

05.02.2023

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.5%

מדד ינואר
0.2%

מדד פברואר
0.1%

מדד מרץ
0.4%

ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
3.50%-3.75%

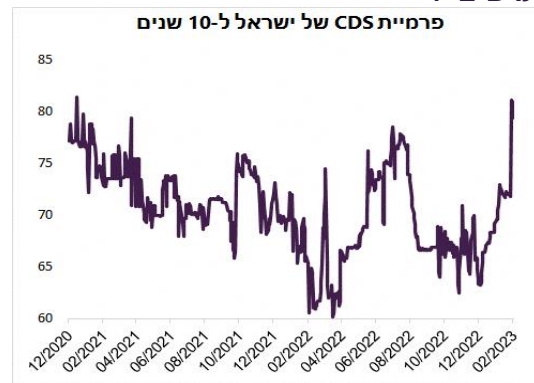
עיקרי הדברים

- פרמיית הסיכון של ישראל עלתה לרמה הגבוהה מאז 2020.
- המשק הישראלי ממשיך לייצר משרות בעיקר בענפי השירותים.
- הידיעות על צמצומים בענף ההיי טק מתחילים להשתקף בנתונים.
- עדכון תחזית הצמיחה של ה-IMF משקף הקטנת הסיכון למיתון. ענפי השירותים תומכים בצמיחה, כאשר בענפי הייצור והיצוא הפעילות ממשיכה לרדת.
- במעבר מהאטה להתאוששות בכלכלה שצפוי בהמשך השנה קיים יתרון למניות הצמיחה.
- הטיה חזקה מאוד בשוק העבודה האמריקאית לגידול במשרות בתחום השירותים תקשה על ה-FED להחזיר את האינפלציה במהירות ליעדה.
- על רקע הנתונים האחרונים, אנו חושבים שסיכוי להמשך עליית ריבית במשק האמריקאי מעבר לתחזיות בשווקים עלה.
- להערכתנו, שוק האג"ח בארה"ב מתמחר בחסר את הסיכון האינפלציה והריבית.
-

פרמיית הסיכון של ישראל עלתה

בשוק הישראלי נרשם בשבוע שעבר תיקון חד, גם באג"ח וגם במניות, לאחר ירידות בהשפעה של האירועים הפוליטיים. למרות התיקון, פרמיית הסיכון (CDS) של ישראל עלתה לרמה הגבוהה מאז סוף שנת ה-2020 (תרשים 1).

תרשים 1



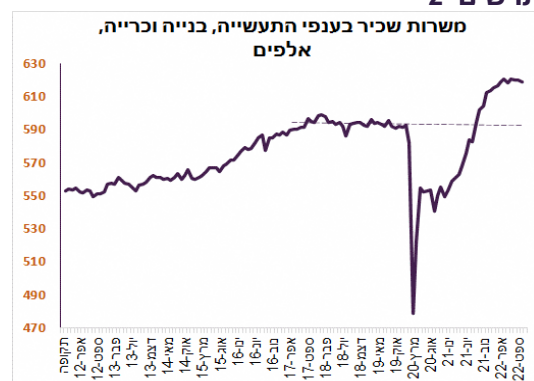
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

שוק העבודה אינו מקשה אחת

מספר משרות השכיר במשק לא חזר לקו המגמה שהיה עד הקורונה. אולם, יש הבדלים בין ענפי הייצור (תעשייה, בנייה, כרייה) לענפי השירותים. בענפי הייצור קיים קיפאון במשרות בחודשים האחרונים (תרשים 2). לעומת זאת, כמות המשרות בענפי השירותים ממשיכה לגדול, אך היא עדיין נמוכה בכ-4% מקו המגמה ארוכת הטווח (תרשים 3).

הביקוש לשירותים שעדיין לא חזר אל המגמות ארוכות הטווח, מוביל לביקוש לעובדים בענפים אלו שהם עתירי כוח אדם. הפוטנציאל לצורך בעובדים בענפים אלה יכול להיות גדול. לדוגמה, ישראל היא בין המדינות עם הפיגור הגדול ביותר בתחום התיירות הנכנסת בשנה האחרונה לעומת 2019. סגירת הפער תדרוש גיוס עובדים רבים לתעשיית התיירות.

תרשים 2



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

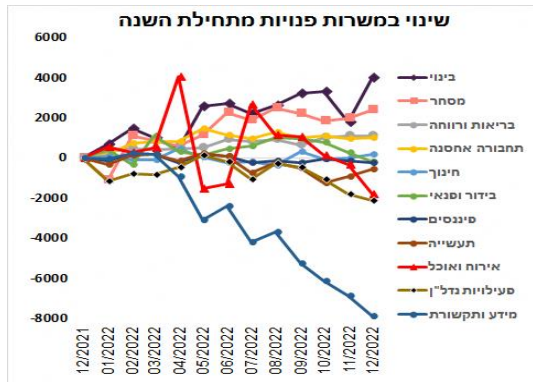
תרשים 3



הבעיות בשוק העבודה מרוכזות בעיקר בענף הטכנולוגיה והן תולדה של התהליכים המתחוללים מעבר לים. ירידה חדה בביקוש לעובדים וקפיצה במפוטרים בשלושת החודשים האחרונים בחברות הטכנולוגיה האמריקאיות מהדהדות בישראל.

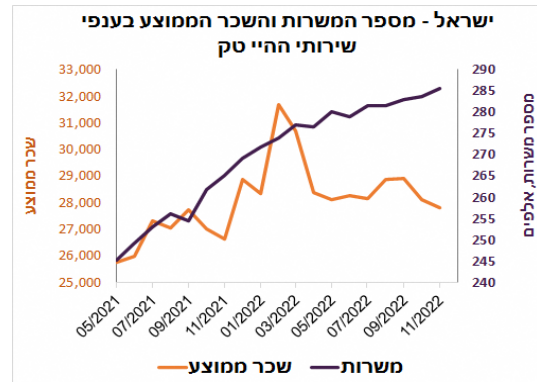
כמות המשרות בענף שירותי היי טק המשיכה לעלות עד הנתון הידוע האחרון בחודש נובמבר, אך בקצב מתון יותר מאשר במחצית הראשונה של 2022. השכר הממוצע בענף לא עלה במחצית השנייה של השנה (תרשים 4). לשכת התעסוקה מדווחת על גידול בדורשי עבודה של בעלי משלח יד בענפי טכנולוגיית המידע. כמו כן, חלה ירידה חדה במספר המשרות הפנויות בענף (תרשים 5).

תרשים 5



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 4



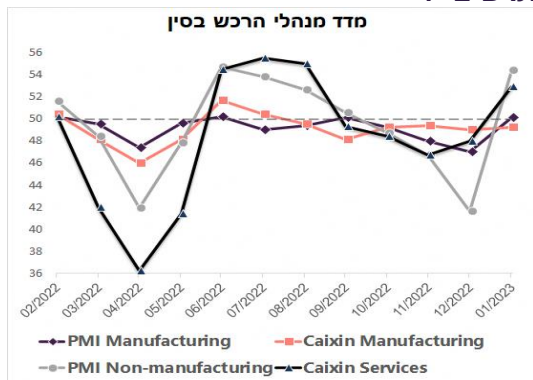
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

עולם

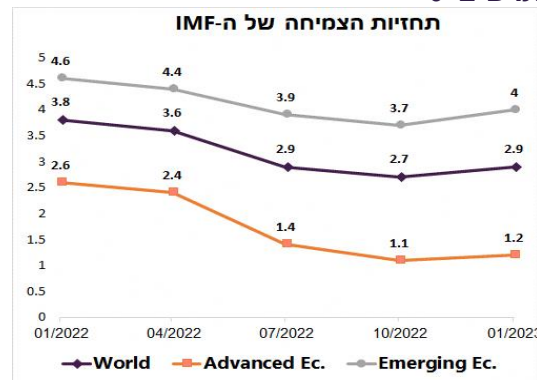
שיפור בתחזיות הצמיחה מסמן ירידה בסיכון למיתון

קרן המטבע הבינלאומית העלתה את התחזית לצמיחה במדינות המפותחות והמתפתחות לשנת 2023 בפעם הראשונה בשנה האחרונה (תרשים 6). העלייה בתחזית מסמנת ירידה בסיכון לתרחיש של מיתון במדינות המפותחות, למעט בריטניה. העדכון במדינות המתפתחות נעשה בעיקר בגלל העלייה בתחזית לסין שהתחילה התאושש מהר, כפי שהראו מדדי מנהלי הרכש לחודש ינואר (תרשים 7).

תרשים 7



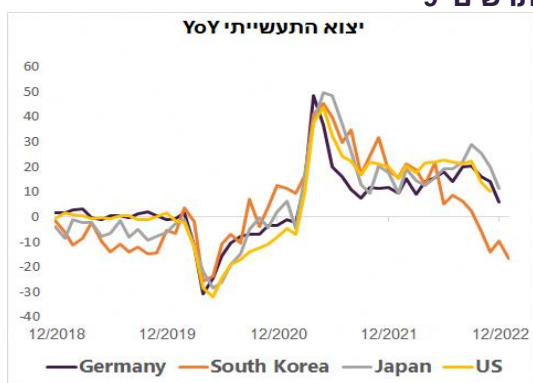
תרשים 6



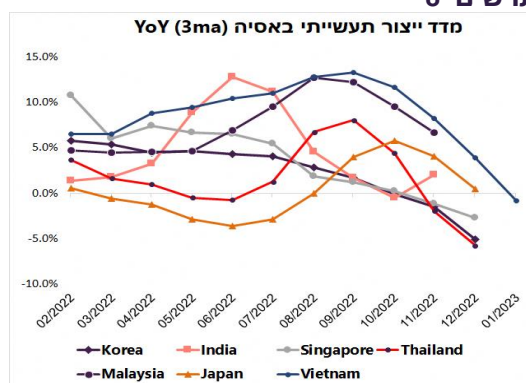
מקור: IMF, Bloomberg, מיטב ברוקראז'

העלייה בתחזית הצמיחה נעשתה למרות המשך הורדת התחזית להיקף סחר החוץ בעולם. האינדיקטורים של הביקוש למוצרים ממשיכים להצביע על ירידה בפעילות הייצור והיצוא במדינות העיקריות (תרשים 8-9).

תרשים 9



תרשים 8

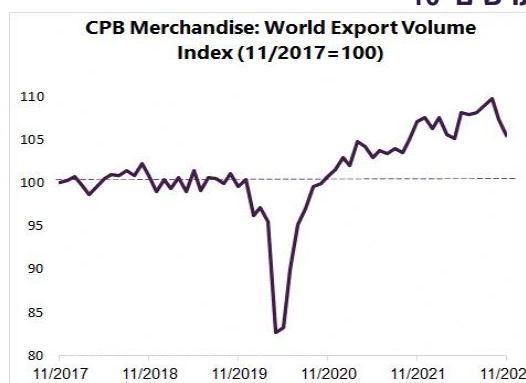


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

צריך לקחת בחשבון שהירידה בייצור והיצוא, שמשקפת ביקוש למוצרים, הייתה אמורה להתרחש גם בלי הציפיות למיתון. ראשית, הביקוש למוצרים היה גבוה הרבה יותר בתקופת המגפה ובסופו של דבר אמור לחזור לדפוס הרגיל. שנית, החברות הגדילו מלאים בתקופת המחסור לרמות שאינן נחוצות בזמנים רגילים, במיוחד לאור הירידה בביקושים. הקלה בשרשרת ההספקה אמורה להקטין ביקושים.

צריך לציין, שלמרות הירידה בחודשים האחרונים, סחר החוץ הכולל בעולם עדיין גבוה משמעותית לעומת המגמה שהייתה לפני המגפה (תרשים 10). המנוע של הצמיחה בשנה הקרובה צפוי להיות המשך התאוששות בביקוש לשירותים.

תרשים 10



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

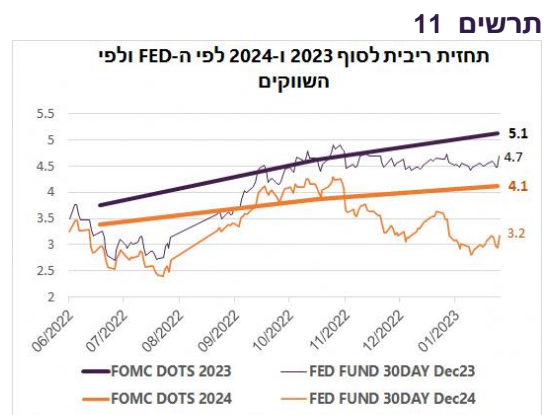
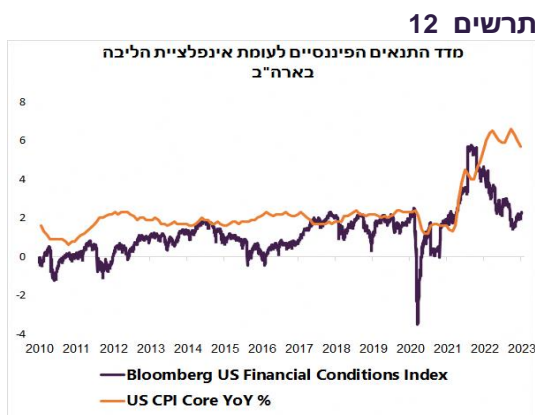
שורה תחתונה: ענפי הייצור נחלשים. ענפי השירותים צפויים לתמוך בצמיחה

אין הרבה תוכן ברעש סביב הודעות הריבית

אחרי הודעות הריבית של הבנקים המרכזיים הגדולים בשבוע האחרון ותגובת השווקים, התעורר וויכוח האם הבנקים המרכזיים לא הצליחו להעביר את המסרים או שהשווקים התעלמו מהם. לדעתנו, השווקים הבינו את מה שרצו להבין כמעט בלי קשר למה שנאמר.

הבנקים המרכזיים לא התעקשו לחדד את המסר, כפי שמעיד היעדר דוברים בכירים שלהם בתקשורת אחרי האירוע, בניגוד לדפוס שהיו נהוג במקרים דומים בעבר. שתיקת הבנקאים המרכזיים נובעת לדעתנו מכמה סיבות:

- בתקופה זו קיים סיכוי נמוך שהדיבורים יצליחו להשפיע לאורך זמן, כפי שמלמד הניסיון של השנה האחרונה.
- לבנקים המרכזיים לא מאוד חשובה תגובת השווקים. הקשר בין התנאים הפיננסיים לאינפלציה די קטן. אם כבר היה איזשהו קשר בעשור האחרון בארה"ב, הוא היה דווקא הפוך – הרעה בתנאים הפיננסיים התרחשה במקביל לעלייה באינפלציית הליבה (תרשים 12).
- גם אם ה-FED יקשיח וידגיש את המסר "הנצי", הוא לא יכול להיות בטוח שיעמוד בו. השוואת תחזיות ה-FED למה שקרה בפועל בשנתיים האחרונות מראה עד כמה המציאות הייתה שונה מהערכות הבנקים המרכזיים.
- גם לשווקים אין במה להתגאות ביכולת הניבוי. רק לפני חצי שנה החוזים ציפו שריבית ה-FED לא תגיע אפילו ל-3% ב-2023 (תרשים 11). גם התגובה שלהם לא מלמדת הרבה על ההמשך. ב-2022 היו 4 החלטות ה-FED שגרמו לעליות חזקות במניות ביום ההחלטה. ב-3 מתוך 4 פעמים השוק ירד עד להחלטה הבאה. גם שוק האג"ח לא היה טוב יותר. מתוך 5 החלטות ריבית שגרמו לירידת תשואות ביום ההחלטה, ב-4 התשואות עלו עד להחלטת הריבית הבאה.



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: אנו חושבים שהמשקיעים צריכים לייחס בהחלטותיהם בתקופה זו משקל נמוך למסרים של הבנקים המרכזיים ולתגובת השווקים לאותם המסרים.

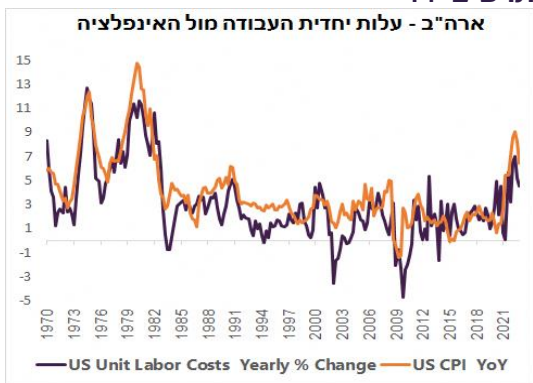
שוק העבודה מוטה ענפי השירותים צפוי להקשות על ירידה באינפלציה

מה שיקבע את ההתפתחויות בשווקים הם הנתונים. הנתונים של התקופה האחרונה, בפרט אלה שמתייחסים לשוק העבודה, מוכיחים שלביטחון שהפגינו השווקים, במיוחד שוק האג"ח, אין בסיס מוצק:

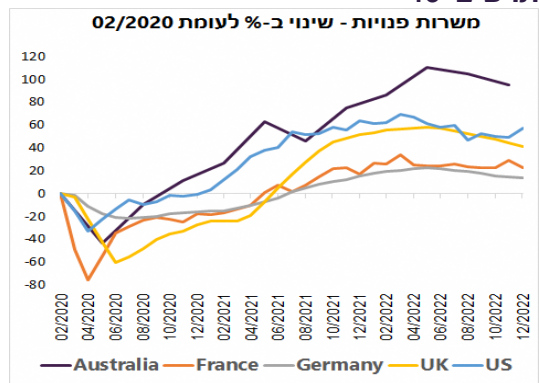
- שוקי העבודה בכל המדינות ממשיכים להיות מאוד חזקים. מספר המשרות הפנויות במדינות העיקריות עדיין גבוה משמעותית ממה שהיה לפני הקורונה (תרשים 13). שיעור האבטלה לא עולה כמעט באף מדינה מפותחת. אפילו בבריטניה, שכלכלתה ככל הנראה כבר נמצאת במיתון ושעל פי תחזית ה-BOE צפויה להתכווץ עד אמצע 2024, עדיין נוצרות הרבה יותר משרות חדשות מאשר בשנים לפני הקורונה.

- הוכחה לעוצמת שוקי העבודה קיבלנו בארה"ב עם יותר מ-500 אלף משרות חדשות וירידה באבטלה ל-3.4% בחודש ינואר, הנמוכה ביותר מאז 1969. שילוב נתונים אלה עם גידול במשרות הפנויות וכמות מאוד נמוכה של תביעות דמי אבטלה לא מותירים ספק שמצבו של שוק העבודה בארה"ב עדיין חזק מאוד.
- קצב הגידול של השכר השעתי הממוצע המשיך להתמתן. אולם, כמות שעות העבודה השבועיות עלתה במפתיע בחדות. כתוצאה מזה, האומדן לקצב הגידול של סך ההכנסות מעבודה (המכפלה של השכר השעתי בכמות השעות השבועיות ובסך מספר המשרות) דווקא עלה בחודש ינואר.
- קצב העלייה השנתי של עלות יחידת העבודה, שמתואם באופן הדוק לאינפלציית הליבה, אומנם ירד מהשיא, אך הוא עדיין הרבה יותר גבוה מאשר בעשורים האחרונים (תרשים 14).

תרשים 14



תרשים 13



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- הדבר העיקרי שמייחד את שוק העבודה הנוכחי הוא הגידול החריג במשרות בענפי השירותים. המשק האמריקאי ייצר כמעט 4 מיליון משרות בענפי השירותים בשנה האחרונה. כמות זו גבוהה בכ-60% מאשר הקצב המקסימלי בעשור שקדם לקורונה. לעומת זאת, כ-700 אלף משרות שנוצרו בענפי התעשייה והבנייה (Good Producing) גבוה רק בכ-6% מהמקסימום טרום המגפה (תרשים 15). מצב זה ממש שונה מהתאוששות מהמשברים ב-2008 וב-2000.
- גידול בביקוש לשירותים צפוי להימשך כי הצריכה שלהם עדיין לא חזרה למגמה שהייתה לפני הקורונה. כתוצאה מזה, ענפי השירותים, עתירי כוח אדם, צפויים להמשיך ולגייס הרבה עובדים, למרות ההאטה בצמיחה.

תרשים 16



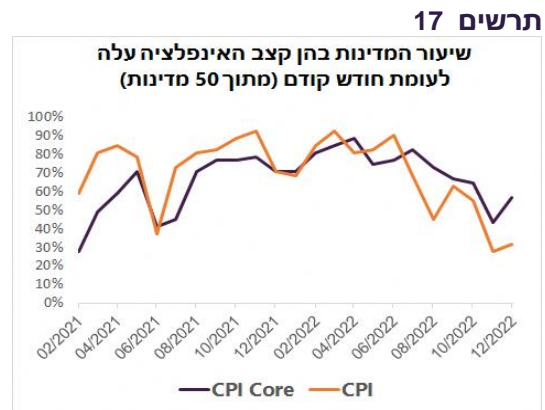
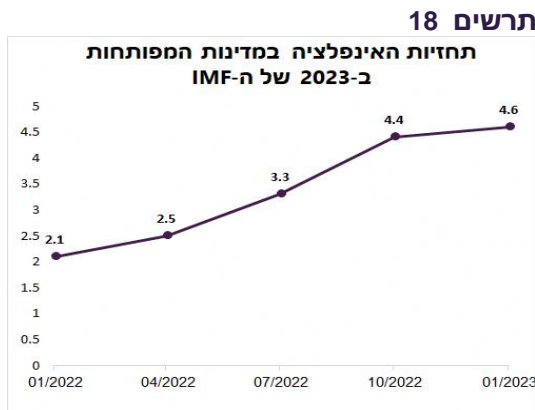
תרשים 15



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

האם חגיגת ירידה מהירה באינפלציה וריבית הייתה מעט מוקדמת? לדעתנו, מידת הביטחון שמפגינים השווקים ביחס לירידה הצפויה באינפלציה אינה תואמת לנתונים הקיימים:

- ראשית, נציין שקרן המטבע הבינלאומית אומנם צופה ירידה באינפלציה בשנת 2024, אך בינתיים דווקא העלתה שוב את תחזית האינפלציה בעולם לשנת 2023, בפעם הרביעית ברצף (תרשים 18).
- בינתיים, שיעור המדינות בהן קצב האינפלציה ממשיך לעלות ירד בחודשים האחרונים מכ-90% (מתוך כ-50 המדינות העיקריות) לכ-30%. אולם, שיעור המדינות בהן ירדה אינפלציית הליבה עלה מ-43% ל-57% (תרשים 17). כמו כן, מבין 11 המדינות שכבר פרסמו נתוני האינפלציה לינואר, אינפלציית הליבה ירדה רק ב-4 מדינות, כאשר בקוריאה, ספרד, איטליה ובלגיה היא דווקא עלתה.

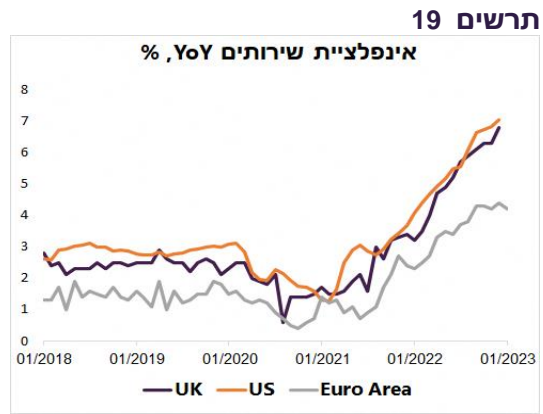
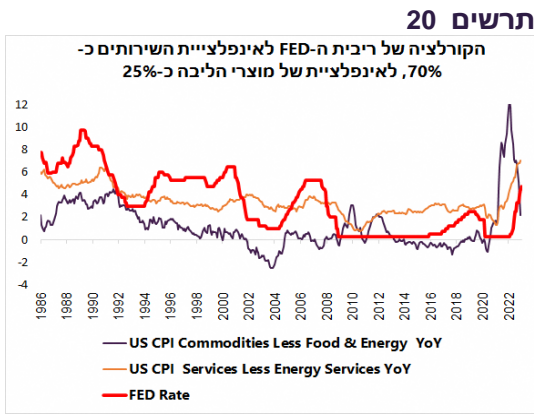


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- גידול מהיר וחריג במשרות בענפי השירותים, כפי שהצגנו קודם, תומך בליבת האינפלציה. אכן, אינפלציית המוצרים יורדת במהירות, אך אינפלציית השירותים ממשיכה לעלות במדינות העיקריות ובפרט בארה"ב (תרשים 19).
- גם מדדי מנהלי הרכש ISM ממחישים את הפער בין הסקטורים, בפרט בהתפתחות המחירים. הפער בין רכיב המחירים במדד ISM במגזר השירותים לבין התעשייה הנו הגבוה ביותר בשלושים השנים האחרונות (תרשים 16).

אנחנו גם חושבים שמידת הביטחון שמפגינים השווקים ביחס לתוואי הריבית החזוי אינה תואמת לנתונים:

- גם אם האינפלציה הייתה רק 2%, נתוני שוק העבודה הנוכחיים בארה"ב היו מצדיקים עליית ריבית.
- נדגיש שריבית ה-FED מושפעת יותר מאינפלציית השירותים מאשר המוצרים. הקורלציה בין ריבית ה-FED לאינפלציית השירותים עומדת ב-40 השנים האחרונות על כ-70%, לעומת כ-25% לאינפלציית המוצרים (תרשים 20).
- במצב הנוכחי התייחסות של ה-FED לסיכונים של מדיניות הריבית אינם סימטריים. הוא מפחד הרבה יותר להעלות ריבית פחות מדי מאשר יותר מדי.

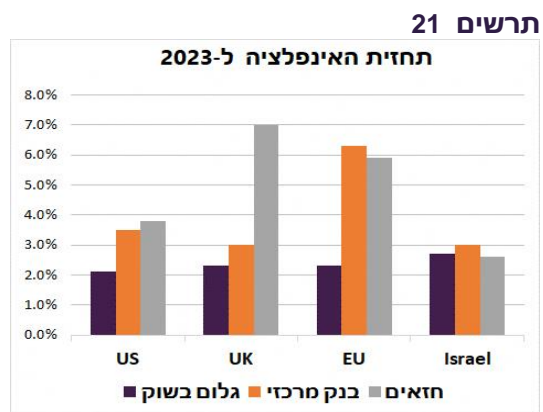
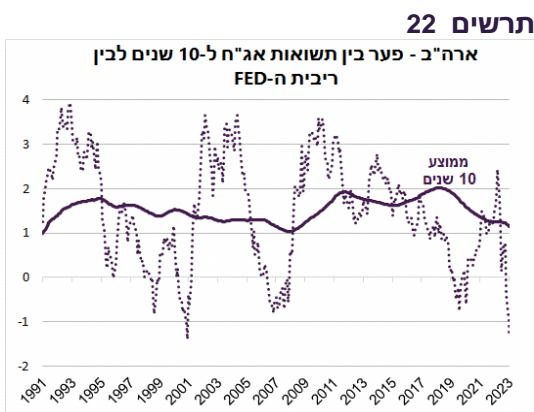


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: אנו מעלים את התחזית לריבית ה-FED לרמה של 5.0%-5.25%. ריבית ה-ECB צפויה להגיע ל-3.5%-4.0%.

המסקנות לשווקים

- יחסית לסיכוני האינפלציה, כפי שהצגנו אותם קודם, תמחור האינפלציה העתידית בשווקים נמוך מדי. למעט ישראל, תמחור האינפלציה בשוק האג"ח (breakeven) במדינות העיקריות נמוך משמעותית גם מהתחזיות של החזאים וגם של הבנקים המרכזיים באותן המדינות (תרשים 21).
 - אפילו אם האינפלציה חוזרת ל-2% יחסית מהר, תשואת האג"ח האמריקאית ל-10 שנים לא אמורה לרדת משמעותית מתחת ל-3.5% בהתחשב שה-FED מעריך בתחזיות שלו שהריבית תהיה ברמה של 2.5% במצב רגיל לאורך זמן (longer run). כך עולה מהפער הממוצע בפרקי זמן של עשר שנים בין ריבית ה-FED לתשואה ל-10 שנים בשלושים השנים האחרונות שאף פעם לא ירד מ-1% ולא עלה על 2% (תרשים 22). לפיכך, ירידה בתשואת האג"ח הממשלתית ל-10 שנים מתחת ל-3.5% משקפת סטייה מהמצב הנורמאלי.
- אומנם סטייה זו התקיימה מרבית הזמן בעשור שקדם למגפה, אך אנו מעריכים שהסיכוי שהריבית שוב תרד לרמה אפסית לא גבוה. לא בטוח שהיתרונות של מדיניות הריבית האפסית ואף שלילית בחלק מהמדינות עולים על חסרונותיה של ניפוח מחירי הנכסים והעדר מרחב לתגובה בתקופות משבר.



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- גם מבחינת שוק המניות, שוק העבודה וכלכלה חזקים שתומכים באינפלציה גבוהה טומנים סיכון. אולם, להבדיל משוק האג"ח, יש בהם סיכוי לתרחיש של נחיתה רכה גם אם הריבית לא תרד כל כך מהר.
- בנסיבות של עדכון תחזיות הצמיחה כלפי מעלה וירידה בסיכון לתרחיש של מיתון, מניות הצמיחה צפויות להציג ביצוע עודף על פני סקטורים של מניות הערך.

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.

5/2/2023

תאריך פרסום האנליזה