

כלכלית בראשון

ערפל קרב כלכלי

חדה בפעילות הכלכלית ובייחוד בזו של מגזר השירותים, מגבלה בצד היצע העובדים בשל החשש להתרחק ממרחבים מוגנים, השבתת מערכת החינוך, והפעם נוסף גם גיוס מילואים נרחב. הנסיבות העולמיות הן שונות מתקופת הקורונה: העולם עדיין נאבק באינפלציה, הריביות גבוהות והסייקל הכלכלי של תעשיית הטכנולוגיה לא עומד לימינו הפעם. מנגד תגובת השווקים הפיננסיים לא הייתה חריפה ביחס לעוצמת האירועים: מדדי המניות ירדו בכ-10% (נכון לצהרי יום א') ותשואות איגרות החוב הממשלתיות בכלל ירדו, בהשפעת התפתחות ציפיות להפחתת ריבית מהירות.

חברת דירוג האשראי מודיס' החליטה לא להחליט. דירוג האשראי נותר לכן ללא שינוי ברמה של A1, אם כי לא מדובר באשרור של הדירוג, אלא בדחייה של ההחלטה לעוד חצי שנה. מודיס' נמנעו מלעדכן תחזית תחת רמה כה גבוהה של אי-ודאות. חברת דירוג האשראי S&P אמורה לעדכן את התחזית בנובמבר, לא בטוח עד כמה התמונה תתבהר עד אז, אבל קיים סיכון להפחתת תחזית הדירוג. יש לזכור ש S&P מדרגת את ישראל בנוסף אחד גבוה יותר מזה של מודיס'.

האיתנות הפיננסית הגבוהה של המשק אפשרה לבנק ישראל לייצר מעין חומת אש שהצליחה לחצוץ בין הפגיעה בכלכלה הריאלית לבין השווקים הפיננסיים. האפשרות הזו לא הייתה כמעט קיימת לדוגמה בשנים 2001-2003 כשהאינפלציה פרצה יחד עם המשבר בתעשיות היי-טק, הפיחות צבר אז תאוצה, הריביות זינקו, מחירי האג"ח צנחו, והתעוררו חששות ליכולות שירות החוב של המדינה. כל אלו לא קורים עתה הודות ליתרות מט"ח גדולות בהיקף של כמעט 200 מיליארד דולר, עודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, וחוב ציבורי נמוך.

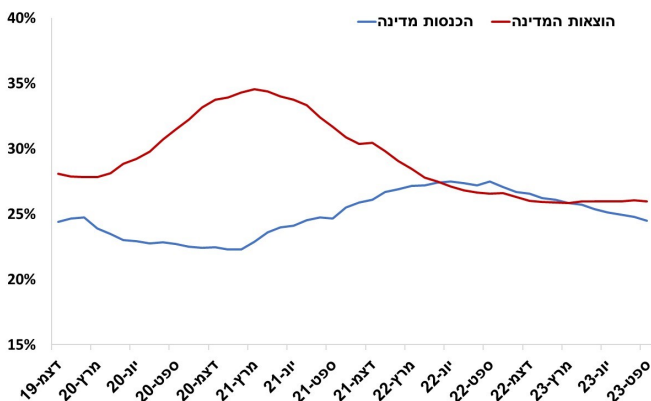
בנק ישראל הכריז לפני שבוע על תכנית התערבות בשוק המט"ח במסגרתה

- ההשפעות על הכלכלה הריאלית מזכירות את תקופת הקורונה: ירידה חדה בפעילות הכלכלית ובייחוד בזו של מגזר השירותים, מגבלה בצד היצע העובדים בשל החשש להתרחק ממרחבים מוגנים, גיוס מילואים נרחב והשבתת מערכת החינוך.
- חברת דירוג האשראי מודיס' החליטה לא להחליט. דירוג האשראי נותר לכן ללא שינוי ברמה של A1, אם כי לא מדובר באשרור של הדירוג, אלא בדחייה של ההחלטה לעוד חצי שנה.
- האיתנות הפיננסית הגבוהה של המשק אפשרה לבנק ישראל לייצר מעין חומת אש שהצליחה לחצוץ בין הפגיעה בכלכלה הריאלית לבין השווקים הפיננסיים.
- מאז השקת התכנית שער השקל אופיין בתנודתיות נמוכה מאוד סביב רמה של 3.95 שקל לדולר, דבר שמרמז שבנק ישראל היה אקטיבי ברכישות. ההערכה הרווחת בשוק היא שזרים היו מעורבים במכירת שקלים.
- 30 מיליארד דולר הם סכום גבוה להערכתנו שאמור להספיק לייצב את שער החליפין גם במקרה שהמלחמה תימשך מספר חודשים.
- אנו נוטים להעריך שהאינפלציה בתקופת הזמן הנוכחית בעולם מושפעת יותר מגורמי צד היצע, ולכן ההשפעה הכוללת בטווח של 12 חודשים קדימה היא לעילית האינפלציה.
- אנו מתקשים לראות ירידות חדות בריבית שמצדיקות ירידה כה חדה בתשואות.
- פרמיית הסיכון של מדינת ישראל, כפי שמשקפת במחירי איגרות החוב הדולריות של ישראל עלתה.

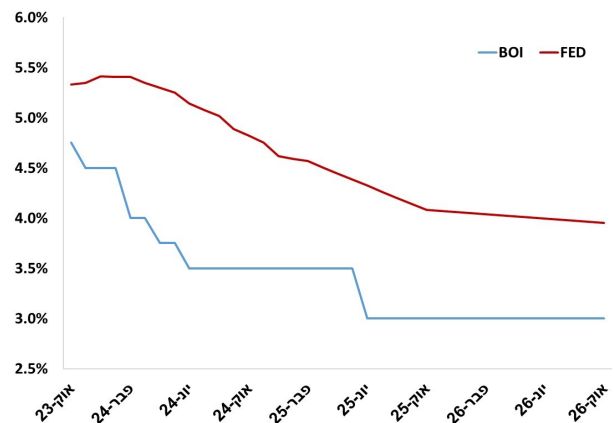
ישראל

בפתח השבוע השני של המלחמה ערפל הקרב הכלכלי נותר בעינו ואפילו גבר. ההשפעות על הכלכלה הריאלית מזכירות את תקופת הקורונה: ירידה

הגרעון התקציבי עלה ל-1.5% מהתוצר עוד טרם המלחמה
הכנסות והוצאות המדינה, סכום 12 חודשים, אחוז מהתוצר
מקור: משרד האוצר



נוצרו ציפיות לירידה חדה בריבית בנק ישראל
ריביות גלומות משוק ההון
מקור: בלומברג



שעלויות הלחימה יגיעו להרבה יותר מעלות מלחמת לבנון השנייה (כעשרה מיליארד שקל). קיפאון הפעילות הכלכלית יחריף את הירידה בהכנסות המדינה ממסים בחודשי הלחימה. נקודת המבחן של האוצר תהיה היכולת לבצע תיקונים בתקציב המדינה לשנת 2024 בכדי למנוע גירעון חריג בגובהו. קשה לראות תרחיש בו ריבאונד ענק בצמיחה מחזיר אותנו לאיזון תקציבי כמו שקרה אחרי הקורונה.

תשואת המק"מ לשנה ירדה לרמה של 4.1%, ואם היינו גוזרים לפיה תחזית לירידת הריבית היינו מגיעים לריבית בנק ישראל ברמה של כ- 3.5% בעוד שנה. **אנו מתקשים לראות ירידות חדות בריבית שמצדיקות ירידה כה חדה בתשואות.** הפחתת ריבית מנוגדת למכירות מט"ח, ואם הריבית תפחת בחדות לחצי הפיחות יחריפו. אנו סבורים כי בנק ישראל יותיר לכן את הריבית ללא שינוי בתקופה הקרובה.

פרמיית הסיכון של מדינת ישראל, כפי שמשקפת במחירי איגרות החוב הדולריות של ישראל עלתה. כפי שנראה גרף הפרמיה (פער התשואות בין האג"ח של ישראל לזו של ארה"ב) עלתה בכ- 50 נקודות בסיס. בהינתן שפרמיית הסיכון של ישראל בשווקים עלתה, אנו רואים תופעה קצת מפתיעה באיגרות החוב השקליות - התשואות ארוכות הטווח דווקא ירדו. כך לדוגמה תשואת האיגרת לטווח של עשר שנים ירדה לכ- 4.2%, לעומת 4.5% לפני המלחמה (בארה"ב התשואות גם ירדו קלות). התפתחות זו מפתיעה נוכח העלייה שציינו קודם לכן בפרמיית הסיכון, וכן לאור הצפי שהגירעון התקציבי יגדל באופן ניכר. גם במקרה זה ירידת התשואות משקפת ההערכה שבנק ישראל יגיב מהר לנתוני המיתון, ואולי גם צפי לייסוף בתום המלחמה. כפי שציינו בתחילת הסקירה, קורים הרבה דברים במקביל, ומכירת מט"ח של הבנק המרכזי היא אירוע תקדימי. קשה להסביר אפילו בדיעבד חלק מההתפתחויות, ובכלל זה את החזקה של שוק איגרות החוב.

גלובלי

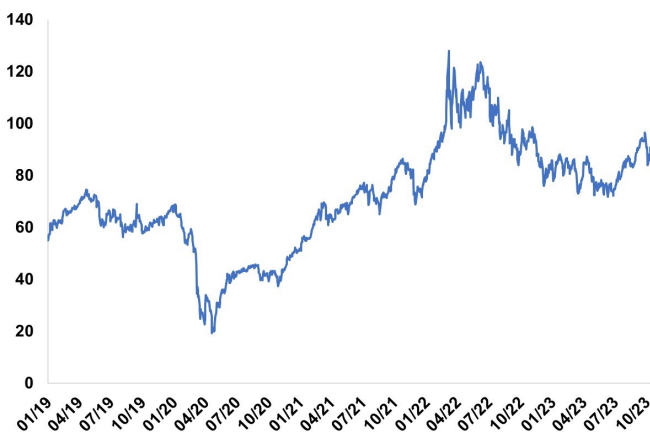
המלחמה בישראל עשויה להתברר כבעלת השפעות עולמיות. מספר גופים כבר הזהירו שהאירועים בישראל עשויים להוות טריגר להתפרצות עימותים נוספים בעולם, כולל עלייה בהסתברות למלחמה גלובלית. מספר מדינות העלו את רמת הכוננות מחשש לאירועי טרור, וארה"ב ובריטניה כבר הודיעו על שליחת נשאות מטוסים לים התיכון. העמידה האיתנה לצד ישראל היא כנראה יותר מאשר רק ידידות עמוקה ורצון

הוא ירכוש עד 30 מיליארד דולר, וכן יבצע עסקאות swap של שקל דולר בסכום של עד 15 מיליארד דולר. **מאז השקת התכנית שער השקל אופייני בתנודתיות נמוכה מאוד סביב רמה של 3.95 שקל לדולר, דבר שמרמז שבנק ישראל היה אקטיבי ברכישות. ההערכה הרווחת בשוק היא שזרים היו מעורבים במכירת שקלים.** מכירת מט"ח היא צעד שבנקים מרכזיים לא ששים להשתמש בו, כי היא עשויה לאותת על מצוקה, ובמקרים מסוימים אף להשיג את התוצאה ההפוכה. בישראל המצב שונה משתי סיבות: א. יתרות המט"ח הן חריגות בגודלן. ב. לישראל יש עודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. הצעד המשלים בו בנק ישראל נוקט הוא כאמור עסקאות החלף - בנק ישראל מעוניין לשפר את הנזילות במט"ח בשוק המקומי. במסגרת העסקה הבנק המרכזי למעשה "מלווה" מט"ח לשחקנים בשוק ומשפר בכך את הנזילות בשוק זה. היעדר נזילות עשוי להעלות את הריבית הדולרית בשוק המקומי ובכך ליצור פיחות. צעד זה בוצע גם בתקופת הקורונה, והוא אינו משפיע על היתרות בטווח הארוך. **30 מיליארד דולר הם סכום גבוה להערכתנו שאמור להספיק לייצב את שער החליפין גם במקרה שהמלחמה תימשך מספר חודשים.** לשם פרופורציה, המשקיעים המוסדיים רכשו מט"ח מתחילת השנה בסכום שאינו עולה על 10 מיליארד דולר.

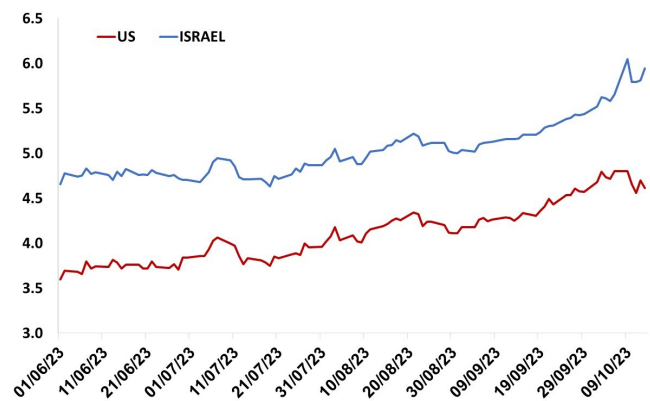
השווקים סבורים שהמלחמה תמתן את האינפלציה. הערכה זו סבירה כנראה לטווח הזמן הבינוני והארוך, בהם האינפלציה צפויה להיות מושפעת מהמיתון. בטווח הזמן הקצר, האינפלציה מושפעת גם מגורמים כמו הפיחות בשער החליפין, ההידרדרות במצב הפיסקאלי, מחסור בירקות טריים, היצע נמוך של טיסות וכדומה. בחלק מהמקרים הלמ"ס צפויה להתמודד עם בעיות מדידה שאפיינו את תקופת הקורונה בשל היעדר תצפיות (לדוגמה הבראה ונופש ומסיבות ואירועים). **אנו נוטים להעריך שהאינפלציה בתקופת הזמן הנוכחית בעולם מושפעת יותר מגורמי צד היצע, ולכן ההשפעה הכוללת בטווח של 12 חודשים קדימה היא עליונית האינפלציה.** אנו מעלים לכן את התחזית לשנה הקרובה לרמה של 3.2%. בטווח הארוך יותר הערכת השווקים שהאינפלציה תפחת ביחס לתרחיש שלפני המלחמה היא סבירה, אם כי גם כאן סיכון האינפלציה בעולם הוא עדיין גבוה.

הגירעון התקציבי עלה לפני תחילת המלחמה לרמה של 1.5% מהתוצר. נתונים אלו הם כבר נחלת העבר, ובהסתכלות קדימה סביר להניח

מחיר הנפט עלה בשבוע האחרון
מחיר חבית נפט מסוג ברנט בדולרים, מקור: בלומברג



פרמיית סיכון המדינה של ישראל עלתה
אג"ח ישראל דולריות ואגח ארה"ב, 10 שנים
מקור: בלומברג



וההערכות שלא יהיה צורך בהעלאות ריבית נוספות על מנת למתן את האינפלציה. שוק ההון מעריך שהפד לא יעלה את הריבית בהחלטה הקרובה בתחילת נובמבר, ומעריך בסבירות נמוכה של 30% שהריבית תעלה ל-5.75% באחת משתי ההחלטות שלאחר מכן (דצמבר 2023 או ינואר 2024). ריבית הפד צפויה לרדת החל מהרבעון השני של שנה הבאה עד לרמה של 4.75% בסוף שנת 2024.

האינדיקטורים הכלכליים האחרונים בארה"ב הצביעו על מגמה מעורבת בפעילות. מספר דורשי דמי אבטלה ראשוניים נותר נמוך ברמה של 209 אלף. האומדן הראשון למדד אמן הצרכנים של אוניברסיטת מישגן לחודש אוקטובר ירד לרמה נמוכה מהצפוי, על רקע ירידה הן בסעיף למצב השוטף והן בסעיף הציפיות לגבי המצב בעתיד. מאותו הסקר עולה כי הציפיות לאינפלציה עלו בחדות. הציפיות לשנה קדימה עלו מ-3.2% ל-3.8%, והציפיות לאינפלציה בחמש עד עשר שנים הקרובות עלו מ-2.8% לרמה של 3.0%.

גוש האירו: האינדיקטורים הכלכליים מוסיפים להצביע על האטה, אם כי נתון הייצור התעשייתי לחודש אוגוסט הפתיע לטובה. מרבית ההערכות הן שברבעון השלישי של השנה תרשם צמיחה אפסית כשבגרמניה צפויה אף התכווצות בתוצר. קונצנזוס ההערכות הוא שלא תירשם העלאת ריבית נוספת בגוש האירו ושהריבית תחל לרדת במתניות ברבעון השני של 2024 עד לרמה של כ-3.5% בסוף השנה הבאה.

לסייע במלחמה, אלא יצירת הרתעה מול מדינות אחרות שמאיימות על אינטרסים אמריקנים בעולם. בשבוע החולף נרשמה עלייה של כ-8.0% במחירי הנפט בעולם, לרמה של 91 דולר לחבית מסוג ברנט, וזו עשויה להתעצם במידה והלחימה תתרחב ותכלול גם מעורבות בצפון.

בשבוע החולף נרשמה מגמה מעורבת במדדי המניות בעולם. בתחילת השבוע נרשמו עליות שערים במדדי המניות על רקע הערכות בשוק שלא יהיה צורך בהעלאות ריבית נוספות. בהמשך השבוע התהפכה המגמה כשברקע נתוני אינפלציה גבוהים מעט והמלחמה בעזה. בסיכום שבועי מדד ה-S&P500 עלה בשיעור מתון של 0.4% ומדד הנאסד"ק ירד ב-0.2%. באירופה, מדד היורוסטוקס 50 ירד ב-0.2%.

ארה"ב: אינפלציית השירותים מפתיעה כלפי מעלה. מדד המחירים לצרכן לחודש ספטמבר עלה ב-0.4%, לעומת צפי ל-0.3%, וב-12 החודשים הוא עלה ב-3.7%. מדד הליבה עלה ב-0.3%, בדומה לציפיות, ובשניים עשר החודשים שהסתיימו באוגוסט עלה המדד בשיעור של 4.1%. העלייה במדד המחירים לצרכן החודש הושפעה בעיקר מעלייה של 0.6% במחירי השכירות, האצה מעלייה של 0.4% בחודש הקודם, כך שב-12 החודשים האחרונים מחירי השכירות עלו ב-7.2%. כמו כן נרשמה עלייה של 0.6% במחירי השירותים למעט השכירות. מחירי המוצרים ירדו החודש ב-0.4%, בין היתר על רקע ירידה נוספת של 2.5% במחירי המכוניות המשומשות.

ירידה בתשואות ובציפיות לעליית ריבית בארה"ב. בשבוע האחרון נרשמה ירידה בתשואת האג"ח הממשלתיות בארה"ב. התשואה לעשר שנים ירדה ל-4.62%, מ-4.80% בשבוע שעבר, התשואה לחמש שנים ירדה ל-4.64% והתשואה לשנתיים נותרה סביב רמה של 5.05%. ירידת התשואות בארה"ב נרשמה על רקע אמירות "יוניות" של חברי הפד

תחזיות ריבית ומדד המחירים לצרכן	
שיעור שינוי	מדד המחירים לצרכן
0.2%	ספטמבר - 2023
0.6%	אוקטובר - 2023
0.3%	נובמבר - 2023
3.2%	12 חודשים
שיעור הריבית	ריבית בנק ישראל
4.75%	דצמבר - 2023
4.25%	12 חודשים

אירועים מרכזיים בשבוע הקרוב					
תאריך	מדינה	נתון כלכלי	תקופה	תחזית	נתון קודם
17/10/2023	ארה"ב	המסחר הקמעונאי	09/23	0.3%	0.6%
18/10/2023	ארה"ב	היתרי בניה (MOM)	09/23	-5.4%	6.8%
18/10/2023	סין	GDP (YOY)	Q3/23	4.5%	6.5%
15/10/2023	ישראל	מדד המחירים לצרכן	09/23	-	-
16/10/2023	ישראל	חשבונות לאומיים - אומדן שלישי לנתוני הרבעון	Q2/23	-	-
18/10/2023	ישראל	שיעור האבטלה	09/23	-	-

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, 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 בנתוני, צרכי 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.