

29.10.2023

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.0%

מדד אוקטובר
0.1%

מדד נובמבר
-0.2%

מדד דצמבר
0%

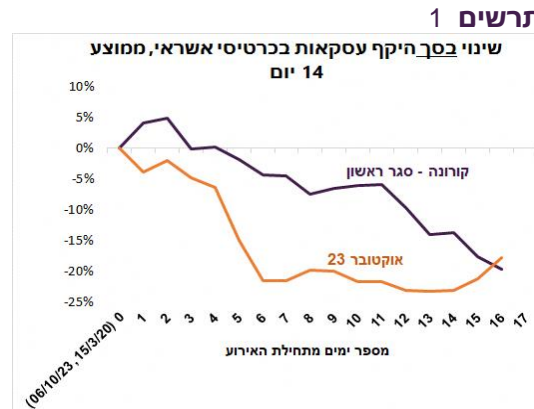
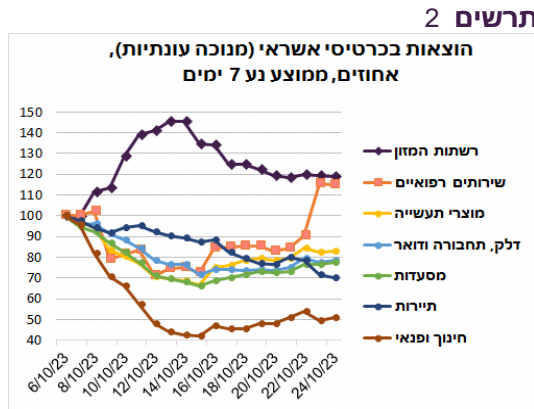
ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
3.5%-4.0%

עיקרי הדברים

- **תחזיות הזרים לישראל** בדרך כלל פסימיות יותר מאשר של הגופים המקומיים. מצב זה מוביל למכירות מוגברות שלהם באפיקים המקומיים שיש לזרים חשיפה גבוהה אליהם.
- בשבוע האחרון חלה התאוששות **ברכישות בכרטיסי אשראי** בישראל. למרות פיחות השקל, בנק ישראל מצליח להוריד משמעותית את **סטיית התקן במסחר בשוק המט"ח**.
- למוסדיים יש בהחלט יכולת ואף כדאיות **לממן את הגירעון הממשלתי**. אולם, אי הוודאות הגבוהה בטווח הקצר יכולה ליצור אתגרים בהנפקות הקרובות.
- האפיקים המקומיים זולים, אך לא ברור גודל הסיכון. אנו ממליצים **להגדיל בהדרגה חשיפה לאג"ח הממשלתיות ולמניות בישראל תוך שמירה על משקל גבוה במט"ח**.
- אנו מעריכים **שהצריכה הפרטית** בארה"ב עומדת להתמתן אחרי רבעון שלישי חזק מאוד. האינפלציה צפויה להמשיך ולרדת.
- ה-**FED** לא רק צפוי להותיר את הריבית ללא שינוי השבוע, אלא גם עשוי לשלוח רמז שהיא לא תעלה יותר.

התאוששות ברכישות בכרטיסי אשראי

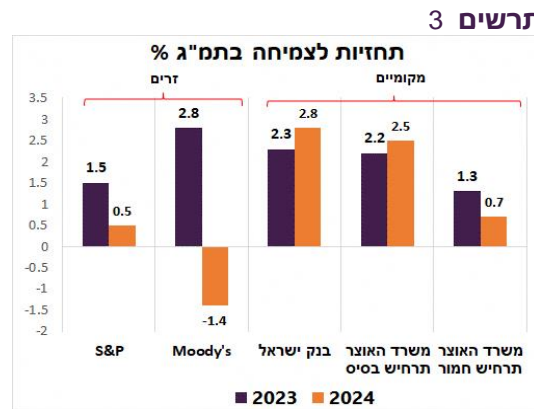
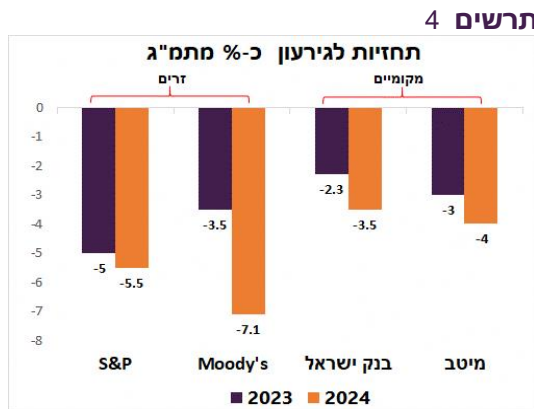
הרכישות בכרטיסי אשראי התחילו להתאושש מהירידה החדה. מייד אחרי 7/10 הירידה הייתה אף חזקה יותר מאשר בתחילתו של הסגר הראשון בקורונה (תרשים 1). רכישות המזון גבוהות בכ-20% מהרמה לפני 7/10. התאוששות מהירה מורגשת בימים האחרונים בהוצאות על שירותים רפואיים ובתי מרקחת. חל גידול בהוצאות על מוצרי תעשייה, מסעדות, שירותי תחבורה ודלק (תרשים 2).



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

הזרים פסימיים ומשפיעים על האפיקים שחשופים אליהם יותר

התחזיות העדכניות של הגופים הזרים בדרך כלל שליליות הרבה יותר מאשר המקומיים. בנק ישראל מעריך בתרחיש בסיסי (סיום המלחמה עד סוף השנה ללא פתיחה משמעותית בזירות נוספות) שהמשק יצמח בשיעור של 2.3% ו-2.8% בשנים 2023-24 בהתאמה. על פי הפרסום בכלכליסט, גם משרד האוצר צופה צמיחה זומה בתרחיש הבסיסי.



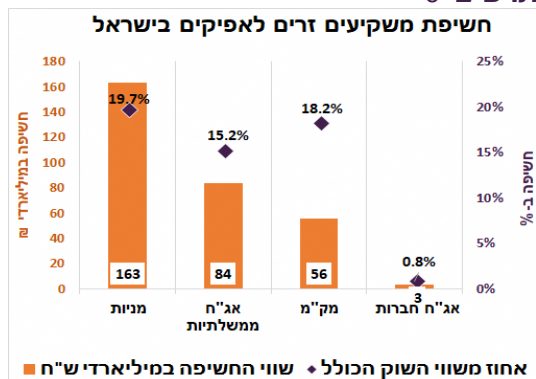
לעומת זאת, בחברת הדירוג S&P צופים צמיחה של 1.5% ו-0.5% בהתאמה באותו תרחיש ביטחוני. Moody's פסימיים עוד יותר עם תחזית ל-2023 לצמיחה של 0.5% בלבד וב-2024 ירידה של 1.4% בתמ"ג (תרשים 3). הגופים הזרים צופים בדרך כלל גם גירעון תקציבי הרבה יותר גבוה לעומת המקומיים (תרשים 4).

בשלב זה אי אפשר לדעת כמובן מי צודק, אך התחזיות הפסימיות של חברות הדירוג משקפות כנראה הלך הרוח של המשקיעים הזרים. עובדה זו יכולה להסביר מדוע שוק המניות המקומי, שהזרים החזיקו בו באוגוסט כ-19.7% מהשוק או כ-163 מיליארד ₪ (תרשים 6) הציג תת ביצוע עמוק מתחילת המלחמה ביחס לבנצ'מארקים בחו"ל.

לעומת זאת, מדדי האג"ח המקומיים, הממשלתי והקונצרני, שחשיפתם של הזרים אליהם נמוכה הרבה יותר (במק"מ ובאג"ח הממשלתיות חלק גדול מהחשיפה בעסקאות Swap שכמעט לא

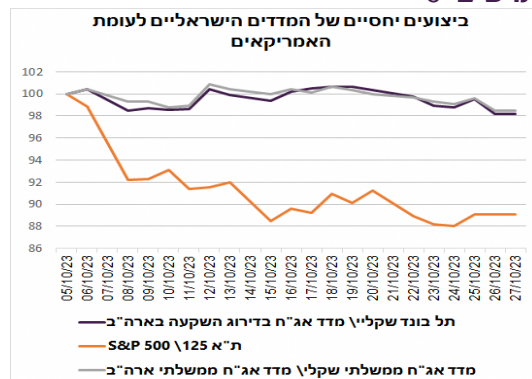
חושפות את הזרים לסיכון מקומי) הציגו ביצועים רק מעט יותר חלשים לעומת מדדי אג"ח מקבילים בארה"ב (תרשים 5). במיוחד היו חלשים מניות הבנקים שמוחזקות במשקל גבוה ע"י הזרים. צריך לציין, שבשבועיים האחרונים, המניות בישראל כבר לא מציגות כמעט תת ביצוע ביחס למדדים בחו"ל.

תרשים 6



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

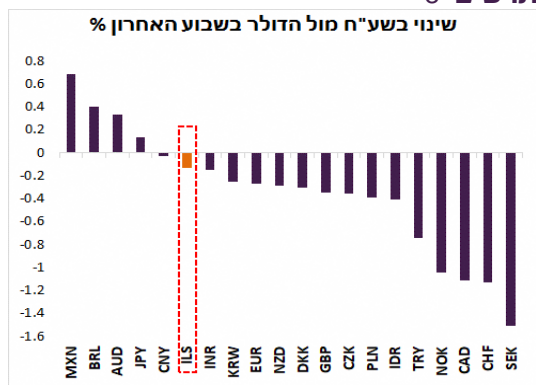
תרשים 5



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

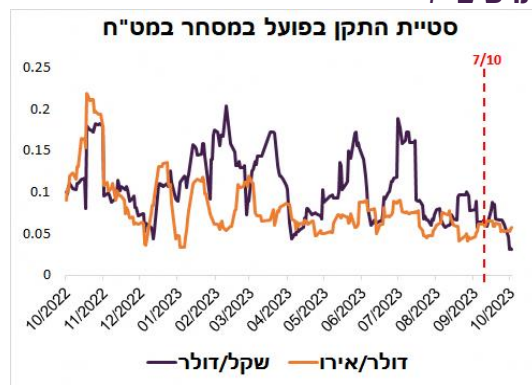
השקל שמושפע מאוד מפעילות הזרים אומנם המשיך להיחלש, אך בשבוע האחרון כבר לא היה חריג מאוד בחולשתו (תרשים 8). חשוב לציין שבנק ישראל הצליח להוריד סטיית התקן בפועל של שע"ח שקל/דולר לרמה הנמוכה בשנה האחרונה (תרשים 7).

תרשים 8



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 7

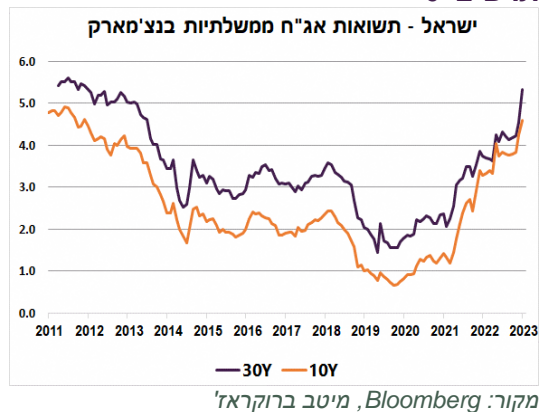


מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

האם השוק מסוגל לממן את הגירעון?

באפיק הממשלתי התשואות הארוכות עלו לרמות הגבוהות של העשור (תרשים 9). הסיכון העיקרי לאג"ח הארוכות נובע מצורכי מימון של הגירעון.

תרשים 9



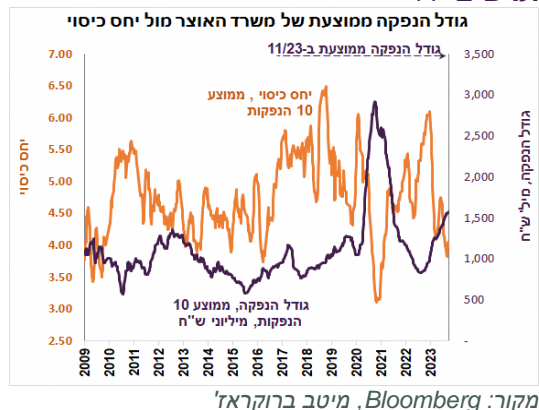
תרשים 10



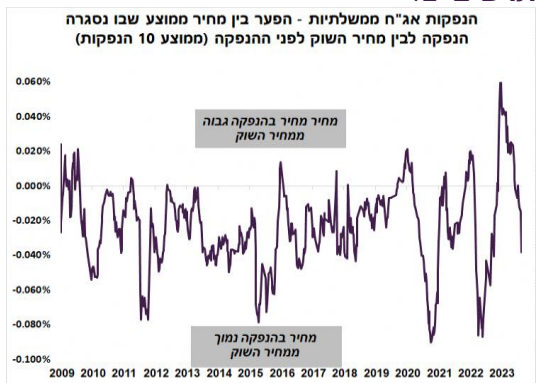
משרד האוצר גייס בשבוע שעבר בחו"ל כ-1.5 מיליארד אירו והודיע שינפיק בשוק המקומי 14 מיליארד ע.ג. (12.3 מיליארד ₪) בחודש הבא לעומת 8 מיליארד ע.ג. באוקטובר. מדובר בסכום גבוה, אך לא חסר תקדים. בספטמבר 2020 האוצר תכנן לגייס 14 מיליארד ₪ ובנובמבר אותה השנה תוכנית ההנפקות הייתה 15.5 מיליארד ש"ח.

גידול חד בהנפקות ב-2020 הוביל לירידה ביחס כיסוי (תרשים 11) ולסגירת ההנפקות במחיר נמוך משמעותית ממחיר השוק, במיוחד בניירות הארוכים (תרשים 12). האתגר בחודש הבא לא רק גודל ההנפקות, אלא שמשרד האוצר כמעט לא הוריד את הטווח הממוצע שלהן (כ-8 שנים).

תרשים 11



תרשים 12

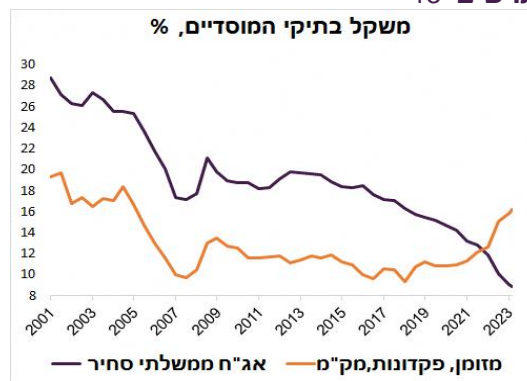


לפי הערכתנו, בשנת 2024 צפוי קצב גיוס חודשי ממוצע של כ-12 מיליארד ₪ בשוק הסחיר המקומי. האם שוק האג"ח יצליח להתמודד עם הגיוסים בלי השפעה משמעותית על התשואות? תשובה לשאלה זו תלויה בעיקר במוסדיים ובבנק ישראל.

- הגיוסים ב-2020 היו קלים יותר לבצע בגלל שבנק ישראל רכש מדי חודש אג"ח בסכום ממוצע של כ-3.5-4 מיליארד ₪. בשלב הנוכחי בנק ישראל לא צפוי להפעיל הקלה כמותית כל עוד הוא מתמודד עם פיחות השקל שמסכן את השגת יעד האינפלציה. אולם, אנו לא פוסלים שבנק ישראל יבצע רכישות אג"ח בהמשך.
- נציין שהגיוסים אומנם גבוהים, אך גודל השוק הממשלתי רחוק מהשיא ולפי הערכתנו לא צפוי להגיע לשיא גם בסוף שנת 2024 (תרשים 10).
- משקל האג"ח הממשלתיות בתיק של כלל המוסדיים ירד לשפל היסטורי של כ-9%. לעומת זאת, משקל הפיקדונות והמק"מ גדל משמעותית במקביל לעליית הריבית והגיע לכ-16%, הרמה הגבוהה ביותר מאז 2005 (תרשים 13). שינוי כיוון הריבית צפוי להעביר כספים מהנכסים הנזילים לאג"ח ארוכות יותר.
- כפי שציינו, התשואות באג"ח הארוכות עומדות ברמה הגבוהה של העשור האחרון והן גבוהות מתשואות המק"מ ומריבית בנק ישראל (החל מטווח של 10 שנים). רמה זו נראית אטרקטיבית להשקעה. לצורך השוואה, בתקופת הנפקות השיא ב-2020 תשואת האג"ח

- השקלית ל-10 שנים עמדה מתחת ל-1%. אם וכאשר אי הוודאות תקטן הביקושים לאג"ח הבינוני והארוך יתגברו.
- תשואות האג"ח מהוות גם אלטרנטיבה הרבה יותר טובה למניות מאשר בשנים האחרונות. בוודאי בתרחישים של צמיחה נמוכה. להערכתנו, המוסדיים ימשיכו להסיט השקעות ממניות לאג"ח.

תרשים 13



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: למוסדיים יש בהחלט יכולת לממן את הגירעון הממשלתי. אולם, אי הוודאות הגבוהה בטווח הקצר יכולה ליצור אתגרים בהנפקות הקרובות.

שוק המניות המקומי זול. השאלה רק ביחס לאיזה סיכון...

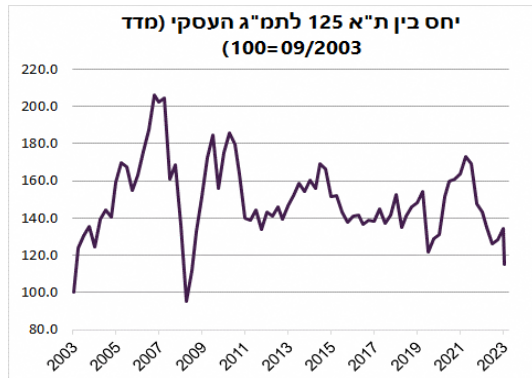
שוק המניות המקומי נסחר במכפיל רווח היסטורי (לפי בלומברג) כמעט הנמוך ביותר מאז 2009 (תרשים 14). היחס בין מדד ת"א 125 לתמ"ג העסקי גם הוא נמצא ברמה הנמוכה מאז 2008 (תרשים 15). נראה שבתרחיש המרכזי לסיום המלחמה מדובר בהזדמנות השקעה.

תרשים 14



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 15

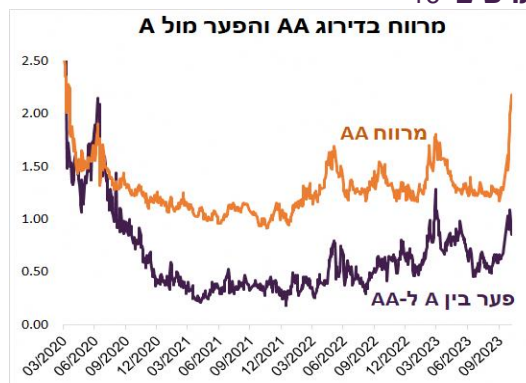


לא בטוח שאפשר להגיד אותו הדבר על האפיק הקונצרני. הוא עלול לסבול גם בתרחיש בטחוני מתון בעיקר בגלל הקשיים הצפויים בענף הנדל"ן, בעיקר בנייה למגורים. במצב זה, היינו מצפים לעלייה משמעותית יותר במרווחי האג"ח של חברות מסוכנות יותר. בפועל, דווקא המרווחים של החברות המדרגות AA עלו יותר באופן יחסית והגיעו לרמות של מרץ-אפריל 2020, כאשר בדירוגי A או BBB המרווחים עוד רחוקים משם (תרשים 16-17).

תרשים 17



תרשים 16



מקור: בורסה, מיטב ברוקראז'

צריך לקחת סיכון

הדילמה מסתכמת בעובדה שמחירי הנכסים המקומיים זולים, אך לא ברור מהו הסיכון. אף אחד לא יודע לתמחר סיכון זה, אך תחום ההשקעות מתעסק בלקיחת סיכונים בסביבה של חוסר וודאות.

לדעתנו, במצב שנוצר, המשקיעים הישראליים צריכים לקחת סיכונים בשוק המקומי. בהתחשב בשיקולים בכל אחד מהאפיקים שהצגנו לעיל, אנו ממליצים על הגדלת סיכון הדרגתית באג"ח הממשלתיות ובמניות וזאת תוך השארת חשיפה גבוהה למט"ח.

אפיקים אלה זולים יחסית לתרחיש ביטחוני-כלכלי מרכזי. הסרת אי הוודאות, אם וכאשר תתרחש, צפויה לגרום לתיקון חד בהם. ידוע שמשקיע מוסדי לא יוכל לנצל את התיקון בהיקף משמעותי בגלל סחירות נמוכה ביחס לצרכיו.

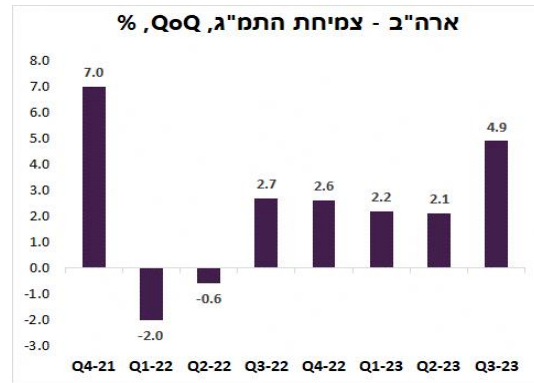
ברור שבתרחיש זה גם השקל יתחזק משמעותית. אולם, חשיפה למט"ח, שמשמשת כהגנה לפוזיציה המקומית, אפשר לשנות במהירות ובהיקפים יחסית גדולים.

עולם

ההאטה בצריכה הפרטית בארה"ב לא התבטלה, היא נדחתה

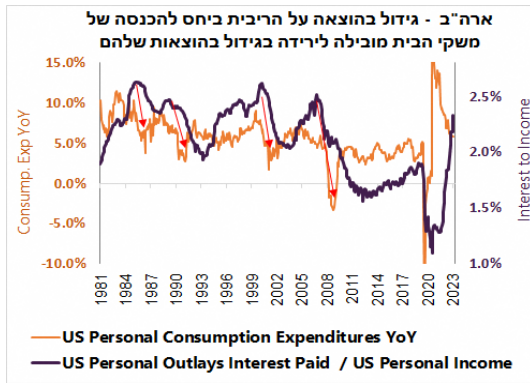
הצמיחה במשק האמריקאי ברבעון השלישי בשיעור של 4.9% הייתה גבוהה מהתחזיות (תרשים 18). כעת ניתן להעריך שבכל שנת 2023 המשק יצמח בכ-2.5% לאחר צמיחה של 1.9% ב-2022. נזכיר שבסוף 2022 קונצנזוס התחזיות בכלומברג ציפה לצמיחה של 0.3%, כאשר התחזית של ה-FED עמדה על 0.5%. העלייה בצמיחה נובעת במידה גדולה מהעלייה בתרומה של הצריכה הפרטית.

תרשים 18



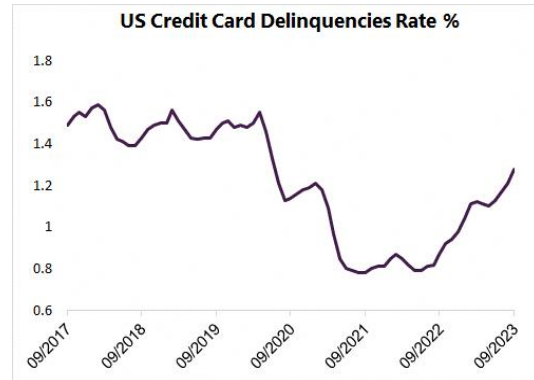
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 19



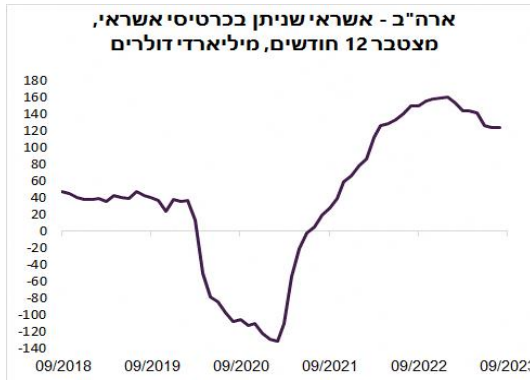
- אנו מעריכים שהמומנטום החיובי בצריכה הפרטית ייחלש בהשפעת הגורמים הבאים:
- קצב הגידול השנתי של הכנסות הצרכנים ירד ל-4.7% לעומת מעל 5.5% במחצית הראשונה של השנה והוא כבר די דומה למוצע לפני הקורונה.
 - שיעור החסכון ירד ל-3.4%, אחד הנמוכים היסטורית, לעומת מעל 5% במחצית הראשונה של השנה.
 - שיעור ההוצאה על תשלומי הריבית מתוך הכנסות הצרכנים עולה במהירות ובדרך כלל ברמות אלה מובילה להיחלשות של הצריכה (תרשים 19).
 - הזינוק בצריכה הפרטית בשנה האחרונה התבסס בין היתר על הגידול המהיר ואף חסר תקדים באשראי בכרטיסי אשראי אשר מתחיל להתמתן (תרשים 21) על רקע העלייה בשיעור החוב בפיגור (תרשים 20). גם סיום דחיית ההחזרים של הלוואות הסטודנטים יכביד על משקי הבית.

תרשים 20



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

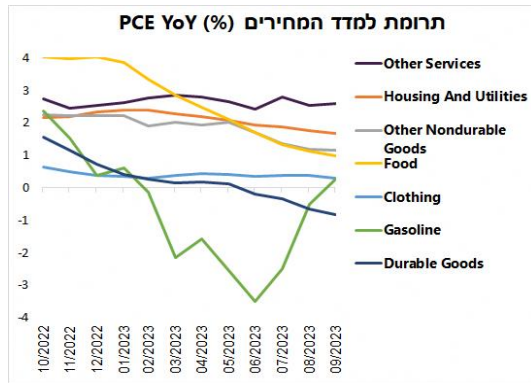
תרשים 21



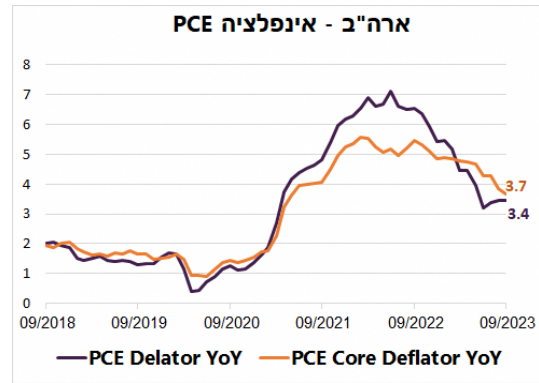
ה-FED עשוי להגיד השבוע שהריבית ככל הנראה לא תעלה יותר

הירידה במדד המחירים PCE המועדף ע"י ה-FED נעצרה בחודשים האחרונים בעיקר בגלל העלייה במחירי הדלק. התרומה לאינפלציה של סעיפי השירותים, מלבד שירותי הדיוור, לא ממש יורדת (תרשים 23). קצב העלייה של מדד מחירי ליבה, לעומת זאת, ממשיך לרדת והגיע ל-3.7% (תרשים 22). להערכתנו, הירידה תמשך גם בחודשים הבאים.

תרשים 23



תרשים 22



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

ה-FED מגיע לשיבת הריבית כאשר מצד אחד נתוני הצמיחה היו סופר-חזקים. מנגד, אינפלציית הליבה ממשיכה לרדת ומתרחשת הרעה בתנאים הפיננסיים שמתבטאת בירידות במניות ועליית התשואות. הרעה משמעותית בתנאים הפיננסיים, ובמיוחד העלייה בתשואות, לא רק מאיימת לפגוע בפעילות הכלכלית, אלא גם מגבירה סיכון לתקלה פיננסית, כפי שהייתה בחודש מרץ. הריבית בטוח תישאר ללא שינוי, אך השאלה האם הבנק המרכזי ייתן רמז ברור יותר שהיא לא תעלה יותר? להערכתנו, התשובה לשאלה מופיעה בנאום האחרון של הנגיד ב-19/10:

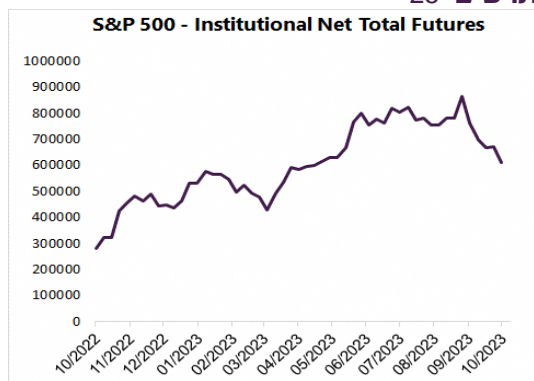
"Along with many other factors, actual and expected changes in the stance of monetary policy affect broader financial conditions, which in turn affect economic activity, employment and inflation. **Financial conditions have tightened significantly in recent months, and longer-term bond yields have been an important driving factor in this tightening. We remain attentive to these developments because persistent changes in financial conditions can have implications for the path of monetary policy.**"

שורה תחתונה: אנו מעריכים שה-FED יותיר את הריבית ללא שינוי ויספק רמז שהיא לא תעלה יותר.

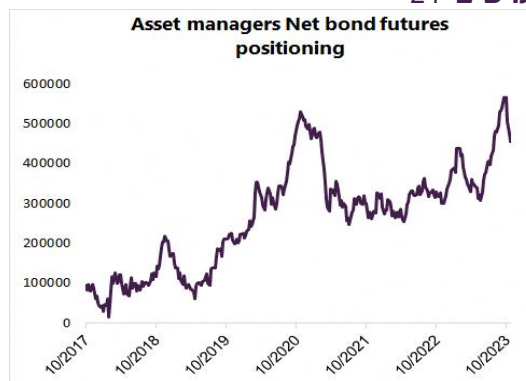
האם פסימיות בשווקים זאת הזדמנות?

פסימיות המשקיעים בארה"ב גוברת. למרות התשואות הגבוהות, בשבוע שעבר נרשמו ביקושים חלשים בהנפקות ל-2 ול-5 שנים. מנהלי השקעות המוסדיים צמצמו מתחילת החודש כ-40% מהעלייה החדה בפוזיציות לונג באג"ח הממשלתיות שנבנתה מחודש מאי (תרשים 24). אחרי הירידה של כ-10% ב-S&P500 גם פוזיציות לונג בחוזים על ה-S&P500 של מנהלי השקעות ירדו (תרשים 25).

תרשים 25



תרשים 24



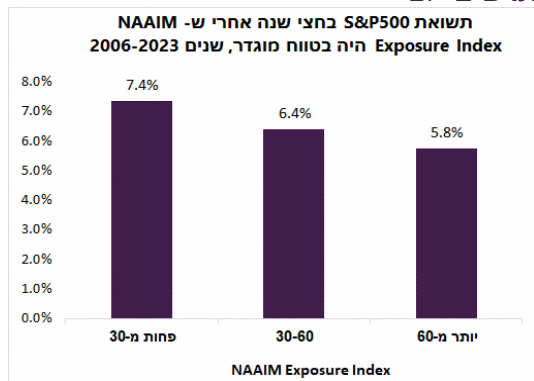
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

בסקר מנהלי השקעות אקטיביים נמצא שהחשיפה למניות ירדה לאחת הרמות הנמוכות של העשור האחרון (תרשים 26).

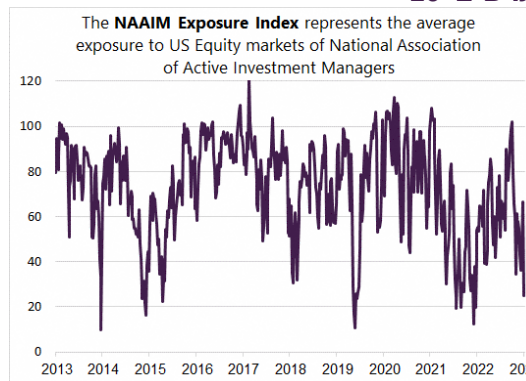
פסימיות בשוק המניות שולטת למרות עונת הדוחות טובה. אחרי שכמחצית מהחברות דיווחו, שיעור החברות שהפתיעו לטובה בשורת הרווח עמד על 78% והיה גבוה מהמוצע של 10 השנים האחרונות. גם עוצמת ההפתעה ברווח למניה (7.7%) גבוהה מהמוצע של 6.6% ב-10 שנים. לראשונה מאז Q3-22 נרשם גידול ברווח למניה לעומת שנה שעברה.

כפי שציינו קודם, אנו מעריכים שה-FED יודיע על עצירה בעליית הריבית, מה שעשוי להרגיע את השווקים, כמובן בהנחה שהסיכונים האחרים לא יתגברו. היסטורית, לפסימיות היית השפעה חיובית על ביצועי המניות. כפי שניתן לראות בתרשים 27, כשהחשיפה המדווחת בסקר המשקיעים האקטיביים הייתה נמוכה מ-30% (כעת היא כ-24%), התשואה שהשיג ה-S&P500 בחצי שנה לאחר מכן הייתה גבוהה יותר מאשר כשהחשיפה הייתה גבוהה מ-30%.

תרשים 27



תרשים 26



מקור: Bloomberg, NAAIM, 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.

29/10/2023

תאריך פרסום האנליזה