

# הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

22 ביוני 2021, יב בתמוז תשפ"א

תחזית שלנו	ציפיות הנגזרות משוק ההון	
0.0% ביוני 0.2% ביולי	מינוס 0.1% ביוני 0.2% ביולי	אינפלציה בחודשים הקרובים
1.3%	2.0%	אינפלציה מצטברת של 12 המדדים הקרובים (עד מדד מאי 2022)
0.1%	0.05%	ריבית בנק ישראל (בעוד 6 חודשים)
3.20 ₪	3.26 ₪	שער החליפין דולר-שקל (בעוד 6 חודשים)

## נקודות מרכזיות

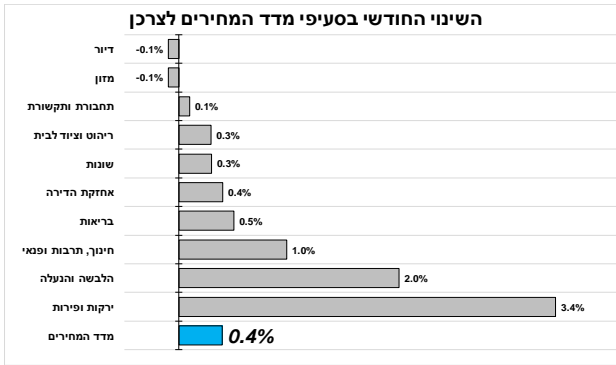
### בארץ

- חודש שני ברציפות שמדד המחירים לצרכן היה נמוך מהציפיות ועמד במאי על 0.4 אחוז. האינפלציה במבט לאחור עלתה ל-1.5 אחוזים וחזרה לתוך גבולות יעד האינפלציה לראשונה מזה שנתיים. להערכתנו, עלייה זו לא תגרום לבנק ישראל לאותת בקרוב על העלאת ריבית, אך אנו כן מצפים שהבנק ישקף לציבור את צמצום קצב רכישות האג"ח שראינו בחודשים האחרונים.
- האינפלציה האמיתית היא בעלויות הבנייה, נוכח העלייה החדה במחירי הסחורות והזינוק בעלויות השילוח. הדבר גם תרם לעלייה במחירי הדירות, כאשר הירידה בהתחלות הבנייה ברבעון הראשון לא מאותת על שינוי בקרוב. בעקבות זאת והמשך השיאים במשכנתאות, הדבר מגביר את הסיכויים שנראה התערבות של בנק ישראל או משרד האוצר (מס הרכישה).

### בעולם

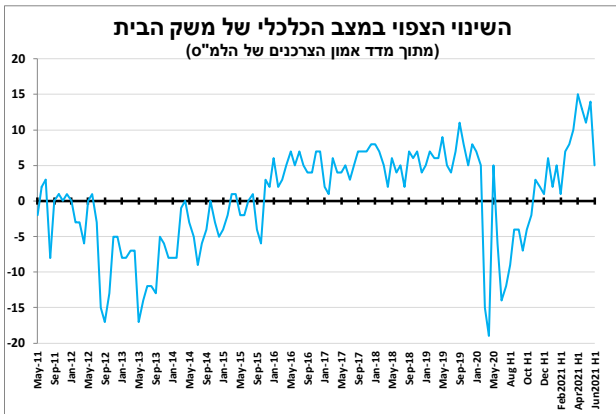
- הבנק המרכזי בארה"ב הותיר את הריבית ומדיניות הרכישות ללא שינוי, אך מרבית חברי הוועדה המוניתרית רואים עכשיו קרוב ל-2 העלאות ריבית במהלך 2023. אנו סבורים שעוד מוקדם מידי להתחיל לנסות לתזמן את מועד העלאת הריבית, והפוקוס צריך להיות לכיוון צמצום תוכנית הרכישות. ההודעה תרמה לירידה חדה בציפיות לאינפלציה ונהירת משקיעים לכיוון הדולר והאג"ח האמריקאי.
- האינדיקטורים המרכזיים בארה"ב לרבעון השני ממשיכים להיות מעורבים ומצביעים על קצב צמיחה נאה אך איטי יותר בהשוואה לרבעון הראשון.
- הנתונים לרבעון השני בסין מצביעים על חזרה לקצב צמיחה מתון יותר וקרוב למה שראינו לפני המשבר. במקביל, הממשל הודיע שהוא שוקל לאפשר ליצרנים במדינה להשתמש במלאי המתכות של המדינה. הפרסום לצד השיחות על הידוק מוקדם מהצפוי של הבנק המרכזי בארה"ב תרם לירידה חדה במחירי הסחורות בשבוע האחרון (מלבד הנפט).

**ציפיות לחוד ואינפלציה לחוד**



למרות החששות מאינפלציה ששוררים לאחרונה בשוק ההון, חודש שני ברציפות שמדד המחירים לצרכן היה נמוך מהציפיות ועמד במאי על 0.4 אחוז (מול צפי ל-0.5%). עיקר ההפתעה ביחס לתחזית שלנו נובעת ממחירי ההלבשה וההנעלה שעלו פחות מהצפי וממחירי המזון והדיור שאף ירדו. האינפלציה במבט לאחור על 12 החודשים האחרונים עלתה ל-1.5 אחוזים וחזרה לתוך גבולות יעד האינפלציה לראשונה מזה שנתיים.

להערכתנו, עלייה זו שמקורה בעיקר ב'תיקון' במחירי הסחורות והפתיחה המחודשת של ענפים בכלכלה לא תגרום לבנק ישראל לאותת בקרוב על העלאת ריבית, אך אנו כן מצפים שבהחלטת הריבית בעוד כשבועיים (5 ביולי) הבנק ישקף לציבור את צמצום קצב רכישות האג"ח שראינו בחודשים האחרונים.



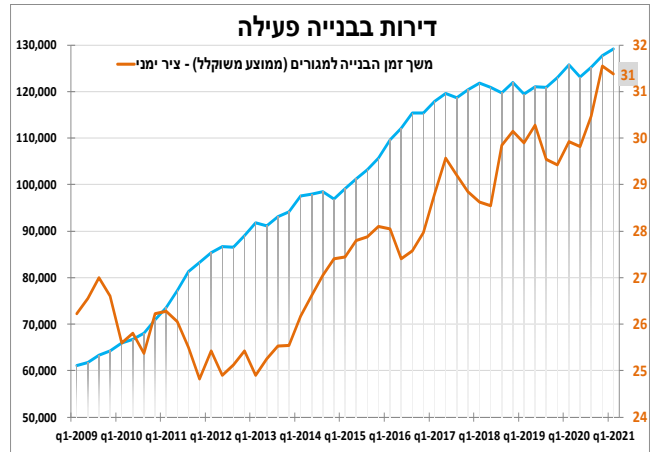
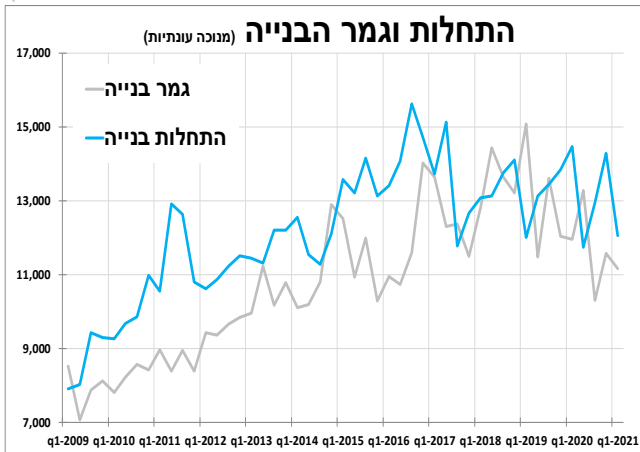
התחזית הראשונית שלנו למדד יוני היא 0.0 אחוז (ירידה במחירי ההלבשה והפירות-ירקות) ומדד יולי יעלה ב-0.2 אחוז (עלייה בסעיף הדיור). התחזית שלנו ל-12 המדדים הבאים 1.3 אחוזים – נמוכה מהתחזית הנגזרת משוק ההון.

מדד אמון הצרכנים במחצית הראשונה של יוני הראה צינור באופטימיות משקי הבית לגבי מצבם הכלכלי בעתיד. הנתון מקטין את הסבירות שצרכנים יהיו אדישים לעליית מחירים חדה.

**ואיפה האינפלציה האמתית? במחירי הדירות. עכשיו הממשלה תפעל?**

עלויות הבנייה המשיכו לעלות, נוכח העלייה החדה במחירי הסחורות והזינוק בעלויות השילוח, כפי שצינו בסקירות הקודמות. מדד תשומות הבנייה עלה ב-0.7 אחוז במאי וב-3.1 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים, דבר שמסביר חלק מהעלייה המהירה במחירי הדירות שעלו כ-6 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים (עליה של 1% בין אמצע מרץ לאמצע אפריל) לצד גורמים נוספים בהם הריבית הנמוכה. נוסף על כך, גם קצב הגידול של היצע הדירות התמתן כאשר התחלות הבנייה ברבעון הראשון ירדו ב-15 אחוזים (על פי נתונים מנכ"ח עונתיות).

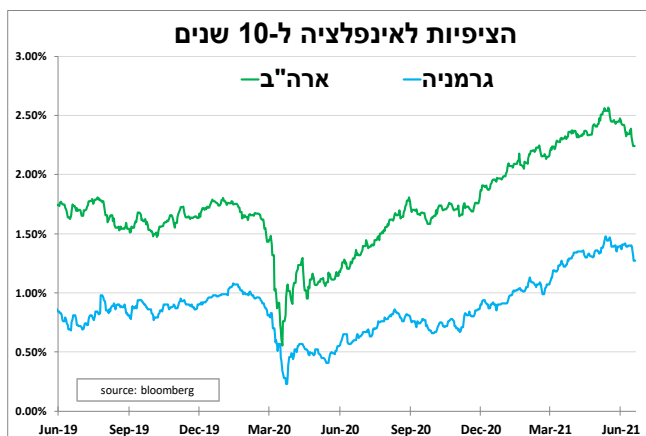
בעקבות העלייה העקבית במחירים והמשך הזינוק במשכנתאות לשיא של קרוב ל-10 מיליארד ₪ במאי, (בדגש על הלוואות עם שיעור מימון מעל ל-60%) אנו סבורים שנראה התערבות של בנק ישראל (אולי הגבלה כלשהי על המשכנתאות) או של משרד האוצר בדמות עלייה מחודשת במס הרכישה. עצם האיתותים על כך בתקשורת כנראה תרמו לגידול ברכישות ובמשכנתאות בחודשיים האחרונים, בדומה לזינוק הקודם בקיץ 2015 לפני שהעלו אז את מס הרכישה.



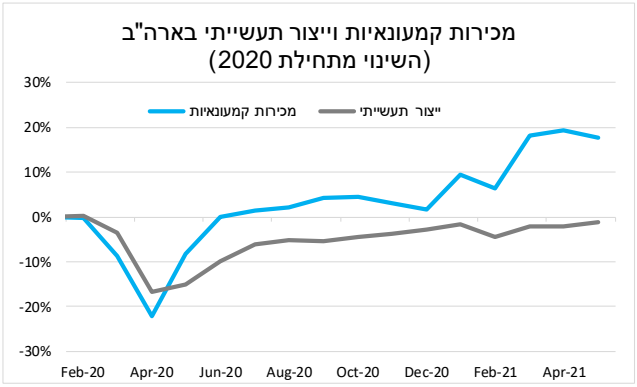
מנגד, סך הדירות בבנייה פעילה המשיך לעלות לשיא קרוב ל-130 אלף יחידות, דבר שצפוי להגביר את גמר הבנייה בשנתיים הבאות ולמתן את העלייה במחירי הסחירות.

### משקיעים, אנחנו צריכים לדבר

**הבנק המרכזי בארה"ב** הותיר את הריבית ומדיניות הרכישות הנדיבה ללא שינוי, בהתאם להערכות המוקדמות. במקביל, הבנק עדכן כלפי מעלה את תחזיות הצמיחה (7%) והאינפלציה לשנה הנוכחית, ומרבית חברי הועדה המוניתרית רואים קרוב ל-2 העלאות ריבית במהלך 2023, בניגוד לתחזית מלפני כ-3 חודשים שתישאר ללא שינוי. אנו סבורים שעוד מוקדם להתחיל לנסות לתזמן את מועד העלאת הריבית, וההיסטוריה מלמדת שתחזית זו (Dot Plots) איננה אינדיקטור אמין להחלטות בפועל. אנו (והמשקיעים) צריכים להתמקד בתוכנית הרכישות, שסיומה יגיע לפני שיתחילו להעלות את הריבית. בנושא זה הנגיד ציין שהחלו שיחות ולהערכתו הם ימשכו בישיבות הקרובות במיוחד עם ההתאוששות תימשך. גם בנושא זה הערכתנו שמדובר בתהליך איטי שיחל רק בתחילת 2022.



למרות הירידה שנרשמה השבוע בציפיות לאינפלציה ובתשואות על רקע הודעת הריבית. לערכתנו יש סבירות גדולה יותר לעליית תשואות אג"ח הממשלתיות מאשר לירידת תשואות על רקע הצמיחה המהירה, הגירעונות הגדולים, הדפסת הכסף המסיבית והסבלנות של הבנק המרכזי.

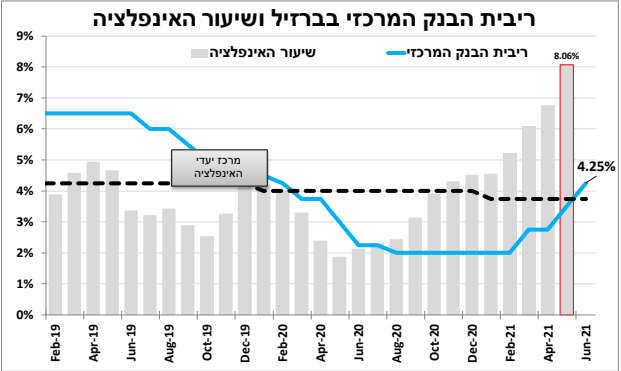


האינדיקטורים המרכזיים לרבעון השני ממשיכים להיות מעורבים ומצביעים על קצב צמיחה נאה אך איטי יותר בהשוואה לרבעון הראשון (בגלל ההרחבה הפיסקאלית), והם אינם תומכים בהידוק מוקדם מהצפוי של הבנק המרכזי. במאי המכירות הקמעונאיות ירדו ב-1 אחוז (29% עלייה ב-12 החודשים האחרונים) וייצור התעשייתי ב-1 אחוז (16% ב-12 החודשים האחרונים), אך נתוני החודשיים הקודמים עודכנו קלות כלפי מעלה.

**כוח הדלתא פשט על בריטניה**

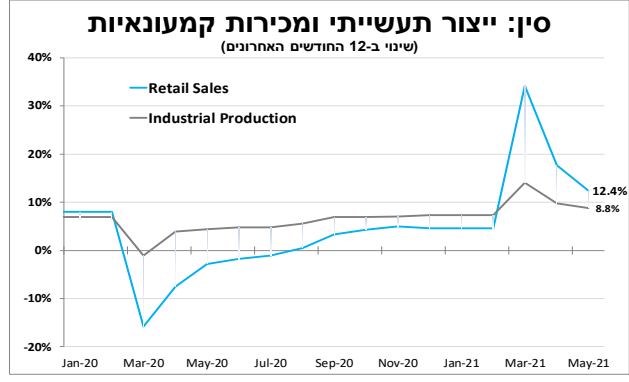
**מוטציית הדלתא** (ההודית) של נגיף הקורונה הפכה להיות דומיננטית בבריטניה, וגרמה לעלייה נוספת במספר המקרים החדשים בעיקר בגילאים הצעירים שלא מחוסנים ואלו שחוסנו רק פעם אחת. הדבר ימשיך לעכב את החזרה לפעילות מלאה של חלק מהענפים, בדגש על התיירות הבינלאומית. לכן, אנו סבורים שבאירופה, שמשקל התיירות בתוצר יותר משמעותי, תמשיך במדיניות המאוד מרחיבה לזמן ממושך יותר בהשוואה לארה"ב. אנו לא מצפים לדיונים השנה על צמצום תוכנית הרכישות בגוש האירו, דבר שתומך בהיחלשות האירו מול הדולר.

העיכוב בחזרת התיירות הגלובלית לצד שיעור החיסונים הנמוך במרבית השווקים המתעוררים ימשיך להוות משקולת שלילית על הצמיחה באותן מדינות, לפחות בחצי השנה הקרובה. השיחות על צמצום המדיניות המרחיבה של הבנק המרכזי בארה"ב



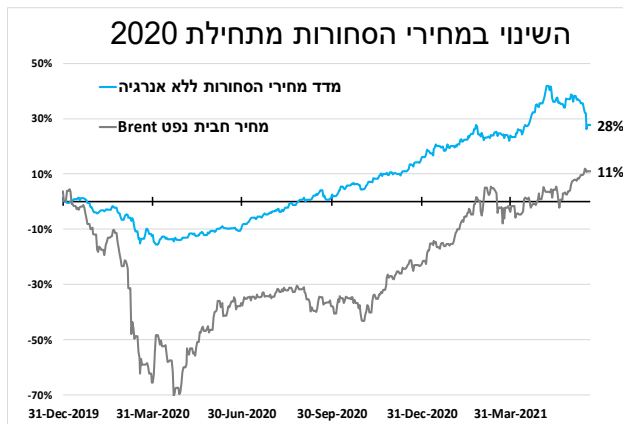
ימשיכו להפעיל לחצים לפיחות המטבעות המקומיים מול הדולר. בעקבות זאת והעלייה באינפלציה בחלק מהשווקים המתעוררים החלו בהעלאות הריבית, ואותן מדינות שעדיין נמנעות יצטרכו בסופו של דבר לפעול או להסתכן בפיחות חד. הנחוש ביותר הוא הבנק המרכזי בברזיל שהעלה את הריבית בפעם השלישית ברציפות (בעוד 0.75%) ל-4.25 אחוזים, בהתאם לצפי, לאחר שהאינפלציה הגיעה ל-8 אחוזים במאי.

**חוזרים לקצבי צמיחה 'נורמליים'**



סין הייתה הכלכלה הגדולה הראשונה שחזרה להציג קצבי צמיחה דו-ספרתיים כתוצאה מהפתיחה מחדש של הכלכלה. אך הנתונים לרבעון השני מצביעים על חזרה לקצב צמיחה מתון יותר וקרוב למה שראינו לפני המשבר. כך ב-12 החודשים האחרונים עד מאי המכירות הקמעונאיות עלו ב-12.4 אחוזים, וייצור התעשייתי ב-8.8 אחוזים, התמתנות בהשוואה לחודשים הקודמים.

ההאטה מקטינה את החששות מעלייה חדה בביקושים ובאינפלציה המקומית ומאפשרת לבנק המרכזי להמשיך בצמצום המדיניות המרחיבה שלו שהחל כבר בתחילת השנה.



במקביל, הרשויות בסין ממשיכות להצהיר על כך שהם מוטרדים מהעלייה החדה במחירי הסחורות, נוכח זעזועי ההיצע, חששות מספקולציה של משקיעים והזינוק בעלויות השילוח. לכן, רשות הרזרבות הממשלתית הודיעה (שוב) שהיא **שוקלת לאפשר ליצרנים במדינה להשתמש במלאי המתכות של המדינה**. הפרסום לצד השיחות על הידוק מוקדם מהצפוי של הבנק המרכזי בארה"ב (שתרם לייסוף בדולר) תרם לירידה חדה במחירי הסחורות בשבוע האחרון.

חריג היה מחיר הנפט שהמשיך לעלות נוכח הירידה במלאים בארה"ב והמשך שמירת ההיצע היחסית נמוך ע"י קרטל אופ"ק.

### תחזית לשינויים במחירים בשלושת המדדים הקרובים

מדד המחירים הסיטוניים של תפוקת התעשייה (ללא דלקים)	מדד מחירי תשומה בבנייה למגורים	סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן	מדד המחירים לצרכן	תקופה
0.5%	0.9%	0.9%	0.5%	מדדי יוני-יולי-אוגוסט (מצטבר)
0.3%	0.0%	0.4%	0.1%	הנתון בתקופה המקבילה אשתקד
2.5%	2.0%	-0.1%	1.3%	שלושה מדדים קודמים

### פרסומים חשובים לשבוע הקרוב

תאריך	ישראל	ארה"ב	אירופה	עוד בעולם
שלישי, ה-22 ביוני	תאונות דרכים			מדד מנהלי הרכש באוסטרליה
רביעי, ה-23 ביוני			מדד מנהלי הרכש בגוש האירו	
חמישי, ה-24 ביוני	מדד אמון הצרכנים	עדכון צמיחה רבעון ראשון	החלטת הריבית בבריטניה. IFO גרמניה	
שישי, ה-25 ביוני		הוצאה וצריכה פרטית		
ראשון, ה-27 ביוני				
שני, ה-28 ביוני	מדד הייצור התעשייתי ופדיון ענפי המשק. סך הרכישות בכרטיסי אשראי			

סקירה זו מתפרסמת בכתובת

<https://www.harel-group.co.il/finance/research-and-reviews/economic-surveys/Pages/default.aspx>

הערות ושאלות ניתן להפנות לעפר קליין; בדואר אלקטרוני [oferkl@harel-ins.co.il](mailto:oferkl@harel-ins.co.il)

אם ברצונך להסיר את שמך מרשימת התפוצה של קבוצת הראל, אנא שלח אלינו בקשה זו במייל חוזר.

## הראל ביטוח ופיננסים אגף כלכלה ומחקר

הכותב/ים ו/או חברות בקבוצת הראל ו/או בעלי עניין בהן ו/או בעלי השליטה בקבוצה, עשויים להחזיק ו/או לסחור, בעבור עצמם ו/או בעבור אחרים, בניירות הערך והנכסים הפיננסיים המצוינים בעבודה זו, וזאת אף באופן המנוגד לאמור בעבודה זו. ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנזכרים בעבודה זו עלולים שלא להתאים לכל משקיע. אין לראות בעבודה זו משום שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות המתחשב בצרכיו האישיים והמיוחדים של כל משקיע. העבודה אינה מהווה תחליף לייעוץ מס ואין בה תיאור ממצה של כל הוראות המיסוי.

אין להעתיק, לשכפל, לצטט, להפיץ, או להעביר את העבודה או חלקים ממנה ללא קבלת אישור מראש ובכתב מהראל. עבודה זו מתבססת על מידע פומבי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעיני החברה כאמינים. האמור בעבודה זו משקף את חוות דעתנו במועד פרסום העבודה, וזו יכולה להשתנות בכל עת וללא מתן הודעה נוספת. החברה לא תהיה אחראית, בכל צורה שהיא, לנזק ו/או הפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה מהסתמכות על עבודה זו, וכן אינה מתחייבת כי התבססות על המידע המופיע בעבודה זו עשוי להניב רווחים. הפרסום אינו מהווה הצעה לרכישת ני"ע/יחידות בקרן/תעודת סל והרכישה תיעשה רק על פי התשקיפים שבתוקף והדיווחים המידיים.