

## מאקרו

- ◆ תגובת השווקים לנתוני התעסוקה בארה"ב המחישה את החשיבות הגבוהה יותר לתוואי המדיניות המוניטארית מאשר לעוצמת ההתאוששות.
- ◆ נתוני התעסוקה החודשיים בארה"ב בדרך כלל "רועשים" ולכן לא כדאי לקפוץ למסקנות על בסיס נתון אחד. במידה וקצב ההתאוששות יתברר כאיטי, הדבר יוביל לדחיית צמצום הרכישות, וזאת בתנאי שהציפיות לאינפלציה יוותרו מעוגנות סביב היעד.
- ◆ קצב האינפלציה השנתי בארה"ב צפוי לעלות מדרגה באפריל-מאי בעקבות יציאת המדדים השלילים בתקופה המקבילה אשתקד. עלייה זו מגולמת ברובה בשווקים, כך שהפוקוס צפוי להיות על תמהיל האינפלציה.
- ◆ העלייה החדה במחירי הסחורות צפויה להתגלגל לעלייה באינפלציה במחצית השנייה של השנה, אך האינדיקציות המתקבלות מסין מחזקות את ההערכה כי עליית מחירי הסחורות זמנית.
- ◆ השיפור בפעילות המשק הישראלי נמשך. התפתחות זו באה לידי ביטוי בעלייה בהכנסות מיסים שצפויה להוביל לגירעון נמוך מהחזוי, של כ- 6%-7% תוצר. נתוני המוביליות של גוגל משקפים המשך שיפור בשוק העבודה, המקרב את שיעור האבטלה לרף של סיום מודל החל"ת.

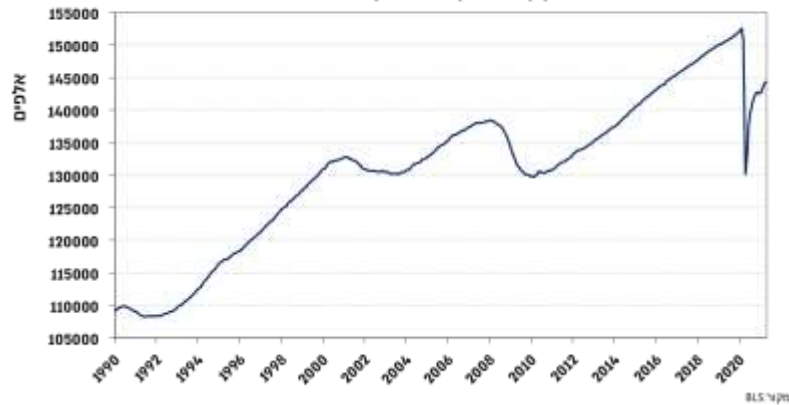
## מאקרו בעולם

### התאוששות מתונה דוחה את צמצום הרכישות, כל עוד הציפיות לאינפלציה

#### מעוגנות סביב היעד

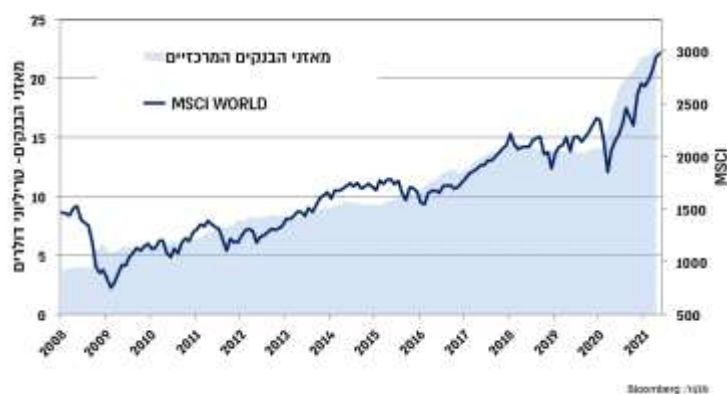
דו"ח התעסוקה לחודש אפריל בארה"ב היה נמוך משמעותית מהצפי עם תוספת של 266 אלף מועסקים וזאת לעומת ציפיות לתוספת של כמיליון מועסקים בדומה לרמה שנרשמה בחודש מרץ. הנתון החלש בלט על רקע המשך שיפור בסביבת המאקרו בארה"ב כפי שהיא בא לידי ביטוי בסקרי הציפיות (ISM סביב 60 באפריל) ובנתוני תעסוקה אחרים (סקר ה-ADP הצביע על תוספת של כ-740 אלף מועסקים במגזר הפרטי ונמשכה מגמת הירידה במספר דורשי העבודה החדשים). ניתן למנות לא מעט הסברים לנתון החלש ( בעיקר, דמי אבטלה מורחבים, חיסון חלקי של האוכלוסייה ומסגרות חינוך בתפקוד חלקי) אך בסופו של דבר צריך לזכור כי נתוני התעסוקה החודשיים מאופיינים בתנודתיות גבוהה, שרק התגברה נוכח השפעת משבר הקורונה, והחשיבות הגבוהה יותר היא למגמה ולא לנתון בודד זה או אחר. כך, תוספת המועסקים הממוצעת ב-3 החודשים האחרונים נעה סביב כחצי מיליון לחודש, אמנם קצב סביר אך בהתחשב בכך שרמת התעסוקה הנוכחית נמוכה בכ-8.2 מיליון מרמתה ערב המשבר, הדרך לתעסוקה מלאה עדיין רחוקה. במידה והקצב הנוכחי יהיה זה שיאפיין את השיפור בשוק העבודה האמריקאי, תרחיש בעל הסתברות נמוכה להערכתנו, אזי יהיו לכך השלכות גם על הצמיחה הצפויה וגם על תגובת המדיניות הפיסקאלית והמוניטארית בהמשך השנה.

רמת התעסוקה נמוכה ב-8.2 מיליון מרמתה ערב המשבר. ה-FED מעוניין לראות שיפור משמעותי לפני שידון בצמצום רכישות (סך המועסקים בארה"ב)



תגובת השווקים ביום ו' האחרון לנתוני התעסוקה המחיישה את החשיבות הגבוהה יותר לתוואי המדיניות המוניטארית מאשר לעוצמת ההתאוששות. מדדי המניות הגיבו בחיוב לחולשה בנתוני התעסוקה, שכן ה-FED מתנה את צמצום הרכישות בשיפור משמעותי בפעילות, ואילו דו"ח התעסוקה החלש מכניס אלמנט של אי ודאות לגבי עוצמת ההתאוששות ומשך דוחה את מועד צמצום הרכישות. הרגישות הגבוהה של השווקים למדיניות המוניטארית הורגשה היטב במהלך השבוע האחרון גם בעקבות ההתבטאות של שרת האוצר האמריקאית ונגידת הבנק המרכזי לשעבר, ג'נט ילן. ההתבטאות של ילן לא הייתה חריגה במיוחד, שכן היא ציינה שהרחבה פיסקאלית משמעותית עשויה להוביל לעלייה בריבית בשלב כלשהו, בכדי למנוע התחממות יתר של המשק האמריקאי, אך די היה בכך בכדי להוביל לירידות מהירות בשוק המניות. אמנם השווקים מחקו מהר את השפעת ההתבטאות של ילן, במיוחד לאחר דו"ח התעסוקה, אך במבט לטווח בינוני, ההסתברות שזה יהיה תמהיל המדיניות שיאפיין את המשק האמריקאי, אינה נמוכה, אם כי השווקים מייחסים לה להערכתנו משקל נמוך מדי.

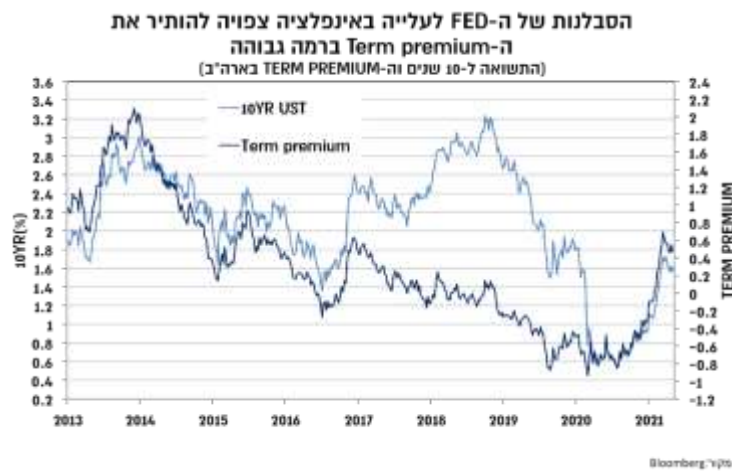
הרחבת מאזני הבנקים המרכזיים ממשיכים להוות גורם מרכזי בהשפעתו על שוק המניות (מאזני הבנקים בארה"ב, גוש היורו ויפן מול מדד MSCI WORLD)



**דחיית צמצום הרכישות מעלה את החשש לתגובה מאוחרת מצד ה-FED**

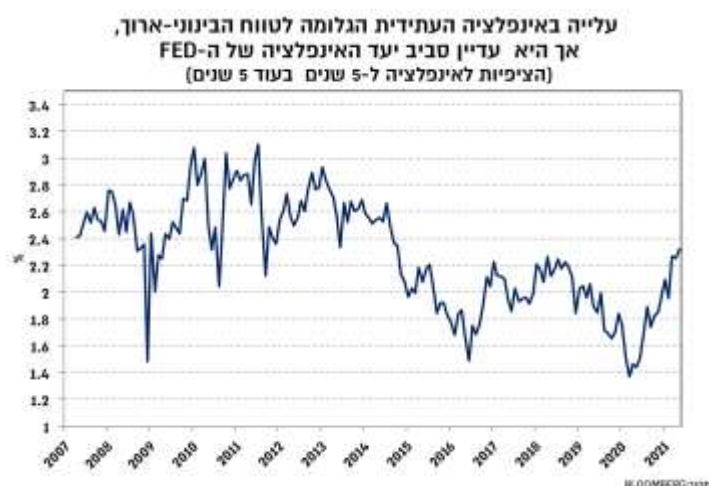
מבחינת שוק האג"ח, התגובה המיידית לדו"ח התעסוקה הייתה ירידת תשואות חדה יחסית של עד 10 נ"ב, ועלייה מהירה בתשואות לאחר מכן. שוק האג"ח פירש את הנתון כדחייה של מועד ה-Tapering ולכן ההתאוששות בריביות הקצרות הייתה מתונה, ולמעשה השוק הנמיך את הציפיות לשינוי בריבית בסוף 2022. לעומת זאת, דחיית צמצום הרכישות מעלה

את הסיכון לתגובה מאוחרת מצד ה-FED, כלומר שהוא ימצא מאחורי העקום. לפיכך, נרשמה עלייה בפרמיית הסיכון האינפלציונית לטווחים הארוכים, שבאה לידי ביטוי בעליית התשואות ובציפיות לאינפלציה בטווחים הארוכים לפידיון.



למעשה, נתוני התעסוקה סיפקו חיזוק לגישה הסבלנית של ה-FED, שמעדיף להמתין לשיפור בפועל בתעסוקה ובאינפלציה לפני שינוי המדיניות. באופן כללי, נתוני המאקרו בסביבה הנוכחית צפויים להמשיך ולהתאפיין בתנודתיות גבוהה הנובעת מעיתוי החזרה לפעילות לרמה נורמאלית יותר, וכן בשל בעיות בניכוי עונתיות הנובעות מהשפעות המשבר בשנה האחרונה. לפיכך, הבנקים המרכזיים בהובלת ה-FED מעוניינים לראות מגמה ברורה לפני שינוי מדיניות.

זה המקום להזכיר כי המדיניות המרחיבה והסבלנית של ה-FED נשענת על ציפיות מעוגנות לאינפלציה. גם לאחר העלייה האחרונה שנרשמה בשבוע האחרון, עקום הציפיות יורד משמאל לימין, ונע סביב 2.8% לתקופה של שנתיים ויורד ל-2.5% לתקופה של 10 שנים, כאשר הציפיות ל-5 שנים בעוד 5 שנים נעות סביב 2.30%. במידה ומגמת העלייה בציפיות תימשך, ה-FED יתקשה לשמור על עוצמת ההרחבה המוניטארית הקיימת כיום, ואם הרטוריקה לא תספיק, יאלץ בתרחיש זה לצמצם את עוצמת ההרחבה מוקדם יותר.



**קצב האינפלציה בארה"ב יעלה מדרגה, אך הפוקוס הוא על תמהיל האינפלציה**

בהיבט זה, השבוע יתפרסמו נתוני האינפלציה לחודש אפריל בארה"ב והצפי הוא לקפיצה בקצב השנתי מ-2.6% ל-3.6% על בסיס (base effect) במדד הכללי ומ-1.6% ל-2.3% במדד הליבה. סביר כי עלייה זו הופנמה כבר בשווקים, והפוקוס יהיה על תמהיל האינפלציה כלומר מידת התרומה של הרכיבים הנתפסים כפחות זמניים, מאשר התרומה מצד מחירי הסחורות ללקוחות כשירים בלבד

והמוצרים התעשייתיים. אינדיקציה לעלייה במידת הלחצים האינפלציוניים התקבלה בשבוע האחרון גם מרכיבי המחירים במדדי מנהלי הרכש ISM לפעילות התעשייה והשירותים, שהמשיכו את מגמת העלייה גם באפריל לרמות הקרובות לשיא. כפי שעולה מהגרף הבא, רמות אלו עקביות עם קצב אינפלציה שנתי הנע סביב 4%. חשוב לציין כי בהנחה ושני המדדים הקרובים ינועו סביב עלייה של 0.2%-0.3%, הקצב שנתי יגיע לכ-4%, כך שלא מדובר בהפתעה של ממש. עם זאת, ניסיון העבר מעלה כי אמנם רכיבי המחירים נשקו לרמות הנוכחיות 3-4 פעמים ב-15 השנים האחרונות, אך הם שהו ברמות אלו זמן קצר בלבד, שלאחריו חלה בהן ירידה מהירה. מכאן שהדגש להמשך השנה הוא לא על הקצב הגבוה הצפוי ב-2-3 המדדים הקרובים, שכן עיקר העלייה באינפלציה כבר אירעה, אלא משך הזמן שלחצי המחירים הנוכחיים יימשכו.



## האינדיקציות מסין תומכות בהתמתנות מחירי הסחורות בהמשך השנה

אין ספק כי חלק משמעותי מהעלייה באינפלציה נובע מהעלייה החדה במחירי הסחורות, שנמשכה גם בשבוע האחרון, ובלטה בעיקר במתכות התעשייתיות ובסחורות החקלאיות. העלייה במחירי הסחורות נתמכת בעלייה בביקושים, עם פתיחת המשקים במקביל לחשש למגבלות על ההיצע. בהתחשב בכך שהעלייה במחירי הסחורות נמשכת תקופה ארוכה, היא צפויה להתגלגל לכדי השפעת מלאי, שהיא זו הרלוונטית להשפעה על המחירים לצרכן, ומכאן נוצר הצפי לאינפלציה גבוהה יחסית גם במהלך המחצית השנייה של השנה.

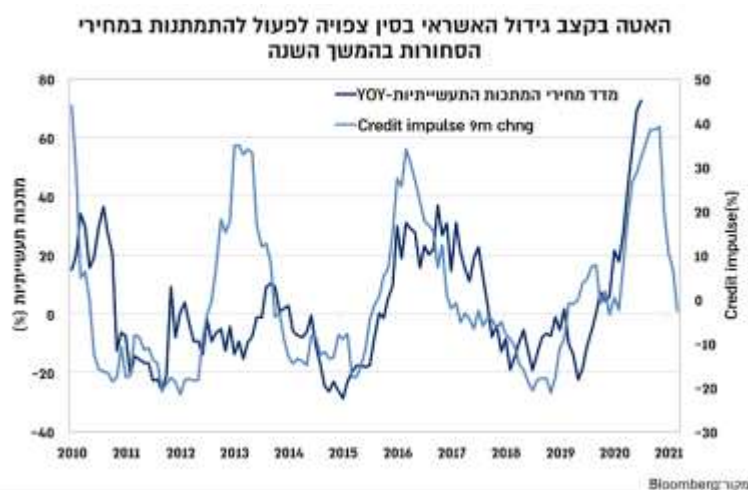
## עלייה חדה במחירי הסחורות בעולם



עם זאת, עקומי ה-FWD של הסחורות העיקריות (גרף מימין נחושת ו-WTI, משמאל חיטה ותרס) יורדים משמאל לימין כולומר משקפים צפי לכך שהעלייה הנוכחית זמנית. תמיכה נוספת לכך מתקבלת גם מתמונת הפוזיציות הספקולטיביות על מרבית הסחורות העיקריות שממשיכות לנוע ברמות שיא.



בנוסף, היבוא מסין, שסימן את תחילת המגמה החיובית במחירי הסחורות אמנם התאושש במרץ לאחר דשדוש בתחילת השנה, אך התמתן באפריל. כמו כן, ההתמתנות במדד מנהלי הרכש בחודשים האחרונים והאטה בקצב הגידול של האשראי בסין מצביעים על התמתנות צפויה בביקושים מצד סין, התפתחות שבמידה ותימשך תתמוך בבלימת העלייה במחירי הסחורות. בשנים האחרונות, בתקופות בהן ננקטה מדיניות מרחיבה בסין, היא באה לידי ביטוי בעלייה בהשקעות ובפעילות התעשייה במקביל לעלייה בהיקפי האשראי. גורם זה הקדים את השינויים במחירי הסחורות בכ-3 רבעונים. לפיכך, ההאטה הברורה בקצב גידול האשראי בסין בחודשים האחרונים צפויה לתמוך בהתמתנות במחירי הסחורות בהמשך השנה.



## מאקרו מקומי

### פעילות המשק הישראלי ממשיכה להשתפר

נתוני המאקרו האחרונים המשיכו לשקף שיפור בפעילות המשק וחזרה לרמות פעילות גבוהות יותר. ההוצאות בכרטיסי האשראי חזרו לרמות גבוהות יחסית במחצית השנייה של אפריל, וזאת לאחר התמתנות מסוימת בתחילת החודש לאחר העלייה החדה בהן במרץ שהושפעה מפתיחת המשק ומעיתוי החגים. כך, רמת ההוצאות בתחילת מאי גבוהה בכ-15% מרמתה בתחילת 2020, ואילו ברבעון השני עד כה רמת ההוצאות גבוהה בכ-1.5% ביחס לרבעון הראשון, שבו נרשמה עלייה של למעלה מ-6%.

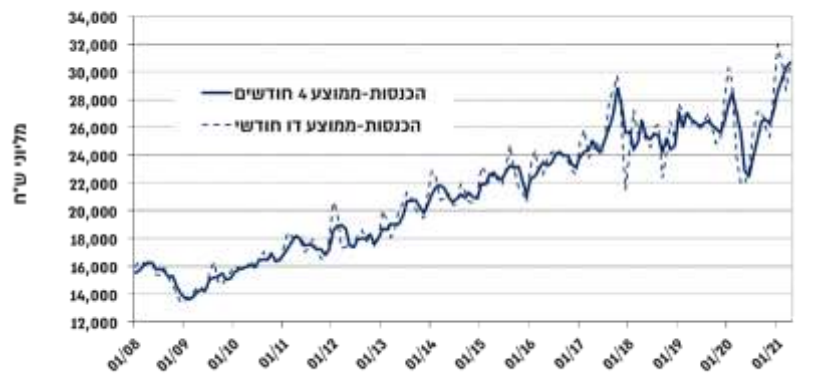
ההוצאה בכרטיסי אשראי מתבססת ברמות גבוהות יחסית  
(השינוי בהוצאה בכרטיסי אשראי ביחס לתחילת 2020, ממוצע דו שבועי)



מקור: יעוץ וייעוץ פזן ישראל

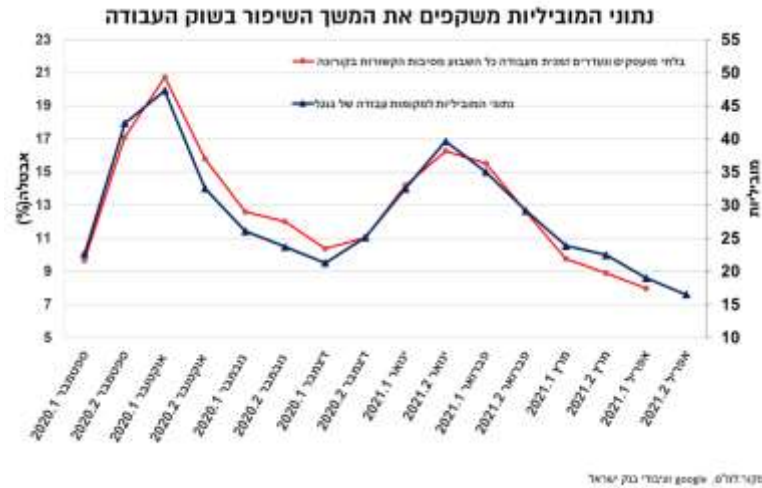
השיפור בפעילות המשק נותן אותותיו גם בשיפור בגירעון בתקציב המדינה. נתוני התקציב לחודש אפריל סיפקו תמונה חיובית לגבי הגירעון, עם גירעון חודשי מתון יחסית של 3.5 מיליארד ש"ח, כך שהגירעון ב-12 החודשים האחרונים התמתן לכ-159 מיליארד ש"ח (כ-11.2% תוצר) וזאת לעומת גירעון של 12.1%-12.4% בחודשיים הקודמים. השיפור בגירעון משקף בעיקר את ההתאוששות בצד ההכנסות וזאת בהשפעת השיפור המתמשך בפעילות המשק, במקביל לחזרה להפקדות מצד הביטוח הלאומי. המשך התאוששות בפעילות המשק צפוי לבוא לידי ביטוי בהמשך שיפור בצד ההכנסות ובהוצאה פחותה ב"קופסאות" הקורונה, כך שסביר לצפות לתת ביצוע מסוים בצד ההוצאות השנה. לפיכך, בהנחה ולא יחול מפנה לרעה במצב הבריאותי שיקרין לשלילה על הפעילות המשקית, הרי שהגירעון השנה צפוי לרדת לסביבה של 6%-7% תוצר, נמוך מסביבת ההערכות עד כה שנעה סביב 8%-9% אחוזי תוצר.

התאוששות מהירה בהכנסות המדינה ממיסים



מקור: מאגד האוצר

השיפור בפעילות המשק בא לידי ביטוי גם בשוק העבודה, אם כי רמת האבטלה עדיין גבוהה. שיעור האבטלה הרחב ירד במחצית הראשונה של אפריל ל-10.6% מ-11.6% במחצית השנייה של מרץ. שיעור האבטלה המצומצם (בלתי מועסקים ונעדרים בשל סיבות הקשורות בקורונה) ירד ל-8% לעומת 8.9% במחצית השנייה של מרץ. הירידה בשיעור האבטלה המצומצם מקרבת את מועד סיום תשלומי דמי האבטלה המורחבים. השיעור הנוכחי יוביל להפחתת התשלומים ב-10%, וכאשר ירד שיעור אבטלה זה מתחת ל-7.5%, יסתיים תשלום דמי האבטלה המורחבים. בהיבט זה, נתוני המוביליות של גוגל בנוגע להגעה למקומות עבודה שיקפו המשך שיפור בתעסוקה גם במחצית השנייה של אפריל, לסביבה של 7.5%-7.0% במצד האבטלה המצומצם.



## גילוי

לכותבי המאמר ולחברת שרותי בורסה והשקעות בישראל- אי.בי.אי בע"מ ("שירותי בורסה") אין רישיון שיווק השקעות והם אינם מבוטחים בביטוח הנדרש מבעלי רישיון בהתאם לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. בעת פרסום המאמר שירותי בורסה וכותבי המאמר הינם בעלי עניין אישי בנושאי הנובע מאחזקותיהם בניירות הערך הנזכרים בסקירה או מקיומם של קשרים עסקיים עם החברות המוזכרות. יובהר, כי אין באמור בסקירה כדי להוות תחליף לשיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.



מסמך זה הינו עבודת מחקר שהוכנה על ידי מחלקת המחקר של שרותי בורסה והשקעות בישראל – אי.בי.אי. – בע"מ ("החברה") והוא מובא כשרות מקצועי ללקוחות המסווגים ככשירים בלבד כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. המסמך מבוסס על מידע שדווח לציבור על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מדויקים או בלתי מעודכנים. מסמך זה הינו חומר תומך החלטה בלבד ואין לראות במידע במסמך זה כעובדתי או כמידע שלם וממצה של כל ההיבטים הכרוכים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים הנזכרים בו ולכן אין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן.

מסמך זה הינו למטרות אינפורמטיביות בלבד, ואין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הצעה או שידול או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם לקוח.

קבוצת אי.בי.אי., עובדיה וחברי הדירקטוריון בתאגידי הקבוצה לא יהיו אחראים לכל נזק, ישיר או עקיף, שיגרם, אם יגרם, לצד כלשהו, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. תאגידי הנמנים על קבוצת אי.בי.אי. ו/או בעלי השליטה בה עשויים להחזיק ולסחור עבור עצמם ו/או עבור לקוחות הקבוצה בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המסוקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והם עשויים לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים.

קבוצת אי.בי.אי. מעניקה מגוון שירותים בתחום ההשקעות, לרבות ייעוץ ו/או הפצה ו/או חיתום הנפקות וכן עשיית שוק, ועל כן עשויה להעניק שירותים אלה או אחרים לחברות הנסקרות או לקבוצת החברות הנסקרות, וכן עשויה לקבל תגמול מהותי בגין שירותים כאמור.

מסמך זה הינו רכושה של החברה ואין להעתיק, לשכפל, לצטט, להפיץ או לפרסם בכל אופן מסמך זה או חלקים ממנו ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, של החברה. ככל שהתכנים במסמך זה מיועדים להפצה בכלי התקשורת, באופן מלא או חלקי, יודגש כי על כלי התקשורת המפרסם לציין בפני קוראיו כי "בעת פרסום המסמך, כותב המסמך אינו בעל עניין אישי בנושאי, כמו כן, אין במסמך זה כדי להוות תחליף לשיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם".