

22.10.2023

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.0%

מדד אוקטובר
0.1%

מדד נובמבר
-0.2%

מדד דצמבר
0%

ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
3.5%-4.0%

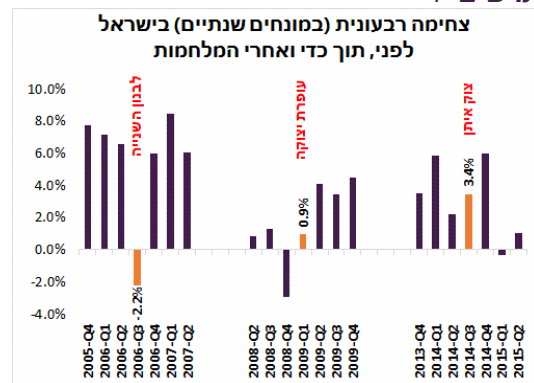
עיקרי הדברים

- הורדנו את **תחזית הצמיחה** למשק הישראלי לשנת 2023 מ-3.4% ל-2.8% ול-2024 מ-3% ל-2%.
- **הגירעון התקציבי** החזוי צפוי לעלות השנה לכ-3% ובשנת 2024 לכ-4%. המשימה של מימון הגירעון לא צפויה להוביל לעלייה משמעותית בתשואות.
- בעקבות הירידה הצפויה באינפלציה, **בנק ישראל** צפוי להוריד ריבית בחודשים הקרובים.
- **כמות השקלים שרכשו הזרים** בחמש השנים האחרונות שווה לכ-30 מיליארד דולר, סכום דומה לתוכנית מכירת הדולרים של בנק ישראל. למעשה, השווקים כבר "הורידו" את **הדירוג לישראל**.
- **אנו ממליצים על חשיפה** ניטרלית למניות בישראל ומח"מ בינוני-ארוך באפיק הממשלתי. ממשיכים להיות זהירים באפיק הקונצרני.
- בניגוד לציפיותינו, **הביקושים הצרכניים בארה"ב** ממשיכים להפתיע לטובה. אנו מעריכים שהחולשה תגיע בשלב מאוחר יותר.
- להערכתנו, ה-**FED** לא יעלה ריבית יותר. **עליית התשואות בארה"ב** בחודש האחרון רכבה בעיקר על העלייה בפרמיית הסיכון.

עדכון תחזית הצמיחה

התחזית להשפעת המלחמה על הכלכלה מתבססת על האירועים הביטחוניים הקודמים, תוך הערכה שהמלחמה הנוכחית צפויה להיות רחבה וממושכת יותר. מלחמת הלבנון השנייה, עופרת יצוקה וצוק איתן גרמו נזק כלכלי קצר טווח בלבד. רק במלחמת לבנון השנייה נרשמה ירידה רבעונית של 2.2% בתמ"ג (במונחים שנתיים), אך לאחר מכן הפעילות התאוששה במהירות. ברבעון שבו התרחשו צוק איתן ועופרת יצוקה הצמיחה הייתה אפילו חיובית (תרשים 1).

תרשים 1

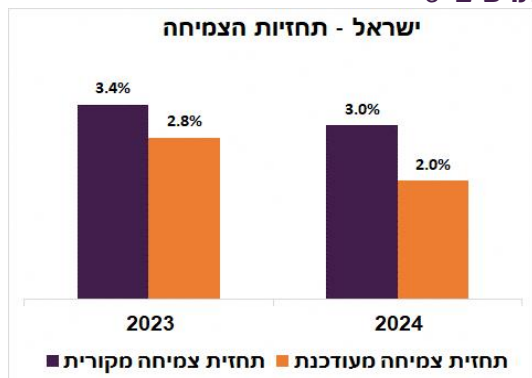


מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

בתרחיש המרכזי אנחנו מניחים שהמלחמה בעצימות גבוהה תסתיים עד סוף השנה ולא תתרחב בצורה משמעותית לזירות נוספות. בהערכת הנזק הפוטנציאלי צריכים לקחת בחשבון מספר גורמים:

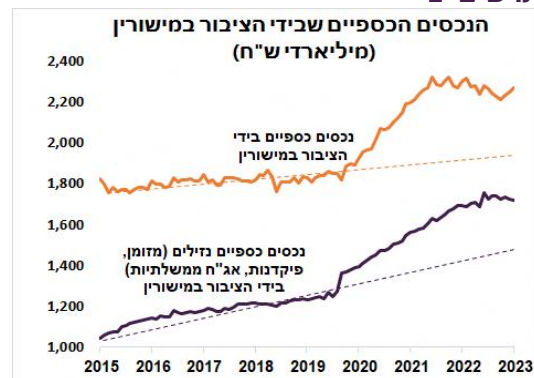
- המשק נכנס לאירוע בתעסוקה מלאה, אך עם חולשה בצריכה הפרטית.
- מאז המגפה, לציבור הצטברו עודפי חסכון משמעותיים לעומת המגמה שהייתה לפני (תרשים 2). עודפים אלה צפויים לתמוך בביקושים בזמן המלחמה ובהתאוששות אחריה.
- יש מרחב פעולה למדיניות המוניטארית. הירידה באינפלציה ובצמיחה כתוצאה מהמלחמה צפויים לאפשר לבנק ישראל להפחית ריבית בחודשים הקרובים.
- קיים גם מרחב לתמרון פיסקאלי בזכות יחס החוב הממשלתי לתמ"ג שנמוך מ-60%.
- מנגד, שוק הנדל"ן עמוס בחובות. הקפאת הפעילות בו מהווה סיכון פיננסי מערכתי.

תרשים 3



מקור: מיטב ברוקראז'

תרשים 2



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: אנו צופים שהתמ"ג ירד ברבעון הרביעי ב-1.5% (כ-6% במונחים שנתיים). ברבעון הראשון של 2024 צפויה התאוששות מהירה. התחזית שלנו לצמיחה ב-2023 ירדה מ-3.4% ל-2.8%. התחזית ל-2024 ירדה מ-3% ל-2% (תרשים 3). התחזית הנמוכה ל-2024 מושפעת מהצמיחה השלילית ב-Q4/23 (אפקט הקצה).

הנזקים הכלכליים הצפויים

בדרך כלל, נזק כולל ממלחמה מורכב מ-4 חלקים:

1. עלות ישירה של הלחימה (תחמושת, עלות מילואים וכו').
 2. תשלום פיצויים על פגיעה ברכוש.
 3. סיוע כלכלי – המשכיות עסקית, סיוע למשקי הבית.
 4. אובדן הכנסות המדינה כתוצאה מפגיעה בפעילות הכלכלית.
- בטבלה מטה ריכזנו נתונים לגבי העלויות של האירועים הביטחוניים הקודמים שנאספו ממקורות שונים. העלויות מוצגות במחירים של 2023.

תרשים 4

עלויות הנזק במלחמות במחירי 2023 והתחזית לחרבות ברזל

אובדן הכנסות מדינה, מיליארדי ₪	אובדן תוצר מיליארדי ₪	אובדן תוצר כ- % מהתמ"ג	עלות הפיצוי על פגיעה ברכוש ואובדן הכנסות	עלות ישירה למערכת הביטחון	שנה	ימים	
5	5	0.5%	4.8	13	2006	34	מלחמת לבנון השנייה
13	12	1.2%	4.0	5	2009	22	עופרת יצוקה
2	2	0.2%	1.4	2	2012	7	עמוד ענן
6	5	0.4%	2.0	9	2014	50	צוק איתן
1	1	0.1%	0.5	5	2021	11	שומר חומות
31	28	1.5%	12	25	2023	60	חרבות ברזל (תחזית)

מקור: מקורות שונים, מיטב ברוקראז'

להלן ההסבר להנחות שלנו לנזקים הכלכליים של המלחמה הנוכחית:

1. ההוצאות הישירות על המלחמה צפויות להיות יותר מכפולות מאלה של מלחמת לבנון השנייה (במחירי 2023) ולהסתכם בכ-25 מיליארד ₪ או יותר.
2. תשלום הפיצויים על נזקי רכוש צפוי להסתכם בכ-7 מיליארד ₪, 45% יותר מבמלחמת לבנון השנייה. הפיצויים ישולמו מקרן פיצויים לנזקי רכוש שבה נמצאים כ-18 מיליארד ₪.
3. ההערכה לגודל התוכנית לפיצוי לעסקים בגין אובדן הכנסות (המשכיות עסקית), עליה הודיע משרד האוצר, נעשתה על בסיס התוכניות הדומות שיישמו בתקופת הקורונה. התוכנית כוללת הוצאה תקציבית ישירה, אשראי בערבות המדינה, הקדמת תשלומים ע"י הממשלה וזחיית תשלומים ע"י עסקים.
4. אנו מתייחסים רק להוצאה תקציבית ישירה. בתחילת הקורונה, בין חודשים 05/2020-12/2020 עלות ההוצאה הישירה לפיצוי לעסקים במסגרת המשכיות עסקית הסתכמה בכ-1.5 מיליארד ₪ בחודש בממוצע. לפיכך, בהנחה שהאירוע הנוכחי ימשך כחודשיים-שלושה, הוא יעלה כ-5 מיליארד ₪. בסה"כ, ההוצאה בסעיף הפיצויים בגין פגיעה ברכוש ואובדן הכנסות לעסקים מוערכת בכ-12 מיליארד ₪.
4. חישוב אובדן הכנסות המדינה ממסים מתבסס על הערכות לאובדן התמ"ג של כ-1.5% תמ"ג או כ-28 מיליארד ₪. הקשר ההיסטורי (מכפיל) בין השינוי בתמ"ג לשינוי בהכנסות המדינה מגלם אובדן הכנסות ממסים בסך של כ-31 מיליארד ₪.

השפעה על הגירעון וגיוס החוב

עד סוף 2023 - הערכנו שהגירעון בשנת 2023 יסתכם ב-3%, לעומת התחזית לגירעון לפני המלחמה של כ-2% (טבלה בתרשים 5). כתוצאה מהעלייה הצפויה בגירעון בכ-1%, היקף הגיוס ברוטו למימון הגירעון עשוי לעלות בחודשיים האחרונים של השנה לכ-50 מיליארד ₪. הנחנו שהאוצר ישתמש בכ-10 מיליארד ₪ מהיתרות בקופה. סביר שינסו להקטין היקף הגיוסים ע"י קיצוץ ההוצאות בתקציב, כגון הקפאת הכספים הקואליציוניים. עדיין יזדקק לגייס כ-37 מיליארד ₪ בחודשיים. יהיה קשה לשוק "לעכל" סכומים כה גבוהים. לכן, כנראה שיגייס סכומים נמוכים יותר והיתרה תגולגל לגיוסים בשנה הבאה. נוסף גם, שחוק בנק ישראל מאפשר למשרד האוצר לבקש סיוע (הלוואת גישור) מבנק ישראל בסך של כ-10 מיליארד ₪ ל-150 יום.

2024 - על פי ההנחה לגירעון של 4% בשנת 2024 לעומת הגירעון החזוי של 2.5% לפני המלחמה (טבלה בתרשים 6), משרד האוצר צפוי להזדקק לקצב גיוס חודשי של כ-12 מיליארד ₪ בשוק האג"ח המקומי בנוסף לגיוס של כ-25 מיליארד ₪ בשווקים בחו"ל. בסוף שנת 2024 יחס החוב הממשלתי לתמ"ג צפוי לעלות לכ-62% לעומת כ-59% היום.

תרשים 6

תחזית לפני המלחמה	תחזית מעודכנת	הפרש
כל שנת 2024		
2.5%	4%	1.5%
50	80	30
65	65	0
30	30	0
145	175	30
מימון (מיליארדי ₪)		
5	5	0
20	25	5
120	145	25
10	12	2

תרשים 5

תחזית לפני המלחמה	תחזית מעודכנת	הפרש
כל שנת 2023		
2%	3%	1%
40	60	20
73	73	0
113	133	20
מימון (מיליארדי ₪)		
7	7	0
64	64	0
12	12	0
חודשים 11-12/23		
30	50	20
3	3	0
5	10	5
22	37	15
11	19	8

מקור: משרד האוצר, מיטב ברוקראז'

- קיים צורך בגיוסים גבוהים בשוק המקומי. יחד עם זאת, צריכים לקחת בחשבון מספר נקודות:
 - בדרך כלל, משרד האוצר לא מעביר למערכת הביטחון את כל פיצוי על הוצאות הלחימה בתשלום אחד (שיפוי), אלא בפריסה על פני מספר שנים.
 - יתכנו הפתעות לטובה - במלחמת לבנון השנייה, עופרת יצוקה וצוק איתן השפעת המלחמה על הכנסות המדינה ממסים הייתה נמוכה מאוד. כפי שניתן לראות בטבלה הבאה (תרשים 7), הכנסות המדינה היו אף גבוהות יותר בשנת המלחמה מהתקציב המקורי. מימון הגירעון בפועל היה אפילו נמוך יותר מהמימון המתוכנן לפני המלחמה.

תרשים 7

הכנסות המדינה ומימון הגירעון בפועל לעומת התכנון בשנים בהן היו המלחמות

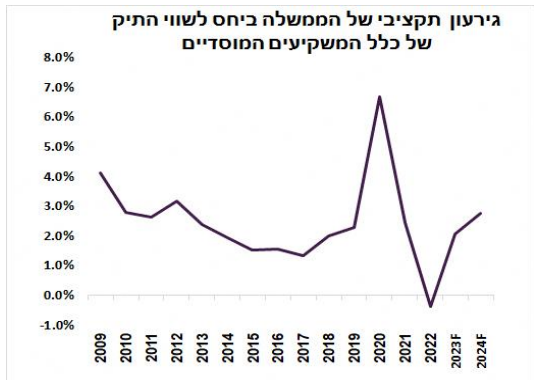
מלחמת לבנון השנייה (2006)	עופרת יצוקה (2009)	צוק איתן (2014)
5.5%	2.2%	-0.4%
14.5	40.9	26.9
2.8	33.9	25.7

מקור: משרד האוצר, מיטב ברוקראז'

- התקציב לשנים 2023-24 היה בנוי מראש עם גירעון המתוכנן נמוך מאוד של כ-1% תמ"ג בלבד. לכן, גם אחרי עלייה משמעותית בגירעון ל-3%-4%, הוא עדיין רחוק מלהיות תקדימי (תרשים 8).

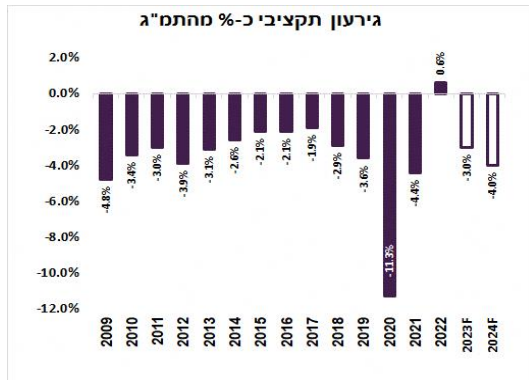
- סכומי הגיוס הנדרשים נראים גבוהים מאוד ביחס למה שהתרגלנו בעבר, אך צריכים לקחת בחשבון שגם היקף החסכונות במשק, שאמור לממן את הגירעון, הרבה יותר גדול היום מאשר בעבר. היחס בין גודל הגירעון הממשלתי לגודל התיק המוסדי לא צפוי להיות חריג בשנים 2023-2024 ביחס לעבר (תרשים 9).
- הממשל האמריקאי עשוי להעניק סיוע לישראל, מה שיקל על מימון ההוצאות.
- בנק ישראל צפוי להתחיל בהורדת ריבית בחודשים הקרובים, מה שצפוי להגביר ביקוש לאג"ח הממשלתיות.

תרשים 9



מקור: בנק ישראל, משרד האוצר, מיטב ברוקראז'

תרשים 8



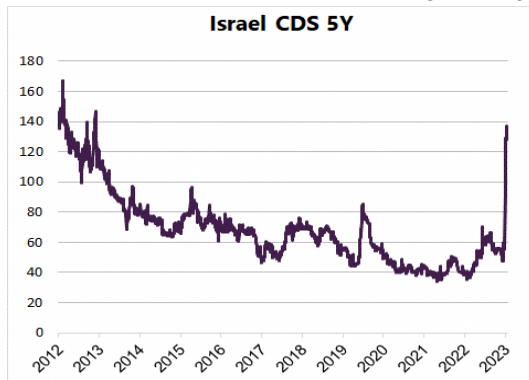
מקור: משרד האוצר, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: בתרחיש המרכזי לפעילות המלחמתית ובהנחה שהממשלה תמשיך ליהנות מאמון השווקים, כפי שהיה בעשרים השנים האחרונות, מימון הגירעון הצפוי עד סוף 2024 צפוי להיות בר ביצוע ללא השפעה ניכרת על התשואות.

הורדת הדירוג כבר מתומחרת

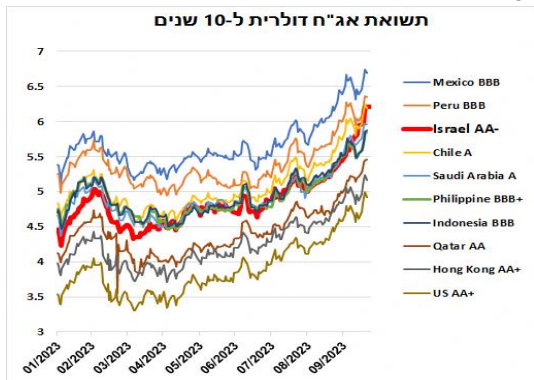
שתי חברות הדירוג Moody's ו-Fitch שמעניקות לישראל דירוג אשראי A+ הורידו התחזית לדירוג לשלילית, מה שעלול בפרק זמן של מספר חודשים להביא להורדת הדירוג בפועל. צריך לציין, שהאג"ח הדולרי ופרמיית הסיכון של ישראל כבר נסחרות כמו במדינות בדירוג נמוך יותר. פרמיית הסיכון CDS ל-5 שנים עלתה מתחילת המלחמה ב-77 נ.ב. ל-137 (תרשים 10), כמו המדינות המדורגות BBB (איטליה, מקסיקו, קזחסטן). גם האג"ח הדולרי של ממשלת ישראל ל-10 שנים נסחרת בתשואה דומה למדינות עם דירוג BBB (תרשים 11).

תרשים 10



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

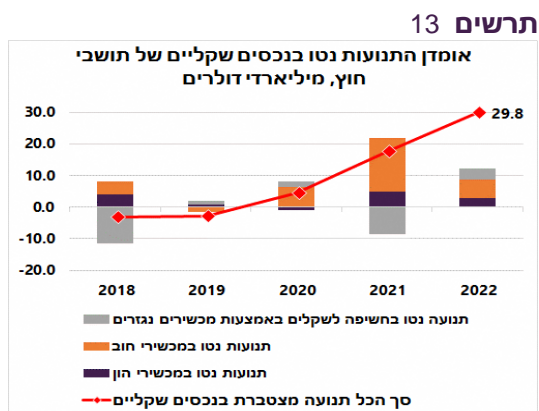
תרשים 11



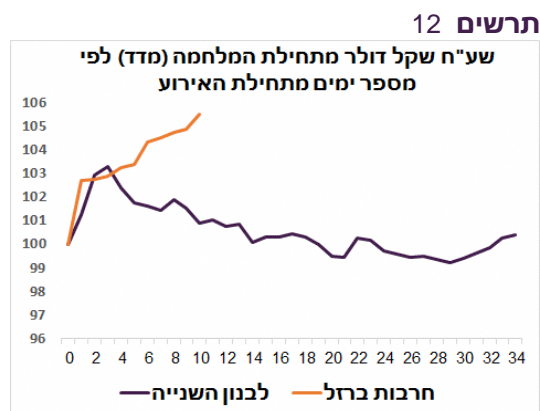
בנק ישראל צפוי להוריד ריבית בחודשים הקרובים

אנו מעריכים שלמלחמה תהיה השפעה דפלציונית בגלל הירידה הצפויה בביקושים, כפי שהיו לאירועים הביטחוניים הקודמים. הורדנו את התחזית לאינפלציה ב-12 החודשים הקרובים ל-2%.

הירידה באינפלציה תאפשר הורדת ריבית ע"י בנק ישראל.



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

הסיכון העיקרי לאינפלציה משתקף מפיחות השקל. מתחילת המערכה נחלש השקל בשיעור של כ-5.5% מול הדולר ומול האירו, הרבה יותר מאשר במהלך מלחמת לבנון השנייה (תרשים 12).

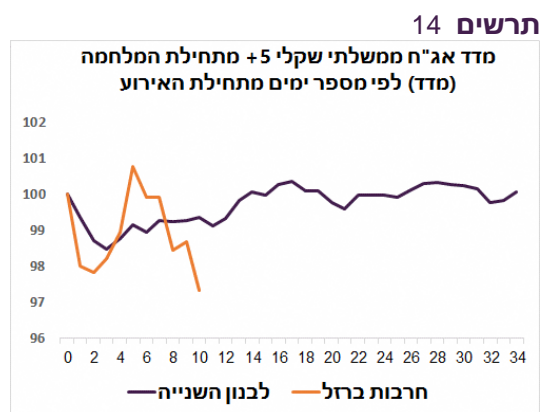
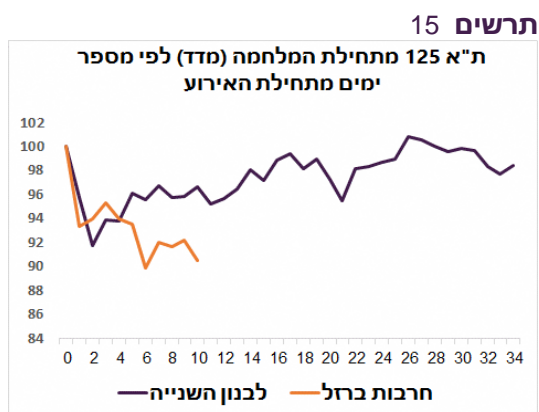
יתכן מאוד שפיחות השקל יתחזק עם תחילת התמרון הקרקעי.

התיקים המוסדיים והציבור הגיעו לאירוע "ערוכים" עם חשיפות שיא למט"ח. לכן, לא צפויה הגדלה משמעותית של החשיפה למט"ח ע"י השחקנים המקומיים. הסיכון העיקרי לרכישת מט"ח נובע מהמשקיעים הזרים אשר הגדילו את חשיפתם לשקלים בשווי של כ-30 מיליארד דולר ב-5 השנים האחרונות (תרשים 13) בדיוק בגובה תוכנית מכירת הדולרים עליה הכריז בנק ישראל. נוסף שבסיום המלחמה השקל צפוי להתחזק גם בגלל שסדר היום הפוליטי צפוי להשתנות.

שורה תחתונה: הריבית צפויה להישאר ללא שינוי בהחלטתו של בנק ישראל השבוע, אך קיים סיכוי גבוה שהיא תרד בחודשים הבאים. עדכנו את התחזית לריבית בעוד 12 החודשים ל-3.5%-4.0%.

התנהגות האפיקים

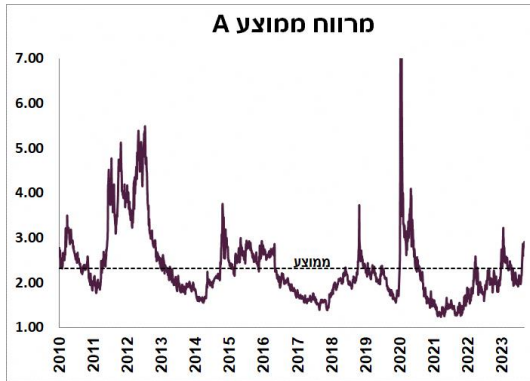
הביצועים של האפיק הממשלתי והמניית היו עד עתה חלשים יותר בתחילת מלחמת לבנון השנייה, שזה האירוע הביטחוני האחרון אליו הגיבו השווקים (תרשים 14-15).



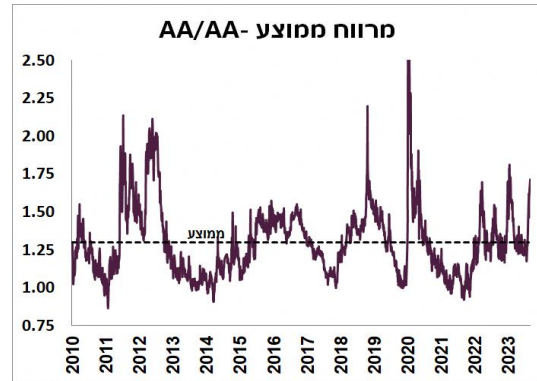
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

• מרווחי האג"ח הקונצרניות .

תרשים 17



תרשים 16



מקור: בורסה, מיטב ברוקראז'

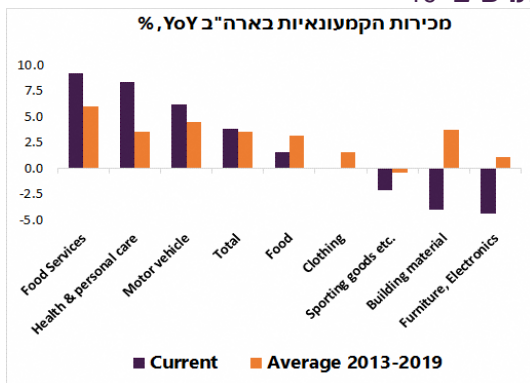
עולם

המשק האמריקאי ממשיך לדחות את ההאטה בפעילות

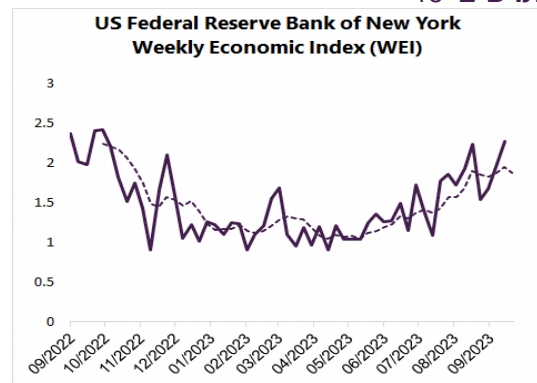
בניגוד להערכתנו להיחלשות ניכרת יותר בצריכה הפרטית בארה"ב, בינתיים, המשק האמריקאי ממשיך להפתיע בעוצמתו דווקא בנתונים שקשורים לצרכן:

- מדד שלוחת ה-FED בניו יורק שמתבסס על האינדיקטורים השוטפים היומיים והשבועיים ממשיך להצביע על שיפור ברמת הפעילות בכלכלה מאמצע השנה (תרשים 18).

תרשים 19



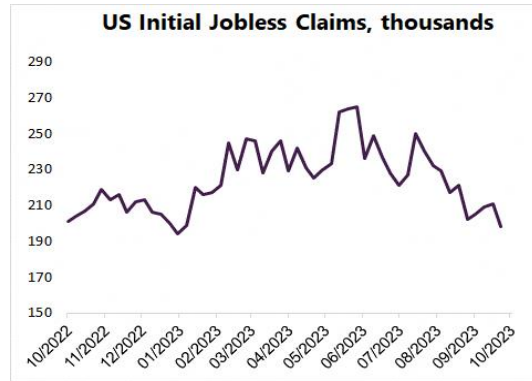
תרשים 18



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

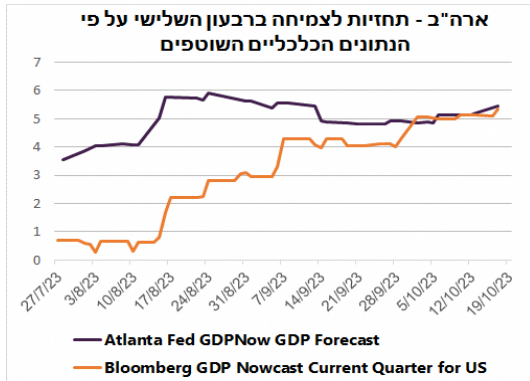
- המכירות הקמעונאיות בארה"ב ממשיכות להפתיע לטובה. הקצב השנתי שלהן (ללא הדלק) נותר יציב בחודשים האחרונים, למרות הירידה באינפלציה (הנתונים נומינאליים). אולם, קיימת שונות מאוד גבוהה וחריגה בין הקטגוריות השונות (תרשים 19).
- גם שוק העבודה ממשיך להפתיע לטובה. תביעות דמי אבטלה ראשוניות ממשיכות לרדת בחודשים האחרונים, לאחר העלייה במחצית הראשונה של השנה (תרשים 20).
- המודלים לחיזוי הצמיחה של ה-FED ושל בלומברג שמתבססים על האינדיקטורים השוטפים צופים צמיחה בשיעור של מעל 5% ברבעון השלישי (תרשים 21). קונצנזוס החזאים לנתון הצמיחה שיתפרסם ביום חמישי עומד ברמה גבוהה מאוד של 4.3%.

תרשים 20



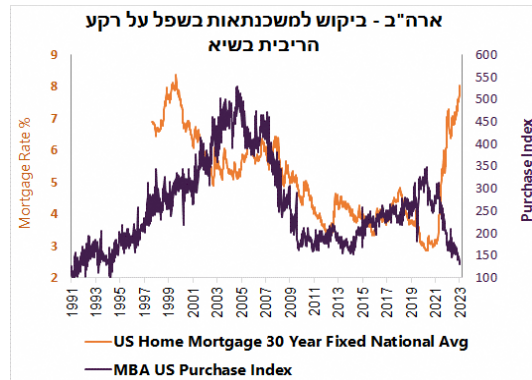
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 21



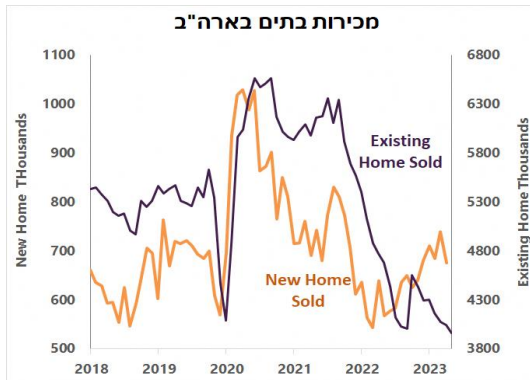
• מנגד, עליית הריבית על המשכנתא ל-30 שנה מעל 8%, לראשונה מאז שנת 2000, מורידה לשפל ביקוש למשכנתאות (תרשים 22) ומכירות הדירות הקיימות (תרשים 23).

תרשים 22



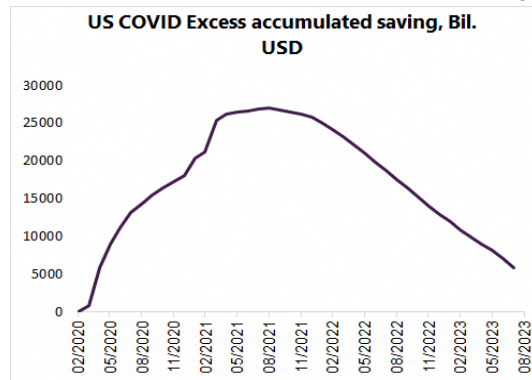
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 23



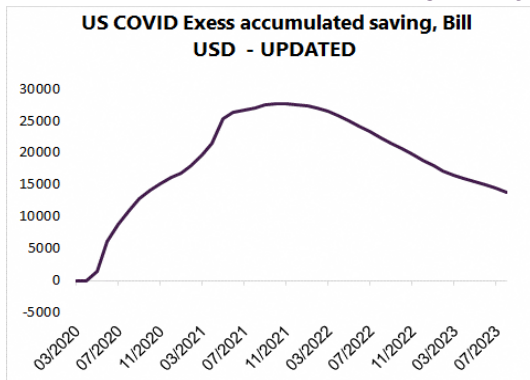
כנראה שמצבו של שוק העבודה חזק יותר ממה שחשבו. הסיבה הנוספת לעוצמתו של הכוח הצרכני יכולה להיות קשורה לנתוני עודפי חיסכון שהתעדכנו משמעותית מאוד כלפי מעלה בעדכון האחרון לעומת המצב הקודם (ראו תרשים 25 לעומת 24). הם מראים שיתרות החיסכון העודף גבוהות בכפי-3 ממה שידענו קודם.

תרשים 24



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

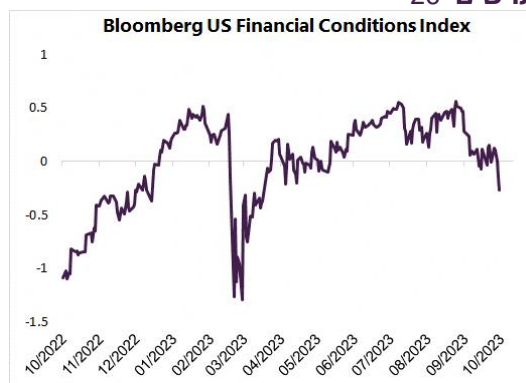
תרשים 25



אנו מעריכים שהשפעת עליית הריבית תורגש בחודשים הקרובים בצורה חזקה יותר.

נוסף, שבעקבות עליות התשואות, מרווחי האג"ח הקונצרניות וירידות בשוק המניות חלה הרעה משמעותית במדד התנאים הפיננסיים (תרשים 26), מה שצפוי להגביר לחצים להאטה בכלכלה ולירידה באינפלציה.

תרשים 26

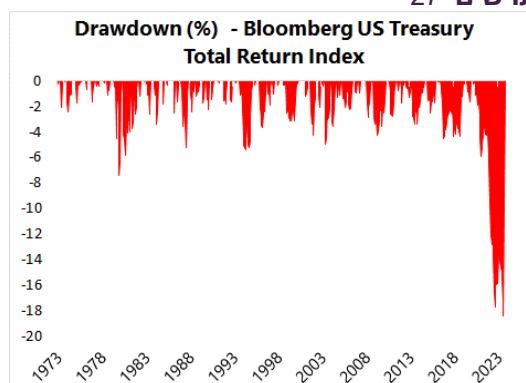


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

מפולת היסטורית בשוק האג"ח נמשכת

בחודש האחרון נמשכה ואף האיצה המפולת חסרת התקדים בשוק האג"ח האמריקאי. הירידה המצטברת מהשיא של מדד האג"ח הממשלתיות הגיעה לכ-18.5%. בשיא ההיסטורי הקודם הייתה ירידה של פחות מ-8% בשנת 1980, כאשר ריבית ה-FED עלתה ל-20% (תרשים 27).

תרשים 27



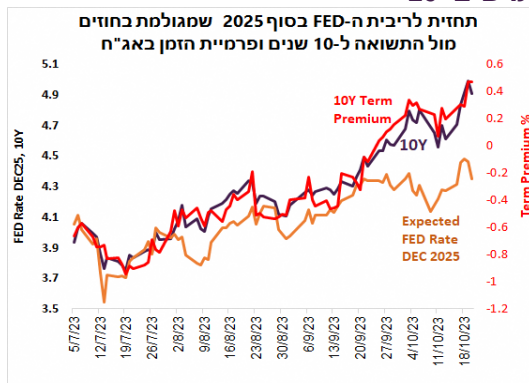
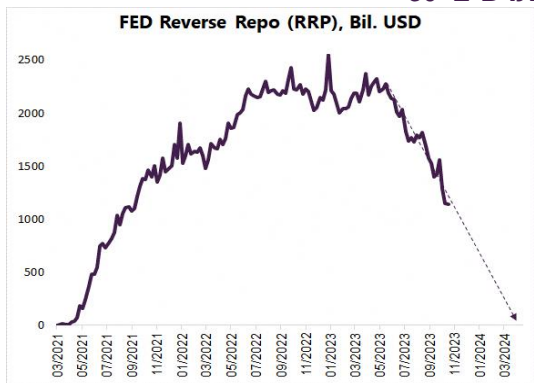
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 28



עליית התשואה ל-10 שנים בחודש האחרון התנתקה מהציפיות לעליית ריבית ה-FED שלא חל בהן שינוי, והייתה צמודה לעלייה בפרמיית זמן של האג"ח (תרשים 29). כמו כן, בשבועיים האחרונים נרשמה עלייה יחסית חדה בציפיות האינפלציה הגלומות בעקבות העלייה במחיר הנפט (תרשים 28).

נציין שהנזילות העודפת בשוק, שמשקפת בכספים שמוחזקים בחשבון ה-Repo ב-FED (RRP) ירדה במהירות בכמחצית מהשיא (תרשים 30). בקצב הנוכחי כבר ברבעון הראשון של 2024 לא יישאר שם כסף. זה עשוי לקרב את ה-FED לסיום ה-QT, יחד עם תחילת הורדת הריבית. להערכתנו, הריבית בארה"ב לא תעלה יותר. אנו עדיין מעריכים שהמחזור של עליית ריבית ועליית התשואות קרוב לסיום.



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.

22/10/2023

תאריך פרסום האנליזה