

31.07.2022

אינפלציה 12  
חודשים הבאים  
**3.2%**

מדד יולי  
**0.6%**

מדד אוגוסט  
**0.2%**

מדד ספטמבר  
**0.1%**

ריבית בנק ישראל  
צפויה בעוד 12 חודשים

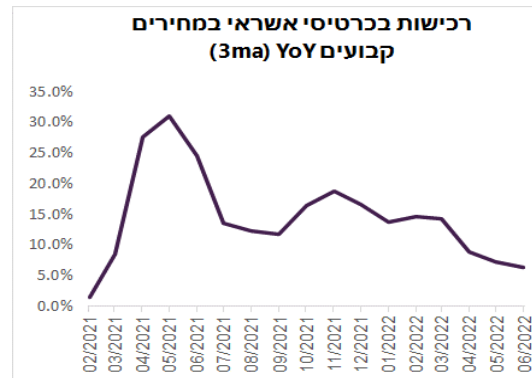
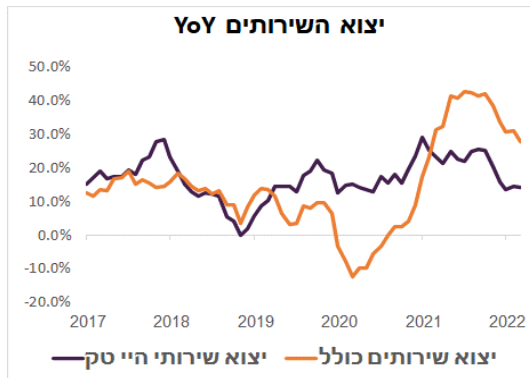
**2.25%-2.50%**

## עיקרי הדברים

- **קצב הגידול בצריכה הפרטית במשק** מתמתן, אך נראה שמדובר בחזרה לנורמליות.
- בישראל נמשך גידול מהיר בהיקפים בכל **סוגי האשראי הבנקאי**.
- **קצב הגידול במספר המשכנתאות** ממשיך לרדת ומשקף התקררות בשוק הנדל"ן.
- **ההתפתחויות בשוק האג"ח המקומי** שמושפעות מהמתרחש בשוק האמריקאי לא ממש תואמות את הנסיבות המקומיות.
- **שילוב של צמיחה סבירה עם אינפלציה גבוהה באירופה** צפויים לדחוף את הריבית מעל התחזיות הנוכחיות.
- **הירידה בתמ"ג האמריקאי** לא רק משקפת האטה בצמיחה, אלא גם שינויים מבניים כתוצאה מהמגפה שהיו מתרחשים בכל מקרה.
- האינדיקטורים בארה"ב ממשיכים **להגביר סיכון שהורדת האינפלציה** ליעד תהיה קשה יותר ממה שהשווקים מעריכים.
- נראה, **שהשווקים קלטו רק את מה שהם רצו לשמוע מהמסר שניסה להעביר ה-FED**. תגובת השוק מעלה סיכון להגברת ריסון מוניטארי בהמשך.

## נתונים כלכליים

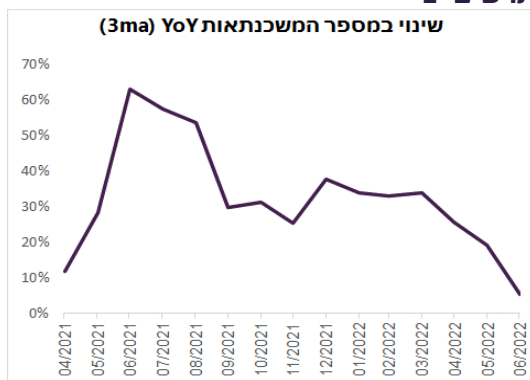
- קצב הגידול של הרכישות בכרטיסי אשראי במחירים קבועים המשיך להתמתן בהתאם למגמה הקיימת באינדיקטורים האחרים לצריכה הפרטית במשק. יחד עם זאת, הקצב עדיין גבוה יחסית ומצביע להערכתנו יותר על חזרה ל"נורמאליות" מאשר על קשיים כלכליים או על חששות הצרכנים.
- נרשמה האטה בקצב הגידול של יצוא שירותי ההיי-טק. גם קצב הגידול של סך יצוא השירותים התמתן. אולם, עדיין מדובר בקצב גבוה.



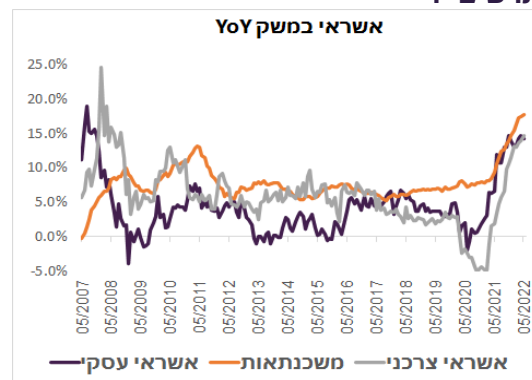
מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

- ההיקפים של כל סוגי האשראי במשק המשיכו לצמוח בקצב הגבוה ביותר מאז שנת 2007. קצב הגידול של האשראי הצרכני והמשכנתאות (סכום האשראי) אף הואץ (הנתונים עד חודש מאי). יחד עם זאת, קצב הגידול במספר הלוואות משכנתא ממשיך לרדת בחודש יוני ומסמן התקררות בשוק הנדל"ן.

### תרשים 2



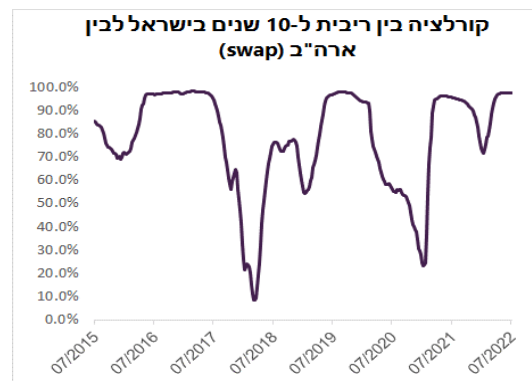
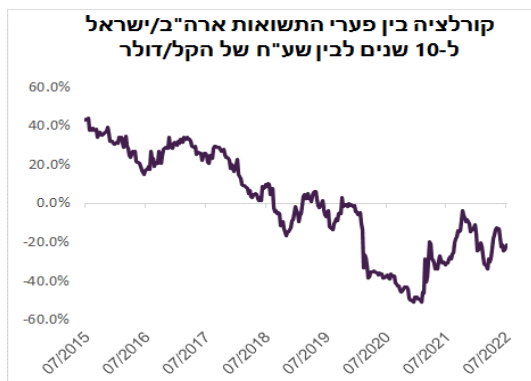
### תרשים 1



מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

**שוק האג"ח מעתיק מהלכים מארה"ב, למרות שאין הרבה סיבות לקשר**  
 הקורלציה בין שוק האג"ח המקומי לאמריקאי עומדת לאחרונה ברמה מאוד גבוהה. באופן כללי, הקשר אמור להיות נתמך ע"י מדיניות דומה של הבנקים המרכזיים בשתי המדינות. אולם, לא בטוח שהמדיניות אכן תהיה דומה. כעיקרון, בנק ישראל מנהל מדיניות שמתבססת על השיקולים המקומיים. הגורם העיקרי שאמור לחבר את המדיניות של בנק ישראל אל ה-FED הנו שע"ח של

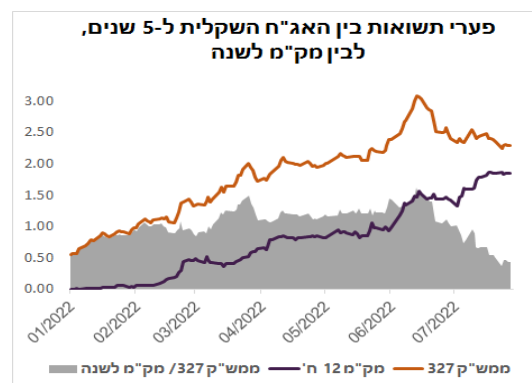
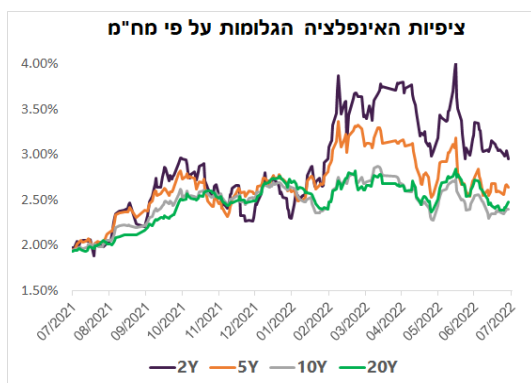
השקל ביחס לדולר. אולם, השקל בשנים האחרונות הפסיק להגיב לפערי הריביות בין ישראל לארה"ב. הקורלציה בין פערי התשואות ל-10 שנים בין ארה"ב לישראל לבין שערו של השקל הפכה מחיובית לשלילית. כפי שהצגנו פעמים רבות בסקירות, שערו של השקל תלוי בעיקר בכיוון של שוק המניות האמריקאי בגלל פעילות הגידור של המוסדיים.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

מצב זה מאפשר לבנק ישראל לנהל מדיניות מוניטארית יותר עצמאית. לעניין זה, הירידה האחרונה בתשואות האג"ח בישראל, שהייתה בעיקר תוצאה של ירידת התשואות האמריקאיות, לא כל כך תואמת את הנסיבות המקומיות. הכלכלה המקומית נראית טוב יותר מהאמריקאית. האינפלציה צפויה להתחיל לרדת בחודשים הקרובים בארה"ב, אך בישראל היא צפויה עדיין להיות בכיוון מעלה. להערכתנו, המהלך בשווקים "שהועתק" לישראל מארה"ב העביר את סיכון האינפלציה והריבית בישראל מקיצוניות כלפי מעלה לקיצוניות כלפי מטה:

- ציפיות האינפלציה ירדו בחדות ובטווחים הבינוניים והארוכים אף מתחת לרמות בסוף 2021. רק שאז תחזית הקונצנזוס והתחזית של בנק ישראל לאינפלציה בשנת 2022 עמדה מתחת ל-2% לעומת התחזיות לאינפלציה של כ-5% ואף יותר הקיימות היום.
- תשואות האג"ח השקלית ל-5 ירדה לרמה של כ-2.2% גבוהה רק ב-0.25% מעל התשואה השוטפת של האג"ח בריבית משתנה וב-0.35% מעל המק"מ. להערכתנו, התשואות באמצע העקום (כולל הצמוד) אינן מעניקות פיצוי מספיק בגין הסיכונים הקיימים.

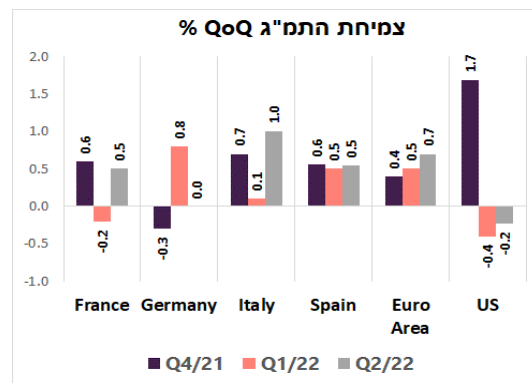
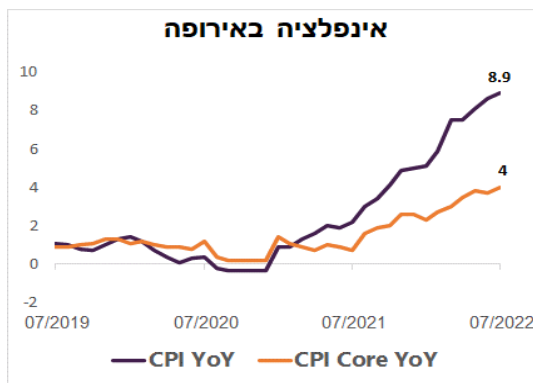


מקור: בורסה, מיטב דש ברוקראז'

## נתוני האינפלציה והצמיחה באירופה אמורים לדחוף ריבית גבוה יותר

נתוני התמ"ג באירופה ברבעון השני מותירים משקיעים בדילמה. האם להאמין לסקרים שמצביעים על התדרדרות בפעילות או לנתוני הצמיחה שעלתה ברבעון השני ב-0.7% (שיעור שנתי של כ-2.8%), לעומת התחזית לצמיחה של 0.2% ואף השתפרה לעומת הרבעונים הקודמים (תרשים 9).

הצמיחה היחסית גבוהה באירופה משתלבת עם העלייה בקצב האינפלציה בגוש האירו בחודש יולי מ-8.6% ל-8.9% ושל אינפלציית הליבה מ-3.7% ל-4%. נתונים אלה מדגישים שתחזיות הריבית הגלומות באירופה שמשקפות עליית ריבית רק עד לכ-0.9% נמוכה מזי. להערכתנו, הריבית באירופה תעלה עד סוף השנה לכ-1.25%-1.50% ותמשיך לעלות גם ב-2023.

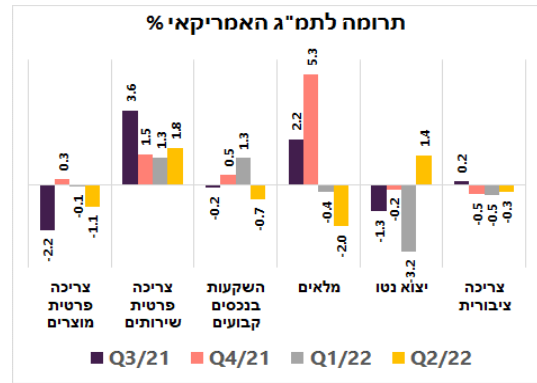
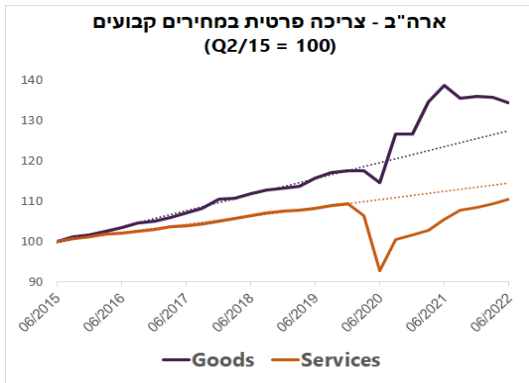


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

## ירידה בצמיחה בארה"ב לא משקפת רק הרעה כלכלית

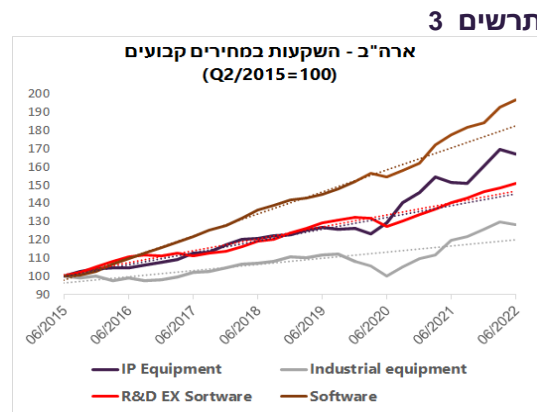
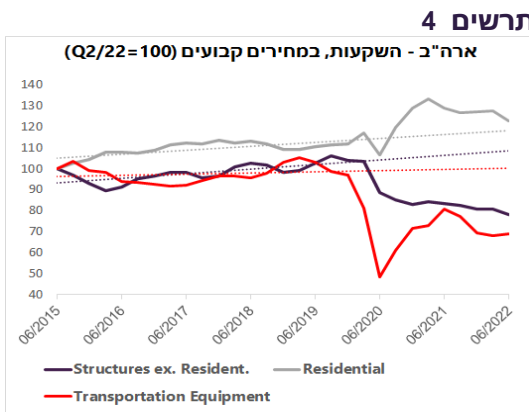
ארה"ב רשמה צמיחה שלילית בשיעור שנתי של 0.9% ברבעון השני לאחר צמיחה שלילית של 1.6% ברבעון הראשון. זה לא אומר שהמשק האמריקאי נמצא במיתון אותו קובעת הוועדה המקצועית על סמך מגוון פרמטרים ובאחור רב. אולם, לא רק מנגנון הקביעה, אלא גם נתוני התמ"ג בעצמם לא בהכרח מאשרים שהמשק במיתון. הנתונים משקפים לצד האטה ברורה בפעילות גם שינוי במבנה הצמיחה אחרי הקורונה שבחלקה צפוי להישאר ובחלקה משקף תהליך חזרה לנורמאליות:

- אפשר להתייחס אל הירידה בצריכת מוצרים כאל ביטוי להרעה במצבו של הצרכן או כתגובתו לעלייה באינפלציה. אולם, גם ברבעון השני, למרות הירידה, צריכת מוצרים עדיין הייתה גבוהה יותר ממה שהיה צפוי אלמלא הקורונה. נראה, שלא רק קשיי הצרכנים גרמו לירידה בצריכת מוצרים, אלא גם תהליך התאמה בלתי נמנע לדפוסי צריכה שגרתיים. באותה מידה, גידול בצריכת שירותים, שעדיין נמוכה מהמגמה, מבטא לפחות בחלקה חזרה לנורמאליות.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברקראז'

- חלק מהשינויים בתרומת ההשקעות לתמ"ג מבטאים תגובה להאטה בצמיחה, אך חלקם משקפים שינוי מבני כתוצאה מהמגפה. כך, ההשקעות בבנייה למגורים ירדו בתגובה לעליית ריבית והתקררות בשוק הנדל"ן. לעומת זאת, התרסקות ההשקעות במבנים שלא למגורים אחרי הקורונה מבטאת בין היתר ירידה בבניית משרדים ומרכזי קניות עם מעבר לפעילות מרחוק. ירידה חדה בהשקעות בכלי התחבורה משקפת ככל הנראה גם קשיים בשרשרת ההספקה.
- לעומת זאת, המעבר לשימוש מוגבר בטכנולוגיה והזזת שרשרת ההספקה אל תוך ארה"ב בעקבות הפחתה בגלובליזציה, גורמים להשקעות גבוהות בהרכה מהמגמה ארוכת הטווח בצידוד IT, בצידוד תעשייתי, בתוכנה ובמחקר ופיתוח.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברקראז'

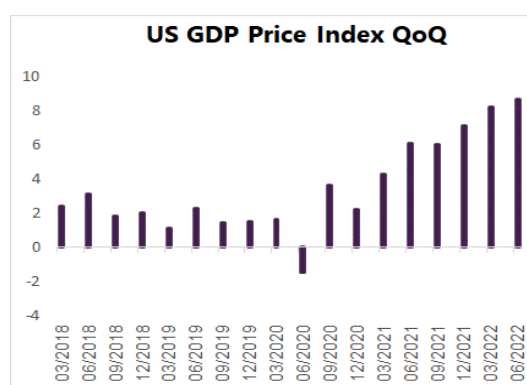
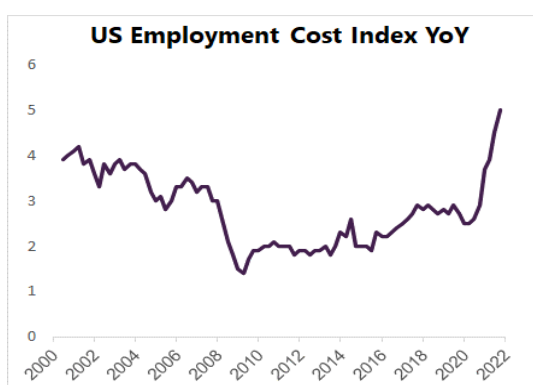
**שורה תחתונה: לעת עתה ארה"ב לא נמצאת במיתון. סביר להניח שהצמיחה הייתה נמוכה מהתחזיות השנה גם ללא עלייה באינפלציה, הריסון המוניטארי והמלחמה באוקראינה. חלק מהצמיחה הנמוכה משקפת שינויים מבניים שהתרחשו בתקופת המגפה בפעילות המשק וחזרה לדפוס פעילות "נורמאלי" שהיה לפני המגפה.**

### חגיגת מות האינפלציה הייתה מוקדמת

השוק "חוגג" ירידה צפויה באינפלציה, כפי שמתבטא בירידה בתשואות האג"ח ועלויות חדות במניות, אך הנתונים לא ממש תומכים בצפייות להתמתנות מהירה בעליית מחירים:

- באירופה האינפלציה גם בחודש יולי הפגיעה שוב למעלה. במדינות מזרח אירופה בה האינפלציה התחילה לעלות עוד במחצית הראשונה של 2021 היא עדיין עולה למרות עלייה משמעותית בריבית.
- בארה"ב מדד המחירים של התמ"ג עלה הרבה מעל התחזית ברבעון השני ומעל הרבעון הקודם. קצב האינפלציה PCE Core עלה ביולי ל-6.8% לעומת 6.3% בחודש הקודם, כאשר מדד הליבה עלה מעל התחזית ל-4.8%.
- עלויות כוח העבודה ממשיכות להתייקר. Employment Cost Index עלה ברבעון השני מעל התחזית והקצב השנתי שלו הגיע ל-5%, הגבוה ביותר מאז שהתחיל להתפרסם בשנת 2000. ללא ירידה בעלות יחידת העבודה (עלות העבודה ליחידת תפוקה) אין סיכוי לירידה משמעותית באינפלציה.

## שורה תחתונה: קצב האינפלציה בעולם ובארה"ב בפרט הולך לרדת, אך לא בטוח שזה יספיק כדי להכריז ניצחון על האינפלציה ולמתן מדיניות מרסנת.

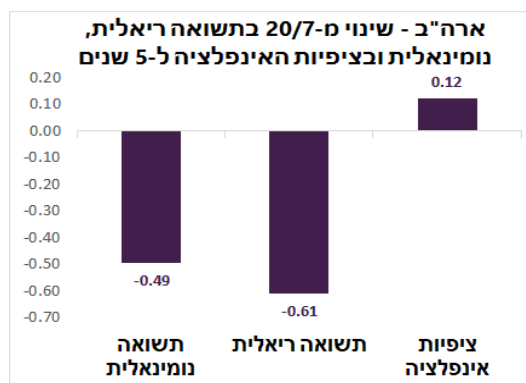
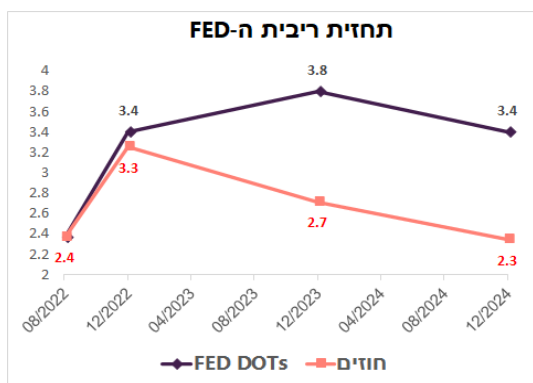


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברקראז'

## נראה, שהודעת ה-FED גרמה לאפקט הפוך ממה שהוא רצה להשיג

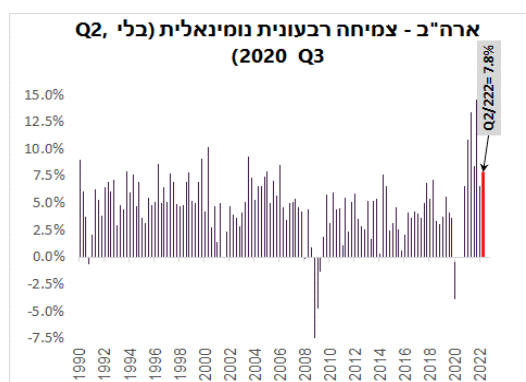
- דברי נגיד ה-FED אחרי החלטת הריבית נתפסו ע"י המשקיעים, לפחות על פי תגובת השווקים, כהרגעה לחשש מפני תהליך הידוק מוניטארי משמעותי נוסף. המסקנה שלנו די הפוכה:
- בנסיבות הנוכחיות ל- Forward guidance אין משמעות כי הבנק המרכזי לא יכול בעצמו לדעת מה הוא יעשה לא רק בעוד שנה, אלא אפילו בפגישה הבאה. השנה האחרונה הוכיחה זאת מעל כל ספק. בנסיבות הקיימות בנקים מרכזיים יכולים להבטיח רק דבר אחד - שהם יעשו כל מאמץ להוריד אינפלציה. זה בדיוק מה שאמר נגיד ה-FED מספר פעמים במסיבת העיתונאים. על מסר זה אף בצורה יותר תקיפה חזרו נגיד ה-FED האחרים שהתבטאו אחרי ההודעה. רק הדיבורים של הנגיד על רמת "נייטרלית" שריבית ה-FED כביכול כבר הגיעה אליה, היו מבלבלים ולהערכתנו לא מוצדקים.
  - השוק לא רק "מצא" בדברי הנגיד הבטחה "יונית" שלהערכתנו לא הייתה שם, אלא לקח אותה כמה צעדים קדימה. ריבית ה-FED שמגולמת כעת בחוזים לסוף 2023 עומדת על כ-2.7%, נמוכה ביותר מ-1% מה-DOTs של ה-FED שהתפרסם בחודש יוני, עוד לפני הפתעת מדד המחירים האחרון.
  - הקלה משמעותית בתנאים הפיננסיים שחלה לאחרונה, במיוחד אחרי הודעת ריבית ה-FED, דווקא מעלה סיכון להידוק מוניטארי משמעותי יותר. תשואת האג"ח ל-5 שנים ירדה בכ-0.5% תוך פחות משבועיים, כאשר הריבית הריאלית לתקופה זו ירדה אף ב-0.6%. ההקלה בשוק האג"ח הממשלתיות השתלבה עם הקלה בערוצים אחרים –

עלויות חדות במניות, ירידה במרווחים של אג"ח קונצרניות והחלשות הדולר. ספק שה-FED מעוניין בשלב זה בהקלה בתנאים הפיננסיים.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברקראז'

לא רק שוק העבודה, שבינתיים לא מראה סימני חולשה, מקשה על ה-FED להתמודד עם האינפלציה. ה-FED צריך לגרום לירידה בביקוש נומינאלי. אחרת לעסקים אין תמריץ להוזיל מחירים. בינתיים, התמ"ג הנומינאלי עלה ברבעון השני ב-7.8% והיה בין הגבוהים ב-30 השנים האחרונות. ירידה בביקוש ריאלי של 0.9% (ירידה בתמ"ג ריאלי) לעומת גידול בנומינאלי של 7.8% עוד עשויים להגדיל סך רווחי החברות האמריקאיות. בעדכון הבא של נתוני התמ"ג נוכל לברר זאת.



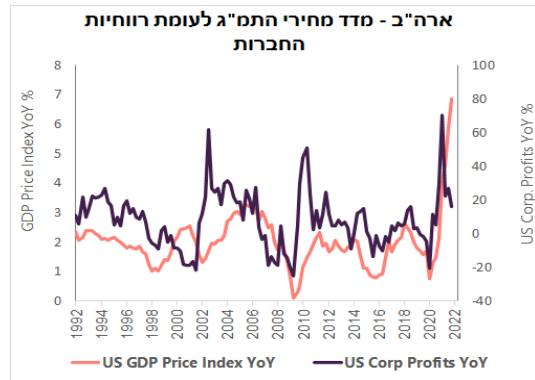
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברקראז'

## שורה תחתונה: להערכתנו, הירידה החדה בתשואות האג"ח האמריקאיות לאחרונה הייתה מוגזמת.

### שוק המניות משקף את התסריט הטוב ביותר מכל האפשריים

שוק המניות משקף ירידה באינפלציה בלי פגיעה משמעותית ברווחיות החברות. תסריט זה אפשרי, אך לצדו יש עוד לא מעט תסריטים פחות חיוביים בעלי סיכויים גבוהים להתמשש. לא בטוח שאפשר לקרר את האינפלציה בלי לפגוע משמעותית בפעילות הכלכלית בפרט בשוק העבודה ולהוביל לירידה ברווחיות החברות. כדאי לשים לב שהירידה במחירי התמ"ג מובילה בדרך כלל לירידה ברווחיות החברות.

אנו יחסית אופטימיים ומעריכים שהסיכון למיתון שיפגע משמעותית ברווחיות החברות לא גבוה יחסית. אולם, תת הערכה של הסיכון לעליית ריבית והשפעתו על שוק המניות משקפת להערכתנו פוטנציאל לפגיעה בו אם וכאשר התשואות יעלו.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברקראז'

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

מסמך זה הוכן על ידי מיטב ברקראז' 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.

**31/07/2022**

תאריך פרסום האנליזה