

תמצית

הטנגו של חזרת האינפלציות העולמיות לטווחי היעד מצא לעצמו תזמון מפתיע משהו מבחינה גיאופוליטית. תזמון זה מעלה כמובן את השאלה אם אנחנו בדרך לעוד השפעות עקיפות, כמו עם תחילת המלחמה באוקראינה, או שהחזרה לנורמליות תהיה מהירה יותר.

בינתיים, אותן השפעות עקיפות נוטות לדחוף כלפי מטה דווקא את האינפלציה **המקומית**, בעיקר על רקע סנטימנט צרכני מתון יותר. לזה נוספות ראיות נוספות בדבר העודף המבני בחשבון השוטף, ברבעון השלישי, עם סיוע מסוים של הפיחות בשקל ברבעון ולפניו. המצב נשמר ככל הנראה גם אל תוך הרבעון הרביעי, עם המשך התמתנות במחירי הדלק. וירידה ביבוא המכוניות.

בארה"ב, הפד בוחר לבצע פיבוט קל בהכונת השוק לגבי המדיניות בהמשך, ומקבע את החלטת הריבית במרץ לזו שנראה בה הורדה ראשונה. דווקא התמונה האינפלציונית אמנם חיובית, אבל רחוקה ממה שאפשר היה לצפות לו בשלב הזה. וחזון למועד אם אכן נזכה להורדה כאמור.

ברייטניה וב-Eurozone, הבנקים המרכזיים קצת יותר סקפטיים לגבי היכולת להוריד ריביות בקרוב. ולקראת הסופ"ש, גם חברי הפד מצננים קצת את הציפיות.

מאקרו

ישראל: מדד נובמבר נפל ב-0.3%, נמוך מקונצנזוס האנליסטים; האינפלציה השנתית התמתנה משמעותית, ל-3.3%. אינדיקציות 'ליבה' למיניהן של הלמ"ס, כמו המדד ללא דיור, ירקות ופירות ואנרגיה אף נעו קרוב מאוד לרף 3% העליון של יעד האינפלציה של בנק ישראל.

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
3.21%	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	
-2.7%	1,885	CRB שקלי
-0.9%	1,375	סחורות חקלאיות שקלי
0.1%	281.2	נפט (ברנט) שקלי
-0.8%	3.6720	דולר

מדדי "הפחד"

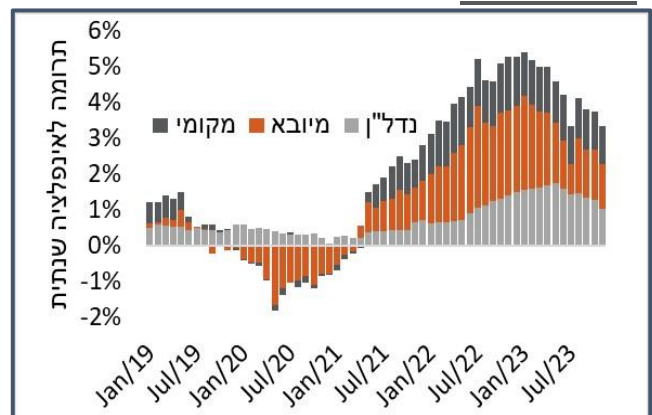
שינוי שבועי (נק' אחוז)	ערך	
-0.1	12.3	VIX ארה"ב
-1.5	13.2	VSTOXX אירופה

- ← התמחור המאוחר של הטיסות לחו"ל (לעומת זקיפה לפי המדד הכולל באוק') הביא לירידה של קרוב ל-6% בסעיף, וגרע 23 נ"ב ניכרים מהאינפלציה הכוללת במהלך החודש.
- ← מעבר לזה, נראה כי סעיף שירותי הדיור בבעלות הדיירים, הנגזר מהשכירויות, אחראי להרבה מההפתעה מטה במדד, עם ירידה של 0.7%, אשר גרעה קרוב ל-12 נ"ב נוספים. ראוי לציין כי דווקא רכיב שכר הדירה עמד בצד החיובי, אבל עם השפעה זניחה יחסית, של כ-3 נ"ב. זה מביא את סך רכיבי הדיור לתרום כעת כאחוז בלבד לאינפלציה הכללית - תרומתם המתונה ביותר מזה קרוב לשנה וחצי.
- ← עוד בצד השלילי בולטות השפעות משולבות מהסנטימנט הצרכני הממותן, יחד עם התחזקות השקל. ובפרט סעיפי הריהוט והציוד לבית, וההנעלה, אשר מאבדים 0.3%-ו-1.0%, בהתאמה. בכלל, ניכרת חולשה במחירי המוצרים הסחירים, דיי בדומה למגמה בעולם. כמובן שהמשך התחזקות השקל בדצמבר תמשיך, להערכתנו, את המגמה הזו בראייה מקומית. גם הפירות הטריים מאזנים קצת מהעלייה מהחודש הקודם, עם ירידה של קרוב ל-5%.
- ← מנגד, מחירי המזון ממשיכים לעלות, ב-0.5% - להערכתנו במידה רבה כתוצאה מתמחור מאוחר של הסרת המגבלה לסימון מחירים, בהמשך לעליות בחודש שעבר. מחירי ביטוח הרכב המשיכו לעלות גם הם, ב-2.4% ותרמו 5.5 נ"ב ניכרות מאוד בשלב הזה. נעריך כי המגמה תמצה את עצמה בקרוב.
- ← על פי אומדננו, כלל המוצרים המיובאים תורמים כעת כ-1.2% לאינפלציה הכוללת - נמוך בראייה היסטורית, ובייחוד בהתחשב בעובדה שאין פה השפעת בסיס של אנרגיה אשר ממתנת את הסדרה. במובן זה, בדומה לארה"ב ובניגוד בולט לאירופה, לדוג', ישראל נמצאת במצב שנותר בעיקר לאינפלציית השירותים המקומית להתמתן, לפני שנכנס עמוק לתחום היעד של בנק ישראל. ונעריך שהיא תעשה זאת לאחר שתסיים "להדביק" את הפער מול הסעיפים האחרים.

ריבית בנק ישראל וכמות הכסף



אינפלציה מקומית, מיובאת ומשכירויות



- ← למותר לציין כי הסנטימנט הצרכני הבולט לשלילה בנתוני המדד, בשל המלחמה, מגיע בשלב זה במקביל לשיא של צמצום מוניטארי, אשר נתמך ברוב התקופה על ידי הנפקה גדולה מהרגיל של מק"מ. בעוד שתהליך

הרחבת בסיס הכסף על ידי הנפקה מדודה יותר של מק"מים, אל מול הפדיונות הגבוהים כבר החל, לאור אי הבהירות לגבי כמות הכסף הניטרלית, אנחנו רואים פוטנציאל לשונות ניכרת בכמות ההרחבה שתידרש בהמשך. ובפרט לגבי השינויים שיידרשו בריבית.

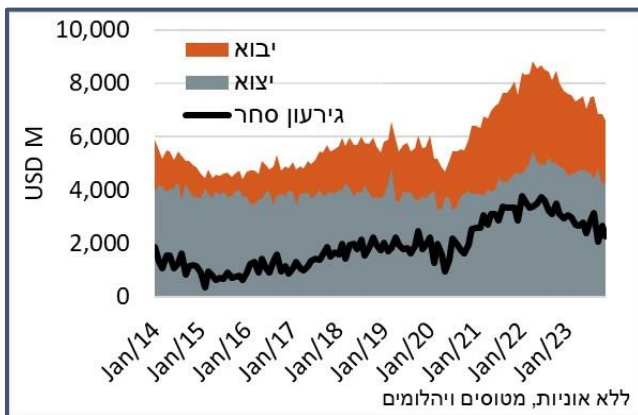
• אמנם זה נראה כמו היסטוריה קלה, בשלב הזה. אבל העודף בחשבון השוטף המשיך להתרחב, במהלך הרבעון הרביעי, לרמת 5,774 מ' ד¹. הרמה הנוכחית של העודף בחשבון השוטף הינה הגבוהה מאז הרבעון הרביעי של 2021, כאשר הדולר/שקל נע סביב ממוצע של 3.16.

← כצפוי, רוב הגידול בחשבון השוטף במהלך הרבעון נבע מצד התשלומים לחו"ל, אשר התמתן בקרוב ל-1.82 מיליארד ד', כמחצית ממנה בשל ירידה ביבוא הסחורות והשירותים.

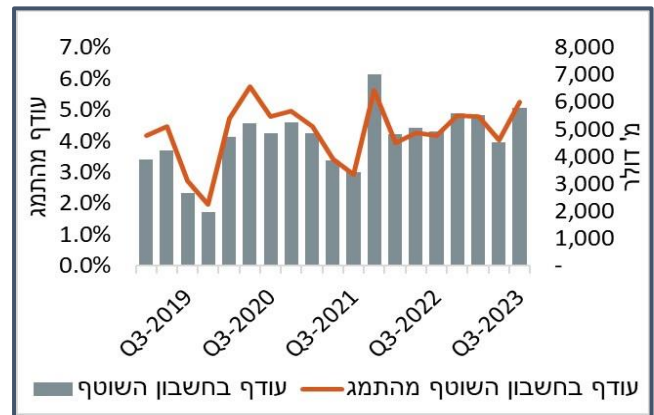
← הרבה משאר הפער נבע, ככל הנראה, מהתשואה העודפת של שווקי ההון בחו"ל, על פני השוק המקומי, אשר הביאו את ההכנסות הראשוניות של ישראלים בחו"ל לתפוח בקרוב ל-600 מ' ד', ל-5,688 מ' ד', במהלך הרבעון, לעומת אלה של הזרים בארץ, אשר התכווצו בגודל דומה, ל-5,744 מ' ד'.

← בנוסף לזה, על פי נתוני החשבון הפיננסי, נראה כי ההשקעות הזרות בישראל חזרו להתאושש מעט במהלך הרבעון, והגיעו לרמת של 2,518 מ' ד' – שיא צנוע אך ראוי לציון של שלושה רבעונים, ודומה יחסית לממוצע של 2019. להערכתנו, נמשיך לראות פה יציבות ברבעונים הבאים.

יבוא, יצוא וגירעון במאזן סחר



עודף בחשבון השוטף מהתמ"ג



• בנוסף לחזקה המבנית הבאה לידי ביטוי בנתוני החשבון השוטף ברבעון השלישי, נתוני מאזן הסחר המשיכו לבטא גירעון מתון יחסית של 2.24 מיליארד ד', בנוב' – דומה יחסית לממוצע של 2.6 מיליארד בשלושת החודשים הקודמים. מחירי האנרגיה המתמתנים אחראים לחלק ראוי מזה, עם ירידה של 131 מ' ד' ביבוא של אלה לעומת אוק'. עם המשך הירידות החודש, נצפה שיתמתנו עוד בהמשך.

← עוד ירידות ביבוא תרמו כ-100 מ' ד' לצמצום הגירעון במאזן הסחר. הרבה מזה נבע ממכוניות נוסעים לצרכים עסקיים, עם ירידה חדה של כ-50 מ' ד' לכ-160 מ' ד', שאפשר כמובן לשייך לאיום החות'ים בים האדום. ירידה דומה של קרוב

¹ מנכה עונתיות

ל-50 מ' ד' נרשמה ביבוא המכוניות לצרכים פרטיים, לכ-203 מ' ד' – החוק עדיין ממה שיביא, להערכתנו, לעליית מחירים מהותית, בהתחשב במלאים הגבוהים, ובעובדה שרובו העיקרי של יבוא הרכבים נמשך סה"כ.

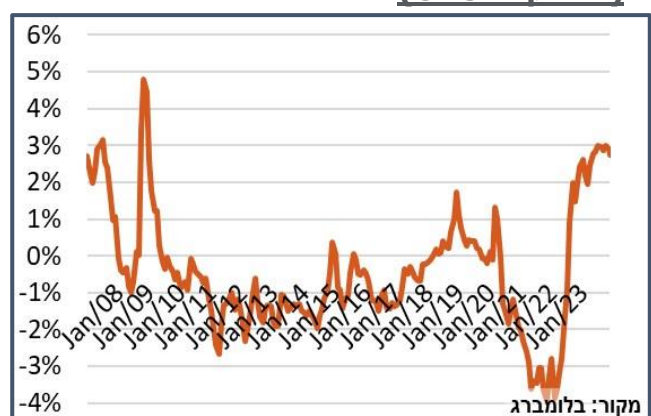
ארה"ב: בהתאם לציפיות, הפד הותיר את הריבית ברמת 5.25%-5.5%, בשבוע שעבר. בניגוד לפעמים הקודמות, השינוי בשפה של הפד היה דיי משמעותי הפעם. בכלל זה בלטה הוספת התניה לפיה לא ברור אם הידוק נוסף יידרש בהמשך. כנ"ל, פתיחת ההודעה הצהירה כעת כי הצמיחה בפעילות הכלכלית האטה מהקצב הגבוה במהלך הרבעון השלישי. עוד צוין כי האינפלציה התמתנה במהלך השנה האחרונה. כנ"ל, תחזיות חברי הפד מצביעות כעת ל-4.6% עבור הריבית בסוף 2024, לעומת 5.1% בתחזית הקודמת, זאת למרות היעדר שינוי מהותי בציפיות התוצר והאבטלה ל-2024. וירידה קלה יחסית בציפיות האינפלציה והליבה, של 0.1%-0.2%.

← בהתחשב בעובדה שהאינפלציה האמריקאית לא הציגה התמתנות חריגה מאז ההודעה הקודמת, וגם שוק התעסוקה ממשיך להציג את ההידוק האופייני, עלתה כמובן ההערכה כי הפיבוט של הפד נבע במידה רבה מהתמתנות ציפיות האינפלציה, ועימה עליית התשואות הריאליות הקצרות ("ריבית ריאלית?"). בראייה היסטורית, עם תשואה ריאלית לשנה סביב 3%, זה נראה דיי אופייני לפיבוטים קודמים.

**השינוי השנתי בכמות הכסף ממשך
לנבא התמתנות של האינפלציה**



**תשואה ריאלית בארה"ב לשנה
(בשוק ה-OTC)**



• עוד טרם הודעת הריבית, האינפלציה בארה"ב התמתנה לרמת 3.1% בנוב', גבוה יחסית להתפלגות הציפיות. אינפלציית הליבה נותרה ללא שינוי, ברמת 4.0%.

← בניגוד לאינדיקציות האחרונות מהלוחות, מחירי הדיור (Shelter) הפתיעו עם עלייה חודשית של 0.4% (מנוכת עונתיות) לאחר עלייה מתונה יחסית של 0.3% בחודש שעבר.

← סעיף שירותי התחבורה, שהיה צפוי לבטא מחירי טיסות מתמתנים בשלב זה, הציג עלייה ניכרת, של 1.1% במהלך החודש. ומביא אותנו לזינוק ניכר של 10.1% במהלך השנה האחרונה. נצפה לתיקון בהמשך.

← סעיפי המזון הכוללים עלו ב-0.2% בלבד במהלך החודש. אבל מתוך זה, מזון מחוץ לבית, עתיר רכיב התעסוקה, המשיך לעלות ב-0.4%, בדומה לחודשים

האחרונים, והשלים עלייה של 5.3% בשנה האחרונה. עליות במחירי שירותים נרשמו גם בשירותים הרפואיים, עם תוספת חודשית של 0.6%, שלא נראתה מזה זמן מה. דווקא בשירותי החינוך והתקשורת נרשמה ירידה ראויה לציון של 2.6%.

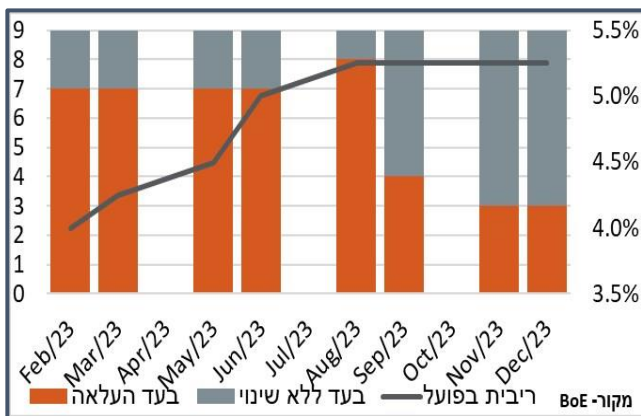
← כמובן שסעיפי הדלקים הם האחראים העיקריים לירידה במדד הכולל, ובפרט מחירי הבנזין, אשר התמתנו ב-6% במהלך החודש, בהמשך לירידה של 5% בחודש שעבר.

← לסיכום, אנחנו ממשיכים לראות את האינפלציה האמריקאית כאינפלציה של שכריות בעיקר. וספק אם יש פה טעם לדבר על 'ספירלה אינפלציונית' כזו או אחרת, בייחוד בהתחשב בעובדה שנתוני הלוחות האינטרנטיים כבר מצביעים על התמתנות ניכרת במחירי השכריות. כנ"ל, נעריך כי השפעה של הריבית, כפי שזו כבר באה לידי ביטוי בולט במצרפי הכסף כן תבוא לידי ביטוי בשלב כזה או אחר. אינפלציית ליבת השירותים ללא דיור עלתה פה אל קרוב מאוד לרף ה-4%. וסביר להניח שנראה משהו דומה עם פרסום נתוני ה-PCE, בסוף החודש.

ה-Unwind: אופטימיות השוק לאחר הודעת הפד ספגה רוח פנים קלה, לאחר פרסום הודעות הריבית של ה-ECB וה-BoE אשר נתפסו כניציות יותר. ה-ECB, בפרט, חזר בהודעתו כי ישאיר את הריבית ברמה הנוכחית עד אשר תהיה "תרומה משמעותית" לחזרת האינפלציה ליעד ה-2%. וכי יאיץ את סיום גלגול ההשקעות באג"חים שנרכשו במסגרת תכנית ה-PEPP. כנ"ל, גם אצל ה-BoE נרשמה יציבות בהעדפת שלושה מחברי הוועדה המוניתרית להמשיך ולהעלות את הריבית מרמתה הנוכחית, בדומה להודעת הריבית הקודמת, בנובמבר.

← על רקע התגבשות של ציפיות השוק להורדת ריבית פד במרץ, ביום שישי, גם רטוריקת הפד כללה נסיגה קלה. ובאופן בולט, נשיא הבנק של ניו יורק וויליאמס הצהיר כי מוקדם מידי להתחיל לשקול הורדת ריבית. באופן דומה, נשיא הבנק של אטלנטה רפאל בוסטיק ניפק תחזית מתונה של שתי הורדות ריבית במהלך 2024, וגם אלה במחצית השנייה של השנה.

הצבעה על ריבית BoE



ציפיות נוכחיות לריבית בנקים מרכזיים

