

מחלקת מאקרו כלכלה חטיבת שווקים פיננסים

20 בינואר 2025

סקירה כלכלית שבועית מבנק דיסקונט 12/1/2025 - 19/1/2025

נקודות עיקריות:

בעולם:

- **ארה"ב:** אינפלציית הליבה הפתיעה מטה והרגיעה את החששות בשווקים, מנגד, נתוני הפעילות ממשיכים להצביע על יציבות בכלכלה.
- **כיוון לעתיד:** התנודתיות תימשך על רקע כניסת טראמפ לתפקיד ובהמתנה להכרזות על צעדים כלכליים, עם זאת, אי הודאות תימשך בטווח הקצר, עד שיתבררו פרטים נוספים על המדיניות של הממשל החדש.

בישראל:

- מדד המחירים לצרכן לחודש דצמבר ירד ב-0.3%, והאינפלציה השנתית האטה מ-3.4% ל-3.2%, עם זאת, בראשית השנה צפויה האינפלציה לעלות לקצב שנתי של 3.8%.
- שנת 2024 הסתיימה עם גירעון של 6.9% תוצר, לעומת 7.7% תוצר ב-12 החודשים שהסתיימו בנובמבר, כאשר הירידה נובעת, במידה לא מבוטלת, משינויי החקיקה ב-2025, שהובילו לעליה חריגה בגביית המיסים.
- **כיוון לעתיד:** שוק האג"ח הממשלתי יושפע בתקופה הקרובה מהמגמות הגלובליות לצד ההתפתחויות הגיאופוליטיות, ועל כן, עשוי להיות תנודתי.

חטיבת שווקים פיננסים

מחלקת מאקרו כלכלה

ארה"ב

- נתוני האינפלציה הרגיעו את השווקים בעקבות ההפתעה מטה באינפלציית הליבה. מדד הליבה עלה בדצמבר רק ב-0.2%, לעומת 0.3% בארבעת החודשים הקודמים, והקצב השנתי התמתן ל-3.2%. עם זאת, מדד המחירים עלה ב-0.4% והקצב השנתי עלה ל-2.9%, בעקבות עליה במחירי האנרגיה והמזון. הרכב המדד, יחד עם מדד המחירים ליצרן, תומכים בעליה מתונה בלבד במדד המחירים המועדף על הפד, ה-PCE. בכירי הפד ציינו בתגובה למדד כי האינפלציה מתמתנת בכיוון היעד, אולם, המדיניות צריכה להמשיך ולהיות מרסנת בכדי לתמוך בהמשך ירידה באינפלציה, לפד אין סיבה למהר להפחית ריבית, מכיוון שנתוני הכלכלה ממשיכים להיות חזקים.
- המכירות הקמעונאיות לדצמבר הפתיעו כלפי מעלה והמכירות בקבוצת הבקרה עלו ב-0.7% ומצביעות על המשך התרחבות הצריכה הפרטית.

אירופה

- בבריטניה קצב אינפלציית הליבה השנתי הפתיע מטה והתמתן ל-3.2%, ואינפלציית השירותים ירדה בחדות ל-4.4%. עם זאת, הירידה נובעת מירידה במחירי הטיסות התנודתיים, ולכן לא בהכרח מצביעה על מגמה. התמתנות האינפלציה מגבירה את הסיכוי שהבנק המרכזי יפחית ריבית בישיבה הקרובה.

סין

- סין צמחה ב-5.4% ברבעון הרביעי וב-5% בשנת 2024, והשיגה את יעד הצמיחה. ההפתעה מעלה בצמיחה ברבעון הרביעי נתמכה בהתאוששות בפעילות הכלכלית בדצמבר בעקבות צעדי הממשלה וגידול בייצוא. עם זאת, הצעדים שננקטו עד כה צפויים לתמוך בפעילות בחודשים הקרובים, אך לא יתמכו בצמיחה בסין לאורך זמן.

ישראל

- מדד המחירים לצרכן לחודש דצמבר ירד ב-0.3% (התחזית שלנו ושל השוק עמדה על -0.1%), והאינפלציה השנתית האטה מ-3.4% ל-3.2%. באותה עת, נותרה אינפלציית הליבה (בניכוי אנרגיה, פירות וירקות והתערבות מוסדית) על קצב שנתי של 2.9%. למעשה, שני סעיפים תרמו את עיקר ההפתעה מטה במדד - טיסות, עם ירידה של 4.4%, והבראה ונופש בארץ - ירידה של כ-9%. מנגד, מחירי השכירות בחוזים מתחדשים עלו בקצב שנתי של 4%, בדומה לחודש הקודם. במקביל, מחירי הדירות, שאינם כלולים במדד, עלו ב-0.6%, ובכך השלימו עליה של כ-8% במהלך השנה החולפת.
- בנוסף, מחירי השירותים, ללא שירותי דיור, תקשורת ונסיעות, חשמל ומים, מוסיפים לעלות בקצב שנתי מהיר מאד של 3.7%. להערכתנו, צפויה האינפלציה, בראשית 2025, לעלות בחדות לשיעור שנתי של 3.8%, על רקע העלאת המע"מ והעלאות מחירים נוספות ביוזמת הממשלה. לאחר מכן צפויה התמתנות הדרגתית לקצב שנתי של 2.4% בסוף 2025. ההתמתנות באינפלציה במהלך השנה תיתמך, להערכתנו, בהקלות במגבלות מצד ההיצע (לדוגמא: מחירי הטיסות), הקלה מסוימת בשוק העבודה (שבשלב זה נותר הדוק, כפי שמשקף בנתוני המשרות הפנויות, ראו בהמשך), השקל החזק ופגיעה בהכנסה הפנויה של משקי הבית. אנו סבורים, כי העלאות המחירים, לצד צעדים כגון: אי עדכון מדרגות המס, הקפאת השכר במגזר הציבורי ועוד, צפויים למתן את הביקושים במשק, וכתוצאה את האינפלציה. עם זאת, סעיף הדיור במדד צפוי להמשיך לעלות בקצב מהיר, בין היתר בתמיכת העליה במחירי הדירות.

לנוכח עמדתו ה"ניצית" של בנק ישראל, כפי שעלתה מהודעת הריבית האחרונה, אנו מוסיפים להעריך, בשלב זה, כי בנק ישראל צפוי להוריד את הריבית פעמיים במהלך המחצית השניה של השנה, לרמה של 4%.

- **שנת 2024 הסתיימה עם גירעון של 6.9% תוצר, לעומת 7.7% תוצר ב-12 החודשים שהסתיימו בנובמבר ושיא של 8.5% תוצר נכון לספטמבר (136, 150 ו-167 מיליארד ₪, בהתאמה). הירידה בגירעון בסיכום שנת 2024 לעומת השיא של ספטמבר '24 נובעת מגידול של כ-6% בהכנסות ממיסים וירידה של 1.7% בהוצאות המשרדים האזרחיים. מנגד, הוצאות הריבית גדלו בכ-6% (2.3 מיליארד ₪), והוצאות מערכת הביטחון - ב-2.5%.**

בסך הכול גביית המיסים מראשית 2024 הפתיעה לטובה, עם עליה ריאלית (בניכוי אינפלציה ושינויי חקיקה) של כ-5% בסך ההכנסות, מזה: עליה של כ-4% בגביית מיסים ישירים וכ-7% מיסים עקיפים. עם זאת, ההפתעה מעלה בגבייה נובעת בחלקה משינויי החקיקה ב-2025 עליהם הכריזה הממשלה, שהובילו להקדמת צריכה, ובפרט כלי רכב, וחלוקת דיבידנדים בהיקף חריג. משרד האוצר מעריך את התרומה של הקדמת יבוא כלי רכב בשל עדכון מס קניה יבוא, בתוספת גבייה של כ-4.7 מיליארד ₪ ב-2024, שתיגרע מהגבייה במחצית הראשונה של 2025. מעבר לכך, חל גידול חריג בגביית המיסים על רקע שינויי החקיקה הנוספים (ובהם: העלאת המע"מ, הטלת מסף יסוף נוסף ומיסוי רווחים כלואים). כלומר: ללא הקדמת המיסים, היה הגירעון ב-2024 מסתכם בלמעלה מ-7.2% תוצר.

- לאחר ירידה מסוימת בהיקף המשרות הפנויות במשק ברבעון השלישי של 2024, חלה ברבעון האחרון עליה מחודשת בהיקפן לרמה של כ-140 אלף משרות. ברמה ענפית, נרשמה במהלך החודשים האחרונים עליה מרשימה בענף שירותי הייטק, בענפי המסחר ובמגזר התעשייה, חשמל ומים. מנגד, בענפים בינוי, פעילויות בנדל"ן ושירותי אוכל ואירוח, שהיו אחראים לחלק ניכר מהגידול בביקוש לעובדים מערב המלחמה ועד Q2/24, נרשמה ירידה בהיקף המשרות הפנויות. סך המשרות הפנויות במשק ב-Q4/24 גבוה ב-20% (כ-23 אלף) לעומת ערב המלחמה.

- בממוצע לחודשים אוקטובר-נובמבר 2024 נרשמה ירידה של 18% בהיקף העסקאות בשוק הנדל"ן בהשוואה לרבעון השלישי. מן הראוי לציין, כי מגמת הירידה במכירת סך הדירות החלה באמצע 2024¹, כתוצאה מנסיגה במכירת דירות חדשות, שהלכה וצברה תאוצה, בעוד מכירת דירות יד שניה הוסיפה להתרחב, תוך האטה בקצב הגידול. על אף זאת, הרמה החודשית של הדירות שנמכרו באוקטובר-נובמבר גבוהה ב-9% בהשוואה לרבעון השלישי של 2023.

כתוצאה ממגמת הירידה במכירת דירות חדשות, היקף הדירות שנותרו למכירה המשיך לעלות לרמת שיא של 70.4 אלף, ומספר חודשי ההיצע עלה ל-21.4, בדומה לרמה ערב המלחמה.

להלן הנתונים הצפויים להתפרסם השבוע: ארה"ב: מדד מנהלי הרכש (24/1), גוש האירו: מדד מנהלי הרכש (24/1); ישראל: סקר כוח אדם - 12/24, סיכום דיוני הריבית (20/1), פדיון ענפי המשק - 11/24, ייצור תעשייתי - 11/24 (21/1), המדד המשולב למצב המשק - 12/24 (22/1).

אג"ח ממשלתי בחו"ל

- העצבנות בשוקי האג"ח הממשלתי בעולם נרגעה במידה מסוימת אחרי ההפתעה מטה באינפלציית הליבה בארה"ב ובאינפלציה בבריטניה, שתמכה בירידה בציפיות הריבית ובתשואות האג"ח הממשלתי.

¹ על-פי נתוני המגמה של הלמ"ס.

חטיבת שווקים פיננסים

מחלקת מאקרו כלכלה

- השווקים צופים כי הריבית תרד ל-3.95% בסוף השנה, מעט פחות משתי הפחתות וקרוב לתחזיות הפד. הצפי להפחתת ריבית מתונה נתמך בדברי בכירים בפד בשבועות האחרונים, לפיהם, לאחר הפחתות הריבית המהירות בסוף 2024, אפשר להאט את קצב ההפחתות על מנת לוודא כי האינפלציה ממשיכה לרדת לכיוון היעד.
- **תשואות אג"ח ממשלת ארה"ב ירדו בחדות** בעקבות פרסום נתוני האינפלציה, לאחר שבתחילת השבוע רשמו המשך עליות חדות בהמתנה לנתוני האינפלציה, ועל רקע נתוני שוק העבודה החזקים והעליה במחיר הנפט. בסיכום שבועי ירדו התשואות לשנתיים ולעשר שנים ב-10 וב-13 נ"ב, בהתאמה.
- **התנודתיות בתשואות תימשך בשבועות הקרובים** על רקע כניסת טראמפ לתפקיד ובהמתנה לצעדי המדיניות וההשלכות על גירעון ממשלת ארה"ב, עם זאת, להערכתנו, רמת התשואות של אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים הינה אטרקטיבית.

שוק האג"ח הממשלתיות בישראל

- **שוק האג"ח המקומי** הושפע במהלך השבוע מההסכם להפסקת האש ולהחזרת החטופים, שהוביל להמשך ירידה בפרמיית הסיכון, שבשילוב עם המגמות הגלובליות, הובילו לירידת תשואות. מנגד, על אף ההפתעה מטה בנתוני האינפלציה, הרי שאינפלציית הליבה נותרה יציבה, ובתחילת 2025 צפויה האינפלציה לזנק ל-3.8%. כך, נרשמה ירידת תשואות של 4 ו-8 נ"ב לשנתיים ולעשר שנים, בהתאמה, ופער התשואות השלילי בין האג"ח ל-10 בישראל לעומת האג"ח האמריקאי הצטמצם במעט מ-19 נ"ב ל-14 נ"ב.
- **השוק מגלם ריבית של 4% לסוף 2025**, כלומר: שתי הפחתות ריבית במהלך השנה, כאמור, בדומה, להערכות שלנו.

סחורות

- **מחירי הנפט המשיכו לעלות** בתחילת השבוע, על רקע רמות שפל במלאי הנפט בארה"ב, וחששות מפגיעה בהיצע הנפט לאור הסנקציות האמריקאיות על רוסיה. בסיכום שבועי עלה הנפט ב-1.3%.
- **מחיר הזהב עלה** ב-0.5% לאור הירידות בתשואות האג"ח הממשלתי והחלשות הדולר בעולם.

שוק המט"ח

- על רקע ההתפתחויות הגיאופוליטיות והעליות בשוקי המניות בחו"ל, התחזק במהלך השבוע השקל מול הדולר ומול הסל ב-1.8%.

תחזית חודשית	תחזית שנתית שנה קדימה	
ריבית בנק ישראל (סוף תקופה)	4.5% (פברואר '25)	4%
אינפלציה	0.5% (ינואר '25)	2.4%