

יונתן כץ  
 וכלכלני לידר  
 שוקי הון

## בנק ישראל צפוי להודיע השבוע על סיום ה-QE

### נקודות עיקריות

העליות בשווקים ביום שישי מיתנו את הירידות החדות בשבוע האחרון. הירידות נבעו מאי וודאות לגבי העלאת תקרת החוב בארה"ב ועיכוב באישור תוכנית ההשקעות בתשתיות. ברקע, גם הבעיות בסין כולל החוב העצום של Evergrande תרמו לחולשה. נתונים כלכליים חיוביים בארה"ב כולל הגידול בצריכה הפרטית, העלייה במדד מנהלי הרכש וכמובן התקדמות באישור התרופה לחולי הקורונה תמכו בתיקון ביום שישי.

### מאקרו ישראל:

- < שיעור האבטלה הרחב ירד ל-7.8% במחצית השנייה של אוג' מ-8.1% במחצית א'.
- < מספר העובדים בחל"ת בגין הקורונה ירד ל-26 אלף מ-38 אלף.
- < ברבעון ג' הייצוא התעשייתי גדל ב-11.4% (בחישוב שנתי) לאחר גידול של 11% ברבעון ב'. במקביל, היבוא התרחב בקצב מהיר.

### סביבת האינפלציה:

- < לאחר פרסום מדד אוגוסט, חזאי המאקרו העלו את תחזית האינפלציה ל-1.5% מ-1.3% (בממוצע). בשלב זה אנו עדיין צופים אינפלציה של 1.2%.
- < למרות הירידות בשווקי המניות בחו"ל, השקל מפגין עוצמה ויוסף ב-0.8% בספט'.
- < מכירת חברות טכנולוגיה ממשיך לתמוך בגידול מהיר ב-FDI ובייסוף השקל.
- < בתחילת החודש מחירי הדלקים עלו ב-1.3%, תחזית מדד אוקט' עומדת על 0.3%.

### ארה"ב: גידול מהיר בצריכה ובייצור

- < באוגוסט ההכנסה הפנויה עלתה ב-0.2%, הצריכה הפרטית עלתה ב-0.8% (מעל הצפי של 0.6%). אינפלציית הליבה PCE עלתה ב-0.3% (לעומת הציפיות בשוק של 0.2%) וב-3.6% שנה אחורה, בדומה לחודש הקודם.
- < בספט' מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה עלה ל-61.1 מ-59.9 (הצפי היה ל-59.8), רכיב ההזמנות נמצא על 66.7 נק', הרמה הגבוהה ביותר מאז חודש מאי.
- < באוגוסט, ההזמנות של מוצרי בני קיימא עלו ב-1.8% (הצפי היה ל-0.6%) עקב עלייה חדה בהזמנות מטוסים עם עלייה של 78%.
- < ביולי, מחירי הבתים (Case-Shiller) עלו ב-19.7% שנה אחורה, מ-18.7%.
- < מדד האמון הצרכני ירד באופן חד, כאשר משקי הבית צופים אינפלציה של 6.5%.

### אירופה:

- < בספט' אינפלציית הליבה עלתה ב-1.9% שנה אחורה (מ-1.6%), בדומה לישראל.

### סין:

- < מדד מנהלי הרכש בתעשייה Caixin ירד ב-0.5 נק' ל-49.6, אשר מצביע על התכווצות קלה בפעילות.

### שוק האג"ח:

- < ציפיות האינפלציה עלו לאורך כל הטווחים, מה שמקנה עדיפות לאפיקים השקליים.
- < ביום חמישי, בנק ישראל צפוי להודיע על אי חידוש תוכנית רכישת האג"ח.
- < בתחזיות המאקרו של בנק ישראל תוצג ריבית של 0.1%-0.25% בסוף 2022, לעומת 0.1% בתחזית של חודש יולי. עדכון זה עלול להעיב על שוק האג"ח.
- < האוצר ינפיק 5 מיליארד ₪ באוקטובר, כאשר קצב הגיוס השבועי ממשיך לרדת.

### זום אין: הייסוף בשקל קיזז את עליית מחירי היבוא

- < ציפיות האינפלציה עלו בשבוע האחרון על רקע עלייה חדה במחירי הגז והפחם, והתמתנות בייצור בסין, גורמים אשר לא בהכרח יביאו לעליית אינפלציה בישראל.
- < מדידה בפועל של מחירי היבוא של ישראל מצביעה על עלייה של 5.9% מיוני 20 עד יוני 21, ומזה מחירי המזון עלו ב-5.6%.
- < עקב הייסוף, בשקלים מחירי היבוא ירדו ב-0.4% ומחירי יבוא מזון ב-0.7%.
- < חשוב לציין שמאמצע 2021 מרבית מחירי הסחורות בעולם ירדו.
- < המשך לחץ לייסוף בשקל צפוי למתן את השפעות האינפלציה מהעולם, כולל מחירי ההובלה והשפעת שיבושים בהספקה.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	2.1%
ספטמבר	0.2%
אוקטובר	0.3%
נובמבר	-0.2%
<b>שנה קדימה</b>	<b>1.2%</b>
2022	1.1%

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

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.227	3.7386
שינוי שבועי	0.8%	-0.5%
YTD	0.4%	-5.2%
שנה קדימה	3.14	3.68

אג"ח סחירות	אוק'
פדיון סחיר	1.2
תחזית הנפקות	5.0
עודף פדיון	-3.8

עקום התשואות			
צמוד	מנחי	מ"ה	מ"ר
קצר 923	-2.31	-2.2	-1.9
בינוני 726	-1.78	-1.7	-1.4
ארוך 1131	-0.86	-0.8	-0.6

שקלי	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 723	0.11	0.15	0.2
בינוני 1026	0.58	0.6	0.7
ארוך 330	1.19	1.2	1.3

US			
2y	0.27	0.3	0.35
5y	0.93	0.9	1.0
10y	1.47	1.5	1.7

\* ט"ק - החודש הקרוב

**מאקרו ישראל**

**שוק העבודה פחות "מתוח" יחסית לארה"ב**

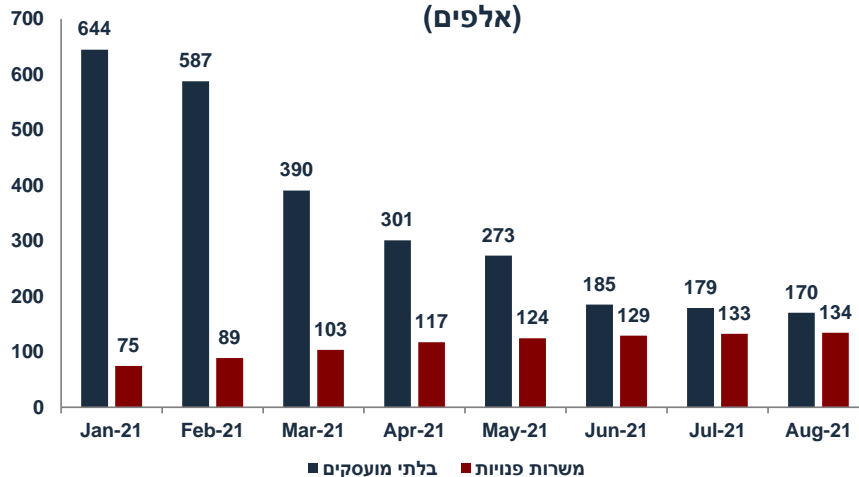
ההתפתחויות בשוק העבודה יהיו קריטיות בהסתכלות על סביבת האינפלציה קדימה. בעולם בכלל ובארה"ב בפרט קיים חשש ללחצי שכר משמעותיים על רקע מחסור בעובדים, בפרט בענף האירוח והפנאי, אך לא רק. לכן, חשוב לנתח בצורה נכונה את מצב שוק העבודה, גם בצד ההיצע וגם בצד הביקוש לעובדים.

המדד העיקרי לאמידת הביקוש לעובדים הינו מספר המשרות הפנויות במשק אשר עומד על 134 אלף משרות (הרבה מעל הרמה ערב הקורונה של כ- 95 אלף). מסתמנת עלייה במשרות הפנויות במרבית הענפים במשק, לא רק בענף האירוח והפנאי (הביקוש למלצרים דווקא ירד ב- 18% באוגוסט).

את צד ההיצע של עובדים פוטנציאליים ניתן לאמוד על ידי ניתוח של סקרי כוח האדם והאוכלוסייה בגיל העבודה. חייבים להניח הנחה לגבי שיעור ההשתתפות (אשר ירד בתקופת הקורונה) בשנה הקרובה. לפי הערכתנו, סביר להניח שהוא יחזור בהדרגה לשיעור ערב הקורונה. למעט פלח קטן יחסית של "פורשים מוקדמים", מרבית האנשים חייבים לחפש מקור להשתכרות ולא לחיות מחסכנות (אם יש). גם עבודה "לא רשמית" מהבית או לא מדווחת מהווה מקור השתכרות אשר תורמת לתוצר. בהנחה ששיעור ההשתתפות יחזור ל- 63%, אזי קיים היום פוטנציאל ל- 170 אלף מחפשי עבודה.

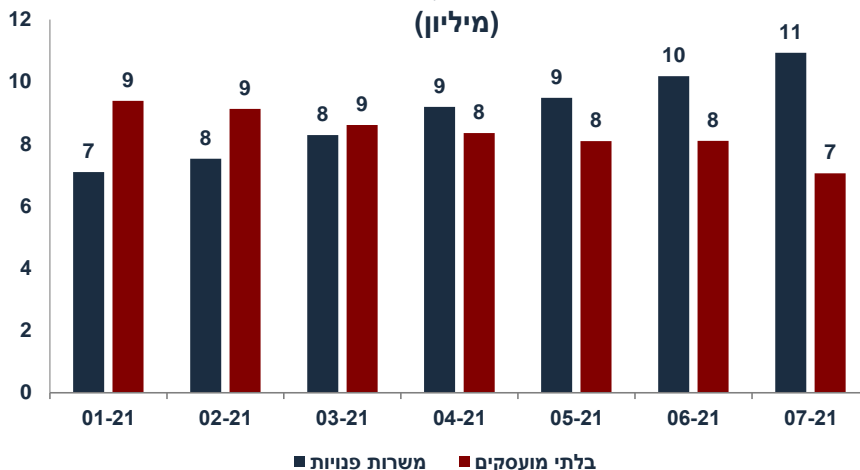
המספר של 170 אלף מחפשי עבודה עולה על מספר המשרות הפנויות (134 אלף) כך שלא סביר לצפות ללחצי שכר משמעותיים בישראל (למעט ענפי היי טק כמובן בהם קיים מחסור אמיתי). בארה"ב הפער לגמרי אחר: 10.9 מיליון משרות פנויות מול 7 מיליון מחפשי עבודה פוטנציאליים (כאשר 2.5 מיליון הם בני 55 ואשר חלקם שוקלים לפרוש מוקדם משוק העבודה).

**מספר משרות הפנויות ומחפשי עבודה פוטנציאליים (אלפים)**



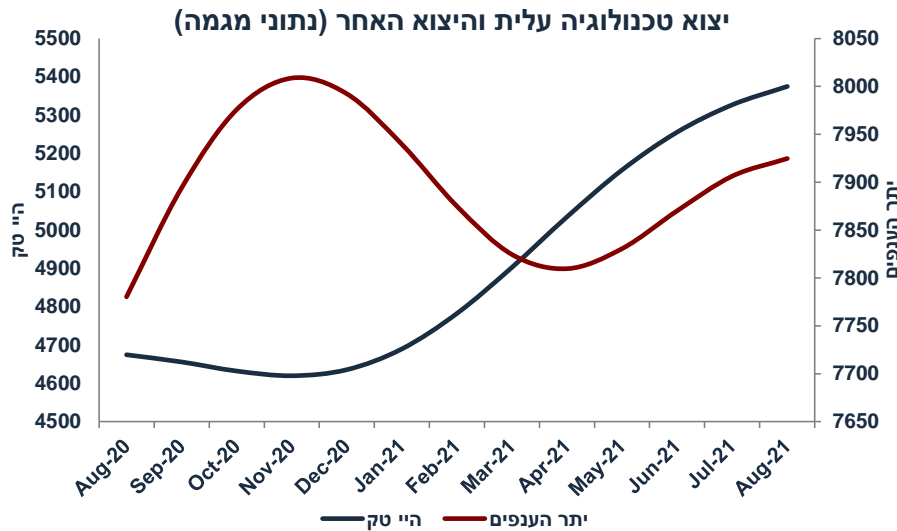
כאמור, האיזון שונה לחלוטין בארה"ב, ולכן בארה"ב האיום האינפלציוני מכיוון של לחצי שכר מוחשי הרבה יותר:

**מספר משרות פנויות ומחפש עבודה פוטנציאליים בארה"ב (מיליון)**



## שיפור בייצוא התעשייתי

נתוני סחר חוץ מצביעים על התרחבות מהירה ביצוא התעשייתי בקצב שנתי של 11.4% ברבעון ג' לאחר גידול של 11% ברבעון ב' (בפרט יצוא היי טק, אך גם יצוא תרופות וכימיקלים). גם היבוא מתרחב בקצב מהיר, בפרט יבוא חומרי גלם ומוצרי צריכה, כך שגירעון הסחר מתרחב. יחד עם זאת, גידול ביצוא שירותי היי טק מקזז את הגידול בגירעון הסחר, כך שהעודף הגדול בחשבון השוטף נשמר, מה שתומך בהמשך לחץ לייסוף בשקל (יחד עם ההשקעות מחו"ל). התרחבות מהירה ביצוא התעשייתי בהחלט מעודדת וצפויה לתרום לצמיחה ברבעון ג'.

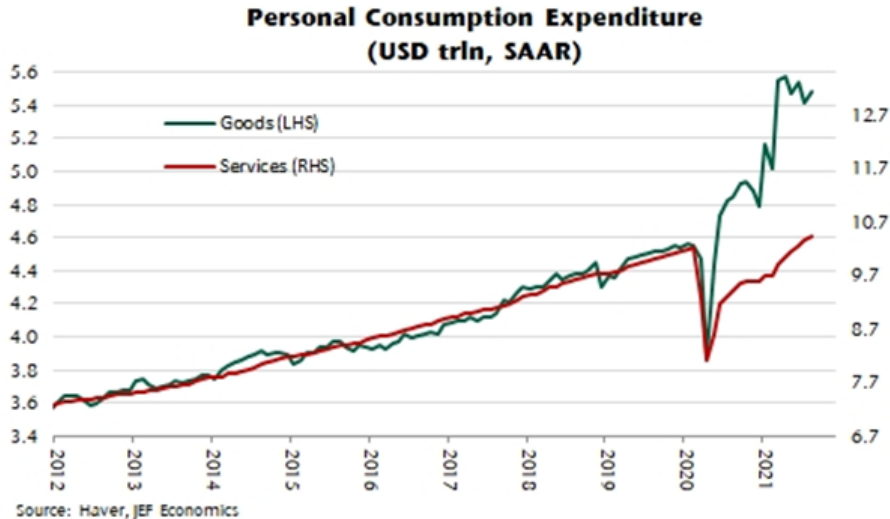


**מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע:** שני: נתוני סקר כוח אדם (אבטלה) למחצית הראשונה של ספטמבר, השכר הממוצע (יולי). שלישי: הייצור התעשייתי ופדיון בענפי המשק (יולי), רכישות בכרטיסי האשראי (אוגוסט). רביעי: כניסות ויציאות של תיירים (ספטמבר), המדד המשולב של בנק ישראל. חמישי: יצוא שירותים (יולי), סקר מגמות בסקטור העסקי (ספטמבר). בנוסף: החלטת ריבית בנק ישראל + עדכון תחזית מאקרו של בנק ישראל + מסיבת עיתונאים. מאד סביר לצפות להודעה על אי הארכת תוכנית רכישת אג"ח (התפתחות שברובה כבר מתומחרת). עדכון תחזית המאקרו עלול להעיב על שוק האג"ח: כאשר בתחזית ריבית בנק ישראל יוצג טווח של 0.1%-0.25% ברבעון ד' 2022 (מ- 0.1% בתחזית הקודמת). תחזית הצמיחה תעלה לכיוון 6.5% או יותר השנה (מ- 5.5%). גם תחזית האינפלציה תעלה לכיוון 2.3% השנה (מ- 1.7%) ו- 1.7% ב- 2022 (מ- 1.2%).

## מאקרו חו"ל.

## ארה"ב: הצריכה הפרטית והייצור התעשייתי ממשיכים להתרחב

רבים צופים התמתנות משמעותית בפעילות הכלכלית בארה"ב (בניגוד לדעתנו) על רקע סיום הסיוע הפיסקאלי המיוחד עבור האזרחים, ולכן צופים ירידת תשואות בארה"ב. המציאות מראה תמונה הפוכה: באוגוסט הצריכה הפרטית בארה"ב הפתיעה לטובה ועלתה ב-0.8% (הצפי היה ל-0.6%), כאשר צריכת שירותים עלתה ב-0.6%, זאת למרות העלייה בתחלואה והטלת מספר מגבלות. צריכת הסחורות עלתה ב-1.2%. צריכת הסחורות גבוהה ב-20% יחסית לערב הקורונה. הגרף הבא ממחיש זאת:



הדגשנו בעבר שמשקי הבית האמריקאים צברו תוספת חיסכון של יותר מ-2 טריליון דולר יחסית לערב הקורונה, מקור משמעותי אשר צפוי לתמוך בצריכה הפרטית בחודשים הקרובים (ולכן גם בלחצי ביקוש ואינפלציה). כרגע, שיעור החיסכון עומד על 9.4%, מעל השיעור ערב הקורונה של 8.3%. רמת החובות של משקי הבית גם מאד נמוכה:

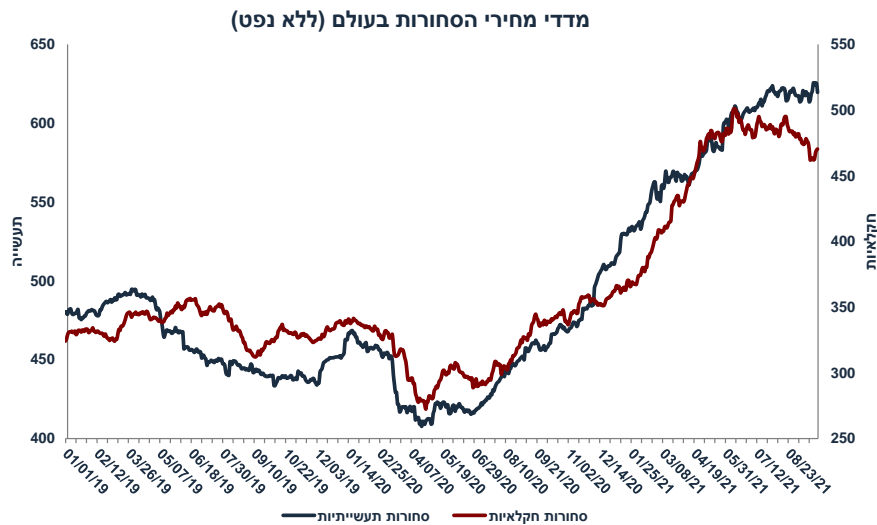


המשמעות: הקטר של הצריכה הפרטית עדיין חזק יחסית, זאת בנוסף לשני קטרים נוספים לפעילות: רצון של המפעלים להגדיל את המלאים אשר ירדו בצורה חדה (מדד ISM עלה ב-1.2 נק' ל-161.1!) וכן מגמה ברורה של גידול בהשקעות (Capex) על ידי הסקטור העסקי. המשך צמיחה מהירה יחסית צפוי לתמוך בתעסוקה, פרמטר חשוב בשיקולי הריבית. אנו צופים שהפד יעלה את ריבית ברבעון ג' 2022.

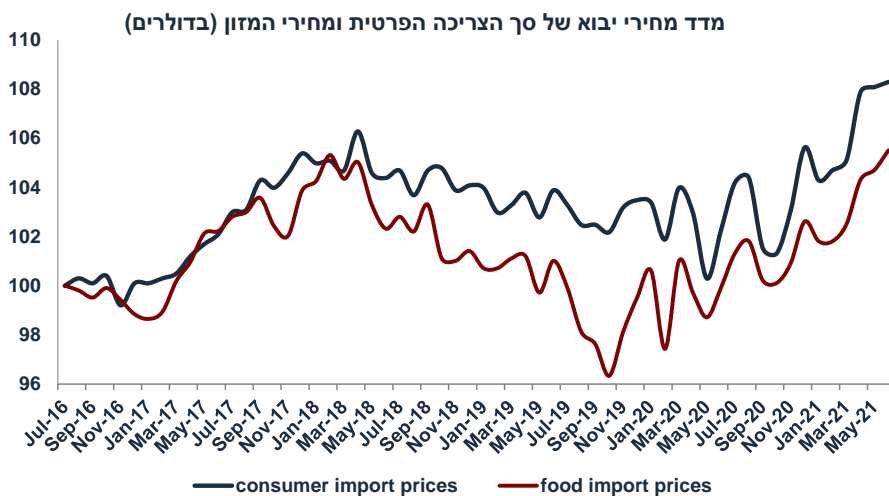
**נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם:** יום שלישי: ארה"ב: מדד מנהלי הרכש ISM בענפי השירותים, מדד חשוב ביותר לגבי הפעילות הכלכלית עקב משקל הרב של ענפי השירותים (ספטמבר). רביעי: אומדן לגידול במספר המועסקים (ADP), אירופה: המסחר הקמעונאי (אוגוסט). שישי: ארה"ב: נתוני תעסוקה (ספטמבר), נתון חשוב ביותר עבור הפד. לאחר נתון חלש באוגוסט סביר לצפות לנתון יותר חיובי החודש, בפרט לאחר סיום חופשת הקיץ, אם כי חוק החל"ת האמריקאי בוטל ב- 6 לספטמבר (עבור מרבית המדינות) ולכן בלתי מועסקים לא ממהרים לחזור לשוק העבודה. העלייה בתחלואה גם פגעה בענף האירוח והפנאי. **אנו צופים נתון של 400 אלף מועסקים חדשים בחודש ספטמבר.**

**זום אין: הייסוף בשקל קיזז את עליית מחירי היבוא**

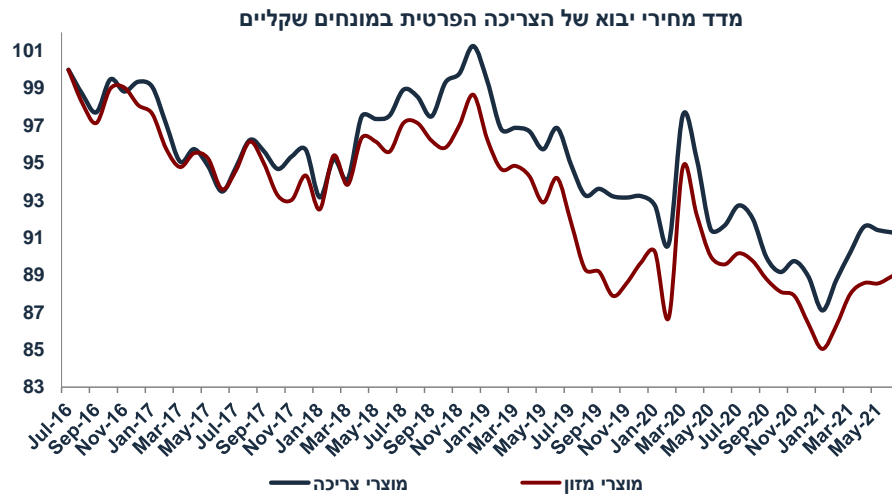
בשבוע האחרון, ציפיות האינפלציה הגלומות בשוק האג"ח המשיכו לעלות, כנראה על רקע התפתחויות גלובליות אשר לא בהכרח ישפיעו משמעותית על האינפלציה בישראל. הגז באירופה עלה ב- 70% (אך ישראל מקבלת גז במחירים יציבים מתמר ולויתן) והפסקות חשמל בסין (על רקע התייקרות מחירי הפחם וצמצום בשימוש) אשר ממתנות את הייצור התעשייתי בסין. התפתחות זו עלולה לייקר מוצרים מיובאים מסין מחד, אך גם תומכת בהתמתנות בפעילות בסין (וענף הבנייה בפרט) אשר תומכת בירידה במחירי ה-commodities בעולם. לכן, בשלב זה לא עידיכנו את תחזית האינפלציה שלנו (1.2% שנה קדימה).  
במחצית הראשונה של השנה מחירי הסחורות בעולם עלו בצורה חדה. אנו מדווחים על מגמה זו באופן שוטף. מתחילת השנה ועד יוני מחירי הסחורות התעשייתיות עלו ב- 20% ומחירי הסחורות החקלאיות עלו ב- 38%, אם כי מאז, מחירי הסחורות החקלאיות ירדו ב- 3.7% ומחירי הסחורות התעשייתיות עלו ב- 1.9% בלבד (ראה גרף). יחד עם זאת מחירי הנפט עלו.



מה שמשיע על האינפלציה בישראל הם מחירי היבוא של מוצרי הצריכה בפועל. הסתכלות על מה באמת קרה למחירי היבוא של ישראל, ולא הסתכלות על מדדים גלובליים. סל היבוא של ישראל לא בהכרח דומה לסל מחירי הסחורות בעולם. לדוגמה, יבוא בשר חזיר כמעט ולא קיים.  
בנוסף, ישראל "נהנית" מלחץ לייסוף מתמשך בשקל, מה שממתן את עליית מחירי היבוא של ישראל במונחים שקליים.  
מיוני 20 ועד יוני 21 מחירי היבוא של מוצרי צריכה עלו ב- 5.9% (בדולרים) כאשר מחירי כלי בית עלו ב- 9%. מחירי היבוא של מוצרי המזון עלו ב- 5.6% בתקופה זו. הגרף הבא ממחיש את מגמת העלייה החדה במחירי היבוא (בדולרים) מתחילת 2020:



לעומת זאת, בתקופה זו (יוני' 20 עד יוני' 21) מחירי היבוא של מוצרי הצריכה במונחים שקליים ירדו ב- 0.4%. מחירי היבוא של מוצרי המזון בתקופה זו ירדו 0.7% במונחים שקליים (ראה גרף) עקב ייסוף של 6%! תופעה זו מסבירה מדוע מחירי המזון במדד המחירים לצרכן עלו בשיעור מתון של 1.4% בלבד בשנה האחרונה. למעשה, קיימת מגמת ירידה במחירי היבוא (במונחים שקליים) מסוף 2018:



תמונה זאת מסבירה מדוע מחירי המזון בישראל עלו בשיעור מתון ובכלל מדוע סביבת האינפלציה בישראל נותרה נמוכה יחסית למדינות המפותחות (ארה"ב, אירופה ובריטניה). חשוב לנתח את ההתפתחות של מחירי היבוא במונחי המטבע המקומי. מסוף רבעון ב', השקל יוסף ב- 2.4% נוספים (מול הסל). הלחץ לייסוף בשקל צפוי להימשך וצפוי להמשיך למתן את האינפלציה. אנו עדיין צופים אינפלציה של 1.2% שנה קדימה ו- 1.1% בשנת 2022.

עדיין לא ברור עד כמה המחסור בחשמל וההתמתנות בפעילות בסין ישפיעו על האינפלציה הגלובלית. בטווח הקצר, יתכן מחסור של מוצרי צריכה עבור המערב, אך מנגד הלחץ לירידה במחירי הקומודיטיס עשוי להימשך.

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 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.