

תמצית

הכלכלה **המקומית** ממשיכה להציג יציבות עם נתוני תוצר סבירים ברבעון השלישי, טרם תחילת המלחמה. נתוני האינפלציה מרמזים בסבירות גבוהה על התמתנות משמעותית, בעיקר בחודשיים-שלושה הקרובים, בשל תיקון ההשפעות הראשוניות של המלחמה.

בארה"ב, הסיפור האינפלציוני דומה, עם הפתעה קלה כלפי מטה, המפיצה הרבה אופטימיות. נתוני התביעות לדמי אבטלה מעידים כנראה גם כן על נרמול מהיר של שוק התעסוקה, ככל הנראה במידה רבה בסיוע חזרת ההגירה למדינה.

בבריטניה, נתוני האינפלציה במשק הציגו התמתנות ניכרת באוק'. הרבה מזה בסיוע אפקט בסיס אנרגטי. אבל גם שאר התמונה ניכרת כיציבה, בהתחשב בהשפעות השניוניות הפוטנציאליות של אותה אינפלציית אנרגיה.

בסין, ניכרת התעוררות מחודשת בפעילות באוק', לאחר הורדות הריבית של תחילת השנה. אבל ייתכן כי יידרשו צעדים נוספים בהמשך.

מאקרו

ישראל: התוצר המקומי המשיך להציג קצב צמיחה סביר, טרום המלחמה, של 2.8%, קרוב לציפיותינו ל-1.35%¹ למרות זאת, רכיבי הצמיחה כן מבטאים, להערכתנו, במידה רבה את השפעת הריבית על הפעילות המקומית. הצריכה הפרטית, בפרט התרחבה בקצב מתון של 1.8%. קרי, קרוב לאפס לנפש. ומתוך זה, ניכרת ירידה בצריכת מוצרים בני קיימא.

← סעיפי ההשקעה בבתי מגורים מציגים גם הם צמיחה ניכרת של קרוב ל-5%. להערכתנו, מדובר בשאריות של התחלות הבנייה הגבוהות של שלהי '21 ותחילת '22. בשלב הנוכחי, ניתן להעריך כי הורדות הריבית המתקרבות תבאנה להאצה מחודשת של הסדרה הזו, בסביבת הרבעון הראשון/שני של

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
3.34%	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	
-3.7%	1,984	CRB שקלי
-4.1%	1,418	סחורות חקלאיות שקלי
-4.9%	299.8	נפט (ברנט) שקלי
-3.9%	3.7190	דולר

מדדי "הפחד"		
שינוי שבועי (נק' אחוז)	ערך	
-0.4	13.8	VIX ארה"ב
-2.0	15.1	VSTOXX אירופה

¹ כרגיל: ריאלי, מנוכה עונתיות, במונחים שנתיים

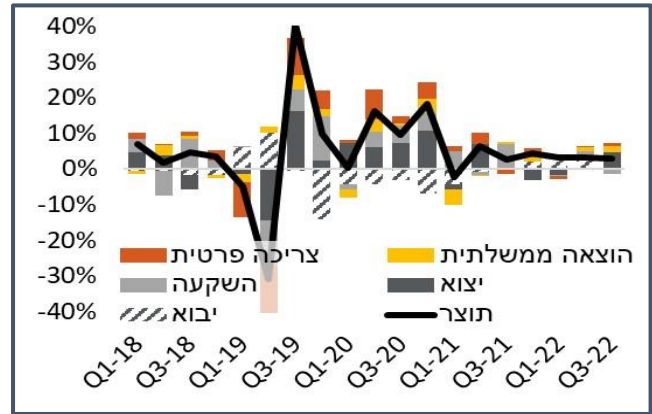
24'. ההשקעה בענפי המשק מתכווצת בעשירית האחוז, לאחר צמיחה גבוהה מאוד בשני הרבעונים הקודמים.

תוצר, תחזית תוצר ל-Q4 2023 ו-2024

ומגמה



רכיבי התוצר



← לקראת סיכום 2023, נתון הצמיחה היציב עוזר לתמוך, להערכתנו, בציפיות לצמיחה בשנה כולה. לדוג', תחזית הצמיחה של בנק ישראל, אשר פורסמה באוק', כשבועיים לאחר תחילת המלחמה, ציפתה לצמיחה של 2.3% בשנת 2023 כולה. לאחר הנתון הנוכחי, כדי להגיע לך תידרש התכווצות של כ-קרוב ל-4% בתוצר, במהלך הרבעון, לעומת הנתון הנוכחי, או כ-14%, במונחים שנתיים. נוסף, בהקשר זה, כי בימים האחרונים, מעט יותר מחודש לאחר תחילת המלחמה, נתוני הרכישות בכ. אשראי מגיעים קרוב מאוד לאלה של טרום החגים. כפי שראינו, גם מאזן הסחר המשיך להיות יציב באוק'. ונוכח הורדת הריבית המתקרבת, לפחות מבחינת בינוי, ניתן לצפות לשיפור בסעיפי ההשקעה ברבעונים הקרובים.

← ביחס לעבר, הנתון הרבעוני המתון היסטורית ממקם את התוצר ברמה הקרובה יותר לקו המגמה מהרבעון הקודם, אך עדיין כזו הגבוהה ממנו בכ-1.6%. מידת ההתכווצות ברבעון הרביעי, עוד עתידה כמובן להתברר. אבל תחת ההנחה שזה יהיה בסדר גודל של 4%, בהתחשב בשיפור האחרון בנתוני הקצה, המעבר אל מתחת לקו המגמה צפוי להביא אותנו לסדר גודל יחסית דומה למידה שבה היינו מעליו. התמשכות המלחמה ועצימותה לתוך הרבעון הראשון של 2024 עודנה גם היא להתברר. למרות זאת, לאחר מלחמת לבנון השנייה, לדוג', למעלה ממחצית מההשפעה השלילית של המלחמה נמוגה במהלך שני הרבעונים שלאחריה. במובן זה, ובהתחשב במיקום הנוכחי ביחס למגמה, אנחנו מצפים שההשפעה הכוללת של המלחמה תביא את התוצר המקומי, בקירוב בחזרה אל המגמה, במהלך 2024.

- בהתאם לציפיות, מדד המחירים לצרכן באוקטובר עלה ב-0.5%, ומיתן מעט את האינפלציה השנתית, לרמת 3.7%.

← כצפוי, במדד הפעם ניכרה עלייה מסוימת מרכיבים אשר עלו כתוצאה מהמלחמה. בפרט, תרומה ניכרת, של כ-0.15% למדד נרשמה מסעיפי המזון ללא ירקות ופירות, אגב ישנם דיווחים על העלאות מחירים, על רקע הסרת הדרישה לסמן מחירים על המוצר. כנ"ל, מחירי הירקות והפירות עלו יחדיו בקרוב ל-4%, והוסיפו כ-0.1% למדד. בשלב זה, פה נתונים עדכניים מרשתות השיווק דווקא לא מראים על התמתנות אל תוך נובמבר, כנראה על רקע מגבלות האספקה מהדרום/צפון. עם זאת, נצפה כי המחירים יתמתנו עם דעיכת המלחמה. תרומה דומה נרשמה במדד מסעיפי הבשר, העופות והדגים, בין היתר על רקע מיצוי השפעת תקופת חגי תשרי (מי זוכר?).

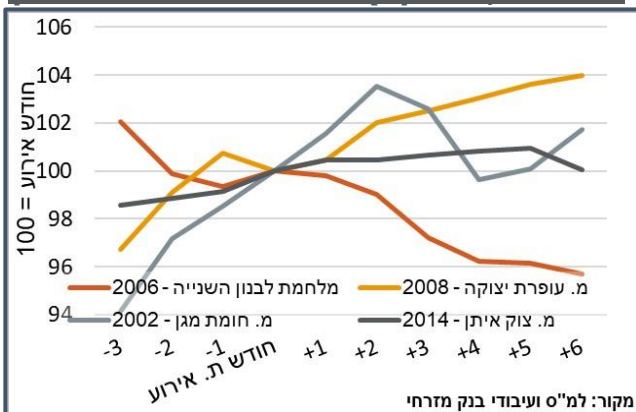
← מעבר לזה, ניכרת השפעה של רמות הדולר הגבוהות במהלך החודש. בפרט, מחירי ההלבשה רשמו תוספת מפתיעה של קרוב לחמישה אחוזים, ותרמו קרוב ל-9 נ"ב למדד. סעיפי הטיסות כנ"ל, הוסיפו כ-9 נ"ב ניכרים, על רקע דגימה חלקית במהלך החודש. בכל מקרה, נצפה להתמתנות ניכרת בחודש הבא. מחירי הריהוט והציוד לבית, עתירי רכיב המט"ח, המשיכו לרדת, אם כי בקצב מתון מאוד של 0.2%. עם זאת, נוכח הזינוק בדולר/שקל במהלך החודש, נראה בזה אינדיקציה חשובה לסנטימנט הצרכני הממותן, שתישאר איתנו כנראה בחודשים הבאים.

← קצב עליית סעיפי שכר הדירה, ושירותי הדיור מתמתן משמעותית, ביחס למגמה לאחרונה. ושני אלה גורעים יחדיו כ-2 נ"ב מהמדד.

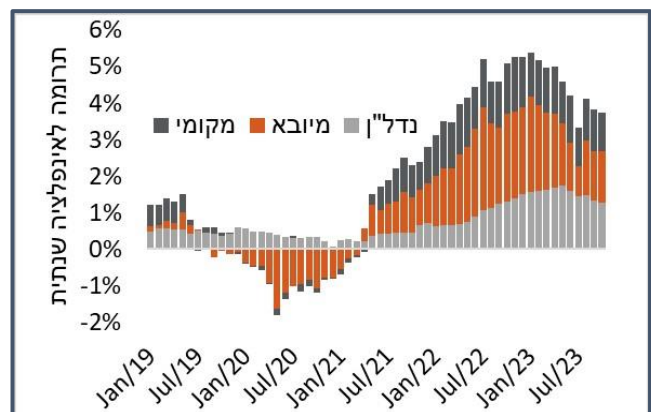
← בדומה לחודשים האחרונים, מחירי ביטוח הרכב המשיכו לעלות, הפעם עם תוספת של 2.0%, אשר מעלים את המדד בקרוב ל-5 נ"ב. מגמה דומה לרוב העולם, יש לציין. נמשיך לצפות שהשפעות המלחמה הרחבות יביאו למיתון בסעיף זה, בהמשך.

רכיב הדיור (שכירות ושירותי דיור

בבעלות, בעיקר) במדד המחירים לצרכן



אינפלציה מקומית, מיובאת ומשכריות



← אנו מצפים להמשך השפעה שלילית על מחירי השכירויות - המחירים המשתקפים בלוחות, כמו גם המחירים בחוזים מתחדשים וקיימים, אשר ישתקפו במדד. עם זאת, כאשר מנתחים את הצפי להשפעה על המדד, יש

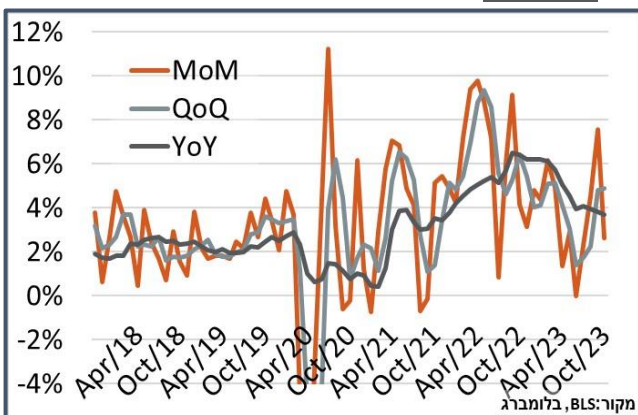
לזכור כי כמות החוזים המתחדשים במהלך דצמבר וינואר היא נמוכה כמובן – להערכתנו, סדר גודל של 7% מאוכלוסיית המדגם לחידושי חוזה, וכ-3% לדייר חדש בדירה. על זה יש להוסיף את ניסיון העבר סביב עימותים צבאיים, כולל כאלה "גדולים" יחסית, כמו חומת מגן או לבנון השנייה. שבהם ניכרה השפעה שלילית על מחירי השכירות למשך חודש-חודשיים סביב העימות, אשר התפוגגה לאחר מכן, על רקע הנטייה של המשק המקומי לחזור מהר מאוד ל-"עסקים כרגיל".

← ה-Dollar Index איבד קרוב ל-2% במהלך השבוע האחרון. וזה מסביר שיעור ניכר מההתחזקות של השקל מולו, במהלך אותו השבוע (3.9%). מעבר להתמתנות בחששות מהסלמת המלחמה, ובעודף בחשבון השו"ת, אשר נמשך להערכתנו בשלב זה, נעריך כי יש פה תרומה מסויימת דרך התמתנות מרווחי ה-FX-Swap. בעוד שהשפעת ערוץ ה-FX-Swap על השקל צפויה להתמתן בהמשך, גם ברמות הנוכחיות, השקל מבטא תיסוף של כ-6.5% אחוזים לעומת הממוצע של אוק', וכ-2.5% מול ספט'. בימים כתיקונם, זה 'שווה' כ-0.4%-0.5% של השפעה עתידית על המדד. לא ברור אם נראה ירידת מחירים של ממש במוצרים הסחירים. אבל אנחנו כן מעריכים כי תהיה פה משום 'הגנה' על האפשרות של עליית מחירים עתידית, בייחוד אם מתחשבים באופק המתון של הסנטימנט הצרכני המקומי, לרמות למקרה של העלאת מע"מ.

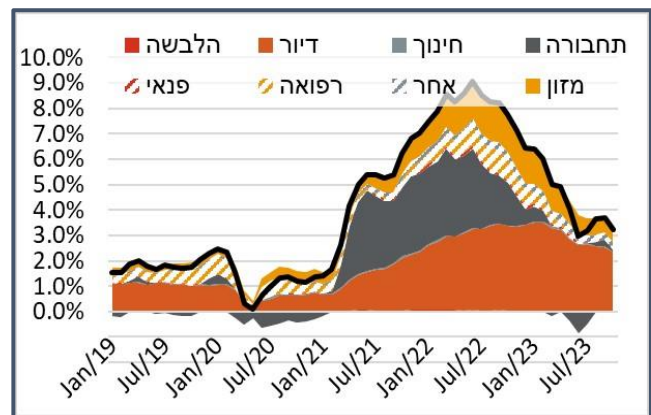
ארה"ב: במהלך שהשפיע על השוק יותר ממה שאפשר היה לצפות, האינפלציה בארה"ב התמתנה לרמת 3.2% באוק' ואינפלציית הליבה איבדה עשירית אחוז, לרמת 4.0%.

← באשר להתפלגות רכיבי האינפלציה, בסעיפי הרכבים, המכוניות החדשות רשמו ירידה של 0.1%. בהתחשב בשביתה של UAW במהלך החודש, זה המון, ומלמד כנראה הרבה על הבאות, ועל הסנטימנט הצרכני כרגע (אם מישהו פספס עד כה). גם המשומשות איבדו 0.8%, ומצביעות על נפילה בקצב שנתי של 7.1%. נצפה שזה יתמתן. ועדיין, נתון דיפלציוני באופן ראוי לציון. הדלקים איבדו חמישה אחוזים במהלך החודש – הירידה הגדולה מאז מאי. תהיה פה ככה"נ ירידה נוספת בנוב', לפי המחירים הנוכחיים.

אינפלציית שירותים ללא דיור, במונחים שנתיים



רכיבי האינפלציה בארה"ב

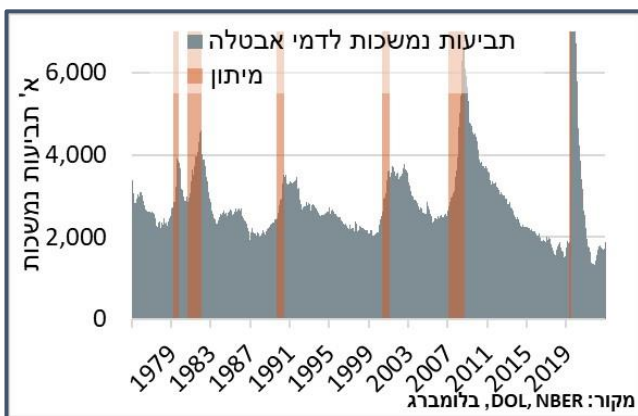


← סעיף שירותי התחבורה, עלה ב-0.8% במהלך החודש, במידה רבה בשל סעיף ביטוחי הרכב, אשר השלים זינוק של מעל ל-19% בשנה האחרונה – דומה למצב אצלנו. כמובן שפה זה במידה רבה תגובה מאוחרת לעליית מחירי הרכבים. העלייה מצטרפת לסעיפים עתירי עבודה (שירותים) כמו "מזון מחוץ לבית" המשלים עלייה של 5.4% בשנה האחרונה. או שירותים רפואיים, עם עלייה שנתית של 6.3%. כל אלה מביאים את האינפלציה של קטגוריית "ליבת העל", השירותים ללא דיור, להצביע על קצבים הגבוהים עדיין, מיעד הפד. והנקודה הזו מחזיקה גם כשלוקחים תקופות הקצרות משנה, ומחשבים את השינוי במונחים שנתיים. נעריך כי הנקודה הזו אחראית ללא מעט מהחששות המתמשכים של הפד מהאינפלציה כרגע.

← מחירי הדיור הרחבים (Shelter) הוסיפו 0.3% מנוכי עונתיות במהלך החודש. זהו זהה לשינוי שראינו באוגוסט. נזכיר, במידה רבה בהקשר זה, כי סעיפי השכירות ממשיכים להוות כ-70% מהאינפלציה בארה"ב. הפער בין מחירי הביקוש למיניהם בלוחות המודעות לרכיבי השכירות במדד ממשיך להיות רחב מאוד. ונובע להערכתנו במידה רבה בשל הפרש הדגימה – הרבה מחירי שכירות הם זולים יותר בשלב הנוכחי, אבל זה טרם נכנס למדד. נצפה כי אלה ימשיכו את מגמת ההתמתנות של הקטגוריה בחודשים הקרובים.

← הרמיזות מצד סעודיה, בשישי, להמשיך את הקיצוץ בתפוקת הנפט העולמית אל תוך האביב סייעו לתמוך מעט במחירים, ולמתן את קצב הירידה השבועי. בשלב הנוכחי, מחירי הבנזין בארה"ב מתקרבים ל-\$3.30 לגלון – נמוך בכ-7.6% מהממוצע. עם משקל של קרוב ל-4% במדד לדלקים, אנו ממשיכים לצפות שהירידה במחירי הדלק תביא את האינפלציה הכוללת בארה"ב אל מתחת לרף ה-3%, בחודש הקרוב, או זה שאחריו. הציפיות בשוק ה-OTC, בינתיים, ממשיכות להתמתן, לפחות בראייה שבועית. ומגיעות ל-2.18%, קרובים מאוד ליעד הפד. אם נוסיף לזה את נטיית האינפלציה ב-PCE להיות נמוכה ב-20-30 נ"ב מזו של ה-CPI, ניתן לקבוע שציפיות השוק עברו בשבוע שעבר אפילו לצפות שהפד יגיע בשנה הקרובה אל מתחת ליעד שלו.

תביעות נמשכות לדמי אבטלה ואינדיקטורים למיתון בארה"ב



שינוי שנתי במחירי הדלק בארה"ב, וציפיות אינפלציה לשנה



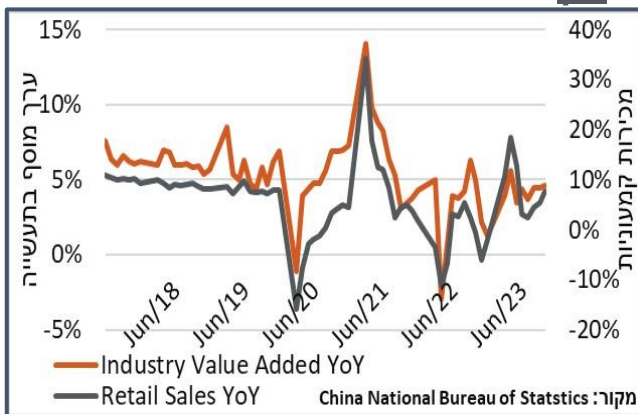
אל מול ההאטה האינפלציונית, ניכרת חולשה מסוימת גם בשוק התעסוקה האמריקאי; מספר האמריקאים אשר הגישו תביעה חדשה לדמי אבטלה זינקו בשבוע האחרון ל-231 א', מ-218 א' בשבוע הקודם – המספר הגבוה מאז אוגוסט. ניכר כי מגמת החולשה בחוף המערבי התמתנה במידת מה, כאשר בקליפורניה לדוג' נרשמו כ-500 תביעות חדשות בלבד. ובמדינת אורגן אף נרשם הקיטון המשמעותי ביותר, של קרוב ל-1,500 תביעות.

← משמעותית יותר, מספר התביעות הנמשכות לדמי אבטלה המשיכו לעלות, והגיעו ל-1.864 מ' – שיא חדש מאז נובמבר 2021. ועלייה של יותר מ-40%, ביחס לרמות השפל של השנה האחרונה. בדומה לאופן שבו נתוני האבטלה האחרונים מתואמים, היסטורית, עם מיתונים, גם כאן בדיקה היסטורית מגלה כי בממוצע, מספר התביעות הממשיכות לדמי אבטלה בעת כניסה למיתון נוטה להיות גבוה בכ-20%, בממוצע, מהשפל שקודם לו. קרי, ייתכן ואנחנו כבר נמצאים באחד.

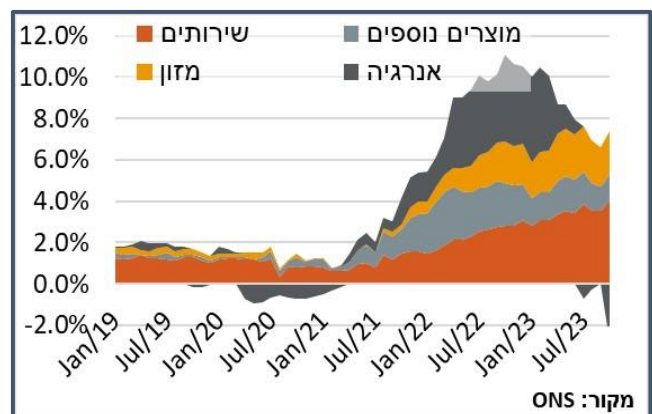
בריטניה: האינפלציה בבריטניה רשמה התמתנות ניכרת, אך צפויה באוק', מ-6.7% ל-4.6%. שלא במפתיע, רוב ההשפעה כאן באפקט בסיס של רכיבי האנרגיה כולל החשמל, קרי, קיזוז השפעת עליית מחירי הגז הטבעי בחורף שעבר, אשר גורעים כעת, להערכתנו, קרוב ל-3% מהאינפלציה הכוללת, ויתמתנו כמובן בהמשך. גם באינפלציית הליבה ניכרת התמתנות, אבל פחותה, מ-6.1% ל-5.7%.

← באופן ראוי לציון, זולת התנודתיות האנרגטית, שאר התמונה האינפלציונית דווקא דומה מאוד לשאר העולם המערבי. גם פה, לדוג', מחירי המזון מחוץ לבית ממשיכים לעלות בקצב נאה במהלך החודש, ומשלימים עלייה של מעל ל-8% במהלך השנה האחרונה. כנ"ל, אצל שירותי ביטוח לרכב, עם זינוק של קרוב ל-50% (!!) ובכלל, סעיפי השירותים למיניהם אחראים לרוב המכריע של עליית המדד, במהלך השנה האחרונה.

ייצור תעשייתי ומכירות קמעונאיות – סין



רכיבי האינפלציה בבריטניה



סיין: לאחר מה שנראה כמו יציאה איטית באופן ראוי לציון מתקופת הקורונה, נתוני הפעילות הקמעונאית והייצור התעשייתי בסין הראו צמיחה נאה באוקי². על פי נתוני הלמ"ס הסיני, המכירות הקמעונאיות במדינה מצביעות כעת על צמיחה נאה של 7.6%, לעומת השנה שעברה - העלייה השלישית ברציפות בקצב הצמיחה של הפעילות. ראוי לציין כי במהלך השבוע הראשון של החודש צוין החג הלאומי של סין, המתאפיין בפעילות כלכלית מתונה יותר. וייתכן כי זה השפיע על הפעילות.

← רמת הערך המוסף של הייצור התעשייתי, בינתיים, מתקבעת על תוספת שנתית של כ-4.6%. בהתחשב בחוסר היציבות הבולט בענף הנדל"ן במדינה, ובחולשת הביקושים העולמיים - דיי מרשים.

← בשלב הזה, עליית קצב הפעילות ממתנת משמעותית את הציפיות שה-PBoC ימשיך בהורדות ריבית המימון, בהחלטה מחר. מנגד, חגי "ימי הרווקים" ושאר חגי המכירות של נובמבר יהוו, להערכתנו, אבן בוחן משמעותית בצורך בהקלה נוספת, בחודשים הבאים.

² מנחה עונתיות