

### האינפלציה מפתיעה מעלה והמשק מתאושש במהירות

- הפתעה נוספת כלפי מעלה במדד המחירים לצרכן, חודש שלישי ברציפות, עם עליה של 0.8%.
- האינפלציה השנתית מאצה ל-2.8%, מנגד, אינפלציית הליבה נותרה יציבה ברמה של 2.1%.
- אנו צופים אינפלציה של 3.3% ב-12 החודשים הבאים.
- התוצר צמח ברבעון הראשון בקצב שנתי של 14%, ונמוך בכ-3% לעומת רמתו ערב המלחמה.
- אינדיקציות שונות מצביעות על המשך התאוששות המשק, אם כי, קיימת רמה גבוהה של חוסר וודאות.
- בתרחיש המרכזי אנו לא צופים השנה הפחתת ריבית, אלא אם כן תחול התייצבות במדדים הפיסקאליים והפיננסיים, שתוביל להפחתה ברבעון האחרון.

#### האינפלציה מאצה אך אינפלציית הליבה מתייצבת

שוב הפתעה כלפי מעלה במדד, פעם שלישית ברציפות, כאשר מדד אפריל מזנק ב-0.8%, לעומת קונצנזוס האנליסטים שעמד על 0.6%, וקצב האינפלציה השנתי ממשיך לעלות - מ-2.7% ל-2.8%. האינפלציה בניכוי אנרגיה, פירות ויקרות ממשיכה לחול מעלה ועולה מ-2.3% ל-2.4%, עם זאת, אינפלציית הליבה (בניכוי אנרגיה, פירות וירקות והתערבות הממשלה) מתייצבת בקצב שנתי של 2.1%.

**מספר סעיפים הפתיעו מעלה**, ובהם: סעיף התחבורה שעלה ב-3.4%, הארחה נופש וטיולים בארץ עם עליה של 7.7% (ו-13% מתחילת השנה) וסעיף הדיור שעלה ב-0.6%.

בסעיף התחבורה בולט **הזינוק במחירי הטיסות** ב-19%. כזכור, בהתאם לשיטת המדידה שאומצה על-ידי הלמ"ס לא מכבר, ועל-פיה משוקללים גם מחירי טיסות שהוזמנו טרום המלחמה, עליית מחירי הטיסות, תמשיך ללוות אותנו גם בחודשים הקרובים.

**באשר לסעיף הדיור**, זה הושפע מהתייקרות חדה (4.6%) בהוצאות נלוות, כגון: תיווך, עו"ד וכו' (הוצאות שבחלקן נגזרות ממחיר העסקה), בעוד מחירי השכירות בחוזים מתחדשים (הסעיף המרכזי בסעיף הדיור) שומרים על קצב שנתי של 2%. **עם זאת, להערכתנו**, המשך התאוששות המשק, שוק עבודה הדוק ואבטלה נמוכה, הצע דירות יחסית מצומצם לצד עליה בביקושים של המפונים לדירות להשכרה, **צפויים לתרום להאצה**. יתרה מכך, עליית מחירי הדירות לא עוצרת, וכך, תוך ארבעה חודשים נרשמה עליה של 3.6% (מזה: 0.9% בחודש האחרון). עליית מחירי הדירות צפויה לחלחל למחירי השכירות.

#### התאוששות מרשימה בכלכלה בתחילת השנה

לאחר ירידה חדה בתוצר ברבעון האחרון של 2023 (-22%), נרשמה ברבעון הראשון השנה צמיחה בקצב שנתי של כ-14%, תוך זינוק בצריכה הפרטית ובהשקעות, ירידה מתונה בצריכה הציבורית, נסיגה ביצוא ועליה ביבוא. כך, רמת התוצר ברבעון הראשון נמוכה בכ-3% בהשוואה לרמתו ערב המלחמה. במקביל, צמח התוצר העסקי בשיעור שנתי של 21%, ורמתו נמוכה ב-5.5% לעומת הרבעון השלישי אשתקד.

# חטיבת שווקים פיננסים

## מחלקת מאקרו כלכלה

**הצריכה הפרטית**, שספגה מכה קשה עם פרוץ המלחמה (התכווצה בשיעור שנתי של 27%), **התרחבה בקצב שנתי של 26%**, ונמוכה בכ-2% בלבד בהשוואה לרבעון השלישי אשתקד. עליה בולטת מדווחת בתחום צריכת השירותים, לאחר ירידה דרמטית בסוף 2023, ומנגד, ירידה חדה נרשמה ברכישת כלי רכב, לנוכח הקדמת הרכישות לרבעון האחרון של 2023, טרם העלאת המס בתחילת שנת 24'. העליה בצריכה הפרטית נתמכה בהזרמה של הממשלה למשקי בית (משרתי מילואים ומפונים).

באותה עת, **מדווחת עליה מרשימה בתחום ההשקעות**, תוך גידול חד בהשקעות בבניה למגורים, אם כי היקפן עדיין נמוך ב-35% בהשוואה לרמתן ערב המלחמה. במקביל, חלה עליה חדה בהשקעות בענפי המשק, ובכלל זה, במכונות וציוד ובבניה שלא למגורים, עובדה שיש בה בכדי לרמז על אופטימיות יחסית במגזר העסקי.

בניגוד לצריכה הפרטית ולהשקעות שרשמו תיקון חד בהשוואה לרבעון האחרון של 2023, **היצוא (ללא יהלומים והזנק) המשיך להתכווץ (-10%)**, תוך ירידה חדה ביצוא התעשייתי ובתיירות, ומנגד, עליה ביצוא השירותים האחרים (בעיקר שירותי הייטק).

כאמור, **הצריכה הציבורית**, שרשמה עליה חריגה בסוף 2023, **ירדה בשיעור מתון (-2.6%)** לנוכח ירידה במספר משרתי המילואים ובקניות לצריכה אזרחית. מנגד, נמשך גידול חד בקניות מערכת הביטחון מהתעשייה המקומית ועליה מתונה בתעסוקה במגזר האזרחי. אפשר והמשך הגידול המהיר בקניות המקומיות של מערכת הביטחון (45% במצטבר בחצי שנה) מהווה אחד הגורמים לנסיגה הנוספת ביצוא התעשייתי, שהינו עתיר יצוא בטחוני, כאשר החברות ניצלו את המשאבים העומדים לרשותן לטובת מערכת הביטחון.

**אינדיקציות שונות לגבי הרבעון השני של השנה, מצביעות על המשך התאוששות המשק, אם כי, בשלב זה לא ברור באיזה קצב, ובנוסף, קיימת רמה גבוהה של חוסר וודאות לגבי המשך.**

### ריבית בנק ישראל במבט קדימה

**שוק האג"ח הממשלתי המקומי** הגיב לנתוני האינפלציה בעלייה של עקום התשואות השקלי לכל אורכו בכ-7 נ"ב, תוך עליה בפער התשואות ל-10 שנים מול ארה"ב לכ-40 נ"ב. עליית התשואות לוותה בעליה של ציפיות האינפלציה בכ-20 נ"ב לשנתיים ובכ-9 נ"ב לטווח של 3-5 שנים.

**אנו מוסיפים להעריך**, כי האינפלציה צפויה להאיץ בהמשך השנה על רקע האצה במחירי שכ"ד, עליה במחירי המזון, שוק העבודה ההדוק לצד עדכון שכר המינימום באפריל (ב-5.5%), הגידול בהוצאות הממשלה, לרבות אלו שאינן קשורות למלחמה והזרמת נזילות על-ידי בנק ישראל. **אנו מעריכים כי האינפלציה ב-12 החודשים הבאים תעמוד על 3.3%.**

באשר למדיניות הריבית, להערכתנו, נתוני הצמיחה לא מהווים בשלב זה שיקול, בעוד ההתנהלות הפיסקאלית של הממשלה והיציבות הפיננסית הם אלה שעומדים במוקד השיקולים של בנק ישראל. לפיכך, לא צפויה, להערכתנו, הפחתת ריבית בסוף מאי. בהסתכלות קדימה, בתרחיש המרכזי, אנו לא צופים השנה הפחתת ריבית, אלא אם כן תחול התייצבות במדדים הפיסקאליים והפיננסיים, שתוביל להפחתת ריבית ברבעון האחרון.

הסקירה הוכנה על ידי מחלקת מאקרו כלכלה, בנק דיסקונט

מנהלת המחלקה: נירה שמיר, כלכלנית ראשית, [nira.shamir@dbank.co.il](mailto:nira.shamir@dbank.co.il)

# חטיבת שווקים פיננסיים

## מחלקת מאקרו כלכלה

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 שנבדקו 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 יגרם, 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.