



09.09.2019

כלכלית בראשון

הגירעון התקציבי יותר גבוה גם בשנה הבאה

תחזית לתוספת של 160 אלף משרות, בייחוד כשהתוספת במגזר הפרטי הייתה נמוכה מאוד ועמדה על 95 אלף משרות. מתחילת השנה ניכרת האטה בגידול החודשי במספר המשרות. תוספת המשרות החודשית הממוצעת ב-12 החודשים האחרונים עומדת על 173 אלף, נמוכה מהממוצע בשנת 2018 שעמד על 223 אלף משרות לחודש. יחד עם זאת, נתון של 130 אלף משרות עדיין מספיק כדי לשמור על תעסוקה מלאה (בשיעור השתתפות יציב), ובהיתן שהמשק האמריקני נמצא בקרבת תעסוקה מלאה, קשה לומר שהנתון מהווה אינדיקציה להאטה. שיעור האבטלה נותר יציב בשיעור של 3.7% והשכר למשרת שכיר עלה באוגוסט ב-0.4% ובשנים עשר החודשים האחרונים בשיעור שנתי של 3.2%, מה שיכול להצביע על עודף ביקוש לעובדים.

החולשה בפעילות התעשייתית מתרחבת גם לארה"ב. מדד מנהלי הרכש של ה-ISM למגזר התעשייה ירד באוגוסט לרמה של 49.1 נקודות, רמה המצביעה על התכווצות של הפעילות, בפעם הראשונה מאז 2016. רכיב ההזמנות החדשות היה נמוך במיוחד, 47.2 נקודות, כך שכנראה צפויה היחלשות בפעילות גם בחודשים הקרובים. מדד מנהלי הרכש הגלובלי נמצא זה החודש הרביעי ברציפות ברמה המצביעה על התכווצות בפעילות התעשייתית - 49.5 נקודות באוגוסט. מצב ענפי השירותים היה טוב יותר, ומדד מנהלי הרכש למגזר זה הגיע באוגוסט ל-56.4 נקודות, נתון המשקף מצב של התרחבות בפעילות. ההאטה שמסתמנת בכלכלת ארה"ב מתרכזת בשלב זה בעיקר במגזר התעשייה, מדדי אמון הצרכנים אומנם ירדו מעט בחודשים האחרונים, אך יחד עם נתוני התעסוקה הם מצביעים על מצב איתן יחסית של הצרכן האמריקני.

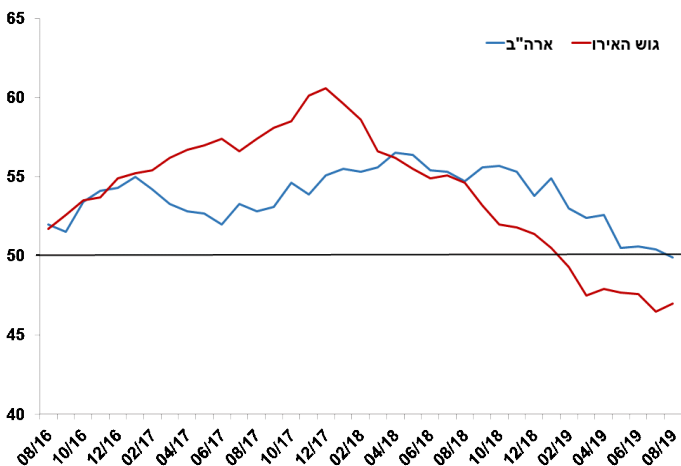
- מלחמת הסחר פוגעת עד כה בעיקר בענף התעשייה ובהשקעות הריאליות (CAPEX) בעולם. ישראל תלויה יותר בענפי הטכנולוגיה ובעיקר בענפי השירותים, ויתכן שזה צמצם את הפגיעות של המשק עד עתה.
- אנו מעריכים כי הממשלה החדשה שתקום, תנסה להימנע מקיצוץ חד בתקציב שיכולות להיות לו גם השפעות על הצמיחה.
- נגיד בנק ישראל הגדיר את מדיניות רכישת המט"ח כ'עמימות קונסטרוקטיבית', כלומר רכישת מט"ח תעמוד על הפרק, אם יחול ייסוף מהיר.

כלכלה גלובלית

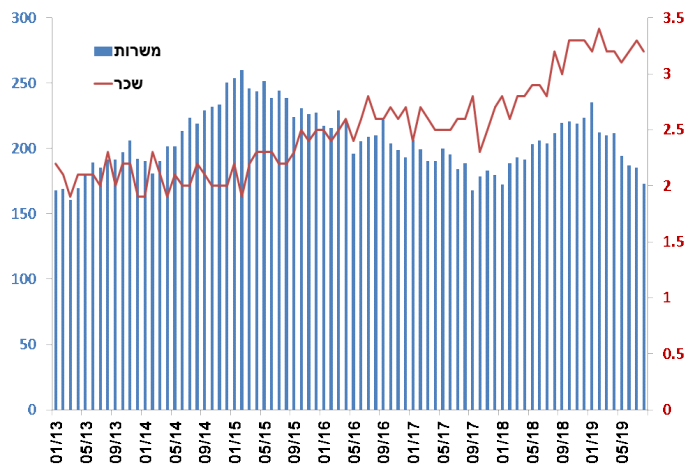
ההודעה על חידוש מתוכנן של שיחות הסחר בין ארה"ב לסין בחודש אוקטובר בוואשינגטון נתפסה בשווקים כהתפתחות חיובית. גם ההודעה של מנהיגי הונג קונג על כוונתם לסגת מהצעת חוק הגירוש לסין, שיצרה התנגדות ומחאות של האוכלוסייה המקומית, תרמה לרגיעה בשווקים. מאידך, נמשכות הטלטלות בנושא הברקזיט, וטרם ברור האם יקדימו את הבחירות בבריטניה או שביקשו הארכה נוספת מהאיחוד מעבר לסוף אוקטובר. הבנקים המרכזיים צפויים להמשיך ולנסות לקזז את השפעתם של האירועים הגיאופוליטיים על הצמיחה, ע"י הורדת ריבית. באירופה צפויה הורדת ריבית השבוע והפד צפוי להפחית את הריבית עוד לפחות פעמיים עד סוף השנה.

ארה"ב - נתוני שוק העבודה בחודש אוגוסט היו מעורבים. בחודש אוגוסט נוספו למשק האמריקני 130 אלף משרות, נתון מעט מאכזב למול

ענף התעשייה החל להתכווץ גם בארה"ב
מדד מנהלי הרכש, נתון מתחת ל-50 נקודות מצביע על התכווצות בפעילות



ארה"ב : האטה בגידול החודשי במספר המשרות
משרות חדשות- ממוצע נע 12 חודשים, שכר- שיעור שינוי שנתי



האחרון. מדד מנהלי הרכש של Caixin עבור התעשייה עלה מ-49.9 נקודות ביולי ל-50.4 נקודות באוגוסט. המדד המתייחס לסך התפוקה, כולל ענפי השירותים, עלה מ-50.9 נקודות ביולי ל-51.6 נקודות באוגוסט. ככל הנראה, השיפור בנתונים נובע, בין היתר, מצעדי מדיניות מרחיבים שנקטו ע"י הממשלה בחודשים האחרונים. הצירוף של נתונים חיוביים ובלית הסלמה במלחמת הסחר הביא לאופטימיות בשוקי ההון המקומיים, שבה לידי ביטוי בעלויות שבועיות של כמעט 4% במדדי המניות.

ישראל

ההאטה בעולם לא הגיעה עד כה לישראל. האינדיקטורים לצריכה הפרטית עדיין מצביעים על עלייה מרשימה בצריכה – הרכישות בכרטיסי אשראי עלו בחודשים מאי-יולי 2019 בשיעור שנתי של 9.4%, המכירות ברשתות השיווק עלו בחודשים מאי-יולי בשיעור שנתי של 4.7%. מדד אמון הצרכנים של בנק הפועלים עלה בחודש אוגוסט ורמתו קרובה לרמת השיא שנרשמה בחודש יוני אשתקד. השיפור באמון הצרכנים בולט לחיוב על רקע המגמה השלילית בשוקי המניות בחודש זה, והעלייה בגורמי אי-הוודאות הגלובליים. שני נתונים עשויים בכל זאת לאותת על האטה מסוימת בצמיחה: הראשון הוא עלייה בשיעור מתון של 2% בלבד בהכנסות ממסים מתחילת השנה, והשני הוא התייצבות במספר משרות השכיר. העלייה המתונה בהכנסות ממסים מוסברת בחלקה ביבוא כלי-רכב, ויתכן שגם הייסוף השפיע על מיסי היבוא (ירידה בערך היבוא). בלימת העלייה במספר המשרות הושפעה אולי מהקרבה לתעסוקה מלאה, והמשך עליית השכר תומכת בהערכה זו.

מלחמת הסחר פוגעת עד כה בעיקר בענף התעשייה ובהשקעות הריאליות (CAPEX) בעולם. ישראל תלויה יותר בענפי הטכנולוגיה ובעיקר בענפי השירותים, ויתכן שזה צמצם את הפגיעות של המשק עד עתה.

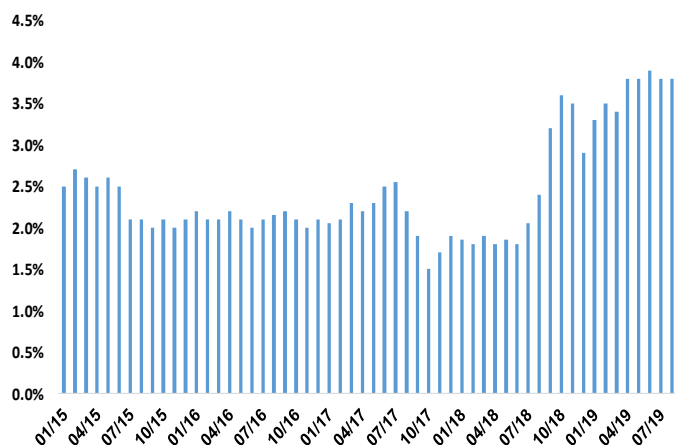
הגירעון התקציבי נותר ברמה של 3.8% מהתוצר. כדי שהגירעון יחזור ליעד של 2.5% מהתוצר בשנה הבאה, הממשלה צריכה לקצץ בהוצאות או להעלות מסים בסכום כולל של כ-25 מיליארד שקל, ואנו מעריכים כי הממשלה החדשה שתקום, תנסה להימנע מקיצוץ חד כזה, שיכולות להיות לו גם השפעות על הצמיחה. חברות הדירוג לא התרגשו במיוחד מעליית הגירעון, והעריכו שהממשלה החדשה שתקום תפעל לצמצומו, ובכל

הצמיחה בגוש האירו חלשה והאינפלציה התייצבה בחודשים האחרונים סביב רמה של 1.0% מה שצפוי להביא כבר השבוע לשינוי במדיניות הבנק המרכזי. מדד מנהלי הרכש למגזר התעשייה עלה מעט בחודש אוגוסט לרמה של 47.0 נקודות, אך בהשפעת מלחמת הסחר הוא נמצא זה החודש השביעי ברציפות במגמת התכווצות. מדד מנהלי הרכש למגזר השירותים מצביע על התרחבות בפעילות והוא עמד באוגוסט על רמה של 53.5 נקודות. בגרמניה מתגברים הסיכויים שהכלכלה תגלוש למיתון. ההזמנות לתעשייה ירדו ביולי, ובלטה הירידה בהזמנות החדשות של עסקים מחו"ל בשיעור חד של 6.7%. בנוסף, הייצור התעשייתי ירד בשיעור של 4.2% יחסית לאותו החודש אשתקד. באיטליה, נמשכה האופטימיות בשווקים כתוצאה מהקמת קואליציה ממשלתית חדשה שנתפסת כדוגלת בשמירה על המשמעת התקציבית, תוך ריסון הגרעון שנוצר. הבנק המרכזי האירופי צפוי להתכנס ביום חמישי הקרוב, וההערכות הן שעל שולחנו מונחות מספר אופציות להמרצת הכלכלה, שיכולות להגיע בנפרד או כחלק מחבילה כוללת: הורדת ריבית ל: -0.5%, תוכנית רכישות אג"ח חדשה ומדיניות הכוונה תומכת יותר. השקה של תוכנית רכישות חדשה כבר יוצרת מתיחות בין מקבלי ההחלטות בבנק המרכזי, כשהמתנגדים המרכזיים הם הגרמנים.

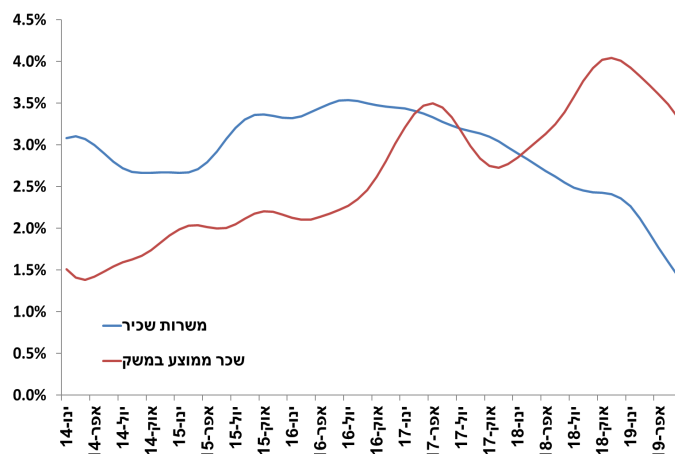
בריטניה מתקשה לקבל הכרעה פוליטית באשר לאופן היציאה מהאיחוד. הדד-ליין הנוכחי הוא סוף חודש אוקטובר. הרוב בפרלמנט, ובכלל זה מספר חברים במפלגה של ג'ונסון, אינם רוצים לקחת את הסיכון של יציאה ללא הסכם, ומעוניינים בדחייה של הדד-ליין. ראש הממשלה, בוריס ג'ונסון, סבור שניתן להגיע להסכם, אם האיחוד ידע שבריטניה מוכנה לצאת גם ללא הסכם. המחלוקת העיקרית כרגע זה נושא הגבול עם אירלנד (באקסטופ).

מנהיגי סין הודיעו על שורה של צעדים מרחיבים במטרה לעודד את הצמיחה במשק. הבנק המרכזי הפחית את שיעורי המזילות המוטלים על הבנקים המסחריים ב-0.5% לרמה של 13%, הרמה הנמוכה ביותר מאז ספטמבר 2007, ובכך הזרים לשוק 900 מיליארד יואן (כ-126 מיליארד דולר) והערכות שהפחתות דומות נוספות צפויות בהמשך. האינדיקטורים המאקרו כלכליים מצביעים על שיפור מסוים בפעילות המשק הסיני בחודש

ישראל: הגירעון התקציבי נותר ברמה של 3.8% מהתוצר
גירעון תקציבי, אחוז מהתמ"ג



ישראל: העלייה במספר המשרות נבלמה
שיעור שינוי שנתי, נתוני מגמה



אותו בהדפסות כסף, כל עוד האינפלציה לא עולה. בנסיבות אלו אנו מניחים שהממשלה תחליט לקבוע יעד חדש לגירעון ברמה שגבוהה מ-3% מהתוצר, ולהסתפק בהתאמה פיסקאלית קטנה יחסית.

מדדי המחירים של החודשים יוני-יולי ירדו במצטבר ב-0.9% וכרו בור עמוק לשיעור השנתי של האינפלציה. למעשה האינפלציה השנתית (בהסתכלות של 12 חודשים אחורה) לא צפויה לחזור לתחום היעד לפני חודש אוגוסט 2020. למרות שבנק ישראל בוחן את סביבת האינפלציה העתידית, ולא רק את העבר, הנתון הזה לא יאפשר העלאת ריבית תקופה ארוכה מאוד.

תשואת מק"מ לשנה עומדת על 0.16% והיא מגלמת צפי להפחתת ריבית בתחילת השנה הבאה. בנק ישראל שינה את ההכוונה המוניטרית שלו בהחלטת הריבית האחרונה, ואפשר לפרש אותה כתומכת בהפחתת ריבית: "... במידת הצורך, הוועדה תנקוט בצעדים נוספים כדי להרחיב עוד יותר את המדיניות המוניטרית, על מנת לתמוך בתהליך שבסופו האינפלציה תתייצב בסביבת מרכז תחום היעד, ובפעילות הכלכלית". אנו מעריכים כי ישמור את כלי הריבית לתרחיש של ייסוף חד בשער החליפין של השקל, וגם אז לא בטוח שזה יהיה כלי המדיניות הראשון שבנק ישראל יעדיף להשתמש בו. נגיד בנק ישראל הגדיר את מדיניות רכישת המט"ח כ'עמימות קונסטרוקטיבית', כלומר רכישת מט"ח תעמוד על הפרק, אם יחול ייסוף מהיר.

מקרה שוק ההון פה יכול לממן גם גירעונות גבוהים בהרבה. התשואות בשוק ההון מגלות אף הן אדישות גבוהה לעליית הגירעון, התשואה לעשר שנים גבוהה במעט מאחוז אחד, ואף הייתה עד לאחרונה נמוכה מזה.

מדוע תשואות האג"ח אינן מגיבות לחשש מעליית החוב הציבורי? אפשרות אחת היא שהשחקנים נותנים קרדיט לממשלה, וניסיון העבר באמת מראה שלאורך זמן הממשלות ידעו לבצע את ההתאמות הנדרשות. אפשרות שניה היא שתשואות האג"ח מושפעות בעיקר מתאוריית הציפיות, כלומר התשואות לטווחים הארוכים הן שקלול של הציפיות להתנהגות הריבית קצרת הטווח. ככל שהפסימיות בעולם גוברת, למשל בשל התמשכות מלחמת הסחר, השווקים מעריכים שהבנקים המרכזיים יגיבו בהפחתות ריבית, שיישארו עמנו לאורך זמן, ולכן גם התשואות הארוכות יורדות. בדרך כלל כשהגירעון עולה הוא מעלה עמו גם את הציפיות לאינפלציה, והבנקים המרכזיים מחויבים ליעד הזה, קצת יותר ממה שהממשלה מחויבת ליעד התקציב, ולכן תיאוריית הציפיות הביאה במצבים כאלו להתללה של עקום התשואות (בציפייה לעליות ריבית של הבנק המרכזי). אלא שמסיבות שאינן לגמרי ברורות, האינפלציה בשנים האחרונות נמוכה בלי קשר למחזור העסקים, והשווקים לא מאמינים שהיא תעלה, בלי קשר למדיניות שתופעל. **אם אין אינפלציה, אין העלאת ריבית, התשואות הארוכות יורדות וזה מאפשר לממן את הגירעון בקלות.** בנסיבות האלו אין את השוט שמאיים על הממשלה ומחייב אותה למשמעת פיסקאלית, וזה מקטין את הסיכוי שהממשלה שתקום תאמץ יעד מאתגר שיפחית את יחס החוב הציבורי לתוצר. המצב הזה לא ייחודי לישראל, בארה"ב הגירעון התקציבי צפוי להגיע השנה ל-4.5% מהתוצר, והתשואות ארוכות הטווח ירדו לשפל היסטורי. מספר כלכלנים בארה"ב אפילו סבורים שאין צורך להקטין את הגירעון, אפשר פשוט לממן

תחזיות ריבית ומדד המחירים לצרכן	
שיעור שינוי	מדד המחירים לצרכן
0.1%	אוגוסט – 2019
0.0%	ספטמבר – 2019
0.8%	2019
1.2%	12 חודשים
שיעור הריבית	ריבית בנק ישראל
0.25%	אוגוסט – 2019
0.25%	דצמבר – 2019
0.25%	12 חודשים

אירועים מרכזיים בשבוע הקרוב					
תאריך	מדינה	נתון כלכלי	תקופה	תחזית	נתון קודם
12/09/2019	ארה"ב	מדד המחירים לצרכן (MOM)	08/19	0.1%	0.3%
13/09/2019	ארה"ב	מכירות קמעונאיות (MOM)	08/19	0.3%	0.7%
13/09/2019	ארה"ב	מדד אמון הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן	09/19	90.0	89.8
12/09/2019	גוש האירו	מדד ה-Sentix	09/19	-13.4	-13.7
12/09/2019	גוש האירו	החלטת ריבית	09/19	-0.5%	-0.4%
11/09/2019	ישראל	סחר החוץ של ישראל	08/19	-	-

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 בנתוניו, צרכיו 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 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