



# חטיבת שווקים פיננסים

## מחלקת מאקרו כלכלה

17 באפריל 2023

### כלכלת ישראל - זרקור

- ההכנסות ממיסים במגמת ירידה ברורה, והגירעון בתקציב במגמת עליה. להערכתנו, תסתיים השנה עם גירעון גבוה משמעותית מ-1% תוצר, כפי שצופה משרד האוצר.
- חברת הדרוג "מודיס" הורידה את תחזית הדרוג של ישראל מ"חיובית" ל"יציבה", על רקע הרעה בחוסן הממשל בישראל, והותירה את הדרוג על A1. ההודעה לא הפתיעה, ולכן לא ראינו תנודות חריגות בשווקים, שמאופיינים מראשית השנה בביצועי חסר, ויתרה מכך, עם פתיחת שבוע המסחר, השקל מתחזק מול כל המטבעות.
- במהלך חודש מאי צפויה חברת S&P לפרסם את הודעת דרוג האשראי של ישראל. ישראל מדורגת על-ידי החברה ברמה של AA מינוס, אולם התחזית הינה "יציבות", לכן הסיכון להורדה לאופק "שליילי" על פניו, הינו גבוה.
- מדד המחירים לצרכן עלה ב-0.4%, והאינפלציה השנתית עומדת על 5%, לעומת 5.2% בפברואר, עם זאת אינפלציית הליבה עומדת על 5.2% ומתקשה להאט. להערכתנו, האינפלציה תתמתן החל מהמחצית השנייה של השנה, לאור ההאטה והעליה באבטלה, ותעמוד על 3.0% שנה קדימה, כאשר חוסר הוודאות הגלובלית והמקומית עשוי ליצור סטיות מהתחזית.
- מחירי הדירות יורדים לראשונה משנת 2020, על רקע ירידה בשוק הדירות החדשות. אנו צופים ירידת מחירים בשוק הנדל"ן למגורים של 5% ואולי אף מעבר לכך במהלך השנה.

### הגירעון בתקציב במגמת עליה

לאחר תשעה חודשים של עודף בתקציב המדינה, נרשם בחודש מרץ גירעון, וב-12 החודשים האחרונים שהסתיימו במרץ נרשם איזון בתקציב המדינה (גירעון שולי), לעומת עודף של 0.2% בפברואר ו-0.6% תוצר בינואר. בחודשים ינואר-מרץ נרשמה ירידה ריאלית של כ-9% מהכנסות ממיסים, לעומת התקופה המקבילה אשתקד, ובפרט, ירידה של כ-11% בהכנסות ממיסים ישירים. נתוני המגמה מראים כי החל מאמצע 2022 נרשמה ירידה ברורה בהכנסות ממיסים. עם זאת, נתוני הכנסות ממיסים גבוהים מהמגמה ששררה ערב משבר הקורונה.

ירידות נרשמו במספר רב של סעיפים, ובהם, מיסים מחברות ועצמאים, ניכויים משוק ההון ומיסוי מקרקעין. במקביל, נרשמו ירידות גם בגביית מע"מ מייצור מקומי, על רקע ההאטה בצריכה הפרטית. מנגד, נרשמה עליה בהכנסות ממס קניה יבוא (עליה של כ-15% מתחילת השנה), בין היתר, זאת על רקע יבוא נמוך יחסית של כלי רכב במרץ 2022 ביחס לחודש מרץ 2023.

על-פי מגמות אלו וההערכות להמשך השנה, ובפרט, חולשה בענפי הנדל"ן וההיי-טק, אנו צופים השנה גירעון גבוה משמעותית מ-1% תוצר, כפי שצופה משרד האוצר.

### ההודעה של "מודיס" לא הפתיעה; ההודעה של S&P "מעבר לפינה"

ביום שישי הודיעה חברת הדרוג מודיס על הורדת תחזית דירוג האשראי של ממשלת ישראל מ"חיובית" ל"יציבה", זאת לאחר שבאפריל 2022 העלתה החברה את התחזית הדירוג מ"יציבה" ל"חיובית". הסיבה להפחתת הדרוג הינה הרעה בחוסנם של המוסדות והממשל בישראל.

להערכת מודיס האופן בו ניסתה הממשלה ליישם רפורמה מבלי להגיע להסכמה רחבה מצביע על היחלשות החוסן המוסדי ועל היכולת לצפות מדיניות. האירועים האחרונים מקזזים מגמות חיוביות, שהובילו באפריל 2022 להעלאת תחזית הדרוג, ובהן, ביצועים כלכליים חזקים ויישום רפורמות מבניות על-ידי הממשלה הקודמת. החברה אינה צופה שהרפורמה תאושר כפי שהוצעה מלכתחילה, אם כי לא ברור האם ניתן יהיה להגיע לפשרה.

מנגד, מצביעים בחברת הדרוג על הצמיחה הכלכלית החזקה של ישראל, עוצמתה הפיסקאלית ואיתנות הכלכלה מפני זעזועים כלכליים ופוליטיים. גורמים אלו הובילו להותרת דירוג האשראי ברמה של A1, בדומה לרמתו מאז אפריל 2008.

לדעת החברה, הסיכונים לגבי עתיד הדרוג של ישראל מאוזנים בעת הזו, ולכן נקבעה תחזית "יציבה". העלאת אופק הדרוג ולאחריה העלאת הדרוג יכולים להתרחש במצב בו העימות הנוכחי ייפתר באופן שלא יעמיק את המתח החברתי ויבטיח את פוטנציאל הצמיחה של הכלכלה, ובנוסף, נראה המשך מגמות פיסקאליות חיוביות ושיפור במדדי החוב. מנגד, הורדת דרוג תתרחש אם המתח הנוכחי יוביל למשבר פוליטי ולחברתי מתמשך שיפגע בכלכלה באופן מהותי, כגון, ירידה בזרימת ההון להייטק ומעבר של חברות ישראליות לחו"ל.

במודיס מציינים כי עד כה לא ניתן להבחין בתנועת הון מהותית מחוץ לישראל, או בכך שמשקיעים בחברות הייטק שוקלים מחדש את השקעותיהם.

ההודעה של מודיס לא הפתיעה, והיו אף כאלו ש"נשמו לרווחה", ולכן לא ראינו תנודות חדות בשווקים. למעשה, במהלך החודשים האחרונים, עוד בטרם פרסום ההודעה, ראינו את תגובת השווקים לאירועים בישראל:

- מראשית השנה נרשמה ירידה של כ-4% במדד תל-אביב 125, לעומת עליה של כ-8% במדד ה-S&P500
- שער השקל מול הדולר, שעל פני תקופה ארוכה היה מתאם חיובי גבוה בינו לבין מדד הנאסדק, נחלש מראשית השנה בכ-5%, בעוד הנאסדק עלה בכ-16%.
- פער התשואות בין אג"ח ממשלת ישראל ל-10 שנים לבין מקבילתה האמריקאית שהיה בראשית השנה שלילי, ברמה של 30- נ"ב, עלה לפער חיובי של כ-50 נ"ב.
- מרווח אג"ח ממשלת ישראל במט"ח עלה מכ-30 נ"ב לכ-80 נ"ב.
- פרמיית ה-CDS ל-5 שנים (פרמיית הסיכון של ישראל) עלתה מ-42 ל-64 נ"ב.

כך, עם פתיחת שבוע המסחר בתל-אביב, נשמר בשוק האג"ח הממשלתי המקומי פער התשואות מול ארה"ב, בשוק המניות נרשמה ירידה קלה (בדומה למגמה בשוק האמריקאי בסוף השבוע החולף), והמסחר במט"ח נפתח עם התחזקות השקל מול כל המטבעות.

נזכיר כי במהלך חודש מאי צפויה חברת הדרוג S&P לפרסם גם היא את הודעת דרוג האשראי של ישראל. כבר בראשית ינואר אמר האנליסט הראשי של החברה במסגרת ראיון, כי החלשת מוסדות המדינה מהווה סיכון, ועלולה להוביל להורדת דרוג, ומאוחר יותר ביקשה החברה הבהרות לגבי השימוש בקרן העושר. בחברת S&P מדורגת ישראל ברמה של AA מינוס, אולם התחזית הינה "יציבות", לכן הסיכון להורדה לאופק "שלילי" על פניו, הינו גבוה.

### אינפלציית הליבה מתקשה להתמתן

לאחר שני מדדי מחירים שהפתיעו כלפי מעלה, מדד המחירים לחודש מרץ הפתיע מטה ועלה ב-0.4%, לעומת צפי של 0.5%, ומצביע על האטה קלה באינפלציה לקצב שנתי של 5.0% (5.2% בפברואר). עם זאת, המדד ללא אנרגיה, פירות וירקות והתערבות מוסדית עלה בקצב שנתי של 5.2%, ובמוצע ב-5.1% בחמשת החודשים האחרונים. מדד זה משקף טוב יותר את אינפלציית הליבה, ולכן הינו בעל חשיבות גבוהה יותר מאשר המדד הכולל. יתרה מכך, מדד מחירי הלא סחירים (אינדיקציה למחירים שנובעים בעיקר מביקושים מקומיים) מוסיף לעלות בקצב מהיר, של 5.3%, וגם בניכוי סעיף הדיור, שיעור האינפלציה הרבה מעבר ליעד - 4.3%.

# חטיבת שווקים פיננסים

## מחלקת מאקרו כלכלה

**מספר סעיפים עלו פחות מהצפוי**, ובהם, סעיף הדיור, בריאות, תחבורה ותקשורת. מחירי הריהוט וציוד לבית ירדו, כאשר הצפי היה ליציבות. מנגד, **מחירי המזון עלו** בשיעור חד של 0.5%. בהתייחס לסעיף הדיור - מחירי השכירות בחוזים מתחדשים (הסעיף העיקרי) רושמים האטה קלה מ-6.8% (שנה אחורה) ל-6.7%, כאשר מתוכם: בחוזים בהם הייתה תחלופה של שוכרים חלה התמתנות, ל-7.5% (7.9% קודם לכן), עדיין קצב גבוה מאד, ועבור שוכרים אשר חידשו חוזה חלה האטה מ-4.4% ל-4.2%.

להערכתנו, האינפלציה תתמתן, בעיקר החל מהמחצית השנייה של השנה, לנוכח ההאטה במשק והעליה באבטלה, **ותעמוד ב-12 החודשים הבאים על 3%**. יש לציין, כי חוסר הוודאות הגלובלית והמקומית, ובמוקד המצב הפוליטי בישראל, עשוי ליצור סטייה גדולה מהתחזית, ובעיקר בנוגע לשער החליפין, עובדה שעשויה להשליך על תחזית האינפלציה.

### מחירי הדירות יורדים

**מחירי הדירות רשמו ירידה בשיעור של 0.2%, לראשונה ממאי 2020** (פרוץ משבר הקורונה), וקצב העליה השנתית התמתן ל-12.7%, לעומת 14.7% לפני חודש, ו-20% באוקטובר. יתרה מכך, **מתוך כלל הדירות, מחירי הדירות החדשות מוסיפים לרדת, חודש חמישי ברציפות**. אלה ירדו ב-0.3% (במצטבר ב-1.9%), ובניכוי דירות בתמיכה ממשלתית ירדו ב-1.1%. הירידה במחירי הדירות החדשות מתיישבת עם ההאטה החדה בענף הנדל"ן למגורים. אנו מוסיפים להעריך, כי התגובה בשוק הדירות יד שניה לא תאחר לבוא, וגם שם נראה ירידת מחירים, ולפיכך, **צפויה במהלך 2023 ירידת מחירים של 5% ואולי אף למעלה מכך**.

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

מנהלת המחלקה: **נירה שמיר**, כלכלנית ראשית, [nira.shamir@dbank.co.il](mailto:nira.shamir@dbank.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 שבדקו 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 הגהה, ניסוח, טעויות, אי דיוקים וכו' למרות שהבנק נוקט בכל האמצעים הסבירים למניעת תקלות השימוש באינטרנט חשוף לתקלות וסיכונים הטבעיים 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.