

יונתן כץ  
וכלכלני לידר  
שוקי הון

## גידול מהיר במספר המועסקים לא הביא לעליית תשואות

### נקודות עיקריות

בשבוע האחרון השווקים המשיכו באווירה החיובית על רקע מכלול של נתונים חיוביים בארה"ב, כולל עלייה חדה באמון הצרכני (הרמה הגבוהה ביותר זה 16 חודשים), עלייה במכירות של בתים בתהליך וגידול מהיר במספר המועסקים. למרות שמדד מנהלי הרכש בתעשייה ירד מעט, עדיין מדובר ברמה גבוהה אשר משקפת התרחבות. המומחים פחות מודאגים מהתפשטות ווריאנט ה-delta. התשואות הארוכות המשיכו לזחול כלפי מטה כאשר השוק אינו חושש מעלייה חדה ומתמסכת בריבית הפד בשנים הבאות. ברקע, קיימים סימני התמתנות בפעילות בסין וירידה בקצב הגידול בהיקף האשראי.

### מאקרו ישראל: התמתנות בצריכה הפרטית

רכישות בכרטיסי האשראי ירדו ב- 3.6% במאי לאחר עלייה של 18% מינואר. הנתונים השבועיים מצביעים על ירידה נוספת בחודש יוני בשיעור של כ- 3%. המכירות ברשתות השיווק ירדו ב- 6.6% במאי לאחר עלייה של 12% מינואר. יצוא שירותי היי טק עלה ב- 15% בממוצע של ינואר-אפריל לעומת ממוצע 2020.

### סביבת האינפלציה:

ליברמן שואף לבטל את הפטור ממע"מ על יבוא מתחת ל-\$75. רכישות מקוונות מחו"ל לא נמדדות במדד, אך כן צפויה השפעה עקיפה מתונה על מחירים מקומיים. קיים סיכוי סביר שהלמ"ס תחליט למדוד את מחירי "נסיעות לחו"ל" כבר במדד יוני. אנו צופים עלייה של כ- 2% בסעיף זה ולכן תחזית מדד יוני עודכנה ל- 0.1% (מאפס).

הדולר ממשיך להתחזק בעולם על רקע נתונים כלכליים חיוביים.

### ארה"ב: נתוני תעסוקה הפתיעו לטובה

ביוני נוספו 850 אלף מועסקים חדשים (מול צפי ל- 705 אלף). השכר לשעת העבודה עלה ב- 0.3% וב- 3.6% שנה אחורה (האצה מ- 2.0%). עם זאת, השכר עלה ב- 0.5% וב- 4.5% y/y בחישוב על פי משקלות קבועים. במאי ההזמנות בתעשייה עלו ב- 1.7%, מעל הציפיות (1.5%). מדד האמון הצרכני ביוני עלה ב- 7.3 נק' ל- 127.3 (הצפי היה ל- 119.0). משקי הבית צופים אינפלציה של 6.7% שנה קדימה (עלייה מ- 6.5% לפני חודש). מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה ירד ב- 0.6 נק' ל- 60.6, אך עדיין משקף התרחבות מהירה. התעשיינים מדווחים על עליות מחירים במוצרים הנמכרים. במאי מחירי הבתים (Case-Shiller) עלו ב- 14.9% שנה אחורה (מ- 13.3%).

### אירופה:

מדד האמון העסקי ביוני עלה מעבר לציפיות, גם בתעשייה וגם בקרב משקי הבית. ביוני אינפלציית הליבה התמתנה ל- 0.9% שנה אחורה (צפי: 0.9%) מ- 1.0%. מדד מחירי התפוקה PPI עלה ב- 1.2% (הצפי היה ל- 1.1%) וב- 9.6% y/y.

### שוק האג"ח:

בשבוע האחרון ציפיות האינפלציה המגולמות בשוק עלו מעט. כפי שציפינו, משרד האוצר יקטין את היקף ההנפקות ל- 7 מיליארד \$ ביולי. בנק ישראל צפוי לאותת מחר שתוכנית רכישות האג"ח לא תחודש לאחר סיומה, אך נדמה שהשוק לא יפתע מהכרזה מסוג זה, זאת לאור ההתאוששות בפעילות. לפי הערכתנו, ציפיות האינפלציה עדיין גבוהות מדי. הסיכון העיקרי לארוכים בישראל ממשיך להיות עליית תשואות בארה"ב.

### זום אין: מדד ה-ISM מאותת על לחצי אינפלציה בארה"ב

הוויכוח בין אינפלציה טרנזיטורית או אינפלציה יותר ממושכת נמשך. בינתיים בהחלט קיים לחץ להמשך עלייה באינפלציה, בפרט בארה"ב. מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה מדווח על התארכות זמני הספקה ועלייה במחירים.

יחד עם זאת, מסתמנת עלייה במלאים וירידה בהזמנות שלא סופקו.

סביר להניח המשך לחץ אינפלציוני במחירי הסחורות בחודשים הקרובים (בפרט בארה"ב), גם לאור המשך עלייה במחירי ההובלה בעולם.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	1.5%
יוני	0.1%
יולי	0.3%
אוגוסט	0.2%
שנה קדימה	1.2%
2022	0.9%

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

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.273	3.871
שינוי שבועי	0.9%	-0.1%
YTD	1.8%	-1.8%
שנה קדימה	3.14	3.85

אג"ח סחירות	יולי
פדיון סחיר	15.1
תחזית הנפקות	7.0
עודף פדיון	8.1

### עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ה	ט"ב
קצר 923	-1.79	-1.7	-1.6
בינוני 726	-1.35	-1.3	-1.2
ארוך 1131	-0.57	-0.5	-0.4
שקלי	נוכחי	ט"ה	ט"ב
קצר 723	0.11	0.1	0.1
בינוני 1026	0.49	0.5	0.5
ארוך 330	1.09	1.05	1.0

US			
2y	0.23	0.25	0.3
5y	0.86	0.9	1.0
10y	1.42	1.5	1.6

## מאקרו ישראל

ירידה בהיקף ההנפקות ביולי

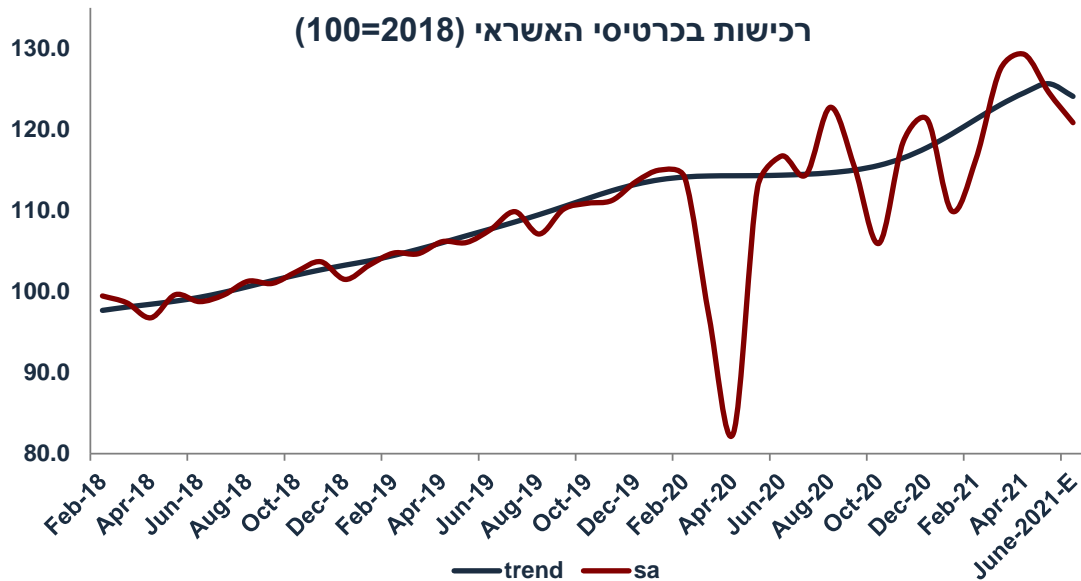
ביולי, האוצר ינפיק 7 מיליארד ₪ באג"ח סחירות, ירידה מ-9 מיליארד ביוני ו-12 מיליארד בינואר. למרות שהאוצר ישמור על היקף ההנפקות השבועיות של 1.7-1.8 מיליארד ₪ בדומה לחודש יוני (בו היו 5 שבועות של הנפקות), עדיין מדובר בחדשות חיוביות עבור שוק האג"ח. אנו מעריכים שהתחזית הרשמית של הגירעון השנה (8% תוצר) צפויה להתעדכן כלפי מטה לכיוון 6%-7%, זאת לאור הגידול המהיר בהכנסות ממסים וצמצום בהוצאות בגין הקורונה. ירידה בהיקף ההנפקות מאפשרת לבנק ישראל להמשיך לצמצם את היקף רכישות האג"ח ללא השפעה שלילית על השוק. בנוסף, שוק האג"ח צפוי לשאוב עידוד מהגישה "הניצית" (המרסנת) מכיוונו של שר האוצר החדש. פרט נוסף: בחודש יולי ייווצר עודף פדיון גדול עקב פדיון סחיר של 15.1 מיליארד ₪.

ההתרחבות המהירה ביצוא שירותי היי טק נמשכת

באפריל היצוא של שירותי היי טק עלה ב-1.1% לעומת מרץ וב-22.2% בשנה האחרונה. היצוא בינואר-אפריל (בממוצע) גבוה מהממוצע של 2020 ב-15%. מדובר בקטר צמיחה חשוב לפעילות הכלכלית (אשר מהווה כ-10% מהתוצר) אשר גם תומך בהמשך לחץ לייסוף בשקל.

סימני התמתנות ב"ביקוש הכבוש"

בחודש מאי, הרכישות בכרטיסי האשראי ירדו ב-3.6% (לעומת אפריל, בניכוי עונתיות), זאת לאחר גידול חד של כמעט 18% מינואר (הסגר האחרון) ועד אפריל. הרכישות של מוצרי תעשייה ירדו בצורה חדה במאי (-6.7%) לעומת הירידה בצריכת שירותים (-1.8%). לפי נתונים ראשוניים עד ה-29.6, נמשכת הירידה בצריכה הפרטית בצורה מתונה גם בחודש יוני (-3%, לפי ניכוי העונתיות שלנו). מדובר באינדיקטור אשר מעיד על התמתנות בהשפעת ה"ביקוש הכבוש", התפתחות אשר צפויה למתן את לחצי האינפלציה בחודשים הקרובים.



### סביר שסעיף "נסיעות לחו"ל" יחזור להימדד

הלמ"ס שוקלת להתחיל למדוד את סעיף "נסיעות לחו"ל" כבר במדד יוני. הנושא נמצא בדיון בלמ"ס, כאשר קיים רצון להחזיר למדידה את הסעיף האחרון אשר לא נמדד מאז פרוץ הקורונה כאשר בהחלט מספר הטיסות ומספר הנוסעים עלו. הלמ"ס שוקלת זאת למרות שלא מדובר ברמת פעילות בתיירות חוץ הקרובה להיקף ערב הקורונה. למרות שהנושא רחוק מוודאות, הסבירות למדידה כבר בינוי נראית לנו קצת מעל 50%. חשוב להדגיש שהשינוי במחירי שהייה בחו"ל (אולי כ- 60% מסך עלות נסיעה לחו"ל) יימדד על ידי השינוי במדד מחירים לצרכן בכול מדינת היעד (בשקלים). כידוע, האינפלציה בעולם עלתה בצורה חדה בשנה האחרונה. בנוסף, השקל פוחת מול היורו בתקופה זו (היעד העיקרי ליוצאים לחו"ל). בהנחה שמחירי הטיסות נותרו יציבים בשקלים, אזי מחירי נסיעות לחו"ל צפויים לעלות בכ- 2% בינוי.

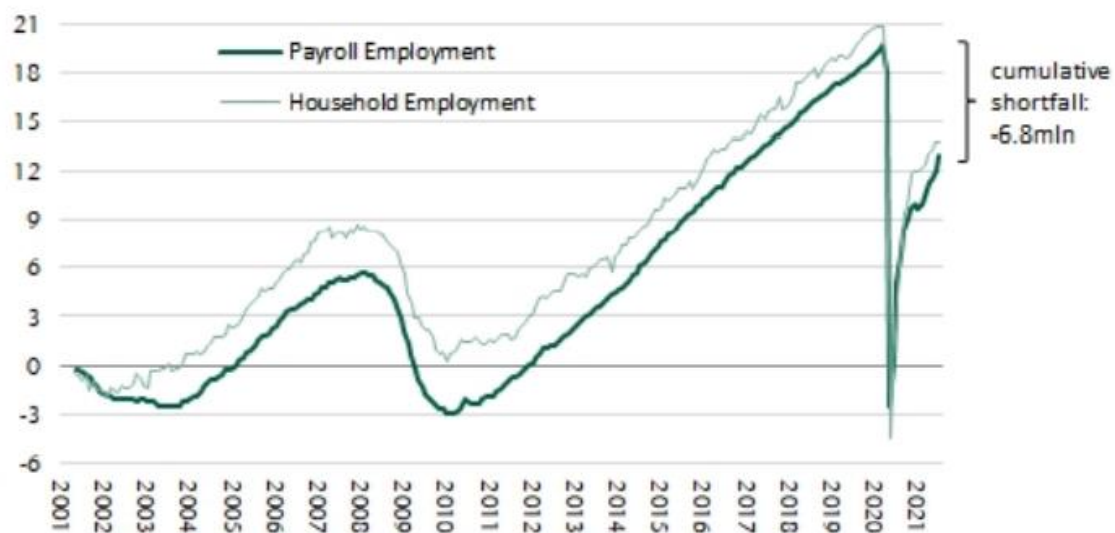
**מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע:** שני: שיעור האבטלה (הרחב) במחצית הראשונה של יוני, השכר הממוצע ומספר משרות השכיר (אפריל), **החלטת ריבית:** לא צפוי שינוי בריבית. תחזית המאקרו של יחידת המחקר: תחזית האינפלציה צפויה להתעדכן כלפי מעלה ל- 2.0% השנה (מ- 1.3%) ולהישאר ללא שינוי ב- 2022 על 1.2%. לא צפוי שינוי משמעותי בתחזית הצמיחה (6.3% השנה ו- 5.0% ב- 2022). **במסיבת עיתונאים, הנגיד ירון צפוי לאותת שתוכנית רכישת האג"ח לא תחודש לאחר סיומה.** נדמה שהודעה זו כבר מתומחרת בשוק. שלישי: כניסה/יציאה של תיירים (יוני). רביעי: היקף רכישות האג"ח + מט"ח על ידי בנק ישראל (יוני). חמישי: סקר מגמות בסקטור העסקי (יוני).

## מאקרו חו"ל

## עלייה מהירה במספר המועסקים

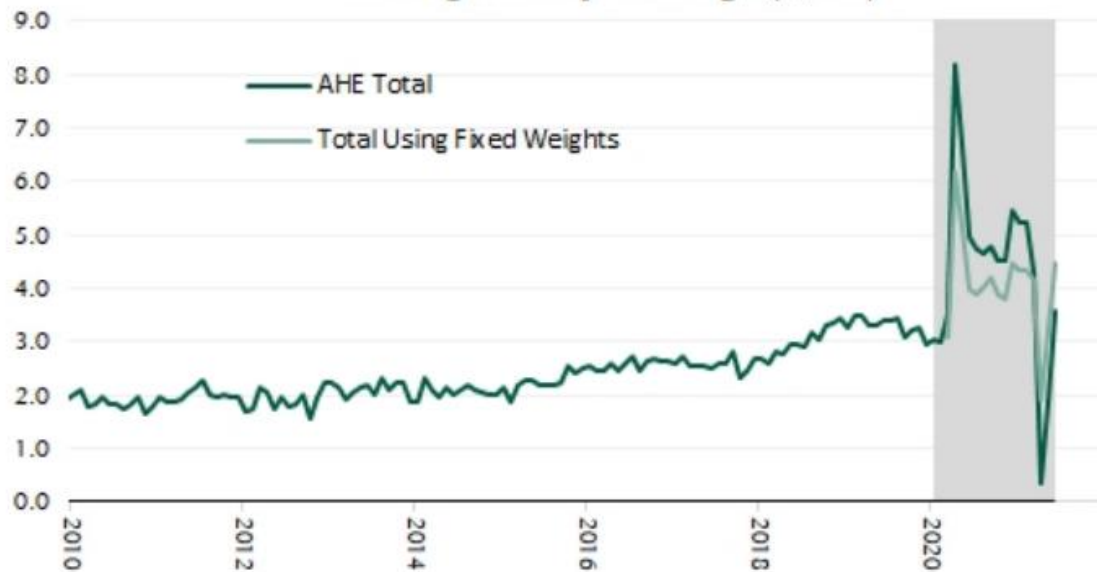
- ⟨ לאחר חודשיים שבהם נתוני התעסוקה מעט איכזבו, בחודש יוני נוספו 850 אלף מועסקים חדשים (מול ציפיות ל- 705 אלף). בנוסף, האומדנים של החודשיים הקודמים עודכנו כלפי מעלה ב-15 אלף מועסקים. הנתון של יוני מפתיע לטובה על רקע התמריצים השלייליים לחזור לעבודה אשר עדיין לא בוטלו. ביולי מחצית מהמדינות בארה"ב כן מבטלות את הסיוע התעסוקתי המיוחד, ואז צפוי גידול חד יותר במספר המועסקים.
- ⟨ ביוני נוספו 343 אלף מועסקים בענפי הפנאי והאירוח. ענף המסחר הקמעונאי הוסיף 67 אלף מועסקים. בתעשייה נוספו 15 אלף בלבד, זאת למרות הקושי לספק את הגידול החד בהזמנות בתעשייה.
- ⟨ למרות הגידול במספר המועסקים, עדיין מספר המועסקים נמוך ב- 6.8 מיליון איש יחסית למצב ערב הקורונה. בנוסף, נוספו 1.7 מיליון איש לכוח העבודה מאז פברואר 20, כך שהמשק חייב ליצור 8.5 מיליון מקומות עבודה כדי לחזור לתעסוקה מלאה. **משמעות הדבר: המשק האמריקאי עדיין מאד רחוק מתעסוקה מלאה, ביטול התמיכות הממשלתיות (מחצית מהמדינות החודש, היתר בספטמבר) צפוי להחזיר יותר עובדים לחפש עבודה ולהקטין את הלחץ לעליית שכר.**

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



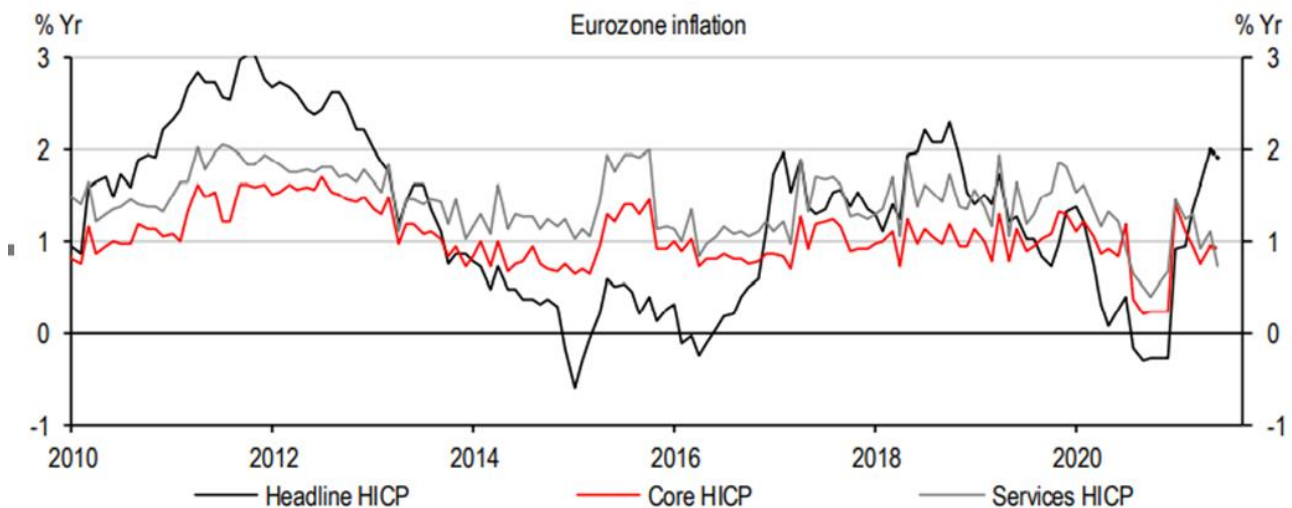
- ⟨ **שיעור האבטלה עלה ל- 5.9%** מ- 5.8%, אך מדובר בנתון מאד חריג. סקר משקי הבית (סקר נפרד) מראה ירידה של 18 אלף מועסקים בחודש יוני. מדובר במדגם קטן יותר ופחות אמין.
- ⟨ **השכר הממוצע עלה ב- 0.3%** ביוני וב- 3.6% שנה אחורה, האצה מ- 2.0% במאי. יחד עם זאת, אם מחשבים את עליית השכר כאשר שומרים על משקלות קבועים בין ענפי המשק, אזי **השכר הממוצע עלה ב- 0.5%** ביוני וב- **4.5%** שנה אחורה. ברור שגידול מהיר במועסקים בשכר נמוך (בענפי אירוח ופנאי) מטעה את הנתון של השכר הממוצע. השכר הממוצע בענף זה עלה ב- 1.0% ביוני ועלה בקצב שנתי של 12.3% מתחילת השנה. בגרף הבא הקו הבהיר מציג את החישוב של קצב עליית השכר הממוצע לפי משקלות קבועים:

Average Hourly Earnings (Y/Y%)

**התמתנות באינפלציה באירופה**

האינפלציה באירופה בחודש יוני התמתנה ל- 1.9% שנה אחורה (מ- 2.0% במאי) ואינפלציית הליבה התמתנה ל- 0.9% מ- 1.0%, בהתאם לציפיות. מחירי השירותים התמתנו ל- 0.7% y/y מ- 1.1%. גם מחירי המזון ירדו 0.3% שנה אחורה. האינפלציה בגרמניה התמתנה ל- 2.3% מ- 2.5%. האינפלציה בצרפת עלתה מעט על רקע חזרה למדידה של סעיפי מדד רבים (עם הסרת המגבלות). במאי כ- 14% מסל הצריכה לא נמדד לעומת רק 5% ביוני. אירופה דומה יותר לישראל מבחינת סביבת האינפלציה עם השפעה ממתנת ממשטע מתחזק ומדיניות פיסקלית פחות מרחיבה (יחסית לארה"ב).

סביבת האינפלציה באירופה צפויה להישאר ממותנת ולהישאר מתחת ליעד של ה- ECB גם ב- 2022 (סביב 1.5%). בניגוד לארה"ב, אין סימנים ללחצי שכר ולאחרונה הסכמי השכר בגרמניה היו צנועים יחסית. משמעות הדבר: ה- ECB לא צפוי לשנות את המדיניות המוניטארית המרחיבה גם לאחר שינוי במדיניות על ידי הפד.



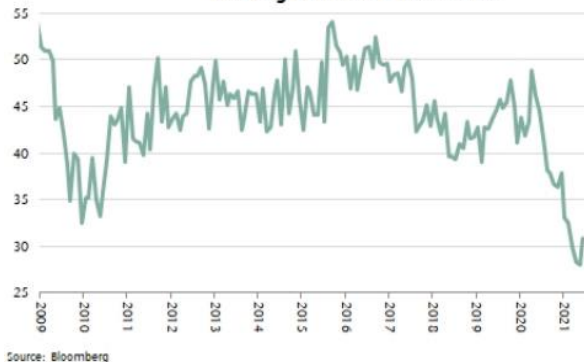
**נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם:** שני: סין: מדד מנהלי הרכש Caixin בשירותים (יוני). שלישי: ארה"ב: מדד מנהלי הרכש בענפי השירותים ISM (יוני), נתון כלכלי מאד חשוב בשל משקל הגדול של ענפי השירותים בכלכלה. גרמניה: מדד אמן העסקי ZEW (יולי). רביעי: ארה"ב פרוטוקול של החלטת ריבית הפד לפני שבועיים. חמישי: מספר דורשי העבודה החדשים בשבוע האחרון. שישי: סין: מדד מחירים לצרכן ומחירי התפוקה PPI (יוני).

**זום אין: מדדי מנהלי הרכש בארה"ב ממשיכים לאותת על לחצי אינפלציה**

הוויכוח בין אינפלציה טרנזיטורית או אינפלציה יותר ממושכת נמשך. אנו ממשיכים לטעון שבארה"ב צפוי לחץ אינפלציוני יותר ממושך (יחסית לישראל), זאת בשל מדיניות פסיקאלית מאד מרחיבה (גם בשנים הבאות, לפי תוכניותיו של בידן).  
 בינתיים בהחלט קיים לחץ להמשך עלייה באינפלציה, בפרט בארה"ב. הסתכלות על רכיבי מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה ממחישה זאת. מסתמנת התארכות בזמני ההספקה (delivery times) בשל שיבושים בהספקת תשומות רבות. מחירי ההובלה בעולם ממשיכים לעלות. מסתמנת גם עלייה במחירים של מוצרי התעשייה (prices paid). רכיב המחירים עלה ל-92.1 נקודות ביוני מ-88.0 במאי, והגיע לרמה הגבוהה ביותר מאז יולי 1979.

**ISM Mfg Prices**

יחד עם זאת, מסתמנת עלייה מתונה במלאים של מוצרים מוגמרים (customers' inventories) וירידה בהזמנות שלא סופקו (order backlog), אך עדיין מדובר ברמות היסטוריות קיצוניות.

**ISM Mfg Customers' Inventories**

Source: Bloomberg

**ISM Mfg Order Backlog**

Source: Bloomberg

לפי האינדיקטורים בסקרי התעשייה בארה"ב (גם באירופה וגם בישראל) סביר להניח המשך לחץ אינפלציוני ברכיבי הסחורות במדד מחירים לצרכן בחודשים הקרובים.

יחד עם זאת, בישראל קיימים שני גורמים אשר צפויים למתן את האינפלציה: המשך לחץ לייסוף בשקל ומדיניות פסיקאלית יותר מצמצמת בשנים הבאות, כפי שמתבטא שר האוצר ליברמן.

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 ייעוץ 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 ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר ייעוצו 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.