

12.02.2023

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.5%

מדד ינואר
0.2%

מדד פברואר
0.1%

מדד מרץ
0.4%

ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
3.50%-3.75%

עיקרי הדברים

- **סקר העסקים של הלמ"ס** משקף יציבות בפעילות החברות במשק.
- **הירידה בגביית המיסים** הולכת ומעמיקה. להערכתנו, היא תימשך לאורך השנה ותוביל לגירעון גבוה יותר לעומת ההערכות הקיימות.
- **השקל התנתק** לאחרונה מהקשר שהיה קיים בחמש השנים האחרונות לשוק המניות האמריקאי. ניתוק הקשר לאורך זמן ישפיע על האינפלציה והריבית בישראל, כמו גם על התנהגות השווקים והכלכלה.
- לפי Atlanta Fed Wage Growth Tracker **קצב עליית השכר בארה"ב** ירד בשיעור מתון יותר מאשר השכר השעתי הממוצע.
- **שינוי טכני במקדמי העונתיות של מדד המחירים בארה"ב** העלה משמעותית את ההערכה לסביבת האינפלציה במחצית השנייה של השנה שעברה ויתמוך בהמשך עליית הריבית.
- עלייה בתחזיות הריבית, בתשואות האג"ח ובציפיות האינפלציה בעולם לאחרונה **משקפת הערכה מציאותית יותר של הסיכונים**.
- עלה הסיכוי **שגם ביפן תעלה הריבית** בחודשים הקרובים.

המלצות מרכזיות

חשיפה למניות

גבוהה	בינונית / גבוהה	בינונית	בינונית / נמוכה	נמוכה
-------	-----------------	---------	-----------------	-------

מח"מ אג"ח ממשלתיות

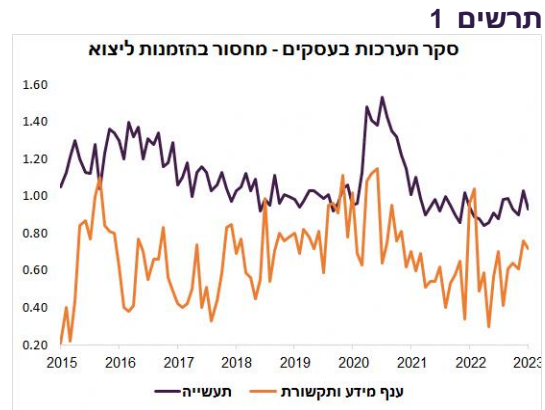
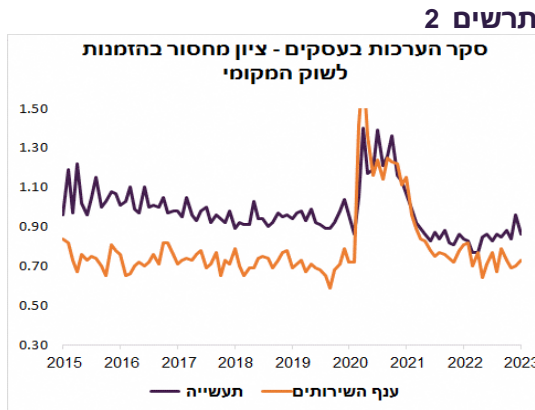
ארוך	בינוני / ארוך	בינוני	קצר / בינוני	קצר
------	---------------	--------	--------------	-----

דירוג מומלץ באג"ח קונצרניות

ללא דירוג	BBB	A	AA	AAA
-----------	-----	---	----	-----

סקר העסקים משקף צמיחה יציבה

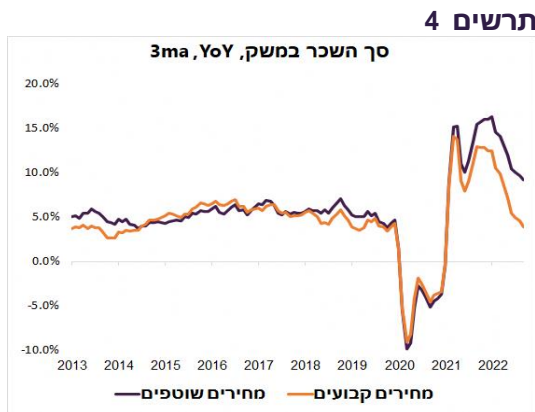
סקר המגמות בעסקים של הלמ"ס לא משקף הרעה ניכרת בפעילות החברות בכלל הענפים. העסקים מדווחים על הקלה נוספת במחסור בעובדים, בצידוד ובחומרי הגלם. למעשה, חומרת המחסור כמעט חזרה לרמה שהייתה לפני המגפה. החברות לא מדווחות על קושי מיוחד בהזמנות לשוק המקומי, הן בתעשייה והן במגזר השירותים (תרשים 2). המגבלה של מחסור בהזמנות ליצוא עלתה בענף המידע והתקשורת (תרשים 1).



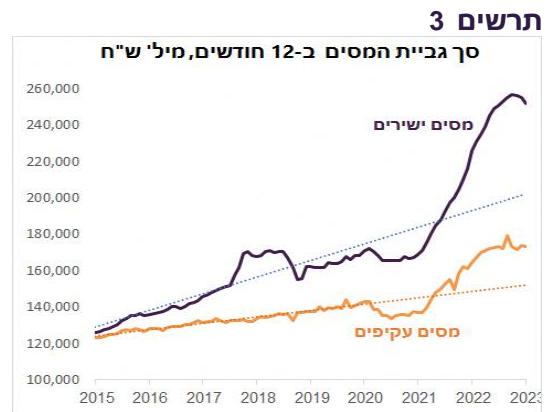
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

הירידה בגביית המיסים צפויה להימשך

עודף התקציב הממשלה ירד מ-0.6% תמ"ג בדצמבר ל-0.3% בינואר. החלק המעניין בדיווח החודשי של משרד האוצר נמצא בפרק ההכנסות. ההכנסות ממסים ירדו בינואר במונחים ריאליים ב-12% לעומת ינואר 2022. במיוחד ירדה גביית המסים הישירים בשיעור של 17%. במיסים העקיפים הגבייה ירדה ב-4%. סך הגבייה השנתית עדיין גבוהה משמעותית מהמגמה ארוכת הטווח, אך הקצב השנתי התחיל לרדת בעיקר במיסים הישירים (תרשים 3). חלק מהירידה מתרחשת בגלל החולשה בפעילות ההיי-טק, במיוחד באקזיטים. כמו כן, ירדה הגבייה משוק ההון ונרשמה ירידה ריאלי של 31% בגביית מסי מקרקעין.



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'



מקור: משרד האוצר, מיטב ברוקראז'

אנו מעריכים שהירידה בקצב השנתי של גביית המיסים תימשך בגלל חולשה ניכרת בפעילות יצרני המיסים הגדולים - ההיי-טק והנדל"ן. מצבו של שוק העבודה יחסית טוב והשכר ממשיך לעלות, אך קצב העלייה של סך השכר במשק יורד, במיוחד במונחים ריאליים (תרשים 4). כמו כן, עדכון משמעותי של מדרגות המס מתחילת השנה בעקבות האינפלציה הגבוהה גם הוא צפוי להקטין גביית המיסים. נוסף גם שמתחילת השנה משרד האוצר הספיק לבטל מס על הכלים החד פעמיים ולסבסד חלק מהוזלות המחירים, מה שיוביל לאובדן הכנסות לקופת המדינה.

שורה תחתונה: אנו מעריכים שהגירעון התקציבי של הממשלה יסתכם השנה בכ-4% תמ"ג.

השקל מתגרש מ-S&P 500

הקשר בין שער החליפין שקל/דולר לשוק המניות האמריקאי, הנובע מעסקאות גידור של השקעות הישראלים היוצאות לחו"ל, שהיה קיים בחמש השנים האחרונות, השתנה לאחרונה. בשלושת השבועות האחרונים שוק המניות האמריקאי עלה ב-3%. בהתאם להתנהגות הרגילה, שערו של השקל ביחס לדולר היה אמור להתחזק בכ-1%. במקום זה, השקל נחלש בכ-4% (תרשים 5).

תרשים 5



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

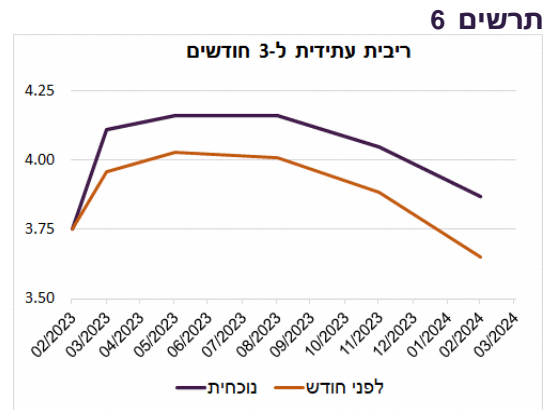
אם השינוי בדפוס התנהגות השקל יתמיד, הוא עשוי להשפיע באופנים שונים:

- הקשר תרם משמעותית לירידה באינפלציה בישראל בחמש השנים האחרונות. בדפוס ההתנהגות שהיה בשנים האחרונות, עלייה שנתית של 10% במניות האמריקאיות מובילה לירידה של כ-0.3%-0.4% באינפלציה בישראל. בהנחה ששוק המניות אמור לעלות לאורך זמן בנסיבות רגילות, ניתוק הקשר בין השקל לשוק המניות האמריקאי יתרום לאינפלציה גבוהה יותר בישראל בעתיד.
- הירידה באינפלציה בזכות עוצמתו של השקל הובילה את בנק ישראל להחזיק ריבית אפסית ולהתערב בשוק המט"ח.
- התנהגות השקל תמכה בהגדלת צריכת הישראלים בחו"ל, אך פגעה ביצואנים.
- עוצמתו של השקל הגבירה אטרקטיביות ההשקעה באפיקים פיננסיים שונים בישראל עבור המשקיעים הזרים.

שורה תחתונה: אומנם הקשר בין השקל לשוק המניות האמריקאי נשבר רק לאחרונה, אך מזובר בשבירת דפוס התנהגות שהזין את העצמו. אם הקשר ההפוך בין השקל לשוק המניות האמריקאי יתנתק לאורך זמן, המשקיעים המקומיים ירצו להגדיל חשיפה למט"ח והזרים להקטין חשיפה לשקל.

נקודות נוספות:

- בשבועיים האחרונים ירד מחיר הפחם בשווקים בעולם בכ-40% (תרשים 7). התייקרות תעריף החשמל מתחילת 2022 שהסתמכה בעיקר על עלייה במחיר הפחם הוסיפה כ-0.4% למדד המחירים, כולל ההתייקרות שהייתה בינואר האחרון. אם הוזלת מחיר הפחם תתמיד, בעדכון הבא של תעריף החשמל הוא עשוי לרדת משמעותית.
- המשקיעים בישראל העלו את התחזיות לעליית הריבית של בנק ישראל. הריבית העתידית ל-3 חודשים בעוד 12 החודשים עלתה בחודש האחרון מכ-3.65% לכ-3.9% (תרשים 6).



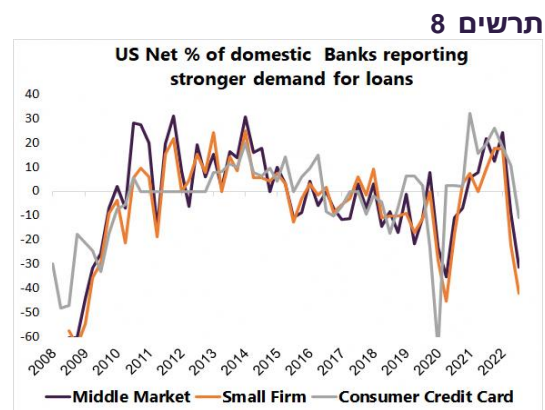
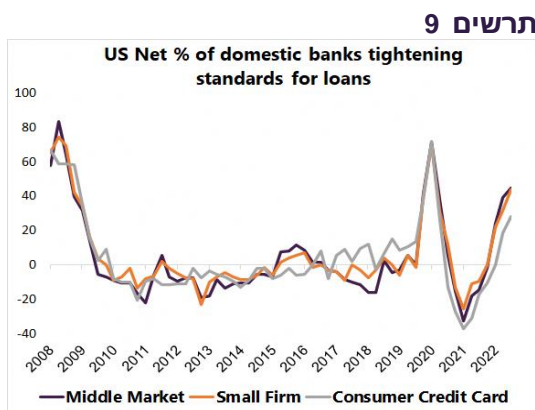
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: אנו ממשיכים להמליץ על הורדת הסיכון ברכיב האג"ח למח"מ בינוני. כמו כן, אנו ממשיכים להמליץ על חשיפת חסר לשוק המניות הישראלי.

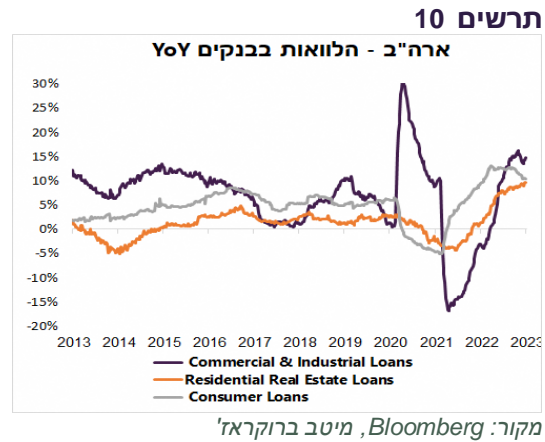
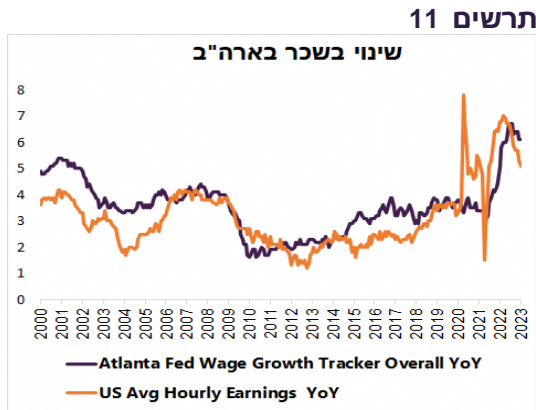
עולם

נתונים כלכליים:

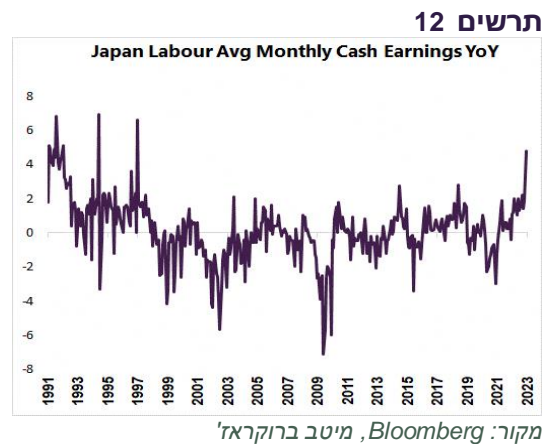
- שבוע שעבר היה דליל במיוחד בנתונים הכלכליים ובכל זאת היו כמה פרסומים מעניינים:
- בארה"ב התפרסם סקר האשראי הבנקאי שעורך ה-FED מדי רבעון. ממצאי הסקר מלמדים על הידוק משמעותי של תנאי אשראי לכל סוגי הלווים (תרשים 9). הקשחת תנאי אשראי לעסקים הייתה גדולה יותר מאשר למשקי הבית. במקביל, הבנקים דיווחו על ירידה משמעותית בביקוש לאשראי, במיוחד לאשראי העסקי (תרשים 8). הנתונים בגרפים נראים דרמטיים, אך צריכים לקחת בחשבון שמדובר בשינויים יחסית לתקופה הקודמת שהתאפיינה בהקלה מאוד משמעותית בתנאי האשראי ועלייה חריגה בביקוש לאשראי.



- נתוני מתן אשראי מהבנקים האמריקאים מציגים בינתיים קצבי גידול שיא בכל סוגי האשראי בשנה האחרונה ביחס לעשור האחרון (תרשים 10).



- לפי הנתונים שפרסמה שלוחת ה-FED באטלנטה, השכר הממוצע במשק האמריקאי עלה בינואר בשיעור שנתי זהה לחודש הקודם, לעומת הירידה בקצב עליית השכר הממוצע השעתי שהתפרסמה לפני שבועיים (תרשים 11). נתון ה-FED מנטרל שינויים בתמהיל העובדים. לכן, הוא משקף את השינויים בשכר באופן מדויק יותר. שיעור עזיבות מרצון של מקומות העבודה, שמהווה אינדיקטור מקדים לשינויים בשכר, נשאר בינתיים גבוה, מה שצפוי לתמוך בהמשך עליית השכר (תרשים 13).

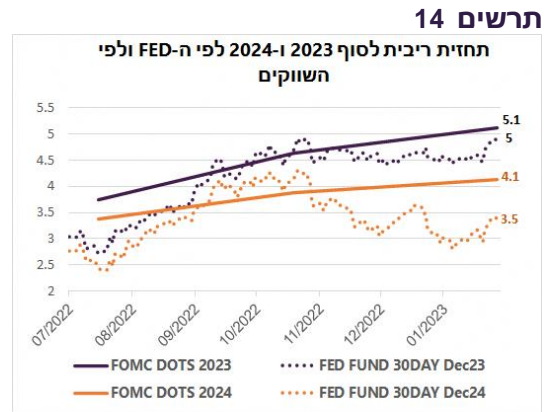
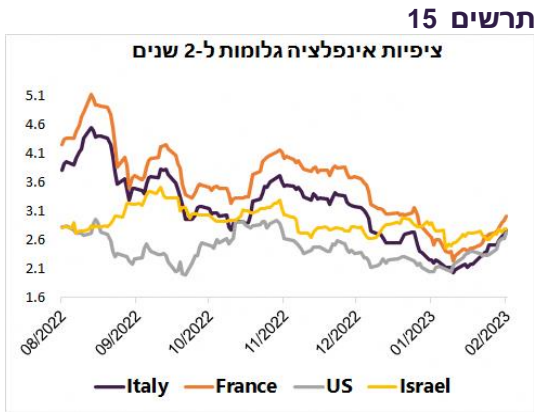


- ביפן נרשמה בחודש דצמבר עלייה חדה בקצב הגידול השנתי בשכר ל-4.8%, הגבוה ביותר מאז המחצית הראשונה של שנות ה-90 (תרשים 12). הנגיד המכהן, שצפוי להתחלף בעוד חודשיים, ציין מספר פעמים שהאינפלציה ביפן תרד בלי שהבנק המרכזי יצטרך לפעול כי אין עלייה חריגה בשכר. נראה, שכעת הסיכוי לעליית ריבית ביפן עלה, מה שעשוי לתת דחיפה נוספת לעליית תשואות האג"ח בעולם.

התפקדות בשוק האג"ח

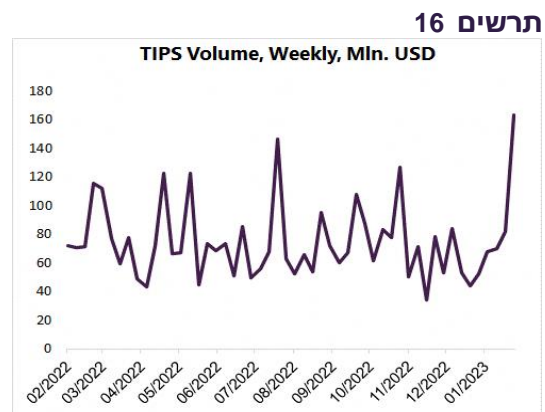
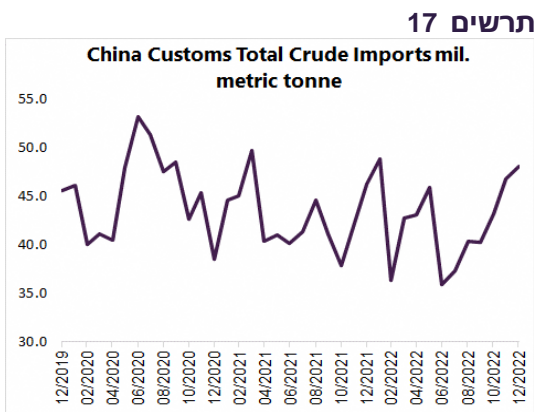
נאומים רבים של נגיד ה-FED והבנקים המרכזיים האחרים בעולם בשבוע האחרון החזירו את המשקיעים להערכה קצת יותר מציאותית לגבי סיכויי האינפלציה והריבית:

- תשואות האג"ח עלו בכל העולם. בארה"ב הן עלו לאורך כל העקום כמעט בשיעור זהה.
- הציפיות לעלייה בריבית בארה"ב התחזקו במיוחד. הציפיות לריבית בסוף 2023 המגולמות בחוזים, שרק לפני שבוע עמדו על כ-4.5%, עלו לשיא של כ-5% וכמעט סגרו את הפער אל מול התחזיות לריבית של ה-FED של 5.1%. גם הציפיות לריבית בסוף 2024 המגולמות בחוזים עלו משמעותית והגיעו לכ-3.5%, אך הן עדיין נמוכות יחסית לעומת תחזית ה-FED לריבית של 4.1% (תרשים 14).



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- ציפיות האינפלציה הגלומות עלו די בחדות. בארה"ב הציפיות לשנתיים עלו בחודש האחרון בכ-0.7% ל-2.7%. בצרפת הן עלו ב-0.4% ל-3% (תרשים 15). גם ציפיות האינפלציה לטווחים ארוכים עלו משמעותית. החשש מפני האינפלציה מתבטא גם במחזור המסחר הגבוה ביותר בשנה האחרונה שנרשם לאחרונה באג"ח הצמודות בארה"ב (תרשים 16).
- העלייה בציפיות האינפלציה נתמכה בין היתר ע"י העלייה במחירי הנפט שהתחזקה לאחר הודעת רוסיה על קיצוץ תפוקת הנפט בהיקף שמהווה כ-0.5% מהתוצר העולמי. גם הביקוש לנפט מסין עולה במהירות. יבוא הנפט לסין בדצמבר היה הגבוה ביותר מאז ינואר 2022 (תרשים 17).



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

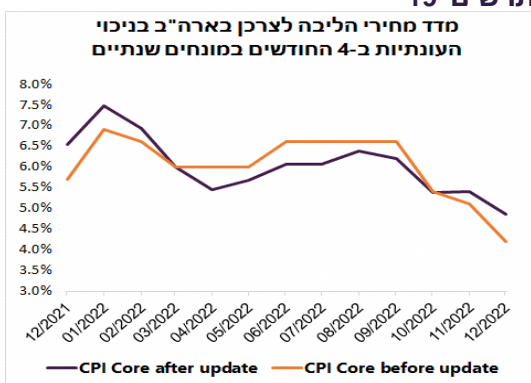
מסתבר שסביבת האינפלציה בארה"ב גבוהה יותר ממה שחשבנו

גורם נוסף שהשפיע על ציפיות האינפלציה ועל שוק האג"ח האמריקאי היה עדכון גורמי העונתיות של מדד המחירים לצרכן שהתפרסם ביום שישי. לכאורה, הפרסום לא אמור לעניין

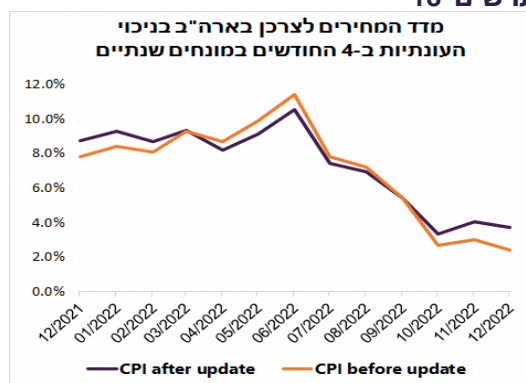
מעבר לחוג של חזאי האינפלציה. אולם, הפעם, העדכון היה משמעותי במיוחד ואמור להשפיע מאוד על תפיסת האינפלציה של הכלכלנים, המשקיעים וכנראה גם ה-FED. השינוי נעשה רק למקדמי העונתיות, כך שקצב האינפלציה השנתי לא השתנה. אולם, כתוצאה מהעדכון, קצב האינפלציה במחצית הראשונה של השנה שעברה ירד ובמחצית השנייה עלה. בעקבות זאת, קצב האינפלציה שמתבסס על 4 המדדים האחרונים של 2022 במונחים שנתיים עלה אחרי עדכון העונתיות מ-2.4% ל-3.7%. קצב אינפלציית הליבה עלה מ-4.2% ל-4.8% (תרשים 18-19).

ה-FED בהחלט בוחן את קצב האינפלציה השוטף על סמך המדדים האחרונים מנוכי העונתיות ומצטט אותו פעמים רבות, כולל בנאומו הנגיד. מבחינתו, עדכון גורמי העונתיות מחזק את התמיכה בהעלאות ריבית.

תרשים 19



תרשים 18

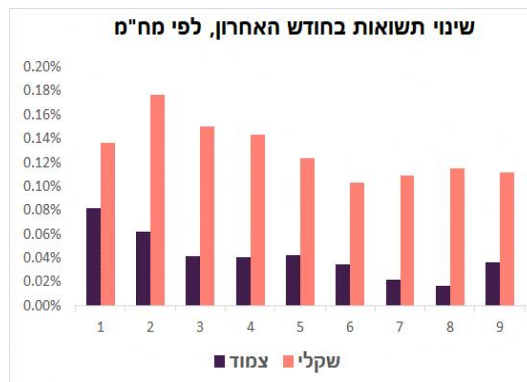
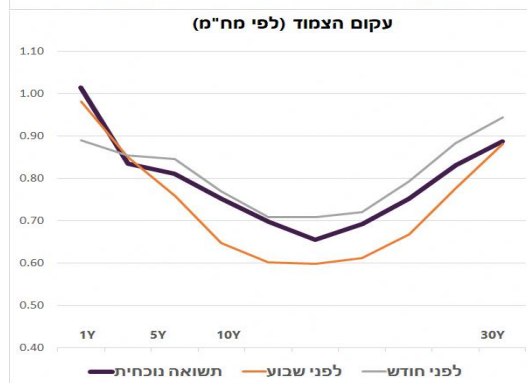
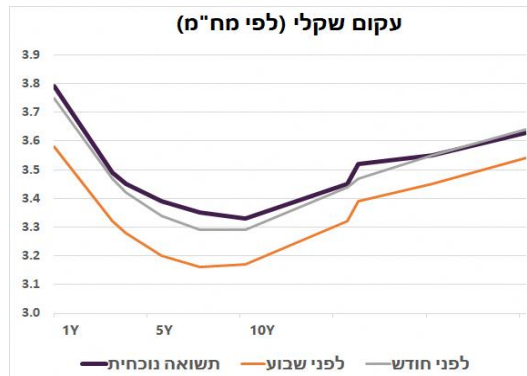


מקור: US BIS, Bloomberg, מיטב ברוקראז'

טבלאות ונספחים

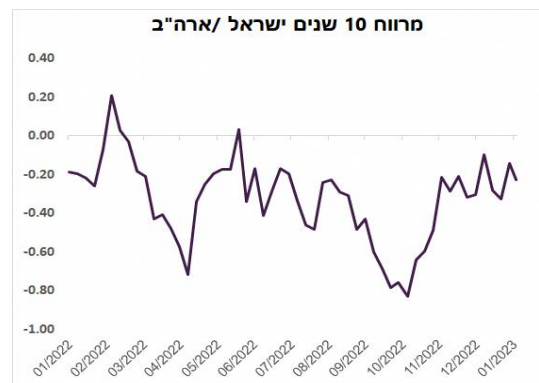
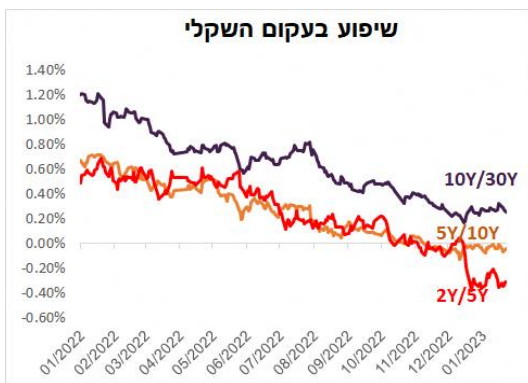
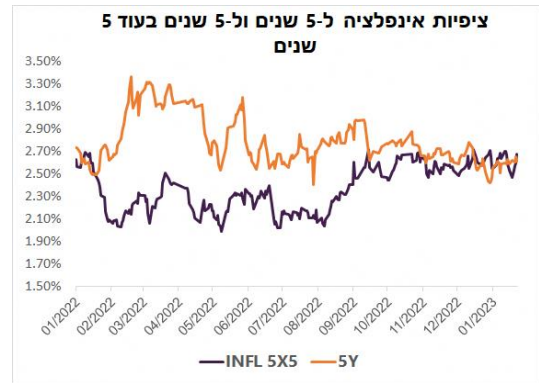
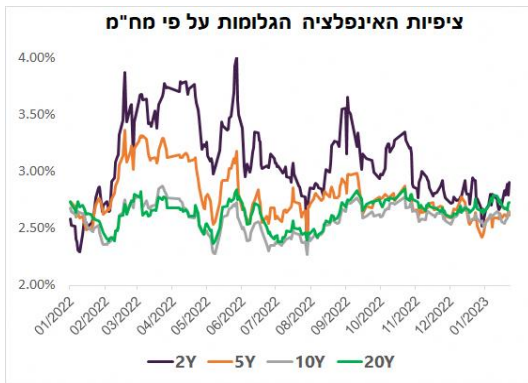
שוקים					מניות
שנה	שינוי שבועי	שינוי חודשי	שינוי יומי	נוכחי	
6.5%	2.3%	-1.1%	0.2%	4,090	S&P500
12.0%	5.8%	-2.4%	-0.6%	11,718	Nasdaq
9.9%	1.5%	-1.1%	-1.4%	15,308	DAX
6.0%	5.9%	0.6%	0.3%	27,671	Nikkei
6.0%	-1.6%	-2.4%	-1.1%	1,014	MSCI EM
6.8%	-0.9%	-2.2%	-1.2%	662	MSCI AC Asia Ex. Japan Index
0.3%	-1.3%	-3.0%	-1.0%	1,819	ת"א 125
3.3%	-0.1%	-3.3%	-1.2%	1,967	ת"א 90
-0.9%	-1.9%	-2.9%	-0.9%	1,781	ת"א 35
					אג"ח ממשלתיות
-0.14	0.11	0.21	0.07	3.73	US 10Y
-0.21	0.06	0.17	0.06	2.36	Germany 10Y
-0.26	-0.12	0.16	0.00	3.33	ישראל שקלית 10Y
					אג"ח חברות, מרווח נב.
-17	-15	5	1	142	אג"ח בדירוג השקעה ארה"ב
-38	-11	27	12	442	אג"ח מתחת לדירוג השקעה ארה"ב
-16	-16	3	2	75	אג"ח בדירוג השקעה באירופה
-64	-53	-4	3	345	אג"ח מתחת לדירוג השקעה באירופה
-6	1	-3		123	אג"ח בדירוג AA בישראל
-12	15	3		183	אג"ח בדירוג A בישראל
					שקל/ דולר
0.5%	2.0%	2.9%	0.9%	3.53	דולר אינדקס DXY
0.1%	0.4%	0.7%	0.4%	103.6	נפט Brent
1%	8%	8%	2.2%	86.4	

אג"ח שקליות			
נייר	נוכחי	לפני שבוע	לפני חודש
1123	3.84	3.71	3.73
1024	3.79	3.58	3.75
1026	3.49	3.32	3.47
327	3.45	3.28	3.42
928	3.39	3.20	3.34
330	3.35	3.16	3.29
432	3.33	3.17	3.29
537	3.45	3.32	3.44
142	3.52	3.39	3.47
347	3.55	3.45	3.55
1152	3.63	3.54	3.64
2/10	-0.46	-0.41	-0.46
אג"ח צמודות			
5904	0.95	1.07	0.72
923	1.01	0.98	0.89
1025	0.84	0.85	0.85
726	0.81	0.76	0.85
527	0.75	0.65	0.77
529	0.70	0.60	0.71
536	0.66	0.60	0.71
1131	0.69	0.61	0.72
841	0.75	0.67	0.79
545	0.83	0.78	0.88
1151	0.89	0.88	0.94
ציפיות אינפלציה לפי מח"מ			
1	2.39	2.15	2.58
2	2.91	2.71	2.76
3	2.69	2.54	2.53
4	2.55	2.46	2.51
5	2.62	2.59	2.52
6	2.60	2.52	2.54
7	2.60	2.51	2.55
8	2.62	2.51	2.54
9	2.63	2.51	2.54
10	2.65	2.56	2.58
מרווחים באג"ח בריבית משתנה			
526	0.20	0.20	0.19
1130	0.19	0.20	0.20



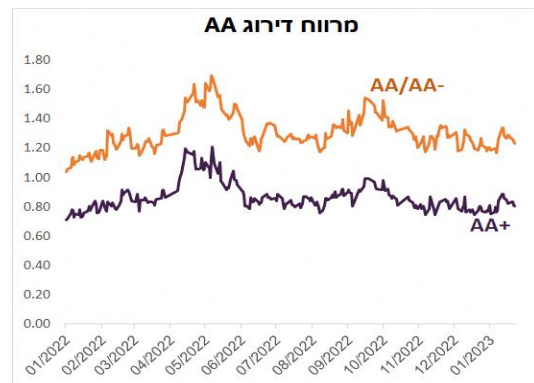
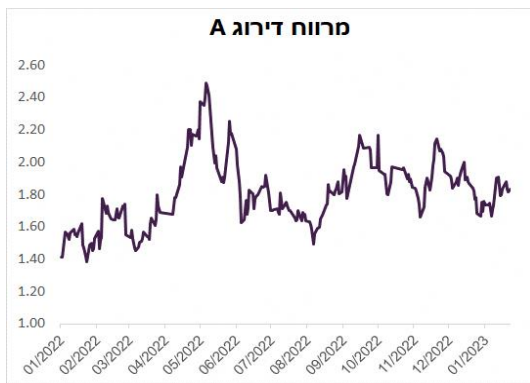
מרווח בין אג"ח שקלי לאג"ח ממשלת ארה"ב			
	נוכחי	לפני שבוע	לפני חודש
2 Y	-0.76	-0.70	-0.56
5 Y	-0.49	-0.41	-0.32
10 Y	-0.38	-0.33	-0.31
30Y	-0.18	-0.07	-0.19
CDS Israel (10Y)	77	79	72

נתוני הנפקות			
	הנפקה האחרונה	הנפקה הקודמת	ממוצע 3 חודשים
יחס ביקוש/היצע	5.0	4.8	5.9
פער בין המחיר הגבוה למחיר הסגירה	-0.07%	-0.09%	-0.08%
פער בין המחיר הממוצע למחיר הסגירה	0.04%	0.04%	0.05%
פער בין מחיר השוק למחיר ממוצע של ביקושים	-0.64%	-0.05%	-0.04%



מרווחים של האג"ח הקונצרניות

מתחילת השנה	שינוי חודשי	שינוי שבועי	מרווח נוכחי	
0.04	0.04	-0.03	0.81	דירוג +AA
-0.07	0.00	-0.04	1.23	דירוג AA
-0.13	0.14	0.02	1.95	דירוג A
-0.95	-0.27	-0.11	3.70	דירוג BBB
0.01	-0.20	0.19	3.80	לא מדורג
0.01	0.01	-0.04	0.77	בנקים
-0.01	0.05	-0.12	1.17	תקשורת
-0.01	0.11	-0.05	1.11	פיננסיים
0.01	0.10	-0.07	1.39	אנרגיה
-0.29	0.03	-0.05	1.88	בנייה
-0.03	0.10	0.02	1.77	נדל"ן, דירוג A ומעלה
-1.07	-0.41	0.16	3.68	נדל"ן דירוג A מינוס ומטה



פרסומים כלכליים לשבוע הקרוב

Date Time		Event	Month	Survey	Prior
02/10/2023 02/15	CH	Aggregate Financing CNY	Jan	5400.0b	1310.0b
02/13/2023 12:00	EC	European Commission Publishes Economic Forecasts			
02/14/2023 01:50	JN	GDP SA QoQ	4Q P	0.50%	-0.20%
02/14/2023 12:00	EC	GDP SA QoQ	4Q P	--	0.10%
02/14/2023 13:00	US	NFIB Small Business Optimism	Jan	--	89.8
02/14/2023 15:30	US	Real Avg Hourly Earning YoY	Jan	--	-1.70%
02/14/2023 15:30	US	CPI MoM	Jan	0.50%	-0.10%
02/14/2023 15:30	US	CPI Ex Food and Energy MoM	Jan	0.40%	0.30%
02/15/2023 09:00	UK	CPI MoM	Jan	--	0.40%
02/15/2023 12:00	EC	Industrial Production WDA YoY	Dec	--	2.00%
02/15/2023 15:30	US	Empire Manufacturing	Feb	-22	-32.9
02/15/2023 15:30	US	Retail Sales Advance MoM	Jan	2.00%	-1.10%
02/15/2023 16:15	US	Industrial Production MoM	Jan	0.70%	-0.70%
02/15/2023 17:00	US	NAHB Housing Market Index	Feb	35	35
02/15/2023 18:30	IS	CPI MoM	Jan	--	0.30%
02/15/2023 23:00	US	Net Long-term TIC Flows	Dec	--	\$171.5b
02/16/2023 01:50	JN	Exports YoY	Jan	-2.50%	11.50%
02/16/2023 13:00	IS	GDP Annualized	4Q A	--	1.90%
02/16/2023 15:30	US	Building Permits	Jan	1350k	1330k
02/16/2023 15:30	US	Housing Starts	Jan	1363k	1382k
02/16/2023 15:30	US	Initial Jobless Claims	Feb-11	--	--
02/16/2023 15:30	US	Philadelphia Fed Business Outlook	Feb	-7.4	-8.9
02/16/2023 15:30	US	PPI Final Demand MoM	Jan	0.40%	-0.50%
02/17/2023 09:00	UK	Retail Sales Inc Auto Fuel MoM	Jan	--	-1.00%
02/17/2023 09:45	FR	CPI YoY	Jan F	--	6.00%
02/17/2023 15:30	US	Import Price Index MoM	Jan	-0.20%	0.40%
02/17/2023 17:00	US	Leading Index	Jan	-0.30%	-0.80%

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

מסמך זה הוכן על ידי מיטב ברוקראז' בע"מ ("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.

12/2/2023

תאריך פרסום האנליזה