

יונתן כץ
וכלכלני לידר
שוקי הון

שיפור ניכר במצב הפיסקאלי בישראל תומך בארוכים

נקודות עיקריות

השווקים התעודדו מכך שבניגוד לחששות, נתוני האינפלציה בארה"ב הגיעו בהתאם לצפי ולא הפתיעו שוב מעלה. מספר דורשי העבודה ירד ומספר המשרות הפנויות עלה, מתכונת ללחצי שכר. כמו כן, ירידה מסוימת בחששות מהווריאנט החדש תמכה גם היא בשוקי המניות.

מאקרו ישראל: נתוני גירעון מאד חיוביים

בנוב' הגירעון התקציבי ירד ל-4.6% תוצר (12 החודשים האחרונים) מ-5.5%.
ההכנסות ממיסים גבוהות ב-18% לעומת אותה תקופה ב-2019 (לפני הקורונה).
סקר מגמות בסקטור העסקי מצביע על המשך התרחבות מהירה בפעילות הכלכלית.
שיעור האבטלה הרחבה ירד ל-6.7% מ-7.3% במחצית ב' של אוק', כאשר חל גידול של 145 אלף מועסקים. שיעור התעסוקה מתקרב לשיעור ערב הקורונה.

סביבת האינפלציה: הייסוף בשקל מתחדש

אנו צופים מדד של -0.1% ברף הנמוך של הציפיות בשוק.
צפויה ירידה חדה במחירי נסיעות לחו"ל בשל הייסוף בשקל + עונתיות. לעומת זאת, מס על כלים חד פעמיים צפוי לתרום כ-0.06% לאינפלציה.
בנק ישראל רכש 4 מיליארד דולר בנובמבר במטרה להאט את הייסוף החד בשקל.
באוק' מוסדיים מכרו \$ 0.84 מיליארד על ידי רכישת נכסים בחו"ל של 2.1 מיליארד והגדלת הגידור במט"ח בהיקף של 3 מיליארד. מתחילת השנה מוסדיים מכרו נטו 21 מיליארד דולר ותמכו בייסוף בשקל.

ארה"ב: האצה באינפלציה

בנובמבר האינפלציה עלתה ב-0.8% וב-6.8% שנה אחורה (הצפי היה 6.7%).
אינפלציית הליבה עלתה ב-0.5% וב-4.9% שנה אחורה (מ-4.6% לפני חודש).
באוק' מספר המשרות הפנויות (JOLT) זינק ל-11 מיליון (הצפי היה ל-10.3 מ') מ-10.4 מ', זאת לעומת הפוטנציאל של תוספת של 6 מיליון מועסקים בלבד. **מסתמן עודף ביקוש לעובדים, מה שצפוי לתרום להמשך לחצי שכר (ולחצי אינפלציה).**
בדצמ' מדד האמון הצרכני (מישיגן) עלה ב-3 נק' ל-70.4, עדיין מדובר ברמה נמוכה: משקי הבית חוששים מהאצה באינפלציה וצופים 4.9% שנה קדימה.
מספר דורשי העבודה החדשים ירד ל-184 אלף (הצפי היה ל-223 אלף).

אירופה:

גרמניה: סקר ZEW (אמון עסקי) מצביע על עלייה בפסימיות על רקע אומיקרון.

סין:

בנובמבר מדד מחירי התפוקה בתעשייה PPI עלה ב-12.9% שנה אחורה, בדומה לצפי, התמתנות מ-13.5% לפני חודש.
סין הורידה את שיעור הרזרבות לבנקים, אך קיימים חששות מהחוב בסקטור הנדל"ן.

שוק האג"ח: עדיפות לאפיקים השקליים

ציפיות האינפלציה בשוק האג"ח חזרו לעלות על אף הייסוף בשקל.
נתוני גירעון מאד חיוביים תומכים בהמשך פתיחת פער שלילי מול אג"ח ארה"ב.
שיפור משמעותי במצב התעסוקה (בניגוד להערכה בהחלטת הריבית האחרונה) מקרב את היום בו הריבית בישראל תעלה, כנראה ברבעון ג'.
בנוב' בנק ישראל רכש 3.4 מיליארד ש"ח ממשלתי ומתקרב לסיום המסגרת.
שוק האג"ח בארה"ב יגיב לעדכון תחזית הריבית של חברי הפד ביום רביעי.

זום אין: מגורמי אינפלציה "זמניים" לגורמים יותר ממושכים בארה"ב

מסתמנים סימנים ראשוניים לירידה במחירי ההובלה והקלה בשיבושי ההספקה.
הסקטור העסקי בארה"ב צופה הקלה משמעותית במחצית השנייה של 2022.
לחצי שכר מתגברים, בפרט בארה"ב וב-UK, צפויים לתמוך בלחצי אינפלציה יותר ממושכים. צפויה גם האצה בקצב עליית מחירי השכירות בארה"ב.
סביבת אינפלציה "עיקשת" בארה"ב תחייב העלאת ריבית מעבר למה שמתמחר בשוק האג"ח.

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	3.103	3.5033
שינוי שבועי	-1.7%	-1.7%
YTD	-3.5%	-11.2%
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	-2.49	-2.2	-2.1
בינוני 726	-2.08	-1.8	-1.7
ארוך 1131	-1.30	-1.2	-1.1

שקלי			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 723	0.04	0.05	0.1
בינוני 1026	0.42	0.4	0.4
ארוך 432	1.17	1.15	1.1

US			
2y	0.65	0.6	0.7
5y	1.25	1.2	1.4
10y	1.48	1.5	1.7

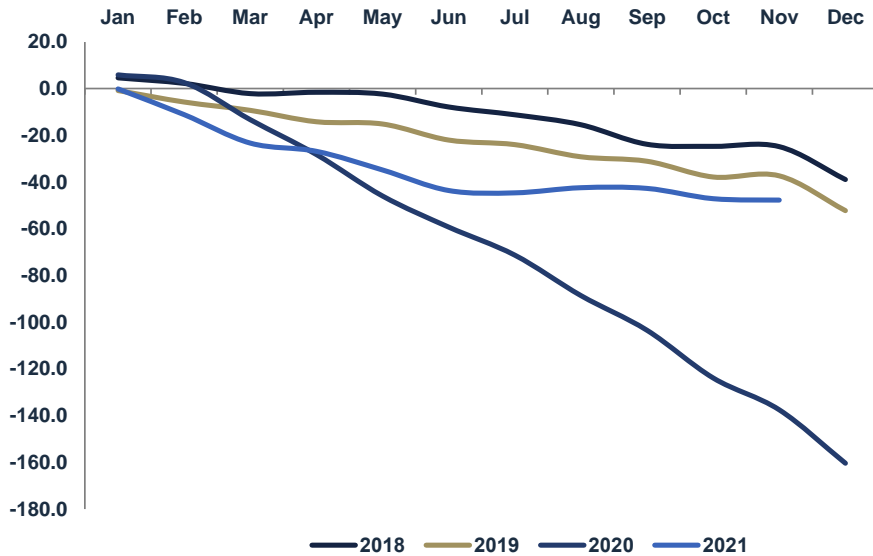
* ט"ק - החודש הקרוב

מאקרו ישראל

נתוני הגירעון ממשיכים להפגיע לטובה

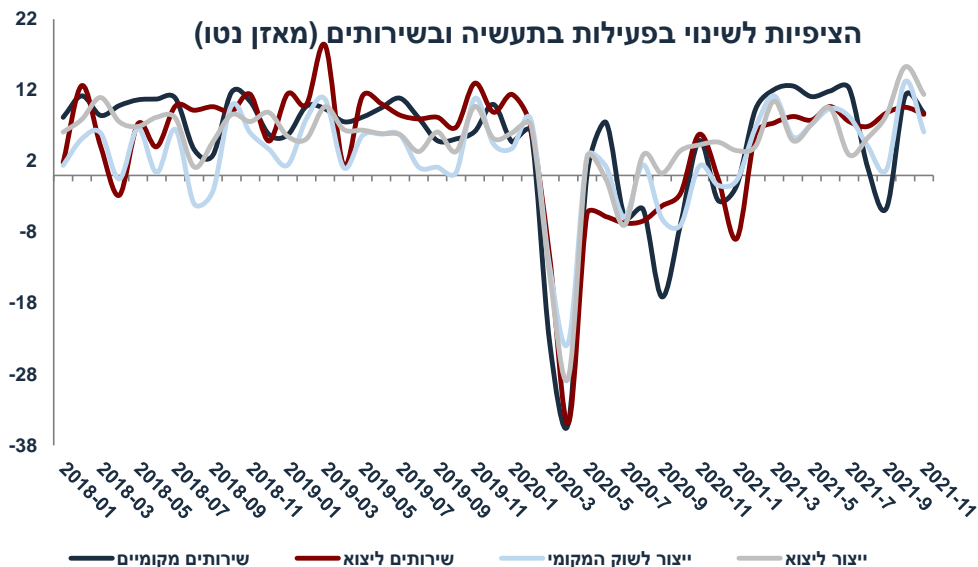
בנובמבר הגירעון המצטבר ל-12 חודשים ירד ל 4.6% תוצר מ- 5.5% לפני חודש, מתחילת השנה ההכנסות ממסים עלו ב- 24% ועלו ב 18% לעומת 2019 (ערב הקורונה) זאת על רקע הכנסות מרווח הון בסקטור ההיי טק, הכנסות משוק הנדל"ן והאצה בצריכה הפרטית. ההוצאות השוטפות (ללא הוצאות בגין הקורונה) עלו ב 2.3% בלבד. מדובר בחדשות חיוביות עבור שוק האג"ח אשר תומכות בתחזית הגירעון שלנו של 2.7% תוצר ב2022. החוב הממשלה עשוי לרדת ל 67% תוצר השנה מ- 73%, גם על רקע הייסוף בשקל.

הגרעון המצטבר במיליארדי ₪



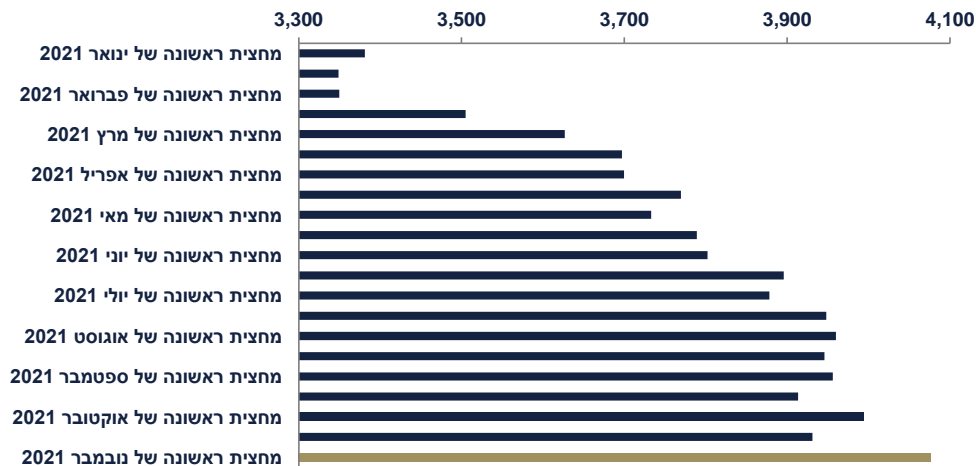
צפויה המשך התרחבות בפעילות

לפי סקר מגמות בסקטור העסקי של נובמבר, רמת הפעילות במרבית ענפי המשק גבוהה יחסית, לעומת ענף הבינוי. רכיבי הציפיות קדימה ורכיבי ההזמנות מצביעים על המשך התרחבות בפעילות גם בחודשים הקרובים, בתעשייה, במסחר, ובשירותים. **ציפיות האינפלציה שנה קדימה עלו** בנובמבר ל- 1.88% בתעשייה (מ-1.56% לפני חודש) ובמסחר (ל- 1.56% מ- 1.39%), אך הן עדיין נמצאות מתחת לציפיות בשוק ההון.



במחצית הראשונה של נובמבר שיעור האבטלה הרחב ירד ל- 6.7% מ- 7.3% במחצית השנייה של אוקטובר. בתקופה זו נוספו 145 אלף מועסקים חדשים ו- 114 אלף לעומת ממוצע חודש אוקטובר (ראה גרף), גידול מאד מרשים (למרות שאין ניכוי עונתיות בסדרה).

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



שיעור האבטלה "הרשמי" ירד ל- 4.7% מ- 5.6% לפני שבועיים. חשוב יותר מבחינת בנק ישראל: שיעור התעסוקה (מספר המועסקים חלקי האוכלוסייה בגיל העבודה) עלה ל- 60.0%, ומתקרב לשיעור ערב הקורונה (60.9%), זאת בהסתייגות שנתונים דו-שבועיים נטיים להיות תנודתיים (ולא מנכי עונתיות). חלה גם עלייה חדה בשיעור ההשתתפות. שוק העבודה בישראל משתפר בקצב מהיר ומהווה שיקול חשוב בהחלטת הריבית. אנו צופים העלאת ריבית במהלך רבעון ג' 22.

מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: ראשון: מדד האמון הצרכני (נוב' למ"ס). שני: נתוני סחר חוץ (נוב'). שלישי: מאזן התשלומים (רבעון ג'), נתון חשוב עבור ניתוח הכוחות הפועלים על שע"ח של השקל. רביעי: מדד המחירים לצרכן של חודש נובמבר. אנו צופים מדד של -0.1%, ברף הנמוך של הציפיות. המדד יושפע מירידה חדה נוספת במחירי נסיעות לחו"ל (עקב הייסוף + עונתיות), ירידה עונתית במחירי הפירות והירקות ומחירי הדיור. לעומת זאת, מחירי הדלקים עלו ב- 3.5%, ומחירי כלים חד פעמיים התייקרו ב- 50% (תרומה של 0.06% למדד), וצפויה עלייה עונתית במחירי ההלבשה (אפילו מעבר לעונתיות). יום חמישי: מספר המכירות של דירות חדשות והמלאי שנותר למכירה (אוק'), התחלות וגמר בנייה (רבעון ג'), והאומדן השני של הצמיחה ברבעון ג'.

תחזית מדד חודש נובמבר 2021			
תרומה חזויה	שיעור שינוי חזוי	משקל	
0.07%	0.4%	14.7	מזון
-0.14%	-4.2%	3.3	פירות וירקות
-0.04%	-0.2%	24.7	דיור
0.00%	0.0%	9.1	אחזקת דיור
0.05%	1.4%	3.7	ריהוט וציוד לבית
0.09%	3.3%	2.7	הלבשה והנעלה
0.01%	0.1%	6.0	בריאות
-0.05%	-0.5%	11.4	חינוך ותרבות
-0.06%	-0.3%	18.5	תחבורה ותקשורת
0.02%	0.3%	6.0	שונות
-0.07%		100.0	סך הכל מדד

מאקרו חו"ל

ארה"ב: אינפלציית הליבה תאמה את הציפיות

אינפלציית הליבה עלתה ב- 0.5% בנובמבר (בהתאם לציפיות), לאחר 0.6% בחודש הקודם. ב- 12 החודשים האחרונים אינפלציית הליבה עלתה ב- 4.9%, האצה מ- 4.6% לפני חודש. סביבת האינפלציה נראית יותר רחבה, גם במחירי הסחורות וגם במחירי השירותים.

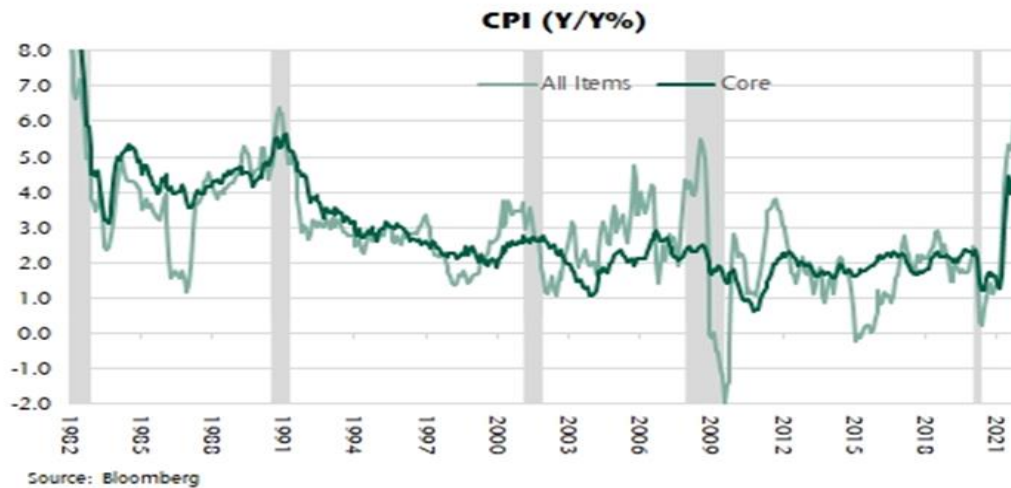
מה הפתיע כלפי מעלה? מחירי המזון עלו ב- 0.7% (0.8% מזון רגיל, 0.6% בארוחות מחוץ לבית) וב- 6.1% שנה אחורה. לא ברור כלל מדוע אינפלציית הליבה לא כוללת את סעיף המזון. ברובו זו אינפלציה לכול דבר (מעט מושפעת ממחירי הסחורות החקלאיות). ישראל מוציאה רק את סעיף הפירות והירקות.

מחירי הטיסות עלו ב- 4.7%.

מחירי הרכבים עלו ב- 1.1% (11.1% שנה אחורה). רכבים יד שניה עלו ב- 2.5% וב- 31.4% שנה אחורה.

מחירי ההלבשה עלו ב- 1.3% וב- 5.0% שנה אחורה.

מה הפתיע מעט כלפי מטה? מחירי הדיור (שכירות) עלו ב- 0.4% וב- 3.5% שנה אחורה (בדומה לחודש הקודם), זאת למרות אינדיקטורים אשר מצביעים על עלייה מהירה יותר (Zillow).



משמעותיות: השווקים לא התרגשו מנתוני האינפלציה מכיוון שאינפלציית הליבה תאמה את הציפיות. לפי הערכתנו, נתוני האינפלציה ימשיכו להיות גבוהים על רקע לחצי שכר והאצה במחירי השכירות. לא מדובר בסביבה תומכת ירידת תשואות.

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: שלישי: ארה"ב: מדד מחירי התפוקה PPI (נוב') רביעי: מסחר קמעונאי (נוב'), סין: הייצור התעשייתי, המסחר הקמעונאי והשקעות (נוב'), UK: מדד המחירים לצרכן (נוב'). חמישי: מדד מנהלי הרכש (תעשייה + שירותים) במספר מדינות ואזורים כולל ארה"ב, האיחוד האירופי, UK, יפן. ארה"ב: הייצור התעשייתי (נוב') ומספר התחלות ואישורי בנייה.

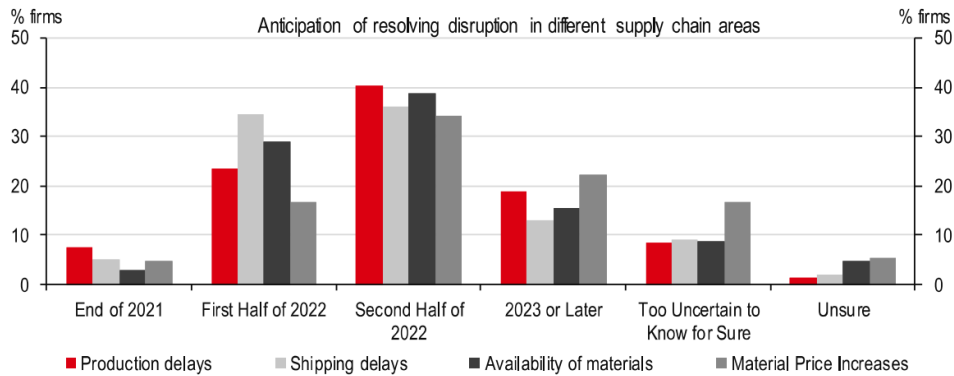
החלטת ריבית הפד (ביום רביעי), כולל עדכון תחזית המאקרו - Dots של חברי הפד. הפד צפוי להודיע על הכפלת קצב הטייפרינג מ- 15 מיליארד דולר לחודש ל- 30 מיליארד. תחזית ריבית הפד צפויה לשקף שתי העלאות ריבית ב- 2022 (ואולי 2.5 העלאות בממוצע) ושלוש העלאות ריבית ב- 2023. פאוול צפוי להדגיש שסביבת האינפלציה פחות טרנזיטורית ובסך הכול, מסתמן שיפור משמעותי בשוק העבודה. נימה מעט ניצית עלולה להעיב על השווקים.

זום אין: מגורמי אינפלציה "זמניים" לגורמי אינפלציה יותר ממושכים בארה"ב

ננתח כאן את ההתפתחויות של גורמי האינפלציה בפרט בארה"ב, אך גם באירופה ו-UK.

בטווח הקצר האינפלציה מגורמים טרנזיטוריים תימשך. הפד כבר מעדיף לא להשתמש במונח של גורמים "טרנזיטוריים" (זמניים). בכול זאת, סקרים עסקיים מראים שהסקטור העסקי צופה את סיום השפעת השיבושים בהספקה במחצית השנייה של 2022:

20. The bulk of US companies expect shipping delays to resolve next year

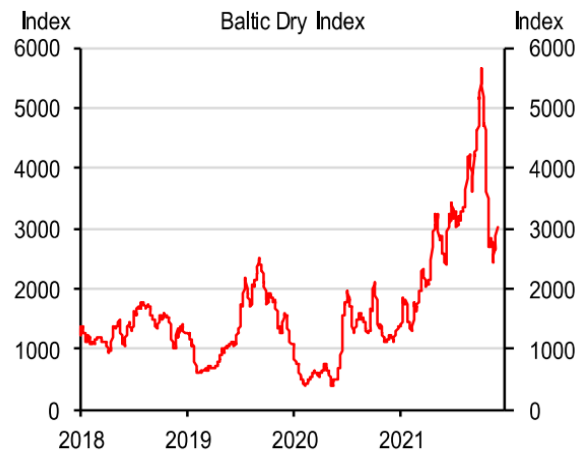


מחירי ההובלה מסין למדינות במערב ירדו מעט מרמות השיא. קיימת ציפייה לירידה יותר משמעותית במחירי ההובלה לאחר פברואר 22 (השנה החדשה הסינית בה היקף העבודה פוחת).

15. Shipping costs may be showing signs of slowing down...

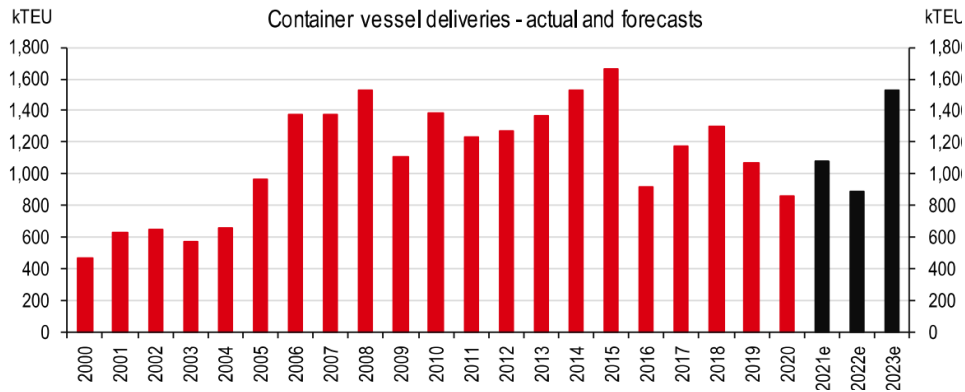


16. ...and the Baltic Dry Index is a long way from its recent peak

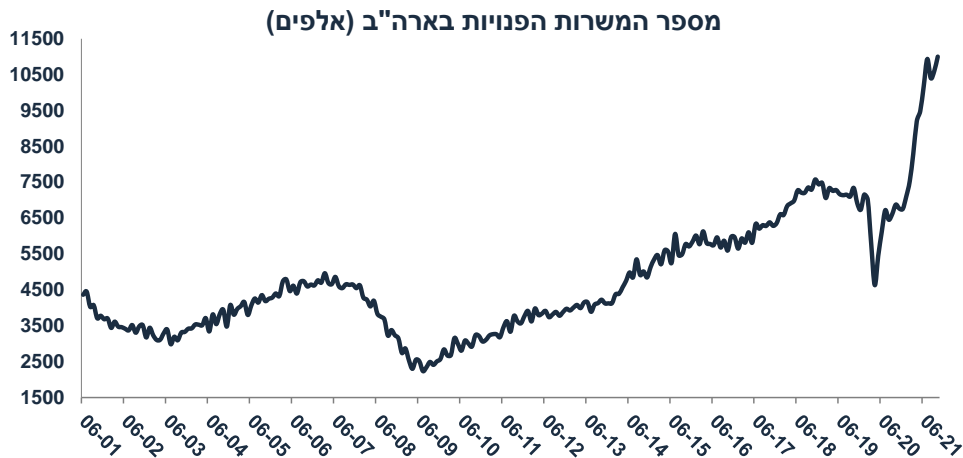


עיקר השפעת הגידול בייצור אוניות משא (Container vessels) אשר מובילות סחורה צפויה רק ב-2023. החדשות הטובות: סקרים במדינות אסיה מדווחים על קיצור זמני ההספקה.

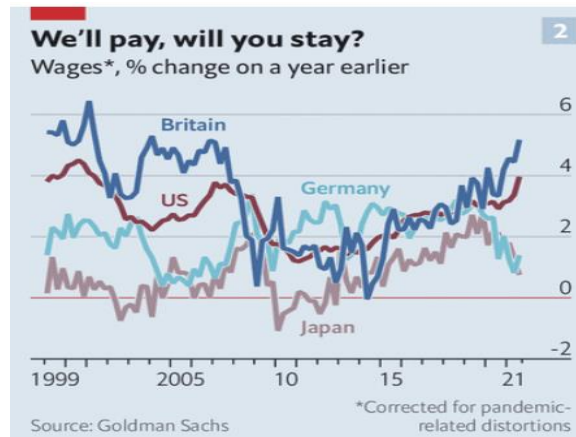
22. The majority of new vessels are expected to be delivered in 2023



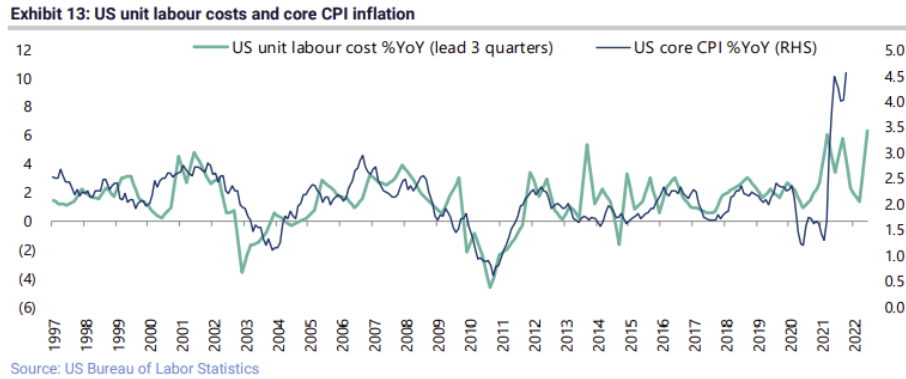
יותר מדאיג בהסתכלות על לחצי האינפלציה בטווח הארוך יותר הינם לחצי השכר במשק. באוקטובר מספר המשרות הפנויות עלה לשיא של 11 מיליון משרות. באוקטובר מספר ההתפטריות (quits) עמד על 4 מיליון, קרוב לרמת השיא. הסקטור העסקי מחפש עובדים ולא מצליח לאיש תפקידים. משמעות הדבר, המשך לחץ לעליית שכר אשר תורם לאינפלציה גם מצד העלויות וגם מצד הביקושים.



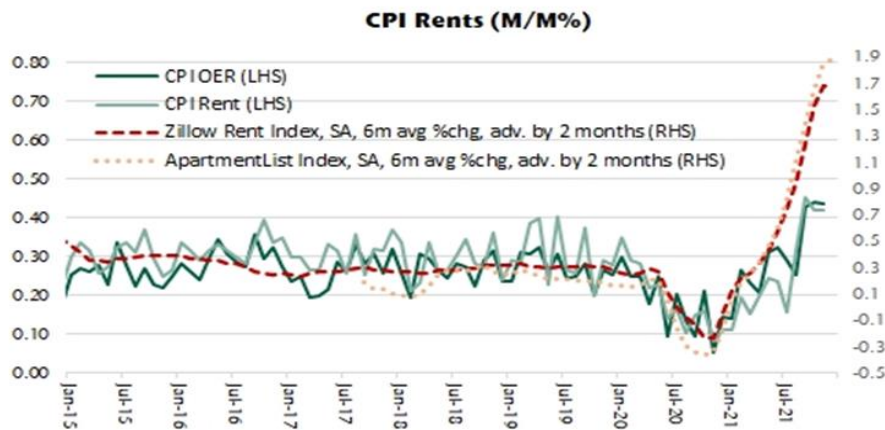
בארה"ב, הביקוש לעובדים (11 מיליון משרות פנויות) כמעט כפול ממספר מחוסרי העבודה. בישראל קיימות 143 אלף משרות פנויות ומספר דומה של מחוסרי עבודה. לכן, לחצי השכר בישראל צפויים להיות מתונים יותר, כמו כן לחצי האינפלציה. למעשה, תופעת עליית השכר בקצב מהיר מאד מאפיינת את ארה"ב ואת בריטניה, והרבה פחות את אירופה ויפן, כפי שניתן לראות מהגרף הבא. הסיבה העיקרית: מדיניות פסקאלית הרבה יותר נדיבה בארה"ב יחסית לאירופה (ב-UK לחצי השכר גם מושפעים מהברקזיט).



הגרף הבא ממחיש את הקשר בין השינוי בעלות העבודה ליחידת תפוקה (עלות העבודה מנוכה פריון) ואינפלציית הליבה. השינוי בעלות העבודה מובילה את האינפלציה בשלושה רבעונים. ברבעון ג' 21 עלות העבודה ליחידת תפוקה בארה"ב עלתה ב- 6.3% בחישוב שנתי.



מחירי השכירות במדד צפויים להמשיך לעלות בקצה מהיר, זאת לפי ניתוח של מחירי השכירות והמודעות השונות (Zillow, Apartment list):



משמעויות: לחצי אינפלציה משמעותיים ומושכים יחייבו את הפד להעלות את הריבית מעבר למה שמתמחר בעקום התשואות (1.8%-1.6%). חברי הפד צופים ריבית שיווי משקל של 2.5% (בתחזית הקודמת). לאחרונה עקום התשואות בארה"ב השתטח בציפייה ל- Cycle של ריסון מוניטארי מוקדם יותר אך גם קצר יותר. סביבת אינפלציה "עיקשת" תחייב העלאת ריבית ממושכת 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 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.