

18 בנובמבר 2024

### הצמיחה מהירה והאינפלציה עדיין מעל היעד

- כפי שצפינו, רשם התוצר ברבעון השלישי של 2024 צמיחה בשיעור שנתי של 3.8%, והתוצר העסקי - 5.4%, תוך זינוק בהשקעות, המשך גידול מהיר בצריכה הפרטית, גידול ביצוא וירידה חדה בצריכה הציבורית.
- רמת התוצר ברבעון השלישי נמוכה ב-1% בהשוואה לרמתו ערב המלחמה, והתוצר העסקי - בכ-3%.
- להערכתנו, על רקע ההסלמה בצפון, תחול האטה ברבעון האחרון של 2024, ולפיכך, אנו נותרים עם התחזית שלנו לצמיחה של 0.4% בשנת 2024.
- מדד המחירים לצרכן לחודש אוקטובר לא הפתיע ועלה ב-0.5%, והאינפלציה השנתית נותרה ברמה של 3.5%. מחירי הטיסות מוסיפים להוות גורם משמעותי בהתפתחות האינפלציה, על אף משקלו הנמוך של סעיף זה.
- אנו צופים אינפלציה של 2.7% במהלך 12 החודשים הבאים, כמו גם במהלך שנת 2025, כאשר ללא העלאות מחירים יזומות על ידי הממשלה, תעמוד האינפלציה על קצב הנושק ל-2%.
- שילוב של ההתמתנות הצפויה באינפלציה, הירידה בפרמיית הסיכון של המדינה ובהנחה שמדיניות הממשלה אכן תחתור להגעה לגירעון של 4.3% תוצר ב-2025, עשויים לתמוך בהורדת ריבית בנק ישראל פעמיים במהלך המחצית השנייה של 2025 לרמה של 4%.

#### צמיחה מהירה בהובלת ההשקעות והצריכה הפרטית

כפי שצפינו, רשם התוצר ברבעון השלישי של 2024 צמיחה בשיעור שנתי של 3.8%, והתוצר העסקי - 5.4% זאת, לאחר קיפאון ברבעון השני. ברבעון השלישי ראינו זינוק בהשקעות, המשך גידול מהיר בצריכה הפרטית, גידול ביצוא וירידה בצריכה הציבורית. כך, רמת התוצר ברבעון השלישי נמוכה ב-1% בהשוואה לרמתו ערב המלחמה, והתוצר העסקי - נמוך בכ-3%.

בהמשך לשני הרבעונים הקודמים, מדווחת עליה חדה בהשקעות בנכסים קבועים (22%), אם כי היקפן עדיין נמוך ב-11% בהשוואה לרמתן ערב המלחמה. הגידול בהשקעות בנכסים קבועים נגזר מעליות חדות בהשקעות בבתי מגורים ובבניה אחרת (תשתיות ובניה לתעשייה, מסחר וכו'), עליה דרמטית בהשקעות בכלי תחבורה (מכוניות נוסעים, כלי רכב מסחריים ועוד), גידול מתון בהשקעות בציוד ICT (ציוד שיוצר בענפי ההייטק), בעוד שבהשקעות במכונות וציוד אחר חלה ירידה חדה, שנובעת מירידה ברכישת ציוד של מערכת הביטחון. יש לציין, כי על אף הגידול המתמשך בהשקעות בבניה למגורים, אין בכך בכדי לפצות על הנסיגה החדה בסוף 2023, ולפיכך, הן עדיין נמוכות ב-26% לעומת הרמה ערב המלחמה.

הצריכה הפרטית התרחבה בקצב שנתי של כ-9%, בהמשך לעליה חדה במהלך המחצית הראשונה של השנה, והיתה גבוהה בקרוב ל-4% בהשוואה לרמתה ברבעון השלישי אשתקד. הצריכה הפרטית של מוצרים בני-קיימא הוסיפה להתרחב בשיעור חד (עליה חדה ברכישת מכוניות), צריכת מוצרי מזון מוסיפה לצמוח בקצב מהיר, וגם סעיף השירותים מפגין עוצמה. העליה המהירה בצריכה הפרטית נתמכת בהזרמה של הממשלה למשקי בית (משרתי מילואים ומפונים).

# חטיבת שווקים פיננסים

## מחלקת מאקרו כלכלה

**היצוא (ללא יהלומים והזנק) צמח בשיעור של כ-5%**, תוך צמיחה מהירה של היצוא התעשייתי והתרחבות מתונה של יצוא שירותים אחרים (בעיקר הייטק). על פי נתוני סחר חוץ, נפתח הרבעון הרביעי עם עליה חדה ביצוא התעשייתי, במגוון רחב של ענפים, עובדה שיש בה בכדי לשדר אופטימיות להמשך.

בניגוד לכך, **נמשכת הירידה בצריכה הציבורית**, על רקע ירידות חדות בצריכה הביטחונית (ירידה בהיקף המגויסים למילואים וירידה בקניות), בעוד שהצריכה האזרחית רושמת עליה נוספת (קניות והעסקת עובדים). על אף הירידה בצריכה הביטחונית, הרי שזו גבוהה ב-40% בהשוואה לרבעון השלישי אשתקד.

**להערכתנו, לנוכח ההסלמה בצפון, תחול האטה ברבעון האחרון של 2024, ולפיכך, אנו נותרים עם התחזית שלנו לצמיחה של 0.4% בשנת 2024.**

### אין הפתעות באינפלציה

**מדד המחירים לצרכן לחודש אוקטובר עלה ב-0.5%**, בהתאם לתחזיות שנעו בין 0.5% ל-0.6%. כך, נותרה האינפלציה השנתית על רמה של 3.5%. עם זאת, חלה האצה באינפלציית הליבה (ללא אנרגיה, פירות וירקות ומעורבות ממשלתית) מ-2.6% ל-2.9%.

**להאצה באינפלציית הליבה, אחראים במידה רבה מחירי הטיסות**, שחוזרים להוביל את עליית המדד, עם עליה של 17.2%, לאחר ירידה בשיעור דומה בחודש ספטמבר. כך, **עליית מחירי הטיסות תרמה למדד אוקטובר כ-0.3%**.

**מחירי השכירות בחוזים מתחדשים** (הרכיב המרכזי בסעיף הדיור), אמנם, הפתיעו מעט מטה, אולם, הקצב השנתי האץ מ-2.8% ל-2.9%. יתרה מכך, בדירות בהן היתה תחלופה של שוכרים נמשכת עליית מחירים מהירה - 4% (4.1% בחודש הקודם).

על אף שמדובר בתקופת החגים, **מחירי הבראה ונופש בארץ ירדו ב-2%**, אפשר על רקע ההסלמה בצפון. מכל מקום, מתחילת השנה עלו המחירים בכ-22%.

**מחירי הדירות**, שאינם כלולים במדד, ירדו ב-0.1%, אולם, במהלך עשרת החודשים החולפים עלו ב-7%.

### ריבית בנק ישראל לאן?

**מתווה הריבית של בנק ישראל בשנה הקרובה** ייגזר בעיקר מהמגמות באינפלציה, המדיניות הפיסקאלית של הממשלה ופרמיית הסיכון של מדינת ישראל.

**באשר לאינפלציה**, זו תושפע במידה רבה מהתפתחויות בשוק העבודה ובשכר, מגבלות מצד ההיצע (ובמוקד, מחירי הטיסות), מגמות בצריכה הפרטית, בשוק הנדל"ן ובשער החליפין. זאת, לצד התייקרויות שביזמת הממשלה, ובמרכזן העלאת המע"מ והעלאות מחירים נוספות (כגון: מחירי התחבורה הציבורית).

כפי שצינו לאחרונה, **אנו מזהים האטה מסוימת בשוק העבודה**, המלווה בהתמתנות בקצב עליית השכר במגזר העסקי. במקביל, תושפע הצריכה הפרטית בשנה הקרובה מההתאמות בתקציב, הן בצד ההכנסות והם בצד ההוצאות, שצפויות לפגוע בהכנסה הפנויה, ומכאן **להאטה בצריכה הפרטית**. הפגיעה הצפויה בהכנסה הפנויה עשויה להשליך גם על **סעיף הדיור במדד**, מגמה שתיתמך על ידי ההתפתחויות בשוק הנדל"ן, המרמזות על התייצבות במחירי הדירות. להערכתנו, הקשחת התנאים באשר להלוואות הקבלן (מבצעי ה-80/20) צפויה לתמוך במגמה זו, ואלו ישליכו על מחירי שכר הדירה, ויבלמו עליית מחירים חדה, גם לכשתסתיים המלחמה.

אמנם, **קיימת רמה גבוהה של חוסר וודאות באשר למועד סיום המלחמה**, אולם בהנחה שבמחצית השניה של 2025 המלחמה תהיה מאחורינו (ובתקווה שהרבה קודם לכן!), הרי שנהיה עדים להקלה משמעותית במגבלות מצד ההיצע, עובדה שתתמוך בהתמתנות האינפלציה, כאשר שער החליפין עשוי לפעול בכיוון דומה.

לעומת זאת, העלאות המחירים הצפויות ביוזמת הממשלה יפעלו לעליה באינפלציה, אולם, מדובר בקפיצה חד-פעמית, ולא במגמה מתמשכת של תהליך אינפלציוני. יתרה מכך, העלאות המחירים מטרתן לתמוך בהשגת יעד גירעון של 4.3% תוצר בשנת 2025, וככל שהממשלה תגלה נחישות להגעה ליעד, יהיה בכך בכדי לתמוך בהורדת ריבית.

במקביל, ועל רקע הציפיות בשווקים לסיים המלחמה, ראינו בתקופה האחרונה ירידה מתמשכת בפרמיית הסיכון של מדינת ישראל, כפי שבאה לידי ביטוי במרווח הדולרי ובמרווח השקלי של האג"ח הממשלתי מול האג"ח האמריקאי.

בהתבסס על ההנחות שלעיל, אנו צופים אינפלציה של 2.7% במהלך 12 החודשים הבאים, כמו גם במהלך שנת 2025, כאשר ללא העלאות מחירים יזומות על ידי הממשלה, תעמוד האינפלציה על קצב הנושק ל-2%. זאת, בשילוב עם המדיניות הפיסקאלית (בהנחה שהתקציב יאושר בכנסת במועד) והירידה בפרמיית הסיכון, עשויים לתמוך בהורדת ריבית בנק ישראל פעמיים במהלך המחצית השנייה של 2025 לרמה של 4%.

### הסקירה הוכנה על ידי מחלקת מאקרו כלכלה, בנק דיסקונט – נירה שמיר, כלכלנית ראשית

#### הערות ואזהרות כלליות מטעם בנק דיסקונט לישראל בע"מ:

הניתוח הכלול בסקירה זו הינו למטרת אינפורמציה בלבד ואין לראות בו המלצה, תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל לקוח או הזמנה לייעוץ כאמור או הצעה להחזיק/לקנות/למכור ני"ע או נכסים פיננסיים או התחייבות של בנק דיסקונט לישראל בע"מ ("להלן: "הבנק") לייעוץ ללקוחותיו בהתאם לאמור בו. הניתוח מתפרסם בהתבסס, בין היתר, על נתונים ומידע גלויים לציבור שהונחו כמהימנים מבלי שבנדקו עצמאית, העשויים להיות חסרים, בלתי מדויקים, בלתי מעודכנים ואינם מתיימרים להוות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה או להחליף את שיקול דעתו העצמאי של הקורא. הדעות המובאות בסקירה מייצגות את עמדת מחבריה והן אינן זהות בהכרח לעמדת יועצי ההשקעות בבנק. הדעות האמורות נכונות ליום פרסומן לראשונה והן יכולות להשתנות בכל עת ללא הצורך בהודעה מוקדמת. הניתוח מופץ כחלק מתפוצה רחבה, וגם אם במסגרת תפוצה רחבה זו, הוא מגיע אליך אישית באמצעות הדוא"ל או בכל דרך או מדיה אחרת, אין לראות בו משום ניתוח או סקירה המותאמים לצרכיך ולנתונים האישיים שלך, לא מבחינת תוכן הניתוח, לא מבחינת סוגי הני"ע והנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ככל שיהיו ולא מכל בחינה אחרת. עשוי להיות למחברי הסקירה ו/או לבנק עניין אישי בנושא הסקירה. הבנק וכל חברה קשורה אליו ו/או בעלי מניותיו ו/או עובדיו ו/או מי מטעמו אינם לא יהיו אחראים לכל אי דיוק, שגיאה או כל פגם אחר בסקירה זו, לרבות ביחס לנתונים ו/או לכל נזק, ישיר או עקיף, שייגרם, אם ייגרם, כתוצאה מהסתמכות על סקירה זו, ואינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט. אין להפיץ, להעתיק, לפרסם או לעשות כל שימוש אחר בסקירה זו ללא אישור הבנק מראש ובכתב. העברת הסקירה ופרסומה במלואה או בחלקה, ללא קבלת אישור הבנק כאמור לעיל הינה אסורה בהחלט. הבנק ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע עסקאות בבורסה ובפעילות בנקאית לסוגיה, ועשויים להחזיק ו/או לבצע, בין היתר, עסקאות בנייר הערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בסקירה זו, ככל שנזכרים, בהתאם או שלא בהתאם לאמור בה. תיתכן אפשרות שבסקירה נפלו שיבושי הגהה, ניסוח, טעויות, אי דיוקים וכו' למרות שהבנק נוקט באמצעים ככל יכולתו למונעם. השימוש באינטרנט חשוף לתקלות וסיכונים הטבועים ברשת האינטרנט ובמערכות ממוחשבות על אף שהבנק נוקט בכל האמצעים הסבירים למניעת תקלות וסיכונים, כאמור. לפיכך לא ישא הבנק באחריות לנזק ו/או הפסד ו/או הוצאה ו/או תוצאה שנגרמה כתוצאה משיבוש ו/או הפסקה בקווי התקשורת ו/או בהעברת הנתונים ככל שאלו נגרמו מתקלות שאינן בשליטת הבנק ושהבנק לא יכול היה למונען במאמץ סביר.