

2 באוקטובר 2018

## איטליה: פופוליזם ואי ודאות

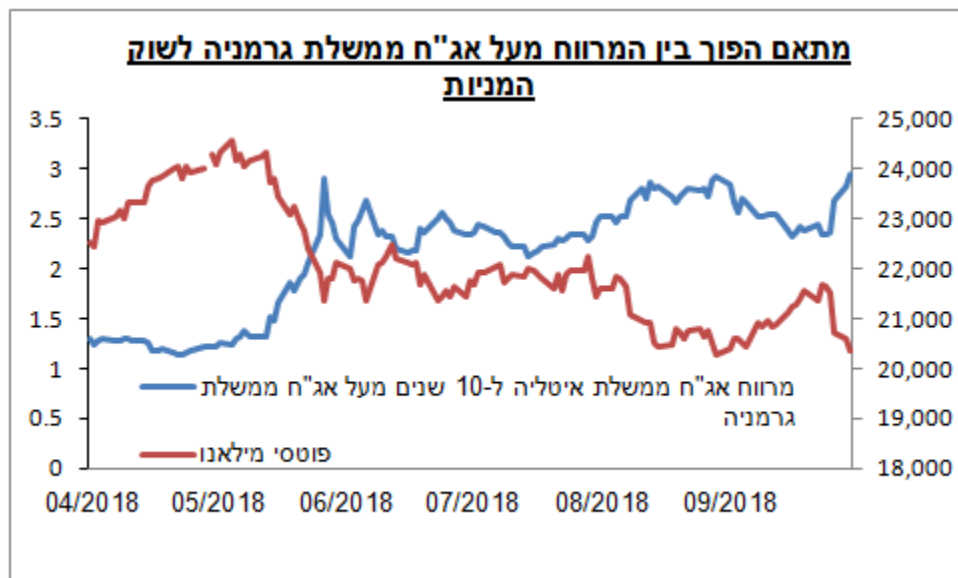
- ממשלת איטליה הפתיעה וקבעה יעד גירעון של 2.4% מהתוצר. יעד זה הינו בניגוד לכללי האיחוד ומגדיל את הסיכון לפגיעה ביציבות הכלכלה האיטלקית והחוב הממשלתי.
- הפוליטיקה היא בעלת ההשפעה המשמעותית ביותר על השווקים, ונותרה גורם הסיכון המשמעותי ביותר עבור כלכלת איטליה. אי הודאות צפויה להמשיך בחודש הקרוב.
- הסיכוי להידבקות של מדינות נוספות נותר נמוך, כל עוד המחויבות של איטליה לגוש ולמטבע האחיד לא נפגעת.

ממשלת איטליה הודיעה כי יעד הגירעון לשלוש השנים הבאות (2019-2021) יעמוד על 2.4% מהתוצר, גבוה מהציפיות בשווקים ומיעד הגירעון הקודם (0.8%). מסתמן, כי התקציב כולל הרחבה פיסקלית בשיעור של 0.6% מהתוצר, לעומת כללי האיחוד המחייבים קיצוץ פיסקלי בשיעור דומה. מוקדם להעריך את ההשפעה הכלכלית המלאה של תקציב הממשלה לאור העדר פירוט מלא, אולם, גירעון בשיעור של 2.4% מגדיל את הסיכון לפגיעה ביציבות הכלכלה האיטלקית והחוב הממשלתי.

בשבועות האחרונים אותנו בכירים בממשלה, כי אין כוונה להתעמת עם האיחוד האירופי לגבי הגירעון, עם זאת, כאמור, יעד הגירעון שנקבע צפוי להוביל לעימות. לפיכך, ההחלטה הפתיעה את השווקים והובילה לעלייה מחודשת בתשואות האג"ח הממשלתי ולירידות בשוק המניות, לאחר רגיעה מסוימת בשבועות האחרונים.

עם זאת, הרכב התקציב אינו ידוע ופרטים רבים נותרו לא ברורים, לפיכך, אי הודאות צפויה להימשך עד לקבלת החלטת האיחוד האירופי, לאחר שהתקציב יוגש לבחינתו ב-15/10. לאיחוד ישנה סמכות לבקש שינויים בתקציב ולהטיל סנקציות במקרה של חריגה מדרישות האיחוד. הממונה על הכלכלה באיחוד אמר השבוע, כי תכנית התקציב הנוכחית שונה משמעותית מהתחזיות המוקדמות וחורגת מדרישות האיחוד, לפיכך, מסתמן כי איטליה בדרך לעימות עם האיחוד.

הדיונים על תקציב הממשלה וההמתנה לאישור של האיחוד האירופי לתקציב, ימשכו בשבועות הקרובים ויתמכו בהמשך אי הודאות הפוליטית. התקציב הינו המבחן הראשון של הממשלה הפופוליסטית שמעוניינת לקצץ



# חטיבת שווקים פיננסיים

## מחלקת מאקרו כלכלה

מיסים ולהעניק הטבות סוציאליות.

**תגובת השווקים לכוונת הממשלה להגדיל את הגירעון מהווה איתות אזהרה ומצביעה על הסכנה שבהסלמה.** תגובה זו גרמה לממשלה, למתן את יעד הגירעון ל-2.4%, לעומת כוונות ראשוניות לקבוע יעד של 3%, עם זאת, כאמור, יעד זה עדיין גבוה וצפוי להביא לעימות עם האיחוד. לפיכך, להתנהלות השווקים בשבועות הקרובים צפויה השפעה על יעד הגירעון הסופי. **למרות הסנטימנט השלילי באיטליה כנגד מדיניות גוש האירו, האיטלקים מודעים לסיכון שבעזיבת הגוש ולעלות הגבוהה הטמונה בו, ולכן ימנעו מהסלמה משמעותית בעימות.**

איטליה, הכלכלה השלישית בגודלה בגוש האירו, סובלת מצמיחה איטית ומחוב ממשלתי גבוה. על אף התאוששות מסוימת שנרשמה בשנת 2017 וצמיחה של 1.5%, מצב הכלכלה לא השתפר באופן משמעותי. בנוסף, מתחילת 2018 ניכרת האטה בכלכלה האיטלקית וקצב הצמיחה ירד ל-1%, בעקבות פגיעה ביצוא. איטליה חשופה יותר ממדינות אחרות לפגיעה ביצוא, לאור המשקל הגבוה של היצוא בתוצר (30%) והעדר מנועי צמיחה חלופיים. **התחרותיות הנמוכה של הכלכלה האיטלקית, יחד עם מערכת בנקאית חלשה וחקיקה חדשה המאפשרת פרישה מוקדמת, צפויים לפגוע בצמיחה ולגרום לעלייה ביחס החוב תוצר.**

מדד מנהלי הרכש לאוגוסט ירד ל-50.1 נקודות, לעומת 59 נקודות בינואר, הרמה הנמוכה ביותר בשנתיים האחרונות והאטה חדה יותר מאשר בשאר מדינות הגוש. הירידה נובעת הן מההאטה שנרשמה בכלכלה האיטלקית עוד לפני אי הודאות הפוליטית, והן מהשפעת אי הודאות הפוליטית על הפעילות הכלכלית בחודשים האחרונים.

הרחבה פיסקלית אמורה, לכאורה, להביא להאצת הצמיחה בטווח הקצר, אולם, מפרטים ראשוניים על מבנה התקציב מסתמן, כי הגידול בביקושים צפוי להיות מתון. בנוסף, הגדלת הגירעון עלולה להביא לפגיעה ביציבות החוב הממשלתי ולמחלוקת חריפה בין האיחוד האירופי לממשלה האיטלקית, שיפגעו באמון הצרכנים והחברות ויפגעו בצריכה הפרטית וההשקעות. במקביל, עליית התשואות פוגעת בצמיחה, מכיוון שהיא גורמת לעלייה בעלות החוב הממשלתי והפרטי.

היקף החוב הממשלתי הגבוה של איטליה, העומד על 132% מהתוצר, מחמיר את הסיכון. **הגידול ביחס החוב תוצר ב-30%, בעשור האחרון, נבע מצמיחה איטית ולא מגירעון גבוה בתקציב הממשלה.** לפיכך, האטה בצמיחה מהווה אף היא סיכון משמעותי לכלכלת איטליה וליציבות החוב הממשלתי. במקביל, העלייה בתשואות האג"ח הממשלתי מובילה אף היא לגידול בעלות החוב וגורמת לעלייה ביחס החוב תוצר. **גירעון של 2.4% בשנים 2019 - 2021 ימנע ירידה ביחס החוב תוצר, אולם, לא בהכרח יוביל לעלייה ביחס, והתפתחות יחס החוב תוצר תלויה בצמיחה הנומינלית, האטה מקצב הצמיחה הנוכחי צפויה לגרום לעלייה ביחס.** לפיכך, **במידה והממשלה לא תיסוג בה ותפחית את יעד הגירעון, תשואות אג"ח ממשלת איטליה צפויות להמשיך לעלות.**

סוכנות דירוג האשראי Fitch הורידה את תחזית הדירוג של איטליה לשלילית, לאור החששות מהרעה במצב הפיסקלי ומאי יציבות פוליטית, עם זאת, דירוג האשראי נותר יציב ברמה של BBB. מודיס הוסיפה את איטליה לרשימת בדיקה לפני הורדת דירוג וצפויה לפרסם את החלטתה בסוף אוקטובר, יחד עם סוכנות הדירוג S&P. להערכת חברות הדירוג, הסיכון העיקרי הוא הרעה בנטל החוב. להורדת דירוג אין משמעות כל עוד איטליה אינה מאבדת את דירוג ההשקעה (BBB ומעלה), לפיכך, **הורדת דירוג אחת אינה צפויה להשפיע על התמחור של האג"ח הממשלתי האיטלקי.**

למרות ההאטה בכלכלה והבעיות המבניות של הכלכלה האיטלקית, הפוליטיקה היא בעלת ההשפעה המשמעותית ביותר על השווקים, ונותרה גורם הסיכון המשמעותי ביותר עבור כלכלת איטליה. הדיונים על התקציב והשלכותיהם צפויים להמשיך ולהשפיע על המסחר בשווקים בחודש הקרוב, ולתגובת האיחוד האירופי וסוכנויות הדירוג תהיה השפעה משמעותית על השווקים. אולם, "מאזן האימה" בין השווקים והממשלה נמשך, והירידות בשווקים מאותתות לאיטלקים על הסיכון שבפופוליזם וצפויות למתן את הממשלה האיטלקית.

על אף הפגיעה במצב הפיסקלי באיטליה, הסיכוי להידבקות של מדינות נוספות נותר נמוך, כל עוד המחויבות של איטליה לגוש ולמטבע האחד לא נפגעת. הצמיחה במדינות הגוש, יחד עם ירידה בסיכון של מדינות

# חטיבת שווקים פיננסיים

## מחלקת מאקרו כלכלה

הפריפריה, מפחיתה את סיכון ההדבקות. בהתאם, העלייה בתשואות אג"ח ממשלת איטליה בעקבות החששות ממצבה הפיסקלי לא גרמה לעליות משמעותיות בתשואות אג"ח ממשלת ספרד. **אולם, למרות העדר אפקט ההדבקות, האירו נחלש ושוקי המניות באירופה רושמים ירידות.**

**הסקירה הוכנה על ידי מחלקת מאקרו כלכלה, בנק דיסקונט**

**נכתב על ידי: עינת מאיר, אנליסטית מאקרו ושווקים [einat.meir@dbank.co.il](mailto:einat.meir@dbank.co.il)**

**מנהלת המחלקה: נירה שמיר, כלכלנית ראשית, [nira.shamir@discountbank.co.il](mailto:nira.shamir@discountbank.co.il)**

### הערות ואזהרות כלליות מטעם בנק דיסקונט לישראל בע"מ:

הניתוח הכלול בסקירה זו הינו למטרת אינפורמציה בלבד ואין לראות בו המלצה, תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל לקוח או הזמנה לייעוץ כאמור או הצעה להחזיק/לקנות/למכור ני"ע או נכסים פיננסיים או התחייבות של בנק דיסקונט לישראל בע"מ (להלן: "**הבנק**") לייעוץ ללקוחותיו בהתאם לאמור בו. הניתוח מתפרסם בהתבסס, בין היתר, על נתונים ומידע גלויים לציבור שהונחו כמהימנים מבלי שנבדקו עצמאית, העשויים להיות חסרים, בלתי מדויקים, בלתי מעודכנים ואינם מתיימרים להוות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה או להחליף את שיקול דעתו העצמאי של הקורא. הדעות המובאות בסקירה מייצגות את עמדת מחבריה והן אינן זהות בהכרח לעמדת יועצי ההשקעות בבנק. הדעות האמורות נכונות ליום פרסומן לראשונה והן יכולות להשתנות בכל עת ללא הצורך בהודעה מוקדמת. הניתוח מופץ כחלק מתפוצה רחבה, וגם אם במסגרת תפוצה רחבה זו, הוא מגיע אליך אישית באמצעות הדוא"ל או בכל דרך או מדיה אחרת, אין לראות בו משום ניתוח או סקירה המותאמים לצרכיך ולנתונים האישיים שלך, לא מבחינת תוכן הניתוח, לא מבחינת סוגי הני"ע והנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ככל שיהיו ולא מכל בחינה אחרת. עשוי להיות למחברי הסקירה ו/או לבנק עניין אישי בנושא הסקירה. הבנק וכל חברה קשורה אליו ו/או בעלי מניותיו ו/או עובדיו ו/או מי מטעמו אינם לא יהיו אחראים לכל אי דיוק, שגיאה או כל פגם אחר בסקירה זו, לרבות ביחס לנתונים ו/או לכל נזק, ישיר או עקיף, שייגרם, אם ייגרם, כתוצאה מהסתמכות על סקירה זו, ואינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט. אין להפיץ, להעתיק, לפרסם או לעשות כל שימוש אחר בסקירה זו ללא אישור הבנק מראש ובכתב. העברת הסקירה ופרסומה במלואה או בחלקה, ללא קבלת אישור הבנק כאמור לעיל הינה אסורה בהחלט. הבנק ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע עסקאות בבורסה ובפעילות בנקאית לסוגיה, ועשויים להחזיק ו/או לבצע, בין היתר, עסקאות בנייר הערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בסקירה זו, ככל שנזכרים, בהתאם או שלא בהתאם לאמור בה. תיתכן אפשרות שבסקירה נפלו שיבושי גהה, ניסוח, טעויות, אי דיוקים וכו' למרות שהבנק נוקט באמצעים ככל יכולתו למונעם. השימוש באינטרנט חשוף לתקלות וסיכונים הטבועים ברשת האינטרנט ובמערכות ממוחשבות על אף שהבנק נוקט בכל האמצעים הסבירים למניעת תקלות וסיכונים, כאמור. לפיכך לא ישא הבנק באחריות לנזק ו/או הפסד ו/או הוצאה ו/או תוצאה שנגרמה כתוצאה משיבוש ו/או הפסקה בקווי התקשורת ו/או בהעברת הנתונים ככל שאלו נגרמו מתקלות שאינן בשליטת הבנק ושהבנק לא יכול היה למונען במאמץ סביר.