

תמצית

התמונה **בארה"ב** ממשיכה להיות סטגפלציונית במידה קלה, בעונת ההוריקנים של אוקטובר. זה כולל את סביבת האינפלציה ב-PCE, אשר ממשיכה להצביע על גידול שנתי של קרוב ל-3% בליבת מדד המחירים של הצרכן - רחוק באופן בולט מיעד ה-Fed. ה-BEA דיווחה, במקביל, על עדכון מטה בעיקר של החיסכון הפרטי, ובכל מקרה זה רץ לאחרונה ברמות שצפויות להביא להאטה בצריכה הפרטית במוקדם או במאוחר. הפסקת יישום ה-Bidenomics תיתרגם כנראה ל-'במוקדם'.

במקביל, גם שוק הנדל"ן הצביע על האטה באוק'. כנראה שזה נובע במידה מסוימת מההוריקנים. ועדיין, האטה פה תביא כנראה להשפעה מהותית על הפעילות באופן כללי.

באופן דומה, גם הזמנות מוצרים בני קיימא המשיכו להיות מתונות יחסית, באופן שלא מתיישב גם הוא עם התשואות הגבוהות במדינה.

בישראל, נרשמת התאוששות מהותית מאוד ברכישות בכ. אשראי, על רקע נשיבת רוחות הפסקת האש ב-Black Friday. זה נרשם אל מול נתונים חיוביים פחות, אם כי עדיין בטווח הירוק, בספטמבר, בפדיון בנתוני מע"מ ובייצור התעשייתי.

באירופה, השפעת מחירי הדלק היוורדים מתמתנת מעט בנובמבר. זה מביא לעלייה מתונה יחסית באינדיקציות האינפלציוניות, ואפשר שיתרגם גם להורדת ריבית של 0.5% על ידי ה-ECB, בעוד כשבועיים.

מאקרו

ארה"ב: מדד המחירים של ה-PCE הוסיף 0.2%, במהלך אוקטובר, בהתאם לציפיותינו. נזכיר כי מחירי הדלקים ירדו במהלך החודש, לקראת הבחירות. ובניכוי זה ומחירי המזון, אינפלציית הליבה הוסיפה 0.3% במהלך החודש, והשלימה

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
4.00%	הערכתנו לריבית בעוד 12 חודשים
4.09%	FRA 9x12

אינפלציה	
3.5%	אינפלציה 12 חודשים אחרונים
-0.2%	תחזית שלנו לנובמבר
-0.1%	תחזית שלנו לדצמבר
0.3%	תחזית שלנו לינואר
2.6%	תחזית שלנו לשנה

סחורות ודולר		
ערך	שינוי שבועי	
1,945	-1.9%	CRB שקלי
1,246	-2.0%	סחורות חקלאיות שקלי
264.8	-5.2%	נפט (ברנט) שקלי
3.6310	-2.3%	דולר

מדדי "הפחד"		
ערך	שינוי שבועי (נק' אחוז)	
13.5	-1.7	VIX ארה"ב
17.9	-0.8	VSTOXX אירופה

סקירה שבועית - כלכלת ישראל

מאת: יוני פנינג

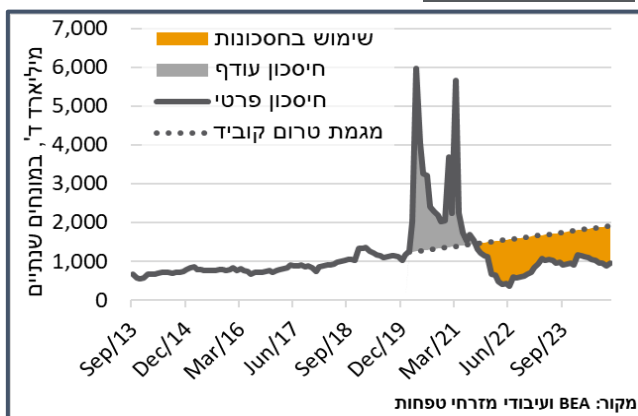
לעלייה של 2.8%, בשנה האחרונה. ראיות קצרות טווח יותר, של הנתון הזה, מביאות את ה-Core PCE החצי שנתי במונחים שנתיים ל-2.3% קרובים מאוד ליעד האינפלציה של הפד. אבל הרבעוני במונחים שנתיים נותר על 2.8% גבוהים משמעותית – מגמה שמזכירה את עליית מחירי השירותים, בתחילת השנה.

← הרכב סעיפי העלייה פה דומה גם הוא למה שראינו ב-CPI. בגזרת המוצרים, נרשמה עלייה חריגה של כ-0.9% במחירי המכוניות והחלפים לרכב.

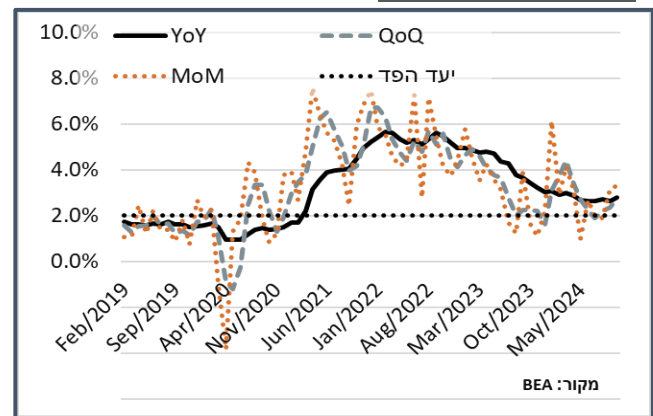
← בענפי השירותים, גם שירותי התחבורה המשיכו לעלות, בעיקר ליסינג והשכרת רכב, ככל הנראה על רקע עליית מחירי הרכבים האמורה.

← ולמרות החששות מהשפעה נוספת של העלאת המכסים, גם השפעת עלויות כח האדם ממשיכה להיות מורגשת, עם עלייה של 0.6% בסעיפי שירותי הפנאי. כנ"ל, על רקע המשך העלויות במחירי המניות במדינה, גם מחירי השירותים הפיננסיים הוסיפו 0.7% במהלך החודש, והשלימה לעלייה של 6.3% בשנה האחרונה.

חיסכון ושימוש בחיסכון לעומת המגמה
בנתוני ה-PCE



Core PCE, שנתי, רבעוני וחדשי במונחים שנתיים



← בדיווחי התזרים של הפרטים נרשם עדכון קל כלפי מטה בנתוני ההכנסה של החודשים האחרונים – סדר גודל של -0.25% בספטמבר. אל מול זה, ההכנסה הפרטית דווקא רושמת עלייה מרשימה של 0.6% באוק',¹ אבל כמובן שזה מתון משמעותית כשמקזיזים את העדכון האמור. נוסף על זה כי תשלומי ההעברה הממשלתיים הוסיפו 0.7% במהלך החודש – בכל זאת, חודש לפני הבחירות. והם מצביעים על גידול של 2.9% במהלך שבעת החודשים האחרונים, אל קצב שנתי של קרוב ל-4.6 טריליון דולר.

← אל מול עלייה דומה של 0.4% בהוצאה הפרטית, אנחנו מגיעים לשיעור חיסכון מתון בראייה היסטורית, כמו שראינו בחודשים האחרונים, של 4.4%, וכזה שיביא אותנו, להערכתנו, לצמצום בצריכה הפרטית במוקדם או במאוחר. יותר במוקדם אם נראה צמצום של תשלומי ההעברה הממשלתיים.

¹ מנכה עונתיות

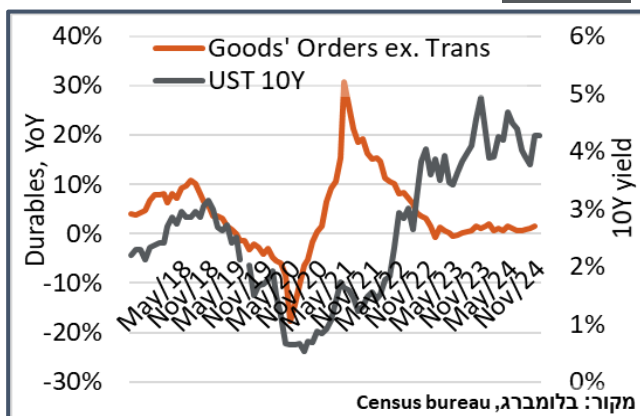
סקירה שבועית - כלכלת ישראל

מאת: יוני פנינג

- מיצוי השפעת מלאי המשכנתאות בריבית נמוכה נמשך בשוק הנדל"ן האמריקאי, עם ירידה חריגה בראייה היסטורית במכירת בתים קיימים, ל-610 א', באוק² – שפל של קרוב לשנתיים. כמוכן שהשפעת ההוריקנים היא מהותית פה גם כן, כאשר הרבה מהירידה במכירות נרשמה בגלל אזורים בדרום-מזרח המדינה. ← על רקע קצב המכירות האיטי, מספר הבתים למכירה רשם גידול חריג יחסית גם הוא, של כ-10 א' יחידות, ל-481 א'.

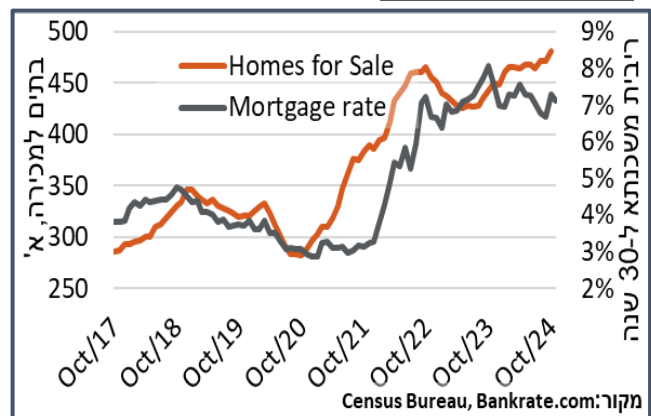
הזמנת מוצרים בני קיימא ותשואת אג"ח

10 שנים



מלאי בתים למכירה בארה"ב וריבית על המשכנתאות

על המשכנתאות



- קצב הזמנת מוצרים בני קיימא המשיך להיות איטי יחסית באוק', שלא במפתיע בהתחשב בהוריקנים, עם עלייה חודשית של 0.2%³, בהמשך לירידות של מעל לאחוז, בחודשיים הקודמים. למרות העלייה המתונה, לאחר תנודתיות בשנה שעברה, קצב העלייה השנתי של הסדרה מצליח להצביע על עלייה של 2.7% בשנה האחרונה.

← נמשיך להדגיש כי קצב הגידול הכללי של הסדרה הוא מתון בראייה היסטורית. ובעיקר כזה שלא מתיישב עם רמות הריבית הגבוהות מזה זמן במדינה, וכפועל יוצא, התשואות הגבוהות לאורך העקום.

ישראל: בשנה האחרונה, לאורך המלחמה, תקופות של הסלמה ביטחונית, אשר באו לידי ביטוי בעלייה באזעקות בישראל, הביאו לגל ראשון של עלייה ברכישות בכ. אשראי – הצטיידות לקראת המהלך. ולאחר מכן, ירידה עד לרגיעה. נתוני ש.ב.א הנוכחיים, המפורסמים על ידי בנק ישראל, עדכניים עד ה-26.11 – יום לפני כניסת הפסקת האש לתוקף. ועדיין, הנתון האחרון, המבטא סכימה של הרכישות בכ. אשראי, בשבוע שקדם לפרסומו, מצביע על הרמה הגבוהה ביותר של הרכישות, מאז אפריל. ובאופן כללי, הרמה הגבוהה ביותר זולת רכישות כהקדמה להסלמה ביטחונית.

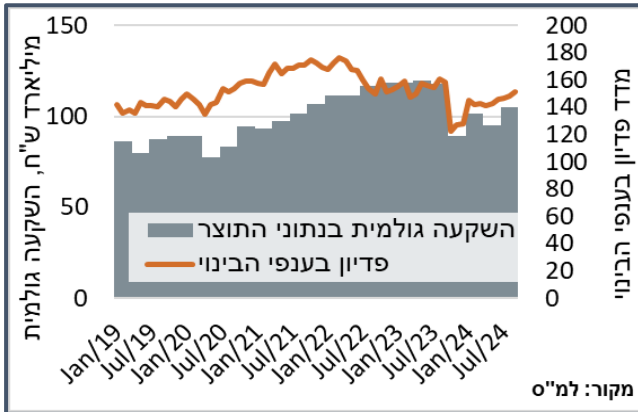
² מנוכה עונתיות במונחים שנתיים
³ מנוכה עונתיות

סקירה שבועית - כלכלת ישראל

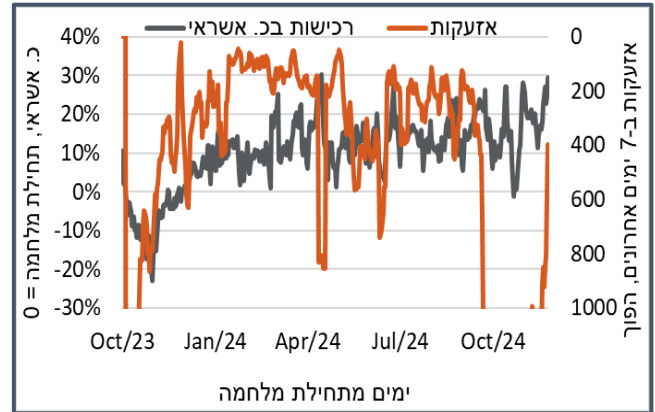
מאת: יוני פנינג

← כמובן שמבצעי ה-Black Friday הם מרכיב משמעותי בגידול הזה, בלי תלות ישירה בשיפור הביטחוני. ועדיין, העובדה שאלה תפסו השנה, מעידה ברמה מסוימת על הסנטימנט הצרכני המקומי, לקראת התקררות המלחמה.

פדיון בענפי הבינוי והשקעה גולמית בנתוני התוצר



אזעקות בישראל ורכישות בכ. אשראי



• נתוני מע"מ לפדיון במשק עברו להצביע על התרחבות קלה של 1.1% בספטמבר⁴, בנוסף לעדכון כלפי מעלה של החודשים הקודמים. לכאורה מדובר בשיפור. עם זאת, אוגוסט היה שלילי באופן ראוי לציון (ירידה של 2.5%) אז הנתון הרבעוני הנוכחי, לדוג', רבעון III, מצביע על עלייה של 9% בלבד בפדיון, לעומת רבעון II. ולהערכתנו, לא יתרום משמעותית לעדכון נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון השלישי, אשר יפורסמו החודש.

← אל מול זה, דווקא הפדיון בענפי הבינוי ממשיך להיות חיובי מאוד, עם עלייה חודשית של 2.1%, המשלימה לגידול של 7.2% בחמשת החודשים האחרונים. השינוי השנתי בסדרה הזו הוא האחרון שלוקח את התקופה שלפני המלחמה כבנצ'מרק, וזה מצביע על התכווצות של 4.3% - מעיד להערכתנו בעיקר על המשך פוטנציאל הצמיחה של האפיק הזה, יחד עם השיפור במספר הפועלים.

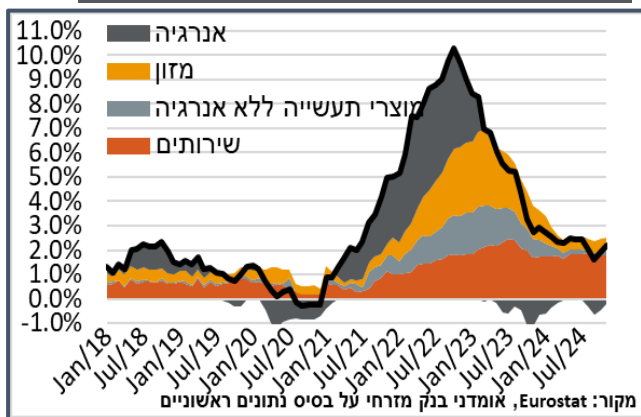
• גם הייצור התעשייתי המקומי מציג סימני שיפור קלים במהלך החודש, עם עלייה של 0.4%⁵, המתקנת ירידה דומה באוגוסט. למרות השיפור המתון יחסית בייצור התעשייתי, גם פה מספר המועסקים מרמז על שיפור בצד ההיצע של התעסוקה, עם גידול של 0.5%. באופן דומה, גם פה ההשוואה לספטמבר מצביעה על קיטון. אלא שעכשיו מדובר בכזה של 0.2% בלבד - הירידה המתונה ביותר במספר המועסקים בתעשייה מאז תחילת המלחמה.

← נוסף כי בשלב הזה, עיקר הגידול בפדיון מכירות הייצור התעשייתי היה לשוק המקומי. אז להערכתנו, מדובר בעיקר בהתאמות של השיפור בביקושים המקומיים. וככל שהביקושים בחו"ל, והנגישות לחו"ל (טיסות, שילוח ימי) ישתפרו, נראה שיפור גם כאן.

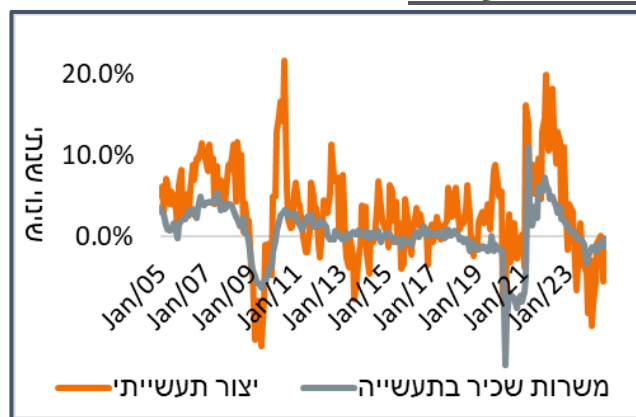
⁴ מנחה עונתיות
⁵ מנחה עונתיות

סקירה שבועית - כלכלת ישראל
מאת: יוני פנינג

רכיבי האינפלציה השנתית ב-Eurozone על בסיס נתונים ראשוניים לנובמבר



שינוי שנתי ביצור תעשייתי ובמשרות שכיר בתעשייה



אירופה: Eurostat דיווחה בשבוע שעבר על ירידה קלה, של כ-0.3% אמנם, במדד המחירים לצרכן, על פי נתונים ראשוניים לנובמבר. אבל מנגד, השפעות אפקט בסיס אנרגטי בעיקרו דחפו את האינפלציה ביבשת למעלה, אל סביבת 2.3%. אינפלציית הליבה, מאידך, נותרת גבוהה יותר, אבל יציבה, ברמת 1.9% במחירים, ← אותם סעיפי אנרגיה מצביעים כעת על ירידה שנתית של 4.6%, להערכתנו, לעומת 2.7%. קרי, קרוב לנייטרלות. והם גורעים, להערכתנו, כ-0.2% דיי מתונים מהמדד הכולל. נוסף כי אל מול זה מחירי הגז הטבעי באירופה המשיכו לעלות במהלך החודש האחרון. ונעריך שהסעיף יהיה חיובי בחודש הבא. מצד שני, זה כנראה אומר ירידות מחירים אל תוך האביב. ←

הציפיות מה- ECB ממשיכות להיות למדיניות נחושה, אפילו נחושה מאוד, עם הסתברות גלומה בשוק ה-OIS של קרוב ל-27% שנראה הורדת ריבית של 0.5%, ולא רק 0.25%, בהחלטה בעוד שבועיים. כזכור, כל זה נרשם כנגד ריבית אפקטיבית שהיא כבר גבוהה במעט בלבד מ-3%. הציפיות לסוף 2025 כבר מתקרבות ל-1.5%. כל זה מעלה כמובן את השאלה לגבי מה היא ריבית נייטרלית בעולם, כרגע. ועד כמה ניתן להעריך את זו, במהלך יישום מדיניות מוניטרית מצמצמת.