

26.02.2023

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.8%

מדד פברואר
0.2%

מדד מרץ
0.4%

מדד אפריל
0.5%

ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
4.25%-4.50%

עיקרי הדברים

- כמעט כל האינדיקטורים השוטפים לפעילות המשק **משקפים העמקת ההאטה**. הטלטלה בשוק המקומי עלולה להחמיר את המגמה השלילית בכלכלה.
- **גודל ההלוואות העסקיות בבנקים עולה במהירות**, למרות עליית הריבית, וזאת תוך קיצור משמעותי של תקופת ההלוואות. יכולים להיות לכך מספר סיבות.
- **פיחות השקל** מתרחש על רקע עלייה במשקל המשקיעים הזרים במסחר במט"ח, במיוחד בעסקאות המרה. להערכתנו, השלב המהיר של פיחות השקל לא ימשך לאורך זמן.
- **התשואות השקליות בשוק האג"ח המקומי הגיעו לשיא העשור** והפכו לאטרקטיביות. יחס סיכון-סיכוי עדיף באג"ח הבינוניות. באג"ח הקונצרניות עדיף להמשיך עם חשיפה שמרנית.
- **הנתונים הכלכליים בעולם** משתפרים, אך לשיפור מתלווה האינפלציה שמסרבת להיכנע וגורמת לעלייה מהירה בתחזיות ריבית, מוצדקת להערכתנו.

כמעט כל האינדיקטורים משקפים האטה בפעילות המשק

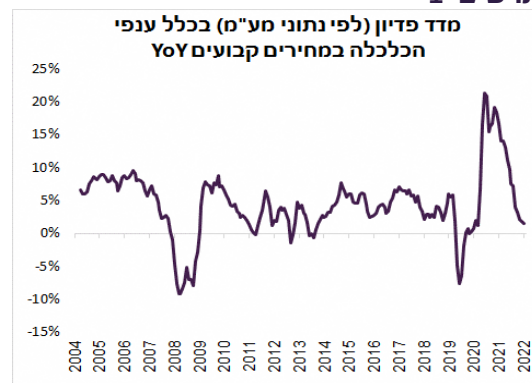
למרות שרק לפני שבועיים התפרסמו נתוני הצמיחה החזקים לרבעון הרביעי, על פי כמעט כל האינדיקטורים השוטפים, המשק נמצא בבלימה:

- המדד המשולב של בנק ישראל כמעט לא צמח בחודשים נובמבר-ינואר. קצב הגידול השנתי שלו ירד לכ-2% בלבד (תרשים 2).
- סך הפדיון בענפי המשק שנמדד על סמך נתוני המע"מ, משקף באופן ברור האטה בקצב הצמיחה. קצב הגידול השנתי ירד לכ-1.5%. למעט שנת 2020 זה הקצב הנמוך ביותר מאז 2014 (תרשים 1). במיוחד בולטת חולשה בענף הבנייה שבו ירד הפדיון הרבה מתחת למגמה הרב שנתית. גם בענף פעילויות בנדל"ן הירידה הייתה חדה ביותר. ניכרת חולשה גם בענפי ההיי טק, הבריאות והפיננסים.

תרשים 2



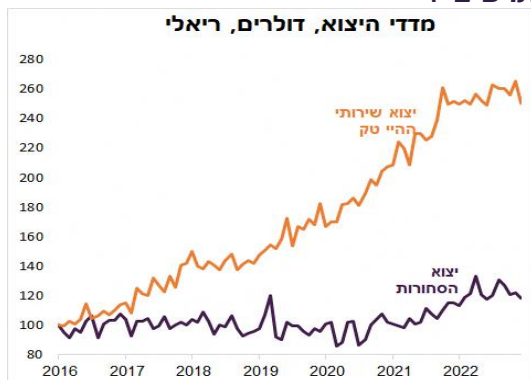
תרשים 1



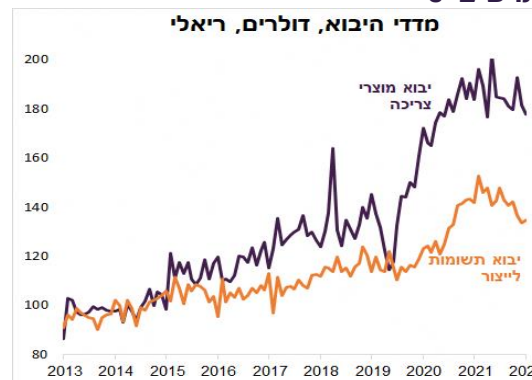
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

- נעצר גידול בפעילות הייצור והיצוא. מדד הייצור התעשייתי לא גדל בחודשים האחרונים. יצוא הסחורות ירד (תרשים 4). הירידה בפעילות הייצור מתבטאת גם בירידה ריאלית ביבוא התשומות לייצור (תרשים 3).
- נעצרה צמיחה ביצוא שירותי ההיי טק בחודשים האחרונים (תרשים 4).
- יבוא מוצרי הצריכה נמצא במגמת ירידה ומבשר על ירידה בצריכת מוצרים, כפי שבא לידי ביטוי בנתוני התמ"ג (תרשים 3).

תרשים 4



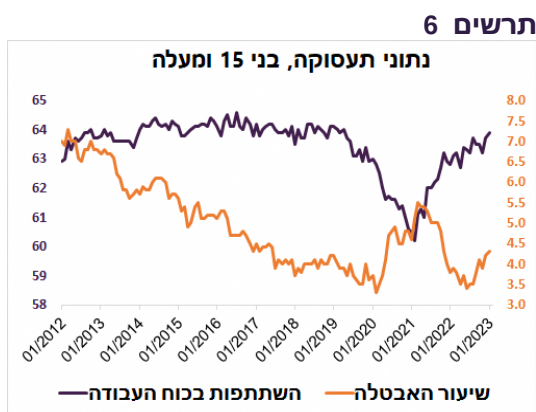
תרשים 3



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

- שיעור האבטלה במשק המשיך לעלות בחודש ינואר והגיע ל-4.3%. באמצע שנה שעברה הוא עמד על כ-3.5%. במקביל, עלה גם שיעור ההשתתפות בכוח העבודה, אך במינון נמוך

יותר מאשר שיעור האבטלה (תרשים 6). עלייה במספר המובטלים, במיוחד אקדמאים, בלשכת התעסוקה מגבה נתוני סקר כוח אדם של הלמ"ס (תרשים 5).



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

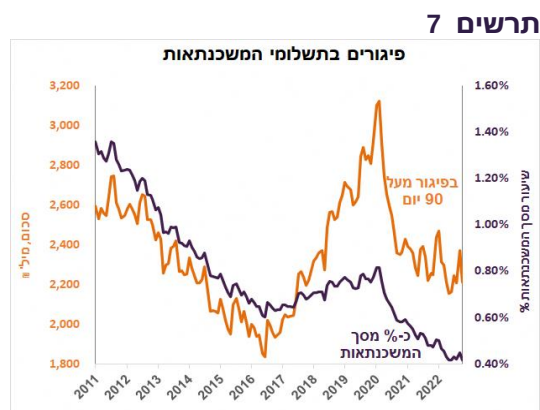
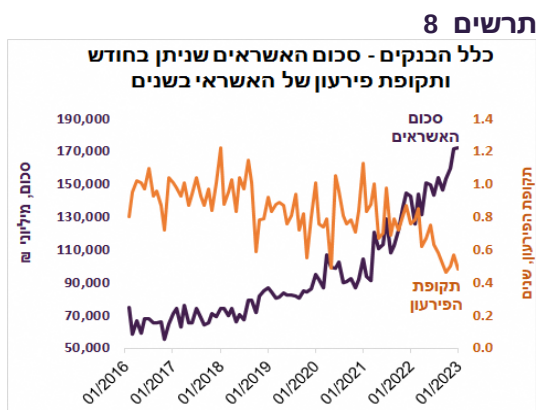
שורה תחתונה: הנתונים הכלכליים השוטפים משקפים האטה בפעילות הכלכלית במשק

אין פגורים במשכנתאות. העסקים מגדילים אשראי לטווח קצר

עליית הריבית בינתיים לא גרמה לבעיות מיוחדות אצל בעלי המשכנתאות. יתרת הפיגורים בתשלומי משכנתא נותרה נמוכה בחודש ינואר (תרשים 7). האשראי בבנקים לעסקים המשיך לגדול בחודשים האחרונים, אך לא למשקי הבית. סך ההלוואות שניתנו בחודשים נובמבר-ינואר היה גבוה בכ-11% לעומת אוגוסט-אוקטובר (תרשים 8). במיוחד צומח אשראי לעסקים גדולים.

קיימים מאפיינים ייחודיים של צמיחת האשראי לעסקים בחודשים האחרונים:

- סכום האשראי גדל, אך לא מספר ההלוואות. גודל ההלוואה הממוצעת לעסקים הגדולים עלה בשנה האחרונה בכ-70%.
- התקופה הממוצעת לפירעון של ההלוואות ירדה בשנה האחרונה כמעט בשליש מכ-0.8 שנים לכ-0.5 שנים (תרשים 8).



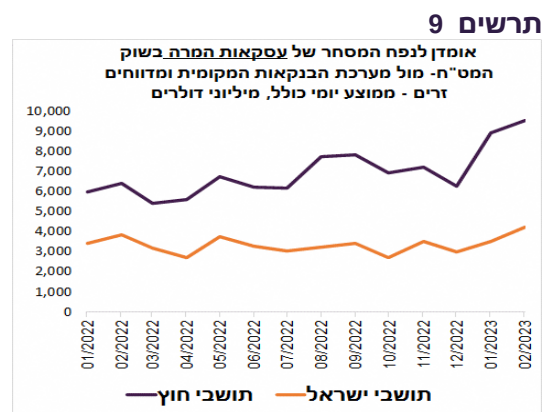
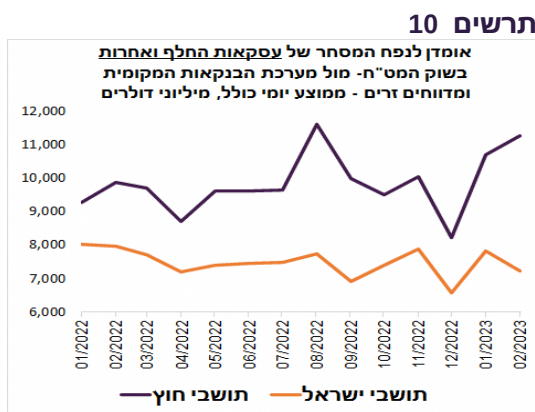
מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

מדוע העסקים לוקחים אשראים גדולים יותר לתקופות קצרות יותר?
יכולות להיות לכך כמה סיבות:

- קיצור טווח ההלוואות מעיד שלא מדובר בהלוואות להשקעות, אלא כנראה למימון הון חוזר. יתכן וירידה במכירות, בפרט של חברות הנדל"ן, מעלה צרכי המימון לטווח הקצר.
- יתכן ובגלל עליית הריבית העסקים רוצים לקחת אשראי קצר יותר במקום לקבע ריבית גבוהה לטווחים ארוכים יותר.
- יתכן שמקורות המימון האחרים כגון שוק האג"ח, בנקים זרים, הלוואות לא בנקאיות הפכו לפחות זמינים, מה שדוחף את העסקים להגדיל נטילת הלוואות מהבנקים המקומיים.

לפי מחזורי המסחר, לזרים יש משקל עודף בפיחות השקל

השקל האיץ את היחלשותו בשבוע שעבר. מתחילת החודש הוא פוחת בכ-3.5% מול סל המטבעות ובכ-6% מול הדולר. בחודש האחרון הוא היה המטבע החלש ביותר בעולם למעט הרובל הרוסי. מנתוני המסחר במט"ח עולה שמשקל תושבי חוץ במסחר עלה בפברואר ל-65%, לעומת הממוצע של 60% בשנת 2022. חל גידול חד בעסקאות המרה במיוחד ע"י המשקיעים הזרים (תרשים 9). גם בעסקאות החלף היה גידול במחזורי של הזרים, אך פחות חריג מאשר בעסקאות המרה. בקרב המשקיעים הזרים, המוסדות הפיננסיים הזרים הגדילו בחדות כמות עסקאות המרה בשקל, כאשר בקרב תושבי ישראל עיקר הגידול בעסקאות המרה היה לא בקרב הבנקים, אלא אצל המשקיעים שמוגדרים תושבי ישראל אחרים.



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

עדכנו את תחזית האינפלציה לחודש פברואר ב-0.1% ל-0.2% בגלל השפעת הפיחות על מחירי הנסיעות לחו"ל. התחזית ל-12 החודשים עלתה ל-2.8%. אם שע"ח יישאר ברמה הנוכחית, מדובר בתוספת של כ-0.5% לאינפלציה השנתית.

תמחור עודף של הסיכונים באפיק האג"ח

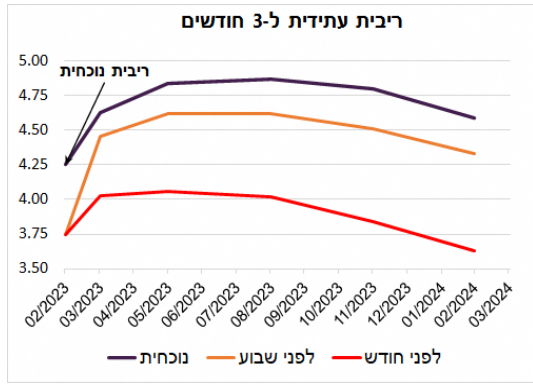
תשואות האג"ח השקליות עלו בשבוע האחרון בכ-0.2% לאורך העקום. התשואה ל-30 שנה הגיעה לרמה של 4%, לראשונה מאז 2014. התשואות בטווחים נמוכים יותר חזרו יותר מעשור אחורה. ציפיות האינפלציה עלו בחדות. הציפיות ל-10 שנים עומדות באחת הרמות הגבוהות היסטוריות (תרשים 11). הציפיות לעליית ריבית בנק ישראל הגיעו כמעט ל-4.9%. הריבית החזויה בעוד שנה עלתה בחודש האחרון כמעט ב-1% (תרשים 12).

תרשים 11



מקור: מיטב ברוקראז'

תרשים 12



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

קשה לתמחר את הסיכונים הפוליטיים, אך להערכתנו, קיים תמחור עודף של הציפיות לעליית הריבית והאינפלציה:

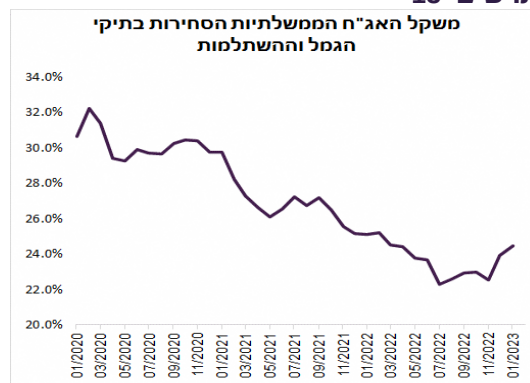
- הסיבה העיקרית לעלייה בציפיות האינפלציה והריבית - הפיחות המהיר של השקל. אולם, סביר מאוד שיש בכוחו של בנק ישראל לבלום את הפיחות הבהול. במרץ 2020 הוא רק הכריז על מתן קו אשראי לבנקים במט"ח והשקל התחזק ביומיים בכ-5%, למרות שהיה ביקוש קשיח למט"ח מצד המוסדיים והבנקים בגלל דרישת לביטחונות מחו"ל. בנק ישראל אפילו לא צריך להתערב בשוק המט"ח, אלא רק לרמוז שהוא בוחן ...
- במידה והתוכנית לרפורמה המשפטית תעבור בלי הסכמה עלול להיווצר תהליך על פני זמן ארוך של פיחות השקל בגלל פגיעה הדרגתית בפעילות הכלכלית בישראל. אולם, זה כבר תסריט אחר שיגרום לתגובה שונה בשווקים מהתנהגות בהולה שאנו רואים היום.
- להבדיל מהמשק האמריקאי, שמראה סימני התאוששות מפתיעים בפעילות, האינדיקטורים השוטפים במשק הישראלי (ראו לעיל) מצביעים על העמקת ההאטה. הטלטלה בשווקים ואי הוודאות שנוצרה בשבועות האחרונים צפויות להחמיר את ההאטה.
- להבדיל מארה"ב, שיעור האבטלה בישראל דווקא עולה.
- רגישות המשק לפגיעה במגזר הטכנולוגיה הרבה יותר גבוהה בישראל מאשר במדינות האחרות. שיעור העובדים העוסקים בתחום בישראל הנו הגבוה בעולם. השכר הממוצע בהיי טק בישראל גבוה ב-120% מהשכר הממוצע במשק. לצורך השוואה, בארה"ב הפער הנו רק כ-40%. מצב זה מעלה סיכון להאטה חמורה יותר בישראל.
- הרגישות לעליית ריבית בישראל גבוהה במיוחד. זאת מכיוון שבישראל שיעור יחסית גבוה של ההלוואות, כולל המשכנתאות, בריבית משתנה. בנוסף, בישראל חלק משמעותי מהמשכנתאות צמודות מדד, מה שלא קיים בעולם. ממד נוסף להשפעה מרסנת של עליית ריבית בישראל זאת העובדה שגידול באשראי העסקי והפרטי בישראל בשנתיים האחרונות היה כמעט הגבוה בעולם.

הנקודות שצוינו מעלים סיכון להאטה משמעותית בפעילות הכלכלית בישראל שתשפיע לריסון האינפלציה ובכך לספק תמיכה לשוק האג"ח.

מלבד זאת, צריך לציין גורמים נוספים שעשויה להיות להם השפעה בולמת עליית התשואות בשוק האג"ח:

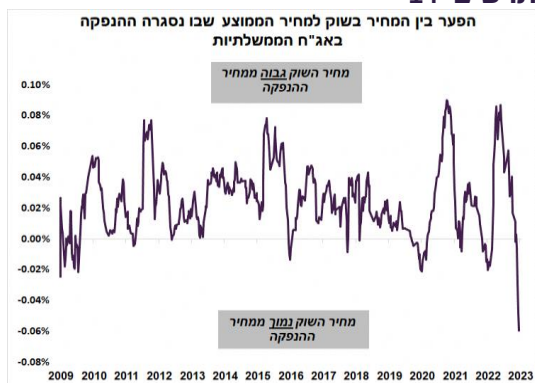
- הממשלה אישרה תקציב שמרני ל-2023 עם גירעון מתוכנן של 1% בלבד.
- הביקוש של המשקיעים המוסדיים לאג"ח הממשלתיות יחסית גבוה, כפי שבא לידי ביטוי בהגדלת משקלן בתיקי המוסדיים בחודשים האחרונים (תרשים 13). כמו כן, מרבית ההנפקות האחרונות נסגרות במחיר גבוה ממחיר השוק, כפי שלא קרה לפחות מאז 2009 (תרשים 14).

תרשים 13



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

תרשים 14

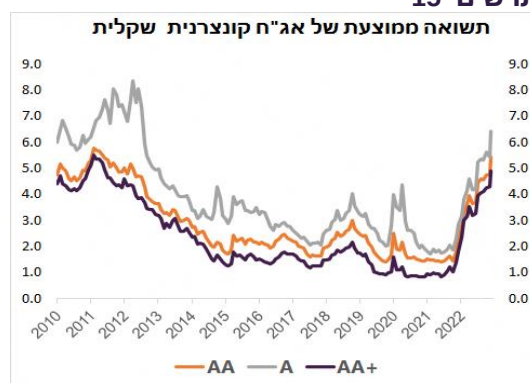


מקור: משרד האוצר, מיטב ברוקראז'

התשואות עלו, אך הן לא מצדיקות הגדלת סיכון באג"ח הקונצרניות

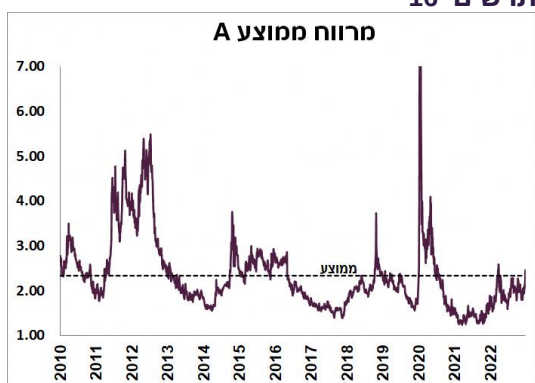
תשואות האג"ח הקונצרניות עלו בחדות לרמות שהיו לפני עשור (תרשים 15). העלייה בתשואות נובעת גם מעלייה בתשואות האג"ח הממשלתיות וגם במרווחים. אם בדירוגים AA/AAA המרווחים לפחות עלו מעל הממוצע ההיסטורי (מאז 2010), בקבוצת A המרווח הממוצע רק הגיע לממוצע ההיסטורי (תרשים 16). תרומת המרווח לתשואה הכוללת נמוכה יחסית. לאור הציפיות לעלייה בסיכונים אשראי במשק, אנו מעדיפים ברמות המרווחים הנוכחיות להמשיך ולהחזיק חשיפה שמרנית לאפיק הקונצרני תוך ריכוז ההחזקה באג"ח בדירוגים הגבוהים.

תרשים 15



מקור: בורסה, מיטב ברוקראז'

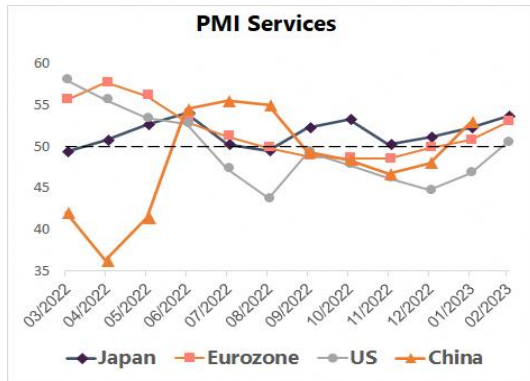
תרשים 16



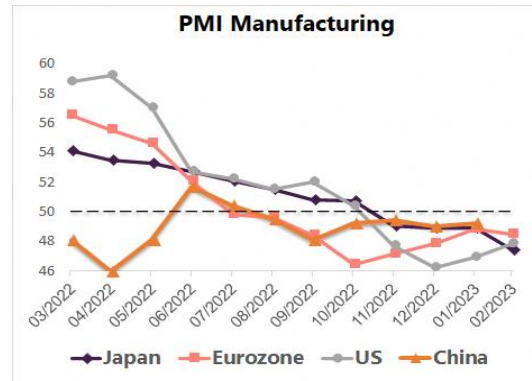
הפעילות הכלכלית בעולם משתפרת במפתיע

הפעילות הכלכלית בעולם ממשיכה להציג סימני שיפור. על פי מדדי מנהלי הרכש לחודש פברואר, נמשכת עלייה במגזר השירותים בארה"ב, אירופה ויפן (תרשים 18). לעומת זאת, אין שיפור במגזר התעשייה שממשיך להתכווץ (תרשים 17).

תרשים 18



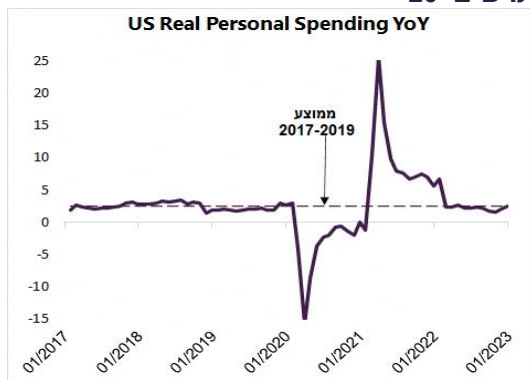
תרשים 17



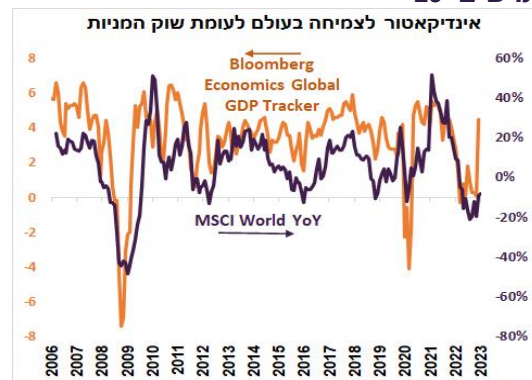
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

המדד שמסקף את הצמיחה בעולם של בלומברג (Bloomberg Economic Global GDP Tracker) המשלב את האינדיקטורים השונים מהאזורים השונים בעולם, עלה בחדות בחודש ינואר. לאורך השנים למדד זה הייתה קורלציה חיובית עם הביצועים של שוק המניות (תרשים 19).

תרשים 20



תרשים 19

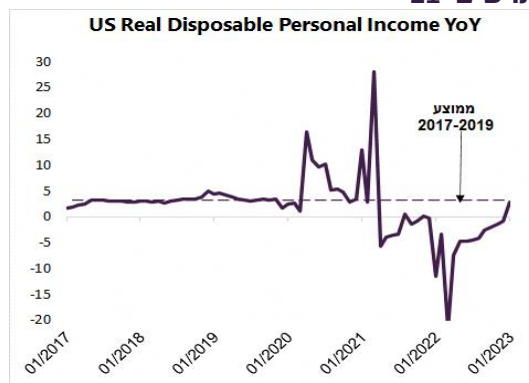


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

עליית הריבית לא מצליחה לרסן את הצרכן האמריקאי

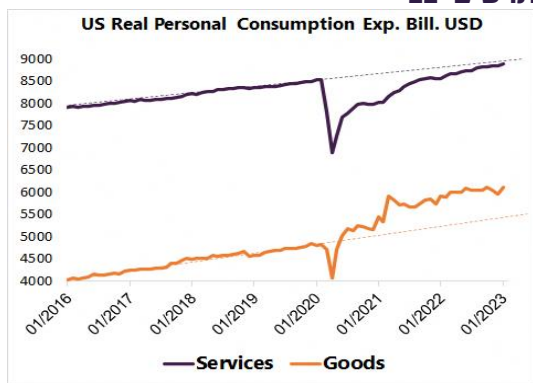
- למרות עליית הריבית, קצב הגידול השנתי של ההוצאה הריאלית של משקי הבית בארה"ב עלה והיה בינואר דומה לזה של לפני הקורונה (תרשים 20). צריכת מוצרים כמעט לא גדלה, אך היא גבוהה משמעותית מהמגמה ארוכת הטווח. צריכת שירותים ממשיכה לצמוח וכמעט סגרה את הפער מול המגמה (תרשים 22).
- ההכנסה הפנויה הריאלית של משקי הבית האמריקאים צמחה בשנה האחרונה בדומה לקצב הממוצע שהיה לפני הקורונה, למרות האינפלציה הגבוהה (תרשים 21). שיעור החסכון של הצרכנים שירד לשפל לפני מספר חודשים, חזר לגדול.

תרשים 21



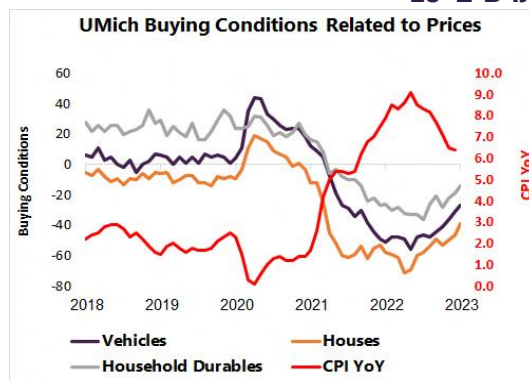
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 22



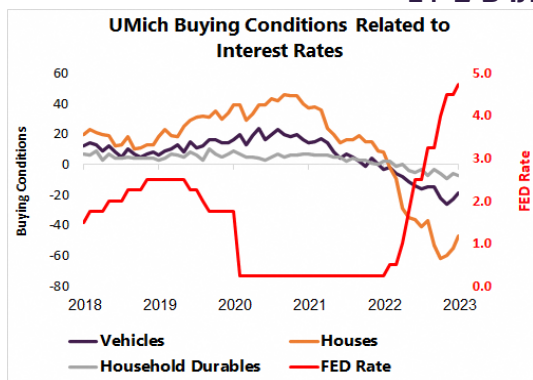
- הסנטימנט הצרכני נמוך, אך הוא ממשיך לעלות מאמצע 2022, כולל ציפיות הצרכנים. הצרכנים מציינים בסקר אמון הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן שהמחירים הגבוהים כבר פחות מפריעים לקניות שלהם (תרשים 23). הריבית הגבוהה עדיין מכשול רציני, למרות שבחודשיים האחרונים חלה הקלה גם במגבלה זו (תרשים 24).
- מכירות הבתים החדשים עברו את השפל בחודש ספטמבר ומאז גדלים מדי חודש. בינואר המכירות צמחו הרבה מעל התחזית.

תרשים 23



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

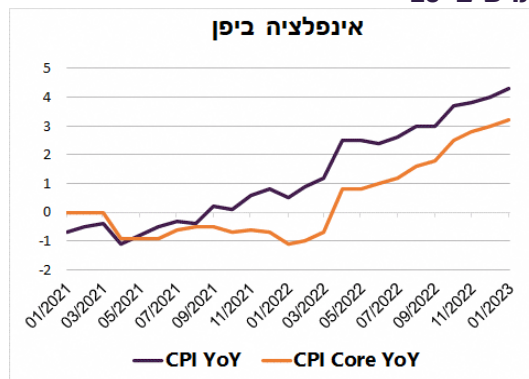
תרשים 24



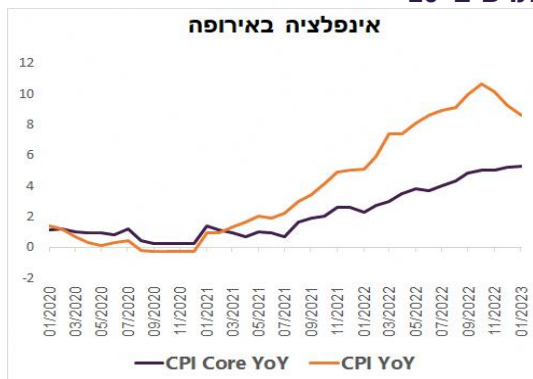
אינפלציה לא נוצחה בנוקאאוט - נגרים למלחמת התשה

הצמיחה המשתפרת הייתה משמחת אלמלא האינפלציה שהתלוותה אליה. באירופה קצב אינפלציית הליבה עמד בינואר על 5.3%, גבוה מהתחזיות ומהנתון של החודש הקודם (תרשים 26). ביפן ממשיכה עלייה גם באינפלציה הכללית (4.3%) וגם בליבה (3.2%) (תרשים 25).

תרשים 25

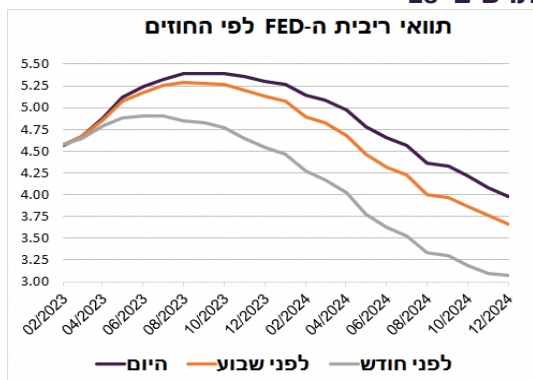


תרשים 26

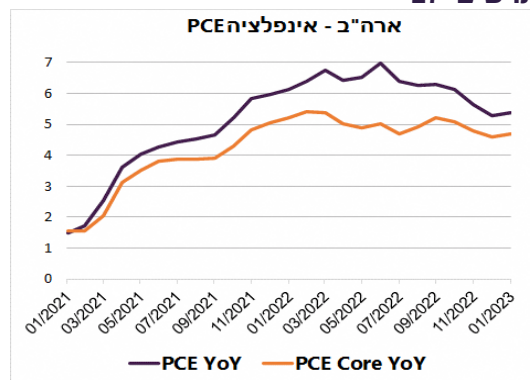


בארה"ב המדד המועדף ע"י ה-FED PCE Inflation עלה בניגוד לתחזיות. המדד הכללי עלה מ-5.3% ל-5.4% והליבה מ-4.6% ל-4.7%. קצב אינפלציית הליבה PCE נותר כמעט בלי שינוי בחודשים האחרונים, למרות עליות ריבית אגרסיביות (תרשים 27).

תרשים 28



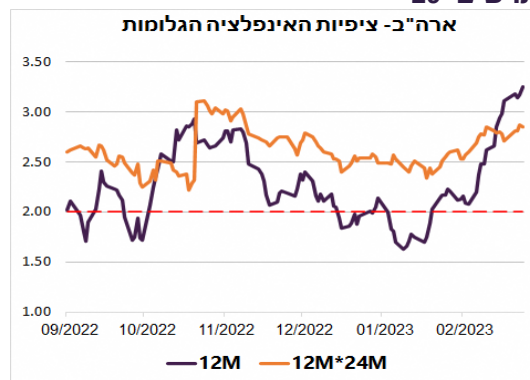
תרשים 27



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

החוזים על הריבית בארה"ב כבר מגלמים שהיא תגיעה בשיא לכ-5.4% באמצע השנה (תרשים 28). התחזית לסוף 2023 עלתה בכ-0.8% בחודש האחרון ל-5.3%. השווקים עדיין חושבים שה-FED יוריד ריבית לפני הגעת האינפלציה ליעד. הירידה בריבית שמסמנים השווקים בשנה הבאה צפויה להתרחש למרות ציפיות האינפלציה הגלומות לשנה הקרובה של 3.25% וציפיות רק במעט נמוכה מ-3% בשנה לאחר מכן (תרשים 30). בסקירה הקודמת הצגנו מדוע להערכתנו האינפלציה בארה"ב תמשיך לרדת, אך לא תחזור כל כך מהר ליעד של 2%, אלא תכלם ברמות גבוהות יותר. להערכתנו, אם נתוני התעסוקה והאינפלציה שיתפרסמו בשבוע הבא יהיו רק בהתאם לתחזיות (האנליסטים צופים תוספת של 200 אלף משרות, אבטלה 3.4% ואינפלציית הליבה 5.4%) ה-FED עשוי אף לחזור לעליית ריבית של 0.5% בפגישה הבאה במחצית השנייה של חודש מרץ. צריך לציין שהסיכוי לעליית ריבית מעבר למה שהשווקים צופים קיים גם באירופה וביפן.

תרשים 29



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

גילוי נאות מטעם מיטב ברוקראז' בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה")

מסמך זה הוכן על ידי מיטב ברוקראז' בע"מ (להלן: "החברה"). מסמך זה אינו מהווה תחליף לייעוץ/שיווק השקעות אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא. אין לראות במסמך זה הצעה, המלצה או תחליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא לביצוע עסקה כלשהי בניירות ערך או בכל מוצר פיננסי אחר. החברה עוסקת בין השאר בשיווק השקעות ללקוחות כשירים ועשוי להיות לה עניין באמור במסמך זה. האמור במסמך זה נאסף ו/או מתבסס על מידע ממקורות שונים. במידע הכלול במסמך זה עלולות להיות טעויות/שינויי שוק ו/או שינויים אחרים. החברה אינה אחראית לכל נזק, אובדן, הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות ישיר ו/או עקיף, שייגרמו למי שמסתמך על האמור במסמך זה, כולו או חלקו, ככל שייגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע הכלול במסמך זה עשוי ליצור רווחים בידי העושה בו שימוש. כל הזכויות, לרבות קניין רוחני, במסמך זה ובתוכנו, שייכות לחברה ואין לעשות בו כל שימוש שהוא, לרבות הפצתו ו/או העתקתו, כולו או חלקו ללא קבלת אישורה מראש ובכתב.

26/2/2023

תאריך פרסום האנליזה