

תמצית

מדדי המחירים ליצור ולצרכן **בארה"ב** מצביעים על סביבה אינפלציונית, ובאופן בולט מעבר ליעד הפד. לא ברור אם מדובר בהשפעת בחירות, בהוצאה הממשלתית המוגברת, להבדיל מזה, או במשהו מבני יותר. אבל יש פה בעיה. ומעבר להורדת הריבית הצפויה ביום רביעי הקרוב, לא ברור עד כמה ומתי הפד יוכל להמשיך בתוואי ההורדות, בתנאים הנוכחיים, מה שיעביר את נטל ההוכחה לממשל החדש.

בישראל, נתוני חשיפת המוסדיים למט"ח מציגים התכווצות קלה בחשיפה הלא מגודרת, ביחס לחודשים קודמים, אם כי התמשכות העלויות במניות בחו"ל, אל תוך דצמבר מנבאות גידול מחודש בחשיפה.

האוצר, במקביל, מדווח על שיפור דיי מתון בנתוני הגירעון, במהלך נוב'. הרבה מכך שהשיפור 'רק' דיי מתון בשל צד ההוצאות, ברקע לגידול בתשלומי ההעברה, אולי לקראת סוף המלחמה. מאותה הסיבה, ככה"נ, נרשם שיפור במיסים הישירים, כנראה בזכות חזרת שוק התעסוקה למצב יציב יותר.

מדד אמון הצרכנים, בינתיים, מציג שחיקה דיי חריגה ל-30 נק' בנוב'. גם התזרים של משקי הבית הוא חריג יחסית היסטורית, לאור עליות המחירים האחרונות. ואלה מעלים את השאלה לגבי איך ייראו הביקושים המקומיים בהמשך.

באירופה, ה-ECB מודיע על הורדת ריבית יונית יחסית, המרמזת על הורדות נוספות בהמשך. מצד שני, הוא גם רומז על ניצחון במלחמה על האינפלציה, כאשר כעת המהלך יהיה חיפוש הריבית הנייטרלית.

מאקרו

ריביות	
4.5%	ריבית ב"י
6/1/2025	מועד החלטת ריבית קרובה
24/2/2025	מועד החלטת ריבית שאחריה
4.5%	הערכתנו לריבית בהחלטה הקרובה
3.75%	הערכתנו לריבית בעוד 12 חודשים
4.09%	FRA 9x12

אינפלציה	
3.5%	אינפלציה 12 חודשים אחרונים
-0.3%	תחזית שלנו לנובמבר
-0.1%	תחזית שלנו לדצמבר
0.4%	תחזית שלנו לינואר
2.6%	תחזית שלנו לשנה

סחורות ודולר		
שינוי שבועי	ערך	
0.8%	1,940	CRB שקלי
-0.4%	1,244	סחורות חקלאיות שקלי
5.2%	267.9	נפט (ברנט) שקלי
0.5%	3.5970	דולר

מדדי "הפחד"		
שינוי שבועי (נק' אחוז)	ערך	
1.0	13.8	VIX ארה"ב
-0.8	14.4	VSTOXX אירופה

סקירה שבועית - כלכלת ישראל

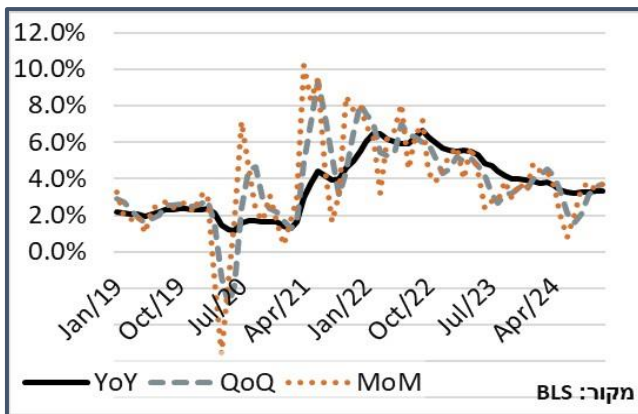
מאת: יוני פנינג

ארה"ב: מדד אוק' בארה"ב הוסיף 0.3%, בקונצנזוס האנליסטים. פתיחה של 2 ספרות נוספת של האינפלציה השנתית מראה גידול מרמה של 2.598% ל-2.749%, אז מהלך של קרוב 0.15% למעשה, וקרוב מאוד מאוד לאינפלציה שנתית של 2.8%. בפועל, זה עוגל כמובן ל-2.7%. גם הליבה בקונצנזוס, על 0.3%, החודש הרביעי ברציפות, לא פחות, שזה המספר. כפועל יוצא, אינפלציית הליבה הרבעונית במונחים שנתיים עומדת על 3.7% - שיא של חצי שנה. אינפלציית הליבה החצי שנתית במונחי שנתיים, כנ"ל, עולה ל-2.9% וגם אינפלציית הליבה השנתית עולה ל-3.3% דיי רחוקים מיעד הפד. כמובן שהשאלה העיקרית פה היא אם באופן רחב, זה תוצאה של ההרחבות הממשלתיות הפיסקליות. נציין כי בהרבה מדינות מערביות, האינפלציה מתונה עכשיו מזה.

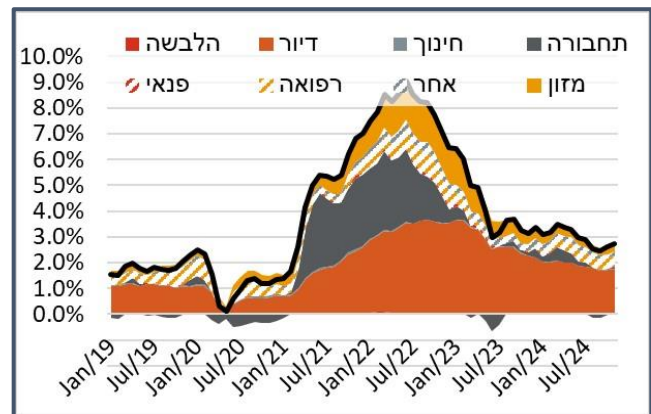
← סעיפי הדיור חזרו להתמתן קלות החודש, עם עלייה של 0.3% (מנוכה עונתיות, כמו כל החודשיים פה). וכעת אלה מציגים עלייה שנתית של 4.7% - פחות מבחודש שעבר. אבל עדיין תרומה של קרוב ל-2% לאינפלציה הכוללת.

← עוד בשירותים, מחירי שירותי התחבורה נותרו הפעם ללא שינוי, אחרי עליות מהותיות בחודשים הקודמים, ועל רקע מחירי נפט נוחים יחסית במהלך החודש וסיום השביתה בבואינג. בניגוד לזה, אינפלציית שירותי הבריאות דווקא התחדשה בצורה מהותית, עם עלייה של 0.4%.

אינפלציית ליבה חודשית, רבעונית ושנתית במונחים שנתיים



רכיבי האינפלציה בארה"ב



← במוצרים, בגזרת הרכבים, באופן דומה, המשומשות המשיכו לעלות בצורה נאה, עם תוספת של 2.0%. גם מחירי המכוניות החדשות עלו ב-0.6%, מגמה שלא ראינו מזה זמן מה. כמובן שזה מתכתב עם מדדי אמון הצרכנים המאוד אופטימיים, לאחר הבחירות.

← מחירי המזון, כנ"ל, עלו ב-0.5% דיי גבוהים, אחרי התנהלות מאוד מתונה בחודשים הקודמים. עוד במוצרים אפשר לציין את ההלבשה וההנעלה, עם עלייה מתונה אך מורגשת של 0.2%. לפחות המזון מחוץ לבית עלה ב-0.3% אופייניים, אם אפשר לקרוא לזה הישג.

¹ מנוכה עונתיות, כמו שאר הנתונים החודשיים פה

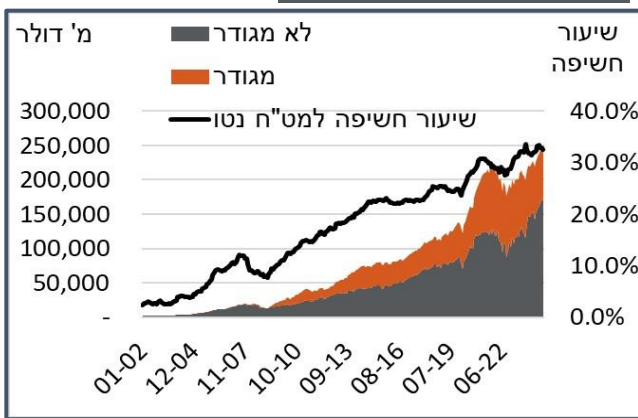


סקירה שבועית - כלכלת ישראל

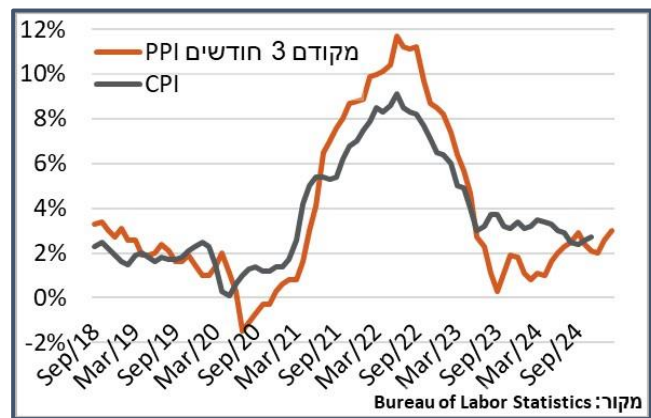
מאת: יוני פנינג

- גם מדד המחירים ליצרן הציג תמונה אינפלציונית באופן בולט, עם עלייה חודשית של 20.4% - הגבוהה ביותר מאז יוני. זה הביא, כנ"ל את האינפלציה השנתית לרמה של 3.0%. הרמות האלה עקביות עם, ומהוות אינדיקטור מקדים לאינפלציה כללית ברמה דומה.
- ← בדומה ל-CPI, גם פה מחירי המזון ביטאו עלייה ניכרת, עם תוספת חודשית של 3.1%. אבל ניכר כי הרוב הוא תוצאה של זינוק במחירי ביצי העוף, אשר זינקו ב-54.6%, ותרמו לבדם כרבע מהעלייה במדד הכולל. תיתכן כמובן השפעה מאוחרת של ההוריקנים.
- ← גם סעיפי המסחר, המודדים את המרווח הסיטונאי והקמעונאי הצביעו על עלייה חודשית גבוהה יחסית של 0.8%. זה קורה במקביל לירידה במחירי האחסנה והתחבורה, על רקע הירידות במחירי הנפט. אז סביר שכמו בהרבה מקרים, כולל התחזקות הדולר האחרונה בעולם, שיפור בתנאי שרשרת הערך פשוט מביא לגידול במרווח הגולמי שלה. מה שכן, הגידול הזה גורר תוואי פחות אינפלציוני במבט קדימה.

חשיפת המוסדיים למט"ח, ושיעור חשיפה נטו אחרי גידור



מדדי המחירים ליצרן ולצרכן בארה"ב



ישראל: בנק ישראל מדווח על התכווצות דיי משמעותית בשיעור החשיפה של המשקיעים המוסדיים בישראל לנכסים זרים, מ-43.8% ל-43.2%, באוק'. רוב הירידה נבעה מקיטון של כ-1.3% באחזקת נכסים מאזניים, מכ-218.3 מיליארד ד', אל סביבת 215.5. נוסף כי מדדי המניות בארה"ב רשמו ירידות קלות במהלך החודש (S&P עם ירידה של 0.7%, ונאסד"ק עם ירידה של 0.5%). אז הרבה מהקיטון בחשיפה לנכסים הזרים נבעה מזה, ועל כך אפשר לציין גם גידול במצבת הנכסים המקומית, על רקע ירידת התשואות המקומית.

← באופן דומה, אך מתון יותר, סך הנכסים המאזניים במט"ח מתכווצים בכ-864 מ' ד', אל זה נוסף גידול של כ-606 מ' ד' בגידור. שני אלה ביחד מצמצמים

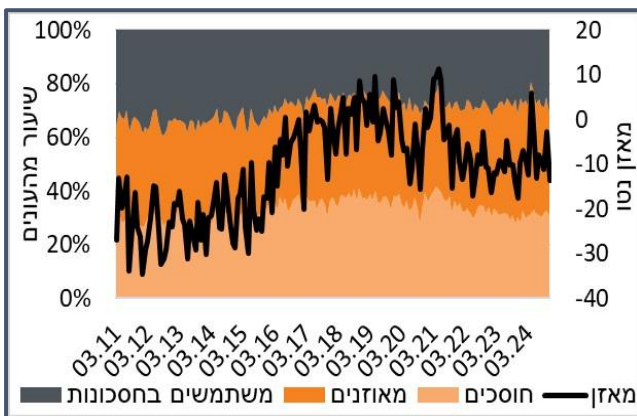
² מנוכה עונתיות

סקירה שבועית - כלכלת ישראל
מאת: יוני פנינג

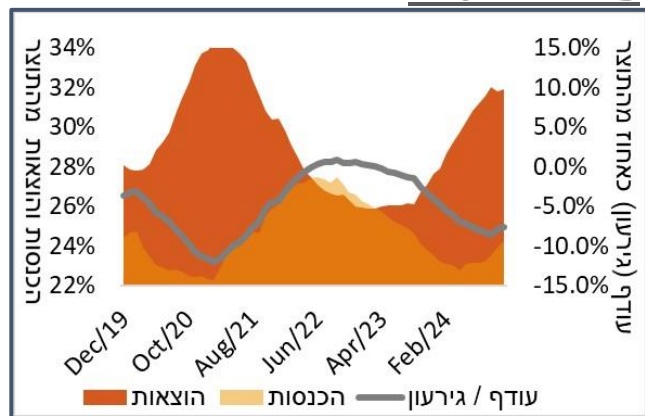
בקרב למיליארד וחצי ד' את החשיפה של המוסדיים למט"ח, נטו, מ-23.2% ל-22.9%. נוסף כי אותו הגידול בגידור המוסדי לווה בהתחזקות של כ-1.7% של בשקל מול הסל עוד באוק', אם כי זה היה על רקע אי יציבות ביטחונית דיי בולטת, שהצטמצמה במהלך החודש. אז עולה כמובן השאלה כמה התחזקות היינו רואים ללא זאת.

- האוצר דיווח בשבוע שעבר על צמצום קל, של 0.25% בגירעון ב-12 החודשים שנסתיימו בנובמבר, לרמת 7.66%. הקיטון בגירעון היה מתון ביחס לאוק', אז זה עמד של 0.63%, מסביבת שיא של 8.5%. בשורה התחתונה, ציפנו למשהו מהותי יותר הפעם. עם זאת, להערכתנו, נסיים את השנה עם גירעון של 7.4% - רחוק מאוד מיעד ה-6.6% של האוצר, אבל דיי עקבי להערכתנו עם ציפיות השוק.
- ← אנחנו רואים את צד ההוצאות ככזה האחראי יותר להיעדר התמתנות משמעותית יותר בגירעון, כאשר אלה עמדו על 50.9 מיליארד ₪ דיי ניכרים במהלך החודש, גידול של כ-8.3% לעומת נוב' אשתקד, שגם הוא כמובן היה במהלך תקופת המלחמה. כ-60% מהגידול הזה ניתן להסביר באמצעות סעיף התמיכות ותשלומי ההעברה, אשר צמח ל-18.0 מיליארד בנוב'. נותר כמובן לראות אם מדובר בתיקון לאור התמתנות הלחימה, ותחילת ההתקזזות של הממשלה מול הנפגעים למיניהם. ועד כמה המגמה הזו תימשך.
- ← צד ההכנסות היה דווקא שפיר יחסית הפעם, עם גידול של 8.9% לעומת התקופה המקבילה אשתקד, כאשר בחודש הקודם זה עמד על 7.4%. מתוך זה, ניכר שיפור בהכנסות ממיסים ישירים, דווקא, עם גידול מקצב שנתי במהלך השנה של 4.6% באוק', ל-6.2% החודש, מה שמרמז כנראה על שיפור רוחבי בכח העבודה, כאשר צה"ל מצמצם את מצבת המגויסים.

חיסכון ושימוש בחסכונות משקי בית



הכנסות ממשלה, הוצאות וגירעון כאחוז מהתוצר



- בניגוד בולט לרגיעה במלחמה, ולמחירי הדלק הנמוכים בראייה היסטורית, מדד אמון הצרכנים של הלמ"ס נשחק ב-3 נק' בנוב', לרמת -30. המהלך החודשי אינו חריג לכשעצמו. ועדיין, מדובר בשפל מאז יולי 2020. רוב הירידה במדד נבעה מסעיף הכוונות לרכישות גדולות בשנה הקרובה (6- נק') עם תוספת קלה מהשינוי הצפוי במצב הכלכלי במדינה בשנה הקרובה (3- נק'). נעיר כי השינוי הזה נרשם

סקירה שבועית - כלכלת ישראל

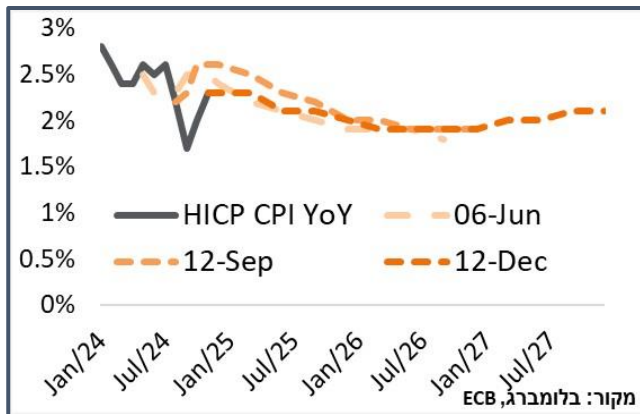
מאת: יוני פנינג

יחד עם ירידה בנכונות לביצוע רכישות גדולות כמו מכונית, ריהוט ומוצרי חשמל, עם שיפור קל בכוונות לרכישת דירה. אז ספק עד כמה הדינמיקה פה נובעת מציפיות ריבית גבוהות יותר, דווקא.

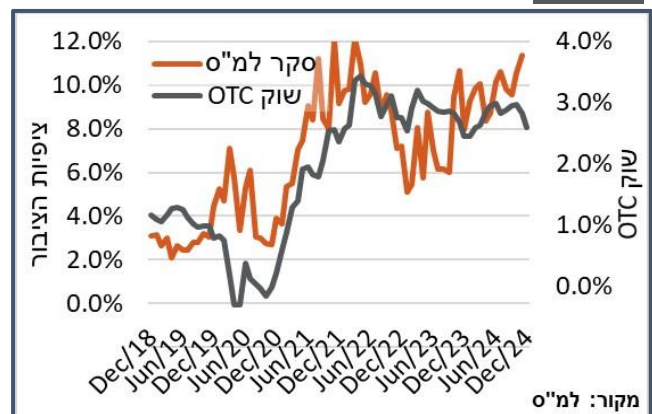
← מנגד, מנתוני הסקר עולה כי ניתן להסביר את ההידרדרות בסנטימנט יותר טוב באמצעות התזרים בפועל של משקי הבית, כאשר חל קיטון משמעותי (-5.4%) בקרב משקי הבית שדיווחו שההכנסות מספיקות כדי לכסות על ההוצאות שלהם, בעיקר לטובת אלה אשר דיווחו כי הם בחובות (+4.1%).

← שלא כמו הירידות האחרונות בציפיות אינפלציה בשוק הבין-בנקאי, ציפיות האינפלציה לשנה של משקי הבית, בינתיים, דווקא ממשיכות לעלות, כאשר אלה הגיעו לרמה של 11.4%. כמובן שהשפעת השקל, שהתחזק לקראת סוף החודש, חסרה מהביטוי אצל משקי הבית פה. ועדיין, מדובר בשיא של ציפיות האינפלציה של משקי הבית ב-32 החודשים האחרונים, ותצפית חריגה היסטורית, באופן כללי. נוסף כי על פי תצפיותינו, במהלך החודש המשכנו לראות עליית מחירים בסופרים, מחד. אבל נזכיר מנגד את מחירי הירקות והפירות והטיסות לחו"ל, אשר הציגו ירידות. בסעיף הזה נצפה לתיקון בחודש הבא.

אינפלציה באירופה וציפיות סגל ECB



ציפיות אינפלציה בשוק ה-OTC ובסקר הלמ"ס



אירופה: ה-ECB הודיע על הורדת ריבית של 0.25% בשבוע שעבר, הרביעית במהלך ההורדות הנוכחי, ורמז על הורדות נוספות, בהמשך. ההורדה שמה את ריבית הפיקדונות של הבנק על 3.0% - סביבה שאינה מותירה הרבה פוטנציאל להורדות נוספות, בסביבת האינפלציה הנוכחית.

← הבנק נמנע ממהלך משמעותי יותר, של 0.5%, שלא היווה את הנחת הבסיס הפעם, אבל בהחלט היה אופציונלי. עם זאת, הודעת הריבית הנוכחית הייתה יונית יחסית, עם הצהרה כי "התהליך הדיפלציוני נמשך היטב במסלולו" תוך הורדת הציפיות ל-2.1% קרובים מאוד ליעד הבנק ב-2025, ומשם ל-1.9% מתחת ליעד ב-2026.

סקירה שבועית - כלכלת ישראל

מאת: יוני פנינג

- ← גם תחזיות הצמיחה של הבנק מותנו במקצת, עם צמצום הצפי ל-2024 ל-0.7%, מ-0.8% עד כה, הורדה של 0.2% בתחזית ל-2025, ל-1.1% וב-0.1% ל-2026, מ-1.5% ל-1.4%.
- ← באופן בולט, רטוריקת הבנק שונתה משמעותית מההודעה באוק', כאשר כעת זו אינה מצהירה כי "המדיניות תישאר מצמצמת ככל שיידרש" כדי להשיג את יעד ה-2% אינפלציה. על רקע הרמות הנוכחיות (2.3% לאינפלציה הכוללת, 2.7% לליבה) יש פה כמובן גם מסקנה מתבקשת רחבה יותר לגבי מתי הפד יכול להסיק שקרוב מספיק ל-2% זה 2% למעשה.