

28.05.2023

אינפלציה 12  
חודשים הבאים  
**2.9%**

מדד מאי  
**0.6%**

מדד יוני  
**0.1%**

מדד יולי  
**0.3%**

ריבית בנק ישראל  
צפויה בעוד 12 חודשים  
**4.50%-4.75%**

## עיקרי הדברים

- הקצב השנתי של **המדד המשולב למצב המשק** של בנק ישראל ירד לרמה הנמוכה מאז שנת 2009, לא כולל 2020.
- **הגיזול השנתי בתשלומי הריבית** של המגזר הפרטי בישראל בעקבות עליית הריבית שווה ערך לכ-4% תמ"ג.
- בחודש אפריל חלה עלייה משמעותית בפיגורים במשכנתאות.
- למרות ההאטה בצמיחה, **הבנקים בישראל ממשיכים להגדיל אשראי לעסקים**, אך לצמצם למשקי הבית.
- בעקבות פיחות השקל, **אנו מעלים את התחזית לאינפלציה ל-2.9%**. הפיחות הנמשך עשוי להגדיל תמסורת לאינפלציה. עולה הסיכוי לעליית ריבית נוספת.
- **הפעילות במגזר השירותים** בעולם ממשיכה להתרחב בקצב מהיר יחסית גם בחודש מאי. הפעילות בתעשייה עדיין מקרטעת.
- **הצריכה של משקי הבית בארה"ב** לא נחלשת למרות עליית הריבית.
- **הבנקים המרכזיים** מאותתים על עצירה בעליית הריבית, למרות ריבוי ההפתעות האינפלציוניות.
- הסיכון באג"ח עשוי לקטון בעקבות סגירת הפער בין תחזית הריבית בחוזים לבין תחזית ה-FED.
- כוחות שונים תומכים **במגמה חיובית במניות האמריקאיות**.

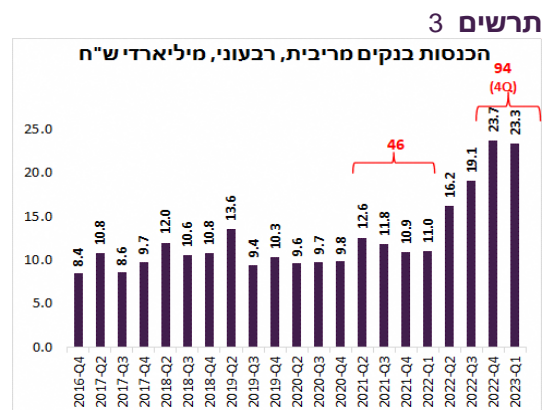
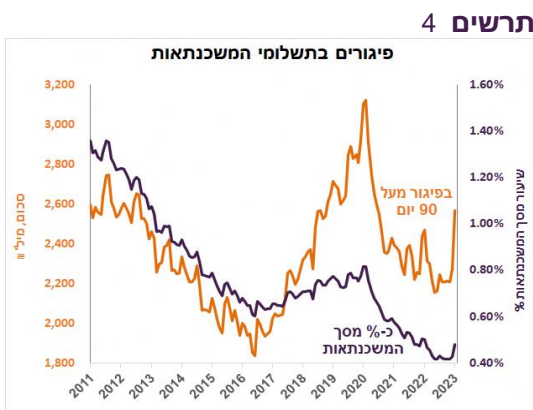
## עליית הריבית עובדת

- המדד המשולב למצב המשק של בנק ישראל עלה בשנה האחרונה ב-1.2% בלבד, השיעור הנמוך ביותר מאז 2009, לא כולל שנת 2020 (תרשים 1). החולשה מובלת ע"י היצוא והיבוא. כמו כן, קצב הגידול בפדיון ענף השירותים ירד בחודשים האחרונים (תרשים 2).



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

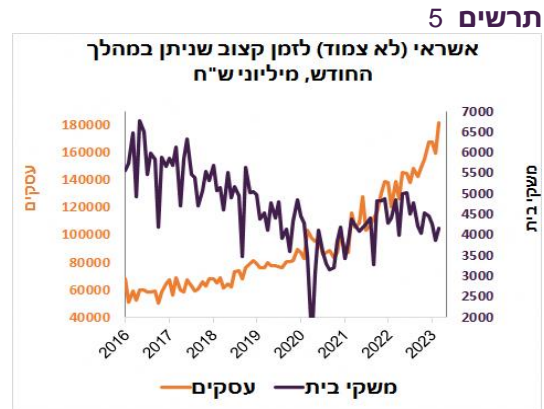
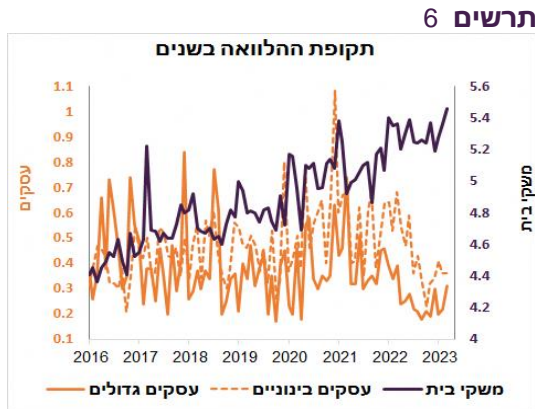
- הכנסות הבנקים מהריבית הסתכמו ברבעון הראשון בכ-24 מיליארד ₪ בדומה לרבעון הקודם. הקצב השנתי של ההכנסות בשני הרבעונים האחרונים קרוב ל-100 מיליארד ₪, לעומת כ-50 מיליארד לפני תחילת עליית הריבית (תרשים 3). כולל האשראי החוץ בנקאי (לא כולל אג"ח), גידול בתשלומי הריבית, שנגרעים מהצריכה הפרטית ומהשקעות, מסתכם בכ-60 מיליארד ₪ או כ-4% תמ"ג.
- בחודש אפריל נרשמה עלייה די חדה של 300 מיליון ₪ בפיגורים במשכנתאות. שיעור הפיגורים עדיין נמוך מאוד (תרשים 4).



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

## הבנקים ממשיכים בינתיים לתמוך בעסקים

לאחר התמתנות מסוימת, הבנקים שוב האיצו לאחרונה מתן אשראי לעסקים, לעומת הירידה באשראי למשקי הבית (תרשים 5). תקופת ההלוואות לעסקים התקצרה משמעותית, כאשר ההלוואות למשקי הבית דווקא התארכו (תרשים 6).

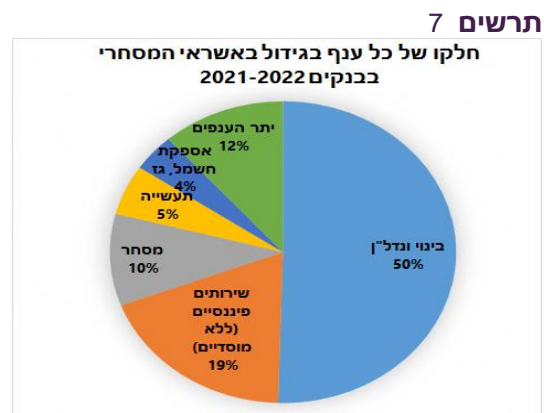
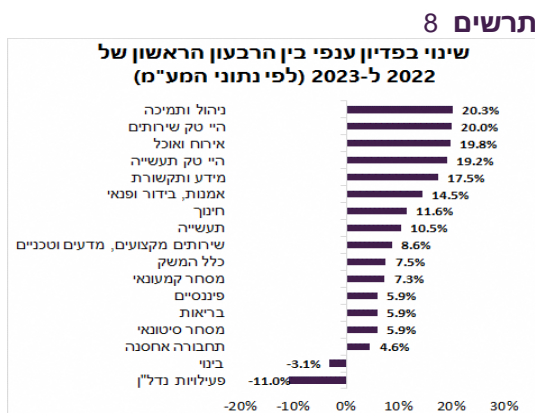


קיצור הטווח ההלוואות נובע כנראה מחוסר רצון העסקים לקבע ריבית גבוהה לתקופה ארוכה. גידול בסכומי ההלוואות בתקופה של האטה בצמיחה לא מעיד ככל הנראה על שיפור בעסקים וגידול בהשקעות, אלא דווקא ביטוי לקשיים תזרימיים.

העלייה בסיכון האשראי המסחרי באה לידי ביטוי גם בעליית ריבית משמעותית יותר בתחום זה. עד הרבעון השלישי של 2022 הריבית למשקי הבית עלתה בשיעור גבוה יותר מאשר לעסקים, אך בשני הרבעונים האחרונים דווקא הריבית על האשראי העסקי גדלה מהר יותר (תרשים 10).

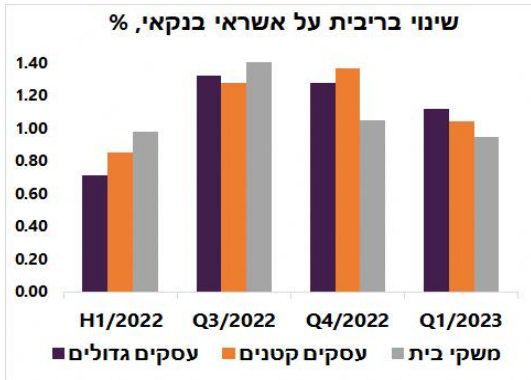
בשנים 2021-2022 כ-53% (87 מיליארד ₪) מכל הגידול באשראי המסחרי בבנקים היה לחברות בענף הנדל"ן והבינוי, הרבה מעבר למשקל ענפים אלה בסך האשראי המסחרי (תרשים 7). עוד כ-20% מהגידול באשראי המסחרי (כ-30 מיליארד ש"ח) הופנה לענף השירותים הפיננסיים (ללא גופים מוסדיים), כנראה שברובו למימון חברות האשראי החוץ בנקאי. סביר להניח שגם חלק גדול מאשראי זה בסופו של דבר הועבר לחברות בענף הנדל"ן.

בכך, כ-70% מכל הגידול באשראי המסחרי בבנקים זרם לענף הנדל"ן שנפגע הכי קשה מעליית הריבית בשנה האחרונה. הפדיון של החברות בענף הבינוי ירד בשנה האחרונה בכ-3% ובענף פעילויות נדל"ן ב-11%, לעומת גידול בפדיון בכל יתר הענפים (תרשים 8).

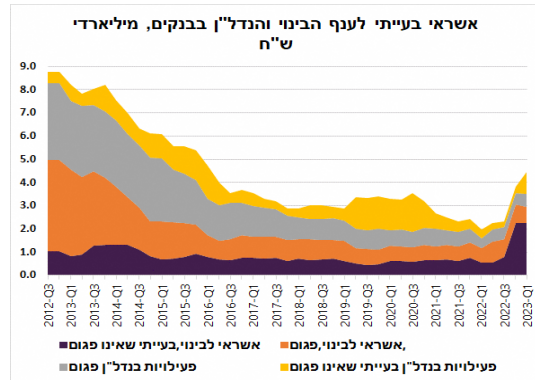


העלייה בסיכון החברות בתחום הנדל"ן גרמה לבנקים להגדיל הפרשות לחברות בתחום, אך הן עדיין נמוכות משמעותית מאלו שהיו לפני עשור (תרשים 9).

## תרשים 10



## תרשים 9



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

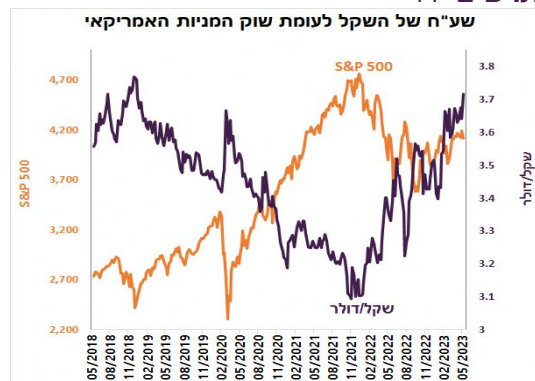
## המשך היחלשות השקל עשויה לחזק התמסורת לאינפלציה

הערכנו בשבוע שעבר שקיים סיכוי יחסית גבוה שלאחר שיעלה ריבית במאי בנק ישראל יעלה ריבית גם בהחלטתו בחודש יולי. אולם, בראיונות שנתן הנגיד אחרי עליית הריבית בשבוע שעבר הוא רמז שאם מדד המחירים לחודש מאי לא יהיה גבוה משמעותית מהתחזיות, הריבית עשויה להישאר ללא שינוי בפעם הבאה.

הקפיצה של השקל בימים האחרונים, דווקא בשבוע שבו עלתה הריבית ואושר תקציב המדינה, מעלה שוב את הסיכוי לעליית ריבית נוספת. שע"ח של השקל איבד קשר לכוחות הכלכליים (בעיקר שוק המניות האמריקאי) ומושפע בעיקר מהתרחשויות בזירה הפוליטית-ביטחונית (תרשים 11).

ההיחלשות הנמשכת של השקל עשויה להגדיל תמסורת של שע"ח לאינפלציה שהייתה מוערכת ברמה של כ-10%.

## תרשים 11



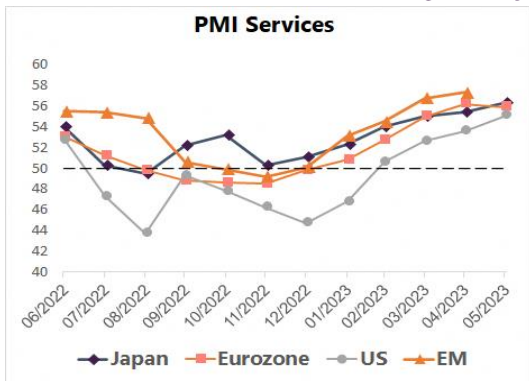
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

**שורה תחתונה: אנו מעלים את התחזית למדד המחירים לחודש יוני ל-0.1% התחזית ל-12 החודשים עולה ל-2.9%.**

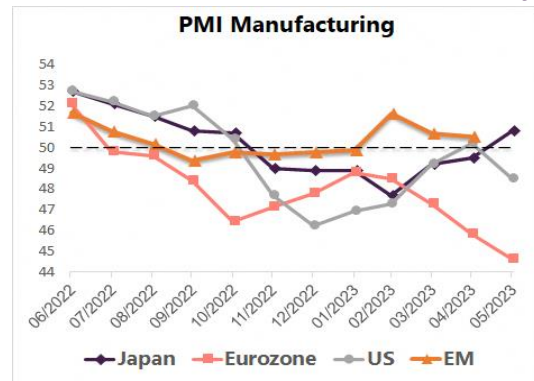
## עיתוי תחילת המיתון נדחה

מדדי מנהלי הרכש המוקדמים לחודש מאי מצביעים על המשך צמיחה במגזר השירותים בכל האזורים הכלכליים העיקריים בקצב יחסית גבוה (תרשים 13). לעומת זאת, בענף התעשייה הפעילות ממשיכה לקרטע, במיוחד באירופה. רק ביפן בולט שיפור (תרשים 12).

תרשים 13



תרשים 12

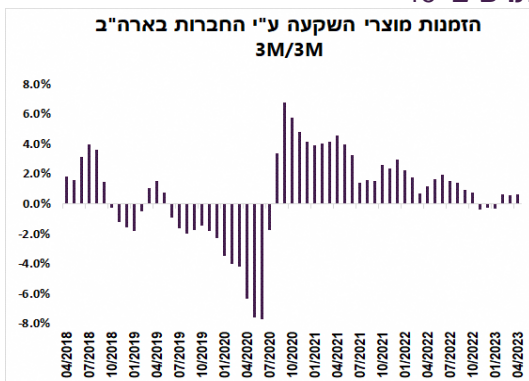


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

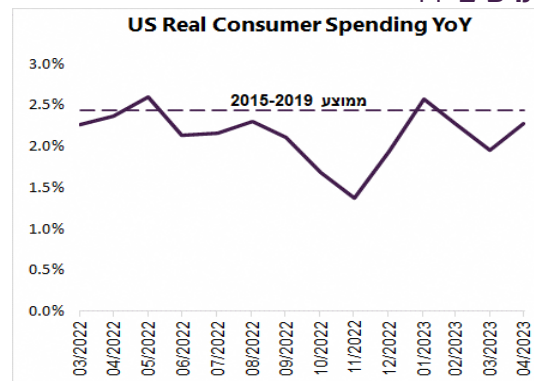
נציין מספר נתונים די חזקים שהתפרסמו בארה"ב:

- ההוצאה הצרכנית הריאלית עלתה באפריל מעל התחזיות. קצב הגידול השנתי שלה נותר קרוב ל-2.5%, בדומה לממוצע שהיה לפני המגפה (תרשים 14). בינתיים, עליית הריבית לא ממש מצליחה לקרר את הצריכה.
- גם הזמנות מוצרי השקעה ע"י החברות חזרו לצמוח אחרי שהיה נדמה שכבר מתחילות להתכווץ (תרשים 15).
- תביעות דמי אבטלה ירדו שוב.

תרשים 15



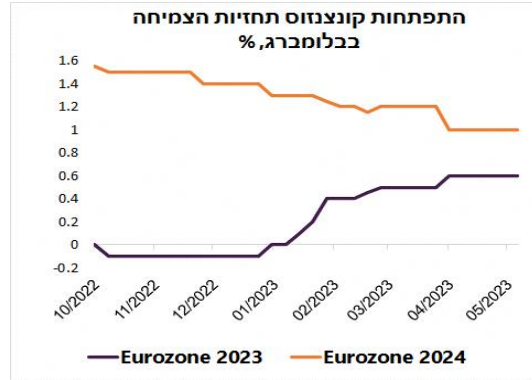
תרשים 14



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

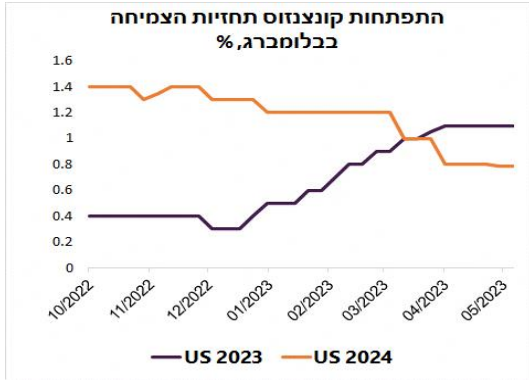
הנתונים הכלכליים חזקים, בניגוד לתחזיות להיחלשות בפעילות, גורמת לכלכלנים להיזק קדימה את התחזיות לירידה בצמיחה. בארה"ב ובאירופה התחזיות לצמיחה בשנת 2023 עולות, אך ל-2024 יורדות (תרשים 16-17).

תרשים 16



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

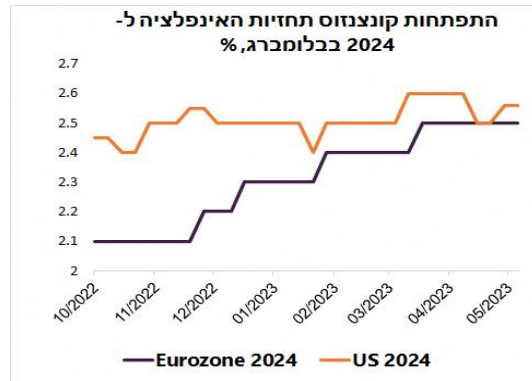
תרשים 17



### הבנקים המרכזיים מתפתים לעצור מוקדם מדי

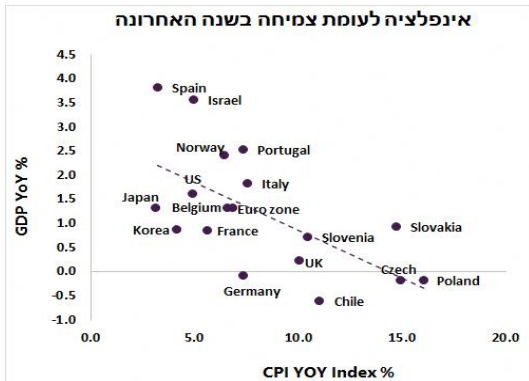
למרות הורדת תחזיות הצמיחה ל-2024, הכלכלנים לא מורידים תחזית האינפלציה לשנה הבאה (תרשים 18). האמת, שבשנה האחרונה לא הופיע הקשר הישיר המסורתי בין הצמיחה לאינפלציה במדינות המפותחות. אינפלציה גבוהה יותר דווקא תרמה לצמיחה נמוכה יותר (תרשים 19).

תרשים 18



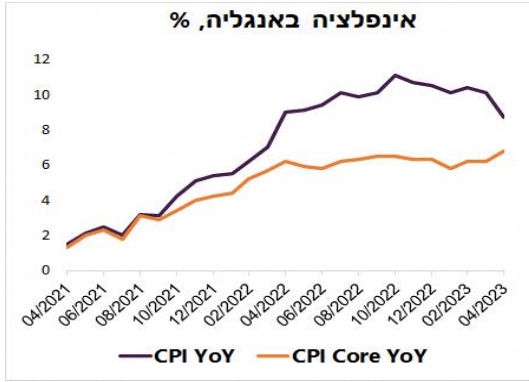
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 19

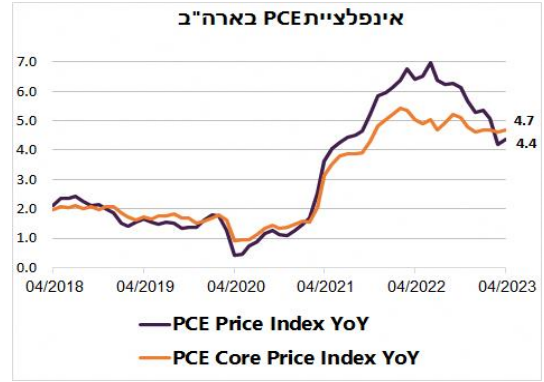


תופעה זו מוכרת משנות האינפלציה הגבוהות בעבר. הבנקים המרכזיים אמורים לדעת שבדרך כלל לא ניתן היה להשיג צמיחה יותר גבוהה ע"ח אינפלציה קצת יותר גבוהה. אולם, למרות הניסיון, נראה הם שוב לא עומדים בלחץ ולאחרונה משמיעים הערכות שהריבית כבר עלתה לרמה מרסנת שתספיק כדי להתמודד עם האינפלציה. הקריאות אלה נשמעות למרות שהאינפלציה ממשיכה להפתיע בעיקר כלפי מעלה. באפריל עלה קצב האינפלציה בקנדה, גוש האירו, צרפת, איטליה, הולנד וספרד. בשבוע שעבר הפתעה משמעותית נרשמה בבריטניה עם עליית מדד הליבה לקצב שיא של 6.8% (תרשים 21). גם קצב האינפלציה PCE בארה"ב היה גבוה מהתחזית. הקצב השנתי של קרוב ל-5% במדד הליבה נותר די יציב כבר יותר משנה (תרשים 20).

תרשים 21



תרשים 20



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

**סגירת הפער בין התחזיות לריבית של השווקים לבין ה-FED**

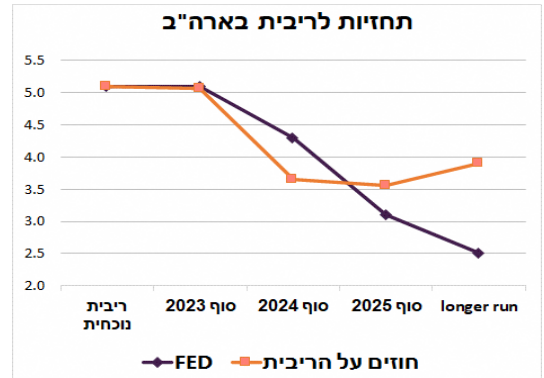
גם בשבוע שעבר תשואות האג"ח הממשלתיות בארה"ב המשיכו לעלות, תוך ירידה בתלילות עקום התשואות. הנתונים הכלכליים הטובים, ההתקדמות לקראת העלאת תקרת החוב, הירידה מהכותרות של המשבר בבנקים, ההתבטאויות "הנציות" של נגידי ה-FED ונתוני האינפלציה הגבוהים תמכו בעליית התשואות.

לפי החוזים, הריבית בסוף השנה בארה"ב תעמוד ברמה הנוכחית של 5.1%, בדיוק לפי תחזית ה-FED. החוזים מתמחרים שבדרך הריבית תעלה בעוד 0.25% ולפני שתד לקראת סוף השנה. רק לפני חודש החוזים גילמו ריבית נמוכה בכ-1% בסוף 2023. סגירת הפער בין התחזית לריבית שמגולמת בשווקים לבין זו של ה-FED מקטינה סיכון בשוק האג"ח.

לאור הנתונים הכלכליים האחרונים, אנו מעריכים שבסיכוי גבוה ה-FED יעלה ריבית בעוד 0.25% בפגישתו הקרובה ביוני, אך לפני יתפרסמו עוד נתוני אינפלציה ותעסוקה שעשויים לשנות את ההחלטה.

החוזים מגלמים ריבית של 3.7% בסוף 2024, נמוכה יותר מאשר בתחזית ה-FED לריבית של 4.3%. אולם, החל מ-2025 התחזיות לריבית בחוזים גבוהות משמעותית מאשר בתחזית ה-FED. לפי החוזים הריבית ב-2028 תעמוד על כ-3.9%, לעומת ריבית ה-longer run של 2.5% שמופיעה בתחזיות ה-FED (תרשים 22). מעניין שהמשקיעים מעריכים שהריבית לא תרד בשום שלב מתחת ל-3.5%, אך מסתפקים בתשואה של 3.8% באג"ח ל-10 שנים.

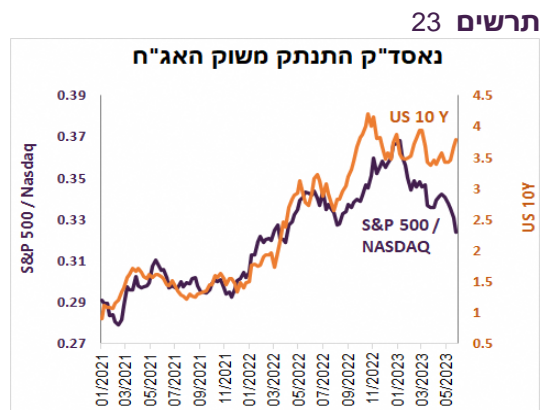
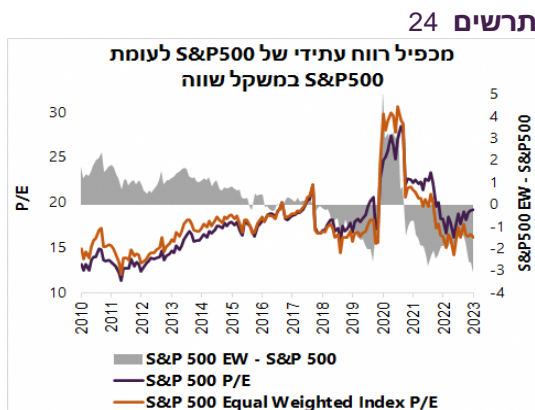
תרשים 22



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

## מה אומרת לנו ריצה "צרה" של שוק המניות לגבי ביצועיו בעתיד?

שוק המניות בכלל ומניות הטכנולוגיה בפרט התנתקו משוק האג"ח. היחס בין S&P500 ל-Nasdaq שמתחילת 2021 היה במעקב צמוד אחרי תשואות האג"ח נפרד מהן לגמרי (תרשים 23).



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

מהם הכוחות שעשויים לשמור על המגמה החיובית במניות:

- "עיכול" של עליית התשואות ע"י שוק המניות מפחית את הסיכון שלו.
- קשה להסביר את השווי של חלק ממניות הטכנולוגיה במונחים פיננסיים רגילים. אולם, יתכן שההתפתחות בתחום ה-AI באמת משנה כללי המשחק. הגידול המרשים במכירות של NVIDIA זאת לא תופעה שפגשנו בתקופת הדוט-קום. אם על הסיפור של חלום האינטרנט שעוד לא היו בו כמעט הכנסות מניות הטכנולוגיה עלו כמעט בלי הפסקה במשך כשנה וחצי עד תחילת שנת 2000, על "הדלק" של AI השוק עשוי לסחוב עוד זמן רב.
- מכפיל הרווח של מרבית המניות ב-S&P500 לא גבוה. מכפיל הרווח העתידי של מדד S&P500 במשקל שווה נמוך מהממוצע ההיסטורי. הפער השלילי בינו לבין המכפיל העתידי של מדד S&P500 הרגיל הנו הכי רחב מאז 2010 (תרשים 24).
- מדד S&P500 השיג ב-3 החודשים האחרונים תשואה גבוהה בכ-10% מעל S&P500 במשקל שווה. בהתאם לממצאים של השנים 2010-2023, פער זה צפוי להוביל אותו לעלייה גבוהה במיוחד ב-3 החודשים הבאים (מסומן במסגרת אדומה בטבלה מטה).

### תשואת ה-S&P500 ב-3 חודשים הבאים, בהתאם לביצועים שלו ביחס ל-S&P500 במשקל שווה ב-3 החודשים הקודמים. מתבסס על השנים 2010-2023

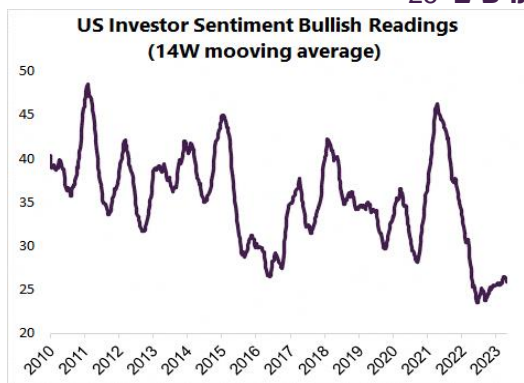
מעל 4%	בין 2% ל-4%	בין 0% ל-2%	בין מינוס 2% ל-0%	בין מינוס 4% ל-2%	מתחת למינוס 4%	תשואת S&P500 ביחס ל-S&P500 במשקל שווה ב-3 החודשים הקודמים
8.2%	3.3%	2.6%	3.5%	5.7%	7.0%	תשואת S&P500 ב-3 חודשים הבאים (חציון)

מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- הפוזיציה של המשקיעים בשוק אמורה לתמוך בהמשך המומנטום - ראשית, שיעור המשקיעים הפרטיים "שוריים" על שוק המניות נמצא באחת הרמות הנמוכות מאז 2010 (תרשים 25). גם פוזיצית "לונג" בחוזים עתידיים על ה-S&P500 של המוסדיים נמוכה יחסית. פסימיות במהלך עליות שערים בדרך כלל תומכת בהמשך מומנטום חיובי.
- היחס בין מדד המניות בפוזיצית "לונג" אצל קרנות הגידור לבין מדד המניות שיש עליהן פוזיציות "שורט" הכי גבוהות בדרך כלל מקדים את המהלכים בשוק המניות (תרשים 26). כעת הוא מצביע על צפי להמשך עליות במניות.

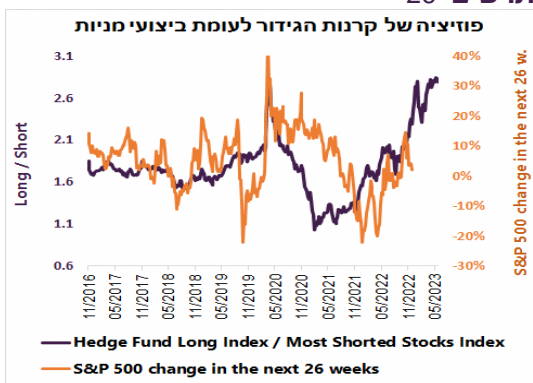


תרשים 25



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 26



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.

28/5/2023

תאריך פרסום האנליזה