

תמצית

ההפוגה במלחמת "חרבות ברזל" מסייעת להאיץ את חזרת הצריכה הפרטית אל התוואי של טרום המלחמה. מאזן הסחר, מנגד, ממשיך להציג מומנטום חיובי טרם הכניסה למלחמה, עם נתוני יצוא שירותים חיוביים, בספטמבר.

בארה"ב, מתגברות האינדיקציות להאטה רחבת. הפעם זה היה תורו של מדד המחירים של ה-PCE. ואל זה מתווספות אינדיקציות מהקריאה השבועית של נתוני התביעות לדמי אבטלה. הרטוריקה הניצית של הפד מציגה גמישות מסוימת. אבל ניכר שהיא עוד מסויגת מאוד משינוי כיוון של ממש. נתוני ה-NFP השבוע יהיו כמובן ההצגה הטובה מזה זמן מה.

באירופה, נתוני האינפלציה מפתיעים כלפי מטה, בסיוע ניכר של השפעת בסיס ראווה לציון. בניגוד לארה"ב, אנחנו עוד מצפים לקצת השפעות שניוניות של האינפלציה. אבל חזון למועד.

בסין, הורדות הריבית של החודשים האחרונים כן מסייעות לתמרץ את הפעילות הכלכלית. אבל גם ירידת הביקושים העולמיים, וחולשה מקומית מסוימת ממשיכים לבוא לידי ביטוי בנתונים.

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
3.29%	FRA 9x12

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

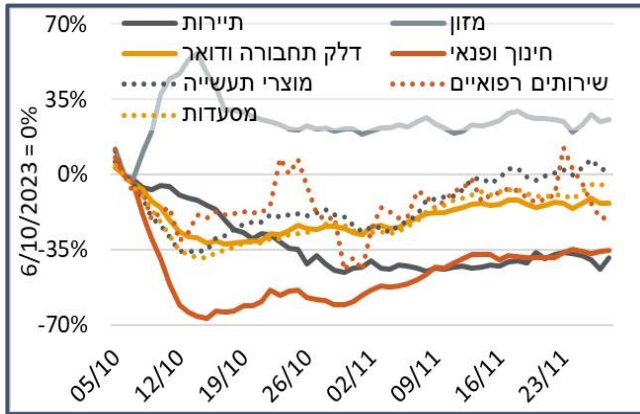
סחורות ודולר		
שינוי שבועי	ערך	
-0.7%	1,964	CRB שקלי
-0.5%	1,410	סחורות חקלאיות שקלי
-2.9%	292.6	נפט (ברנט) שקלי
-0.8%	3.7100	דולר

מדדי "הפחד"		
שינוי שבועי (נק' אחוז)	ערך	
0.2	12.6	VIX ארה"ב
0.0	14.7	VSTOXX אירופה

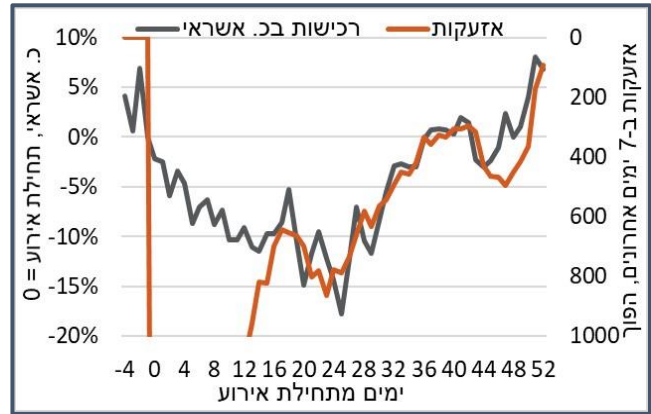
מאקרו

ישראל: ההפוגה במלחמת "חרבות ברזל" מביאה לחזרה מהירה, מאוד, של הפעילות המקומית לרמות של טרום המלחמה, ואף גבוה מכך. על פי נתוני כ.האשראי, הזמינים עד יום שלישי שעבר, סך המכירות בשבוע שקדם ליום זה הגיע לרמות הגבוהות בכ-7%, לעומת שבעת הימים אשר נסתיימו ב-6.10, ערב תחילת המלחמה.

רכישות בכ. אשראי לפי ענף



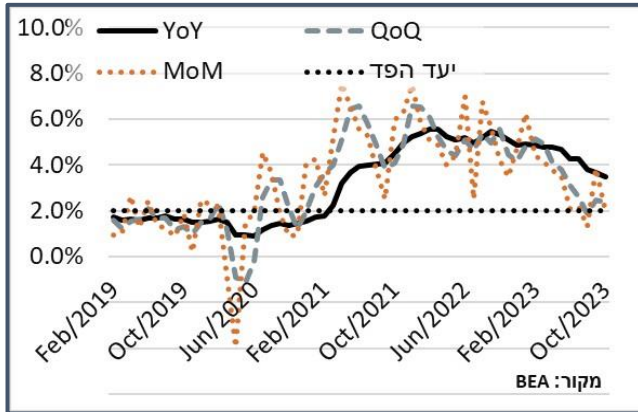
רכישות בכ. אשראי ואזעקות בישראל (ממוצע נע 7 ימים)



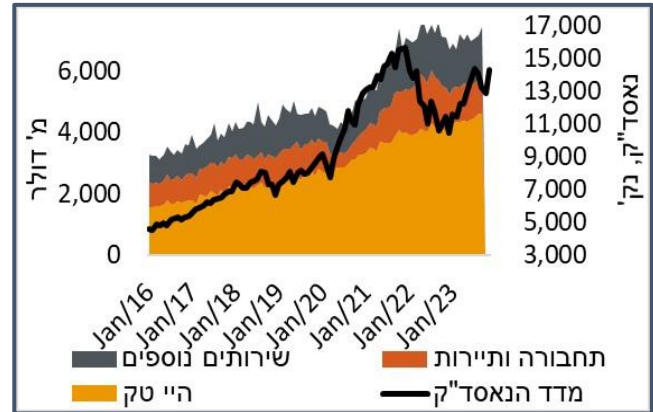
← נעיר כי ההתפלגות הענפית של הרכישות ממשיכה להצביע על עודף של רכישת מזון, כפי שהיה אופייני מתחילת המלחמה. ההתמתנות שנותרה ברכישות דלק, וברכישה במסעדות, מנגד, מרמזת כי עדיין שיעור ראוי לציון, אך מצטמצם, של העובדים ממשיך לעבוד מהבית או נמצא בחל"ת. למרות שהחזרה ללחימה ביום שישי שעבר, והעלייה בתקיפת העורף הישראלי תביא, להערכתנו, להתמתנות בפעילות העסקית, נעריך כי השפעתם תהיה מתונה וכי יהיה דיי בגדיעת התקפות אלה כדי להביא את הפעילות הכוללת לרמה הקרובה לזו של טרום המלחמה, תוך תקופה קצרה.

- בעוד הרבה מהאינדיקציות למשק המקומי מציגות האטה מסוימת, בתקופה שלפני המלחמה, יצוא השירותים עלה בספטמבר, בנתונים מקוריים ל-7.6 מיליארד ד' - שיא של חצי שנה. למרות מיעוט ימי הפעילות במהלך החודש, בשל החגים, ניכוי העונתיות של הסדרה שלילי משהו, וממתן אותנו ליצוא כולל של 7.4 מיליארד - שיא של שנה. שיעור ניכר מהגידול בספטמבר נבע מייצוא חברות הייטק, אשר תפח ל-431 מיליון, וכנראה שיתמתן בחודשים הבאים אל סביבת הממוצע של 200 מ' ד', שראינו בשנה האחרונה. גם ענפי התיירות, כולל שירותי התחבורה, היו חיוביים יותר במהלך החודש, וצמחו לכיוון 1,140 מ', על רקע התמתנות יציאות הישראלים לחו"ל, אשר תמכו מעט בתיירות הנכנסת, כמובן שצפויה התמתנות בחודש הבא. יצוא שירותי ההייטק פחות אחראי על הגידול הפעם, עם תוספת של 24 מיליון ₪, במהלך החודש, ל-4,597 מ'. מנגד, לאחר זינוק של 164 מ' ד' באוגוסט, היכולת לשמור על הרמות הנוכחיות היא דיי מרשימה. נזכיר כי בחודשים האחרונים נרשמה התאוששות נאה במניות ההייטק. ובמובן זה, גם לאחר ההתמתנות הצפויה ביצוא שירותי הייטק באוק', ניתן לצפות להתאוששות בסדרה, בחודשים הבאים.

**Core PCE, שנתי, רבעוני וחודשי
במונחים שנתיים**



יצוא שירותים ומדד הנאסד"ק



ארה"ב: האינפלציה השנתית במדד ה-PCE התמתנה לרמת 3.0% באוק', בהתאם לציפיותינו, ובחלק התחתון של קונצנזוס האנליסטים. ההתמתנות הנוכחית מקרבת את האינפלציה לכדי אחוז אחד בלבד מיעד הפד. להערכתנו, להתקרבות זו ליעד היה חלק מרכזי בשינוי הרטוריקה אשר נרשם במהלך השבוע מצד דוברי פד למיניהם. חבר מועצת הנגידים של הפד כריסטופר וולר הוא דוגמה בולטת - "... ברגע שאתה מביא את האינפלציה לרמה נמוכה מספיק, אתה לא בהכרח צריך להותיר את הריבית ברמות אלה...". ואפשר להוסיף נטייה לביטול ההעלאה הצפויה אצל לורטה מסטר "המדיניות המוניטרית במקום טוב... או ג'ון וויליאמס - "אני צופה כי ראוי להותיר את הריבית במצב מצמצם לזמן מה."

← נעיר כי במהלך החודש הרבה מהירידה באינפלציה ב-PCE נבעה ממחירי הדלק. ולראייה, ה-Core PCE הציג התמתנות קלה יחסית בשלב זה, מ-3.7% ל-3.5%. למרות זאת, עדיין ניכר כי קצבי הקצה של אינפלציית הליבה קרובים כבר מאוד ליעד הפד. הנתון החודשי ב-Core PCE, בפרט, מצביע כעת על קצב עלייה בדיוק ביעד של 2.0%. והקצב הרבעוני והחצי שנתי גבוהים ממנו ב-0.4%-0.5% שרירותיים יחסית, בהתאמה.

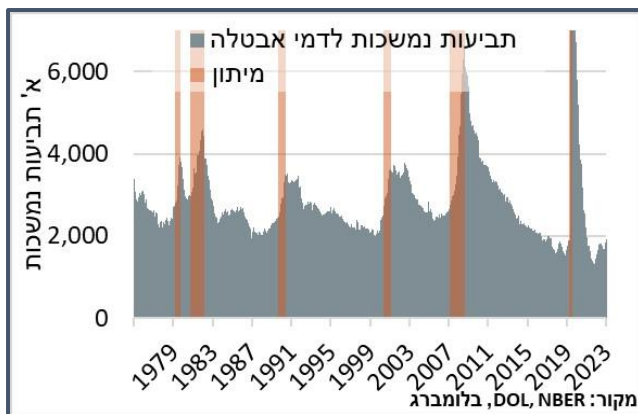
← גם כאן, ניכרת 'אינרציה' הנובעת מהשפעת העלאת הריבית עצמה, כאשר מחירי הדיור ממשיכים לעלות ב-0.4%, מתונים, אך לא חריגים יחסית לחודשים האחרונים. כנ"ל, 'שירותי התחבורה' עתירי הטיסות עולים ב-0.8% במהלך החודש - נתון אשר צפוי להתהפך, להערכתנו, בחודש הבא.

← ברמות הנוכחיות של מחירי הנפט והבנזין בארה"ב, ובהתחשב בעיקר בדינמיקה של הצרכן האמריקאי, אנחנו מעריכים כי נראה התמתנות נוספת של האינפלציה השנתית ב-PCE הכולל, לאחר פרסום מדדי נובמבר-דצמבר. תחזית חברי הפד מהודעת הריבית של ספט' לאינפלציית ה-PCE, עד סוף השנה, עמדה על 3.3%. בעוד שבוע ושלושה ימים, עם פרסום הודעת הריבית של דצמבר, הפד יצטרך להתמודד שוב עם הצורך לעדכן את התחזית לסוף השנה, בהינתן הפער האמור.

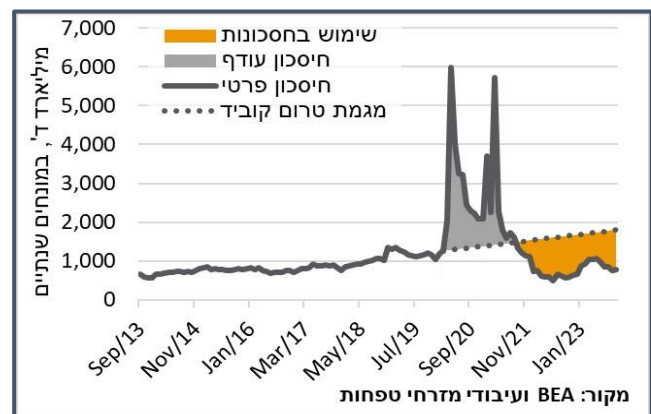
- למרות ההאטה הכוללת במדינה, השפעות הריבית על ההכנסה הפנויה, חזרת תשלומי הלוואות הסטודנטים וירידת מחירי הדלק, סך ההוצאות לצריכה פרטית בערכים נומינליים המשיכו לגדול במהלך החודש. והוסיפו 0.2%, לקצב שנתי של 18,865 מיליארד. את רובו המכריע של הגידול ניתן להסביר על ידי שירותים בסיסיים כמו דיור או בריאות.

← גם ההכנסה הפרטית גדלה ב-0.2% במהלך החודש. אבל ניכר כי רק כ-40% מהגידול פה נובע מעלייה בשכר – נמוך מאוד ביחס לחודשים האחרונים. מנגד, דווקא ההכנסה מנכסים, או ריביות באופן כללי נראית חיובית יותר. אנו מעריכים כי החיסכון הפרטי נע ברמות מתונות יחסית לאלה של המגמה טרום הקורונה. וקרוב לשחיקת החסכונות העודפים מאותה התקופה. ככל שזרמי ההכנסה מגיעים מכיוונים שונים, מאידך, ניתן להעריך כי לא מדובר בהכנסות של אותם האנשים. וכנראה שחלק גדל מהתושבים כבר השתמש בחסכונות של אותה התקופה.

תביעות נמשכות לדמי אבטלה בארה"ב



חיסכון פרטי ביחס למגמה בארה"ב



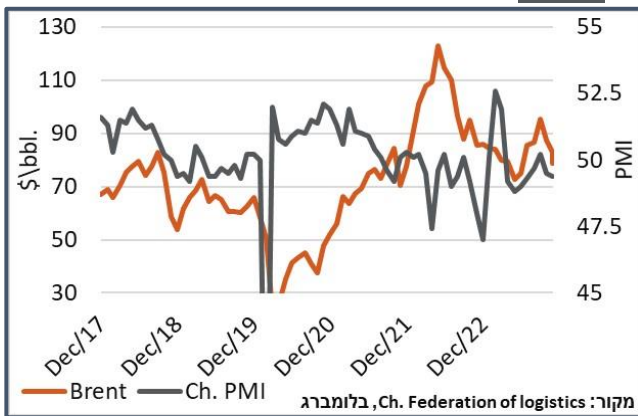
- לקראת פרסום נתוני המשרות הפנויות וה-Nonfarm השבוע, הדיווחים השבועיים של מחלקת העבודה של ארה"ב ממשיכים להצביע על עלייה באבטלה. מספר התביעות הראשוניות לדמי אבטלה טיפס בשבוע שנסתיים ב-25/11 לרמה טיפוסית לחודשים האחרונים של כ-218 א'.¹ מנגד, נראה כי למרות המספר הגבוה לכאורה של המשרות הפנויות קצב גיוס המובטלים הוא איטי יחסית, דבר אשר מביא להמשך גידול בקצב מהיר של התביעות הנמשכות – כרגע ברמה של 1,927 א', לעומת 1,833 לפני חודש ו-1,705 לפני חודשיים. הרמות הנוכחיות גבוהות מאלה של טרום תקופת הקוביד. וממשיכות לתמוך בהערכתנו כי נראה את המדינה נכנסת למיתון בקרוב, ככל שרמת הריבית הריאלית הנוכחית תימשך.

אירופה: בדומה לארה"ב, האינפלציה השנתית ב-Eurozone גם היא מתמנת במהרה, עם ירידות ברחבי היבשת, בעיקר במדינות אשר נמצאות בטריטוריה חיובית באופן מובהק, אשר הביאו את האינפלציה המשוקללת באיחוד המוניטרי

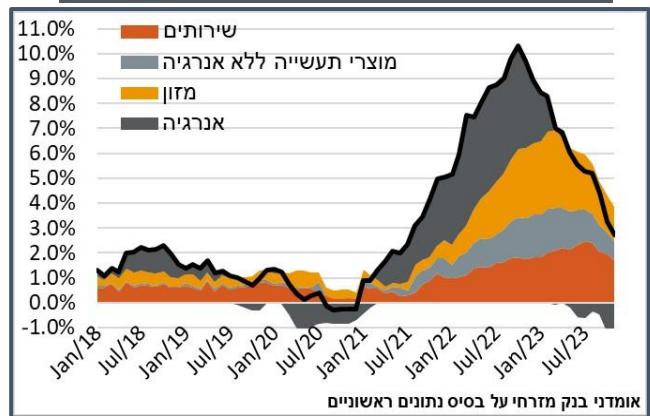
¹ מנחה עונתיות

ל-2.4% בלבד, שפל של יותר משנתיים. בדומה לארה"ב, האינפלציה הכוללת מתקרבת במהירות אל עבר יעד הבנק המרכזי של 2%, "בטווח הזמן הבינוני."
 ← גם כאן, האינפלציה השנתית מתמתנת במידה רבה כתוצאה מהשפעת מחירי האנרגיה, במידה רבה כתוצאה מהשפעות אפקט הבסיס של השנה שעברה, לאור מחירי הגז הגבוהים באותה התקופה – נצפה לתיקון בחודשים הקרובים, אשר יואץ לקראת האביב. בשלב הנוכחי, בניכוי סעיפי האנרגיה, אנו נמצאים להערכתנו, עדיין בסביבת אינפלציה של מעל ל-4%. מתוך זה, דווקא סעיפי השירותים מציגים יציבות יחסית, בקצב דומה לכך.
 ← על פי ה-Eurostat, דווקא מחירי המזון ממשיכים לעלות בקצב של קרוב ל-7% - נמוך מבעבר, ועדיין גבוה. בהתאם לנימה היונית של ה-ECB, לאחרונה ובכלל, שווקי הריביות כבר מתמחרים הסתברות ניכרת להורדת ריבית כבר בסביבת מרץ-אפריל. עם זאת, בהתחשב באמור, אנחנו בספק רב אם הלחצים האינפלציוניים ב-Eurozone אכן יהיו כאלה אשר יאפשרו הורדות ריבית מה-4% deposit rate הנוכחי, כבר בשלב הזה.

מדד מנהלי הרכש הרשמי בסין ומחירי הנפט



רכיבי האינפלציה השנתית ב-Eurozone על בסיס נתונים ראשוניים לנובמבר



סין: מדד מנהלי הרכש של ה-Federation of Logistics בסין ממשיך להצביע על התכווצות מתונה מאוד בנוב', ברמת 49.4. מצד אחד, הנתון היה אמור להתאושש בשלב הנוכחי, לאור הורדות הריבית של הבנק המרכזי, בחודשים האחרונים. מצד שני, ההאטה העולמית כמובן הייתה צפויה למתן פה את הסנטימנט.
 ← רכיבי המדד מאששים תפיסה זו, כאשר מדד רכיבי הייצור וההייטק במדד טיפסו לרמת 51.6 ו-51.2, בהתאמה. מנגד, דווח כי תעשיית חומרי הגלם הבסיסית האיצה את התכווצותה.
 ← חשש נוסף ניכר בסעיפי ייצור מוצרי הצריכה, אשר גם בו נרשמה האטה של 1.7 נק' לרמת 50.1. חולשה מסוימת נרשמה גם בביקושים ליצוא למיניהם, למרות עונת המכירות האינטרנטית.