

2.07.2023

אינפלציה 12  
חודשים הבאים

2.7%

מדד יוני

0.2%

מדד יולי

0.3%

מדד אוגוסט

0.3%

ריבית בנק ישראל  
צפויה בעוד 12 חודשים

4.25%-4.50%

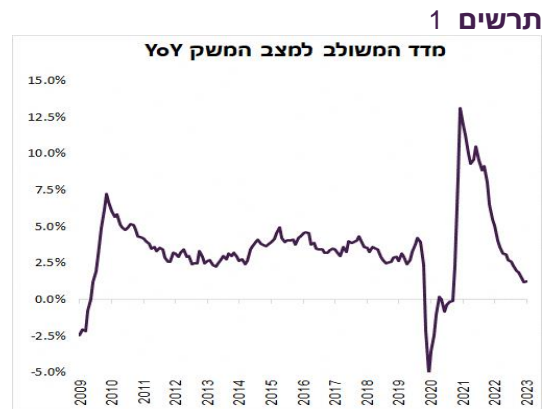
## עיקרי הדברים

- **האינדיקאטורים הכלכליים** מצביעים על המשך הירידה בקצב הצמיחה במשק, בייחוד בצריכה הפרטית. לא נראה שיש כעת גורם שיכול לבלום את המגמה.
- ניכרת עלייה מהירה ב**שיעור המשרות החלקיות** ובשיעור העצמאים מקרב המועסקים במשק. בשנה האחרונה היה גידול נטו במשרות החלקיות וירידה במשרות המלאות.
- **האשראי העסקי בבנקים** ממשיך לגדול בקצב גבוה הרבה יותר מהמגמה ארוכת הטווח, מה שבנסיבות הנוכחיות מעלה סיכון במשק.
- תזוזה לא גדולה לכיוון **המט"ח** של כספי הציבור בתיק הנכסים תמכה בהיחלשות השקל מתחילת השנה.
- **יתרת הפיגורים במשכנתאות** גדלה בשלושת החודשים האחרונים בקצב הגבוה ביותר מאז תחילת הדיווחים.
- **אינפלציית השירותים** ממשיכה להיות זביקה בארה"ב ובמיוחד באירופה. הריבית באירופה צפויה להמשיך ולעלות. בארה"ב עליית הריבית החודש עדיין תלויה בנתוני האינפלציה ושוק העבודה.

## הפעילות במשק ממשיכה להיחלש

להבדיל מארה"ב, שבה יש סימני התאוששות בצמיחה בתחומים מסוימים, רוב האינדיקטורים בישראל משקפים המשך האטה:

- קצב הגידול השנתי של המדד המשולב למצב המשק של בנק ישראל ירד ל-1.3%, הנמוך ביותר מאז 2009, למעט תקופת הקורונה (תרשים 1). בעיקר מושפעת הירידה מההאטה במסחר הקמעונאי, הירידה ביצוא הסחורות וביבוא.



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

- הפדיון של כלל ענפי המשק במחירים קבועים כמעט לא צמח בשנה האחרונה (תרשים 2). גידול מזערי נרשם בפדיון בענף המסחר הקמעונאי ובמסחר הסיטונאי הייתה ירידה (תרשים 4). בענף הבנייה הפדיון ירד בשיעור חד (תרשים 3).



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

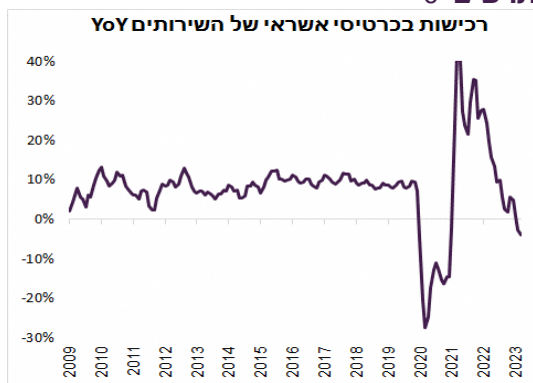
- למרות עליית המחירים והגברת השימוש בכרטיסי אשראי באמצעות הטלפונים הניידים, קצב הגידול השנתי ברכישות בכרטיסי אשראי ירד בחודשים מרץ-מאי לשיעור הנמוך ביותר מאז 2011, לא כולל תקופת הקורונה (תרשים 5). במיוחד ירדו ההוצאות על השירותים (תרשים 6). הירידה המשמעותית ביותר נרשמה בהוצאות על טיסות, תיירות ואירוח.

תרשים 5



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

תרשים 6



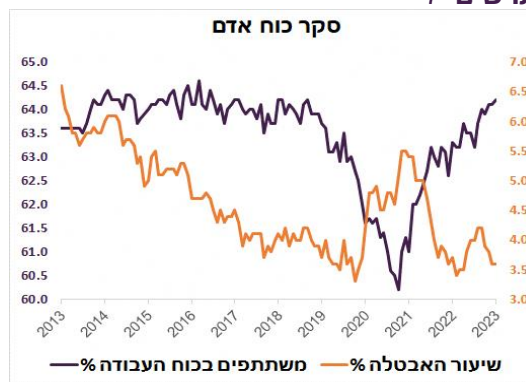
**שורה תחתונה: מרבית האינדיקטורים לפעילות במשק מצביעים על ירידה בקצב הצמיחה, בייחוד בצריכה הפרטית. לא נראה שיש כעת גורם שיכול לכלול את המגמה.**

### יותר משרות חלקיות, יותר עצמאים

לכאורה, נתוני סקר כוח אדם לחודש מאי לא מספרים סיפור חדש. שיעור האבטלה נותר קרוב לשפל של 3.6%. שיעור ההשתתפות בכוח העבודה חזר לרמות לפני הקורונה (תרשים 7). אולם, יש לשים לב לכמה התפתחויות חשובות:

- שיעור המועסקים במשרות חלקיות מסך המועסקים עלה משמעותית מכ-25%-26% לפני הקורונה לכ-28% (ממוצע 12 חודשים). בהתאם, נרשמה ירידה במועסקים במשרה מלאה (תרשים 8). בחודשים מרץ-מאי היה בממוצע כ-250 אלף יותר מועסקים במשרה חלקית מאשר באותה התקופה אשתקד, כאשר במועסקים במשרה מלאה חלה ירידה של כ-100 אלף. העלייה בשיעור המועסקים במשרה חלקית בשוק העבודה שסובל ממחסור בעובדים התרחשה כנראה בגלל רצון העובדים ולא בגלל אילוצי המעסיקים. אם אכן זאת הסיבה, שוק העבודה הדוק אף יותר ממה שנראה בנתונים. אם, לעומת זאת, המעסיקים מעדיפים לגייס עובדים למשרה חלקית בניגוד לרצון העובדים למשרה מלאה, מצבו של שוק העבודה פחות טוב ממה שנראה בנתונים.

תרשים 7



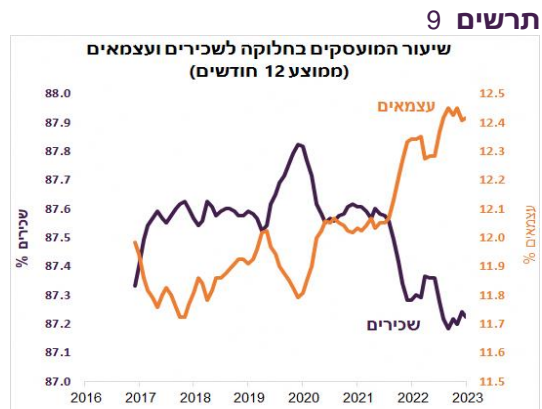
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

תרשים 8



- כנראה שהעלייה במשרות החלקיות הייתה אחת הסיבות לירידה בממוצע שעות העבודה השבועיות למועסק (תרשים 10). הירידה בשעות העבודה אמורה להתבטא בגידול איטי יותר בסך השכר במשק.

- חל גידול משמעותי בשיעור העצמאים מתוך סך המועסקים, זאת על חשבון הירידה בשיעור השכירים (תרשים 9). גם התפתחות זו יכולה לתרום למחסור בכוח העבודה השכיר.
- נציין שנתוני לשכת התעסוקה מצביעים על עלייה בדורשי עבודה בחודש מאי בהמשך למגמה בחודשים הקודמים.

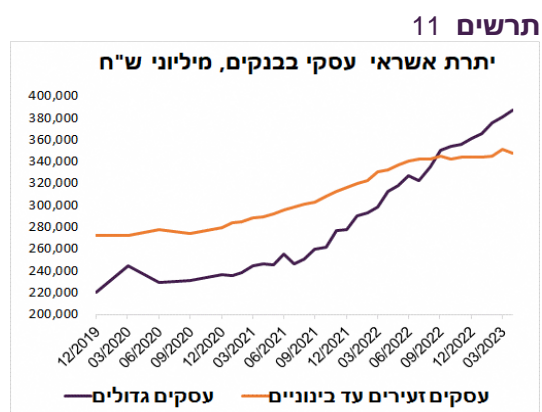
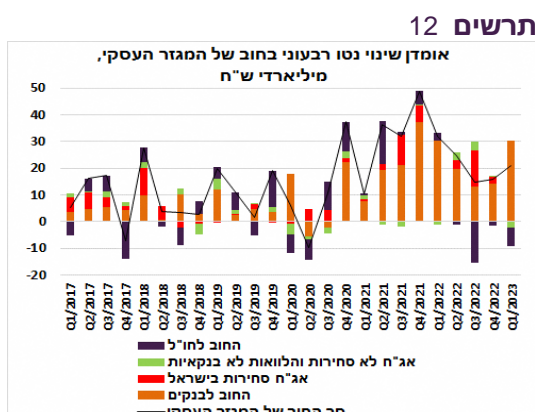


מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

## האשראי העסקי בבנקים התנתק מהמגמה

בנק ישראל פרסם דיווח על התפתחות החוב במשק ברבעון הראשון. ממנו עולה שחלה האטה בקצב הגידול בכל סוגי האשראי.

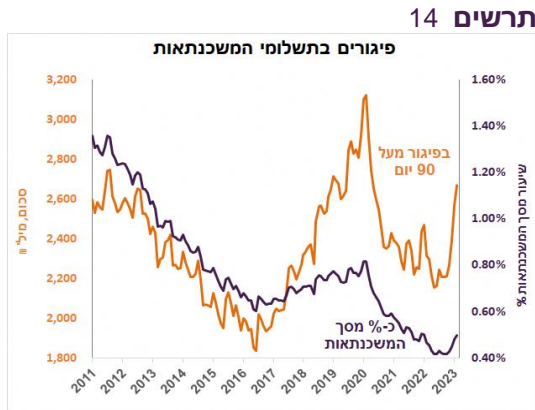
יחד עם זאת, בולט המשך גידול מהיר של האשראי לעסקים בבנקים שצמח בשנה האחרונה בכ-14%. גידול נטו באשראי לעסקים בבנקים ברבעון הראשון היה כ-30 מיליארד ₪, מה שהפך אותו לאחד הרבעונים החזקים ביותר היסטורית. אצל יתר המלווים לעסקים האשראי דווקא ירד (תרשים 12). הגידול באשראי היה בעיקר לעסקים גדולים. הוא צמח בשנה האחרונה בכ-75 מיליארד ₪ או ב-24%, כאשר האשראי ליתר העסקים גדל רק בכ-5% (תרשים 11). בנק ישראל מציין שרוב הגידול באשראי העסקי מופנה לחברות בענף הבינוי.



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

ככלל, הגידול באשראי העסקי בבנקים בשלוש השנים האחרונות סטה בחדות מהמגמה ארוכת הטווח שהייתה מתחילת המאה ביותר מ-50% או בכ-250 מיליארד ₪ (תרשים 13). תופעה זו נראית חריגה. אם הריבית תישאר ברמה גבוהה לאורך זמן ותחום הנדל"ן לא יתאושש, עלולים

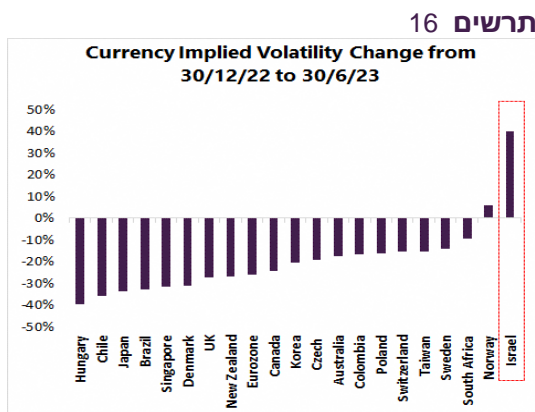
להתגלות קשיים באשראי זה. בהתחשב בהשפעה על הכלכלה של חוסר הוודאות הפוליטית, הסיכון להתפתחות שלילית בתחום זה לא נראה זניח. עליית הריבית מתחילה להשפיע על האצת הגידול בפיגורים בהחזרי המשכנתאות (תרשים 14). בשלושת החודשים האחרונים גדלה היתרה בפיגור בכ-400 מיליון ₪, העלייה הגדולה ביותר מאז שהתחיל הדיווח ב-2011.



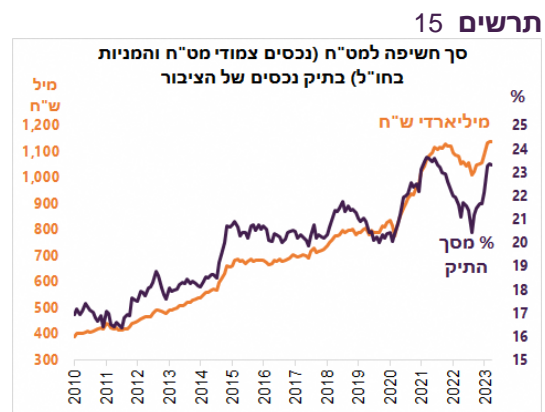
מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

## השקל שוב משנה כיוון

לאחרונה חזרה המגמה של תת ביצוע של שוק המניות המקומי והיחלשות השקל. השקל היה המטבע החלש ביותר ביחס לדולר והאירו (למעט המטבע הטורקי והרוסי) בשבועיים האחרונים. ביחס לאירו שערו עלה לרמה הגבוהה מאז ספטמבר 2020. נראה, ששינוי המגמה משקף הפנמה בשווקים שלא ניתן יותר להתייחס לסיכון הפוליטי כזמני. סיכון זה כבר קיים מספיק זמן כדי לגרום נזק לא רק לשווקים, אלא גם לפעילות הכלכלית. לא ברור כעת איך הוא יכול לקטון כדי שיפסיק להשפיע על שיקולי המשקיעים, גם הפיננסיים וגם בכלכלה הריאלית.



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

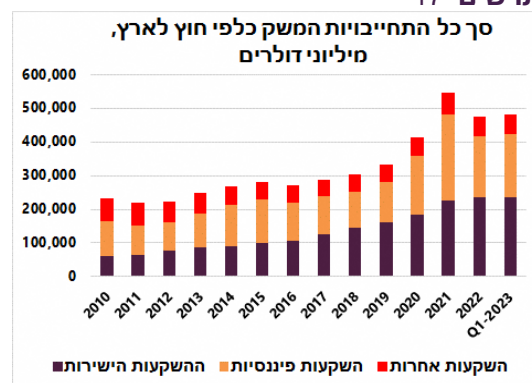
השקל, שסטיית התקן הגלומה שלו עלתה מתחילת השנה, בניגוד לרידה ביתר המטבעות (תרשים 16), עלול להמשיך ולהיות תחת לחצים להיחלשות בהשפעת המשקיעים המקומיים או הזרים. סך הנכסים במט"ח ובצמודי מט"ח בתיק הנכסים של הציבור (נכסים צמודי מט"ח או נסחרים במט"ח כגון אג"ח ופיקדונות והשקעות תושבי ישראל בחו"ל) גדלו ב-7.5% או בכ-80 מיליארד ₪ מתחילת השנה ועד סוף חודש אפריל. מתוך גידול זה, כ-35 מיליארד ₪ התרחש הודות לפיחות השקל. גידול נוסף של כ-10 מיליארד ₪ נרשם בזכות עליות שערים במניות חו"ל.

רק כ-35 מיליארד ₪ (כ-10 מיליארד דולר) הנותרים הועברו לנכסים צמודי מט"ח או בנכסים במט"ח בצורה אקטיבית. סכום זה מהווה רק כ-0.7% מסך תיק הנכסים של הציבור (כולל המוסדיים). הוא לא כולל כמוכן את הכספים שעברו לחשבונות בבנקים בחו"ל ע"י אנשים פרטיים או חברות. אולם, כנראה שלא היו הרבה כאלה.

סך החשיפה של הציבור לנכסים במט"ח וצמודי מט"ח בתיק הנכסים הגיעה ל-23.3%, עדיין מתחת לשיא שנקבע בתחילת 2021 (תרשים 17).

נוסיף שבשנים האחרונות הייתה זרימה חזקה מאוד של כספי הזרים לישראל. סך ההתחייבויות של המשק כלפי חוץ לארץ שכולל השקעות ישירות, פיננסיות ואחרות של הזרים בישראל, גדל מאז 2019 בשיעור חריג של 44% או כמעט ב-150 מיליארד דולר. לצורך השוואה, בין השנים 2016 ל-2019 הגידול היה רק כ-24% או כ-63 מיליארד דולר (תרשים 17). המשך אי הוודאות עלול לגרום למשיכה של חלק מההשקעות או לעצירה בהשקעות חדשות, מה שיגביר עוד יותר את הלחצים על השקל. בינתיים, ברבעון הראשון, התחייבות המשק כלפי חוץ גדלה בעוד כ-5 מיליארד דולר בזכות הגידול בהשקעות הזרים.

תרשים 17



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

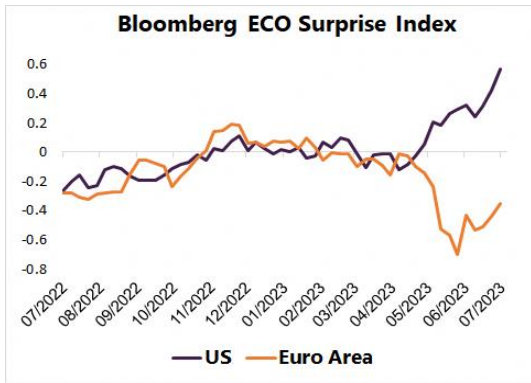
## עולם

### ממשיכים לדחות את המיתון

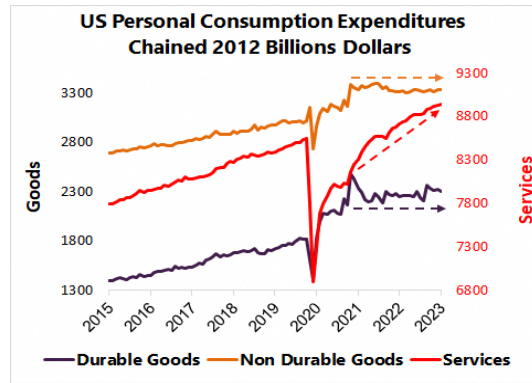
- הכלכלה האמריקאית ממשיכה לדחות את התחזיות למיתון. לפי Atlanta Fed GDPNow GDP Forecast הצמיחה ברבעון השני צפויה לעמוד על 2.2%. תחזית דומה של בלומברג צופה צמיחה של 3%.
- יותר נתונים כלכליים מכים את התחזיות. מדד ההפתעות באינדיקטורים הכלכליים של בלומברג בארה"ב עלה לרמה הגבוהה מאז 2020. גם באירופה הוא התחיל לעלות בחודש האחרון, אך זאת אחרי ירידה חדה באפריל (תרשים 19).
- נתוני הצמיחה לרבעון הראשון בארה"ב התעדכנו בשיעור משמעותי. אם בעדכון הראשון התמ"ג צמח ב-1.1%, בעדכון אחרון הקצב עלה ל-2%. הצמיחה בצריכה הפרטית התעדכנה מ-3.7% ל-4.2%, השיעור הרבעוני הגבוה ביותר מאז 2017.
- אחרי גידול חזק בצריכה הפרטית בארה"ב ברבעון הראשון, ברבעון השני צפויה האטה. קצב הגידול החודשי הממוצע בהוצאה הריאלית של הצרכנים עמד בחודשים אפריל-מאי על כ-0.1%, לעומת ממוצע של כ-0.4% בחודשים ינואר-מרץ. תמהיל הצריכה ממשיך להיות מוטה שירותים. צריכת המוצרים כמעט לא גדלה, אך היא עדיין גבוהה מהמגמה ארוכת הטווח (תרשים 18).



תרשים 19



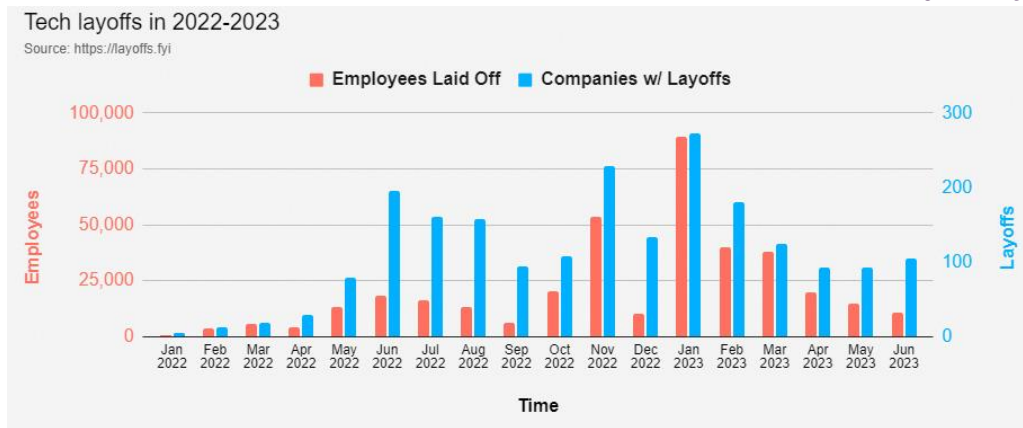
תרשים 18



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

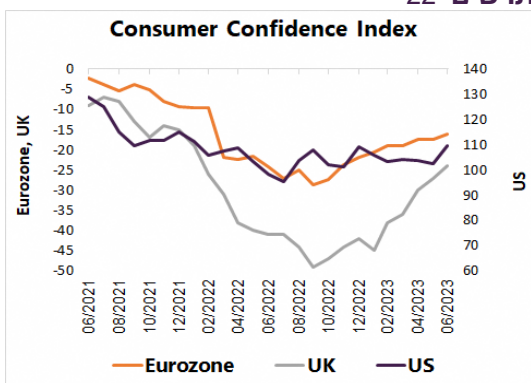
- תחום נוסף שכנראה עבר את התחתית הם פיטורים בחברות הטכנולוגיה שברבעון השני ירדו משמעותית לעומת הרבעון הראשון (תרשים 20).

תרשים 20

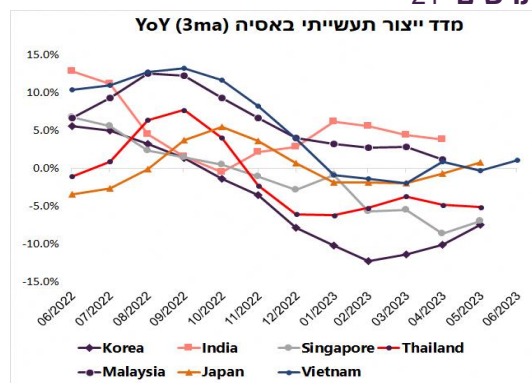


- חל שיפור במדדי הסנטימנט הצרכני, במיוחד באירופה (תרשים 22). גם בארה"ב מדד הסנטימנט היה גבוה מהתחזיות.
- יתכן ומתחילים להופיע סימני התאוששות בתחום התעשייה. חלה תפנית במגמה שלילית במדדי הייצור התעשייתי בחלק ממדינות אסיה, במיוחד בקוריאה, יפן ווייטנאם (תרשים 21).

תרשים 22



תרשים 21

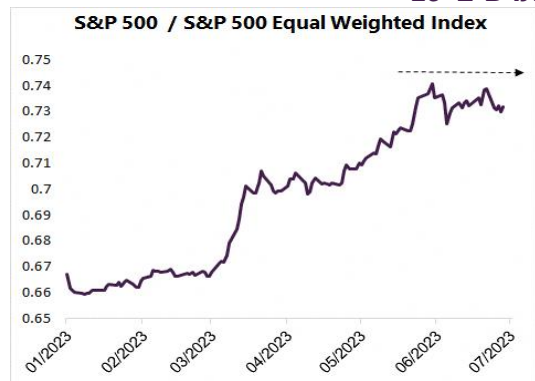


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

## העליות בשוק המניות מתרחבות

גם שוק המניות ממשיך לדחות את התחזיות למיתון בניגוד לשוק האג"ח שבו המשך היפוך עקומי התשואה מנבא מיתון קשה. להערכתנו, היפוך העקום הוא יותר ביטוי לציפיות לירידה באינפלציה מאשר למיתון. בשוק המניות מורגשת בחודש האחרון התרחבות העליות ממספר קטן של מניות טכנולוגיה גדולות ליתר המניות והסקטורים. מדד S&P 500 לא הציג בחודש האחרון תשואה עודפת על פני מדד S&P500 במשקל שווה (תרשים 23). הסקטורים של הצריכה המחזורית, החומרים והתעשייה השיגו תשואה גבוהה יותר מסקטור מניות הטכנולוגיה.

תרשים 23



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

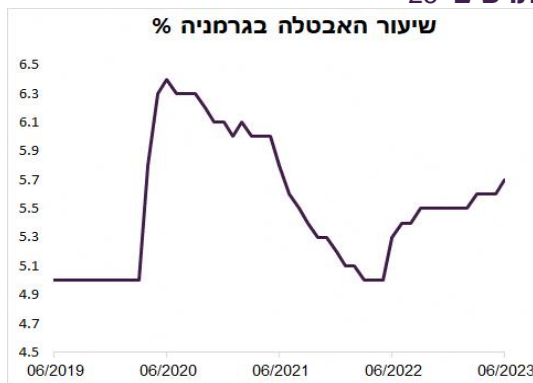
## האינפלציה באירופה הופכת לדביקה יותר

האינפלציה באירופה ירדה ביוני ל-5.5% לעומת 6.1% במאי. הירידה בקצב האינפלציה ניכרת לא רק במחירי האנרגיה, אלא גם במזון ובמוצרים תעשייתיים ללא אנרגיה (תרשים 24). לעומת זאת, קצב העלייה של מחירי השירותים עלה לשיא של 5.4%, לאחר שבמאי כבר ירד ל-5%. העלייה בשירותים נובעת בעיקר מהתייקרות תשומות העבודה שמשקלם בתחום השירותים גבוה בממוצע פי-2 מאשר בתעשייה.

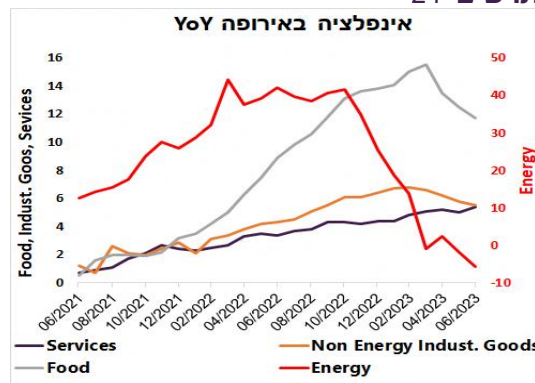
יתכן שהסימן להיחלשות שוק העבודה באירופה בא לידי ביטוי בעלייה בשיעור האבטלה בגרמניה ל-5.7%, לעומת כ-5% במחצית הראשונה של 2022 (תרשים 25).

### שורה תחתונה: אנו מעריכים שה-ECB יעלה ריבית בעוד לפחות כ-0.5%.

תרשים 25



תרשים 24



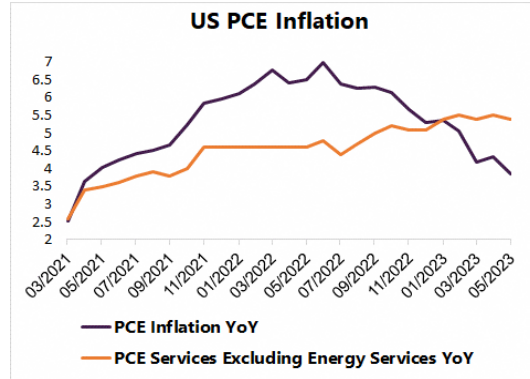
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'



## עליית הריבית בארה"ב עדיין לא סגורה

בחודש מאי ירדה אינפלציית ה-PCE בארה"ב מ-4.3% ל-3.8%, אך אינפלציית השירותים ללא שירותי האנרגיה לא יורדת כבר חצי שנה (תרשים 26). ניכרת התגברות בהתייקרות של השירותים המקצועיים, שירותי אחזקת הבית, התקשורת והפיננסים.

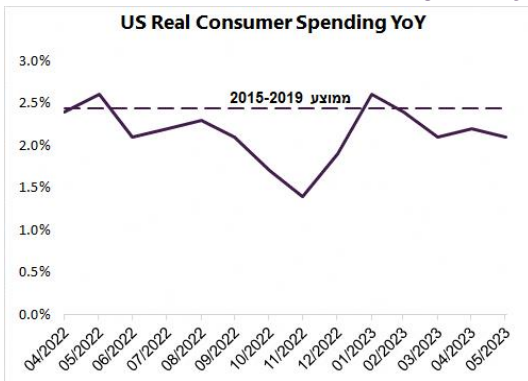
תרשים 26



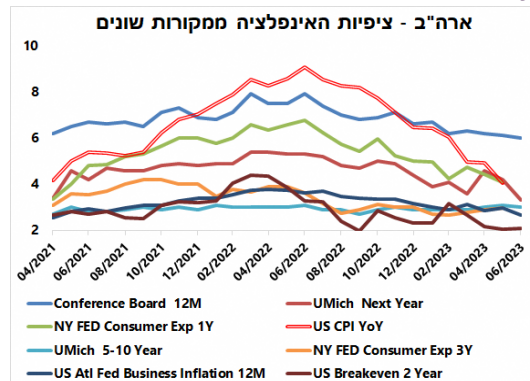
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

החוזים מגלמים סיכוי של יותר מ-80% שה-FED יעלה את הריבית בפגישתו הבאה בסוף יולי ב-0.25%. אנו חושבים שההחלטה תלויה מאוד בנתוני האינפלציה לחודש יוני שיתפרסמו בשבוע הבא ובנתוני שוק העבודה בסוף השבוע. "היונים" בוועדה המוניטארית, שלא הסכימו להעלות את הריבית בפגישה הקודמת של ה-FED, צריכים הוכחות כדי לתמוך בעליית הריבית. בצד הכוחות שתומכים שהשארית הריבית ללא שינוי נציין שהצריכה הפרטית בארה"ב אומנם עדיין חזקה, אך קצב הצמיחה שלה יורד בחודשים האחרונים והוא נמוך מקצב השנתי שהיה בשנים 19-2015 (תרשים 28). ציפיות האינפלציה מכל המקורות נמצאות במידה כזאת או אחרת במגמת ירידה (תרשים 27).

תרשים 28



תרשים 27



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

**שורה תחתונה: אנו לא בטוחים שעליית ריבית ה-FED החודש זה עניין סגור. נתון האינפלציה נמוך מהתחזיות יכול להשאיר את ה-FED בהמתנה.**

### 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.

**2/7/2023**

תאריך פרסום האנליזה