

# כלכלית בראשון

## ביום שאחרי צמצום עילת הסבירות

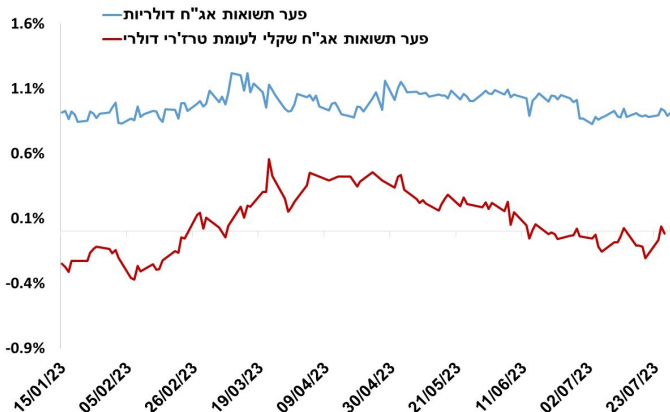
**עילת הסבירות.** מודיס' מציינים שצעדי הממשלה מחלישים את עצמאות ביהמ"ש ומפרים את שיווי המשקל בין הרשויות. כמו כן הם מציינים שמדיניות בית המחוקקים והממשלה הפכה לפחות צפויה ומסכנת את היציבות הכלכלית והחברתית. מודיס' לא שינו את תחזית הצמיחה והותירו אותה על 3% השנה ובשנה הבאה. תחזית צמיחה של 3% לשנה הבאה נראית בעינינו אופטימית לאור המגמות הנוכחיות. הדוח לא כולל אזהרה ספציפית או התייחסות למצב הפיסקאלי. כן ישנה התייחסות לענף הייטק – הם מציינים את הירידה החדה בגיוסי ההון של חברות הטכנולוגיה, היפרדות שוק המניות המקומי מהנאסד"ק, ואת ההעדפה הגוברת של חברות חדשות להירשם בחו"ל ולא בארץ.

S&P מדרגת את ישראל נוף' אחד מעל חברות הדירוג האחרות: AA-. הדוח שלהם שם במרכז את הקיטוב בחברה ואת המחאה, שיחד עם סביבה עולמית פחות תומכת יובילו להאטה בצמיחה עד לשיעור של 1.5% השנה (נראה פחות סביר להערכתנו בהינתן נתוני המחצית הראשונה). בתרחיש הבסיס הם עדיין לא צופים חרפה בעימות הפנימי או בקונפליקט עם הפלשתינים. עדכון הדירוג יהיה בחודש נובמבר.

חברות הדירוג ללא ממהרות להכריז על שינוי באופק הדירוג ממספר סיבות: א. הנתונים עד כה הם טובים, והגירעון התקציבי נמצא בשליטה. ב. הן מעדיפות לראות לאן מתפתחת החקיקה. ג. יתכן שחלקן היו שוקלות שיפור בדירוג האשראי אלמלא החקיקה. **בתרחיש בו החקיקה נמשכת במושב החורף, וסביר להניח שנראה אז גם יותר סימנים להאטה, קיים סיכוי להפחתת תחזית דירוג.**

**הצמיחה ברבעון השני בישראל הייתה להערכתנו נמוכה מזו שבארה"ב ובאירופה.** הנתונים בארה"ב ובאירופה הפתיעו לרוב לחיוב (ראו גרף). בישראל האינדיקטורים הכלכליים, ובעיקר אלו של הצריכה הפרטית, היו חלשים. נתוני הרכישות בכרטיסי האשראי מראים קיפאון בחודשים האחרונים.

**פרמיית סיכון המדינה הנגזרת מהאג"ח לא השתנתה**  
פערי התשואה באג"ח ל-10 שנים  
מקור: בלומברג, טרמינל



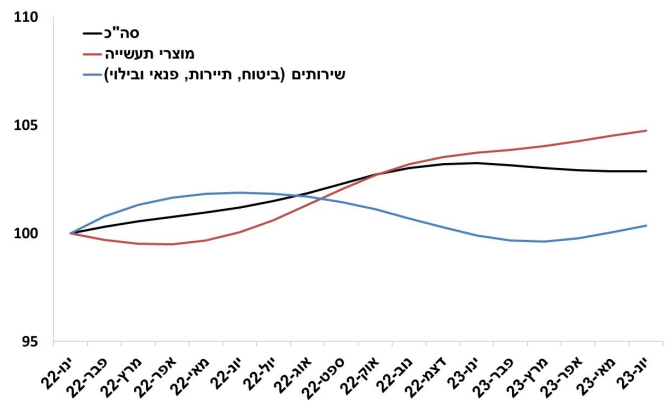
- התגובה של השווקים להתפתחויות הפוליטיות הייתה מתונה עד כה. איגרות החוב של ממשלת ישראל בדולרים שמרו על פערי תשואה די קבועים מול הטרז'רי האמריקניות, כלומר סיכון המדינה לא השתנה.
- בתרחיש בו החקיקה נמשכת במושב החורף, וסביר להניח שנראה אז גם יותר סימנים להאטה, קיים סיכוי להפחתת תחזית דירוג.
- הצמיחה ברבעון השני בישראל הייתה להערכתנו נמוכה מזו שבארה"ב ובאירופה.
- הממשלה מצליחה בינתיים לבלום חלק מההתייקרויות. אנו מותירים את תחזית האינפלציה ברמה של 2.6% לשנה הקרובה.
- בנק ישראל לא צפוי להערכתנו ללכת בעקבות הפד וה-ECB, והריבית לא צפויה לעלות בחודשים הקרובים, בתרחיש המרכזי לפחות.

### ישראל

הממשלה העבירה את החוק לצמצום עילת הסבירות בכנסת ללא הסכמה רחבה. גל המחאה נגד הממשלה נמשך ביתר שאת. **התגובה של השווקים להתפתחויות הפוליטיות הייתה מתונה עד כה.** השקל פוחד מול סל המטבעות בשיעור של 1.3%. התשואה לעשר שנים עלתה סביב 20 נקודות בסיס ל-3.9%. **האג"ח של ישראל בדולרים שמרו על פערי תשואה די קבועים מול הטרז'רי האמריקניות, כלומר סיכון המדינה לא השתנה.** בשוק המניות התגובה הייתה חריפה יותר עם ירידות מחירים של כ-3% (לפני המסחר ביום א') לעומת המשך עליות בשווקים בעולם.

יתכן שהתגובה המתונה יחסית של שער החליפין נובעת מעליות בשוקי המניות בעולם, שלצד הירידות בישראל מגדילות את החשיפה למט"ח של המוסדיים. המוסדיים בחשיפת שיא למט"ח ולכן הם נאלצים למכור מט"ח. **חברות הדירוג מודיס' ו-S&P פרסמו השבוע תגובות לאישור חוק צמצום**

**הצריכה הפרטית ממשיכה להיחלש**  
מדדי רכישות בכרטיסי אשראי בישראל, במחירים קבועים  
מקור: הלמ"ס



הציבוריות. בסיכום השבועי, מדד הונסאד"ק הוביל את העליות בארה"ב, עם עלייה של 2%, מדדי הדאו-ג'ונס וה-S&P500 עלו ב-0.9% בממוצע. באירופה, מדד ה-יורוסטוקס 50 עלה ב-1.7%, בין היתר בהשפעת העליות במדדי המניות באיטליה וגרמניה בשיעורים של כ-2.0% בממוצע. באסיה, מדדי המניות בסין ובהונג קונג עלו בשיעור של 4.5%. מדדי המניות של טיוואן ויפן עלו בכ-1.5%. בשוק הסחורות, נמשכה העלייה במחירי חבית נפט מסוג ברנט שעלה ב-4.8% בשבוע החולף לרמה של 85 דולר. מדד מחירי כלל הסחורות רשם עלייה של 1.4% בשבוע האחרון והשלים עליה של 7.1% מאז תחילת חודש יולי, ומדד מחירי הסחורות החקלאיות אומנם ירד בשבוע האחרון ב-1.1% אך מתחילת חודש יולי הוא עלה ב-5.2%.

**ארה"ב: ירידה בסביבת אינפלציה ה-PCE ביוני.** מדד ה-PCE עלה בחודש יוני בשיעור של 0.2% וב-12 החודשים האחרונים הוא עלה ב-3%, לעומת קצב שנתי של 3.8% בחודש הקודם, הרמה השנתית הנמוכה ממרץ 2021. רכיב הליבה של מדד ה-PCE, שהוא האינדיקטור המועדף ע"י הפד, עלה ב-0.2% ביוני, ובשניים עשר החודשים שהסתיימו ביוני הוא עלה ב-4.1% (ירד מ-4.6%). הירידה במדד ה-PCE הוסיפה לסנטימנט החיובי ששרר בשווקים.

**ארה"ב: רבעון נוסף של צמיחה גבוהה מהצפוי- הנתונים תומכים בהערכה שתהיה "נחיתה רכה" של הפעילות הכלכלית.** אומדן ראשון לנתוני הצמיחה לרבעון השני הצביע על צמיחה של 2.4% במונחים שנתיים, רמה גבוהה מהערכות מוקדמות שעמדו על 1.8%, וזאת בהמשך לצמיחה של 2.0% ברבעון הראשון של 2023. הצריכה הפרטית עלתה ברבעון האחרון גם היא מעבר לצפיות, בשיעור של 1.6% במונחים שנתיים, אך פחות מהרבעון הקודם. **מרבית האינדיקטורים הכלכליים השוטפים הצביעו על התרחבות בפעילות:** ההכנסה הפרטית של משקי הבית עלתה בחודש יוני ב-0.3%, פחות מהצפי ל-0.5%, ואילו ההוצאה הפרטית עלתה בשיעור של 0.5% וההוצאה הפרטית הריאלית עלתה ב-0.4%. בהתאם, שיעור החיסכון הפרטי מתוך ההכנסה הפנויה ירד בחודש יוני לשיעור של 4.3% מ-4.6% בחודש הקודם. ההזמנות למוצרי בני קיימא עלו ב-4.7% ביוני, בעיקר בשל הזמנות כלי רכב, ובלעדיהם נרשמה עלייה של 0.6% בלבד. הדרישות השבועיות החדשות לדמי אבטלה הוסיפו לרדת בשבוע האחרון ומדד אומן הצרכנים של הקונפרנס בורד עלה ביולי מעבר לצפוי, עלייה שנרשמה הן במדד למצב השוטף והן במדד הציפיות.

**מגמה מעורבת בשוק הדיור בארה"ב.** מדד קייס שילר למחירי הבתים ב-20 הערים הגדולות בארה"ב רשם בחודש מאי עלייה של 1.0% (בהמשך לעליות

הנתונים לא כוללים רכישות בחו"ל, ואנו מעריכים שעלייה בנסיעות לחו"ל, מסבירה חלק מהחולשה ברכישות בארץ. הייצור התעשייתי גם הוא לא עלה ברבעון השני, והתרחבות יצוא השירותים התמתנה. השפעת עליית הריבית על משקי הבית בישראל היא כנראה גבוהה ביחס למדינות אחרות (רכיב גבוה של ריבית משתנה), והמשקל הגבוה של תעשיית ההייטק בתוצר משפיע גם הוא לשלילה.

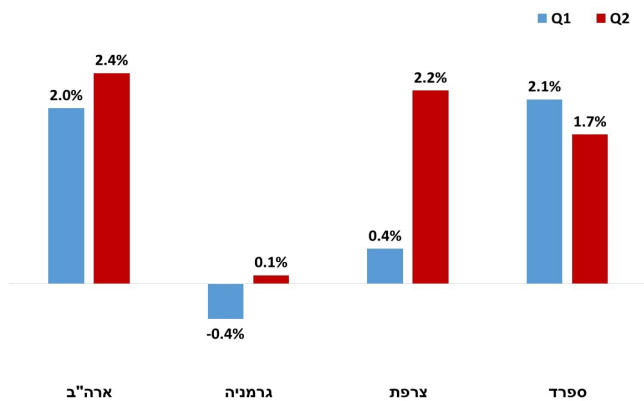
**הממשלה מצליחה בינתיים לבלום חלק מההתייקרויות.** העלייה במחירי התחבורה הציבורית בוטלה, והרפורמה במחירי התחבורה הציבורית אף תוזלזל את מחירי התחבורה לחלק מהאוכלוסייה. האוצר החליט להפחית את הבלו על דלק בכדי למנוע את עליית מחירי הדלק בחודש אוגוסט. מדיניות זו בולמת את המומנטום של האינפלציה, אבל יש לה מחיר תקציבי, כך שלא ניתן להתמיד בזה לאורך זמן. שער החליפין חזר להיות פקטור משמעותי שמשפיע על האינפלציה, ואנו סבורים שהתנודתיות בו תהיה גבוהה בחודשים הקרובים, עד להתבהרות התמונה הפוליטית. הריבית הדולרית בשוק המקומי גבוהה מאוד (הושפעה מעלייה בריבית הפד, ומרווח בייסיס גבוה), ובתרחיש של ירידות מחירים בשוקי המניות, זה עשוי להחליש את השקל. **אנו מותירים את תחזית האינפלציה ברמה של 2.6% לשנה הקרובה.**

**בנק ישראל לא צפוי להערכתנו ללכת בעקבות הפד וה-ECB, והריבית לא צפויה לעלות בחודשים הקרובים, בתרחיש המרכזי לפחות.** הסימנים להתקררות המשק מתרבים, והלחץ על נטלי המשכנתאות משפיע אף הוא. הריבית הריאלית מתקרבת לרמה של כ-2% והיא מרסנת. יחד עם זאת, התמונה עשויה להשתנות בתרחיש של פיחות בשער השקל. שוק הנגזרים מגלם הסתברות מסוימת לעלייה זמנית בריבית לרמה של 5.0%, וירידה הדרגתית בריבית החל מעוד 12 חודשים.

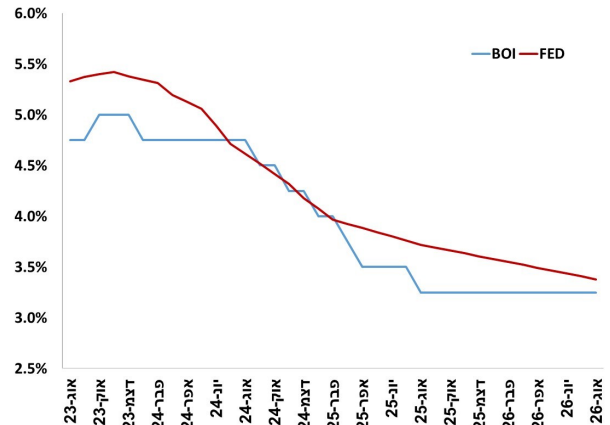
## גלובלי

**מדדי המניות בעולם המשיכו לעלות בשבוע המסחר החולף, בין היתר על רקע ירידה נוספת בסביבת האינפלציה בארה"ב, והתגברות ההערכות שהפעילות הכלכלית בעולם תרשום "נחיתה רכה" בלבד. בנוסף, גוברות ההערכות שמרבית הבנקים המרכזיים, ובעיקר הפד, סיימו לעת עתה להעלות את הריבית. המגמה החיובית הושפעה גם מדוחות שפורסמו בארה"ב לרבעון השני שהצביעו לרוב על ביצועים טובים של החברות**

שיעורי הצמיחה הפתיעו לחיוב בארה"ב ובאירופה  
שיעורי צמיחה ברבעון הראשון והשני בחישוב שנתי  
מקור: בלומברג



השוק עבר לגלם סיכוי מסוים לעוד עליית ריבית בישראל  
ריביות גלומות משוק ההון  
מקור: בלומברג



החודשים האחרונים. גם מדד השירותים ירד, אך הוא עדיין מצביע על התרחבות ברמה של 51.1 נקודות. **נתוני הצמיחה לרבעון השני החלו להתפרסם, ועד כה היו מספר הפתעות לטובה.** בצרפת נרשמה ברבעון השני צמיחה של 2.2% במנחים שנתיים, הרבה מעבר לציפיות שעמדו על צמיחה של כ-0.5%, וזאת בהמשך לצמיחה של 0.4% ברבעון הראשון. למרות נתוני הצמיחה המפתיעים, מדד מנהלי הרכש למגזר התעשייה ירד ביולי לרמה של 44.5 נקודות, והמדד למגזר השירותים ירד לרמה של 47.4 נקודות. בספרד נרשמה ברבעון השני צמיחה של 1.7% במנחים שנתיים, זאת בהמשך לצמיחה של 2.1% ברבעון הראשון, ואילו בגרמניה נרשמה צמיחה נמוכה (מתחת לציפיות) של 0.1% ברבעון השני, בהמשך להתכווצות של 0.4% ברבעון הראשון של השנה. מדד מנהלי הרכש למגזר התעשייה בגרמניה רשם ירידה נוספת ביולי לרמה נמוכה של 38.8 נקודות, וגם מדד השירותים ירד לרמה של 52 נקודות, אך הוא עדיין מצביע על התרחבות. מדד האקלים העסקי של IFO ירד בגרמניה ביולי זה החודש השלישי.

**יפן: הבנק המרכזי הפתיע עם החלטה על הגמשת מדיניות השליטה בעקום התשואות.** הבנק המרכזי ביפן מנהל מדיניות לפיה הוא קובע את הריבית קצרת הטווח, כמו רוב הבנקים המרכזיים בעולם, ובמקביל, הוא מכונן גם את הריביות ארוכות הטווח. בצעד הנוכחי הבנק המרכזי מאפשר גמישות ביעד התשואה לעשר שנים בטווח של 0.5% סביב רמה של 0%, אולם יעד זה הוא אינדיקציה לא מחייבת. בכל מקרה הבנק צפוי לרכוש אג"ח בתשואות של 1.0%, כלומר זו התקרה שהתשואה יכולה להגיע אליה במדיניות הנוכחית. התשואה לפדיון ל-10 שנים עלתה מ-0.48% ל-0.55%.

בחודשיים הקודמים), עם זאת, ב-12 החודשים האחרונים המדד ירד ב-1.7%. מכירת דירות חדשות ירדה בחודש יוני ב-2.5%, ירידה קלה מהצפוי, והעלייה החדה בעסקאות שנרשמה בחודש מאי עודכנה כלפי מטה מ-12.2% באומדן הראשון ל-6.6% כעת.

**כצפוי הפד העלה את הריבית ב-0.25% לרמה של 5.5%, הרמה הגבוהה ב-22 השנים האחרונות.** לא היו איתותים ברורים בהודעת הפד לגבי תוואי הריבית בעתיד, והודגש שהחלטות הריבית ימשיכו להיות תלויות בנתונים. שוק ההון צופה בסבירות נמוכה של כ-20% העלאת ריבית נוספת. שוק ההון צופה שבסוף השנה הריבית בארה"ב תיוותר ברמה של 5.5% ותורד במהלך שנת 2024 עד לרמה של בין 4.25%-4.5%. בשוק אג"ח, התשואה לפדיון על אג"ח ממשלת ארה"ב לעשר שנים עלתה השבוע מ-3.84% ל-3.95% לשנה.

**גוש האירו: ה-ECB העלה כצפוי את הריבית ב-0.25% לרמה של 3.75%.** בהודעת ה-ECB ניתנו איתותים מסוימים לגבי האפשרות של עצירה זמנית בהעלאת הריבית בחודשים הקרובים. שוק ההון צופה כעת בהסתברות של 85% העלאת ריבית נוספת בחצי השנה הקרובה, אך גם צופה שהריבית תחל לרדת לקראת סוף המחצית הראשונה של 2024. שוקי אג"ח היו נתונים לעלייה בתנודתיות בימים האחרונים, בעיקר כתוצאה מחשש של מעבר של משקיעים יפנים חזרה לאג"ח של ממשלת יפן זאת לאור העלייה בתשואות שם. לקראת סוף השבוע התשואה לפדיון על אג"ח ממשלת גרמניה לעשר שנים עלתה ל-2.5%.

**הפעילות הכלכלית בגוש האירו הפתיעה לטובה ברבעון השני, אך חלק האינדיקטורים המובילים מוסיפים לרדת.** אומדן הראשון של מדד מנהלי הרכש לתפוקה הכוללת בגוש ביולי ירד ל-48.9 נקודות, הרמה הנמוכה ב-8

| תחזיות ריבית ומדד המחירים לצרכן |                   |
|---------------------------------|-------------------|
| שיעור שינוי                     | מדד המחירים לצרכן |
| 0.3%                            | יולי - 2023       |
| 0.3%                            | אוגוסט - 2023     |
| 0.2%                            | ספטמבר - 2023     |
| 2.6%                            | 12 חודשים         |
| שיעור הריבית                    | ריבית בנק ישראל   |
| 4.75%                           | דצמבר-2023        |
| 4.75%                           | 12 חודשים         |

| אירועים מרכזיים בשבוע הקרוב |           |                              |       |       |           |
|-----------------------------|-----------|------------------------------|-------|-------|-----------|
| תאריך                       | מדינה     | נתון כלכלי                   | תקופה | תחזית | נתון קודם |
| 01/08/2023                  | ארה"ב     | מדד מנהלי הרכש ISM           | 07/23 | 46.9  | 46.0      |
| 04/08/2023                  | ארה"ב     | שיעור האבטלה                 | 07/23 | 3.6%  | 3.6%      |
| 31/07/2023                  | גוש האירו | נתוני הצמיחה לרבעון השני     | Q2/23 | 0.2%  | 0.0%      |
| 01/08/2023                  | סין       | מדד מנהלי הרכש Caixin        | 07/23 | 50.2  | 50.5      |
| 03/08/2023                  | ישראל     | השכר הממוצע ברוטו למשרת שכיר | 05/23 | -     | -         |
| 03/08/2023                  | ישראל     | פדיון רשתות השיווק           | 06/23 | -     | -         |

**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, עשויים 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 בנתוני, צרכי ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פי האמור במסמך זה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו, מטרותיו ונתוני 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 יגרמו, 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 עשויים 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.