

18.10.2022

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.9%

מדד אוקטובר
0.6%

מדד נובמבר
0.1%

מדד דצמבר
0.2%

ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים

3.50%-3.25%

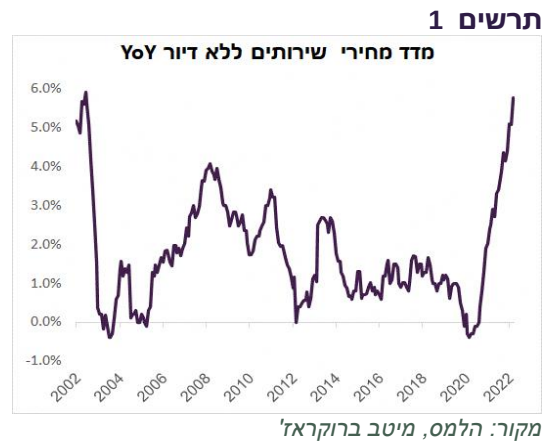
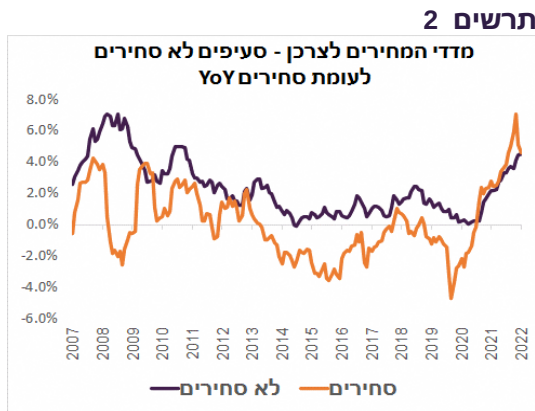
עיקרי הדברים

- **סביבת האינפלציה בישראל** עדיין גבוהה. קצב האינפלציה צפוי להיות מעל 5% עד סוף השנה ולהתחיל לרדת לאחר מכן.
- **בנק ישראל** צפוי להעלות את הריבית ב-0.5% בפגישתו הבאה. הריבית לא צפויה לעבור בשיא את הרמה של 3.25%-3.5%.
- מגמת עלייה **בקצב שינוי המחירים בשוק הדירות** בישראל צפויה להתהפך בקרוב.
- **משרד האוצר** ממשיך להחזיר חובות בקצב מהיר.
- **הצריכה הפרטית במשק** צפויה להיחלש.
- **2023 מסתמנת כשנת מיתון בעולם**. זה לא בהכרח רע למניות.
- **קצב האינפלציה בארה"ב** צפוי לרדת בחודשים הקרובים.
- להערכתנו, **תשואות האג"ח בארה"ב** קרובות לשיא במחזור הנוכחי של עליית ריבית.
- מבחינת סיכון/סיכוי, קיימת **עדיפות של האפיקים נושאי ריבית** על פני המניות.

ישראל

סביבת האינפלציה צפויה לרדת בתחילת 2023

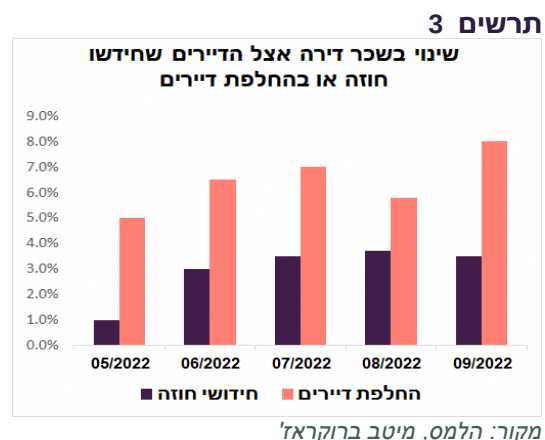
מדד המחירים לחודש ספטמבר עלה ב-0.2% לעומת התחזית שלנו לעלייה של 0.1%. ההפתעות העיקריות כלפי מעלה נרשמו בסעיף הדיור שעלה ב-0.6% לעומת התחזית לעלייה של 0.4%, גם סעיף הבריאות וסעיף ההלבשה עלו מעל התחזית. מנגד, מחירי המזון ירדו ב-0.4% לעומת התחזית לעלייה של 0.3%. קצב האינפלציה נותר ללא שינוי ברמה של 4.6%. ללא אנרגיה ירד הקצב מ-4.5% ל-4.4%.



סביבת האינפלציה עדיין מתחזקת. הסעיפים הלא סחירים עלו לקצב שנתי של 4.5% הגבוה מאז 2011. לעומת זאת, בסעיפים הסחירים הקצב ירד מ-7% ביולי ל-4.6% בספטמבר (תרשים 2). מדד מחירי השירותים המקומיים (ללא שירותי הדיור) עלה לקצב הגבוה ב-20 השנים האחרונות (תרשים 1). העלייה הגבוהה ביותר נרשמה בשנה האחרונה במחירי שירותי ביטוח ומיסים (10.3%), שירותי הארחה (7.4%) ושירותי בריאות (4.8%).

סעיף הדיור עלה לקצב של 5.6%, הגבוה בעשור (תרשים 4). עליית שכר דירה בספטמבר במקרים של החלפת דיירים הייתה בשיעור של 8%, הגבוה מאז שהלמס התחילה לדווח נתונים בחודש מאי. גם בחוזי השכירות המתחדשים לא הייתה ירידה בקצב ההתייקרות (תרשים 3). השינויים במחירי החוזים המתחדשים ובהחלפת דיירים הנם המשפיעים העיקריים על סעיף הדיור במדד. כל עוד אין בהם ירידה, סעיף הדיור צפוי להמשיך ולעלות בקצב גבוה.

אנו מעריכים שעליית ריבית חדה במשק והשפעות ההאטה בכלכלה העולמית יובילו לירידה בסביבת האינפלציה בשנה הבאה.



תחזית:

- אנו מעריכים שמדד המחירים לחודש אוקטובר יעלה ב-0.6% בהשפעה של עלייה חזקה יחסית במחירי המזון אחרי החגים, המשך התייקרות של סעיף

הדירור ועלייה עונתית במחירי ההלבשה. גם פיחות השקל צפוי לתרום לעלייה במדד.

- **מדד המחירים לחודש נובמבר צפוי לעלות ב-0.1%.**
- **התחזית לאינפלציה ב-12 החודשים הקרובים עומדת על 2.9%.**

בנק ישראל צפוי להעלות ריבית ב-0.5% בהחלטה הבאה

עד להחלטת הריבית הבאה של בנק ישראל יתפרסם מדד המחירים לחודש אוקטובר. אחריו קצב האינפלציה צפוי שוב לעלות מעל 5% ולהישאר ברמות אלה עד סוף השנה, כך שהאינפלציה בסוף השנה צפויה להיות גבוהה מהתחזית של בנק ישראל שהתפרסמה לאחרונה של 4.6%. בנסיבות אלה, סביר שהריבית תעלה בשיעור של כ-0.5% בהחלטה הבאה בנובמבר. לאחר מכן, קצב האינפלציה צפוי להתחיל לרדת ותתכן עוד עליית ריבית של 0.25% בתחילת ינואר.

שורה תחתונה: סביבת האינפלציה צפויה להתחיל לרדת בתחילת 2023. ריבית בנק ישראל צפויה לעלות לרמה של כ-3.25%-3.50%.

קצב עליית מחירי הדירות קרוב להיפוך מגמה

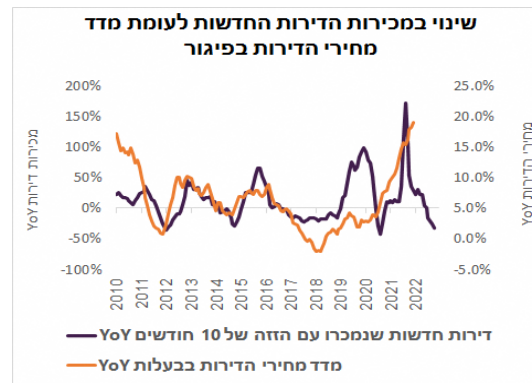
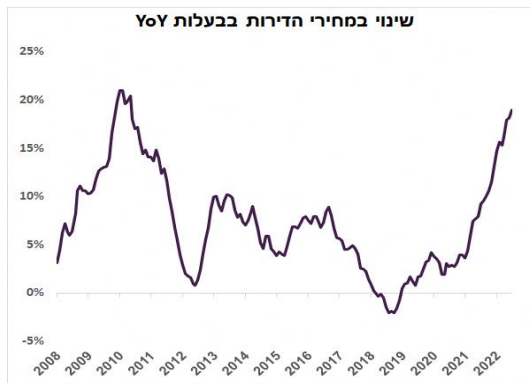
בחודשים יולי-אוגוסט מחירי הדירות בבעלות רשמו שוב עלייה חדה של 1.9% והגיעו לקצב שנתי של 19%, הגבוה מאז 2010 (תרשים 6). זה קרה בעיקר בגלל העלייה החדה של 4.4% במחירי הדירות החדשות. בחודש יולי הממשלה הפחיתה הצמדה למדד תשומות הבנייה ברכישת דירות חדשות ב-50%. הקבלנים כנראה העלו מחירים בחדות כדי לפצות את עצמם על השינוי בהצמדה. אולם, ספק שזה עזר להם. כנראה, שעליית מחירים דווקא פגעה בעסקים. באותו חודש מכירות הדירות החדשות ירדו בשיעור חד של כ-38% לעומת חודש יולי 2021. ירידה חדה בכמות הדירות הנמכרות פגעה בהכנסות הקבלנים, למרות עליית מחירים. כפי שדיווח משרד האוצר בסקירתו על שוק הנדל"ן לחודש יולי, תזרים המזומנים ממכירות הדירות ע"י הקבלנים בחודש יולי ירד ריאלי ב-35% (כ-40% נומינאלי) לעומת יולי אשתקד. נציין, שהירידה החדה בתזרים התרחשה למרות שמכירות הדירות המוזלות במסגרת התוכנית "מחיר למשתכן" ירדו בכ-61% לעומת אשתקד.

לפיכך, העלייה האחרונה במדד מחירי הדירות בבעלות מתבססת על כמות קטנה של עסקאות תוך ירידה חדה בשיעור העסקאות המוזלות. ירידה חדה בפדיון בזמן שעלויות מימון של הקבלנים דווקא עולות בגלל עליית ריבית, עלולה להגביר קשיים פיננסיים של החברות. במצב זה, הקבלנים צפויים דווקא להוריד מחירי הדירות בחודשים הקרובים כדי לפתות קונים. גם התמתנות בקצב עליית מדד תשומות הבנייה (הקצב ירד מ-7% ל-6%) יתמכו בהוזלת מחירי הדירות החדשות. נציין עוד, שקצב עליית מחירי הדירות ממשיך להתגבר בעיקר באזור הצפון וחיפה. ביתר האזורים העלייה בקצב נעצרה.

שורה תחתונה: ירידה בכמות הדירות הנמכרות צפויה להוביל לבלימת עליית מחירים ואולי אף לירידה, כפי שמשתקף מהקשר ביניהם (תרשים 5).

תרשים 6

תרשים 5



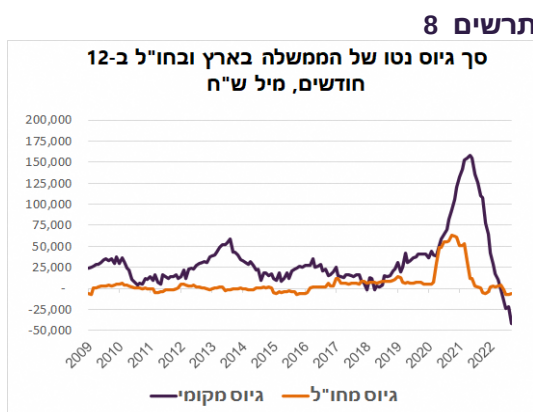
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

הממשלה ממשיכה להחזיר חובות בקצב חסר תקדים

תקציב הממשלה ממשיך להתנהל בעודף שהסתכם ב-0.4% תמ"ג ב-12 החודשים האחרונים (בנטרול הסטט גביית המיסים בספטמבר 2021). גביית המיסים אומנם התמתנה, אך כפי שמציין משרד האוצר, היא עדיין נמצאת מעל קו המגמה טרום המשבר (תרשים 7). גם ברבעון השלישי נגבה כ-3 מיליארד ₪ יותר מהתחזית שעודכנה רק בחודש יולי.

הממשלה ממשיכה לנצל את הגבייה הגבוהה כדי להחזיר חובות. בסה"כ, פדיון נטו ב-12 החודשים האחרונים הסתכם בכ-47.6 מיליארד ₪, בעיקר בשוק האג"ח המקומי. זה סכום חסר תקדים אשר צפוי להפחית משמעותית יחס החוב לתמ"ג (תרשים 8). הממשלה עדיין מחזיקה יתרות מזומן בסך של כ-60 מיליארד ₪, לעומת הרמות של כ-30-35 מיליארד שהיו נהוגות לפני המגפה. נראה, שלאור הסיכון למיתון העולמי, הממשלה לא תחזור לרמה רגילה של היתרות, אך עדיין יכולה להוריד אותן בעוד כ-10-20 מיליארד ש"ח.

שורה תחתונה: פדיון נטו חסר תקדים בשוק האג"ח הממשלתי מייצר סביבה תומכת בשבילו.



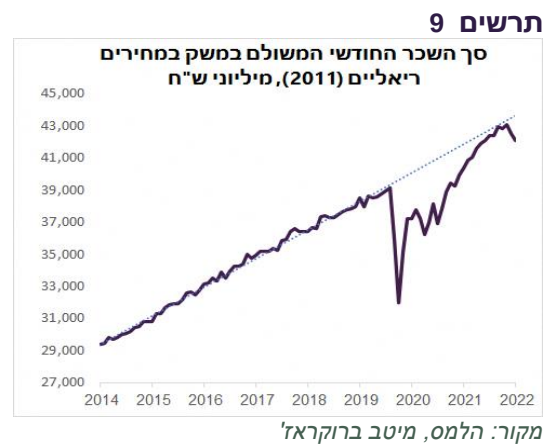
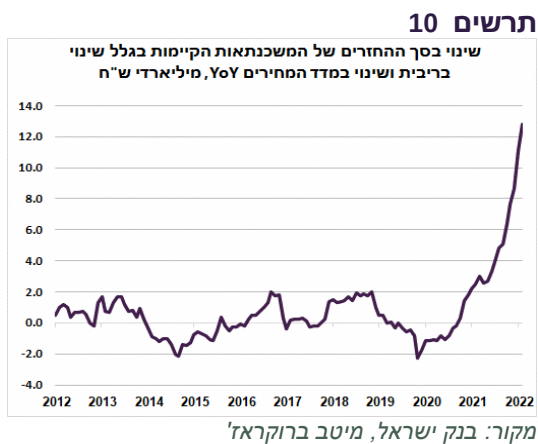
מקור: משרד האוצר, מיטב ברוקראז'

הכוחות שצפויים למתן את הצריכה הפרטית והאינפלציה

מתחזקים הכוחות שצפויים להאט צמיחה בצריכה הפרטית:

- האינפלציה שוחקת עליית שכר. סך השכר החודשי המשולם במשק במחירים ריאליים ירד מתחת לקו המגמה ארוך טווח (תרשים 9).
- שווי תיק הנכסים של הציבור ירד מחודש דצמבר ועד סוף יולי בכ-120 מיליארד ₪ או בכ-2.5%. מאז הוא ירד עוד יותר ככל הנראה. אפקט "העושר השלילי" צפוי להשפיע על הביקושים של הצרכנים.
- הגידול בגובה סך החזרי המשכנתאות בעקבות העלייה באינפלציה ובריבית הסתכמה בסכום תקדימי של כ-13 מיליארד ₪ בשנה האחרונה (תרשים 10). סכום זה מהווה כ-1.5% מסך הצריכה הפרטית השנתית של משקי בית.

שורה תחתונה: שחיקה בהכנסות הריאליות של משקי הבית, "עושר פיננסי שלילי" ועלייה חדה בהחזרים בגין המשכנתאות צפויים לפגוע בצריכה הפרטית במשק. ההאטה בביקושים צפויה למתן את האינפלציה.



עולם

2023 צפויה להיות שנת מיתון. זה עשוי להיות דווקא טוב למניות

- התחזיות הכלכליות ממשיכות לרדת. קרן המטבע הבינלאומית עדכנה שוב כלפי מטה את תחזית הצמיחה לכלכלה העולמית לשנת 2023 ל-2.6%. זה קצב שמאפיין מיתון. קצב צמיחה נמוך יותר נרשם ב-2020 וב-2009. במשבר של 2001 ובמשבר במדינות אסיה ב-1998 קצב הצמיחה בעולם היה דומה לזה שצפוי ב-2023. אולם, זה לא אומר ששוק המניות חייב להיות רע. מאז 1980 בשנים בהם קצב הצמיחה בעולם היה נמוך מ-2.8%, מדד MSCI World עלה בממוצע ב-10%. המניות עלו ב-8 מתוך 11 שנים עם צמיחה נמוכה. בדרך כלל, שוק המניות מגיב למיתון המתקרב מראש, כפי שקורה כעת.
- הנתונים הכלכליים בארה"ב לא היו ממש רעים בשבועות האחרונים. על פי האינדיקטור GDP Now שמפרסם ה-FED באטלנטה, הכלכלה האמריקאית צפויה לרשום ברבעון השלישי צמיחה חיובית של 2.8%.

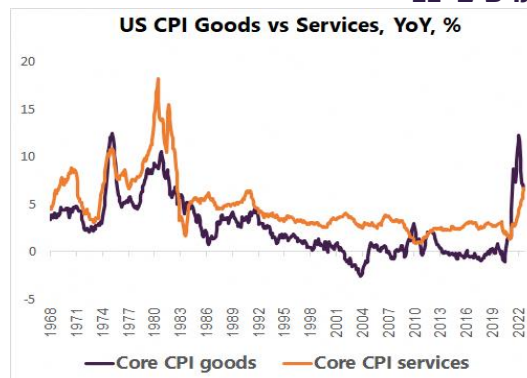
אינפלציית השירותים ממשיכה לעלות, בינתיים

- האינפלציה בארה"ב שוב הפתיעה כלפי מעלה. ההפתעה נובעת בעיקר מעלייה במחירי השירותים. מדד מחירי השירותים עלה לקצב שנתי של 6.7%, הגבוה מאז תחילת שנות ה-80 (תרשים 11). מנגד, קצב העלייה של מחירי המוצרים ללא מוצרי האנרגיה ירד ל-6.6%, לעומת 12.3% בפברואר. הירידה במחירי המוצרים משתקפת באינדיקטורים רבים, כולל במדד מחירי היבוא, מדד המחירים ליצרן ורבים אחרים.

תרשים 12



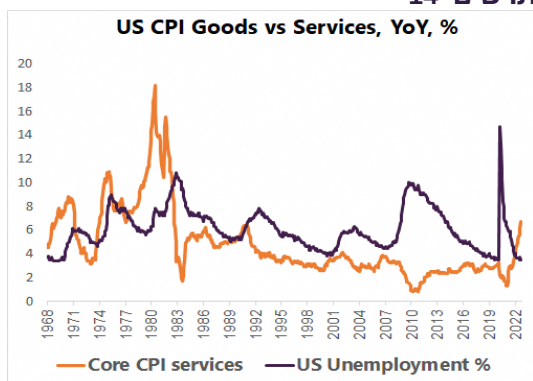
תרשים 11



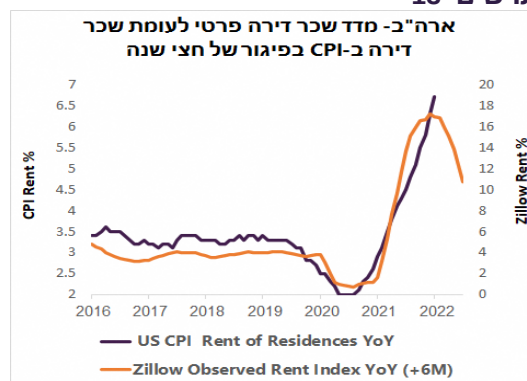
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- מחירי השירותים תלויים במידה רבה במצבו של שוק העבודה שעדיין מפגין עוצמה. אולם, גם בו מתחילים להופיע סימני התמתנות. היא משתקפת בירידה בשיעור משרות פנויות, האטה בשיעור גיוסי עובדים ועזיבות מקומות עבודה (תרשים 12). גם קצב עליית השכר מתחיל לרדת. מחירי השירותים בד"כ מגיבים חזק לעלייה בשיעור האבטלה, שעדיין לא התחילה (תרשים 14).
- קצב עליית מחירי השכירות שמהווים כשליש ממדד המחירים ממשיך להתגבר. אולם, כל האינדיקטורים בסקרים הפרטיים שעוקבים אחרי מחירי השכירות (יש לא מעט כאלה בארה"ב) אשר מתייחסים רק לחוזים חדשים מצביעים על האטה חדה (תרשים 13). השפעות אלה יחלחלו בהדרגה לסעיף הדיור במדד המחירים בשנה הקרובה.

תרשים 14



תרשים 13

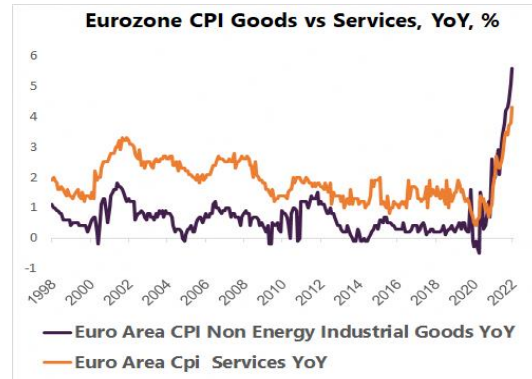


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: האינפלציה בארה"ב תתחיל להתמתן בקרוב באופן ברור יותר, אך כדי להיות בטוחים שהיא בדרך למטה, ה-FED חייב לגרום לעלייה באבטלה.

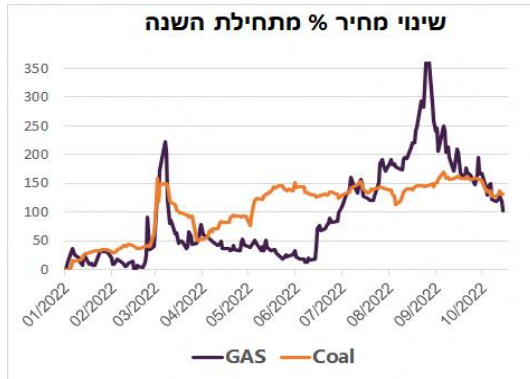
- באירופה, גם אינפלציית המוצרים וגם השירותים ממשיכות לעלות (תרשים 15). אולם, לאחרונה נרשמה ירידה חדה במחירי הגז שהוא אחד הגורמים העיקריים לאינפלציה באירופה (תרשים 16). אנו מעריכים שהריבית באירופה צפויה להגיע לרמות של כ-3%-4% מהגובה הנוכחי של 0.75% כדי לבלום את האינפלציה.

תרשים 15



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 16



מה אומרים השווקים הפיננסיים?

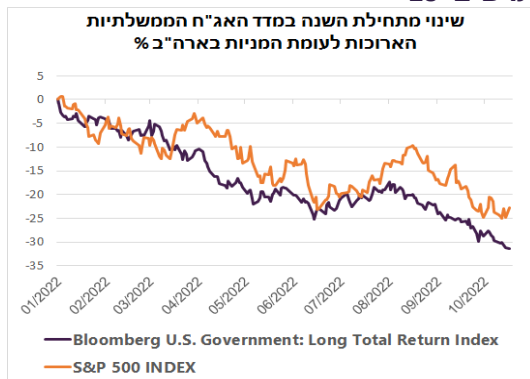
- החוזה על ריבית ה-FED בסוף 2023 עומד על 4.6%. התשואה של האג"ח לשנתיים עומדת על כ-4.4%. רמות אלה תואמות באופן מלא את התחזית לעליית ריבית ע"י ה-FED. התשואות בשוק האג"ח נמצאות להערכתנו בקרבת רמות השיא שלהן במחזור הנוכחי של עליית ריבית. לפיכך, מבחינת התמחור, האג"ח אטרקטיביות.
- למרות ש-S&P 500 ירד מאמצע אוגוסט בכ-15%, מהתחילת הקודמת באמצע יוני הוא לא ירד בכלל אף על פי שמאז תשואת האג"ח ל-10 שנים עלתה מ-3.5% לכ-4% והציפיות לריבית ה-FED בסוף 2023 בחוזים עלו כמעט ב-1%. כפי שניתן לראות בתרשים 18, מתחילת השנה, שוק המניות מתואם עם התנהגות האג"ח הממשלתיות הארוכות. עצירה בעליית התשואות שצפויה להערכתנו ברמות הנוכחיות, עשויה לבלום ירידות בשוק המניות, אלא אם תתחיל התדרדרות משמעותית ברווחיות החברות. העובדה שהמרווחים בשוק הקונצרני מתחת לדירוג השקעה לא התרחבו בחודשיים האחרונים כפי שהיו אמורים בהתאם לירידות במניות, מעידה שהמשקיעים לא צופים הרעה מהותית במצב הפיננסי של החברות (תרשים 17).

תרשים 17



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

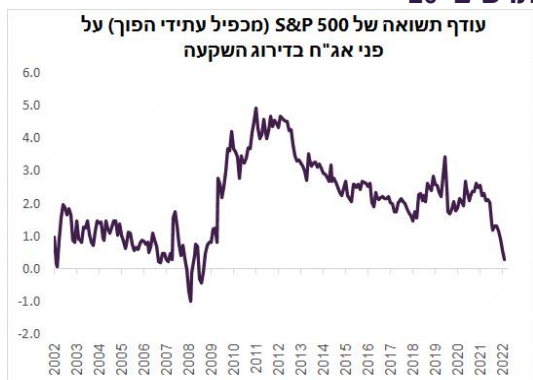
תרשים 18



- למרות הירידות במניות, הן לא מאוד אטרקטיביות ביחס לאפיקים נושאי ריבית. מאמצע אוגוסט מדד האג"ח הממשלתיות הארוכות בארה"ב ירד בכ-14% בדיוק כמו S&P 500. ירידה זהה חדה באפיק חסר סיכון מבטיח תשואה ובאפיק המניית מעלה את אטרקטיביות האג"ח ביחס למניות. הפער בין התשואה הצפויה של S&P500 (מכפיל הפוך) לבין אג"ח

ל-10 שנים ירד לרמה הנמוכה מאז המשבר ב-2009 (תרשים 19). הפער ביחס לתשואה של אג"ח בדירוג השקעה ירד כמעט לאפס, הרמה הנמוכה ביותר מאז תחילת שנות האלפיים (תרשים 20).

תרשים 20



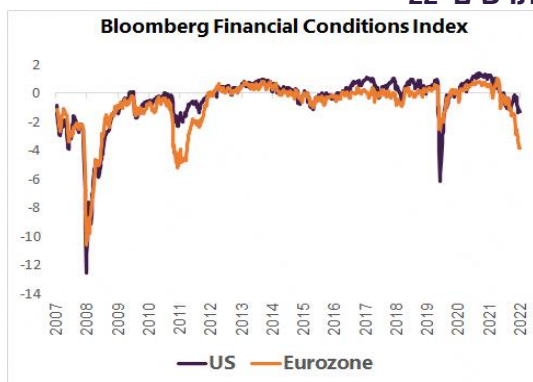
תרשים 19



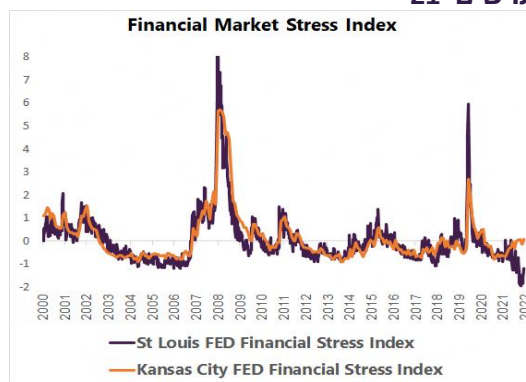
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- לאחרונה גברו חששות המשקיעים לא רק מהרעה בכלכלה, אלא גם מבעיות נזילות בשווקים הפיננסיים. התנודתיות באפיקים שונים, במיוחד באג"ח, גברה מאוד. יחד עם זאת, בינתיים, מדד התנאים הפיננסיים של בלומברג בארה"ב אומנם הורע, אך לא לרמות חריגות (תרשים 22). מדדי הלחץ השונים (Stress Index) בשווקים הפיננסיים בארה"ב שמתפרסמים ע"י שלוחות ה-FED לא חריגים כלל (תרשים 21). נציין גם שלא היו סימני חולשה בהנפקות אג"ח ל-10 ול-30 שנה של ממשלת ארה"ב שהיו בשבוע האחרון. באירופה ההרעה בתנאים הפיננסיים חמורה הרבה יותר. מדד התנאים הפיננסיים נמצא ברמות בהן לא היה מאז משבר החובות בתחילת העשור הקודם (תרשים 22).

תרשים 22



תרשים 21



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.

18/10/2022

תאריך פרסום האנליזה

