

סקירה מאקרו כלכלית – ישראל והעולם

7 בנובמבר 2021

תחזיות

ריבית בנק ישראל

נוכחי:
0.1%

מועד ההכרזה הקרוב:
22/11/21

צפי ריבית:
ללא שינוי

(אח"כ 03/01/22)

מדד המחירים לצרכן

מדד נובמבר 2021:
0.0%

12 החודשים הבאים:
+2.4%

אלוקציה

מניות

חשיפה מומלצת: 100%

ישראל	חו"ל
30%	70%

עדיפות:

1. בנקים (ישראל וחול)
2. NASDAQ
3. S&P 500
4. EURO STOXX 600

אג"ח ממשלת ישראל

מח"מ מומלץ:

שקלי: בינוני
צמוד: בינוני

צמוד	שקלי
60%	40%

ריביות רשמיות

ארה"ב: 0.0%-0.25%
 גוש האירו: 0.0%
 בריטניה: 0.1%
 יפן: -0.1%

כתב: ד"ר רון אייכל

יועץ כלכלי

נקודות מרכזיות

ישראל:

- לאחר 3 ימי הצבעות מרתוניים, אושר תקציב המדינה לשנים 2021 ו-2022. להוציא העלאת גיל הפרישה לנשים, התקציב לא מכיל גזירות קשות, אך מכיל רפורמות ומאפשר לסקטור הציבורי לפעול
- מחקר בבנק ישראל - בחינה בינ"ל של ריביות נמוכות ומרווח הריבית של הבנקים: האם הם תלויים במידת התחרות

האפיק הממשלתי

- לאחר חודשיים של זינוק בהערכות השוק באשר לריסון מוניטרי ב-2022, השבוע נרשמה פניית פרסה
- טווחים קצרים – עדיפות לאפיק הצמוד על פני השקלי, לאור האינפלציה הברורה והצפי כי זו עלולה להמשיך ולהפגיע בחודשים הקרובים
- טווחים ארוכים – ניטרלי עם עדיפות קלה לצמודים. אנו מעדיפים מח"מ בינוני

האפיק קונצרני - עדיפות לאיגרות הצמודות

הכלכלה העולמית:

- בעוד שב-Fed יתחילו החודש בצמצום של 15 מיליארד דולר בהיקף הרכישות החודשי הנאמד ב-120 מיליארד דולר, בבנק המרכזי הבריטי מצביעים בעד הותרת המדיניות ללא שינוי
- האינדיקטורים השוטפים בסין מצביעים על סטגפלציה – עליות מחירים וצמצום בתפוקה

השבוע במרכז



סימנים ברורים לסטגפלציה בסין

הכלכלה המקומית

לאחר שנה ו-10 חודשים המדינה חוזרת לעבוד עם תקציב

לאחר 3 ימים של הצבעות מרתוניות, אושרו תקציבי המדינה לשנים 2021 ול-2022 וגם חוק ההסדרים המכיל את עיקרי הרפורמות הכלכליות. אישור התקציב האחרון בכנסת (מארס 2018) היה לשנים 2018 ו-2019 ומשנת 2020 המדינה פעלה ללא תקציב מאושר.

תקציב המדינה לשנת 2021 עומד על 432.3 מיליארד שקלים, ובשנת 2022 על 452.5 מיליארד שקלים. בשנת 2022 יעמוד תקציב החינוך על כ-70 מיליארד שקלים ותקציב מערך ההשכלה הגבוהה יעמוד על כ-12 מיליארד שקלים. תקציב הבריאות יעמוד על כ-45 מיליארד שקלים, תקציב משרד הביטחון יעמוד על כ-60 מיליארד שקלים, תקציב פיתוח התחבורה יעמוד על כ-36 מיליארד שקלים, תקציב משרד הרווחה והרשות לזכויות לניצולי שואה על כ-15 מיליארד שקל.

להלן עיקרי הדברים בתוכנית הכלכלית:

- **גיל הפרישה לנשים** יועלה בהדרגה מ-62 ל-65 שנים עד 2032. התוכנית מלווה בסיוע כספי.
- **האג"ח המיועדות**, המשמשות לסבסוד החיסכון לפנסיה, יוחלפו במנגנון של הבטחת תשואה ממשלתית. המנגנון ייכנס לתוקף רק אם התשואה על השקעת החיסכון תהיה נמוכה.
- **תוקם רשות ממשלתית** שתפעל להפחתת הרגולציה שמטילות רשויות אחרות על הציבור. הרשות תשמש בינתיים בעיקר גוף מייעץ, וכמעט לא יהיו לה סמכויות לכפות ביטול של רגולציה
- **רפורמה בכשרות**: מ-2023 ייפתח שוק הכשרות לתחרות מלאה. גופים פרטיים שיקבלו רישוי לשם כך, יוכלו להעניק תעודות כשרות – ולהתחרות זה בזה ובמועצות הדתיות.
- **רפורמה ביבוא**: לשם הפחתת יוקר המחיה, תופחת הרגולציה הייחודית לישראל, ויוסרו חסמים ליבוא מקביל בתחומים כגון מוצרי חשמל, מוצרי ילדים, מזון ותמרוקים. אפשר יהיה לייבא מוצרים על בסיס רגולציה אירופית, תוך הצהרה כי הם עומדים בתקנים. בשר ומזון לתינוקות הוחרגו מהרפורמה. במשרד האוצר צופים חיסכון של כ-8 מיליארד שקל בשנה הודות לרפורמה זו
- **תוטל אגרת גודש** בגוש דן החל מ-2025.
- **רפורמת הבנקאות הפתוחה**: גופים פיננסיים, ובהם חברות פינטק, יוכלו לספק לצרכנים שירותים של השוואת עלויות. מיוני 2022 יחויבו הבנקים למסור לגופים כאלה מידע על חשבונות העו"ש של לקוחותיהם ועל פעילותם בכרטיסי אשראי.
- **יוטל מס על כלים חד-פעמיים** (נכנס לתוקף ב-1 בנובמבר 2021).
- **יוטל מס על משקאות ממותקים** (אמור להיכנס לתוקף בינואר 2022).
- **תונמך התקרה לתשלום במזומן** בבתי עסק ולעצמאים מ-11 אלף שקל ל-6,000 שקל.
- **המתווה להפחתת הגירעון יידחה**, כך שתקרת גירעון של 1.5% מהתמ"ג תחול רק מ-2026, ולא מ-2024.

להבנתנו, להוציא מיסוי על כלים חד פעמיים או על משקאות ממותקים, שתפקידו הוא שינוי התנהגות, ה"גזירה" המרכזית היא העלאת גיל הפרישה לנשים, דבר שלכשעצמו היה מתבקש,

עקרב העלייה בתוחלת החיים. יתר על כן, עצם אישור התקציב הוא הדבר הגדול אשר מאפשר לסקטור הציבורי ולממשלה לפעול ולקדם את המשק.

מחקר בבנק ישראל - בחינה בינ"ל של ריביות נמוכות ומרווח הריבית של הבנקים: האם הם תלויים במידת התחרות

הקשר בין רמת הריבית השוררת במשק לבין ביצועיהם של הבנקים הוא נושא חשוב בהבנה של השפעת המדיניות על המערכת הבנקאית ועל הפעילות הכלכלית, ובפרט שוק האשראי. מחקר חדש שנכתב בבנק ישראל עושה שימוש במאגר נתונים רחב ומפורט, הכולל מידע על בנקים ממדינות ה-OECD לשנים 1995 עד 2019, בוחן את הגורמים המשפיעים על מרווח הריבית נטו של הבנקים (Net Interest Margin), ובפרט, כיצד מרווח זה מושפע מסביבת הריבית הקצרה במשק וממידת התחרות המאפיינת את המערכת הבנקאית באותה מדינה.

במחקר נמצאו הדברים הבאים:

- **שכל שהריבית הקצרה במשק גבוהה יותר, כך גדל מרווח הריבית** שהוא הפער בין ההכנסה מריבית לעלות המקורות של הבנקים. התוצאה הזו משקפת השפעה גדולה יותר על צד ההכנסות לצד השפעה חלשה יותר על צד ההוצאות. כלומר, כאשר, למשל, מתרחשת ירידת ריבית, כשהריבית היא מלכתחילה נמוכה, הכנסות הבנקים מריבית יורדות במידה משמעותית יותר מהירידה שהייתה מתרחשת בסביבה של ריביות גבוהות, ואילו הוצאות הבנקים קטנות רק במעט, ביחס לצמצום בהן שהיה מתרחש לו הריבית הייתה בסביבה גבוהה יותר. תוצאה זו עקבית עם ההערכה שכיון שהבנקים מוגבלים ביכולתם להוריד את הריבית על פיקדונות קמעונאיים ובפרט לריבית שלילית, יכולתם להתאים את הוצאות המימון שלהם מוגבלת, ולכן ההשפעה על המרווח נטו גדולה יותר.
- **כאשר מערכת הבנקאות ריכוזית**, שינויים בריבית כמעט שאינם משפיעים על המרווח נטו. עם זאת, בסביבת ריביות נמוכה, שינויי ריבית משפיעים על המרווח גם בשווקים ריכוזיים. נמצא שכל שמערכת הבנקאות ריכוזית יותר הקשר בין שינויים בריביות השוק ושינויים במרווח נטו חלש יותר, כך שהמרווח נטו של בנקים בשווקים ריכוזיים לא מושפע באופן מובהק משינויים בריבית. בסביבה של ריבית נמוכה המרווח נטו, גם עבור בנקים שפועלים במערכת ריכוזית מושפע מירידה בריבית, אם כי במידה פחותה מאשר עבור בנקים במערכת בנקאות תחרותית יותר.

ההשפעה של שינוי בריבית על מרווחי הבנקים במצבים שונים

שוק תחרותי	שוק ריכוזי	
0.07	0.0	סביבת ריבית גבוהה
0.17	0.10	סביבת ריבית נמוכה

המקור: בנק ישראל

הכלכלה העולמית

כצפוי, ה-Fed עומד לצמצם את רכישות האג"ח הממשלתי

הבנק המרכזי האמריקאי הודיע בשבוע שחלף כי יתחיל לצמצם את קצב רכישות האג"ח החודשיות כבר החודש, עם הפחתות של 15 מיליארד דולר לחודש - 10 מיליארד דולר באוצר ו-5 מיליארד דולר בניירות ערך מגובי משכנתאות - מהסכום הנוכחי של 120 מיליארד דולר בחודש, שהבנק המרכזי קונה. ב-Fed שינו במעט את ההשקפה על האינפלציה, והכירו בכך שעליות המחירים היו מהירות ומתמשכות יותר ממה שחזו הבנקים המרכזיים, אך הבנק המרכזי עדיין השתמש במילה השנויה במחלוקת "ארעית". יו"ר הבנק, ג'רום פאוול, אמר כי הוא צופה שהאינפלציה תמשיך לעלות ככל שבעיות האספקה ימשכו ואז יחלו לסגת באמצע 2022, במקביל לסיום רכישות האג"ח. ועדת השוק הפתוח הצביעה שלא להעלות את הריבית, מהלך שהיה צפוי. גורמים רשמיים לא רואים את העלאות הריבית עד שההפחתה תסתיים. להערכתנו, יידרש עוד זמן בין סיום הרכישות, עד תחילת העלאת הריבית הראשונה.

ב-BOE החליטו לדרוך במקום

הבנק המרכזי של אנגליה הותיר את הריבית ללא שינוי, בניגוד לציפיות של משקיעים רבים שהוא יפוך לבנק המרכזי הגדול הראשון שיעלה את הריבית. בועדת המדיניות המוניטרית של הבנק הצביעו שבעה נגד שניים על השארת הריבית ללא שינוי, בשפל היסטורי של 0.1% ושישה מול שלושה לטובת המשך התוכנית הקיימת של רכישות האג"ח הממשלתי. עם זאת, בעוד שה-BOE סיפק אינדיקציה מוצקה לכך שהעלאת ריבית קרובה, בשוק ישנה אי ודאות רבה.

סין מראה סימנים של סטגפלציה

ישנם סימנים של סטגפלציה בסין כאשר המחירים ממשיכים לעלות ונתוני הייצור העדכניים ביותר מראים האטה. סטגפלציה מתרחשת כאשר המשק חווה מחד, בלימה של פעילות ומאידך, האצה של אינפלציה. התופעה זוהתה לראשונה בשנות ה-70, כאשר זעזוע נפט גרם לתקופה ממושכת של עליית מחירים, תוך ירידה חדה בצמיחת התמ"ג. פעילות של מפעלים בסין הצטמצמה יותר מהצפוי באוקטובר, והתכווצה זה חודש שני. לעומת זאת, מדד מחירי התפוקה עלה לרמה הגבוהה ביותר מאז פרסום ב-2016.

אירופה במוקד גל מגיפה חדש

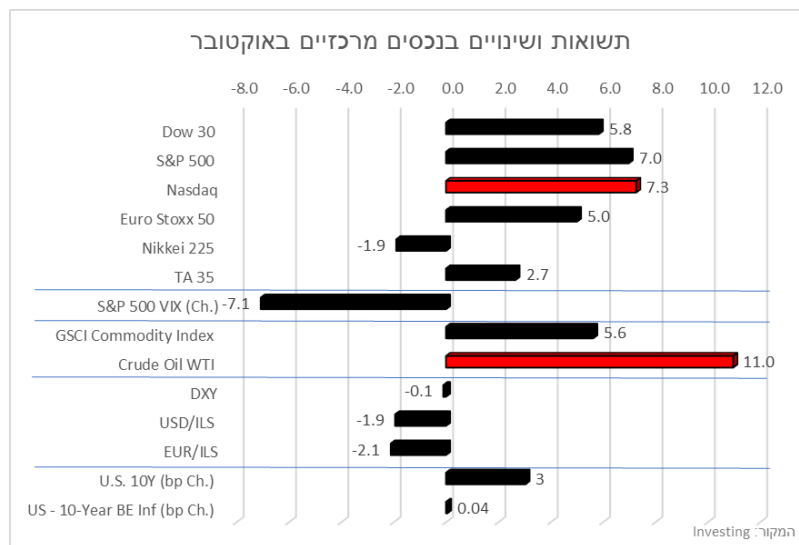
אירופה עומדת בפני התעוררות מחודשת של מקרי קורונה, על פי ד"ר הנס קלוגה של ארגון הבריאות העולמי, שהזהיר כי האזור נמצא שוב במוקד המגיפה. קלוגה, המנהל האזורי של ארגון הבריאות העולמי לאירופה, אמר כי מספר המקרים היומי החדש מתקרב לרמות שיא ב-53 מדינות ברחבי אירופה ומרכז אסיה. עם כמעט 1.8 מיליון מקרים חדשים ו-24,000 מקרי מוות חדשים שדווחו בשבוע שעבר, באזור אירופה ומרכז אסיה נרשמה עלייה של 6% בזיהומים ועלייה של 12% במספר

המתים. האזור היווה 59% מכלל המקרים בעולם ו-48% ממקרי המוות שדווחו בשבוע שעבר, אמר קלוג.

נמשכות הצרות בקרב חברות השקעות נדל"ן סיניות



חברת ההשקעות בנדל"ן הסינית Modern Land אמרה כי המנעותה מפירעון חלקי של אג"ח בשבוע מביאה לפרעון מיידי של חוב בשווי 321 מיליון דולר. החברה עצרה תשלומי דיבידנד בכדי להגדיל את כמות המזומנים. בנפרד, המסחר במניות בהונג קונג של מפתחת הנדל"ן הסינית Kaisa Group Holdings נעצר ביום שישי, בעקבות חדשות כי החמיצה תשלום, מוקדם יותר השבוע. המשקיעים עקבו מקרוב אחר תשלומי הריבית על איגרות החוב של Evergrande; החברה כשלה בתחילה בביצוע שני תשלומים אך הצליחה לבצע אותם לפני תום תקופת החסד של 30 יום. כל העיניים נשאות כעת לתשלומי ריבית אחרים לפירעון בחודשים נובמבר ודצמבר.



גילוי נאות

איילון בית השקעות בע"מ, נעם ברורמן השקעות בע"מ, נעם ברורמן שירותי ניהול וייעוץ בע"מ, איילון פתרונות פיננסיים (2004) בע"מ ואיילון קרנות נאמנות בע"מ, (להלן: "קבוצת איילון"), לרבות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין בה, מחזיקה ו/או עשויה להחזיק ו/או לבצע פעילות בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים ו/או בסחורות המוזכרים בסקירה זו (להלן: "הנכסים") עבור עצמה ו/או עבור לקוחותיה ו/או במסגרת אחרת. כן עשויה קבוצת איילון, לרבות בעלי שליטה ו/או עניין בה ו/או חברות שמי מאלה הינו בעל עניין בהן, בהתאם למגבלות הקבועות בד"ן, להתקשר בעסקאות ו/או להעניק שירותים לחברות הנזכרות במידע או חברות הקשורות אליהן, בין במישרין ובין בעקיפין.

אין בסקירה ו/או בנתונים, ידיעות, ניתוחים, הערכות, טקסט ו/או תמונות (להלן: "הסקירה") זו אלא הבעת דעה בלבד מתוך מטרת הבאת מידע כללי המתבסס על הידוע ביום פרסום הסקירה הגלוי והציבורי ו/או מקורות מידע אחרים אשר בעיני כותבי הסקירה ניתן להתייחס אליהם כאמינים אך המידע לא אומת בדרך עצמאית על ידי עורכי הסקירה ומשכך לא ניתן להיות ערבים לדיוק הפרטים שנכללו בה ו/או לשלמותה ובכלל זה לא ניתן להתחייב שבמידע לא ייכללו טעויות או שגיאות ויש לראות את הדברים הכתובים באופן מתאים וכמובן בכפוף לשינויים שחלו בזמן ממועד עריכת הסקירה ובכל מקרה אינה מהווה תחליף למידע המופיע בתשקיפי ההנפקה של הנכסים הרלוונטיים ו/או בדיווחים הנוגעים אליהם מכל מין וסוג שהוא.

מבלי לגרוע מכלליות האמור, כל האמור בסקירה זו עשוי להשתנות בכל עת וללא מתן הודעה נוספת ואין לראות בסקירה כשלמה וכממצה, ובין השאר, בקשר לכל ההיבטים הנוגעים לנכסים הכללים או הספציפיים המוזכרים בה, במישרין ו/או בעקיפין ו/או על דרך ההפניה. כמובן שסקירה זו אינה מהווה הצעה של הנכסים ואינה מהווה הזמנה לרכשם ואין לראות בה כיעוץ ו/או שיווק בדבר כדאיות ההשקעה בה ו/או כהצעה או כשידול או כהמלצה, במישרין ו/או בעקיפין, לקנות ו/או למכור את הנכסים, ובכלל זה יחידות השתתפות של קרנות נאמנות בניהול של מנהל הקרן מקבוצת, בשום אופן צורה ו/או דרך. עוד יצוין כי הנכסים המוזכרים בסקירה עשויים שלא להתאים לקורא הסקירה.

יודגש: סקירה זו אינה מביאה בחשבון את מטרות ההשקעה, המצב הכלכלי והצרכים הייחודיים של כל משקיע ויש לצורך בטרם קבלת החלטת השקעה כלשהי להתייעץ, ככל שנדרש, עם גורם ייעוץ מוסמך לרבות יועץ מס מוסמך בדבר השלכות המס של פעילות בנכסים או לראות סקירה זו כשיקול אחד במכלול. קבוצת איילון אינה מחויבת להודיע לקוראים בדרך כלשהי על שינויים ו/או עדכונים במידע ו/או בסקירה מראש או בדיעבד. על רקע כל האמור, קבוצת איילון לא תהא אחראית לכל נזק ו/או הפסד שייגרמו, למאן דהו, בדרך כלשהי, במישרין ו/או בעקיפין, כתוצאה מהסתמכות על הסקירה ו/או שימוש בה בדרך כלשהי.

קו ליועץ

03-8008000