

11.06.2023

אינפלציה 12  
חודשים הבאים  
**2.9%**

מדד מאי  
**0.5%**

מדד יוני  
**0.2%**

מדד יולי  
**0.3%**

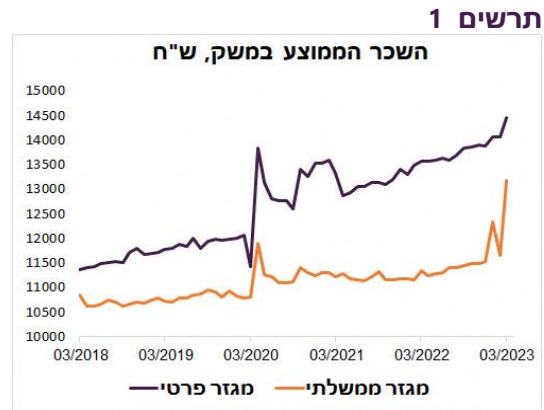
ריבית בנק ישראל  
צפויה בעוד 12 חודשים  
**4.50%-4.75%**

## עיקרי הדברים

- על פי האינדיקטורים השונים, **מצבו של שוק העבודה בישראל** נותר די טוב, אך הוא כבר לא הדוק כפי שהיה.
- **הגירעון התקציבי** צפוי להגיע השנה לכ-2.5%. העלייה בגירעון לא אמורה להשפיע משמעותית על שוק האג"ח, במידה וישמר אמון השווקים במדיניות הממשלה.
- במסחר הקמעונאי **צופים עלייה חזקה במחירים בחודש יוני**. עדכנו את התחזית לאינפלציה לחודש מאי ויוני, אך התחזית השנתית לא השתנתה ועומדת על 2.9%.
- לאור הסיכונים אנו לא ממליצים להקטין **חשיפה למט"ח** בשלב זה.
- ה-FED עשוי להעלות ריבית השבוע בניגוד לתחזיות.
- **הריבית באירופה** צפויה לעלות השבוע ב-0.25% ולא בפעם האחרונה.
- פסימיות יתר הפכה לאופטימיות מוגזמת בשוק המניות. **עלה הסיכון לתיקון, אך לא לשינוי המגמה.**
- הגידול המשמעותי **ביחס בין סך העושר של משקי הבית בארה"ב לבין ההוצאה השוטפת שלהם** מאז 2008 יכול לספק הסבר לעוצמה של השווקים הפיננסיים למרות הסיכונים הרבים.

## שוק העבודה עדיין חזק, אך כבר לא הדוק מדי

השכר הממוצע במשק קפץ בחדות בחודש מרץ. העלייה החדה נרשמה במגזר הממשלתי בעקבות הסכמי שכר שנחתמו לאחרונה (תרשים 1). גם במגזר הפרטי השכר הממוצע עלה באופן חריג. העליות החזקות נרשמו בענף הכרייה, הבידור ופנאי, התחבורה ואחסנה והאירוח ואוכל.



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

קצב הגידול בסך השכר במשק אומנם מתמתן, אך הוא עדיין גבוה. לעומת זאת, סך השכר הריאלי, שבעיקר משפיע על הצריכה, צומח בקצב נמוך בהשוואה לעשור הקודם (תרשים 2). קצב הגידול של משרות שכיר ממשיך להתמתן, אך עדיין יחסית גבוה (תרשים 3).

הנתונים הנוספים שפורסמו לאחרונה שמסקפים את מצבו של שוק העבודה:

- לשכת התעסוקה דיווחה שבחודש אפריל ירד במעט מספר דורשי העבודה.
- נרשם שיעור גידול גבוה יחסית של תקבולי מס בריאות מהשכירים.
- על פי סקר הערכות בעסקים, מידת החומרה של מחסור בעובדים בענפים שונים ממשיכה לרדת.

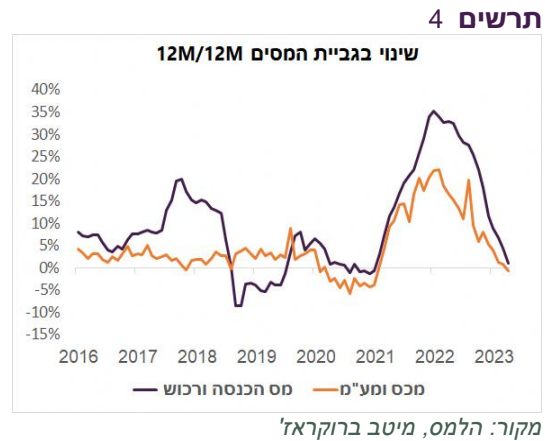
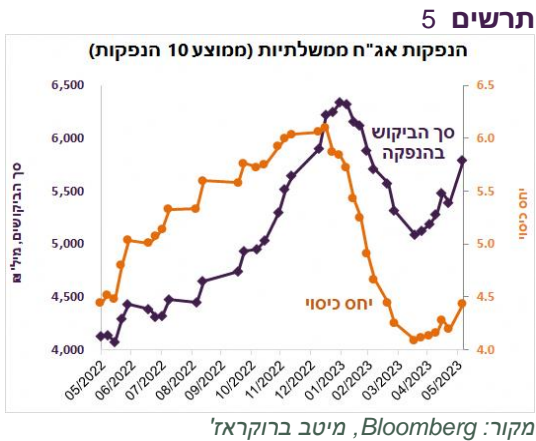


מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

**שורה תחתונה: מצבו של שוק העבודה ממשיך להיות די טוב, אך לפי מרבית הפרמטרים הוא כבר לא "הדוק מדי" כפי שהיה ב-2022.**

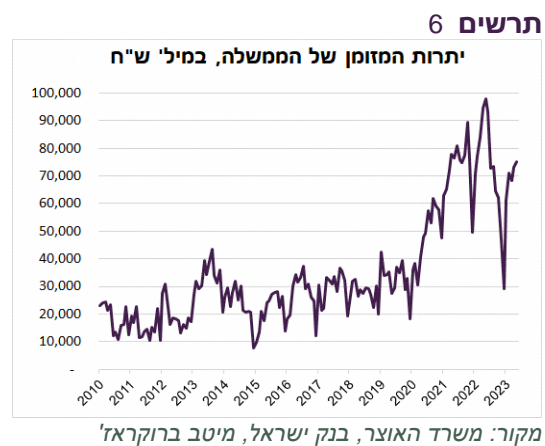
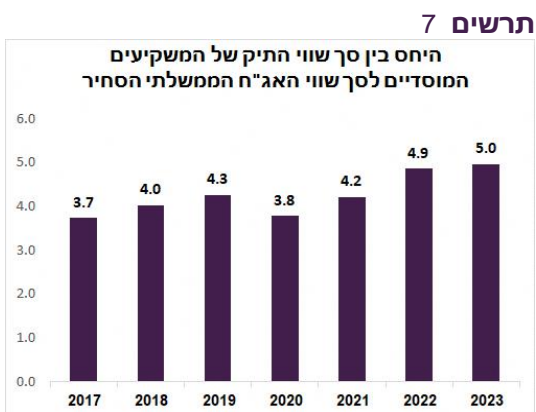
## העלייה בגירעון לא מאיימת על שוק האג"ח

ההאטה בפעילות המשק באה לידי ביטוי בצורה מובהקת בירידה די חדה של 10% ריאלית בהכנסות ממסים בחודש מאי לעומת מאי 2022. למעשה, אין גידול בהכנסות ממסים ב-12 החודשים האחרונים לעומת 12 החודשים הקודמים (תרשים 4). משרד האוצר תכנן שהגידול השנתי בגביית המיסים יתאפס רק בסוף השנה, אך זה קרה מוקדם יותר. אנו מעריכים שבמקרה הטוב הגירעון יסתכם השנה ב-2%, אך סביר יותר שיעלה ל-2.5%-3.0%.



בשלב זה הגידול בגירעון לא מאיים על שוק האג"ח בגלל הגורמים הבאים:

- עדיין מדובר בגירעון נמוך.
- בקופת האוצר יש סכום גבוה מאוד של מעל 70 מיליארד ₪, כפול מגודל הגירעון הצפוי (תרשים 6).
- היחס בין סך שווי התיק של כלל המשקיעים המוסדיים לשווי השוק של האג"ח הממשלתיות הסחירות עלה לפי-5, הגבוה ביותר היסטורית (תרשים 7). לפיכך, יש מספיק כסף אצל המוסדיים כדי לחמן את הגירעון כל עוד הממשלה זוכה לאמון בשווקים.
- לאחרונה ראינו ביטוי של מחסור מסוים באג"ח הממשלתיות בעלייה משמעותית בביקושים בהנפקות האוצר. סך הביקוש יחס כיסוי עלו בחדות (תרשים 5).



**שורה תחתונה: גידול בגירעון לא מהווה בשלב זה מכשול לשוק האג"ח כול עוד הממשלה זוכה לאמון השווקים.**

## נתונים נוספים

- בסקר הערכת המגמות בעסקים לחודש מאי נמצא שמאזני נטו על המצב הכלכלי של החברות ממשיכים להיות חיוביים ויציבים בכל הענפים (תרשים 8). יש עלייה בקושי לקבל הזמנות ליצוא בענף המידע ותקשורת ובענף השירותים העסקיים, אך לא חריפה מדי. כמעט אין קושי בהזמנות לשוק המקומי.

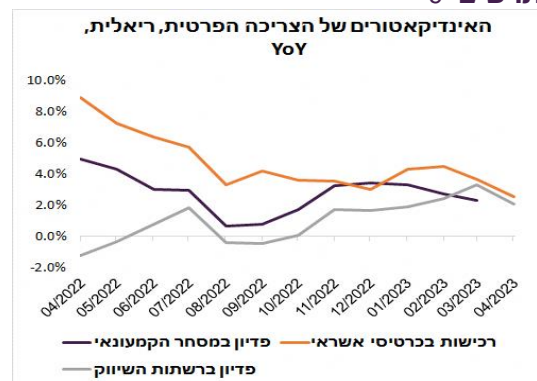
תרשים 8



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

- המכירות ברשתות השיווק, כמו האינדיקטורים האחרים של הצריכה הפרטית שהתפרסמו לאחרונה, הצביעו על ירידה בקצב הגידול (תרשים 9). החולשה בצריכה התרחשה למרות גידול משמעותי בסך תשלומי השכר ברבעון הראשון בעיקר בזכות המענקים ועדכוני השכר במגזר הממשלתי (תרשים 10).

תרשים 9



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

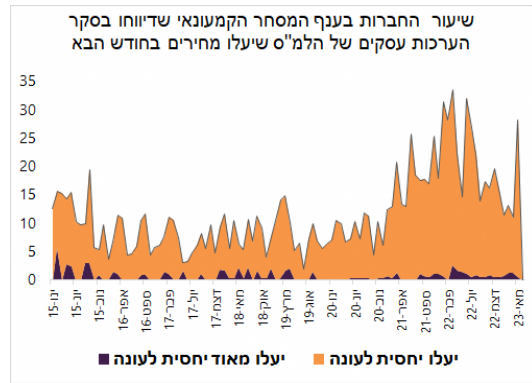
תרשים 10



## במסחר הקמעונאי צופים עליית מחירים משמעותית ביוני

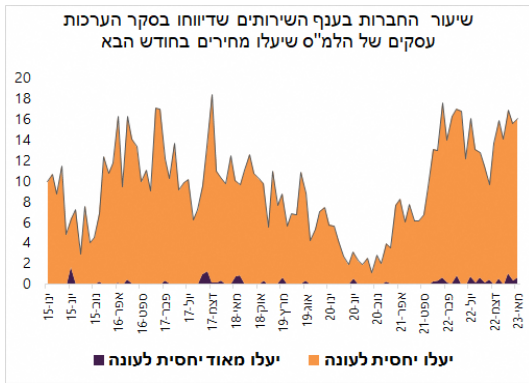
בסקר הערכת המגמות בעסקים נרשמה קפיצה בשיעור העסקים מתחום הקמעונאות שדיווחו על עלייה צפויה במחירים מעבר לעונתיות הרגילה בחודש יוני (תרשים 11). במגזר השירותים שיעור העסקים שצופים עליית מחירים נותר יציב ויחסית גבוה (תרשים 12)

### תרשים 11



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

### תרשים 12



- ציפיות האינפלציה של העסקים של עלו לשיא (תרשים 13).
- בעקבות תוצאות הסקר, אנו מעלים את התחזית לאינפלציה לחודש יוני ל-0.2%. אלמלא ייסוף השקל היינו מעלים את התחזית ל-0.3%.
  - במקביל, אנו מורידים את התחזית לחודש מאי ל-0.5% בעקבות הוזלת מחירי הירקות.
  - התחזית ל-12 החודשים הבאים עומדת על 2.9%.

### תרשים 13



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

## השקל – לאן?

ההתחזקות החדה של השקל והביצועים החזקים יחסית של האפיקים בישראל לאחרונה נקשרו להפחתת הסיכון שהרפורמה המשפטית תעבור ללא הסכמה. גם אם זה נכון, השינוי לא מצדיק הגדלת החשיפה לאפיקים בישראל:

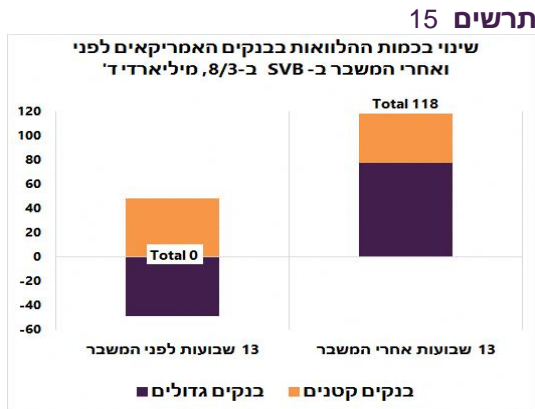
- מלבד הסיכונים הפוליטיים והביטחוניים, כלכלת ישראל חשופה יותר מהמשקים האחרים להאטה בתחום ההשקעות בטכנולוגיה שעדיין נמשכת.
- ישראל חשופה יותר מהמדינות האחרות לעליית ריבית בגלל הגידול המהיר ביותר באשראי למגזר העסקי והפרטי בשנתיים האחרונות ובגלל שיעור יחסית גבוה של ההלוואות בריבית משתנה בהשוואה למדינות האחרות.
- הירידה, אם הייתה, בסיכון פוליטי-ביטחוני לא באה לידי ביטוי בירידה בפרמיית הסיכון CDS של ישראל. גם המרווחים של האג"ח הדולריות של ישראל לא ירדו.
- נוסף, שבשבוע שעבר פורסם שיתכן והנגיד לא ימשיך לכהונה נוספת. מינוי נגיד בנק ישראל חדש בתקופה זו עלול להעלות סיכון לשווקים בישראל.

**שורה תחתונה: אנו ממליצים בשלב זה לא להקטין חשיפה למט"ח.**

## ה-FED עשוי להפגיע השבוע

קונצנזוס רחב מאוד של הכלכלנים צופים שהריבית בארה"ב תישאר ללא שינוי. ההסתברות בחוזים לעליית הריבית מעט גבוהה יותר ועומדת על כ-30%. להערכתנו, קיים סיכוי של לפחות 50% שהריבית תעלה השבוע:

- נתון האינפלציה PCE שאחריו עוקב ה-FED היה גבוה מהתחזית, כולל בממד הליבה. אם מדד המחירים לצרכן שיתפרסם יומיים לפני החלטת ה-FED יהיה תואם לתחזית, קצב האינפלציה על פי המדדים האחרונים יישאר קרוב ל-5%.
- נתוני שוק העבודה בארה"ב ממשיכים להיות חזקים.
- ההוצאה הצרכנית בחודש אפריל הייתה גבוהה משמעותית מהתחזית.
- שוק הנדל"ן מראה סימני התאוששות.
- בינתיים, ההערכות שהמשבר בבנקים עומד לייבש את האשראי הבנקאי לא מתממשות. האשראי מהבנקים גדל מאז המשבר בבנק SVB ב-8/3 בכ-120 מיליארד דולר, לעומת גידול אפסי באותה התקופה לפני המשבר (תרשים 15). גם נתוני האשראי הצרכני שהתפרסמו בשבוע שעבר היו חזקים מאוד ומשקפים המשך הגידול המהיר שלו (תרשים 14).
- להערכתנו, ה-FED עומד לשנות משמעותית את התחזיות שלו. נזכיר, שהפגישה הקודמת שלו התקיימה זמן קצר אחרי תחילתו של המשבר בבנקים, מה שבוודאי השפיע על התחזיות. גם הנתונים שהתפרסמו מאז לא ממש תומכים בתחזיות הקודמת. ה-FED צפוי להעלות את התחזית לאינפלציה ולצמיחה ל-2023. התחזית לאבטלה צפויה לרדת. התחזית לריבית בסוף 2023 עשויה לעלות ב-0.25%. גם התחזית לריבית בסוף 2024 צפויה לעלות מהרמה של 4.3%.

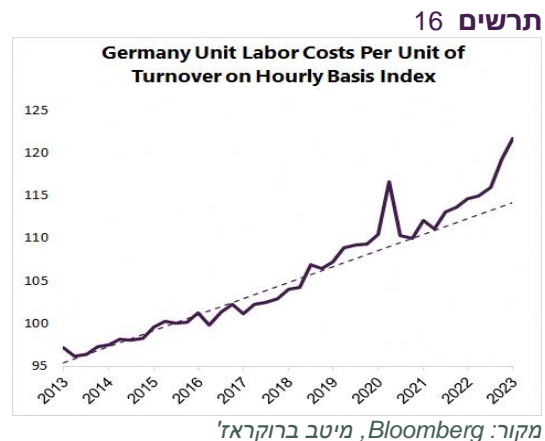
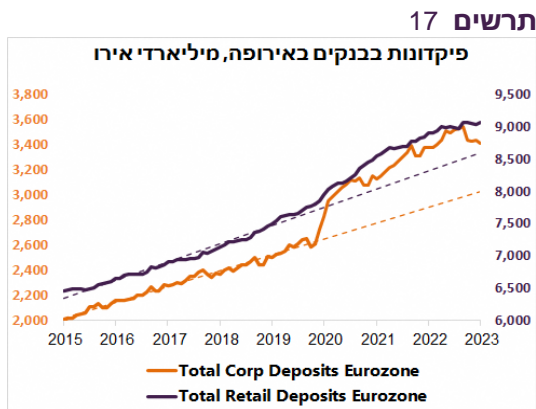


## שורה תחתונה: אנו מעריכים שקיים סיכוי גבוה לעליית ריבית ה-FED השבוע.

### באירופה הריבית צפויה לעלות ב-0.25% ולא בפעם האחרונה

קיים קונצנזוס מוחלט שה-ECB יעלה ריבית ב-0.25% ל-3.5% (Deposit rate). להערכתנו, זאת לא תהיה העלייה האחרונה. אומנם ניכרת ירידה מהירה במדד המחירים ליצרן בעל קשר די הדוק לאינפלציה לצרכנים, אך אין כמעט ירידה באינפלציית הליבה. גם שוק העבודה ממשיך להיות חזק, למרות הצמיחה האפסית. האבטלה באירופה עומדת בשפל היסטורי. עלות יחידת העבודה בגרמניה התייקרה משמעותית מעל המגמה (תרשים 16).

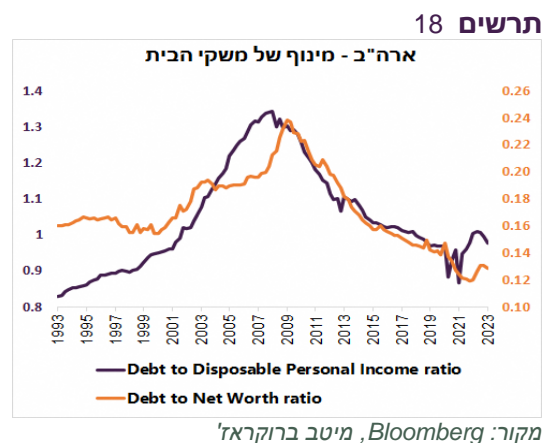
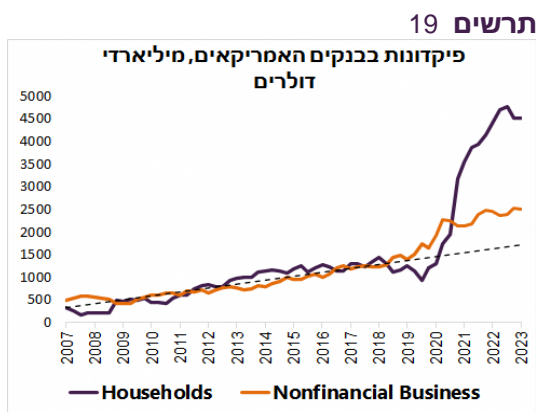
בנוסף, נציין שהיקף הפיקדונות של משקי הבית והעסקים בבנקים האירופאים גבוה בכ-500 מיליארד אירו (כ-4%) לעומת קו המגמה ארוך הטווח שהיה עד פרוץ המגפה (תרשים 17). עודפי החסכון והעלייה המהירה בשכר תומכים באינפלציה בגוש האירו.



## המינוף במגזר הפרטי בארה"ב מאפשר יכולת טובה של שירות החוב

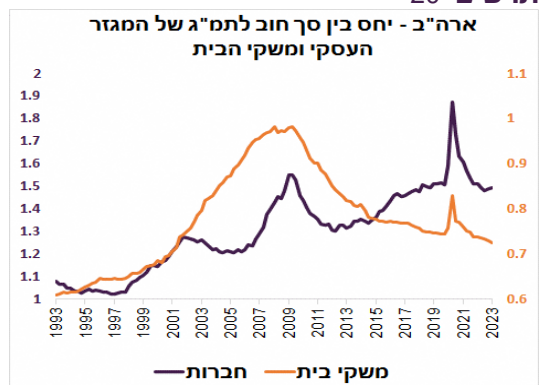
נתוני Financial Accounts of the United States לרבעון הראשון שפרסם ה-FED בשבוע שעבר חשפו עובדות חשובות:

- מינוף משקי הבית ממשיך להיות נמוך. היחסים בין סך החוב להכנסה הפנויה ולעושר נטו נמוכים בהרבה מהשיאים אליהם הגיעו ב-2008 (תרשים 18).
- עודף הפיקדונות בבנקים לעומת המגמה שהייתה לפני הקורונה עדיין גבוה מאוד, במיוחד של משקי הבית (תרשים 19). בסוף חודש מרץ רמת הפיקדונות של משקי הבית הייתה גבוהה בכ-2 טריליון דולר ושל החברות בכ-250 מיליארד דולר מהמגמה. לפי נתון זה, למשקי הבית יש עוד "שכבת שומנים" עבה שיכולה לתמוך בצריכה שלהם.



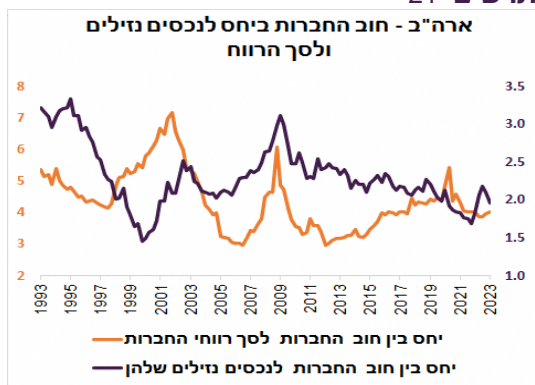
- להבדיל ממשקי הבית שיחס החוב שלהם לתמ"ג נמצא ברמה נמוכה שהייתה לאחרונה בתחילת שנות האלפיים, אצל החברות היחס היה במגמת עלייה בשלושים השנים האחרונות (תרשים 20). בסביבה של עלייה חדה בריבית זה עלול לייצר קושי לחברות. יחד עם זאת, צריכים לקחת בחשבון שביחס לרווחי החברות ולהיקף הנכסים המזילים שהן מחזיקות, חוב החברות לא גבוה במונחים היסטוריים ומשקף יכולת טובה של שירות החוב (תרשים 21).

## תרשים 20



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

## תרשים 21

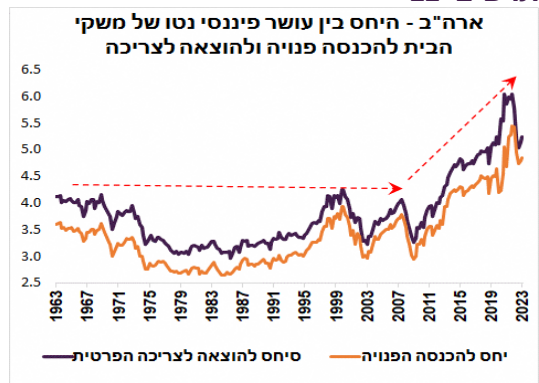


## המשקיעים עמידים יותר להפסדים

היחס בין סך העושר הפיננסי נטו של משקי הבית לבין ההכנסה הפנויה וההוצאה לצריכה השנתית התחיל לעלות במהירות מאז המשבר ב-2008 אחרי שנים רבות בהם היה יציב יחסית (תרשים 22). העלייה נרשמה בזכות הגידול בצבירת החסכון ע"י הצרכנים (תרשים 23) ובזכות עליות בשווקים הפיננסיים.

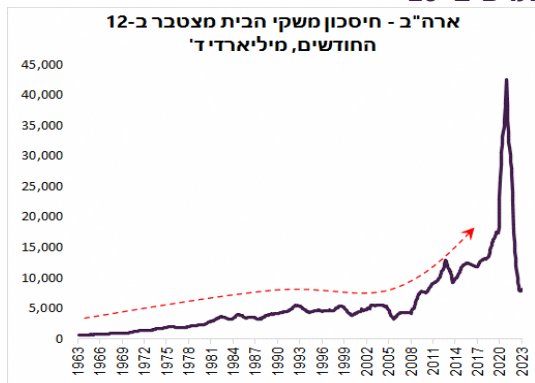
הזינוק בשווי העושר ביחס להוצאות ולהכנסות הצרכן מגביר בטחון פיננסי של החוסכים וכתוצאה מזה, מאפשר יכולת ספיגה גבוהה יותר כלפי הפסדים בשווקים הפיננסיים. עובדה זו יכולה לדעתנו להסביר מדוע לשווקים יותר קשה לרדת באופן משמעותי ולאורך זמן בשנים האחרונות. לא רק לשוק המניות, אלא לאפיקים אחרים (אפרופו התשואות הנמוכות באג"ח). רף הבעיות הנדרש שיגרום לחוסכים לברוח מהשוק פשוט הפך לגבוה יותר.

## תרשים 22



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

## תרשים 23



## שוק המניות, מפסימיות לאופטימיות

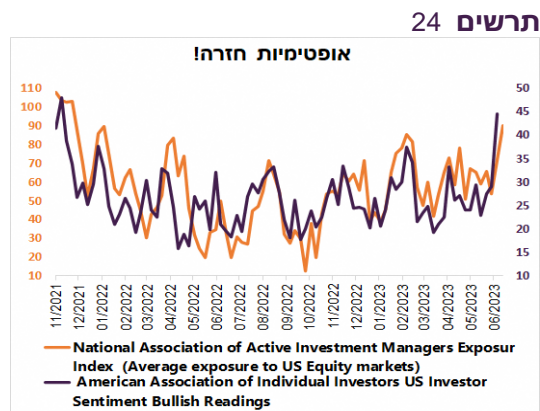
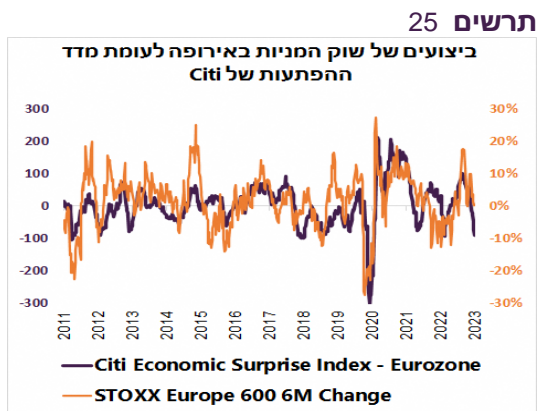
מדד S&P500 סיים שבוע רביעי של עליות שערות. ה-Nasdaq עלה 7 שבועות ברצף. בשבועיים האחרונים סקטור הטכנולוגיה איבד את ההובלה, כאשר מניות החברות בענף צריכה מחזורית המשיכו להוביל ואף התחזקו. בלט שיפור במניות חברות התעשייה. השתפרו הביצועים של מדדי המניות הקטנות ע"ח הגדולות.

אנו מעריכים שעלה הסיכון לתיקון בשוק בטווח הקצר:

- להערכתנו, קיים סיכוי גבוה ממה שמגולם בשוק שה-FED יעלה ריבית השבוע, בניגוד לתחזיות.



- העלויות במניות הפכו לרוחביות יותר והאופטימיות בקרב המשקיעים עלתה לרמות הגבוהות מאז 2021. נרשמה עלייה חדה בחשיפה המדווחת למניות של מנהלי ההשקעות האקטיביים ובשיעור המשקיעים הפרטיים בעלי סנטימנט "שורי" (תרשים 24).
- מדד ה-VIX ירד ל-13.8, הרמה הנמוכה מאז ינואר 2020. להערכתנו, לאור הנסיבות, הסיכון בשוק המניות גבוה יותר ממה שמגולם ב-VIX.
- אנו גם צופים הרעה בביצועים של המניות באירופה עקב היחלשות באינדיקטורים הכלכליים. לפי הקשר ההדוק בין מדד ההפתעות בנתונים הכלכליים באירופה לביצועי שוק המניות, צפויה ירידה במניות האירופאיות (תרשים 25).



מקור: NAAIM, 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 לליעוץ/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.

**11/6/2023**

תאריך פרסום האנליזה