

תמצית

האינדיקציות **המקומיות** טרם תחילת המלחמה ממשיכות להציג רמות פעילות מתונות יותר, ובכלל זה התמתנות ניכרת של הפדיון במשק בספטמבר. מנגד, נראה כי פוטנציאל הרגישות להורדת הריבית המתקרבת ממשיך להיות ניכר, לאור הדחיקה החוצה של רוכשי דירות אשר נמנעו מלקחת משכנתא מאז תחילת המלחמה.

בארה"ב, הנתונים ממשיכים להעיד שלא תידרש העלאת ריבית בשתי ההחלטות הבאות, כאשר מדדי מנהלי הרכש ממשיכים לרמז על מיצוי צרכי כח האדם, למרות רמות ביקושים סבירות, ואף חיוביות במגזר השירותים.

על רקע חוסר היציבות הגיאופוליטי בעולם ניכרת עלייה קלה בציפיות האינפלציה של הצרכנים האמריקאים, להערכתנו בעיקר אלה בצד הימני של המפה הפוליטית. בכל מקרה, נצפה כי ירידת מחירי הדלק תמתן את הסנטימנט בהמשך.

אל מול זה, עודף הביקוש להשקעות בארה"ב, בהשפעת ההרחבה הפיסקלית של הממשלה בשנתיים האחרונות מגלה סימנים של מיצוי, לפי נתוני הזמנת מוצרים בני קיימא.

באירופה, ה-ECB מביע חשש גדל להשפעת הריבית על יציבות המערכת הפיננסית. אל מול זה, היציבות במחירי האנרגיה, לעומת השנה שעברה לפחות, מביאה לאינדיקציות להתאוששות בפעילות הכלכלית.

מאקרו

ישראל: בהתאם לנתוני התוצר המתונים, ברבעון השלישי, האינדיקציות על הפעילות המקומית במהלך הרבעון ממשיכות להציג תמונת פעילות רכה יחסית. על פי הלמ"ס, מדדי הפדיון בכלכלה עודכנו, אומנם, כלפי מעלה, בנתונים מקוריים, ביולי ואוגוסט. אך הנתון מנוכה העונתיות מותן ב-0.2%, בשני אלה. הנתון של ספט', לעומת זה, שלילי באופן מובהק. וכולל ירידה של 6.5% בנתונים

ריביות

4.75%	ריבית ב"י
27/11/2023	מועד החלטת ריבית קרובה
1/1/2024	מועד החלטת ריבית שאחריה
4.75% (ללא שינוי)	הערכתנו לריבית בהחלטה הקרובה
3.25%	הערכתנו לריבית בעוד 12 חודשים
3.38%	FRA 9x12

אינפלציה

3.7%	אינפלציה 12 חודשים אחרונים
0.0%	תחזית שלנו לנובמבר
2.1%	תחזית שלנו לשנה קדימה

סחורות ודולר

שינוי שבועי	ערך	
0.0%	1,983	CRB שקלי
0.1%	1,418	סחורות חקלאיות שקלי
0.6%	301.4	נפט (ברנט) שקלי
0.6%	3.7410	דולר

מדדי "הפחד"

שינוי שבועי (נק' אחוז)	ערך	
-1.3	12.5 (שפל 3.5 שנים)	VIX ארה"ב
-0.4	14.7	VSTOXX אירופה

מקוריים, שתיקון תקופת החגים ממתן לירידה חודשית מנוכת עונתיות של 3.1% - החדה מאז הגל הראשון של הקורונה.
 ← נוסף כי מתוך ענפי המשק, ניכרה ירידה בולטת, של קרוב ל-1.4% בפדיון בענפי הפעילות בנדל"ן. ניתן לצפות גם פה להתמתנות כמובן בתקופת המלחמה. אבל נעריך כי פוטנציאל ההתאוששות להורדות הריבית הצפויות לאחר המלחמה הוא ניכר כמובן.

**שיעור החזר משכנתא מההכנסה
ריבית בנק ישראל**



**פדיון בענפי הכלכלה בנתוני מע"מ
וצריכה פרטית בנתוני תוצר**



- בנק ישראל פרסם בשבוע שעבר נתונים נוספים על השפל (במונחי השנים האחרונות) של 4.5 מיליארד ש"ח במשכנתאות שניתנו באוקטובר. במהלך החודש, נזכיר, ראינו ירידה בריביות המשכנתאות, באפיק הצמוד, יחד עם הארכת פריסה, אשר הביאו להערכתנו לקיטון בתשלום החודשי של נוטלי המשכנתא, בממוצע. למרות שיפור זה, לאור הקיטון בכמות המשכנתאות שחולקה, נראה כי אלה שבכל זאת לקחו משכנתא במהלך החודש, היו לווים עם הערכה גבוהה יותר של "ערך" המשכנתא עבורם. בפרט, לווים אלה, לקחו את המשכנתאות גם בהחזרים גבוהים יותר, אשר העלו את הממוצע, מרמת 28.6% ל-29.1%, שיא של חמישה חודשים. באופן דומה, שיעור המשכנתאות אשר ניתנו לפי שיעור המימון (LTV) הגבוה, בקבוצת 60%-75% עלה במהלך החודש ל-43.1%, לעומת 42.9% בספט', ודחף לפי הערכתנו את שיעור המימון הממוצע אל סביבת 53.1% - שיא של חצי שנה.

¹ מנוכה עונתיות

מדד מנהלי הרכש של S&P בארה"ב ומדד

S&P 500



ריבית בנק ישראל ואומדן LTV



ארה"ב: לאחר תקופה ארוכה של מחסור בעובדים, מתרחבות האינדיקציות כי עליות השכר של השנים האחרונות הביאו לאיזון שוק התעסוקה האמריקאי. על פי סקרי מנהלי הרכש הראשוניים לנוב' של S&P, העסקים בארה"ב החלו לקצץ במספר העובדים, לראשונה מזה שלוש וחצי שנים. בנוסף לאינדיקציות אלה, רוב החולשה במדדי מנהלי הרכש עצמם ניכרה בענפי התעשייה, אשר עברו לצפות להתכווצות קלה, ברמת 49.4 נ'. אבל גם בענפי השירותים, אשר דיווחו על אופטימיות קלה (50.8), דווח על קיצוץ כח אדם במהלך החודש, מתוך רצון לצמצם עלויות.

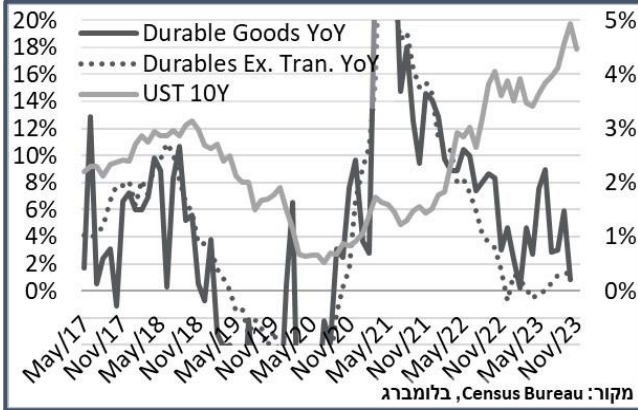
← בזירה האינפלציונית, נראה כי המרווח הגולמי חוזר להתרחב, עם דיווח על ירידה במחירי רכש, כאשר מחירי הדלק המתונים יותר הם כמובן רכיב משמעותי מזה; מחירי המכירה, מנגד, רשמו עליות קלות, אם כי הם עדיין בטריטוריה הקרובה, היסטורית, להשגת יעדי האינפלציה של הפד.

- למרות התמתנות מחירי הדלק, בחציו השני של החודש, הנתונים הסופיים לנובמבר מסקר הצרכנים של אונ' משיגן הצביע על עלייה של ציפיות האינפלציה לשנה – מ-4.4% ל-4.5%. הציפיות ארוכות הטווח נותרו על רמת 3.2% גבוהה יחסית, למרות צפי להתמתנות. עוד דווח כי למרות התמתנות האינפלציה, הצרכנים חששו כי היחלשותה עלולה להתהפך בחודשים ובשנים הבאות. ראוי לציין כי הנתון היווה להערכתנו את אחד ה-Market movers היותר מהותיים, במהלך השבוע.

← נוסף, בהקשר זה, כי בעוד שהסנטימנט הכלכלי בסקר רשם שיפור קל, מ-60.4 נ' ל-61.3, הציפיות לפעילות רשמו הידרדרות מ-56.9 ל-56.8. ומתוך זה, נסיגה ניכרה בציפיות המשיבים אשר הזדהו כרפובליקנים, מ-46.5 נ' בספט', ל-41.7 באוק' ו-36.5 כעת. במובן זה, נעריך כי אי הציבות הגיאופוליטית הגלובלית של החודשים האחרונים קשורה בהידרדרות הסנטימנט הנוכחי. ונעריך כי זו מסבירה גם את המגמה המפתיעה בציפיות האינפלציה.

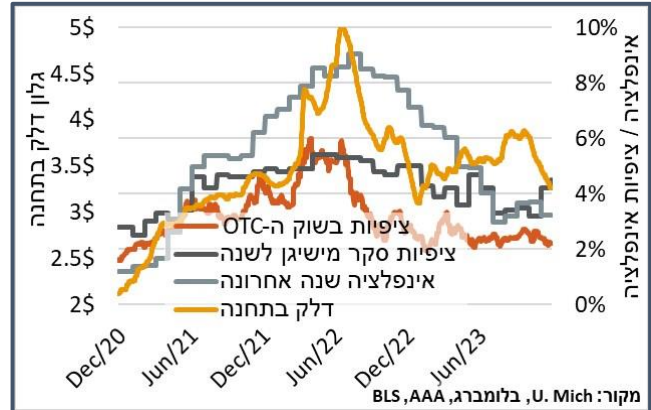
תשואת אג"ח 10 שנים והזמנות מוצרים

בני קיימא, ארה"ב



ציפיות אינפלציה ומחירי הדלק

בארה"ב

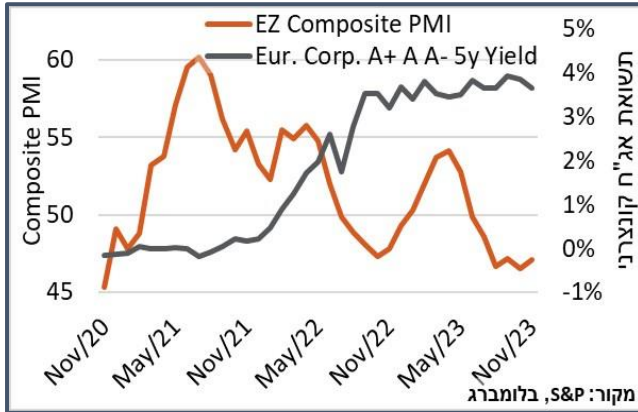


• כזכור על רקע העלייה במחירי הטיסות בארה"ב, לאחרונה, נרשם זינוק בספטמבר בהזמנת מטוסי נוסעים. בשבוע שעבר, ה-Census Bureau דיווחה על התמתנות באוק', בנתון ההזמנות הכולל, בשיעור של 5.4%, במידה רבה כתוצאה מהתמתנות בסעיף התחבורה, הכולל את אותם מטוסי הנוסעים. להתמתנות תרמה גם ירידה בהזמנת רכבים ומוצרי רכב, של 3.8% במהלך החודש, שייתכן ועודדה על ידי השביתה ב-UAW, ומצד הצרכנים, על ידי השפעת חזרת תשלומי הלוואות הסטודנטים.

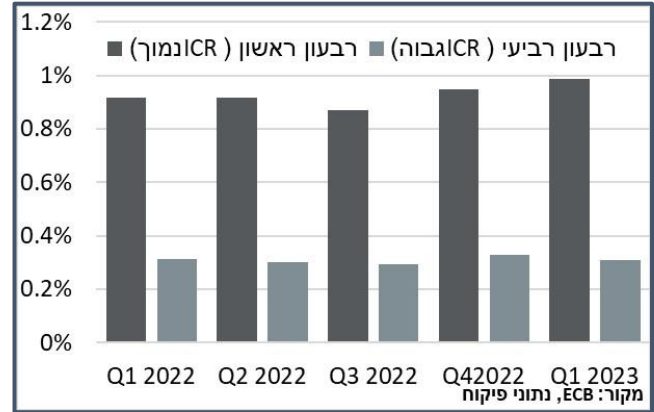
← הקצב השנתי של הזמנת המוצרים בני הקיימא, בינתיים, עובר לבטא יותר את רמות הריבית הגבוהות המדינה (או תשואות האג"ח, בכלל) ופחות את השפעת ה-Bidenomics, עם עלייה שנתית של 0.9% בלבד, יש לציין כי הנתון מפורסם במונחים נומינליים, כך שבניכוי השפעות האינפלציה, אנחנו כנראה בטריטוריה דיי שלילית.

אירופה: בדוח היציבות הפיננסית לנוב', ה-ECB הביע חששות מתרחבים מצרכי הקצאת ההון ללווים מבנקים, "המבטאים את פגיעות הלווים לריביות גבוהות יותר". ה-ECB ציין כי הבנקים הגדילו לאחרונה הקצאות הון לחברות בעלות יחס כיסוי ריבית (ICR) נמוך, "אשר מסוגלות פחות לשלם את חובן מתוך תזרים ההון השוטף". לפי ה-ECB, הבנקים צופים לחץ בחברות הנמצאות בעמדת פגיעות ביחס לעלייה האחרונה בריבית. עוד צוין כי תקופה ארוכה של ריביות גבוהות עלולה להוביל להקצאות ניכרות, אשר יכבידו על הרווחיות.

**מדד מנהלי רכש באירופה ותשואות
 אג"ח קונצרני**



**הקצאות הון לאשראי בבנקים
 באירופה, לפי ICR**



← למרות חששות ה-ECB, נראה כי בשלב הנוכחי החברות ב-Eurozone אופטימיות, ככלל, יותר. S&P דיווחה בשבוע שעבר כי מדד מנהלי הרכש המשולב הראשוני לנובמבר ב-Eurozone רשם שיפור, אומנם, אך נותר בטריטוריה צופת התכווצות, כאשר עלה לרמת 47.1, מ-46.5 באוק'.