

## סקירה מקרו – כלכלית חודשית

- חודש אוגוסט התאפיין בתנודתיות גבוהה במיוחד בשווקים הפיננסיים בעולם ובישראל, על רקע חשש ממשבר בסין, לצד נתונים ריאליים נמוכים מהצפי בשווקים המפותחים;
- האומדן הראשון לצמיחה ברבעון השני של השנה עמד על שיעור מזערי של 0.3 אחוזים במונחים שנתיים, ותוך הרכב חלש; צריכה פרטית מתונה, ירידה ביצוא, ביבוא ובהשקעות.
- בניגוד לנתוני הרבעון השני, הנתונים שפורסמו החודש היו ברובם טובים: עליות נרשמו בנתוני המדד המשולב, הייצור התעשייתי, פדיון ענפי המשק, יצוא הסחורות, ופדיון רשתות השיווק. ההכנסות ממיסים המשיכו להפגיע לטובה, ושוק העבודה המשיך להפגין איתנות.
- מדד המחירים לצרכן לחודש יוני עלה ב-0.2 אחוז, בהתאם לממוצע התחזיות. כך, האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נותרה מינוס 0.3 אחוז.
- בנק ישראל הותיר את הריבית ללא שינוי ברמת המינימום של 0.1 אחוז, והמשיך ורכש כ-550 מיליון דולר במהלך יולי.
- לאחר כמעט חודשיים של עליות חדות בתשואות האג"ח הממשלתיות, בסיכום חודש אוגוסט הן נותרו קרוב לרמה שנרשמה בסוף יולי, מלבד תשואות האג"ח הצמודות בטווחים הקצרים שעלו, והציפיות לאינפלציה בטווחים הקצרים שהמשיכו לרדת.
- השקל נחלש החודש, בכ-4 אחוזים מול סל המטבעות הנומינלי.
- מחירי הסחורות ירדו מעט במהלך אוגוסט, למעט מחיר הנפט שנותר ללא שינוי (חבית מסוג Brent).
- חודש אוגוסט היה סוער ותנודתי והוביל לירידות חדות במדדי המניות בעולם; - מדד MSCI העולמי ירד ב-6 אחוזים, Eurostoxx50 ירד ב-9 אחוזים, מדד המשקים המתעוררים הושפע לשלילה מהירידות החדות בבורסה בסין ומהירידה במחירי הסחורות וירד ב-9 אחוזים, ומדד ת"א 100 שירד ב-6 אחוזים.
- בארה"ב מרבית האינדיקטורים שפורסמו היו טובים; האומדן השני לצמיחה ברבעון השני הפגיע לטובה עם גידול של 3.7 אחוזים ותוך הרכב חזק, נתוני התעסוקה, התעשייה, הדיור והצריכה המשיכו להיות חיוביים, אך האינפלציה הייתה נמוכה מהצפי. הנתונים הטובים לצד התבטאויות של חברי הפד, הובילו לעליה בהסתברות להעלאת ריבית עוד השנה.
- בגוש האירו האינדיקטורים הצביעו על המשך צמיחה אך נמוכה מהצפי; האבטלה ירדה אך עדיין נותרה גבוהה, הצריכה הפרטית ממשיכה להתרחב, עדיין נראה שההרחבה הכמותית באירופה תימשך בעתיד הנראה לעין.

סקירה זו מכילה חמישה פרקים:

א. התפתחויות במשק הישראלי.

ב. התפתחויות בשוק ההון.

ג. התפתחויות בתחום האינפלציה והמדיניות המוניטרית.

ד. התפתחויות בכלכלה העולמית.

**א. התפתחויות במשק הישראלי**

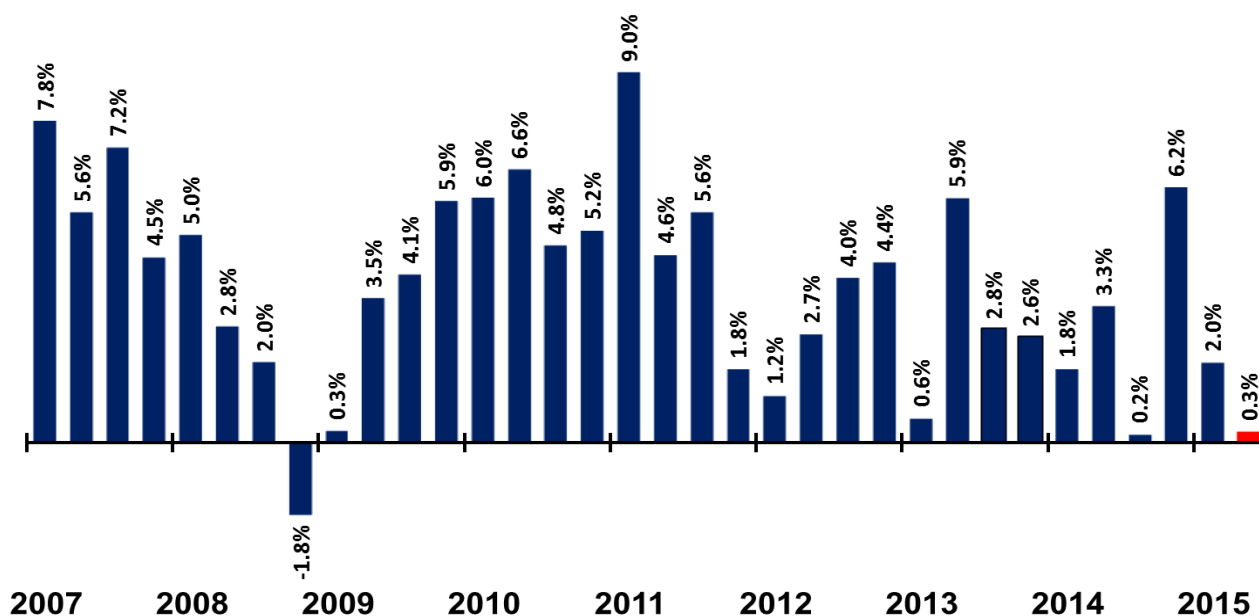
האומדן הראשון לצמיחת התוצר המקומי הגולמי ברבעון השני של 2015, עמד על שיעור מזערי של 0.3 אחוז בשיעור שנתי (מינוס 1 אחוזים בתוצר העסקי). נתון צמיחה חלש זה דומה לשיעור הצמיחה ברבעון שבו התנהל מבצע צוק איתן – רק שהפעם ללא המבצע הצבאי. **בדיקת הרכב הצמיחה מגלה שהחולשה נובעת כמעט מכל הסעיפים:**

שינוי רבעוני בשיעור שנתי	Q2	Q3	Q4	2015Q1	2015Q2*
תוצר מקומי גולמי	3.3%	0.2%	6.2%	2.0%	0.3%
הוצאה לצריכה פרטית	6.5%	5.7%	7.5%	5.5%	0.9%
הוצאה לצריכה ציבורית	6.1%	5.1%	4.2%	0.5%	0.4%
השקעה בנכסים קבועים	-0.5%	-8.3%	9.5%	-8.0%	-3.8%
יצוא סחורות ושירותים	-5.2%	-3.2%	1.0%	-11.1%	-12.5%
יבוא סחורות ושירותים	-5.1%	13.8%	-3.0%	2.4%	-7.2%
תמ"ג עסקי	3.4%	-2.3%	7.9%	1.5%	-1.0%

לאור האינדיקטורים הראשונים צפינו לנתון חלש אך חלק מהסעיפים (ובמיוחד הצריכה הפרטית והיבוא) נראים חלשים באופן מוגזם ואינם עקביים עם נתוני גביית המיסים, המדד המשולב למצב המשק של בנק ישראל, ונתוני הרכישות בכרטיסי אשראי שפורסמו לאחרונה ומכאן **שיש סיכוי טוב שיעודכנו כלפי מעלה בהמשך.**

## צמיחה של התוצר המקומי הגולמי

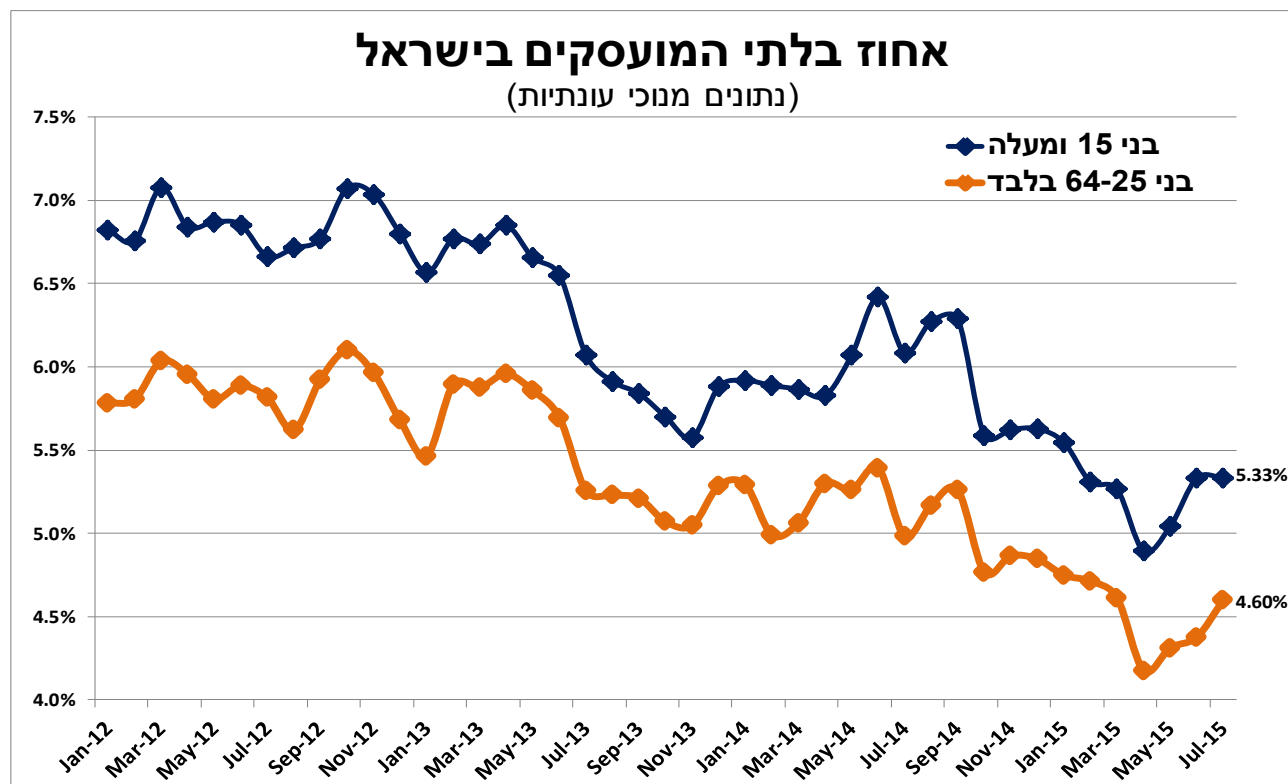
(שיעורי שינוי רבעוניים, מנוכה עונתיות, קצב שנתי)



כשבוחנים את הנתונים **במחצית השנה הראשונה** בהשוואה למחצית הראשונה אשתקד מתקבלת תמונה שמייצגת נכון יותר את המצב במשק: רואים גידול ניכר בצריכה הפרטית (4.8%) ובהשקעה לדיור (3.8%) וירידה בשאר הסעיפים, הבולט בהם ביצוא (מינוס 8.6%).

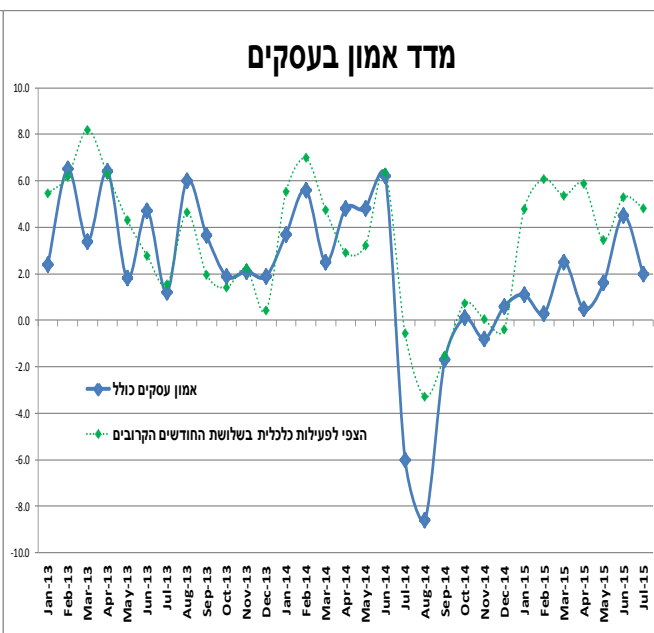
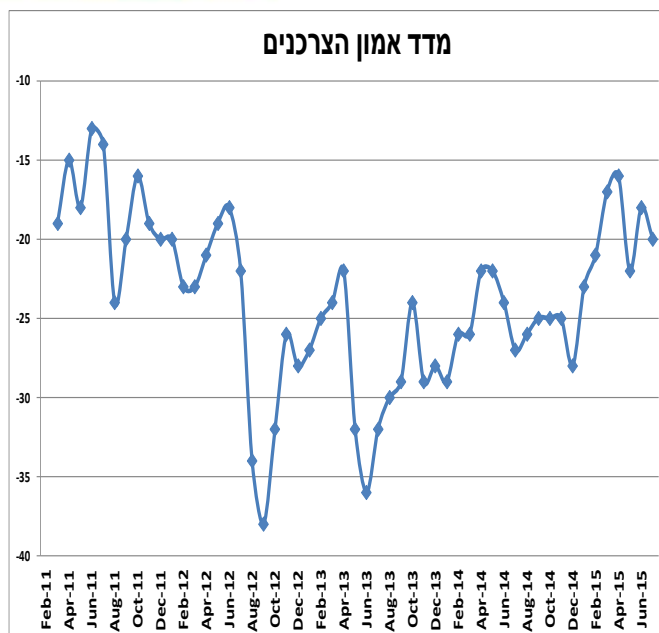
בהנחה שהנתונים נכונים המשמעות היא: עדכון כלפי מטה בתחזית הצמיחה שלנו לשנת 2015 מ-3.1 אחוזים ל-2.6 אחוזים.

נתוני שוק העבודה ליולי היו טובים וקרובים לרמות השיא שנרשמו בשנים האחרונות; **שיעור האבטלה** (על פי נתונים מנוכי עונתיות) נותר על 5.3 אחוזים אך בגילאי 25 עד 64 עלה שיעור האבטלה ל-4.6 אחוזים (4.3% ביוני). מספר המועסקים הכללי נותר כמעט ללא שינוי, אך **מספר המועסקים במשרה מלאה** עלה ב-2.1 אחוזים ביולי והוא גבוה ב-8 אחוזים בהשוואה לרמתו ביולי אשתקד. **שיעור ההשתתפות** ירד ל-63.9 אחוזים (64.2% ביוני), ולגילאי 25 עד 64 ירד ל-79.6 אחוזים (80.1% ביוני)..

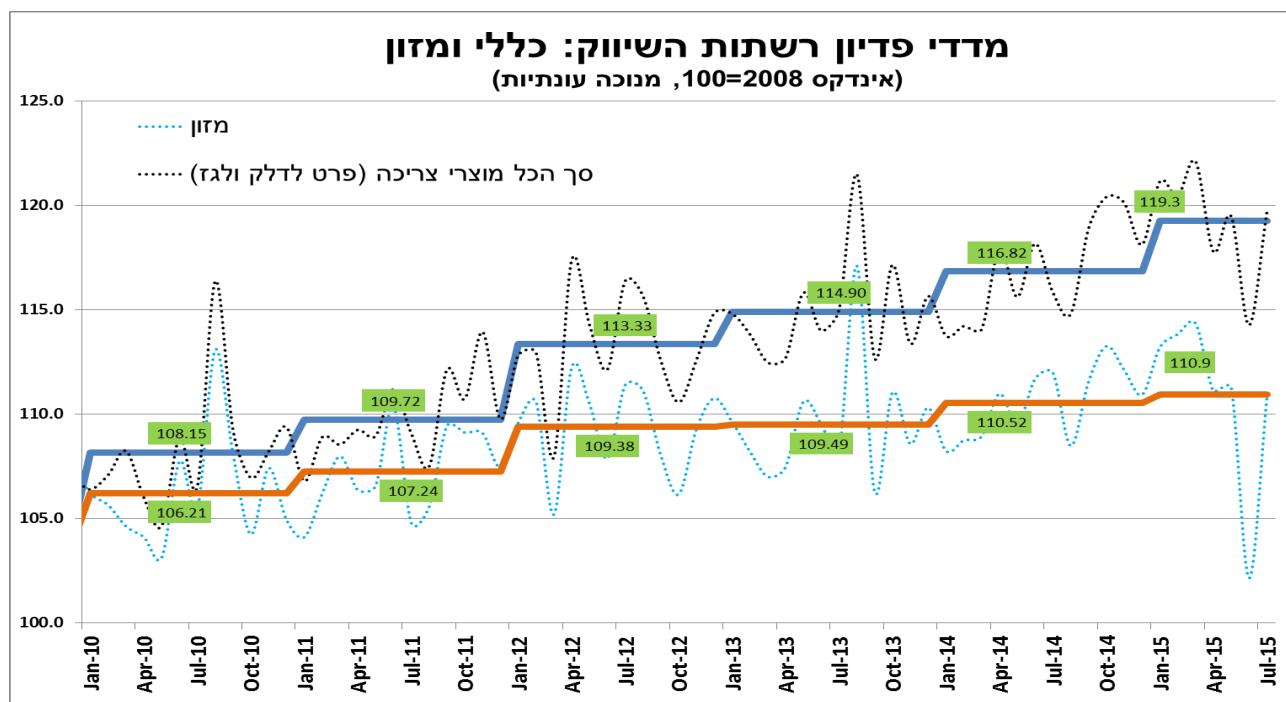


**סקר המשרות הפנויות** לחודש יולי הראה ירידה של 4 אחוזים (על פי נתונים מנוכי עונתיות), אך הרמה עדיין גבוהה ב-28 אחוזים בהשוואה לחודש המקביל אשתקד.

**סקר מגמות בעסקים** לחודש יולי הראה הרעה במדד הפעילות הכוללת, בעיקר בשל המשך מאזן שלילי בענף המלונאות. מנגד, מאזן ענף הקמעונאות הפך לחיובי ולראשונה, מאז סוף 2013, הערכת המנהלים בענף חיובית. **סקר אמון הצרכנים** ירד ביולי, והמדד קרוב לרמה הגבוהה שנרשמה בחודשיים הקודמים.



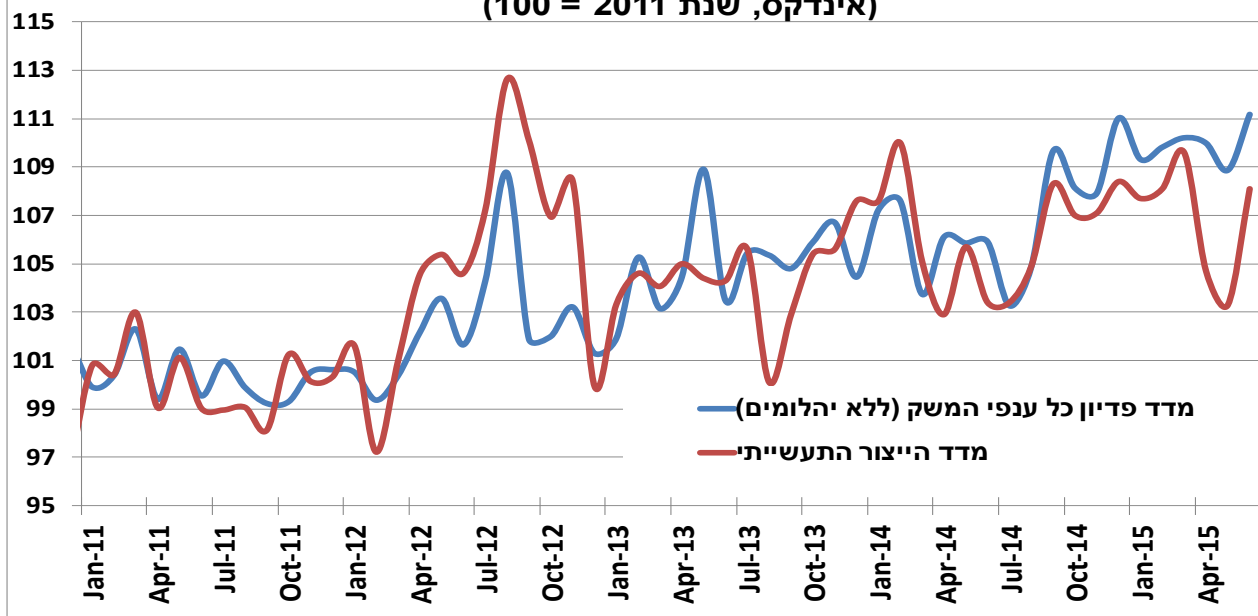
**מדד פדיון רשתות השיווק** עלה ב-4.7 אחוזים ביולי, לאחר ירידה של 4.4 אחוזים ביוני (עודכן כלפי מעלה מירידה של כ-8 אחוזים), מתחילת השנה המדד הממוצע גבוה בכ-2 אחוזים יחסית לרמתו הממוצעת אשתקד. **מדד פדיון המזון** עלה ב-8.4 אחוזים ביולי, ובכך מחק את הירידה של 8.4 אחוזים ביוני. **מדד סך הרכישות בכרטיסי אשראי** ירד ב-0.8 אחוז ביולי אך הוא גבוה ב-13 אחוזים בהשוואה ליולי אשתקד (שהיה נמוך באופן חריג בגלל "צוק איתן").



לאחר ירידות בחודשים מרץ-אפריל, נבלמה הירידה ו**ביוני** נרשמו עליות נאות **במדד הייצור התעשייתי** (4.6 אחוזים) וב**מדד פדיון ענפי המשק** (2.1 אחוזים). בסיכום שנתי עלו המדדים ב-4.5 אחוזים ו-5 אחוזים, בהתאמה.

## מדד הייצור התעשייתי ומדד פדיון כל ענפי המשק

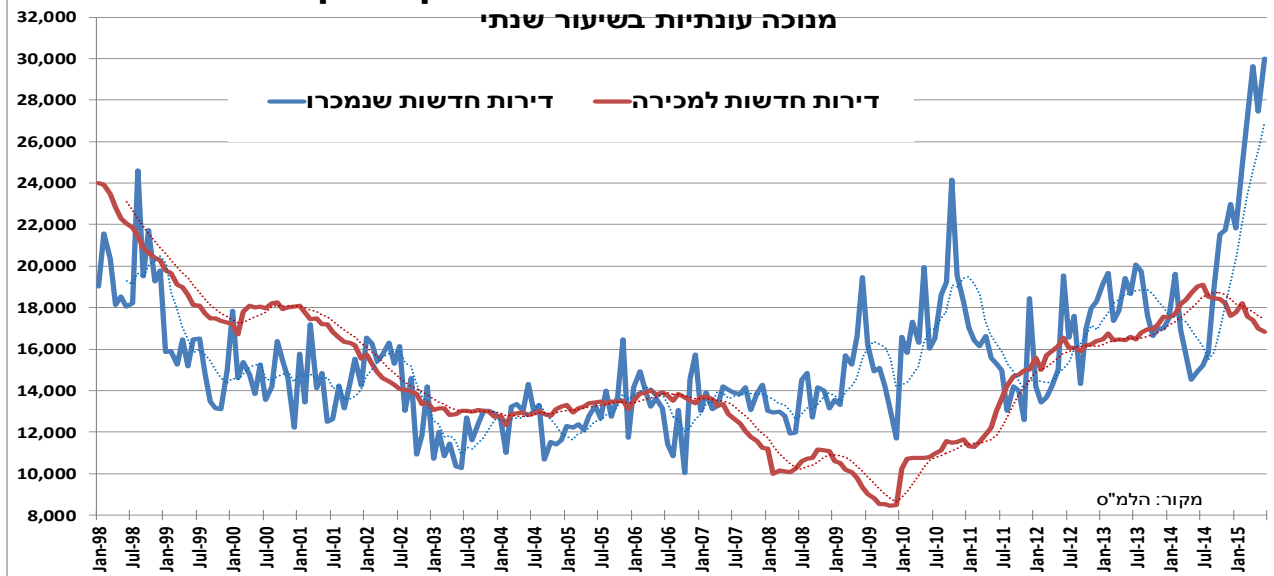
(אינדקס, שנת 2011 = 100)



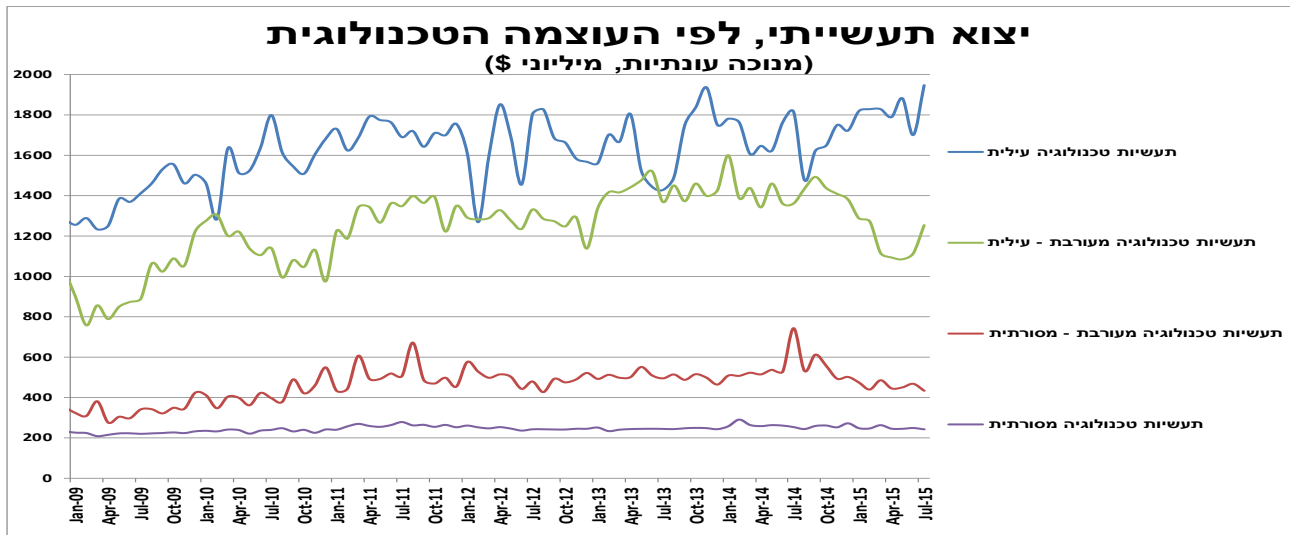
הנהירה לרכישת דירות ניכרת בהיקף לקיחת המשכנתאות וגם בנתוני הדירות החדשות; בחודש יוני נרשם שיא של כל הזמנים (מאז תחילת הסדרה החודשית ב-1998) של למעלה 30 אלף דירות חדשות שנמכרו (מנוכה עונתיות בשיעור שנתי). המדובר בעלייה של 9.3 אחוזים ביחס לחודש מאי, ועלייה של מעל 100 אחוזים ביחס ליוני אשתקד. השיא שנרשם ביוני הוא על רקע משקיעים שרצו לקנות דירה לפני העלייה במס הרכישה בסוף יוני – כ-40 אחוזים מסך הרכישות נעשה ע"י משקיעים. במקביל, נמשכה הירידה בהיקף הדירות החדשות שנותרו למכירה, חודש 11 ברציפות.

## דירות חדשות שנמכרו ולמכירה במהלך התקופה

מנוכה עונתיות בשיעור שנתי



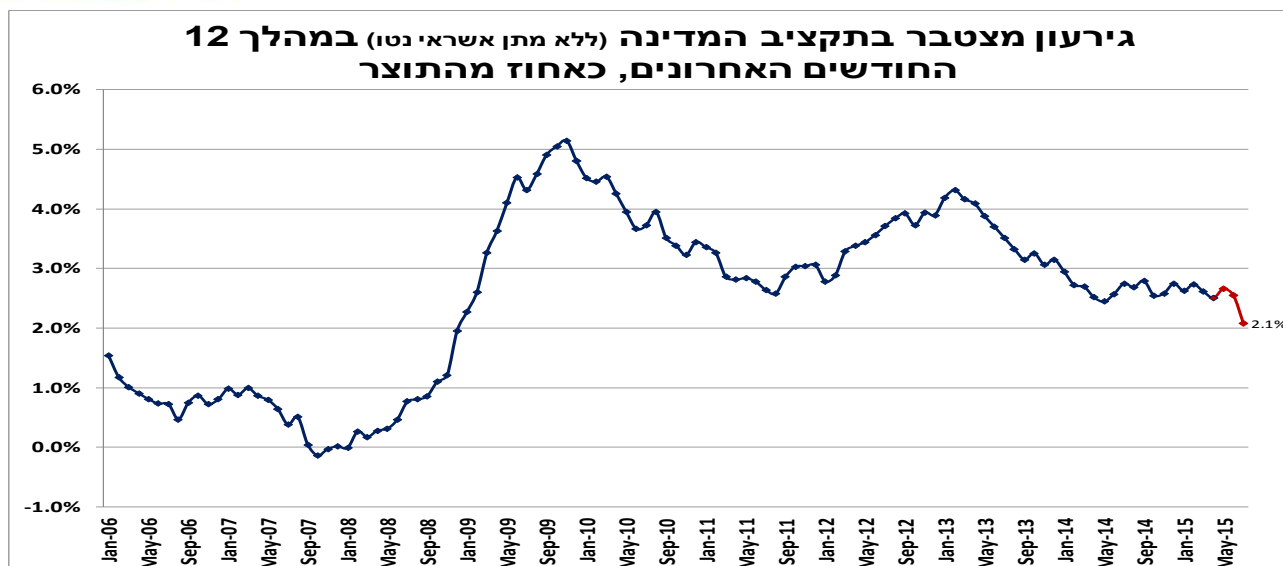
נתוני **סחר הסחורות** ליולי היו חיוביים, במיוחד לאחר הירידה החדה ברבעון השני; **יצוא הסחורות** (במונחים דולריים, מנוכה עונתיות, ללא אוניות מטוסים ויהלומים), עלה ב-3 אחוזים (הנתון של מאי עודכן כלפי מעלה למינוס 3%), אך היצוא עדיין נמוך ב-8 אחוזים בהשוואה ליולי אשתקד. לאחר 8 חודשים של ירידה רצופה, **יצוא טכנולוגיה מעורבת עילית** (המהווה כשליש מהיצוא וכולל כימיקלים) עלה בשיעור חד של 13 אחוזים ביולי (והנתון של יוני עודכן כלפי מעלה לפלוס 3 אחוזים).



**יבוא הסחורות** עלה ב-1 אחוז ביולי, ירידה קלה נרשמה ביבוא מוצרי צריכה וחומרי גלם, אך זאת לאחר עלייה בחודש יוני.

מנגד, סך **יצוא השירותים** ירד ב-2.4 אחוזים ביוני, זאת לאחר עלייה דומה במאי. עיקר הירידה היא **בשירותים עסקיים אחרים** (יצוא שירותי תוכנה וכדו') שירדו ב-3.4 אחוזים ובשיעור דומה ב-12 החודשים האחרונים. **בצד הייצור התעשייתי**, נרשמו עליות בכל ענפי התעשייה; עילית (3.2 אחוזים), מעורבת עילית (8.9 אחוזים), מעורבת מסורתית (3.8 אחוזים) ומסורתית (1.5 אחוזים). **בצד פדיון ענפי המשק** נרשמו עליות בכל הענפים, למעט במידע ותקשורת, ושירותים פיננסיים ושירותי ביטוח שרשמו ירידות.

**הכנסות המדינה ממסים** לחודש יולי הפתיעו לחיוב; ביולי ההכנסות עמדו על 26 מיליארד ₪, גבוה מההערכות המוקדמות. גם החודש נרשם גידול חד בהכנסות ממיסוי מקרקעין (כולל מס שבח) של כ-1.1 מיליארד ₪, בעקבות רכישות של משקיעים. אך **גם בניכוי ההכנסות הללו** נמשך הגידול בהכנסות ממסים, ישירים ועקיפים - אינדיקציה חיובית למצב בשוק העבודה ולצריכה הפרטית. בעקבות זאת הגירעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים כאחוז מהתוצר ירד ל-2.1 אחוזים (לעומת 2.6% ביוני).



**השכר הריאלי** הממוצע למשרת שכיר (מנוכה עונתיות, עובדים ישראלים) עלה ב-0.1 אחוז במאי (לאחר עלייה של 0.6 אחוז באפריל) (בתמיכת העלאת שכר המינימום) וב-3.3 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים. **מספר משרות השכיר** (מנוכה עונתיות, עובדים ישראלים) נותר כמעט ללא שינוי במאי (לאחר ירידה של 0.5% באפריל) והוא גבוה רק ב-1.6 אחוזים בהשוואה לרמתו במאי אשתקד.

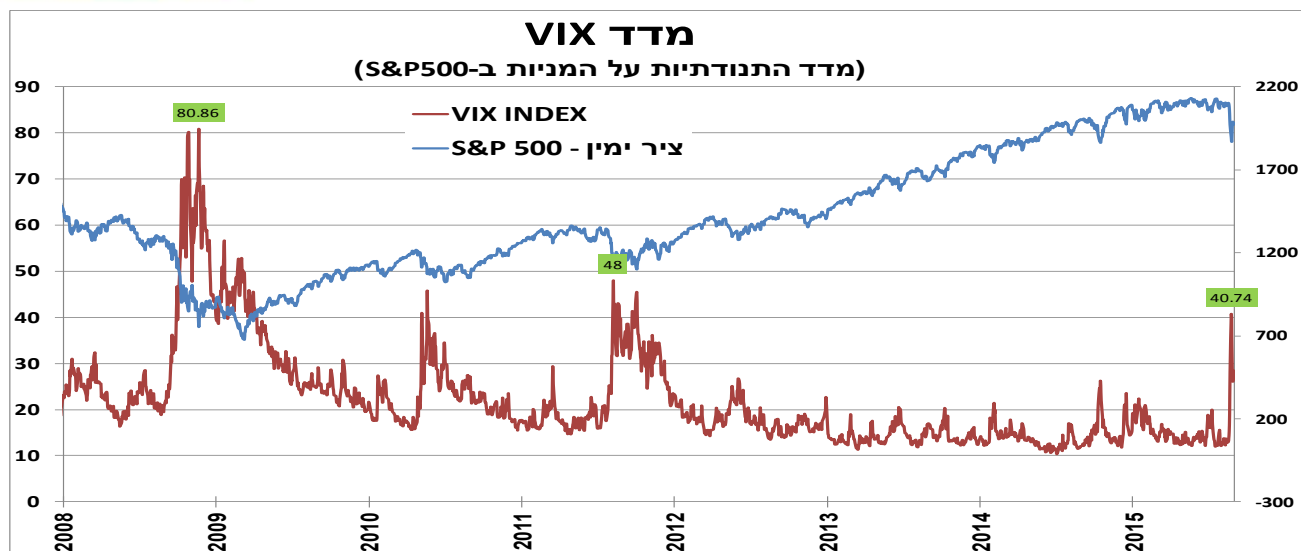
#### ב. התפתחויות בשוק ההון

מאז קיץ 2011 לא היה חודש תנודתי כל כך בשווקי המניות בעולם, ובמרבית השווקים נרשמו ירידות חדות במדדי המניות שקוזזו חלקית בימי המסחר האחרונים של החודש; מדד MSCI העולמי ירד ב-6 אחוזים ומדד המשקים המתעוררים ירד ב-9 אחוזים (בהשפעת הירידות החדות בסין). מדד S&P500 ירד ב-6 אחוזים, מדד ה-Eurostoxx50 ירד ב-9 אחוזים, ומדד ת"א 100 ירד ב-6 אחוזים.

תל-אביב 100 בדולרים	תל-אביב 100 בשקלים	MSCI EM (gross)	MSCI World (gross)	
22%	12%	33%	21%	2006
37%	25%	40%	10%	2007
-50%	-51%	-53%	-40%	2008
88%	89%	79%	31%	2009
24%	15%	19%	12%	2010
-26%	-20%	-18%	-5%	2011
9%	7%	19%	17%	2012
22%	15%	-2%	27%	2013
-5%	7%	-2%	6%	2014
7%	8%	-13%	-2%	Jan-Aug 2015

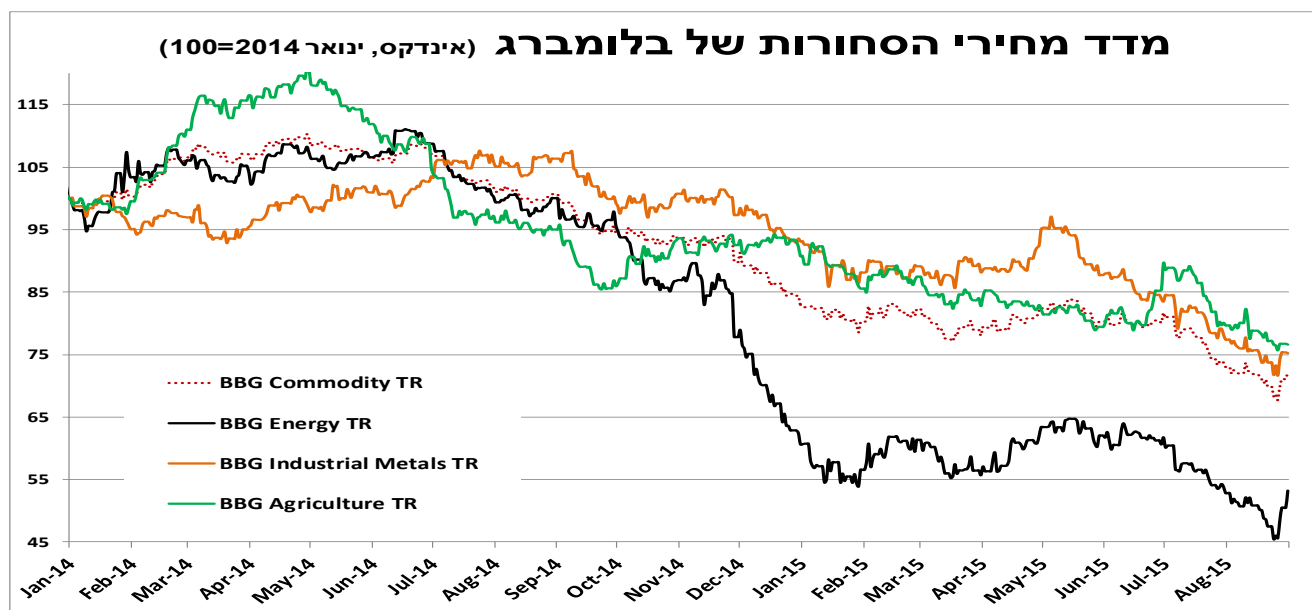
העלייה בתנודתיות באה לידי ביטוי במדד ה-VIX (מדד התנודתיות הנגזר מהאופציות על מדד S&P500), שעלה החודש לרמה הגבוהה ביותר מאז 2011.





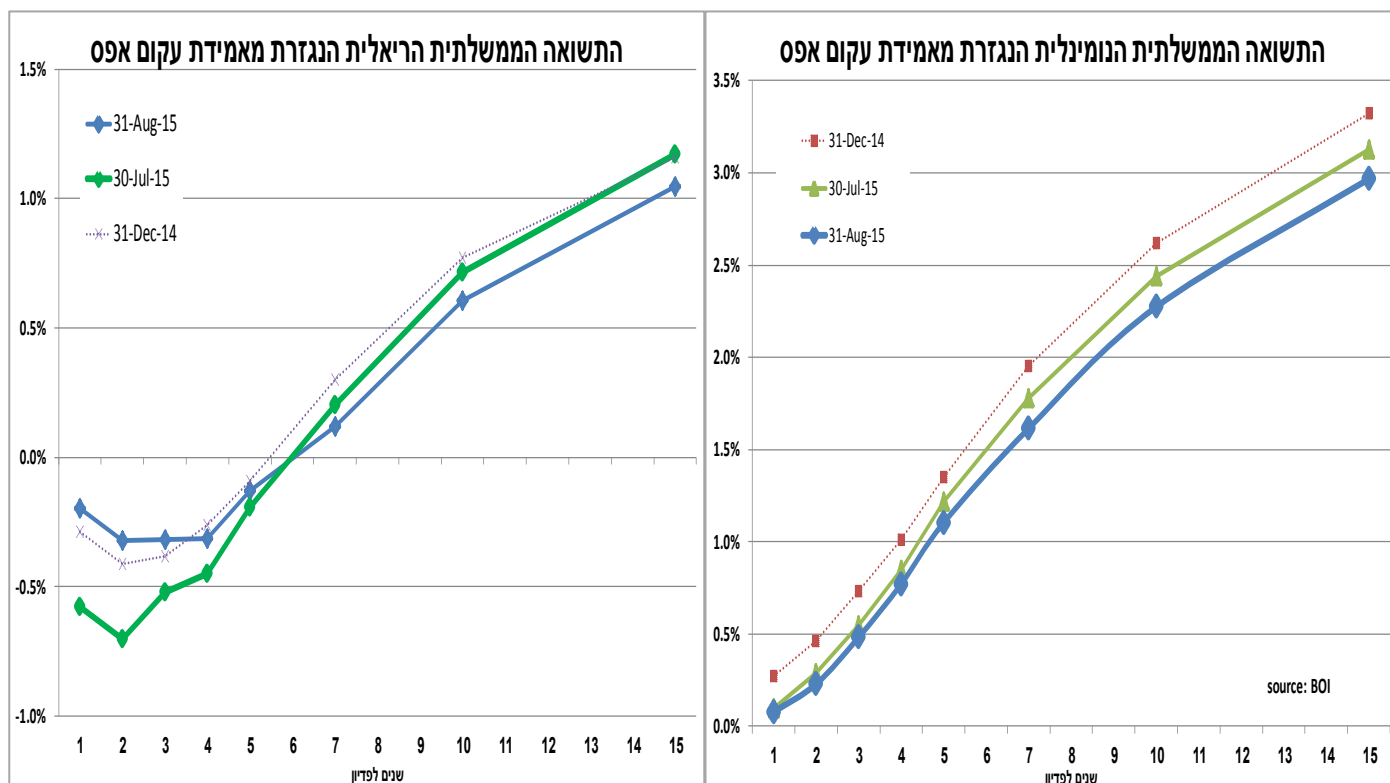
נתונים חלשים מסין והתנודתיות בשווקים הפיננסים תרמו לירידה חדה במחירי הסחורות במהלך אוגוסט, חלקן הגיעו לרמתן הנמוכה ביותר מזה יותר מעשור. הפחתת הריבית בסין והנתונים החיוביים מארה"ב תרמו להיפוך המגמה בימי המסחר האחרונים של החודש שקיזזו את מרבית הירידות שנרשמו.

בסיכום חודשי; מחיר חבית מסוג **Brent** נותרה כמעט ללא שינוי, **מדד מחירי הסחורות** של בלומברג ירד ב-1 אחוז, מתוכו מדד המתכות לתעשייה והסחורות החקלאיות ירדו ב-3 אחוזים, לאחר שהיו נמוכים ביותר מ-10 אחוזים במהלך החודש.

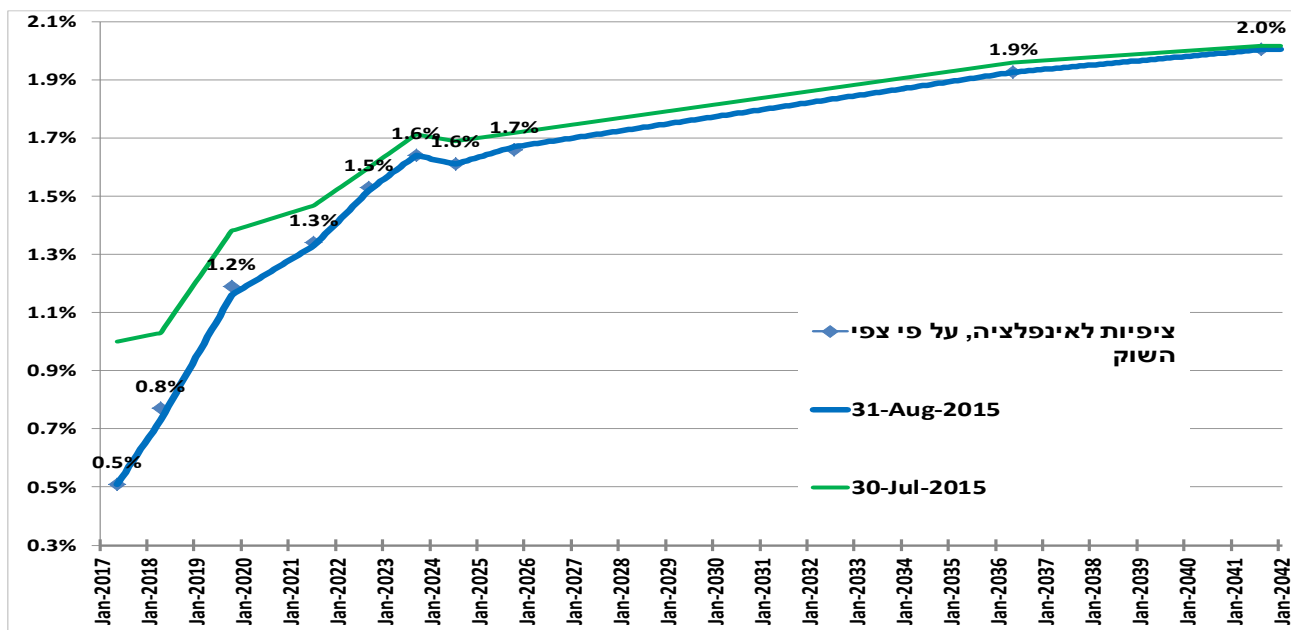




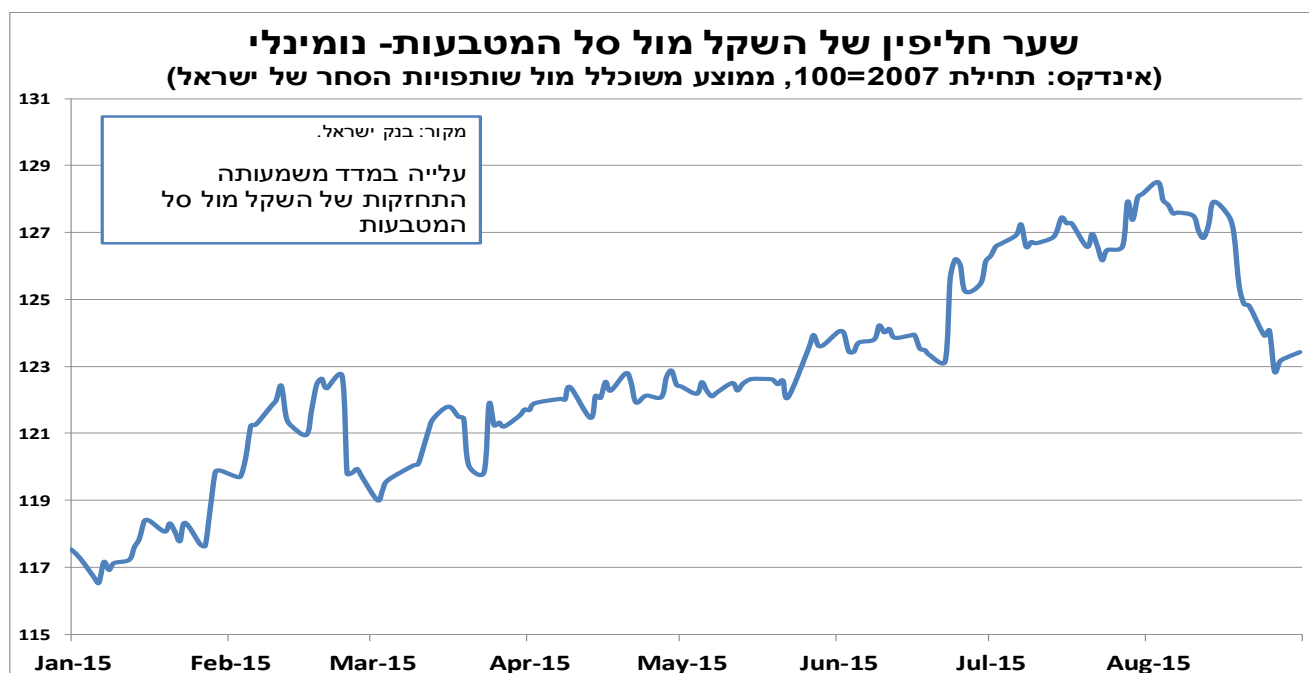
ירידה קלה נרשמה בתשואות האג"ח הממשלתיות, מלבד האג"ח הצמודות בטווחים הקצרים שעלו.



בסיכום חודשי נרשמה ירידה **בציפיות לאינפלציה** בטווחים הקצר והבינוני, על רקע ההודעה המפתיעה על הפחתה צפויה במחירי החשמל ואולי צעדים נוספים של הממשלה.



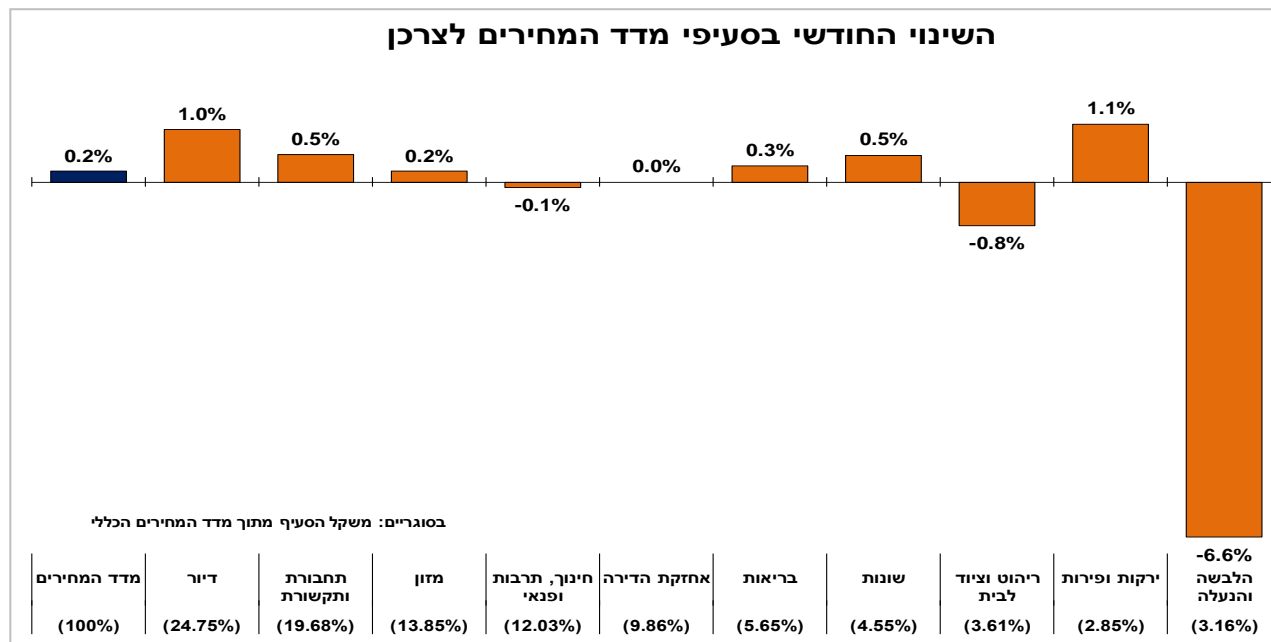
**השקל** נחלש במהלך החודש בכ-4 אחוזים מול סל המטבעות; 4 אחוזים מול הדולר, 6 אחוזים מול האירו והיין וייסוף מול חלק מהמטבעות של השווקים המתעוררים. נתוני הצמיחה החלשים, וההתבטאויות ה"יוניות" של נגידת בנק ישראל תרמו לכך.



במהלך יולי רכש **בנק ישראל** כ-500 מיליון דולר, לאחר שרכש כ-2 מיליארד דולר ביוני.

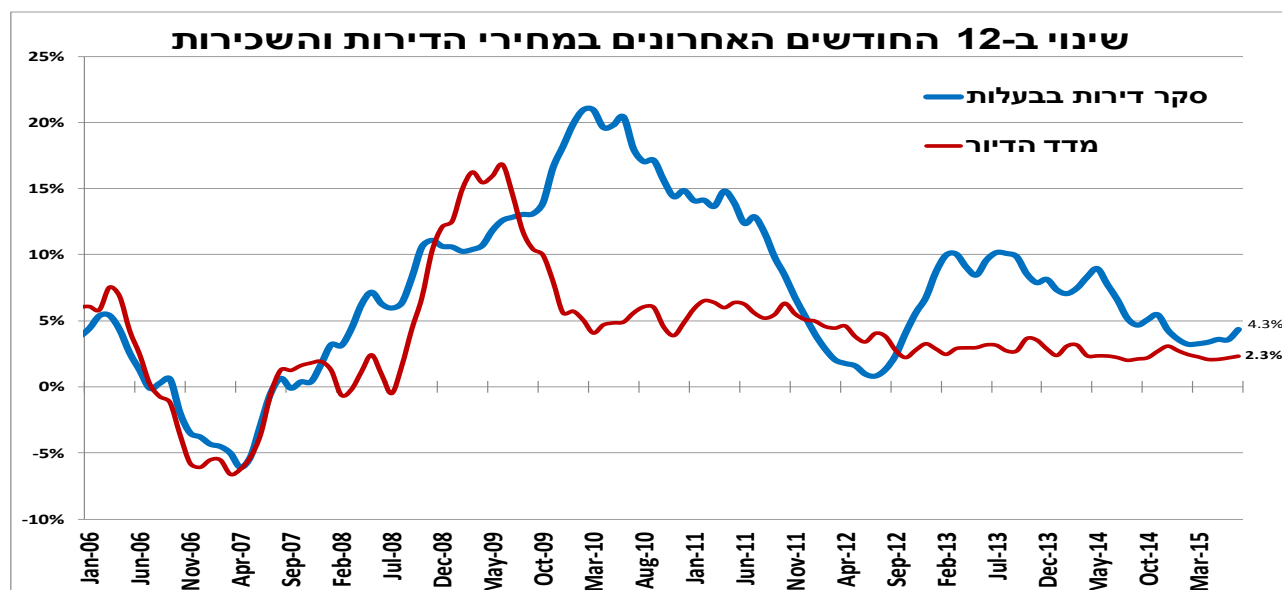
## ג. התפתחויות בתחום האינפלציה והמדיניות המוניטרית

בהתאם להערכתנו, **מדד המחירים לצרכן** לחודש יולי עלה ב-0.2 אחוז, והאינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נותרה מינוס 0.3 אחוז. זהו החודש החמישי ברציפות של מדד חיובי, שהיה דומה או אף מעט מעל הצפי.



כצפוי, סעיף ה**דיור** היה הבולט החודש כאשר עלה ב-1.0 אחוז (בהתאם לעונתיות). בנוסף נרשמה עלייה בסעיף התחבורה והתקשורת וסעיף השונות (0.5%, מחירי הסיגריות). מנגד, נרשמה ירידה חדה בסעיף ההלבשה והנעלה (מינוס 6.6%, בהתאם לעונתיות) ובריהוט וציוד לבית (מינוס 0.8%).

השיא במכירות של **דירות חדשות** ממשיך לבוא לידי ביטוי גם במחירים; **מדד מחירי הדירות בבעלות** (שאינו במדד המחירים לצרכן) עלו ב-0.8 אחוז (בין אמצע מאי לאמצע יוני) ונתוני החודשיים הקודמים עודכנו במעט כלפי מעלה. ב-12 החודשים האחרונים עלו מחירי הדירות ב-4.3 אחוזים (3.6% מתוך זה בחצי השנה האחרונה).



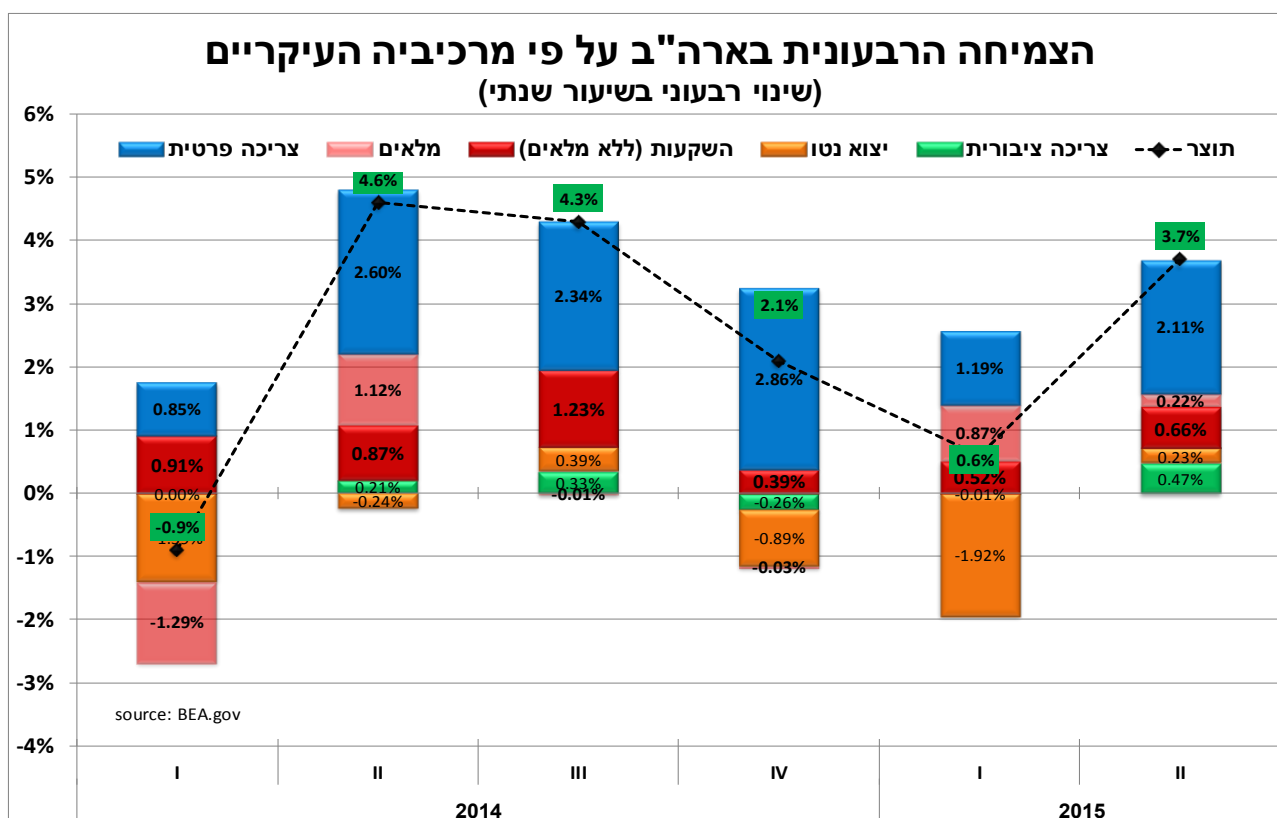
בנק ישראל הותיר את הריבית 0.1 אחוז ללא שינוי, בהתאם להערכותינו. ההודעה לעיתונות הייתה מעט "יונית" יותר בהשוואה לקודמת, והבנק ציין שלהערכתו **גברו הסיכונים להשגת יעד האינפלציה ולצמיחה**, אך לא רמז על כוונה להרחיב את המדיניות.

להערכתנו, מה שאפשר לבנק ישראל להותיר את הריבית ללא שינוי הם האינדיקטורים האחרונים המורים על המשך התרחבות הפעילות הכלכלית במשק והפיחות בשקל, כ-2 אחוזים מול סל המטבעות.

## ד. התפתחויות בכלכלה העולמית

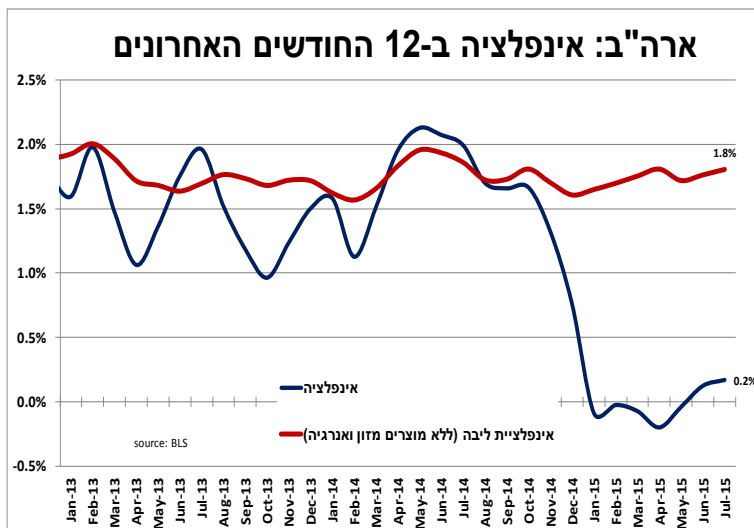
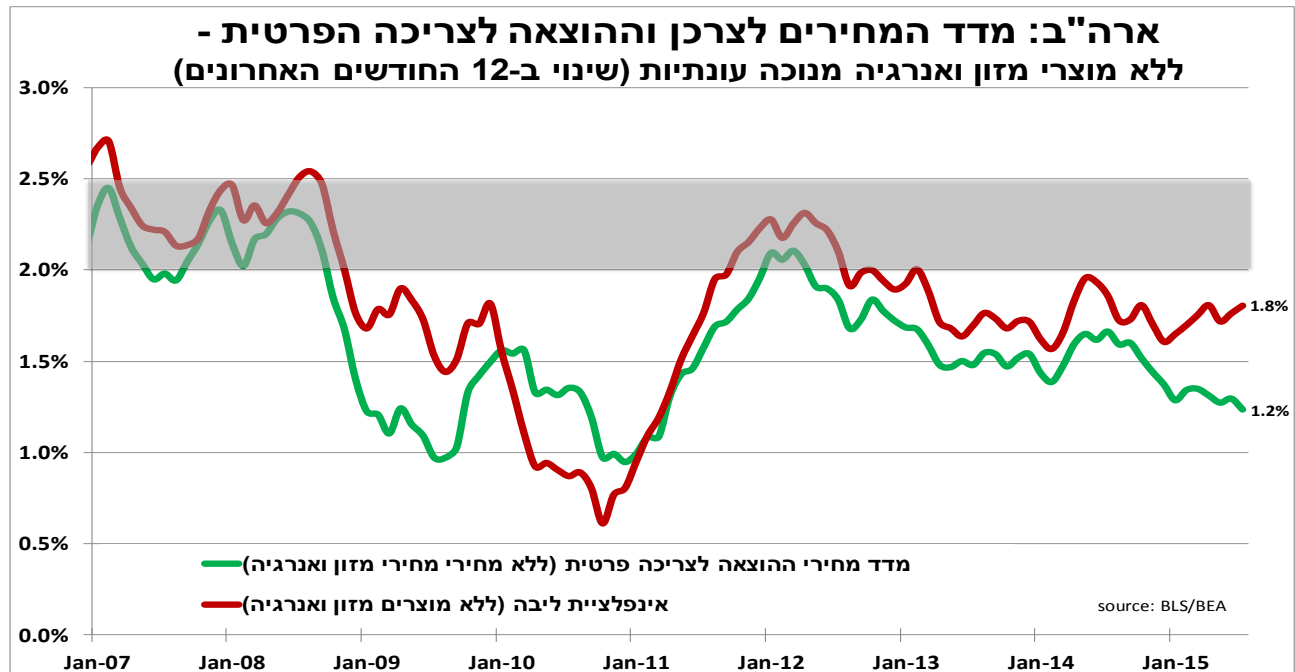
### ארה"ב

האומדן השני לצמיחה היכה את התחזיות המוקדמות כאשר התוצר צמח בשיעור שנתי של 3.7 אחוזים (לעומת 2.3% באומדן הקודם), בשל עדכון כלפי מעלה בצריכה הפרטית (3.1%) ובהשקעות (5.2%), במיוחד השקעות בענפי המשק.



נתוני ההכנסה והצריכה הפרטית ליולי הצביעו על המשך מומנטום חיובי בצריכה הפרטית, אך על ירידה במחירים; ההוצאה הפרטית הריאלית עלתה ב-0.2 אחוז ביולי וב-3.2 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים. ההכנסה הפרטית הריאלית עלתה ב-0.4 אחוז ביולי וב-3.3 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים. מנגד, מחירי הליבה של ההוצאה לצריכה הפרטית (core PCE) עלו ב-1.2 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים, נמוך מהצפי ומיעד ה-2 אחוזים של הפד.

**מכירות מוצרי בני-קיימא** היו טובים בהרבה מהצפי כאשר עלו ב-2.0 אחוזים ביולי (0.6% ללא רכבים) ונתוני החודש הקודם עודכנו כלפי מעלה. **מדד מחירי הבתים** ב-20 הערים המרכזיות ירד ב-0.1 אחוז ביולי ועלה ב-5 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים, בדומה לצפי. **מכירות בתים חדשים** עלו ב-5 אחוזים ביולי וב-26 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים.

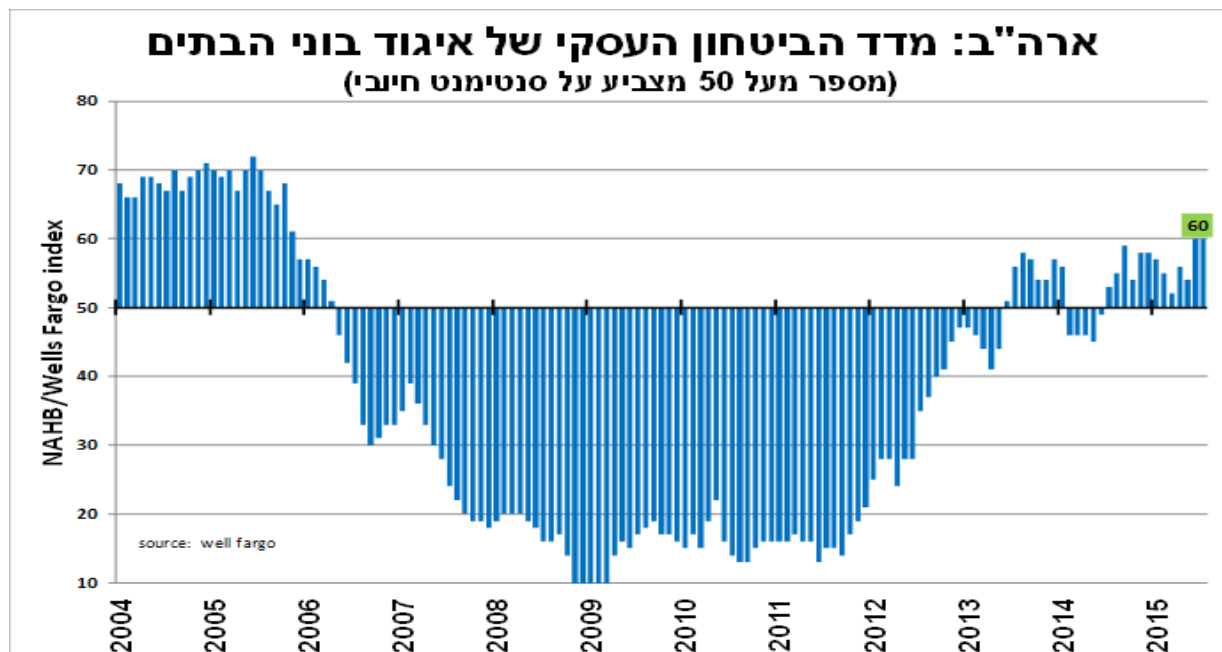


**מדד המחירים לצרכן** עלה ב-0.1 אחוז ביולי לעומת יוני, עלייה שישית ברציפות, אך נמוכה מהצפי.

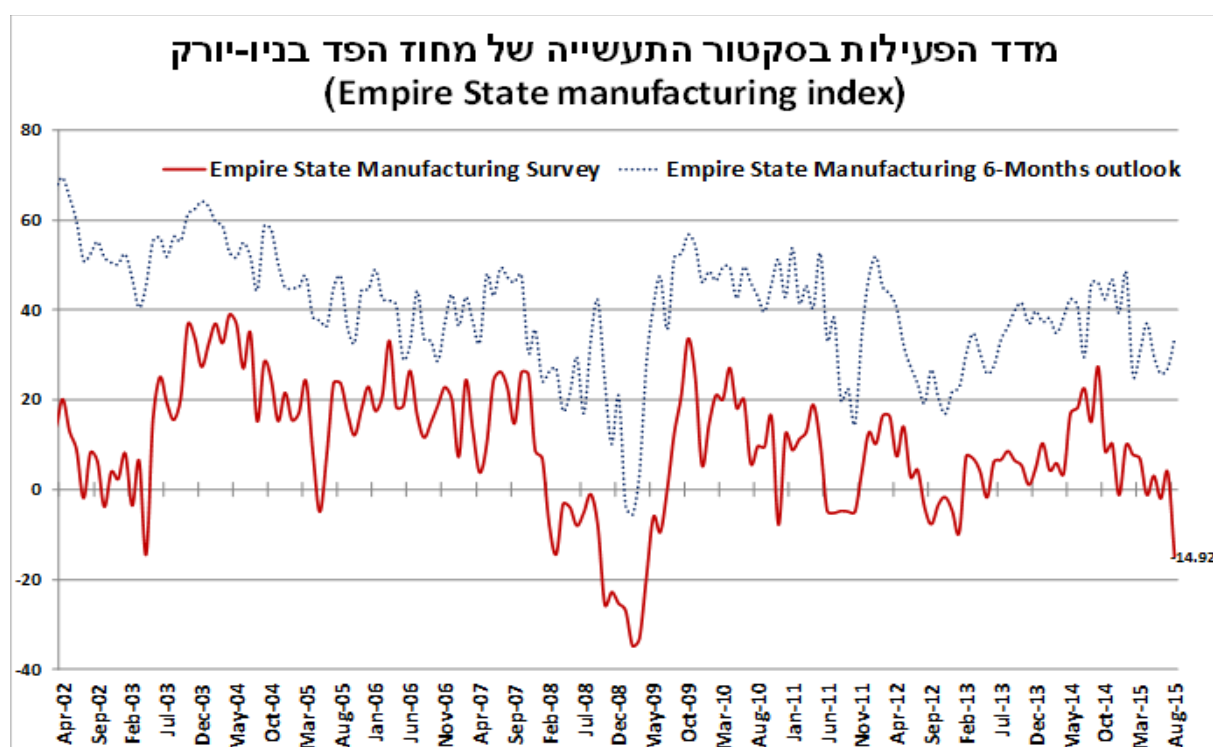
**האינפלציה ב-12 החודשים** עד יולי עלתה ל-0.2 אחוז, אך בניכוי **מוצרי מזון ואנרגיה** האינפלציה נותרה 1.8 אחוזים. סעיף הדיור (shelter) המשיך להיות אחד מהתורמים העיקריים לאינפלציה (3.1% ב-12 החודשים האחרונים).

**מדדי אמון הצרכנים** לחודש אוגוסט היו טובים מהצפי, במיוחד לנוכח העלייה החדה בתנודתיות בשווקים הפיננסיים; **מדד אמון הצרכנים של ה-CB** עלה ל-101.5 נקודות (לעומת 91 ביולי) ו**מדד אמון הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן** ירד קלות ל-91.9 (לעומת 93.1 ביולי).

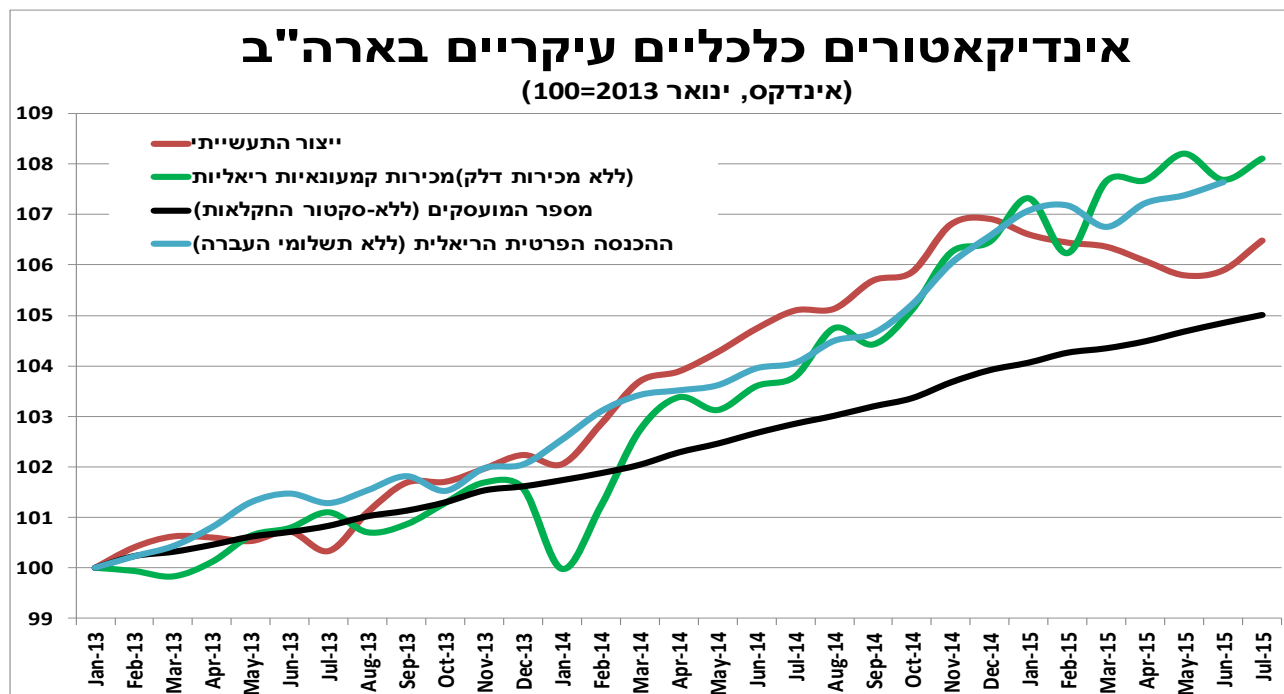
נתוני שוק הדיור המשיכו להיות חיוביים; **מכירות בתים קיימים** עלו ב-2 אחוזים ביולי וב-10 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים, מעל לצפי. **אישורי הבנייה** ירדו בחדות ביולי (חלק מהירידה נובעת משינוי חקיקה בחלק מהמדינה), אך רמת **התחלות הבנייה** נותרה יציבה. **מדד אמן הקבלנים** ממשיך להפגין עוצמה, ונותר ברמה הגבוהה של 60 נקודות ביולי (בדומה ליולי), והרמה הגבוהה ביותר מאז סוף 2005 (מספר מעל 50 מצביע על התרחבות הסקטור).



**הייצור התעשייתי** הפתיע לחיוב כאשר עלה ב-0.6 אחוז ביולי, למרות שחלק מהפתעה נבעה מפעילות מוגברת בענף הרכבים, ו**מדד הפעילות בסקטור התעשייה במחוז הפד של ניו-יורק** (Empire stat index) ירד בחדות למינוס 14.9 נקודת באוגוסט – הרמה הנמוכה ביותר מאז 2009.



**מדד הפעילות הכלכלית של מחוז הפד בפילדלפיה** עלה ל-8.3 נקודות באוגוסט (לעומת 5.7 ביולי), טוב מהצפי. **המכירות הקמעונאיות** עלו ב-0.6 אחוז ביולי (0.4% ללא רכבים), קרוב לצפי, ולאחר שנתונים החודשיים הקודמים עודכנו כלפי מעלה. גם **מדד אמון העסקים הקטנים** (NFIB) עלה ל-95.4 נקודות ביולי (לעומת 94.1 ביוני) מעל לצפי.

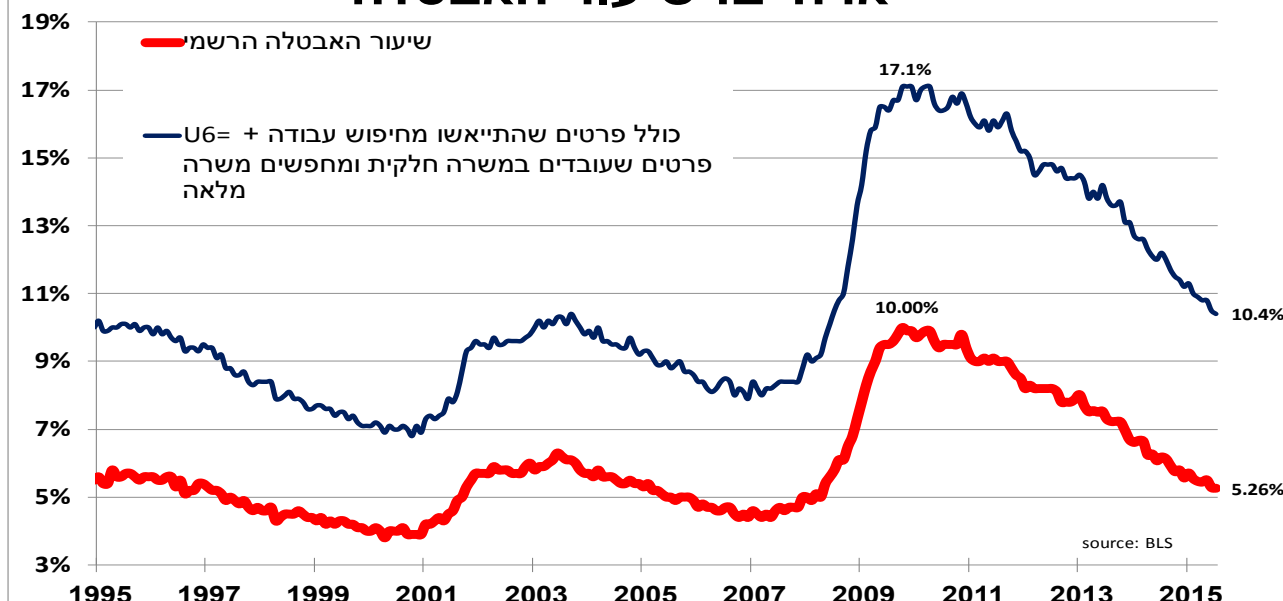


דוח התעסוקה לחודש יולי היה ברובו בהתאם לציפיות; נוספו כ-215 אלף **משרות חדשות** ביולי (ונתוני החודשיים הקודמים עודכנו כלפי מעלה ב-14 אלף), **שיעור האבטלה ושיעור ההשתתפות** נותרו ללא שינוי על 5.3 ו-62.6 אחוזים בהתאמה.

**השכר הממוצע** עלה ב-0.2 אחוז ביולי וב-2.1 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים, אך שעות העבודה השבועיות התארכו לכן השכר השבועי עלה ב-0.5 אחוז ביולי. **שיעור האבטלה הרחב** (U6), הכולל בתוכו גם אנשים שהתייאשו מחיפוש עבודה ו/או אנשים שרוצים לעבוד במשרה מלאה, ממשיך לרדת בקצב מהיר יותר משיעור האבטלה הרשמי - כאשר ירד ל-10.4 אחוזים ביולי (10.5% ביוני).

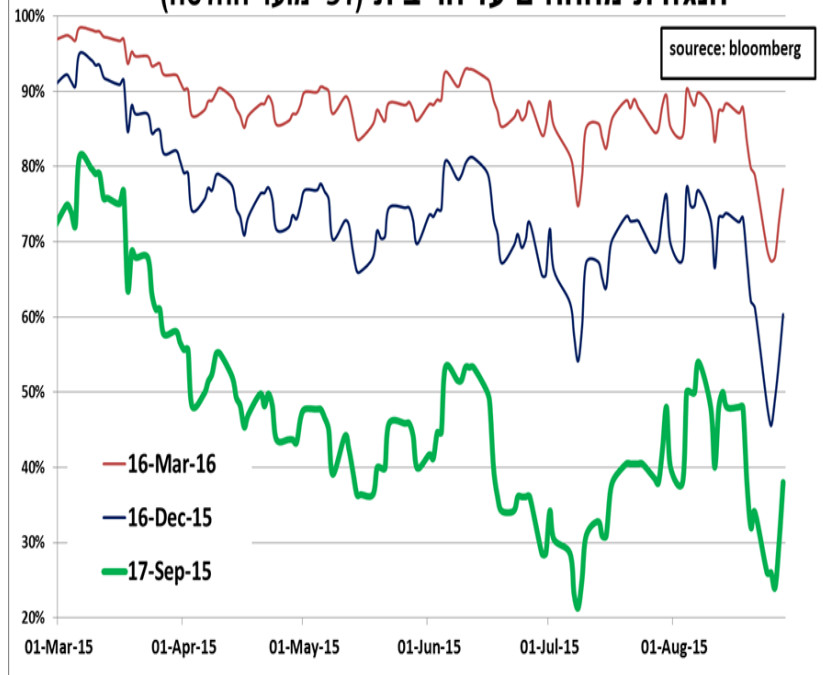


## ארה"ב: שיעור האבטלה



בנאומו בכנס הנגידים בג'קסון-הול בסופ"ש **סטנלי פישר**, סגן יו"ר הפד, הביע ביטחון בהשגת יעד האינפלציה של הבנק בטווח הבינוני. דבריו אלו, בשילוב עם נתוני הצמיחה החזקים שפורסמו יומיים לפני, הובילו לרגיעה נוספת בשווקים הפיננסיים בעולם, ואיתה לעלייה בהסתברות שמייחס השוק להעלאת ריבית בארה"ב עוד השנה.

## הצפי שריבית הפד תהיה גבוהה מרמתה הנוכחית הנגזרת מהחוזים על הריבית (לפי מועד החלטה)



פישר הדגיש שאינו יודע מה המועצה המוניתית תחליט בפגישתה הבאה ב (16-17 בספטמבר), וכי ההחלטה תהיה תלויה בנתונים ובתחזיות שיתפרסמו עד אז.

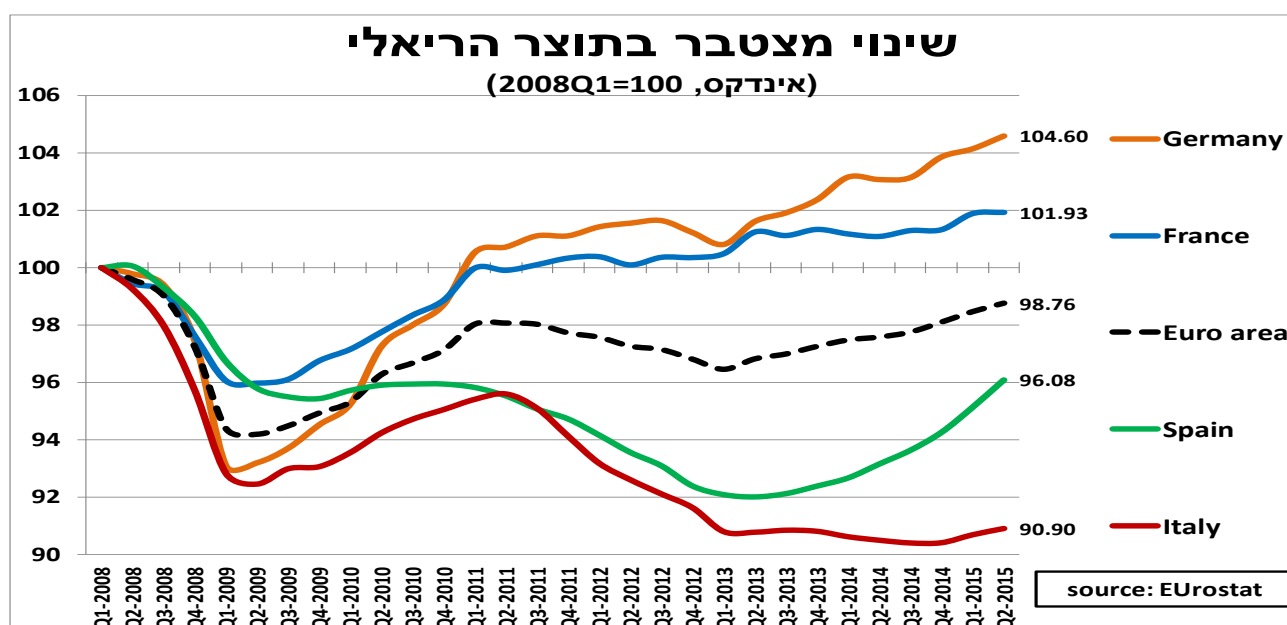
**להערכתו**, בהינתן יציבות הציפיות לאינפלציה, יש מקום טוב להאמין שהאינפלציה תעלה בטווח הבינוני, לאחר שההשפעות של הירידה במחירי הסחורות בעולם (במיוחד הנפט) והתחזקות הדולר יתפוגגו. לכן להערכתו, היות והשפעתה של הריבית הקצרה על הפעילות הכלכלית מגיעה בפיגור, לא צריך להמתין עד שהאינפלציה תגיע ל-2 אחוזים כדי להעלות ריבית.

**גוש האירו**

למרות השיפור בנתונים, לאור היקף ההרחבות, הירידה במחירי האנרגיה והפיחות באירו, הנתונים הריאליים חלשים מהצפי, ואינם מצביעים על האצה בקצב הצמיחה. לכן, להערכתנו, ההרחבה הכמותית תימשך בעתיד הנראה לעין, בפרט אם הבנק המרכזי בארה"ב יידחה את מועד העלאת הריבית;

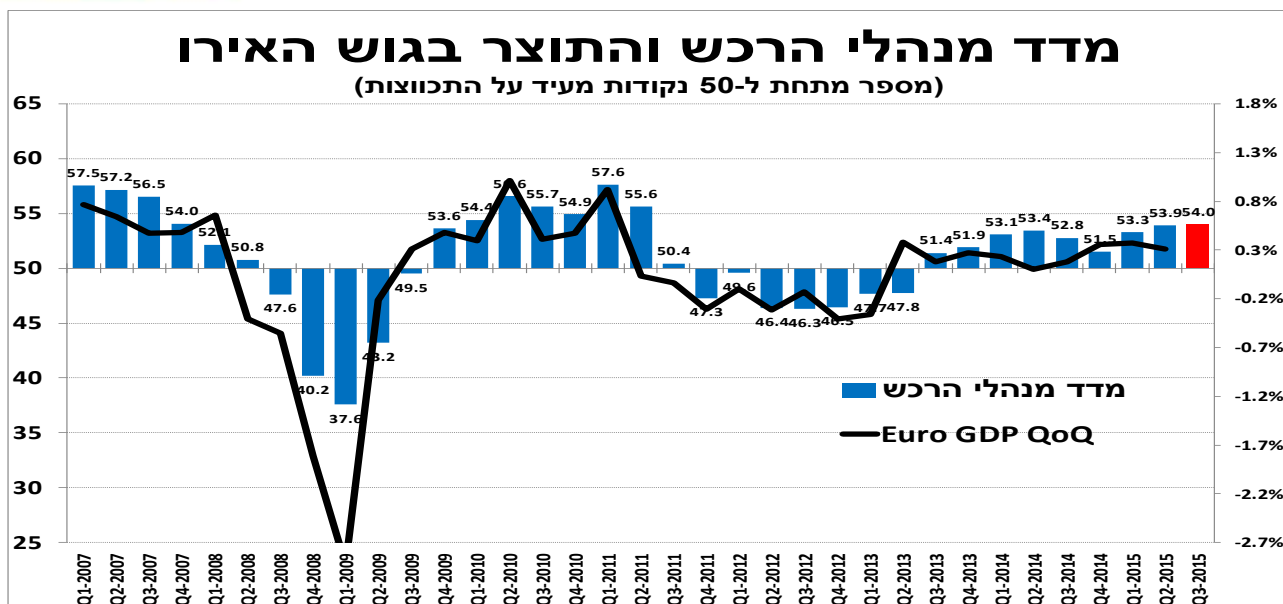
**התוצר בגוש האירו** צמח בשיעור שנתי של 1.3 אחוזים (0.3% בשיעור רבעוני) ברבעון השני של 2015 (על פי האומדן הראשוני), נמוך מהצפי בעיקר בשל הצמיחה **האפסית** בצרפת במהלך הרבעון. **גרמניה** צמחה ב-1.8 אחוזים בהובלת היצוא (הפיחות באירו) והצריכה הפרטית. **ספרד** בלטה לחיוב עם צמיחה של כ-4 אחוזים בשיעור שנתי.

**יוון** הפתיעה לחיוב עם צמיחה של כ-3 אחוזים בשיעור שנתי ברבעון השני, על כן סביר שנראה התכווצות חדה ברבעון השלישי (עקב סגירת הבנקים). **הפרלמנט ביוון** אישר את צעדי הצנע והרפורמות הנדרשות לצורך קבלת כספי החילוץ בסך כ-86 מיליארד אירו, זאת לפני התשלום הקרוב של כ-3 מיליארד אירו ל-ECB ביום חמישי הקרוב.

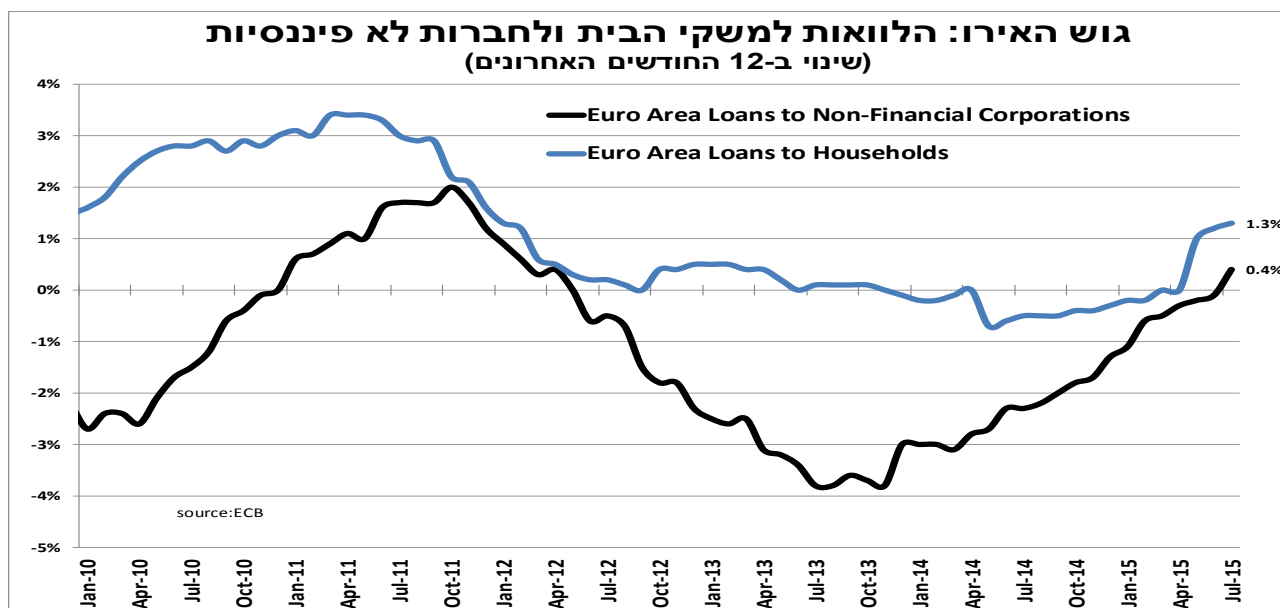


על פי **מדד מנהלי הרכש** שעלה ל-54.1 נקודות באוגוסט, מעל לצפי (על פי האומדן הראשוני). נרשם שיפור בענפי השירותים ל-54.3 (ביולי 54.0) ויציבות בענפי התעשייה 52.4. **גרמניה** הפתיעה לחיוב (54.0), אך **צרפת** אכזבה (51.3). המדד מצביע על קצב צמיחה דומה לזה של הרבעון השני.

**הסנטימנט העסקי בגרמניה** הפתיע לחיוב כאשר מדד **IFO** עלה ל-108.3 נקודות באוגוסט (לעומת 108 ביולי), כאשר הצפי היה לירידה במדד, ו**ספרד** ממשיכה לבלוט לחיוב (58.3 ביולי הרבה מעל לצפי) בחודשיים האחרונים – כאשר ממוצע החזאים צופה צמיחה של כ-3 אחוזים השנה, כפול מהתחזית לגוש האירו כולו. הצמיחה המהירה בספרד מחזקת את מעמדו של מפלגת ראש הממשלה, מריו רח'וי, לקראת הבחירות בדצמבר השנה. התמיכה במפלגת Podemos (הקיצונית) פחתה בעקבות השיפור בכלכלה ותוצאות הסאגה ביוון.

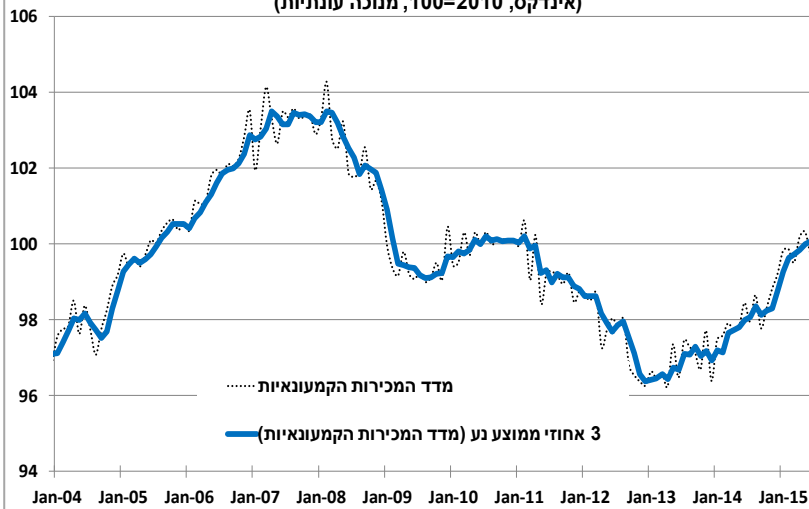


**סך האשראי המשיך לגדול והוא עלה ב-12 החודשים האחרונים עד יולי ב-1.3 אחוזים וב-0.4 אחוז לחברות לא פיננסיות.** על פי האומדן הראשוני **האינפלציה** ב-12 החודשים עד אוגוסט נותרה ב-0.2 אחוז בדומה ליולי וגבוהה מהצפי, אך **אינפלציית הליבה** נותרה ב-1.0 אחוז, בהתאם לצפי.



## גוש האירו: מדד המכירות הקמעונאיות

(אינדקס, 100=2010, מנוכה עונתיות)



שאר הנתונים בגוש האירו היו חלשים; המכירות הקמעונאיות ירדו ב-0.6 אחוז ביוני, מתחת לצפי והם גבוהים רק ב-1.2 אחוזים בהשוואה ליוני אשתקד. הייצור התעשייתי ביוני רשם ירידה גבוהה מהצפי בגרמניה (מינוס 1.4%), בצרפת (מינוס 0.1%) ובאיטליה (מינוס 1.1%).

בהתאם להתמשכות האינדיקטורים הטובים במדינה (צמיחה, אבטלה כו'), הבנק המרכזי בבריטניה סימן שהוא מתכוון להתחיל להעלות את הריבית במתינות בשנה הבאה, אך צינן את ההערכות לכך שהוא יפעל במקביל לבנק המרכזי בארה"ב. הבנק הותיר את הריבית 0.5 אחוז ללא שינוי, בהתאם לצפי. חבר אחד (מתוך 9) הצביע בעד העלאת ריבית (לראשונה מאז דצמבר אשתקד שההצבעה לא הייתה פה-אחד), עדות לכך שהעלאת הריבית הראשונה בבריטניה מתקרבת. למרות זאת, ההודעה הייתה יותר "יונית" ממה שציפו, כאשר הייסוף במטבע המקומי והירידה במחיר הנפט תרמה להפחתה בתחזית האינפלציה.

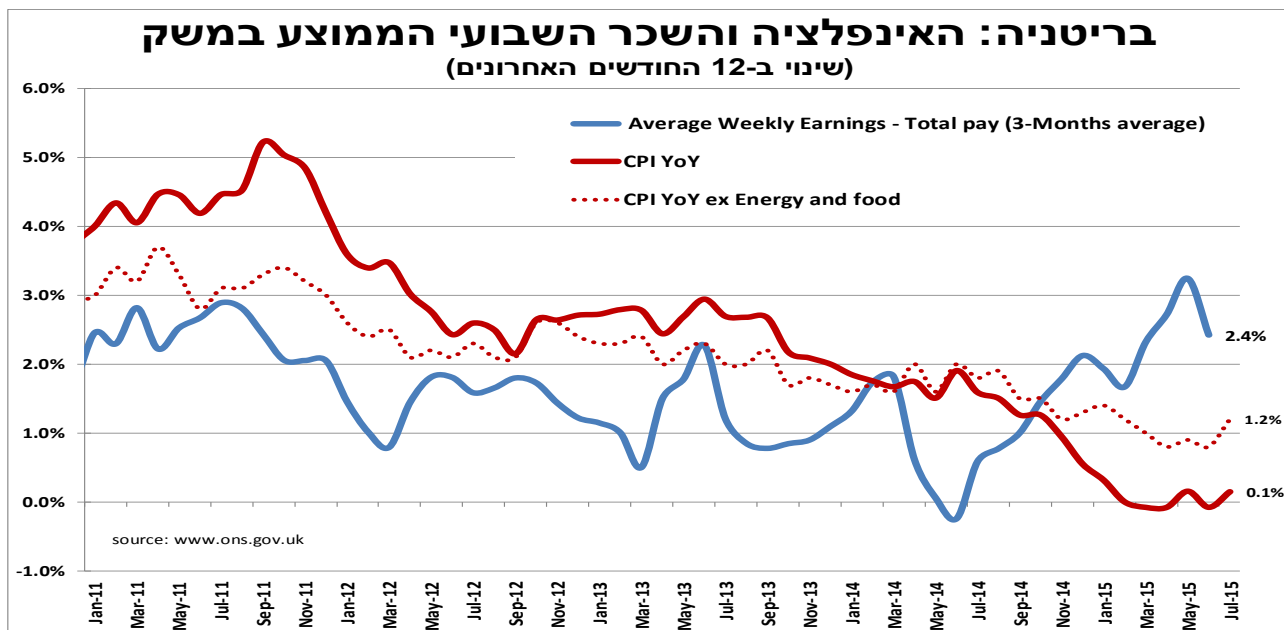
## שע"ח של הפאונד מול סל המטבעות

(אינדקס, ינואר 2005=100)



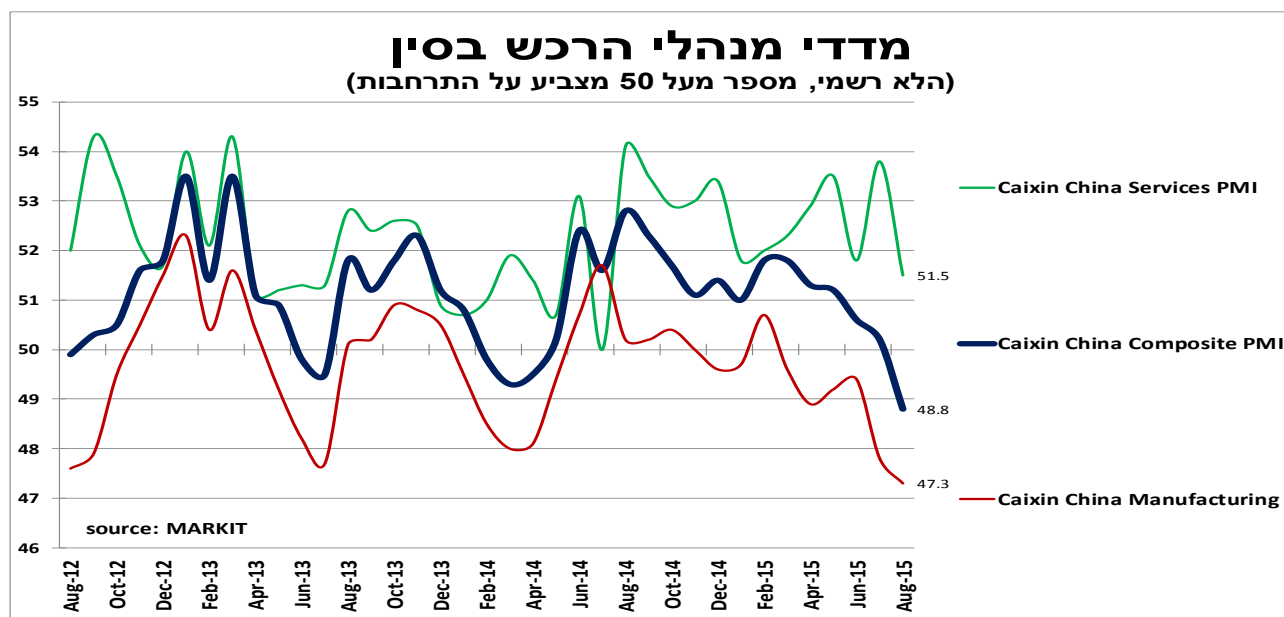
האינפלציה בבריטניה עלתה ל-0.1 אחוז ביולי, מעל לצפי. בחצי השנה האחרונה האינפלציה במדינה סביב האפס כאשר חוזקו של הפאונד והירידה במחירי הנפט תרמו לכך. במקביל, אינפלציית הליבה עלתה ל-1.2 אחוזים ביולי

(0.8% ביוני), מעל לצפי והרמה הגבוהה ביותר מזה 5 חודשים, ייתכן ומעידה על המשך שיפור בפעילות הכלכלית במדינה.



## סין

**מדד מנהלי הרכש בסין לסקטור השירותים (CAIXIN)** הצביע על המשך התרחבות באוגוסט כאשר עמד על 51.5 נקודות, אך זו רמה נמוכה בהשוואה ליולי (53.8). ההתמתנות במדד באוגוסט נבעה **מהרעה בסקטור הפיננסי לאחר התנודתיות החדה בשווקי המניות**. אשר על כן, ההתרחבות בסקטור השירותים החודש לא הייתה מספיק חזקה כדי לקזז את הירידה בסקטור התעשייה (עודכן קלות למעלה ל-47.3), ולכן המדד הכללי ירד ל-48.8 נקודות ביולי (לעומת 50.2 ביולי), התכווצות ראשונה מאז אפריל 2014.



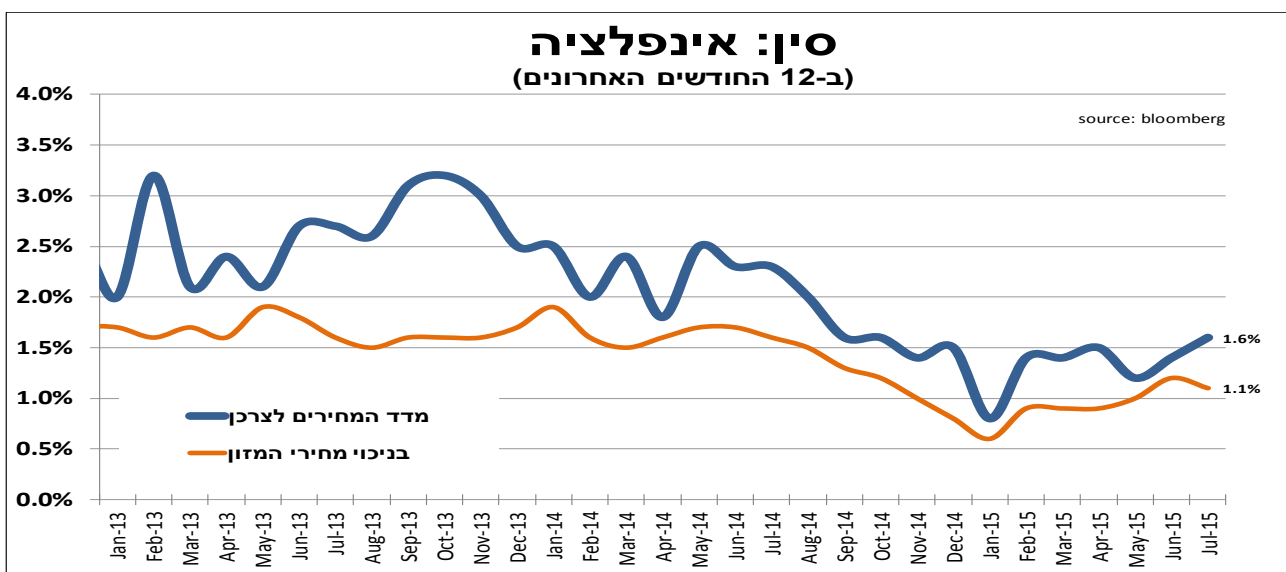
זאת לאחר שבתחילת החודש הודיע הבנק המרכזי בסין על הגמשת שוק המט"ח; במקום ששער תחילת היום יקבע באופן שרירותי על ידי הבנק המרכזי, שער היואן בתחילת כל יום יהיה שער הסגירה של יום האתמול (רצועת השתנות של 2 אחוזים נותרה ללא שינוי). בתגובה נרשם פיחות של היואן מול הדולר בכ-3.3 אחוזים תוך יומיים.

המהלך הגיע כחלק מתהליך מתמשך ועל רקע בקשה שהגישה סין לפני כשנה לקרן המטבע הבינלאומית, לצרף את המטבע הסיני לרשימת המטבעות המוכרים כ"מטבע זרבה" של קרן המטבע (המטבעות ב-SDR). קרן המטבע הודיעה לסין שעל מנת לקבל סטאטוס של "מטבע זרבה", נדרשת הגמשה נוספת בשוק המט"ח. ועל כן, קרן המטבע בירכה על הודעת הבנק המרכזי הסיני.

נוכח הסערה בשווקים הפיננסיים שהתעוררה, בתגובה למדד מנהלי הרכש בייצור בסין, **הבנק המרכזי בסין** הפחית את הריבית ההלוואות ב-0.25 נקודת אחוז ל-4.6 אחוזים (הפחתה חמישית מאז נובמבר אשתקד) ואת יחס הרזרבה ב-0.5 נקודת אחוז. למרות שההפחתה הגיעה במועד לא מתוכנן, מהלך זה היה צפוי.

בנוסף, הבנק המרכזי בסין ממשיך לפעול **בשוק המניות**; על פי התקנה החדשה סוחרים אשר מעוניינים לפעול למכירה בחסר (שורט) של מניות צריכים להמתין לפחות יום עסקים אחד לפני שהם יכולים לרכוש מחדש את המניות (בעיקר כדי להחזיר את ההלוואה שלקחו). בניגוד למצב הקודם בו סוחרים יכלו "לסגור פוזיציות" באותו היום. יתר האינדיקאטורים הכלכליים היו ברובם טובים; ב-12 החודשים עד יולי גדל הייצור התעשייתי ב-6 אחוזים, מתחת לצפי. לעומת זאת **המכירות הקמעונאיות** גדלו ב-10.5 אחוזים, קרוב לצפי, ומכירות כלי רכב בסין ב-6 החודשים הראשונים של השנה עמדו על כ-12 מיליון יחידות, אינדיקציה חזקה לגידול בביקוש הפנימי ולעליה ברמת החיים.

מנגד, נתוני **סחר החוץ** היו נמוכים מהצפי כאשר ב-12 החודשים האחרונים עד יולי קטן **היצוא** ב-8.3 אחוזים ו**היבוא** ב-8.1 אחוזים (חלק מכך בעקבות הירידה במחיר הסחורות). כתוצאה מכך רשמה סין עודף מסחרי של כ-43 מיליארד דולר בלבד בחודש יולי. בנוסף, **האינפלציה** עלתה ל-1.6 אחוזים (לעומת 1.4 ביוני), מעל לצפי, בעיקר בשל עלייה במחירי המזון (2.7%). **בניכוי מחירי המזון האינפלציה** ירדה ל-1.1 אחוזים (1.2 ביוני).



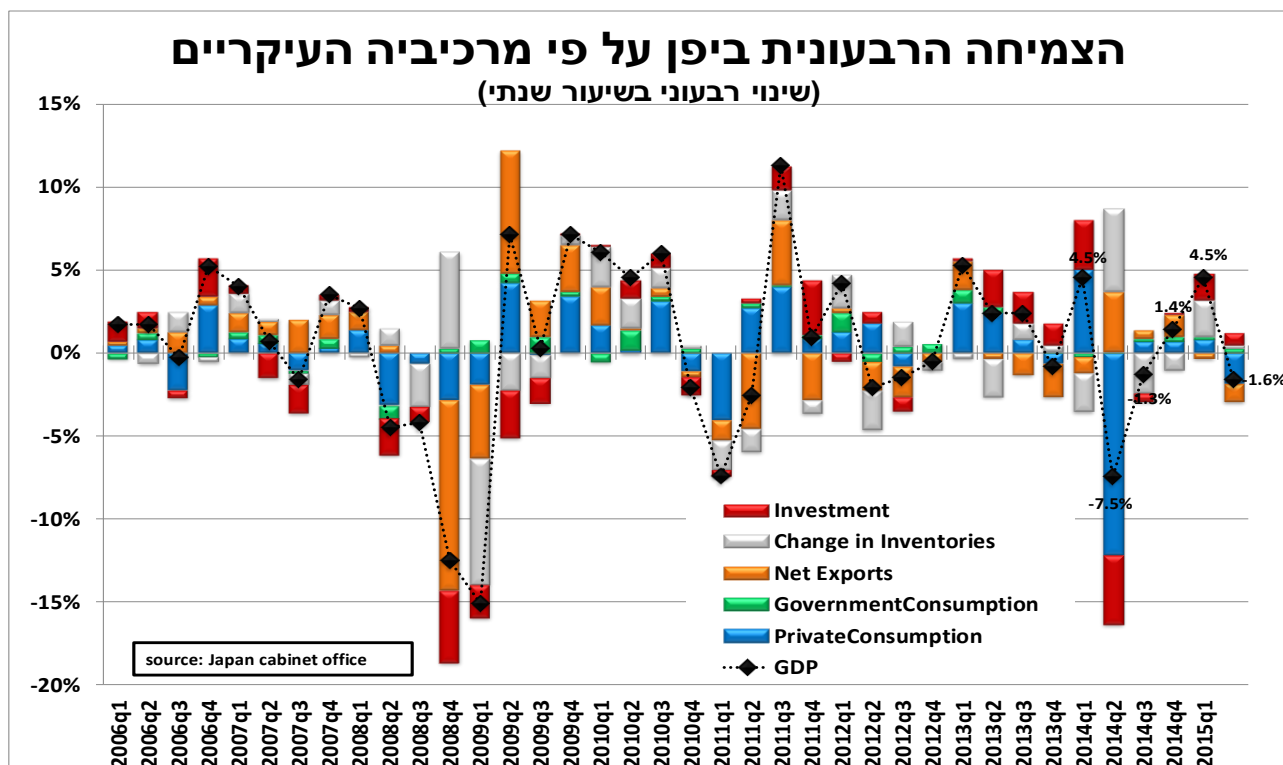
נראה שהתגובות הגבוהה לסין נובעת משתי סיבות עיקריות הכרוכות זו בזו:

1. החשש מפוטנציאל ההשפעה של משבר בסין על העולם. החשש מקבל משנה חשיבות, בהתחשב בשברירות הצמיחה העולמית בשנים האחרונות.
2. ה"עולם" עוד לא הפנים את העובדה שסין שינתה פניה: לא עוד תיאבון נטול שובע לסחורות בעולם; סין פחות משקיעה בתשתיות ובהגדלת ייצור, ומנסה יותר לתמוך בהגדלת ענפי השירותים בכלכלה, כחלק מהרצון שלה להיות יותר ויותר משק מפותח. עדות לחוסר ההפנמה ניכרת למשל, **בתגובות הגבוהה בשווקים למדד מנהלי הרכש בייצור**, בעוד ישנה כמעט התעלמות מההתרחבות המתמשכת בענפי השירותים.

**להערכתנו**, בהתחשב בכך שישנן רפורמות והתפתחות רגולטורית בשווקים הפיננסיים בסין, אך טבעי שנמשך לראות גם בעתיד תנודתיות גבוהה יחסית בשווקים בסין. וכל עוד הסביבה הכלכלית העולמית שברירת הימאן להפנים את השינויים בסין - תימשך גם תגובתיות היתר לסין בשווקים בעולם.

## יפן

המשך נתונים חלשים ביפן מעלים את ההסתברות שנראה הרחבה בהרחבה הכמותית שם; **התוצר ביפן** התכווץ בשיעור שנתי של 1.6 אחוזים ברבעון השני של 2015 (על פי האומדן הראשוני), בדומה לצפי, על רקע **הצריכה הפרטית** שהתכווצה ב-3 אחוזים **והיצוא** שהתכווץ בשיעור חד של 17 אחוזים (בעיקר בשל הירידה ביצוא רכבים וחלפים). הצמיחה ברבעון הקודם עודכנה כלפי מעלה ל-4.5 אחוזים (3.9% באומדן הקודם). בארבעת הרבעונים האחרונים התוצר צמח ב-0.7 אחוזים בלבד.





הצמיחה החלשה ברבעון השני לא הייתה מפתיעה, אך היא מפעילה לחץ נוסף על ראש הממשלה לבצע עוד הרחבה פискаלית. באוקטובר הבנק המרכזי צפוי להתכנס להחלטת הריבית ולפרסם תחזיות מעודכנות לצמיחה ולאינפלציה. **להערכתנו**, לאור הנתונים הריאליים החלשים והמשך ההתמתנות באינפלציה, סביר שהבנק יפעל להרחבה (בפעם השנייה) בהרחבה הכמותית שלו.

סקירה זו מתפרסמת בכתובת [www.harel-finance.co.il/macro](http://www.harel-finance.co.il/macro) בעברית

הערות ושאלות ניתן להפנות למר עפר 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

הכותב/ים 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 לייעוץ 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 פיננסים. 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 התשקיפים שבתוקף והדיווחים המידיים