

יונתן כץ  
ונלכלני לידר  
שוקי הון

## עליית שכר בארה"ב תומכת בלחצי אינפלציה

### נקודות עיקריות

נתוני תעסוקה מאכזבים בארה"ב ביום שישי תמכו בירידת תשואות בתחילת המסחר, אך לאחר מכן התשואות תיקנו כלפי מעלה. בסך הכול המשק האמריקאי נמצא בתוואי התאוששות מהיר, והפרשנים סבורים שכנראה קיים מחסור של עובדים (ולא בעיה של העדר ביקוש לעובדים). הראייה: העלייה המפתיעה בשכר הממוצע בשיעור של 0.7%, זאת למרות קליטה מהירה של עובדים בשכר נמוך (בענפי אירוח ופנאי). בכול אופן, פאוול ימתין לקבל נתונים נוספים לפני שהוא ישקול טיפרינג.

### מאקרו ישראל: משקי הבית אופטימיים

מדד האמון הצרכני של פועלים חזר לרמתו ערב המשבר, רכיב המצב השוטף מזנק. האבטלה הרחבה (כולל מפוטרים) ירדה ל-10.6% במחצית א' באפריל מ-11.6%. באפריל סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על התרחבות במרבית הענפים. באפריל, נכנסו 30 אלף תיירים מחו"ל, מ-6.7 אלף במרץ, ו-405 אלף באפריל 19. מנגד, היו 144 אלף יציאות של ישראלים לחו"ל (מ-62 אלף במרץ ו-740 ב-4.19).

### סביבת האינפלציה: מחירי הסחורות ממשיכים לעלות

מחירי הנפט ממשיכים לעלות על רקע ציפייה לפתיחה מהירה בכלכלת ארה"ב. בחודש אפריל בנק ישראל רכש 5.3 מיליארד דולר במטרה להאט את הכוחות לייסוף בשקל. השקל יוסף ב-1% בחודש זה (מול הסל). העלינו את תחזית האינפלציה שנה קדימה ל-1.1% (מ-1.0%) על רקע עלייה חדה במחירי הסחורות בעולם.

### ארה"ב: עלייה מדאיגה בשכר

באפריל נוספו 266 אלף מועסקים (לעומת הציפיות לתוספת של מיליון). שיעור האבטלה עלה ל-6.1% מ-6.0% עקב עלייה בשיעור ההשתתפות. השכר הממוצע עלה ב-0.7% במפתיע, אולי מדובר באיתות למחסור של עובדים. באפריל, מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה ירד ב-4 נק' ל-60.7 נקודות. המדד בענפי השירותים ירד ב-1 נק' ל-62.7. שני המדדים עדיין מצביעים על צמיחה מהירה.

מספר דורשי העבודה חדשים המשיך לרדת ל-498 אלף בשבוע האחרון מ-590 אלף. אירופה: התאוששות במסחר

מדד מחירי התפוקה PPI עלה ב-4.3% ב-12 החודשים האחרונים עד מרץ. המסחר הקמעונאי עלה ב-2.7% במרץ (צפי ל-1.4%) ועלה ב-12% שנה אחורה. בגרמניה ההזמנות בתעשייה עלו ב-3% (צפי ל-1.8%) ועלו ב-27.6% y/y.

### סין: הצמיחה המהירה נמשכת

באפריל יצוא סחורות עלה ב-32% y/y והיבוא ב-43% (מעל הציפיות). מדד מנהלי הרכש בענפי השירותים PMI עלה ב-2.0 נק' ל-56.4 נקודות.

### שוק האג"ח: חשיבות לנתוני התעסוקה בארה"ב

באפריל בנק ישראל צמצם את היקף הרכישות ל-3.4 מיליארד ש"ח מ-4.1 מיליארד לפני חודש ו-4.4 מיליארד לפני חודשיים, זאת בשל ההתאוששות בפעילות. מנגד, גם משרד האוצר צמצם את היקף ההנפקות ב-2 מיליארד לחודש. בשבוע האחרון ציפיות האינפלציה בישראל עלו בצורה חדה עם ירידת תשואות בצמודים ויציבות בתשואות השקליות.

עקב כך, לפי הערכתנו היום קיימת עדיפות לאפיקים השקליים.

### זום אין: העלייה החדה בציפיות האינפלציה בישראל פחות מוצדקת

ציפיות האינפלציה עולות בכול העולם, בפרט בארה"ב. העלייה נובעת בעיקר מהמשך עלייה במחירי הסחורות בעולם. ארה"ב (בניגוד לישראל ואירופה) גם מנהלת מדיניות פיסקאלית מאד מרחיבה. סביר להניח שכול ממשלה שתקום בישראל תפעל לצמצום הדרגתי בגירעון. ציפיות האינפלציה בקרב הסקטור הישראלי עלו, אך עדיין לא גבוהות במיוחד. חשוב לזכור שבשנים האחרונות האינפלציה הפתיעה כלפי מטה בישראל עקב הייסוף בשקל.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	0.2%
אפריל	0.5%
מאי	0.4%
יוני	0.0%
שנה קדימה	1.1%
2021	1.9%

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

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.261	3.9336
שינוי שבועי	0.4%	0.3%
YTD	1.5%	-0.2%
שנה קדימה	3.18	3.85

אג"ח סחירות	מאי
פדיון סחיר	8.6
תחזית הנפקות	9.0
עודף גיוס	0.4

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ה	ט"ב
קצר 923	-1.83	-1.6	-1.5
בינוני 726	-1.35	-1.2	-1.1
ארוך 1131	-0.53	-0.4	-0.5
שקלי	נוכחי	ט"ה	ט"ב
קצר 723	0.19	0.2	0.2
בינוני 1026	0.59	0.6	0.7
ארוך 330	1.16	1.1	1.2

US			
2y	0.14	0.15	0.15
5y	0.77	0.85	1.0
10y	1.58	1.6	1.7

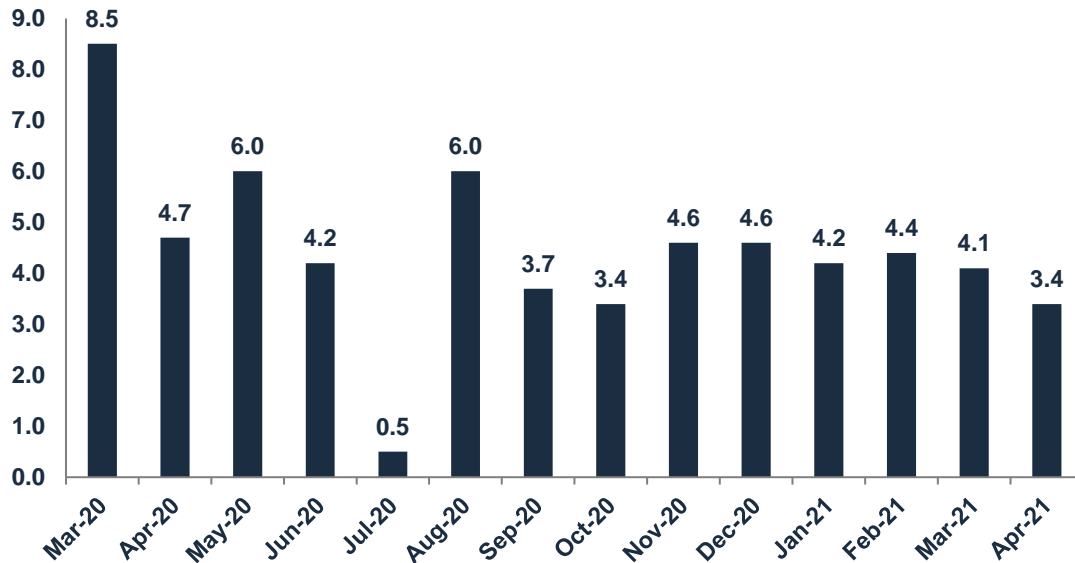
\* ט"ק-החודש הקרוב

## מאקרו ישראל

צמצום הדרגתי ברכישות האג"ח

באפריל בנק ישראל רכש 3.4 מיליארד ₪ באג"ח ממשלתי, לאחר 4.1 מיליארד במרץ, ו- 4.4 מיליארד בפברואר. הצמצום בהיקף הרכישות (טייפרינג) נובע מההתאוששות המהירה בפעילות הכלכלית אשר מצדיקה (לפי בנק ישראל) פחות מעורבות בשוק האג"ח. לפי הערכתנו, הצמצום בהיקף רכישות האג"ח לא בהכרח תומך בעליית תשואות כאשר במקביל גם משרד האוצר מצמצם את היקף ההנפקות.

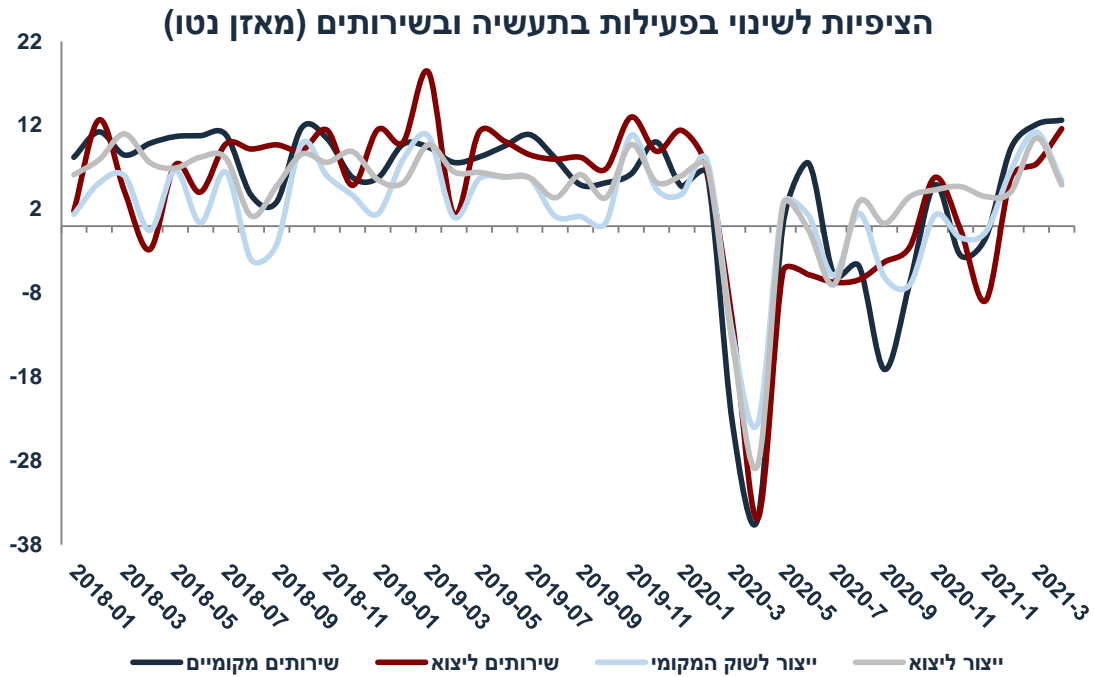
## רכישות אג"ח ממשלתי על ידי בנק ישראל



יחד עם זאת, בנק ישראל הגדיל את היקף הרכישות בשוק המט"ח ל- 5.3 מיליארד דולר באפריל מ- 1.9 מיליארד בחודש מרץ. הרגישות לייסוף "חד מדי" בהחלט קיימת, אך בכול זאת השקל ייוסף ב- 1% באפריל מול סל המטבעות. בנק ישראל שואף למתן (אך לא למנוע) את מגמת הייסוף בשקל. מדיניות זו צפויה להימשך גם לאחר סיום תוכנית רכישות המט"ח הנוכחי של ה- 30 מיליארד דולר (2/3 כבר נוצלו).

ההתאוששות בפעילות נמשכת

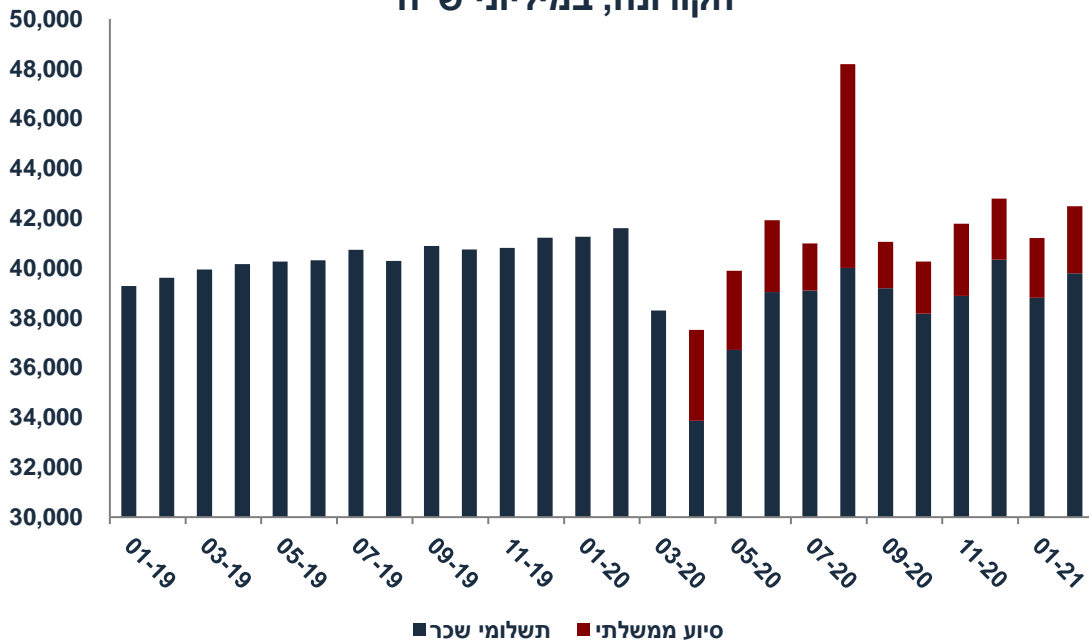
באפריל, סקר מגמות בעסקים מצביע על התרחבות במרבית הענפים. לגבי האינדיקטורים המובילים, בתעשייה קיימת ציפייה לגידול מתון בהזמנות ליצוא ולשוק המקומי, קיימת ציפייה להתרחבות מהירה בענפי השירותים, וציפייה להתמתנות בפעילות בענפי המסחר (לאחר הגידול החד לאחר החגים ופתיחת המשק).



**עלייה מתונה בהכנסה הפנויה**

בחודש פברואר סך תשלומי השכר ועוד תוספת הסיוע הממשלתי בגין הקורונה (לחל"ת בעיקר) עלו ב- 2.1% לעומת פברואר אשתקד. מדובר בגידול מתון יחסית (יחסית לארה"ב כמובן), זאת בשל תמיכות ממשלתיות צנועות יחסית בישראל. בכול זאת חל גידול בחיסכון הפרטי של משקי הבית עקב אי יכולת לצרוך בתקופת הסגרים ולכן צפויה השפעת "ביקוש כבוש" על האינפלציה. **עדיין מדובר בהשפעה זמנית ולא פרמננטית.**

### סך הכול תשלומי השכר במשק + סיוע ממשלתי בגין הקורונה, במיליוני ש"ח



מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: שלישי: מדד האמון הצרכני של הלמ"ס (אפריל). חמישי: מכירות של דירות חדשות (מרץ), נתוני סחר חוץ (אפריל). שישי: מדד מחירים לצרכן. אנו צופים מדד של 0.5%, זאת בשל עליות עונתיות בפירות וירקות, הלבשה והנעלה והבראה ונופש. בנוסף, השפעת הביקוש הכבוש ועלייה במחירי היבוא צפויה להתבטא במחירי הרהיטים וציוד לבית, מזון, ובתי מלון בישראל (בנוסף לעונתיות).

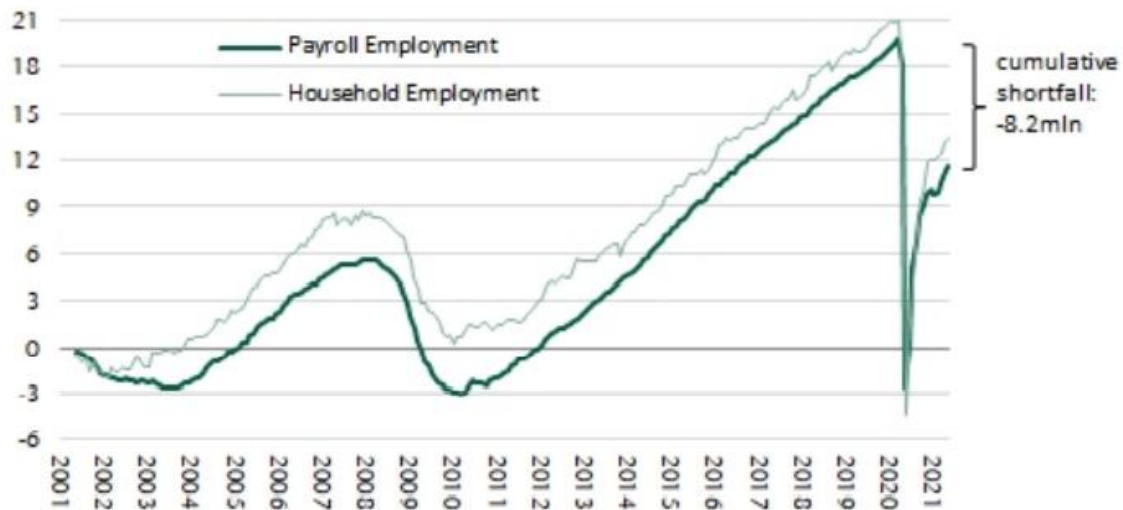
תחזית מדד חודש אפריל 2021			
תרומה חזויה	שיעור שינוי חזוי	משקל	
0.05%	0.3%	14.5	מזון
0.11%	3.6%	3.2	פירות וירקות
0.03%	0.1%	24.8	דיור
-0.01%	-0.1%	9.1	אחזקת דיור
0.01%	0.4%	3.6	ריהוט וציוד לבית
0.09%	3.4%	2.8	הלבשה והנעלה
0.00%	0.0%	6.0	בריאות
0.13%	1.2%	11.3	חינוך ותרבות
0.04%	0.2%	18.6	תחבורה ותקשורת
-0.01%	-0.2%	6.0	שונות
<b>0.5%</b>		<b>100.0</b>	<b>סך הכל מדד</b>

## מאקרו חו"ל.

## ארה"ב: עלייה מתונה יחסית במספר המועסקים

- בחוודש אפריל נוספו 266 אלף מועסקים "בלבד", זאת לעומת ציפיות בשוק לתוספת של כמיליון (אנחנו ציפינו ל-2 מיליון). התיקונים של אומדן של החודשיים הקודמים גרעו 78 אלף מועסקים.
- הסקטור העסקי הוסיף 218 אלף מועסקים בלבד (מול ציפיות של 933 אלף). רוב המועסקים נוספו בענפי האירוח ופנאי (331 אלף) ושירותים אחרים. לעומת זאת, מספר המועסקים בתעשייה ירד מעט (בהשפעת סגירת מפעלי רכב בשל מחסור בצ'יפים) ובמסחר. הנתונים החלשים מפתיעים על רקע סיום השפעת הקרה בטקסט והסרת מרבית המגבלות על הפעילות באזורים נרחבים.
- שיעור האבטלה הרשמי עלה ל- 6.1% באפריל (הצפי היה ל- 5.8%) מ- 6.0% במרץ עקב עלייה בשיעור ההשתתפות ל- 61.7% מ- 61.5%.
- עדיין מספר המועסקים באפריל נמוך ב- 8.2 מיליון יחסית לערב משבר הקורונה:

**Cumulative Changes in Employment  
Since March 2001 (Mln)**



Source: Bloomberg & JEF Economics

- באופן מפתיע, השכר הממוצע עלה ב- 0.7% באפריל (הצפי היה לאי שינוי), תופעה אשר מעידה על מחסור מסוים של כוח אדם שמוכן לחזור לעבודה. כנראה שבלתי מועסקים רבים לא ששים לחזור לעבודה, זאת על רקע התמיכות הנדיבות של הממשל (תוספת של 300 דולר לשבוע בדמי אבטלה, וצ'ק של 1,400 דולר למרבית האזרחים). בנוסף, מערכת החינוך עדיין סגורה במקומות רבים, מה שמאלץ את ההורים להישאר בבית. חשוב להדגיש שמרבית הגידול במספר המועסקים באפריל התרחש בענפים עם שכר נמוך יחסית (אירוח ופנאי), מה שהיה צריך לתמוך בירידה בשכר הממוצע במשק.
- משמעות הדבר: התמיכות ממשלתיות המאסיביות "מפריעות" לקצב החזרה לעבודה ולחצות את השכר כלפי מעלה, התפתחות אשר עלולה לתמוך גם בלחצי אינפלציה.

**נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם:** שלישי: סין: נתוני אינפלציה (CPI ו-PPI) באפריל, גרמניה: סקר אמון עסקי (ZEW) במאי. רביעי: ארה"ב: נתוני אינפלציה (CPI) לאפריל. קצב האינפלציה השנתי (y/y) צפוי לעלות ל- 3.6% מ- 2.6% במרץ. גם אינפלציית הליבה צפויה לעלות ל- 2.4% מ- 1.6%. מדובר בנתון חשוב ביותר עבור שוק האג"ח. חמישי: מספר דורשי העבודה החדשים בשבוע האחרון. שישי: הייצור התעשייתי והמסחר הקמעונאי (אפריל), מדד האמון הצרכני של מיישגן (מאי).

## זום אין: עלייה חדה בציפיות האינפלציה פחות מוצדקת בישראל

ציפיות האינפלציה עולות בכול העולם, בפרט בארה"ב. נדמה שהעלייה החדה בציפיות האינפלציה בישראל מושפעת ממגמה זו, למרות שסביבת האינפלציה בישראל נמוכה בהרבה. בהרבה מובנים, סביבת האינפלציה בישראל דומה יותר לאירופה מאשר לארה"ב. אינפלציית הליבה עומדת היום על 1.6%-1.8% בארה"ב (תלוי על איזה מדד מסתכלים), 0.8% באירופה ו-0.2% בישראל.

העלייה בציפיות האינפלציה נובעת בעיקר מהמשך עלייה במחירי הסחורות בעולם. בשבוע האחרון מחירי הסחורות החקלאיות בעולם עלו ב-12% וב-50% ב-12 החודשים האחרונים. מסתמנת עלייה חדה במחירי החיטה, פולי סויה ותיירס.

ארה"ב (בניגוד לישראל ואירופה) גם מנהלת מדיניות פסקאלית מאד מרחיבה. עקב כך ההכנסה הפנויה בארה"ב עלתה ב-22% בחודש מרץ, והצריכה הפרטית עלתה ב-10.7% ברבעון א'. מתחילת המשבר התמיכות הממשלתיות בארה"ב הגדילו את ההכנסה הפנויה ב-2.2 טריליון דולר.

לעומת זאת, בישראל הסיוע הממשלתי היה הרבה יותר צנוע. התוכנית הפיסקאלית השנייה של 15 מיליארד ₪ הוקפאה בשל הסמיכות לבחירות. ההכנסה הפנויה בישראל עלתה ב-2% בלבד בשנה האחרונה. במבט קדימה, סביר להניח שכול ממשלה שתקום בישראל תפעל לצמצום הדרגתי בגירעון בשנים הבאות (בניגוד לארה"ב). במסגרת זו סביר להניח שהאוצר יציע להקפיא את השכר בסקטור הציבורי למספר שנים, מדיניות אשר צפויה להיות דפלציונית.

בשנת הקורונה (2020) ארה"ב המשיכה למדוד סעיפים כגון בתי מלון (אירוח) וטיסות, זאת בניגוד לאירופה (וישראל) אשר זקפה את השינוי במחירים באותם סעיפים לפי מדד מחירים לצרכן (בשל הסגרים המלאים). משמעות הדבר: חלה ירידה חדה במחירים באותם שירותים בארה"ב (ראה גרפים), מה שתומך בתיקון כלפי מעלה עם "חזרה שיגרה". לא כך באירופה (ובישראל):

Chart 2: Hotel CPI Prices (% y/y)

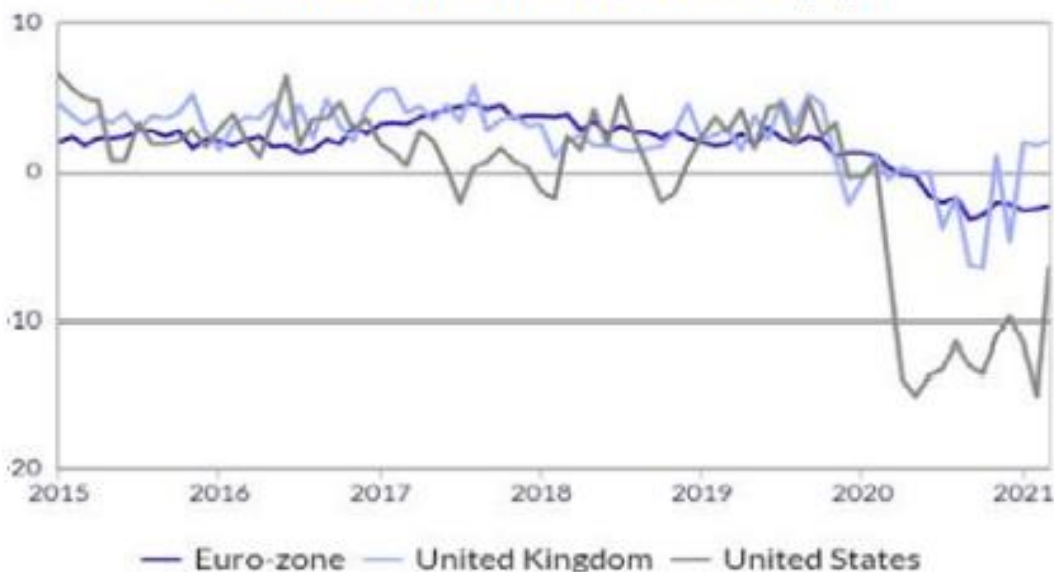
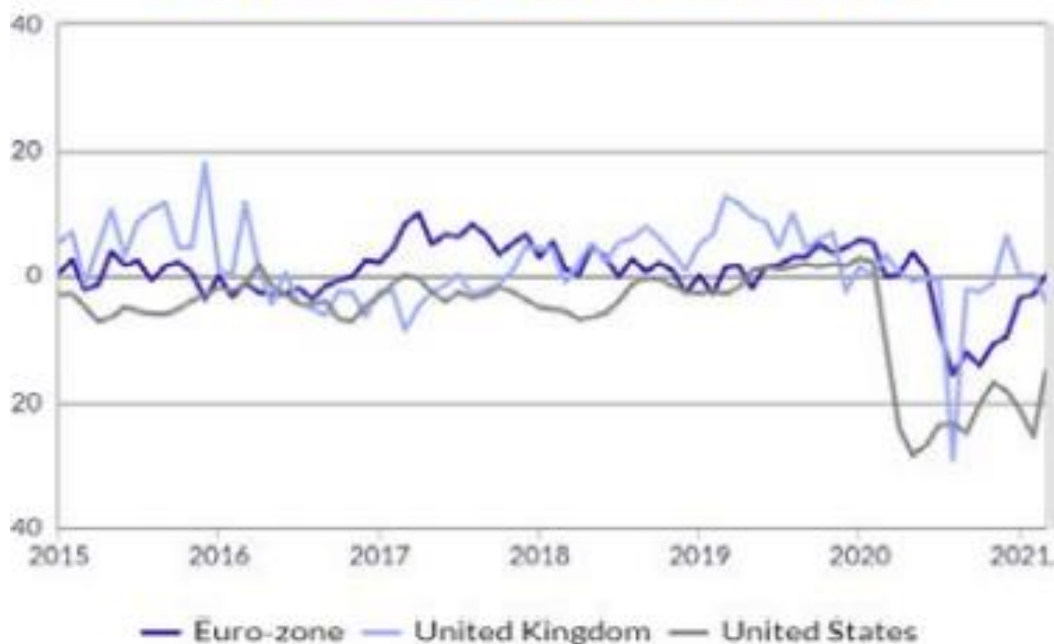
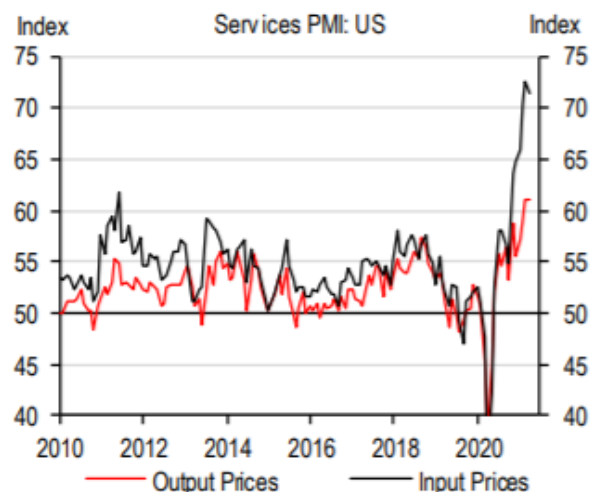


Chart 4: Airfare CPI Prices (% y/y)



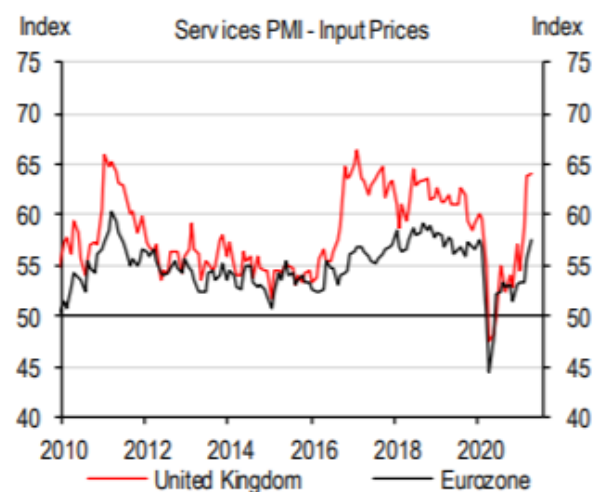
ניתן לראות בשני הגרפים הבאים את הפער בלחצי האינפלציה בין ארה"ב ואירופה בענפי השירותים. מחירי התשומות בענפי השירותים (input prices) עולים בצורה חדה בארה"ב (כולל השפעת לחצי שכר) לעומת עלייה מתונה באירופה. מדד התשואות בענפי השירותים בארה"ב שובר שיאים, אך באירופה הרמה עדיין מעט נמוכה מזו ערב הקורונה.

#### 10. Input prices are rising in the US service sector...



Source: IHS Markit

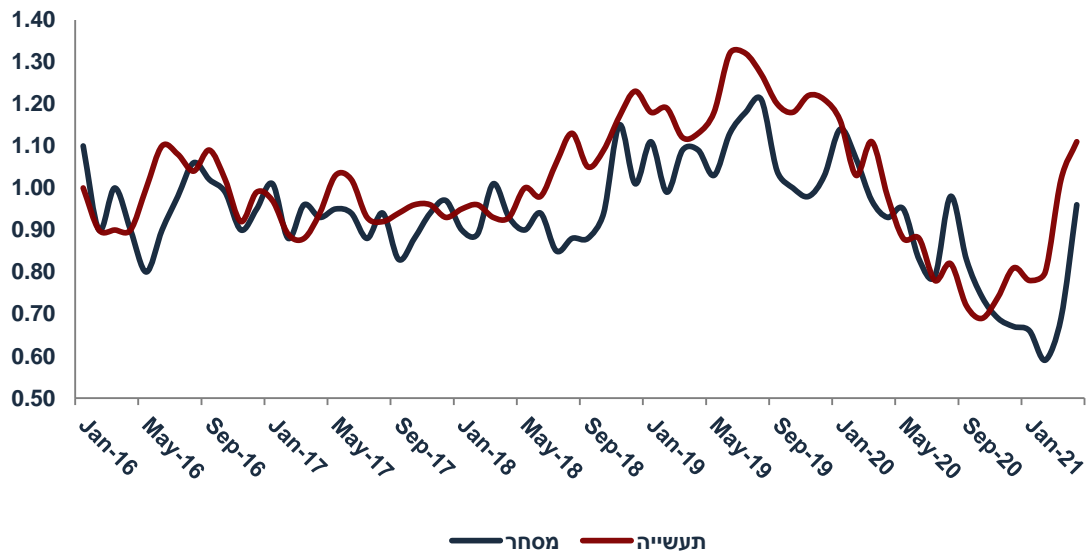
#### 11. ...and in the UK and eurozone, but not as clearly



Source: IHS Markit

ציפיות האינפלציה בקרב הסקטור הישראלי גם עלו, אך עדיין לא גבוהות במיוחד. לפי סקר מגמות בסקטור העסקי. ענף המסחר צופה אינפלציה של 0.96% שנה קדימה, מעט נמוך יחסית לציפיות בתחילת 2020. ענף התעשייה צופה אינפלציה של 1.11% (לעומת 1.16% בינואר 2020). עדיין מדובר בקצב נמוך בהרבה יחסית לציפיות המגולמות בשוק ההון.

## ציפיות האינפלציה בעוד שנה בענפי התעשייה והמסחר



חשוב לזכור שבשנים האחרונות האינפלציה בישראל הפתיעה כלפי מטה עקב הייסוף בשקל. ללא זעזוע בשווקים (או אירוע גיאופוליטי משמעותי) כוחות המאקרו ימשיכו לתמוך בייסוף בשנים הבאות. בנוסף, ממשלות ישראל גם צפויות להמשיך לפעול להוזלת יוקר המחייה (עידוד היבוא המתחרה) בשנים הבאות. לכן, לפי הערכתנו, למרות הצפי למדדים גבוהים בחודשים הקרובים (גם עקב השפעת הביקוש הכבוש), ציפיות האינפלציה בישראל שנה מהיום וגם לטווחים ארוכים יותר מתומחרות גבוה מדי (קרובות ל-2%).



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.