

23.10.2022

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.9%

מדד אוקטובר
0.6%

מדד נובמבר
0.1%

מדד דצמבר
0.2%

ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים

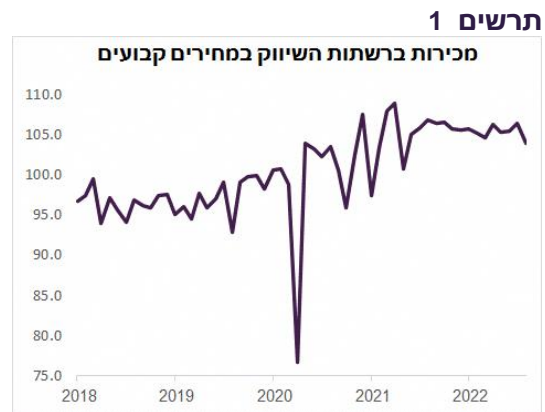
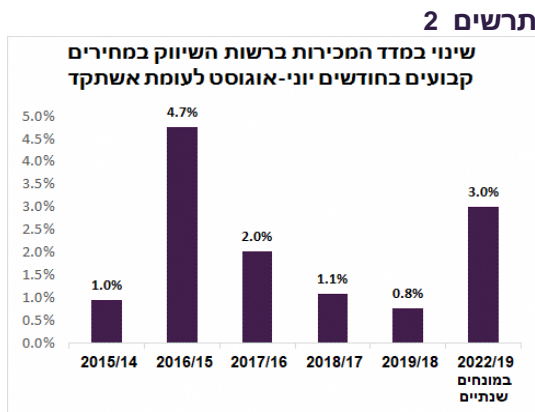
3.50%-3.25%

עיקרי הדברים

- **המכירות ברשתות השיווק בישראל** אינן מעידות בשלב זה על האטה בביקושים בישראל.
- **אינפלציית המוצרים בישראל** נמוכה משמעותית מאשר במדינות האחרות, אך אינפלציית השירותים די דומה.
- על רקע סיכוני האינפלציה והירידה בציפיות הגלומות, **אין כעת יתרון לאפיק השקלי על פני הצמוד.**
- **מהלך עליית התשואות הארוך ביותר בארה"ב** מאז שנות ה-80 נשען לא רק על הכוחות הכלכליים אלא גם על המוכרים "בכפייה".

מכירות ברשות השיווק אינן מעידות על היחלשות הביקושים

מדד המכירות ברשתות השיווק במחירים קבועים מצביע לכאורה על קיפאון בחודשים האחרונים (תרשים 1). אולם, הסתכלות זו מתעלמת מההשפעה של חזרת הנסיעות לחו"ל. השינוי במכירות בחודשים יוני-אוגוסט של השנה לעומת תקופה מקבילה ב-2019 במונחים שנתיים היה כ-3%, אחד הגבוהים בהשוואה לתקופות מקבילות לפני הקורונה (תרשים 2). לפיכך, אין לראות בקיפאון במכירות עדות להיחלשות הביקושים במשק.



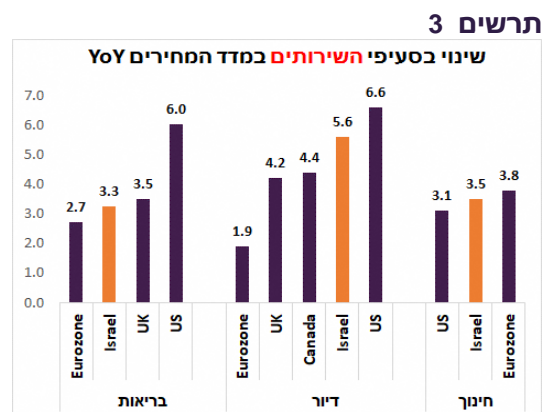
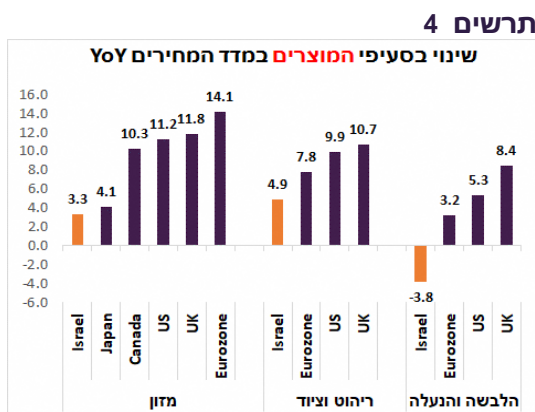
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

אינפלציית השירותים בישראל אינה נופלת מהמדינות האחרות

חזרנו על השוואת רכיבי האינפלציה השונים בישראל למדינות האחרות שעשינו לפני מספר חודשים. שוב גילינו שעליית מחירי המוצרים בישראל נמוכה משמעותית מאשר במדינות האחרות, אך במחירי השירותים ישראל לא שונה.

מחירי המזון (כולל פירות וירקות) התייקרו בישראל בשנה האחרונה בשיעור של 3.3%, הרבה פחות מאשר ארה"ב, אירופה, בריטניה, קנדה ואפילו פחות מיפן (תרשים 4). גם מחירי ריהוט וציוד עלו בישראל פחות. מחירי ההלבשה בכלל ירדו ב-3.8% לעומת העליות במדינות האחרות.

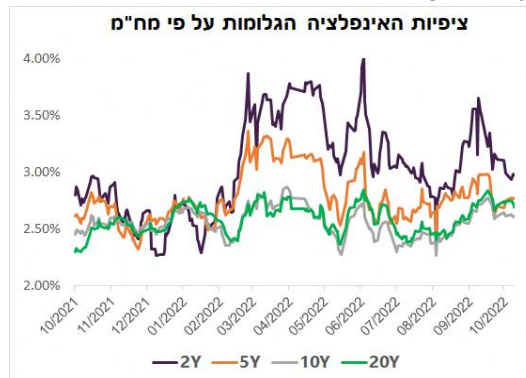
לעומת זאת, עליית מחירי השירותים בישראל לא הייתה נמוכה בהשוואה. עליית שכר דירה בישראל הייתה בשנה האחרונה נמוכה רק מארה"ב (תרשים 3). גם התייקרות בסעיפי הבריאות והחינוך לא הייתה שונה מהותית מהמדינות האחרות.



מקור: Bloomberg, הלמ"ס, מיטב ברוקראז'

מחירי השירותים פחות מושפעים מהגורמים התנודתיים החיצוניים כגון שע"ח, מחירי הסחורות או השיבושים בהספקה. המרכיב העיקרי בתשומות שלהם הוא עבודה. עליית מחירי השירותים בישראל מראה שהאינפלציה בישראל עשויה להיות לא פחות "דביקה" מאשר במדינות האחרות. נוסף, שפיחות השקל עשוי לתמוך בהתייקרות המוצרים המיובאים.

תרשים 5



מקור: בורסה, מיטב ברוקראז'

עולם

רצף שיא של עליית התשואות עם מאפיינים ייחודיים

האירוע המרכזי של השבוע האחרון בשווקים המשיך להיות העלייה החדה בתשואות האג"ח. התשואה ל-10 שנים של אג"ח ממשלת ארה"ב עלתה בשבוע שעבר בכ-0.2% והשלימה עלייה של 12 שבועות רצופים, 1.6% במצטבר מתחילת אוגוסט. מדובר באירוע היסטורי. בפעם האחרונות שהתשואה עלתה 12 שבועות ברצף הייתה בחודשים מרץ-מאי 1984. העלייה המצטברת בתשואה של 1.6% מאוד נדירה.

עליית תשואה ל-10 שנים בשיעור מצטבר של כ-0.6% ל-4.2% מתחילת אוקטובר הייתה דומה לעלייה בחודש ספטמבר, אך היו מספר הבדלים בולטים, כפי שניתן לראות בטבלה מטה:

	Dollar DXY	HY Spread %	US Breakeven 2Y%	US Breakeven 10Y %	US 30Y/10Y %	US 10Y/2Y %	UST 2Y %	FED FUND Dec23 %	UST 10Y	
ספטמבר	-9.6%	2.2%	0.6	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	0.8	0.6	0.6
אוקטובר	2.0%	0.2%	-0.4	0.7	0.3	0.1	0.2	0.4	0.5	0.6

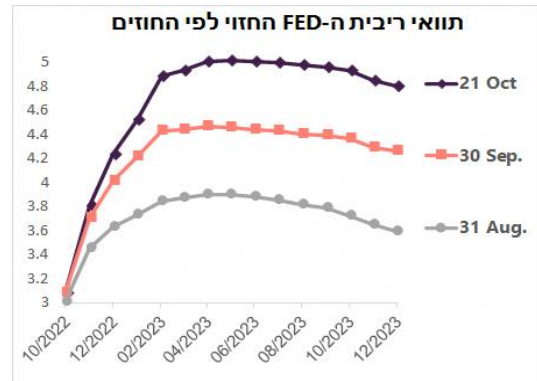
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- מצד אחד, גם בספטמבר וגם באוקטובר עליית התשואות התרחשה על רקע עלייה בצפיפות ריבית ה-FED בשיעור די דומה, כפי שניתן לראות בטבלה ובתרשים 6.

- אולם, עליית התשואות בספטמבר הייתה "קלאסית" יותר. התשואות הקצרות עלו יותר מהארוכות, תלילות העקום ירדה, ציפיות האינפלציה ירדו, הדולר התחזק משמעותית, אפיקי סיכון (מניות ואג"ח HY) רשמו ירידות שערים די חדות כפי שרואים בטבלה.
- לעומת זאת, עליית התשואה באוקטובר הייתה סיפור קצת שונה – תלילות העקום דווקא עלתה, ציפיות האינפלציה עלו, הדולר התחזק רק במעט ואפיקי סיכון השיגו תוצאות חיוביות.

התנהגות של שוק האג"ח בחודש אוקטובר יכולה להעיד גם על עליית חששות המשקיעים לגבי יכולת ה-FED לרסן אינפלציה. כמו כן, מעבר לשיקולים הכלכליים, מספר שחקנים בשוק נאלצים למכור אג"ח לא רק משיקולים כלכליים, אלא משיקולי נזילות ואחרים.

תרשים 6



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

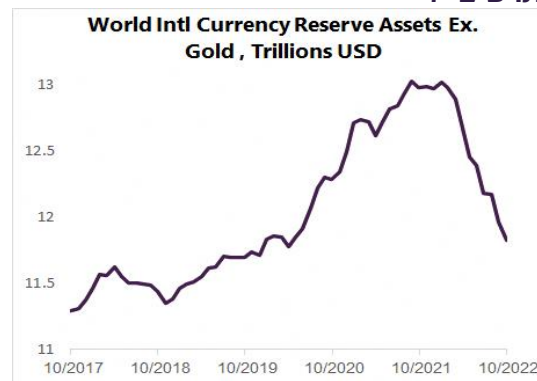
מוכרים מסוגים שונים באג"ח האמריקאיות

- הם השחקנים שעלולים להזדקק לחיסול פוזיציות בשוק האג"ח שלא משיקולים כלכליים? **בנקים מרכזיים** - יתרות המט"ח שמחזיקים הבנקים המרכזיים בעולם יורדות במהירות (תרשים 7). הירידה נובעת מהירידה בשווי הנכסים בהם מושקעות היתרות ומשערך היתרות הלא דולריות לדולר האמריקאי. מלבד זאת, יש דיווחים שחלק מהבנקים המרכזיים מוכרים מט"ח כדי לבלום היחלשות מטבע מקומי. יפן עשתה זאת באופן רשמי וככל הנראה חזרה על ההתערבות ביום שישי האחרון, מה שהוביל להתחזקות של כ-1.5% בשער של היין. יש דיווחים שהסינים מוכרים מט"ח וגם הבנקים המרכזיים האחרים. לראיה, יתרות האג"ח האמריקאיות בחשבונות קאסטודי שלהם ב-FED ירדו בחדות מתחילת 2021, כאשר מסוף חודש אוגוסט הירידה הייתה חדה במיוחד (תרשים 8).

תרשים 8

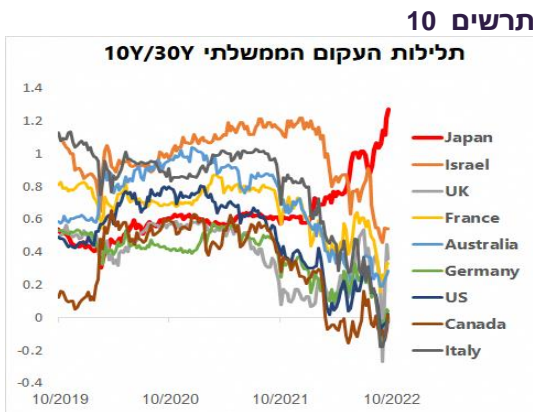


תרשים 7



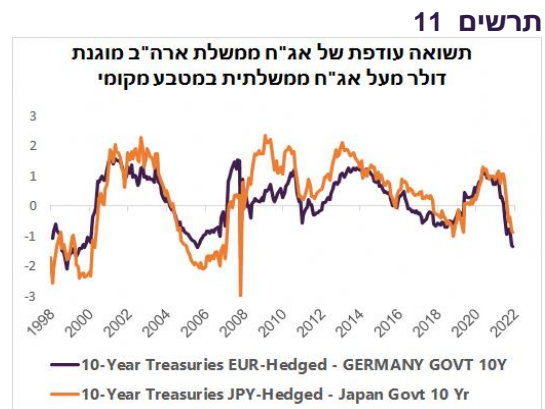
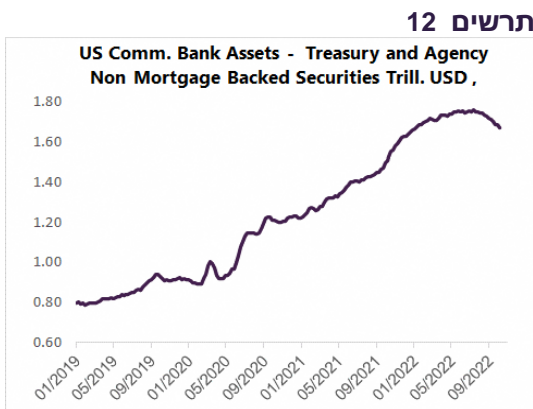
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- יפן**, המחזיקה הזרה הגדולה של החוב האמריקאי מעוררת חששות גדולים לגבי האפשרות למכירת אג"ח. האינפלציה ביפן ממשיכה לעלות, כולל אינפלציית הליבה שהגיעה ל-1.8% (תרשים 9). הבנק המרכזי ממשיך לדבוק בקיבוע תשואה ל-10 שנים מתחת לרמה של 0.25%. אולם, התשואה ל-30 שנה עולה במהירות וכבר הגיעה ל-1.6%. הפער בין 30 לבין 10 שנים ביפן הגבוה בעולם (תרשים 10). הבנק המרכזי עשוי לבטל את הקיבוע כדי להתמודד עם האינפלציה ואף להעלות ריבית במקביל. מהלך מסוג זה יקפיץ את כל עקום התשואות בחדות, יחזק את היין, המטבע שמשמש כמטבע carry. עליית תשואות ביפן עשויה להוביל להחזרת המשקיעים היפניים, לשוק האג"ח המקומי על חשבון החזקות גדולות מאוד שלהם בחו"ל.



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- משקיעים פרטיים מחוץ לארה"ב** - למשקיעים הפרטיים מחו"ל ירדה מאוד כדאיות השקעה באג"ח האמריקאיות כתוצאה מעליית תשואות גם בשווקים המקומיים ומעלייה חדה בעלויות גידור מטבע. עודף תשואה באג"ח האמריקאי ל-10 שנים מוגנת מטבע לעומת אג"ח במטבע מקומי למשקיעים מיפן ומאירופה ירד לרמה שלילית הנמוכה ביותר מאז 2008 (תרשים 11).
- הבנקים המסחריים** הפכו מקונה משמעותי של אג"ח ממשלתיות בתקופת הקורונה למוכרים (תרשים 12). מכירות הבנקים קשורים, בין היתר, לצמצום מאזן ה-FED ולירידה ביתרות הרזרבה של הבנקים.
- מכירות של משקיעים ממונפים** - הכוח האחרון שממנו צריכים לחשוש הוא ההשפעה האפשרית של עליית תשואות מהירה על משקיעים ממונפים שיכולים להיות קרנות הגידור או גופי הפנסיה, כפי שהיה לאחרונה באנגליה. משקיעים אלה עלולים להזדקק למכירה בהולה שנכפית עליהם. אין לנו עדויות שאכן יש מכירות משמעותיות מסוג זה, אך מהירות עליית תשואות ותנודתיות תוך יומית שהיו לאחרונה יכולים להיות סימן לאפשרות כזאת.

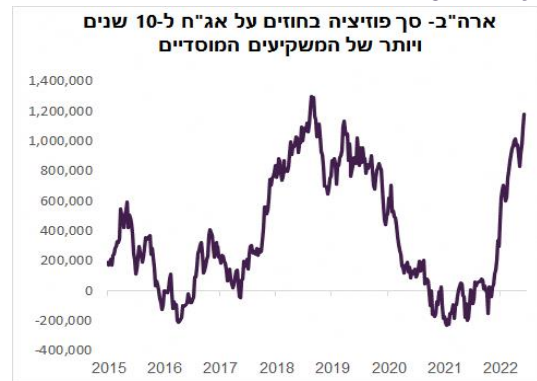


מי בכל זאת קונה ולאן כיוון התשואות?

מי יכול לעמוד נגד זרם המוכרים?

ככל הנראה, המשקיעים המוסדיים עומדים נגד המוכרים הרבים ורוכשים אג"ח. בסקר JP Morgan השבועי לגבי פוזיציה של הלקוחות המוסדיים שלהם שמשקיעים בשוק האג"ח, שיעור המשקיעים שדיווחו על פוזיציה לונג עלה לאחת הרמות הגבוהות בשנתיים האחרונות. הפוזיציה בחוזים על האג"ח הארוכות (10 שנים ויותר) של המשקיעים המוסדיים עלתה לרמה הגבוהה ביותר מאז 2018 (תרשים 13).

תרשים 13



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

אפילו סטטיסטית לרצף הכי ארוך וגבוה של עליית תשואות מתחילת שנות ה-80 יש סיכוי גדול להסתיים.

בהנחה שלא מדובר באירוע שמעיד על הרעה ביציבות הפיננסית, עליית התשואות האחרונה משקפת להערכתנו הזדמנות קנייה. העדויות מתגברות שהכלכלה האמריקאית מאטה, תוך כדי הפחתת לחצי אינפלציה. מפרסום "ספר הבז" של ה-FED בשבוע שעבר ניתן היה ללמוד שהצמיחה בכלכלה מתמתנת. באזורים שונים בארה"ב מתחילים לזהות סימני התקררות בשוק העבודה והקלה בלחצים לעליית מחירים.

אם וכאשר הנתונים הכלכליים יתחילו להצביע על תהליכים אלה באופן ברור יותר, כיוון התשואות צפוי להתהפך במהירות מעלייה לירידה.

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 ליעוץ/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.

23/10/2022

תאריך פרסום האנליזה