

סקירה שבועית - כלכלת ישראל

מאת: יוני פנינג

תמצית

השינויים הצפויים מממשל טראמפ יטרפו כנראה הרבה מהקלפים בכלכלה האמריקאית בחודשים הקרובים. דבר זה שם את הנתונים הכלכליים במדינה בנקודה קצת פחות בולטת.

ואם בכל זאת ננסה, נתוני שוק התעסוקה מצביעים על תוספת משרות מתונה יחסית. אבל עם שכר שעתי שמפתיע מעט כלפי מעלה. ותיקון במשרות הפנויות. תיתכן גם השפעת ביקושי AI, עדיין.

באופן דומה, גם הצרכנים במדינה אופטימיים יותר מבד"כ. הם גם צופים אינפלציה גבוהה לעומת העבר הקרוב. נותר לראות לאן זה יתפתח.

מדדי מנהלי הרכש בארה"ב לענפי השירותים, בינתיים, לא מציגים התרחבות של צד ההיצע. וכנראה שלא מפה תבוא הישועה הדפלציונית.

בישראל, סקר המגמות בעסקים הגיב בצורה משמעותית לרוחות סיום המלחמה. אבל מעבר לזה, ניכר שהוא מציג גם פסימיות מסוימת, בעיקר בעסקים שאינם בקו העימות, מלווה כמובן במגבלות צד ההיצע שנתקלנו בהן.

יצוא השירותים, בינתיים, מצביע על יציבות יחסית, בהתחשב באותן מגבלות. אבל הירידה העונתית בטיסות דווקא עשויה להיות בעלת משמעויות דפלציוניות מהותיות מאוד.

באירופה, הודעת הריבית של ה-ECB, יחד עם הבנק המרכזי בקנדה, יהוו השבוע קריאת כיוון לרצף הקרוב של הודעות ריבית, כולל בארה"ב.

מאקרו

ארה"ב: דוח ה-NFP לנובמבר הצביע על תוספת של 227 א' משרות במהלך החודש. לכאורה מדובר במספר גבוה, ביחס להיסטוריה של הנתון הזה. אבל הציפייה פה הייתה במובן מסוים לתיקון של הנתון החלש יותר שראינו באוקטובר, בתוספת המשרות – 36 א' משרות בלבד כעת, וגם זה אחרי עדכון קל כלפי מעלה,

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
4.08%	FRA 9x12

אינפלציה

3.5%	אינפלציה 12 חודשים אחרונים
-0.3%	תחזית שלנו לנובמבר
-0.1%	תחזית שלנו לדצמבר
0.4%	תחזית שלנו לינואר
2.6%	תחזית שלנו לשנה

סחורות ודולר

שינוי שבועי	ערך	
-1.0%	1,925	CRB שקלי
0.3%	1,250	סחורות חקלאיות שקלי
-3.8%	254.7	נפט (ברנט) שקלי
-1.4%	3.5810	דולר

מדדי "הפחד"

שינוי שבועי (נק' אחוז)	ערך	
-0.7	12.8	VIX ארה"ב
-2.6	15.3	VSTOXX אירופה

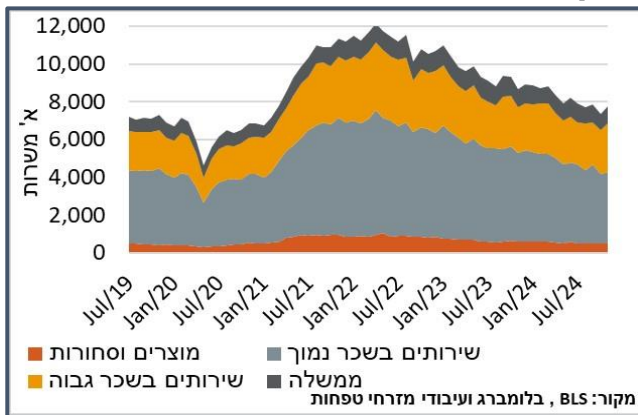
סקירה שבועית - כלכלת ישראל

מאת: יוני פנינג

על רקע ההוריקנים, והשביתה בבואינג, שמיתנו את כלל הפעילות הכלכלית במדינה, במהלך החודש. סך התוספת הנוכחית, זו של נובמבר, יחד עם אוקטובר היא נמוכה, ואפשר להגיד משמעותית, מזו הנדרשת כדי לאזן את הכלכלה. ← על ההאטה, לתפיסתנו, ב-NFP מתווספת גם עלייה בשיעור האבטלה, מ-4.1% ל-4.2%, אשר נרשמה למרות ירידה בשיעור ההשתתפות, מ-62.6% ל-62.5%. באבטלה, אנחנו כרגע בשיא של שלושה חודשים. בהשתתפות – בשפל של חצי שנה. כנ"ל, החלוקה הענפית כאן מרמזת על חולשה בפעילות המקומית, עם ירידה של 28 א' משרות קמעונאיות – הנתון השלילי מזה שנה. מנגד, הרבה מאוד מהצמיחה בתעסוקה במהלך החודש נרשמה בענפי הבריאות והסיעוד (+72 א' משרות), שנצפה שתמצה את עצמה בקרוב, או הממשלה (+33 א' משרות), שצפויה להציג התכווצות משמעותית, אם נאמין לרוח שנושבת מהמשל המתהווה.

← בשלב הנוכחי, קצב צמיחת השכר דווקא מצליח להציג יציבות ברמה של 4.0%. אבל מעבר לזה, ככל שנמשיך לראות את הכלכלה האמריקאית מוסיפה כמויות כאלה של משרות, ולהערכתנו זה יהיה המצב, אז כנראה שנמשיך לראות גם את שיעור האבטלה נע צפונה מהרמות האלה. יחד עם מגמת ההתמתנות במספר המשרות הפנויות (למרות העלייה באוק'), נעריך שזה יתרגם להתמתנות בקצב הצמיחה של השכר, ומכאן ללחצים אינפלציוניים פחותים.

משרות פנויות בארה"ב לפי קטגוריות עיקריות



מובטלים, משרות פנויות והיחס ביניהם בארה"ב



- אל מול הגידול המתון במספר המועסקים, מקטע המשרות הפנויות דווקא רשם התאוששות ראויה לציון, עם גידול מסביבת 7.44 מיליון משרות פנויות בספטמבר, לאיזור 7.74 מיליון באוק', וזאת למרות ההצטננות האמורה בפעילות במדינה, במהלך החודש. השינוי החודשי פה במספר המשרות הפנויות (372 א') הוא חריג ביחס למגמה הנוכחית, או ביחס לחודשים האחרונים באופן כללי. אבל אם מחברים אותו עם הירידה החריגה בספטמבר (-489 א') אז הממוצע הדו חודשי דווקא אופייני למגמה.

סקירה שבועית - כלכלת ישראל

מאת: יוני פנינג

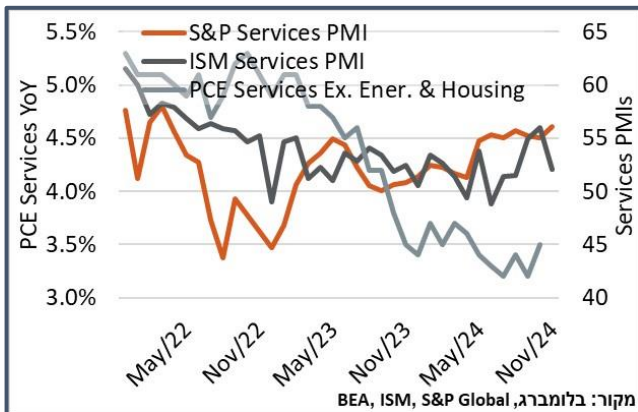
← הפירוט הענפי, מנגד, מעודד לתפיסתנו את האפשרות שיש פה יותר מזה. ענפים מוטי לקוח למיניהם מספרים אמנם במידה מסוימת את הסיפור בכותרת. בכלל זה 'פנאי ואירוח' עם תוספת מאוד מרשימה וחריגה של 12 א' משרות במהלך אוק', אחרי התכווצות של 73 א' בספטמבר. או 'חינוך ובריאות, עם עלייה של 8 א' משרות, אחרי התכווצות של 163 א' בספטמבר – אפשר לדמיין מצב שבו עסקים בענפים האלה רצו להטרים אפשרות שבה טראמפ ייבחר, ודאגו לאייש את המשרות שלהם עם מועמדים מחו"ל שאינם מועסקים, או נמצאים בסטטוס הגירה כזה או אחר. אבל יותר מזה, נראה שענפי המידע (+87 א') והמקצועות המדעיים וטכניים (+209 א'), אגב אופטימיות ה-AI בבורסה, אחראים לגידול במהלך החודש. נותר כמובן לראות איך זה יתקדם.

- אופטימיות הבחירות ממשיכה לבוא לידי ביטוי גם בסקר אמון הצרכנים של אונ' מישיגן, אשר נוסק לרמת 74.0 נ' על פי הקריאה הראשונית לדצמבר – שיא מאז אפריל.

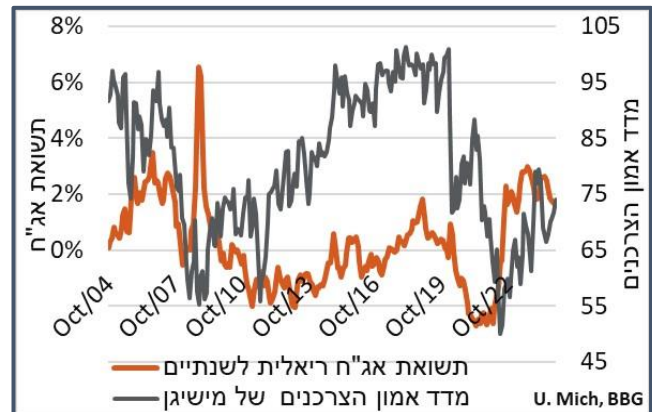
← כמובן שתוצאות הבחירות מהוות עידוד משמעותי פה, למי שמעודד מהן. ועל כך אפשר להוסיף את המשך התמשכות הירידות במחירי הדלק בתחנה. כרגע הם כבר על 3.02 דולר לגלון, שפל של 3.5 שנים.

← בשלב הנוכחי, פרשנות הצרכנים בארה"ב להשלכות האינפלציוניות דומה יותר למה שאנחנו רואים בתקשורת ובשווקים בארה"ב, ופחות לזו שהממשל הנבחר מצביע עליו, עם עלייה לרמת 2.9% בציפיות לשנה – שיא של חמישה חודשים.

מדדי מנהלי רכש לענפי השירותים, ואינפלציה PCE לשירותים



מדד אמון הצרכנים של אונ' מישיגן ותשואת אג"ח ריאלית לשנתיים



- מדד מנהלי הרכש לענפי השירותים בארה"ב מציגים תמונה מעורבת משהו, כאשר הקריאה הסופית למדד של S&P לענפי השירותים בנוב' התמתנה במעט, אמנם, לרמת 56.1 נ'. אבל גם ברמה הזו היא ממשיכה לרמז על ביקושים מוגברים. המדד של ISM במהלך החודש, מאידך, הפתיע עם התמתנות ניכרת מאוד לרמה של 52.1, בניגוד בולט לחודשים האחרונים, ובאופן שמתיישב, לרוב, עם רמות ביקושים נמוכות יותר. אבל גם כאן רכיב מחירי הרכש של העסקים

סקירה שבועית - כלכלת ישראל

מאת: יוני פנינג

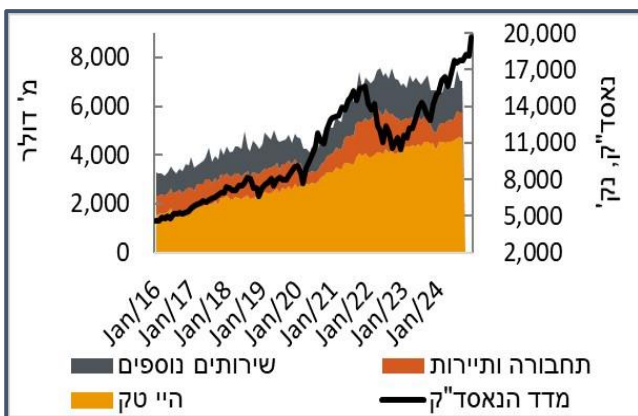
בענף הצביע על רמה אינפלציונית מאוד של 58.2 נ'. נוסף כי בנוסף לרכיבי הדיוור, על 'דביקותם' האינפלציונית, הרכיבים האלה מהווים, לתפיסתנו, את החלק החסר בפאזל שמבטיח אינפלציה מעל היעד של הפד. ומסביר במובן הזה את התפתחות הפער בין המדיניות המוניטרית ב-Eurozone לזו בארה"ב.

ישראל: סקר הערכת המגמות בעסקים של הלמ"ס מספר תמונה דומה ברובה לתונדותיות המלחמתית שראינו בחודשים האחרונים, או אפילו שלילית משהו ביחס לזה, עם ירידה במאזן הכולל של הסקר למצב העסקים באוק' לרמת 14 נק' - שפל מאז פברואר. אל מול זה, מאז מצב העסקים מתאושש במעט בנוב', לרמה של 16 נק', שגם היא שלילית בצורה בולטת ביחס לחודשים קודמים. ראוי להוסיף כי ניכרה דווקא אופטימיות במחוזות הדרום (מ-16 ל-27 נ') או הצפון (7 ל-12), כאשר בשני המקרים מדובר ברמות אופטימיות מאוד ביחס לשנה האחרונה, כמובן לקראת ההגעה להפסקת אש. אבל מנגד, מחוזות המרכז עתירי הפעילות המשיכו לדשדש בנוב'.

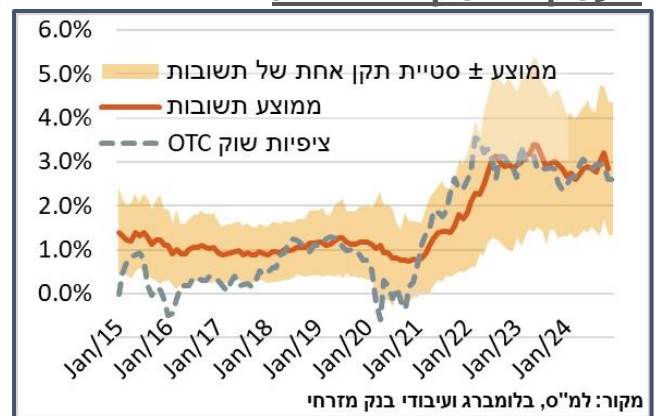
← ענפי הבינוי דיווחו על צפי לגידול בפעילות במהלך החודש הבא, ועל רקע זה על שיפור בהערכה לגבי מספר המועסקים בחברה, למאזן של -0.8 נ' - הגבוה מאז יוני. על רקע זה, החברות בענף חזרו לדווח על מחסור בפועלים, לרמות בסביבה שהיינו בהן בין אוגוסט לספטמבר, אחרי שבאוק' התקרבו כבר לרמות של לפני תחילת המלחמה.

← בינתיים, נראה כי העסקים מתחשבים בהתחזקות השקל, כאשר הציפיות האינפלציוניות לשנה בסקר התמתנו לרמה של 2.84% - שפל של שלושה חודשים. נוסף כי העלאת המע"מ של ינואר מוחשית יותר בשלב הנוכחי לתפיסתנו, כך שההתמתנות פה תומכת אצלנו בתחושה שהתחזקות השקל שלא תבוא לידי ביטוי במדדי נוב' ודצמ', כן תתקוז עם העלאת המע"מ של ינואר.

יצוא שירותים ומדד הנאסד"ק



ציפיות אינפלציה בשוק ה-OTC וציפיות העסקים בסקר המגמות



- יצוא השירותים המקומי הציג עלייה משמעותית מאוד בספטמבר, במונחים מקוריים, לרמה של 7.4 מיליארד ד', בסה"כ - שיא מאז מרץ. תיקון העונתיות הוא מעט חזק בחודש הזה, וממתן את הסדרה לרמת של 7,021 מ' - קיטון חודשי של

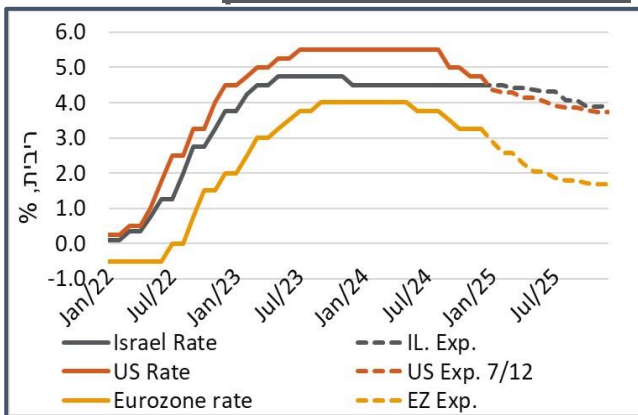
סקירה שבועית - כלכלת ישראל

מאת: יוני פנינג

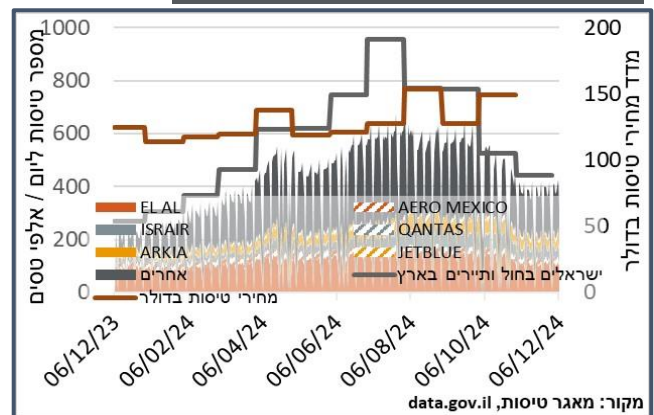
כ-0.5%, וכזה ששם את הסדרה על גידול שנתי מתון יחסית, של כ-5.3%, בייחוד אם מקזיזים את הסביבה האינפלציונית הגבוהה יותר. הקיטון החודשי מנוכה העונתיות מוסבר ברובו על ידי ירידה קלה ביצוא שירותי ההייטק, אחרי רצף נאה של עליות בחודשים הקודמים, אנחנו רואים את הסדרה כחיובית ביחס למה שאפשר היה לצפות כתוצאה מהמלחמה, אבל שלילית, בהתחשב במגמה לפני כן, ובעליות במדדי המניות בארה"ב – בקיצור, עוד דוגמה למגבלות צד היצע כתוצאה מהמלחמה. ולמרות זאת, נעריך שיצוא השירותים ממשיך להשרות עודף משמעותי בחשבון השוטי. ומהווה חלק חשוב מההסבר להתחזקות האחרונה בשקל.

• נתוני הטיסות לחו"ל של ישראלים הציגו עלייה ראויה לציון בנתונים מנוכי עונתיות בנוב', מ-491 א' באוק', ל-514 א' בנוב'. כמובן שאפשר להסביר את זה על ידי השיפור במצב הבטחוני, שהביא ליותר טיסות. אבל, להערכתנו, יותר מעניין הפעם להסתכל על הנתונים המקוריים, שם סיום תקופת החגים, יחד עם הסיטואציה הביטחונית הביאו אותנו ל-386 א' יציאות של ישראלים בלבד – שפל מאז פברואר. הנתון הזה מצטרף לכניסות תיירים למדינה, שמתמתנים מעט, ל-55 א' בנתונים מקוריים. ובכל מקרה, אפשר להגיד שהם נמוכים מאוד. בהשוואה, ניתן לראות כי מספר הטיסות שעברו דרך נתב"ג נותר נמוך יחסית במהלך נוב'. אבל הוא בהחלט מתאושש. ולהערכתנו, הפער המתון בין השנים שונה באופן בולט מרמות מחירי הטיסות במדד המחירים לצרכן, במונחים דולריים. ונצפה לתיקון משמעותי מאוד, אם לא בנוב' אז בדצמבר. על זה אפשר כמובן להוסיף את התחזקות השקל האחרונה. ואם מחירי הנפט לא יעלו בקרוב, אז ככל שזו תהווה המגבלה על מחירי הטיסות המקומיים, אפשר להעריך שנראה מחירים נמוכים אף ביחס לעבר האחרון. הסדרה מהווה קרוב ל-3.5% מהמדד, כך שהשפעה פה עשויה להיות מהותית מאוד.

ריביות בעולם וציפיות שוק



המראות ונחיתות בנתב"ג ליום



סקירה שבועית - כלכלת ישראל

מאת: יוני פנינג

אירופה: הודעת הריבית של ה-ECB מתוכננת ליום רביעי הקרוב, וזו תסמן קריאת כיוון למספר הודעות עוקבות, בדגש על הפד, בעוד שבוע וחצי, ולאחר מכן ה-BoE. הציפיות להודעה הקרובה של ה-ECB ממשיכות לתמחר הסתברות קטנה אך קיימת להורדה של 0.5%, מעבר להורדה של 0.25%, שהיא קרובה לוודאית באירוע הזה. בכל מקרה, זה אומר כנראה ריבית אפקטיבית של מתחת ל-3%.

← נוסיף כי בדומה אלינו, התמסורת של שער החליפין של היורו מול הדולר נאמדת על סביבת 1.10% בהפוך מהמצב אצלנו, היורו מפוחת כעת בכ-2.5% מול הדולר לעומת הרמה הממוצעת באוק', להערכתנו, במידה רבה בגלל הפער שנפתח בין ציפיות הריבית ב-Eurozone לבין ארה"ב. אז אפשר להגיד שפה המדיניות המוניטרית אחראית על מספר עשרות של נ"ב באינפלציה, או בציפיות האינפלציוניות ביבשת. ועדיין, סביר להניח שנמשיך לראות שפה יונית מצידו של ה-ECB, בטח ביחס לאי הוודאות הבולטת במדיניות הפד.

← על רקע התמשכות הציפיות להורדות ריבית נוספות מצד ה-ECB עולה כמובן השאלה מה היא מדיניות נייטרלית ב-ECB, והאם בטווח הזמן הבינוני, תחת מדיניות פיסקלית מצמצמת יותר, נראה מדיניות דומה יותר גם בארה"ב.

¹ Hahn, E. (2003). Pass-through of external shocks to euro area inflation.