

20.08.2023

עיקרי הדברים

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.6%

מדד אוגוסט
0.4%

מדד ספטמבר
0.0%

מדד אוקטובר
0.4%

ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
4.00%-4.25%

- **הצמיחה במשק** ברבעון השני הייתה חלשה יחסית. במיוחד חלשה הצריכה הפרטית שיכולה להסביר את הירידה המהירה יחסית באינפלציה. אנו צופים המשך היחלשות בצמיחה.
- נתוני הצמיחה והאינפלציה אמורים לתמוך בהשאת הריבית **בנק ישראל** ללא שינוי בפגישה הקרובה, אך ההיחלשות האחרונה יחסית חריגה של השקל עוד עלולה להשפיע על ההחלטה במידה ותמשך.
- **רכישת דירה בישראל** הפכה להרבה פחות נגישה בשנתיים האחרונות, לצד הגברת אטרקטיביות יחסית של השכרת דירה לעומת הרכישה. מצב זה יקשה על התאוששות בשוק הדיור.
- **עליית התשואות בארה"ב** נתמכת ב"מחיקת" התחזיות להורדת ריבית ה-FED על רקע כלכלה חזקה. אולם, המשך ירידה באינפלציה צפוי להוביל בסופו של דבר לירידה בתשואות.
- הירידות בשוק המניות אינן משקפות להערכתנו שינוי במגמה החיובית. המשבר המתרחב בסין מגביר סיכון לכלכלה ולשווקים במערב, אך בשלב זה מדובר בסיכון מוגבל לאור ירידה בהשפעתה של סין.

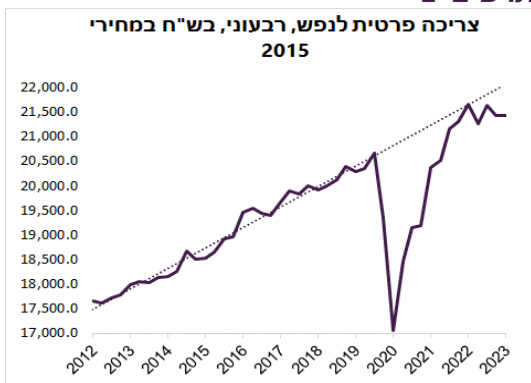
ישראל

מנועי הצמיחה במשק נחלשו

המשק צמח ברבעון הראשון ב-3%, בדומה לרבעון הקודם. אולם, הנתונים הפרטניים משקפים המשך האטה משמעותית בצמיחה:

- הצריכה הפרטית צמחה ברבעון השני ב-1.9% לאחר ירידה של 1.4% ברבעון הראשון. הצריכה לנפש לא צמחה כלל בשנה האחרונה. היא נמוכה בכ-3% מהמגמה ארוכת הטווח ומשקפת ירידה ברמת החיים (תרשים 2). צריכת מוצרי בניי קיימא ובני קיימא למחצה ירדה בשני הרבעונים האחרונים. הצריכה השוטפת צמחה ברבעון השני רק כ-1.3%, לעומת 2.7% ברבעון הקודם. צריכת השירותים לא צמחה כלל. קצב השינוי בצריכה הפרטית לעומת רבעון מקביל אשתקד היה הנמוך ביותר מאז 2010, למעט תחילת הקורונה ב-2020 (תרשים 1). לסיכום, למרות שוק עבודה חזק ועלייה יחסית מהירה בשכר, הצריכה הפרטית צומחת בקצב נמוך מאוד, מה שיכול להסביר ירידה באינפלציה.

תרשים 2



תרשים 1



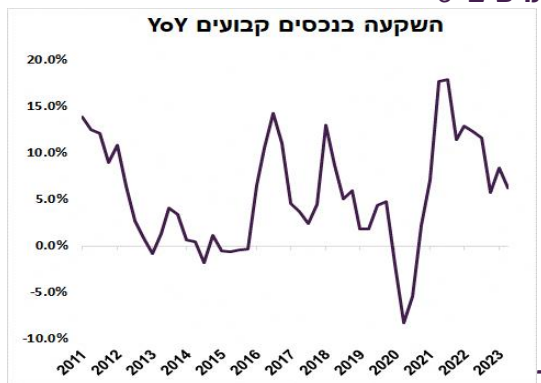
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

- יצוא הסחורות והשירותים ירד ברבעון השני. יצוא הסחורות נמוך בכ-9% לעומת הרבעון השני אשתקד (תרשים 4). יצוא שירותי ההיי טק לא צמח בשנה האחרונה.
- ההשקעות ממשיכות לצמוח בקצב יחסית גבוה (תרשים 3). ההשקעות בנכסים קבועים ללא אוניות ומטוסים צמחו ב-5.2%. קצב הצמיחה של ההשקעות בבנייה למגורים הוא משמעותית, אך בבנייה שלא למגורים הצמיחה הייתה די גבוהה.

תרשים 4



תרשים 3



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: המשק נמצא בהאטה משמעותית בצמיחה, במיוחד הצריכה הפרטית והיצוא. אנו צופים צמיחה של כ-3% השנה ושל 1.5%-2.0% ב-2024.

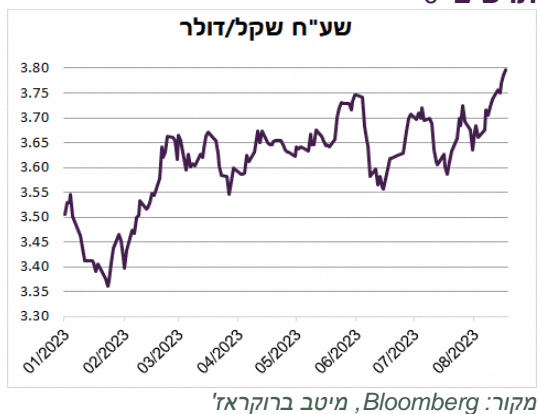
האם השקל ישנה את החלטה "הבטוחה" של בנק ישראל?

נתון חלש מאוד של הצריכה הפרטית בתמ"ג והיחלשות האינפלציה היו אמורים להספיק כדי לשכנע את בנק ישראל להשאיר את הריבית ללא שינוי בהחלטתו בעוד שבועיים.

תרשים 5



תרשים 6



אולם, הפיחות המהיר של השקל עוד עשוי לשנות את ההחלטה. מצד אחד, מאז החלטת הריבית הקודמת השקל לא נחלש בשיעור חריג מדי - כ-2.6% מול הדולר וכ-1.5% מול האירו. יחד עם זאת, המגמה שמתפתחת לאחרונה עשויה להטריד את בנק ישראל כי יש בה כמה מאפיינים חריגים:

- בניגוד להתנהגות מתחילת השנה כאשר הקפיצות בשע"ח התרחשו על רקע חדשות פוליטיות, בשבועיים האחרונים לא היו "מחוללי זעזועים" כאלה. היה אפילו אירוע חיובי של אשרור הדירוג ע"י Fitch, שלא עזר לשקל.
- בלי אירועים חריגים השקל פרץ את הטווח בין 3.55 ל-3.75 שקל לדולר שבו נע רוב הזמן בחצי השנה האחרונה (תרשים 6).
- גם הקשר בין שע"ח לשוק המניות האמריקאית, שלא עבד מתחילת השנה, לא יכול להסביר את היחלשות השקל. הירידות ב-S&P500 מתחילת החודש היו יכולות להסביר לא יותר משליש מפיחות השקל בתקופה זו.
- התנהגות השקל הייתה חריגה גם על רקע הביצועים העודפים על פני האפיקים המקבילים בחו"ל שהשיגו לאחרונה המניות והאג"ח המקומיים.

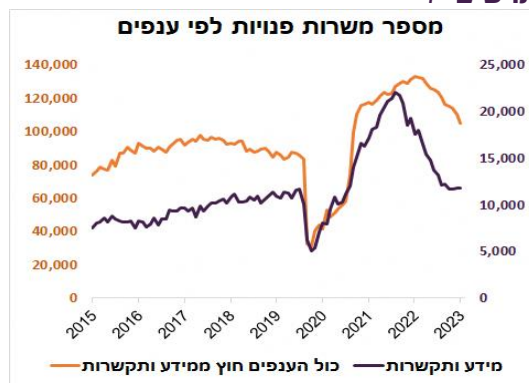
בנק ישראל העריך בדוח המדיניות המוניטארית שהתפרסם לאחרונה שיש סימנים להתחזקות התמסורת משער החליפין למחירים מקומיים (תרשים 5). לכן, הרגישות שלו לשע"ח גבוהה כעת במיוחד. לנו נראה, שלפי ירידות המחירים של המוצרים המיובאים במדדים האחרונים (הלכשה, ריהוט וציוד וכו') ספק שהרגישות עלתה משמעותית. כמו כן, מחיר הדלק כעת מסובסד ולא משתנה, מה שגם מוריד את הרגישות. אולם, בנק ישראל הוא זה שמחליט על הריבית. לכן, אם בשבועיים הקרובים השקל ימשיך להיחלש באותה מהירות שהייתה מתחילת החודש, בנק ישראל עשוי להעלות את הריבית, למרות נתוני הצמיחה והאינפלציה.

שורה תחתונה: בנק ישראל צפוי להותיר את הריבית ללא שינוי בהחלטתו בעוד שבועיים, אלא אם ימשך הפיחות המואץ של השקל.

נעצרה הירידה במשרות הפנויות בהיי טק, אך לא בענפים האחרים

שיעור האבטלה במשק נותר נמוך, אך הביקוש לעובדים יורד. מספר המשרות הפנויות המשיך לרדת בחודש יולי. בענפי המידע ותקשורת שמרכז מרבית עובדי ההיי טק הירידה במשרות הפנויות התחילה לפני יתר הענפים, עוד בתחילת 2022, אך בחודשים האחרונים הירידה נעצרה. לעומת זאת, ביתר הענפים שרק בסוף השנה שעברה התחילו לדווח על ירידה במשרות הפנויות, המגמה נמשכת ואף מאיצה בחודשים האחרונים (תרשים 7). במיוחד ירדו לאחרונה משרות פנויות בענפי שירותי אירוח ואוכל ובענף המסחר, ככל הנראה כתוצאה מצריכה פרטית חלשה. יחד עם זאת, צריך לציין שסך מספר המשרות הפנויות במשק עדיין גבוה יותר מאשר לפני הקורונה.

תרשים 7

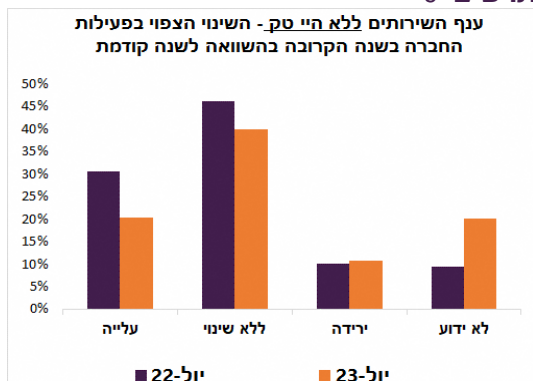


מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

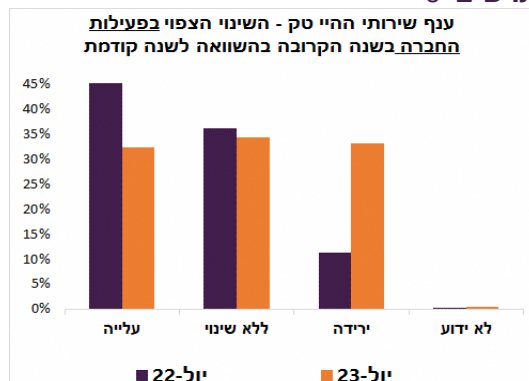
מנהלי חברות היי טק פחות אופטימיים מבשנה שעברה

סקר מיוחד שערך הלמ"ס בקרב החברות בענף השירותים, בפרט שירותי היי טק, גילה שחלה הרעה בציפיות מנהלי חברות היי טק בהשוואה לסקר דומה שנערך לפני שנה.

תרשים 9



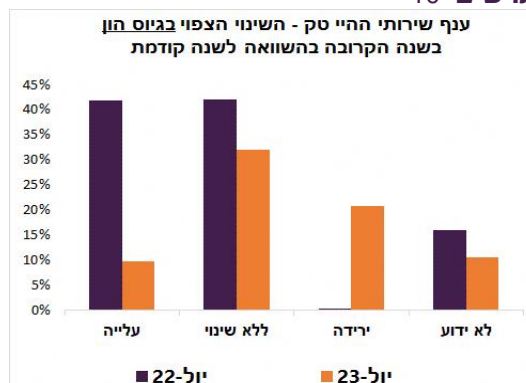
תרשים 8



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

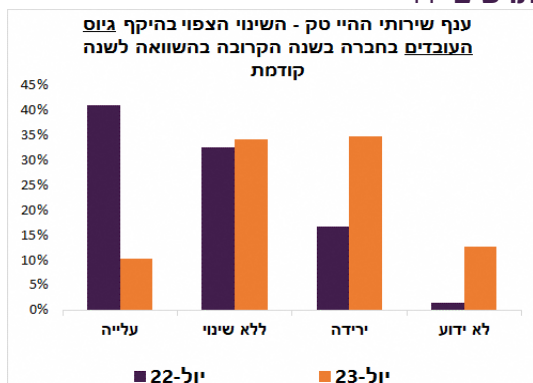
- בהשוואה לשנה שעברה, שיעור נמוך יותר של חברות היי טק צופה עלייה בפעילות. לעומת זאת, שיעור הרבה יותר גבוה צופה ירידה בפעילות (תרשים 8). לצורך ההשוואה, בענפים אחרים לא עלה כלל משקל החברות שצופות ירידה בפעילות (תרשים 9).
- בחברות היי טק חלה הרעה משמעותית בתחזית לגיוס עובדים. שיעור הרבה יותר נמוך צופה עלייה בגיוסים והרבה יותר גבוה ירידה בגיוסים בהשוואה לסקר בשנה שעברה (תרשים 11).
- לא צפויה התאוששות בהשקעות בענף היי טק. פחות מ-10% מהחברות צופות גידול בגיוס הון בשנה הקרובה לעומת כ-45% לפני שנה. קרוב ל-20% מצפות לירידה בגיוס הון. בשנה שעברה לא היו חברות שציפו לירידה בגיוסי הון (תרשים 10).

תרשים 10



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

תרשים 11



שורה תחתונה: סקר הלמ"ס משקף הרעה משמעותית בתחזיות המנהלים בחברות ההיי טק בהשוואה לסקר דומה שנערך אשתקד בכל הפרמטרים. ההרעה בהיי טק תפגע בצמיחת המשק.

שוק הדיור יתקשה להתאושש

נתוני הלמ"ס ומשרד האוצר משקפים התייצבות במגמת הירידה במכירות דירות בחודש יוני. להערכתנו, השוק יתקשה להתאושש בגלל מספר מכשולים:

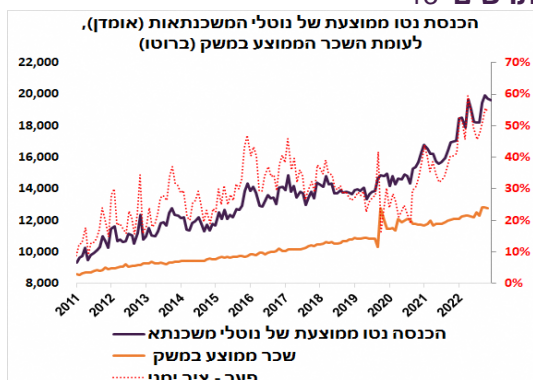
- קניית דירה הפכה להרבה פחות נגישה לשכבה הולכת וגדלה של האוכלוסייה. הזינוק במחירים אחרי הקורונה הוביל לעלייה חדה בגודל המשכנתא הממוצעת. הפער בין ההכנסה הממוצעת של נוטלי המשכנתאות (מחושב מהנתונים שמספק בנק ישראל) לבין המשכורת הממוצעת במשק (ברוטו) גדל מכ-30% בשנת 2019 לכמעט 60% (תרשים 13).

תרשים 12



מקור: הלמס, בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

תרשים 13



- השכרת דירה הפכה לנגישה יותר לעומת אופציית הרכישה. עד שנת 2021 מחיר ממוצע של שכר דירה (על פי נתוני הלמ"ס) היה גבוה או שווה מהחזר ממוצע על משכנתא חדשה. מאז 2021 החזר על משכנתא חדשה עלה בשיעור הרבה יותר גבוה משכר דירה ממוצע עד כדי לפתיחת פער של כ-30% ביניהם (תרשים 12). במצב זה, משקי בית רבים יעדיפו מבחירה חופשית או מתוך אילוץ לגור בשכירות.
- החלטה לקנות דירה מחייבת תחושת ביטחון בעתיד. לפי מדד אמון הצרכנים, ביטחון הצרכנים נמצא ברמה נמוכה (משקי הבית מעדיפים הרבה יותר לחסוך כעת מאשר לבצע רכישות גדולות).

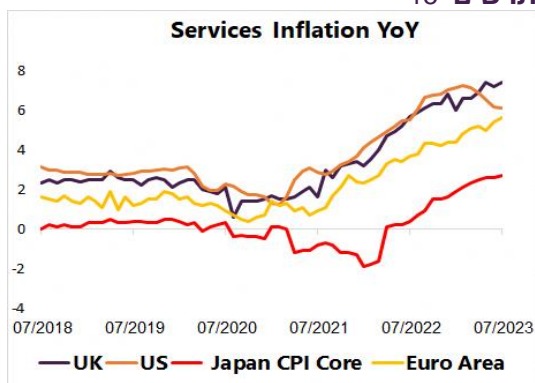
- כמובן שבריבית הנוכחית השקעה בדירה הפכה להרבה פחות אטרקטיבית ביחס להשקעה בריבית.

עולם

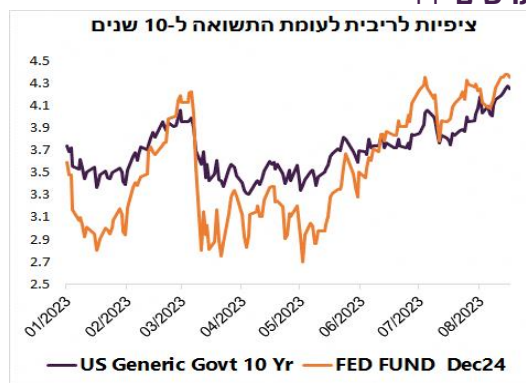
האם מהלך עליית התשואות צפוי להתמיד?

למרות ירידה הרבה יותר ברורה באינפלציה בארה"ב לעומת המדינות האחרות (תרשים 15), הלחצים לעליית התשואות בארה"ב ממשיכים ומשפיעים על כל העולם. השינויים בתשואה ל-10 שנים האמריקאית משקפים כמעט באופן מדויק את השינויים בתחזית לריבית ה-FED (תרשים 14). לפיכך, הסיבה לעליית התשואות האחרונה קשורה לנתוני צמיחה טובים שמעלים תחזיות לריבית ה-FED, או בהגדרה יותר מדויקת, מבטלים תחזיות להורדת ריבית. בחודש האחרון "נמחקו" כמעט 0.5% מתוך ההורדה הצפויה בשיעור של כמעט 1.5% במהלך 2024 שהייתה גלומה בחוזים על הריבית, מה שהוביל לעלייה בתשואות האג"ח.

תרשים 15



תרשים 14

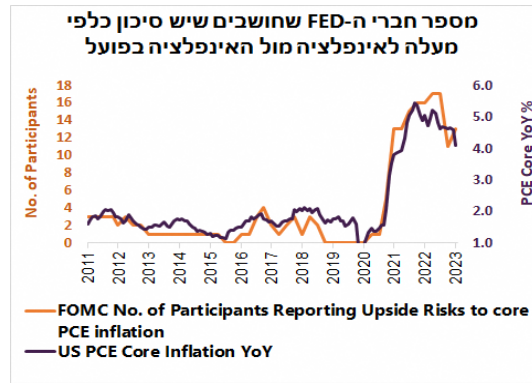


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

מדוע אנחנו רואים בעליית התשואות הנוכחית מהלך זמני?

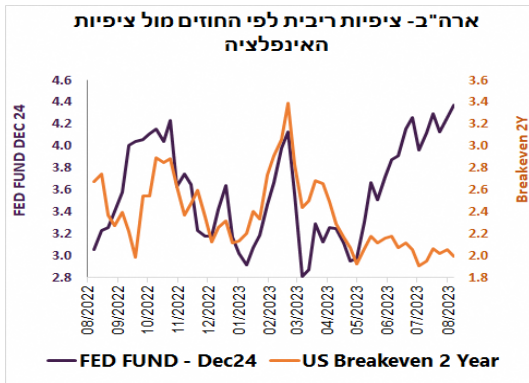
- הציפיות לריבית עולות בגלל נתוני צמיחה טובים, אך הן בבירור התנתקו מהציפיות לאינפלציה שנותרו יציבות. דפוס זה מנוגד להתנהגות בשנה האחרונה, כאשר כל עלייה או ירידה בציפיות האינפלציה הובילה לתגובה מקבילה של הציפיות לריבית (תרשים 17). לא כל כך הגיוני לצפות לריביות ולתשואות גבוהות, אך לאינפלציה נמוכה בו זמנית. הרי הקורלציה בין אינפלציה הליבה בארה"ב לבין התשואה ל-10 שנים מאז 1970 עומדת על כ-70%.

תרשים 16



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 17

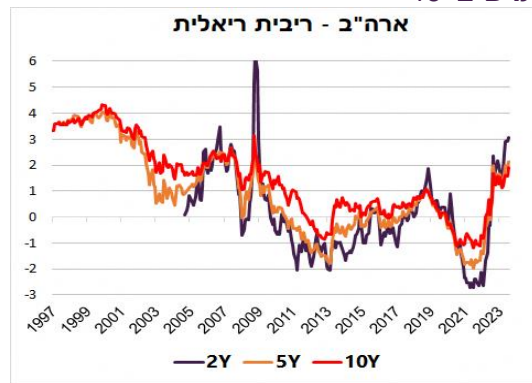


ה-FED "מחמם את הזירה" תוך העברת מסרים יחסית "נציים", כפי שהופיעו גם בפרוטוקול ישיבת הריבית האחרונה. אולם, יהיה קשה לשמור על אמינות המסרים אם נתוני האינפלציה ימשיכו לרדת. כפי שניתן לראות בתרשים 16, שיעור נגידי ה-FED בוועדה המוניטארית שרואים סיכון כלפי מעלה לתחזיות האינפלציה שהם מסרו לוועדה מתנהג בדיוק כמו האינפלציה בפועל. כשהאינפלציה עולה, יותר נגידים מדווחים שיש סיכון כלפי מעלה לתחזית, וכשהיא יורדת, התמונה מתהפכת. המסקנה היא שה-FED אדפטיבי בתחזיות שלו למה שקורה באינפלציה בפועל, כמו רוב הכלכלנים והמשקיעים.

ה-FED מתחיל לחשוש מריסון יתר שיפגע בכלכלה. דיון בעניין זה התקיים גם בישיבת הריבית האחרונה, כפי שהופיע בפרוטוקול ומשתקף בציטוט הבא: Risks to the achievement of the Committee's goals had become more two sided. שני חברי הוועדה אף לא רצו להעלות ריבית, למרות שבסוף הצביעו בעד. אכן, הריביות הריאליות עלו לרמות הגבוהות ביותר ב-15 השנה האחרונה, כאשר הריבית הריאלית לשנתיים חצתה רף של 3% (תרשים 18). כדי למנוע סיכון של ריסון יתר שמתבטא בעליות התשואות, הבנק המרכזי יצטרך לרכך את המסרים, מה שיובייל לירידה בתשואות.

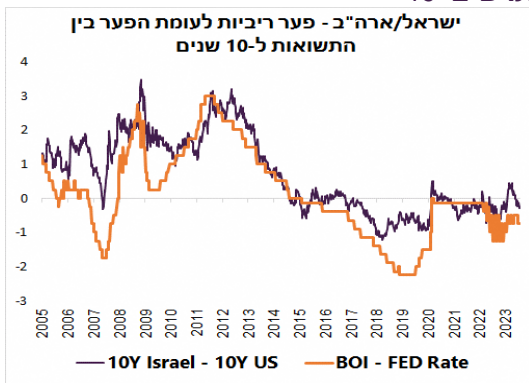
לפיכך, אנו מצפים שעליית התשואות תהיה זמנית ורואים בה הזדמנות להגדיל חשיפה לאג"ח האמריקאי. נוסף שבעיתוי זה כאשר קיים עדיין סיכון להאטה בכלכלה האמריקאית לצד הסיכונים הרבים בעולם (סין לדוגמה) השקעה באג"ח היא גם אמצעי הגנה יעיל לירידות בשוק המניות.

תרשים 18



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 19



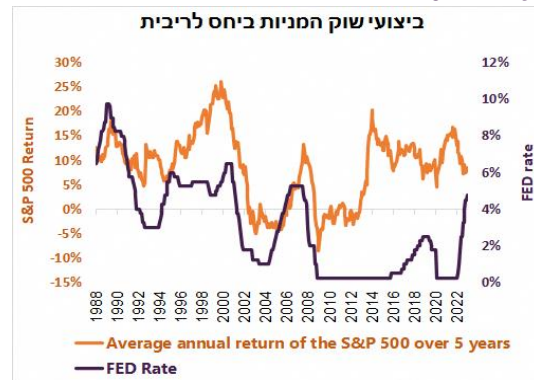
אלמלא הפיחות המהיר של השקל והסיכון שהוא עלול לגרום לעליית הריבית ע"י בנק ישראל, היינו ממליצים להאריך מח"מ בישראל. הפער השלילי שהעמיק לעומת האג"ח האמריקאי אינו מהווה מכשול. פער זה מתנהג לאורך שנים בהתאם לפער בין הריביות הקצרות ואינו חריג כעת כל עוד הריבית בישראל תמשיך להיות נמוכה יותר מארה"ב (תרשים 19).

האם החשש בשוק המניות מפני עליית התשואות מבוסס?

לכאורה, אנחנו שוב באותה אפיזודה של ירידות בשוק המניות על רקע עליית התשואות באג"ח. אולם, אם תשואות האג"ח היו עולות בגלל האינפלציה, כפי שהיה בפעמים הקודמות בשנה

האחרונה, לשוק המניות היו סיבות לדאגה. מנגד, עליית התשואות על רקע כלכלה חזקה שמתרחשת לאחרונה, לא אמורה להפוך למכשול לשוק המניות. אם הריבית תצטרך להיות גבוהה יותר בגלל שהכלכלה לא מתדרדרת למיתון, זאת לא בשורה שלילית למניות. כפי שניתן לראות בתרשים 20, בתקופות של ריבית גבוהה שהיו בעבר, שוק המניות דווקא הציג ביצועים עוזפים. הסיבה לכך קשורה לצמיחה. בדרך כלל, הבנק המרכזי יכול להחזיק ריבית ברמה גבוהה יחסית כאשר הכלכלה צומחת.

תרשים 20

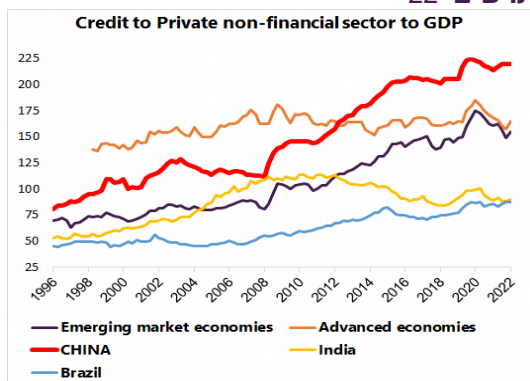


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

עד כמה המשבר שמסתמן בסין מסוכן?

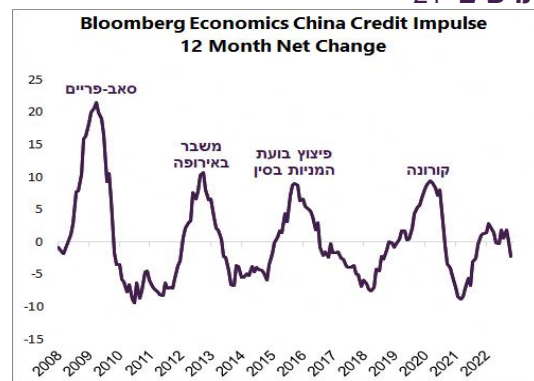
בסין מתגלים לא רק סימני חולשה בכלכלה, אלא גם החרפת משבר בשוק הנדל"ן וסדקים במערכת הפיננסית "צל" (Shadow banking). לכלכלה העולמית שכבר סובלת מהריבית הגבוהה ומהשלכות המלחמה בין רוסיה לאוקראינה ותלויה בעיקר בצמיחה בארה"ב עוד זעזוע של המשבר בסין עלול להיות אחד יותר מדי. הבעיה היא גם שמהמשברים הקודמים נחלצה סין באמצעות הזרקת אשראי, אך הפעם היא כנראה כבר ממונפת מדי (תרשים 22). ה-Credit impulse (יחס בין הגידול באשראי לגידול בתמ"ג) עלה בסין הרבה פחות מאשר במשברים הקודמים (2008, 2012, 2015, 2020) וכבר מתחיל לרדת (תרשים 21).

תרשים 22



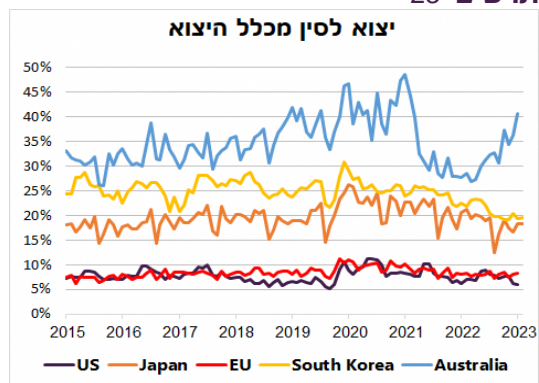
מקור: BIS, מיטב ברוקראז'

תרשים 21



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

לצד החיובי, צריך לציין שהעולם למד יותר טוב לחיות בלי כלכלה סינית צומחת בשנים של הקורונה ועל רקע החיכוך המתגבר מול ארה"ב ושותפיה. משקל היצוא לסין מסך היצוא בארה"ב ובאירופה נמוך מאוד (פחות מ-10%). מדינות אסיה חשופות אליה הרבה יותר (תרשים 23). הקשר הפיננסי עוד יותר חלש. הירידה בבורסת סין בדרך כלל לא משפיעה משמעותית על השווקים המפותחים.



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: המשבר המתגבר בסין מהווה סיכון לכלכלות במערב, אבל בינתיים השפעתו מוגבלת.

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.

20/8/2023

תאריך פרסום האנליזה