

כלכלית בראשון

פערי התשואות בין ארה"ב לבין ישראל הצטמצמו

הגירעון המבני בנקודת הפתיחה, התחייבויות קואליציוניות ותכניות להרחבת פרויקטים של תשתיות. להערכתנו ההתכנסות של הגירעון התקציבי לרמה שמייצבת את יחס החוב תוצר צפויה לקחת מספר שנים. אנו נמצאים בתקופה בה השווקים הפיננסיים אינם קונסים ממשלות על עלייה בחוב, והעלייה באינפלציה מסייעת לשחוק את שיעור החוב מהתוצר.

שאלה כלכלית נוספת שמשרד האוצר יצטרך לפתור בטווח המידי היא עתיד תכנית החל"ת – העלות התקציבית החודשית היא גבוהה – יותר מ-2 מיליארד שקל. מעבר לזה הקושי לגייס עובדים מקשה על חזרת העסקים לשגרה. מספר המשרות הפנויות חצה את רמת ה-130 אלף איש, וזה יוצר לחצים לעלויות שכר. הפתרון המסתמן הוא אי-הארכת הזכאות לדמי אבטלה לעובדים צעירים, כשרף הגיל טרם ברור. שיעור האבטלה הרחב במשק אמנם ירד בשבועיים הראשונים של מאי לרמה של 9.6%, אולם זה נתון גבוה מאוד ביחס לתקופה של לפני הקורונה. מלבד ענפי התעופה והטילים שתלויים בתיירות מחו"ל, שאר ענפי המשק שבו לפעילות סדירה, כלומר לא ניתן עתה לתלות את שיעור האבטלה הגבוה בקורונה. ביטול הזכאות לדמי אבטלה צפוי להחזיר עשרות אלפי עובדים לעבודה. יחד עם זאת, אנו מעריכים שנראה ירידה בשיעור ההשתתפות, כלומר חלק מהעובדים ששהו תקופה ארוכה בחל"ת, יעדיפו לא לשוב לשוק העבודה.

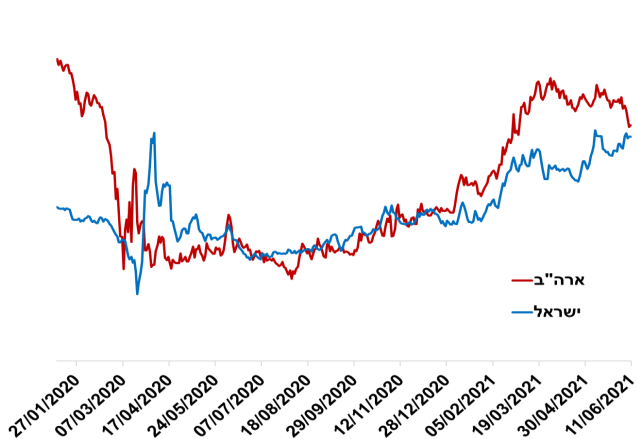
ההכנסות ממסים גדלות בקצב מהיר, וזאת לא רק בשל ההשוואה לבסיס הנמוך ב-2020. בחמשת החודשים הראשונים של השנה ההכנסות גבוהות ב-13% לעומת החודשים המקבילים ב-2019, כלומר עלייה ניכרת בגבייה ביחס לגידול בפעילות הכלכלית. חלק מהגידול בהכנסות נובע מהמדיניות המרחיבה של האוצר ובנק ישראל – תשלומי העברה הגדילו את הצריכה, וחלק מזה חזר לאוצר במסים. העלייה במחירי הנכסים הפיננסיים, ובפרט מחירי הנדל"ן, תרמה אף היא לגביית המסים. ריבוי המכירות וההנפקות של חברות היי-טק הביא אף הוא לעלייה בגביית מס הכנסה. אנו מעריכים שחלק מהגורמים לזינוק החד בגביית המסים הוא זמני, ומאפיין תקופות של שינוי חד

- בחמשת החודשים הראשונים של השנה ההכנסות גבוהות ב-13% לעומת החודשים המקבילים ב-2019, כלומר עלייה ניכרת בגבייה ביחס לגידול בפעילות הכלכלית.
- הזינוק המפתיע בהכנסות ממסים יאפשר לממשלה לסיים את השנה עם גירעון סביר של 7% מהתוצר. להערכתנו ההתכנסות של הגירעון התקציבי לרמה שמייצבת את יחס החוב תוצר צפויה לקחת מספר שנים.
- ביטול הזכאות לדמי אבטלה צפוי להחזיר עשרות אלפי עובדים לעבודה. יחד עם זאת, אנו מעריכים שנראה ירידה בשיעור ההשתתפות, כלומר חלק מהעובדים ששהו תקופה ארוכה בחל"ת, יעדיפו לא לשוב לשוק העבודה.
- לאור עליית האינפלציה לרמה שנתית של כ-2% השנה, אנו מעריכים שבנק ישראל לא יגדיל את היקף הרכישות מעבר לסכום עליו התחייב.
- יתכן שצמצום הפער בתשואות בין ארה"ב לבין ישראל משקף הערכה של המשקיעים שהטורלנטיות של בנק ישראל לעלייה באינפלציה היא פחותה ביחס לזו של הפד האמריקני.

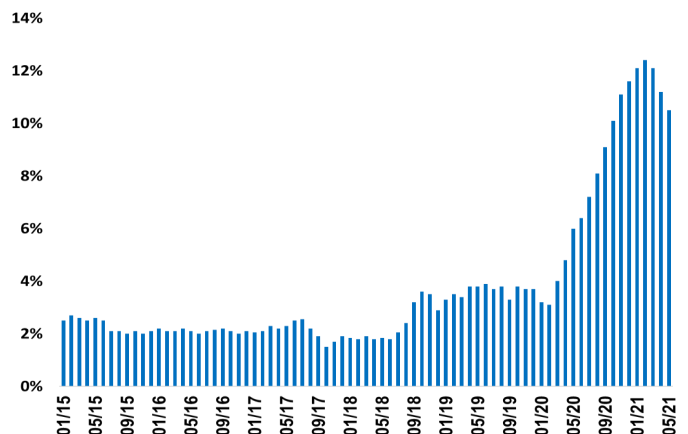
ישראל

אחת המשימות הראשונות של הממשלה החדשה תהיה לאשר תקציב מדינה דו-שנתי לשנים 2021-2022. במצב המוצא, הגירעון התקציבי המבני הוא גבוה, אבל בנסיבות העולמיות הנוכחיות לא יהיה לחץ להפחיתו בשנה הקרובה. אם האמריקנים מתכננים גירעון של 5% מהתוצר למשך עשור, אז האוצר כנראה לא יכוון לגירעון נמוך מזה לשנה הבאה. לגבי מה שנשאר מהשנה הנוכחית, זו תהיה בעיקר תקופת התארגנות, והזינוק המפתיע בהכנסות ממסים יאפשר לממשלה להמשיך באותו התווך, ולסיים את השנה עם גירעון סביר של 7% מהתוצר. האתגר לשנה הבאה הוא לא קל לאור

פער התשואות בין ארה"ב לבין ישראל הצטמצם
תשואות אג"ח ממשלתית לעשר שנים, מקור: טרמינל



הגירעון התקציבי ירד ל-10.5% מהתוצר
גירעון תקציבי מצטבר ב-12 החודשים האחרונים, כאחוז מהתוצר
מקור: משרד האוצר



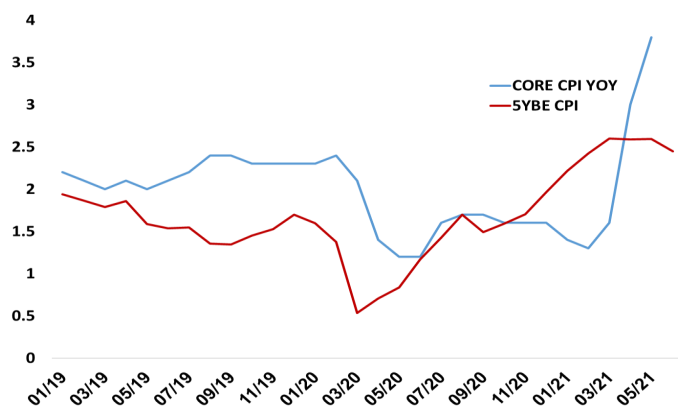
הבנק העולמי העלה משמעותית את תחזיות הצמיחה לשנה הנוכחית, על רקע האצת קצב ההתחנסות נגד הקורונה בעולם, ותהליך הנורמליזציה בפעילות בכלכלות המפותחות. בבנק העולמי ציינו ששנה וחצי מאז שהחלה מגיפת הקורונה, הכלכלה העולמית עומדת להשלים השנה את ההתאוששות החזקה ביותר שלה לאחר מיתון מזה 80 שנה. עם זאת, ההתאוששות לא צפויה להיות אחידה בין המדינות. הצמיחה העולמית צפויה להאיץ השנה ל-5.6%, הכלכלות המפותחות צפויות לרשום צמיחה חזקה בעוד שהתאוששות בכלכלות מתפתחות רבות מתעכבת, שכן ישנן מדינות שעדיין מתמודדות עם מגפת הקורונה והשפעותיה על הכלכלה. למרות הצמיחה הצפויה השנה, רמת התוצר העולמי השנה עדיין צפויה להיות נמוכה ב-3.2% מהתחזית לפני המגיפה, והתוצר לנפש בכלכלות מתפתחות רבות צפוי להישאר מתחת לרמות שהיה טרם המגיפה למשך תקופה ממושכת. ארצות הברית וסין צפויות לתרום כל אחת כרבע מהצמיחה העולמית בשנת 2021. כלכלת ארה"ב שקיבלה חיזוק מההרחבה הפיסקלית המאסיבית צפויה לצמוח השנה ב-6.8%, וכלכלת סין צפויה לצמוח בשיעור של 8.5%.

מדדי המניות בשיאים חדשים. שיא חדש במדד המניות הגלובלי World MSCI, ב-S&P500, ובמדד הירוסטוקס 600. מרבית מדדי המניות בשווקים המפותחים עלו בשבוע האחרון. באסיה, מדד המניות העיקרי בסין ירד 1.1% והמדד בהונג קונג ירד 0.2%. מאידך, מדדי המניות בדרום קוריאה, טייוואן, והודו רשמו עליות של פחות מאחוז. בשוקי המטבע, הדולר התחזק מול האירו בשיעור של 0.5%. מחיר חבית נפט מסוג ברנט עלה בשבוע האחרון ב-1% והשלים עלייה של כ-40% מתחילת השנה. בשבוע האחרון מרבית הסחורות החקלאיות רשמו ירידות, ומנגד מחירי מרבית המתכות עלו.

ארה"ב: מספר המשרות הפנויות מוסיף לעלות והגיע ל-9.3 מיליון משרות באפריל. בחודש האחרון נוספו כמיליון משרות פנויות לשוק האמריקני, ושיעור המשרות הפנויות הגיע לשיא של כ-5.8% מכוח העבודה, הרמה הגבוהה ביותר מאז שהחלו בסקר בסוף שנת 2000. בנוסף, שיעור העובדים שבחרו לעזוב את מקום עבודתם עלה ל-4 מיליון איש, כ-2.7% מכוח העבודה. במקביל, עדיין חסרות למשק האמריקני 7.6 מיליון משרות על מנת לשוב לרמה טרם המשבר מה שצפוי לתרום להמשך עליית השכר. חצי מהמדינות בארה"ב כבר הודיעו שיבחנו את הקפאת דמי האבטלה, על מנת לעודד עובדים לחזור לשוק העבודה. המעסיקים מצדם מציעים בונוסים, העלאות שכר והטבות נוספות על מנת למשוך עובדים.

ארה"ב: שיעור האינפלציה השנתי הגיע לרמה הגבוהה ב-13 השנים האחרונות

שיעור שנתי של אינפלציית הליבה, ציפיות לאינפלציה לחמש שנים הגלומות בשוק, מקור: בלומברג



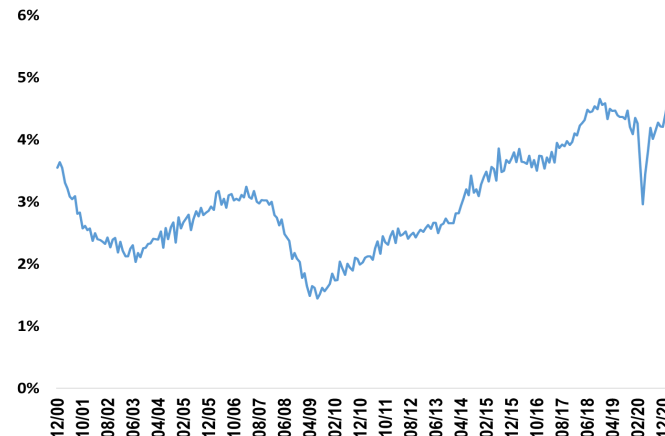
בנק ישראל מצמצם את רכישות האג"ח הממשלתיות- בחודש מאי נרכשו אג"ח בהיקף של 3 מיליארד שקל, ומתחילת התכנית 65.3 מיליארד מתוך 85 מיליארד שהוקצו לתכנית. האטת הרכישות תאפשר לבנק ישראל להמשיך לרכוש אג"ח לפחות עד סוף השנה ואולי אף יותר. אנו מעריכים כי **לאור עליית האינפלציה לרמה שנתי של כ-2% השנה, בנק ישראל לא יגדיל את היקף הרכישות מעבר לסכום עליו התחייב.** בנק ישראל מקדים למעשה את הפד האמריקני וה-ECB שעדיין רוכשים אג"ח בקצב קבוע.

האם אפשר להסיק משהו מנתוני האינפלציה בארה"ב לגבי ישראל? בארה"ב האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים הגיעה לרמה של 5%, בעוד שבישראל הקצב בחודש מאי צפוי לעמוד על כ-1.5%. האינפלציה בארה"ב הושפעה במידה גדולה יותר מזו שבישראל מעליית מחירי האנרגיה לדוגמה (משקל הסעיף גדול יותר בארה"ב ובישראל המחיר מושפע ממס בלו קבוע). השפעת העלייה במחירי הסחורות על האינפלציה מתונה יותר בישראל ביחס לארה"ב בשל ייסוף חד של כ-7% בשער השקל מול הדולר בשנה האחרונה. בארה"ב חלה עלייה חדה במחירי המכוניות המשומשות. בישראל מחירי המכוניות המשומשות יציבות יותר ביחס לארה"ב, וגם הייסוף מיתן את עליית המחירים. בארה"ב ראיון זינוק במחירי הטיסות זאת בשל ההשוואה למחירים הנמוכים בשנה שעברה. בישראל הלמ"ס לא שקללה מחירי טיסות בתקופה הזו, ולכן התנודתיות הזו נחסכה מאתנו. **כלומר הזינוק באינפלציה בארה"ב משקף אוסף של גורמים שהשפעתם על האינפלציה בישראל פחותה בהרבה.**

התשואות בישראל עלו, זאת בניגוד למגמה בארה"ב. התשואה לעשר שנים הגיעה בישראל לרמה של כ-1.35%, בעוד שבארה"ב היא ירדה ל-1.45%. ההפתעה היא בשני הכיוונים: בישראל התפרסמו נתוני תקציב טובים, וגם הסיכון לעוד מערכת בחירות ירד. בארה"ב האינפלציה דווקא הפתיעה כלפי מעלה, ובכל זאת התשואות ירדו שם. **יתכן שצמצום הפער בתשואות בין ארה"ב לבין ישראל משקף הערכה של המשקיעים שהטולרנטיות של בנק ישראל לעלייה באינפלציה היא פחותה ביחס לזו של הפד האמריקני** לדוגמה, ולכן תגובות הבנקים המרכזיים תהיינה בסמיכות יחסית. יתכן גם שצמצום רכישות האג"ח על ידי בנק ישראל השפיע טכנית על התשואות.

ארה"ב: שיעור המשרות הפנויות מוסיף לעלות

שיעור המשרות הפנויות מסך כוח העבודה, מקור: בלומברג



להגיע השנה ל- 4.6% וב-2022 ל- 4.7%. תחזית האינפלציה לשנה הנוכחית עומדת ל- 1.9%, על רקע עליות מחירים מסוימות המאופיינות כזמניות, בעיקר מחירי הנפט. באשר למדיניות המונטרית, הבנק המרכזי מתכוון להמשיך בתוכנית רכישות האג"ח הנוכחית, ולעת עתה לא נשקל שינוי בריבית. הנתונים המקרו כלכליים שפורסמו לאחרונה היו מעורבים: ירידה במדד הסנטימנט הכלכלי בגוש האירו (ע"ה - ZEW) בחודש הנוכחי, אם כי הרמה מאוד גבוהה, וירידה בייצור התעשייתי ובהזמנות ממפעלים בחודש אפריל. מנגד מדד אומן המשקיעים (סנטיקס) עלה בחודש יוני בשיעור חד.

יפן: הממשלה ביטלה את מצב החירום בשלושה אזורים מרכזיים כתוצאה מירידה בשיעורי ההדבקה בקורונה וירידה בעומס בבתי החולים. נתוני התוצר המעודכנים לרבעון הראשון של השנה הצביעו על ירידה של 3.9% בהשוואה לאומדן קודם של מינוס 5.1%. למרות זאת, מדד סנטימנט העסקים ירד רבעון שני ברציפות, על רקע מחסור בשבבים וגל ההדבקות השלישי מהקורונה. עיקר הפגיעה של המחסור שבבים היא בתעשיית המכוניות. בחודש מאי הבנק המרכזי הפסיק לרכוש תעודות ETF בשוק, בפעם הראשונה מאז שהנגיד הנוכחי, קורודה, מונה ב- 2013. הפסקת הרכישות באה לאחר הכרזה ע"י הבנק בחודש מרץ על כוונתו שלא לקבוע מראש יעד כמותי חודשי לרכישות אלה, ולשמור כלי זה רק למצבים של לחץ גדול על השווקים. עם זאת, בכל הפרמטרים האחרים מדיניות הבנק המרכזי צפויה להמשיך להיות מרחיבה מאד.

סין: מדד המחירים ליצרן עלה בשיעור שנתי של 9% יחסית לחודש מאי בשנה שעברה, השיעור הגבוה מאז שנת 2008. במקביל, מדד המחירים לצרכן עלה במאי ב- 1.3%, מעט מתחת לתחזית. מכיוון ששיעור האינפלציה נמצא מתחת ליעד של 3% של הבנק המרכזי, ההסתברות להעלאת ריבית כעת נמוכה.

ארה"ב: שיעור האינפלציה השנתי הגיע לרמה הגבוהה ב-13 השנים האחרונות. מדד המחירים לצרכן עלה בחודש מאי מעבר לציפיות בשיעור של 0.6% והגיע לשיעור שנתי של 5.0%. גם רכיב הליבה של מדד המחירים לצרכן עלה מעבר לציפיות בשיעור של 0.7% ושיעורו ב-12 החודשים האחרונים הגיע ל-3.8%. עליות המחירים בחודשים האחרונים אינן מפתיעות ברובן והן נובעות בעיקר מתהליך פתיחת המשק האמריקני, מבסיס מחירים נמוך יחסית בשנה שעברה, ומקשיים וחסמים בשרשרת האספקה הגלובלית. בפד הדגישו בחודשים האחרונים שצפויה האצה מסוימת במחירים והתייחסו לתופעה זאת כזמנית. נתוני האינפלציה הגבוהים לא הביאו לעלייה בתשואות, והתשואה לפדיון על אג"ח ממשלת ארה"ב לעשר שנים אף ירדה בסוף השבוע לרמה של 1.45%. במקביל הציפיות לאינפלציה לעשר שנים הגלומות בשוק האג"ח ירדו לרמה של 2.45% והציפיות לחמש שנים ירדו לרמה של 2.34%. מסתמן שהמשקיעים מניחים שההאצה באינפלציה לא תביא את הפד לשנות את המדיניות המוניטרית בקרוב.

למרות האינפלציה הגבוהה, לא צפוי שינוי במדיניות הפד. בימים שלישי ורביעי השבוע תתקיים ישיבת הפד לגבי המדיניות המוניטרית. אמנם לא צפוי שינוי במדיניות הנוכחית, אך כל הפתעה במסרים לגבי הכוונה להתחיל להפחית את רכישות האג"ח ו/או לגבי תחזיות האינפלציה והריבית קדימה עשויות להשפיע על השווקים. בנוסף לכך, נמשכת ההמתנה בשווקים לגבי תכנית ההשקעה בתשתית שהוצעה ע"י הנשיא בידן. ביום חמישי האחרון, הושגו הסכמות בקרב קבוצת רפובליקנים ודמוקרטים בסנאט לגבי חבילה מצומצמת של 762 טריליון דולר לעומת ה- 2 טריליון דולר בתוכנית המקורית, שלא תהיה כרוכה בהעלאה של מס החברות. עם זאת, מוקדם עדיין להעריך מה תהיה תגובת הנשיא ומנהיגי המפלגה הדמוקרטית.

גוש האירו: הבנק המרכזי העלה את תחזיות האינפלציה והצמיחה. אומדן מעודכן לנתוני התוצר ברבעון הראשון הציג התכווצות מתונה יותר של 1.3% בתוצר המצרפי של גוש האירו, לעומת אומדן קודם שהצביע על התכווצות של 2.5%. על פי התחזיות העדכניות של ה-ECB, שיעור צמיחת התוצר צפוי

תחזיות ריבית ומדד המחירים לצרכן	
מדד המחירים לצרכן	שיעור שינוי
מאי – 2021	0.5%
יוני – 2021	0.0%
12 חודשים	1.5%
2021	2.0%
ריבית בנק ישראל	שיעור הריבית
יוני – 2021	0.10%
12 חודשים	0.10%

אירועים מרכזיים בשבוע הקרוב				
תאריך	מדינה	נתון כלכלי	תקופה	נתון קודם
15/06/2021	ארה"ב	מכירות קמעונאיות (MOM)	05/21	-0.6%
16/06/2021	ארה"ב	התחלות בנייה	05/21	1269k
16/06/2021	ארה"ב	החלטת ריבית	06/21	0.25%
13/06/2021	ישראל	סחר החוץ של ישראל	05/21	-
14/06/2021	ישראל	סקר כוח אדם	05/21	-
14/06/2021	ישראל	כמות מבוקשת של דירות	04/21	-
15/06/2021	ישראל	מדד המחירים לצרכן	05/21	0.3%
16/06/2021	ישראל	חשבונות לאומיים: אומדן שני לרבע ראשון 2021	Q1/21	-
17/06/2021	ישראל	התחלות בנייה וגמר בנייה	Q1/21	-

הערות ואזהרות כלליות נוספות:

מסמך זה מבוסס על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור. הנתונים והמידע ששימשו להכנת מסמך זה הונחו כנכונים, וזאת מבלי שבנק הפועלים בע"מ ("הבנק") ביצע בדיקות עצמאיות ביחס לנתונים ולמידע מידע אלו - אין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחרים במסמך. יודגש כי מסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, הוא אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו. המידע עליו מתבסס מסמך זה, והדעות האמורות בו, עשויות להשתנות מעת לעת ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. אין להסתמך על האמור במסמך זה ואין להתבסס על כך ששימוש במידע או בהמלצות המובאות במסמך זה יביא לתוצאות מסוימות. מסמך זה אינו מותאם למטרות ההשקעה או לצרכי האישיים והייחודיים של כל משקיע, אין לראות במסמך זה משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פי האמור במסמך זה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו, מטרותיו ונתוניו האישיים של כל משקיע, ולאחר הפעלת שיקול דעת עצמאי. הבנק, עובדיו, וכל מי שפועל מטעמו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישירים או עקיפים, שייגרמו, אם ייגרמו, כתוצאה משימוש במסמך זה או כתוצאה מהסתמכות עליו. לבנק, או לחברות קשורות אליו, או לבעלי שליטה בהם, עשויות להיות החזקות בניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הנזכרים במסמך זה, עבורם או עבור לקוחותיהם, והם עשויות לבצע עסקאות המנוגדות לאמור במסמך זה. האמור במסמך זה אינו מהווה ייעוץ מס ואינו מתיימר להוות פרשנות מקובלת על רשויות המס או על גופים נוספים. מסמך זה הינו רכוש של הבנק, אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, לצלם, להקליט וכיו"ב את מסמך זה, או חלקים ממנו, ללא קבלת אישור, מראש ובכתב, מהבנק.