

26.03.2023

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.7%

מדד מרץ
0.4%

מדד אפריל
0.4%

מדד מאי
0.6%

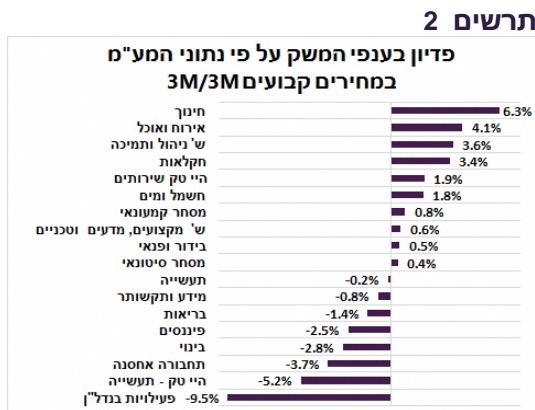
ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
4.25%-4.50%

עיקרי הדברים

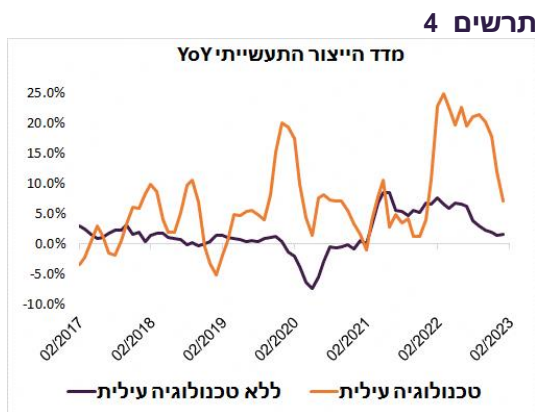
- **הפעילות בישראל משיכה להתמתן** - קצב הצמיחה של מדד הפדיון בכל ענפי המשק יורד. ניכרת ירידה ביצוא הסחורות והשירותים, בייצור וביבוא, כולל ביבוא מוצרי הצריכה.
- **שיעור האבטלה בישראל אומנם ירד בחודש פברואר**, אך ירידה זו לא מסתדרת עם הנתונים הכלכליים האחרים, בפרט משוק העבודה.
- מחיר הדלק צפוי לרדת באפריל. **הורדנו תחזית האינפלציה השנתית** ל-2.7%. ציפיות האינפלציה הגלומות גבוהות מדי.
- **מדדי מנהלי הרכש בעולם ממשיכים להציג שיפור בפעילות בחודש** מרץ, בעיקר בתחום השירותים.
- **הבנקים הקטנים בארה"ב**, שנתנו בשנה האחרונה יותר אשראי מהגדולים, סובלים מזליגה מהירה של פיקדונות. להערכתנו, הרגולטור יכריז על ביטוח זמני של כלל הפיקדונות בבנקים.
- **התחזית לצמיחה של ה-FED מניחה שהמיתון כמעט בלתי נמנע**. אולם, מבחינת שוק המניות חשובה בעיקר עוצמת המיתון ולא עצם הכרזתו. להערכתנו, המיתון צפוי להיות קל יחסית, אם בכלל.
- החוזים על הריבית בארה"ב ועוד יותר היפוך עקום התשואות משקפים **תחזית לריבית שמנותקת באופן די קיצוני מתחזית ה-FED**.
- **יחס סיכון/סיכוי בשוק האג"ח**, במיוחד בישראל, אינו מצדיק חשיפה לאג"ח הארוכות.

סימני האטה ממשויכים

- מדד פדיון לכל ענפי הכלכלה במחירים קבועים ירד בחודשים נובמבר-ינואר בשיעור שנתי של 1.5% (נתונים מנוכי עונתיות). בחצי השנה האחרונה ניכר קיפאון בפדיון (תרשים 1). בשלושת החודשים האחרונים הירידה החזקה ביותר נרשמה בענף פעילויות הנדל"ן ובענף הבינוי. כמו כן, גם בענף תעשיית ההיי טק ובענף התחבורה ואחסנה.



- האטה בפעילות ניכרת במדד הייצור התעשייתי, הן בתעשיית טכנולוגיות עילית והן ללא טכנולוגיות עילית (תרשים 4). ההאטה בתעשייה מורגשת גם ביצוא הסחורות, שקצב הגידול שלו יורד במהירות מדי חודש (תרשים 3) וביבוא של חומרי גלם (תרשים 6).
- קצב הגידול השנתי של יצוא השירותים ירד לשלילי, לראשונה מאז 2020 (תרשים 3). הירידה ביצוא השירותים מובלת ע"י יצוא שירותים של ענפי ההיי טק.

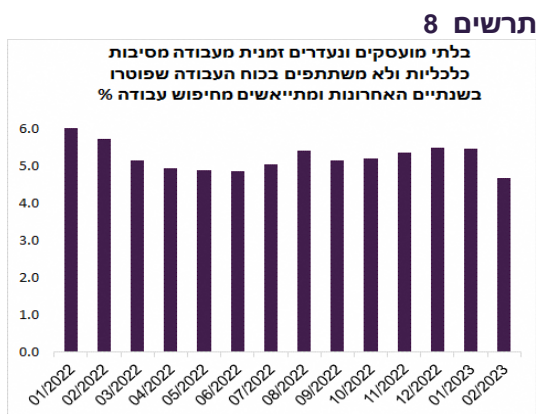


- האטה לא מוגבלת רק לתחום הייצור והיצוא. גם יבוא מוצרי הצריכה נמצא במגמת ירידה. ניכרת ירידה ביבוא מוצרי בניי קיימא (ללא הרכבים) ובמוצרים לצריכה שוטפת, אירוע די נדיר כשלעצמו (תרשים 5). הירידה ביבוא מוצרי הצריכה מצביעה על ההיחלשות הצפויה בצריכה הפרטית.

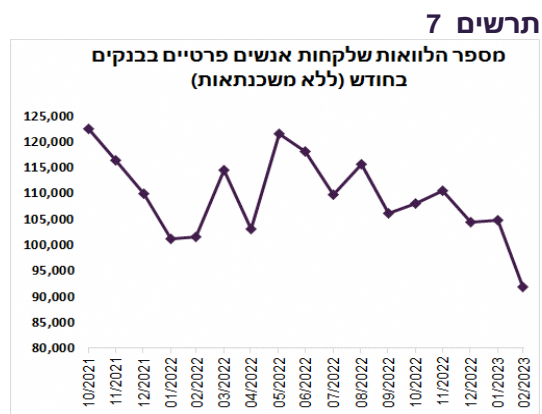


מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

- נתון נוסף שיכול להעיד על עלייה באי הוודאות הייתה ירידה חדה במספר ההלוואות שלקחו אנשים פרטיים בבנקים בחודש פברואר (תרשים 7). גם מספר ההלוואות העסקיות ירד, אך בשיעור מתון יותר.
- לעומת הנתונים שמצביעים על הרעה בפעילות המשק, נרשמה ירידה חדה בשיעור האבטלה. במיוחד ירד שיעור האבטלה הרחב מ-5.5% ל-4.7%, שכולל גם אנשים שפוטרו בשנה האחרונה והתייאשו מחיפוש עבודה (תרשים 8). אולם, לא היינו ממהרים להסיק מנתון זה שמצבו של שוק העבודה משתפר. הוא לא מסתדר עם הנתונים הכלכליים האחרים ועם הנתונים האחרים שמתייחסים לשוק העבודה, כגון המשך ירידה במשרות פנויות, כפי שהתפרסם בשבוע שעבר.



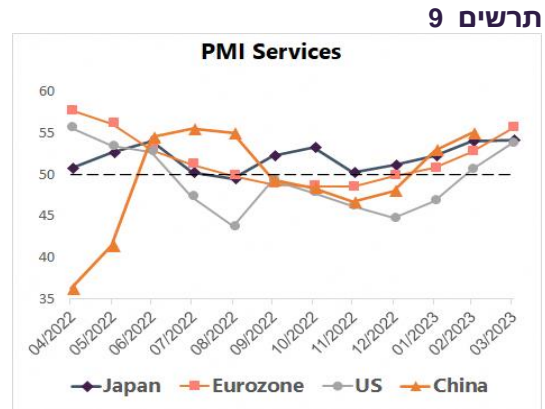
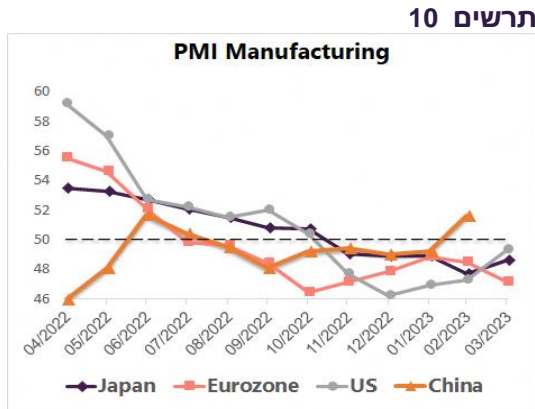
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'



שורה תחתונה: האינדיקטורים השוטפים ממשיכים לרוב להצביע על האטה מהירה בפעילות המשק.

מדדי מנהלי הרכש בעולם המשיכו להשתפר במרץ

המשבר בבנקים לא הספיק עדיין לפגוע אפילו בנתוני הסקרים. מדדי מנהלי הרכש PMI בתעשייה לחודש מרץ השתפר בארה"ב וביפן וירד באירופה. בכל הגושים, למעט סין, הוא נמוך מ-50 בחצי השנה האחרונה ומשקף צמצום בפעילות (תרשים 10). לעומת זאת, מדדי מנהלי הרכש במגזר השירותים מצביעים על המשך התרחבות ואף בהאצה של קצב הגידול (תרשים 9).



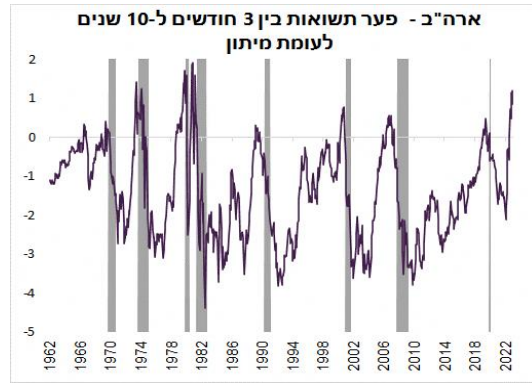
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

הרגולטור צריך להודיע על ביטוח זמני של כלל הפיקדונות כדי לסיים את המשבר

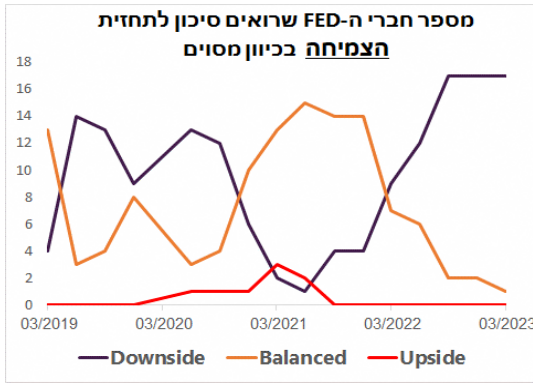
למרות שהמשבר בבנקים לא יצר פגיעה חמורה בשוק המניות, האיום על הכלכלה עדיין גבוה. ביטוח של כלל הפיקדונות בבנק SVB ע"י הכרזה על systemic risk exception גרם ליציאת הפיקדונות הלא מבוססים מהבנקים הקטנים אל הגדולים שנהנים כעת מהגנה מוגברת. הבנקים הקטנים איבדו בשבוע של 8/3-15/3 כ-120 מיליארד דולר או כ-2.2% מסך הפיקדונות שלהם. כמחצית מהכספים הגיע לבנקים הגדולים והיתרה כנראה לקרנות הכספיות. לרגולטור האמריקאי יש כאן בעיה שהוא חייב לפתור:

- הבנקים הקטנים אומנם מחזיקים כ-41% מסך האשראי הבנקאי, אך בשנה האחרונה הם נתנו יותר הלוואות מהבנקים הגדולים (580 מיליארד דולר לעומת 460 מיליארד). הבנקים הגדולים אף התחילו לצמצם מתן אשראי, לעומת הקטנים (תרשים 12). בסך הכל, בשנים האחרונות, חלקם של הבנקים הקטנים במתן אשראי היה פעמים רבות גדול יותר מהבנקים הגדולים.
 - היחס בין סך הפיקדונות לסך האשראי בבנקים הקטנים הרבה יותר נמוך מהבנקים הגדולים והוא מתקרב ליחס שהיה לפני הקורונה. לעומת זאת, הבנקים הגדולים עוד רחוקים משם (תרשים 11).
- לפיכך, בריחת הפיקדונות מהבנקים הקטנים עלולה לגרום למחנק אשראי. נציין, שבינתיים, גם התמעטו מאוד הנפקות בשוק האג"ח הקונצרניות, מה שמחמיר את הבעיה שח היצע אשראי.
- אנו מעריכים שבנסיבות אלה, הרגולטור יכריז על מתן ביטוח זמני לכלל הפיקדונות בבנקים. צעד זה להערכתנו יסיים את המשבר הפיננסי הנוכחי.

תרשים 14

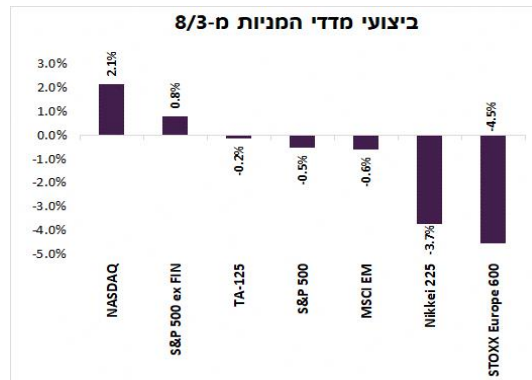


תרשים 15



למניות לא מספיק לדעת שיהיה מיתון, אלא בעיקר מה תהיה עוצמתו
 למרות ההערכות לסיכוי גבוה מאוד למיתון, תגובתו של שוק המניות לאירוע הבנקאי עדיין מותרת יחסית מינורית. הירידות במניות S&P 500 הסתכמו מ-8/3 בחצי אחוז בלבד וללא הפיננסים המדד בכלל עלה ב-0.8%. Nasdaq עלה ב-2.1%. גם המניות ב-EM ירדו בשיעור קטן של 0.6%. יפן ואירופה רשמו ירידות של כ-4%, אך לאור הנסיבות גם זה לא נראה כדרמה ענקית.

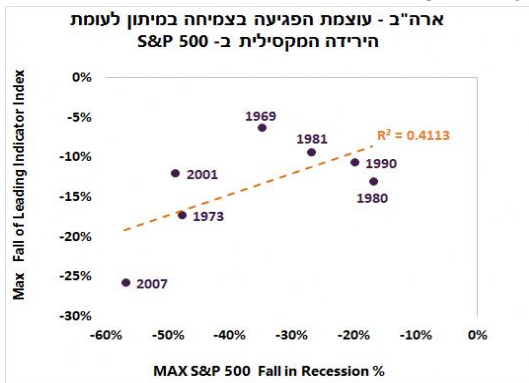
תרשים 16



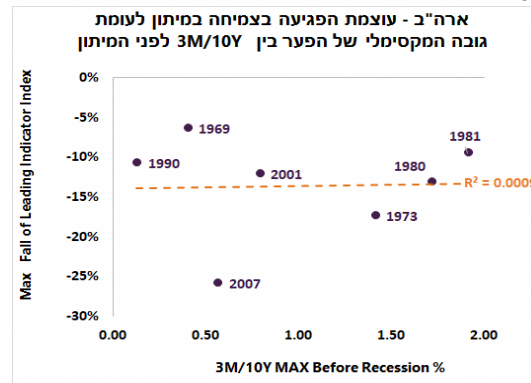
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

האמת היא שהתחזית למיתון לבדה לא אומרת כמעט כלום על מה שיעשה שוק המניות. השאלה העיקרית היא מה תהיה עוצמת המיתון. מיתון עמוק, שמתבטא בירידה חזקה במדד האינדיקטורים המובילים (מדד חודשי שמשקף די טוב את נתון התמ"ג הרבעוני), מוביל בדרך כלל לירידה חזקה ב-S&P 500. לעומת זאת, למיתון קל יחסית (soft landing), גם הירידה של 17% מהשיא שכבר הייתה ב-S&P 500 יכולה להספיק (תרשים 18). הנקודה היא, שגם אם האינדיקטורים שהצגנו קודם צודקים לגבי הסיכוי לפרוץ המיתון, הם לא יכולים ללמד אותנו על עוצמתו הצפויה. הפער החיובי בין התשואה ל-3 חודשים לבין 10 שנים היה אינדיקטור מאוד אמין למיתון המתקרב, אך לגודל הפער לא היה קשר סטטיסטי לעוצמת המיתון (תרשים 17).

תרשים 18



תרשים 17



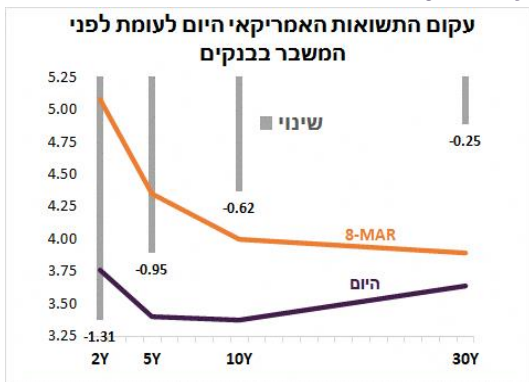
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

אנחנו עדיין מחזיקים בדעה שהתרחיש הסביר הנו ל-soft landing. תסריט זה לא נטול סיכונים, אך יחסית הוא לא רע למניות. לדעתנו, מצבו של שוק העבודה, החסכונות הגבוהים הצבורים והמשך השקעות משמעותיות למרות ההאטה צפויים לתמוך בתרחיש מתון.

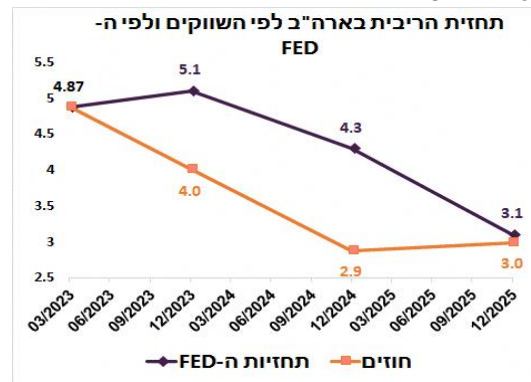
ההערכות הגלומות בשוק הריביות משקפות תרחיש מאוד פסימי

לעומת שוק המניות, תגובת שוק האג"ח האמריקאי למשבר הבנקאי הייתה עד עתה חריפה מאוד עם ירידה של 1.3% בתשואת אג"ח לשנתיים ושל כ-0.6% ל-10 שנים (תרשים 20).

תרשים 20



תרשים 19

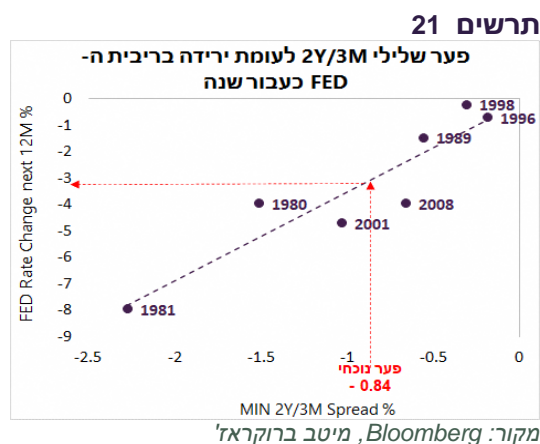
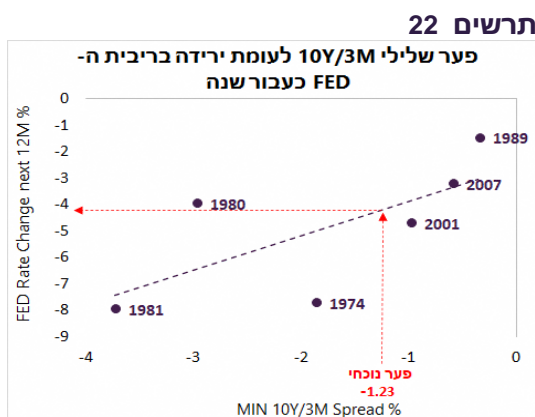


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

אכן, המיתונים שהיו בעבר בארה"ב בדרך כלל הובילו לירידה בריבית ובאינפלציה, אך ההערכות הנוכחיות בשווקים קיצוניות מאוד גם ביחס לניסיון ההיסטורי:

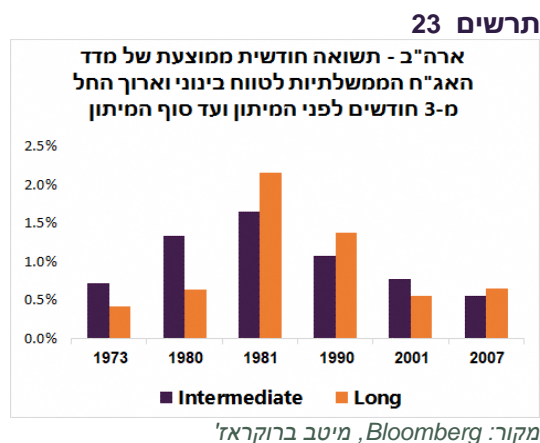
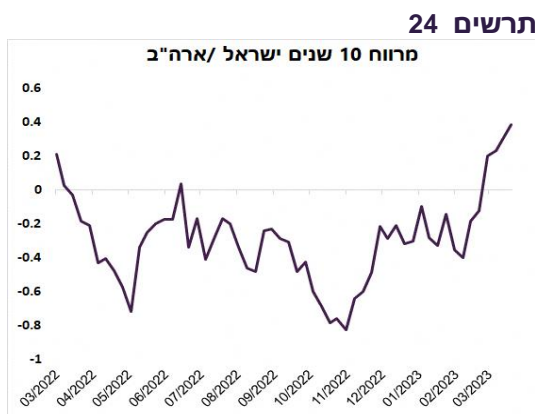
- ראשית, צריכים לקחת בחשבון שמאז שנות ה-50 זוהי הפעם הראשונה שבגל אינפלציוני הריבית לא עלתה מעל האינפלציה. כלומר, לא נבחן עד עתה האם אפשר בכלל להוריד אינפלציה גבוהה מבלי להגיע לריבית ריאלית חיובית. לראיה, האינפלציה ממשיכה להפתיע כלפי מעלה גם בארה"ב ובמיוחד באירופה, אנגליה ויפן.
- הפער בין ההערכות בשוק לבין תחזיות ה-FED לריבית ממש קיצוני. הציפיות לריבית ה-FED בסוף 2023 מניחות ירידת ריבית כמעט ב-1%. לעומת זאת, לפי ה-DOTS אין אף נגיד ב-FED שחושב שהריבית תרד אפילו פעם אחת השנה. בסוף 2024 הפער בין הערכות השוק לתחזיות ה-FED גדל לכמעט 1.5% ורק בסוף 2025 הוא כמעט נסגר (תרשים 19).

- ההערכות לריבית שגלומות בתלילות שלילית של עקום האג"ח עוד יותר קיצוניות. כפי שראינו קודם, גודל היפוך העקום אינו מלמד על עוצמת המיתון, אך הוא כן מנבא עוצמת ירידה בריבית העתידית.
- בתרשים 21 מוצג הפער השלילי הנמוך ביותר שהיה בין 10Y/3M באפיזודות שקדמו לירידת ריבית ה-FED מאז שנות ה-70, לעומת הירידה בריבית שהתרחשה בפועל כעבור שנה. ניתן לראות שככל שעקום התשואות התהפך יותר חזק, כך הריבית ירדה יותר חזק. בהתאם לקשר זה, הפער השלילי הנוכחי בין התשואה לשנתיים לבין 3 חודשים שעומד על מינוס 0.84% מסמן שהריבית אמורה לרדת תוך שנה בכ-3%. לפי קשר דומה לפער 10Y/3M, הריבית אמורה לרדת אפילו יותר ב-4% (תרשים 22).
- לפיכך, היפוך עקום התשואות מסמן הורדת ריבית עוד יותר רחוקה מתחזיות ה-FED ונראית כמשקפת תרחיש קיצון של מיתון עמוק.



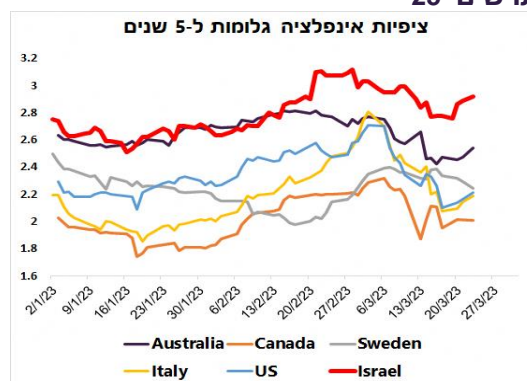
יחס סיכון/סיכוי באג"ח הארוכות לא אטרקטיבי

- מלבד הניתוק מתחזיות ה-FED לריבית שמשקף בחוזים ובהיפוך עקום התשואות, כפי שהצגנו לעיל, יש עוד כמה סיבות שממחישות סיכון בשוק האג"ח, בפרט באג"ח הארוכות:
- אומנם, מיתון בדרך כלל מוריד תשואות של אגרות החוב, אך לא בהכרח המרוויחים הגדולים ביותר במיתון היו מחזיקי אג"ח הארוכות. מתוך שישה מיתונים בארה"ב מאז תחילת שנות ה-70 (לא כולל הקורונה), מדד אג"ח הבינוניות השיג שלוש פעמים תשואה טובה יותר מהאג"ח הארוכות (תרשים 23).



- בסופו של דבר, אנו מתייחסים בעיקר לשוק האג"ח המקומי שבו יש סיכון נוסף. האג"ח המקומיות לא יכולות להיחשב כמקלט בטוח כמו האמריקאיות, במיוחד היום. סיכון זה כבר בא לידי ביטוי בפתחת הפער מול ארה"ב (תרשים 25).
- לאחרונה נפתחו ציפיות האינפלציה בישראל, לעומת ירידה בציפיות בעולם (תרשים 25). אנו מעריכים שההאטה בצמיחה בישראל תוביל לירידה באינפלציה. הסיכון העיקרי לתחזית לירידה באינפלציה הנו פחות השקל, אך עדיף להגן מפניו ע"י ניהול חשיפת מט"ח מאשר ע"י הטיה לאפיק הצמוד בתיקי האג"ח. נוסף שמתחילת החודש מחיר הנפט בשקלים ירד בכ-12%, מה שצפוי להוזיל מחיר הדלק. **אנו מורידים תחזית האינפלציה לאפריל ב-0.1% ל-0.4%. התחזית השנתית יורדת ל-2.7%.**

תרשים 25



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.

26/3/2023

תאריך פרסום האנליזה