

## תמצית

התמונה **המקומית** ממשיכה להיות חיובית יחסית למה שניתן היה לצפות מכלכלה הנמצאת בחודשים וחצי של מלחמה. לביצועים היציבים עד מוגברים בצריכה הפרטית, החשבון השוטף וכמובן ההוצאה הממשלתית מתווסף כעת מיצוב בעל פוטנציאל בהתחלות הבנייה, טרום תחילת המלחמה.

אל מול זה, נתוני שוק התעסוקה מראים אומנם שיפור, אבל כזה איטי יחסית. ונעריך כי סביר שיקח הרבה זמן לשוק זה להתייצב ברמות הדומות לאלה של ערב המלחמה, גם אם זו תסתיים בזמן קצר יחסית. השקל, במקביל, ממשיך להתחזק. ונעריך כי זה יקל על בנק ישראל להוריד ריבית, בהחלטה בשבוע הבא.

**בארה"ב**, במקביל, האינפלציה ב-PCE ממשיכה להתקרב ליעד של הפד. אינפלציית הליבה נותרת בשלב זה רחוקה מהיעד. אבל סביר להניח שנמשיך להדביק שם את הפער, בחודשים הקרובים. אינדיקציות נוספות, כמו ה- Leading Index, מגבירות את הסבירות להתמתנות בתוצר ברבעון הרביעי, או אפילו למיתון.

**בריטניה**, האינפלציה מתמתנת גם היא מהר מאוד. אבל הרבה מהרמה הנוכחית (3.9%) נובע בכלל מאפקט בסיס אנרגטי, אשר צפוי להתפוגג בחודשים הקרובים, מה שמעלה תהיות לגבי הורדת ריבית של ה-BoE במרץ-מאי.

## מאקרו

**ישראל:** בשלב הנוכחי, ניכר כי הרבה מהאינדיקציות לתוצר ברבעון הרביעי חיוביות מאלה שנתקלנו בהן בשבועות הראשונים למלחמה. נתוני הצריכה הפרטית עברו לאחרונה לרמות דומות לאלה של לפני המלחמה, לפחות על פי נתוני הקצה, הגירעון במאזן הסחר מול חו"ל מתון ביחס לעבר, וכנראה גם במאזן השירותים, וההוצאה הממשלתית כמובן גבוהה משמעותית. נוכח זה, עיקר ההתמתנות בתוצר במהלך הרבעון היה צפוי בסעיפי ההשקעה, ובפרט בענף הבינוי. עם זאת, ניכר כי המצב ערב תחילת הרבעון היה ער, יחסית למה שאפשר

### ריביות

4.75%	ריבית ב"י
1/1/2024	מועד החלטת ריבית קרובה
26/2/2024	מועד החלטת ריבית שאחריה
4.5% (-0.25%)	הערכתנו לריבית בהחלטה הקרובה
3.0%	הערכתנו לריבית בעוד 12 חודשים
3.23%	FRA 9x12

### אינפלציה

3.3%	אינפלציה 12 חודשים אחרונים
-0.1%	תחזית שלנו לדצמבר
2.3%	תחזית שלנו לשנה קדימה

### סחורות ודולר

שינוי שבועי	ערך	
-2.1%	1,844	CRB שקלי
-3.6%	1,325	סחורות חקלאיות שקלי
1.5%	285.3	נפט (ברנט) שקלי
-1.7%	3.6080	דולר

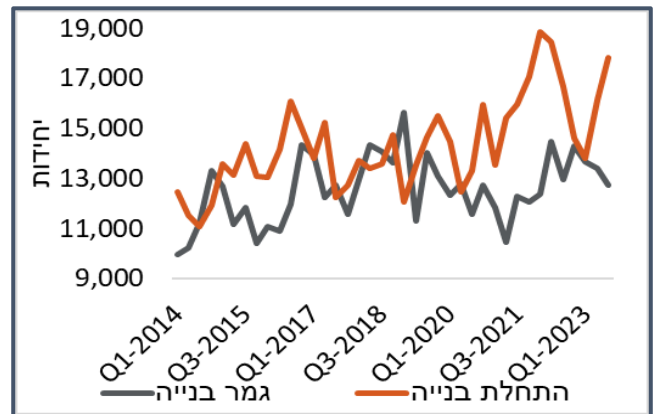
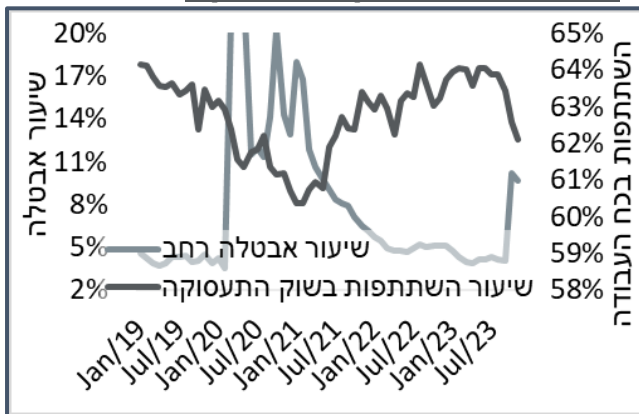
### מדדי "הפחד"

שינוי שבועי (נק' אחוז)	ערך	
0.8	13.0	VIX ארה"ב
1.7	14.9	VSTOXX אירופה

היה לצפות, בהתחשב בריבית הגבוהה. בפרט, בענף הבנייה למגורים, המהווה קרוב ל-8% מהתוצר, נרשמה התאוששות רבעונית ניכרת, של כ-11% במספר התחלות הבנייה במהלך הרבעון השלישי, אל קרוב ל-18,000 דירות. לאחר העלייה, אנו עומדים על קצב שנתי של קרוב ל-62 א' דירות, אשר עומד פחות או יותר עם הערכותינו לביקוש השנתי הכולל במדינה. בינתיים, מספר סיומי הבנייה עומד על כ-12,700 מתונים מאוד במהלך הרבעון, בדומה לערכים המתונים אשר ראינו ברבעונים הקודמים. זה מביא אותנו לכ-173 א' דירות במהלך בנייה – גבוה בכ-50 א' יחידות מהמוצע ב-2019. אלה מתווספות כמובן לכ-62 א' דירות אשר עומדות כרגע למכירה – גבוה בכ-10 א' מהערכים האופייניים של הסדרה. ויהיה כמובן מעניין לראות את שני אלה פוגשים את צד הביקוש העולה, עם הירידה הצפויה בריבית – ייתכן שנראה התאוששות מהירה לתוך 2024.

**התחלות וגמר בנייה**

**שיעור אבטלה (כולל חל"ת) והשתתפות בשוק התעסוקה**



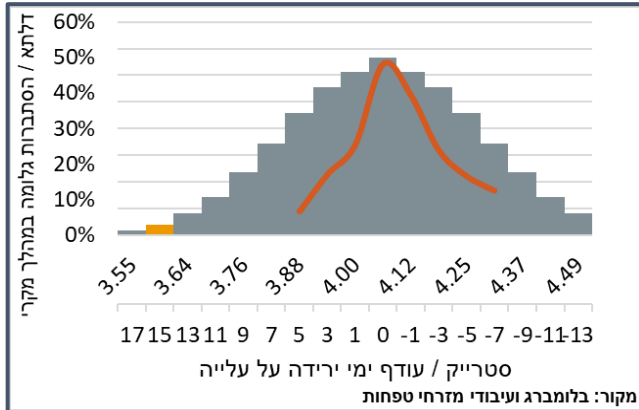
• לאחר הזינוק הראשוני בחל"תים, הלמ"ס דיווחה על התמתנות קלה בשיעור האבטלה הרחב, במהלך נובמבר, מ-10.2% בחודש שעבר, ל-9.7%<sup>1</sup> בשלב הנוכחי, גם שיעור ההשתתפות נפל לרמת 62.1% - שפל של כשנתיים וחצי, ואופייני לתקופות היציאה מהקורונה.

← אל מול זה, נדגיש כי נתוני קצה של שירות התעסוקה מצביעים כבר על התמתנות ניכרת של נרשמים חדשים כדורשי עבודה, אל תוך השבוע השני של דצמבר. אבל כמות החוזרים לעבודה נותרת עדיין מתונה מאוד. בהשוואה לגלי הקורונה, בשלב הנוכחי כבר היינו אמורים כנראה לראות התאוששות של החוזרים לעבודה. ולהערכתנו, יש פה תוצאה של השפעה מהותית יותר שיש למלחמה על ענפים מסוימים - מזון מחוץ לבית הוא כמובן חשוד טבעי במובן הזה. ואפשר לצרף ענפים חלשים בכ. האשראי כמו תירות או בילויים אחרים. אבל נותר כמובן לראות אם הענפים האלה פשוט מתאוששים מאוחר, וההשהיה היא בגיוס העובדים, או שמדובר במשהו פרמננטי יותר. בכל מקרה, למרות המעבר הצפוי של המלחמה לעצימות נמוכה יותר, נצפה (לצערנו) כי

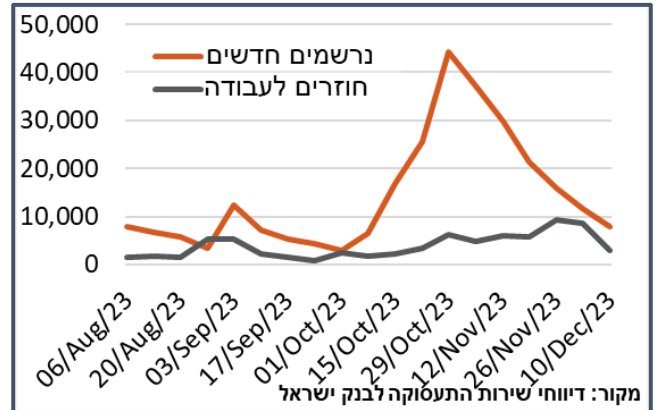
<sup>1</sup> לא משתתפים בכוח העבודה שהפסיקו לעבוד בגלל פיטורים או סגירת מקום העבודה בשנתיים אחרונות + המועסקים שנעדרו זמנית מעבודתם כל השבוע מסיבות כלכליות + הבלתי מועסקים, נתונים מקוריים.

גם הרבה מהמצויים בחל"ת יעברו לסטטוס בלתי מועסק. נתון אשר יתמוך כמובן בהמשך הורדות ריבית.

**הסתברות ל-28 ימי ירידה מתוך 41 בתהליך מאזן ודלתא גלומה באופציות ב-26/10**



**נרשמים כדורשי עבודה וחוזרים חדשים לעבודה**



באופן המזכיר מאוד את המהלך בתחילת הקורונה, השקל משלים תיסוף של קרוב ל-12% מול הדולר, מאז רמות השיא של ה-26/10. התגובה הנחושה של בנק ישראל לפיחות הראשוני היא כמובן נקודה ראויה לציון בהקשר הזה. אבל גם פה נעריך בזהירות כי מכירות של כ-8.5 מיליארד ד' אשר בוצעו על ידי הבנק באוק-נוב' הן נתון נמוך יחסית לציפיות הבנק כאשר הכריז על תכנית למכירת 30 מיליארד ד', ב-9/10, "על-מנת למתן את התנודות בשער השקל ולספק את הנזילות הנדרשת להמשך הפעילות הסדירה של השווקים." עוד בסיבות לתיסוף ראוי כמובן לציין את היחלשות הדולר בעולם, עם ירידה של קרוב ל-5% ב-DXY בתקופה האמורה, את היעדר התפתחות החזית הצפונית למלחמה, תחת ההגדרות הנוכחיות, וכמובן המומנטום החיובי של המניות בארה"ב, וההתמתנות ב-VIX.

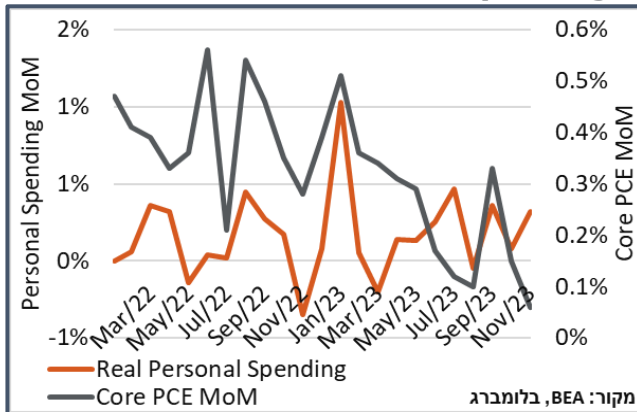
← גם אם יש פה משום הצטברות מרשימה של אירועים "חד פעמיים" לכשעצמם, בחינה סטטיסטית של המהלך מצביעה על חריגות מסויימת. לדוג', השקל רשם תיסוף מול הדולר ב-28 מתוך 41 ימי המסחר (כ-68% מהימים) מאז ה-26/10. במהלך מקרי של 50%-50% לכל יום, ההסתברות למשהו כזה, או מתוסף ממנו עומדת על כ-1.4% בלבד. פרופורציית ימי התיסוף בשקל אף מתגברת עד כה בדצמבר, ל-75%, מול הדולר, או כ-64% מהותיים עדיין מול סל המטבעות. הנטייה בשווקי האופציות על השקל סביב תחילת המלחמה, יש לציין העדיפה לייחס סטיות תקן גלומות גבוהות יותר דווקא לקולים (קרוב ל-15% בדלתאות נמוכות), בעוד הפוטים מחוץ לכסף נעו סביב 12% גם ב-10% דלתא נמוכה יחסית, קרי, ייחוס של הסתברות של אחוז בערך שנקבל את התוצאה שהתרחשה בפועל.

**ארה"ב:** קצב האינפלציה של ה-PCE, המשמש להגדרת יעד האינפלציה של 2% של הפד, התמתן ל-2.6% בנובמבר – נפילה מהותית לעומת ה-3.0% של החודש שעבר. עם המעבר לסביבת שברי אחוזים מהיעד, ולאור אי הבהירות המוגברת סביב התפתחות האינפלציה העולמית בחודשים הקרובים, נעריך כי

הפד יעדיף להתמקד ב-Core PCE בתקופה הקרובה; בהעדר ההשפעות השליליות המהותיות של האנרגיה על המדד הכללי, פה אנחנו נמצאים עדיין ב-3.2% של אינפלציה שנתית, רחוק מהותית מיעד הפד. עם זאת, גם כאן, תקופות קצרות יותר, כמו לדוג' בדיקה של אינפלציית הליבה בשלושת או אפילו ששת החודשים האחרונים נעה ממש סביב ייעד הפד.

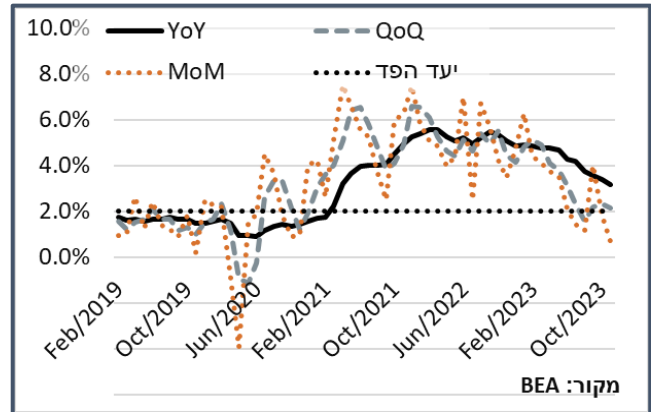
**שינוי חודשי ב-Core PCE וב-Real**

**Personal Spending**



**Core PCE, שנתי, רבעוני וחודשי**

**במונחים שנתיים**



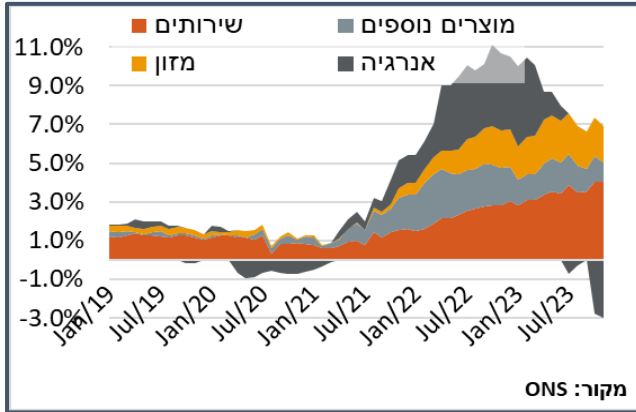
← הנתונים לדצמבר מצביעים על המשך התמתנות במחירי הדלק בתחנה, בארה"ב. עם זאת, אפקט בסיס משמעותי של אלה, המופיע גם ב-PCE יביא, להערכתנו, להתמתנות ניכרת בהשפעה השלילית של הרכיב האנרגטי על ה-PCE הכולל, אל קרוב לאפס. אל מול זה, ההשפעות השווריות של מחירי האנרגיה הנוחים, בעיקר של מחירי הטיסות, עוד טרם באו ממש לידי ביטוי גם ב-CPI וגם פה ב-PCE. אבל נצפה שיבואו לידי ביטוי בעונת המחירים הנוחים ממילא של החורף.

← בינתיים, בעוד שהצריכה הפרטית הייתה צפויה להתמתן משמעותית באוק'-נוב', לאור חידוש תשלומי הלוואות הסטודנטים, נראה כי יחד עם רמות האינפלציה הנמוכות יותר במדד, הצריכה הפרטית דווקא מצליחה לעלות, במונחים ריאליים. ועל פי ה-BEA, זו גדלה ב-0.4% ניכרים יחסית, במהלך החודש, לאחר נתון חלש יותר באוק'. להערכתנו, העובדה שקצב עליית השכר נותר גבוה יחסית בחודשים האחרונים, למרות התמתנות האינדיקציות לאינפלציה, מאפשרות את המשך הגידול בהוצאות הריאליות.

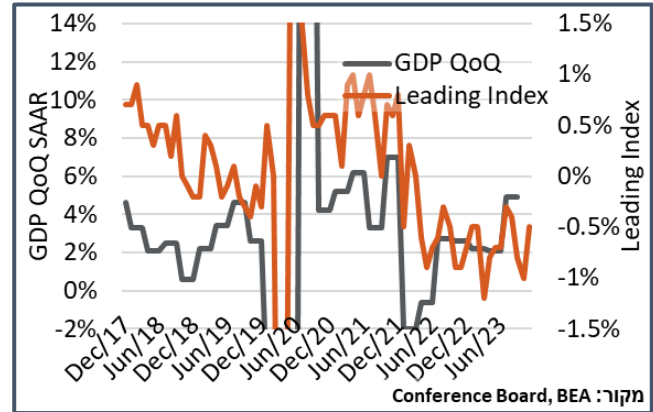
- מדד ה-Leading Index של הקונפרנס בורד התאושש קלות בנובמבר, אך ממשיך להימצא בטריטוריה שלילית של -0.5%. רמת המדד הנוכחית הינה שלילית באופן בולט, ביחס לנתוני הצמיחה הנוכחיים בארה"ב ברבעון השלישי, גם לאחר העדכון האחרון של אלה כלפי מטה, בשבוע שעבר, לרמת 4.9%. עוד בעניין הציפיות השליליות לתוצר, ראוי להוסיף כי עיקר ההתאוששות ב-Leading Index נבעה מסעיף 'מחירי המניות' אשר מצביע כעת על עלייה של 0.18%, לאור העליות האחרונות, אל מול -0.14%, בחודש שעבר. ככלל, השפעתם החיובית של אלה על הפעילות הכלכלית נוטה להירשם בעיכוב קל. ובמובן זה, ניתן

לצפות כי נתון הצמיחה האמריקאי לרבעון הרביעי יהיה אף בטריטוריה שלילית יותר מזו שהמדד מצביע עליה כעת.

**תרומת הרכיבים העיקריים  
לאינפלציה בבריטניה**



**Leading Index ושינוי רבעוני בתוצר  
באר"ב**



**בריטניה:** האינפלציה במדד המחירים לצרכן בבריטניה התמתנה לרמת 3.9% בנובמבר, לעומת 4.6% בחודש הקודם, ועמוק מתחת לקונצנזוס האנליסטים, שנע סביב 4.3%, ול-4.6% אשר ה-BoE ציפה לו בדוח המדיניות המוניטרית. ירידת מחירי הדלקים בולטת במיוחד, ועומדת על כ-10.6%, כאשר מדובר כמובן על אפקט בסיס משמעותי, לאור מחירי האנרגיה הגבוהים של השנה שעברה, אשר צפוי להתמתן בחודשים הבאים. מעבר לזה, התמתנות הלחצים האינפלציוניים הייתה רחבה יחסית הפעם, כאשר אינפלציית הליבה של המוצרים התמתנה ל-3.3%, לעומת 4.3% בחודש הקודם. בינתיים, אינפלציית המזון ממשיכה להיות גבוהה יחסית, ועומדת על כ-9.2%.

← ציפיות השוק להורדת ריבית על ידי ה-BoE ממשיכות לנוע סביב 50% עבור ההחלטה בתחילת מרץ, ולנוע עמוק בתחום "הוודאי" לזו של אפריל. למרות שהאינפלציה הכוללת במדינה צפויה להתקרב לרף ה-2% בחודשים הקרובים, אנחנו רואים את הסקפטיות של השוק כמוצדקת, או אולי אפילו מתונה מדי, בהתחשב באפקט הבסיס האנרגטי האמור, ובקצב עליות השכר בשוק התעסוקה, אשר נותר גבוה בשלב זה.