

# הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

12 באוקטובר 2021, ו' בחשוון תשפ"ב

תחזית שלנו	ציפיות הנגזרות משוק ההון	
0.1% בספטמבר 0.3% באוקטובר	0.2% בספטמבר 0.4% באוקטובר	אינפלציה בחודשים הקרובים
1.6%	2.5%	אינפלציה מצטברת של 12 המדדים הקרובים (עד מדד אוגוסט 2022)
0.1%	0.0%	ריבית בנק ישראל (בעוד 6 חודשים)
₪ 3.20	₪ 3.23	שער החליפין דולר-שקל (בעוד 6 חודשים)

## נקודות מרכזיות

### בארץ

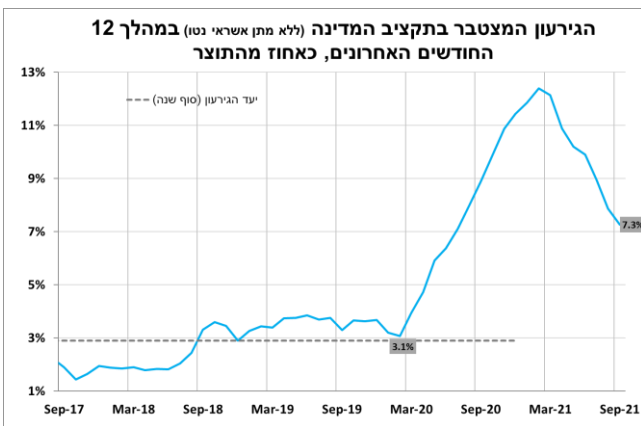
- הגירעון בתקציב המדינה ממשיך לרדת. דחייה משמעותית בגביית המיסים בספטמבר (בגלל החגים) תביא להכנסות גבוהות וירידה נוספת בגירעון בחודש אוקטובר. תחזית הגירעון שלנו לסוף 2021 יורדת מתחת ל-6 אחוזים.
- בנק ישראל יסיים את תוכניות ההרחבה השונות בחודשים הקרובים לאור השיפור בפעילות הכלכלית. ההחלטה מחזקת את הערכתנו שנראה המשך עלייה בתשואות האג"ח והתחזקות של השקל.
- בשישי הקרוב יתפרסם מדד המחירים לצרכן לספטמבר. להערכתנו תירשם עלייה של 0.1 אחוז במדד בשל עלייה (עונתית) במחיר המזון, שתקוזז עם ירידה עונתית במחירי הארחה, הנופש והטיסות.
- הנתונים המוקדמים לרבעון השלישי ממשיכים להצביע על צמיחה חזקה (אך פחות בהשוואה לרבעון השני), למרות העלייה בתחלואה. סקר מגמות בעסקים מראה שהחברות עדיין רוצות להגדיל את מצבת העובדים, אך פחות בהשוואה לחודשיים הקודמים.

### בעולם

- דוח התעסוקה בארה"ב לספטמבר היה מעורב עם גידול נמוך מהצפי במספר המשרות החדשות, לצד המשך ירידה מהירה בשיעור האבטלה. להערכתנו, למרות הצפי לצמיחה מתונה בהרבה ברבעון השלישי, הבנק המרכזי יודיע על תחילת צמצום תוכנית הרכישות בתחילת נובמבר.
- צמצום הגבלות הקורונה החודש שיפריח את הפעילות בסין, אך נתוני הצמיחה שיתפרסמו בשבוע הבא יהיו חלשים יותר. פרשת חדלות הפירעון של חברת הנדל"ן הגדולה אולי יגרום לירידה בביקושים לחומרי גלם בענף ולמיתון המחירים.
- ההסכמה הבינלאומית על יישום מס חברות מינימלי של 15 אחוזים לחברות גלובליות גדולות אושרה עקרונית בחלק גדול מהמדינות בעולם, היישום בפועל עדיין רחוק.

## הכסף יגיע אחרי החגים

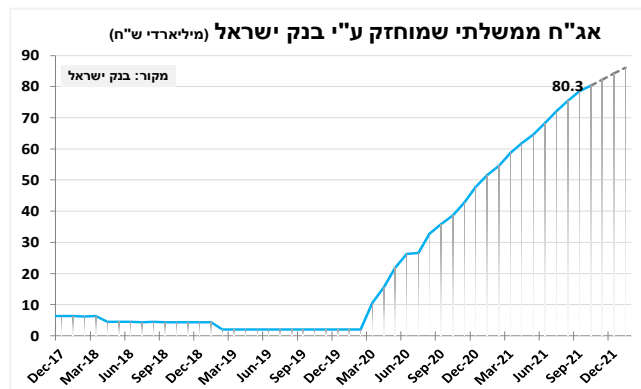
הכנסות המדינה ממסים בספטמבר (ללא מע"מ יבוא ביטחוני) עמדו על 25.4 מיליארד ₪ בלבד, אך על פי משרד האוצר גבייה משמעותית של מעל ל-8 מיליארד ₪ נדחתה לאוקטובר בשל החגים ומיעוט ימי העבודה בספטמבר.



למרות זאת הגירעון כאחוז מהתוצר ירד ל-7.4 אחוזים (ב-12 החודשים האחרונים) גם כתוצאה של המשך ירידה מתונה בהוצאה הממשלתית.

על רקע ההכנסות הגבוהות, הירידה בתחלואה, והתמתנות הוצאה הממשלתית, תחזית הגירעון שלנו לסוף 2021 יורדת מתחת ל-6 אחוזים. להערכתנו, מצבה היחסי של ישראל בהשוואה למרבית מדינות הייחוס ממשיך להשתפר, דבר שיכול לתמוך בשיפור בדירוג האשראי שלנו (ב-2022) ובחזקו של השקל.

## בנק ישראל מוריד לאט את הרגל מהגז ולא מוטרד מהאינפלציה



בנק ישראל הותיר כצפוי את הריבית ללא שינוי והתחייב להשאירה כך לזמן ממושך. עם זאת הבנק החליט לסיים את תוכניות ההרחבה השונות בחודשים הקרובים לאור השיפור בהתאוששות הכלכלית. כך בקצב הנוכחי (שירד לכ-2 מיליארד ₪ בספטמבר) הבנק יגיע לתקרה המוצהרת של רכישת האג"ח הממשלתיות לקראת סוף השנה. תוכנית רכישות אג"ח קונצרניות גם תסתיים לאחר שלא נעשה שימוש בה כמעט שנה. ההחלטה מחזקת את הערכתנו שנמשיך לראות עלייה מתונה בתשואות האג"ח, שיושפעו גם מעלייה מקבילה בעולם לאור הצמצום הקרוב בתוכנית הרכישות בארה"ב ובנקים מרכזיים נוספים.

מחזקת את הערכתנו שנמשיך לראות עלייה מתונה בתשואות האג"ח, שיושפעו גם מעלייה מקבילה בעולם לאור הצמצום הקרוב בתוכנית הרכישות בארה"ב ובנקים מרכזיים נוספים.

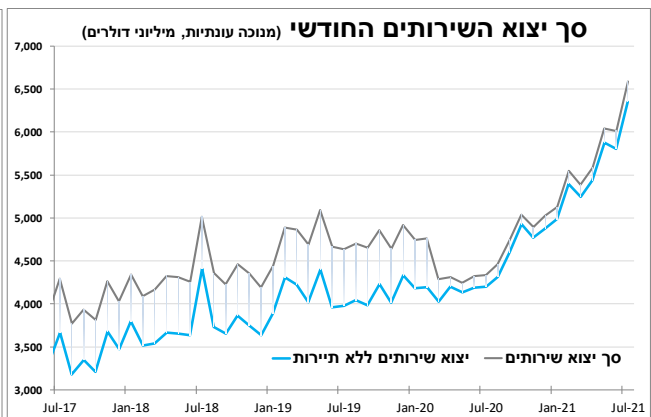
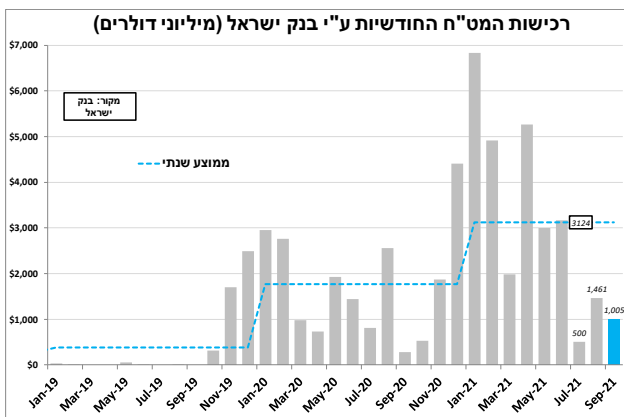
2022	2021	2020	אחוזים
5.5	7.0	-2.2	תוצר מקומי גולמי
7.0	11.5	-9.2	צריכה פרטית
6.5	7.0	-2.6	השקעה בנכסים קבועים (ללא אג"ח ומטוסים)
2.5	4.0	2.7	צריכה ציבורית (ללא יבוא ביטחוני)
4.0	7.5	1.1	יצוא (ללא ילומים והזנק)
7.5	15.0	-7.3	יבוא אזרחי (ללא ילומים, אג"ח ומטוסים)
5.2	7.1	16.1	שיעור האבטלה (רביע אחרון)
59.5	59.0	52.7	שיעור תעסוקה מותאם (רביע אחרון)
4.0	6.4	11.6	גירעון הממשלה (אחוזי תוצר)
73.0	73.5	71.5	יחס חוב-לתוצר
1.6	2.5	-0.7	אינפלציה (רביע האחרון)

במקביל, הבנק עדכן בחדות כלפי מעלה את תחזית הצמיחה השנה ל-7 אחוזים, לאור הצמיחה החריגה ברבעון השני והעדכון כלפי מעלה של הרבעונים הקודמים, ומעט כלפי מטה את התחזית ל-2022 ל-5.5 אחוזים (עדין גבוה מהאומדן שלנו ל-4.8 אחוזים).

גם תחזית האינפלציה עודכנה כלפי מעלה נוכח הזינוק במחירי האנרגיה והמשך העיכובים בשרשראות הייצור והאספקה השונות. אך נגיד הבנק הדגיש שסביר שהגורמים הללו זמניים (גם להערכתנו), והם צופים התמתנות באינפלציה בשנה הבאה.

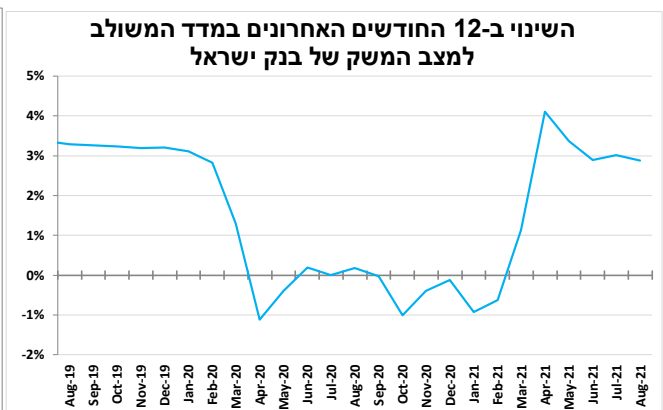
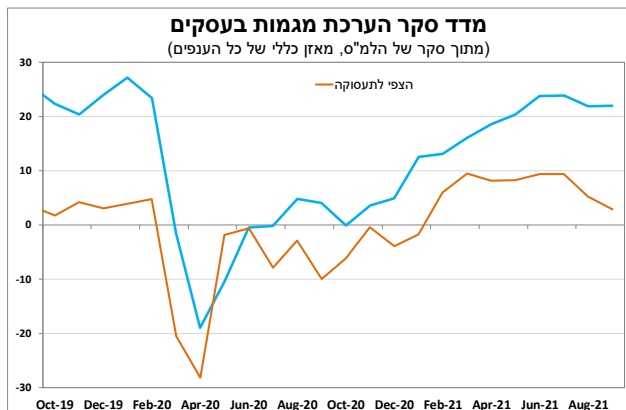
בשישי הקרוב יתפרסם **מדד המחירים לצרכן לספטמבר** ולהערכתנו תירשם עלייה של 0.1 אחוז בשל עלייה (עונתית) במחיר המזון (בשר, עוף וסיום המבצעים לקראת חגי תשרי), הירקות הטריים שיקוזז עם ירידה עונתית במחירי הארחה, הנופש והטיסות (לאחר המחירים הגבוהים של הקיץ). בנק ישראל לא צפוי לשנות את מדיניותו לנוכח המדד.

**רכישות המט"ח של בנק ישראל** נמשכו גם החודש אך בולטת הירידה בקצב ב-3 החודשים האחרונים בהשוואה למחצית הראשונה של השנה. הדבר תרם לייסוף **בשקל** לצד המשך הגידול **ביצוא השירותים** שעלה ב-10 אחוזים ביולי (על פי נתונים מנוכחים עונתיים) לשיא נוסף. כל עוד השקל חזק הסיכויים לעליית ריבית בישראל נמוכים, זאת בניגוד למספר מדינות שאינפלציה מעבר לגבול היעד העליון ושם הבנקים מאותתים (או מיישמים) העלאות ריבית גם כדי למתן את הפיחות.



**למרות התחלואה לא נרשמה ירידה משמעותית בפעילות ברבעון השלישי**

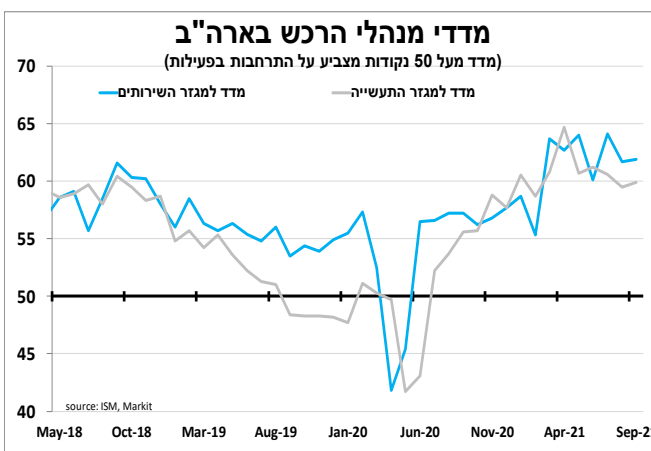
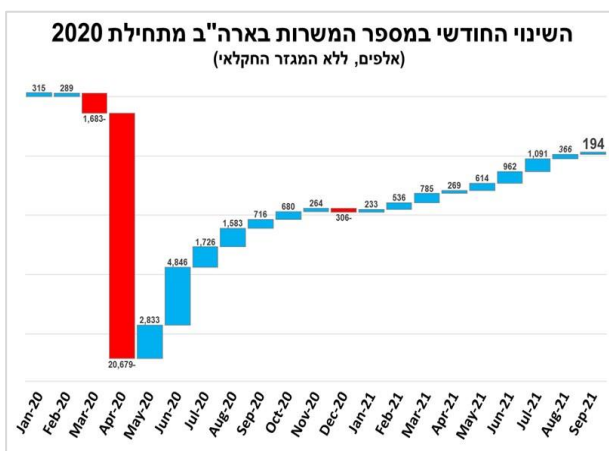
הנתונים המוקדמים לרבעון השלישי ממשיכים להצביע על צמיחה חזקה (אך פחות בהשוואה לרבעון השני), למרות העלייה בתחלואה; נתוני סך הרכישות בכרטיסי אשראי והפדיון ברשתות השיווק מצביעים על צריכה פרטית חזקה. יצוא השירותים המשיך לשבור שיאים ונרשם גם שיפור ביצוא הסחורות. גם **המדד המשולב למצב המשק של בנק ישראל** עלה בחודשיים הראשונים של הרבעון בקצב הדומה למוצע לפני המשבר. **סקר מגמות בעסקים** של הלמ"ס הצביע על המשך אופטימיות ברוב הענפים בספטמבר (אך פחות בהשוואה לאוגוסט), מלבד המלונאות (עקב המחסור בתיירים).



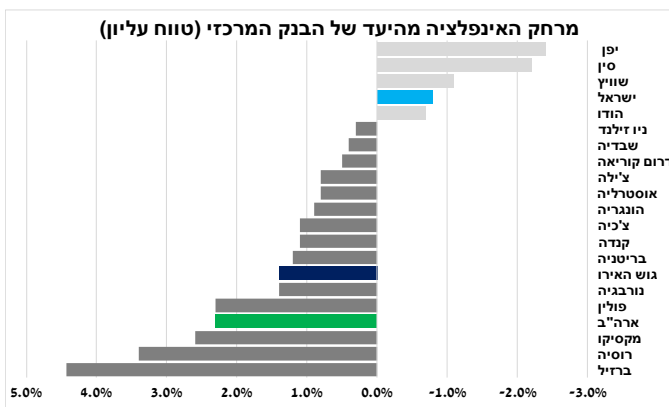
יש לציין שהחברות עדיין מצפות להמשך גידול במספר העובדים, אך פחות בהשוואה לחודשיים הקודמים. הדבר אולי מסביר בחלקו את ההאטה במדדי התעסוקה באוגוסט.

**בארה"ב יצמצמו לאט, בשאר העולם כבר מתחילים, גוש האירו נשאר מאחור**

דוח התעסוקה הראשוני בארה"ב לספטמבר היה מעורב; נוספו 194 אלף **משרות חדשות**, נמוך מהצפי אך נתוני החודשיים הקודמים עודכנו כלפי מעלה. בלטה ירידה חריגה במספר המועסקים **בסקטור הציבורי** (מינוס 123 אלף), במיוחד בענפי החינוך והבריאות. ייתכן והחמרת ההגבלות סביב החיסון והבדיקות תרמו לכך. במקביל, **שיעור האבטלה** (שמחושב בסקר נפרד) ירד בחדות ל-4.8 אחוזים (5.2% באוגוסט) וזאת עם ירידה זעירה בשיעור ההשתתפות. **סנטימנט החברות** נותר גבוה בספטמבר, כך על פי **מדד מנהלי הרכש**. עוד עולה מהסקר שלמרות השיבושים האופטימיות של העסקים עדיין גבוהה לאור הירידה בתחלואה וההתמתנות (הקלה) בלחצי המחירים בהשוואה לחודשיים הקודמים.



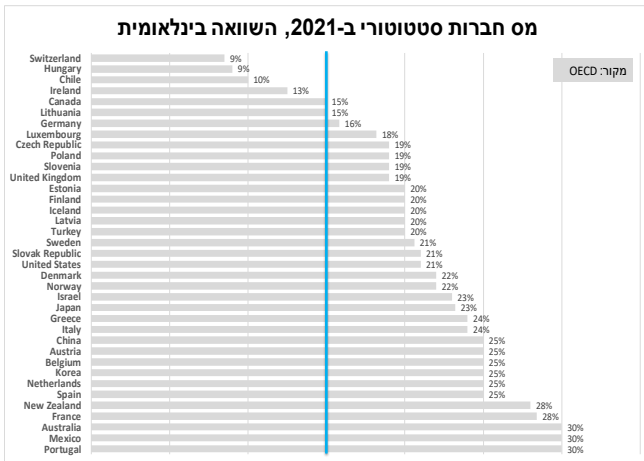
למרות הנתונים המעורבים **וצפי לצמיחה מתונה בהרבה ברבעון השלישי** (בהשוואה למחצית הראשונה המאוד חזקה), זה לא משנה את הערכתנו שהבנק המרכזי יודיע על תחילת צמצום תוכנית הרכישות בתחילת נובמבר, הערכה שכבר תרמה לעלייה בתשואות האג"ח ובתנודתיות בשווקים.



בעוד הבנק המרכזי בארה"ב מאותת שיפעל לאט, הבנק המרכזי בגוש האירו מאותת שצמצום משמעותי לא על הפרק. במדינות שאינפלציה מעבר לגבול היעד העליון ממשיכים לאותת או ליישם כבר העלאות ריבית. כך נרשמו בשבוע האחרון עליות ריבית בצ'כיה, הונגריה ובפולין גם כדי למתן את הפיחות במטבעות המקומיים שלהם. אנו צופים ש**גם הבנק המרכזי בבריטניה יפעל** באופן דומה עד לסוף השנה.

**קודם ארה"ב ואח"כ שאר העולם**

ההסכמה הבינלאומית על יישום **15 אחוזים לחברות גלובליות גדולות** אושר עקרונית במרבית המדינות בעולם. אך להערכתנו, הדרך ליישום עוד רחוקה כאשר הדבר צריך לעבור בחקיקה בכל המדינות, כאשר הוגדרו לוחות זמנים עקרוניים עד לסוף 2023.



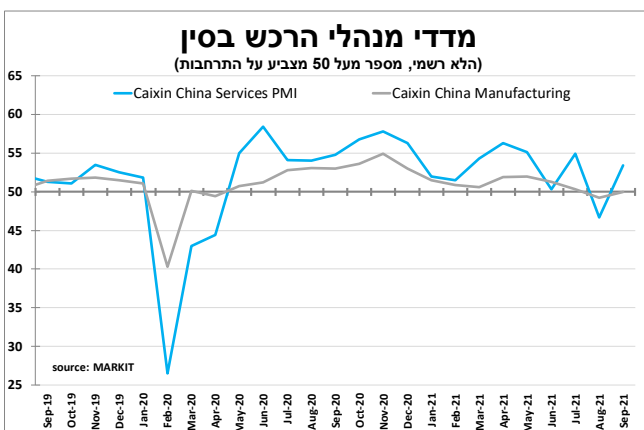
ההשפעה על ענקיות הטכנולוגיה ברובה שלילית אבל איננה חד משמעית, כי לצד מס אפקטיבי גבוה יותר הדבר יעצור את הניסיונות הפרטניים של מספר מדינות למסות אותן באופן ישיר ע"י מיסוי שירותים במדינה בה היא נצרכת, ולא ימנע מהן המשך תכנון מס יצירתי.

שלב נוסף ורחוק יותר שלגביו לא נקבע לו"ז כולל **מיסוי ההכנסות ממכירת נכסים לא מוחשיים** במדינות בהן נעשית הצריכה. כרגע אין הסכמה בנושא והדבר יחייב שינוי של אמנות המס בין המדינות. במידה והמס ייושם

(להערכתנו, סיכוי קטן ביותר) הדבר יגדיל את ההכנסות ממסים בעיקר במדינות הגדולות ויפגע בעיקר במקלטי המס הבינלאומיים (לרוב מדינות קטנות שמעודדות התאגדות חברות בינלאומית ע"י מס חברות נמוך או הטבות).

כפי שניתן לראות שוב בשבוע האחרון שפעם המי-יודע-כמה נושא פשיטת הרגל התיאורטית של ארה"ב בגלל תקרת החוב נדחה ברגע האחרון. הפעם הדחייה קצרה במיוחד עד לדצמבר, כך שיש לנציגים בקונגרס עוד כחודשיים להתכתש בנושא התקציב, תקרת החוב, תוכנית התשתיות ומס החברות המינימלי. הדבר לא מוסיף יציבות למערכת.

**הסרת ההגבלות שיפורה את הפעילות בסין, אך נתוני הצמיחה לרבעון השלישי יהיו מאכזבים**



מדדי מנהלי הרכש בסין לספטמבר הראו שיפור בהשוואה לאוגוסט, בעיקר בשל ההסרה של ההגבלות המחמירות. כך **המדד לענפי השירותים עלה ל-53.4** נקודות (46.7 באוגוסט). **בשבוע הבא יתפרסמו נתוני הצמיחה הראשוניים לרבעון השלישי** והם צפויים להצביע על האטה בהשוואה לתחילת השנה. ההגבלות על ייצור החשמל יבואו לידי ביטוי בנתוני הרבעון האחרון. יצוא הסחורות המשיך להוביל את הצמיחה, אך שאר הענפים צמחו בקצב איטי יותר בשל הסגרים הנקודתיים.

בדגש על ענף הנדל"ן למגורים שחוה האטה גם בשל חמרת התנאים להלוואות וגם בשל פרשת חדלות הפירעון של חברת הנדל"ן הגדולה במדינה (EverGrade). פרשה זו הזניקה משמעותית את מרווח התשואה על אג"ח בכל הענף, דבר שיקשה לחלקן למחזר את החוב. הגורמים הללו ימשיכו להכביד על הצמיחה של סין, שתאט להערכתנו עוד יותר בשנה הבאה, דבר שיכול למתן את הביקושים לחומרי גלם, כשסין היא הקונה הגדולה בעולם.

**תחזית לשינויים במחירים בשלושת המדדים הקרובים**

ממד המחירים הסיטוניים של תפוקת התעשייה (ללא דלקים)	ממד מחירי תשומה בבנייה למגורים	סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן	ממד המחירים לצרכן	תקופה
0.5%	0.8%	0.0%	0.3%	ממדי ספטמבר-אוקטובר-נובמבר (מצטבר)
0.2%	-0.2%	-0.2%	0.0%	הנתון בתקופה המקבילה אשתקד
1.8%	1.4%	1.1%	0.8%	שלושה מדדים קודמים

**פרסומים חשובים לשבוע הקרוב**

תאריך	ישראל	ארה"ב	אירופה	עוד בעולם
יום שלישי, ה-12 באוקטובר	מדד אמון הצרכנים	משרות פנויות	דוח תעסוקה בבריטניה	
יום רביעי, ה-13 באוקטובר	סחר סחורות	אינפלציה. פרוטוקולים של הפד	ייצור תעשייתי בגוש האירו	סחר חוץ בסין
יום חמישי, ה-14 באוקטובר	מכירות דירות חדשות	ממד המחירים ליצרן		אינפלציה בסין
יום שישי, ה-15 באוקטובר	מדדי המחירים לחודש ספטמבר	מכירות קמעונאיות		
יום ראשון, ה-17 באוקטובר	סקר משרות פנויות. עדכון צמיחה רבעון שני			
יום שני, ה-18 באוקטובר	סקר כח אדם	ייצור תעשייתי ארה"ב		צמיחה בסין ברבעון השלישי. ייצור תעשייתי ומכירות קמעונאיות בסין

סקירה זו מתפרסמת בכתובת

<https://www.harel-group.co.il/finance/research-and-reviews/economic-surveys/Pages/default.aspx>  
[oferkl@harel-ins.co.il](mailto:oferkl@harel-ins.co.il)

הערות ושאלות ניתן להפנות לעפר קליין; בדואר אלקטרוני [oferkl@harel-ins.co.il](mailto:oferkl@harel-ins.co.il)  
 אם ברצונך להסיר את שמך מרשימת התפוצה של קבוצת הראל, אנא שלח אלינו בקשה זו במייל חוזר.

הכותבים ו/או חברות בקבוצת הראל ו/או בעלי עניין בהן ו/או בעלי השליטה בקבוצה, עשויים להחזיק ו/או לסחור, בעבור עצמם ו/או בעבור אחרים, בניירות הערך והנכסים הפיננסיים המצוינים בעבודה זו, וזאת אף באופן המנוגד לאמור בעבודה זו. ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנזכרים בעבודה זו עלולים שלא להתאים לכל משקיע. אין לראות בעבודה זו משום שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות המתחשב בצרכיו האישיים והמיוחדים של כל משקיע. העבודה אינה מהווה תחליף ליעוץ מס ואין בה תיאור ממצה של כל הוראות המיסוי.

אין להעתיק, לשכפל, לצטט, להפיץ, או להעביר את העבודה או חלקים ממנה ללא קבלת אישור מראש ובכתב מהראל. עבודה זו מתבססת על מידע פומבי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעיני החברה כאמינים. האמור בעבודה זו משקף את חוות דעתנו במועד פרסום העבודה, וזו יכולה להשתנות בכל עת וללא מתן הודעה נוספת. החברה לא תהיה אחראית, בכל צורה שהיא, לנזק ו/או הפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה מהסתמכות על עבודה זו, וכן אינה מתחייבת כי התבססות על המידע המופיע בעבודה זו עשוי להניב רווחים. הפרסום אינו מהווה הצעה לרכישת ני"ע/יחידות בקרן/תעודת סל והרכישה תיעשה רק על פי התשקפים שבתוקף והדיווחים המידיים.