

יונתן כץ
נכלכלני לידר
שוקי הון

האצה בסביבת האינפלציה תומכת בריסון אגרסיבי

נקודות עיקריות

בשבוע האחרון התמודתיות בשווקים נמשכה. ביום רביעי, זינוק באינפלציה בארה"ב העיב על השווקים כאשר הציפיות להעלאת ריבית של אחוז שלם עלו אך מנגד, ירידה בציפיות האינפלציה בקרב משקי הבית הרגיעה במעט את הרוחות. נתוני המסחר הקמעונאי וסקר empire state הפתיעו לטובה. קנדה העלתה את הריבית באחוז שלם ל-2.5%.

מאקרו ישראל: ההתרחבות נמשכת

- < מדדי האמון הצרכני ירדו ביוני (גם של הלמ"ס וגם של פועלים), על רקע ירידה בשווקים, חששות מאינפלציה והליכה לבחירות.
- < יחד עם זאת, הצריכה הפרטית ממשיכה להתרחב: יבוא מוצרי הצריכה עלה ב-15% ברבעון ב' בחישוב שנתי.
- < ברבעון ב', היצוא התעשייתי עלה ב-44% בחישוב שנתי, בפרט יצוא תרופות.
- < בחודשים אפריל-מאי, המכירות של דירות חדשות היו נמוכות ב-25% לעומת הרמה החודשית ב-2021, אך 5% מעל הרמה ב-2020.

סביבת האינפלציה:

- < מדד יוני עלה ב-0.4% בהתאם לציפיות בשוק, אינפלציית הליבה האיצה ל-4.1% שנה אחורה מ-3.6% לפני חודש. מסתמנת האצה במחירי השכירות בפרט.
- < מחירי הדיור לרכישה עלו ב-1.4% בסקר האחרון וב-15.9% שנה אחורה.

ארה"ב: האינפלציה מזנקת

- < האינפלציה ביוני עלתה ב-1.3% (הצפי: 1.1%) והליבה ב-0.7% (הצפי: 0.5%).
- < מדובר באינפלציה בהחלט רוחבית: גם בסחורות וגם בשירותים (דיור בפרט).
- < המסחר הקמעונאי עלה ב-1.0% וב-0.7% ללא דלקים ומכוניות, מעל הציפיות.
- < הייצור התעשייתי ירד ב-0.5% לאחר ירידה דומה במאי. יחד עם זאת, שיעור ניצולת ההון נותר קרוב לרמות השיא (80%).
- < סקר תעשייה באזור ניו יורק מצביע על שיפור (11 נק' ביולי לעומת 1- ביוני).
- < מספר דורשי העבודה ממשיך לזחול כלפי מעלה ב-9 אלף ל-244 אלף איש, זאת למרות עודף ביקוש עצום לעובדים (11.3 מיליון משרות פנויות במאי).
- < ביולי, מדד האמון של משיגן עלה ב-1.1 נק' ל-51.1, ציפיות האינפלציה 5 שנים קדימה ירדו ל-2.8% מ-3.3% בתחילת יוני. הציפיות שנה קדימה: 5.2%.

אירופה:

- < במאי הייצור התעשייתי עלה ב-0.8% (הצפי היה ל-0.2%) וב-1.6% שנה אחורה.
- < **סין: התכווצות בפעילות ברבעון ב'**
- < ברבעון ב' התוצר התכווץ ב-2.6%, לעומת הרבעון הקודם (הצפי היה ל-1.8%), עקב הסגרים הממושכים בערים הגדולות.

שוק האג"ח:

- < בשבוע האחרון העקום השקלי השתטח בציפייה לריסון מהיר בטווח הקצר.
- < אנו צופים העלאה של 0.5% בשתי ההחלטות הקרובות. לכן, פחתה האטרקטיביות באפיק השקלי הקצר. האצה בקצב האינפלציה השנתית עדיין תומכת בצמוד הקצר.
- < לאחר הזינוק באינפלציה בארה"ב, מתחזקת הערכתנו שריבית הפד תחצה את 4% ב-2023. הרעה משמעותית בשוק העבודה בארה"ב לא צפויה לפני רבעון ב' 23.
- < לאור הציפייה לתואי ריסון אגרסיבי, פחתה האטרקטיביות באפיקים הארוכים.

זום אין: שוק העבודה בישראל מתהדק

- < סקר מפורט של הלמ"ס מצביע על הידוק משמעותי בשוק העבודה ברבעון א'.
- < היחס בין היצע של עובדים פוטנציאליים חדשים לבין ביקוש לעובדים ירד ל-1.8.
- < לפני הקורונה, היחס עמד על 3.6 (רבעון א' 2020) ועל 3 בשנת 2019.
- < חסרים עובדים במיוחד בתחום התכנות, מלצרים, עובדי מכירות, ועובדי מתכות.
- < כנראה ששוק העבודה עוד התהדק ברבעון ב', עקב עלייה במספר המשרות הפנויות וירידה נוספת במספר הבלתי מועסקים.
- < **שוק עבודה מאד הדוק תומך בלחצי שכר ולכן גם בלחצי אינפלציה.**

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	4.6%
יולי	0.7%
אוגוסט	0.4%
ספטמבר	0.1%
שנה קדימה	2.8%
2023	2.4%

ריבית	
נוכחית	1.25%
סוף 2022	2.50%
בעוד שנה	2.75%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.482	3.4903
שינוי שבועי	0.0%	-0.8%
YTD	12.1%	-0.5%
שנה קדימה	3.53	3.52

גיוס מול פירעון	יולי
פדיון סחיר	16.7
תחזית הנפקות	3.0
עודף פדיון	13.7

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 5904	-1.01	-1.0	-0.9
בינוני 527	-0.23	-0.2	-0.2
ארוך 1131	0.24	0.2	0.4

שקלי	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 1024	2.29	2.3	2.4
בינוני 327	2.45	2.5	2.6
ארוך 432	2.64	2.8	3.0

US			
2y	3.13	3.3	3.5
5y	3.05	3.2	3.3
10y	2.93	3.1	3.2

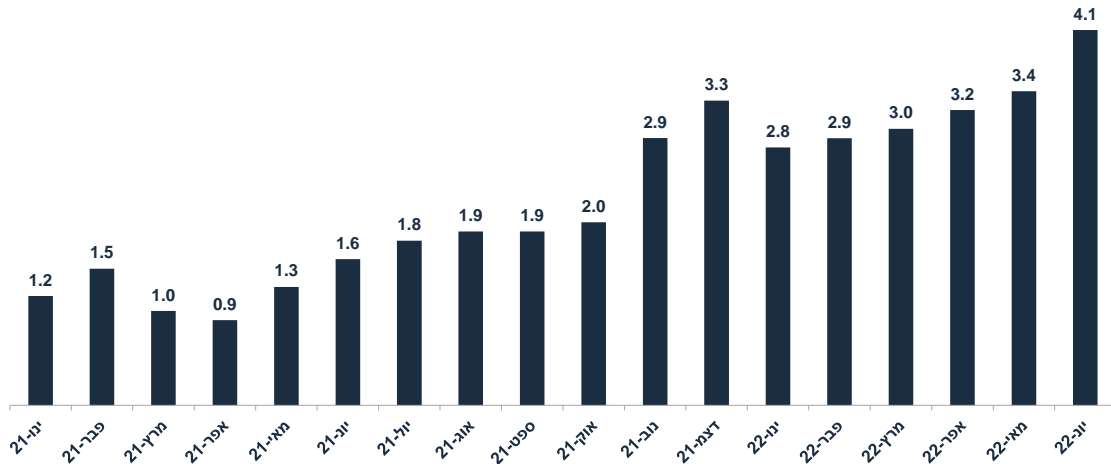
* ט"ק - החודש הקרוב

מאקרו ישראל

האצה במחירי השכירות במדד

מדד חודש יוני עלה ב-0.4% (בהתאם לציפיות בשוק, אך אנחנו צפינו ל-0.5%). המדד הושפע בעיקר מהתייקרות של 8.6% בדלקים, 22.6% במחירי שכירות רכב בארץ, ו-0.7% במחירי הדיור (שכירות). מסתמנת האצה בקצב עליית מחירי השכירות, לקצב שנתי של 4.1% לעומת 3.4% לפני חודש. לעומת זאת, מחירי הפירות והירקות הוזלו ב-8.5% ומחירי ההלבשה ב-3.4%. באופן תמוה, מחירי נסיעות לחו"ל עלו ב-0.9% בלבד! (ציפנו ל-4%).

התייקרות מחירי הדיור (שכירות מתחדשת) ב-12 החודשים האחרונים



מסתמנת אינפלציה יותר "רוחבית", גם במוצרים וגם בשירותים, בפרט שירותי דיור (מחירי השכירות). קצב האינפלציה השנתית עלה ל-4.4% מ-4.1% לפני חודש ואינפלציית הליבה עלתה ב-4.1% מ-3.6%. כלומר האינפלציה מתרחקת מיעד האינפלציה.

בנק ישראל צפוי להעלות את הריבית ב-0.5% ב-22 באוגוסט וכנראה גם ב-3 באוקטובר. בנק ישראל מאמץ את הגישה של מספר בנקים מרכזיים בעולם (הפד והבנק המרכזי בקנדה) אשר עושים front loading: מעלים את הריבית באופן חד בתחילת מחזור ההידוק המוניטארי.

אנו צופים אינפלציה של 2.8% שנה קדימה

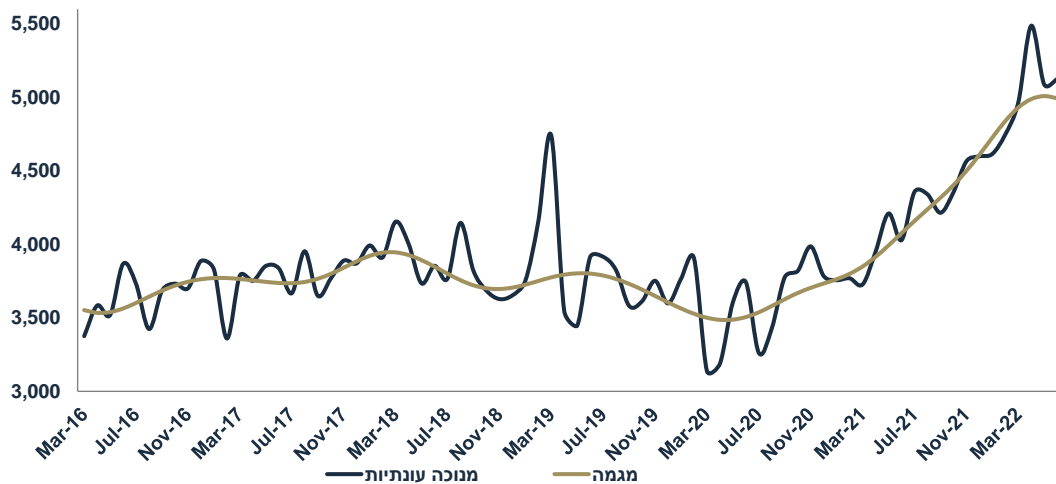
ההנחות הבסיסיות של התחזית שלנו כוללות:

- < יציבות בשע"ח של השקל מול סל המטבעות: למרות שהגורמים הבסיסיים ימשיכו לתמוך בשקל חזק (אם כי בעוצמה פחותה יחסית לשנים קודמות), השקל ימשיך להגיב לתנודתיות בשווקים. הדולר ימשיך להתחזק בעולם.
- < מחירי הדיור (מחירי השכירות) ימשיכו לעלות (4.2% בסעיף הראשי) על רקע מלאי נמוך (לפחות בשנה הקרובה) והסטת ביקוש מרכישה לשכירות על רקע התייקרות במשכנתאות.
- < הנחנו יציבות במחירי הנפט בעולם על רקע חששות מפני התמתנות בפעילות בעולם מחד, אך היצע גלובלי נמוך (ירידה בהשקעות בהפקת נפט) מאידך.
- < צפוי המשך לחץ לעלויות שחר (אך פחות לחץ בסקטור ההיי טק). ישראל נמצאת בתעסוקה מלאה עם 50% יותר משרות פנויות לעומת ערב הקורונה. בשנה הקרובה צפויים להיחתם הסכמי שחר בסקטור הציבורי וגם עדכון משמעותי בשכר המינימום.
- < מחירי המזון יעלו ב-5.2% שנה קדימה, בפרט בחודשים הקרובים.
- < התערבות ממשלתית: צפויה ירידה נוספת של חצי שקל בבלו על דלקים ב-10.8. הירידה כנראה תהפוך להיות קבועה. מחירי החשמל יעלו ב-9.6% בתחילת אוגוסט וב-5% נוספים בינואר 2023.

נתוני סחר חוץ חיוביים תומכים בהמשך ריסון

ברבעון ב', הייצוא התעשייתי גדל ב-44% בחישוב שנתי (נתונים בניכוי עונתיות) לאחר גידול של 26% ברבעון א', עם גידול חד במיוחד ביצוא תרופות (אך לא רק). ברבעון ב', יבוא מוצרי צריכה עלה ב-15%, יבוא חומרי הגלם ב-3% ויבוא מכונות וציוד ב-34% (הכול במונחי דולר). התמונה הכללית אשר עולה מנתוני סחר חוץ הינה של המשך התרחבות בפעילות הכלכלית, כולל בצריכה הפרטית. סביבה זאת (בשילוב עם המשך האצה באינפלציה בקצב שנתי) תומכת בהמשך ריסון מוניטארי על ידי בנק ישראל בקצב מהיר יחסית.

הייצוא התעשייתי (בניכוי עונתיות + מגמה, אלפי דולר)

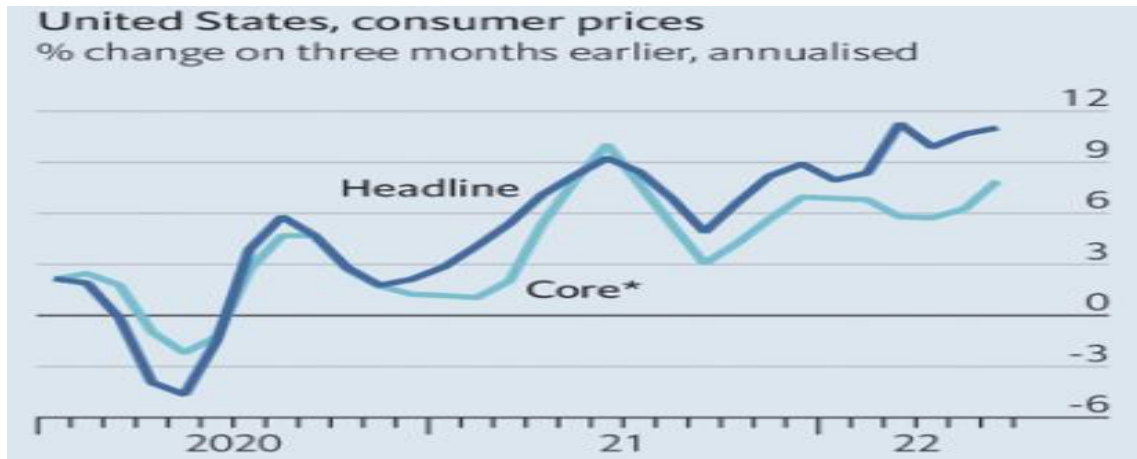


מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: שני: נתוני התעסוקה למחצית השנייה של חודש יוני. שלישי: מספר המשרות הפנויות (יוני), נתון חשוב עבור עוצמת ההידוק בשוק העבודה. חמישי: הייצור התעשייתי והפדיון בענפי המשק (מאי).

מאקרו חו"ל

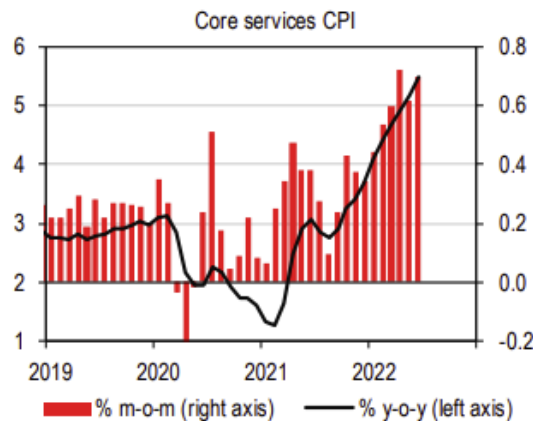
ארה"ב: האצה של ממש באינפלציה

האינפלציה ביוני עלתה ב-1.3% (הצפי: 1.1%) ו-9.1% שנה אחורה, והליבה ב-0.7% (הצפי: 0.5%) ו-5.9% שנה אחורה. בשלושת החודשים האחרונים, אינפלציית הליבה עלתה בקצב שנתי של 8% ומאיצה:

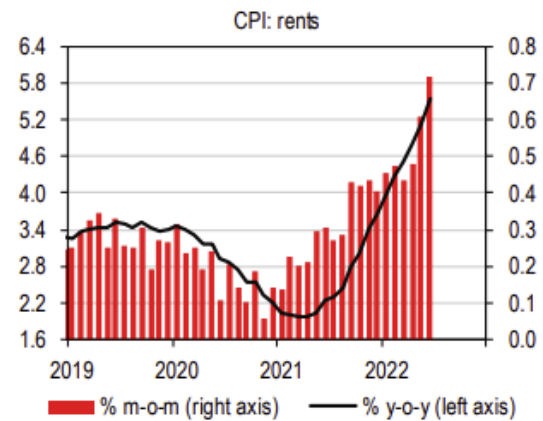


האינפלציה ממשיכה להפתיע כלפי מעלה (בענק!) כאשר **מסתמנים לחצי אינפלציה גם בסחורות וגם בשירותים**: **ביוני מחירי הסחורות במדד (למעט האנרגיה) עלו ב-0.8%**, כולל מחירי ההלבשה (0.8%-ו-5.2% שנה אחורה), מכוניות חדשות (0.7% ביוני), מכוניות יד שנייה (1.6%), רהיטים (1.1%-ו-13.1% שנה אחורה) ומזון (1.0%-ו-10.1% שנה אחורה!). **גם מחירי השירותים עלו** (ב-0.7%), כולל שירותי דיור (שכירות) ב-0.7%-ו-5.5% שנה אחורה, שירותי בריאות (0.7%-ו-4.8% שנה אחורה), ושירותי תחבורה, לא כולל דלקים (ב-2%-ו-7.9% שנה אחורה).

5. Core services CPI

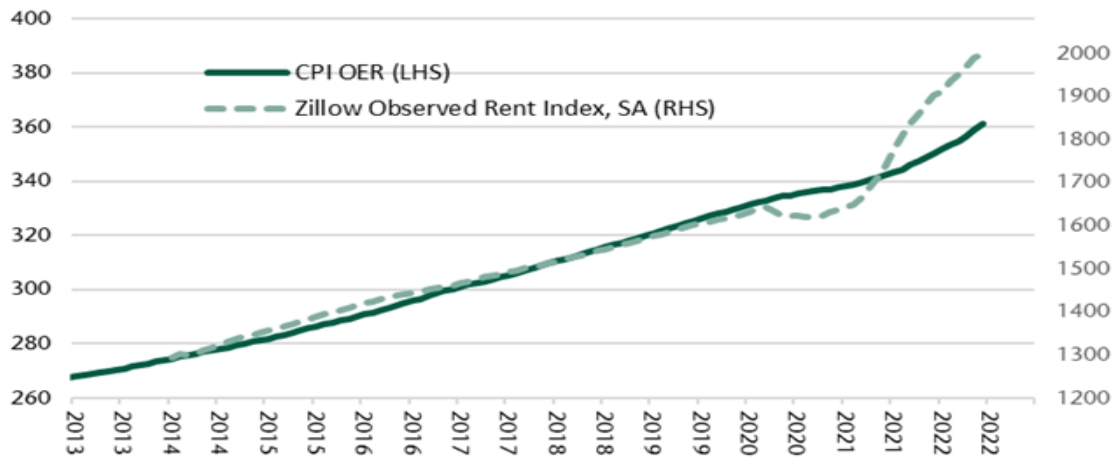


6. CPI: rents



כדאי לשים לב להאצה במחירי השכירות (סעיף הדיור הראשי מהווה 32% מהמדד). מחירי השכירות עדיין מפגרים אחרי המדידות של מחירי השכירות לפי הפרסומים באתרי Apartment.list + Zillow

Residential Rent Indices



Source: Haver, JEF Economics

כזכור, גם הקורלציה החזקה עם מחירי הבתים לרכישה (Case-Shiller) בפיגור של 1.25 שנים מצביעה על הסבירות להמשך האצה במחירי השכירות במדד. כזכור, מחירי הבתים (Case Shiller) עלו ב-21.4% שנה אחורה עד אפריל.

הקורלציה בין מחירי הבתים למכירה ובין מחירי השכירות (בפיגור של 1.25 שנים)



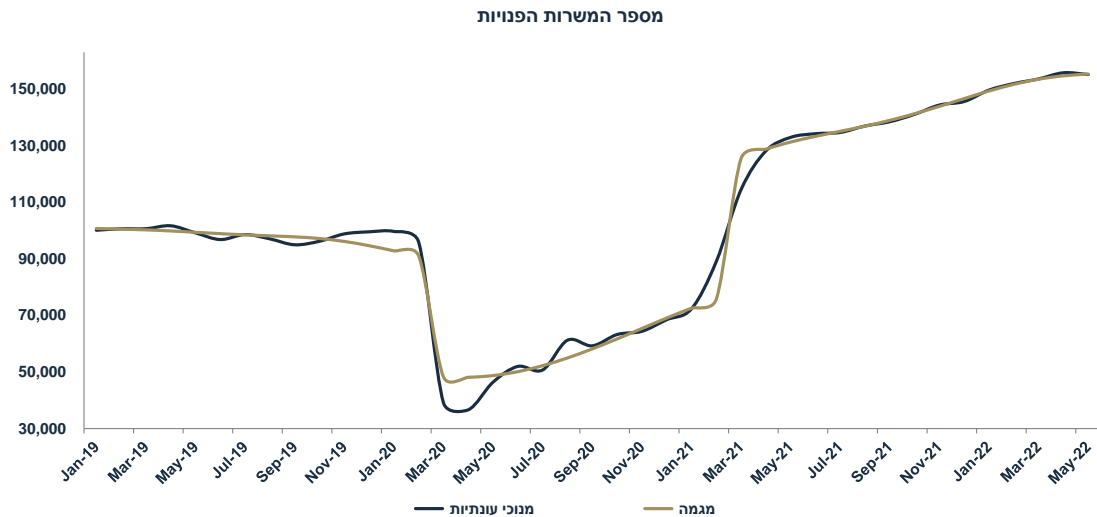
השלכות: השוק מתחיל לתמחר אפשרות להעלאת ריבית של 100 נ.ב. בסוף יולי. לפי הערכתנו, הסבירות לתרחיש זה נמוכה יחסית, אך המשך העלאה אגרסיבית לרמה של 4% עד סוף השנה (או תחילת 2023) בהחלט סבירה: פעמיים 0.75% (יולי וספטמבר) ופעמיים 0.5% (נובמבר + דצמבר). בקיצור, שוק האג"ח עדיין לא מתמחר ריסון כה אגרסיבי.

נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: שלישי: ארה"ב: מספר התחלות ואישורי בנייה (יוני), רביעי: מכירות של בתים לא חדשים. חמישי: סקר פילדלפיה (יולי), מספר דורשי העבודה. שישי: מדד מנהלי הרכש PMI (גם בתעשייה וגם בשירותים) בחודש יולי במספר מדינות חשובות, כולל ארה"ב, יפן, UK מספר מדינות אירופה (כולל אומדן עבור ה-EU כולו).

זום אין: שוק העבודה בישראל מתהדק

סקר מפורט של הלמ"ס מצביע על הידוק משמעותי בשוק העבודה ברבעון א'. מדובר בסקר מקיף של צד ההיצע של עובדים חדשים וצד הביקוש לעובדים (מספר המשרות הפנויות).

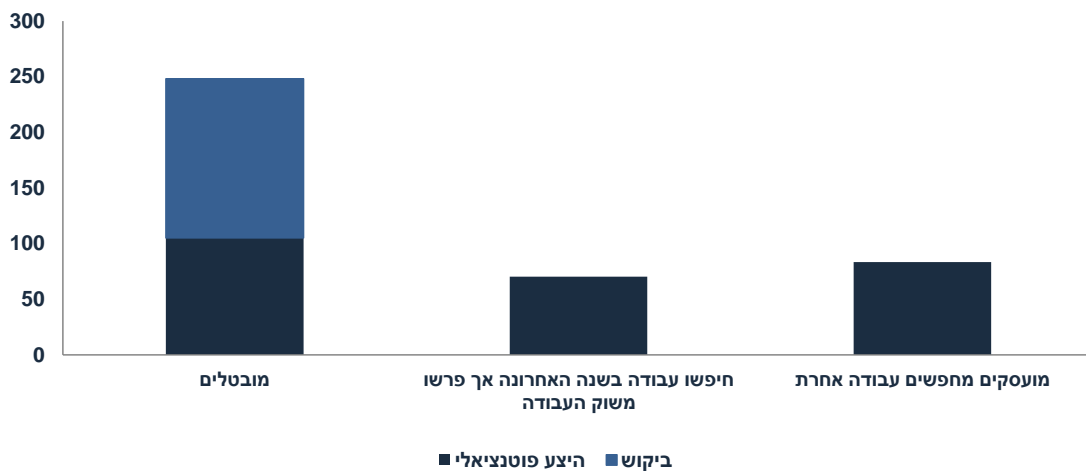
היחס בין ההיצע של עובדים פוטנציאליים לבין הביקוש לעובדים ירד ל-1.8, היחס הנמוך ביותר מאז תחילת הסקר. מספר המשרות הפנויות עלה ברבעון א' ל-145 אלף מ-134.5 אלף ברבעון ד' 2021. ברבעון ב' מסתמנת עלייה נוספת לכיוון 152 אלף משרות פנויות:



בניתוח של ההיצע של עובדים פוטנציאליים חדשים, הסקר מפולח לשלוש קבוצות:

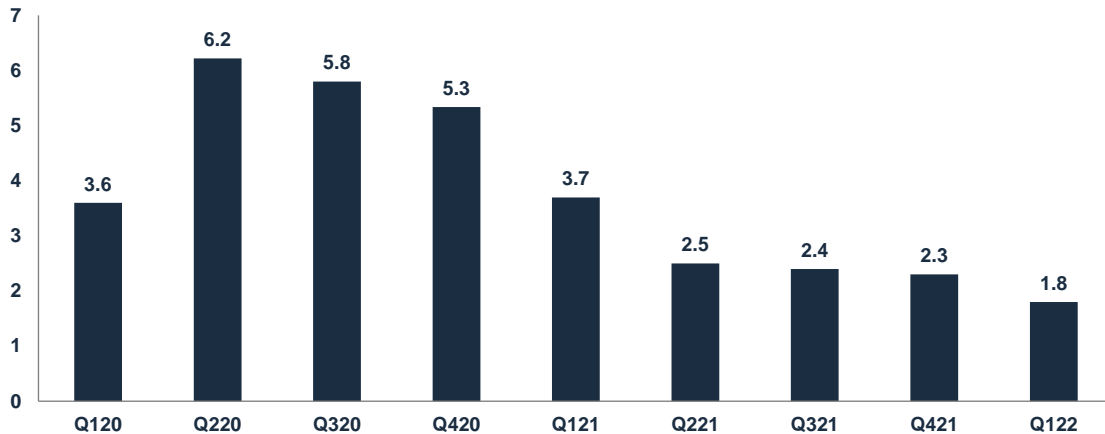
- מובטלים (אשר חיפשו עבודה בכול התקופה ושואפים להיות מועסקים): 105 אלף איש.
- בלתי מועסקים אשר פרשו משוק העבודה אך חיפשו עבודה בשנה האחרונה: 70 אלף איש.
- מועסקים אשר מחפשים עבודה אחרת או שואפים להגדיל את היקף המשרה: 83 אלף איש.

המקורות להיצע של עובדים פוטנציאליים (באלפים) ברבעון א' 2022



לפני הקורונה, היחס בין ההיצע לבין הביקוש לעובדים עמד על 3.6 (רבעון א' 2020) ו-3 בשנת 2019. בשנת 2018 היחס עמד על 2.8 בממוצע של השנה.

היחס בין ההיצע של עובדים פוטנציאליים חדשים והביקוש לעובדים



- ⟨ חסרים עובדים במיוחד בתחום התכנות, מלצרים, עובדי מכירות, ועובדי מתכות: באותם מקצועות היחס בין ההיצע לבין הביקוש לעבודה הינו פחות מ-1.0.
- ⟨ כנראה ששוק העבודה עוד התהדק ברבעון ב', עקב עלייה במספר המשרות הפנויות וירידה נוספת במספר הבלתי מועסקים.
- ⟨ **שוק עבודה מאד הדוק תומך בלחצי שכר ולכן גם בלחצי אינפלציה.** השכר בסקטור העסקי עולה בקצב שנתי של 6.4%, קצב מהיר יחסית כפי שציין בנק ישראל בהודעת הריבית. **חשש מהשפעת לחצי השכר על האינפלציה תומך בהמשך ריסון מוניטארי בקצב מהיר (front loading).**

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 ייעוץ 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 ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר ייעוצו 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.