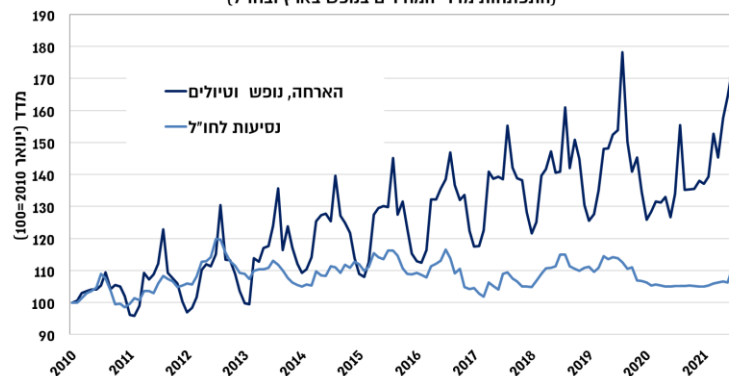


## העלייה המחודשת בתחלואה והתפוגגות הדרגתית של "הגורמים הזמניים" צפויים למתן את קצב עליית האינפלציה במהלך החודשים הקרובים

- ◆ מדד המחירים לצרכן עלה ביולי בשיעור של 0.4%, גבוה במעט מהקונצנזוס (0.3%). המדד הבסיסי עלה בשיעור זה כן שהאינפלציה בשנה האחרונה הגיעה ל-1.9% והבסיסית ל-1.6%. העלייה הגבוהה מהצפוי ביולי נתמכה בעיקר בעלייה עונתית גבוהה בסעיפי הנופש בארץ ובחול ולא מהווה להערכתנו שינוי בסביבת האינפלציה.
- ◆ קצב האינפלציה המקומי אמנם גבוה ביחס לזה שניצפה בשנים האחרונות, אך הוא ממשיך לנוע סביב הקצב שנרשם באירופה. אנו מעריכים כי סביבת האינפלציה תנוע סביב 1% בשנה הקרובה. הערכה זו נשענת על צפי להתפוגגות הדרגתית של הגורמים הזמניים שהובילו את העלייה מתחילת השנה, בין היתר, גם בהשפעת העלייה המחודשת בתחלואה, במקביל להתאוששות איטית יחסית בשוק העבודה ובתמיכת השקל החזק.
- ◆ העלייה בתחלואה בעולם צפויה למתן את קצב ההתאוששות ואת לחצי האינפלציה במהלך החודשים הקרובים, כאשר התפתחות זו מהווה חסם זמני מפני עליית תשואות בשוק האג"ח.
- ◆ התהליך האינפלציוני בשוק הנדל"ן למגורים נמשך, והוא מלווה בעלייה ניכרת בפעילות ובמחירים. עוצמת העלייה בשנה האחרונה, של קרוב ל-8%, וזאת לאחר מגמת עלייה ממושכת בעשור האחרון, לא צפויה להשאיר את קובעי המדיניות אדישים. מעבר למגבלות אשראי נוספות של בנק ישראל, ניראה כי זהו רק עניין של זמן עד שתגיע תגובת הממשלה בדמות העלאת נטל המס על המשקיעים.

מדד המחירים לצרכן לחודש יולי עלה בשיעור של 0.4%, גבוה מהקונצנזוס (0.3%) אך בטווח ההערכות שנע בין 0.2% ל-0.5%. המדד ללא אנרגיה פירות וירקות עלה בשיעור זהה כן שקצב העלייה השנתי בו עלה ל-1.6% לעומת 1.9% במדד הכללי. עיקר התרומה לעליית המדד הגיעה מעלייה חדה מהצפוי בסעיפי ההבראה והנופש, עם תרומה של מעל ל-0.2% למדד הכללי. העלייה במחירי הנופש המקומי נמשכה ביולי, שבו עלה סעיף זה ב-5.4% והשלים עלייה של כ-30% בשנה האחרונה. עם זאת, עיקר ההפתעה הגיעה מעלייה עונתית גבוהה בנופש בחו"ל (סעיף שחזר למדידה במדד יוני האחרון לאחר שזקף למדד הכללי מתחילת המשבר) בשיעור של 4.5%. השינוי בשער החליפין של השקל היה בעל השפעה זניחה כלומר השינוי בסעיף זה שיקף בעיקר עליית מחירים דולרית. עם זאת, העלייה בסעיף הנופש בחו"ל מחזירה למעשה את סעיף זה לתוואי הנורמאלי, והמשמעות היא עלייה גבוהה יחסית בחודשים אפריל ויולי לעומת ירידה בשליש האחרון של השנה. בנוסף, העלייה המחודשת בתחלואה צפויה למתן את העלייה בסעיף הנופש בארץ ובחול, וסביר שהדבר יבוא לידי ביטוי בעיקר החל מספטמבר.

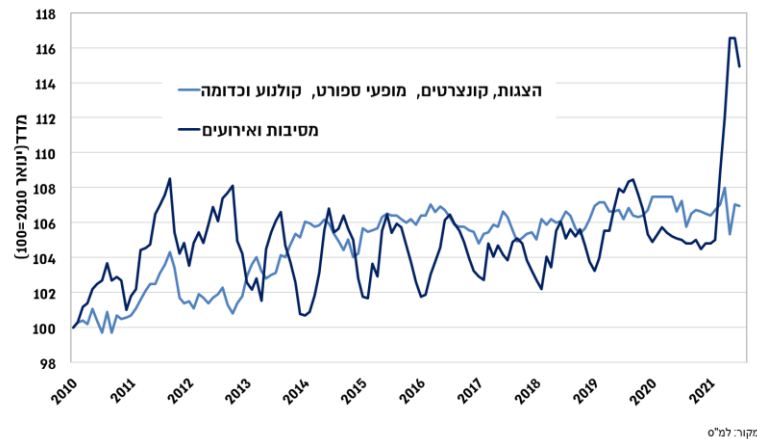
העלייה במחירי הנופשים בארץ ובחול נמשכה גם ביולי, אך היא צפויה להתמתן בחודשים הקרובים, בפרט עם העלייה המחודשת בתחלואה (התפתחות מדדי המחירים בנופש בארץ ובחול)



מקור: למ"ס

מלבד סעיפי הנופש, התרומה העיקרית לעליית המדד ביולי הגיע מעליית מחירי הדלקים והדיור עם תרומה של כ-0.1% כל אחד. לעומת זאת, העלייה בסעיף המזון הסתכמה ב-0.2% לאחר עלייה של 0.8% באוגוסט. קצב העלייה בשנה האחרונה בסעיף המזון הגיע לכ-2%, וניראה כי מרבית ההתאמה לעליית מחירי הסחורות החקלאיות כבר באה לידי ביטוי, כך שהתרומה מצד סעיף זה בשנה הקרובה צפויה להתמתן, בפרט אם אכן יקודמו הרפורמות לפתיחת המשק ליבוא. מבחינת סעיפים נוספים שמושפעים מאופי המשבר נמשכה העלייה בסעיף הריהוט (0.4%), שמושפע גם מהמשך העלייה במחירי התובלה בעולם, אם כי משקל הסעיף נמוך יחסית במדד, ולכן התרומה לעליית המדד מתונה יחסית. מנגד, נרשמו אינדיקציות ראשונות לבלימת עליות המחירים בסעיפי האירועים וחלק מסעיפי הפנאי, ומגמה זו צפויה להימשך על רקע העלייה באחרונה בתחלואה והחזרת חלק מהמגבלות.

אינדיקציות לבלימת העלייה בסעיפי התרבות והאירועים  
(התפתחות מדדי המחירים באירועים ובתרבות)



### צפי לעלייה של 1% באינפלציה בשנה הקרובה

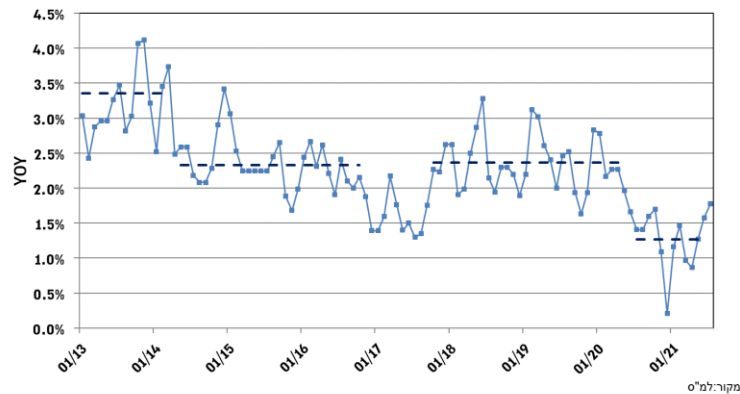
בחינת הסעיפים בעלי התרומה העיקרית לעליית המדד בשנה האחרונה, מחזקת את ההערכה לירידה בסביבת האינפלציה לקראת סוף השנה אל תוך 2022. הדבר בולט בעיקר בכל הנוגע למחירי האנרגיה, הנופש והמוצרים התעשייתיים.

תרומה מוערכת בשנה האחרונה	תרומה מוערכת מתחילת השנה	שינוי בשנה האחרונה	שינוי מתחילת השנה	שינוי במדד יולי	סעיף במדד המחירים לצרכן
0.40%	0.40%	15.3	15.4	2.9	דלקים
0.26%	0.32%	1.8	2.2	0.2	מזון
0.31%	0.29%	1.8	1.7	0.5	דיור-מחירי דירות בבעלות
0.22%	0.23%	5.8	6.1	4.5	הוצאות על נסיעות לחו"ל
0.19%	0.17%	29.3	25.5	5.4	הארוחה ונופש
0.13%	0.13%	9.5	9.7	-1.4	מסיבות ואירועים
0.13%	0.09%	2.6	1.7	0.6	מכוניות
0.06%	0.07%	4.4	5.3	1.2	ריהוט
0.05%	0.06%	4.1	4.4	0.8	ציוד חשמלי
<b>1.75%</b>	<b>1.76%</b>				<b>תרומה סך הכל</b>

הערכה זו מחדדת את החשיבות של השפעת סעיף הדיור על האינפלציה בשנה הקרובה. סעיף הדיור עלה ביולי ב-0.4%, כאשר סעיף מחירי הדירות בבעלות עלה בשיעור של 0.5% ושיקף עלייה בקצב השנתי של 1.8%. קצב העלייה השנתי עלה בחודשים האחרונים אך לא בקצב חריג, והוא עדיין נמוך מהסביבה של כ-2.5% שאיפיינה את סעיף זה טרום המשבר.

להערכתנו, ההתפתחויות בשנה הקרובה בסעיף זה יושפעו בעיקר מאופן ההתאוששות של שוק העבודה. ההתאוששות האיטית יחסית בשוק העבודה, הצפי לשיעורי אבטלה הגבוהים מאלו של טרום המשבר במקביל לתרומה פוחתת מצד הממשלה עם סיום מודל החל"ת, צפויים להותיר את סעיף זה סביב קצבי העלייה הנוכחיים של כ-2% בשנה הקרובה.

השינוי במחירי השכירות בהמשך יושפע במידה ניכרת מאופן ההתאוששות של שוק העבודה (סעיף הדיור - מחירי הדירות בבעלות, שיעור שינוי שנתי)

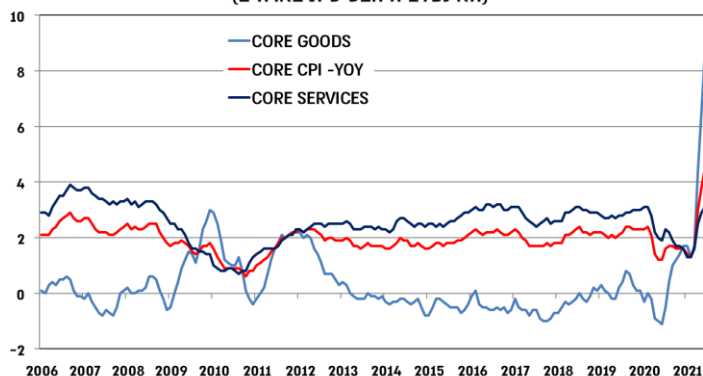


במידה ואכן אלו יהיו הקצבים שיאפיינו את סעיף הדיור, הדבר יתמוך בירידת מדרגה בקצב האינפלציה בחלקים המאוחרים של השנה אל תוך 2022, וזאת במקביל להתפוגגות השפעת פתיחת המשק ועוצמת העלייה במחירי הסחורות. בנוסף, ההתאוששות האיטית יחסית בשוק העבודה והמשך התחזקות השקל מותירם אותנו בהערכה כי האינפלציה תנוע סביב 1% בשנה הקרובה.

### סביבת האינפלציה מחוץ לארה"ב ממשיכה להיות מתונה, ומדד יולי בארה"ב סיפק אינדיקציה ראשונה להערכת "האינפלציה הזמנית"

מדד המחירים לצרכן לחודש יולי בארה"ב סיפק אינדיקציה ראשונה להערכת "האינפלציה הזמנית". ראשית, לאחר סדרת הפתעות משמעותיות כלפי מעלה, האינפלציה הבסיסית הייתה מעט נמוכה מהצפי (0.3% לעומת צפי ל-0.4%) והקצב השנתי התמתן קלות ל-4.3% לעומת 4.5% ביוני. סעיף התחבורה שהוביל את העלייה החדה באינפלציה בחודשים האחרונים אמנם עלה גם ביולי, אך בקצב מתון יותר ושיקף התמתנות במחירי הרכבים המשומשים ובמחירי הטיסות וזאת לעומת עלייה במחירי הרכבים החדשים. ההתמתנות היחסית בסעיפים שהובלו את העלייה החדה באינפלציה מפנה את פוקוס אל עבר סעיפי השירותים ובפרט לדיור, שכן הם אלו שצפויים להכתיב את סביבת האינפלציה בהמשך, כמובן בתלות במצב הבריאותי ובאופן החזרה לשוק העבודה. הירידה הקלה בקצב עליית האינפלציה הבסיסית שיקפה התמתנות קלה בקצב השנתי במחירי הסחורות (מוצרים) מ-8.7% ל-8.5%, ובשירותים מ-3.1% ל-2.9%. סעיף הדיור (OER) עלה ביולי ב-0.3% בדומה לשני המדדים הקודמים והשלים עלייה של 2.4% בשנה האחרונה. קצב העלייה בסעיף זה אמנם עולה אך לא באופן חריג כאשר הקצב בחודשים האחרונים (במונחים שנתיים) מתכנס לקצבים שאיפיינו אותו טרום המשבר.

סימני בלימה ראשונים בקצב האינפלציה בארה"ב  
(האינפלציה הבסיסית בארה"ב)



מקור: Bloomberg

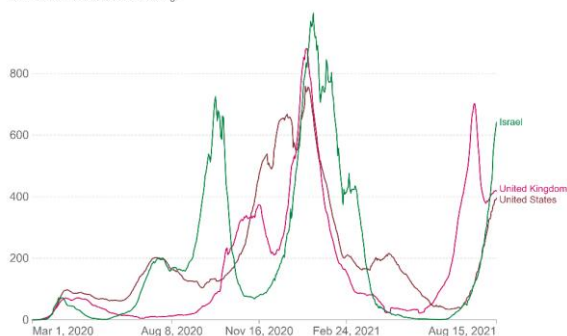
בהתחשב באינדיקציות מרכיבי המחירים ב-ISM, בהשפעות הממתנות של העלייה בתחלואה ובבלימת העלייה במחירי הסחורות, הרי שעולה ההסתברות לירידת מדרגה בקצב האינפלציה בהמשך השנה בארה"ב. עם זאת, גם לאחר ההתמתנות הקלה באינפלציה הבסיסית בארה"ב, היא ממשיכה לנוע בקצבים גבוהים משמעותית מאלו שבגוש היורו ובסין, שבהן היא נעה סביב 1%.

### ה-FED ממשיך להכין את השווקים לתחילת צמצום הרכישות עד לסוף השנה

מעבר להתפוגגות המסתמנת בקצב העלייה בחלק מהסעיפים שהובילו את האינפלציה מתחילת השנה, העלייה המחודשת בתחלואה בעולם צפויה להוות גורם ממתן לאינפלציה בחודשים הקרובים. חלק מהשפעה זו בא לידי ביטוי במחירי האנרגיה ובבלימת העלייה בהיקפי הטיסות, מגמה שצפויה להתגבר בתקופה הקרובה. העלייה המהירה במספר המאומתים בעולם ובתחלואה מובלת על ידי ארה"ב, כאשר באירופה נרשמה לאחרונה התייצבות סביב רמות גבוהות. ההתפתחויות באנגליה שהקדימה את המדינות המפותחות עם התפשטות וריאנט הדלתא מעורבות, כך שאמנם נרשמה ירידה במספר המקרים המאומתים ביחס לשיא שנרשם באמצע יולי, אך מגמת הירידה נבלמה בימים האחרונים.

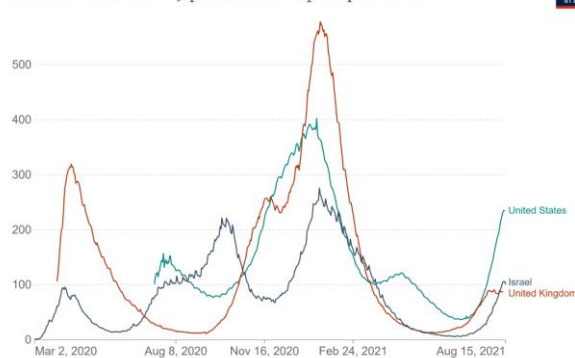
Daily new confirmed COVID-19 cases per million people

Shown as the rolling 7-day average. The number of confirmed cases is lower than the number of actual cases; the main reason for that is limited testing.



Source: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data

Number of COVID-19 patients in hospital per million

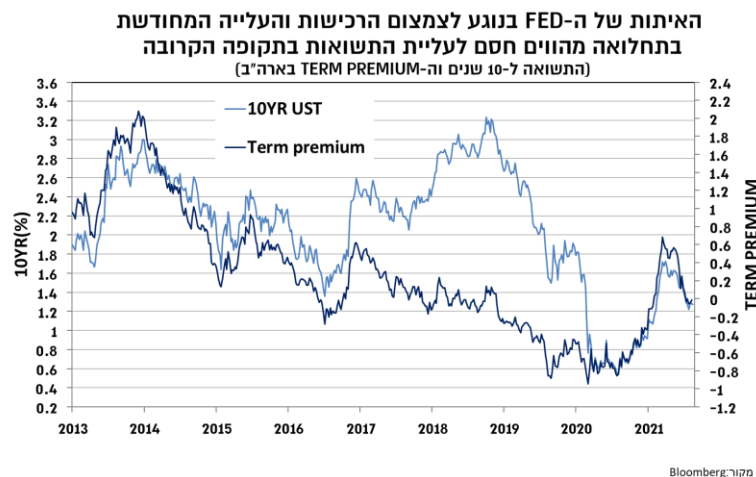


CC BY

Source: European CDC for EU countries, government sources for other countries - Last updated 15 August, 14:00 (London time)  
OurWorldInData.org/coronavirus - CC BY

בכל אופן, ניראה כי נכסי הסיכון ברובם מייחסים משקל נמוך יחסית להשפעת גל התחלואה הנוכחי מתוך ציפיה לפגיעה מוגבלת בפעילות ומתוך הערכה כי בתרחיש שהפגיעה תהיה מהותית יותר יידחה תהליך צמצום הרכישות בארה"ב, כך שבכל אופן גורם הדילמות צפוי לשחק תפקיד מכריע גם ברבעונים הקרובים.

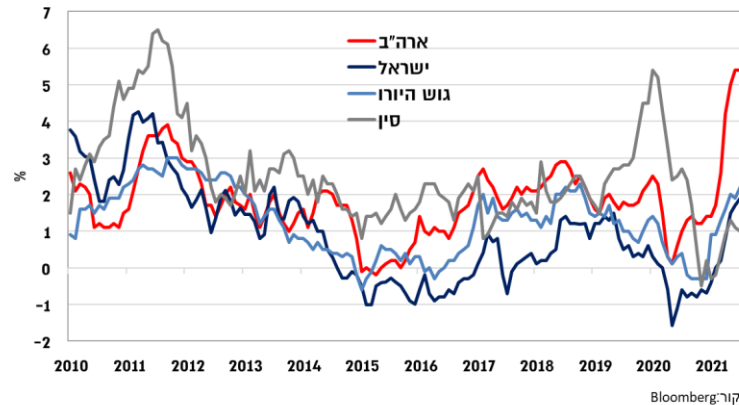
שוק האג"ח נותן להתפתחויות האחרונות ביטוי גבוה יותר וזאת מתוך ציפיה להתמתנות מסיימת בסביבת האינפלציה כאשר ברקע הרטוריקה של ה-FED בנוגע לצמצום הרכישות ממשיכה לצמצם את ה-Term premium. למרות הסימנים המעודדים מבחינת ה-FED בנוגע לאינפלציה הזמנית, הרי שקצב האינפלציה בארה"ב גבוה משמעותית מהסביבה הרצויה על ידי ה-FED. בהתחשב בשיפור שנרשם לאחרונה בשוק העבודה, לא מפתיע לראות את התגברות הקולות בקרב חברי ה-FED הקוראים לצמצום עוצמת ההרחבה המוניטארית. כפי שציינו בסקירה הקודמת בעקבות דו"ח התעסוקה, ה-FED יהיה מעוניין להשאיר בידיו את האופציה להכרזה על צמצום הרכישות כבר בהחלטה בספטמבר ולשם כך עליו להכין את השווקים לתרחיש זה. הערכה זו באה לידי ביטוי במהלך השבוע האחרון כאשר מספר חברי ה-FED דיברו באופן מפורש על צמצום רכישות קרוב וניראה כי הדילמה היא לגבי הכרזה בפגישה באמצע ספטמבר לבין תחילת נובמבר, ובכל אופן ניראה כי ה-FED מעוניין להתחיל את צמצום הרכישות עד לסוף השנה.



### הציפיות לאינפלציה בשוק המקומי ממשיכות לשקף פרמיית אינפלציונית גבוהה מדיי לשנים הקרובות

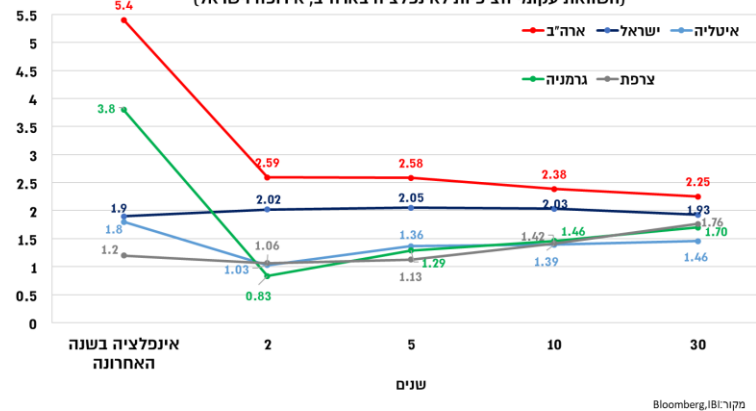
גם לאחר מדד יולי האינפלציה בישראל ממשיכה לנוע בקצבים המאפיינים את אירופה ונמוך משמעותית מאשר בארה"ב. העלייה בשנה האחרונה בשיעור של 1.9% ממשיכה להציב את ישראל בסביבת האינפלציה האירופאית שבה נרשמה עלייה של 2.2%. בנוסף, תמהיל האינפלציה המקומי ממשיך להישען על גורמים הקשורים לפתיחת המשק ולמחירי הסחורות בעולם, כלומר מחזק את ההערכה להתמתנות בסביבת האינפלציה בחלקים המאוחרים של השנה אל תוך 2022. כמו כן, גל התחלואה הנוכחי והמגבלות שנכנסו לתוקף במהלך אוגוסט צפויות להוביל להתמתנות בפעילות ובמחירים בדגש על סעיפי הפנאי, אירועים ונופש במהלך בתקופה הקרובה.

האינפלציה בישראל ממשיכה לנוע סביב הקצב האירופאי  
(האינפלציה בסין, ישראל, גוש הירור וארה"ב)



למרות זאת, הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק האג"ח ממשיכות להתאפיין ברמות גבוהות של כ-2% לאורך העקום, גבוה משמעותית מאלו שבמדינות האירופאיות המובילות וקרוב יותר לארה"ב. שכן, מעבר להתפוגגות הצפויה של השפעות פתיחת המשק, הרי שהמיקוד המחודש של הממשלה ברפורמות הקשורות ליוקר המחייה במשק מעלות את ההסתברות לסביבת אינפלציה נמוכה יותר בטווח הבינוני. לפיכך פרמיית האינפלציה הגלומה בשוק האג"ח בפרט בטווחים הבינוניים-ארוך מוסיפה להיות גבוהה מדיי, ולכן תומכת במשקל עודף לאפיק השקלי על פני הצמוד.

המיקוד המחודש של הממשלה ביוקר המחייה מחזק את ההערכה  
לכך שהציפיות לאינפלציה בטווח הבינוני-ארוך גבוהות מדיי  
(השוואת עקומי הציפיות לאינפלציה בארה"ב, אירופה וישראל)



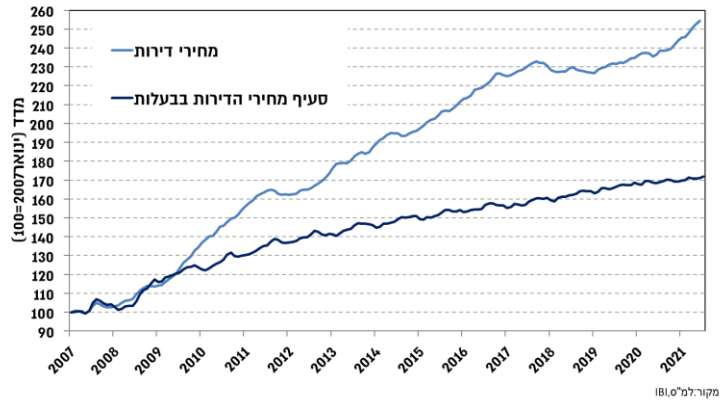
## התהליך האינפלציוני בשוק הדיור נמשך

התהליך האינפלציוני בשוק הנדל"ן למגורים נמשך גם בחודש שעבר עם אומדן לעלייה של 0.6% במאי-יוני לעומת אפריל-מאי, כך שהקצב השנתי טיפס ל-7.7%. העלייה במחירי הדירות אינה מפתיעה בהתחשב בשלל הנתונים האחרונים שהצביעו על עלייה חדה בהיקף המכירות והאשראי בענף, כאשר היקף המשכנתאות שנלקחו בחודש יולי, שנעו סביב רמות השיא של יוני, צפויות להוביל להמשך עליות המחירים גם בנתון שפורסם בחודש הבא.

אם בכל הנוגע למדד המחירים לצרכן עליות המחירים מתונות יחסית ומרבית הסיכויים הוא שמדובר בעלייה זמנית הנובעת מאופי המשבר ומפתיחת המשק, הרי ששוק הנדל"ן ממחיש איך ניראה תהליך אינפלציוני של ממש. תהליך זה נשען על מדיניות מוניטארית מרחיבה, עלייה חדה וממושכת בהיקפי האשראי לענף הנדל"ן למגורים, ועל ציפיות שאינן מעוגנות שמזינות את עליות המחירים, כולל התבטאויות מצד גורמים בממשלה בדבר צפי לעליות מחירים.

עוצמת העלייה בשנה האחרונה, של קרוב ל-8%, וזאת לאחר מגמת עלייה ממושכת בעשור האחרון, לא צפויה להשאיר את קובעי המדיניות אדישים. מעבר למגבלות אשראי נוספות של בנק ישראל, נראה כי זהו רק עניין של זמן עד שתגיע תגובת הממשלה בדמות העלאת נטל המס על המשקיעים.

**שוק הנדל"ן למגורים מדגים איך נראה תהליך אינפלציוני**  
 (מדד מחירי הדירות מול סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן - מחירי הדירות בבעלות)



לכותב המאמר ולחברת שרותי בורסה והשקעות בישראל- אי.בי.אי בע"מ ("שירותי בורסה") אין רישיון שיווק השקעות והם אינם מבוטחים בביטוח הנדרש מבעל רישיון בהתאם לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. בעת פרסום המאמר שירותי בורסה וכותב המאמר אינם בעלי עניין אישי בנושאים. כמו כן, אין במאמר כדי להוות תחליף לשיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

מסמך זה הינו עבודת מחקר שהוכנה על ידי מחלקת המחקר של שרותי בורסה והשקעות בישראל – אי.בי.אי. – בע"מ ("החברה") והוא מובא כשרות מקצועי ללקוחות כשירים בלבד, על כן, אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום דבר פרסומי. המסמך מבוסס על מידע שדווח לציבור על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מדויקים או בלתי מעודכנים. מסמך זה הינו חומר מסייע בלבד ואין לראות במידע במסמך זה כעובדתי או כמידע שלם וממצה של כל ההיבטים הכרוכים בניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנזכרים בו ולכן אין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן. מסמך זה הינו למטרות אינפורמטיביות בלבד, ואין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הצעה או שידול או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. קבוצת אי.בי.אי., עובדיה וחברי הדירקטוריון בתאגידי הקבוצה לא יהיו אחראים לכל נזק, ישיר או עקיף, שיגרם, אם יגרם, לצד כלשהו, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. תאגידי הנמנים על קבוצת אי.בי.אי. ו/או בעלי השליטה בה עשויים להחזיק ולסחור עבור עצמם ו/או עבור לקוחות הקבוצה בניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים המסוקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והם עשויים לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים. קבוצת אי.בי.אי. מעניקה מגוון שירותים בתחום ההשקעות, לרבות ייעוץ ו/או הפצה ו/או חיתום הנפקות וכן עשיית שוק, ועל כן עשויה להעניק שירותים אלה או אחרים לחברות הנסקרות או לקבוצת החברות הנסקרות, וכן עשויה לקבל תגמול מהותי בגין שירותים כאמור. מסמך זה הינו רכושה של החברה ואין להעתיק, לשכפל, לצטט, להפיץ או לפרסם בכל אופן מסמך זה או חלקים ממנו ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, של החברה.