



כלכלית בראשון

עליית השכר תמנע התמתנות של האינפלציה

קצב התרחבות הצריכה הפרטית. סיום תשלום דמי האבטלה לשהים בחל"ת מתחת לגיל 45 תומך בזה גם כן. הסיכוי לסגר נוסף בתקופת החגים עלה, אם כי סביר להניח שההשפעות על הפעילות הכלכלית יהיו מתונות בהרבה ביחס לסגרים קודמים, בעיקר הודות לחיסונים. מנגד, הכלים העומדים בפני בנק ישראל והאוצר הם פחותים עתה, לאור זאת שהריבית כבר אפסית והאינפלציה עלתה, ופחות סביר שנראה את האוצר יוצא עם חבילת סיוע כמו בתחילת ההתפרצות.

שיעור האבטלה הרחב עלה בשבועיים הראשונים של יולי לרמה של 9.0%, לעומת 8.8% בשבועיים הקודמים. לכאורה ביטול דמי האבטלה לעובדים בחל"ת בתחילת חודש יולי לא הפחית את שיעור האבטלה הכולל בשבועיים הראשונים של יולי, אך יש לזכור שחלק גדול מההשפעה ניכר כבר בנתוני השבועיים הקודמים, כשיעור האבטלה ירד ל- 8.8%. כלומר העובדים בחל"ת לא המתינו עד להפסקת התשלומים בפועל, אך אם אלו לא היו מופסקים, לא היו ממחרים לשוב למעגל העבודה. תשלומי האבטלה לעובדים בחל"ת עיכבו את ירידת האבטלה, אך הם לא הגורם היחיד שהשתנה בשוק העבודה בתקופת הקורונה, ולכן ביטולם לא צפוי להחזיר את הדברים לקדמותם. אנו רואים תמונה דומה גם במדינות נוספות בעולם: ביקוש גבוה לעובדים, ומנגד שיעורי אבטלה גבוהים. יש פער בין דרישות העובדים, מהתפקיד, ולא רק במונחי שכר, לבין התפקידים שהשוק מציע כרגע. יתכן שהתקופה הארוכה בה היו בחל"ת גרמה לשינוי התנהגותי בקרב העובדים, שינוי בראיית הקריירה שלהם, וכנראה שגם הרבה עובדים שהיו על סף פרישה יחליטו לוותר על החזרה לשוק העבודה.

השכר הממוצע למשרת שכיר בחודש מאי היה גבוה ב- 8.6% לעומת מאי 2019, די דומה לארה"ב בה השכר עלה בתקופה זו ב- 8.9%. חלק מהעלייה בשכר מוסבר ביציאת עובדים בעלי שכר נמוך מהמערכת, אך

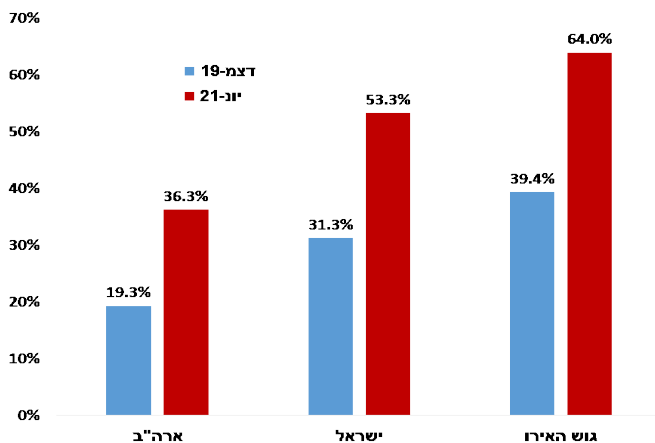
- מספר הנדבקים החדשים בישראל מוסיף לעלות, הוא חצה את רמת הנדבקים בארה"ב והגיע לרמת הנדבקים באנגליה (ביחס לאוכלוסייה).
- למגבלות, ואולי יותר מזה לחששות של הציבור, עשויות להיות השלכות על הפעילות הכלכלית החל מחודש ספטמבר עם סיום החופשות, דבר שיבוא לידי ביטוי בעיקר בהאטת קצב התרחבות הצריכה הפרטית.
- יתכן שהתקופה הארוכה בה היו בחל"ת גרמה לשינוי התנהגותי בקרב העובדים, שינוי בראיית הקריירה שלהם, וכנראה שגם הרבה עובדים שהיו על סף פרישה יחליטו לוותר על החזרה לשוק העבודה.
- עליית שכר שנתית של 4% לשנה יוצרת לאורך זמן לחצים לעליות מחירים, שכן ברוב ענפי המשק הגידול בפריזון העבודה לא מתקרב לרמות האלו.
- בנק ישראל לא צפוי להעריך את תכנית הרכישות בסך 30 מיליארד דולר, אם כי רכישות ספורדיות כנראה ימשכו.

ישראל

מספר הנדבקים החדשים מוסיף לעלות, והוא חצה את רמת הנדבקים בארה"ב והגיע לרמת הנדבקים באנגליה (ביחס לאוכלוסייה). ניכרת עלייה גם במספר החולים הקשים. הממשלה החליטה על החזרת מגבלות "התו הירוק" על הפעילויות, ומעבר של 50% מעובדי המגזר הציבורי לעבודה מהבית. אנו מעריכים כי למגבלות, ואולי יותר מזה לחששות של הציבור, עשויות להיות השלכות על הפעילות הכלכלית החל מחודש ספטמבר עם סיום החופשות, דבר שיבוא לידי ביטוי בעיקר בהאטת

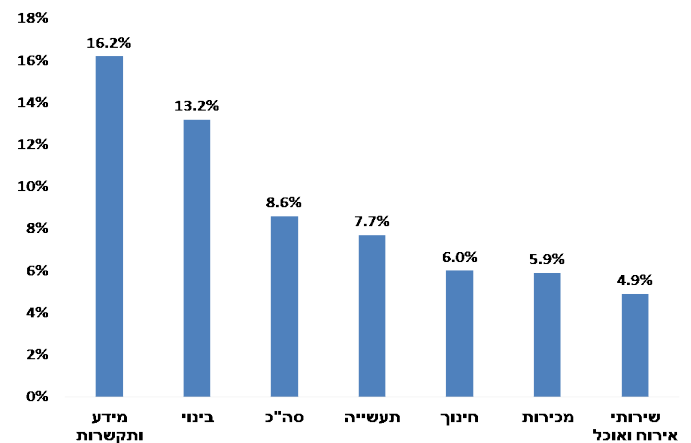
מאזני הבנקים המרכזיים מוסיפים לגדול

מאזני בנקים מרכזיים כאחוז מהתוצר, מקור: עיבודי המחלקה הכלכלית



ישראל: עלייה בשכר הממוצע במשק

שיעור שינוי ב-24 חודשים אחרונים, מקור: הלמ"ס



בנק ישראל אנו מעריכים כי רכישות האג"ח לא ימשכו ב-2022. הגירעון התקציבי שמתכנן האוצר לשנת 2022, ושקיבל בשבוע שעבר את אישור הממשלה, עומד על רמה נמוכה יחסית של 3.9% מהתוצר. מימון גירעון בסדר גודל זה לא אמור להשפיע באופן משמעותי על התשואות, גם ללא הרכישות של בנק ישראל.

גלובלי

ביום שישי פורסם דוח תעסוקה חיובי בארה"ב ושוקי המניות המשיכו לעלות, מכיוון שזו אינדיקציה להתאוששות של הכלכלה האמריקנית. אם הדוח היה מפתיע לשלילה, המניות היו כנראה עולות באותה מידה, אם לא יותר, כי זה אומר שעלויות הריבית יידחו. המסקנה היא שיש גורם שלישי שדוחף את השווקים קדימה, וזה לא קשור לצמיחה, או לקורונה, אלא לבנקים המרכזיים. הזרמות הכסף הן הקטליזטור לעלויות המחירים בשוקי ההון ובנדל"ן, ושאלת מיליון הדולר היא עד מתי, יוכלו הבנקים המרכזיים להמשיך להזרים כסף ולשמור על ריבית אפסית. חלק מחברי הפד, כמו קלרידה לדוגמה, חושבים שצמצום הרכישות יכול להתחיל כבר בקרוב, אך גם הוא סבור שנורמליזציה של הריבית תחל רק ב-2023. הפד רוכש 40 מיליארד דולר בחודש של איגרות חוב מגובות משכנתאות, בזמן שמחירי הנדל"ן קופצים ב-17% בשנה, דבר שמעיד על בנק מרכזי שמוכן ליטול סיכונים בטווח הארוך, ובינתיים נהנים מזה המשקיעים בשווקים.

נגיף הקורונה ממשיך להתפשט בעולם, אם כי הפעם ניכרת שונות בהתפשטות התחלואה בקרב המדינות המפותחות. רמה גבוהה של תחלואה נרשמה בשבועות האחרונים בארה"ב, בצרפת, בספרד ובריטניה וב ישראל, בעוד בגרמניה ובקנדה לדוגמה, רמת התחלואה נותרה נמוכה. מדינות רבות בחרו להחזיר חלק מהנחיות הקורונה כמו גם מגבלות על הפעילות, ובניגוד לפעמים הקודמות הצעדים הפעם לוו במקומות רבים בהתנגדות של חלק מהציבור.

לעת עתה, לא ניכרת פגיעה בפעילות הכלכלית עקב העלייה בתחלואה ומדדי המניות מוסיפים לעלות. בלטו בייחוד המדדים באירופה. ה-CAC בצרפת עלה בשבוע האחרון ב-3.1% והיורוסטוקס 50 ו-600 עלו ב-2.1% וב-1.8% בהתאמה. מרבית מדדי המניות באסיה רשמו עליות שבועיות של כ-2% במוצע. בארה"ב, מדדי הנאסד"ק, S&P500, ודאו ג'ונס עלו בכ-

נראה שזו לא הסיבה העיקרית. המחסור בעובדים יוצר לחצים לעלויות שכר, גם בענפים שלא נפגעו מהקורונה – בבינוי לדוגמה, השכר עלה ב-13% בתקופה הזו. עליית שכר שנתית של 4% לשנה יוצרת לאורך זמן לחצים לעלויות מחירים, שכן ברוב ענפי המשק הגידול בפריזון העבודה לא מתקרב לרמות האלו.

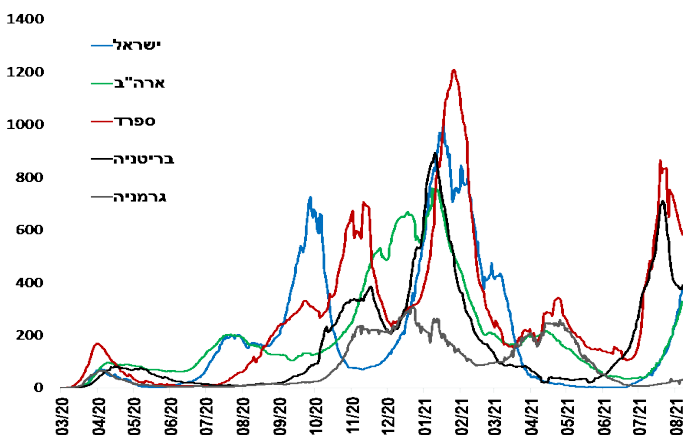
תחזית האינפלציה ל-12 החודשים הקרובים עומדת על 1.6%, מעט נמוך מ-1.74% שמגולם כעת בשווקים. הרפורמות שהממשלה אישרה בחוק ההסדרים (עדין צריכות לקבל את אישור הכנסת) הן בעלות השפעה נמוכה יחסית, ובכל מקרה הדרגתית על האינפלציה. חלק מההתייקרויות גם לא בטוח שימדדו, לדוגמה העלייה במחיר של נטפליקס, שירות סטרימינג שהוא פופולארי היום, אך כנראה שלא היה לו משקל בסל הצריכה שנמדד ב-2018. ביטול ההנחה של הרב קו בתחבורה הציבורית (לא בטוח שיאושר) גם לא בטוח עד כמה יימדד. מספר גורמים יכולים להעלות את רמת האינפלציה מעל להערכתנו, ביניהם האצה בעליית מחירי שכר-הדירה, יבוא של אינפלציה מהעולם (מחירי המכוניות לדוגמה צפויים להתייקר בחודשים הקרובים) והמשך עליות שכר.

בנק ישראל צמצם את רכישות המט"ח בחודש יולי ל-500 מיליון דולר בלבד. במחצית הראשונה של השנה בנק ישראל רכש כ-25 מיליארד דולר. צמצום הרכישות הוא אחד ההסברים להתחזקות השקל בחודש האחרון. חברות היי טק ישראליות גייסו במחצית הראשונה של השנה שיא של 12 מיליארד דולר. אמנם לא כל הכסף מומר מידית לשקלים, אך בסופו של דבר הרוב מתורגם לתשלום משכורות, כלומר המרה הדרגתית לשקלים. השיאים החדשים שנשברים בשוקי המניות בארה"ב גורמים אף הם למכירות מט"ח של מוסדיים. בנק ישראל לא צפוי להאריך את תכנית הרכישות בסך 30 מיליארד דולר, אם כי רכישות ספורדיות כנראה ימשכו. היקף המאזן של בנק ישראל נאמד (הערכה שלנו) ב-54% מהתוצר, לעומת 36% בארה"ב ו-64% באירופה. אנו מעריכים כי בנק ישראל יעדיף למתן את קצב הגידול של המאזן שלו, ואולי גם לצמצם אותו בהדרגה בשנים הבאות.

בחודש יולי בנק ישראל רכש 3.1 מיליארד שקל אג"ח ממשלתיות. מתחילת התכנית נרכשו עד כה 71.7 מיליארד שקל מסך של 85 מיליארד. לאור הרמה הנמוכה של התשואות, והגידול המהיר במאזן של

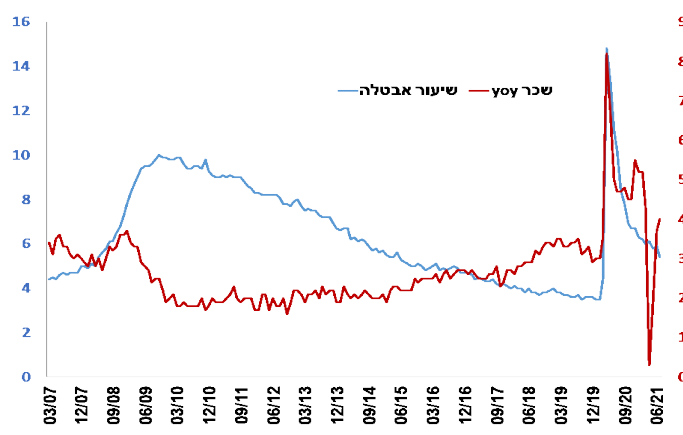
עלייה מחודשת במספר הנדבקים החדשים

מספר נדבקים חדשים ביום, לכל מיליון אנשים, ממוצע נע 7 ימים מקור: Our World In Data



ארה"ב: ירידה באבטלה תוך המשך עלייה בשכר

שיעור אבטלה ושיעור שינוי שנתי בשכר הממוצע לשעת עבודה מקור: בלומברג



גוש האירו: שיפור בפעילות הכלכלית טרם העלייה בתחלואה.
 המכירות הקמעונאיות עלו בחודש יוני ב-1.5%, כשגרמניה בלטה במיוחד עם עלייה חודשית של 4.2% במכירות. ב-12 החודשים האחרונים עלו המכירות הקמעונאיות בגוש האירו ב-5.0%. מדדי מנהלי הרכש מוסיפים להצביע על התרחבות ברמה גבוהה בפעילות. מדד מנהלי הרכש למגזר התעשייה ירד מעט בחודש אוגוסט אך רמתו עדיין מאוד גבוהה-62.8 נקודות, ומדד השירותים עלה לרמה של 59.8 נקודות. מדד המחירים ליצרן עלה ביוני ב-1.4%, בעיקר כתוצאה מעלייה במחירי האנרגיה. במבט קדימה, גוברות הדאגות מהתפשטות הקורונה. כתוצאה מכך, במדינות רבות הוחזרו ההנחיות לעטיית מסיכות בתחבורה הציבורית, בחנויות בעסקים, ובמקומות נוספים.

יפן: קרן המטבע הבינלאומית הפחיתה את תחזית הצמיחה לשנה הנוכחית מ-3.3% ל-2.8%. זאת על רקע התפשטות הקורונה והמגבלות שהוטלו על הפעילות כתוצאה מכך. יפן היא המדינה היחידה בקרב ה-G7 שתחזית הצמיחה עבורה הופחתה לשנה הנוכחית. עם זאת, קרן המטבע העלתה את תחזית הצמיחה ל-2022 מ-2.5% ל-3%. מדד מנהלי הרכש של סך התפוקה בחודש יולי ירד ל-48.8 נקודות מ-48.9 נקודות ביוני. זהו החודש השלישי ברציפות שהמדד של סך התפוקה מצביע על התכווצות בפעילות, כתוצאה מירידה בפעילות בענפי השירותים. הוצאות משקי בית על צריכה פרטית ירדו בחודש יוני ב-5.1% לעומת החודש המקביל אשתקד.

סין: גוברת ההתפשטות של נגיף הקורונה, בשיעור הגבוה מאז פרוץ הקורונה המקורי בסוף 2019. על רקע המגבלות שהוטלו ועוד יוטלו בהמשך על הפעילות, סביר להניח שתהיה האטה בצמיחה ובצריכה הפרטית בהמשך. מדד מנהלי הרכש של Caixin עלה מ-50.6 נקודות ביוני ל-53.1 נקודות ביולי, כאשר עיקר העלייה נבעה מהתרחבות הפעילות בענפי השירותים.

1.0% בממוצע. לאחר פרסום הדוחות של כ-80% מהחברות הכלולות ב-S&P500, מסתמן שב-86% מהמקרים התוצאות הכספיות הפתיעו לטובה. מדד היורוסטוקס 50 נסחר כעת ברמה הגבוהה ב-13 וחצי השנים האחרונות. זאת, על רקע היציאה מהסגר הקודמים והפתעות חיוביות במרבית הדוחות הרבעוניים שפורסמו עד כה. התשואה לפדיון על אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים, שנסחרה ברמת שפל של 1.15% במהלך המסחר ביום שני האחרון, סיימה את השבוע עם עלייה ל-1.30% לאחר פרסום נתוני שוק העבודה הטובים. מחירי מרבית הסחורות ירדו, ובמיוחד מחירי המתכת והאנרגיה. על רקע עלייה במלאים, והתפשטות זן הדלתא של נגיף הקורונה, מחירי חבית נפט מסוג ברנט ירד בשבוע האחרון בשיעור חד של כ-7.5% לרמה של 70.7 דולר. הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק האג"ח בארה"ב ירדו מעט השבוע ל-2.5% (ל-5 שנים) ול-2.37% (ל-10 שנים).

ארה"ב: עלייה חדה מהצפוי במספר המשרות החדשות. דוח התעסוקה לחודש יולי הצביע על תוספת של 943 אלף משרות, מעל לתחזית של 870 אלף משרות, וגם הנתון של החודשים הקודמים עודכן כלפי מעלה ב-119 אלף משרות. עיקר העלייה בתעסוקה נרשמה בענפי האירוח, שירותי פנאי וברשויות המקומיות. שיעור האבטלה גם הפתיע לטובה וירד יותר מהצפוי לרמה של 5.4% לעומת 5.9% בחודש הקודם. גם בשיעור האבטלה הרחב נרשמה ירידה מ-9.8% ל-9.2%. שיעור ההשתתפות עלה מעט ל-61.7%, אך הוא עדיין נמוך משמעותית מרמתו טרם משבר הקורונה (63.3%). רמת התעסוקה עדיין נמוכה ב-5.7 מיליון משרות יחסית למצב בפברואר 2020 טרם הקורונה. השכר ממשיך לעלות בקצב מהיר ובחודש יולי השכר לשעת עבודה עלה ב-0.4% והשלים עלייה של 4.0% ב-12 החודשים האחרונים לרמה של 30.5 דולר. בשנתיים האחרונות השכר עלה בשיעור חד של 8.9%.

למרות העלייה בתחלואה מדדי האמון עדיין מצביעים על המשך התרחבות בפעילות בארה"ב. מדד מנהלי הרכש הצביע על המשך ההתאוששות בפעילות הכלכלית ביולי. המדד לענפי התעשייה של ה-ISM אומנם ירד מעט החודש לרמה של 59.5 נקודות אך רמתו עדיין גבוהה מאוד. המדד של חברת מרקוויט למגזר התעשייה לה לרמה של 63.4 נקודות. מדד ה-ISM לענפי השירותים הפתיע עם עלייה חדה ל-64.1 נקודות. כשלעצמם, הנתונים החזקים יחסית לגבי המשק האמריקני מגדילים את הסיכוי להתחלה של תהליך ה"טייפרינג", כלומר צמצום רכישות אג"ח, בקרוב על ידי הפד.

תחזיות ריבית ומדד המחירים לצרכן	
שיעור שינוי	מדד המחירים לצרכן
0.3%	יולי - 2021
0.1%	אוגוסט - 2021
1.6%	12 חודשים
2.3%	2021
שיעור הריבית	ריבית בנק ישראל
0.10%	אוגוסט - 2021
0.10%	12 חודשים

הערות ואזהרות כלליות נוספות:

מסמך זה מבוסס על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור. הנתונים והמידע ששימשו להכנת מסמך זה הונחו כנכונים, וזאת מבלי שבנק הפועלים בע"מ ("הבנק") ביצע בדיקות עצמאיות ביחס לנתונים ולמידע מידע אלו - אין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחרים במסמך. יודגש כי מסמך זה הינו למטרות אינפורמציה בלבד, הוא אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו. המידע עליו מתבסס מסמך זה, והדעות האמורות בו, עשויים להשתנות מעת לעת ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. אין להסתמך על האמור במסמך זה ואין להתבסס על כך ששימוש במידע או בהמלצות המובאות במסמך זה יביא לתוצאות מסוימות. מסמך זה אינו מותאם למטרות ההשקעה או לצרכי האישיים והייחודיים של כל משקיע, אין לראות במסמך זה משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתוני, צרכי ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פי האמור במסמך זה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכי, מטרותיו ונתוניו האישיים של כל משקיע, ולאחר הפעלת שיקול דעת עצמאי. הבנק, עובדיו, וכל מי שפועל מטעמו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישירים או עקיפים, שייגרמו, אם ייגרמו, כתוצאה משימוש במסמך זה או כתוצאה מהסתמכות עליו. לבנק, או לחברות קשורות אליו, או לבעלי שליטה בהם, עשויות להיות החזקות בניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הנזכרים במסמך זה, עבורם או עבור לקוחותיהם, והם עשויים לבצע עסקאות המנוגדות לאמור במסמך זה. האמור במסמך זה אינו מהווה ייעוץ מס או אינו מתיימר להוות פרשנות מקובלת על רשויות המס או על גופים נוספים. מסמך זה הינו רכוש של הבנק, אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, לצלם, להקליט וכיו"ב את מסמך זה, או חלקים ממנו, ללא קבלת אישור, מראש ובכתב, מהבנק.