

יונתן כץ
 וכלכלני לידר
 שוקי הון

הייסוף החד בשקל תומך באינפלציה מתונה יחסית

נקודות עיקריות

בשבוע האחרון חלה ירידה מתונה בתשואות בארה"ב על רקע קצב צמיחה מעט מתון מהצפוי ברבעון ג', ויציבות בקצב אינפלציית הליבה PCE (בחישוב שנתי). הדמוקרטים הגיעו להסכמה לגבי מסגרת החבילה הפיסקאלית (1.75 טריליון דולר). קנדה סיימה את הטייפרינג ורומזת על העלאת ריבית. אוסטרליה העלתה את הריבית ל-3 שנים - 0.3% (על ידי צמצום ההתערבות). ה- ECB לא צפוי לצמצם את ה- QE לפני מרץ 2022.

מאקרו ישראל: התמתנות בצריכה הפרטית

ברבעון ג' הרכישות בכרטיסי האשראי עלו ב- 3.4% בחישוב שנתי, זאת לאחר התרחבות מהירה ברבעון ב' בשיעור של 20.4% על רקע הסרת המגבלות. נתונים ראשונים לגבי חודש אוקטובר מצביעים על יציבות או ירידה קלה בצריכה.

סביבת האינפלציה: ייסוף חד בשקל

בשבוע האחרון השקל התחזק ב- 1.5% (מול הסל) וב- 1.8% מתחילת החודש! בנק ישראל מאותת שהתאוששות מהירה בפעילות תומכת בפחות התערבות. מדובר בגורם ממתן אינפלציה, שמעט חזאי אינפלציה לוקחים בחשבון. **העלינו את תחזית השכר במודל שלנו, כך שאנו עדיין צופים אינפלציה של 1.5%** בתחילת נובמבר צפויה התייקרות של כ- 3%-3.5% במחירי הדלקים. מס רכישה על משקיעי דירות יועלה מ- 5% ל- 8% ב- 1.11, ויתרום 0.1% למדד.

ארה"ב: צמיחה מעט מתונה מהצפוי

ברבעון ג' המשק האמריקאי צמח ב- 2.0% (הצפי היה ל- 2.7%), עם גידול של 1.6% בצריכה הפרטית (לאחר 12% ברבעון ב'). ההשקעות למגורים ירדו ב- 7.7%. בספט' ההכנסה הפנויה ירדה ב- 1.0% אך הצריכה הפרטית עלתה ב- 0.6% (הצפי היה ל- 0.5%). **עודפי חיסכון עצומים מאפשרים למשקי הבית להגדיל את הצריכה.** אינפלציית הליבה PCE עלתה ב- 3.6% שנה אחורה, בדומה לחודש הקודם. באוקטובר מדד האמון הצרכני (conference board) עלה ב- 4.0 נק' על רקע ירידה בתחלואה, משקי הבית מדווחים על שפע של עבודות וצופים אינפלציה של 7% שנה קדימה (עלייה מ- 6.5%). בספט' ההזמנות של מוצרי בני קיימא (הליבה) עלו ב- 0.8% (הצפי היה ל- 0.4%). מחירי הבתים (Case-Shiller) עלו ב- 1.2% באוגוסט וב- 19.7% y/y. המכירות של בתים חדשים עלו ב- 14% בספטמבר (מעל הציפיות).

אירופה: צמיחה איתנה

הצמיחה ברבעון ג' הגיעה ל- 2.2% (הצפי היה ל- 2.1%), או כ- 9% בחישוב שנתי. באוק' אינפלציית הליבה עלתה ב- 2.1%, בהתאם לצפי, מ- 1.9% (בדומה לישראל).

שוק האג"ח: ייסוף חד בשקל תומך באפיקים השקליים

בשבוע האחרון ציפיות האינפלציה בשוק ההון המשיכו לעלות. מדובר בתופעה תמוהה בהתחשב בייסוף החד בשקל והירידה במחירי ההובלה. **הייסוף החד בשקל ביום שישי צפוי לתמוך בירידה בציפיות האינפלציה בשוק.** האוצר שומר על קצב גיוס מתון יחסית סביב 1.2 מיליארד לשבוע כדי לספק נזילות. **בשבוע הקרוב שוק האג"ח יושפע מניסוח החלטת ריבית הפד ונתוני התעסוקה.**

זום אין: תחזית מאקרו ל- 2022

התמתנות בפעילות בסין (בעיקר בסקטור הנדל"ן) צפויה לתמוך בצמיחה גלובלית מתונה יחסית של 4.4% ב- 2022 לאחר 5.9% ב- 2021. ישראל צפויה לצמוח ב- 4.8% ב- 2022 לאחר 7.1% השנה. שיעור האבטלה הרחב צפוי להגיע ל- 5% עד סוף השנה. הגירעון התקציבי ימשיך להפתיע כלפי מטה ויגיע ל- 3.3% תוצר. העודף בחשבון השוטף יישאר גבוה (4.5% תוצר) והלחץ לייסוף בשקל יימשך. מרבית הגורמים הטריזיסטורים יחלפו במחצית הראשונה של 2022 והאינפלציה תגיע ל- 1.5%, בעיקר עקב האצה בעליית מחירי השכירות, ועלייה בשכר. למרות האינפלציה הנמוכה. צפויה העלאת ריבית ברבעון ג' 2022.

אינפלציה (%)	
12 ח' אחרונים	2.5%
אוקטובר	0.3%
נובמבר	-0.1%
דצמבר	0.0%
שנה קדימה	1.5%
2022	1.5%

ריבית	
נוכחית	0.10%
סוף 2022	0.25%
בעוד שנה	0.25%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.158	3.6858
שינוי שבועי	-1.7%	-1.4%
YTD	-1.8%	-6.6%
שנה קדימה	3.08	3.60

גיוס מול פירעון	נוב'
פדיון סחיר	8.7
תחזית הנפקות	4.95
עודף פדיון	3.75

עקום התשואות			
צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 923	-2.66	-2.5	-2.3
בינוני 726	-1.99	-1.8	-1.6
ארוך 1131	-1.09	-0.9	-0.7
שקלי	נוכחי	ט"ק	ט"ב
קצר 723	0.18	0.19	0.2
בינוני 1026	0.72	0.7	0.75
ארוך 432	1.47	1.5	1.6

US			
2y	0.5	0.5	0.5
5y	1.18	1.3	1.4
10y	1.55	1.7	1.8

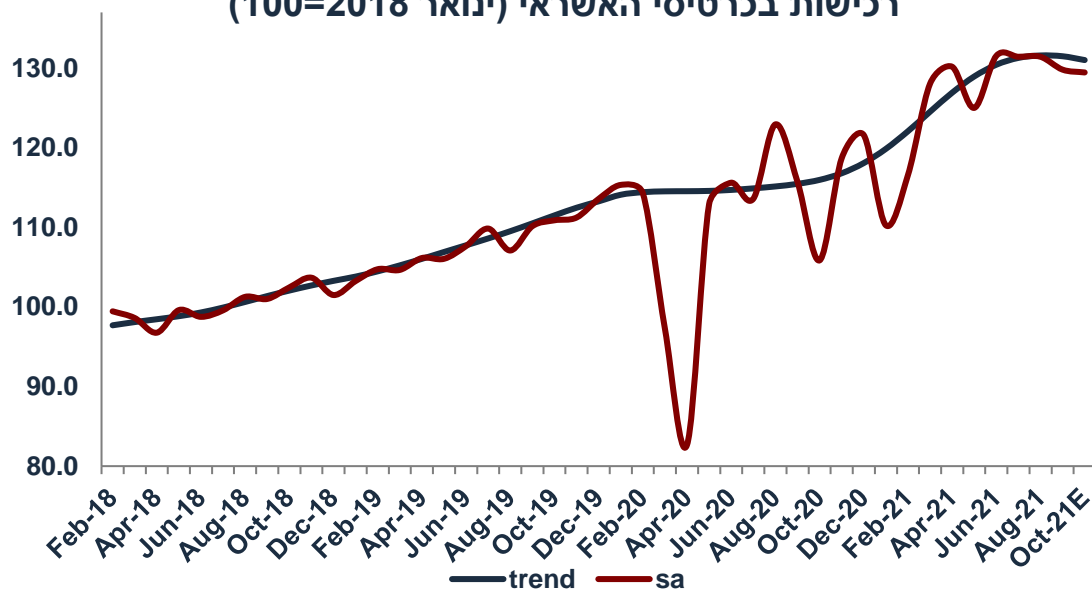
* ט"ק - החודש הקרוב

מאקרו ישראל

התמתנות (מובנת) בצריכה הפרטית

ברבעון ג' הרכישות בכרטיסי אשראי עלו ב 3.4% בחישוב שנתי (נתוני מגמה) לאחר זינוק של 20.4% ברבעון ב' לאחר הסרת המגבלות. בספטמבר 21 היקף הצריכה התייצבה על רמה גבוהה יחסית: כ- 19% מעל ספטמבר 2019 (ערב הקורונה). צריכת מוצרים עלתה ב- 28% וצריכת שירותים עלתה רק ב- 5%. עודף ביקוש למוצרים תרם גם ללחצי האינפלציה ברהיטים וציוד לבית, זאת בנוסף להשפעת ההתייקרות במחירי ההובלה. ברבעון ג' 21 מסתמנת התמתנות בביקוש למוצרים (+1.1%) לעומת גידול מהיר בביקוש לצריכת שירותים (+10.5%), בעיקר לנופש ופנאי. נתונים ראשונים של חודש אוקטובר (של בנק ישראל) מצביעים על ירידה של כ- 4% (נתונים מקוריים), אך כנראה מדובר ביציבות (או ירידה קלה) בניכוי עונתי (תקופת החגים בספטמבר מאופיינת על ידי צריכה מוגברת).

רכישות בכרטיסי האשראי (ינואר 2018=100)



מספר נתונים חשובים יתפרסמו השבוע: יום ראשון: הייצור התעשייתי והפדיון בענפי המשק (אוגוסט), המכירות ברשתות השיווק (ספט'). שני: שיעור האבטלה הרחב (במחצית הראשונה של אוקטובר- חשוב יהיה לראות את השיפור בתעסוקה לאחר תקופת החגים). שלישי: יצוא שירותים (אוגוסט). חמישי: כניסות/ויציאות של תיירים (אוקטובר), השכר הממוצע במשק (אוגוסט).

מאקרו חו"ל.

ארה"ב: צמיחה מעט מתונה ברבעון ג'

- ברבעון ג' המשק האמריקאי צמח ב- 2.0% (הצפי היה ל- 2.7%) לאחר צמיחה של 6.7% ברבעון הקודם.
- ⟨ חל גידול מתון של 1.6% בצריכה הפרטית (לאחר 12% ברבעון ב'). צריכת מוצרי בני קיימא ירדה ב- 26%, בעיקר בשל מחסור ברכבים. הצריכה בשירותים התרחבה ב- 7.9% לאחר גידול של 11.5% ברבעון ב'.
- ⟨ ההשקעות למגורים ירדו ב- 7.7% לאחר ירידה של 11.7% בעיקר על רקע מחסור בתשומות בנייה ומחסור של עובדים. ההשקעות בענפי המשק (השקעות אחרות) עלו ב- 1.8% בלבד לאחר 9.2% ברבעון הקודם. השינוי במלאי תרם 2.1% לצמיחה.
- ⟨ היצוא ירד ב- 2.5% (בעיקר ירידה ביצוא סחורות) לעומת גידול של 6.1% ביבוא, כך שחשבון חו"ל (יבוא ויצוא נטו) גרע 1.1% מהצמיחה.
- ⟨ לאור הירידה בתחלואה ופתיחת המשק קיימת ציפייה לצמיחה מהירה יותר ברבעון ד', סביב 7.7%, מה שיביא את הצמיחה השנתית ל- 5.7%. אין אנו צופים "סטאגפליציה", כאשר משקי הבית יושבים על תוספת חיסכון של כ- 2.5 טריליון דולר אשר צפוי לתמוך בהמשך התרחבות בצריכה הפרטית (לאחר 0.6% בחודש ספטמבר), והסקטור העסקי מאיץ את הייצור במטרה להשלים מלאים, וגם מרחיב השקעות.
- ⟨ משמעות: המשך צמיחה סבירה בארה"ב מלווה לחצי אינפלציה (מעבר להשפעה הטרנזיטורית) תומכים בשתי העלאות ריבית במחצית השנייה של 2022, ולכן גם בהמשך לחץ לעליית תשואות.



נתוני מאקרו חשובים שיתפרסמו בעולם: יום שני: ארה"ב: מדד מנהלי הרכש בתעשייה ISM (אוקטובר), סין: מדד Caixin בתעשייה (אוק'). רביעי: מדד Caixin בענפי השירותים, ארה"ב: מדד מנהלי הרכש ISM בענפי השירותים (אוק'), ואומדן לשינוי במספר המועסקים ADP. שישי: השינוי במספר המועסקים ושיעור האבטלה (אוקטובר). אנו צופים נתון חיובי סביב 500 אלף מועסקים חדשים על רקע הירידה בתחלואה, הסרת מגבלות וחזרה ללימודים.

ביום רביעי צפויה החלטת ריבית הפד וכנראה הכרזה על תחילת הטייפרינג, זאת על ידי צמצום ברכישות האג"ח ב- 15 מיליארד דולר מידי חודש. חשוב יהיה להקשיב לרמזים לגבי האפשרות להעלאת ריבית עתידית.

זום אין: תחזית מאקרו ל- 2022

פירוט תחזית המאקרו ל- 2022

- העולם יסתגל למציאות הקורונה (אשר לא תיעלם), אך התגברות החיסונים והטיפוליים האפקטיביים יביאו לירידה בתחלואה ולהשפעה הולכת וקטנה על הכלכלה. מגמת פתיחת המשק תימשך (גם בישראל וגם בעולם), בפרט בענף התיירות אשר מהווה את הענף העיקרי אשר עדיין סובל ממגבלות משמעותיות. אין אנו צופים "סטאגפלציה", בטח לא בארה"ב כאשר משקי הבית יושבים על תוספת חיסכון של כ- 2.5 טריליון דולר אשר צפוי לתמוך בצריכה הפרטית, והסקטור העסקי מאיץ את הייצור להשלים מלאים וגם מרחיב את ההשקעות. יחד עם זאת, התמתנות בפעילות בסין (עם 4% צמיחה ב- 2022) צפויה למתן את הצמיחה הגלובלית אשר צפויה להגיע ל- 4.4% (פחות מתחזית קרן המטבע של 5%). סין פועלת לצמצם את הפעילות בענף הנדל"ן, ענף שמאד תמך בצמיחה בשנים קודמות ומהווה כ- 20% מהתוצר (כולל הענפים הנלווים).
- לאחר סיום הטייפרינג באמצע 2022, צפוי לחץ להעלאת ריבית הפד, זאת על רקע סביבת אינפלציה גבוהה בארה"ב (יותר מ- 3.5% y/y גם במחצית ב' 2022). צפויה האצה במחירי הדיור במדד המחירים לצרכן (מחירי שכירות) והשפעת לחצי שכר במשק. הפד צפוי להעלות את הריבית ברבעון ג' 2022 וסביר לצפות להעלאה נוספת בסוף 2022. תחזית זו מניחה שלא יחול תיקון חד כלפי מטה בשוקי המניות (סגנון מרץ 2020), אשר ימנע מהפד להמשיך לרסן את המדיניות המוניטארית.
- הממשלה בישראל תשרוד, תקציב 2021-2022 יעבור, כולל פתיחת היבוא של פירות וירקות ואימוץ התקינה האירופית במרבית מוצרי הצריכה. יוטלו מיסים על משקאות קלים וכלים חד פעמיים. מדיניות ריסון השכר הציבורי תימשך. לא יועלו מיסים אחרים. הגירעון התקציבי צפוי להגיע ל- 3.3% במונחי תוצר, פחות מהיעד של 3.9%.
- שוק התעסוקה יתקרב לתעסוקה מלאה עד סוף 2022. ביטול מהיר של חוק החל"ת יעודד זאת, כמו גם פתיחת ענף התיירות. שיעור האבטלה הרחב (אם היא עדיין תימדד בסוף 2022) יגיע ל- 5% בסוף 2022. צפויים לחצי שכר מסוימים, בפרט בענפי היי טק, אך המשך התייעלות במשק צפוי למתן חלק מההשפעה האינפלציונית.
- מחירי הסחורות יתייצבו (או ירדו) ב- 2022, כולל מחירי ההובלה בעולם. שיבושים בהספקה (שבבים וכו') ילכו ויתמעטו במהלך 2022. התמתנות בפעילות בסין תומכת בהתמתנות במחירי הסחורות התעשייתיות. קרטל הנפט צפוי להגדיל את התפוקה בהדרגה, מחירי הנפט יתייצבו סביב 85-87 דולר לחבית ברנט.
- הלחץ לייסוף בשקל צפוי להימשך. הגורמים הבסיסיים ימשיכו לתמוך בשקל (יצוא שירותי היי טק והשקעות משמעותיות אל הסקטור הזה). לאחר עודף בחשבון השוטף של 5.2% תוצר השנה, צפוי ירידה מתונה ב- 2022 לכיוון 4.8%. בנק ישראל ימשיך להתערב בשוק המט"ח אך במידה הולכת וקטנה.
- אנו צופים אינפלציה של 1.5% במשך 2022, כאשר מחירי הדיור (מחירי השכירות) יעלו ב- 3% ויתרמו כ- 0.8% לאינפלציה. מרבית ההשפעות "הטרנזיטוריות" ימוצו בשנת 2021 או תחילת 2022, מה שיתמוך בהתמתנות באינפלציה במהלך 2022. יחד עם זאת, אנו מניחים האצה בקצב עליית השכר ל- 5% ב- 2022, מה שיתמוך בלחצי אינפלציה מכיוון הביקוש ומכיוון העלויות.
- למרות תחזית האינפלציה הנמוכה יחסית שלנו, בנק ישראל צפוי להעלות את הריבית בשליש האחרון של 2022. העלאת הריבית תתבסס על גורמים רבים, כגון האינפלציה אחורה (צפויה להישאר מעל 2% y/y עד חודש יולי 2022), ציפיות האינפלציה בשוק ההון, צמיחה מהירה והתקרבות לתעסוקה מלאה, העלאת ריבית הפד, חשש מהתפתחות "בועתית" בשוק הנדל"ן ורצון להתחיל "לנרמל" את הריבית.

2020	2021F	2022F	תחזית מקרו-כלכלית
-4.4%	5.9%	4.4%	צמיחה גלובלית
-3.5%	5.8%	4.8%	ארה"ב
-8.3%	4.9%	4.3%	אירופה
2.3%	7.0%	4.0%	סין
2020	2021F	2022F	ישראל
-2.2%	7.1%	4.8%	תוצר מקומי גולמי
-3.9%	5.1%	2.8%	ת.מ.ג לנפש
-2.7%	8.2%	5.0%	תוצר עסקי
-9.5%	9.0%	4.3%	יבוא
-9.2%	10.4%	5.0%	צריכה פרטית
2.5%	4.0%	3.6%	צריכה ציבורית
-4.0%	5.8%	5.0%	השקעה בנכסים קבועים
-1.9%	6.5%	4.5%	יציא סחורות ושירותים
13.0%	7.0%	5.0%	שיעור האבטלה רחב סוף שנה
5.3%	5.2%	4.8%	עודף בחשבון השוטף (% תוצר)
-11.2%	-5.7%	-3.3%	גרעון תקציבי (% תוצר)
-0.7%	2.6%	1.5%	אינפלציה (במשך השנה)
3.25	3.15	3.07	שע"ח של השקל/דולר - בסוף שנה
3.44	3.23	3.11	שע"ח של השקל/דולר - ממוצע
3.95	3.68	3.59	שע"ח של השקל/יורו - בסוף שנה
0.10%	0.10%	0.25%	ריבית בסיסית סוף שנה
0.25%	0.10%	0.16%	ריבית ממוצע
0.81%	1.50%	1.70%	תשואה ל-10 שנים סוף שנה

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 מפיצייהם 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.