

# כלכלית בראשון

## מכה נוספת להיי-טק

עד כמה זה משפיע על ישראל: ראשית חלק מחברות הסטארט אפ הישראליות הספיקו להעביר פיקדונות לבנקים ישראלים, לפני שהאפשרות נסגרה. הסכומים שמועברים לישראל נותרים לרוב בדולרים, כך שאין להם השפעה ישירה על שער החליפין. יחד עם זאת הם משפרים את הנזילות המט"חית בשווקים שהייתה גבוהה גם כך. חברות שלא העבירו עשויות להיקלע למצוקת נזילות, עד למועד בו יופשרו הפיקדונות (לא ברור אם ועד כמה תהיה בהם פגיעה), אך לחלקם הגדול ימצא כנראה פתרונות מימון ביניים מהבנקים המקומיים. **האירוע הוא משמעותי כי הוא מגביר את שנאת הסיכון בשווקים, ואולי יקשה עוד יותר על חברות היי-טק לגייס כספים.** נתוני IVC הראו ירידה חדה בגיוסי חברות היי-טק עוד בחודש ינואר, וסביר להניח שמגמה זו תימשך גם בהמשך השנה.

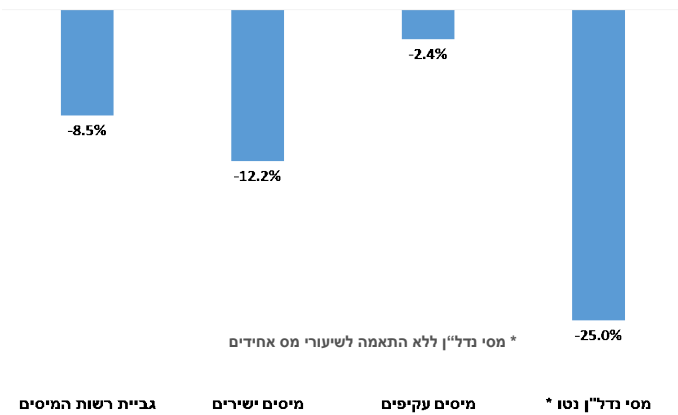
**השקל ממשיך להיות מושפע מהלך הרוח סביב השינויים במערכת המשפט.** בשבוע החולף השקל יוסף בשיעור של 2.3% מול סל המטבעות, דווקא בשבוע בו מדדי המניות המובילים בארה"ב ירדו, וזאת ככל הנראה בעקבות הערכות שהסיכוי לפשרה עלה. חברת דירוג האשראי מודיס' פרסמה בשבוע החולף דוח עדכון על ישראל. מודיס' מזהירה שיישום מלא של השינויים המוצעים במערכת המשפט עשויים לפגוע בצמיחה ארוכת טווח, ובעיקר בהשקעות הזרות בהיי-טק הישראלי. החלטת מוסדות השלטון בישראל עשויה להשפיע לשלילה על דירוג החוב. מודיס' מציינת גם את החוזקות של המשק הישראלי, ובעיקר את המצב הפיסקאלי הטוב. דירוג החוב של ישראל עומד על A1 עם אופק חיובי. המשמעות של אופק חיובי היא שקיים סיכוי לשיפור הדירוג בטווח הזמן הבינוני. בהינתן שהסיכוי הזה פחת לאחרונה, גם בשל השינויים במערכת המשפט, וגם בגלל סימנים גוברים להאטה ומצב פיסקאלי פחות נוח, פחות סביר שנראה שיפור בדירוג האשראי בקרוב,

- נפילת הבנק האמריקני SVB היא אולי סנונית ראשונה שמדגימה את ההשפעות של עלייה מהירה וחדה בריביות על הכלכלה העולמית.
- האירוע הוא משמעותי כי הוא מגביר את שנאת הסיכון בשווקים, ואולי יקשה עוד יותר על חברות היי-טק לגייס כספים.
- יתכן שמודיס' תחליט לשנות את אופק הדירוג ליציב. הדרך להפחתת דירוג היא ארוכה, ובכדי שתתממש אנו צריכים לראות הרעה של ממש בנתונים הכלכליים.
- הייסוף של השבוע האחרון הפחית מעט את הציפיות לאינפלציה בשווקים וכן את הציפיות להעלאות ריבית.

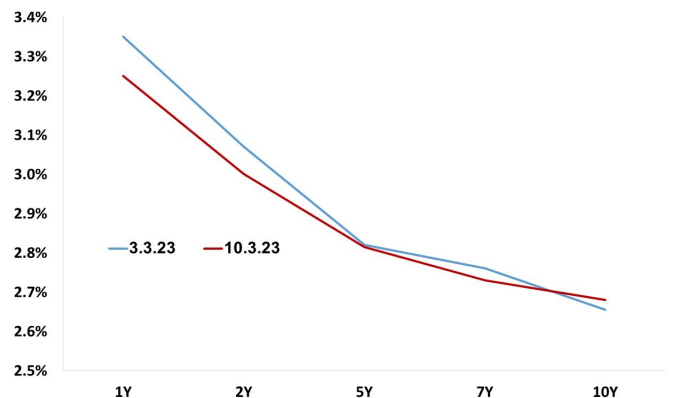
### ישראל

נפילת הבנק האמריקני SVB היא אולי סנונית ראשונה שמדגימה את ההשפעות של עלייה מהירה וחדה בריביות על הכלכלה העולמית. בגלל שמדובר בבנק, עם היקפי פיקדונות גדולים שהגיעו בשיאם לכ- 200 מיליארד דולר, עולה מיד החשש מהדבקה, ואירועים דומים נוספים עליות חדות ומהירות בריבית משפיעות על חברות שמאופיינות במינופים גבוהים ובעיקר חברות נדל"ן. בנקים בדרך כלל מנהלים את סיכוני הריבית באופן מוקפד, וזה לא תרחיש שאמור לקרות. בימים אלו של אינפלציה גבוהה, בה אנו חוזרים כל הזמן לשנות השבעים והשמונים, אי אפשר שלא לשים לב לדמיון ל- savings and loan crisis שהחל בשלהי 1979 בעקבות עלייה חדה בריבית הפד. המשבר התפרץ בעקבות אי התאמה בין תקופות הזמן של המשכנתאות וההלוואות לאלו של הפיקדונות. מאז הרגולציה השתנתה, זה לא הופך מוסדות פיננסיים לחסנים, אבל הסיכון העיקרי הוא יותר של כשלי אשראי כתוצאה משינויים במחזורי העסקים, ופחות סיכוני שוק.

הכנסות המדינה ממיסים במגמת ירידה  
ינואר 23 - פברואר 23 בהשוואה לאשתקד, שיעור שינוי ריאלי, בשיעורי מס אחידים, מקור: משרד האוצר



ירידה בציפיות לאינפלציה  
ציפיות משוק הנגזרים, מקור: בלומברג



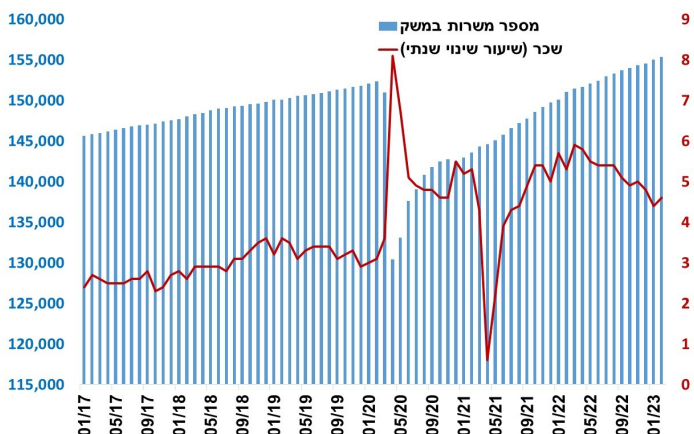
הוא הפך לבנק האמריקני הגדול ביותר שנפל מזה יותר מעשור. הבנק קיבל פיקדונות מחברות הסטארט אפ וגם הלווה להן כסף. על רקע הזינוק בתעשיית ההי-טק בשנים האחרונות, מאז סוף 2019 פיקדונות הבנק יותר משילשו את ערכם והגיעו לשווי של קרוב ל-200 מיליארד דולר ברבעון הראשון של 2022. בתקופה זו גדלו גם ההלוואות לסך של 66 מיליארד דולר. הגידול בפיקדונות היה מהיר מהגידול בהלוואות, מה שלצד עליית הריבית פגע ברווחיות הבנק. **הקריסה של SVB הגיעה זמן קצר לאחר שחברת הקריפטו Silvergate Capital הודיעה כי היא מתכננת להיסגר. עבור שניהם, עליית הריבית החדה הייתה גורם מרכזי שהביא לנפילה.** עליית התשואות בשוקי איגרות החוב הביאה לירידות חדות בשווי התיקים שהחזיק הבנק. מחירי איגרות החוב לא תמיד משוערכים במאזן (תלוי בסיווג), כך שחשבונאית לא ניתן לזהות את כל ירידות השווי כפגיעה בהון של הבנק. ירידה בהיקפי הפיקדונות, הפחתת דירוג של מודיס' וניסיון גיוס הון שלא צלח הביאו יחדיו לתרחיש של 'ריצה על הבנק'.

לרגולטור האמריקאי, ה-FDIC, לא נותרה חלופה אלה להתערב בבנק ולנסות להגן על המפקדים. במקביל, לאחר ירידה של 87% במחיר מניית הבנק ביומיים, הוחלט על הפסקת המסחר במניה. במערכת הפיננסית בארה"ב קיימת דריכות רבה לגבי תגובת הממשל והבנק הפדרלי למשבר שנוצר. אמנם חלק מהיתרות בפיקדונות הבנק מבוטח ע"י ה-FDIC, אך מרבית הפיקדונות אינם מבוטחים. הרגולטורים בארה"ב עושים כעת את מירב המאמצים מאמצים להגן על לקוחות הבנק ולמנוע את התפשטות המשבר במערכת הבנקאית.

**שוק העבודה בארה"ב עדיין הדוק - גידול נאה במספר המשרות בארה"ב.** על פי דוח התעסוקה בחודש פברואר נרשמה עלייה של 311 אלף משרות, נתון גבוה מתחזית לגידול של כ-225 אלף. שיעור האבטלה אומנם עלה מ-3.4% בינואר ל-3.6% בפברואר, אך לצד זה נרשמה עליה בשיעור ההשתתפות לרמה של 62.5%. השכר לשעת עבודה עלה בחודש שעבר בשיעור של 0.2%, וב-12 החודשים האחרונים הוא גדל בשיעור של 4.6% לעומת 4.4% בחודש הקודם. העלייה החודשים בשכר הייתה מעט נמוכה מהצפוי, ככל הנראה בהשפעת גידול בתעסוקה בענפים עם עובדים פחות מיומנים, המקבלים שכר נמוך יחסית. בחודש האחרון כ-6 מתוך 10 משרות חדשות שנוצרו היו בענפי האירוח והמסחר הקמעונאי.

ארה"ב: שוק העבודה עדיין הדוק

מספר המשרות במשק ושיעור השינוי השנתי בשכר, מקור: בלומברג



ולכן מאוד יתכן שמודיס' תחליט לשנות את אופק הדירוג לציב. הדרך להפחתת דירוג היא ארוכה, ובכדי שתתממש אנו צריכים לראות הרעה של ממש בנתונים הכלכליים.

הכנסות המדינה ממסים ירדו בחודשים ינואר-פברואר בשיעור ריאלי של 8.4% לעומת החודשים המקבילים אשתקד. הירידה נובעת מבסיס השוואה גבוה במיוחד בשנה שעברה וכן מהאטה בתחומי פעילות עתירי מסים כמו נדל"ן והיי-טק. אנו מעריכים שמגמת הירידה בגביה תימשך וכי הגירעון יגיע לכ-3% מהתוצר השנה.

**הייסוף של השבוע האחרון הפחית מעט את הציפיות לאינפלציה בשווקים וכן את הציפיות להעלאת ריבית.** שוק הנגזרים צופה עתה אינפלציה בשיעור של 3.25% ל-12 החודשים הקרובים, ירידה קלה לעומת שבוע קודם. תחזית האינפלציה שלנו ל-12 חודשים הקרובים עומדת על 3.5%, אם כי הנטייה היא להפחית מעט לאור הייסוף, כך שלא קיים פער בין התחזית למגולם בשווקים. אנו מעריכים שההידרדרות בפעילות הכלכלית תביא להאטה של האינפלציה במחצית השנייה של השנה, ואז נראה גם את ריבית בנק ישראל מתייצבת.

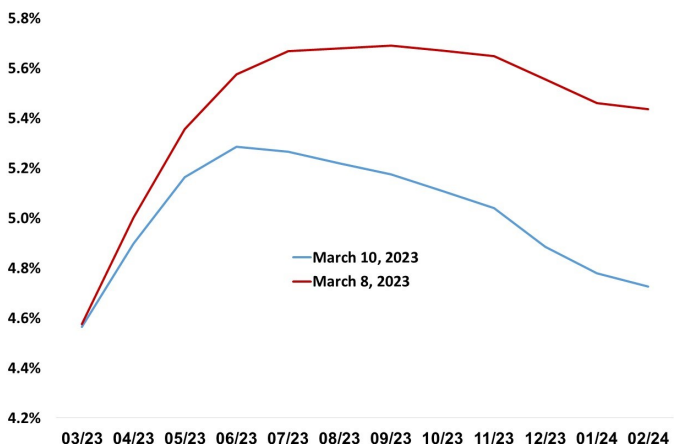
**גלובלי**

**המגמה השלילית שבה לשוקי המניות בעולם בשבוע האחרון, בתחילה על רקע ציפייה להמשך עליות הריבית על רקע האיתותים של ראש הפד, ג'רום פאוול בעדותו בקונגרס, ובהמשך על רקע Flight to Safety של המשקיעים בעקבות נפילת בנק SVB לקראת סוף השבוע.** מדדי הדאו ג'ונס, ה-S&P500 והנאסד"ק רשמו ירידות שבועיות של כ-4.6% בממוצע. גם באירופה נרשמה מגמה שלילית, כאשר מדד הירוסטוקס 50 ירד ב-1.5% ומדד ה-FTSE100 ירד ב-2.5%. באסיה, מדדי המניות בסין ובהונג קונג ירדו ב-4% וב-6% בהתאמה.

**הנפילה השנייה בגודלה של בנק בהיסטוריה של ארה"ב - בנק SVB היה הבנק המוביל לחברות סטארט-אפ בארה"ב, וביום שישי**

נפילת SVB הביאה לירידה בצפי להעלאת ריבית

תוואי ריבית הפד משוק ההון, מקור: בלומברג



ע"י נציגי הרפובליקנים, שיטענו, בין היתר, שהמדיניות המוצעת תפגע בצמיחה ובתעסוקה במגזר העסקי.

**גוש האירו: נתוני מאקרו מאכזבים.** נתוני הצמיחה לרבעון האחרון של 2022 הופחתו מצמיחה בשיעור שנתי של 0.4% להתכווצות של 0.1%. ירידת התוצר ברבעון זה הושפעה מירידה של 0.9% בצריכה הפרטית וירידה של 3.6% בהשקעה בנכסים קבועים. בצרפת ובספרד נרשמה צמיחה חיובית של 0.5%-0.9% בהתאמה ואילו באיטליה ובגרמניה נרשמה התכווצות בתוצר של 0.5%-1.7% בהתאמה (במונחים שנתיים). בחודש ינואר, המכירות הקמעונאיות עלו ב-0.3%, שיעור נמוך מהתחזית של 1%, ולעומת ינואר 2022 המכירות נמוכות ב-2.3%. בכיוון החיובי, הייצור התעשייתי בגרמניה עלה ב-3.5% בינואר, לאחר ירידה של 2.4% בדצמבר.

**סין: יעד הצמיחה של 5%, נמוך מההערכות המוקדמות.** עיקר הדגשים שנשמעו בקונגרס שאישר את הקדנציה השלישית של שי ג'יפינג כנשיא המדינה, היו בכיוון של חיזוק הביטחון הלאומי בתקופה של מתיחות הולכת וגוברת מול ארה"ב. זאת, אחרי ארבע עשורים בהם מקבלי ההחלטות התמקדו בפרורמות ובפתיחה של המשק הסיני. השנה הודגש גם היעד של שמירה על היציבות הכלכלית. בנוסף, הוחלט להקים גוף רגולטורי חדש לפיקוח ובקרה על הסיכונים במערכת הפיננסית. מדד המחירים לצרכן עלה בפברואר בשיעור שנתי של 1%, ירידה משיעור שנתי של 2.1% שנרשם בינואר. רכיב הליבה התמתן גם הוא לשיעור שנתי של 0.6%. בחודשיים ינואר-פברואר נמשכה מגמת הירידה בסחר הבינלאומי. היצוא ירד ב-6.8% בחודשיים אלה וביבוא נרשמה ירידה של 10.2%.

**האם הפד ימתן את קצב העלאת הריבית בחודשים הקרובים?** ראש הבנק הפדרלי הצהיר בעדותו בקונגרס, באמצע השבוע שעבר, שכל הנראה הריבית תצטרך להישאר גבוהה יחסית בתקופה ממושכת יותר מזאת שתוכננה קודם לכן על מנת להבטיח שסביבת האינפלציה מתמתנת בכיוון היעד של 2% לשנה. עם זאת, נפילת בנק SVB שהמחישה את הפגיעות של הכלכלה האמריקנית, ובפרט בענפי הבנקאות והפיננסים, להעלאות נוספות בריבית, עשויה לשנות את התמונה. מוקדם להעריך האם ובכמה יעלה הפד את הריבית בישיבתו לקראת סוף החודש, הדבר יהיה תלוי בין היתר בתגובת השווקים בימים הקרובים ובנתוני מדד המחירים לצרכן לחודש פברואר שיתפרסמו בהמשך השבוע. לקראת סוף השבוע האחרון, נרשמה ירידה ניכרת בתשואות לפדיון על אג"ח ממשלת ארה"ב, מהרמות הגבוהות אליהן הגיעו באמצע השבוע. התשואה לעשר שנים ירדה ל-3.70% מ-4.00% והתשואה לשנתיים ירדה ל-4.60% מ-5.07%. במקביל נרשמה ירידה חדה בריבית הפד שהשווקים מתמחרים. שוק ההון צופה כעת שהריבית תגיע לכ-5.5% במאי ותרוך לרמה של 5.0% בסוף השנה, לעומת ציפיות באמצע השבוע לעליית ריבית לרמה שבין 5.75%-6.0% והתמתנות ל-5.75% בלבד בסוף 2023.

**הקונגרס האמריקני לא צפוי לתמוך בסעיפים רבים בהצעת התקציב של נשיא ארה"ב.** נשיא ארה"ב הציג בשבוע שעבר הצעת תקציב בשווי 6.8 טריליון דולר, שכוללת הגדלה של תקציב הצבא ומגוון רחב של תוכניות רווחה חדשות, לצד צעדים לצמצום גירעון התקציב הפדרלי. הצעת התקציב כוללת העלאות מסים רבות: שיעור מס הכנסה המרבי יעלה מ-37% ל-39.6%, המס על רווחי הון יעלה מ-20% ל-39.6% עבור בעלי הכנסות מעל מיליון דולר, מס החברות מ-21% ל-28%, ויקבע שיעור מס מינימלי של 25% למשקי בית עם נכסים מעל 100 מיליון דולר. סביר להניח שצעדים אלה יידחו ע"י בית הנבחרים, הנשלט

תחזיות ריבית ומדד המחירים לצרכן		אירועים מרכזיים בשבוע הקרוב					
שיעור שינוי	מדד המחירים לצרכן	נתון קודם	תחזית	תקופה	נתון כלכלי	מדינה	תאריך
0.3%	פברואר - 2023	6.4%	6.0%	02/23	מדד המחירים לצרכן - YOY	ארה"ב	14/03/2023
0.6%	מרץ - 2023	3.0%	-0.4%	02/23	מכירות קמעונאיות, שינוי חודשי	ארה"ב	15/03/2023
0.6%	אפריל - 2023	-4.5%	0.1%	02/23	התחלות הבנייה, שינוי חודשי	ארה"ב	16/03/2023
3.5%	12 חודשים	2.5%	3.0%	02/23	ריבית ה ECB	גוש האירו	16/03/2023
<b>שיעור הריבית</b>	<b>ריבית בנק ישראל</b>	-	-	01/23	הכמות המבוקשת של דירות חדשות	ישראל	14/03/2023
4.25%	פברואר - 2023	0.3%	0.3%	02/23	מדד המחירים לצרכן	ישראל	15/03/2023
4.75%	12 חודשים						

**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.