

# מחלקת מאקרו כלכלה חטיבת שווקים פיננסים

16 בדצמבר 2024

## סקירה כלכלית שבועית מבנק דיסקונט 8/12/2024 – 15/12/2024

### נקודות עיקריות:

#### בעולם:

- בנקים מרכזיים בעולם מפחיתים ריבית, בקנדה ובשווייץ הריבית הופחתה ב-50 נ"ב, בגוש האירו ב-25 נ"ב ובסין אותתו על הפחתות ריבית נוספות. השבוע צפויות הודעות ריבית בארה"ב, בריטניה ויפן, אולם, השווקים צופים כי רק הפד יפחית ריבית.

#### ארה"ב:

- נתוני האינפלציה הצביעו על המשך עליית מחירים בקצב מהיר יחסית, אולם הרכב המדד מצביע על עליה מתונה הרבה יותר במדד הוצאות הצרכנים, עליו מסתכל הפד
- כיוון לעתיד: הריבית בארה"ב וגוש האירו תרד בקצב מתון והדרגתי.

#### בישראל:

- מדד המחירים לצרכן לנובמבר ירד ב-0.4%, והאינפלציה האטה לקצב שנתי של 3.4%. עם זאת, ההאטה הינה זמנית, כאשר בראשית השנה צפויה האצה ל-4%, ולאחר מכן התמתנות ל-2.4% ב-12 החודשים הקרובים.
- שיפור נוסף בגירעון התקציבי עם ירידה נוספת בגירעון ב-12 החודשים שהסתיימו בנובמבר, ל-7.7% תוצר, כתוצאה מעליה בגביית המיסים, בעוד ההוצאות מוסיפות לעלות.
- כיוון לעתיד: ריבית בנק ישראל צפויה לרדת במהלך 2025 לרמה של 3.75%.

### ארה"ב

- **מדד המחירים לצרכן ומדד מחירי הליבה עלו ב-0.3%**, בדומה לתחזיות, **קצב האינפלציה השנתי עלה ל-2.7%** ואינפלציית הליבה נותרה יציבה ברמה של **3.3%**. בניגוד למגמה בחודשים האחרונים, נרשמה עליה במחירי המוצרים, והתמתנות בקצב עליית מחירי השירותים ובקצב עליית שכר הדירה. קצב עליית המדד החודשי בשלושת החודשים האחרונים עמד על **0.3%**, קצב גבוה שאינו עקבי עם השגת יעד האינפלציה, אולם, הרכב המדד תומך בעליה מתונה יותר במדד מחירי הוצאות הצרכנים (PCE), היעד של הפד, **ולכן נתוני האינפלציה, יחד עם העליה באבטלה, לא יעצרו את הפחתת הריבית.**
- **הפד צפוי להפחית ריבית ב-25 נ"ב ביום רביעי השבוע ל-4.5%-4.25%**, ולאותת על הפחתת ריבית איטית והדרגתית בשנה הקרובה. תחזיות הצמיחה והאינפלציה ל-2024 צפויות להתעדכן כלפי מעלה ותחזית האבטלה תתעדכן מטה.

### גוש האירו

- **ה-ECB הפחית ריבית ב-25 נ"ב ל-3%**, הבנק השמיט מההודעה את המשפט המתייחס לכוונתו לשמור על הריבית ברמה מרסנת דיה בכדי להחזיר את האינפלציה ליעד, ובמקביל, הבנק הפחית את תחזיות הצמיחה והאינפלציה לשנים הקרובות. הנגייה ציינה כי חברי הוועדה מעריכים כי ריבית שיווי המשקל בגוש האירו נמוכה מ-3% באופן משמעותי, אולם, **המסר שעלה מההודעה היה פחות דובי מהצפוי, אכזב את השווקים והוביל לעליה חדה בתשואות האג"ח הממשלתי ופתיחת מרווחים מעל אג"ח ממשלת גרמניה.**
- **הבנק המרכזי השוויצרי הפתיע את השווקים והפחית את הריבית ב-50 נ"ב ל-0.5%**, על רקע סביבת האינפלציה הנמוכה והרצון להימנע מפגיעה נוספת בכלכלה, שתאלץ את הבנק המרכזי להפחית את הריבית לשלילית.

### סין

- **בסיכום כינוס הפוליטבירור (כינוס המפלגה הקומוניסטית הסינית) נכללה הצהרה לגבי מדיניות פסקלית מרחיבה בשיעור מתון, לאחר 14 שנים בהן המדיניות תוארה כזהירה, שינוי שרומז על הרחבה פסקלית צפויה ונתמך בהצהרות נוספות על מדיניות מרחיבה בחודשים האחרונים. ההצהרה כללה התחייבות למדיניות מרחיבה שתתמוך בצריכה הפרטית, עם זאת, הממשל אינו צפוי לנקוט בצעדים מרחיבים בהיקף גדול. הצהרה דומה ניתנה בשנת 2008, בזמן המשבר הפיננסי הגלובלי, שלאחריה ביצע הממשל הרחבה פסקלית משמעותית, אולם, הסביבה הכלכלית הנוכחית, ובפרט, רמת המינוף הגבוהה, שונה משמעותית מהסביבה ב-2008, ולכן תגובת הממשל צפויה להיות מתונה באופן משמעותי. בנוסף, ניתנו רמזים לגבי הצורך בצעדים מוניטריים מרחיבים. הוועדה הכלכלית, שכונסה לאחר מכן, תמכה אף היא בנקיטת צעדים מרחיבים ותומכי צריכה פרטית ובהרחבה מוניטרית, עם זאת, רמת הריבית הנמוכה (1.5%) מגבילים את היכולת לנקוט בהפחתת ריבית משמעותית. למרות הצהרות הכוונות, הממשל הסיני ממשיך לאכזב את השווקים ולא מוסר פרטים על ההרחבה הפסקלית.**
- **קצב גידול היצוא האט בנובמבר ל-6.7%**, לעומת **12.7%**, בחודש הקודם, במקביל נמשכת החולשה ביבוא, שהתכווץ ב-**3.9%**, חולשה המצביעה על הפגיעה בביקוש המקומי. למרות החולשה, סביר להניח כי בחודשים הקרובים תירשם התאוששות ביצוא שתיתמך בפחות המטבע המקומי, המגדיל את האטרקטיביות של היצוא הסיני ובהיערכות לקראת הטלת מכסים על ידי ארה"ב. במקביל, הרחבה פסקלית בסין צפויה לתמוך בגידול ביבוא.

- **מדד המחירים לצרכן לחודש נובמבר ירד ב-0.4%** (הצפי שלנו היה לירידה של 0.3%), והאינפלציה השנתית האטה מ-3.5% ל-3.4%, כאשר אינפלציית הליבה (ללא אנרגיה, פירות וירקות והתערבות ממשלתית) נותרה ברמה של 2.9%. סעיף החינוך הפתיע מטה, ירד ב-1.3% (מזה ירידה של 2.6% בחינוך קדם יסודי, על רקע עדכון שנתי שביצעה הלמ"ס), ותרם -0.07% למדד נובמבר.

**מנגד, סעיף הדיור במדד הפתיע מעלה**, כאשר מחירי השכירות בחוזים מתחדשים (הרכיב המרכזי בסעיף הדיור) עלו ב-0.5%, ורשמו האצה מקצב שנתי של 2.9% לקצב מהיר מאד של 4% (קצב שלא ראינו במהלך השנה האחרונה). במקביל, מחירי הדירות, שאינם כלולים במדד, חזרו לעלות - עליה של 0.5% בחודש האחרון, וכ-7% במהלך השנה החולפת (לעומת קצב שנתי של כ-6% בחודש הקודם), קצב שלא נרשם מאז אמצע 2023.

נזכיר, כי ההאטה באינפלציה הינה זמנית, כאשר בינואר צפויה האצה לקצב שנתי של 4%, לנוכח העלאת המע"מ והתייקרויות נוספות, בטרם האינפלציה תשוב ותתמתן. להערכתנו, האינפלציה ב-12 החודשים הבאים תעמוד על 2.4%, כאשר כ-40% מזה צפויים להגיע מסעיף הדיור.

- **כצפוי, נמשכת מגמת השיפור בגירעון התקציבי**, כך שבשניים-עשר החודשים שהסתיימו בנובמבר, הסתכם הגירעון ב-150 מיליארד ₪, לעומת 166 מיליארד ₪ בספטמבר 2024, ובמונחי תוצר, הגירעון ירד ל-7.7% לעומת 8.5% תוצר, בהתאמה. הירידה בגירעון ב-12 החודשים שהסתיימו בנובמבר '24 לעומת ספטמבר '24 נובעת מגידול של כ-4% בהכנסות ממיסים. מנגד, ההוצאות המשיכו להתרחב, תוך עליה של 5.5% בהוצאות הריבית (כ-2 מיליארד ₪), והוצאות המשרדים, לרבות הוצאות מערכת הביטחון, התרחבו בכ-0.3%.

**בסך הכול גביית המיסים מראשית השנה מפתיעה לטובה**, עם עליה ריאלית (בניכוי אינפלציה ושינוי חקיקה) של כ-4% בסך ההכנסות, בינואר-נובמבר לעומת התקופה המקבילה אשתקד, מזה: עליה של כ-2% בגביית מיסים ישירים וכ-6% מיסים עקיפים. יש לציין, כי מתחילת השנה חלה עליה בהכנסות ממיסים בשיעור שנתי של 17%, כאשר היקף הגביה בחודש נובמבר חזר לשיא של המחצית הראשונה של 2022. עם זאת, ההתאמות בתקציב המדינה לשנת 2025 טרם סוכמו במלואן (לדוגמא, השינוי שנעשה במהלך הימים האחרונים בנוגע למיסוי רווחים כלואים), כך שהאתגר להשגת יעד הגירעון ל-2025 עדיין לפנינו.

**להלן הנתונים הצפויים להתפרסם השבוע: ארה"ב:** מדד מנהלי הרכש (16/12), ייצור תעשייתי, מכירות קמעונאיות (17/12), הודעת ריבית (18/12), הוצאות ואינפלציית צרכנים (20/12) **גוש האירו:** מדד מנהלי הרכש (16/12), אינפלציה (18/12); **ישראל:** סקר כוח אדם - 11/24, משרות פנויות - 11/24, החשבונות הלאומיים - רבעון 3/24, אומדן שני, מאזן התשלומים - רבעון 3/24 (16/12), סחר החוץ - 11/24 (18/12), התחלות וגמר בניה - רבעון 3/24 (22/12).

### אג"ח ממשלתי בחו"ל

- **במהלך השבוע נרשמה עליה בציפיות הריבית בארה"ב לשנים הבאות**, עליה שנתמכה במסרים שהעבירו בכירי הפד בשבועות הקודמים, לפיהם הפחתת הריבית תהיה הדרגתית, ובנתוני האינפלציה. השווקים מגלמים צפי לשתי הפחתות ריבית ב-2025 ל-3.85%, עליה של 15 נ"ב לעומת הציפיות לפני שבוע.

- **העליה בציפיות הריבית, יחד עם עליית מחיר הנפט הובילה לעליית תשואות לכל אורכו של העקום**, התשואות לשנתיים ולעשר שנים עלו ב-15 וב-24 נ"ב, בהתאמה. עליית התשואות בחלקו הקצר של העקום נתמכה בעלייה בציפיות האינפלציה, ובחלקו הארוך של העקום נרשמה עליה הן בציפיות האינפלציה והן בתשואות הריאליות, עלייה שלוותה גם בעליה בפרמיית הסיכון המגולמת בעקום.

# מחלקת מאקרו כלכלה חטיבת שווקים פיננסים

## שוק האג"ח הממשלתיות בישראל

- בניגוד למגמה בארה"ב ובגוש האירו, נמשכה במהלך השבוע ירידת התשואות לאורך העקום השקלי ב-3 וב-8 נ"ב לשנתיים ולעשר שנים, בהתאמה. כתוצאה, פער התשואות בין אג"ח ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח האמריקאי כמעט ונסגר והגיע ל-4 נ"ב לעומת כ-40 נ"ב לפני שבוע. המגמה בשוק האג"ח הממשלתי הושפעה ממספר התפתחויות סותרות - הירידה בגירעון בחודש נובמבר, לצד עליה באופטימיות באשר לעסקה להשבת חטופים, ומנגד, עליה מחודשת במתיחות הפוליטית הפנימית, וחוסר וודאות לגבי התאמות נוספות שתבוצענה בתקציב 2025, לצורך השגת יעד הגירעון.

## סחורות

- מחיר הנפט עלה בשיעור חד של 4.7% על רקע נתונים המצביעים על גידול ביבוא הנפט של סין בנובמבר, לאחר התכווצות בשמונת החודשים הקודמים. בנוסף, חששות מסנקציות על יצוא הנפט של איראן ורוסיה, תמכו בעליה במחיר.
- מחיר הזהב עלה ב-0.6%, למרות עליית התשואות והתחזקות הדולר, ועל רקע הפחתות הריבית בעולם.

## שוק המט"ח

- השקל נותר יציב לאחר מספר שבועות בהם רשם תיסוף משמעותי, בתמיכת הירידה בחששות הביטחוניים, מתחילת השנה תוסף השקל ב-0.7%, והוא אחד המטבעות החזקים בעולם.
- במהלך השבוע התחזק הדולר בעולם בשיעור של 0.9%, בעקבות הפחתות הריבית החדות בשווייץ וקנדה והציפיות להפחתת ריבית מתונה יותר בארה"ב.

תחזית חודשית	תחזית שנתית שנה קדימה	
4.5% (ינואר '25)	3.75%	ריבית בנק ישראל (סוף תקופה)
-0.1% (דצמבר '24)	2.4%	אינפלציה