

## תמצית

לעליית מחירי הנפט העולמיים והיחלשות השקל מצטרפת עונת התיירות היוצאת המקומית. ושלושת הגורמים הנ"ל, כפועל יוצא, מביאים להפתעה קלה כלפי מעלה במדד המחירים לצרכן המקומי.

אותה עליית מחירי אנרגיה גם באה לידי ביטוי בולט, אם כי לא קריטי במאזן הסחר של אוגוסט. ונעדרת, בינתיים, מנתוני החשבון השוטף, ברבעון השני.

נטילת המשכנתאות באוגוסט מצביעה על עלייה, לאור ריביות קצרות שהיו נוחות במעט, במהלך החודש. נותר לראות עד מתי התהליך יימשך. אבל הביקוש, אם היה ספק – קיים.

עלייה דומה באינפלציה נרשמת באוגוסט גם בארה"ב, כשהפעם הרכיב האנרגטי לוקח את ההובלה מהנדל"ן בתור הגורם האינפלציוני. בדומה לישראל, גם כאן יכול מאוד להיות שנתעורר לחמרמורת דיפלציונית, אחרי שאותן השפעות אנרגיה ימצו את עצמן.

באירופה, ה-ECB מאותת על מיצוי של מהלך העלאות הריבית, על רקע חילוקי דעות בקרב מועצת המנהלים של הבנק בדבר הצורך בהעלאות ריבית נוספות.

## מאקרו

**ישראל:** בדומה לארה"ב, מדד אוגוסט המקומי עלה מעט מעל לצפי (0.5% מול 0.4% שלנו, וסביבת 0.3%-0.4% מצד רוב האנליסטים), על רקע מחירי האנרגיה הגואים. וגדע בכך רצף, נדיר יחסית, של שלוש הפתעות חיוביות באינפלציה. באופן שהיה צפוי ברובו לאור תיקון סעיפי הבלו והטיסות לחו"ל בשנה שעברה, האינפלציה השנתית מזנקת לרמת 4.1%.

← על רקע כמות היציאות הניכרת לחו"ל, החולשה בשקל, ומחירי האנרגיה העולים, סעיף הארחה ונופש בארץ ובחו"ל זינק בכ-6.4%, והוסיף לא פחות מ-0.3% למדד. למרות זאת, אנו סבורים כי העלייה הזו עונתית במידה מסוימת, ולא תחזיק עד אחרי החגים. לפחות לא במחירי הנפט (הגבוהים) הנוכחיים.

### 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
4.53%	FRA 9x12

### אינפלציה

4.1%	אינפלציה 12 חודשים אחרונים
0.2%	תחזית שלנו לספטמבר
2.6%	תחזית שלנו לשנה קדימה

### סחורות ודולר

שינוי שבועי	ערך	
-0.2%	2,108	CRB שקלי
0.0%	1,480	סחורות חקלאיות שקלי
2.7%	348.4	נפט (ברנט) שקלי
-0.9%	3.8160	דולר

### מדדי "הפחד"

שינוי שבועי (נק' אחוז)	ערך	
-0.1	13.8	VIX ארה"ב
-1.6	15.7	VSTOXX אירופה

← סעיפי הדיור (שירותי דיור ושכר דירה) עלו בכ-0.7%-0.8%, והוסיפו יחדיו קרוב ל-0.2% דיי צפויים למדד הכולל. נדגיש כי כמו בארה"ב, קצב עליית שכר הדירה מאט, כאשר שכר הדירה של מחדשי החוזה עולה כעת בכ-8.4%, לעומת 9.0% בחודש שעבר.

← עלייה קלה נרשמה בסעיפי הירקות הטריים, אשר מקוזזת במידה רבה עם ירידה במחירי הפירות הטריים. רכיב ההלבשה וההנעלה ירד ב-2.5%, עונתיים ברובם, אבל בהתחשב בחולשה בשקל, אף נכנה אותם ניכרים יחסית.

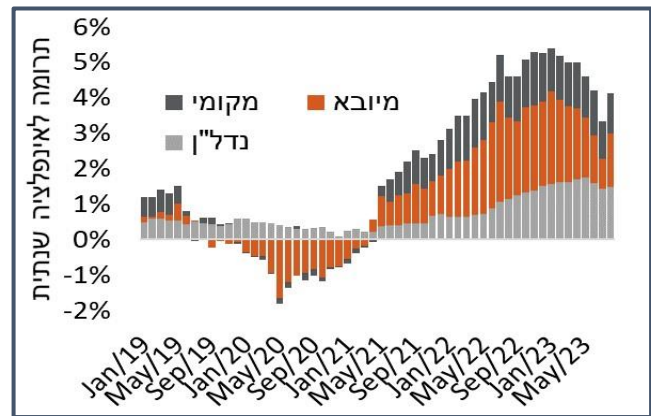
← רוב הסעיפים האחרים הם יחסית צפויים, שלא לומר דיפלציוניים, כאשר סעיף הריהוט ממשיך לרדת, ב-0.1% החודש, ומבטא להערכתנו את הצמצום בהכנסה הפנויה. כנ"ל, סעיפים כמו רכב פרטי מאבדים 0.2%.

← רמות הנפט והדולר/שקל, הן קריטיות להערכתנו במבט להמשך. אבל נצפה כי יידרש פה מאמץ קל מצידם כדי לדחוף למעלה את התמחור בשוק. להעלאת ריבית באוק'.

**טסים לחו"ל, מחירי טיסות ונפט שקלי**

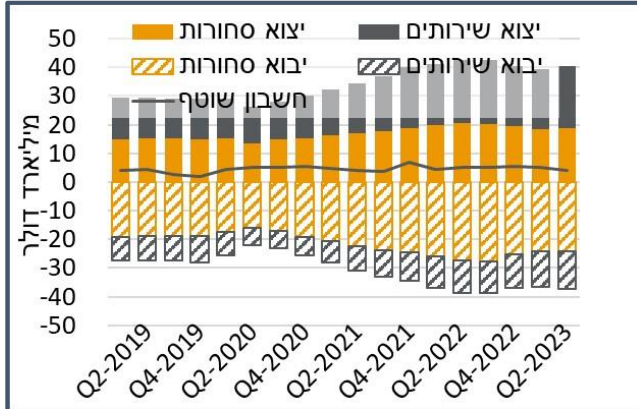


**רכיבי מדד המחירים לצרכן**

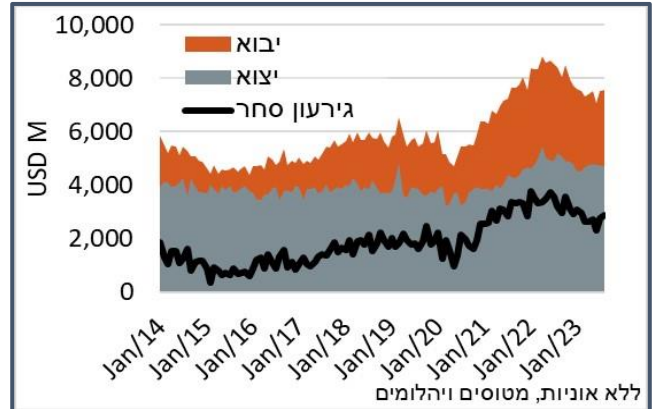


- בדומה לאפקט על מדדי המחירים בעולם, עליית מחירי האנרגיה דוחפת את הגירעון המקומי במאזן הסחר לרמת 2,876 מיליון ד', באוגוסט - שיא של חצי שנה. ותוספת של כ-124 מ' ד', לעומת נתון הגירעון של יולי.
- ← היבוא הכולל של מוצרי אנרגיה, בפרט, תופח לכ-1.12 מיליארד ד' במהלך החודש, תוספת של כ-190 מ' ד' לעומת החודש הקודם. ללא זה, סעיפי הליבה של היבוא דווקא מתמנים בכ-126 מ' ד', במהלך החודש, בעיקר עקב יבוא מוקטן של כלי רכב באוגוסט, לאחר העליות של יולי.
- ← צד היצוא גדל בכ-70 מ' ד' זניחים יחסית במהלך החודש, בעיקר עקב יצוא מוגבר של כלי תחבורה, שכנראה יתקנו מטה בחודש הבא.

יצוא סחורות ושירותים, וחשבון שוטף



יבוא, יצוא וגירעון במאזן סחר



• הלמ"ס דיווחה על היחלשות משמעותית בעודף בחשבון השוטף, במהלך הרבעון השני, לכ- 4,163 מ' מ-כ- 4,967 מ' ברבעון הראשון.<sup>1</sup> מאזן הסחר בסחורות והשירותים נשאר, נטו, יחסית יציב במהלך הרבעון, כאשר יצוא השירותים בלט עם עלייה של 518 מ' ד' במהלך הרבעון, עם סיוע קל של עלייה ביצוא הסחורות. עם זאת, אלה נוטרלו על ידי גידול של כ-1.07 מיליארד ד' ביבוא השירותים, על רקע העלייה בטיסות לחו"ל. מעבר לזה, נרשמה התמתנות ניכרת של כ-700 מ' ד' בין הרבעונים בהכנסות המשניות הממשלתיות מחו"ל, על רקע קיטון חד בסיוע מארה"ב.

← נמשיך לצפות להתמתנות בעודף בחשבון השוטף ברבעון השלישי, על רקע העלייה המחודשת במחירי האנרגיה, והמשך הכמות הגבוהה של יציאות לחו"ל.

• לאחר כחצי שנה של יציבות סביב 6 מיליארד ₪ בחודש, בנק ישראל דיווח על עלייה ניכרת בביצועי המשכנתאות באוגוסט, אל מעט מעל ל-7.0 מיליארד ₪.<sup>2</sup> ← אנו מייחסים את העלייה בנפח ביצועי המשכנתאות במידה ניכרת להמשך הירידה בריביות הקצרות. בפרט, על רקע המשך עליית עקומי התשואות, במהלך החודש, שיעורי הריבית באפיקים הקבועים נותרו יחסית ללא שינוי. מאידך, בריבית המשתנה באפיק הלא צמוד נרשמה המשך ירידה, ל-5.4%, בריבית הכוללת את שיעור ההוספה לריבית העוגן, מול 5.7% לפני חודשיים. באפיק הצמוד, באופן דומה, ירדנו מ-3.9% ל-3.7%.

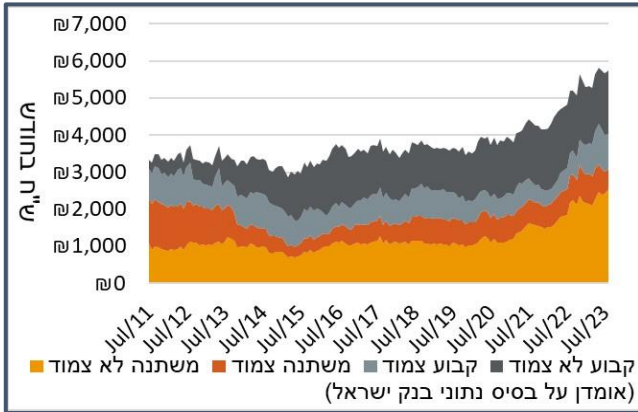
← נתוני מחירי הדירות, אשר הלמ"ס פרסמה ביום שישי, בינתיים, מראים על התמתנות מסויימת בקצב הירידה של מחירי הדירות ביוני-יולי לעומת מאי-יוני, ל-0.1%, לעומת ממוצע חודשי של כ-0.4%, בממוצע, ברבעון הקודם. אנו מזהים את סדרת נטילת המשכנתאות כמתואמת בעיכוב של חודש עם נתוני רכישת הדירות. אז הגיוני שנתון המחירים האחרון של הלמ"ס הוא זה המבטא את הגידול האחרון במשכנתאות.

<sup>1</sup> מנכה עונתיות

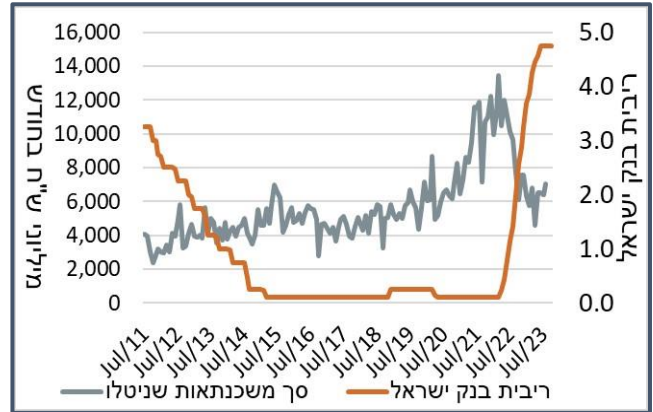
<sup>2</sup> הלוואות שניתנו לשם רכישת דירת מגורים



**תשלום חודשי לנוטלי משכנתא חדשה**



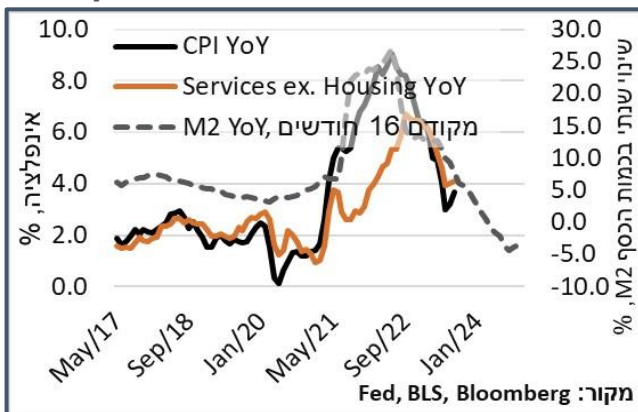
**משכנתאות שניטלו וריבית בנק ישראל**



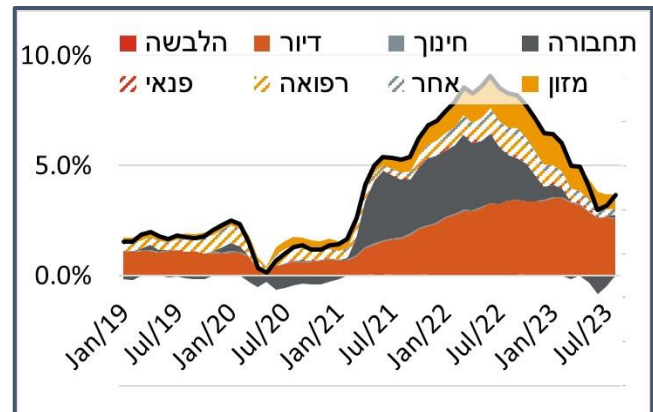
**ארה"ב:** ה-BLS דיווחה בשבוע שעבר כי האינפלציה בארה"ב עלתה לרמת 3.7% באוגוסט, אינפלציית הליבה התמתנה ל-4.3%. הבנזין לקח את מקומו של סעיפי השכירות, בתור "התורם הגדול ביותר לאינפלציה החודש". ותרם יותר מ-0.3% מעלייה חודשית של כ-0.6% במדד. סעיף המזון הוסיף 0.2%. זה שקול לעלייה ביולי. אם כי היה אפשר לצפות שהסעיף הזה יתחיל למצות את עצמו בשלב הזה. בפרט, מחירי המזון מחוץ לבית המשיכו לעלות בקצב בריא של 0.3% במהלך החודש, כזה התואם את ה-6.5% שהם עשו בשנה האחרונה, וגבוה משמעותית מאינפלציית מחירי המזון בבית, בניגוד לשיפור בהיצע העבודה במשק.

← שוק הרכב, בניגוד בולט, דווקא ממשיך לבטא את העלאות הריבית, והיציאה מעונת החזרי המס עם ירידה של 1.2% במחירי המכוניות המשומשות, זה החודש השלישי ברצף, בכך השלימו ירידה של 6.6% בשנה האחרונה. יהיה מעניין מאוד לראות איך מאזני סוכנויות הרכב המשומש מתמודדים עם זה. מנגד, מחירי החדשות דווקא הוסיפו 0.3%. ונתרו חיוביים בראייה שנתית. מגמה חיובית ומתונה נרשמה גם במחירי ההלבשה.

**אינפלציה בארה"ב, אינפלציית שירותים ללא דיור ושינוי שנתי בכמות הכסף**



**רכיבי האינפלציה בארה"ב**

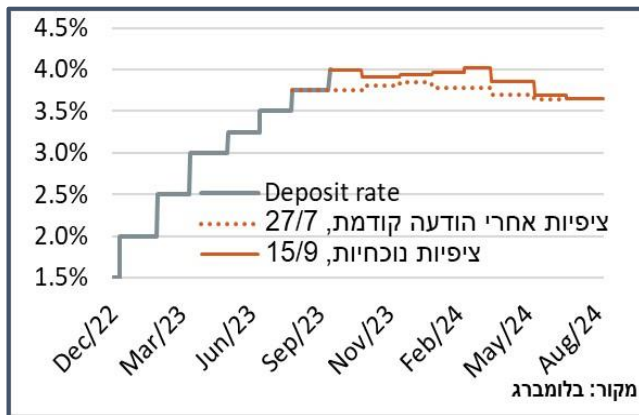


← בגזרת השירותים, מחירי השכירויות המשיכו לעלות, אם כי בקצב איטי יותר של כ-0.3%, מנוכי עונתיות, בחודש האחרון, לעומת 0.4% ביולי. ונצפה שתרומתם השנתית תמשיך להישחק, אולי אפילו בקצב מואץ יותר, ככל שהשפעה השלילית על הצרכן האמריקאי תתמשך. מנגד, ולהערכתנו באופן דיי חשוב במבט לעתיד, סעיפי השירותים האחרים מסרבים להתמתן, עם עלייה של 0.1% ברכיב השירותים הרפואיים, של 2.0% במחירי שירותי התחבורה (מחירי טיסות כמובן), ו-0.1% במחירי החינוך והתקשורת.

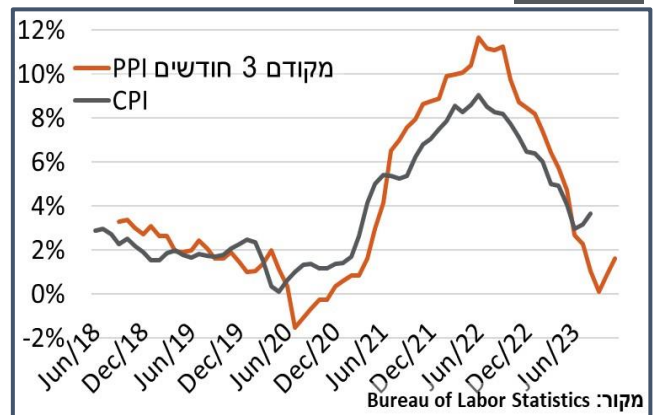
- עליית מחירי האנרגיה בחודשים האחרונים אינה פוסחת על מדד המחירים ליצרן בארה"ב, הרושם תוספת חודשית של 0.7% באוגוסט, העלייה החודשית החדה ביותר מאז יוני 2022, כאשר הנפט הגיע אז ל-\$120 לחבית. בניכוי מזון, אנרגיה ושירותי סחר, מדד המחירים ליצרן עלה בכ-0.3%, פחות ממחצית מהמדד הכולל. העלייה השנתית בניכוי כל אלה, באופן דומה, עומדת על 3% בלבד, קרוב לאינדיקציות למדד הליבה הכללית במדדי המחירים ללא דיור.

← בנוסף לזה, בדומה למדד המחירים לצרכן, גם פה נרשמות עליות בגזרת השירותים, עם תוספת חודשית של 0.2% באוגוסט, לאחר עלייה של 0.5% ביולי. גם כאן, עיקר העלייה במדד נובעת מעלייה בשירותי התחבורה, עתירי תשומת האנרגיה.

### ריבית ECB וציפיות שוק להמשך



### שינוי שנתי במדד המחירים לצרכן וליצרן בארה"ב



**אירופה:** אל מול ציפיות גבוהות, אך לא וודאיות, להודעת הריבית של ה-ECB, בשבוע שעבר, הבנק המרכזי בחר להעלות את הריבית ב-0.25% ל-4.0%. עם זאת, הודעת הבנק התיישרה באופן בולט עם הרטוריקה של הפד המגבילה (כנראה) את העלאות הריבית, מפה והלאה. בתרגום חופשי, בפרט, ה-ECB ציין בהודעת הריבית כי "בהתבסס על הערכתה הנוכחית מועצת המנהלים של הבנק סבורה כי ריביות הבנק המרכזי הגיעו לרמה אשר, בהוותרה לאורך פרק זמן ארוך מספיק, יביאו לתרומה משמעותית לחזרה בזמנה של האינפלציה ליעד. החלטות הריבית הבאות של מועצת המנהלים יודאו כי ריביות ה-ECB יהיו ברמה מרסנת דייה, ככל שיידרש. הוועד המנהלת תמשיך לעקוב בגישה תלויה נתונים בקביעת הרמה ומשך ההידוק הראוי. ובפרט, החלטות הריבית של הוועדה המנהלת יתבססו על הערכתה לגבי ציפיות האינפלציה, בהתבסס על המידע הכלכלי

והפיננסי המתקבל, דינמיקת האינפלציה הבסיסית, ועוצמת התמסורת של המדיניות המוניטרית."

← במסיבת העיתונאים שלאחר ההודעה, נשיאת ה-ECB, כריסטין לגארד, הוסיפה פרשנות על הפסקה. וציינה כי יש בה הסתייגויות, כגון "בהתבסס על הערכתנו הנוכחית", "הגיעו לרמות אשר" וכי יש "לקרוא את הפסקה בסימביוזה."