

רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות,

סקירת מאקרו שבועית

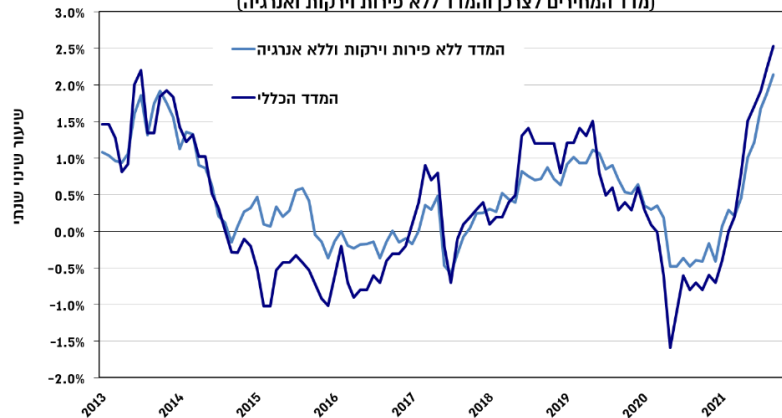
- ◆ ישראל ממשיכה להשתייך לקבוצת המדינות בעלות אינפלציה נמוכה יחסית. תמהיל המדד בספטמבר ממשיך לשקף את ההשפעות הנובעות מאופי המשבר ומוערכות כזמניות. אנו מצפים לעלייה של כ-1.3% באינפלציה בשנה הקרובה.
- ◆ תמהיל המדד לחודש ספטמבר בארה"ב בשילוב עם עליית מחירי האנרגיה מערערים את הערכת האינפלציה הזמנית, כך שנרשמה עליית מדרגה בציפיות לאינפלציה ולהעלאת הריבית בארה"ב.
- ◆ העלייה המהירה במחירי הדירות תיתקל בקרוב בתגובה מצד קובעי המדיניות שתכוון להצרת פעילות המשקיעים, אך סביר שלכל היותר היא תתבטא בבלימה מסוימת בקצב עליית המחירים. הפער בין העלייה המהירה במחירי הדירות לבין מחירי השכירות אינו חדש, מאפיין את המשק הישראלי לאורך העשור האחרון וצפוי להישמר כל עוד סביבת הריביות אפסית.
- ◆ העלייה בציפיות לאינפלציה לטווח קצר מובנת ומשקפת את הרגישות לזעזועי היצע ולאי הודאות סביב שוק העבודה. עם זאת, בטווח הבינוני הסיכוי לעלייה ממושכת באינפלציה נמוך שכן אחת מן השתיים, או ששיפור בצד היצע ימתן את סביבת המחירים או שהפתרון יגיע באמצעות האטת הביקושים בין היתר באמצעות המדיניות המוניטארית. אחת המסקנות מהערכה זו היא כי מגמת הירידה בריבית הריאלית נמצאת בשלבים מתקדמים.

העלייה באינפלציה נמשכה בספטמבר, אך התמהיל ממשיך לתמוך "באינפלציה

הזמנית"

מדד המחירים לצרכן לחודש ספטמבר עלה בשיעור של 0.2%, בדומה להערכת הקונצנזוס. בספטמבר אשתקד, סביב הכניסה לסגר השני, נרשם מדד שלילי של -0.1%, כך שעליית המדד בספטמבר הנוכחי תורגמה לעלייה בקצב השנתי ל-2.5% לעומת 2.2% באוגוסט. המדד ללא אנרגיה פירות וירקות עלה בשיעור מתון יותר של כ-0.1%, ובשנה האחרונה עלה בשיעור של 2.1%.

העלייה באינפלציה נמשכה גם בספטמבר, אך התמהיל ממשיך להישען על גורמים שמחזקים את הערכת האינפלציה הזמנית (מדד המחירים לצרכן והמדד ללא פירות וירקות ואנרגיה)

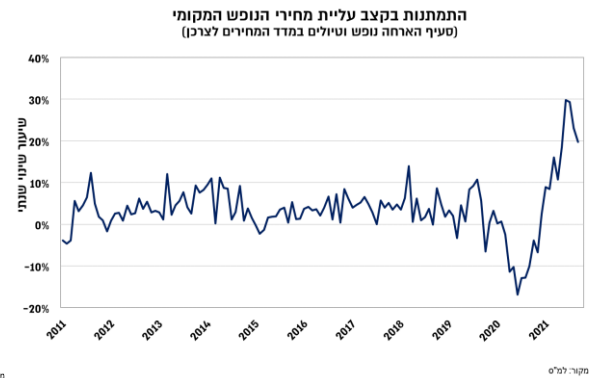
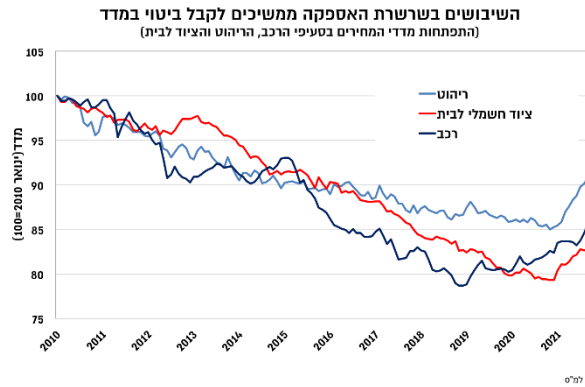


מקור: למ"ס, בנק ישראל

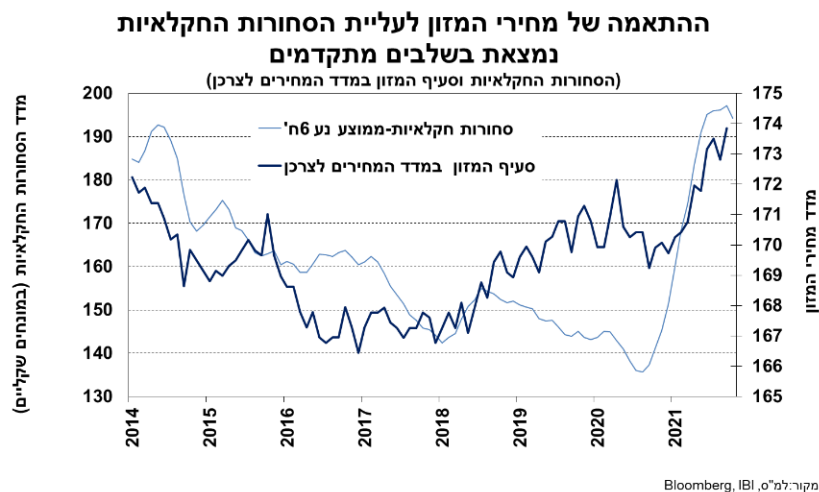
בדומה למדדים הקודמים ועל אף העלייה בקצב האינפלציה השנתי, גם מדד ספטמבר לא הצביע על שינוי בסביבת האינפלציה, אלא המשיך לשקף את השפעות הגלובליות הנובעות מאופי המשבר (בעיקר שרשרת האספקה), השפעות פתיחת המשק, שמראה סימני התמתנות מסיימים, וכל זאת במקביל להשפעות עונתיות. כך, עיקר התרומה לעליית המדד בספטמבר הגיעה מגורמים עונתיים, ובראשם מחירי הפירות וירקות, הדיור והמזון. העלויות בסעיפים אלו קוזזו בירידה עונתית במחירי הנופש המקומי ובסעיף ההלבשה והנעלה.

סעיף במדד המחירים לצרכן	שינוי במדד ספטמבר	שינוי מתחילת השנה	שינוי בשנה האחרונה	תרומה מוערכת מתחילת השנה	תרומה מוערכת בשנה האחרונה
דיור-מחירי דירות בבעלות דלקים	0.4	2.6	1.9	0.46%	0.33%
מזון	0.6	2.4	2.7	0.35%	0.39%
מכוניות	1.1	3.9	4.5	0.20%	0.23%
הוצאות על נסיעות לחו"ל	-0.3	4.5	4.2	0.17%	0.16%
מסיבות ואירועים	-0.6	9.6	9.6	0.14%	0.14%
הארחה ונופש	-15.4	17.2	19.7	0.13%	0.15%
ריהוט	0.8	6.5	6.4	0.09%	0.09%
ציוד חשמלי	0.2	4.4	4.2	0.06%	0.05%
תרומה -סך הכל				2.03%	1.95%

העלייה במחירי הנופש המקומי נבלמה בספטמבר, עם ירידה של כ-15%, וזאת לאחר מגמת עלייה ממושכת של קרוב ל-40% מתחילת השנה ועד לאוגוסט. אמנם רמות המחירים בסעיף זה עדיין גבוהות מאוד, עם עלייה של כ-20% בשנה האחרונה, אך נראה כי ככל שנרשם שיפור במצב הבריאותי, סעיף זה וסעיף הנסיעות לחו"ל חוזרים בהדרגה לדפוסי העונתיות הרגילים. לעומת זאת, בכל הנוגע למוצרים המושפעים משרשרת האספקה וחומרי הגלם נמשכה העלייה והיא בולטת במיוחד במחירי הרכבים ובריהוט והציוד לבית. אמנם לאחרונה התקבלו אינדיקציות לירידה במחירי התובלה, אך גם בהנחה ומגמה זו תימשך, השפעת תורגש רק במהלך 2022, כך שסביר לצפות להמשך תרומה לעלייה במדד מצד מוצרים אלה גם במבט לרבעון-שניים הקרובים.



מבחינת מחירי המזון, בספטמבר נרשמה עלייה עונתית של 0.6%, כך שמתחילת השנה נרשמה עלייה של כ-2.5% בסעיף זה. העלייה במחירי המזון לא מהווה הפתעה של ממש וזאת על רקע העלייה החדה במחירי הסחורות החקלאיות שנרשמה במהלך המחצית הראשונה של השנה. לעומת זאת, במהלך החודשים האחרונים נבלמה העלייה במחירי הסחורות החקלאיות, כך שהתרומה הצפויה מצד סעיף המזון למדד צפויה להערכתנו לרדת מדרגה במהלך השנה הקרובה.

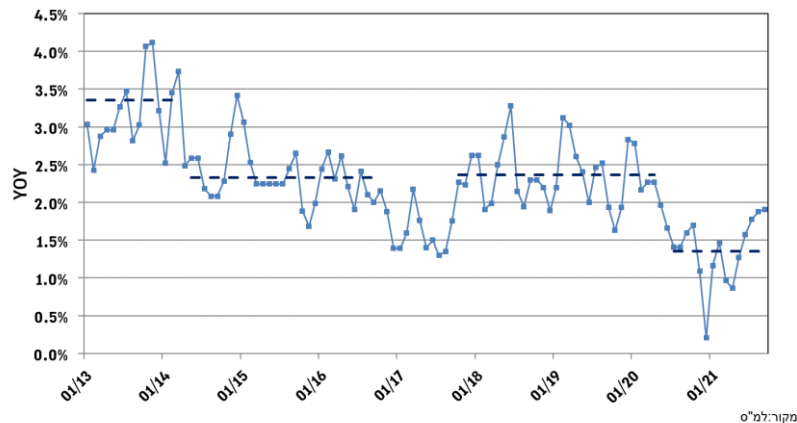


לעומת ההתמתנות היחסית במחירי הסחורות החקלאיות, נמשכת העלייה במחירי האנרגיה בעולם, והיא צפויה לתרום להמשך עלייה באינפלציה בחודשים הקרובים. עם זאת, מבחינת השוק המקומי השפעת העלייה במחירי האנרגיה פחותה מזו שבגוש היורו ובארה"ב, הן בהתחשב במשקל נמוך יותר של רכיב האנרגיה במדד (כ-5% לעומת כ-7% בארה"ב וקרוב ל-10% בגוש היורו) והן בהתחשב בכך שמחיר הגז נמוך יחסית במדינות מפיקות גז ביחס ליבואניות כמו מרבית המדינות באירופה, ובשל רכיב המיסוי הגבוה מתוך מחיר הבנזין לצרכן.

נמשכת העלייה המהירה במחירי הדירות ביחס למחירי המשכירות

העלייה בסעיף מחירי הדירות בבעלות, 0.4%, הייתה בשיעור דומה לספטמבר אשתקד כך שקצב העלייה השנתי, 1.9%, נותר ללא שינוי לעומת אוגוסט. פתיחת המשק והשיפור בשוק העבודה תומכים אמנם בעלייה בשכר הדירה, אך ככל שהירידה באבטלה העמוקה תהיה ממושכת (ממשיכה לנוע סביב רמות של כ-300 אלף), היא תהווה גורם ממתן לקצב העלייה במחירי השכירות, כך שבמקביל לתרומה פוחתת מצד הממשלה עם סיום מודל החל"ת, אנו מצפים לעלייה בשנה הקרובה חזרה לקצבים שאיפיינו את שוק השכירות טרום המשבר, כלומר סביבי של 2.5%-2.0%.

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

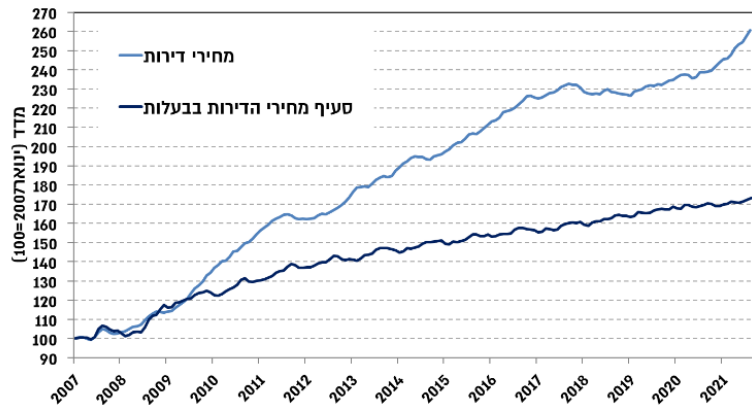


לעומת העלייה המתונה יחסית במחירי השכירות, נתוני הפעילות החזקים בשוק הנדל"ן למגורים ממשיכים לקבל ביטוי גם בעלייה במחירי הדירות. העלייה החדה בפעילות ובאשראי בחודשים האחרונים הובילו להמשך עלייה במחירי הדירות, ולפי אומדן ראשון מדד מחירי הדירות עלה ביולי-אוגוסט בשיעור של 1.2%, לאחר עלייה דומה בחודש הקודם, כך שהוא השלים עלייה של כ-9% בשנה האחרונה. הפער בין מחירי הדירות לבין מחירי השכירות אינו בגדר תופעה חדשה אלא משקף את ההתפתחויות בשוק הדיור לאורך העשור האחרון. התפתחות זו משקפת את הפער שבין הביקוש לדירות, שמושפע מאוד מהעלייה החדה במשקל המשקיעים לאורך העשור האחרון, על רקע סביבת הריביות האפסית ופערי המיסוי ביחס לשוק ההון, וזאת לעומת הביקוש לדיור שמושפע מהגידול במשקי הבית ומההתפתחויות בשוק העבודה. כל עוד לא חל מפנה משמעותי בסביבת הריביות ובמידה מסוימת גם במיסוי, הרי שפער זה צפוי להמשיך ולהיות רחב.

עם זאת, עליית המחירים החדה במחירי הדירות לא צפויה להשאיר את קובעי המדיניות אדישים, בתקופה הקרובה צפויה להתקבל תגובה שתנסה למתן את פעילות המשקיעים. כפי שעלה לאחרונה מפרסומים במדיה צעדים אלו עשויים לכלול העלאת מס רכישה, מיסוי דירות המשמשות לתיירות, קיצור תקופת הטבת המס למשפרי דיור במקביל לצעדים להגבל ההיצע. בנוסף, כל עוד בנק ישראל לא ישתמש בכלי הריבית, הוא ימשיך לתרום את חלקו במגבלות אשראי על פעילות המשקיעים. בהנחה והצעדים שיוצגו על ידי משרד האוצר יהיו אכן אלו שפורסמו לאחרונה, לא צפוי מפנה משמעותי בשוק הדיור אלא בעיקר בלימת קצב העלייה במחירי הדירות.

הפער בין מחירי הדירות לשכר הדירה מאפיין את שוק הנדל"ן כבר למעלה מעשור

(מדד מחירי הדירות מול סעיף מחירים לצרכן - מחירי הדירות בבעלות)

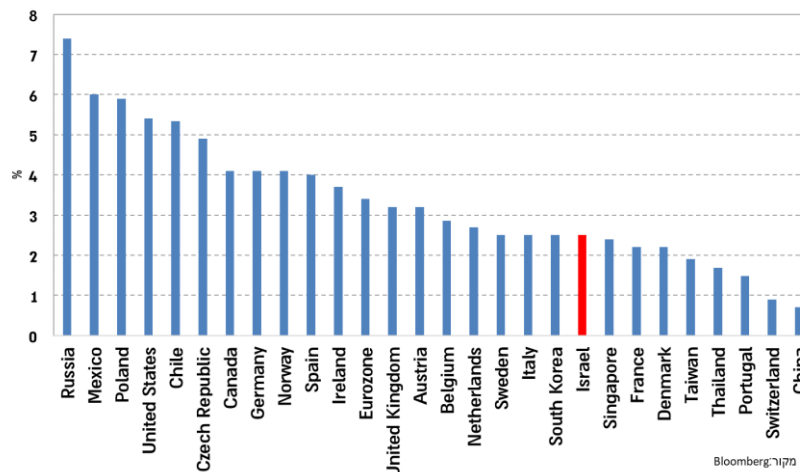


מקור: IBI, ס'מ

צפי לסביבת אינפלציה של 1%-1.5% בשנה הקרובה

סביבת האינפלציה המקומית ממשיכה להיות מבין הנמוכות ביותר בקרב המדינות המפותחות, בוודאי ביחס לזו שבארה"ב ולאחרונה גם ביחס לגוש היורו. מאפייני המשבר הם בעלי השפעה זהה בכל הנוגע למוצרים התעשייתיים/הסחירים תוך שונות בעוצמת העלייה הנובעת גם מאופן התגובה הפיסקאלית למשבר, ממידת ההשפעה של מחירי האנרגיה, שרלוונטית גם לאינפלציה הצפויה בתקופה הקרובה. בנוסף, שונות זו נובעת גם משער החליפין וכמובן ממאפיינים מבניים המשפיעים על אינפלציית הבלתי סחירים.

ישראל נמצאת בקבוצת המדינות עם אינפלציה נמוכה יחסית (האינפלציה בשנה האחרונה במדינות נבחרות)



מקור: Bloomberg

במבט קדימה, אנו מצפים לסביבת אינפלציה של 1%-1.5% בשנה הקרובה (עלייה של 1.3% ב-12 החודשים הקרובים). תחזית זו ממשיכה להישען על הערכה להמשך תרומה חיובית מצד גורמים המושפעים מאופי המשבר ובפרט הגורמים הגלובליים בחודשים הקרובים, אך להתפוגגות הדרגתית של השפעות אלו במהלך 2022. כמו כן, תמיכה לכך צפויה להתקבל מהצפי לשיפור הדרגתי בלבד בשוק העבודה, מיצוי ההשפעה של מודל החל"ת והמשך התחזקות השקל. מבחינת מדיניות הממשלה, צפויה עליית מחירים חד פעמית לאחר אישור התקציב (בעיקר פלסטיק, סוכר) וככל הנראה גם העלאת מס

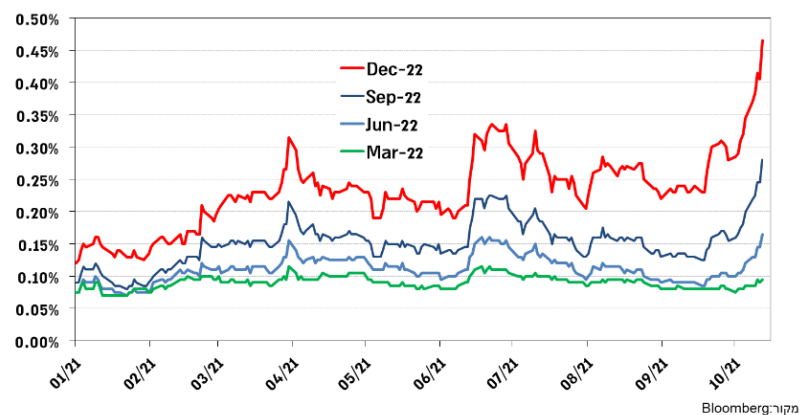
הרכישה, כאשר מנגד העברת רפורמת החקלאות והתקינה האירופאית צפויים להוות גורמים ממתני אינפלציה במבט לשנה-שנתיים הקרובות.

עליית מדרגה נוספת בציפיות לאינפלציה ולריבית בארה"ב

שוק איגרות החוב בארה"ב רשם במהלך השבוע האחרון עליית מדרגה נוספת בציפיות לאינפלציה לאורך העקום. אם בשבוע הקודם העלייה בציפיות נשענה על העלייה במחירי האנרגיה בעולם, הרי שהמהלך האחרון הושפע ממדד ספטמבר ובפרט מתמהיל המדד שהצביע על עלייה גבוהה יחסית ברכיב הדיור. אמנם הערכת האינפלציה הזמנית נשענת גם על צפי לתחלופה בתרומה לאינפלציה, אך בהתחשב בסביבת האינפלציה הגבוהה יחסית, במידה והתחלופה לא תהיה מסונכרנת, הרי שהחשש מפני עלייה ממושכת באינפלציה שתגרור גם לחצים לעליית שכר יגבר. העלייה בציפיות אמנם בלטה בטווח הקצרים, עם עלייה של כ-20 נ"ב ל-2.95% בציפיות לשנתיים, אך רמת הציפיות ל-5 ול-10 שנים עלתה אף היא מדרגה ל-2.75% ולכ-2.55%, בהתאמה.

העלייה בציפיות לאינפלציה בארה"ב לוותה גם בעלייה מהירה בציפיות להעלאת הריבית, מעבר להערכות שעלו בהחלט הריבית האחרונה בקרב חברי ה-FED. בתמחור הנוכחי החוזים על ריבית ה-FED מגלמים הסתברות חלקית להעלאה כבר ביוני 2022, וכשתי העלאות עד לסוף 2022. העלייה בציפיות להעלאת הריבית השפיעה בעיקר על הטווחים הקצרים-בינוניים ואילו בטווחים הארוכים נרשמה ירידת תשואות, כך שנרשמה השתטחות של עקום התשואות. התפתחות זו משקפת הערכה לכך שבמידה והעלייה באינפלציה תוביל את ה-FED להעלאת ריבית, היא תהיה מוגבלת יחסית שכן היא תלווה בהאטה בפעילות.

עלייה ניכרת בציפיות להעלאת ריבית בארה"ב
(החוזים על ריבית הפד ל-2022)

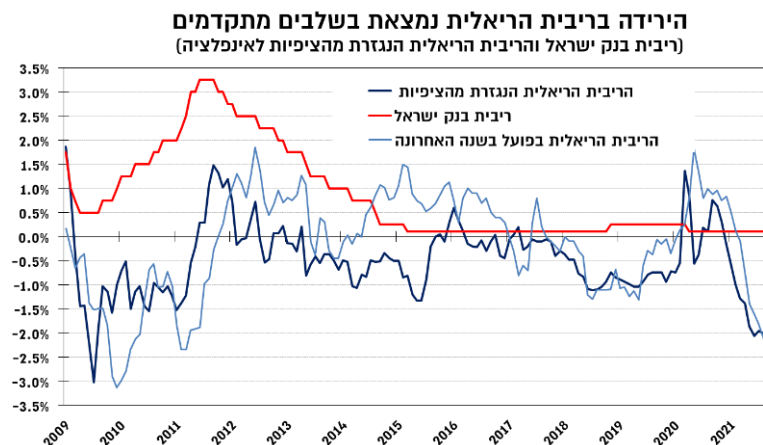


הירידה בריבית הריאלית נמצאת בשלבים מתקדמים

באופן כללי, העלייה בציפיות לאינפלציה לטווח קצר מובנת ומשקפת את הרגישות לעזעוני היצע ולאי הודאות סביב ההתפתחויות בשוק העבודה. רגישות זו נובעת מנקודת מוצא של אינפלציה גבוהה יחסית בשנה האחרונה, אי ודאות סביב עיתוי השיפור בשרשרת האספקה הגלובלית וסביב ההשפעה של ההתאוששות של שוק העבודה על קצב עליית השכר, ולאחרונה גם עקב העלייה המהירה במחירי האנרגיה בעולם. עם זאת, במבט לטווח הבינוני הסיכוי לעלייה ממושכת

באינפלציה נמוך להערכתנו שכן אחת מן השתיים, או שהשיפור בצד ההיצע ימתן את סביבת המחירים או שהפיתרון יגיע באמצעות האטת הביקושים, בין היתר, באמצעות המדיניות המוניטארית.

הדבר מקבל ביטוי גם ברמת הריבית הריאלית. בהיבט המקומי, סביבת הריבית האפסית מאפיינת את המשק הישראלי מאז תחילת 2015, כך שלמעשה הריבית הריאלית הוכתבה על ידי סביבת האינפלציה. העלייה המהירה באינפלציה מתחילת השנה בשיעור של כ-2.5% הובילה את הריבית הריאלית לטריטוריה שלילית עמוקה שנצפתה בפעם האחרונה רק ביציאה מהמיתון של 2008-2009. אמנם קיים שוני בין מאפייני המשברים ומצב המשק הישראלי, אך לדעתנו הסבירות לכך שהריבית הריאלית תישאר בטריטוריה שלילית עמוקה לפרק זמן ממושך נמוכה מאוד, ומגמת הירידה בה נמצאת בשלבים מתקדמים. בהתחשב ברגישות הגבוהה שעדיין קיימת לשער החליפין של השקל ובהתחשב בכך שהאינפלציה נמצאת עדיין בגבולות היעד ונתמכת עד כה בגורמים שמוערכים כזמניים, הרי שמדיניות בנק ישראל תתאפיין בסבלנות בהמתנה להתבהרות בנוגע לתמונת המאקרו העולמית בכלל ובנוגע לסביבת האינפלציה בפרט. עם זאת, סביר כי למעט תרחיש של האטה משמעותית בפעילות, בנק ישראל ישאף להוביל בשלב ראשון את הריבית הריאלית לסביבה פחות שלילית. אם אכן האינפלציה תתברר כזמנית, עיקר העלייה בריבית הריאלית תגיע מירידה בסביבת האינפלציה, אחרת העלייה בריבית הריאלית תונע על ידי העלאת ריבית בנק ישראל.



מקור: בנק ישראל, IBI

גילוי

לכותבי המאמר ולחברת שרותי בורסה והשקעות בישראל- אי.בי.אי בע"מ ("שירותי בורסה") אין רישיון שיווק השקעות והם אינם מבטחים בביטוח הנדרש מבעלי רישיון בהתאם לחוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. בעת פרסום המאמר שירותי בורסה וכותבי המאמר הינם בעלי עניין אישי בנושאי הנובע מאחזקותיהם בניירות הערך הנזכרים בסקירה או מקיומם של קשרים עסקיים עם החברות המוזכרות. יובהר, כי אין באמור בסקירה 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 המסווגים ככשירים בלבד כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. 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 תומך החלטה בלבד ואין לראות במידע במסמך זה כעובדתי או כמידע שלם וממצה של כל ההיבטים הכרוכים בניירות הערך ו/או בנכסים 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 או לקוח.

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 בנכסים 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. ככל שהתכנים במסמך זה מיועדים להפצה בכלי התקשורת, באופן מלא או חלקי, יודגש כי על כלי התקשורת המפרסם לציין בפני קוראיו כי "בעת פרסום המסמך, כותב המסמך אינו בעל עניין אישי בנושאי, כמו כן, אין במסמך זה כדי להוות תחליף לשיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם".