

יונתן כץ
וכלכלני לידר
שוקי הון

שיפור חד במצב התעסוקה בארה"ב תומך בריסון מוניטארי מהיר

נקודות עיקריות

ביום שישי, נתוני תעסוקה חזקים בארה"ב תמכו בעליית תשואות. העצבנות בשווקים נמשכת על רקע הציפייה למדיניות מוניטארית מאד מרסנת על ידי הפד כאשר מתגברות הציפיות להעלאת ריבית של 0.5% ב-16 למרץ (בהסתברות של 0.45%).

מאקרו ישראל: בנק ישראל צופה צמיחה מהירה ברבעון ד' 21

- < בנק ישראל צופה צמיחה של 5% ברבעון ד' 21 (בקצב שנתי), שיעור גבוה יחסית.
- < למרות השפעת האומיקרון, במחצית א' של ינואר נוספו 21 אלף מועסקים חדשים.
- < שיעור האבטלה הצר ירד ל-3.5% (מ-3.9%), שיעור האבטלה הרחב נותר יציב על 5.8% על רקע עלייה במספר החל"תים בגין הקורונה.
- < השכר הממוצע עלה בקצב שנתי "סביר" של 3.4% בשנתיים האחרונות.
- < האשראי העסקי עלה ב-15% בשנתיים האחרונות, לא קצב מהיר במיוחד.
- < לעומת זאת, האשראי לדיור עלה ב-23% והאשראי שלא לדיור עלה ב-5% בלבד.

סביבת האינפלציה: פיחות + עלייה במחירי הנפט = האצה באינפלציה

- < בשבוע האחרון שע"ח של השקל פוחת ב-1.3% מול הסל (וב-3.2% מול היורו).
- < בפברואר, מחירי החשמל עלו ב-5.7% ומחירי הדלקים ב-5.3%.
- < מסתמנת התייקרות בחלק ממחירי הירקות (מלפפונים בפרט).
- < מחירי הנפט בעולם ממשיכים לעלות, מה שתומך בעליית אינפלציה בטווח הקצר.

ארה"ב: שיפור חד בתעסוקה

- < בינואר נוספו 467 אלף מועסקים (הצפי היה ל-150 אלף) + 709 אלף בתיקוני נוב' דצמ'. שיעור האבטלה עלה ל-4.0% מ-3.9% עקב עלייה בשיעור ההשתתפות.
- < השכר לשעת עבודה עלה ב-0.7% וב-5.7% שנה אחורה (וב-6.4% בשקלול ענפי).
- < בינואר, מדד מנהלי הרכש ISM בתעשייה ירד ב-57.6 (דומה לצפי) מ-58.8.
- < מדד ה-ISM בענפי השירותים ירד ל-59.9 (מ-62.3). עדיין מדובר בקצב צמיחה מהיר, גם בתעשייה וגם בשירותים (למרות השפעת האומיקרון).
- < בדצמבר, מספר המשרות הפנויות עלה ל-10.9 מיליון (הצפי היה ל-10.5 מיליון), אינדיקטור ששוק העבודה מתהדק!

אירופה: התמתנות באינפלציית הליבה

- < הצמיחה ברבעון ד' הגיעה ל-0.3% (הצפי היה ל-0.4%), לא בחישוב שנתי.
- < אינפלציית הליבה בינואר עלתה ב-2.3% (הצפי היה ל-2.1%) מ-2.6% בדצמבר.
- < UK: הריבית עלתה ב-0.25% ל-0.5%, 4 חברים (מתוך 9) תמכו בעלייה ל-0.75%.
- < נשיאת ה-ECB (Lagarde) נמנעה מלפסול אפשרות של העלאת ריבית השנה.

שוק האג"ח:

- < עליית תשואות בארה"ב צפויה להעיב על שוק האג"ח בישראל.
- < בישראל, שיפור בתעסוקה וצמיחה מהירה ברבעון ד' (לפי בנק ישראל) תומכים בהעלאת ריבית ב-11 לאפריל.
- < בטווח הקצר, העצבנות בשווקים, הפיחות בשקל והעלייה במחירי הנפט תומכים בהאצה באינפלציה ולכן גם תומכים באפיקים הצמודים.
- < בטווחים הארוכים יותר, עליית תשואות באפיק השקלי מגבירה את האטרקטיביות.

זום אין: איום אינפלציוני: 100 דולר לחבית נפט או יותר

- < בעבר, הדגשנו שלושה איומים עיקריים על סביבת האינפלציה: עלייה חדה במחירי השכירות, לחצי שכר מתגברים, ועלייה חדה במחירי הנפט בעולם.
- < שוק הנפט הגלובלי "מתוח" יחסית, כאשר מדינות OPEC מתקשות להגדיל את התפוקה. גם חורף קשה בארה"ב תורם לירידה במלאים.
- < באירופה קיימת הסטת ביקוש משימוש בגז לשימוש בנפט.
- < מנגד, יתכן הסכם ביטול הסנקציות עם איראן וארה"ב נערכת להגדילת התפוקה.
- < **בכול זאת, עלייה ל-100 דולר לחבית השנה צפויה לתרום כ-0.25% לאינפלציה.**
- < ברור שפלישה של רוסיה עלולה להביא לעלייה חדה יותר (ל-120 דולר לחבית).

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	2.8%
ינואר	0.1%
פברואר	0.5%
מרץ	0.5%
שנה קדימה	1.9%
2023	1.6%

ריבית	
נוכחית	0.10%
סוף 2023	0.75%
בעוד שנה	0.5%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.196	3.6683
שינוי שבועי	0.1%	3.2%
YTD	2.8%	4.2%
שנה קדימה	3.14	3.42

גיוס מול פירעון	פברואר
פדיון סחיר	14.1
תחזית הנפקות	4.5
עודף פדיון	9.6

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 923	-2.29	-2.3	-2.2
בינוני 726	-1.58	-1.6	-1.5
ארוך 1131	-0.8	-0.9	-0.8

שקלי	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 723	0.19	0.2	0.25
בינוני 1026	0.93	0.8	0.8
ארוך 432	1.71	1.65	1.6

US			
2y	1.31	1.3	1.4
5y	1.77	1.8	1.85
10y	1.91	1.95	2.0

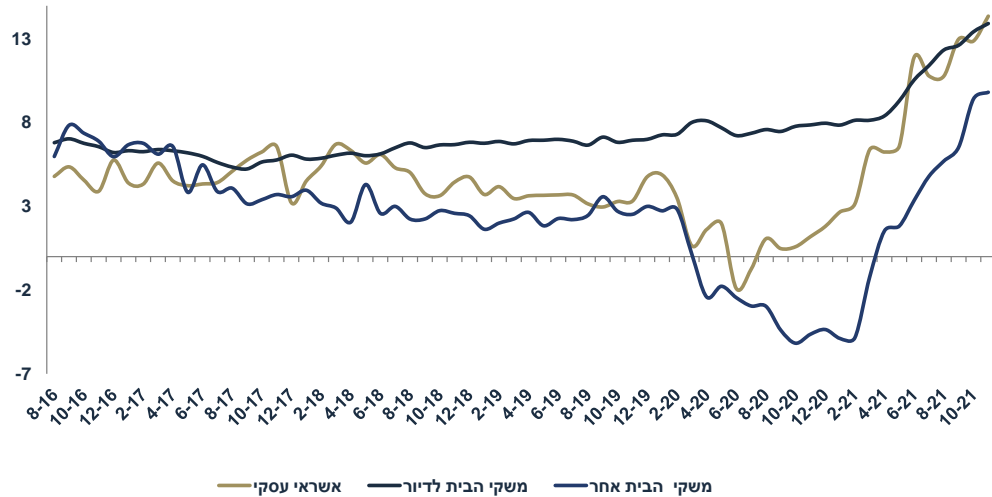
* ט"ק - החודש הקרוב

מאקרו ישראל

האשראי עולה בקצב סביר, למעט האשראי לדיור

חשוב לנתח את ההתפתחויות בתחום האשראי במשק כדי להעריך את סיכון האשראי במצב של עליית ריבית או אירוע אחר אשר עלול להתרחש ולהביא להתמתנות של ממש במצב הכלכלי. ננתח את קצב הגידול בהסתכלות שנתיים אחורה, זאת בשל המשבר של שנת הקורונה (2020) אשר הביא לצמצום אשראי במספר מגזרים.

קצב הגידול השנתי באשראי לפי מגזרים



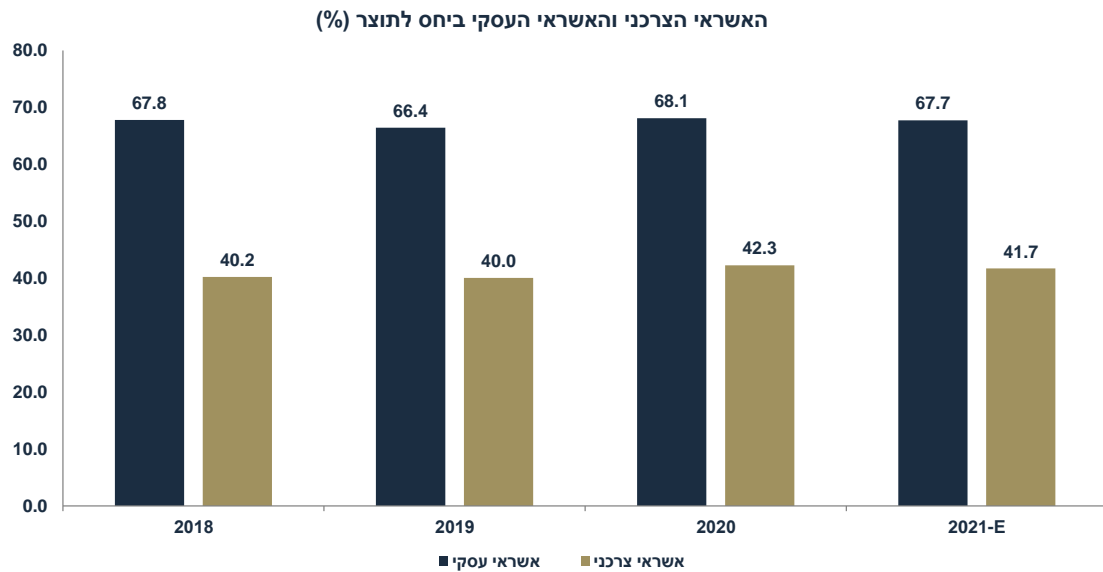
נסתכל על שלושה מגזרים עיקריים (נתוני האשראי קיימים עד חודש נובמבר 21):

אומנם האשראי העסקי עלה ב-14% שנה אחורה, אך זאת לאחר גידול של 1% בלבד ב-2020. במוצע, מדובר בגידול נומינלי של 7.6% לשנה. בשנתיים האחרונות התוצר העסקי עלה ב-8% במצטבר (בערך), כ-6% פחות מהגידול באשראי העסקי. סך האשראי העסקי במונחי תוצר עלה ל-68% בדומה ל-2018 (ראה גרף בהמשך).

האשראי של משקי הבית שלא לדיור עלה ב-10% שנה אחורה לאחר ירידה של 5% בשנה הקודמת. במוצע מדובר בגידול של 2.3% לשנה, קצב גידול נמוך יחסית.

סך האשראי לדיור עלה ב-14% שנה אחורה לאחר גידול של 8% בשנה הקודמת, או קצב גידול שנתי של 11% בשנתיים האחרונות. בהחלט מדובר בקצב מהיר אשר חושף את משקי הבית לסיכון של עליית תשואות, האצה באינפלציה ואולי בעתיד עלייה באבטלה, התפתחויות אשר ייקשו על החזר המימון.

חשוב שלציון סך אשראי הצרכני הכולל (לדיור + לא לדיור) עלה בשנתיים האחרונות ב-16% (או כ-8% לשנה), מעבר לגידול בהכנסה הפנויה של הציבור אשר עלה סביב 8% במצטבר בשנתיים האחרונות. סך האשראי הצרכני ביחס לתוצר עלה ל-41.7% ב-2021 מ-40% ב-2019.

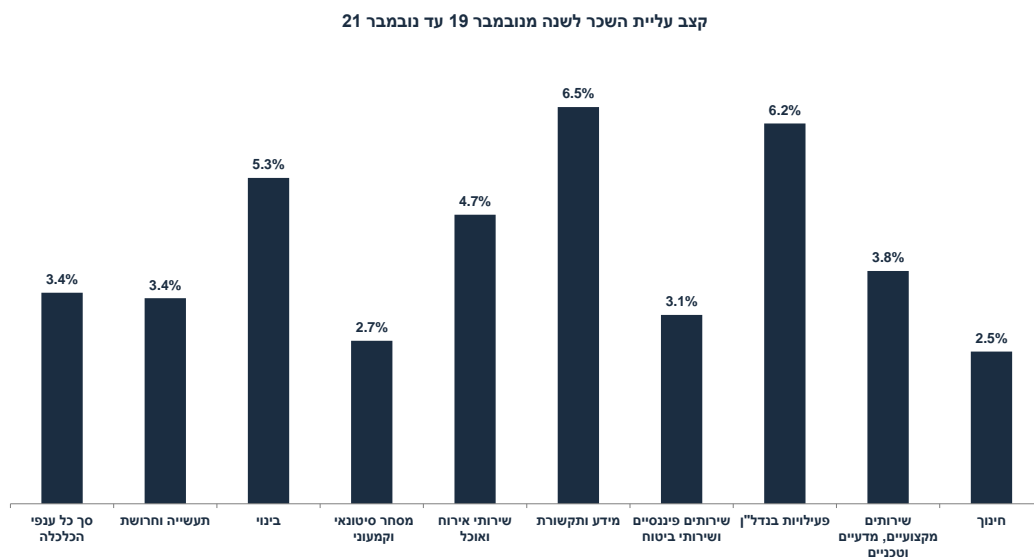


משמעויות: ריביות נמוכות במשק בהחלט מעודדות את הגידול באשראי, בפרט האשראי הצרכני לדיור. למרות שעדיין יחס האשראי הצרכני לתוצר בישראל נמוך יחסית, בהחלט קיימת עלייה בסיכון האשראי לדיור בשנתיים האחרונות. לפי הערכתנו, שיקול זה צפוי לתפוס משקל הולך ועולה במדיניות המוניטארית של בנק ישראל.

עלייה סבירה בשכר, בינתיים

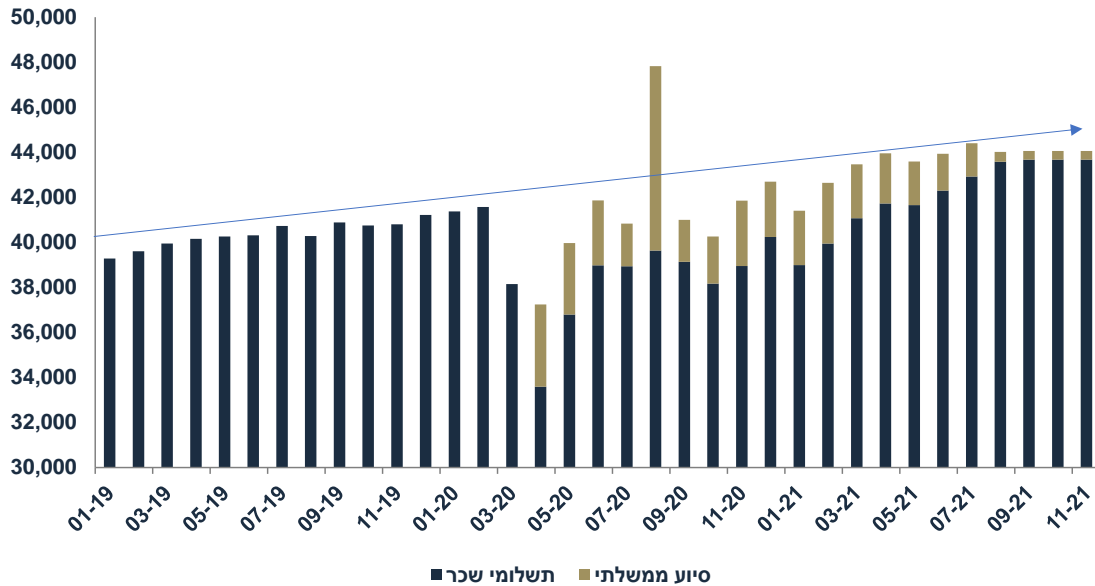
אנו ממשיכים לעקוב אחרי נתוני השכר במשק בתור גורם חשוב לסביבת האינפלציה. החישוב שלנו מתבסס על עליית השכר הממוצע בשנתיים האחרונות (נובמבר 2021 לעומת נובמבר 2019) בחישוב שנתי, זאת עקב הבעייתיות בהתנהגות השכר הממוצע בשנת הקורונה (2020).

השכר הממוצע עלה בקצב שנתי של **3.4%**, בפרט בענפי המידע ותקשורת (6.5%) ופעילות בנדל"ן (6.2%), זאת לפי נתוני מגמה:



גם בהסתכלות על כוח הקנייה של משקי הבית (סך תשלומי השכר במשק + תמיכות הקורונה), עדיין מדובר בקצב גידול מעט נמוך יחסית לתקופה של לפני משבר הקורונה (ראה גרף):

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

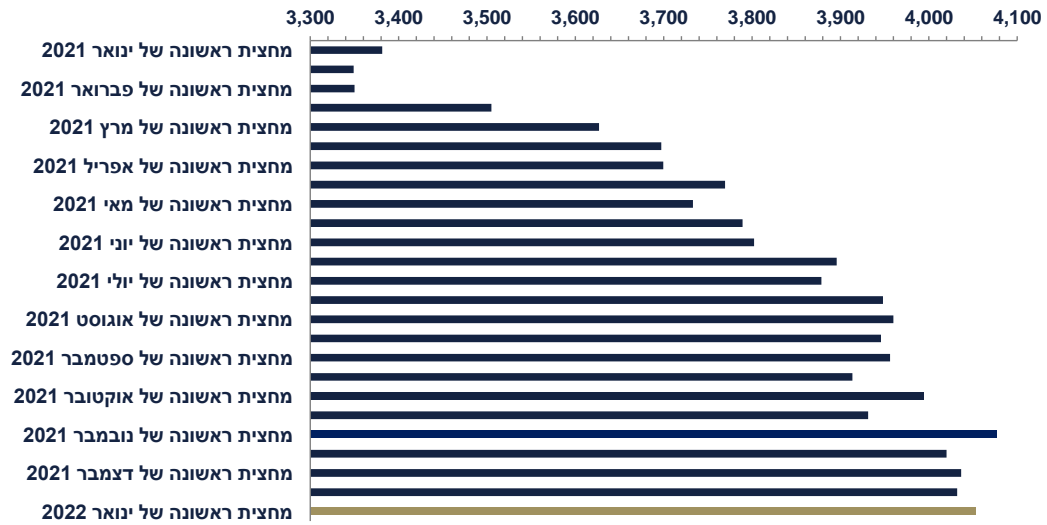


לסיכום, הסתכלות גם על קצב עליית השכר הממוצע במשק (למעט ענפים בודדים) וגם על הגידול בכוח הקנייה של הציבור לא מצביעה על איומים אינפלציוניים משמעותיים, לפחות בשלב זה (הנתונים עד חודש נובמבר).

שיפור בתעסוקה למרות האומיקרון תומך בהעלאת ריבית

במחצית הראשונה של ינואר, שיעור האבטלה הצר ירד ל-3.5% מ-3.9% במחצית השנייה של דצמבר, שיעור נמוך אשר משקף תעסוקה מלאה. יחד עם זאת, שיעור האבטלה הרחבה נותר יציב על 5.8% עקב גידול של 15 אלף עובדים בחל"ת בגין הקורונה. יותר מרשים בעינינו הינו הגידול במספר המועסקים של 21 אלף מועסקים בשבועיים האחרונים, זאת למרות ההתמתנות בפעילות והמגבלות על רקע חששות האומיקרון. שיעור התעסוקה עלה ל-61.3% מ-60.9% ומתקרב לשיעור התעסוקה ערב הקורונה. סביר להניח שמדיניות הממשלה של הקלות והסרת מגבלות תביא לשיפור נוסף בתעסוקה. שיפור בתעסוקה וסביבה של תעסוקה מלאה (או כמעט מלאה) תומכים בהעלאת ריבית ב-11 לאפריל, זאת בנוסף להאצה באינפלציה אל מעבר ל-3% (שנה אחורה) לאחר פרסום מדד פברואר וצמיחה מהירה יחסית ברבעון ד' (5% לפי תחזית בנק ישראל).

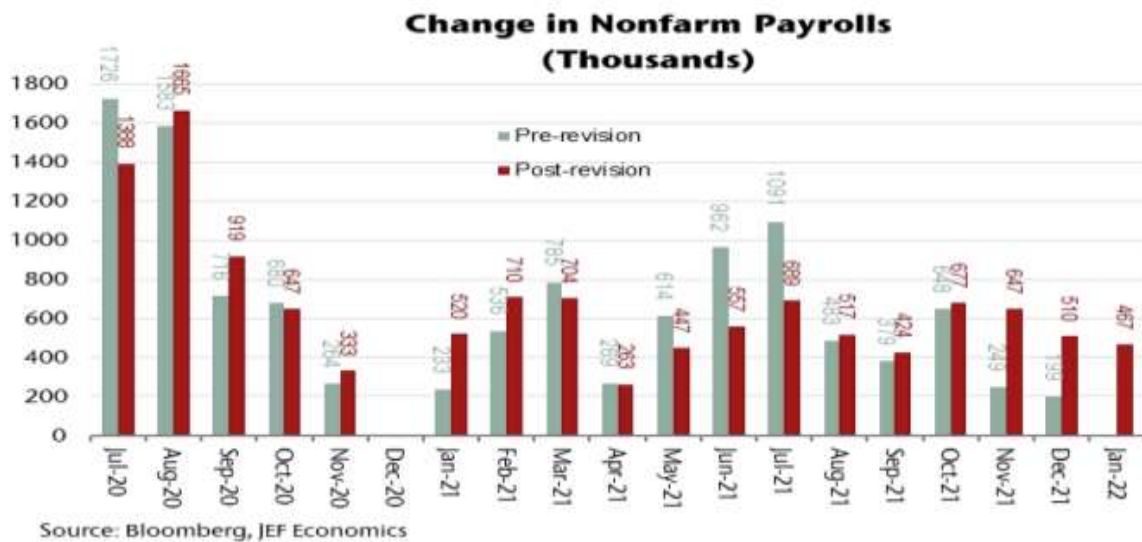
מספר המועסקים במשק (לא כולל חל"ת בגין הקורונה, אלפים)



מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: ראשון: סקר מגמות בסקטור העסקי (ינואר), כניסה/יציאה של תיירים (ינואר). שני: רכישות המט"ח על ידי בנק ישראל (ינואר). חמישי: מדד האמון הצרכני (ינואר).

ארה"ב: גידול מהיר במספר המועסקים למרות האומיקרון

נתוני תעסוקה בהחלט הפתיעו לטובה עם גידול של 467 אלף מועסקים בינואר ותיקונים משמעותיים של 709 אלף מועסקים במצטבר בנובמבר ודצמבר (בשל תיקוני עונתיות שנתיים). הציפיות המוקדמות היו ל-150 אלף מועסקים בינואר והיו גם ציפיות לירידה במספר המועסקים על רקע השפעת האומיקרון. התיקונים אחורה מראים שוק עבודה "לוהט" ברבעון ד' 2021 (וחלש יותר בחודשי הקיץ 2021).



בינואר, ענף האירוח והפנאי הוסיף 151 אלף מועסקים (למרות ההשפעה הממתנת של גל האומיקרון) וענף המסחר הוסיף 61 אלף מועסקים.

שיעור האבטלה עלה ל-4.0% מ-3.9% עקב עלייה בשיעור ההשתתפות ל-62.2% מ-61.9%. יתכן שהביטול של התמיכה המיוחדת להורים עם ילדים (Child Tax Credit) תמך בעלייה במספר מחפשי העבודה.

השכר לשעת עבודה עלה ב-0.7% וב-5.7% שנה אחורה מ-5.2% לפני חודש. בשקלול של תמהיל קבוע של הענפים השונים, השכר עלה ב-6.4% (ראה גרף - fixed weights):

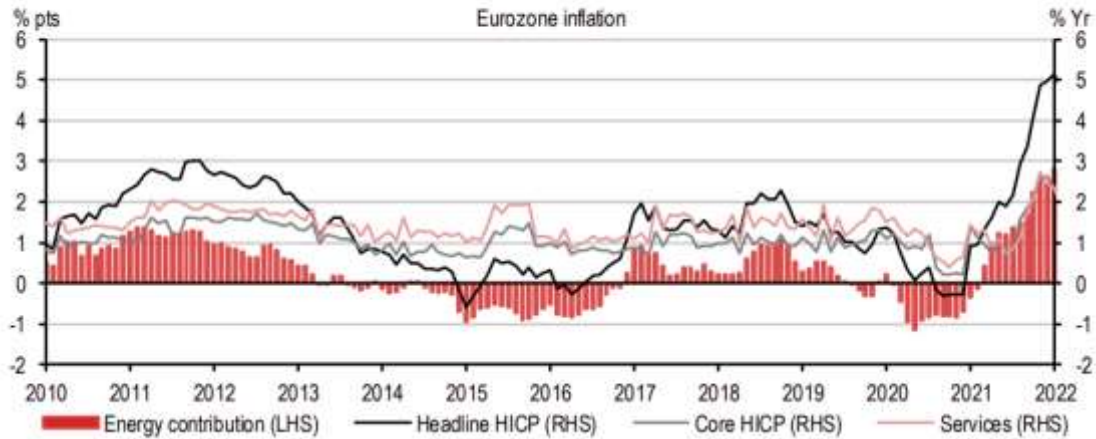


השלכות עבור הפד: נתוני התעסוקה בהחלט תומכים בחמש העלאות ריבית השנה (לפחות) ואולי העלאת ריבית של 0.5% בחדש מרץ. חשוב לא פחות: השוק מתחיל לתמחר "ריבית שיווי משקל" (terminal rate) גבוהה יותר, מעל הרמה של 2% שהייתה מתומחרת בשוק האג"ח לפני כן.

התמתנות באינפלציית הליבה באירופה

בינואר מדד מחירים לצרכן באירופה עלה ב-5.1% שנה אחורה (מ-5.0%), מעל הציפיות של 4.4% על רקע עלייה חדה במחירי האנרגיה (מעבר לצפוי). ההתייקרות במחירי האנרגיה תרמה כמחצית מעליית האינפלציה שנה אחורה.

1. Energy accounts for over half of eurozone inflation, while core inflation eased slightly in January reflecting the different timing of clothing sales relative to last year



מחירי האנרגיה עלו ב-28.6% (שנה אחורה), האצה מ-25.9% לפני חודש, זאת על רקע משבר הגז באירופה. המדד ללא מרכיב האנרגיה עלה ב-2.6% בלבד, התמתנות מ-2.8% בדצמבר. ללא אנרגיה ומזון האינפלציה עלתה ב-2.3% (התמתנות מ-2.6% בדצמבר).

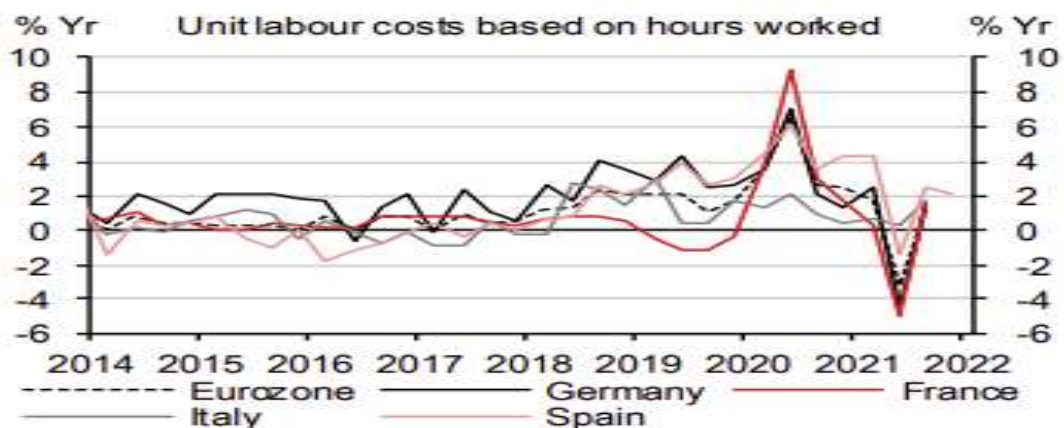
בגרמניה האינפלציה עלתה ב-5.1% (התמתנות מ-5.7% עקב "אפקט הבסיס" כתוצאה מהעלאת שיעור המע"מ מ-16% ל-19% בינואר 21). האינפלציה עלתה ב-3.3% בצרפת, 5.3% באיטליה ו-6.1% בספרד.

מחירי השירותים במדד המחירים לצרכן באירופה עלו ב-2.4% שנה אחורה (בדומה לחודש הקודם).

מחירי התעשייה (למעט אנרגיה) התמתנו ל-2.3% מ-2.9% על רקע חזרה למבצעי מחירי סוף העונה בהלבשה בינואר 22 (לאחר שבינואר 21 הסגרים מנעו זאת).

מעניין לציין שבגרמניה מחירי השכירות עלו ב-1.3% בלבד (שנה אחורה), אך חלק משוק השכירות מפוקח.

למרות ירידה באבטלה ל-7% בדצמבר (רמת שפל באירופה), בינתיים תוספות השכר עדיין מתונות יחסית כאשר עלות העבודה ליחידת תפוקה עלתה בקצב סביב 2% ב-2021. בגרמניה, המשא ומתן על תוספות שכר יתחיל באוקטובר 22.



בניגוד לפד, ה- ECB עדיין טוען שהאינפלציה בעיקרה טרנזיטורית וצופה אינפלציה של 3.2% ב-2022 ו-1.8% ב-2023 ו-2024. זאת לפי תחזית המאקרו האחרונה של חודש דצמבר. לפני שלושה חודשים תחזית האינפלציה ל-2022 עמדה על 1.7%.

השלכות: השוק כבר מתמחר העלאת ריבית על ידי ה- ECB ברבעון ד' של 2022. לפי הערכתנו, העלאת ריבית באירופה תדחה לתחילת 2023.

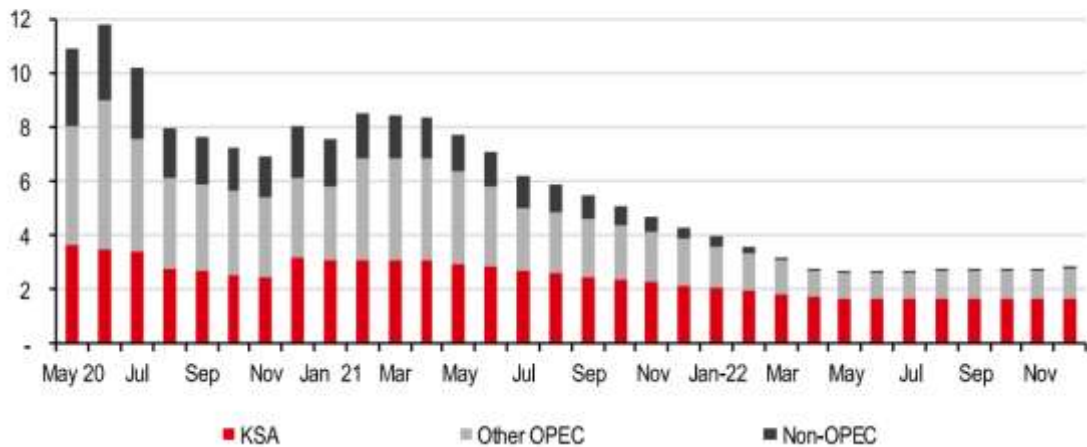
נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: שני: סין: מדד מנהלי הרכש Caixin (ינואר). חמישי: ארה"ב: מדד המחירים לצרכן (ינואר). הציפיות הן שהמדד יעלה ב- 0.5%, מדובר בהאצה בקצב השנתי ל-7.3% (מ-7%). שישי: מדד האמון הצרכני של משיגן (פברואר).

זום אין: איום אינפלציוני : 100 דולר לחבית נפט או יותר

בעבר פירטנו שלושה איומים עיקריים על סביבת האינפלציה: עלייה חדה במחירי השכירות, לחצי שכר מתגברים, ועלייה חדה במחירי הנפט בעולם. תחזית האינפלציה שלנו מניחה האצה במחירי השכירות ל-4% (מ-3.3%), עליית שכר בסקטור העסקי בקצב של 4% ומחירי חבית נפט סביב 95 דולר בסוף השנה (כעת 93.2 דולר).

לא ניתן לפסול עלייה חדה יותר במחירי הנפט. שוק הנפט הגלובלי "מתוח" יחסית, כאשר מדינות OPEC מתקשות להגדיל את התפוקה, זאת למרות ההחלטה להגדיל מדי חודש את התפוקה ב-400 אלף חביות ביום. בפועל, בחודש דצמבר חברי הקרטל מייצרים 747 אלף חביות נפט פחות מהמכסות שלהם. הגרף הבא ממחיש את הירידה במלאי הפנוי (spare capacity) של נפט בעולם. קיימת הערכה שהמלאי הפנוי אף נמוך יותר (סביב 2.6 מיליון חביות), ונמצא בעיקר בסעודיה וכוויית (KSA):

OPEC+ spare capacity, mbd



ארגון האנרגיה הבינלאומי מעריך שהשנה הביקוש העולמי לנפט יחזור לרמה ערב הקורונה של 100 מיליון חביות ליום עד סוף השנה (מ-97 מיליון כעת), זאת למרות שענף התעופה לא צפוי לחזור לפעילות סדירה עדיין.

באירופה קיימת הערכה שהסטת ביקוש משימוש בגז לשימוש בנפט העלתה את ביקוש לנפט במיליון חביות ביום. גם חורף קשה בארה"ב תורם לירידה במלאי הנפט.

מנגד, יתכן הסכם ביטול הסנקציות עם איראן (אשר עשוי להגדיל את ההיצע במיליון חביות ליום). בנוסף, ארה"ב נערכת להגדיל את התפוקה. קיימות היום 610 אסדות לפצלי שמן לעומת 226 לפני שנה.

בכול זאת, עלייה ל-100 דולר לחבית השנה צפויה לתרום כ-0.25% לאינפלציה, או לאינפלציה של 2.15% (מעבר לתחזית הנוכחית שלנו ל 1.9%).

ברור שפלישה של רוסיה לאוקראינה עלולה להביא לעלייה חדה יותר (ל-120 דולר לחבית), לפחות באופן זמני.

לסיכום: לאחרונה מחירי הנפט בעולם עולים בהתמדה. נראה שהסיבות הן פחות "זמניות" (חורף קשה ואיום פלישה של רוסיה) ויותר עקב עלייה בביקוש על רקע התאוששות כלכלית והסרת מגבלות האומיקרון. לכן, העלינו את תחזית האינפלציה ל-1.9% שנה קדימה בהנחה שמחירי הנפט בעולם יגיעו ל-95 דולר לחבית "בלבד". עלייה חדה יותר במחירי הנפט בעולם תתמוך באינפלציה גבוהה יותר.

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 ועורכי 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 ועורכי 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 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.