

תמצית

בארה"ב, לאחר הודעת הריבית הניצית של הפד, מדד המחירים של ה-PCE הפתיע כלפי מטה, גם בנתון הכותרת וגם באופן כללי. יתרה מזאת, הוא עושה זאת על רקע התמתנות באינפלציה מסעיפי השכירות, מה שעשוי לרמז על התמתנות בסביבה האינפלציונית, בהמשך. בנוסף, גם החיסכון הפרטי ממשיך להישחק אל מול המגמה. ובכך מעלה את השאלה לגבי מצב הצרכן האמריקאי, בהיעדר אשראי.

בינתיים, למרות זאת, כל זה לא בא לידי ביטוי בנתוני המכירות הקמעונאיות, שממשיכות לצמוח בקצב נאה, על רקע סנטימנט צרכני חיובי, בתקופת פוסט-בחירות.

ובניגוד בולט, הייצור התעשייתי המשיך להיות מתון מאוד, ועם שיעור ניצולת נמוך מאוד מגורמי הייצור, למרות ההשפעה המתקרבת של העלאת המכסים.

בישראל, גירעון מאזן הסחר התרחב בצורה משמעותית מאוד, בנוב'. להערכתנו, בעיקר כתוצאה של הקדמת יבוא לקראת העלאת המע"מ. וכנראה שלא פחות מזה, השפעות המלחמה אל מול העונתיות הכללית של החודש. עם זאת, סביבת החשבון השוטף מעידה, כנראה שהמדינה תמשיך להיות בעודף יצוא, כולל מאזן השירותים, בחודשים הקרובים.

באופן דומה, גם ההיצע והביקוש בשוק התעסוקה המקומי המשיכו להשתפר במהלך נוב', על רקע השפעות ההתמתנות במלחמה.

בריטניה, ה-BoE נמנע מהורדת ריבית נוספת. אבל הוא עושה את זה באופן יוני מאוד. ומעלה את ההסתברות שנראה הורדת ריבית של הבנק בתחילת פברואר.

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
4.06%	FRA 9x12

אינפלציה	
3.4%	אינפלציה 12 חודשים אחרונים
-0.1%	תחזית שלנו לדצמבר
0.5%	תחזית שלנו לינואר
0.2%	תחזית שלנו לפברואר
2.9%	תחזית שלנו לשנה

סחורות ודולר		
שינוי שבועי	ערך	
1.0%	1,959	CRB שקלי
0.1%	1,246	סחורות חקלאיות שקלי
-0.7%	266.0	נפט (ברנט) שקלי
1.4%	3.6470	דולר

מדדי "הפחד"		
שינוי שבועי (נק' אחוז)	ערך	
4.6	18.4	VIX ארה"ב
3.1	17.6	VSTOXX אירופה

מאקרו

ארה"ב: מדד המחירים של ה-PCE הוסיף 0.1% נמוכים יחסית בנוב',¹ אשר שמרו את האינפלציה השנתית במדד קרוב יחסית ליעד 2% של הפד, ברמת 2.4%. גם במונחי Core PCE המדד עלה ב-0.1% מתונים מאוד. אבל הוא דוחק החוצה את מדד נוב' 23'. שגם הוא היה מתון באופן חריג. ומתיר בכך את אינפלציית הליבה על 2.8%, שמתכתבים באופן דיי ברור עם הורדת הריבית וההצהרות הניציות של הפד, מוקדם יותר במהלך השבוע.

← במבט קדימה לאינדיקטור אינפלציית הליבה של ה-PCE, נזכיר כי בדצמבר 23' זה עלה אמנם בכ-0.18% נמוכים במקצת מהקצב השנתי הנוכחי. אבל לאחר מכן הגיע גל אינפלציית השירותים של ינואר – אפריל, עם עלייה של קרוב ל-1.34% במדד, בארבעת החודשים האלה. קרי, יש פה פוטנציאל התמתנות לסביבת 2.3% גם ב-Core PCE, ככל שהמגמה תמשיך להיות דומה לציפיות.

← חודשית, כמעט כל העלייה האמורה באינפלציה נבעה ממקטע השירותים. מתוך זה, ענפי שירותי המזון תרמו 5 נ"ב נאים מאוד לסך האינפלציה, בדומה ל-CPI. ועל זה נוספו עליות גם מסעיפי השירותים 'האופייניים' (פיננסים, בריאות ופנאי).

← שוב בדומה ל-CPI, גם פה נרשמה התמתנות הדרגתית בתרומת רכיבי הדיור, עם עלייה חודשית של 0.23% בלבד בסעיף הזה – שפל מאז אוגוסט 22', וקצת יותר ממחצית הקצב הממוצע של השנה האחרונה. גם כאן, ככל שהמגמה תימשך, וייתכן בהחלט שהיא נובעת מפערי תזמון בדגימת חוזי שכירות מתחדשים, המשמעות יכולה להיות בסדר גודל של 0.6% אינפלציה בשנה הקרובה, שיביאו אותנו קרוב מאוד ליעד.

← נזכיר כי נתוני האינפלציות פה ממשיכים להיות מתונים באופן בולט מה-CPI האחרון, שם האינפלציה השנתית עומדת על 2.7% גבוהים משמעותית. והליבה על 3.3%.

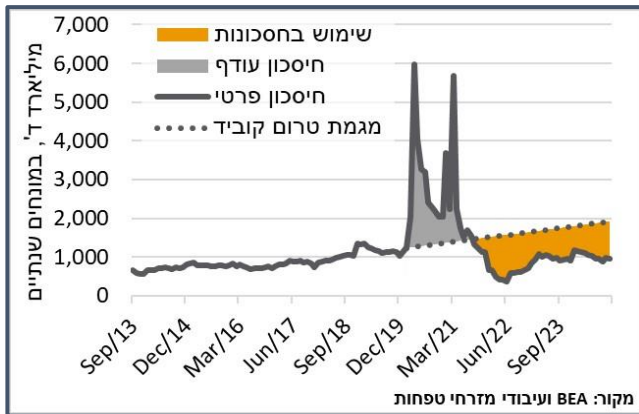
¹ מנוכה עונתיות

סקירה שבועית - כלכלת ישראל

מאת: יוני פנינג

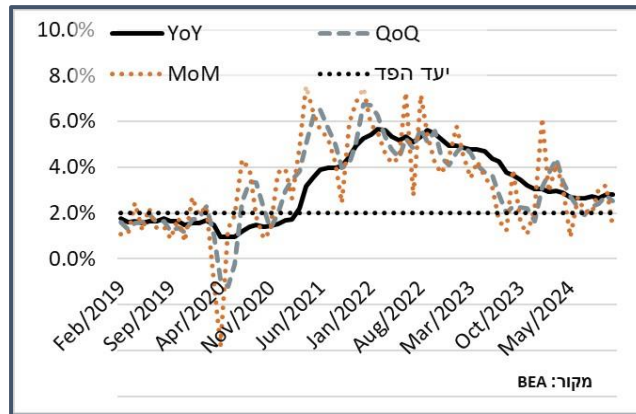
חיסכון ושימוש בחיסכון לעומת המגמה

בנתוני ה-PCE



Core PCE, שנתי, רבעוני וחודשי

במונחים שנתיים



← עוד בנתונים, אם בחודש שעבר ראינו זינוק בהכנסה הפרטית (כזכור, בחירות), הפעם קצב הגידול החודשי של זו מתמתן ל-0.3% בלבד. כאשר מנגד, ההוצאה הפרטית גדלה בכ-0.4%. שני אלה מביאים לשחיקה נוספת בחיסכון הפרטי, אשר מגיע לקצב שנתי של כ-968 מיליארד ד', במהלך נוב' – מחצית מאיפה שמגמת טרום הקורונה הייתה צריכה לשים אותנו, בשלב הזה.

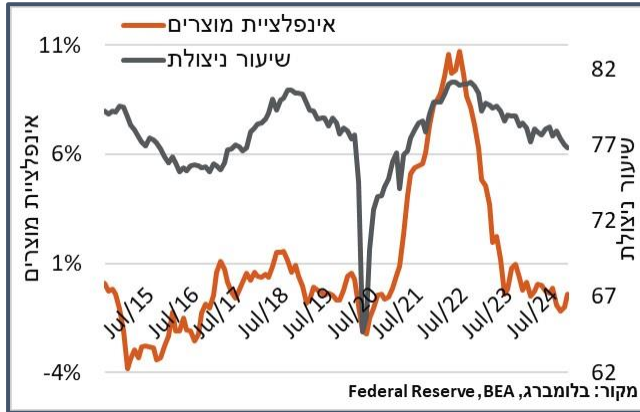
- נתוני המכירות הקמעונאיות בארה"ב הצביעו על התרחבות של 0.7% בנוב' – בין זה של ספט' לדוג' (+0.9%), לאוק' (+0.5%), אך עם זאת, נדגיש, שונה במובהק מהשנה העוקבת, זולת שלושת החודשים האלה, שם קצב הגידול החודשי במכירות הקמעונאיות עמד בממוצע על כשליש מזה. הנתון המקורי הוא נומינלי. אז זה מתון אף משמעותית מכך, כאשר מקזזים את השפעת האינפלציה והגידול באוכלוסייה.

← רכש המכוניות אחראי לרוב העלייה החודשית הפעם, כאשר הגידול במכירות זולת אלה עומד על 0.2% בלבד. בפרט, ערך מכירת הרכבים מצביע על התרחבות של 2.6%, במהלך החודש. וזה בתורו מביא את סך הגידול השנתי במכירת הרכבים ל-6.5%.

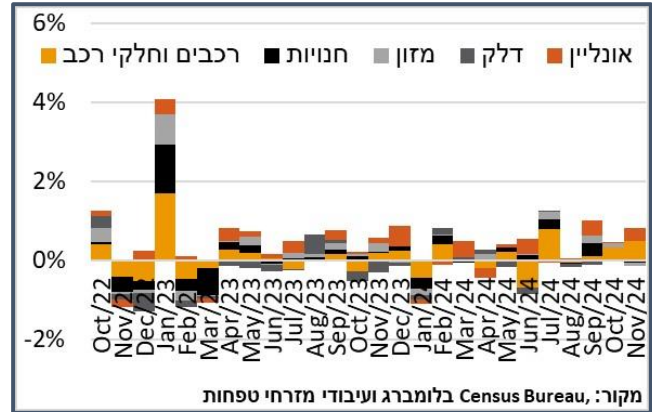
← נעריך כי עבודתם של סוכני המכירות בסוכנויות הרכב הייתה קלה יותר באופן רחבי. כאשר רפובליקנים הציגו, כזכור, אופטימיות יתרה במדדי אמון הצרכנים האחרונים, אשר היתרגמו כנראה לנכונות גבוהה יותר לרכוש רכב. והדמוקרטים היו כנראה קלים יותר להפחדה בטיעון של העלאת המחירים הממשמשת ובאה, כתוצאה מהעלאות המכסים הצפויה של טראמפ. בכל מקרה, זה מתכתב כמובן עם העלייה החריגה במחירי המכוניות המשומשות, שראינו במדד המחירים האחרון לצרכן בארה"ב. וגם אם חשש המכסים יימשך אל תוך החודשים הבאים, נעריך כי לא לעולם חוסן מהכיוון הזה. ובמוקדם או במאוחר נחזור לקו המגמה.

סקירה שבועית - כלכלת ישראל
מאת: יוני פנינג

שיעור ניצולת תעשייתית ואינפלציה
מוצרים ב-PCE



מכירות קמעונאיות בארה"ב - רכיבי
שינוי חודשי



- בדומה למדדי מנהלי הרכש בארה"ב בתחום, מדד נתוני הייצור התעשייתי בארה"ב המשיכו להצביע על התכווצות בנוב', זה החודש השלישי ברציפות, הפעם של 0.1%, אשר הביאו את הייצור התעשייתי במדינה להצביע על התכווצות של כ-0.9% בשנה האחרונה – שפל מאז ינואר.
- ← בניגוד בולט למכירות ולמחירים, מוצרי התחבורה דווקא מיתנו את הייצור התעשייתי הפעם, כאשר הוצאתם מהמשוואה מביאה את זה לגידול חודשי מתון של 0.13%, או עלייה שנתית של 1.1%. נעריך כי הבעיות רבתי בבואינג הן המקור הרחבי להאטה פה.
- ← שיעור הניצולת התעשייתית, בנוסף, נפל לרמת 76.8% - שפל מאז אפריל '21 – סדר גודל של גל שלישי של הקורונה. בכל מקרה, רמות כאלה הן עקביות עם אינפלציה מוצרים נמוכה, כמו זו שאנחנו רואים כרגע.
- ← כמובן שביצועי החסר פה מזכירים את האינדיקציות לעודף כושר הייצור בסיק, שלא לדבר על אירופה. יתרה מזאת, עבור מדינה שאמורה לחשוש מהשפעות מכסים, בשלב הזה, היינו אמורים לראות עכשיו עלייה בייצור, מתוך רצון לאגור מלאים, גם אם של מוצרי ביניים. נעיר, מנגד, כי מחירי חוזי הנחושת עומדים על סדר גודל של מעט מעל ל-\$4 לפאונד, בתקופה האחרונה. רחוק מרמה נמוכה היסטורית, גם אם מתקנים לאינפלציה. ויותר מזה, רחוק ממה שמבטא לתפיסתנו ירידה רוחבית בביקושים העולמיים.

ישראל: הגירעון המקומי במאזן הסחר² התרחב בצורה ניכרת, במונחים מנוכי עונתיות בנוב', לרמת של 3.6 מיליארד ד'. מדובר בגירעון חריף ביותר מאז יוני '22. ובכלל, נתון אופייני יותר לחודשים שבהם מחירי האנרגיה והסחורות היו גבוהים משמעותית. נדגיש כי הרבה מהעלייה בגירעון במהלך החודש נבעה דווקא מניכוי העונתיות, כאשר הנתונים המקוריים מצביעים על כ-2.8 מיליארד

² ללא אוביות, מטוסים ויהלומים

סקירה שבועית - כלכלת ישראל

מאת: יוני פנינג

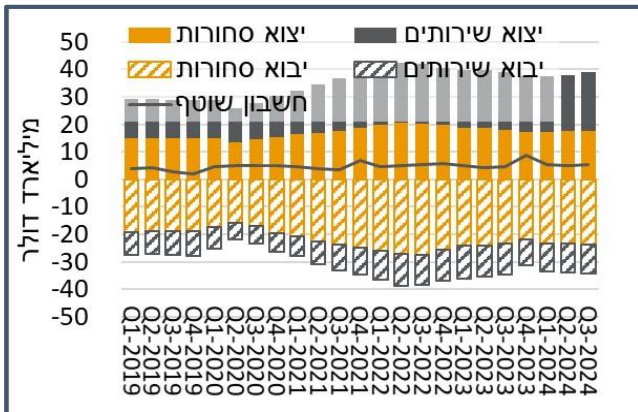
ד', שזה גבוה מאוד בשביל חודש נוב'. אבל בעל משמעויות שונות מהותית לחשבון השוטף לעומת ה-3.6 מיליארד ד' מנוכה העונתיות.

← בחזרה לנתונים מנוכי העונתיות, העלייה בגירעון הסחר נגרמה מ-2 הכיוונים, עם עלייה של כ-3% ביבוא, ל-7,923 מ' ד' חריגים יחסית בראייה היסטורית.³ רוב הגידול נבע מרכיבי מוצרי צריכה, לקראת העלאת המע"מ בינואר, עם תוספת של כ-210 מ' ד', ל-2,378 מ' בסעיפים האלה. באופן דומה, רוב הגידול נבע ממוצרים עם נטייה ברת קיימא ומרווחים נמוכים (ריהוט - 84 מ'+, הלבשה והנעלה - 66 מ'+).

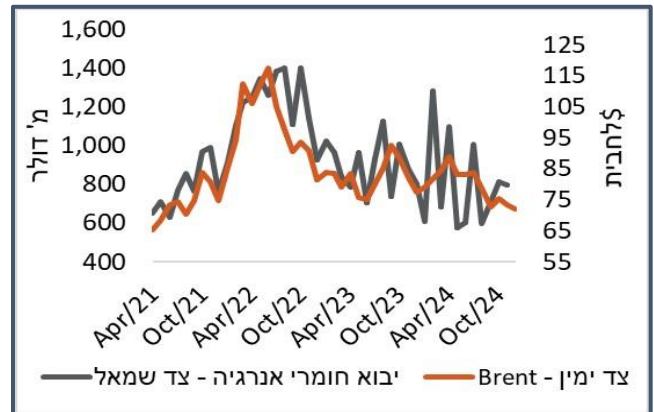
← מנגד, בייצוא נרשמה ירידה של כ-6% במהלך החודש, ל-4.3 מיליארד ד', שפל של שבעה חודשים. בפרט, נרשמו ירידות חדות ביצוא מנוכה העונתיות של אשלג, מוצרי מתכת ומחשבים וציוד אלק'. אבל ככלל, אלה היו תיקון של עליות באוק'.

← להערכתנו, וכנראה שנזכה לתגובה מהותית יותר, מכיוון הקדמת המע"מ האמורה, בחודש הבא. מצד שני, תיתכן פה תגובת נגד להחמרה הביטחונית באוק', שבנוסף לחגים, כנראה הביאה לפעילות מתונה יותר. או אפילו השלמת פערים רוחבית של תקופת המלחמה, ככל שזו הגבילה את הסחר עם העולם. במקרה האחרון, ככל שזה יימשך, נצפה גם לאיזה תיקון במחירי המוצרים הסחירים.

יצוא סחורות ושירותים, וחשבון שוטף



מחירי נפט ויבוא חומרי אנרגיה



- בינתיים, טרם ההידרדרות האמורה במאזן הסחר, הוספת מאזן השירותים למשוואה ממשיכה להציג עודף בחשבון השוטף. ברבעון השלישי זה מגיע לכ-5.53 מיליארד ד', מתונים יחסית, עבור תקופת המלחמה. ועדיין, שיפור לעומת כ-4.9 מיליארד ברבעון השני. לגידול בחשבון השוטף תרמה בעיקר עלייה של כ-1.06 מיליארד ד' בין הרבעונים ביצוא השירותים, על רקע הביצועים הטובים

³ ללא אוביות, מטוסים ויהלומים

סקירה שבועית - כלכלת ישראל

מאת: יוני פנינג

בייצוא ההייטק, וזו נוטרלה במידת מה על ידי עלייה של כ-434 מ' ד' ביבוא הסחורות.

← לאור התמשכות העודף האמורה בחשבון השוטף, נוסף כי ברבעון הרביעי נתקלנו ביציאות מתונות של ישראלים לחו"ל. ולהערכתנו, זה יקוז, ברובו את הגידול האמור ביבוא הסחורות. ונצפה להתמשכות העודף. בהינתן זה, להערכתנו, מה שישנה את הסנטימנט בשקל יהיה בעיקר תנועות ההון, כתוצאה ממדיניות המוסדיים או המשקיעים מחו"ל.

- האינדיקציות לשוק התעסוקה המקומי מצביעות גם הן על התאוששות בנוב', עם השיפור הביטחוני. בכלל זה, שיעור האבטלה המקומי עלה ב-0.2% מתונים, אך נותר נמוך באופן חריג, ברמה של 2.7%. העלייה הזו נרשמה על רקע גידול בשיעור ההשתתפות, אשר עלה ב-0.1%, ל-62.7% - שיא מאז יולי, מצד אחד. מצד שני, ברור שיש פה עוד המון פוטנציאל לשיפור. במקביל, על רקע פתיחת מסגרות החינוך בצפון, שיעור האבטלה הרחב, כולל חל"תים, הצטמצם ב-0.2%, מ-4.5% ל-4.3%⁵

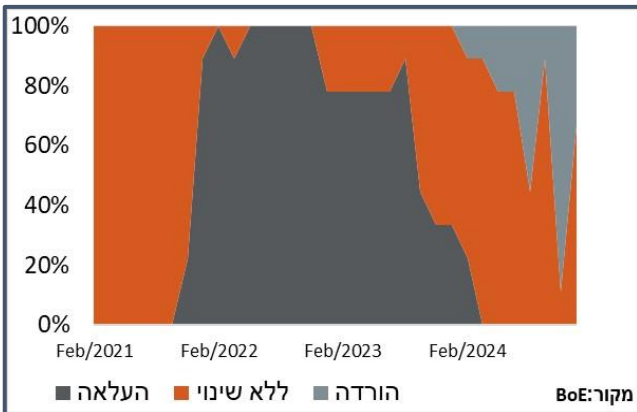
← ההסדר עם לבנון נכנס לתוקף ב-27/11. אז מבחינת זמינות חיילי מילואים אנחנו מעריכים שהשיפור בהיצע התעסוקה פה הוא בעיקר תוצאה של היעדר החגים. ונצפה לשיפור המשמעותי באמת במספר העובדים בדצמבר, ואל תחילת השנה הבאה.

← בינתיים, אל מול הגידול בהיצע התעסוקה, גם מספר המשרות הפנויות הציג התרחבות קלה, מסביבת 136.9 א', ל-138.8⁶. להערכתנו, עם זאת, לאור האמור בהיצע התעסוקה, זה עדיין מצמצם מעט את שיעור המשרות הפנויות למובטל, מסביבת 1.16, ל-1.13.

← ענפי הבינוי מצביעים על שיעור ניכר מההתרחבות במספר המשרות הפנויות, לרמת 20,962. להערכתנו, בהינתן סקרי המגמות בעסקים האחרונים, זה נובע כנראה מגידול בפעילות בענף. בכל מקרה, על רקע השיפור הביטחוני, נעריך כי פוטנציאל הגידול בעובדים מחו"ל הוא גבוה בשלב הזה. באופן דומה, גם בענפי הנדל"ן נרשם גידול של 429 משרות פנויות, ל-22,493. נוסף, עם זאת, כי הגידול הזה מתקוז משמעותית עם ירידה של 320 משרות פנויות בענפי האירוח והאוכל, מבחינת ענפי השירותים בשכר נמוך.

הצבעות על הריבית ב-BoE

משרות פנויות, מובטלים, ויחס משרות פנויות למובטל



סקירה שבועית - כלכלת ישראל

מאת: יוני פנינג

בריטניה: ה-BoE הודיע בשבוע שעבר על הותרת הריבית ללא שינוי ברמת 4.75%. עם זאת, כאן הסנטימנט דווקא יוני באופן בולט, כאשר שלושה מתוך תשעת חברי הוועדה המונית הצביעו דווקא להמשיך ולהוריד את הריבית. נדגיש כי הציפיות בשווקי החוזים הבין בנקאיים להורדה כאמור היו נמוכים מאוד, לקראת ההודעה.

← ההודעה מגיעה לאחר עלייה בסביבת האינפלציה בבריטניה בנוב', מ-2.3% ל-2.6% באינפלציה הכללית, ומ-3.3% ל-3.5% בליבה. והאצה בקצב עליית השכר, ממוצע של עלייה שנתית של 4.3% בשלושת החודשים שנסתיימו בספט', ל-5.2% באוק'.

← על אלה, הבנק ציין כי ציפיות השוק לריבית עלו, בעקבות נתוני השכר. עוד ציין הבנק את ההקבלה בין תוואי הריביות הצפוי אצלו, בדומה לארה"ב, "היכן שהשוק צופי ריבית של 3.75% - 4.0%, בתוך שלוש שנים, לעומת 2% ב-Eurozone.