

18.8.2024

אינפלציה 12  
חודשים הבאים  
**3.1%**

מדד אוגוסט  
**0.5%**

מדד ספטמבר  
**0%**

מדד אוקטובר  
**0.5%**

ריבית בנק ישראל  
צפויה בעוד 12 חודשים  
**4.0%-4.25%**

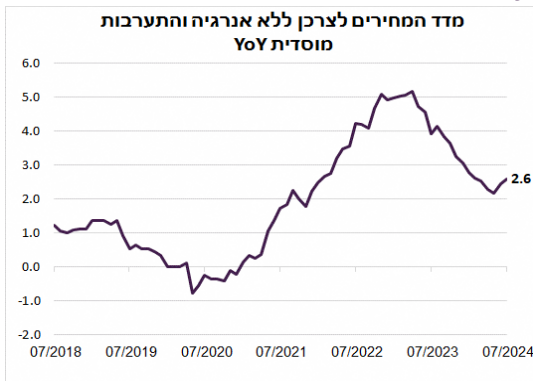
## עיקרי הדברים

- למרות **שמד המחירים** עלה בהתאם לתחזית, הרכב השינויים משקף שסביבת האינפלציה עלתה יותר ממה שציפינו. עדכנו את התחזית לאינפלציה ב-12 החודשים הבאים ל-3.1%.
- כתוצאה מפרסום נתוני האינפלציה העלנו את **התחזית לריבית בנק ישראל** בעוד שנה ל-4.0%-4.25%.
- שינויים **בסיכון הביטחוני** עשויים לשנות משמעותית סביבת האינפלציה והתחזית לריבית.
- **הורדת דירוג האשראי** ע"י Fitch עלולה לא להיות האחרונה אלא אם יחול שינוי במצב הביטחוני וינתן מענה לאתגרים התקציביים. ניכרת היחלשות בביקוש בגיוסי משרד האוצר בישראל.
- **סקר אמון הצרכנים בישראל** משקף שהמצב הפיננסי של משקי הבית יחסית טוב.
- **מספר המשרות הפנויות** בישראל ממשיך לגדול.
- סקר הלמ"ס משקף **שיפור בציפיות בענף שירותי ההיי טק** לעומת הסקר שנערך לפני שנה.
- למרות **ששוק המניות האמריקאי** עבר במהירות מפסימיות לאופטימיות בעקבות הנתונים הכלכליים האחרונים, ניתוח הנתונים מצביע על המשך היחלשות בפעילות הכלכלית.

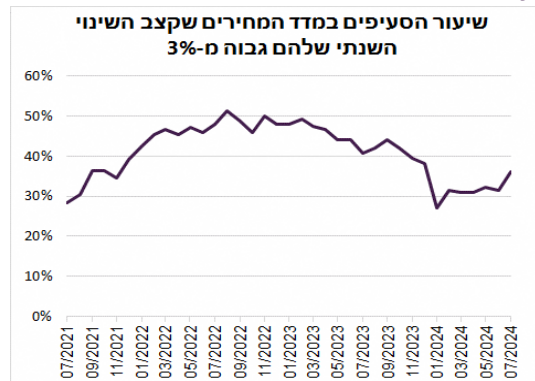
## סביבת האינפלציה עלתה, אך אי הוודאות לגביה גבוהה במיוחד

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש יולי ב-0.6% בהתאם לתחזית שלנו. אולם, ברמת הסעיפים היו לא מעט סטיות מהתחזית. סעיפי המזון והירקות, החזקת דירה וההלבשה היו גבוהים מהתחזית. לעומת זאת, סעיף התחבורה, בפרט הנסיעות לחו"ל, התייקרו פחות מהתחזית. בסה"כ, מדד יולי היה יותר אינפלציוני ממה שציפינו. מדד אינפלציית הליבה (ללא אנרגיה וללא התערבות מוסדית) עלה מקצב שנתי של 2.5% ל-2.6% (תרשים 2). קצב עליית מחירי השירותים עלה מ-3.2% ל-3.9%. חזר לגדול משקל הסעיפים שקצב עלייתן השנתי גבוה מ-3% (תרשים 1).

תרשים 2



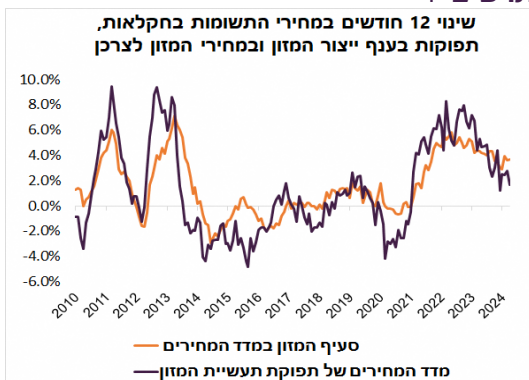
תרשים 1



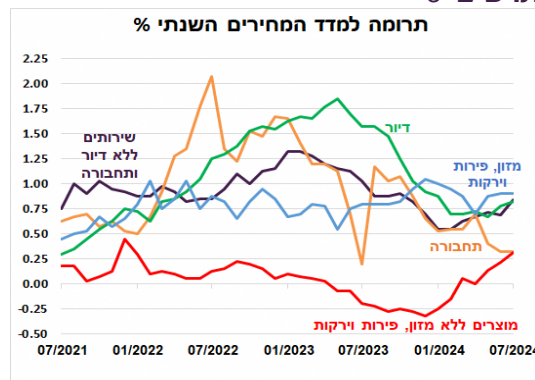
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

- התגברה במיוחד תרומה לאינפלציה של מחירי המוצרים (ללא המזון, הפירות והירקות) שנובעת מהעלייה בקצב השנתי של מחירי הרהיטים וציוד לבית, ההלבשה ומוצרים נוספים (תרשים 3). גם תרומת השירותים עלתה (ללא שירותי תחבורה).
- סביר שעליית מחירי המזון עומדת להתמתן בהתאם לירידה בקצב השנתי של מדד התפוקות תעשיית המזון (תרשים 4). כמו כן, מדד מחירי הסחורות החקלאיות בעולם של בלומברג ירד מתחילת השנה כבר בכ-13%.

תרשים 4



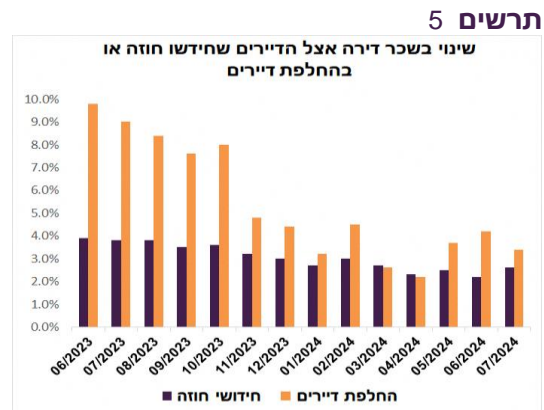
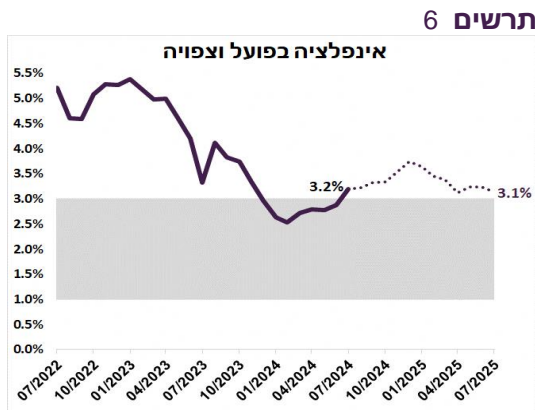
תרשים 3



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

- אין אינפלציה במדד המחירים ליצרן. מדד המחירים ליצרן עלה בשנה האחרונה ב-1.8% והמדד ללא דלק עלה ב-0.7% בלבד.
- העלייה של הסעיפים שמתייחסים לשכר דירה לא הייתה חריגה מעונתית. קצב העלייה של הסעיף העיקרי בתוך סעיף הדיור "שירותי דיור בבעלות דיירים" לא השתנה ונותר ברמה של 2.6%. קצב העלייה של הסעיף "שכר דירה" אף ירד. שיעור העלייה במחירי החוזים

החדשים והמתחדשים, שמשפיעים בעיקר על סעיף הדיור, עדיין נמוך יחסית (תרשים 5). העלייה החריגה של 3.1% נרשמה בסעיף בעל משקל קטן בתוך סעיף הדיור של "הוצאות דיור אחרות, כגון תיווך, עריכת חוזים וביטוח". מתחילת השנה סעיף זה כבר עלה ב-7.5%. יתכן והעלייה החריגה נובעת מכך שהדירות שנמכרות בחודשים האחרונים יקרות יחסית, מה שמעלה את דמי התיווך, הוצאות עורך דין והוצאות אחרות שקשורות למחיר הדירות הנמכרות.



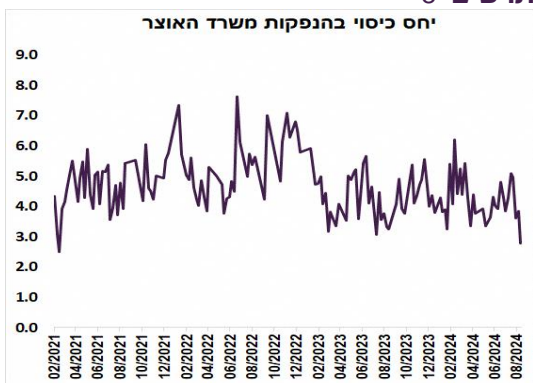
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

- **אנו צופים שמדד אוגוסט יעלה ב-0.5%. הוא יושפע בעיקר מעלייה במחירי הדיור, הירקות, הנסיעות לחו"ל ומעלייה בסעיף התרבות ונופש בארץ. מדד ספטמבר צפוי להישאר ללא שינוי.**
- **תחזית האינפלציה ב-12 החודשים הבאים עלתה ל-3.1%. בחודשים הבאים קצב האינפלציה צפוי להישאר מעל 3% (תרשים 6).**
- **חוסר הוודאות ביחס לאינפלציה בשנה הקרובה גבוהה במיוחד. הרעה ביטחונית צפויה להוביל לירידה בביקושים ובאינפלציה בזמן שבנק ישראל צפוי למנוע היחלשות יתר של שע"ח של השקל. הפסקת אש עשויה להגביר ביקושים מצד אחד, אך מנגד לחזק את השקל ולשחרר חסמים רבים בצד ההיצע.**
- **העלייה באינפלציה מעל הגבול העליון של היעד והישארותה הצפויה מחוץ ליעד מקטינה את הסיכוי להורדת ריבית בנק ישראל. אנו מעלים את התחזית לריבית בעוד שנה ל-4.0%-4.25%.**

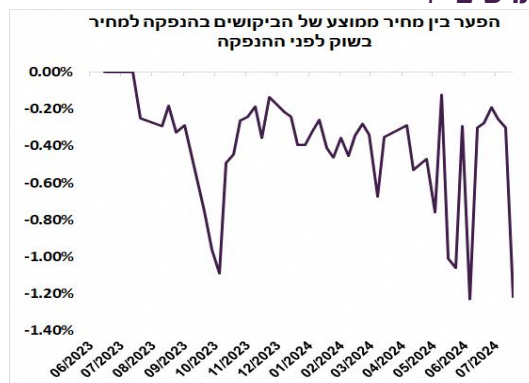
## הורדת דירוג והנפקה חלשה

הורדת דירוג האשראי ע"י Fitch עלולה לא להיות האחרונה. רק שילוב בין ירידה קרובה ומשמעותית בסיכון הביטחוני, עם נקיטת צעדים ממשיים לשליטה על תקציב הממשלה, יכולים למנוע הורדות דירוג נוספות ע"י אחת או כמה חברות דירוג. בשבוע שעבר, עוד לפני פרסום ההודעה של Fitch, התקיימה הנפקת חלשה במיוחד בשוק המקומי. יחס כיסוי עמד על 2.8 בלבד, הנמוך ביותר מאז פברואר 2021 (תרשים 8). לא רק הביקוש היה נמוך, אלא שגם התמחור לא היה תחרותי. חלק גדול מהביקושים הוגשו במחירים נמוכים במיוחד. הפער השלילי בין המחיר הממוצע של הביקושים בהנפקה לבין מחיר השוק לפני ההנפקה היה גבוה מ-1%, מבין הפערים הגדולים ביותר מאז תחילת המלחמה (תרשים 7). יתכן והשילוב בין העלייה בסיכון הביטחוני בהמתנה להתקפה על ישראל לבין חופשות הקיץ של המשקיעים גרמו לביקושים נמוכים במיוחד. ירידה בביקושים להנפקות האוצר בשוק המקומי מהווה סיכון גדול יותר מאשר הורדת דירוג האשראי.

## תרשים 8



## תרשים 7

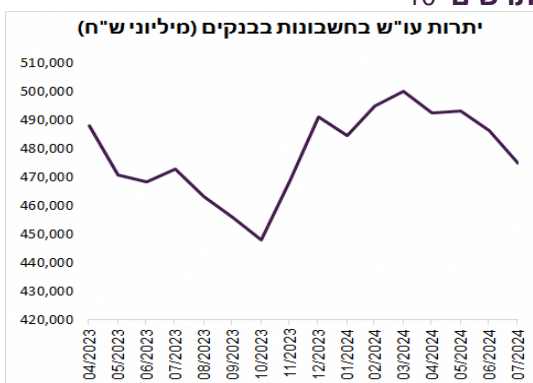


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

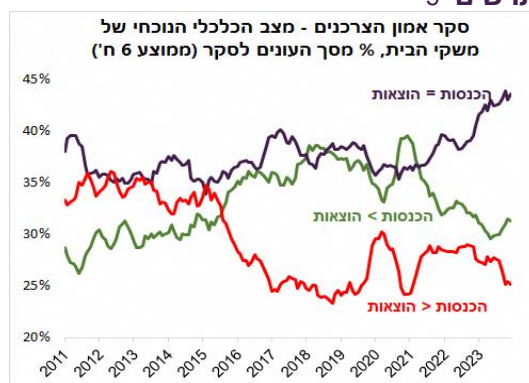
## נתונים נוספים בישראל

- לפי סקר אמון הצרכנים, המצב הפיננסי של משקי הבית השתפר לאחרונה. שיעור משקי הבית שהוצאות החודשיות שלהם גבוהות מההכנסות ירד בחודשים האחרונים (ממוצע של 6 חודשים). במקביל עלה שיעור משקי הבית שמצליחים לחסוך (הכנסות גבוהות מהוצאות) (תרשים 9). נציין את הירידה שחלה ביתרות העו"ש בבנקים (תרשים 10).

## תרשים 10



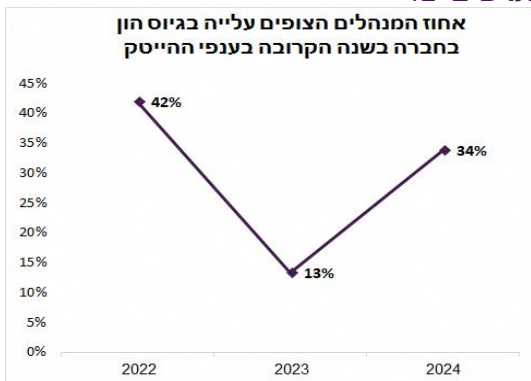
## תרשים 9



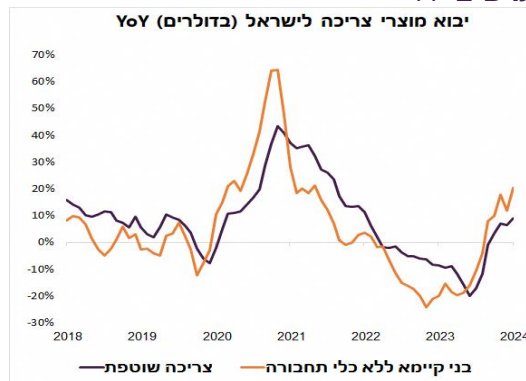
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

- מצבו של שוק העבודה ממשיך להיות די יציב. מספר המשרות הפנויות המשיך לגדול בחודש יולי. בענף שירותי ההיי טק מספר המשרות הפנויות נותר יציב ברמה נמוכה.
- קצב הגידול ביבוא מוצרי הצריכה ממשיך לעלות, הן של הצריכה השוטפת והן של מוצרי בני קיימא, וכך מעיד על המשך גידול בצריכה הפרטית (תרשים 11).

### תרשים 12



### תרשים 11



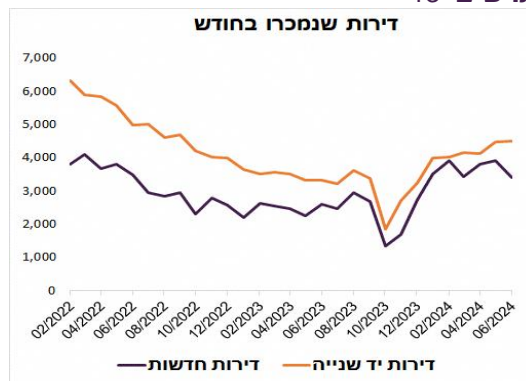
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

- למרות המלחמה, אחוז המנהלים בחברות בענף שירותי ההיי טק בסקר מיוחד של הלמ"ס שצופים עלייה בפעילות גדל מעט לעומת הסקר שנעשה לפני שנה. בענף השירותים מחוץ להיי טק נרשמה ירידה באופטימיות. בענף ההיי טק נרשם שיפור בתוכניות גיוס העובדים ובציפיות לגיוס הון (תרשים 12).
- מופיעים סימנים שההתאוששות ברכישות דירות עשויה להיבלם. מצד אחד, בחודש יולי כמות המשכנתאות עלתה ל-9.1 מיליארד ₪, הגבוהה ביותר מאז יולי 2022. יחד עם זאת, לפי הדיווח של משרד האוצר, כמות העסקאות בשוק החופשי ירדה ביוני לעומת מאי, כולל במכירות הדירות ע"י הקבלנים. גם לפי נתוני הלמ"ס, אחרי התאוששות מהירה כמות הדירות החדשות שנמכרו לא גדלה בחודשים האחרונים (תרשים 13). מלאי הדירות החדשות שלא נמכרו חזר לשיא אחרי ירידה קטנה (תרשים 14).

### תרשים 14



### תרשים 13



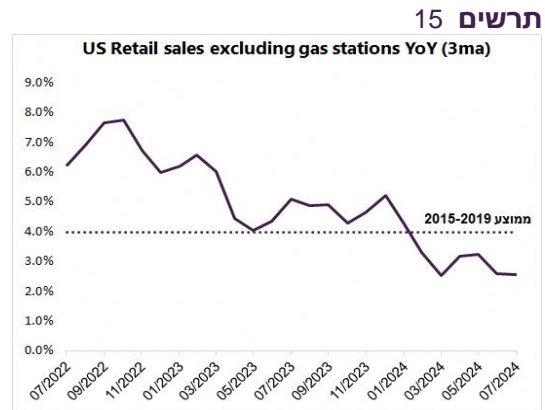
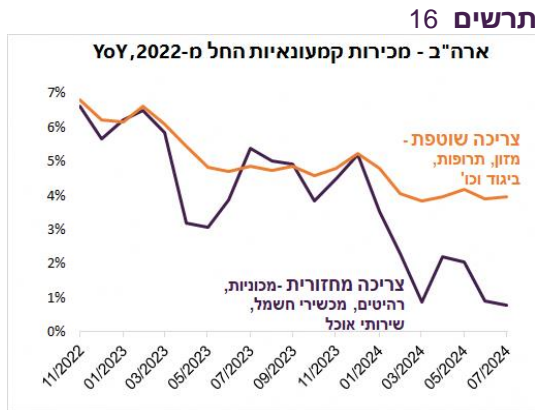
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

## עולם

### הכלכלה האמריקאית ממשיכה להיחלש

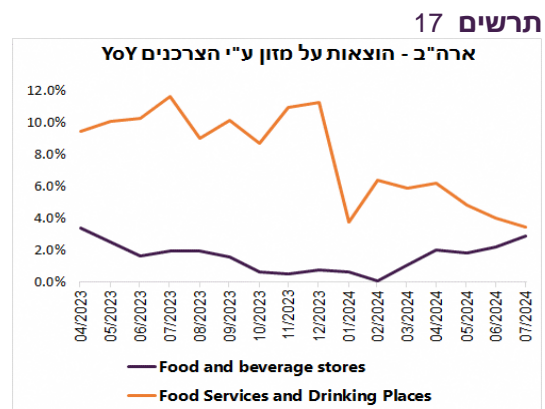
- הנתונים הכלכליים האחרונים בארה"ב הרגיעו את שוק המניות שהסיכון למיתון לא כל כך גבוה. לא בטוח שבחינה מעמיקה שלהם תומכת במסקנה זו:
- מצד אחד, המכירות הקמעונאיות עלו ביולי בשיעור של 1%, הגבוה ביותר מאז ינואר 2023. אולם, השינוי השנתי שלהן (ללא הדלק) נותר נמוך, מתחת ל-3% לעומת שיעור הגידול

הממוצע בשנים לפני הקורונה שעמד על כ-4% (תרשים 15). מכירות המוצרים/שירותים לצריכה מחזורית (מכוניות, מוצרי חשמל, רהיטים, שירותי האוכל) צמחו בכ-1% בלבד בשנה האחרונה. לעומת זאת, הקטגוריות שכוללת מוצרי צריכה שוטפת ממשיכה לצמוח בקצב יציב ויחסית גבוה (תרשים 16).



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

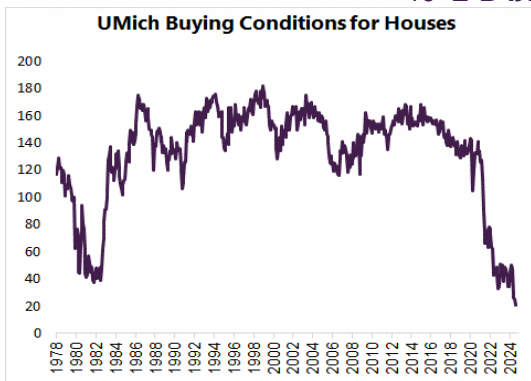
- בשבוע שעבר עשה כותרות העדכון כלפי מעלה בתחזית למכירות שפרסמה וולמארט. לא בטוח שזה בהכרח סימן לעוצמה של הצרכנים. אכן, קצב הגידול במכירות המזון ברשתות המזון עלה בחודשים האחרונים, אך זאת במקביל להאטה בצריכת האמריקאים במסעדות ובתי קפה שהיא אגב גבוהה יותר מההוצאה על אוכל בסופרים (תרשים 17).
- כותרת חיובית נוספת יצר סקר העסקים הקטנים שהאופטימיות שלהם עלתה במפתיע לרמה הגבוהה מאז פברואר 2022. יתכן והסיבה לכך קשורה לנסיקה שנרשמה בחודש יולי, בזמן שנערך הסקר, בסיכויים של טראמפ לזכות בבחירות. העסקים הקטנים בארה"ב הם אוהדי טראמפ. בחודשים נובמבר-דצמבר 2016, אחרי בחירתו המפתיעה לנשיאות, מדד הסנטימנט של העסקים הקטנים בארה"ב רשם זינוק הגדול ביותר בהיסטוריה. אם אכן זאת הסיבה בעלייה בסנטימנט, באוגוסט הוא צפוי לרדת בעקבות הירידה די חדה בסיכוי לזכות על פי הסקרים שנרשמה בשבועות האחרונים.



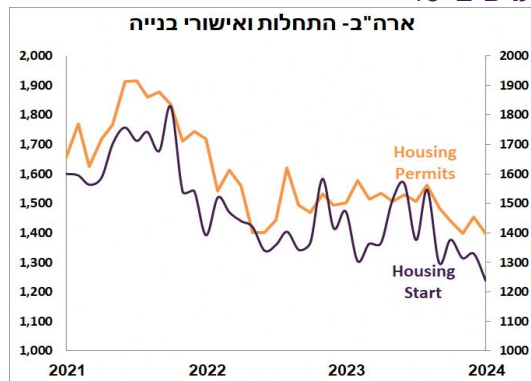
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- מתגברת חולשה בענף הנדל"ן האמריקאי. התחלות ואישורי בנייה היו ביוני נמוכים מהתחזיות ומצביעים על מגמת ירידה, כאשר התחלות הבנייה ירדו לרמה הנמוכה מאז המחצית הראשונה של 2020 (תרשים 18). הירידה בסקר חברות הבנייה נמשכת מאז אפריל. לפי סקר סנטימנט הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן, התנאים לרכישת בתים כעת הגרועים ביותר מאז שהסקר התחיל להתפרסם בסוף שנות ה-70 (תרשים 19).

תרשים 19



תרשים 18

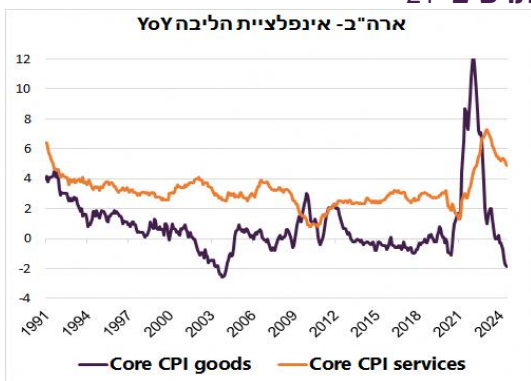


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

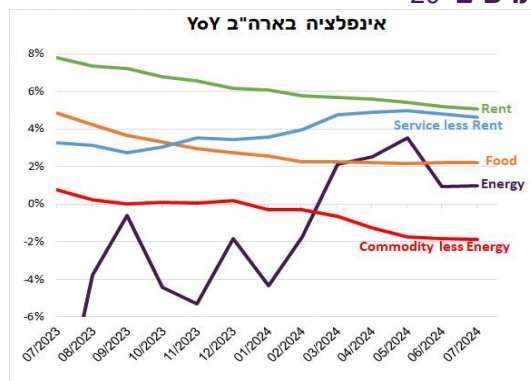
## אג"ח הממשלתי להגנה על התיק

אינפלציית השירותים בארה"ב (ללא שירותי האנרגיה) יורדת, אך היא עדיין עומדת על 4.9% הגבוהה ביותר מאז 1991 (תרשים 21). לעומת זאת, אינפלציית מוצרי הליבה (ללא אנרגיה ומזון) הנמוכה ביותר בכ-20 השנים האחרונות (תרשים 16). זה לא מצב אופטימלי כדי להוריד ריבית, אך הוא מאפשר ל-FED להתחיל עם הצעד הראשון.

תרשים 21



תרשים 20



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

השווקים מעריכים כעת שבפגישה בספטמבר בסיכוי גבוה יותר ה-FED יוריד ב-0.25%. יחד עם זאת, החוזים צופים שב-3 הפגישות עד סוף השנה הירידה המצטברת תגיע ל-1%. כלומר, לפחות באחת הפגישות ההורדה תהיה בשיעור של 0.5%. בסביבת האינפלציה הנוכחית, זה יכול לקרות רק אם תהיה הרעה משמעותית בכלכלה, מה שלא כל כך מסתדר עם חזרתו של S&P500 למרחק של 2% בלבד מהשיא.

אנו חושבים שבמצב הנוכחי האג"ח בארה"ב אטרקטיביות. יש פוטנציאל נמוך לעליית התשואות כי גם בתסריט שהכלכלה תמשיך לתפקד בצורה טובה, הריבית צפויה לרדת. האירועים האחרונים הוכיחו שאג"ח הממשלתיות מהוות הגנה יעילה מאוד נגד הירידות במניות שיובילו לירידה מהירה בריבית ה-FED.

### 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.

**18/8/2024**

תאריך פרסום האנליזה