

יונתן כץ  
נכלכלני לידר  
שוקי הון

## חשש לריסון מוניטארי יותר מהיר על ידי הפד תמך בעלית תשואות

### נקודות עיקריות

השבוע האחרון אופיין על ידי ירידות מחירים בשווקים על רקע חשש שהפד עלול להעלות את הריבית מוקדם יותר ובצורה אגרסיבית יותר, זאת לפי הפרוטוקול שלהחלטת הריבית, כולל אפשרות של תחילת צמצום מאזן הפד עוד השנה. מכלול הנתונים הכלכליים בארה"ב היו מעורבים עם ירידה במדדי מנהלי הרכש וגידול מתון במספר המועסקים אך מלווה בירידה חדה בשיעור האבטלה ועליה בשכר (שני סקרים נפרדים).

### מאקרו ישראל: אופטימית גבוהה למרות האומיקרון

- < מדד האמון הצרכני של פועלים מצביע על רמת אופטימיות גבוהה, זאת למרות העלייה בתחלואה, כנראה על רקע שיפור בשוק העבודה.
- < סקר מגמות בסקטור העסקי נמצא ברמה גבוהה של אופטימיות (למעט בענף המלונאות). למרות העלייה בתחלואה, ענף המסחר צופה גידול במכירות.
- < נתוני הניידות של גוגל מצביעים על ירידה מתונה בלבד בניידות לעבודה בשבוע האחרון של דצמבר.
- < לאחר ירידה בשכר הממוצע באוקטובר, קצב עליית השכר השנתי התמתן ל-3.2%.
- < בנק ישראל מאד אופטימי לגבי הצמיחה בשנתיים הבאות (10.8% במצטבר).

### סביבת האינפלציה:

- < בחודש דצמבר, בנק ישראל רכש 739 מיליון דולר והשקל יוסף ב-1.6% מול הסל.
- < בשבוע האחרון מחירי הנפט עלו על רקע האלימות בקזחסטאן וירידה בתפוקה בלוב.

### ארה"ב: שוק העבודה מתהדק

- < בדצמבר נוספו 199 אלף מועסקים + 141 אלף בתיקונים אחורה.
- < שיעור האבטלה ירד ל-3.9% מ-4.2%. השכר לשעת עבודה עלה ב-0.6%.
- < בדצמ', מדד מנהלי הרכש בתעשייה ISM ירד ב-2.4 נק' ל-58.7, רמה אשר עדיין משקפת התרחבות מהירה. רכיב המחירים ירד ב-14.2 נק' ל-64.9: **מחירי התעשייה ממשיכים לעלות אך בקצב מתון יותר**. זמני ההספקה התקצרו.
- < מדד ה-ISM בענפי השירותים ירד ב-7.1 נק' ל-62 (הצפי היה ל-67). למרות הירידה, זה חודש ה-10 שהמדד נמצא מעל 60. רכיב המחירים עלה מעט ל-82.5.
- < בנוב' מספר המשרות הפנויות ירד ל-10.6 מיליון (מ-11 מיליון). מספר המתפטרים מעבודתם המשיך לעלות ל-4.53 מיליון מ-4.36 מיליון. **סימן לשוק העבודה הדוק.**

### סין:

- < בדצמבר, מדד מנהלי הרכש Caixin עלה ב-1 נק' ל-50.9 נק' (מעל הציפיות).

### אירופה

- < בדצמבר, אינפלציית הליבה עלתה ב-2.6% y/y, בדומה לחודש הקודם.

### שוק האג"ח:

- < התשואות בארה"ב עלו על רקע חשש לעליית ריבית אגרסיבית יותר.
- < ה-spread השלילי על אג"ח ארה"ב התרחב, בהתאם לציפיות שלנו.
- < בניגוד לציפיות שלנו, הודעת הריבית של בנק ישראל מלווה במסר "יוני" עם דגש על סבלנות לפני תחילת ריסון מוניטארי.
- < בדצמבר, בנק ישראל רכש 1.5 מיליארד \$ באג"ח ממשלתי והשלים את התוכנית.
- < **אנו ממשיכים להעדיף את האפיק השקלי וסבורים שה-spread השלילי מול ארה"ב צפוי להמשיך להתרחב.**

### זום אין: התמתנות בגידול בבסיס הכסף ב-2021

- < בסקירה של ה-2.8.20 התרענו מפני השפעה אינפלציונית מזינוק בבסיס הכסף.
- < לאחר שנת 2020 בה בסיס הכסף עלה ב-26%, ב-2021 חל גידול של 12%.
- < עדיין מדובר בקצב מהיר יחסית, אך רק מעט מעל הגידול בתוצר הנומינלי.
- < רכיב המזומנים שבידי הציבור עלה השנה ב-9% לאחר גידול של 21% ב-2020.
- < הכסף הנזיל שבידי הציבור (M1) עלה השנה ב-19% השנה. נתון זה מעט בעייתי מכיוון שהוא כולל גם חברות ואת הסקטור הפיננסי, ולא רק את משקי הבית.
- < **התמתנות בקצב הגידול של בסיס הכסף תומכת בהתמתנות בסביבת האינפלציה.**

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	2.4%
דצמבר	0.1%
ינואר	0.1%
פברואר	0.1%
<b>שנה קדימה</b>	<b>1.6%</b>
2022	1.5%

ריבית	
נוכחית	0.10%
סוף 2022	0.25%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.109	3.517
שינוי שבועי	0.0%	-0.1%
YTD	-3.2%	-10.8%
שנה קדימה	3.04	3.40

גיוס מול פירעון	ינואר
פדיון סחיר	17.2
תחזית הנפקות	4.5
עודף פדיון	12.7

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 923	-2.68	-2.5	-2.3
בינוני 726	-2.14	-2.0	-1.8
ארוך 1131	-1.32	-1.2	-1.1

שקלי			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 723	0.04	0.05	0.1
בינוני 1026	0.55	0.5	0.4
ארוך 432	1.30	1.3	1.3

US			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
2y	0.86	0.9	0.9
5y	1.50	1.6	1.7
10y	1.76	1.8	1.9

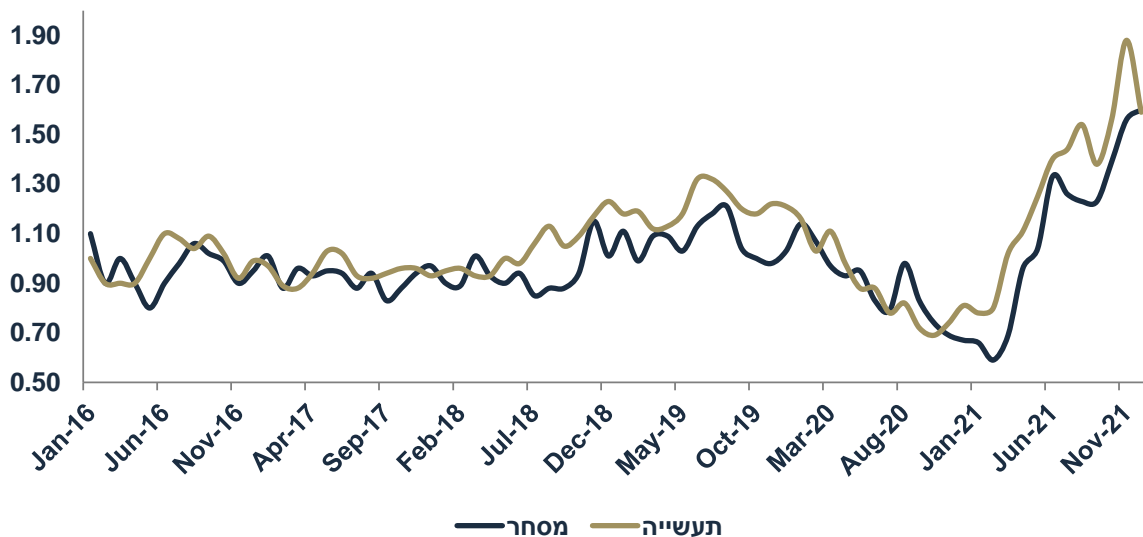
\* ט"ק - החודש הקרוב

## מאקרו ישראל

ירידה קלה באופטימיות העסקית

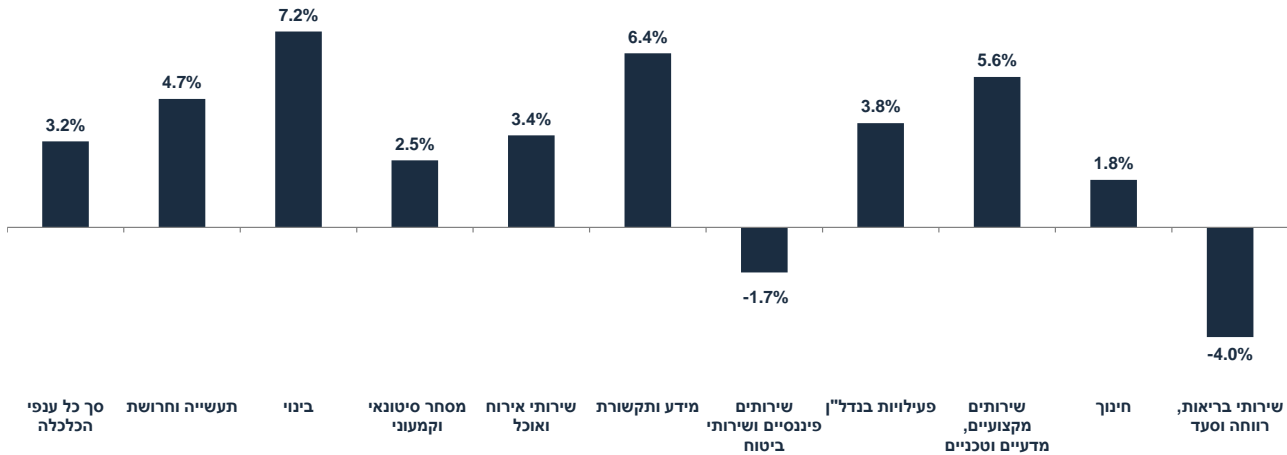
לפי סקר מגמות בסקטור העסקי, חלה ירידה קלה ברמת האופטימיות בדצמבר, למעט ענף המלונאות אשר מדווח על התכווצות של ממש (בתיירות הנכנסות). למרות העלייה בתחלואה, ענף המסחר מצפה לגידול במכירות. גם התעשייה וגם ענפי השירותים מצפים להמשך גידול בהזמנות, אם כי בקצב מתון יותר יחסית לחודשיים הקודמים. המאזן נטו של כול החברות לגבי הציפיות לפעילות בשלושת החודשים הקרובים חיובי וגבוה יחסית ועומד על 4.5 נקודות, אך מדובר ברמה נמוכה יחסית לחודשיים שקדמו. נתוני הניידות של גוגל לגבי השבוע האחרון של דצמבר מצביעים על ירידה מתונה בלבד בניידות. כנ"ל לגבי הרכישות בכרטיסי האשראי בשבוע האחרון (ירידה של 2% לעומת השבוע המקביל לפני חודש), אך מדובר בנתונים שאינם מנוכי עונתיות.

ציפיות האינפלציה שנה קדימה התמתנו ל-1.71% מ-1.8% לפני חודש. חלה ירידה חדה במיוחד בציפיות האינפלציה בקרב התעשיינים (ל-1.59% מ-1.88%), כנראה על רקע הייסוף החד בשקל.

**ציפיות האינפלציה בעוד שנה בענפי התעשייה והמסחר**התמתנות בקצב עליית השכר תומכת באינפלציה מתונה

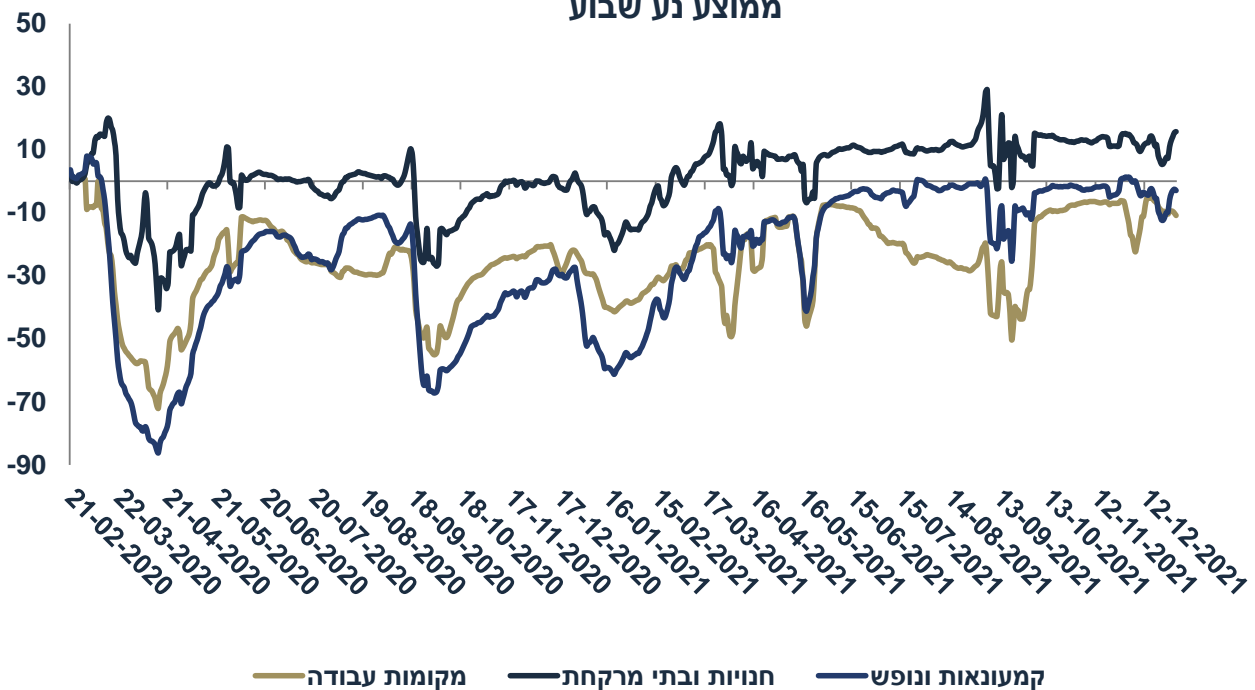
השכר הממוצע ירד ב-2.2% באוקטובר ולמעשה מחק את העלייה של חודש ספטמבר. הירידה בשכר הממוצע באוקטובר נבעה מגידול מהיר במספר המשרות (ב-3.4%), כנראה ברמות שכר נמוכות יחסית ליתר העובדים. בהסתכלות שנתיים אחורה (כדי לדלג על שנת הקורונה), השכר הממוצע עלה ב-3.2% בממוצע לשנה, שיעור מתון יחסית. מסתמנת עליית שכר מהירה יחסית בענפי ההיי טק שירותים ובבינוי. בהודעת הריבית השבוע (לפני פרסום נתוני השכר של אוקטובר), בנק ישראל גם ציין שקצב עליית השכר אינו מהיר במיוחד וחזר לקצב ערב הקורונה. עלייה מתונה בשכר, ככול שמגמה זו תימשך, תומכת בסביבת אינפלציה מתונה יחסית.

קצב עליית השכר לשנה מאוק' 19 לאוק' 21



**החלטת הריבית: בנק ישראל לא ימהר להעלות את הריבית -** הודעת הריבית הייתה משולבת עם ניתוח מאד אופטימי לגבי המשק הישראלי ("שיפור ניכר" בשוק העבודה, הסקטור העסקי מדווח על חזרה לרמת הפעילות של 2019), יחד עם הערכה שסביבת האינפלציה בישראל נמוכה יחסית ולא צפויה לחרוג מיעד האינפלציה, מה שמאפשר סבלנות לפני החלטה לגבי העלאת ריבית. נקודה זו קיבלה דגש גם במסיבת עיתונאים. בינתיים, בנק ישראל לא מזהה עלייה חריגה בקצב עליית השכר למעט במספר ענפים. הצריכה הפרטית התייבשה על רמה גבוהה וירדה מעט בדצמבר. נקודות נוספות: למרות שבנק ישראל מציין את סיכון האומיקרון, במסיבת עיתונאים הנגיד נשמע מאד אופטימי מכך שמדובר בהשפעה קצרה וזניחה על הפעילות הכלכלית (הפרשנות שלנו). נתוני הניידות של גוגל עד סוף חודש דצמבר תומכים בהשערה זו (לפחות עד כה, לא כולל ינואר):

דוח מגמות הניידות של גוגל לישראל  
ממוצע נע שבוע



— מקומות עבודה — חנויות ובתי מרקחת — קמעונאות ונופש

תחזית המאקרו של בנק ישראל הפתיעה בצד המאוד bullish. הצמיחה ב- 2022 תגיע ל- 5.5% עם גידול של 8% בצריכה הפרטית (לאחר גידול של 10.5% ב-2021). בשנת 2023 הצמיחה תגיע ל- 5%. למרות זאת, תחזית האינפלציה ב-2022 נותרה על 1.6%, בעיקר עקב הייסוף החד בשקל בסוף 2021 אשר משפיע בפיגור במודל של בנק ישראל. תחזית האינפלציה ב-2023 עומדת על 2.0%. חשוב לציין שבנק ישראל מניח יציבות בשע"ח ככול תקופת התחזית אך כן מניח האצה במחירי השכירות והימשכות שיבושים בהספקה בעולם עד סוף 2022.

**תחזית האינפלציה שלנו דומה לזו של בנק ישראל (1.6% ב-2022) ואנו מעריכים שהריבית תעלה במהלך רבעון ג' 2022, כנראה אחרי שתי העלאות ריבית הפד.**

**מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע:** שני: מדד האמון הצרכני של הלמ"ס (דצמבר), חמישי: נתוני סחר חוץ (דצמבר), מספר דירות חדשות שנמכרו (נובמבר).

## מאקרו חו"ל

## ארה"ב: שוק העבודה מתהדק

האכזבה מגידול של 199 אלף מועסקים בלבד בדצמבר (הציפיות היו ל- 422 אלף) לא משקפת את המציאות בשוק העבודה. זה החודש השני ברציפות עם פער משמעותי בין סקר מועסקים (אשר כולל שכירים בלבד) ובין סקר משקי הבית, אשר כולל עובדים עצמאיים בעסקים קטנים, יתכן בעבודה עצמית מהבית. לפי סקר משקי הבית, נוספו 651 אלף מועסקים בדצמבר לאחר 1.09 מיליון בנובמבר: סך הכול 1.7 מיליון מועסקים לעומת 448 אלף תוספת שכירים לפי סקר מועסקים (non-farm payrolls). בדרך כלל קיימת קורלציה בין שני הסקרים (ראה גרף), למרות שסקר משקי הבית נוטה להיות יותר תנודתי ברמה החודשית:

## Employment (M/M Chg.)

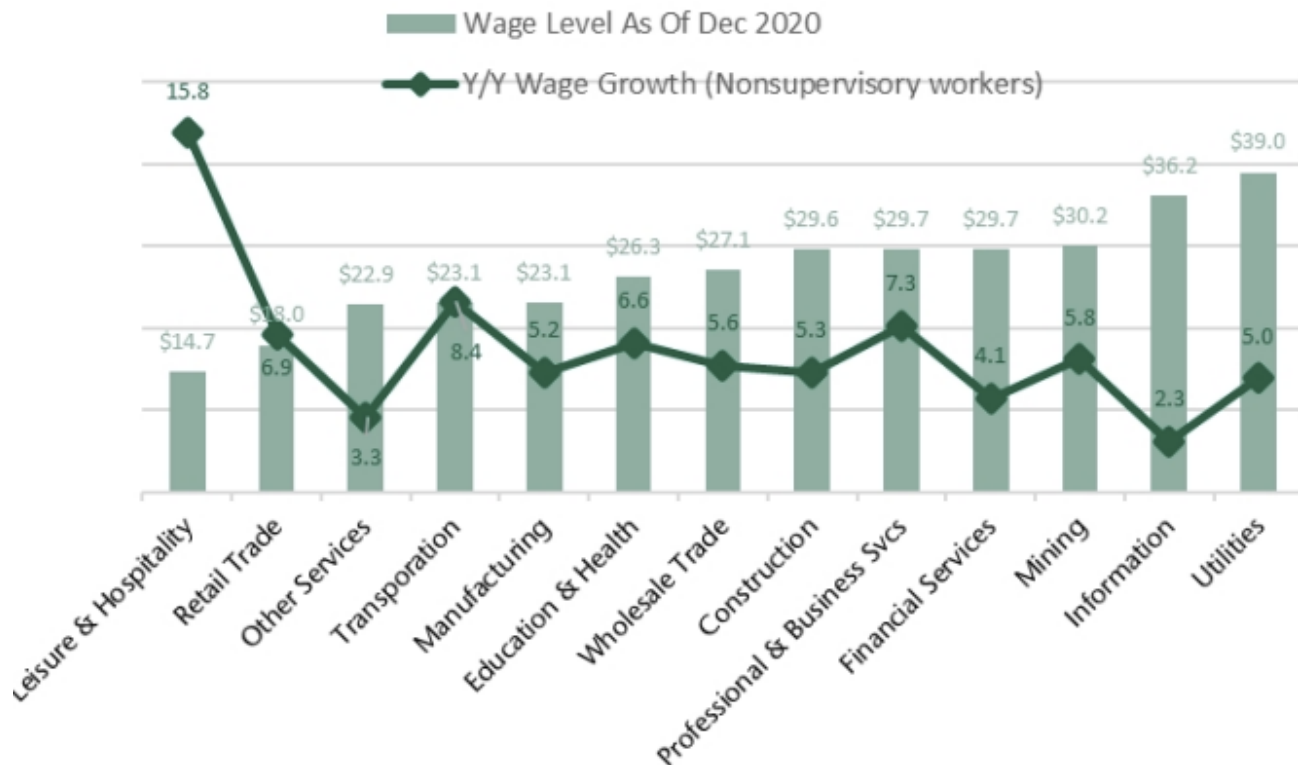


Source: Bloomberg, JEF Economics

העלייה החדה במספר העובדים בסקר משקי הבית מסבירה מדוע שיעור העבודה ירד ל- 3.9% בדצמבר מ- 4.2% בנובמבר. שיעור ההשתתפות נותר יציב על 61.9% (למרות שהנתון של נובמבר עודכן מ- 6.8% ל- 6.9%). שיעור ההשתתפות עדיין נמוך מאשר ערב הקורונה (63%). **בלתי מועסקים רבים לא ממהרים לחזור לשוק העבודה (בעיקר בני 55+).**

השכר עלה ב- 0.6% בדצמבר וב- 4.7% שנה אחורה (הצפי היה ל- 4.2%). שיקולול השכר לפי משקל ענפי לפני הקורונה מצביע על קצב עליית שכר מהיר יותר של 5.7%. מסתמנים לחצי שכר בענפי אירוח ופנאי (15.8%), מסחר (6.9%) ושירותים עסקיים (7.3%):

## Wage Level and Growth By Industry



המשמעות: שוק העבודה בארה"ב מתהדק: שיעור האבטלה של 3.9% מהווה רמה נמוכה מאד אשר משקפת תעסוקה מלאה. כלל לא בטוח ששיעור ההשתתפות יחזור למצב ערב משבר הקורונה כאשר מספר רב של בני 55+ החליטו על פרישה מוקדמת. מסתמן מעבר מעבודה בתור שכירים אל עסקים עצמאיים – Gig workers. הפד יפרש את מכלול נתוני התעסוקה בתור איתות להתקרבות לתעסוקה מלאה אשר תתמוך בהעלאת ריבית בסוף רבעון א'-תחילת רבעון ב'.

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: ברביעי - ארה"ב: מדד המחירים לצרכן (דצמבר) - צפויה האצה ל-7.0% y/y מ-6.8% בנובמבר. מדובר בנתון מאד חשוב עבור השווקים. סין: מדד המחירים לצרכן ו-PPI (דצמ'). שישי - ארה"ב: ייצור תעשייתי ומסחר קמעונאי (דצמבר), מדד האמון צרכני של מיישיגן (ינואר).

## זום אין: קצב הגידול בבסיס הכסף מתמתן

ניתוח של המיצרפים המוניטאריים עשוי לסייע בניחות סביבת האינפלציה. קיימת סברה ש"הדפסת כסף" תורמת לאינפלציה, אך הנחה זו לעיתים איננה מדויקת. בדרך כלל, בנק ישראל "סופג" בחזרה את "ההזרמה" אשר נגרמת על ידי רכישות מט"ח ורכישות אג"ח. לכן, קיימת חשיבות לניתוח של השינוי בבסיס הכסף.

בסקירה של ה-2.8.20 התרענו מפני השפעה אינפלציונית מזינוק בבסיס הכסף בשנת 2020 בה בסיס הכסף עלה ב-26%. לעומת זאת, ב-2021 חל גידול מתון יותר של 12%. עדיין מדובר בקצב מהיר יחסית, אך רק מעט מעל הגידול בתוצר הנומינלי (הנאמד בכ-9%-10%).

## קיימים שלושה מרכיבים לשינוי בבסיס הכסף:

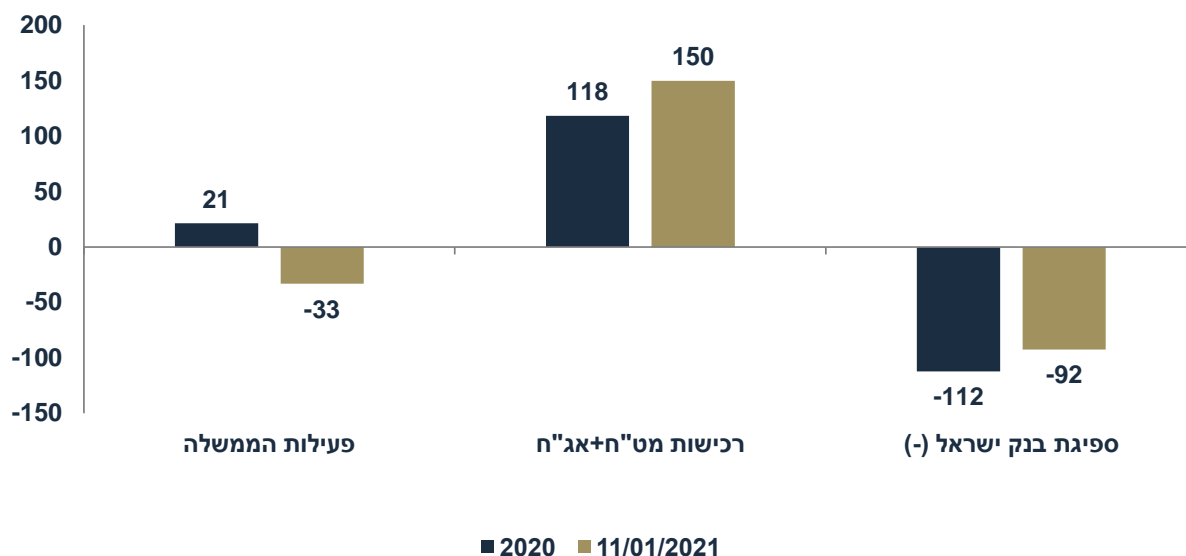
הזרמת (או ספיגה) של פעילות הממשלה: מדובר בתרומה של הממשלה בשינוי בבסיס הכסף במערכת על ידי הגירעון המקומי ומימונו. בדרך כלל, הממשלה סופגת את השפעת הגרעון על ידי גיוס מקומי. לפעמים, היא מגייסת מעבר לצורכי המימון של הממשלה (כנראה כך היה ב-2021). לפעמים היא מגייסת בחו"ל כדי לממן גרעון מקומי (כפי שהיה ב-2020) ועל ידי כך היא תורמת להזרמת כסף למערכת (ולא סופגת). כך היה ב-2020 כאשר הממשלה גייסה נטו 65 מיליארד ש"ח בחו"ל. משמעות הדבר, תרומה חיובית לגידול בבסיס הכסף של 21 מיליארד ש"ח ב-2020. בשנת 2021 כנראה שהנתון סופי של פעילות הממשלה יהיה נמוך מ-33 מיליארד ש"ח ספיגה (הנתון עד נובמבר), זאת בציפייה לגירעון עונתי גבוה בחודש דצמבר.

רכישות מט"ח ואג"ח על ידי בנק ישראל: כאשר בנק ישראל רוכש דולרים או אג"חים הוא מזרים שקלים למערכת הפיננסית.

פעילות ספיגה של בנק ישראל: פיקדונות של הבנקים המסחריים בבנק ישראל + הנפקות מק"מ: מדובר בכלים אשר מאפשרים לבנק ישראל לספוג בחזרה את ההזרמה אשר נגרמת על ידי הגורמים האחרים שפורטו כאן.

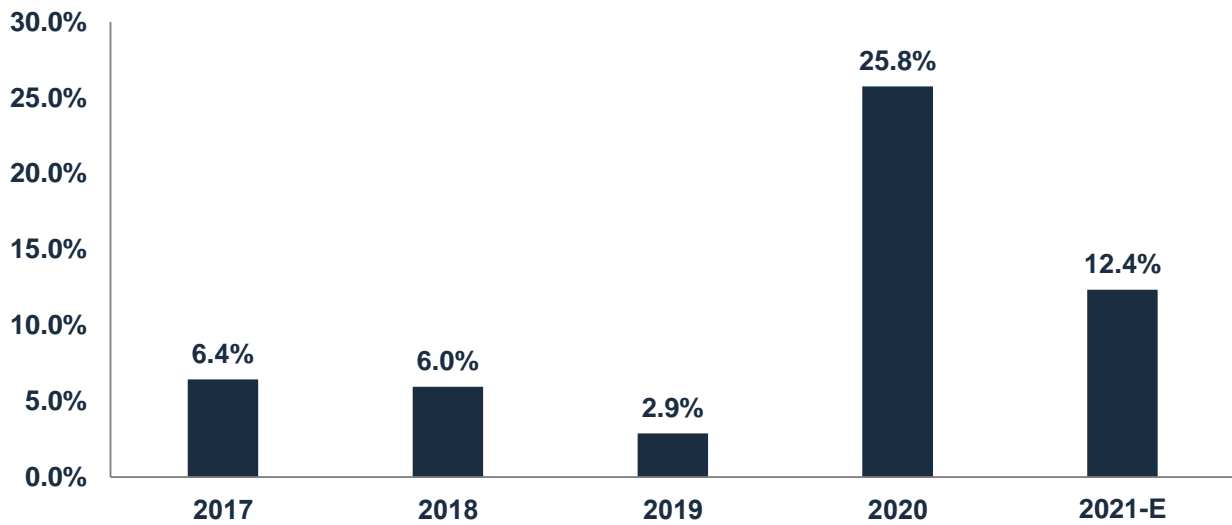
הסיכום נטו של שלושת המרכיבים הללו מהווה את השינוי בבסיס הכסף.

## המקורות לשינוי בבסיס הכסף - מיליארדי ש"ח



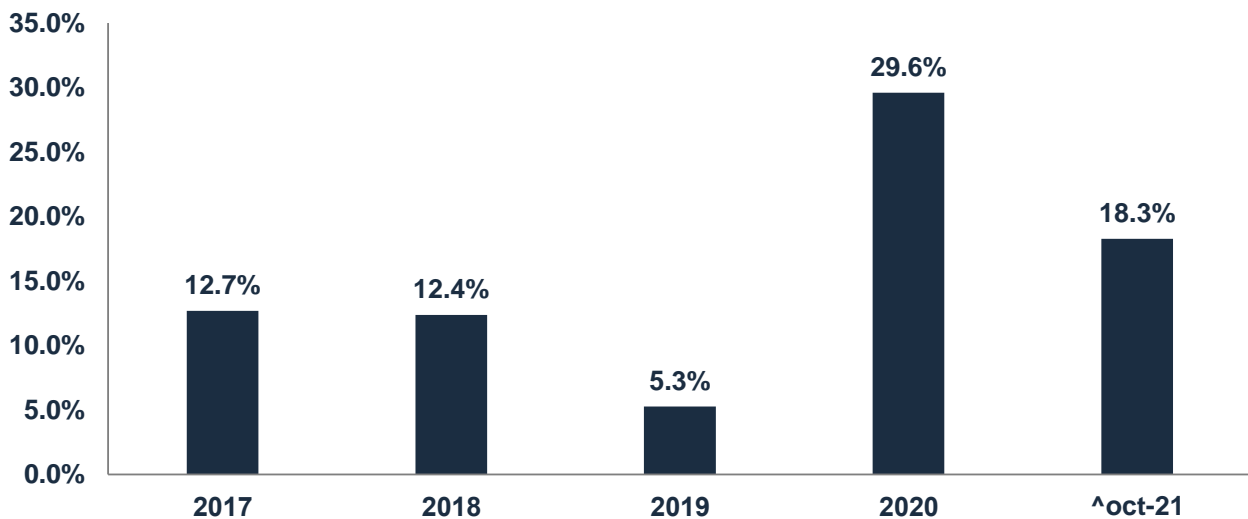
בסיס הכסף עלה בחודות בשנת 2020, בקצב של 26%. עלייה חדה זו נבעה מעלייה חדה בהזרמת הממשלה ורכישות מט"ח ואג"ח על ידי בנק ישראל, זאת לעומת ספיגה חלקית על ידי בנק ישראל. השנה מסתמנת התמתנות בקצב הגידול בבסיס הכסף (לקצב סביב 12%).

## השינוי בבסיס הכסף (סוף שנה מול סוף שנה קודמת)



אינדיקטור נוסף הינו סך אמצעי התשלום במשק, אשר כולל מזומנים ופיקדונות נזילים בעו"ש. מצרף זה מהווה אינדיקטור לכסף הנזיל במערכת אשר מהווה פוטנציאל לגידול בביקושים המקומיים במשק. הבעייתיות בסדרה הינה שלא מדובר רק בנזילות בקרב משקי הבית, אלא גם בקרב חברות פרטיות וגופים פיננסיים. גם כאן ניתן להבחין בגידול המהיר ב- 2020 (30%) והתמתנות מסוימת ב- 2021 (18%). מתוך M1 רכיב המזומנים עלה ב- 2021 ב- 9% בלבד לאחר גידול של 21% ב- 2020. כמובן שהריבית האפסית במשק מאד משפיעה על הגידול בפיקדונות עו"ש נזילים: קיימת פחות אטרקטיביות "לסגור" את הכסף לתקופה ארוכה.

## הגידול באמצעי התשלום במשק



נדמה שהגידול המהיר בבסיס הכסף ב- 2020 היה גורם אשר תמך בהאצה באינפלציה ב-2021 (מקובל להניח lag מסוים של כשנה), זאת בנוסף לשיבושים בהספקה ועלייה במחירי הסחורות. התמתנות בקצב הגידול של בסיס הכסף ב- 2021 תומכת בהתמתנות בסביבת אינפלציה בשנה הקרובה.



דו"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.