

יונתן כץ
וכלכלני לידר
שוקי הון

שוק האג"ח בארה"ב לא מתרגש מההאצה באינפלציה מעבר לציפיות

נקודות עיקריות

נתוני אינפלציה מאד גבוהים בארה"ב יחסית לציפיות זה החודש השני ברציפות לא הצליחו להזיז את שוק האג"ח (או שוק המניות). השווקים סבורים שמדובר בהאצה זמנית (טריזטורית) והפד לא צפוי למהר לבצע טייפרינג, זאת על רקע נתוני התעסוקה החלשים יחסית. בסיכום שבועי התשואות ל-10 שנים בארה"ב ירדו, מה שתמך בשוקי המניות. ה-ECB הודיע על אי שינוי במדיניות המוניטארית המרחיבה.

מאקרו ישראל: התרחבות מהירה בפעילות תומכת בצמצום בגירעון

גירעון התקציבי ב-12 החודשים האחרונים עד מאי ירד ל-10.5% תוצר מ-11.2%. הגירעון התקציבי במאי הגיע ל-8 מיליארד ש"ח לעומת 17.8 מילי' במאי 20. סקר מגמות של הסקטור העסקי במאי מצביע על אופטימיות והתרחבות בפעילות. מספר התיירים היוצאים עולה בהתמדה לעומת קיפאון או ירידה בתיירות הנכנסת. במחצית השנייה של מאי מדד האמון הצרכני נותר יציב על -4, רמה גבוהה יחסית. בשבוע הראשון של יוני הרכישות בכרטיסי האשראי עלו ב-7% לעומת חודש מאי.

סביבת האינפלציה: צפוי מדד גבוה במאי

התעשיינים מצפים לאינפלציה של 1.2% שנה קדימה וענף המסחר מצפה ל-1.0%. בחודש מאי בנק ישראל רכש 3 מיליארד דולר והשקל פוחת ב-0.8% בהשפעת ההסלמה באלימות. השקל חזר להתחזק בחודש יוני. מדד מאי צפוי לעלות ב-0.5% בהשפעת התייקרויות במזון, פירות הקיץ והלבשה. מחירי הנפט בעולם ממשיכים לזחול כלפי מעלה על רקע ההתאוששות המהירה.

ארה"ב: האצה באינפלציה

במאי אינפלציית הליבה עלתה ב-0.7% וב-3.8% שנה אחורה (הצפי היה ל-3.4%), האצה מ-3%. אינפלציית הליבה y/y צפויה להישאר גבוהה עד אפריל 22. מדד האמון הצרכני של משיגן בתחילת יוני עלה ב-3.5 נק' (מעל הצפיות). משקי הבית צופים אינפלציה של 4.0% שנה קדימה (התמתנות מ-4.6%). מספר המשרות הפנויות עלה ב-12% באפריל ובמקביל חלה עלייה חדה במספר המתפטרים מרצון, איתות ברור למחסור של עובדים וצפי ללחצי שכר. מספר דורשי העבודה החדשים בשבוע האחרון ירד ל-376 אלף מ-385 אלף.

אירופה:

מדד האמון העסקי ZEW בגרמניה מצביע על שיפור חד במצב השוטף.

סין:

מדד מחירי התפוקה PPI עלה ב-1.6% במאי וב-9.0% שנה אחורה, מעל הציפיות. מדד המחירים לצרכן עלה ב-1.3% שנה אחורה (הצפי היה ל-1.5%), מ-0.9%.

שוק האג"ח:

בשבוע האחרון התשואות הארוכות בארה"ב ירדו ב-10 נ.ב. מול עלייה של 7 נ.ב. בישראל. בחודש מאי בנק ישראל רכש 3 מיליארד ש"ח באג"ח ממשלתי וכבר מבצע טייפרינג. המשך צמצום ברכישות צפוי לדחות את סיום תוכנית הרכישות לרבעון א' 2022. מנגד, האוצר צפוי להמשיך לצמצם את היקף הגיוסים על רקע נתוני תקציב חיוביים. שר האוצר החדש צפוי לאמץ את גישת האוצר של צמצום בגירעון על פני שנים. לאחר עליית התשואות בישראל קיימת אטרקטיביות במח"מים הארוכים.

זום אין: עלייה במחירי ה PPI לא מעידה על עלייה דומה ב- CPI

מדד מחירים ליצרן PPI בסין עלה ב-9% שנה אחורה. מדובר בהשפעה חזקה של מחירי הסחורות במדד כאשר מחירי מוצרי הצריכה עלו ב-0.5% בלבד (שנה אחורה). מדד המחירים לצרכן בסין עלה ב-1.3% y/y ומדד הליבה ב-0.9%. גם בישראל הקשר בין מחירי התפוקה בתעשייה ומדד המחירים לצרכן מאד חלקי. משקל הסחורות (למעט נפט) במדד עומד על 30% בלבד והייסוף בשקל גם תורם להתמתנות באינפלציה.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	0.8%
מאי	0.5%
יוני	-0.1%
יולי	0.3%
שנה קדימה	1.2%
2021	2.0%

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

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.242	3.9494
שינוי שבועי	-0.5%	0.1%
YTD	0.8%	0.1%
שנה קדימה	3.14	3.85

אג"ח סחירות	יוני
פדיון סחיר	0.0
תחזית הנפקות	9.0
עודף גיוס	9.0

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ה	ט"ב
קצר 923	-2.06	-1.9	-1.7
בינוני 726	-1.49	-1.4	-1.3
ארוך 1131	-0.67	-0.7	-0.7

שקלי	נוכחי	ט"ה	ט"ב
קצר 723	0.18	0.15	0.15
בינוני 1026	0.63	0.65	0.7
ארוך 330	1.26	1.2	1.2

US			
2y	0.15	0.15	0.15
5y	0.74	0.8	0.9
10y	1.45	1.6	1.7

* ט"ק - החודש הקרוב

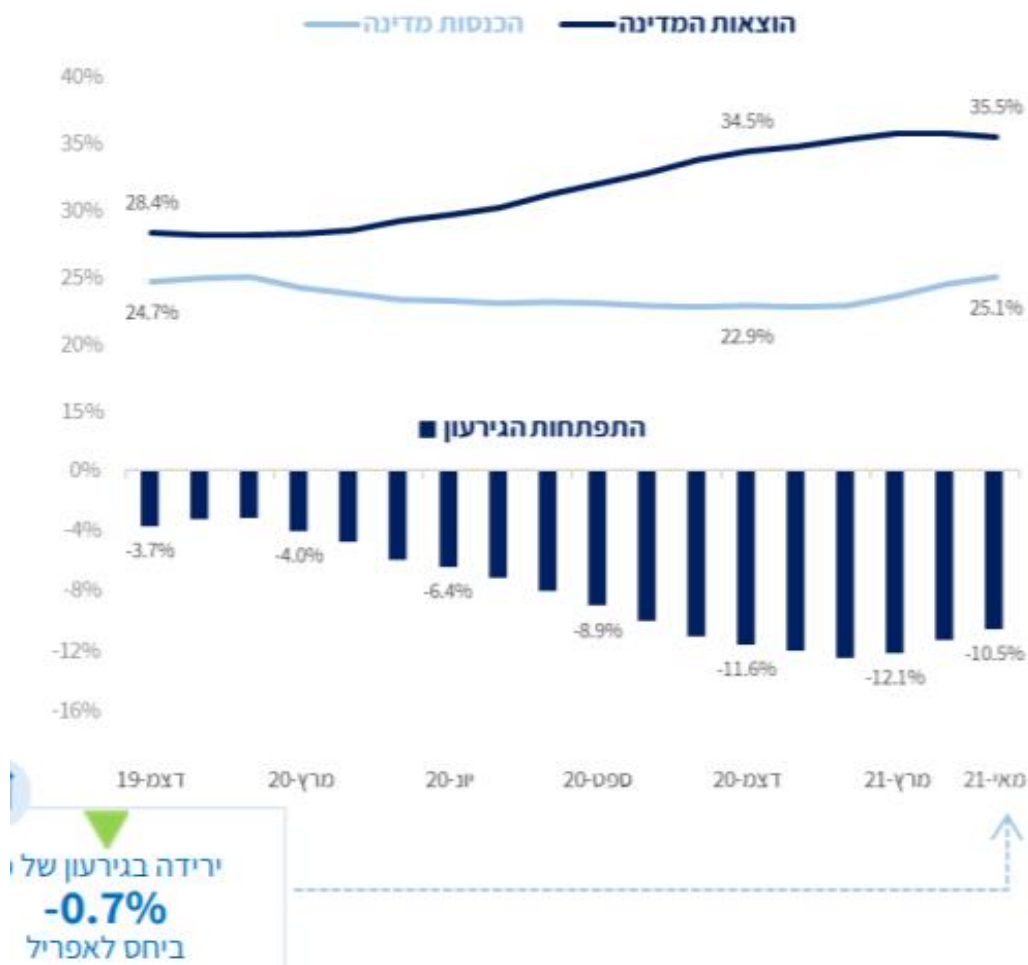
מאקרו ישראל

נתוני תקציב חיוביים במאי

במאי הגירעון הסתכם ה- 8 מיליארד ₪ לעומת 17.8 מיליארד ₪ במאי אשתקד. הגירעון המצטבר ב- 12 החודשים האחרונים ירד ל- 10.5% תוצר מ- 11.2% לפני חודש. ההכנסה ממסים עלתה ב- 22.4% מתחילת השנה על רקע פתיחת המשק וההתאוששות המהירה. לעומת זאת, ההוצאות המיוחדות בגין הקורונה נמצאות במגמת ירידה. ההוצאות האחרות (השוטפות) עלו ב- 4% בלבד. אנו צופים גירעון סביב 7% תוצר השנה ואולי אף פחות, נמוך מההערכה הרשמית של 8%. **משרד האוצר צפוי להמשיך לצמצם את היקף הגיוסים בחודשים הקרובים, מה שצפוי לקזז את צמצום רכישות האג"ח על ידי בנק ישראל. נתונים פסיקליים חיוביים תומכים בשוק האג"ח.**

התפתחות הגירעון, ההוצאות וההכנסות כאחוז מהתוצר

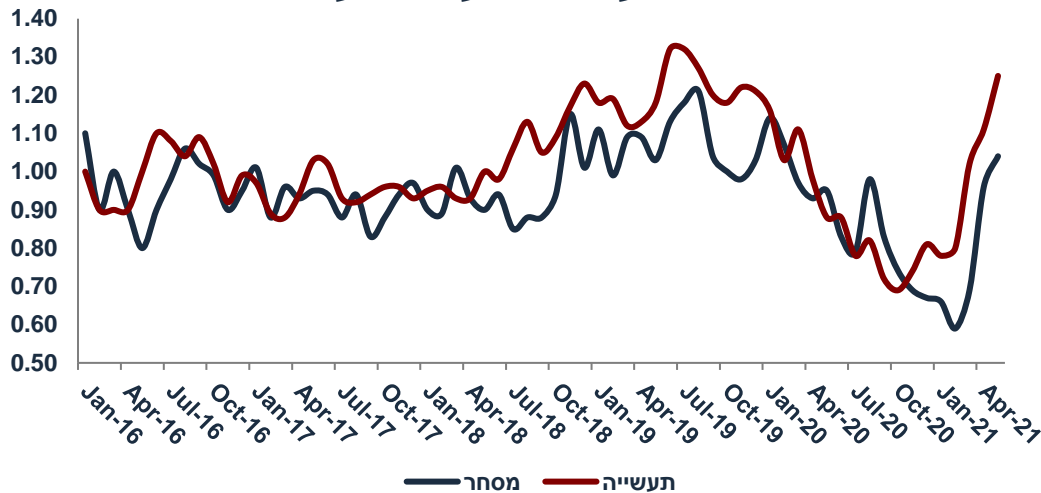
התרשים מציג התפתחות של ההכנסות, ההוצאות והגירעון המצטברים ב-12 החודשים האחרונים



אופטימיות בקרב הסקטור העסקי

בחודש מאי, סקר מגמות בסקטור העסקי של הלמ"ס משקף ציפייה להמשך התרחבות בפעילות, בפרט בתעשייה (עם עלייה בהזמנות הן לשוק המקומי והן ליצוא), במסחר הקמעונאי, בשירותים ותיירות הפנים. **ציפיות האינפלציה שנה קדימה בתעשייה עלו מעט ל- 1.25% (מ- 1.04% לפני חודש) ול- 1.04% במסחר (מ- 0.96%), שיעורים נמוכים בהרבה יחסית לציפיות האינפלציה המגולמות בשוק ההון.**

ציפיות האינפלציה בעוד שנה בענפי התעשייה והמסחר



יותר ישראלים נוסעים לחו"ל, פחות תיירים מגיעים לישראל

בחודש מאי 192 אלף ישראלים יצאו לחו"ל (לעומת 139 אלף לפני חודש ו- 60 אלף לפני חודשיים). עדיין מדובר בפחות מ- 30% ממספר הישראלים אשר יצאו לחו"ל לפני הקורונה. לכן, בשלב זה, הלמ"ס לא צפויה להכניס את סעיף "נסיעות לחו"ל" למדידה (היא דורשת 60% חזרה לשגרה). לעומת זאת, מספר הכניסות של תיירים לישראל פחת במאי ל- 21 אלף בלבד לעומת 36 אלף לפני חודש, כנראה על רקע הדרישה לבדיקה סרולוגית וגם ההסלמה באלימות. שילוב של עלייה מהירה ביוצאים לחו"ל לעומת קיפאון או גידול איטי בתיירות הנכנסת צפוי לתרום לצמצום בעודף בחשבון השוטף בהיקף צנוע של 2-3 מיליארד דולר השנה (מתוך עודף של 20 מיליארד דולר ב- 2020).

מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: היום: סחר חוץ (יבוא ויצוא סחורות במאי) אשר מהווה מקור עשיר לאינדיקטורים. שני: שיעור האבטלה הרחב במחצית השנייה של מאי, המכירות של דירות חדשות (אפריל), מאזן התשלומים (רבעון א'), נתון חשוב בהסתכלות על שוק המט"ח. שלישי: מספר המשרות הפנויות (אפריל), מדד מחירים לצרכן של חודש מאי. אנו צופים מדד גבוה של 0.5% בהשפעת עלייה חדה במחירי המזון, פירות וירקות והלבשה והנעלה (ראה טבלה מפורטת). רביעי: האומדן השני של הצמיחה ברבעון ב'. חמישי: התחלות וגמר בנייה לרבעון א'.

תחזית מדד חודש מאי 2021			
תרומה חזויה	שיעור שינוי חזוי	משקל	
0.05%	0.4%	14.6	מזון
0.14%	4.3%	3.2	פירות וירקות
-0.03%	-0.1%	24.7	דיור
0.00%	0.0%	9.1	אחזקת דיור
0.01%	0.3%	3.7	ריהוט וציוד לבית
0.28%	9.7%	2.8	הלבשה והנעלה
0.00%	0.1%	6.0	בריאות
0.03%	0.3%	11.3	חינוך ותרבות
0.04%	0.2%	18.6	תחבורה ותקשורת
0.01%	0.2%	6.0	שונות
0.5%		100.0	סך הכל מדד

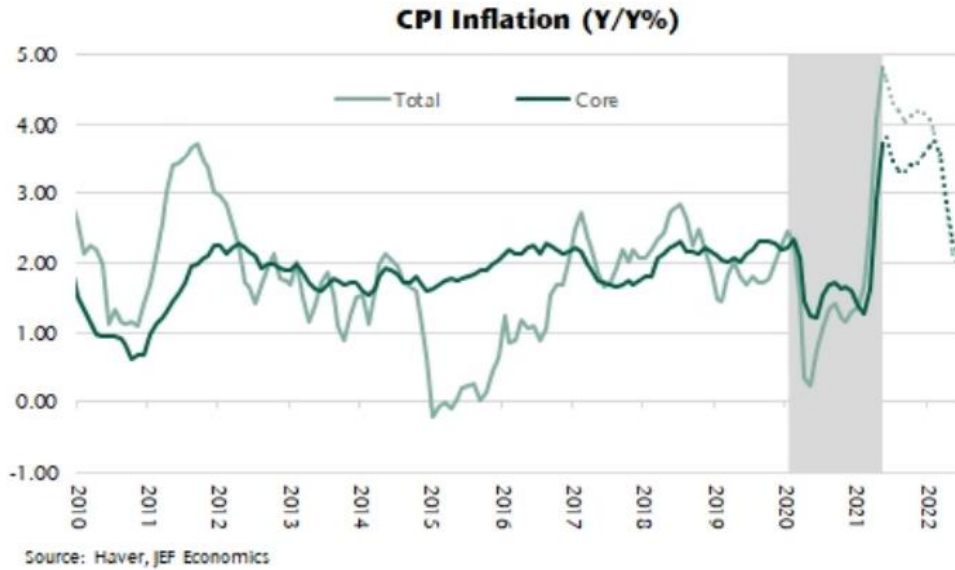
מאקרו חו"ל.

ארה"ב: שוב הפתעת אינפלציה כלפי מעלה

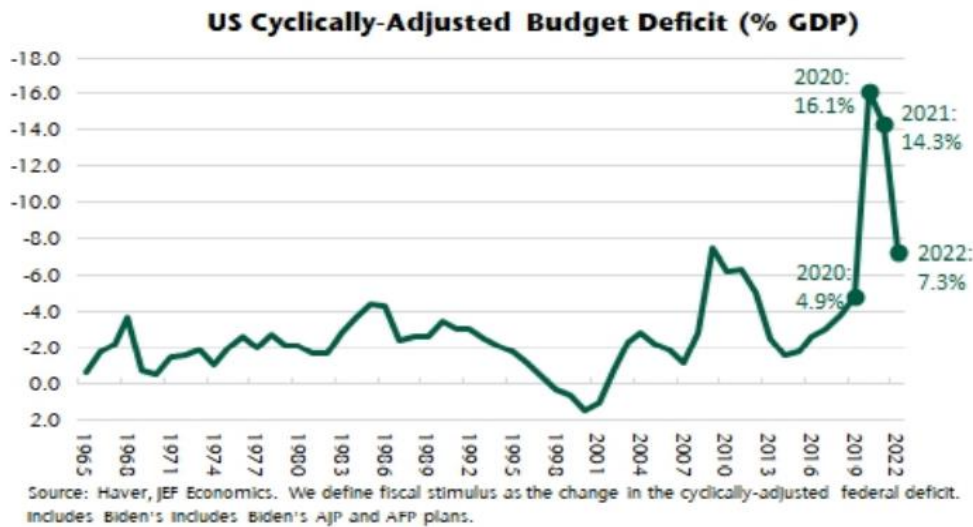
- מדד המחירים לצרכן בחודש מאי עלה ב- 0.6% (הצפי היה ל- 0.4%) ועלה ב- 5.0% שנה אחורה. אינפלציית הליבה עלתה ב- 0.7% (הצפי היה ל- 0.4%) לאחר 0.9% באפריל ועלה ב- 3.8% שנה אחורה האצה מ- 3.0% לפני חודש. מה עלה במדד מאי?
- מחירי הרכבים יד שנייה עלו ב- 7.3% (30% שנה אחורה) ותרמו 0.3% במדד. מחירי רכבים חדשים עלו ב- 1.6% (3.3% שנה אחורה). קיים מחסור של רכבים בשל מחסור של שבבים (מספר מפעלים הושבתו) מול עלייה בביקוש.
- מחירי הטיסות עלו ב- 7% (לאחר 10.2% באפריל) בשל התחסנות מהירה ופתיחת המשק. מדובר בתיקון מחירים לאחר ירידות מחירים חדות בחודשי הקורונה.
- מחירי המסעדות עלו ב- 0.6% (4% שנה אחורה).
- מחירי המזון (בבית) עלו ב- 0.4% על רקע התייקרויות במחירי הסחורות החקלאיות (2.2% שנה אחורה).
- מחירי השכירות בחוזים מתחדשים עלו ב- 0.3% (2.1% שנה אחורה, לעומת קצב של 2.0% בחודשים האחרונים). משקי הבית חוזרים להתגורר במרכזי הערים (בעיקר בשכירות).
- ניתן לראות במדד מאי גם סימנים ללחצי ביקוש וגם לחץ בכיוון התייקרות בעלויות (מחירי ההובלה הגלובלית ממשיכים לעלות). מחירי הסחורות במדד עלו ב- 1.8% במאי ומחירי השירותים עלו ב- 0.4%. הגרף הבא מציג את היחס בין המלאי ובין המשלוחים אשר ממחיש את המחסור בסחורות:



- קיימת ציפייה שקצב אינפלציית הליבה (שנה אחורה) יישאר מעל 3% עד חודש אפריל 2022 (בשל שני מדדים מאד גבוהים באפריל ומאי). עד אז שוק העבודה צפוי להיות יותר "מתוח" עם המשך לחץ לעלויות שכר מה שעלול להמשיך ללחצי אינפלציה.



שוק האג"ח בארה"ב לא הגיב כלל להפתעת המדד. השוק סבור שמדובר בהאצת אינפלציה זמנית (טרנזיטורית). עדיין, בעבר הפתעות באינפלציה כן השפיעו על התשואות. עד כמה באמת מדובר בתופעה זמנית? בארה"ב (בניגוד לישראל) צפויים לחצי השכר להימשך בשל התמיכות הממשלתיות והשבתת בתי הספר (הורים לא ששים לחזור לעבודה) עד ספטמבר. בנוסף, בידן מכין בקנה עוד שתי תוכניות פסיקאליות רחבות היקף ומעודד את העלאת שכר המינימום. בישראל ליברמן פועל לביטול חוק החל"ת עד גיל 40. הבדל נוסף: בישראל קיים לחץ בסיסי להתחזקות השקל לעומת לחץ בסיסי להיחלשות הדולר. עדיין אנ סבורים שצפוי לחץ לעליית תשואות בארה"ב לכיוון 1.7% עד סוף השנה.



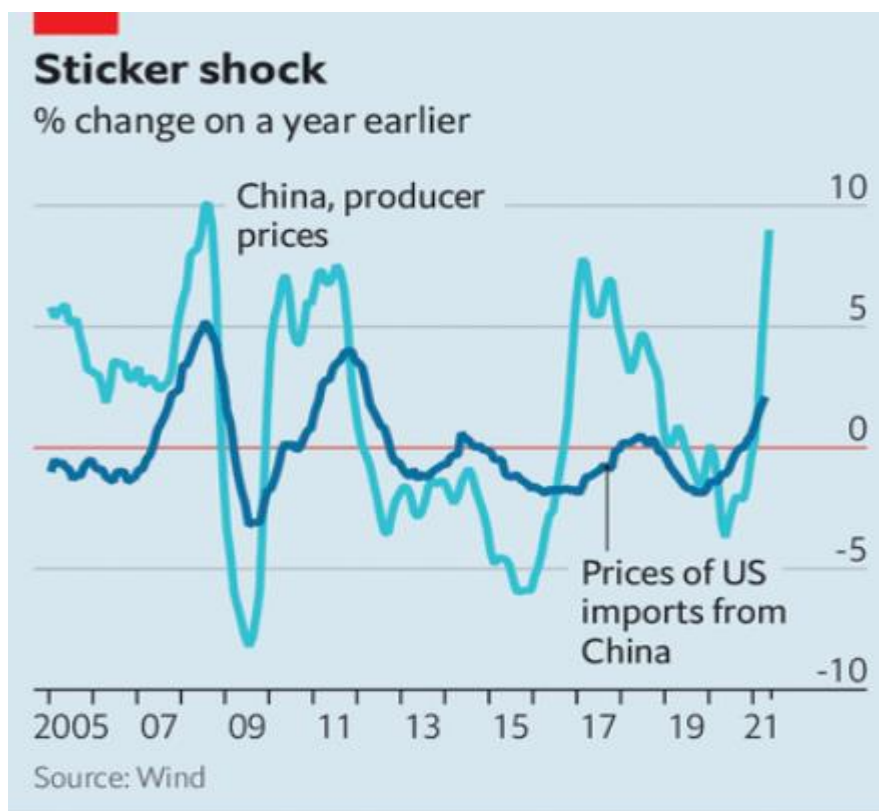
נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: שני: אירופה: הייצור התעשייתי (אפריל). שלישי: ארה"ב: הייצור התעשייתי, המסחר הקמעונאי, מדד מחירי היצרן PPI (מאי). רביעי: החלטות ריבית הפד ועדכון תחזית ה-Dots. תחזית אינפלציה הליבה צפויה להתעדכן כלפי מעלה ל- 3% השנה (מ- 2.2%) כמו כן הערכת העלאת הריבית הראשונה תוקדם ל- 2023 (מ- 2024). פאוול צפוי להגיד שלאור נתוני התעסוקה החלשים יחסית מוקדם מדי לשקול טיפרינג. בנוסף ביום רביעי יתפרסמו נתוני התחלות ואישורי הבנייה (מאי), סין: הייצור התעשייתי, המסחר הקמעונאי וההשקעות (מאי). חמישי: ארה"ב: סקר פילדלפיה (יוני), מספר דורשי העבודה בשבוע האחרון.

זום אין: עלייה במחירי ה PPI לא מעידה על עלייה דומה ב- CPI

נושא האינפלציה בעולם תופס חשיבות רבה לאחרונה לאור האינדיקטורים הרבים להאצה באינפלציה. הפוקוס נוטה להיות סביבת האינפלציה בארה"ב (גם באירופה), ופחות מדינות (מאד חשובות) כגון סין.

לגבי סין, המדד העיקרי אשר תופס כותרות הינו מחירי תפוקה בתעשייה PPI אשר עלה ב- 1.6% בחודש מאי ב- 9.0% שנה אחורה (הצפוי היה ל- 8.6%), האצה מ- 6.8% לפני חודש. מדד זה הושפע באופן ניכר מהעלייה החדה במחירי סחורות, ומחירי האנרגיה ומתכות בפרט. מחירי הדלקים (וגז) במדד ה- PPI עלו ב- 99% שנה אחורה, מחירי הכימיקלים עלו ב- 20% ומחירי המתכות (ומוצרי) עלו ב- 38%. חשוב לציין שמחירי מוצרי צריכה עלו ב- 0.5% בלבד ב- 12 החודשים האחרונים.

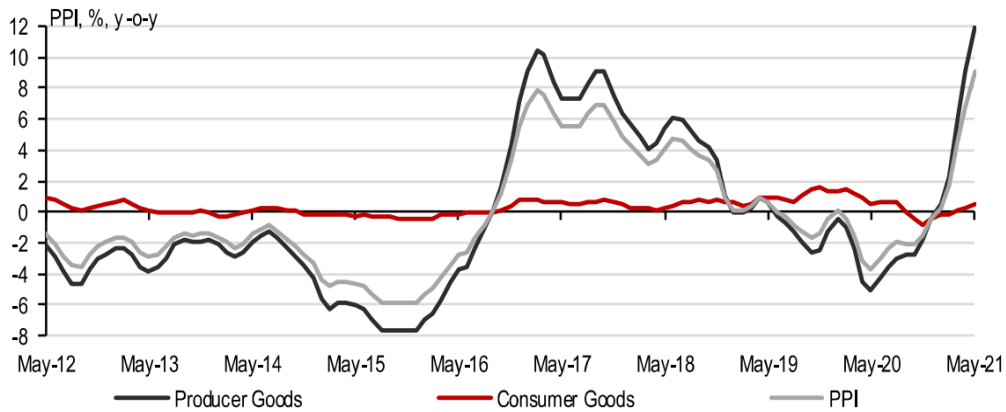
מדד ה- PPI בסין מהווה סממן (אינדיקטור מוביל) ללחצי אינפלציה עתידיים במדינות אחרות בתחום המוצרים. הגרף הבא מצביע על קשר מסוים (אך חלש) בין מחירי התעשייה בסין (PPI) לבין מחירי היבוא של ארה"ב מסין. חשוב להדגיש שגם התחזקות היואן והיחלשות הדולר השפיעו על מחירי היבוא של ארה"ב מסין. בשנה האחרונה הדולר נחלש ב- 10% מול היואן (שיעור דומה מול השקל, פחות או יותר).



בנוסף, התמסורת של מחירי ה- PPI על מדד המחירים לצרכן בסין נותרה מאד חלקית. מדד המחירים לצרכן בסין עלה ב- 1.3% ב- 12 החודשים האחרונים (פחות מהצפי של 1.6%) לעומת 0.9% לפני חודש, ואינפלציית הליבה (המדד ללא סעיפי אנרגיה ומזון) עלתה ב- 0.9% שנה אחורה מ- 0.7% לפני חודש.

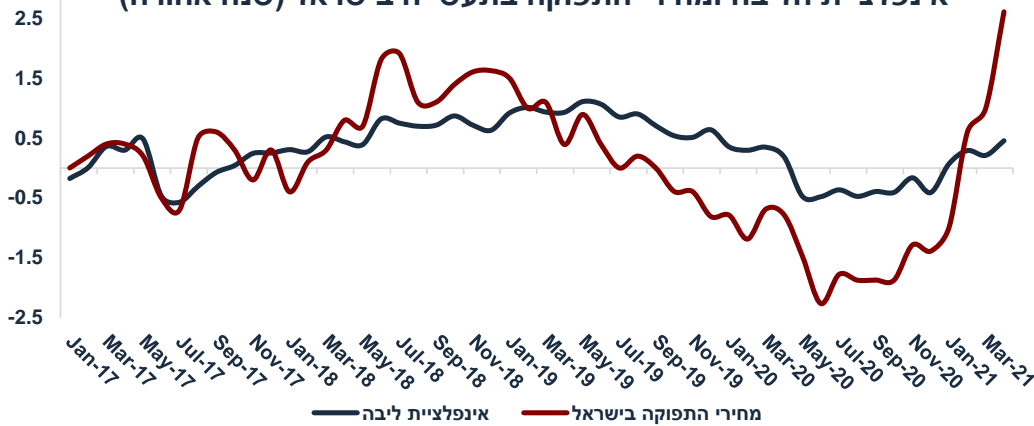
הגרף הבא ממחיש את הקשר החלש בין מחירי ה- PPI ומחירי ה- CPI בסין. תופעה זאת נראית מאד קיצונית בסין אך היא נכונה גם במדינות המפותחות.

Figure 2: The PPI inflation surge was mainly driven by producer goods prices, while the PPI inflation of consumer goods prices remained low



בישראל מחירי התפוקה בתעשייה (ללא דלקים) עלו ב- 2.5% שנה אחורה לעומת 0.45% באינפלציית הליבה. חשוב להדגיש שמדד המחירים לצרכן מורכב בעיקר מצריכת שירותים (כ- 67% משקל). בנוסף, לא תמיד ניתן לגלגל את השינויים במחירים ליצרן אל הצרכן. באירופה ה- PPI עלה ב- 7.6% שנה אחורה, סך הכול האינפלציה (CPI) עלתה ב- 2% בלבד.

אינפלציית הליבה ומחירי התפוקה בתעשייה בישראל (שנה אחורה)



לסיכום, ללא ספק העלייה החדה במחירי הסחורות התעשייתיות מסין מהווה גורם אינפלציוני בישראל (בנוסף להמשך עלייה במחירי ההובלה). אך חשוב לציין שמחירי מוצרי הצריכה בתפוקה התעשייתית בסין עלו ב- 0.5% בלבד שנה אחורה (זה כולל מוצרי בני קיימא, הלבשה וכו'). במבט קדימה, חשובה יותר התנהגות של מחירי השירותים במדד בכלל ומחירי השכירות בפרט. אנו חוזים אינפלציה של 1.2% שנה קדימה בהנחה שסעיף הדיור הראשי יעלה ב- 0.2%.

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.