

# כלכלית בראשון

## עלייה בציפיות לאינפלציה



2.4%. לטווח של עשר שנים האינפלציה הגלומה עומדת על 2.2%. השווקים מפנימים את הסיכון של המשך עלייה באינפלציה לאור זאת, שמחירי הסחורות וההובלה לא נסוגים, הבנקים המרכזיים ממשיכים להעריך שעלויות המחירים הן זמניות, ולכן גם לא תהיה תגובה מוקדמת לבלימת עליות המחירים. **תחזית האינפלציה שלנו ל-12 החודשים הקרובים עומדת על 1.6%, אך אנו יכולים לחשוב על מספר גדול של גורמים שעשויים להביא לאינפלציה גבוהה מזו.** כך לדוגמה, העלייה החדה במחירי הדירות עשויה להתגלגל למחירי השכירות שנמדדים במדד המחירים לצרכן. בכדי שזה יקרה אנו צריכים לראות שגם כושר הקנייה של משקי הבית עולה, כלומר שהשכר עולה. בינתיים השכר עולה בקצב מדוד, אך הוא יכול להשתנות לאור הביקוש הגבוה לעובדים. אם נראה את מחירי שכר-הדירה עולים בקצב מהיר של 3% לשנה, זה עשוי להוביל לאינפלציה גבוהה יותר. מידת התמסורת של האינפלציה מהעולם לישראל גם היא מקור לאי-ודאות. תמסורת זו תלויה בשער החליפין, ובגורמים נוספים, כמו התחרות בענפי המשק שחשופים ליבוא. הייסוף בשער השקל בלם עד כה חלק גדול מההתייקרויות בעולם, אבל גם מגמה זו יכולה להשתנות אם לדוגמה, נראה מסיבה כלשהי ירידות מחירים בשוקי המניות בעולם.

בנק ישראל רכש בחודש אוגוסט 3.3 מיליארד שקל אג"ח ממשלתיות, ומתחילת התכנית הגיעו הרכישות ל-75 מיליארד שקל. לבנק ישראל נותרו עוד 10 מיליארד שקל להשלמת התכנית, כלומר, רכישות האג"ח יסתיימו עוד לפני סוף השנה. **אין ציפייה בשווקים להארכה של תכנית רכישות האג"ח, ולסיום התכנית גם לא צפויה להערכתנו השפעה על תשואות האג"ח בשווקים.**

פרוטוקול החלטת הריבית מציין שאחד החברים בוועדה המוניטרית סבר שהצמיחה הגבוהה ברבעון השני והעלייה בסביבת האינפלציה, היו יכולים לאפשר להתחיל לצמצם בהדרגה את מידת ההרחבה של המדיניות המוניטרית, אולם לאור התחדשות העלייה בתחלואה מוטב לנקוט במשנה זהירות ולהותיר לעת עתה את המדיניות הנוכחית. עדיין מדובר בדעה של חבר אחד, ואפילו ההכוונה המוניטרית לפיה המדיניות תיוותר מרחיבה לאורך זמן

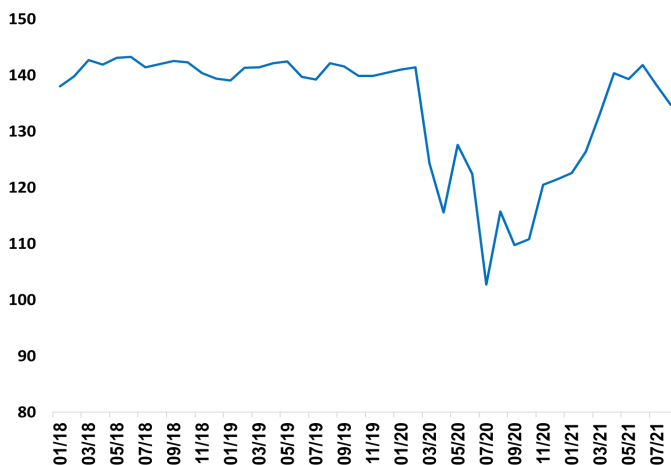
- מספר הנדבקים החדשים היומי מוסיף להיות גבוה, סביב עשרת אלפים ליום. הצריכה הפרטית ממשיכה בינתיים לגדול בקצב מהיר, אם זה כתוצאה מעלייה בהכנסות או מעלייה בשווי הנכסים הפיננסיים.
- עלייה בציפיות לאינפלציה לכל הטווחים. האינפלציה הגלומה בשוק לטווח של שנתיים עלתה בשבועיים האחרונים בכ-30 נקודות בסיס לרמה של 2.4%.
- תחזית האינפלציה שלנו ל-12 החודשים הקרובים עומדת על 1.6%, אך אנו יכולים לחשוב על מספר גדול של גורמים שעשויים להביא לאינפלציה גבוהה מזו.
- הריבית לא צפויה להערכתנו להשתנות ב-12 החודשים הקרובים, אך בהחלטות הקרובות אנו צפויים לראות שינוי בהכוונה המוניטרית של בנק ישראל, ואולי השמטה של האפשרות להפחתת ריבית עתידית.

### ישראל

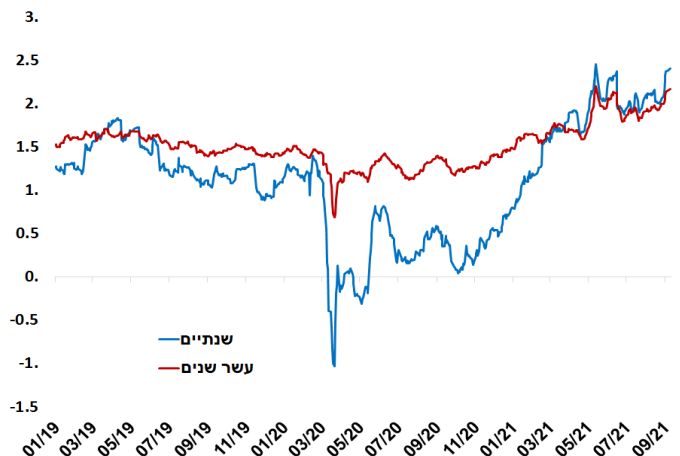
מספר הנדבקים החדשים היומי מוסיף להיות גבוה, סביב עשרת אלפים ליום. הצריכה הפרטית ממשיכה בינתיים לגדול בקצב מהיר, אם זה כתוצאה מעלייה בהכנסות או מעלייה בשווי הנכסים הפיננסיים. הרכישות בכרטיסי אשראי המשיכו לשבור שיאים חדשים, ובעיקר נרשם זינוק חד בהוצאות למסעדות ונופשים. חלק לא מבוטל מהעלייה מיוחס להערכתנו לעלויות המחירים החדות במחירי השירותים האלו, כמו גם לקושי לטוס לחו"ל שמסיט את הביקושים לשוק המקומי. אנו מעריכים שעם סיום החגים, נראה התמתנות בצריכה הפרטית.

עלייה בציפיות לאינפלציה לכל הטווחים. האינפלציה הגלומה בשוק לטווח של שנתיים עלתה בשבועיים האחרונים בכ-30 נקודות בסיס לרמה של

ישראל: ירידה במדד אמון הצרכנים  
מדד אמון הצרכנים של בנק הפועלים ו-KANTAR, אפריל 2002=100



ישראל: עלייה בציפיות לאינפלציה  
אינפלציה הגלומה בשוק ההון, מקור: ביזפורטל



לא שונתה. הריבית לא צפויה להערכתנו להשתנות ב-12 החודשים הקרובים, אך החלטות הקרובות אנו צפויים לראות שינוי בהכוונה המוניטרית של בנק ישראל, ואולי השמטה של האפשרות להפחתת ריבית עתידית. האינפלציה בישראל נמצאת באזור שמאפשר לבנק ישראל מרחב תמרון רחב. עם עליית הריבית בארה"ב, יינתן משקל גדול יותר לשיקולים יציבותיים, כמו עליית מחירי הנכסים, וזה יאיץ עליית ריבית גם בישראל.

## גלובלי

**רמת התחלואה הגבוהה והתגברות האינפלציה היו בין הגורמים לירידות בשוקי המניות בארה"ב ובאירופה בשבוע האחרון.** מדדי הדאו ג'ונס, ה-S&P500, והנסדא"ק ירדו ב-2.2%, 1.7%, ו-1.6% בהתאמה. גם באירופה מדדי המניות רשמו ירידות שבועיות: הירוסטוקס 50 ו-600 ירדו ב-0.8% ו-1.2% בהתאמה. מול כל אלה, מדד הניקיי ביפן עלה 4.3% ומדד המניות של סין עלה 3.5%. מדד המניות בדרום קוראיה ירד ב-2.4% והמדד בטיוואן ירד ב-0.2%. התשואה לפדיון על אג"ח ממשלת ארה"ב לעשר שנים עלתה מעט בשבוע האחרון לרמה של 1.34%. במחירי הסחורות נרשמה מגמה מעורבת. מדד מחירי הסחורות לתעשייה עלה ב-3.4%, ומדד מחירי הסחורות החקלאיות ירד ב-2.2%. מחיר חבית נפט מסוג ברנט עלה ב-0.6%.

**הירידות במדדי המניות בארה"ב נבעו כאמור מצירוף של גורמים, וביניהם החשש לעלייה בסביבת האינפלציה שעשויה להביא להקדמת הטייפרינג ע"י הפד.** על רקע המשך השיבושים בשרשרת האספקה הגלובלית, והעלייה במחירי התשומות וחומרי גלם, מדד המחירים ליצרן עלה באוגוסט בשיעור של 0.7%, מעט גבוה מהתחזיות, ויחסית לאותו חודש בשנה שעברה המדד עלה ב-8.3%. מדד המחירים לצרכן לחודש אוגוסט יתפרסם ביום שלישי הקרוב, וקונצנזוס התחזיות מניח אינפלציה שנתית ללא שינוי ברמה של 5.3% (אינפלציה ליבה שנתית של 4.2%). שיעור אינפלציה גבוה יותר, עלול להיות מתורגם בשוק כטריגר להקדמת הטייפרינג ע"י הפד. גורם נוסף שממשיך להשפיע על השווקים זאת אי-הוודאות לגבי המשך התפשטות הדלתא קורונה. הנשיא ביידן אותת על מדיניות מחמירה יותר בנוגע להתחסנות עובדי הממשל ועובדים בסקטור הפרטי, מדיניות שעשויה להשפיע על הביקוש למשורת.

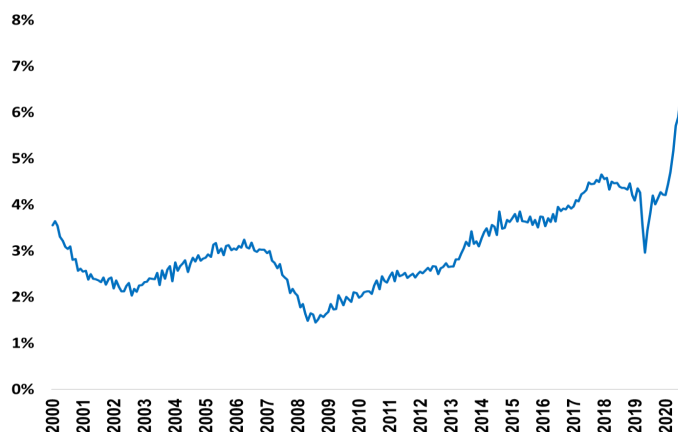
**מספר המשרות הפנויות בארה"ב מוסיף לעלות.** בחודש יולי מספר המשרות הפנויות עלה ל-10.9 מיליון, לעומת 10.2 מיליון משרות פנויות

**לקראת החלטות מרכזיות בתחום המדיניות הפיסקלית בארה"ב.** בקרב נציגי הגוש הדמוקרטי בקונגרס קיימים עדיין ויכוחים לגבי גודל והרכב ההוצאות הרצויים בחבילת ההשקעות בתשתיות של הנשיא ביידן. חלק מהסנאטורים ממליצים להפחית את גודל החבילה מ-3.5 טריליון דולר לטווח של 1-2 טריליון דולר. בנוסף, שרת האוצר ילן קראה לחברי הקונגרס לקבל החלטות בנושא תקרת החוב, שאם לא כן, הממשל עלול למצוא את עצמו משותק בתחומים רבים במהלך חודש אוקטובר.

**גוש האירו: נתוני הצמיחה לרבעון השני ותחזיות הצמיחה עודכנו כלפי מעלה, אך האינדיקטורים המובילים מצביעים על האטה בפעילות הכלכלית.** נתוני הצמיחה לרבעון השני עודכנו כלפי מעלה ל-9.1% ברמה שנתית (לעומת 8.2% באומדן קודם) בעיקר בשל עלייה חדה יותר בצריכה הפרטית, וה-ECB העלה את תחזית הצמיחה לשנת 2021 ל-5%, לעומת 4.6% באומדן הקודם. עם זאת, האינדיקטורים המובילים מצביעים על התמתנות בהתאוששות הפעילות הכלכלית. מדד הסנטיקס לפעילות הכלכלית ירד זה החודש השני ברציפות, אם כי רמתו עדיין גבוהה יחסית לעבר, וגם מדד ה-ZEW לציפיות לצמיחה כלכלית ירד בחדות באוגוסט והשלים חודש רביעי של ירידות.

**הבנק המרכזי האירופי החליט לשמור על המדיניות המרחיבה הנוכחית תוך הפחתת קצב הרכישות של נכסים במסגרת תוכנית הרכישה לשעת חירום (PEPP).** כאמור, הריביות וההכוונה המוניטרית נותרו ללא שינוי. ב-ECB ציינו שעל מנת לתמוך ביעד האינפלציה הסימטרי של שני אחוזים, הריבית תישאר ברמתה הנוכחית, או נמוכה יותר, עד שהאינפלציה תגיע לשני אחוזים. להערכתם האינפלציה הבסיסית מתקדמת בקצב שמתאים להתייבשות האינפלציה בשיעור של שני אחוזים בטווח הבינוני והדבר עשוי לרמוז שתיתכן תקופה מסוימת שבה האינפלציה תהיה גבוהה מהיעד. התוכנית להפחית את קצב הרכישות נובעת מהשיפור במצבה של הכלכלה האירופאית. ה-ECB עדכן גם את תחזית האינפלציה כלפי מעלה, מ-1.9% ל-2.2%. על פי התחזית, שיעור האינפלציה צפוי להגיע לשיא של 3.1% ברבעון האחרון השנה, וירד ל-1.7% ב-2022 ול-1.5% ב-2023.

**ארה"ב: שיעור המשרות הפנויות מוסיף לעלות**  
שיעור המשרות הפנויות מסך כוח העבודה, מקור: בלומברג

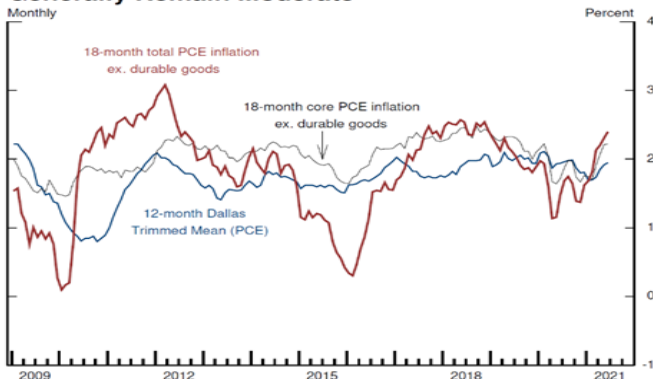


**ארה"ב: עלייה חדה במדד המחירים ליצרן**  
שיעור שינוי, חודש לעומת מקבילו אשתקד, מקור: בלומברג



# עד כמה משכנעים הטיעונים של פאוול התומכים בזמניות האינפלציה?

**Figure 3. Measures of Broad-Based Inflation Generally Remain Moderate**

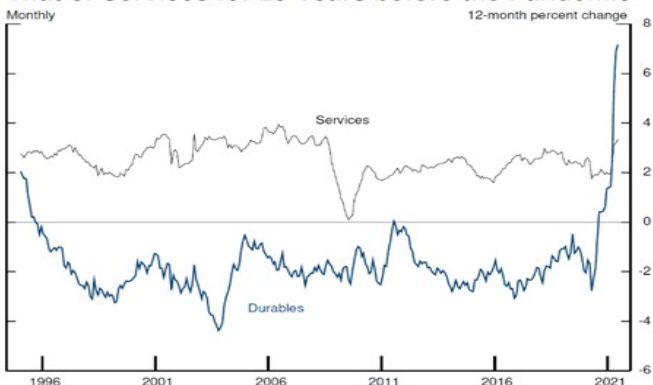


Note: Dallas Trimmed Mean data are 12-month percent changes and extend through June 2021. Inflation excluding durables are 18-month annualized changes and extend through June 2021.  
Source: Federal Reserve Bank of Dallas; Federal Reserve Board staff calculations.

הוויכוח עד כמה האינפלציה היא תופעה זמנית, מאפיין בימים אלו כמעט כל מדינה מפותחת בעולם. רוב הבנקים המרכזיים, וביניהם הפד, ה-ECB וכן בנק ישראל, מחזיקים בדעה שעליית האינפלציה היא בעלת אופי זמני. בארה"ב האינפלציה גבוהה באופן משמעותי מזו של מדינות מפותחות אחרות. פאוול הקדיש חלק גדול מנאומו בג'קסון הול להסבר מדוע לדעתם עליית האינפלציה היא זמנית. בחרנו שלושה גרפים מתוך הנאום של פאוול, ולהערכתנו לפחות, לכל טיעון של פאוול ניתן למצוא טיעון נגדי לא פחות חזק.

הטיעון הבסיסי של הבנקים המרכזיים וביניהם של הפד הוא "אפקט הבסיס" (base effect). קל להמחיש את זה בישראל, בתקופת הסגרים ראינו ירידה חדה במחירי מוצרים ושירותים (בעיקר אנרגיה), והשוואה לנקודת הבסיס הנמוכה, יוצרת עתה עיוות. האינפלציה בישראל ב-2020 הייתה שלילית-מינוס 0.7%. השנה אנו צופים אינפלציה של 2.5%. בממוצע זה יוצא 0.9% לשנה. כלומר טיעון זה "מחזיק מים" במקרה של ישראל. בארה"ב מדד הליבה של ה-PCE (שהוא נמוך מה-CPI) עלה בשנתיים האחרונות ב-2.5% בממוצע לשנה. כלומר בניגוד לישראל, הפד לא יכול להסתמך על אפקט הבסיס לבדו בטיעון הזמניות.

**Figure 5. Durable Goods Inflation Has Run Far below That of Services for 25 Years before the Pandemic**



Note: The data are price deflators for personal consumption expenditures and extend through June 2021.  
Source: U.S. Bureau of Economic Analysis.

גרף 3 במצגת של הפד מציג מדדים שונים לאינפלציה. הטענה היא שמגבלות הקורונה גרמו לזעזוע היצע, שהתבטא בעלייה חדה של מחירי סחורות. אם מנכים את מחירי הסחורות מאינפלציית הליבה, נמצא שהאינפלציה נמוכה מ-2.5% לשנה, ואם מנכים את סעיפי המדד שעלו או ירדו בשיעורים חריגים (Trimmed), האינפלציה נמוכה אפילו מ-2% בשנה האחרונה. בסביבת אינפלציה מאוד גבוהה, נניח 10% לשנה, אפשר לצפות באמת שנראה מגמה של עלייה ברוב הסעיפים של מדד המחירים. באינפלציה של 4% לשנה זה לא הכרחי, כל שכן בימינו ששיפורים טכנולוגיים מביאים להוזלות מחירים כמעט באופן טכני בחלק גדול מהסעיפים. כמו כן ניתן לטעון שאם כבר בוחנים מדדים שונים שהם לא, כאינדיקטורים מובילים, לא ניתן להתעלם מעלייה של 17% במחירי הדירות, כאיזו אינדיקציה לעלייה בסביבת האינפלציה.

**Figure 6. Overall Wage Growth Remains Moderate**



Note: Employment Cost Index (ECI) data are 12-month percent changes ending in the last month of each quarter and extend through 2021:Q2. Atlanta Fed's Wage Growth Tracker data are 3-month moving averages of the 12-month percent change and extend through July 2021. The dashed line represents missing data.  
Source: U.S. Bureau of Labor Statistics; Federal Reserve Bank of Atlanta, Wage Growth Tracker.

גרף 5 מעלה את הטיעון שמחירי הסחורות ירדו במשך שנים, וזה מרמז שהעלייה החדה בהם עתה היא זמנית. ראשית ניתן לראות בגרף שגם מחירי השירותים עולים במדד בארה"ב עולים בקצב שנתי של כ-3%. מעבר לזה הסתמכות על מה שהיה כאינדיקציה לעתיד, עשויה להיות בעייתית בתקופה של שינוי במציאות הכלכלית. בעבר הפד גם לא הדפיס 120 מיליארד דולר לחודש, הגירעון הפדראלי לא היה דו-ספרתי, ובנוסף השנים שבגרף אופיינו בשיא השפעות הגלובליזציה. כלומר, ההסתמכות על חזרה לממוצעי העבר נראית בעינינו כהנחה קשה.

גרף 6 מראה שעליית השכר עד כה היא מתונה. לאורך זמן לא תתבסס אינפלציה ברמה גבוהה ללא עלייה בשכר. המדדים שמציג הפד מראים עליית שכר של כ-3.5% בשנה האחרונה, שאינה גבוהה מזו של שנים קודמות. זה טיעון טוב, ואם לאורך זמן השכר לא יעלה, האינפלציה כנראה תתברר כזמנית. יחד עם זאת, יש לזכור שנפלטו ממעגל העבודה עובדים בעלי שכר נמוך בתחום השירותים, ויתכן שהממוצע לא אומר הרבה. חברות מדווחות על קושי גובר במציאת עובדים ומספר המשרות הפנויות מתקרב ל-11 מיליון איש. כמו כן נתונים מעודכנים יותר מראים המשך עלייה בחודש האחרון בעליית השכר, שהיא כבר גבוהה מ-4%.

מקור: אתר הפד

יפן: גוברת האופטימיות בשוק ההון לקראת בחירת ראש הממשלה הבא בקרב מועמדים מהמפלגה השלטת, ה-LDP. שלושת המועמדים במרוץ הודיעו על כוונתם לנקוט בצעדים פסקליים מרחיבים במטרה לתמוך בהאצת צמיחת המשק תוך המשך ההתמודדות עם הקורונה. בשוק קיבלו גם בברכה את הערכות הממשלה שאם קצב ההתחנסות הנוכחי נגד הקורונה יימשך, הדבר יאפשר פתיחת המשק בנובמבר. השבוע דווח כי שיעור צמיחת התמ"ג ברבעון השני עודכן מ-1.3%, האומדן הקודם, ל-1.9% במונחים שנתיים. העדכון נבע בעיקר מתיקון כלפי מעלה בצריכה הציבורית.

סין: שבוע שלישי ברציפות של עליות במדדי המניות העיקריים. שיחה חיובית שהתקיימה בין מנהיגי ארה"ב וסין תרמה לעליות אלה. יצוא הסחורות עלה ב-25.6% באוגוסט יחסית לאותו החודש בשנה שעברה. הנתון המקביל לגבי היבוא היה 33.1%. נתונים אלה הפתיעו לטובה יחסית לתחזיות המוקדמות. בדומה למדינות אחרות, גם בסין מדד המחירים ליצרן עולה בשיעור מואץ בתקופה הנוכחית, ובאוגוסט הוא רשם עלייה שנתי של 9.5%.

תחזיות ריבית ומדד המחירים לצרכן		אירועים מרכזיים בשבוע הקרוב					
שיעור שינוי	מדד המחירים לצרכן	נתון קודם	תחזית	תקופה	נתון כלכלי	מדינה	תאריך
0.2%	אוגוסט – 2021	0.5%	0.4%	08/21	מדד המחירים לצרכן (MOM)	ארה"ב	14/09/2021
0.1%	ספטמבר – 2021	70.3	72.0	09/21	מדד אמון הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן	ארה"ב	17/09/2021
1.6%	12 חודשים	-0.3%	0.6%	07/21	ייצור תעשייתי (MOM)	גוש האירו	15/09/2021
2.5%	2021	-	-	07/21	כמות מבוקשת של דירות חדשות	ישראל	13/09/2021
<b>שיעור הריבית</b>	<b>ריבית בנק ישראל</b>	-	-	Q2/21	התחלות בנייה וגמר בנייה	ישראל	14/09/2021
0.10%	ספטמבר – 2021	-	-	Q2/21	חשבונות לאומיים: אומדן שני לרבעון שני	ישראל	14/09/2021
0.10%	12 חודשים	0.4%	0.2%	08/21	מדד המחירים לצרכן (MOM)	ישראל	14/09/2021

**הערות ואזהרות כלליות נוספות:**

מסמך זה מבוסס על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור. הנתונים והמידע ששימשו להכנת מסמך זה הונחו כנכונים, וזאת מבלי שבנק הפועלים בע"מ ("הבנק") ביצע בדיקות עצמאיות ביחס לנתונים ולמידע מידע אלו - אין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחרים במסמך. יודגש כי מסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, הוא אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו. המידע עליו מתבסס מסמך זה, והדעות האמורות בו, עשויים להשתנות מעת לעת ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. אין להסתמך על האמור במסמך זה ואין להתבסס על כך ששימוש במידע או בהמלצות המובאות במסמך זה יביא לתוצאות מסוימות. מסמך זה אינו מותאם למטרות ההשקעה או לצרכי האישיים והייחודיים של כל משקיע, אין לראות במסמך זה משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פי האמור במסמך זה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו, מטרותיו ונתוניו האישיים של כל משקיע, ולאחר הפעלת שיקול דעת עצמאי. הבנק, עובדיו, וכל מי שפועל מטעמו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישירים או עקיפים, שייגרמו, אם ייגרמו, כתוצאה משימוש במסמך זה או כתוצאה מהסתמכות עליו. לבנק, או לחברות קשורות אליו, או לבעלי שליטה בהם, עשויות להיות החזקות בניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הנזכרים במסמך זה, עבורם או עבור לקוחותיהם, והם עשויים לבצע עסקאות המנוגדות לאמור במסמך זה. האמור במסמך זה אינו מהווה ייעוץ מס ואינו מתיימר להוות פרשנות מקובלת על רשויות המס או על גופים נוספים. מסמך זה הינו רכוש של הבנק, אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, לצלם, להקליט וכיו"ב את מסמך זה, או חלקים ממנו, ללא קבלת אישור, מראש ובכתב, מהבנק.