

12.11.2023

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.2%

מדד אוקטובר
0.3%

מדד נובמבר
-0.2%

מדד דצמבר
0%

ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
3.5%-4.0%

עיקרי הדברים

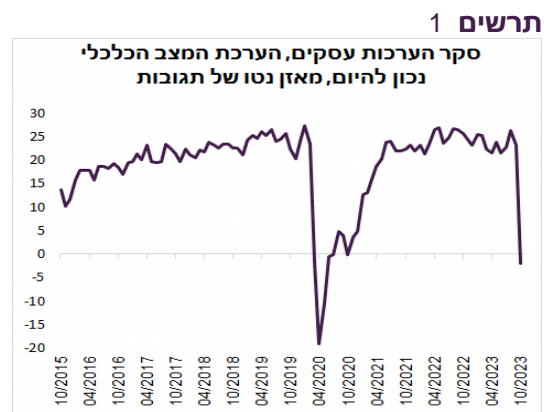
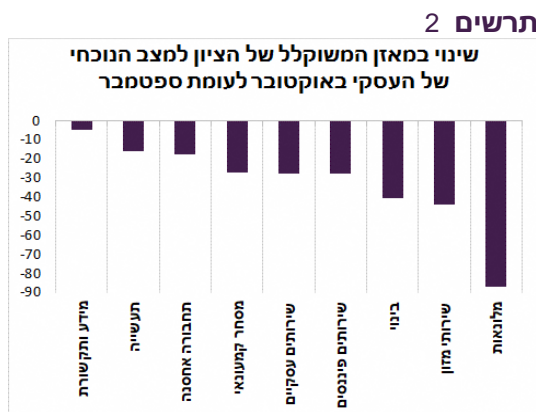
- הנתונים השוטפים במשק ממשיכים להצביע על **התאוששות הדרגתית** בפעילות.
- סקר הערכות בעסקים משקף עלייה **בציפיות החברות להורדת מחירי המכירה** עם פרוץ המלחמה. מדדי המחירים בתקופת המלחמה צפויים להיות נמוכים מהתחזיות שהיו לפני המלחמה.
- יחד עם זאת, **התחזית למדד אוקטובר עלתה ל-0.3%** בעקבות עלייה חזקה מהצפוי במחירי הירקות והפירות שהתגלתה בתצפיות.
- **הגירעון** התקציבי הגיע ל-2.6% באוקטובר וצפוי לעלות לכ-4% בסוף השנה.
- ירידה חדה בתשואות האג"ח וחוסר הוודאות לגבי המדיניות הפיסקאלית תומכים **בהקטנת הסיכון** באפיק הממשלתי המקומי.
- **היצע האשראי** לצרכנים ולעסקים בארה"ב ובאירופה מתכווץ וצפוי להוסיף לחצים להאטה בצמיחה.
- המגמה החיובית **בשוקי המניות** צפויה להימשך.
- אנו ממשיכים להמליץ על חשיפה במשקל יתר **לשווקים באסיה**, למעט סין.

לפי סקר העסקים, המלחמה מורידה אינפלציה, לפחות בינתיים

על פי האינדיקטורים השונים, כגון הרכישות בכרטיסי אשראי, התנועה בכבישים ועוד, הפעילות הכלכלית במשק ממשיכה להתאושש בהדרגה.

סקר הערכות עסקים של הלמ"ס לחודש אוקטובר הציג מספר ממצאים על המצב של המגזר העסקי. באופן לא מפתיע חלה הרעה חדה בהערכת המצב הכלכלי הנוכחי. אפשר רק להתנחם בכך שההרעה הייתה פחות חמורה מאשר באפריל 2020, בתקופת הסגר הראשון בקורונה (תרשים 1).

הענפים בהם נרשמה הרעה משמעותית ביותר היו ענף המלונאות ושירותי המזון, בדיוק כמו בקורונה (תרשים 2). בשונה מהקורונה, ענף הבינוי נפגע הפעם יותר חזק. בין המגבלות העיקריות לפעילות החברות כמעט בכל הענפים מציינים מחסור בהזמנות לשוק המקומי. בענפים רבים החברות מצביעות גם על עלייה משמעותית בקושי לקבל אשראי בנקאי.



מקור: הלמ"ס, מיטב ברוקראז'

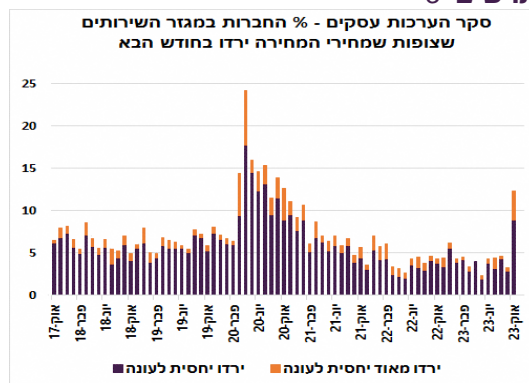
מאפיין בולט נוסף שנתגלה בסקר הייתה השפעה דפלציונית חריפה של המלחמה. שיעור החברות בענף המסחר הקמעונאי שדיווחו על הציפיות לירידה במחירי המכירה קפץ לרמות שבפעם האחרונה היה רק בשיא הקורונה (תרשים 4). גם בענפי השירותים נרשמה עלייה חדה בציפיות לירידה במחירים (תרשים 3).

ממצאי הסקר משקפים שמדדי המחירים בתקופת המלחמה יהיו נמוכים משמעותית מאלה שהיו צפויים לפני תחילת המלחמה. אנו מניחים שהחולשה בביקושים תכתיב סביבת אינפלציה נמוכה יחסית גם אחרי סיום המלחמה, אך תחזית זו תלויה בתוצאות המלחמה.

בשבוע שעבר עדכנו כלפי מעלה את התחזית למדד המחירים לחודש אוקטובר ל-0.3% בעקבות העלייה החזקה מהתחזיות במחירי הפירות והירקות שהתגלתה בתצפיות. התחזית ל-12 החודשים הבאים עומדת על 2.2%.

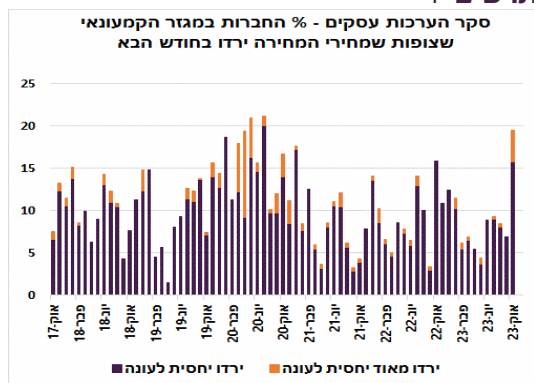
הייסוף החד של השקל בשבוע האחרון לא השפיע על תחזית האינפלציה שלנו. מראש לא העלנו את התחזית בעקבות הפיחות החד עם פרוץ המלחמה בגלל התקופה הקצרה מדי שבה הוא התרחש. כמו כן, אנו מניחים שהתמסורת של שע"ח לאינפלציה נמוכה מאוד בתקופה זו.

תרשים 3



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

תרשים 4



הגירעון התחיל לעלות. התחזיות להמשך מעורפלות

גירעון הממשלה עלה בחודש אוקטובר ל-2.6% תמ"ג לעומת 1.5% בחודש הקודם. הגידול בגירעון בסך של 19.8 מיליארד ₪ מורכב מהירידה בהכנסות לעומת אוקטובר 2022 ב-6.4 מיליארד ₪ ומהגידול בהוצאות בסך של 13.4 מיליארד ₪.

צריכים לקחת בחשבון שעוד לפני המלחמה הגירעון היה במגמת עלייה. ניתן להעריך שאלמלא המלחמה, הגירעון היה מגיע ל-1.7%-1.8%. לפיכך, בינתיים, המלחמה גרמה להרחבת הגירעון בכ-13-15 מיליארד ₪ או כ-0.7%-0.8% תמ"ג.

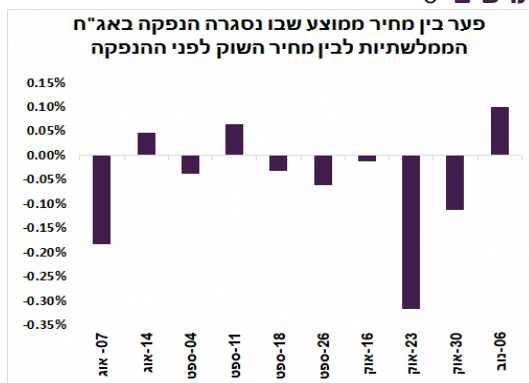
מדובר בביטוי חלקי של השפעת המלחמה עד עתה מכיוון שמרבית תשלומי המיסים מתייחסים עדיין לפעילות המשק לפני המלחמה. ההכנסות ממסים באוקטובר צפויות לרדת משמעותית. לאור סימני התאוששות במשק בשבועות האחרונים, ניתן לצפות לשיפור מסוים בהכנסות ממסים בחודש דצמבר. הגירעון עד סוף השנה צפוי להגיע לכ-4% תמ"ג.

לאי הוודאות בצד ההכנסות מתווסף ערפול בצד ההוצאות. ההחלטות על תוספות וקיצוצים משתנות כמעט מדי יום ואפילו כמה פעמים ביום. משרד האוצר עדיין לא פרסם תחזית לגבי השפעת המלחמה על הצד הפיסקאלי. לאחרונה הופיעו במדיה ההערכות לעלות המלחמה שנעשו לכאורה באגף התקציבים של משרד האוצר. בחלק מהדיווחים מדובר שעלות המלחמה תגיע לכ-150-200 מיליארד ₪, בין 8%-11% תמ"ג, גבוה בהרבה מההערכות לכ-4%-5% תמ"ג שפורסמו ע"י בנק ישראל ומהערכות שלנו. מכיוון שמדובר בדיווחים לא רשמיים וחלקיים, קשה להבין על איזה תרחישי מלחמה תחזיות אלה מתבססות.

חוסר הוודאות הפיסקאלי מעיב על השווקים בישראל

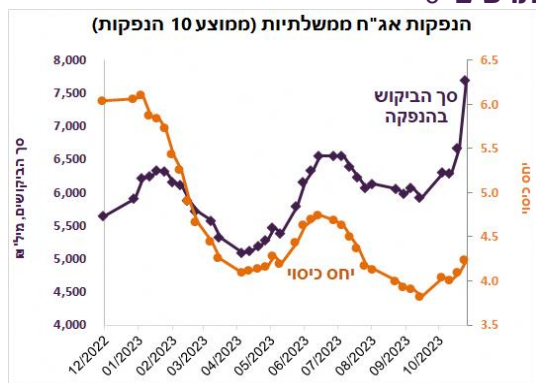
ההנפקה הגדולה של משרד האוצר בשבוע שעבר בסך של כ-3.3 מיליארד ע.ג. זכתה לביקושים חזקים. ההנפקה גם נסגרה במחירים תחרותיים מאוד. המחיר הממוצע שנסגר בהנפקה בכל אחת מהסדרות היה גבוה בממוצע בכ-0.1% מהמחיר בשוק לפני ההנפקה, התוצאה הטובה ביותר בעשרת ההנפקות האחרונות (תרשים 5).

תרשים 5



מקור: משרד האוצר, מיטב ברוקראז' 1

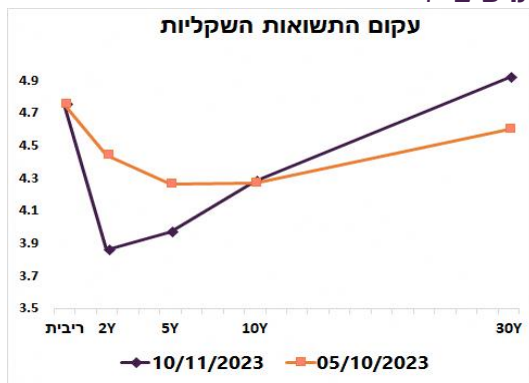
תרשים 6



אנו ממליצים להקטין סיכון באג"ח הממשלתיות ולרדת ממח"מ בינוני-ארוך לבינוני. הסיבות העיקריות להמלצה:

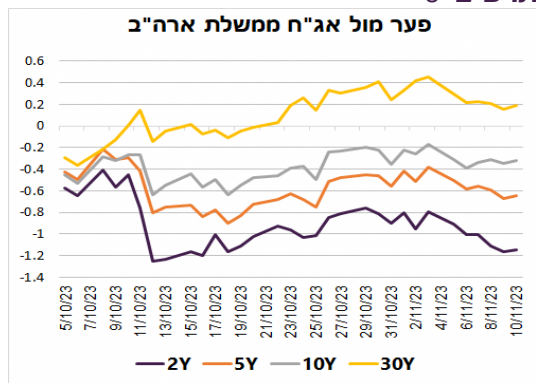
- תשואות האג"ח הממשלתיות בישראל ירדו בחדות בכל הטווחים, כאשר התשואה לשנתיים ירדה ב-0.8% מהשיא, 5 ו-30 שנה בכ-0.55% ו-10 שנים בכ-0.4%.
- הציפיות לריבית בנק ישראל בעוד שנה ירדו אל כ-3.5% (לפי הריבית העתידית ל-3 חודשים), הרף התחתון של הציפיות שלנו לריבית בנק ישראל בעוד שנה.
- נגיד בנק ישראל הדגיש בנאומו בסופ"ש שהורדת הריבית לא תתרחש לפני סיום ההתערבות בשוק המט"ח שתלויה בהתפתחויות הביטחוניות. אנחנו צופים שהריבית תרד, אך תחילתו של המהלך לא יתרחש ככל הנראה השנה.
- אחת הסיבות העיקריות להמלצה להקטין את הסיכון באפיק הממשלתי כרוכה בחוסר בהירות לגבי הערכות הפיסקאליות של עלות המלחמה והיעדר לעת עתה מדיניות תקציבית עקבית ומגובשת. מצב זה עלול להגביר חוסר הוודאות ולהתבטא בפרמיות הסיכון בשוק האג"ח.

תרשים 7



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

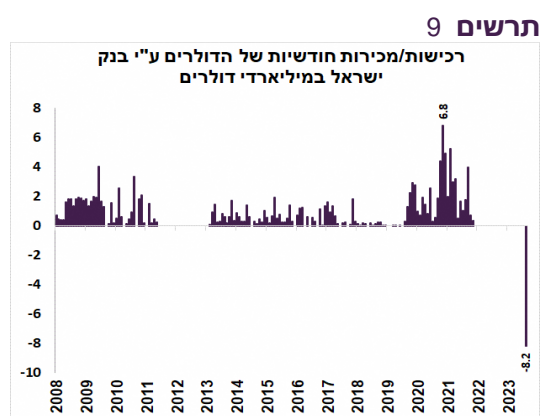
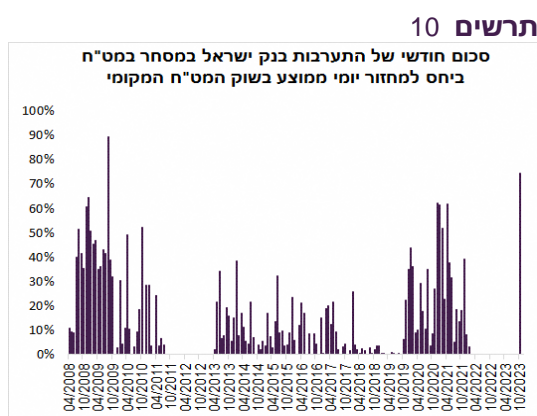
תרשים 8



התערבות בנק ישראל מצליחה

בשבוע האחרון השקל הספיק להתחזק אף מעבר לרמתו לפני 7/10. התחזקות השקל התרחשה בזכות ההתקדמות המלחמה ללא הרחבת חזיתות נוספות שהובילה לירידה בפרמיית הסיכון CDS של ישראל מ-175 ל-150 נ.ב., עליות שערים בשוק המניות האמריקאי שגרמו למוסדיים למכור מט"ח, היחלשות הדולר בעולם ומכירות המט"ח ע"י בנק ישראל. יתכן והיו גם מכירות מט"ח ספקולטיביות על רקע חשיפת שיא למט"ח של המוסדיים והשחקנים המקומיים האחרים.

בנק ישראל מכר בחודש אוקטובר 8.2 מיליארד דולר. זאת ההתערבות החודשית הגדולה ביותר שלו בשוק המט"ח אי פעם, אולם היא לא רחוקה מהפעילות בשוק המט"ח בינואר 2021 כאשר קנה 6.8 מיליארד דולר (תרשים 9). גובה ההתערבות באוקטובר לא הייתה חריגה ביחס למחזור עסקאות ממוצע בשוק המט"ח המקומי. מאז 2009 היו חודשים בהם גובה ההתערבות ביחס למחזורי המסחר היה דומה או אף גדול יותר (תרשים 10). יתרות המט"ח של בנק ישראל ירדו באוקטובר ב-7.3 מיליארד דולר. גם זה לא חסר תקדים. באפריל 2022 ירדה יתרת המט"ח ב-8.5 מיליארד דולר. היו עוד חודשים בהם ירדה יתרת המט"ח בסכום דומה. לפיכך, ההתערבות בשוק המט"ח ע"י בנק ישראל הצליחה עד עתה להקטין תנודתיות ולתמוך בהתחזקות השקל לא במחיר חריג מדי. במידע והשקל לא ייחלש שוב בצורה משמעותית, סביר שנראה סכומי התערבות נמוכים בהרבה בחודשיים הקרובים.



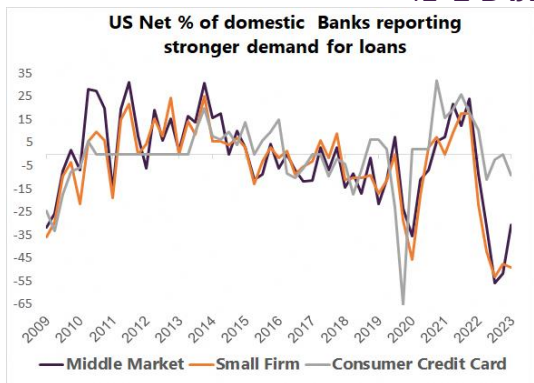
מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

עולם

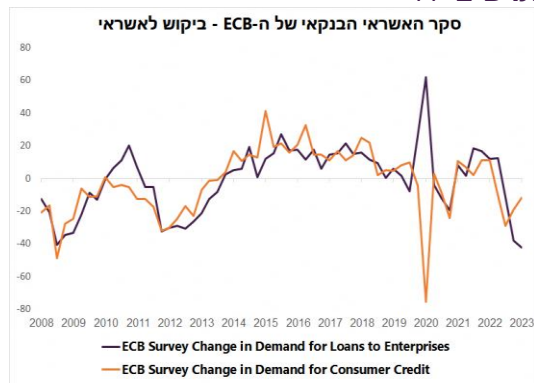
ירידה באשראי צפויה להחליש את הצמיחה והאינפלציה

סקרי האשראי הבנקאי שהתפרסמו בארה"ב ובאירופה מצביעים על ירידה חדה בביקוש לאשראי, בשלושת החודשים האחרונים בעיקר מצד החברות בהמשך לירידה ברבעונים הקודמים. ביקוש הצרכנים האמריקאים לאשראי נחלש הרבה פחות מאשר של החברות (תרשים 11-12). הירידה בביקוש נובעת מהעלות הגבוהה של האשראי.

תרשים 12



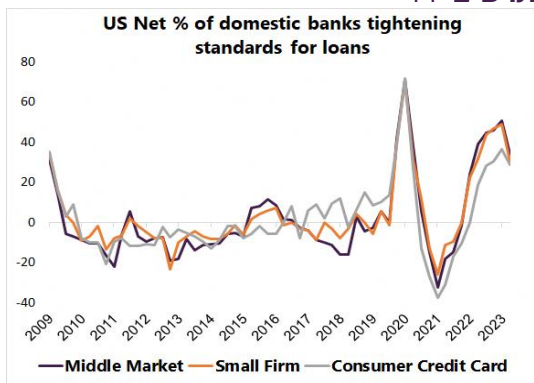
תרשים 11



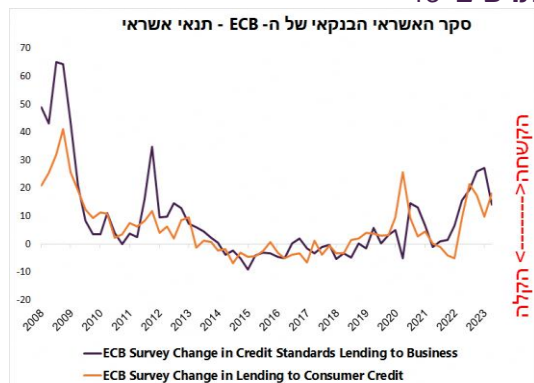
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

בצד ההיצע היו פחות בנקים שהמשיכו להקשיח תנאי אשראי בארה"ב ובאירופה לעומת הרבעון הקודם, אך עדיין מדובר בהקשחת אשראי משמעותית בהשוואה לעבר (תרשים 13-14). ממצאי הסקרים מראים שלעליית הריבית יש השפעה משמעותית על האשראי.

תרשים 14



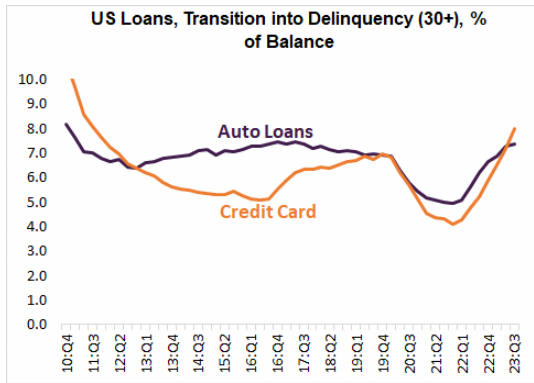
תרשים 13



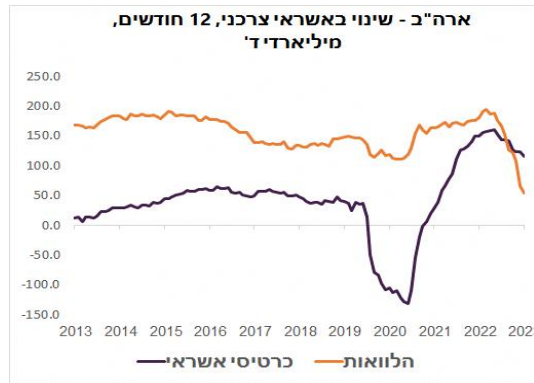
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

נתוני האשראי הצרכני בפועל בארה"ב מצביעים על ירידה חדה במתן הלוואות. הסיבה לכך קשורה בעיקר להחזר מוקדם של הלוואות הסטודנטים ע"י הלווים ולא ביוזמת הבנקים. הגידול בהלוואות בכרטיסי אשראי האט, אך הוא עדיין גבוה מאוד בהשוואה לשנים האחרונות (תרשים 15) היצע האשראי הצרכני צפוי להמשיך ולהתכווץ, בין היתר, בגלל העלייה בשיעור הפיגורים בכרטיסי אשראי ובהלוואות לרכב לרמות הגבוהות של העשור (תרשים 16), כפי שעלה מהדיווח הרבעוני על האשראי הצרכני של ה-FED. צמצום מתן אשראי, שהיה אחד המנועים של הצריכה הפרטית בשנה האחרונה, צפוי לתמוך בהאטה בצמיחה ובאינפלציה.

תרשים 16



תרשים 15

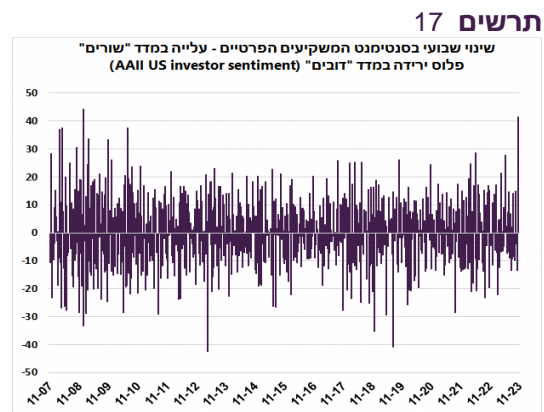
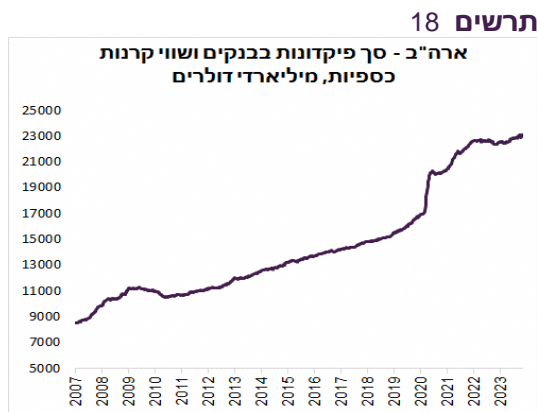


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

האם מהפך "השוורים" ימשך?

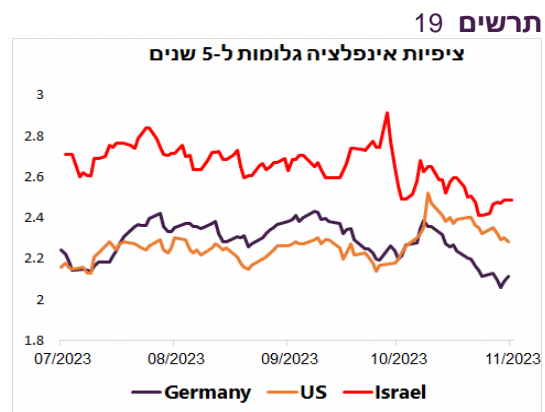
השינוי בסנטימנט המשקיעים אחרי ישיבת ריבית ה-FED ונתוני שוק העבודה לפני שבועיים היה די קיצוני. הוא הוביל לסדרה כמעט רצופה של ימי עליות שערים בשוק המניות האמריקאי. העלייה השבועית במשקל המשקיעים שדיווחו על עצמם כ-"Bullish" יחד עם הירידה במשקל "Bearish" בסקר המשקיעים הפרטיים בארה"ב הייתה בשבוע שעבר הגדולה ביותר מאז שנת 2009 (תרשים 17).

אנו מעריכים שהמגמה החיובית בשוק המניות האמריקאי תמשך בהשפעת הציפיות להורדת הריבית תוך ירידה באינפלציה והיחלשות הדרגתית בכלכלה. עודפי הנזילות שמוחזקים בפקדונות הבנקים ובקרנות הכספיות הגיעו לאחרונה לשיא חדש, הרבה מעל המגמה ארוכת הטווח (תרשים 18). ירידה בריביות בשנה הקרובה צפויה להעביר חלק מכספים אלה לאפיקי סיכון כגון מניות ואג"ח חברות.



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

נאום "נציו" של נגיד ה-FED בסופ"ש וההנפקה החלשה של האג"ח ל-30 שנה גרמו לעליית התשואות בשוק האג"ח בארה"ב. מדד המחירים שיתפרסם השבוע יהיה קריטי. מדד נמוך יצטרף לנתוני שוק העבודה החלשים ועשוי להוביל להמשך ירידה בתשואות בשוק האג"ח ולעליות במניות. בינתיים, ציפיות האינפלציה הגלומות בשוק האג"ח ירדו לאחרונה בחדות בארה"ב, אירופה וישראל גם בהשפעת הירידה במחיר הנפט (תרשים 19).

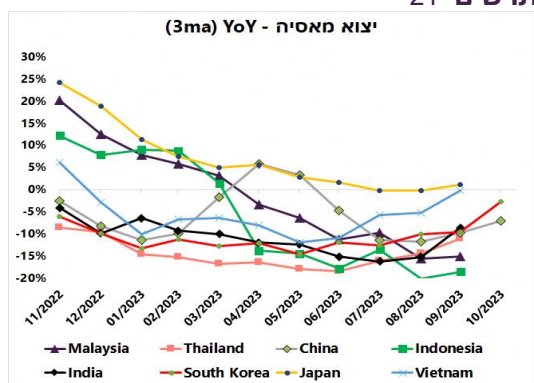


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

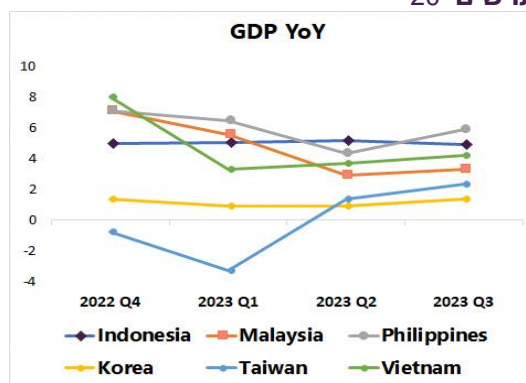
השווקים באסיה ממשיכים להיות אטרקטיביים.

על רקע צמיחה אפסית באירופה ובבריטניה וחשש מפני היחלשות הצמיחה בארה"ב, נתוני הצמיחה באסיה נראים מעודדים. קצב הצמיחה ברבעון השלישי לעומת אשתקד עלה במרבית המדינות, למעט אינדונזיה (תרשים 20). במדינות אסיה ניכר שיפור במגמת נתוני יצוא הסחורות שעובר מירידה לעלייה בקצב השנתי (תרשים 21). האינפלציה באסיה לא גבוהה יחסית למדינות המפותחות, כפי שהיה בעבר. על רקע האינפלציה הנמוכה מאוד בסין, השותפה המרכזית לסחר החוץ של מרבית המדינות באסיה, האינפלציה במדינות אסיה צפויה להישאר מרוסנת. הירידה הצפויה בשנה הקרובה בריבית ה-FED והיחלשות הדולר צפויים לתמוך בשווקים באסיה.

תרשים 21



תרשים 20



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

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

מסמך זה הוכן על ידי מיטב ברוקראז' בע"מ ("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.

12/11/2023

תאריך פרסום האנליזה