

13.11.2022

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.9%

מדד אוקטובר
0.6%

מדד נובמבר
0.1%

מדד דצמבר
0.2%

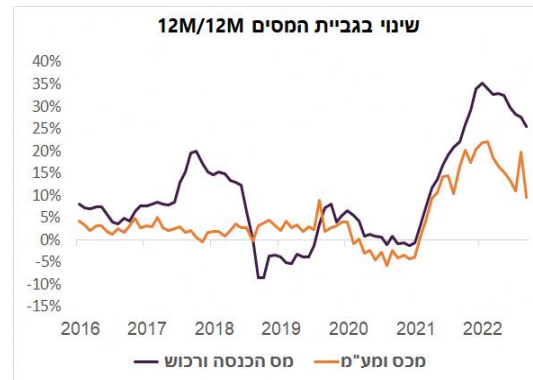
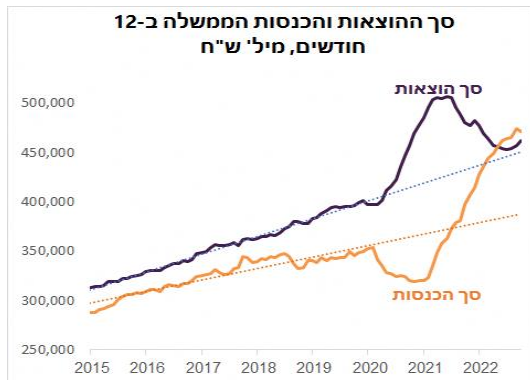
ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
3.50%

עיקרי הדברים

- **העודף התקציבי של הממשלה** בשנת 2022 אינו מעיד על האתגרים הפיננסיים בפניהם תעמוד בשנים הקרובות.
- **על פי סקר המגמות בעסקים**, מורגשת הקלה במחסור בעובדים, בחומרי הגלם ובציוד במשק. לעומת זאת, הבנקים מתחילים להקשיח תנאי אשראי למגזר העסקי.
- **משקל משקי הבית בישראל ש"לא סוגרים את החודש"** עלה בתקופת הקורונה.
- לאחר מהלך ירידת תשואות האחרון בישראל עלה הסיכון, אך במבט אסטרטגי **אפיק האג"ח** עדיין אטרקטיבי.
- **עדכון תחזית האינפלציה** אחרי פרסום מדד המחירים לאוקטובר יכלול שינויים במיסוי על הדלק, ומסים אחרים.
- **מדד המחירים האחרון בארה"ב** אינו החטאה חד פעמית, אלא עדות לשינוי בסביבת האינפלציה.
- פחת משמעותית הסיכון **לעליית ריבית ה-FED** מעבר ל-5%.
- על פי הניסיון ההיסטורי, המפנה באינפלציה האמריקאית עשוי לתמוך **בשוק המניות**.
- **הזנחת השיטה "אפס תחלואה"** בטיפול בקורונה ע"י השלטונות בסין עשויה להגביר לחצים לעליית מחירי הסחורות.

האם לממשלה החדשה יש הרבה כסף לבזבז?

בחודש אוקטובר נרשם גירעון של כ-3 מיליארד ₪, הגבוה ביותר מאז ספטמבר 2021. קצב הגידול של גביית המיסים, העקיפים והישירים, מתמתן, אך עדיין גבוה משמעותית מאשר לפני המגפה. ניכרת ירידה בגביית המיסים משוק ההון ומסי מקרקעין. סך הכנסות הממשלה ב-12 החודשים האחרונים היו גבוהות בכ-75 מיליארד ₪ לעומת הרמה שהייתה צפויה אלמלא הקורונה, בפער של כ-20%. לעומת זאת, סך הוצאות הממשלה בשנה האחרונה תואמות מגמת ארוכת הטווח.

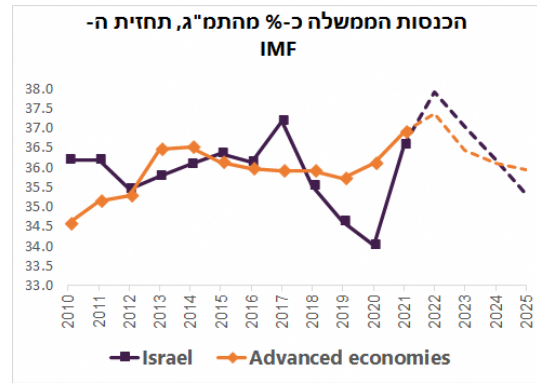
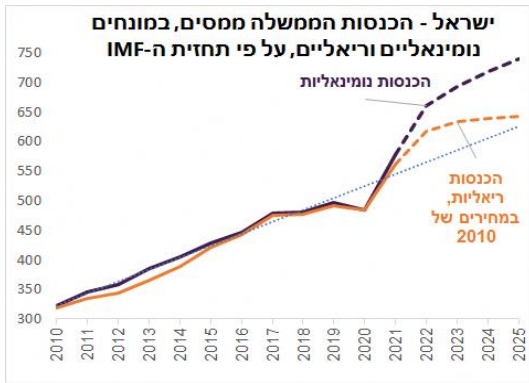


מקור: משרד האוצר, מיטב ברקראז'

לכאורה, מצב זה מאפשר לממשלה החדשה להגדיל משמעותית את ההוצאות ו/או לקצץ במיסים. נחוץ רק לשנות את הכלל שמגביל גידול בהוצאה התקציבית, מה שממשלות בדרך כלל לא מתקשות ליישם. אולם, בפועל זה לא ממש המצב:

- עודף ההכנסות נשען במידה רבה על גביית המיסים משוק ההון, משוק הנדל"ן ומפריחה בענף ההיי-טק. כל התחומים הללו נמצאים כעת בדעיכה.
- על פי התחזית של קרן המטבע הבינלאומי, הכנסות הממשלה כ-36% בשנים 2010-2019. לקפוץ לשיא של כ-38% ב-2022 לעומת ממוצע של כ-36% בשנים 2010-2019. אולם, לאחר מכן צפויה ירידה די חדה. עד 2025 שיעור הגבייה מהתמ"ג צפוי לרדת ל-35%. מצב דומה צפוי גם במדינות המפותחות האחרות, אך בישראל הירידה צפויה להיות חדה יותר.
- חלק מגביית המיסים העודפת נובעת מהאינפלציה. על פי התחזית של קרן המטבע, הכנסות הממשלה הנומינליות בשנים הקרובות צפויות להיות גבוהות מהמגמה לפני הקורונה. אולם, ההכנסות הריאליות כמעט לא צפויות לצמוח בשנים הקרובות ולקראת 2025 צפויות לחזור למגמה ארוכת הטווח. ההכנסות הריאליות הנן חשובות כי גם הוצאות הממשלה צמודות לאינפלציה. היעדר צמיחה בהכנסות הריאליות בשנים 2023-2025 תקשה להגדיל הוצאות מעבר לגידול באינפלציה.
- לא ברור מה תהיה מידת ההשפעה של ההאטה בכלכלה העולמית על המשק הישראלי בשנה הבאה ואיך היא תשפיע על גביית המיסים. יתכן והצמיחה בפועל ב-2023 תהיה נמוכה יותר מהתחזית של 3%.

שורה תחתונה: העודף התקציב של הממשלה בשנת 2022 אינו מעיד על האתגרים התקציביים בפניהם תעמוד בשנים הקרובות.



מקור: IMF, מיטב ברקראז'

הקלה במחסור בעובדים, בחומרי הגלם ובציוד

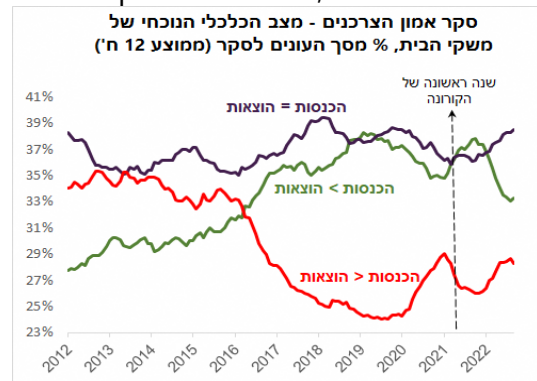
לפי סקר הערכות המגמות בעסקים, מצב החברות ממשיך להיות חיובי ויציב. החברות לא מדווחות על הרעה בהזמנות לשוק המקומי או ליצוא. אולם, צפי החברות לפעילות בשלושת החודשים הקרובים ירד מעט, כמו גם הצפי לתעסוקה. אפשר לזהות מספר מגמות חשובות שהתפתחו לאחרונה:

- חלה עלייה בחומרת המגבלה של קשיי השגת אשראי. המגמה אומנם רק בראשיתה והיא עדיין לא חמורה, אך השינוי ניכר בכל הענפים. שינוי זה עשוי להעיד שהבנקים מתחילים להקשיח תנאי אשראי למגזר העסקי.
- חלה הקלה במגבלות של מחסור בעובדים בכל הענפים שהתקשו לגייס עובדים. עוד יותר ברורה הקלה במגבלה של מחסור בציוד וחומרי הגלם בענף התעשייה והבנייה (תרשים 8).
- ציפיות האינפלציה של העסקים ירדו בחודשיים האחרונים, לאחר מגמת עלייה מתחילת 2021.

יותר משקי הבית לא סוגרים את החודש

כמו בסקר העסקים, נראה שגם ציפיות האינפלציה של הצרכנים עברו את השיא, על פי סקר אמון הצרכנים. במדד אמון הצרכנים עצמו לא חל שינוי משמעותי. הוא נמצא ברמה נמוכה מזו שהייתה לפני הקורונה. יחד עם זאת, בקרב מדינות ה-OECD אמון הצרכנים בישראל די גבוה ונמצא במקום השלישי אחרי ליטא ופינלנד.

נציין שבשנה האחרונה חלה ירידה משמעותית במשקל משקי הבית שמצליחים לחסוך (ההכנסות שלהם גבוהות מההוצאות). מנגד, עלה משקל משקי הבית "שלא סוגרים את החודש" (תרשים 11). לפי פרמטרים אלה, מצבם של משקי הבית גרוע יותר מאשר לפני הקורונה.

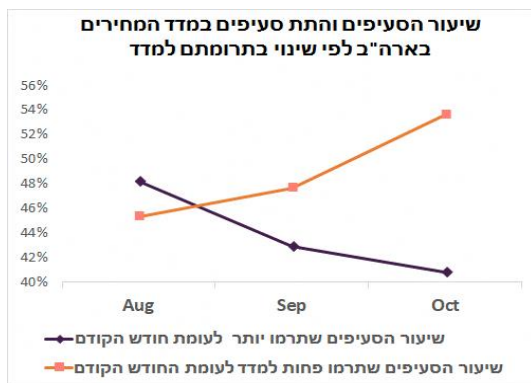


מקור: הלמס, מיטב ברקראז'

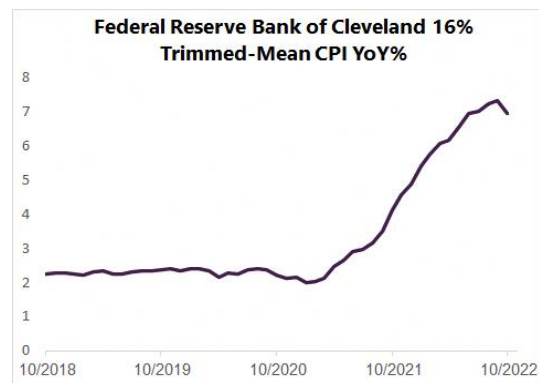
האינפלציה בארה"ב אכן לקראת ירידה

החטאה במדד המחירים האמריקאי לאוקטובר מבשרת על תפנית במגמה:

- נרשמה ירידה ראשונה בקצב השנתי של הליבה הכי יציבה של האינפלציה שמשקפת במדד FED Cleveland 16% Trimmed-Mean CPI.
- שיעור הסעיפים והתת סעיפים במדד (בסה"כ יש 338 סעיפים ותת סעיפים) שתרמו למדד יותר מאשר בחודש הקודם ירד בשלושת החודשים האחרונים, כאשר שיעור הסעיפים שתרומתם פחתה עלה.

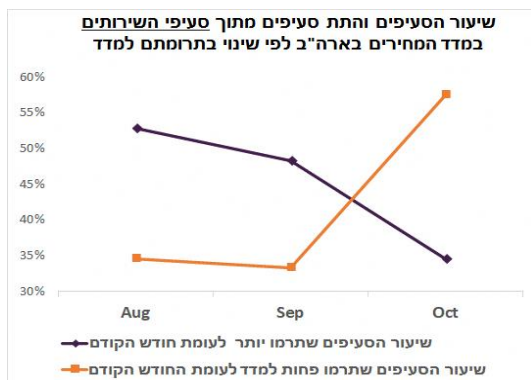


מקור: US Bureau of Labor Statistics, מיטב ברוקראז'

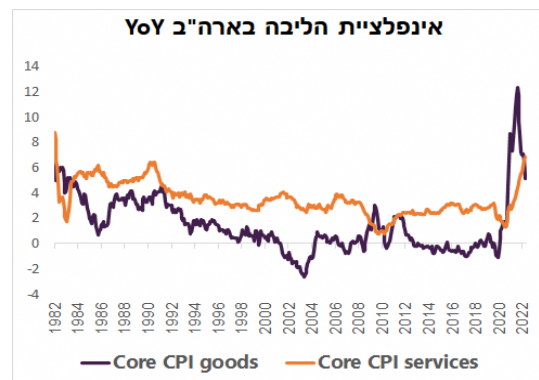


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- הירידה באינפלציה התרחשה בגלל המשך הירידה בקצב השנתי של מחירי המוצרים (ללא האנרגיה). לעומת זאת, הקצב השנתי של אינפלציית השירותים המשיך לעלות והגיע ל-6.8%, הרמה הגבוהה מאז 1982. על פניו, זה מעיד על הירידה באינפלציה הטרנזיטורית ולא בליבת האינפלציה.
- אולם, גם במחירי השירותים מתרחש שינוי. ירד שיעור הסעיפים והתת סעיפים שתרומתם לאינפלציה עלתה. לעומת זאת, שיעור הסעיפים עם תרומה פוחתת דווקא עלה בחדות בחודש אוקטובר.
- עדיין לא באה לידי ביטוי בצורה ברורה השפעת השינוי במחירי השכירות על סעיף הדיור "הכבד" במדד המחירים, אך הוא אכן צפוי לקרות כי כל הסקרים הפרטיים משקפים ירידה משמעותית בקצב עליית מחירי השכירות.



מקור: US Bureau of Labor Statistics, מיטב ברוקראז'



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: מגמת הירידה באינפלציה בארה"ב צפויה להימשך בחודשים הקרובים.

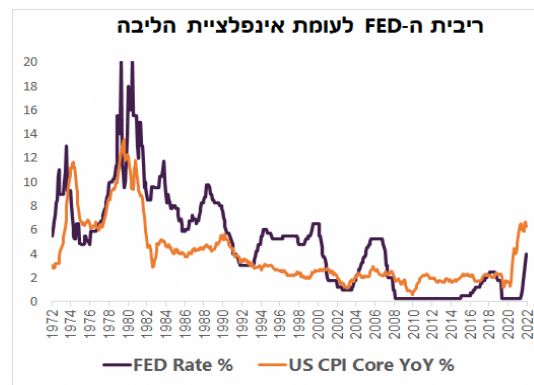
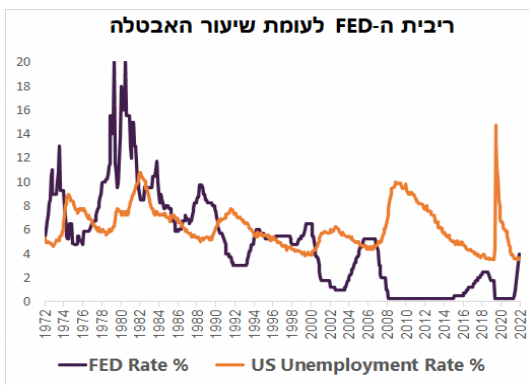
איך יגיב ה-FED?

במחזורי עליית ריבית ב-50 השנים האחרונות, אינפלציית הליבה עשתה מפנה מעלייה לירידה ארבעה חודשים במוצע אחרי שריבית ה-FED הגיעה לשיא. הפעם, הריבית צפויה לעלות למשך כ-3-6 חודשים אחרי השיא באינפלציית הליבה שהיה בספטמבר. המשך עלייה בריבית למרות עצירת העלייה בקצב האינפלציה נועד לפצות על העובדה שלהבדיל ממחזורי עליית ריבית בעבר, הריבית לא תעלה מעל רמת השיא של האינפלציה.

העלייה באבטלה מתחילה בדרך כלל אחרי שהריבית כבר נמצאת בשיא, כך שהאפיזודה הנוכחית לא אמורה להיות חריגה. הרעה בשוק העבודה צפויה להתחיל בחודשים הקרובים "ולקבע" עצירה בעליית ריבית.

לפיכך, בשלו התנאים לעצירה בעליית ריבית ה-FED כבר בחודשים הקרובים.

אולם, להערכתנו, הסיכויים לירידת ריבית בשנה הקרובה, תרחיש שמגולם בחוזים, די נמוכים. מחיר הטעות של ירידה מוקדמת בריבית שעלולה שוב להחזיר אינפלציה לעלייה גבוהה מדי מדי מדי ה-FED יסתכן בצעד זה לפני שהאינפלציה תגיע קרוב מאוד ליעד.



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: הסיכון לעליית ריבית ה-FED מעבר ל-5% פחת מאוד. אנו מעריכים שריבית ה-FED תעלה ב-0.5% בפגישתו הבאה בדצמבר. להערכתנו, הריבית לא תעבור את הרמה של 4.75%.

התפנית בסין עשויה להיות game changer

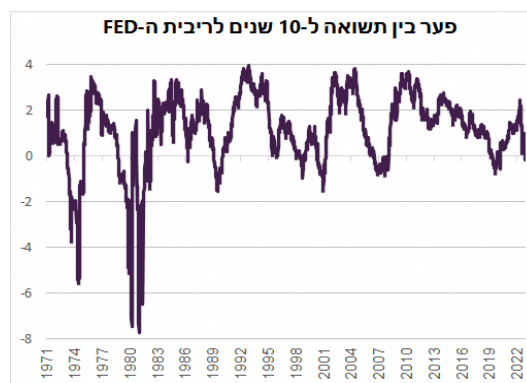
בתרחיש המרכזי אנו מצפים לירידה באינפלציה בארה"ב ולעצירה בריבית ה-FED כבר בחודשים הקרובים. אולם, השינוי בשיטה של סין בטיפול בקורונה עשוי להשפיע על ההתפתחויות. בשבוע שעבר הודיעו השלטונות בסין על שורת הקלות בטיפול בקורונה. מדובר רק בצעד ראשוני קטן, אך עצם המפנה עשוי להעיד על נטישת השיטה "אפס תחלואה".

שינוי יותר ברור ומקיף בגישה הסינית בטיפול בקורונה צפוי להוביל לעלייה משמעותית בביקושים בסין. השינוי יגביר ביקושים לסחורות מה שיוביל לעלייה משמעותית במחיריהם, במיוחד על רקע המחסור הקיים.

הסיכון לאג"ח בטווח הקצר עלה, אך אסטרטגית הן עדיין אטרקטיביות

הפחתת סיכויי לעליית ריבית בארה"ב מעבר לרמה של 5% מקטינה סיכון בשוק האג"ח האמריקאי. עקום התשואות האמריקאי צפוי להישאר הפוך. הפער בין ריבית ה-FED לתשואה ל-10 שנים הגיע לעיתים בעבר קרוב ל-2% ואף לרמות גבוהות הרבה יותר בשנות ה-70 של

האינפלציה הגבוהה. לפיכך, התשואות הארוכות בשוק האג"ח האמריקאי יכולות לרדת עוד גם אם הריבית תטפס עד ל-4.75%, על פי התחזית שלנו.



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

בשוק המקומי אין ניסיון עם ריבית גבוהה מהתשואה ל-10 שנים, אך זה עשוי לקרות גם אצלנו אפילו כבר בקרוב.

יחד עם זאת, להערכתנו, הוודאות של עצירה קרובה בעליית ריבית בישראל נמוכה יותר מאשר בארה"ב בגלל שבלימת האינפלציה בישראל פחות ניכרת. המדד לחודש אוקטובר צפוי לעלות להערכתנו ב-0.6%, מעל הקונצנזוס ולתמוך בעליית ריבית בשיעור גבוה ע"י בנק ישראל בהחלטתו בשבוע הבא. עדכון תחזית האינפלציה לאחר פרסום של מדד אוקטובר יכלול ביטול הורדת בלו על הדלק ושינויי מיסים צפויים אחרים.

מנגד, המדד המשולב של בנק ישראל עלה ברבעון השלישי בשיעור של 0.18% בלבד, הנמוך ביותר מאז Q2-2020. בעשור לפני הקורונה עלייה כל כך נמוכה במדד המשולב הייתה מבשרת על צמיחה אפסית בתמ"ג. אולם, בתקופת הקורונה הקשר בין הנתונים הכלכליים השוטפים מהם מורכב המדד המשולב לנתוני הצמיחה נותק, מה שמקשה מאוד לחזות את הצמיחה. אסטרטגית, אנו צופים שבסופו של דבר, המשק הישראלי כמו האחרים יושפע בשנה הקרובה מירידה בצמיחה ובאינפלציה. אולם, בטווח הקצר, אחרי ירידה חדה בתשואות שהייתה לאחרונה, הסיכון לתיקון כלפי מעלה בתשואות עלה.

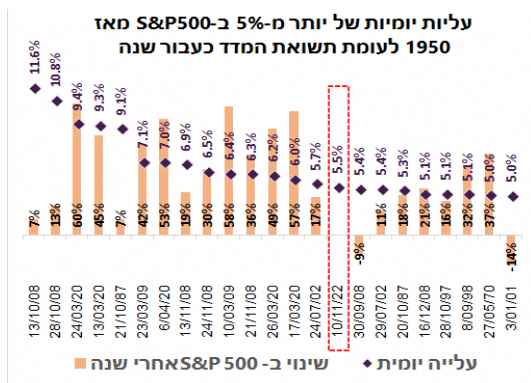
האם המשקיעים צדקו בהקפצה היסטורית של מדדי המניות?

העלייה בשיעור של 5.5% ב-S&P 500 ביום חמישי שעבר הייתה אירוע היסטורי. מ-1950 היו רק 14 ימים עם עליות יומיות גבוהות יותר. עלייה כל כך חדה, זה גם סימן לשוק מניות חיובי בשנה הקרובה, לפחות מבחינה סטטיסטית. ב-20 מתוך 22 ימים בהם מדד S&P 500 רשם עלייה יומית של 5% ויותר מאז 1950, המדד עלה בשנה לאחר מכן, בממוצע בכ-28%. סימן כלכלי חיובי נוסף לשוק המניות משתקף בעובדה שבין שנות ה-60 המאוחרות ל-80 המוקדמות של האינפלציה הגבוהה בארה"ב, שיא באינפלציה סימן תמיד מעבר מירידות לעליות במדד S&P 500.

יחד עם זאת, בשנים אלה היו קיימים עוד שני תנאים למעבר של שוק המניות לעליות:

1. ריבית ה-FED התחילה לרדת די מהר לאחר השיא באינפלציה. בדעבד, זאת הייתה הטעות של ה-FED. שוק המניות אומנם נהנה מ"ראלי", אך ירידה מוקדמת בריבית הובילה לחידוש עלייה באינפלציה ולעליית מחודשת בריבית אשר ריסקה את שוק המניות. ההנהגה הנוכחית של ה-FED מכירה בוודאי את השיעור ההיסטורי ותשתדל מאוד לא לחזור על הטעות. מצד שני, ללא ירידת ריבית באופן, לשוק המניות יהיה קשה לתמוך לאורך זמן בראלי.

2. בשנים של האינפלציה הגבוהה הפעילות במשק האמריקאי הגיעה לשפל קרוב לתחתית ב-S&P 500, כפי שמשקף במדד האינדיקטורים המובילים (Leading Indicators). הפעם, שפל בפעילות צפוי רק בעוד מספר חודשים. ההרעה הצפויה בנתונים הכלכליים עלולה "לקלקל" את החגיגות בשוק המניות.



מקור: 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 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.

13/11/2022

תאריך פרסום האנליזה