

25.2.2024

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.7%

מדד פברואר
0.4%

מדד מרץ
0.3%

מדד אפריל
0.5%

ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
3.25%-3.5%

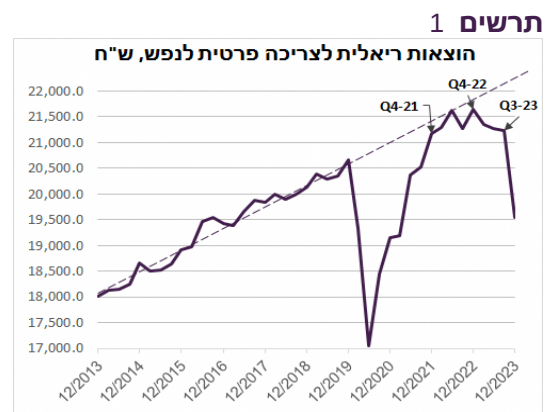
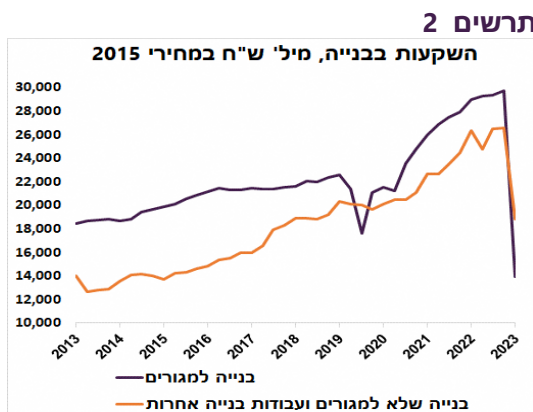
עיקרי הדברים

- הירידה **בצריכה הפרטית לנפש** בישראל נמשכה בכל הרבעונים של 2023 ומשקפת הרעה במצב הכלכלי של משקי הבית.
- **הירידה בהשקעות** במשק עלולה לפגוע בצמיחה העתידית.
- אנו מעריכים שבסיכוי גבוה יותר **בנק ישראל יוריד את הריבית ב-0.25%**. כל הורדה ב-0.25% מגדילה מקורות פנויים של משקי הבית והפירמות בכ-5 מיליארד ₪ בשנה.
- **שוק הדירות בבעלות** בישראל יצא בשנים האחרונות משיווי המשקל הכלכלי ויתקשה להתאושש במהירות בסביבת הריבית גבוהה מהרמה האפסית.
- **הסקרים והנתונים השונים בארה"ב משקפים שהאינפלציה ממשיכה לרדת**, בניגוד לתמונה שהופיעה במדד המחירים האחרון.
- מתרבים הסימנים שמעידים על עלייה **בקשיים בתחום האשראי בארה"ב**.

האם תיפגע הצמיחה העתידית?

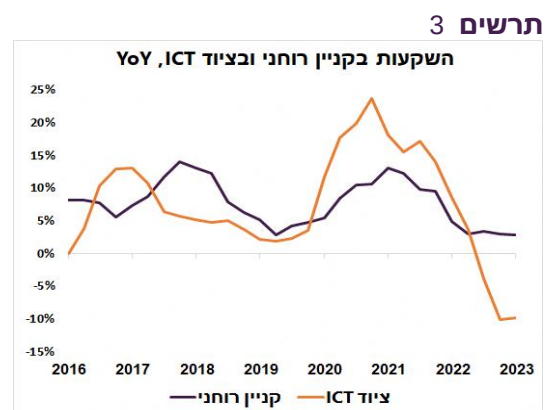
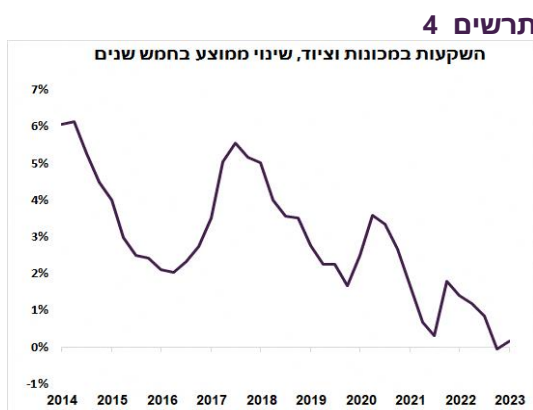
התכווצות התמ"ג ברבעון הרביעי בכ-20% (כמונחים שנתיים) לא מאוד הפתיעה. אולם, כדאי לשים לב למספר נקודות שיש להם השלכות מעבר לרבעון המלחמה:

- הצרכן התחיל להיפגע עוד לפני המלחמה. הצריכה הפרטית היראלית לנפש ירדה בכל הרבעונים מתחילת 2023. היא דומה היום לרמתה ברבעון הרביעי של 2021 (תרשים 1). הירידה נובעת מהריבית הגבוהה, מעליית המחירים ומאווירה ציבורית שנוצרה מתחילת 2023 בגלל האירועים הפוליטיים.



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

- הפעילות במשק מתאוששות, אך פוטנציאל הצמיחה עלול להיפגע עקב הירידה החדה בהשקעות. ההשקעות בבנייה, למגורים ובבנייה אחרת, ירדו בשיעור חסר תקדים בגלל המחסור בעובדים (תרשים 2). הירידה בהשקעות שלא לבנייה פוגעת לא רק בצמיחה הנוכחית, אלא גם העתידית וחמור מכך שלא נראה שיש לזה פתרון בקרוב.
- עוד לפני המלחמה ירד קצב הגידול בהשקעות החשובות לצמיחה העתידית. קצב הגידול בהשקעות בקניין רוחני ובציוד טכנולוגי (ICT) (Information communication technology) ירד עוד לפני המלחמה (תרשים 3). בשנים האחרונות ניכרת האטה בקצב הגידול בהשקעות במכונות וציוד מלבד כלי תחבורה (תרשים 4).



שורה תחתונה: הפעילות הכלכלית במשק מתאוששת, אך הימשכות המלחמה יחד עם האירועים שהיו לפניו עלולים לפגוע בצמיחה בעתיד.

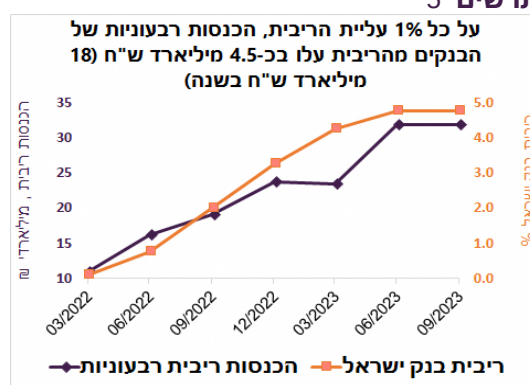
כל 0.25% של הורדת ריבית ב"י מזרימה למשק כ-5 מיליארד ₪ בשנה

בשבוע שעבר פירטנו את השיקולים שאמורים להערכתנו להוביל את בנק ישראל להורדה נוספת של הריבית ב-0.25%. לא נחזור עליהם שוב. רק נציין שנתוני התמ"ג אמורים לחזק את השיקולים בעד ההורדה.

צריכים לציין שעל כל 1% של עלייה בריבית, הכנסות הריבית השנתיות של הבנקים עלו בכ-18 מיליארד ₪, שהם שווי ערך ל-1% תמ"ג (תרשים 5). אם נוסיף גם את האשראי החוץ בנקאי הסכום עולה אף לכ-20 מיליארד ₪. סכום זה נגרע ישירות מהשקעות ומצריכה. אנחנו לא מתחשבים בהשפעה על הצמיחה במשק של הריבית ששילמו הבנקים על הפיקדונות מתוך הנחה שהכנסות הריבית של לקוחות הבנקים ברוב המקרים ממשיכות "לשכב" בפיקדונות, לעומת הוצאת הריבית שמקטנות מיידית את ההכנסה הפנויה.

לפיכך, אפילו הורדת הריבית בשיעור של 0.25% שווה ערך להזרמה של כ-5 מיליארד ₪ בשנה לפעילות המשק, סכום משמעותי מאוד בנסיבות שנוצרו.

תרשים 5

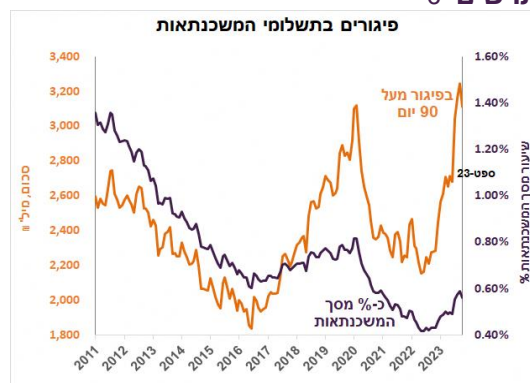


מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

שוק הדיור לא יחזור כל כך מהר "לחגיגות" של תקופת ריבית אפסית

מספר המשכנתאות החדשות התייצב ברמות נמוכות יחסית. הבנקים מתאמצים לתת הלוואות ומוכנים להתפשר. הריבית הממוצעת להלוואות צמודות ולא צמודות אפילו ירדה מעט. ההחזרים על משכנתאות שנדחו בגלל המלחמה הגיעו לכ-60 מיליארד שקל, או כ-10% מכלל המשכנתאות. בינתיים זה לא הוריד את כמות ההלוואות שנמצאות בפיגור, כפי שקרה בקורונה (תרשים 6).

תרשים 6



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

תרשים 7



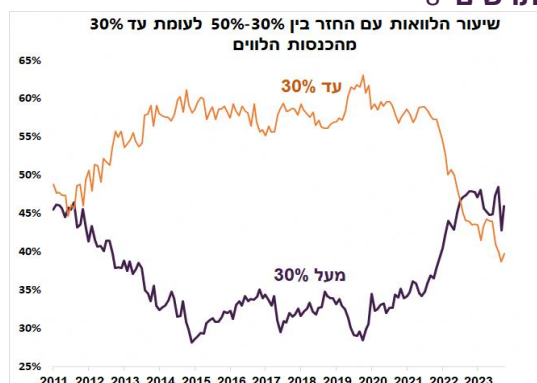
להערכתנו, שוק הדירות בבעלות לא צפוי להתאושש כל כך מהר גם אחרי סיום המלחמה מכיוון שיצא משווי משקל כלכלי:

- בשנים האחרונות רוכשי הדירות "מתחו" את עצמם פיננסית יותר מדי. החזר על משכנתא חדשה ממוצעת גדל בחמש השנים האחרונות באלפיים ₪ (גידול של 55%), כאשר השכר הממוצע במשק עלה בכ-25% בלבד. לפיכך, היחס בין ההחזר על משכנתא לשכר הממוצע עלה מכ-32% לכ-42% (תרשים 7).
- עד שנת 2021 ההחזר החודשי היה נמוך מ-30% מהכנסת הלווים בכ-60% מהמשכנתאות החדשות. מאז שיעור משכנתאות כאלה ירד לכ-40%. אצל קרוב למחצית מהלווים ההחזר החודשי גבוה מ-30% מהכנסה (תרשים 8), כאשר כ-15% הן הלוואות בולט ובלון בהן לא מחזירים קרן עד לפירעון הסופי של ההלוואה (תרשים 9).

תרשים 9



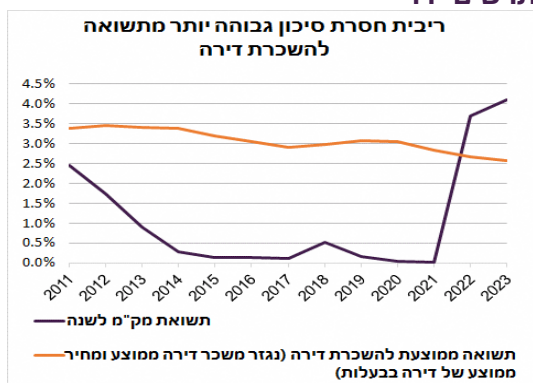
תרשים 8



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

- למרות שגודל הממוצע של ההלוואה וההחזר החודשי עלה בחדות, הרוכשים עדיין צריכים להביא הון עצמי הרבה יותר גבוה מבעבר. הפער בין המחיר הממוצע של נכס נרכש, לפי נתוני המשכנתאות, לבין גובה המשכנתא הממוצעת עלה בכ-0.5 מיליון ₪ (תרשים 10).

תרשים 11



מקור: נרמ"ס, Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 10

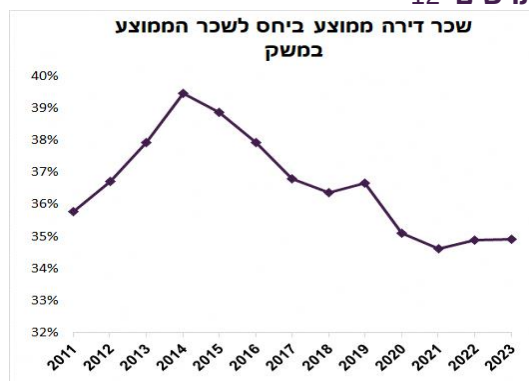


מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

- התשואה הממוצעת על השקעה דירה, שנגזרת מהמחיר הממוצע של דירה בבעלות ומשכר דירה ממוצע שמדווחים ע"י הלמ"ס, ירדה לכ-2.6% בלבד והיא נמוכה מהתשואה חסרת סיכון של המק"מ לשנה (תרשים 11).
- אלטרנטיב השכירות הפכה לאטרקטיבית יותר. שכר דירה ממוצע נמוך היום ביותר מאלף שקל מההחזר הממוצע על משכנתא חדשה. עד 2021 המצב היה הפוך (תרשים 13).
- לא בטוח שלטענה לגבי מחסור בדירות שבהכרח יוביל לעלייה במחירי הדירות בבעלות יש אחיזה במציאות. המחסור לא בא לידי ביטוי בשוק השכירות שהוא שוק הדיור האמיתי שבו לכל דירה פנויה צריך למצוא דייר, להבדיל משוק הדירות בבעלות שבו חלק מהביקוש

לדירות נובע ממשקיעים שלא זקוקים לקורת גג בעצמם. בעשור האחרון שכר דירה עלה בקצב איטי יותר מאשר השכר הממוצע במשק. היחס בין שכר דירה ממוצע לשכר הממוצע במשק ירד בשנים האחרונות והוא נמוך היום מאשר ב-2011 (תרשים 12).

תרשים 12



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

תרשים 13



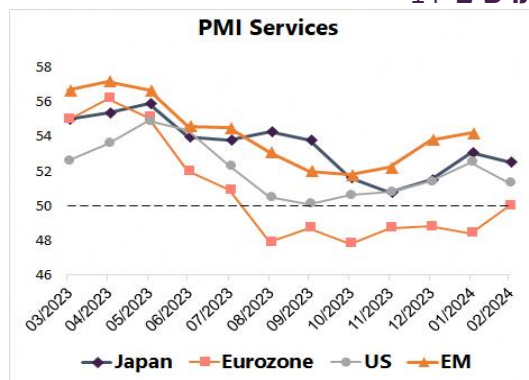
שורה תחתונה: שוק הדירות בבעלות יצא משווי המשקל הכלכלי ובהיעדר ריבית אפסית התאוששותו לא תקרה כל כך מהר.

עולם

הפעילות התעשייתית בעולם מתאוששת

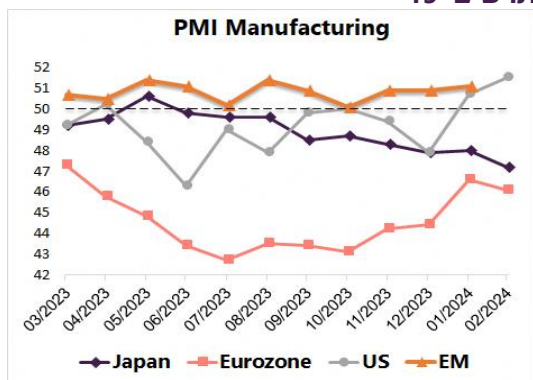
מדדי מנהלי הרכש בתעשייה לחודש פברואר מצביעים על המשך שיפור בארה"ב. באירופה המדד ירד בגלל גרמניה. בשאר המדינות האירופאיות הגדולות המדד עלה. ביפן המדד במגמת ירידה (תרשים 15). בתחום השירותים המדד באירופה לראשונה מאז יולי עלה לרמה של 50 וכעת באף גוש כלכלי גדול הפעילות במגזר השירותים לא מתכווצת (תרשים 16).

תרשים 14



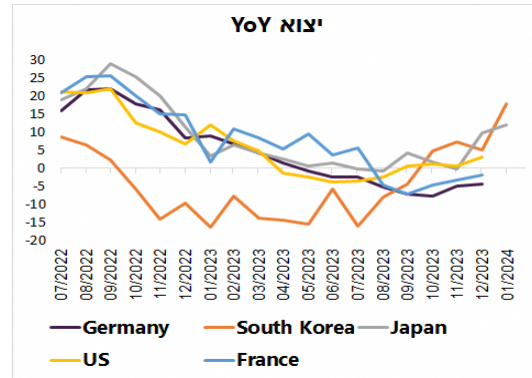
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 15



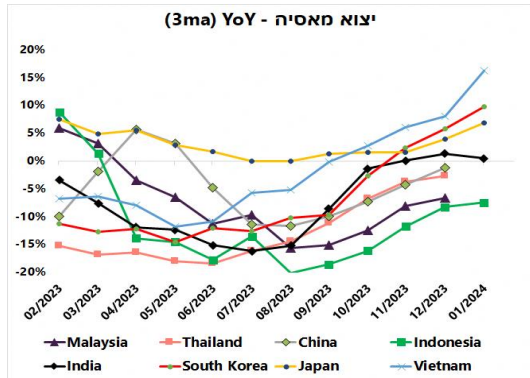
השיפור בתחום התעשייה בא לידי ביטוי גם בנתוני סחר החוץ. לאחרונה מתחיל להסתמן שיפור בקצב הגידול של היצוא מארה"ב, ובמיוחד מיפן וקוריאה (תרשים 16). ככלל, באסיה שיפור בסחר החוץ ניכר בכל המדינות העיקריות (תרשים 17).

תרשים 16



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 17



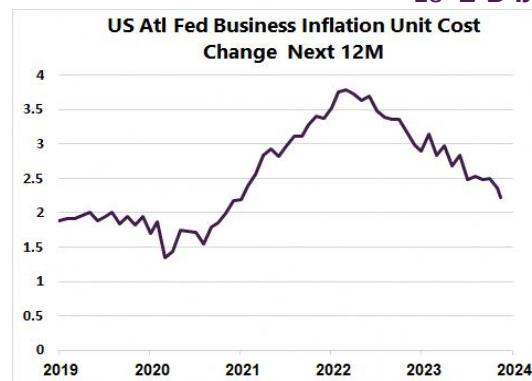
הסקרים השונים לא מתיישרים עם העלייה באינפלציה בארה"ב

שוק המניות בארה"ב ממשיך לרוב להתעלם מעליית התשואות בשוק האג"ח. בגלל החששות מהאינפלציה עלתה מתחילת החודש התשואה ל-5 שנים בכ-0.4%, אך זה לא הפריע ל-S&P500 לעלות ב-5%, ל-S&P500 ללא 7 המניות הגדולות (Magnificent 7) ב-3.8% ואפילו ל-Russell 2000 ב-3.5%.

אולם, שאלת האינפלציה עדיין מאוד מרכזית לשווקים. לעניין זה צריך לציין שהסקרים העסקיים השונים הנוגעים לאינפלציה שהתפרסמו בשבוע שעבר בארה"ב לא מסתדרים עם העלייה בנתוני האינפלציה הרשמיים האחרונים.

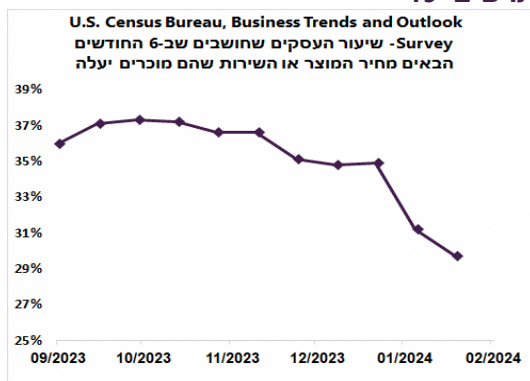
- בסקר אינפלציית העסקים שנערך ע"י שלוחת ה-FED באטלנטה השינוי הצפוי ב-12 החודשים הבאים בעלות המוצר או השירות שהעסק מוכר המשיך לרדת וכמעט חזר בפברואר לרמה של 2%, שהייתה לפני הקורונה (תרשים 18).

תרשים 18



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 19

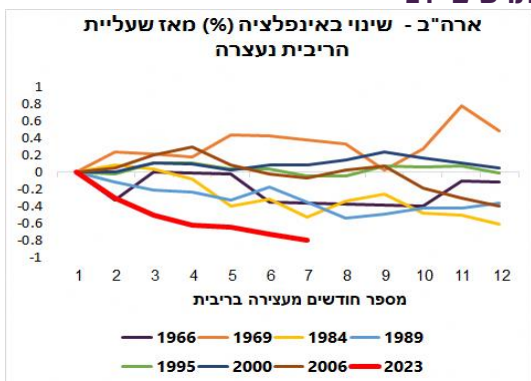


מקור: US Census, מיטב ברוקראז'

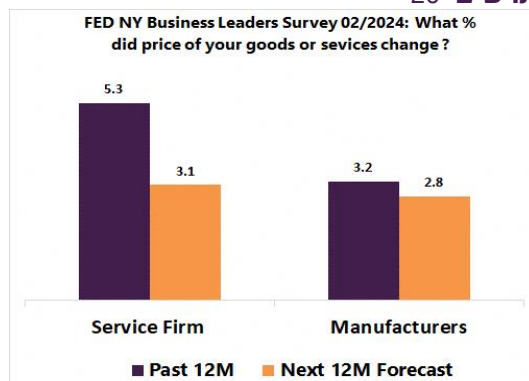
- בסקר דו-שבועי של הלשכה המרכזית בארה"ב בקרב העסקים נמצא ששיעור העסקים שמצפים לעלייה במחיר השירות או המוצר שהם מוכרים בחצי השנה הקרובה ירד בסקרים האחרונים די מהר (תרשים 19).
- בסקר שעורכת שלוחת ה-FED בניו יורק העסקים צופים שמחיר המוצר או השירות שלהם יעלה ב-12 החודשים הבאים בשיעור נמוך יותר מאשר העלייה שהייתה ב-12 החודשים הקודמים. במיוחד בולטת הירידה בקצב האינפלציה במגזר השירותים (תרשים 20).

- נציין גם שמאז העצירה בעליית הריבית בארה"ב, האינפלציה בארה"ב ירדה בשיעור המשמעותי ביותר מאשר בכל אחד ממחזורי הורדות הריבית שהיו מאז שנות ה-60 (תרשים 21 – הוצאנו את שנות ה-70, בהם האינפלציה עלתה באופן חריג אחרי עצירה בעליית הריבית).

תרשים 21



תרשים 20



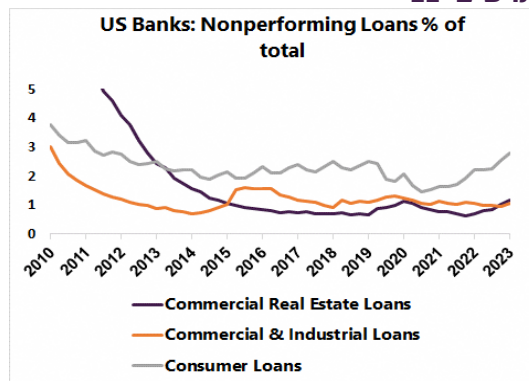
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: הסקרים השונים מתיישרים יותר עם ההשערה שהעלייה באינפלציה שהופיעה בארה"ב במדד האחרון קשורה יותר לבעיות מדידה ולא באמת משקפת את המגמה של האטה בקצב האינפלציה.

מתרבים הסימנים שמעידים על קשיים בתחום האשראי בארה"ב

לאחרונה מתרבים הדיווחים על קשיים של לווים שונים בארה"ב בעקבות הריבית הגבוהה. בשבוע שעבר פורסם ששיעור הפיגורים ב-CLO של ההלוואות לנדל"ן המסחרי (CRE) עלה מ-1.4% לפני שנה ל-8.6% בינואר. חברת ATTOM שמתמחה בנתונים על שוק הנדל"ן פרסמה בשבוע שעבר שהעיקולים על נכסי הנדל"ן המסחריים כמעט הכפילו את עצמם בשנה האחרונה. בסוף השבוע ה-FED פרסם שיעור הפיגורים על ההלוואות הבנקאיות ברבעון האחרון של 2023. התברר שהעלייה החריגה ביותר בפיגורים נרשמה בהלוואות הצרכניות (כולל בכרטיסי אשראי). שיעור הפיגורים בהלוואות אלה עלה לרמה הגבוהה מאז 2012 (תרשים 22), במיוחד בבנקים קטנים יותר. גם הפיגורים בהלוואות לנדל"ן המסחרי עלו, אך בינתיים הם לא חריגים מאוד, גם בבנקים הקטנים.

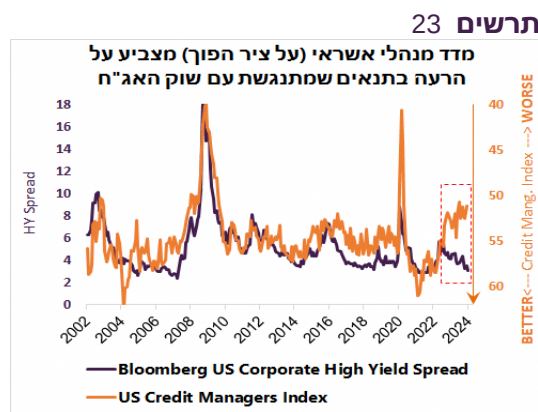
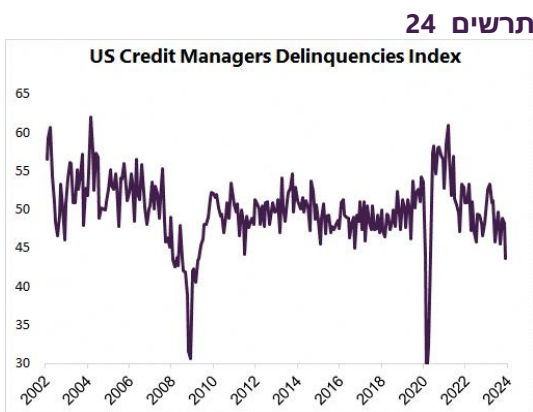
תרשים 22



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

איתות נוסף לעלייה בסיכונים בתחום האשראי התקבל מהסקר החודשי של מנהלי תחום אשראי בחברות האמריקאיות (Credit Managers Index) שבנוי בצורה דומה למדד מנהלי הרכש (מדד גבוה מ-50 מצביע על שיפור בתחום, מתחת לרמה זו על הרעה). הרכיב במדד שמתייחס לפיגורים בהחזרי הלוואות ירד לרמה הנמוכה ביותר ב-20 השנים האחרונות, למעט תקופת הקורונה והמשבר של 2008 (תרשים 24).

המדד הכולל היה מתואם באופן עקבי לאורך שנים עם המרווחים באג"ח ה-HY וכעת משקף שהמרווחים נמוכים מדי (תרשים 23 – שימו לב שמדד מנהלי אשראי מוצג על ציר הפוך).



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

נתונים אלה ואחרים ממחישים שהסיכון לכשל אשראי רחב בכלכלה האמריקאית גבוה. אירוע מסוג זה יעורר חשש מפני פגיעה בכלכלה ולתגובה מהירה מאוד של ה-FED. הורדות ריבית ע"י ה-FED מגיבות לאירועים שמסכנים את הצמיחה הרבה יותר מהר וחזק מאשר לירידה באינפלציה. לראיה, בהרצאה שנשא בשבוע שעבר סגן יו"ר ה-FED הוא הציג שבחמישה מתוך שישה מחזורי הורדות ריבית שהיו מסוף שנות ה-80 הסיבה לתחילת הורדות הריבית הייתה האטה בצמיחה. רק פעם אחת ב-1995 ירידה באינפלציה גרמה ל-FED להתחיל להוריד את הריבית.

Start and end date of easing cycle	Reason for starting easing cycle
June 1989-Sep. 1992 (40 months)	Slowing growth and reduced concern of an upsurge in inflation
July 1995-Feb. 1996 (8 months)	Reduced inflation concerns
Sept. 1998-Nov. 1998 (3 months)	To cushion the U.S. economy from increased market volatility stemming from Russia's debt default
Jan. 2001-June 2003 (30 months)	Weakening growth
Sep. 2007-Dec. 2008 (16 months)	Financial stress and weakening growth
Aug. 2019-Mar. 2020 (7 months)	Downside risks from weaker global growth and trade uncertainty

תגובה לאירוע אשראי, מלבד הירידות במניות, תהיה ירידה מהירה בתשואות האג"ח הממשלתיות. באירוע ה-SVB בשנה שעברה התשואה ל-10 שנים ירדה ב-0.5% בשבוע. לפיכך, האג"ח הממשלתיות הנו אפיק השקעה אטרקטיבי גם בלי כשל אשראי או אירוע כלכלי משמעותי ובנוסף יכול לרכך במידה ניכרת פגיעה בתיק ההשקעות במקרה של כשל כלכלי או/ו אשראי.

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.

25/2/2024

תאריך פרסום האנליזה