

29.9.2024

אינפלציה 12
חודשים הבאים
3.3%

מדד ספטמבר
0.1%

מדד אוקטובר
0.5%

מדד נובמבר
-0.1%

ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
4.25%-4.5%

עיקרי הדברים

- המשקל העיקרי בהחלטה של Moody's ניתן לאירועים הביטחוניים שקשה לחזות את תוצאתם. השווקים המקומיים צפויים להיות מושפעים בעיקר מהאירועים עצמם ולא מהורדת הדירוג.
- כתוצאה מהורדת דירוג האשראי לישראל, עלויות גיוס הממשלה והמגזר העסקי בחו"ל יהיו יקרות יותר מבעבר לאורך זמן.
- הנתונים הכלכליים בישראל בחודשים האחרונים מצביעים על צמיחה מאוזנת יותר שלא נשענת רק על הצריכה הפרטית והציבורית.
- הצמיחה בכלכלה האמריקאית ברבעון השלישי צפויה עדיין להיות גבוהה יחסית, אך להערכתנו סימני היחלשות יתגברו בחודשים הקרובים.
- האינפלציה בארה"ב ובאירופה מתמתנות מהר יותר מהציפיות, מה שאמור לאפשר הורדות ריבית מהירות יותר.
- חבילת התמריצים בסין צפויה לסייע לכלכלתה בטווח הקצר, אך ספק שתצליח לטפל בבעיות שורש מבניות. החשיפה לסין באמצעות המניות של מדינות אסיה האחרות מוכיחה את עצמה כיעילה מאוד.
- כוחות הדפלציוניים חזרו להופיע במקומות שונים בעולם, בפרט באירופה. ניתן להעריך שהורדות ריבית יהיו בשנה הקרובה גבוהות יותר מהתחזיות הנוכחיות.

הורדת דירוג האשראי של Moody's

סוכנות הדירוג Moody's הורידה לא במפתיע את דירוג האשראי לישראל, אך הפתיעו עם הורדה של 2 דרגות מ-A2 ל-Baa1. בנוסף, התחזית לדירוג נותרה שלילית.

הסיבה העיקרית להורדה חדה בדירוג קשורה לעלייה בסיכון הגיאופוליטי שכולל הסלמה במלחמה בצפון והיעדר התקדמות להפסקת אש בעזה. כמו כן, מצביעה סוכנות הדירוג על עלייה בסיכון הפוליטי המקומי. סוכנות הדירוג מציגה נקודות תורפה של ישראל כגון הרעה באיכות הניהול של הממשלה והיחלשות הקשרים עם בעלות הברית.

עדכון תחזיות הצמיחה - סוכנות הדירוג צופה צמיחה של 0.5% ב-2024 ו-1.5% ב-2025 (הורדת התחזית מ-4%). התחזית לצמיחה ארוכת הטווח ירדה מ-4% ל-3%.

סוכנות הדירוג פסימית לגבי התחזיות לכלכלה הישראלית לטווח ארוך ומעריכה שלא תהיה התאוששות מהירה בכלכלה גם אחרי סיום המלחמה. היא צופה פגיעה ארוכת טווח בכלכלה כתוצאה מהמלחמה שנובעת ממחסור בכוח עבודה, ירידה בהשקעות בישראל בגלל עלייה בפרמיות הסיכון והגדלת נטל המס שתכביד על הצמיחה. גם יכולת ניידות גבוהה של חברות ההיי טק עלולה להוביל לפגיעה במנוע צמיחה חשוב של המשק.

עדכון התחזית לגירעון - Moody's מעריכה שהגירעון התקציבי של הממשלה יעלה ל-7.5% השנה ול-6% ב-2025 לעומת התחזית של הממשלה לגירעון של 6.6% ו-4% התאמה. העלייה בתחזית לגירעון ל-2025 נובעת מהורדת התחזית לצמיחה.

נקודות חוזקה - סוכנות הדירוג מצביעה על נקודת חוזקה הידועות של ישראל כגון עודף גדול בחשבון השוטף של מאזן התשלומים ויתרות מטבע חוץ גבוהות של בנק ישראל. סוכנות הדירוג מציינת שלא מוטלת בספק יכולת הממשלה לגייס מקורות לפעילות.

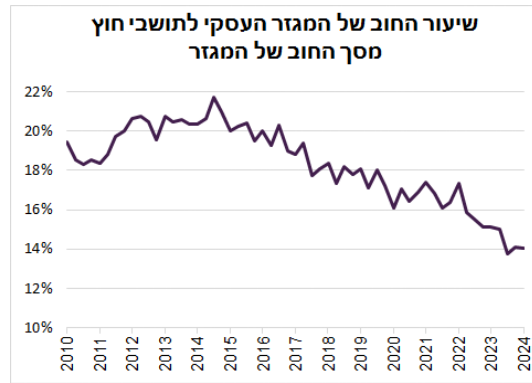
השלכות הורדת הדירוג - המשקל העיקרי בהחלטה של Moody's ניתן לאירועים הביטחוניים שקשה לחזות את תוצאתם. הפסקת אש אפשרית בטווח הקצר עשויה לרוקן מתוכן הרבה מהטיעונים בעד ההחלטה. מנגד, המשך הסלמה משמעותי עלול להוביל להורדת דירוג נוספת כבר בטווח הקצר.

לפיכך, גם ההשפעה על השווקים תלויה בעיקר לא בהורדת הדירוג עצמה, אלא בהתפתחויות בזירה הביטחונית-פוליטית. ניסיון המדינות שעברו תהליך של הורדת דירוג מקבוצת A או AA ל-BBB או אפילו BB כגון מדינות ה-PIGS באירופה, דרום אפריקה ב-2009, מקסיקו ב-2020 ואחרות מלמד שבדרך כלל לא פעולת הדירוג עצמה השפיעה, אלא ההתפתחויות בכלכלה.

בטבלה מטה (תרשים 2) מוצגות המדינות עם דירוג אשראי Baa1 של Moody's. כפי ניתן לראות, קיים פיזור גדול ביניהן מבחינת רמת ההתפתחות הכלכלית (תמ"ג לנפש), גודל החוב (חוב לתמ"ג) ועלויות המימון של הממשלה בשוק המקומי (תשואת אג"ח ל-10 שנים).

- גיוס החוב ע"י הממשלה בחו"ל בכל מקרה יהיה קשה יותר ויקר יותר לא רק בגלל העלייה בסיכון אלה גם בגלל שהבנקים יצטרכו להקצות הון גבוה יותר להחזקת אג"ח בדירוג BBB (דרישת ההון של 50%) לעומת הדרישות מהחזקת אג"ח בדירוג A (20%). נציין שהמרווח בהן נסחרות האג"ח הדולריות של ישראל עומד היום על כ-1.75% בדומה לאג"ח של מקסיקו שמדורגת Baa2 וגבוה מ-Peru (Baa1).
- תתייקר עלות גיוס החוב של החברות הישראליות בחו"ל. משקל החוב לתושבי החוץ מסך החוב של המגזר העסקי בישראל ירד משמעותית בשנים האחרונות אך הוא עדיין עומד ברמה לא מבוטלת של כ-14% (תרשים 1).
- הורדת דירוג האשראי לא אמורה להוציא את ישראל מ-FTSE World Government Bond Index (WGBI). תנאי הכניסה למדד אומנם דורשים לפחות דירוג A3 של Moody's, אך המדינה יוצאת מהמדד רק אם הדירוג יורד ל-Baa3 וגם ע"י סוכנות הדירוג S&P.

תרשים 1



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

תרשים 2

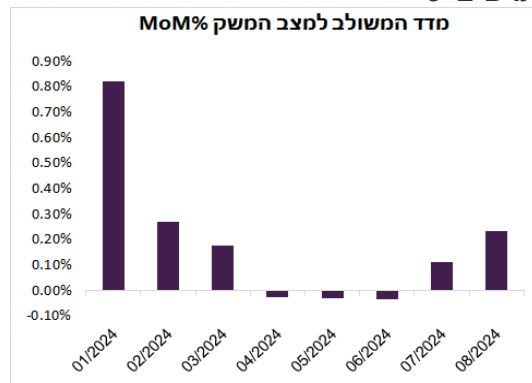
10Y Local Currency	Debt To GDP (2024F)	GDP per capita USD thousands	מדינות מדורגות Baa1 Moody's
2.9	106	33	ספרד
2.5	62	7	תאילנד
	62	21	אורוגוואי
13.5	23	13	קזחסטן
3.6	23	16	בולגריה
6.2	33	8	פרו
4.8	67	55	ישראל

מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

צמיחה מאוזנת יותר ברבעון השלישי

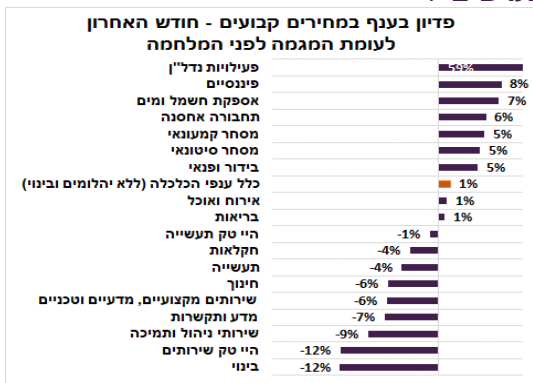
אחרי שבחודשים אפריל-יוני המדד המשולב של בנק ישראל כמעט לא השתנה ואף ירד מעט, בחודשים יולי-אוגוסט הוא עלה במצטבר בכ-0.35% (תרשים 3).

תרשים 3



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

תרשים 4

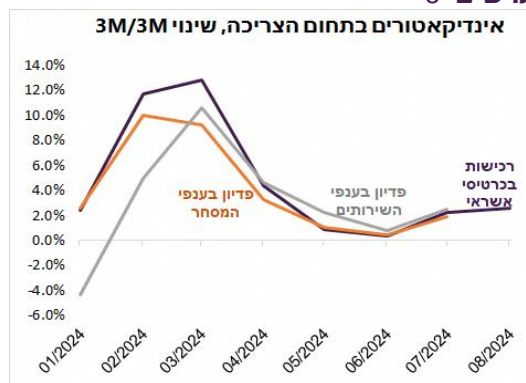


מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

על פי האינדיקטורים השוטפים, הצמיחה במשק ברבעון השלישי עשויה להיות מאוזנת יותר מאשר ברבעון הראשון והשני שבהם צמחה בעיקר הצריכה הפרטית והציבורית. בחודשים האחרונים חל שיפור במדד הייצור התעשייתי וביצוא הסחורות. יצוא ענפי ההיי טק צומח בקצב מתון (תרשים 6). בצד הצרכן נרשמה עלייה בקצב הגידול של הפדיון בענפי המסחר והשירותים. לפי הרכישות בכרטיסי אשראי, הצריכה הפרטית המשיכה לגדול גם באוגוסט (תרשים 5).

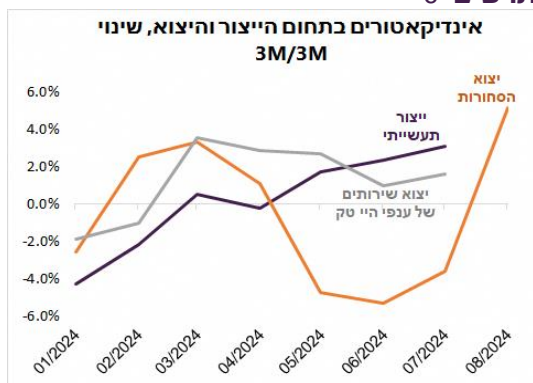
התפתחות הפדיון של ענפי המשק (ריאלי) מראה שיש הבדלים גדולים בין הענפים. הפדיון בענפי פעילויות הנדל"ן, הפיננסים, התחבורה והמסחר צומח מעל המגמה שהייתה לפני המלחמה (תרשים 4). לעומת זאת, ענפי הבינוי ושירותי ההיי טק (מכירות ההיי טק לעסקים המקומיים) סובלים מפגיור גדול ביחס למגמה.

תרשים 5



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

תרשים 6

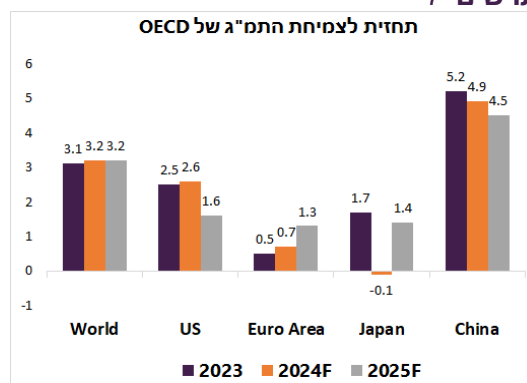


עולם

אינדיקטורים של הצמיחה בעולם

ארגון ה-OECD עדכן תחזיות הצמיחה לכלכלה העולמית שבססה"כ נותרו בלי שינויים גדולים. הצמיחה בכלכלה העולמית השנה ובשנה הבאה צפויה להיות דומה לשנת 2023, כאשר בארה"ב צפויה בשנה הבאה ירידה בצמיחה מ-2.6% ל-1.6% ובאירופה עלייה מ-0.7% ל-1.3% (תרשים 7).

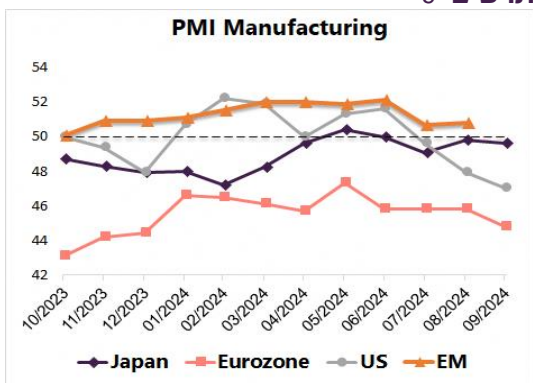
תרשים 7



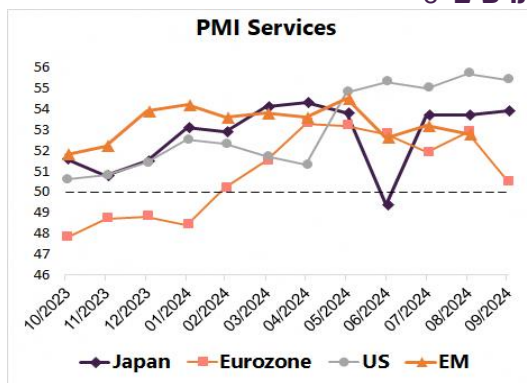
מקור: OECD, מיטב ברוקראז'

מדדי מנהלי הרכש הראשוניים לחודש ספטמבר הציגו המשך הרעה בתעשייה בארה"ב ובאירופה, כאשר בארה"ב המדד כבר 3 חודשים נמצא מתחת לרמה של 50 ומצביע על התכווצות בפעילות (תרשים 9). במדדי מנהלי הרכש בתחום השירותים רק באירופה נרשמה הרעה, כאשר בארה"ב נמשכת התרחבות בפעילות (תרשים 8).

תרשים 9



תרשים 8

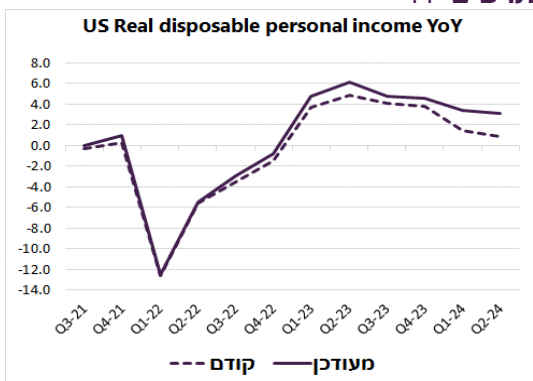


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

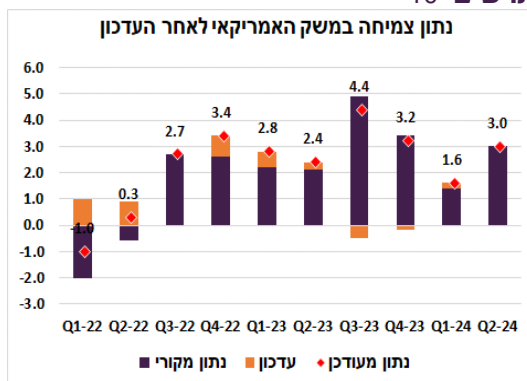
מסתבר שהכלכלה האמריקאית הייתה חזקה יותר ממה שחשבו

בארה"ב בוצע עדכון של הנתונים הכלכליים לשנים האחרונות. מסתבר שהמשק האמריקאי צמח הרבה יותר חזק ב-2022 ובמחצית הראשונה של 2023 ממה שדווח קודם. השינוי המשמעותי והרלוונטי לפעילות הכלכלית הנוכחית והעתידית היה עדכון כלפי מעלה בקצב הגידול בהכנסה הצרכנית הריאלית. לפני העדכון נרשמה ירידה משמעותית בקצב הגידול שלה שלא הסתדרה עם הצריכה הפרטית החזקה שהייתה עד לאחרונה שעכשיו יותר מובנת (תרשים 11).

תרשים 11



תרשים 10

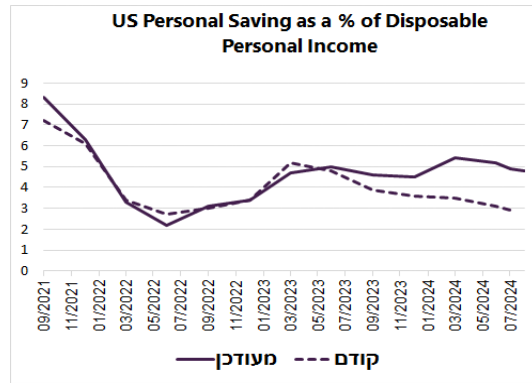


מקור: US BEA, מיטב ברוקראז'

הצמיחה בצריכה הפרטית עצמה בשנה האחרונה עודכנה רק במעט כלפי מעלה (תרשים 13). גידול גבוה יותר בהכנסות הצרכנים ללא עדכון מקביל בצריכה הוביל לעדכון משמעותי כלפי מעלה בשיעור החיסכון שלפני העדכון התקרב לרמות שפל היסטוריות (תרשים 12). שיעור חיסכון גבוה יותר יכול לסייע לצריכה הפרטית בשנה הקרובה בהתמודדות עם חולשה צפויה בשוק העבודה.

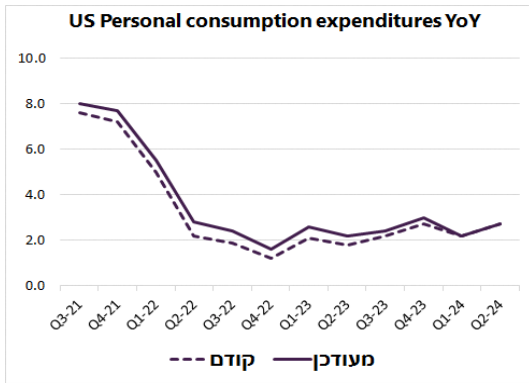
עדכון חיובי בנתוני הצמיחה בארה"ב לשנים האחרונות ולנתונים הנלווים אמור לשפר עמידות המשק מפני התמתנות, אך לא להפוך אותו לחסין.

תרשים 12



מקור: US BEA, מיטב ברוקראז'

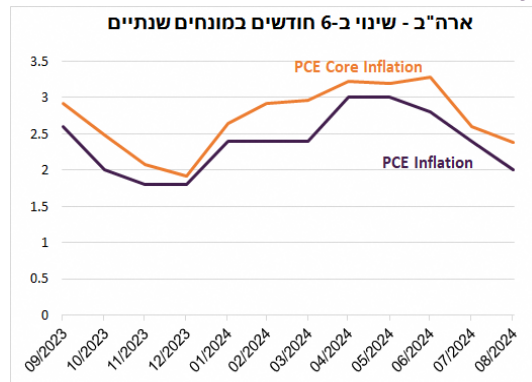
תרשים 13



האינפלציה יורדת מהר. הצמיחה בכלכלה האמריקאית צפויה להיחלש

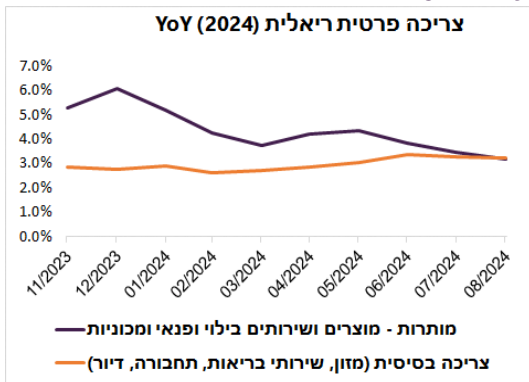
נתוני אינפלציית הליבה (PCE), ההוצאה וההכנסה הצרכנית בכלכלה האמריקאית היו נמוכים מהתחזית באוגוסט. על פי המדדים בחצי השנה האחרונה, קצב האינפלציה השנתי PCE ירד ל-2% ושל אינפלציית הליבה אל מתחת ל-2.5% (תרשים 14). נראה, שהבנק המרכזי יכול להיות הרבה יותר רגוע ביחס לסיכון האינפלציה ולהוריד ריבית בקצב מהיר יותר. ההוצאה הצרכנית הריאלית בארה"ב המשיכה אומנם לצמוח בקצב שנתי יציב יחסית, אך בהרכב שלה מופיעים סימנים שמעידים על קושי בקרב הצרכנים. קצב הגידול בהוצאות למותרות כגון מוצרים ושירותים לבילוי ופנאי ממשיך לרדת, כאשר ההוצאות על הצריכה הבסיסית (מזון, בריאות, דיור, תחבורה) ממשיכה לצמוח בקצב יציב (תרשים 15). התנהגות זו אופיינית להיחלשות בצריכה הייתה ניכרת בעבר לקראת ירידה בצמיחה הכללית.

תרשים 14



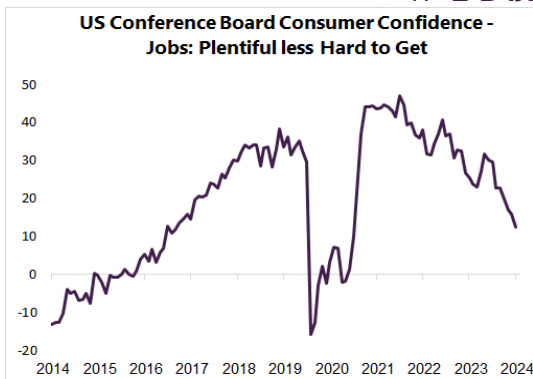
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 15

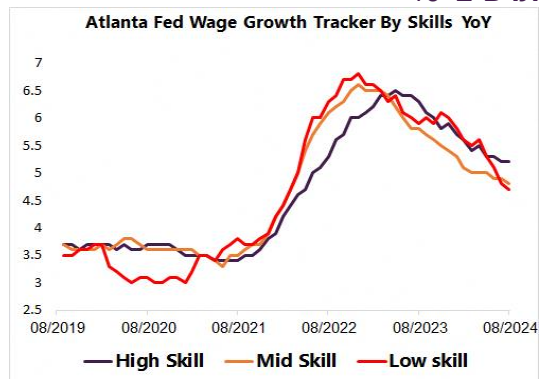


סקר סנטימנט הצרכנים בארה"ב ממשיך להצביע על היחלשות בשוק העבודה. הפער בין שיעור הצרכנים שמדווחים שיש שפע של מקומות עבודה לאלה שמדווחים על קושי למצוא עבודה ממשיך לרדת במהירות (תרשים 17). היסטורית לפער זה יש קשר הדוק מאוד לשיעור האבטלה. כפי שכבר הצגנו בשבועות האחרונים, הבעיה בשוק העבודה ובצריכה מתרכזת בשלב זה בעיקר בקרב בעלי שכר נמוך. זה עולה גם מהירידה המהירה בקצב הגידול בשכר אצל בעלי מיומנויות עבודה נמוכות בחודשים האחרונים (תרשים 16).

תרשים 17



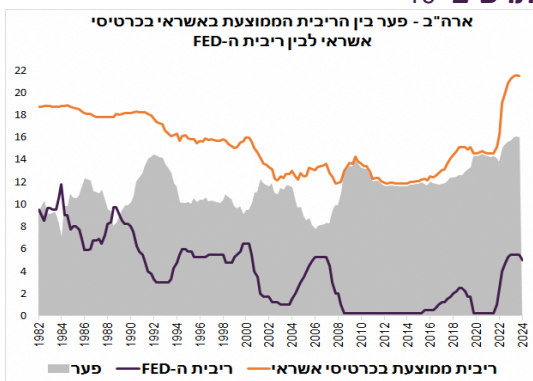
תרשים 16



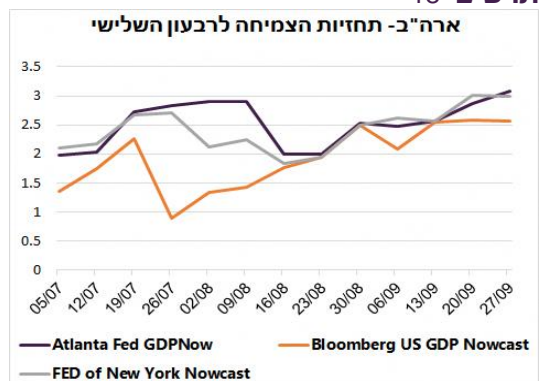
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

בינתיים, על פי המודלים השונים של ה-FED ושל בלומברג, הכלכלה האמריקאית צומחת ברבעון השלישי בקצב שנתי של כ-2.5%-3.0% (תרשים 18). אולם, אנחנו מעריכים שההיחלשות הנמשכת בשוק העבודה תוביל לפגיעה בצמיחה במחצית השנה הקרובה. הורדת הריבית לא צפויה ממש לסייע כי משקי הבית בארה"ב משלמים ריבית בהלוואות שהקשר שלה לריבית ה-FED הפך לקלוש בשנים האחרונות. הפער בין הריבית הממוצעת שמשלמים משקי הבית בכרטיסי אשראי לבין ריבית ה-FED עלה במחזור הריבית הנוכחי לשיא היסטורי של כ-16% (תרשים 16).

תרשים 19



תרשים 18

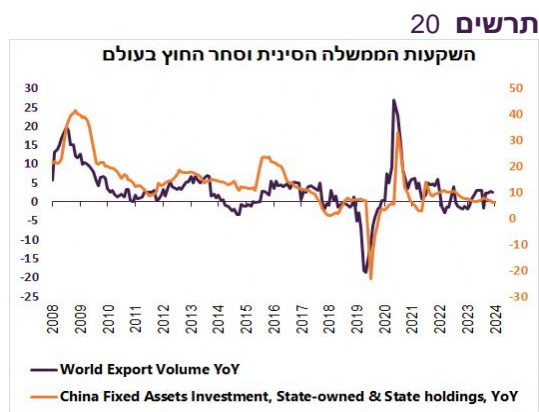
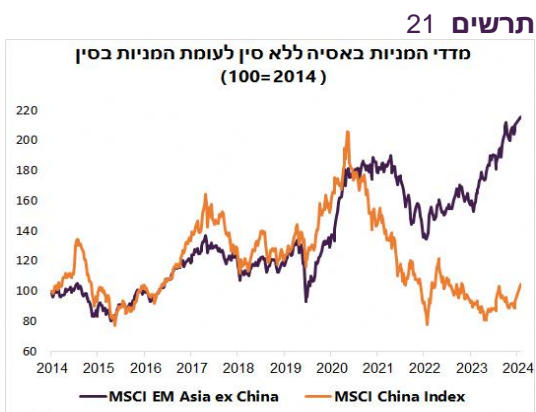


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

לאן יוביל המהלך של סין?

בסין הרשויות הודיעו על שורת צעדים פסקאליים ומוניטאריים להמרצת הכלכלה שכללו הורדות ריבית, הזרמת הון לבנקים הממשלתיים, מתן תמיכה לשוק המניות, צעדים שנועדו לבלום את המשבר בשוק הנדל"ן, מתן סיוע לנזקקים ועוד אמצעים שעדיין לא פורטו. לחבילות התמריצים שהופעלו ע"י הממשלה בסין בעבר ובאו לידי ביטוי בהגדלת השקעות הממשלה במשק הייתה השפעה לא רק על הכלכלה הסינית, אלא גם העולמית. ניתן לראות את הקשר בין השינויים בהשקעות הממשלה הסינית לבין השינויים בסחר החוץ בעולם אחרי המשבר ב-2008, בתקופת המשבר באירופה ובמשבר בסין ב-2015 (תרשים 20). חבילת התמריצים הנוכחית יכולה לתת דחיפה לכלכלה, אך להערכתנו תקשה לחלץ אותה מהבעיות לאורך זמן. היא לא מטפלת בבעיות שורש של הכלכלה הסינית ופועלת בשיטות אדמיניסטרטיביות שכבר פחות מתאימות לכלכלה בעלת מורכבות גדולה ובעיות מבניות רבות כמו הכלכלה הסינית הנוכחית.

שוק המניות הסיני עשוי להמשיך ולהגיב לצעדים כפי שעשה בשבוע שעבר, אך ההיסטוריה מלמדת שבסין עליות חדות עלולות להתחלף במהירות בירידות חדות כאשר לסיכוני השוק הרגילים מתווסף סיכון של התערבות הממשלה בסקטור או חברה ספציפית. אנו ממליצים להיחשף לשוק המניות בסין בעקיפין ע"י חשיפה למניות במדינות אסיה האחרות. כפי שניתן לראות בתרשים 21, מדד MSCI EM Asia ex China עלה בעבר יחד עם השוק הסיני, אך נמנע מהנפילה החדה שחלה בו אחרי הקורונה. המניות באסיה ללא סין אף השיגו בשנתיים האחרונות תשואה דומה ל-S&P500. מכפיל רווח חזוי של מדד זה עומד על כ-17 לעומת מכפיל 24 ב-S&P500, הגבוה ביותר מאז 2021.



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

חזרה של הדפלציה בעולם?

מספר התפתחויות עשויות להעיד שהעולם חוזר מלחשוש מסכנת האינפלציה לסיכון הפוך ששלט עד לפני מספר שנים:

- באירופה האינפלציה ירדה בספטמבר הייתה הרבה מתחת לתחזיות. היא ירדה ל-1.2% בצרפת ו-1.5% בספרד. בנוסף בנאום שנשא Isabel Schabel הבכירה ב-ECB, הסיכון לצמיחה בכלכלה האירופאית תפס דומיננטיות מוחלטת על פני סיכון האינפלציה.
- הבנק המרכזי של שווייץ הוריד את הריבית בפעם נוספת ל-1% וככל הנראה מתכוון להמשיך. המסרים שמעביר הבנק מזכירים את התקופה של מלחמות הסחר שהיו בעולם עד המגפה של ניסיונות בנקים מרכזיים להחליש מטבע.
- למרות התמריצים המאסיביים עליהם הודיעו הסינים ולמרות ההסלמה במזרח התיכון בין ישראל לחיזבאללה, מחיר הנפט ירד בשבוע שעבר. הסיבה קשורה ככל הנראה בעיקר לכוונות סעודיה להפסיק לקצץ תפוקת הנפט ולהילחם על נתח השוק.

שורה תחתונה: אנו מעריכים שהסיכון לתחזיות להורדות ריבית ע"י בנקים מרכזיים בעולם מוטא כלפי מטה.

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.

29/9/2024

תאריך פרסום האגליזה