

19.03.2023

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.8%

מדד מרץ
0.4%

מדד אפריל
0.5%

מדד מאי
0.6%

ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
4.25%-4.50%

עיקרי הדברים

- מסתמן שבסיכוי יחסית גבוה **לא תהיה פשרה ברפורמה המשפטית**, מה שעלול להחריף את מגמת הירידה בצמיחת המשק.
- למרות ההפתעה במדד המחירים, אנו מעריכים בשלב זה **שבנק ישראל יעלה את הריבית ב-0.25%**.
- **באפיק הקונצרני** בישראל קיימת פרמיה שלילית להחזקת אג"ח ארוכות.
- האפיק המנייתי והאג"ח בארה"ב משקפים תסריטים כלכליים שונים. **כדאי טקטית להפחית חשיפה לשניהם יחד.**
- **נתוני האינפלציה השונים בארה"ב** ממשיכים להצביע על התמתנותה, אך ספק שהיא תגיע ליעד לפחות בשנה הקרובה.
- ה-**FED צפוי לעלות את הריבית ב-0.25%**. אנו מעריכים שזאת תהיה העלייה האחרונה, אך מטילים ספק בתרחיש של הורדת ריבית מהירה שמגולם בשווקים.

הסיכון להרעה בצמיחה מתגבר

התרחיש של היעדר מתווה מוסכם לרפורמה המשפטית, שמסתמן כמרכזי, מגביר סיכון לצמיחה. המשק כבר נמצא בהאטה, שלהערכתנו תחריף בחודשים הקרובים. מעבר להשפעה של עליית ריבית מהירה והחולשה בענף ההיי טק, המשמעותי למשק הישראלי, צפויה עלייה באי הוודאות ופגיעה בסנטימנט. בסביבה זו, גם העסקים וגם משקי הבית ימנעו מלקבל החלטות כלכליות משמעותיות, מה שיפגע בצמיחה. פרמיית הסיכון של ישראל עלתה בשבוע האחרון בחדות ב-10 נ.ב. ל-87.

אי הוודאות כבר משתקפת בעובדה ששיעור העונים חיובית לשאלה של סקר הסנטימנט הצרכני האם זה הזמן המתאים לרכישות גדולות, בהתחשב במצב במדינה, ירד לרמה הנמוכה מאז שמתקיים הסקר, למעט תחילת הקורונה (תרשים 2).

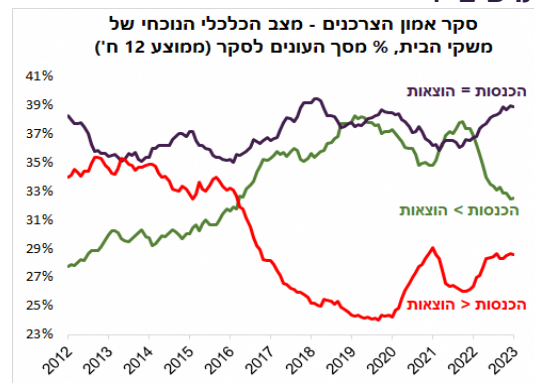
לפי מדד אמון הצרכנים, כבר היום שיעור משקי הבית שההכנסות החודשיות שלהם גבוהות מההוצאות (חוסכים) נמצא במגמת ירידה מהירה וחזר לרמות של אמצע העשור הקודם (תרשים 1). במקרה הטוב משקי בית אלה הופכים ל"מאוזנים" (הכנסות שוות להוצאות), אך חלקם "לא סוגרים את החודש" (הוצאות גבוהות מהכנסות) שגם משקלם עלה בשנה האחרונה.

תרשים 2



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

תרשים 1



מקור: הלמ"ס, מיטב ברוקראז'

למרות ההפתעה במדד המחירים, הריבית צפויה לעלות רק ב-0.25%

למרות שמדד המחירים לחודש פברואר היה גבוה מהתחזית, בשלב זה אנו מעריכים שבנק ישראל יסתפק בעליית ריבית בשיעור של 0.25% בהחלטתו בעוד שבועיים. ההרעה הצפויה בפעילות הכלכלית בישראל ועלייה בסיכונים בעולם יתמכו בעליית ריבית מתונה.

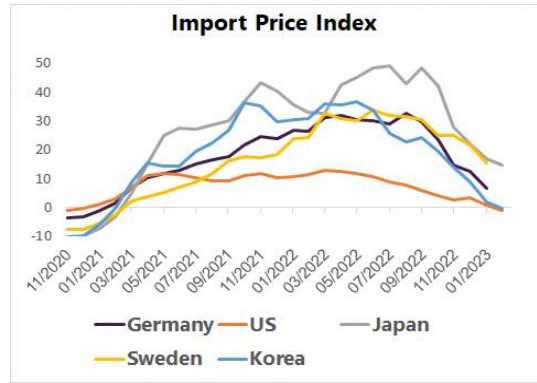
גם הירידה הדי חדה במחירי היבוא במדינות שונות (תרשים 3) שמשקפת ירידה דומה במחירי היבוא בישראל תומכת בעלייה מתונה בריבית. מחירי הסחורות ממשיכים לרדת. מחיר הנפט ירד מתחילת החודש בכ-12% במונחים שקליים. פיחות השקל הוא אחד הסיכונים המרכזיים לאינפלציה.

ציפיות האינפלציה הגלומות ירדו בשבוע שעבר, טכנית בעקבות פרסום מדד המחירים הגבוה ובנוסף בגלל עליות חזקות יותר בשערי האג"ח השקליות מאשר בצמודות בכל הטווחים. בציפיות הנוכחיות הצטמצם היתרון לאג"ח השקליות על פני הצמודות.

הריביות העתידיות מגלמות עליית ריבית עד ל-4.75%. הציפיות לריבית בעוד שנה ירדו ב-0.5% ל-4.25% (תרשים 4). אנו מעריכים שהריבית לא תעלה מעל 4.5%.

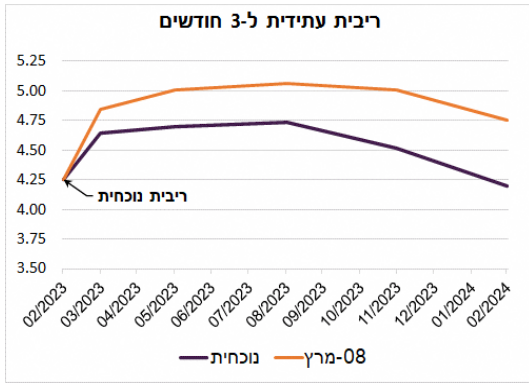
לאחר ירידה משמעותית בתשואות, אטרקטיביות האג"ח ירדה, במיוחד הארוכות.

תרשים 3



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 4



אג"ח קונצרניות – מומלצת החזקה שמרנית וקצרה

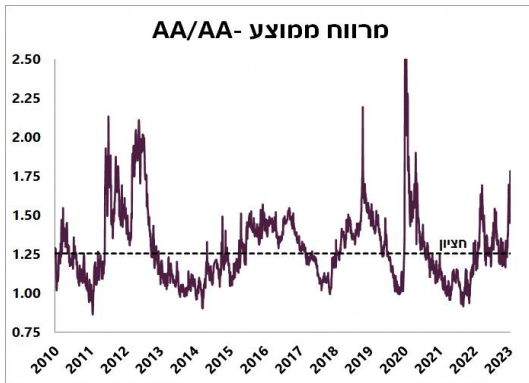
המרווחים באג"ח הקונצרניות בישראל המשיכו להיפתח. בקבוצה AA פתיחת המרווח הייתה משמעותית יותר ביחס לממוצע ההיסטורי (תרשים 6) מאשר בקבוצה A (תרשים 5).

תרשים 5



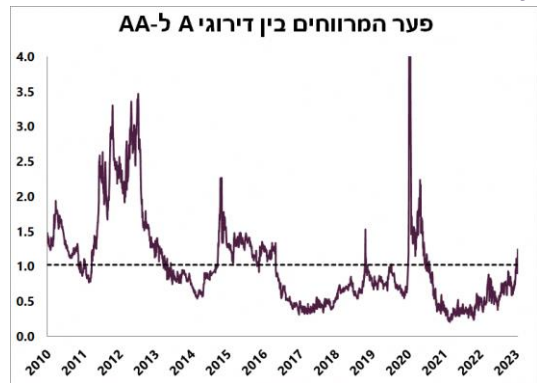
מקור: בורסה, מיטב ברוקראז'

תרשים 6

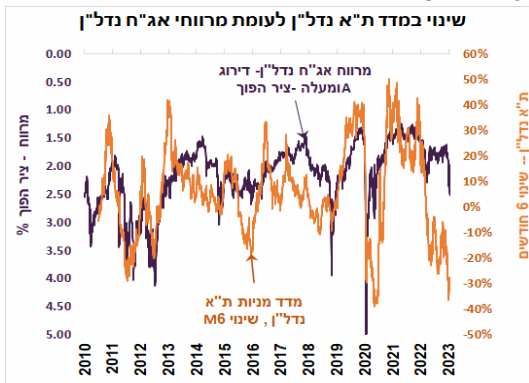


הפער בין המרווח הממוצע בדירוג A ל-AA דומה לממוצע ההיסטורי (תרשים 7). להערכתנו, המשקיעים צריכים לדרוש פרמיה גבוהה יותר באג"ח בדירוגים נמוכים. הפעם ישראל לא רק מושפעת בעקיפין מהאירועים בעולם, אלא סובלת מאותן הבעיות בנוסף לבעיות הייחודיות המקומיות – חשיפתה הגבוהה במיוחד של הכלכלה המקומית לענף ההיי טק, גידול מהיר הרבה יותר מהמדינות האחרות באשראי בשנתיים האחרונות וההשפעה של הרפורמה המשפטית.

תרשים 7



תרשים 8



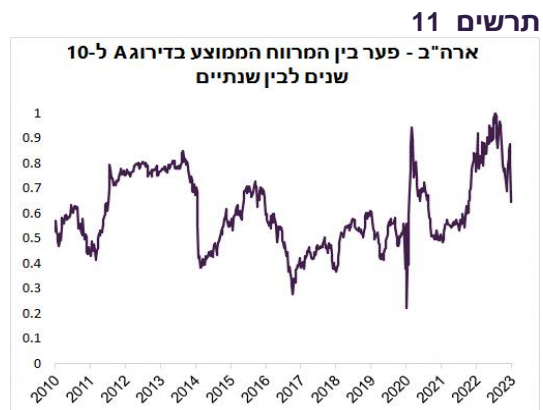
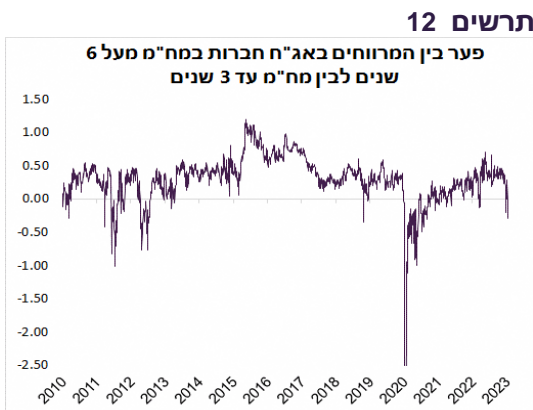
נראה שהמשקיעים צריכים לדרוש פרמיה גבוהה יותר באג"ח של חברות הנדל"ן, הענף החשוף ביותר לעליית הריבית ולהיחלשות ההיי טק. הקשר ההיסטורי בין הירידות במניות הנדל"ן לבין

פתיחת המרווחים באג"ח חברות הנדל"ן מסמנות שהמרווחים צריכים לעלות (תרשים 8). המרווחים באג"ח חברות הנדל"ן, הן בדירוגים הנמוכים והן הגבוהים יותר (תרשים 9-10) נמצאים ברמות נמוכות משמעותית מאשר במשברים שהיו בעשור האחרון בהם הכלכלה הישראלית הושפעה רק בעקיפין מהבעיות בעולם.



מקור: בורסה, מיטב ברוקראז'

- לאחרונה המרווחים לטווחים הקצרים (עד 3 שנים מח"מ) עלו מעל המרווחים באג"ח הארוכות (מעל 6 שנים מח"מ) (תרשים 12). תופעה זו מתרחשת לעיתים במשברים כאשר המשקיעים חוששים מכשל לווים בטווח הקצר. אולם, בדרך כלל "היפוך" עקום המרווחים מתרחש ברמות מרווחים גבוהות יותר, במיוחד באג"ח בדירוגים נמוכים. כמו כן, לראשונה התופעה הזאת מתרחשת בישראל על רקע עקום ממשלתי הפוך. למעשה, המשקיעים באג"ח הקונצרניות הארוכות מקבלים פרמיה שלילית עבור תקופה לא רק דרך עקום הבנצ'מארק, אלא גם דרך מרווח נמוך מדי בטווחים הארוכים מאשר בקצרים. בארה"ב היפוך עקום התשואות גרם בשנה האחרונה דווקא לפתיחת המרווחים הארוכים ביחס לקצרים (תרשים 11). לא נראה שיש הצדקה לתופעת היפוך מרווחים שמתרחשת בישראל.



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

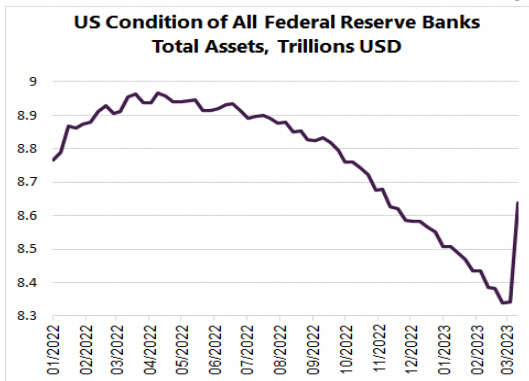
הבעיה בבנקים רחבה, אך ניתנת לפתרון

האירועים האחרונים בשווקים לא קשורים ישירות להרעה במצב הכלכלי. הנתונים הכלכליים, כולל אלה שהתפרסמו בשבוע שעבר, דווקא השתפרו לאחרונה בארה"ב, אירופה ובמדינות האחרות. לראיה, התחזית לצמיחה של הכלכלה האמריקאית ברבעון הראשון על פי GDP Now עלתה בשבוע האחרון מ-2.8% ל-3.2%.

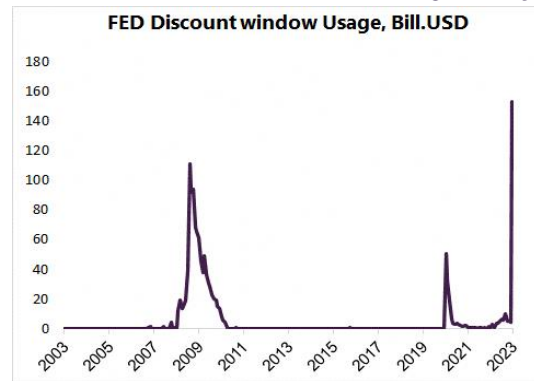
הנזק הכלכלי עלול להיגרם אם הרגולטורים לא יצליחו לבלום התפשטות המשבר במערכת הבנקאית. בשבוע שעבר התפרסם מחקר (Monetary Tightening and U.S. Bank Fragility in 2023: Mark-to-Market Losses and Uninsured Depositor Runs?) שבו החוקרים גילו שלכ-10% מהבנקים בארה"ב יש הפסדים לא מדווחים מתיקי אג"ח גבוהים יותר מאלה שהיו ב-SVB. אולם, רק לכ-1% מהבנקים יש שיעור גבוה של הפיקדונות הלא מבוטחים מאשר ב-SVB. אם כמחצית מבעלי הפיקדונות הלא מבוטחים יחליטו למשוך כספים מהבנק שלהם, כ-190 בנקים עלולים להיות בסיכון פוטנציאלי של מחסור בנכסים שמכסים את המפקידים המבוטחים. ממצאי המחקר מגלים שהרגולטור צריך לתכנן מענה רחב יותר מעבר לפתרון נקודתי.

כתוצאה מהצעדים שכבר ננקטו ע"י הרגולטורים, מאז ה-FED כבר גדל כמעט ב-300 מיליארד דולר ולמעשה "מחק" 4 חודשים של ה-QT (תרשים 14). בפרט, הבנקים לקחו כ-150 מיליארד דולר הלוואות מחלון הלוואות של ה-FED, הסכום הגבוה בהיסטוריה (תרשים 13). יחד עם זאת, עדיין מדובר במשבר שהוא בעיקר תוצאה של סנטימנט, להבדיל מהמשבר שנובע מבעיות בצד האשראים. טיפול רגולטורי מתאים יכול לסייע בהרגעתו.

תרשים 14



תרשים 13



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

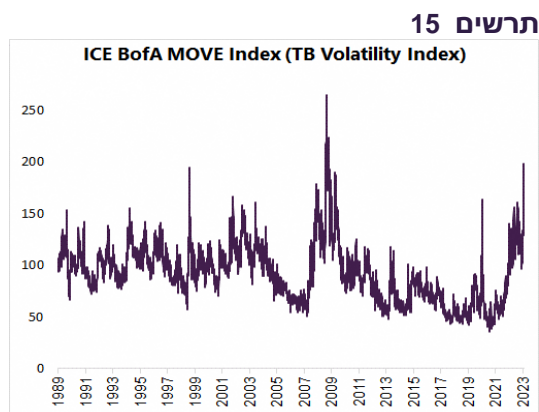
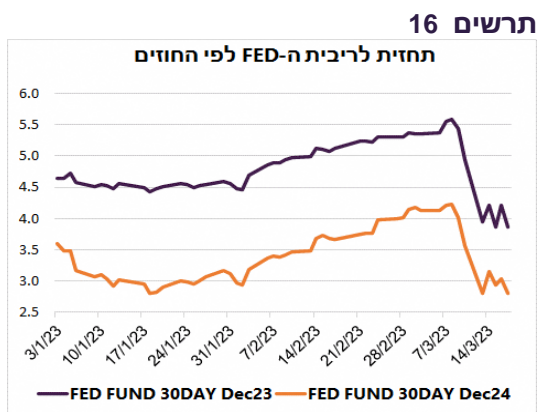
אפיקים שונים משקפים תרחישים שונים

התרחיש של משבר פיננסי רחב תוך הרעה משמעותית בכלכלה לא מסתדר עם ההתנהגות של שוק המניות. מאז תחילת האירוע (8/3) מדד S&P 500 ירד רק ב-1.9%, ה-Nasdaq בכלל עלה ב-0.5%. מחוץ לארה"ב נרשמו ירידות חזקות יותר (MSCI World ex US ירד ב-3.6%), אך עדיין לא דרמטיות. מדד ה-VIX עלה ל-25 בלבד. גם המרווחים באג"ח הקונצרניות רחוקים מהרמות שמצביעות על מיתון קרב. אם המשקיעים היו מעריכים סיכון גבוה למשבר פיננסי הם היו מפילים את שוקי המניות בצורה חדה יותר, למרות הירידה בצפיפות לריבית.

לפיכך, שוק המניות מגלם תרחיש של בלימת הטלטלה בבנקים. הנזק הכלכלי העיקרי יגרם כתוצאה מצמצום היצע האשראי מהבנקים.

לעומת זאת, ההתנהגות בשוק האג"ח מניחה הרעה משמעותית מאוד בכלכלה, כפי שמתבטא בירידה היסטורית וחדה בתשואות האג"ח הממשלתיות ובצפיפות לריבית ולאנפליציה.

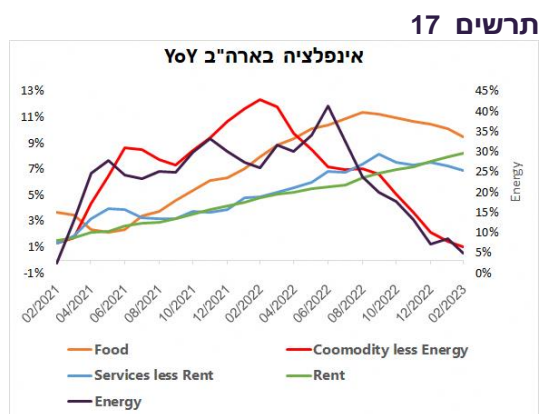
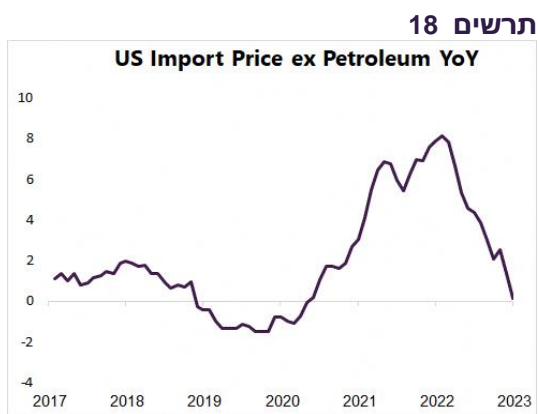
מדד ה-MOVE שמשקף תנודתיות בשוק האג"ח הממשלתי האמריקאי עלה לרמה הגבוהה ביותר מאז 1989, למעט תקופת המשבר ב-2008 (תרשים 15).



אם מאמינים לתרחיש שמתאר שוק האג"ח, ספק שהמניות הן השקעה טובה. מנגד, התרחיש שמגולם במניות מרמז שהירידה החדה בתשואות בשוק האג"ח הייתה מוגזמת. כנראה, שלא כדאי להמר באופן מוחלט על אף אחד משני התרחישים. גם משבר רחב היקף אפשרי, וגם בלימת הטלטלה תוך נזק כלכלי מוגבל (אנו מאמינים יותר לתסריט זה). שילוב של שתי האופציות אומר שגם המניות וגם האג"ח יקרות מדי.

המשך הפחתת לחצים לעליית מחירים

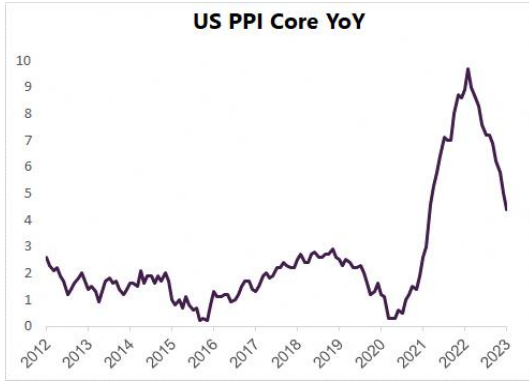
קצב האינפלציה בארה"ב ירד בפברואר, זה החודש השמיני ברציפות והגיע ל-6%. מדד הליבה ירד ל-5.5%, אך הירידה שלו הרבה יותר איטית מהתחזיות. האנרגיה, המזון, המוצרים ללא אנרגיה, המזון והשירותים ללא הדיור רושמים ירידה בקצב השנתי. רק קצב העלייה של סעיף הדיור ממשיך לעלות (תרשים 17). על פי הסקרים השונים, גם סעיף זה צפוי להתמתן בחודשים הקרובים.



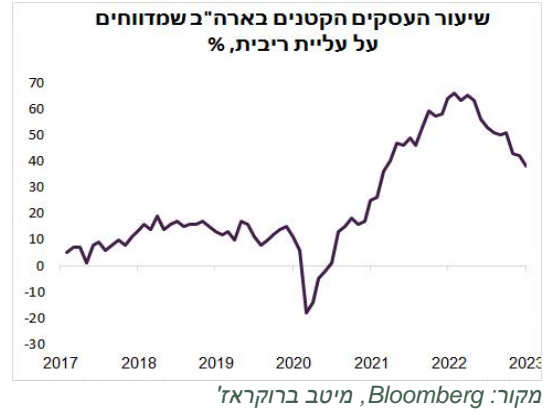
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

הקצב השנתי של מחירי היבוא ושל מדד המחירים ליצרן המשיכו לרדת (תרשים 18, 20). שיעור העסקים הקטנים שדיווחו בסקר על עליית מחירים ירד מתחת ל-40%, אך הוא עדיין גבוה משמעותית מהרמות הרגילות שלו שנעו בין 10%-20% (תרשים 19).

תרשים 20



תרשים 19



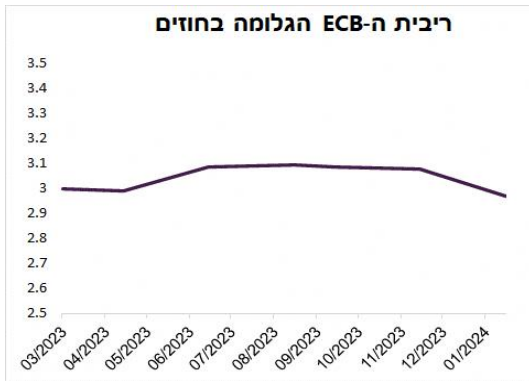
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

לעומת ארה"ב, אינפלציית הליבה באירופה המשיכה לעלות בפברואר מ-5.3% ל-5.6%. לאינפלציה באירופה יש שורשים עמוקים. על כך מעידה עלייה חדה בעלות יחידת העבודה באירופה ברבעון הרביעי לשיעור שנתי של 5.7% לעומת 3.7% ברבעון השלישי (תרשים 21).

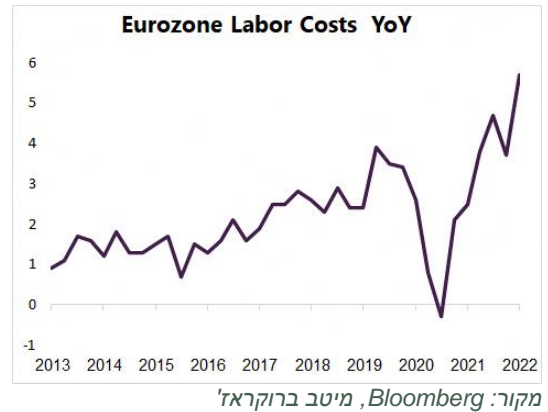
ה-FED צפוי ללכת על 0.25%. האם ירידה חדה בתשואות זה הסימן לירידת ריבית?

עליית ריבית של 0.5% ע"י ה-ECB הראתה שכל עוד לא מתפתח משבר פיננסי רחב, המלחמה באינפלציה נשארת בעדיפות עליונה בבנקים המרכזיים. להבדיל מארה"ב, השווקים לא מצפים שהריבית באירופה תרד, אלא תישאר ללא שינוי בשנה הקרובה (תרשים 22). לאור מצב האינפלציה, אנו מעריכים שעליית הריבית בשבוע שעבר לא הייתה האחרונה.

תרשים 22



תרשים 21

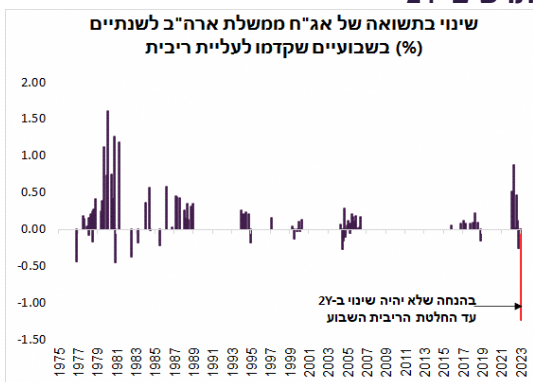


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

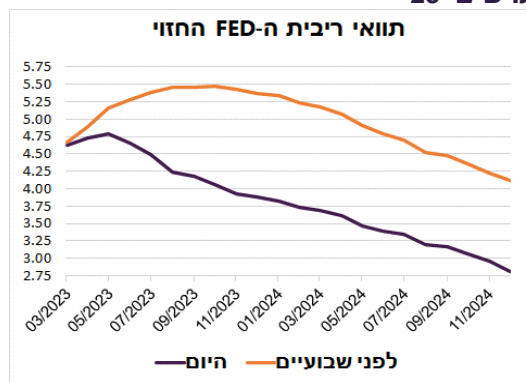
סדר העדיפויות שהפגין ה-ECB מרמז באופן ברור שאם לא יהיו אירועים חריגים ממש, גם ה-FED יעלה ריבית השבוע. ככל הנראה, לאופציה לעלייה של 0.5% אין הרבה סיכוי. הריבית צפויה לעלות ב-0.25% ל-4.75%-5%. להערכתנו, בסיכוי סביר מאוד זאת תהיה עליית הריבית האחרונה של ה-FED. אולם, אנו חושבים שהסיכוי לירידה של כ-1% בריבית ב-6 פגישות של הבנק המרכזי שיוותרו עד סוף השנה, כפי שמגולם בשווקים, יחסית נמוך (תרשים 23). צריך לציין שהירידה בתשואות האג"ח לקראת עליית ריבית צפויה בארה"ב הייתה חסרת תקדים. אומנם גם בעבר היו מקרים שהתשואה לשנתיים ירדה לקראת עליית ריבית ה-FED, אך מעולם לא בשיעור כל כך חד של כ-1.25% (תרשים 24).

האם ירידה בתשואה לקראת עליה בריבית הייתה אינדיקטור אמין לירידה בריבית בשנה לאחר מכן? התשובה היא שלא ממש. מאז 1975 מתוך 18 מקרים בהם התשואה לשנתיים ירדה בשבועיים שקדמו להחלטה להעלות ריבית, רק ב-7 מקרים הריבית ירדה בשנה לאחר מכן.

תרשים 24



תרשים 23



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 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.

19/3/2023

תאריך פרסום האנליזה