

יונתן כץ  
 וכלכלני לידר  
 שוקי הון

## למרות נתוני תעסוקה מעורבים, הפד צפוי להאיץ את הטייפרינג

### נקודות עיקריות

שילוב של חשש מהווריאנט החדש (Omicron) ונימה הרבה יותר ניצית מפאוול העיב על שוק המניות. פאוול אמר שתופעת האינפלציה יותר "רוחבית" ויש מקום לשקול האצה בקצב צמצום רכישות האג"ח (טייפרינג). יתכן שנתוני תעסוקה מעט מאכזבים גם תרמו לירידות, למרות שהשוק עדיין צופה שתי העלאות ריבית ב-2022 ומדדי מנהלי הרכש בארה"ב הצביעו על האצה בפעילות הכלכלית, גם בתעשייה וגם בענפי השירותים.

### מאקרו ישראל: התרחבות בצריכה הפרטית

באוק', הרכישות בכרטיסי האשראי עלו ב-4.6% אחר מספר חודשים של אי שינוי. באוג'-אוק' המכירות ברשתות השיווק עלו ב-0.4% בחישוב שנתי לאחר גידול של 2.2% בשלושת החודשים שקדמו. קיימת הסטה מצריכת מוצרים לצריכת שירותים. מסתמנת האצה בקצב עליית השכר לכמעט 5% לשנה בשנתיים האחרונות. ה-OECD צופה צמיחה בישראל השנה של 6.3% ו-4.9% ב-2022, בדומה לתחזית שלנו.

השכר הממוצע עלה ב-1.7% בספט', והקצב השנתי עלה ב-4.8% (מ-4.1%).

### סביבת האינפלציה: נפילה במחירי הנפט

מחירי הדלקים הוזלו ב-3.6% בתחילת דצמבר, וצפויה תרומה של -0.1% למדד. מחירי הנפט ירדו ל-\$70 לחבית ברנט, מה שתומך בהוזלה נוספת גם בינואר. השקל יוסף ב-0.8% בשבוע האחרון, גם מול הדולר וגם מול היורו. מס רכישה על משקיעי דיור עלה ל-8% מ-5% (תרומה של +0.1%).

### ארה"ב: צמיחה מהירה למרות האכזבה בנתוני תעסוקה

בנוב' נוספו 210K מועסקים (הצפי: 540 א'), 82 אלף נוספו בתיקוני ספט'-אוק'. שיעור האבטלה ירד ל-4.2% מ-4.6% (סקר נפרד), למרות עלייה בשיעור ההשתתפות ל-61.8% (מ-61.6%). השכר השעתי עלה בקצב מתון יחסית של 0.3% (הצפי היה ל-0.4%) ו-4.8% y/y. בנוב', מדד ISM בשירותים עלה ל-69.1 (רמת שיא), זה 9 חודשים המדד נמצא מעל 60 נק'. רכיב המחירים נותר גבוה (82.3), כמו כן רכיב זמני הספקה (75.7). מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה עלה ב-0.3 נק' ל-61.1 עם עלייה חדה ברכיבי ההזמנות, הייצור והתעסוקה. מסתמנת האצה בפעילות ברבעון ד'.

### אירופה:

בנובמבר, אינפלציית הליבה עלתה ב-2.6% שנה אחורה (הצפי היה ל-2.2%), לעומת 2.1% באוקטובר. סך הכול האינפלציה עלתה ב-4.9% מ-4.1%. מדד מחירי התעשייה PPI עלה ל-21.9% y/y, בעיקר בשל ייקור חד במחירי הגז. באוקטובר המסחר הקמעונאי עלה ב-0.2% (בהתאם לצפי) ו-1.4% y/y.

### שוק האג"ח:

עקום התשואות בארה"ב המשיך להשתטח בשבוע האחרון וכעת צופה 2 העלאות ריבית ב-2022. ירידת התשואות הארוכות ביום שישי נבעה מתופעת flight to safety.

לפי הערכתנו, נתוני צמיחה חזקים בארה"ב וסביבת אינפלציה גבוהה יחייבו ריסון מוניטארי חריף יותר ממה שמתומחר בשוק האג"ח. ציפיות האינפלציה בשוק האג"ח בישראל המשיכו לרדת על רקע ירידה במחירי הנפט בעולם. אנחנו עדיין סבורים שהאפיקים השקליים עדיפים.

### זום אין: זינוק במחירי האנרגיה באירופה תרם לאינפלציה

בנובמבר מדד המחירים לצרכן באירופה עלה ב-4.9% שנה אחורה (מ-4.1%), מעל הציפיות של 4.5%. מחירי האנרגיה עלו ב-27% על רקע משבר הגז באירופה. המדד ללא מרכיב האנרגיה עלה ב-2.5% בלבד, האצה מ-2% באוקטובר. מחירי השירותים עלו ב-2.7% שנה אחורה (מ-2.1%) על רקע הסרת המגבלות. מחירי התעשייה (למעט אנרגיה) עלו ב-2.4%. בגרמניה האינפלציה עומדת על 6% גם עקב עלייה בשיעור המע"מ ב-3% בינואר. ה-ECB עדיין טוען שהאינפלציה טרנזיטורית וצופה אינפלציה של 1.7% ב-2022.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	2.3%
נובמבר	-0.1%
דצמבר	0.1%
ינואר	-0.1%
שנה קדימה	1.4%
2022	1.3%

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

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.156	3.5643
שינוי שבועי	-0.8%	-0.8%
YTD	-1.9%	-10.0%
שנה קדימה	3.04	3.40

גיוס מול פירעון	דצמ'
פדיון סחיר	0.1
תחזית הנפקות	1.95
עודף פדיון	-1.85

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 923	-2.29	-2.2	-2.1
בינוני 726	-1.9	-1.8	-1.7
ארוך 1131	-1.28	-1.2	-1.1
שקלי	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 723	0.05	0.05	0.1
בינוני 1026	0.47	0.4	0.5
ארוך 432	1.18	1.15	1.2

US			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
2y	0.59	0.6	0.7
5y	1.13	1.2	1.4
10y	1.37	1.5	1.7

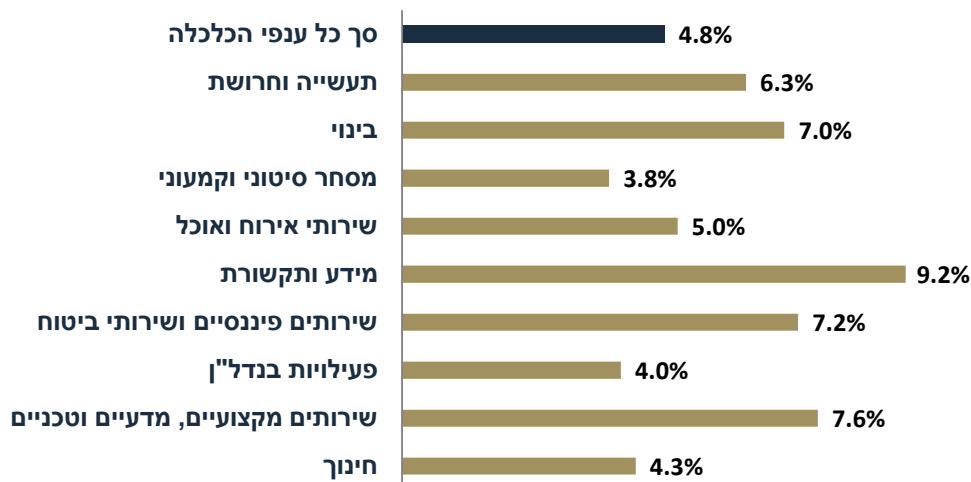
\* ט"ק - החודש הקרוב

## מאקרו ישראל

## האצה בקצב עליית השכר הממוצע

בחודש ספטמבר, השכר הממוצע למשרת שכיר עלה ב- 1.7% (לעומת אוגוסט, מנוכה עונתיות), עם עליה חדה בשכר בענף אירוח ופנאי (5%) ובמסחר הקמעונאי (2%). למרות שנתוני שכר חודשיים נוטים להיות תנודתיים, נדמה שמגמה זו הגיונית על רקע מחסור של עובדים. בשל השינוי בהרכב התעסוקה בתקופת הקורונה, נכון יותר לנתח את העלייה בשכר הממוצע בספטמבר 21 לעומת החודש המקביל ב- 2019. ניתן לראות בגרף שהשכר הממוצע עלה בקצב שנתי של 4.8% עם עלייה חדה בענף תקשורת ומידע (9.2%, היי טק בעיקר), בינוי (7%), שירותים פיננסיים (7.2%) ושירותים מקצועיים. האצה בקצב עליית השכר מהווה גורם אינפלציוני אשר נלקח בחשבון בתחזית האינפלציה שלנו.

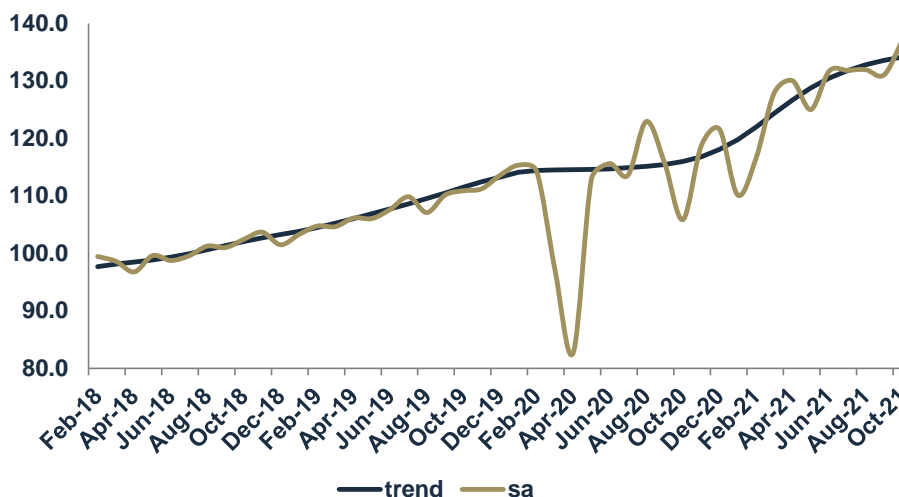
## קצב עליית השכר לשנה מספט' 19 לספט' 21



## עלייה חדה בצריכה הפרטית באוקטובר

בחודש אוקטובר, הרכישות בכרטיסי האשראי עלו ב- 4.6% לעומת ספטמבר (גידול ריאלי, מנוכה עונתיות), זאת לאחר מספר חודשים של דשדוש. נתוני המגמה מצביעים על התרחבות בשלושת החודשים האחרונים בקצב שנתי של 7.3%, בפרט בענפי השירותים. רמת הרכישות באוקטובר 21 גבוהה ב- 23% לעומת הרמה באוק' 19 (ערב הקורונה), זאת בעיקר על רקע צמצום משמעותי בנסיעות לחו"ל לרכישות בכרטיסי אשראי מודדות רכישות מקומיות בלבד), עלייה בשכר וגידול באוכלוסייה.

## רכישות בכרטיסי האשראי (מדד ריאלי, ינואר 18 = 100)



לעומת זאת, התמתנות במכירות ברשתות השיווק

בחודשים אוגוסט-אוקטובר המכירות ברשתות השיווק עלו ב- 0.4% בחישוב שנתי (נתוני מגמה) לאחר גידול של 2.2% בשלושת החודשים שקדמו. התמתנות זו נובעת מהאצה בצריכת שירותים (עם הסרת המגבלות) בקצב של 16% באוגוסט-אוקטובר (לפי נתוני הרכישות בכרטיסי האשראי). **מדובר בצריכה מאוזנת יותר אשר תומכת בסביבת אינפלציה מתונה יחסית.**

**מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע:** שני: נתוני אבטלה (סקר כוח אדם) למחצית הראשונה של נובמבר, יציאות וכניסות של תיירים (נובמבר), פרוטוקול החלטת הריבית האחרונה (אנו צופים שכול חברי הוועדה הצביעו בעד אי שינוי בריבית). בנוסף, ביום שני יתפרסמו נתוני הרכישות של בנק ישראל: מט"ח ואג"ח. רביעי: סקר מגמות בסקטור העסקי (נובמבר).

## מאקרו חו"ל

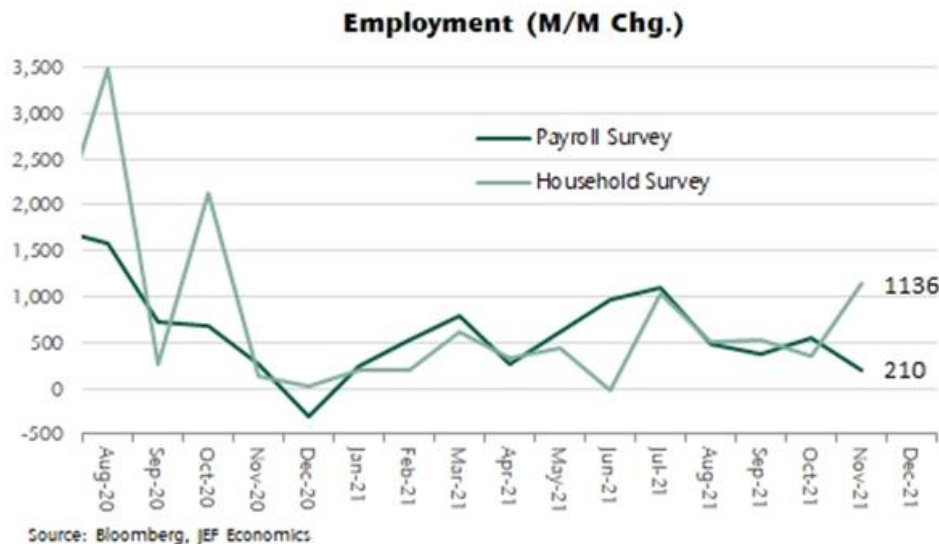
## ארה"ב: המשך בלבול בנתוני תעסוקה

שני המקורות למצב התעסוקה הצביעו על כיוונים שונים, כפי שניתן לראות בגרף המצורף:

סקר כוח האדם איכזב עם גידול של 210 אלף מועסקים בלבד (ועוד 82 אלף בתיקונים של נתוני ספטמבר-אוקטובר). האכזבה התרכזת בירידה במספר המועסקים בעף המסחר (-20 אלף) וגידול מאד מתון בענף אירוח ופנאי (23 אלף), זאת למרות הצמיחה המהירה בסקטור זה. רבים סבורים שקיימת בעיית ניכוי עונתיות, בפרט על רקע תקופת הקורונה של השנתיים האחרונות. כידוע, נתוני מועסקים נוטים להתעדכן לאחור בצורה משמעותית.

לעומת זאת, סקר משקי הבית (אשר כולל עצמאיים, ולא רק שכירים) הצביע על גידול של 1.1 מיליון מועסקים. סקר משקי הבית נוטה להיות יותר תנודתי ברמה החודשית ולכן נחשב פחות אמין. יחד עם זאת, יתכן בהחלט שחלק מהפער בין הסקרים נובע מגידול מהיר של עובדים עצמאיים (gigs) או קבלני משני שלא חברות בע"מ. שיעור האבטלה ירד ל- 4.2% מ- 4.6%, ונמצא רחוק ב- 0.2% בלבד מהשיעור של "תעסוקה המלאה" שמעריך הפד. שיעור ההשתתפות עלה ב- 0.2% ל- 61.8% מ- 61.6%, תופעה בהחלט מעודדת.

הגרף הבא ממחיש את הפער בין הסקרים לגבי מספר המועסקים:



## מדדי מנהלי הרכש מצביעים על האצה

בנובמבר מדד ISM בענפי השירותים עלה ל- 69.1 (רמת שיא), וזה 9 חודשים המדד נמצא מעל 60 נק'. מסתמנת האצה ברכיבי הפעילות, ההזמנות והתעסוקה. רכיב המחירים נותר גבוה (82.3), כמו כן רכיב זמני הספקה (75.7). בנובמבר מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה עלה ב- 0.3 נק' ל- 61.1 עם עלייה חדה ברכיבי ההזמנות, הייצור והתעסוקה. מדדי מנהלי הרכש מצביעים על האצה בפעילות ברבעון ד'.



**השלכות:** למרות נתון התעסוקה המאכזב, הפד צפוי להחליט על האצת הטייפרינג ולסיים את הרכישות במרץ 2022. סביר להניח 2-3 העלאות ריבית עד סוף 2022 והמשך ריסון מוניטארי ב-2023. ניסיון העבר מלמד שמחזורי הידוק מוניטארי (tightening cycle) יותר חדים יחסית לציפיות המוקדמות בשוק, מה שיתמוך בסופו של דבר בעליית תשואות ארוכות.

**נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם:** שלישי: גרמניה: סקר אמון עסקי (ZEW) לדצמבר. רביעי: ארה"ב: מספר המשרות הפנויות (JOLTS) לאוקטובר. חמישי: סין: נתוני אינפלציה, גם CPI וגם PPI (נובמבר). שישי: ארה"ב: נתוני אינפלציה לחודש נובמבר. קצב האינפלציה השנתי עלול לעלות לקרוב ל-7% שנה אחורה (מ-6.2%). מדובר בנתון מאקרו משמעותי ביותר עבור הפד (והשווקים). יתפרסם גם מדד האמון הצרכני של מישגן.

## זום אין: זינוק במחירי אנרגיה באירופה תרם לאינפלציה

בנובמבר מדד מחירים לצרכן באירופה עלה ב- 4.9% שנה אחורה (מ- 4.1%), מעל הציפיות של 4.5%.

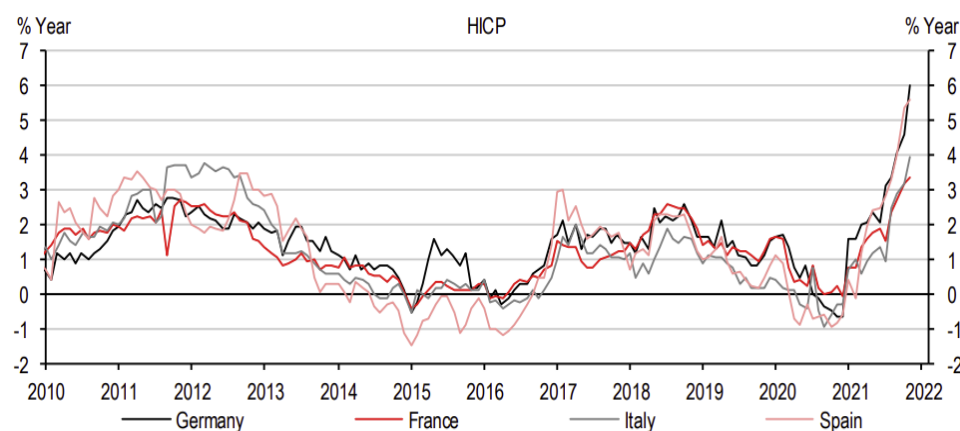
**Euro area annual inflation and its main components, October 2011 - October 2021 (estimated)**



מחירי האנרגיה עלו ב- 27% על רקע משבר הגז באירופה. המדד ללא מרכיב האנרגיה עלה ב- 2.5% בלבד, האצה מ- 2% באוקטובר.

מספר מדינות מטות את המדד כלפי מעלה: באסטוניה האינפלציה עלתה ב- 8.4% ובלטביה ב- 9.3%. בגרמניה האינפלציה עלתה ב- 6%, בצרפת ב- 3.4%, באיטליה ב- 4.0% ובספרד ל- 5.6%.

**Chart 2: German inflation soared to 6% y-o-y while Spain also continues to feel the heat from energy prices**

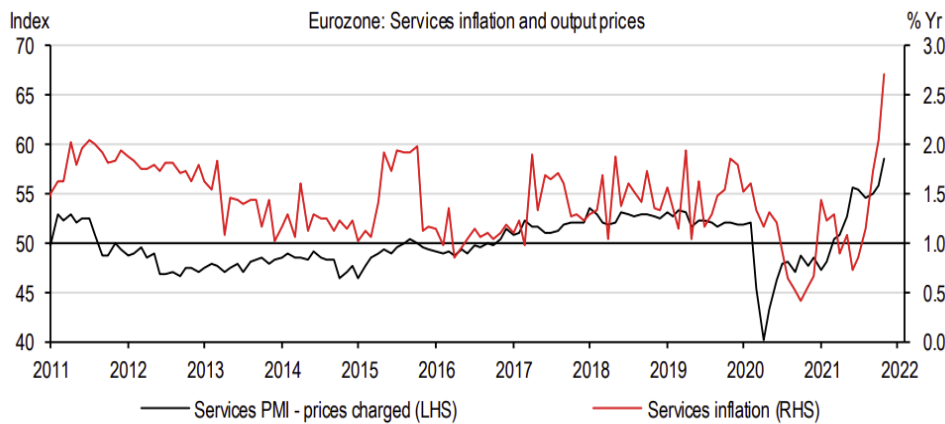


Source: Refinitiv Datastream, HSBC.

מחירי השירותים עלו ב- 2.7% שנה אחורה (מ- 2.1%) על רקע הסרת המגבלות. מסתמנת עלייה במחירי אירוח ופנאי, חופשות ומסעדות.

מחירי התעשייה (למעט אנרגיה) עלו ב- 2.4%. רכיבי מחירי התפוקה, גם בתעשייה וגם בענפי השירותים ממשיכים לעלות:

**Chart 3: Rising output prices as flagged by service sector firms are now becoming evident in service sector inflation data**



- ⟨ כאמור, בגרמניה האינפלציה עלתה ל- 6% אך חשוב להדגיש שבמשבר הקורונה (ב- 2020) גרמניה הורידה את שיעור המע"מ מ- 19% ל- 16%. בתחילת 2021 המע"מ חזר לעלות ל- 19%, מה שתרם לעלייה טכנית באינפלציה השנתית.
- ⟨ מעניין לציין שבגרמניה מחירי השכירות עלו ב- 1.4% בלבד (שנה אחורה), אך חלק משוק השכירות מפוקח.
- ⟨ בינתיים תוספות השכר עדיין מתוננות יחסית: בגרמניה הסקטור הציבורי יקבל תוספת של 2.8% בלבד עבור השנים 2022-2023.
- ⟨ ה- ECB עדיין טוען שהאינפלציה טרנזיטורית וצופה אינפלציה של 2.2% ב- 2021 ו- 1.7% ב- 2022, זאת לפי תחזית המאקרו האחרונה של חודש ספטמבר. ברור שתחזית האינפלציה תתעדכן כלפי מעלה.
- ⟨ החלטת הריבית הבאה של ה- ECB תתקיים ב- 16.12. תוכנית החירום של רכישות האג"ח (PEPP) אמורה להסתיים בחודש מרץ 2022, אך סביר להניח שה- ECB ישאיר דרגות חופש להגדיל את תוכנית הרכישות הרגילה, במידת הצורך, בפרט על רקע החשש מהתפרצות ווריאנט החדש.
- ⟨ השלכות: למרות הפתעת האינפלציה, ה- ECB לא צפוי לשנות את המדיניות המרחיבה בקרוב, זאת בניגוד לאמירות של פאוול לגבי האצה בטייפרינג וחשש מאינפלציה מתמשכת. הדולר צפוי להמשיך להתחזק ב-2022.

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 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.