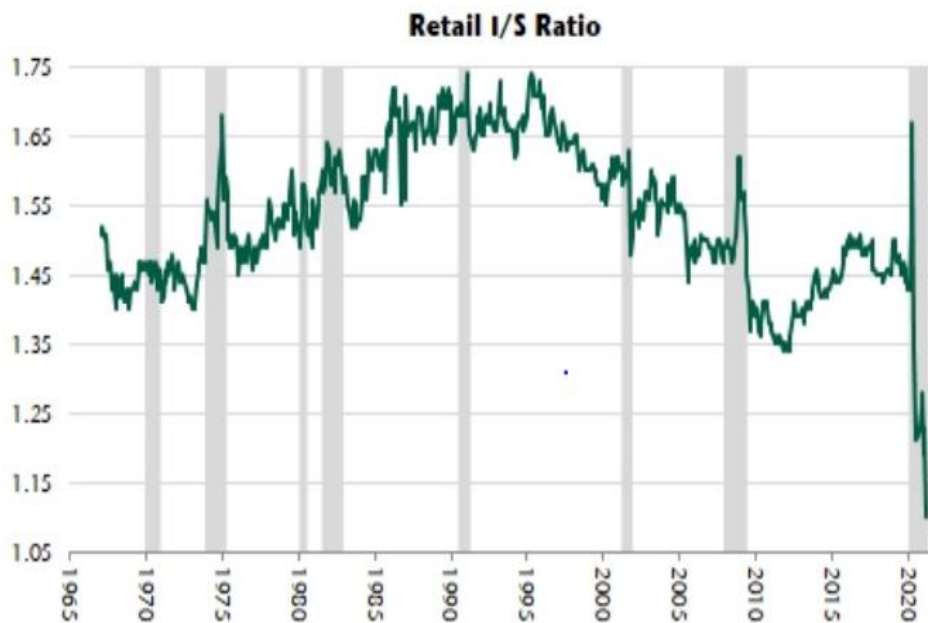
מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: יום שני: שיעור האבטלה המפורט במחצית הראשונה של מאי, המכירות ברשתות השיווק (אפריל). **החלטת ריבית בנק ישראל:** לא צפוי שינוי במדיניות המוניטארית אך בהחלט צפויה נימה מאד אופטימיות על ידי בנק ישראל, זאת לפי הירידה החדה בתחלואה ופתיחה מלאה של המשק. יום חמישי: השכר הממוצע ומספר משרות השכיר (מרץ).

מאקרו חו"ל.

ארה"ב: גידול בצריכת שירותים באפריל

הירידה בהכנסה הפנויה בשיעור של 13% באפריל לא הפגיעה: התמיכות הממשלתיות ירדו ב- 41% (לאחר מתן סיוע של 1,400 דולר למרבית האזרחים בחודש הקודם). הצריכה הפרטית עלתה ב- 0.5% לאחר גידול של 4.2% בחודש מרץ. הסרת המגבלות הביאה להסטה בצריכה מצריכת מוצרים באפריל (אשר ירדה ב- 0.5%) לצריכת שירותים, כגון שירותי תעופה (+12%), שירותי בידור ופנאי (8.8%) ושירותי אירוח ומסעדות (2.6%). שיעור החסכון ירד מ- 27.7% במרץ ל- 14.9%, שיעור אשר עדיין נחשב גבוה בראיה היסטורית וצפוי להמשיך לרדת ככל שמשקי הבית מגדילים את צריכת השירותים בחודשים הקרובים.

בחודשים האחרונים היחס של רמת המלאי למכירות במסחר הקמעונאי (inventory/sales) המשיך לרדת, זאת על רקע ביקוש צרכני חזק ורמת מלאים נמוכה עקב שיבושים בהספקה (לא רק בנמלי ישראל). מדובר באינדיקטור להמשך לחץ אינפלציוני בחודשים הקרובים.

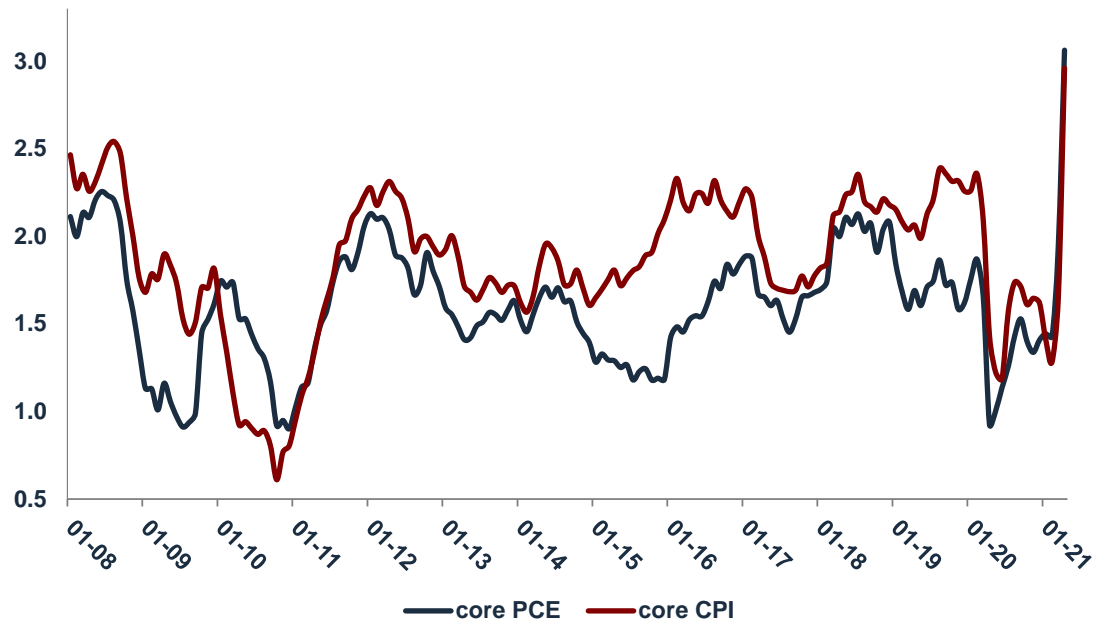


Source: Haver, JEF Economics.

עלייה בסביבת האינפלציה

האינדיקטור המועדף עבור הפד בניתוח סביבת האינפלציה מצביע על האצה של ממש באינפלציה. אינפלציית הליבה PCE (מחירי הצריכה הפרטית) עלתה ב- 0.7% בחודש אפריל (הצפי בשוק היה ל- 0.6%) ועלתה ב- 3.1% ב- 12 החודשים האחרונים (הצפי היה ל- 3.0%), האצה מ- 1.8% לפני חודש. נתון זה מצטרף לאינפלציית הליבה של מדד המחירים לצרכן CPI אשר עלתה ב- 0.9% באפריל וב- 3.0% שנה אחורה. הפד ממשיך להדגיש שהוא סבור שהעלייה בסביבת האינפלציה הינה זמנית (טרנזיטורית) על רקע הסרת המגבלות על הפעילות, ביקוש כבוש, שיבושים בהספקה ועלייה במחירי הסחורות בעולם. השאלה הגדולה: מתי נראה התכנסות חזרה לסביבת אינפלציה קרובה יותר ל- 2%? כנראה לא לפני סוף רבעון א' 2022. ברקע, ביידן מציע תקציב של 6 טריליון דולר, וכנראה גירעון של 1.5 טריליון דולר ב- 2022 או כ- 7.8% תוצר, ושמירה על גירעונות גבוהים סביב 5% תוצר עד 2031.

מדדי אינפלציית הליבה ב- 12 החודשים האחרונים



השלכות: בינתיים שוק האג"ח לא מגיב לנתוני האינפלציה בחודש אפריל אשר הפתיעו כלפי מעלה. בראייה קדימה, שילוב של מדיניות פייסקאלית מאד מרחיבה עם מדיניות מאד "סובלנית" עד ידי הפד צפוי לתמוך בלחץ לעליית תשואות ל- 10 שנים לכיוון 2% עד סוף השנה. השלכה נוספת: המשך לחץ להיחלשות הדולר בעולם (בשל הגידול החד "בגירעונות הכפולים" – תקציבי + חשבון שוטף). משמעות הדבר: המשך התחזקות השקל מול הדולר.

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: יום שני: יפן: הייצור התעשייתי והמסחר הקמעונאי (אפריל), סין: מדד מנהלי הרכש PMI בתעשייה (מאי). שלישי: סין מדד מנהלי הרכש Caixin, אירופה: מדד המחירים לצרכן (מאי, אומדן), ארה"ב מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה (מאי). חמישי: מדד מנהלי הרכש ISM בענפי השירותים. מספר דורשי העבודה החדשים בשבוע האחרון. הגידול בתעסוקה ADP במאי. שישי: נתוני התעסוקה בארה"ב (חודש מאי) הצפי הוא לגידול של 675 אלף מועסקים. קיימת חשיבות מיוחדת לראות אם הלחץ לעליית שכר נמשך (לאחר עליה של 0.7% באפריל), זאת בתור אינדיקטור ללחץ אינפלציוני. אירופה: המסחר הקמעונאי (אפריל).

זום אין: מדוע כבר לא מזכירים את "פער התוצר"?

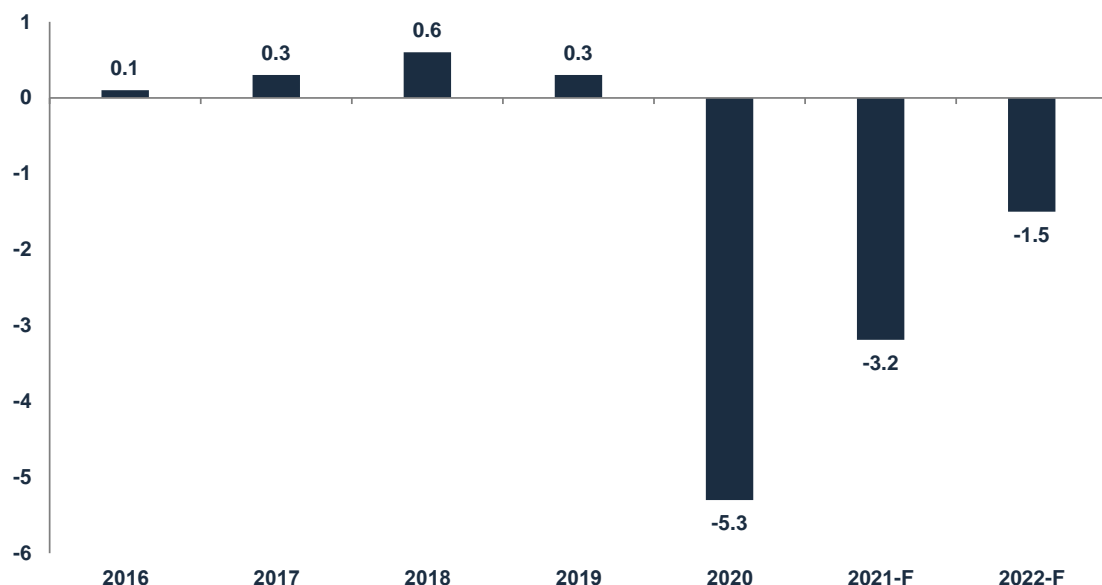
לאחרונה אנו עדים לעלייה בציפיות האינפלציה בעולם, בפרט בארה"ב אך גם בישראל. עלייה בציפיות האינפלציה לשנה הקרובה מובנת מאד על רקע העלייה במחירי הסחורות בעולם, שיבושים בהספקה, עלייה חדה במחירי ההובלה (אשר נמשכת, ראה גרף) ותופעת הביקוש הכבוש עם הסרת המגבלות על הפעילות.

יחד עם זאת, העלייה בציפיות האינפלציה בטווחים הארוכים יותר פחות מובנת, בפרט בישראל. בארה"ב ניתן להסביר את העלייה בציפיות האינפלציה על ידי ציפייה להמשך מדיניות פסיקאלית ומוניטארית מאד מרחיבה. הנשיא ביידן כבר הכריז על שלוש תוכניות פסיקאליות בפחות מחצי שנה וברור ששתי התוכניות האחרונות (עבור השקעות בתשתיות ורווחת האוכלוסייה) לא יכוסו על ידי העלאת מיסים. ביידן מציע מסגרת תקציב עם גרעון סביב 7.8% בשנה הבאה. המצב הפסיקאלי בישראל צפוי להיות שונה לגמרי. גם אם הממשלה הבאה לא תבצע ריסון פסיקאלי של ממש ב-2022, סביר להניח שלא יהיו הרחבות פסיקאליות משמעותיות וצפוי תוואי גירעון פחות בשנים הבאות.

ניתוח של "פער התוצר" חשוב מאד בהסתכלות על לחצי אינפלציה בטווחים הארוכים יותר. מדובר בפער בין רמת התוצר בפועל ובין רמת התוצר הפוטנציאלי בניצול מלא של גורמי הייצור (הון ועבודה). ניצול חלקי של גורמי הייצור (בעיקר עבודה) תומך בסביבת אינפלציה נמוכה. מדוע? רפיון בשוק העבודה מפחית את לחצי השכר במשק. כמובן שאנו מסתכלים קדימה: לאחר ביטול חוק החל"ת ושאר התמריצים השלילים לחזור לשוק העבודה. חשוב להדגיש שבחודש אפריל 21 היו כ-200 אלף מועסקים פחות יחסית לערב משבר הקורונה.

בנק ישראל פירסם שפער התוצר ב-2020 הגיע ל-5.3% מ-0.3% ב-2019 (ניצול מלא מעט יותר של גורמי הייצור). חשוב להדגיש שגם בשנים 2016-2019 בהן התוצר בפועל היה מעט גבוה מהתוצר הפוטנציאלי, סביבת האינפלציה הייתה נמוכה מאד בישראל, זאת בהשפעת הייסוף המתמשך בשקל, תחרות גוברת מהיבוא (מסחר מקוון) ומחירי סחורות נמוכים יחסית. פוטנציאל הצמיחה של ישראל עומד על 3.2% כעת. לכן, בהנחה שהמשק יצמח ב-5.5% השנה וב-5% ב-2021, עדיין ייווצר פער תוצר בשנתיים הקרובות. כלומר, פער התוצר לא צפוי להיסגר לפני סוף 2022 לפחות. משמעות הדבר, לחץ לסביבת אינפלציה נמוכה יחסית, זאת לאחר ההשפעות הטרנזיטוריות של השנה הקרובה.

פער התוצר (הפער בין התוצר בפועל והתוצר הפוטנציאלי)



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 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 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.