

# כלכלית בראשון

## תהליך הניסוי וטעייה של הבנקים המרכזיים

זהו אולי סימן שריבית קרובה לאפס היא לא שיווי משקל לאורך זמן. מה הריבית הניטראלית החדשה של הבנקים המרכזיים, זה נתון שאף אחד במציאות הנוכחית לא מוכן להתחייב אליו. קרו יותר מדי דברים שעשויים להשפיע על הנתון הזה – שוקי העבודה השתנו, האינפלציה צברה מומנטום, החובות גבוהים ועוד. השווקים סבורים כי הריבית לא תוכל להיוותר לאורך זמן ברביית שקרובה ל-4%, לא בישראל ולא בארה"ב. הבסיס להערכה הזו הוא ההתמכרות של השווקים לריבית הנמוכה, ותמחור מחירי הנכסים הפיננסיים והנדל"ן, שעדיין לא לוקח בחשבון תרחיש כזה. כלומר, הלוגיקה היא שהמכה תהיה כה כואבת, שהיא תגרום לבנקים המרכזיים להתקפל. **הבנקים המרכזיים אוהבים להשתמש בביטוי שהמדיניות תהיה data dependent. בפועל זה אומר שאנו בתהליך של ניסוי וטעייה, והסתמכות על ממוצעי השנים האחרונות לא מספקת תשובה בנקודת הזמן הנוכחית.**

אם בכל זאת אנו מחפשים קריאת כיוון, אז כנראה שהריבית בישראל **תתייצב על רמה נמוכה יותר מזו של ארה"ב**. הגורם המשמעותי ביותר שתומך בכך הוא המצב הפיסקאלי. ב-12 החודשים האחרונים שהסתיימו באוגוסט נשמר עודף תקציבי בגובה של 0.6% מהתוצר. ההכנסות ממסים עלו בשיעור של 19% לעומת התקופה המקבילה אשתקד, בעוד שההוצאות (ללא תכניות הסיוע לקורונה) עלו ב-3.8%. העודף התקציבי בישראל הוא חריג במפה העולמית, ולאורך זמן הוא פועל לחיזוק השקל, ולאיןפלציה נמוכה יותר מזו שבעולם. בתנאים האלו סביר גם שהריבית תהיה נמוכה יותר, זאת כל עוד אנו לא מביאים בחשבון פרמיות של סיכון המדינה.

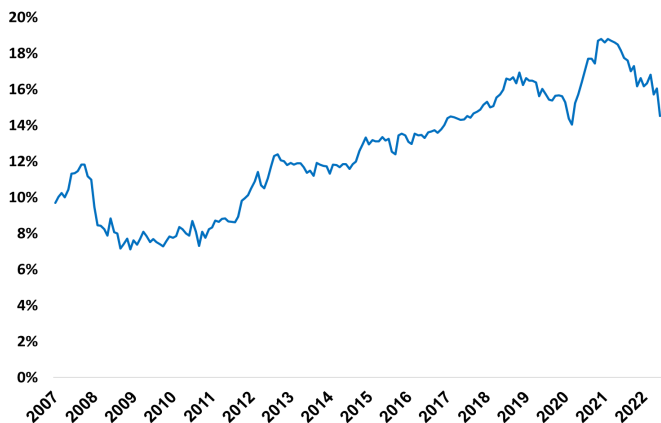
המשקיעים המוסדיים רכשו כ-12 מיליארד דולר במחצית הראשונה של השנה, ולמרות זאת שיעור החשיפה שלהם למט"ח ירד ל-14.5%.

- **הבנקים המרכזיים אוהבים להשתמש בביטוי שהמדיניות תהיה data dependent. בפועל זה אומר שאנו בתהליך של ניסוי וטעייה, והסתמכות על ממוצעי השנים האחרונות לא מספקת תשובה בנקודת הזמן הנוכחית.**
- **הריבית בישראל תתייצב על רמה נמוכה יותר מזו של ארה"ב.**
- **בטווח הזמן הקצר, לא באמת הכלכלה היא שקובעת פה את שער החליפין, אלא מחירי המניות בעולם והתאמת התיקים של המשקיעים המוסדיים.**
- **העלאת הריבית הבאה צפויה להיות מתונה יותר – 50 נקודות בסיס לרמה של 2.5%. אנו מעריכים שהעלאות הריבית ימשכו ובפרק זמן של שנה הריבית תגיע לכ-3.5%.**
- **אנו מותירים את תחזית האינפלציה על 2.3% ל-12 החודשים הקרובים. אנו מעריכים כי התחזית תעלה לאחר שמדד אוגוסט הנמוך יצא מבסיס המדידה.**

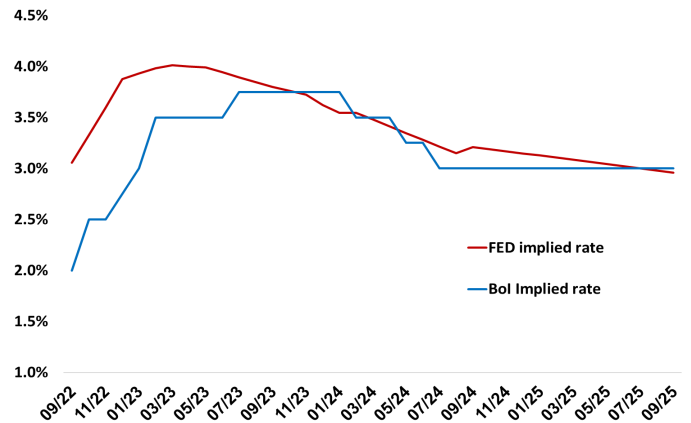
ישראל

בחוכמה שבדיעבד הבנקים המרכזיים איחרו את המועד בהעלאות הריבית ואפשרו לאיןפלציה לעלות ולהתבסס. עתה הם מנסים להדביק את הפער עם מינונים גבוהים של העלאות ריבית, שעדיין לא הביאו את הריבית קצרת הטווח לגובה האינפלציה הצפויה, כלומר הריביות הריאליות שליליות. השחקנים בשווקים מנסים לנחש היכן התהליך הזה ימצה את עצמו, והם פוזלים לריביות האפסיות ששררו כאן בעשור האחרון, שלאחר המשבר הפיננסי הגדול. אך מאוד יתכן שדווקא התקופה הזו הייתה יוצאת דופן - שילוב של תהליכי גלובליזציה ושיפורים טכנולוגיים מיתנו לחצים אינפלציוניים. אם חוזרים לשנות התשעים ריבית הפד עמדה רוב הזמן על כ-5%. מחירי הנכסים הפיננסיים המריאו בתקופה של הריביות האפסיות

ישראל: המוסדיים צמצמו את החשיפה למט"ח רכישות מט"ח נטו ע"י מוסדיים, מקור: בנק ישראל



השווקים מגלמים ירידות ריבית ב-2024 ציפיות לריבית משוק האג"ח, מקור: בלומברג



**האחרון ובלטו במיוחד העלאות ריבית של 0.75% בגוש האירו ובקנדה, שם הריבית כבר הגיעה לרמה של 3.25%. העלאות ריבית בשיעור דומה צפויות בהמשך החודש, בסבירות גבוהה, גם בארה"ב ובבריטניה.** העלאות הריבית החדות נרשמו על אף החששות מהאטה בצמיחה, או אף מיתון כמו שמסתמן בגוש האירו ובבריטניה, וצפויות להימשך בחודשים הקרובים. על אף מדיניות הריבית המרסנת בעולם, לאחר שלושה שבועות של ירידות, מרבית מדדי המניות בעולם סיימו את השבוע החולף בעליות. בארה"ב, מדדי הדאו ג'ונס, ה-S&P500 והנאסד"ק עלו בשיעורים של 2.7%, 3.7% ו-4.1% בהתאמה. באירופה, על אף העלאת הריבית של 0.75% על ידי ה-ECB, מדד יורוסטוקס 50 עלה 0.7%, ומדד FTSE100 בבריטניה עלה ב-1.0%. באסיה, מדדי המניות ביפן, בהודו ובסין עלו בשיעור ממוצע של 1.8%. הירידה בציפיות האינפלציה הייתה בין הגורמים שהשפיעו לחיוב על שוקי המניות. מחיר חבית נפט מסוג ברנט ירד ב-0.7% השבוע לרמה של 92 דולר, זאת, חרף ההודעה המפתיעה של ארגון אופ"ק על הפחתת מכסות הייצור היומיות ב-100 אלף חביות מתחילת אוקטובר.

**ארה"ב: "ספר הבז" (Beige Book) שפורסם בשבוע שעבר חיזק את ההערכות למגמת ירידה בסביבת האינפלציה.** הדוח המסכם את ההתפתחויות באזורים שונים של המדינה כפי שמדווח ע"י סניפי הפד, מראה שהלחצים לעליות מחירים התמתנו ב-9 מ-12 אזורים. בספר צוין כי ניכרת ירידה במחירי הדלק והאנרגיה ובמחירי תשומות ייצור שונות. **במקביל נמשכת הירידה בציפיות האינפלציה משוק ההון לכל הטווחים, ובעיקר אלו לטווח הקצר.** הציפיות לאינפלציה משוק ההון לחמש השנים ירדו מעט השבוע ל-2.56% מ-2.64% בסוף אוגוסט והציפיות לשנתיים ירדו בתקופה זו מ-2.40% ל-2.27%, לרמה שקרובה ליעד האינפלציה.

**ארה"ב: סימני מיתון בארה"ב? מדדי מנהלי הרכש למגזר השירותים מצביעים על מגמה שונה בסקרים השונים, אך שוק העבודה נותר הדוק.** מדד מנהלי הרכש למגזר השירותים של ה-ISM עלה באוגוסט ל-56.9 נקודות, רמה המצביעה על התרחבות של הפעילות בענף. מנגד, מדד מנהלי הרכש של S&P Global PMI ירד ל-43.7 נקודות, הרבה מתחת לתחזית, ומצביע זה החודש השני ברציפות על התכווצות של הפעילות. הפערים בין המגמות במדדים השונים יכול להיות מוסבר בין היתר במספר ומגוון החברות הנסקרות בכל מדד. בשוק העבודה, מוסיפים להתפרסם

ההחלטה לצמצם את החשיפה למט"ח הושפעה כנראה מהתייקרות עלויות הגידור, וכן מהערכה שהנתונים הבסיסיים תומכים עדיין בשקל חזק. רכישות המט"ח של המוסדיים שקולות בסדרי הגודל שלהם לעודף בחשבון השוטף של ישראל בתקופה הזו. המשמעות של זה היא **שבטווח הזמן הקצר, לא באמת הכלכלה היא שקובעת פה את שער החליפין, אלא מחירי המניות בעולם והתאמת התיקים של המשקיעים המוסדיים.**

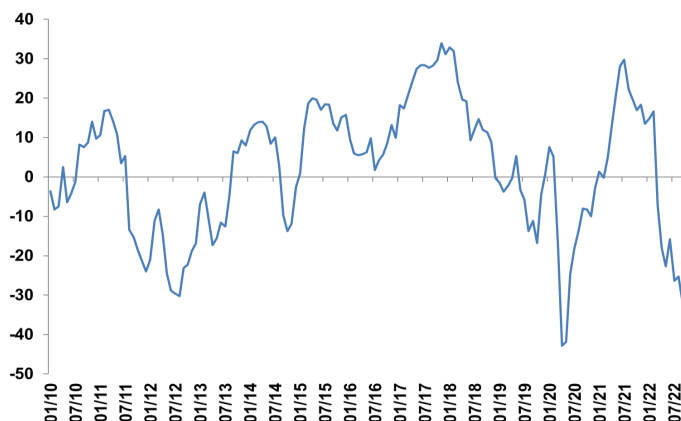
הבנקים המרכזיים עברו למנות של 75 נקודות בסיס בהעלאות הריבית. ארה"ב, קנדה, אירופה וגם בנק ישראל בחרו להעלות ב-75 נקודות בסיס בהחלטה האחרונה. בקנדה הריבית הגיעה כבר ל-3.25%. נקודת הפתיחה של ריבית אפסית בכל העולם יצרה בעיה מבחינת הבנקים המרכזיים, שלא יכולים להרשות לעצמם העלאות הדרגתיות. אנו צופים שמדד המחירים לצרכן לחודש אוגוסט ירד ב-0.2%, אם כי בשל גורמים שאינם משקפים את סביבת האינפלציה. **העלאת הריבית הבאה צפויה להיות מתונה יותר – 50 נקודות בסיס לרמה של 2.5%. אנו מעריכים שהעלאות הריבית ימשכו ובפרק זמן של שנה הריבית תגיע לכ-3.5%.** כפי שכתבנו בפתיחה אי-הוודאות לגבי הריביות לטווחים הארוכים יותר היא גבוהה, ואנו נוטים להעריך שהבנקים המרכזיים לא ימהרו להפחית ריבית גם כשיוכלו לסמן "וי" על יעד הפחתת האינפלציה. השווקים מעריכים כי ריבית בנק ישראל תעלה לרמה של 3.75% ותחל לרדת בתחילת שנת 2024.

**אנו מותירים את תחזית האינפלציה על 2.3% ל-12 החודשים הקרובים. אנו מעריכים כי התחזית תעלה לאחר שמדד אוגוסט הנמוך יצא מבסיס המדידה.** רמת אינפלציה של 5.2% אינה מייצגת את סביבת האינפלציה של המשק, והיא תפחת בהדרגה, ככל שיצאו מבסיס החישוב מדדי מחירים שהושפעו מעליית מחירי האנרגיה ומהשיבושים בשרשרת האספקה. יחד עם זאת, לדעתנו יש עדיין התייקרויות רבות בקנה, בעיקר בסעיפים כמו דיור, נסיעות לחו"ל ומזון. שוק הנגזרים מגלם אינפלציה של 2.6% לטווח של שנה ו-2.4% לטווח של עשר שנים.

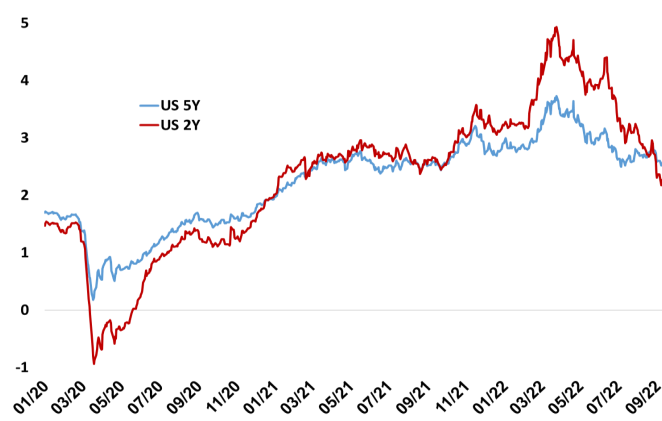
## גלובלי

**העלאות הריבית החדות בכלכלות המפותחות נמשכו גם בשבוע**

**גוש האירו: ירידה חדה באמון המשקיעים**  
מדד אמון המשקיעים, Sentix index, מקור: בלומברג



**ארה"ב: ירידה חדה בציפיות לאינפלציה**  
אינפלציה הנגזרת משוק ההון, מקור: בלומברג



מובילים רבים מאותתים שהאטה ואף מיתון צפויים ברבעונים הקרובים. מדד הסנטיקס לאמון המשקיעים בגוש האירו ירד ב-6.6 נקודות והוא קרוב לרמת השפל שנרשמה בשיא משבר הקורונה. גם מדד מנהלי הרכש למגזר השירותים ירד החודש לרמה של 49.8 נקודות, ועבר להצביע על התכווצות בפעילות.

**אירופה: צעדי חירום על רקע הזינוק במחירי האנרגיה.** ממשלות רבות ביבשת פועלות בצעדי חרום להקלת המצב בשוקי האנרגיה על מנת לתת סיוע ישיר לחברות ולמשקי בית, על מנת שאלה יוכלו לעמוד בתשלומים המוגדלים של החשמל והאנרגיה. באנגליה, ליז טראס, ראשת הממשלה שנבחרה רק לאחרונה, כבר הודיעה על כוונתה לפעול להקלת מצב העסקים ומשקי הבית בנוגע להוצאותיהם על אנרגיה. על פי הערכות ראשוניות, מדובר בחבילת סיוע ממשלתית בהיקף גדול מזה שניתן בזמן משבר הקורונה. נגיד הבנק המרכזי באנגליה כבר הודיע על המשך העלאות הריבית, בין היתר גם בעקבות ההרחבה התקציבית הטמונה בצעדים לעיל.

**סין: התמתנות באינפלציה במקביל להיחלשות בנתוני הסחר והביקושים.** מדד המחירים לצרכן עלה באוגוסט בשיעור של 2.5% יחסית לאוגוסט שנה שעברה. נתון בולט הוא הירידה במדד מחירי היצרן מ-4.2% (שנתי) ביולי ל-2.5% באוגוסט. נתוני הסחר הבינ"ל הצביעו על אובדן מסוים של המומנטום בנתוני היבוא והיצוא. חרף ההתערבות של הבנק המרכזי בשוק המט"ח, היואן פוחת השנה בשיעור של 8% ביחס לדולר. במטרה למתן את הפיחות, הבנק המרכזי הפחית את שיעורי הנזילות במט"ח המוטלים על הבנקים המקומיים. במישור בריאות הציבור, על רקע התפרצות של הדבקות חדשות מנגיף הקורונה הממשלה הטילה סגר על העיר צ'נגדו, העיר השישית בגודלה במדינה, עם אכולוסייה של 21 מיליון תושבים.

נתונים המצביעים על המשך המצב ההדוק בשוק התעסוקה האמריקני. הדרישות השבועיות החדשות לדמי אבטלה ירדו ל-220 אלף מול תחזית של 240 אלף.

**עלייה ניכרת בתשואות לפדיון על אג"ח ממשלת ארה"ב.** בשבוע האחרון נרשמה עליית תשואות לאורך כל העקום, שבלטה בעיקר בטווחים הקצרים. התשואה לפדיון על אג"ח ממשלת ארה"ב לעשר שנים עלתה מ-3.20% ל-3.31% והתשואה לשנתיים עלתה מ-3.40% ל-3.56%, הרמה הגבוהה מתחילת השנה. באשר להערכות השוק לגבי ריבית הפד בהחלטה הקרובה ב-21 לספטמבר, הציפיות משוק ההון הן להעלאת ריבית של 0.75% בהסתברות של מעל 90%. השוק צופה שבסוף השנה ריבית הפד תגיע ל-4.0% ושבסבירות גבוהה תירשם העלאת ריבית נוספת ל-4.25% ברבעון הראשון של 2023. הערכות אלה מושפעות מאוד מנתוני האינפלציה, ועשויות להשתנות במהלך השבוע הקרוב, לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לאוגוסט. על פי קונצנזוס התחזיות בבלומברג, מדד המחירים באוגוסט צפוי לרדת ב-0.1% וקצב האינפלציה השנתי צפוי להתמתן ל-8.0% מ-8.5% ביולי.

**גוש האירו: האינפלציה הגבוהה הביאה לעליית ריבית חדה של 0.75%, זאת למרות המיתון הצפוי ברבעונים הקרובים.** כצפוי, ה- ECB פעל בנחישות והעלה את הריבית בגוש האירו ב-0.75% במטרה למתן את הלחצים האינפלציוניים. לאחר ההעלאה, הריבית על פיקדונות עומדת על 0.75% והריבית על הלוואות היא 1.25%. בבנק המרכזי האירופי הדגישו שייקח זמן רב עד ששיעור האינפלציה יתכנס חזרה ליעד של 2%. הם מעריכים ששיעור האינפלציה השנה יסתכם ב-6.8%, עלייה ביחס לתחזית הקודמת שעמדה על 5.1%. תחזית האינפלציה של ה- ECB ל-2023 היא 3.5%. אומדן שני לנתוני התוצר בגוש האירו הצביע על צמיחה מהירה ביותר ברבעון השני בקצב שנתי של 3.1%. עם זאת, אינדיקטורים

תחזיות ריבית ומדד המחירים לצרכן		אירועים מרכזיים בשבוע הקרוב				
שיעור שינוי	מדד המחירים לצרכן	נתון קודם	תחזית	תקופה	נתון כלכלי	תאריך
-0.2%	אוג' - 2022	8.5%	8.0%	08/22	מדד המחירים לצרכן (YOY)	13/09/2022
0.1%	ספט' - 2022	58.2	60.0	09/22	מדד אמון הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן	16/09/2022
0.5%	אוק' - 2022	9.1%	9.1%	08/22	מדד המחירים לצרכן (YOY)	16/09/2022
2.3%	12 חודשים	-	-	08/22	סחר חוץ של ישראל	14/09/2022
<b>שיעור הריבית</b>	<b>ריבית בנק ישראל</b>	-	-	07/22	הכמות המבוקשת של דירות חדשות	14/09/2022
2.0%	אוג' - 2022	-	-	Q2/22	סיכום מאזן התשלומים	14/09/2022
3.5%	12 חודשים	1.1%	-0.2%	08/22	מדד המחירים לצרכן (MOM)	15/09/2022

**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 לנוכחותם. 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 בצרכי, 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 או אינו 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.