

יונתן כץ
וכלכלני לידר
שוקי הון

עלייה מתונה יחסית במספר המועסקים בארה"ב עשויה לדחות טייפרינג

נקודות עיקריות

שוקי המניות היו מעט חיוביים בשבוע האחרון בהשפעת המשך הירידה בתחלואה ומגמת הסרת המגבלות במרבית המדינות המפותחות. האינדיקטורים לפעילות הכלכלית היו חיוביים בארה"ב, בפרט עלייה במדדי מנהלי הרכש השונים, גם בתעשייה וגם בשירותים. ביום שישי נתוני תעסוקה מעט מאכזבים תמכו בהערכה שהפד לא ימחר להתחיל לצמצם את רכישות האג"ח, מה שתמך גם בשוקי המניות וגם בירידת תשואות.

מאקרו ישראל:

- < שיעור האבטלה הרחב ירד ב- 9.6% במחצית הראשונה של מאי מ- 10.6%.
- < מספר המועסקים בפועל עדיין נמוך ב- 365 אלף לעומת ערב משבר הקורונה.
- < עם ביטול הדרגתי בחוק החל"ת צפוי מאגר (pool) גדול של מחפשי עבודה.
- < המכירות ברשתות השיווק עלו ב- 1.8% באפריל וב- 13% מאז חודש ינואר.
- < חברות היי טק גייסו 8.6 מיליארד דולר בינואר-אפריל לעומת 10 מיליארד ב- 2020.
- < בחודש מרץ ההכנסה הפנויה עלתה ב- 2.3%, מה שתומך בביקושים המקומיים.

סביבת האינפלציה:

- < בתחילת יוני מחירי הדלקים עלו ב- 1.1%, קצת מעבר להערכה שלנו.
- < מחירי הנפט בעולם עלו בתחילת החודש על רקע פתיחה מהירה בכלכלות העולם והימנעות אירגון OPEC + מלהגדיל משמעותית את תפוקת הנפט.
- < אנו סבורים שגורמי האינפלציה השנה הם זמניים, והאינפלציה ב- 2022 תתמתן.

ארה"ב: נתוני תעסוקה מעט מאכזבים + עליית שכר

- < במאי נוספו 559 אלף מועסקים חדשים (פחות מהצפי של 675 אלף).
- < שיעור האבטלה ירד ל- 5.8% מ- 6.1% גם בשל ירידה בשיעור ההשתתפות.
- < השכר הממוצע לשעת העבודה עלה ב- 0.5% (y/y 2.0%) לאחר 0.7% באפריל.
- < מספר דורשי העבודה עלה ב- 385 אלף (פחות מהצפי של 400 אלף).
- < מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה עלה ב- 0.5 נק' ל- 61.2 עם גידול מהיר בהזמנות.
- < מחיר התשומות בתעשייה ירד מעט אך עדיין נמצא על רמה מאד גבוהה של 88.0.
- < מדד ה- ISM בענפי השירותים עלה ל- 64.0 נק' מ- 62.7% ומשקף צמיחה מהירה.

אירופה: עלייה מתונה בסביבת האינפלציה

- < אינפלציית הליבה עלתה ל- 0.9% y/y במאי (מ- 0.7%). הצפי היה ל- 0.8%.
- < סביבת האינפלציה באירופה נותרה נמוכה על רקע התחזקות היורו ומגבלות רבות.
- < המסחר הקמעונאי באפריל ירד ב- 3.1% (לעומת צפי של -1.2%).

שוק האג"ח:

- < נתוני תעסוקה מעט מאכזבים בארה"ב תמכו בירידת תשואות מתונה ביום שישי ולכן צפויה מגמה דומה בתחילת השבוע בישראל.
- < שר האוצר החדש לא צפוי להנהיג מדיניות פסיקאלית מרחיבה.
- < בשבוע האחרון ציפיות האינפלציה הגלומות בשוק האג"ח עלו בכול הטווחים.
- < החשש למדד מאי גבוה מקנה עדיפות לצמודים הקצרים לפחות עד לפרסום המדד.

זום אין: אין חשש שחוזרים לשנות ה- 70

- < רבים חוששים שסביבת האינפלציה צפויה לחזור לסביבה של שנות ה- 70 בארה"ב.
- < גם אז הייתה עלייה חדה במחירי הסחורות בעולם ועלייה בגירעון התקציבי.
- < יחד עם זאת, היום קיימים הבדלים משמעותיים בנושא הצמודות השכר והכוח של איגודי העובדים.
- < פריון העבודה היה קרוב לאפס בשנות האינפלציה 74-77, לעומת גידול מהיר היום.
- < בנוסף, משקל הסחר העולמי כמעט הוכפל (יחסית לתוצר העולמי).
- < תהליך הזדקנות האוכלוסייה גם פועל להתמתנות הביקושים.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	0.8%
מאי	0.5%
יוני	-0.1%
יולי	0.2%
שנה קדימה	1.2%
2021	2.0%

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

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.257	3.9459
שינוי שבועי	0.1%	-0.6%
YTD	1.3%	0.0%
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	-1.99	-1.7	-1.5
בינוני 726	-1.43	-1.3	-1.2
ארוך 1131	-0.65	-0.6	-0.6
שקלי	נוכחי	ט"ה	ט"ב
קצר 723	0.19	0.15	0.15
בינוני 1026	0.63	0.65	0.7
ארוך 330	1.19	1.2	1.2

US			
2y	0.14	0.15	0.15
5y	0.76	0.85	0.9
10y	1.55	1.65	1.8

* ט"ק - החודש הקרוב

מאקרו ישראל

כמה מחשבות על הממשלה החדשה שצפויה לקום:

ראשית, העובדה שלא הולכים (כנראה) לבחירות חמישיות זו בשורה חשובה עבור השווקים. שנית, הממשלה החדשה תתרכז בנושא עידוד ההתאוששות הכלכלית ויציאה ממשבר הקורונה. מה זה אומר בתחום הפיסקאלי?

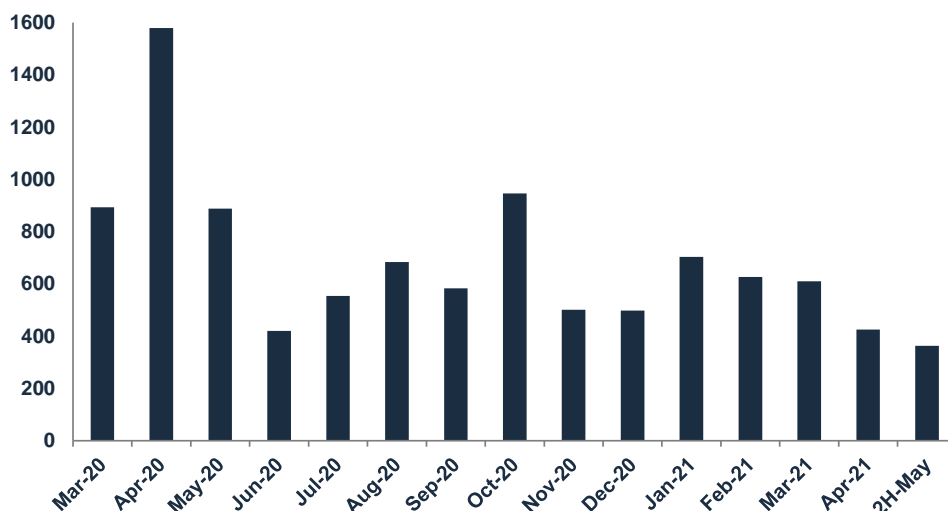
- ⟨ בנט צפוי לפעול לעידוד התעסוקה, כולל סיוע מהיר, ככל האפשר, בסיוע לחל"תים וסיוע מיוחד במשבר הקורונה אשר מעודד אי תעסוקה. הוא כן צפוי לתמוך בעסקים קטנים שנכנסו לקשיים בשל המשבר.
- ⟨ בהנחה שהמפלגות החרדיות לא יצטרפו לקואליציה, צפויות רפורמות רבות במגזר זה, כולל חובת "לימודי ליבה", עידוד התעסוקה ואולי קיצוצים בתמיכות עבור הישיבות. חשוב לזכור ששר האוצר יהיה אביגדור ליברמן ודעותיו ידועות. יחד עם זאת, בתקופה הקרובה ראש הממשלה יבלום יזמות כאלה בתקווה להצטרפות המפלגות החרדיות לממשלה.
- ⟨ לעומת זאת, תקציבים יופנו לתשתיות, כולל במגזר הערבי.
- ⟨ סביר להניח שהממשלה תאשר תקציב 2022-2023 ללא קיצוצים או העלאות מיסים. זו גם הדעה המקצועית בבנק ישראל וב-OECD. בגדול, יש לדחות קונסולידציה עד 2023. סביר גם להניח שהסכמי השכר בסקטור הציבור גם יידחו.
- ⟨ התאוששות מהירה (עלייה בגביית מיסים) וצמצום הסיוע המיוחד בגין המשבר צפויים לתמוך בירידה בגירעון ל-7%-8% תוצר השנה ו-5%-6% ב-2022.
- ⟨ החל מ-2023 הממשלה צפויה לאמץ תוואי גירעון פוחת, כפי שראינו בעבר.

המשק מתאושש בקצב מהיר

המכירות ברשתות השיווק עלו ב-1.8% באפריל וב-13% מפברואר עד אפריל, והרכישות בכרטיסי אשראי עלו ב-18% באותה תקופה, אך כבר בחודש מאי מסתמנת ירידה מתונה בצריכה הפרטית (גם בהשפעת ההסלמה). יחד עם זאת, בשבוע האחרון של חודש מאי מסתמן גידול מהיר ברכישות בכרטיסי האשראי.

למרות הירידה באבטלה, אנו רחוקים מתעסוקה מלאה

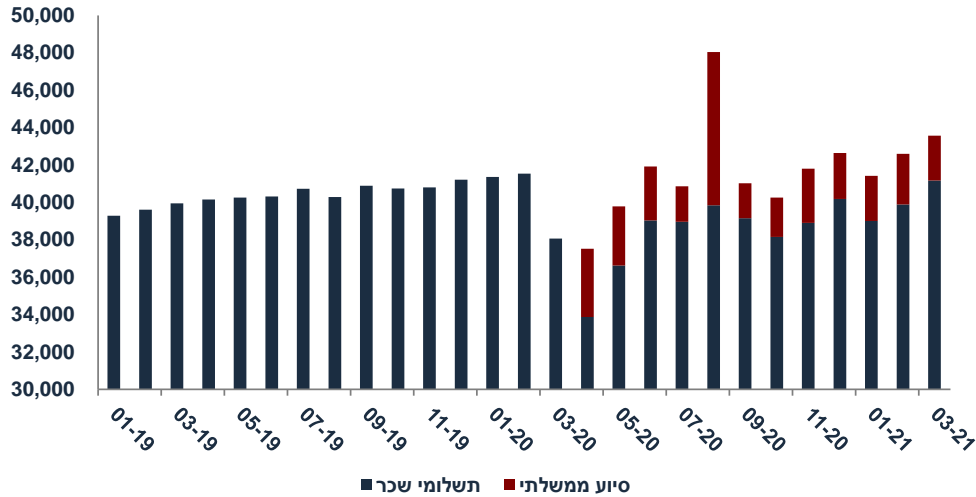
מספר המועסקים ממשיך לגדול והגיע ל-3.6 מיליון מועסקים במחצית השנייה של חודש מאי (לא כולל חל"תים בגין הקורונה). עדיין מדובר ב-350 אלף מועסקים פחות מערב משבר הקורונה. גם לאחר ביטול חוק החל"ת, המשק לא צפוי לחזור לתעסוקה מלאה לפני סוף 2022 לפחות. רפיון בשוק העבודה לא תומך באינפלציה גבוהה בטווח הביניים. בנוסף, חשוב לזכור את השיפור החד בפריון במשק מה שמאפשר לספק לחצי שכר בענפים מסוימים בלי להעלות מחירים.

הירידה במספר המועסקים לעומת ערב הקורונה (באלפים)

עלייה במספר המשרות אך גם ירידה בשכר הממוצע

בחודש מרץ מספר משרות השכיר עלה ב- 135 אלף אשר מהווה גידול של 4.1%. יחד עם זאת, בשל הצטרפותם של עובדים רבים, השכר הממוצע ירד ב- 0.9%. עדיין חל גידול בסך תשלומי השכר במשק ולכן חל גידול בהכנסה הפנויה (כולל הסיוע הממשלתי בגין המשבר) של 2.3% בחודש מרץ. עלייה בהכנסה הפנויה תומכת בהתרחבות בצריכה הפרטית, ולכן גם בלחצי אינפלציה מתונים (יחסית לגידול החד בהכנסה הפנויה בארה"ב).

סך הכול תשלומי השכר במשק + סיוע ממשלתי בגין הקורונה, במיליוני ש"ח

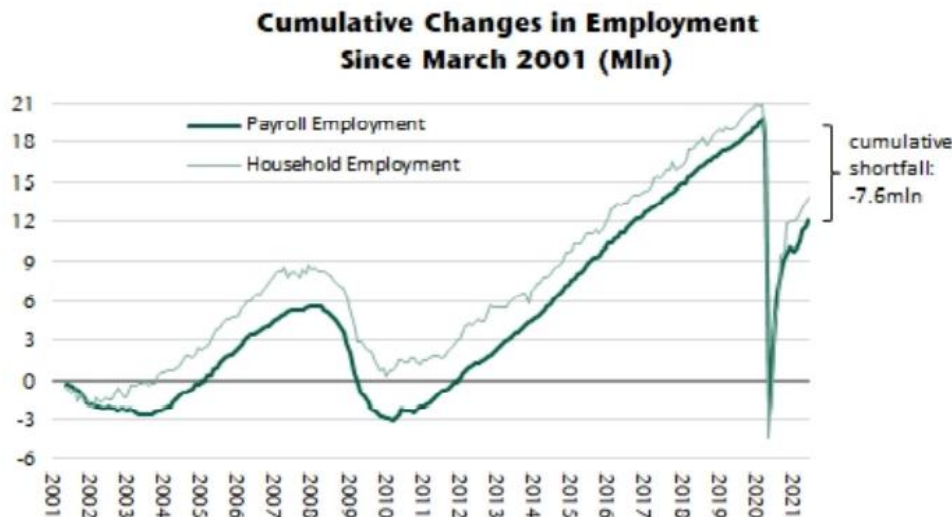


מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: היום: סקר מגמות בסקטור העסקי (מאי). שני: מספר כניסות ויציאות של תיירות (מאי). התערבות בנק ישראל בשווקים (מט"ח ואג"ח) לחודש מאי. חמישי: מדד האמון הצרכני (מאי). השבוע האוצר צפוי לפרסם את נתוני הגירעון לחודש מאי.

מאקרו חו"ל

ארה"ב: נתוני תעסוקה מעט מאכזבים תמכו בירידת תשואות

- נתוני התעסוקה בחודש מאי היו מעט חלשים (יחסית לציפיות), מה שתמך בשווקים אשר חששו מטייפרינג מתקרב.
- נוספו 559 אלף מועסקים, פחות מהצפי של 675 אלף, זה החודש השני ברציפות. האומדנים של החודשיים הקודמים עודכנו כלפי מעלה ב-27 אלף. הנתון של חודש אפריל עומד על 278 אלף מועסקים, גם כן נתון מאכזב.
- מדובר בנתונים חלשים בחודשיים האחרונים בהתחשב בפתיחה המהירה של המשק האמריקאי ובאינדיקטורים השוטפים לגבי הפעילות הכלכלית (מסחר קמעונאי, מדדי מנהלי הרכש וכו'). כנראה שקיים מחסור של עובדים כאשר התמיכות הממשלתיות מהוות תמריץ שלילי לחזור לעבודה.
- ההוכחה לכך: השכר הממוצע עלה ב-0.5% במאי לאחר עלייה של 0.7% באפריל. בענף אירוח ופנאי השכר הממוצע עלה ב-1.3% במאי וב-5.4% שנה אחורה. מעסיקים חייבים לפתות את העובדים לחזור לעבודה. ביולי יפוגו התמיכות המיוחדות עבור הבלתי מועסקים ב-24 מדינות בארה"ב (היתר יבוטלו בספטמבר) ולכן מאד יתכן שנראה גידול חד במספר המועסקים לאחר מכן.
- עדיין מספר המועסקים במשק במאי נמוך ב-7.6 מיליון לעומת ערב משבר הקורונה בחודש פברואר 2020:



- השלכות על האינפלציה: ללא ספק לחץ לעליית שכר מהווה גורם אינפלציוני. אך חשוב להדגיש שתי נקודות חשובות:
- מדובר בהשפעה זמנית עד לביטול התמיכות המיוחדות בשל הקורונה.
- פריזון העבודה בארה"ב עלה ב-4.1% ברבעון א' בחישוב שנתי. לכן, חלק מהמעסיקים מסוגלים לשלם יותר שכר בלי להעלות את המחירים.

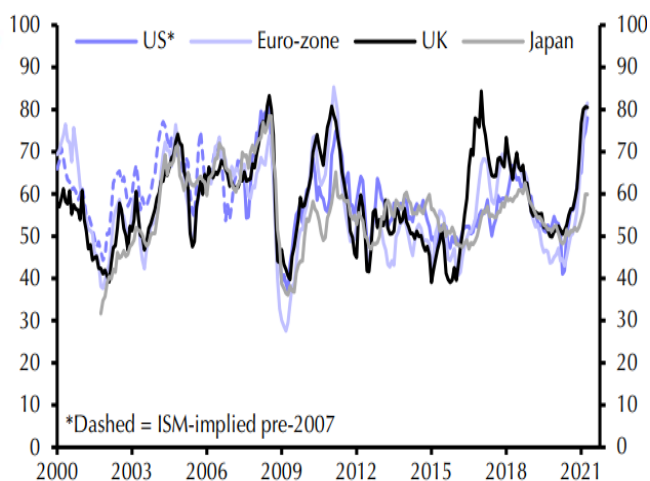
ההיצע העולמי של סחורות צפוי לגדול ולהדביק את העלייה בביקוש

- אנו מרבים להדגיש את ההשפעה הטרנזיטורית של גורמים רבים על האינפלציה. כעת מחירי התשומות בתעשייה עולים בכול העולם (תופעת הביקוש הכבוש, שיבושים בהספקה והתייקרות בהובלה) אך חשוב להדגיש שתופעה זו צפויה להביא לגידול בתפוקה ובהיצע בעולם. כבר עתה טייוואן מגדילה מאד את היצוא שלה על רקע המחסור בשבבים (הגרף משמאל).

CHART 12: Merchandise Exports



Chart 9: Manufacturing PMIs: Input Prices Indices

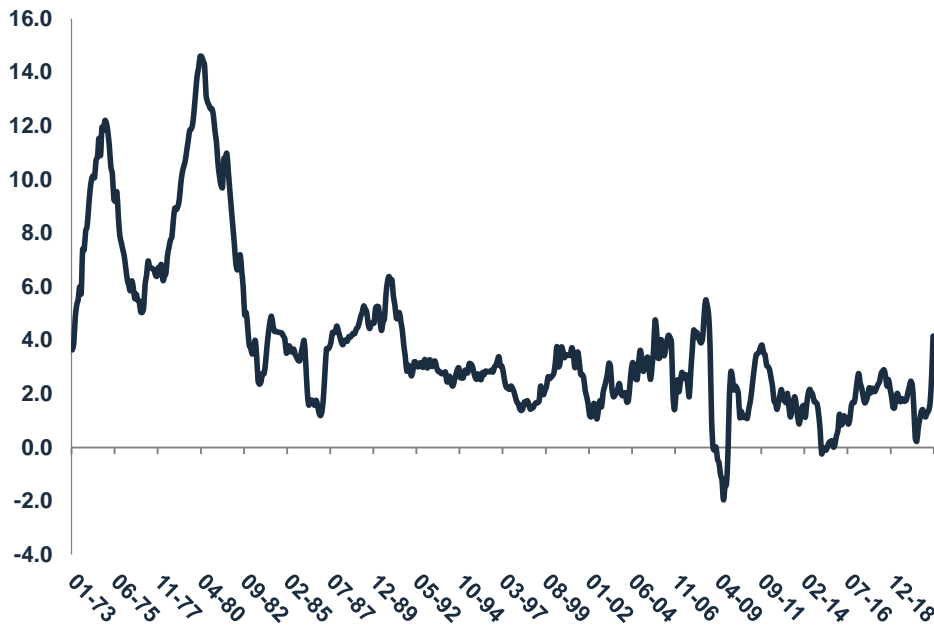


נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: שני: גרמניה: הזמנות בתעשייה (אפריל), ושלישי סקר האמון העסקי (ZEW) בחודש מאי. חמישי: ארה"ב: מדד המחירים לצרכן בחודש מאי, נתון מאד חשוב עבור שוק האג"ח לאחר הנתונים הגבוהים של החודש האחרון. בנוסף, יתפרסם מספר דורשי העבודה החדשים בשבוע האחרון.

זום אין: אין חשש שסביבת האינפלציה חוזרת לשנות ה-70.

רבים חוששים שסביבת האינפלציה צפויה לחזור לסביבה של שנות ה-70 בארה"ב אשר הגיעה לרמה דו-ספרתית בחלק מהשנים:

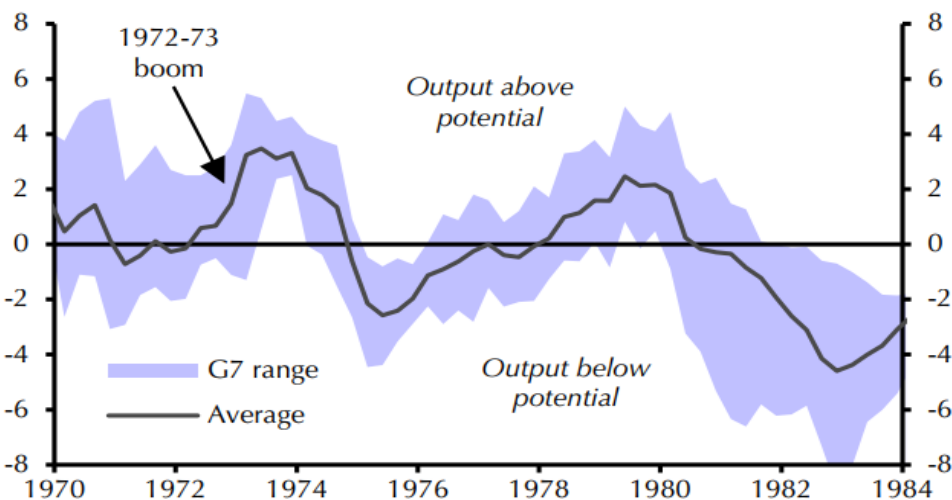
האינפלציה בארה"ב ב-12 החודשים האחרונים



גם אז הייתה עלייה חדה במחירי הסחורות בעולם (בעיקר זינוקו מחירי הנפט ב-1973), והייתה מערכת של הצמדות שכר לאינפלציה וכוח עצום לאיגודי העובדים. היום קיימים הבדלים משמעותיים בנושא הצמדות השכר והכוח של איגודי העובדים פחת מאד.

בנוסף, המשק האמריקאי היה בתעסוקה מלאה לאחר מלחמת וייטנאם ופער התוצר היה חיובי (התוצר בפועל היה גבוה מהתוצר הפוטנציאלי). כעת לאחר משבר הקורונה קיים פער תוצר שלילי משמעותי.

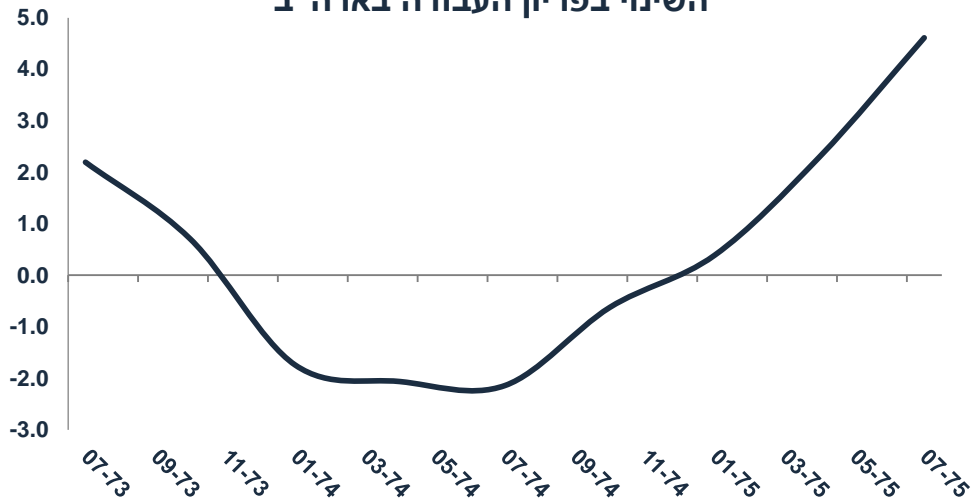
Chart 7: Output Gaps (% , OECD estimated)



Sources: Refinitiv, OECD, Capital Economics

בנוסף, פריון העבודה היה קרוב לאפס בשנות האינפלציה של 73-75, לעומת גידול מהיר היום (4.1% מרבעון א' 20 ועד רבעון א' 21). משמעות הדבר, היום פירמות מסוגלות לספוג עליות שכר בלי בהכרח להעלות מחירים.

השינוי בפריון העבודה בארה"ב

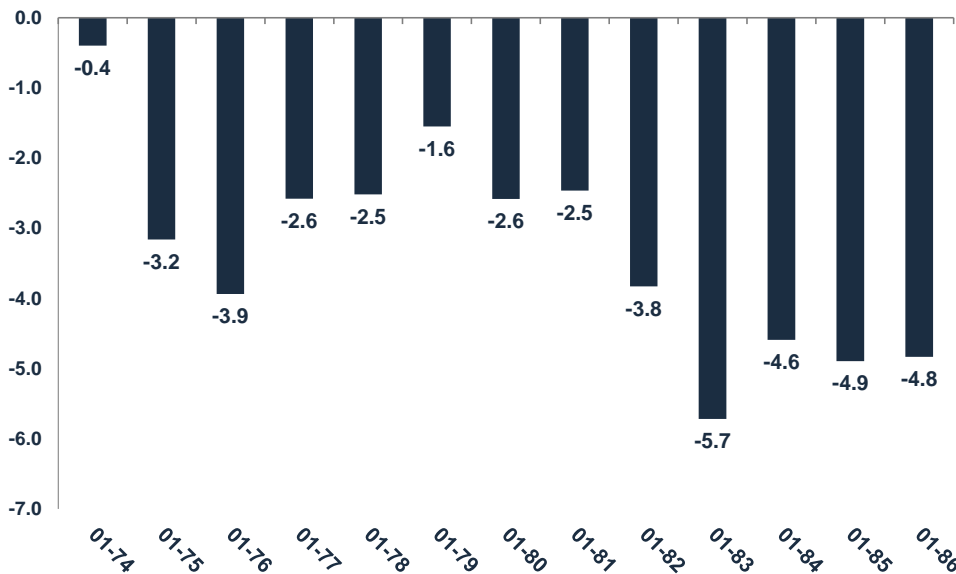


בנוסף, משקל הסחר העולמי (של סחורות ושירותים) יותר מהוכפל (יחסית לתוצר העולמי) מ- 25% ליותר מ- 50%. מגזרים רבים התחילו להעסיק עובדים ולהעביר מפעלים במדינות זולות יותר (הודו, סין וכו').

תהליך הזדקנות האוכלוסייה גם פועל להתמתנות הביקושים.

מה כן דומה לשנות ה-70: הייתה עלייה חדה בגירעון הממשלתי (ראה גרף). ביידן מתכנן גירעון סביב 5% תוצר בעשור הקרוב. גם אז הייתה רגישות רבה למצב החברתי ואי השיוויון (בדומה למדיניות של ביידן). בנוסף, בשנות ה-70 הפד חיכה הרבה זמן עד להפעלת מדיניות מוניטארית מרסנת ויתכן שזה מה שיקרה גם הפעם.

הגירעון הפיסקאלי בארה"ב (באחוז תוצר) בסימן שלילי



לסיכום, קיים דמיון וגם הבדלים בסביבת האינפלציה של שנות ה-70 בארה"ב ומה שעלול להתפתח בשנים הקרובות. סביר להניח שסביבת האינפלציה בארה"ב תתייצב סביב 2.5%-3% בשנים הקרובות.

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 של לידר 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.