

תמצית

השפעת העלאות הריבית **המקומיות**, בתמסורת הניכרת של שיעור גבוה של משכנתאות בריבית משתנה ממשיכות למתן את עודף הפעילות הנובע מהרצון לפצות על הקורונה, בתחילת השנה, והשפעת ההרחבה הפיסקלית המקומית, בחודשים האחרונים. זה מיתרגם לסקר הערכת המגמות בעסקים אשר עובר (שוב) להצביע על התרחבות, ביולי. אבל הסעיפים מוטי צרכן שבו, מנגד, מצביעים על היחלשות ניכרת.

אותו הצרכן הישראלי ממשיך לשבור שיאים בטיסות לחו"ל באוגוסט. אבל קצב הרכישות ברשתות השיווק, מנגד, מצביע על העמקת ההאטה, בראייה רחבת.

בינתיים, מחירי הנפט העולמיים ממשיכים לטפס ביתר שאת, בסיוע אינדיקציות מפתיעות לגל ביקושים נוסף **בארה"ב**. מצד שני, זה מעמת את הפד עם עקום תשואות גבוה יותר. ונראה שה-Fed הוא הראשון למצמץ בהקשר הזה.

מדד מחירי היצרן **באירופה** ליולי, בינתיים, הצביע על התמתנות ניכרת, עוד טרם עליית מחירי הנפט, ובכך מספק להערכתנו אינדיקציות חשובות על היום שאחריו.

כנ"ל, **בסין**, הכלכלה יוצאת מסביבה דיפלציונית, במידה רבה הודות להשפעת אפקט הבסיס. מאידך, לא ברור אם ה-PBoC יידרש להורדת ריבית נוספת, השבוע.

מאקרו

ישראל: בפעם השלישית בחצי השנה האחרונה, סקר הערכת המגמות בעסקים חוזר לטריטוריה חיובית, ביולי, אם כי מתונה מאוד, של 0.5%. מבחינה ענפית, נראה כי השיפור הפעם נובע במידה רבה כתוצאה מענפי הבינוני, על רקע התייצבות הסביבה האינפלציונית, לפחות כפי שזה נראה במהלך החודש, טרם המהלכים האחרונים של הנפט והדולר. אופטימיות יחסית נרשמה גם בענפי התעשייה, והשירותים.

ריביות

4.75%	ריבית ב"י
23/10/2023	מועד החלטת ריבית קרובה
27/11/2023	מועד החלטת ריבית שאחריה
4.75% (ללא שינוי)	הערכתנו לריבית בהחלטה הקרובה
3.75%	הערכתנו לריבית בעוד 12 חודשים
4.52%	FRA 9x12

אינפלציה

3.3%	אינפלציה 12 חודשים אחרונים
0.4%	תחזית שלנו לאוגוסט
2.8%	תחזית שלנו לשנה קדימה

סחורות ודולר

שינוי שבועי	ערך	
0.7%	2,114	CRB שקלי
0.8%	1,481	סחורות חקלאיות שקלי
3.9%	349.1	נפט (ברנט) שקלי
1.5%	3.8510	דולר

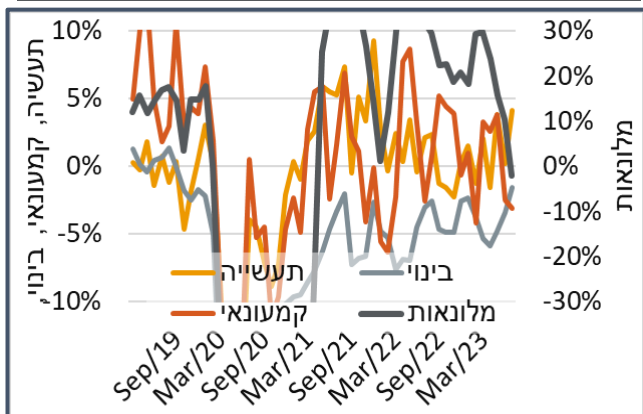
מדדי "הפחד"

שינוי שבועי (נק' אחוז)	ערך	
0.8	13.8	VIX ארה"ב
0.1	17.3	VSTOXX אירופה

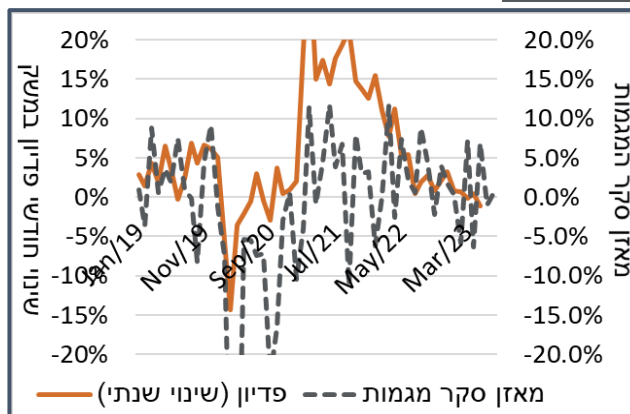
← בניגוד בולט לאלה, בענפים הקרובים יותר ללקוח, נצפתה שחיקה מהותית של הסנטימנט. ענף הקמעונאות, בפרט, עבר למאזן שלילי של -5.7% הנמוך מאז היחלשות השקל והעלייה במפלס החששות המקומי, בתחילת השנה. באופן התואם את הדיווחים בתקשורת, המצב אף חמור יותר בענף המלונאות, עם נפילה למאזן של -28%, שפל מאז פברואר 2021.

מאזן פעילות ענפי בסקר המגמות בעסקים

- שינוי שנתי בממוצע נע שלושה חודשים



שינוי שנתי במדדי הפדיון ומאזן סקר המגמות



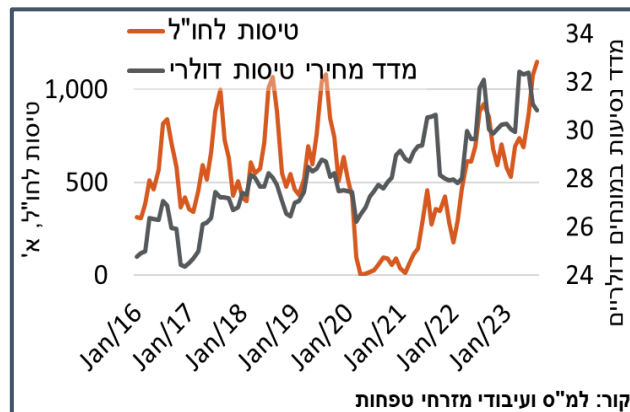
• העלאות הריבית ממשיכות להיעדר באופן בולט מנתוני היציאות לחו"ל של הישראלים, אשר רשמו שיא חדש של כל הזמנים, של-1.34 מ', באוגוסט. הנתון החדש גבוה בכ-8% מהשיא הקודם, מאוגוסט 2019, מה שמשאיר אותנו יחסית יציבים בחישוב לנפש, ב-4 השנים האלה. תיקון העונתיות פה ממשיך להיות לא ברור בשלב הנוכחי של היציאה מהקורונה. אבל גם כאן הלמ"ס מדווחת על מעט מעל למיליון יוצאים מהמדינה באוגוסט, שני רק לנתון מאי.

← במקביל לעלייה בטיסות הישראלים לחו"ל, ניכרה גם עלייה של כ-5.3% בכניסות התיירים לארץ, דרך האוויר, לכ-256 א'. במובן זה, סביר להניח שמגבלת נפח הפעילות על נמלי האוויר יותר מהותית כרגע על הטיסות לחו"ל, מאשר מגבלת ההוצאה של הצרכנים. ונצפה שזה יבוא במידה מסוימת לידי ביטוי במחירי הטיסות במדד המחירים לצרכן, ביום שישי הקרוב.

שינוי שנתי ברכישות רשתות שיווק ומדדי הפדיון במשק



כמות טיסות לחו"ל ומדד מחירי טיסות לחו"ל במונחים דולריים

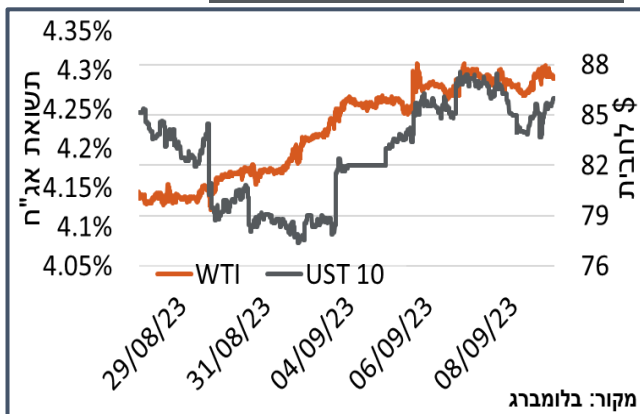


• בניגוד בולט, וראוי לציון אל מול נתוני הטיסות לחו"ל, נתוני פדיון רשתות השיווק מאשררים הרבה ממה שראינו לפני שבועיים בנתוני כ. האשראי. בפרט, סך הפדיון של רשתות השיווק הצליח לטפס בעוד 0.1% במהלך יולי.¹ נתון זה ממתן אותנו לקצב גידול שנתי של כ-2.3% בפדיון הרשתות – דומה לקצב הגידול של האוכלוסייה.

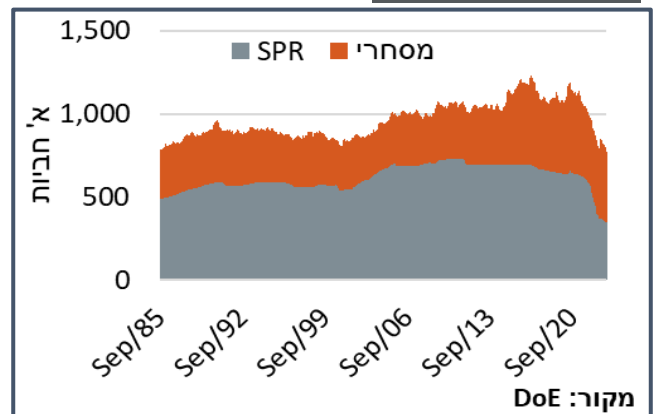
← פדיון רשתות המזון הציג התמתנות ניכרת יותר, עם ירידה של 0.2% במהלך השנה האחרונה. פדיון המזון כנראה מושפע יותר מכמות היציאות הגבוהה לחו"ל. ועדיין, בחודשים האחרונים הסדרה (הריאלית) נוטה לדשדש סביב צמיחה שנתית אפסית, אשר נובעת להערכתנו מעליית מחירי המזון של השנה האחרונה. והשפעה גדולה יותר על בעלי ההכנסות הנמוכות.

ארה"ב: למרות האינדיקציות להאטה בקצב הצמיחה העולמי, מחירי הנפט המשיכו לעלות. בארה"ב, באופן בולט, ה-WTI סיכם שבוע שני של עליות, אשר הגיעו במהלך השבוע מספר פעמים אל סביבות רמת \$88 לחבית – שיא מאז נובמבר אשתקד. העלייה השבוע מיוחסת בעיקר לגורמי היצע. ובפרט, ההצהרה של ערב הסעודית להעמיק את הקיצוץ בתפוקה, ב-1.3 מיליון חביות ליום, עד דצמבר. ניכר כי בשלב הנוכחי, הרגישות במחיר הנפט למגבלות ההיצע הינן גדולות יותר מבעבר, על רקע דיווחים של ה-EIA על המשך התמתנות הרזרבות בארה"ב, לשפל של 30 השנים האחרונות.

מחירי הנפט בארה"ב בחודש האחרון ותשואת האג"ח ל-10 שנים



רזרבות נפט בארה"ב, מסחרי ובמאגר הנפט האסטרטגי



← במובן זה, עליית מחירי הנפט מגיעה כגורם חיצוני לסביבה המוניטארית בארה"ב. עקום התשואות האמריקאי, שפתח את השבוע בסביבת 4.10%, הגיב באופן בולט לעליית מחירי הנפט. וטייל במהלך השבוע קרוב לסביבת ה-4.30% שראינו באוגוסט, טרם האינדיקציות להתקררות משוק התעסוקה. מהלך עליית התשואות לווה, שלא במפתיע, בהתחזקות של הדולר בעולם, כאשר ה-Dollar Index התחזק בכ-0.8% במהלך השבוע. והשלים ראלי של מעל לחמישה אחוזים מרמות השפל של יולי.

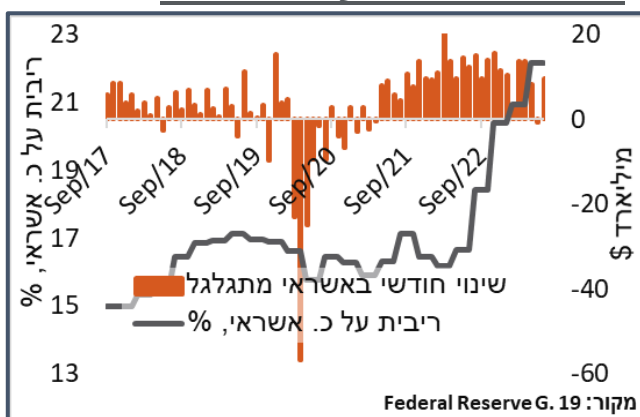
¹ מנוכה עונתיות

← ההתקררות בשוק התעסוקה, יחד עם עליית התשואות, בשל גורמים חיצוניים, כאמור, והתחזקות הדולר, הביאו את הפד להידרש פחות לרטוריקה ניצית. לתפיסתנו, על רקע זה שרמות התשואה הנוכחיות נמצאות במקום נוח יחסית מבחינת חברי הפד, ככלל. לדוג' באמצע השבוע שעבר, בסמוך לעליית התשואות, חבר מועצת הנגידים של הפד כריסטופר וולר, המשויך לרוב לצד הניצי יותר של חברי הפד, הצהיר כי "הנתונים האחרונים יאפשרו לפד להמשיך בזהירות. ויתנו לפד מרווח לפני החלטת הריבית הבאה."

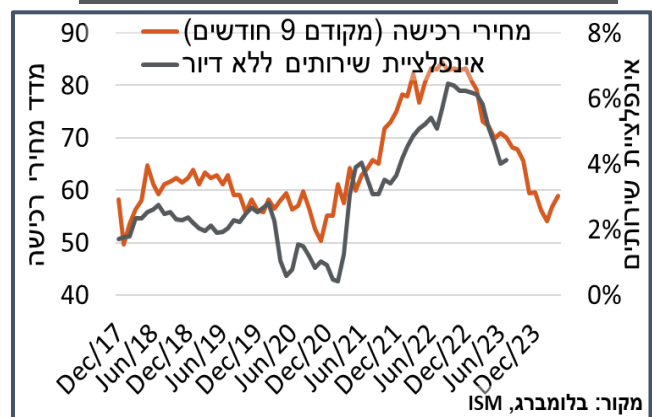
← באופן דומה, במקום ניסוח ה-Data Dependent כאפשרות להעלאת ריבית של הפד, בהחלטות הבאות, נשיאת הבנק הפדרלי של בוסטון, סוזן קולינס, שהתבטאויותיה המוניטריות מתונות לרוב, הצהירה כי הגיע הזמן שהמדיניות המוניטרית תהיה סבלנית. וכי הפד "עשוי להיות מאוד קרוב או אולי בשיא הריבית, אם כי היא אינה חושבת שאנו 'שם' בהכלת האינפלציה."

- לאחר שהות בטריטוריה מרחיבה קלות, של 52.7 נ', מדד ה-Institute of Supply Management למגזר השירותים הפתיע באוגוסט, עם התרחבות לשיא של חצי שנה, ברמת '54.5'. שיעור ניכר מהשיפור במדד החודש נבע מסעיפי ההזמנות החדשות, עם עלייה של 2.5 נ' לעומת המדד ביולי, ל-57.5.
- ← למרות מגמת התמתנות האינפלציה במדד המחירים לצרכן בארה"ב, לפחות ככל שזה לא כולל את מחירי האנרגיה, סעיף המחירים של מדד ה-ISM רשם עלייה של 2.1 נקודות במהלך החודש, לרמת 58.9. סעיף זה מהווה אינדיקטור מוביל לא רע לאינפלציית מחירי השירותים ללא דיור. ויחד עם התבססות הציפיות מהפד שלא להעלות ריבית בזמן הקרוב, העלייה בסעיף הזה תרמה משמעותית, להערכתנו, לעליית התשואות בטווחים הארוכים יותר של העקום, עם פרסום המדד.

שינוי חודשי באשראי צרכני מתגלגל בארה"ב וריביות על כ. אשראי



מחירי רכש של ספקי שירותים במדד ISM ואינפלציית שירותים ללא דיור

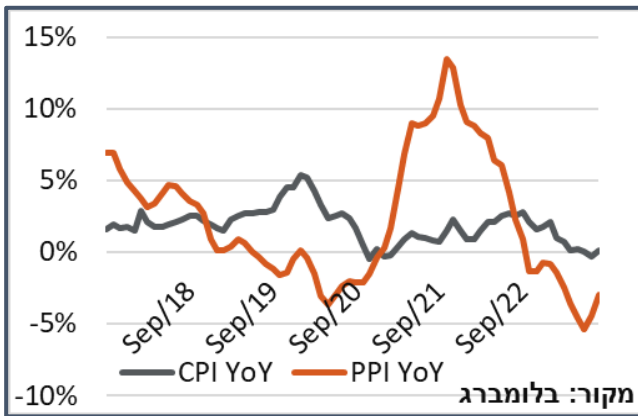


- סך האשראי הצרכני בארה"ב המשיך לצמוח ביולי, אם כי בקצב מתון יחסית של 10.4 מיליארד ד', באופן התואם את החולשה הקלה במדדי המחירים לצרכן של החודש. על רקע רמות הריבית הגבוהות, חלקו הארי של הגידול הינו באשראי המתגלגל, אשר הוסיף 9.6 מיליארד ד'. אשראי לא מתגלגל, הכולל שכר לימוד ורכב, מאידך, הוסיף כפועל יוצא פחות מעשירית מזה.

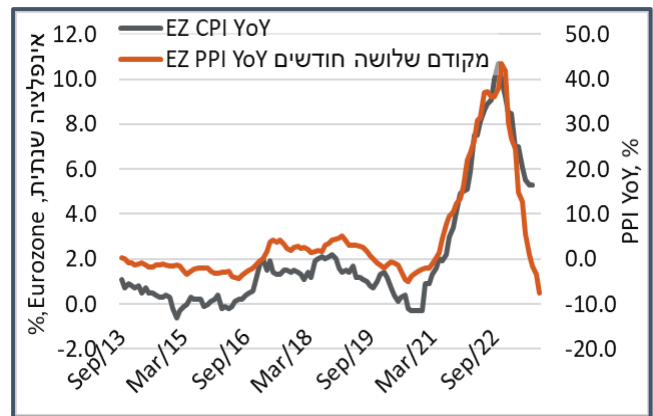
אירופה: בניגוד להתחדשות האינפלציה, אך בהתאם לקונצנזוס האנליסטים, מדד המחירים ליצרן של ה-Eurozone הצביע ביולי על התמתנות שנתית של 7.6%. הסיפור האנרגטי הוא רוב העניין פה, עם עלייה שנתית, עדיין, של כ-1.4% במדד המחירים ליצרן, ללא אנרגיה.

← עליית מחירי האנרגיה, תעכב להערכתנו את חזרת האינפלציה ליעד, לפחות במדד ספטמבר הקרוב. עם זאת, עדיין, יש פה איזה "what if" ראוי לציון, שממשיך לפעול מתחת לפני השטח. בפרט, בעוד שהמדד הכולל ליצרן איבד 0.5% במהלך החודש, וגם זה בסיוע של ירידה של 0.9% במחירי מוצרי אנרגיה, המדד למוצרי ביניים רשם ירידות עקביות בחודשים האחרונים, אשר הגיעו לשיא של ירידה חודשית של 1.2%, ביולי.

PMI לתעשייה בסין ומחיר הנחושת



שינוי שנתי במדדי המחירים ליצרן ולצרכן, Eurozone



סין: הכלכלה הסינית יצאה מדפלציה באוגוסט, במידה רבה בסיוע התמתנות 'אפקט הבסיס' במדינה, כאשר מדד המחירים לצרכן עבר לרשום קצב עלייה שנתי של 0.1%. מעבר לזה, העלייה פה ממשיכה להתבטא במידה רבה בסעיפי האנרגיה, ובפרט הדלק והתחבורה.

← בדומה ללא מעט מקומות בעולם, גם כאן מדד המחירים ליצרן ממשיך להיות שלילי, אם כי השפעת אפקט הבסיס יחד עם עליית מחירי האנרגיה של החודש האחרון כבר ממתנים את הירידה ל-3%.

← ההתמתנות בקצב ירידת מדד המחירים ליצרן עקבית ביחס לדיווחים מוקדם יותר במהלך השבוע על התמתנות ניכרת בהתכווצות של היצוא מסין, באוגוסט, ל-8.8%, מ-14.5%, ביולי. המעבר לסביבה אינפלציונית, אל מול התמשכות האינדיקציות להאטה בכלכלה, כמובן על רקע רמות המינוף הגבוהות בסקטור הנדל"ן, עשויים להביא לריכוז עניין רב בהודעת הריבית של ה-PBoC השבוע, בליל יום שישי.