

סקירה שבועית מאקרו ושווקים

אלכס זבז'ניסקי | 03-7903784 | alexz@mtds.co.il
03.1

מיטב
בית השקעות
ברוקראז'

15.5.2022

עיקרי הדברים

- לפי סקר הערכת המגמות בעסקים, **הפעילות בכל הענפים ממשיכה להתרחב**. עדיין קיים מחסור בעובדים והוחמר מחסור בחומרי גלם וציווד.
- **הגירעון התקציבי של הממשלה** צפוי להתרחב. יתרות שיא של מזמנים בקופת האוצר מאפשרת לבחון הקלות לציבור.
- גדלה אטרקטיביות של **האג"ח הקונצרניות** בישראל.
- השפעת **מדיניות "אפס תחלואה" בסין** גובה מחיר כבד ביותר מהכלכלה הסינית ומהווה סיכון משמעותי מאוד לכלכלה העולמית.
- למרות ירידה בציפיות האינפלציה הגלומות, לא ניכרים סימנים של ירידה **באינפלציה בפועל בארה"ב**.
- **סקרי אשראי בנקאי בארה"ב** ובאירופה לא משקפים שהבנקים חוששים במיוחד ממיתון.
- תנאים מאקרו כלכליים, במיוחד של שוק העבודה בארה"ב, לא תומכים בהתדרדרות משמעותית נוספת **בשוק המניות**.
- העסקים בארה"ב ובאירופה **מצליחים לגלגל את ההתייקרויות על הצרכנים**. הרווחיות שלהם צפויה להמשיך ולגדול.

אינפלציה 12
חודשים הבאים
3.6%

מדד אפריל
0.9%

מדד מאי
0.6%

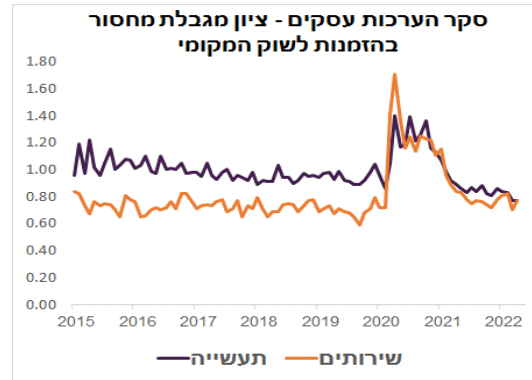
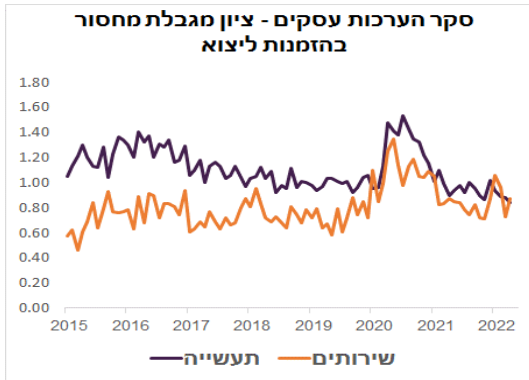
מדד יוני
-0.1%

ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים

2.00%-1.75%

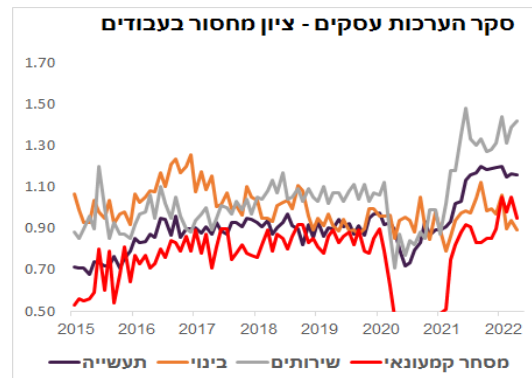
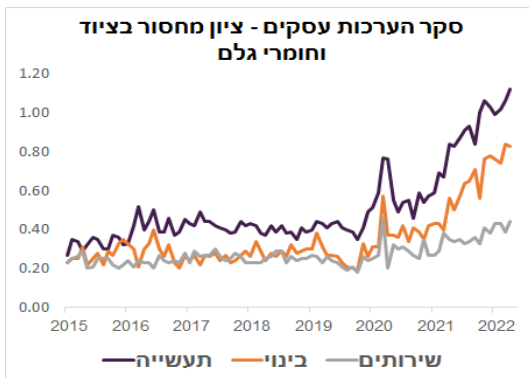
בישראל לא מורגשת האטה, בינתיים

- סקר הערכת המגמות בעסקים לחודש אפריל הצביע על המשך התרחבות בפעילות המשק. הציפיות לפעילות בכל הענפים חיוביות. לא מורגשות מגבלות מיוחדות להזמנות לשוק המקומי וליצוא בענפי השירותים והתעשייה.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

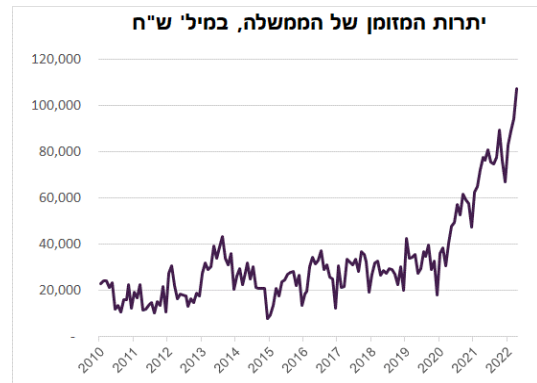
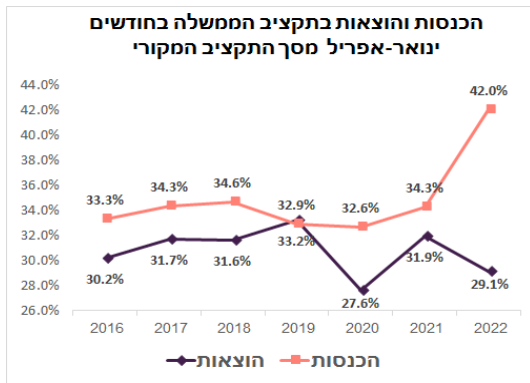
- בענפי התעשייה והשירותים, החברות ממשיכות לדווח על מחסור בעובדים. בענף הבנייה חלה הקלה משמעותית. נציין שבענף מידע ותקשורת שמאגד את חברות ההיי טק, מחסור בעובדים נותר גבוה, אך לא הוחמר בחודשים האחרונים.
- מתחזק מחסור במכונות וציוד, במיוחד בענף התעשייה והבנייה, מה שצפוי להמשיך וללחוץ לעליית מחירים.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

גירעון הממשלה צפוי להתרחב במחצית השנייה של השנה

הגירעון התקציבי הנמוך של הממשלה בשיעור של 0.6% באפריל היה לא רק תוצאה של גידול בגביית המיסים, אלא גם של הוצאות נמוכות. כתוצאה מהעודפים בתקציב, יתרות המזומן בקופת האוצר עלו לראשונה מעל 100 מיליארד ₪. סכום זה גבוה בכ-60 מיליארד ₪ מהרמות שהיו נהוגות לפני המגפה. לאור היתרות הגבוהות, הנפקות האוצר צפויות להיות קטנות. קיימת גם אפשרות סבירה שהאוצר יחליט על הקלות לציבור, במיוחד נוכח ההתפתחויות הפוליטיות.

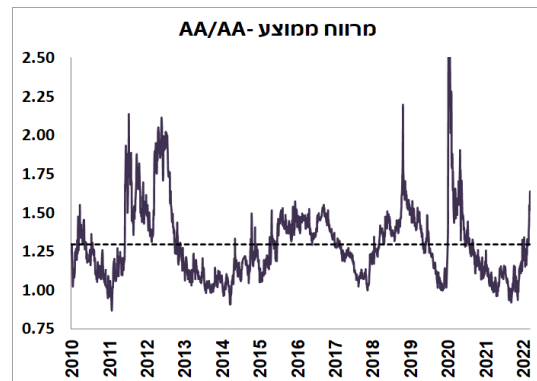


מקור: משרד האוצר, מיטב דש ברוקראז'

שוק הקונצרני

המרווחים בשוק הקונצרני המקומי המשיכו לעלות בשבוע שעבר. בקבוצת AA המרווחים עלו משמעותית מעל הממוצע ההיסטורי, קרוב אל "הרמות המשבריות". בדירוגי A המרווחים הגיעו לממוצע היסטורי אחרי כמעט שנתיים בהם היו נמוכות מהן.

בנסיבות הכלכליות הנוכחיות, הסיכון להתדרדרות במצב הפיננסי של החברות הישראליות יחסית לא גבוה. כמו כן, אנו מעריכים שעלה הסיכוי להתייצבות בשוקי המניות, מה שמקטין פוטנציאל להתגברות פדיונות הציבור מהקרנות המתמחות באפיק הקונצרני. בנוסף, אנו מעריכים שהתשואות הממשלתיות לא צפויות בשלב זה לעלות משמעותית מהרמות הנוכחיות.



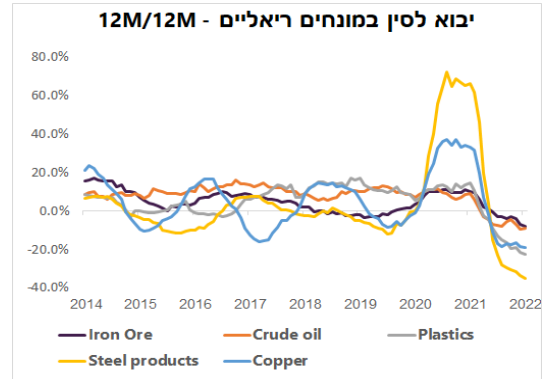
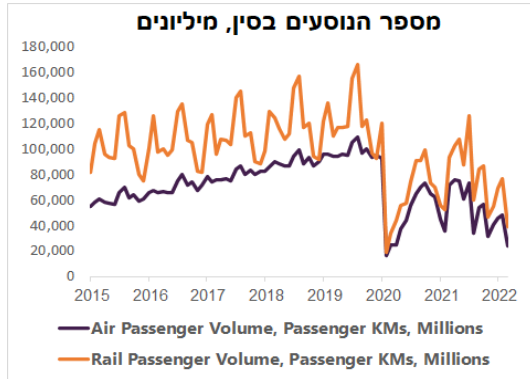
מקור: בורסה, מיטב דש ברוקראז'

עולם

מדיניות "אפס תחלואה" בסין הופכת לסיכון העיקרי לכלכלה העולמית

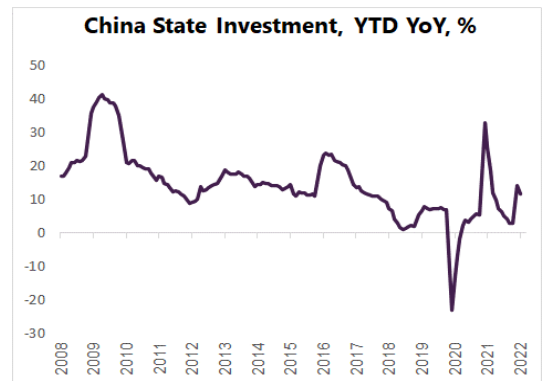
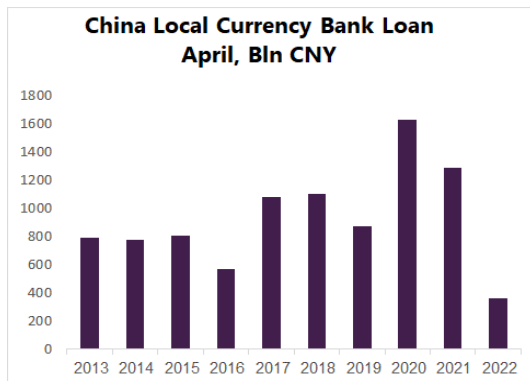
השלטונות בשנחאי הודיעו שיתחילו בקרוב להסיר בהדרגה את המגבלות. על רקע ציפייה להקלה בתחלואה ולהזרמת תמריצים, שוקי המניות בסין היו בין הטובים לאחרונה. אולם, להערכתנו, עד שלא תתבטל מדיניות "אפס תחלואה" במתכונת הנוכחית קיים ספק גדול שסין תוכל לחזור לפעילות כלכלית רגילה. בינתיים, הנתונים מצביעים על התדרדרות ניכרת בכלכלתה שמשפיעה על כל העולם:

- כמות המשתמשים בתחבורה האווירית וברכבות בסין ירדה במרץ לרמות שהיו בשיא תחילת המגפה ב-2020. סביר להניח שבאפריל הייתה ירידה נוספת בגלל התרחבות הסגרים.
- לאחרונה מתרחשת ירידה חדה ביותר בעשור האחרון ביבוא לסין, בפרט של חומרי הגלם. בנסיבות הקיימות זה מסייע להקטין לחצים לעליית מחירים.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

- למרות הצהרות השלטונות, בינתיים לא ניכרת הזרמת תמריצים משמעותית אל הכלכלה הסינית. כמות ההלוואות הבנקאיות בחודש אפריל הייתה הנמוכה ביותר בעשור האחרון. גידול בהשקעות הממשלתיות לא מתקרב אל הרמות שהיו אחרי המשברים מאז 2008.

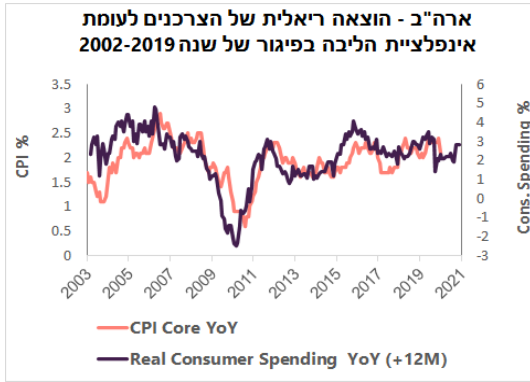


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

תוני האינפלציה ממשיכים להפתיע לרעה

ציפיות האינפלציה הגלומות ירדו במרבית המדינות בהשפעת חששות מפני האטה בכלכלה. ציפיית המשקיעים לירידה באינפלציה כתוצאה מהאטה בפעילות מתבססת על הניסיון של העשור האחרון בארה"ב שבו היה קשר די הזק בין השינויים בצריכה הריאלית לאינפלציית הליבה.

לא בטוח שאפשר לסמוך על הניסיון הזה גם כעת. כפי שמראה מדד מנהלי הרכש העולמי (Composite), הקשר בין רמת הפעילות למחירים נותק לאחרונה. מדד התפוקות נמצא במגמת ירידה ברורה, כאשר רכיב המחירים מזנק למעלה, מצב שמעלה חשש מסטגפליציה.



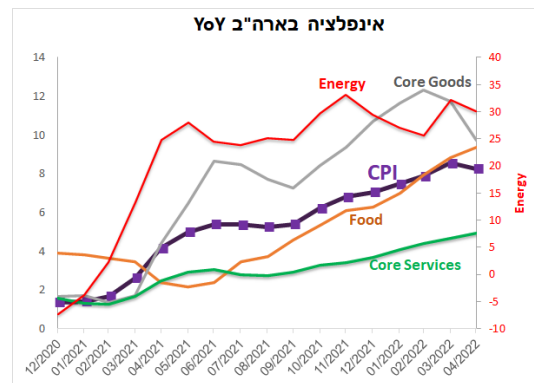
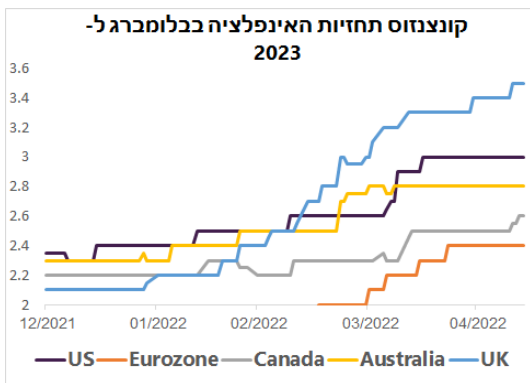
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

April's global PMI data reveal an unwelcome mix of near-stalled output and surging prices



גם נתוני האינפלציה שהתפרסמו בשבוע האחרון לא ממש מעידים על רגיעה:

- קצב האינפלציה השנתי של מדדי המחירים לצרכן וליצרן בארה"ב היו גבוהים מהתחזיות, כולל מדדי הליבה. הקצב ירד לעומת חודש שעבר בעיקר בהשפעות טכניות של יציאה מהספירה של עליות חריגות במחירים של סעיפים מסוימים לפני שנה, כגון מכונות משומשות ועוד.
- ירידה בקצב האינפלציה התרחשה בעיקר במחירי המוצרים (ללא האנרגיה), כאשר קצב האינפלציה של מחירי המזון ושל שירותי הליבה, הפחות תנודתיים, ממשיכים לעלות.
- נציין גם שלהבדיל מהירידה בציפיות האינפלציה הגלומות בשווקים, תחזית קונצנזוס של הכלכלנים לאינפלציה בכלומברג בארה"ב ובאירופה לא רק שלא ירדה לשנת 2022, אלא גם ל-2023.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

השפעת הריסון כבר מורגשת היטב

למרות שסיכון האינפלציה לא ירד, נעצרה עליית תשואות אג"ח ותחזיות ריבית ה-FED. להערכתנו, לא רק חששות מהאטה בצמיחה גרמו לכך, אלא גם התגברות נחישות שמפגין ה-FED לצמצום תנאים פיננסיים:

- נגידי ה-FED השונים, כולל הנגיד בעצמו, מפגינים בראיונות האחרונים נחישות גדולה להילחם באינפלציה. הנגיד מעריך שהריבית תעלה בקצב של 0.5% בפגישות הקרובות, מה שכבר מגולם בחוזים על הריבית.
- למרות שעליית ריבית ה-FED נמצאת רק בתחילת דרכה, ריסון בתנאים פיננסיים עד עתה היה כבר משמעותי ביותר. בטבלה 1 מטה ניתן לראות שינוי בשער של הדולר,

בתשואת אג"ח ל-10 שנים, ב-S&P 500 ובמרווח IG בתקופה בין חצי שנה לפני עליית ריבית ראשונה לחודשיים אחריה במחזורי העלאות ריבית מתחילת שנות ה-90. המחזור הנוכחי בכל הפרמטרים הוא המרסן ביותר בפער גדול מאוד מול כל הקודמים. זה לא אומר שה-FED סיים את העבודה, אך הוא מתכוון בכיוון הנכון.

טבלה 1

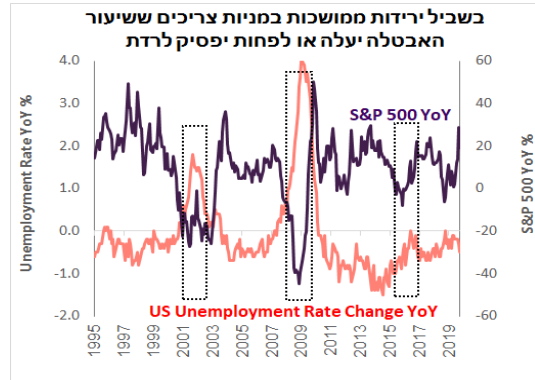
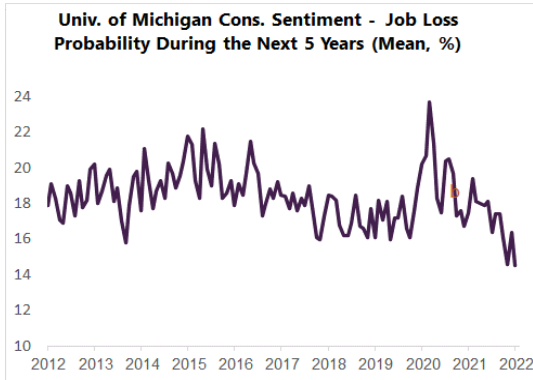
הידוק תנאים פיננסיים במחזורי עליית ריבית - שינוי חודשיים אחרי תחילת עליית ריבית לעומת חצי שנה לפני עלייתה				שנה
IG Spread	US 10Y	S&P 500	USD (DXY)	
0.06	1.36	-7.4%	0.3%	1994
0.23	1.32	-3.8%	6.1%	1999
0.03	0.28	-3.6%	2.3%	2004
0.64	0.00	-8.3%	2.9%	2015
0.57	1.54	-17.5%	13.2%	2022

מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

- כמו כן, תהליך עליית ריבית גרם כבר להידוק חד ביותר בתנאי שוק הנדל"ן. הריבית הממוצעת על המשכנתא ל-30 שנה עלתה לרמה של כמעט 5.5%, הגבוהה מאז משבר הסאב-פריים. ריבית כה גבוהה בשילוב עם עלייה חדה במחירי הבתים כבר מקררת פעילות בשוק הנדל"ן האמריקאי.

נתוני מאקרו לא תומכים בשוק מניות "דובי"

- שוקי המניות רשמו שבוע נוסף של ירידות. מדד S&P 500 ירד השבוע השישי ברציפות וביום חמישי שעבר כמעט עבר לשוק דובי "רשמי" עם ירידה מצטברת של 20%. ה-Nasdaq רשם רצף של שבעה שבועות שליליים.
- אי אפשר כמובן לפסול אפשרות להתדרדרות משמעותית נוספת, אך לא נראה שקיימים התנאים לשוק דובי עמוק וממושך:
- כפי שמראה ניסיון העבר בארה"ב, אחד התנאים הכמעט הכרחיים להתדרדרות ממושכת וחזקה בשוק המניות צריכה להיות הרעה בשוק העבודה (תרשים 24). בנסיבות הנוכחיות של מחסור חמור בעובדים הסיכוי לכך לא גבוה.
- בסקר הסנטימנט של העסקים הקטנים בשבוע שעבר, העסקים לא הציגו היחלשות בתוכניות לגייס עובדים. מדד סנטימנט הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן אומנם ירד, בעיקר בגלל עליית מחירים, אך הסיכוי לאובדן משרה בחמש השנים הקרובות, כפי שמעריכים אותו הצרכנים, ירד לרמה הנמוכה היסטורית (תרשים 25).
- הרחבת אשראי צרכני ועסקי ע"י הבנקים, כפי שהצגנו בפרק הקודם, גם היא לא מסתדרת עם האטה חריפה או אף מיתון שדרוש כדי להיכנס לשוק מניות דובי עמוק.
- עצירת עליית תשואות בשוק האג"ח, למרות הפתעות לרעה בנתוני האינפלציה, צפויה לתמוך בשוק המניות.

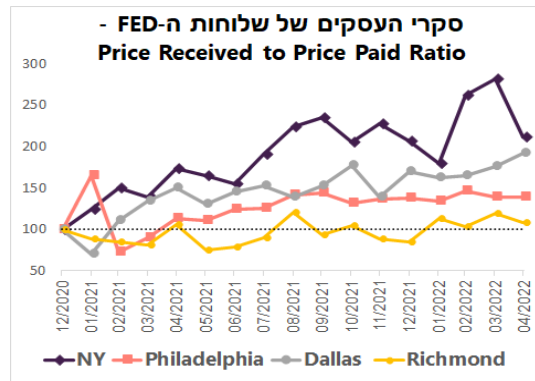
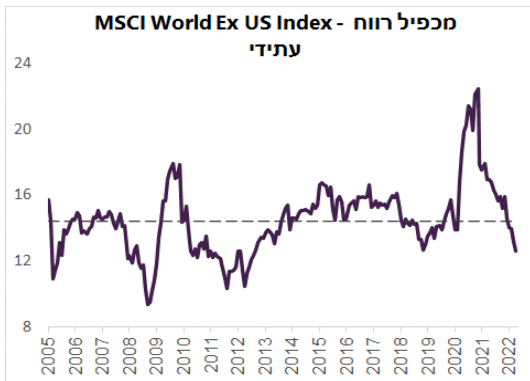


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברקראז'

העסקים מצליחים לגלגל התיקרויות וצפויים להגדיל רווחיות

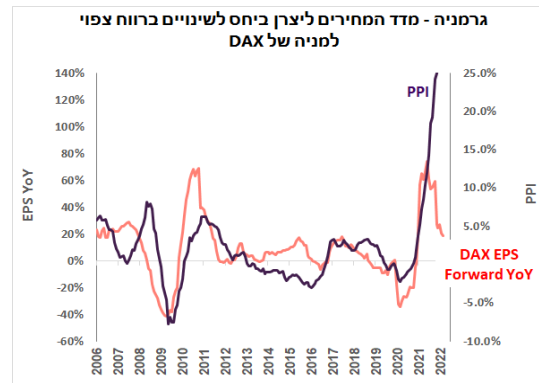
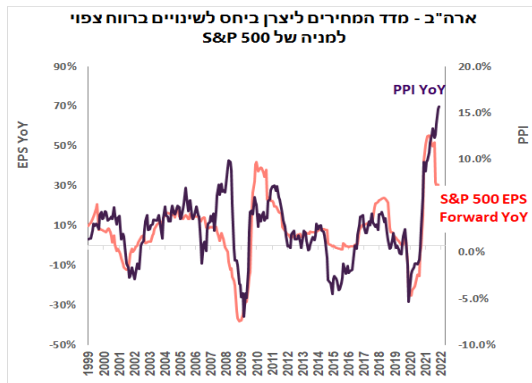
לפי אינדיקטורים שונים, נראה שהחברות מצליחות לגלגל התיקרויות על הצרכנים, מה שצפוי לשמור על רווחיות גבוהה:

- מסקרי שלוחות ה-FED האזוריות עולה שהמחירים אותם גובים העסקים עולים מה יותר מאשר המחירים אותם הם משלמים לספקים.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברקראז'

- לעלייה מהירה ומטרידה עבור הצרכנים במדד המחירים ליצרן שמשקפת מחירים אותם גובים העסקים, יש פן חיובי עבור שוק המניות. שיעור עליית מדד המחירים ליצרן (PPI Final Demand) בארה"ב היה בעשרות השנים האחרונות אינדיקטור מוביל לשיעור שינוי ברווח למניה במדד S&P 500. בהתאם לעלייה האחרונה של ה-PPI, שיעור הגידול ברווח למניה צפוי לעלות ואף משמעותית.
- מבחינת עליית מדד המחירים ליצרן, הערכה לשיפור ברווחיות החברות באירופה גדולה הרבה יותר מאשר בארה"ב. העלייה ב-PPI באירופה הרבה יותר גדולה מאשר בארה"ב (30% לעומת 15%), כפי שניתן לראות בדוגמה של גרמניה. ככל הנראה, מסיבה זו החלו לאחרונה האנליסטים לעדכן כלפי מעלה תחזיות לרווח לחברות באירופה.
- שוקי המניות מחוץ לארה"ב נראים די זולים. מכפיל רווח חזוי של מדד MSCI World ex US ירד לרמה כמעט הנמוכה בעשור האחרון, הרבה מתחת לממוצע היסטורי.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

גילוי נאות מטעם מיטב דש ברוקראז' בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה")

מסמך זה הוכן על ידי מיטב דש 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.

15/05/2022

תאריך פרסום האנליזה

