

3.12.2023

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.2%

מדד נובמבר
-0.1%
מדד דצמבר
0%

מדד ינואר
-0.1%

ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
3.5%

עיקרי הדברים

- אנו מעריכים שהנזק מאי הורדת הריבית ע"י **בנק ישראל** עלול לעלות על התועלת. הריבית צפויה להתחיל לרדת בפגישה הבאה של בנק ישראל.
- **האינפלציה באירופה** יורדת במהירות על רקע פעילות כלכלית ממותנת.
- **בארה"ב האינפלציה** יורדת מהר מתחזיות ה-FED.
- **הנתונים בארה"ב** משקפים שהמומנטום של היחלשות בכלכלה מתחזק.
- להערכתנו, **המסרים של הבנקים המרכזיים הגדולים** לא תואמים למציאות הכלכלית. אם המסרים יתממשו, זה עלול לגרום נזק.

המלצות מרכזיות

חשיפה למניות



מח"מ אג"ח ממשלתיות



דירוג מומלץ באג"ח קונצרניות

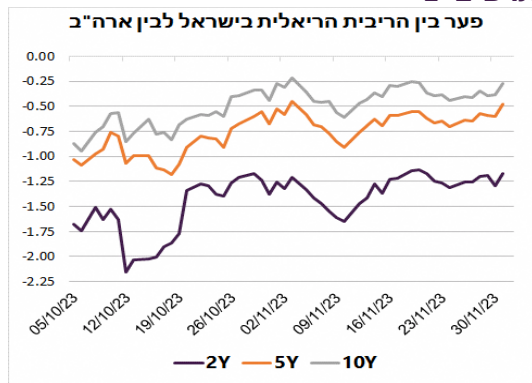


אי הורדת ריבית עלולה לגרום יותר נזק מתועלת

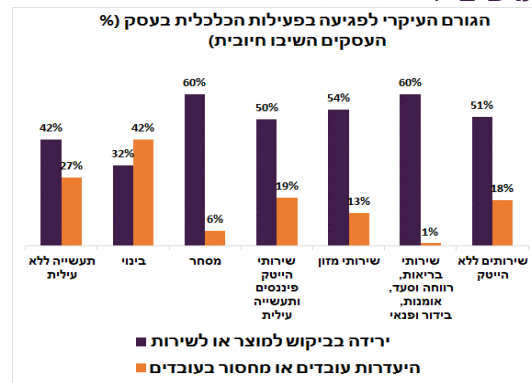
כפי שכתבנו בתגובה להודעת הריבית, בנק ישראל צפוי להתחיל להוריד ריבית בפגישתו הקרובה. לדעתנו, המשך החזקת הריבית ללא שינוי עלולה בעיקר להזיק. מהן הסיבות העיקריות שתומכות בהורדת הריבית כבר בפגישה הקרובה של בנק ישראל:

- השיקול של קצב האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים שעדיין גבוה מהיעד כמעט לא רלוונטי. מתחילת אוקטובר המשק השתנה. אם המלחמה הייתה קצרה, היה עוד ניתן להתחשב בתחזיות כמה קרה לפניו, בפרט בתחום המחירים. אולם, לפי התחזיות המעודכנות של בנק ישראל ומשרד האוצר, המלחמה תשפיע על הפעילות גם ברבעון הראשון של 2024. ההערכה המעודכנת להפרעה בפעילות המשק במשך של כחצי שנה הופכת כל נתון שהיה לפני המלחמה, כולל נתוני האינפלציה, לפחות רלוונטי.
- לפי סקר מיוחד של הלמ"ס על מצב העסקים שנעשה בפעם שנייה מתחילת המלחמה, כמעט בכל הענפים הבעיה העיקרית של העסקים קשורה למחסור בביקושים (תרשים 1). מחסור בביקוש אמור להקשות להעלות מחירים. לכן, סביבת האינפלציה צפויה לעבור שינוי משמעותי. אומנם הריבית הגבוהה היא לא הגורם העיקרי שפוגע כעת בביקוש, אך הורדתה יכולה למתן את הפגיעה.

תרשים 2



תרשים 1

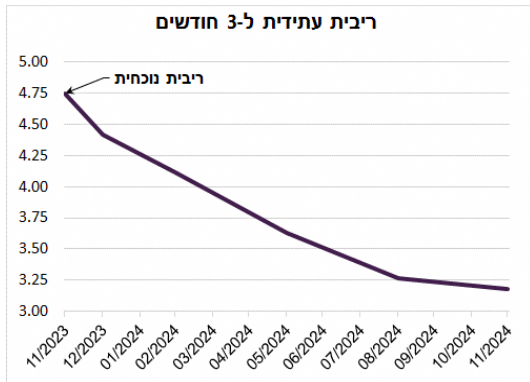


מקור: הלמ"ס, מיטב ברוקראז'

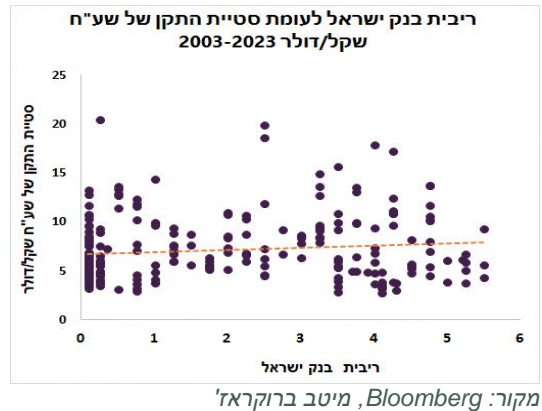
- מתחילת המלחמה ציפיות האינפלציה הגלומות בישראל ירדו בשיעור גבוה יותר מכל מדינה מפותחת אחרת.
- כתוצאה מהירידה הרבה יותר קטנה בתשואות הנומינאליות מחד, וירידה הרבה יותר גדולה בציפיות האינפלציה מאידך, הריבית הריאלית בישראל עלתה מתחילת המלחמה בניגוד לירידה די חדה במדינות האחרות. כתוצאה מזה, הפער בין הריבית הריאלית בישראל לבין ארה"ב עלה משמעותית (הפך לפחות שלילי) בכל הטווחים (תרשים 2). למעשה, בזמן המלחמה בישראל היה הידוק במדיניות המוניטארית.
- בנק ישראל טוען שאי שינוי בריבית מסייע לשמור על יציבות פיננסית, בפרט בשוק המט"ח. זה היה כנראה נכון בהלם ההתחלתי שגרמה המלחמה. שינוי נוסף בתנאים היה עלול להגביר זעזוע. אולם, ככל שעובר זמן ומתגבשות הערכות לגבי התסריטים השונים, אי שינוי בריבית מאבד משמעות כגורם שמחזק יציבות פיננסית.
- בדרך כלל, אין קשר בין גובה הריבית לתנודתיות בשוק המט"ח בישראל ולא רק בה (תרשים 3). הפרשי הריביות זה הגורם הכי פחות משפיע על שערי החליפין במצבים כמו זה שאנו נמצאים בו. ללא קשר אם בנק ישראל יתחיל להוריד ריבית או לא, השקל עלול להיות מפוחת במהירות בגלל התפתחויות ביטחוניות, פוליטיות ואחרות והריבית הגבוהה לא תמנע זאת.

- אי הורדת הריבית עלולה דווקא לערער יציבות פיננסית מכיוון שהריבית הגבוהה מקשה על התאוששות בכלכלה.
- השוק (חוזים על הריבית ל-3 חודשים) מגלם הורדת ריבית עד לרמה של 3.25% בעוד שנה. אם בנק ישראל יתרחק מתחזיות אלה, הוא עלול לגרום לזעזוע בשווקים הפיננסיים בישראל, בפרט בשוק האג"ח.
- אם בנק ישראל לא יעמוד בציפיות השווקים להורדת הריבית, גיוס החוב ע"י הממשלה יכול להפוך למשימה קשה הרבה יותר. גם זה עלול לפגוע במשק.

תרשים 4



תרשים 3



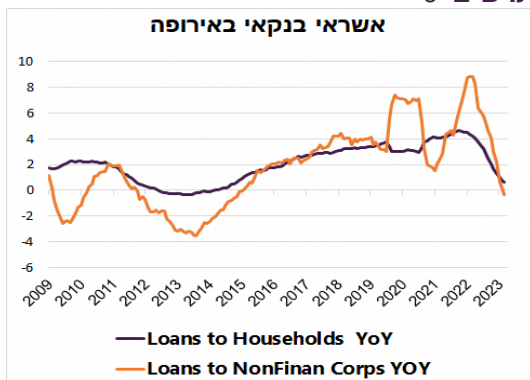
שורה תחתונה: אנו מעריכים שבסיכוי גבוה בנק ישראל יתחיל להוריד ריבית כבר בתחילת ינואר. להערכתנו, הריבית תגיע לרמה של כ-3.5% בעוד שנה.

עולם

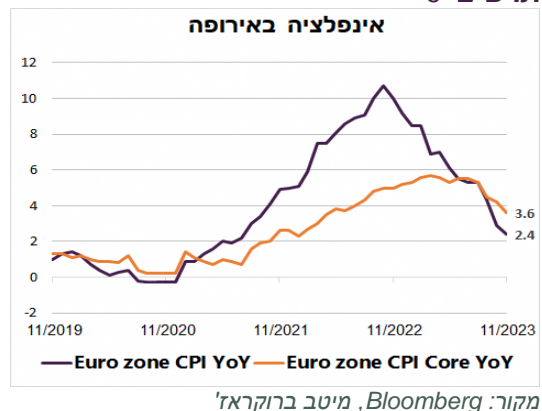
ה-ECB שוב מאחר בתגובתו

כפי שהבנקים המרכזיים היו תקועים יותר מדי זמן עם התזה של "טרנזיטוריות" האינפלציה בתחילתה, נראה שעכשיו הם מתעכבים מעבר לנדרש עם הטיעון של "סכנת האינפלציה". האינפלציה באירופה ירדה ל-2.4% בנובמבר (תרשים 5). האינפלציה באיטליה ובלגיה כבר ירדה ל-0.8% בלבד, בפורטוגל והולנד ל-1.6%, בגרמניה וספרד ל-3.2% ובצרפת ל-3.4%. אינפלציית הליבה עומדת ברמה גבוהה יותר של 3.6%, אך רק לפני שלושה חודשים היא הייתה 5.3%.

תרשים 6

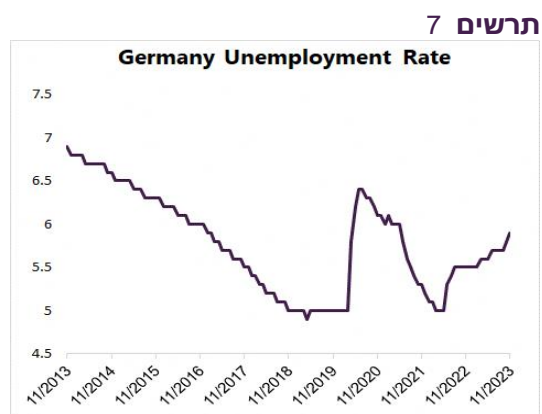
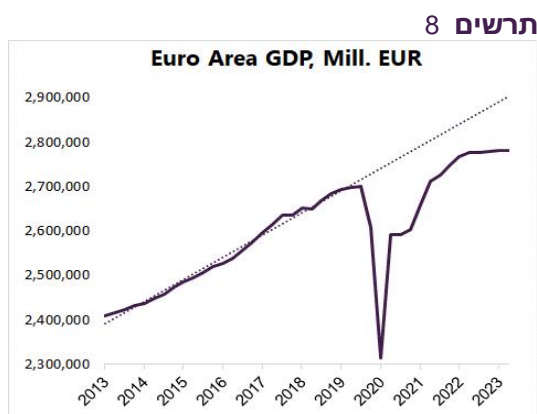


תרשים 5



בקצב זה, תוך שלושה חודשים האירופאים יתחילו לדאוג מדפלציה. הירידה המהירה באינפלציה מתרחשת כאשר התמ"ג באירופה לא צמח בארבעת הרבעונים האחרונים והוא הרבה יותר נמוך מהמגמה ארוכת הטווח (תרשים 8), האבטלה בגרמניה כבר עלתה ב-0.9% מהתחתית (תרשים 6) והאשראי הבנקאי מתכווץ בקצב המהיר ביותר מאז המשבר באירופה לפני עשור (תרשים 6). ב-2011 כאשר האינפלציה באירופה עמדה ברמה של 3% (אינפלציית הליבה עמדה על 1.5%, אך לא ירדה) וקצב הצמיחה היה אף גבוה יותר מהיום, ה-ECB התחיל להוריד ריבית מהרמה של 0.9% בלבד והפעיל תוכניות הקלה כמותית שונות.

לעומת זאת, בשבוע שעבר עדיין שמענו את נגידת ה-ECB אומרת שהמלחמה באינפלציה עדיין לא הסתיימה. היא אומנם לא דיברה על עוד העלאות ריבית, אך טענה שהריבית תישאר גבוהה לאורך זמן כדי להבטיח שהאינפלציה תרד. אנחנו מעריכים שסדר היום ב-ECB עומד להשתנות בקרוב. מאזן הסיכונים נע במהירות מסיכון האינפלציה לסיכון הצמיחה.



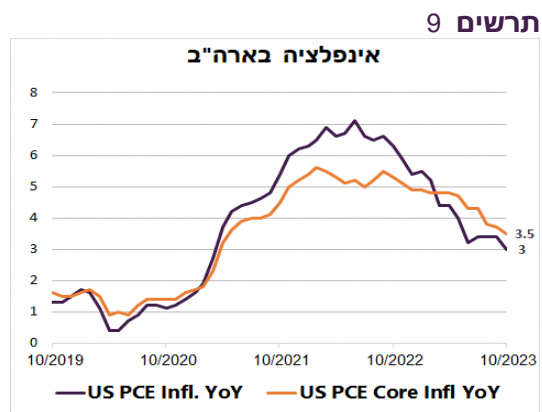
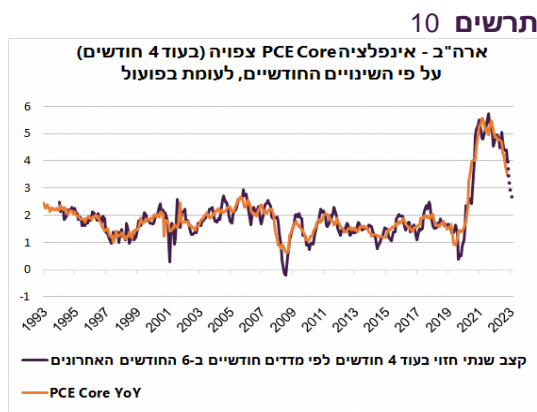
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: אנו מעריכים שהריבית באירופה תתחיל לרדת כבר ברבעון הראשון.

האינפלציה בארה"ב יורדת מהר מהצפוי

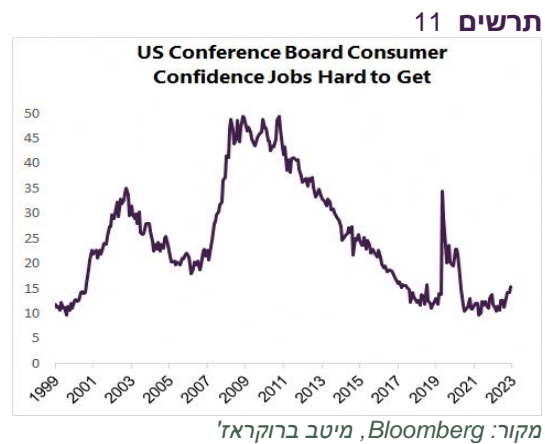
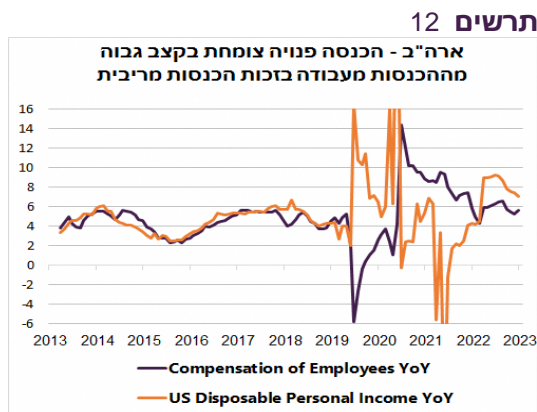
גם בארה"ב האינפלציה יורדת מהר יותר מהתחזיות. נגידי ה-FED העריכו בישיבתם בספטמבר שאינפלציית ה-PCE תעמוד בסוף השנה ברמה של 3.3% והליבה ב-3.7%. בפועל, כבר באוקטובר היא ירדה ל-3.0% ו-3.5% בהתאמה (תרשים 8).

לפי הקשר ההיסטורי בין השינויים במדדי הליבה ה-PCE החודשיים בשישה חודשים (במונחים שנתיים) לבין האינפלציה השנתית בפועל כעבור 4 חודשים, קצב השינוי השנתי של PCE Core יעמוד בפברואר 2024 בטווח של 2.2%-2.6% בהסתברות של 95% (תרשים 9). נציין עוד שבסקר "ספר הבז" של ה-FED שהתפרסם בשבוע שעבר נאמר שעליות המחירים מתמתנות.



הכלכלה האמריקאית במגמת היחלשות

- היו לא מעט סימנים להיחלשות בכלכלה האמריקאית בנתונים שהתפרסמו בשבוע שעבר:
- ב"ספר הבז" של ה-FED נאמר שהפעילות הכלכלית נחלשה מאז הדו"ח הקודם באוקטובר ונרשמה הקלה בביקוש לעובדים.
 - מדד מנהלי הרכש בתעשייה ISM נמצא מתחת ל-50 (התכווצות בפעילות) כבר 15 חודשים. בפעם האחרונה נרשמה התכווצות כל כך ממושכת במשבר 2008-2009.
 - בסקר סנטימנט הצרכנים נרשמה עלייה נוספת בקושי למצוא עבודה (תרשים 11).
 - ההכנסות של משקי הבית מעבודה צומחות כבר בקצב דומה לזה שהיה בשנים לפני הקורונה, אך ההכנסה הפנויה הכוללת צומחת בקצב גבוה יותר בזכות גידול מהיר של ההכנסות מריבית (תרשים 12). סביר להניח שההכנסות מריבית מצטברות בחסכונות ולא כל כך תורמות לצריכה בטווח הקצר.



ה-FED ממשיך לשדר מסרים שלא תואמים למציאות

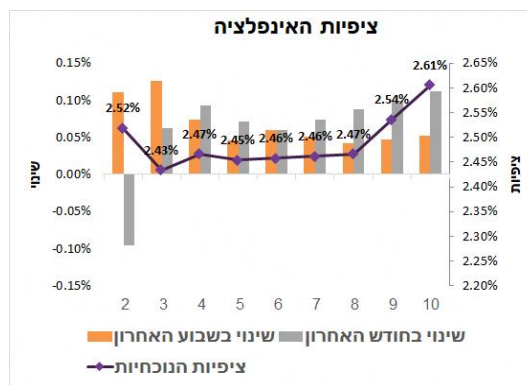
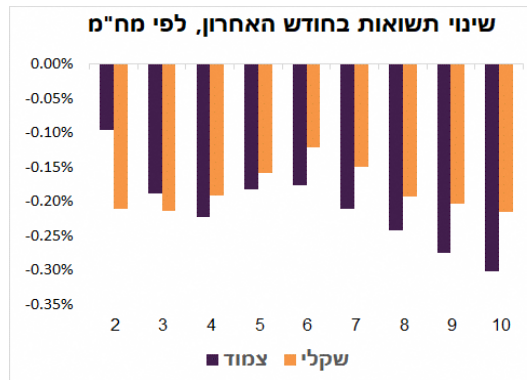
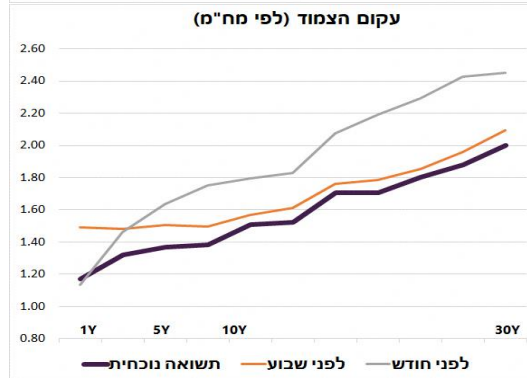
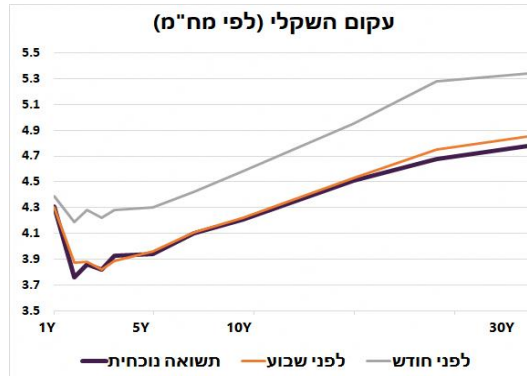
המסר של נגידי ה-FED בשבוע שעבר במקרה הטוב עדיין בישר שאין צורך בעוד עליות ריבית, אך היו גם כמה חברי הוועדה המוניטארית שלא פסלו אפשרות להעלאות נוספות. אנחנו חושבים שבחודשים האחרונים המסרים "הנציים" של ה-FED לא תואמים את המציאות הכלכלית. לפעמים המסרים מצליחים להשפיע על השווקים, כפי שהיה עד לפני חודש כאשר התשואה ל-10 שנים הגיעה ל-5% בעיקר בגלל התבטאויות ולא בגלל הנתונים. אולם, לאחרונה הם מצליחים פחות. השווקים לא "קונים" את זה יותר. כך, גם דבריו של נגיד ה-FED פאואל שעדיין ניסה לשדר בסוף השבוע נחישות במלחמה באינפלציה, לא הצליחו לכלום ירידת התשואות. בסופו של דבר המציאות מכריעה והיא כעת תומכת באופן די ברור לדעתנו בשינוי כיוון הריבית מוקדם הרבה יותר ממה שמנסים לשדר ב-FED. לאחרונה הציפיות לריבית ה-FED בסוף 2024 שגלומות בחוזים ירדו ל-4.1%, נמוכות ב-1% מתחזית ה-FED ומגלמות ירידה של 1.25% מהריבית הנוכחית. התגובה המאוחרת של ה-FED להתפתחות האינפלציה לפני שנתיים גרמה לאינפלציה לעלות גבוה יותר ולתגובה חזקה של הריבית. כעת איחור בתגובה לירידה באינפלציה ולהיחלשות בכלכלה מגדיל סיכון למיתון.

שורה תחתונה: האינפלציה בארה"ב צפויה לרדת במהירות בחודשים הקרובים תוך היחלשות בכלכלה. המסרים של ה-FED ממשיכים לאחר את ההתפתחויות בכלכלה.

טבלאות ונספחים

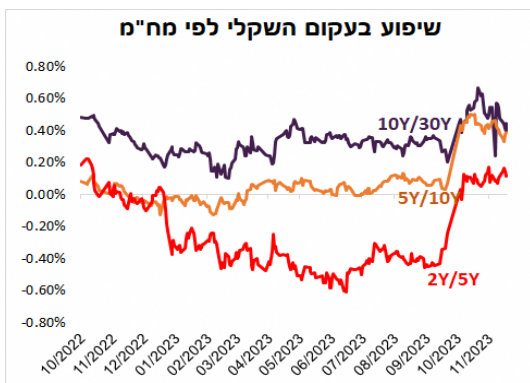
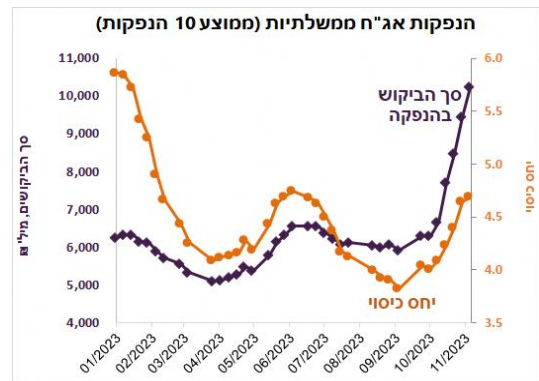
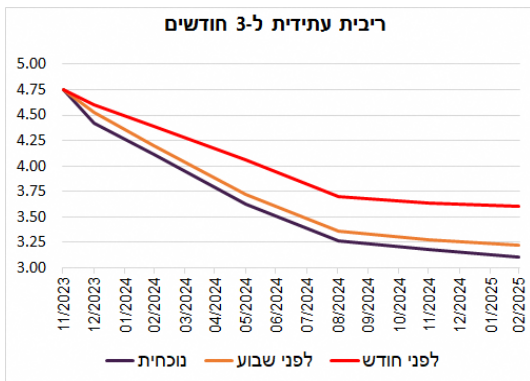
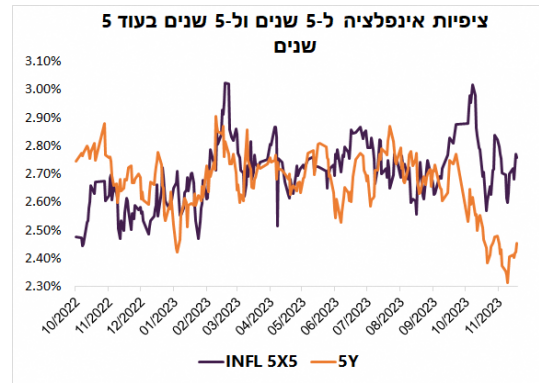
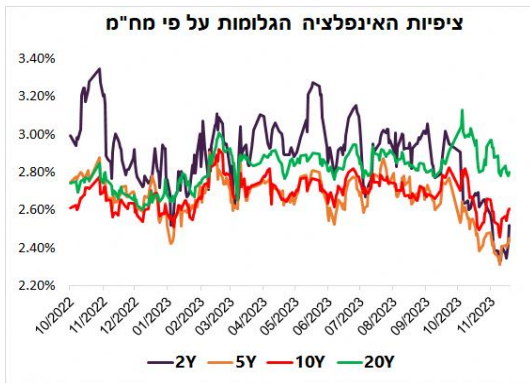
שוקים					מניות
מתחילת השנה	שינוי חודשי	שינוי שבועי	שינוי יומי	נוכחי	
19.7%	5.4%	0.8%	0.6%	4,595	S&P500
36.7%	6.1%	0.4%	0.6%	14,305	Nasdaq
17.8%	8.0%	2.3%	1.1%	16,398	DAX
28.1%	4.6%	-0.6%	-0.2%	33,432	Nikkei
2.7%	3.6%	0.2%	-0.5%	982	MSCI EM
-0.5%	2.7%	-0.3%	-0.7%	616	MSCI AC Asia Ex. Japan Index
-1.1%	5.3%	-1.0%	-1.8%	1,793	ת"א 125
-1.6%	6.0%	-0.3%	-2.0%	1,875	ת"א 90
-1.3%	5.2%	-1.3%	-1.7%	1,774	ת"א 35
					אג"ח ממשלתיות
0.32	-0.54	-0.27	-0.13	4.20	US 10Y
-0.21	-0.40	-0.28	-0.09	2.36	Germany 10Y
0.59	-0.49	-0.03	0.00	4.21	ישראל שקלית 10Y
					אג"ח חברות, מרווח נ.ב.
-19	-18	-3	-1	139	אג"ח בדירוג השקעה ארה"ב
-61	-16	-4	-6	420	אג"ח מתחת לדירוג השקעה ארה"ב
-5	-5	-4	-1	86	אג"ח בדירוג השקעה באירופה
-48	-29	-3	-6	360	אג"ח מתחת לדירוג השקעה באירופה
7	-28	4		137	אג"ח בדירוג AA בישראל
20	-29	10		215	אג"ח בדירוג A בישראל
					שקל/ דולר
5.6%	-7.2%	-0.8%	-0.5%	3.71	
-0.2%	-3.4%	-0.1%	-0.2%	103.3	דולר אינדקס DXY
-8%	-7%	-2%	-2.4%	78.9	נפט Brent

אג"ח שקליות			
נייר	נוכחי	לפני שבוע	לפני חודש
מק"מ	4.31	4.30	4.39
825	3.76	3.87	4.19
226	3.86	3.88	4.28
1026	3.82	3.82	4.22
327	3.93	3.89	4.28
928	3.94	3.96	4.30
330	4.10	4.11	4.42
432	4.21	4.22	4.58
537	4.51	4.53	4.95
347	4.68	4.75	5.28
1152	4.78	4.85	5.34
2/10	0.45	0.35	0.39
אג"ח צמודות			
5904	1.17	1.49	1.13
1025	1.32	1.48	1.46
726	1.37	1.51	1.64
527	1.38	1.50	1.75
1028	1.51	1.57	1.80
529	1.52	1.61	1.83
536	1.71	1.76	2.07
1131	1.71	1.78	2.19
841	1.80	1.85	2.29
545	1.88	1.96	2.43
1151	2.00	2.10	2.45
ציפיות אינפלציה לפי מח"מ			
1	3.34	2.99	3.37
2	2.52	2.41	2.61
3	2.43	2.31	2.37
4	2.47	2.39	2.37
5	2.45	2.41	2.38
6	2.46	2.40	2.40
7	2.46	2.41	2.39
8	2.47	2.42	2.38
9	2.54	2.49	2.44
10	2.61	2.55	2.49
מרווחים באג"ח בריבית משתנה			
526	0.55	0.58	0.47
1130	0.68	0.68	0.62



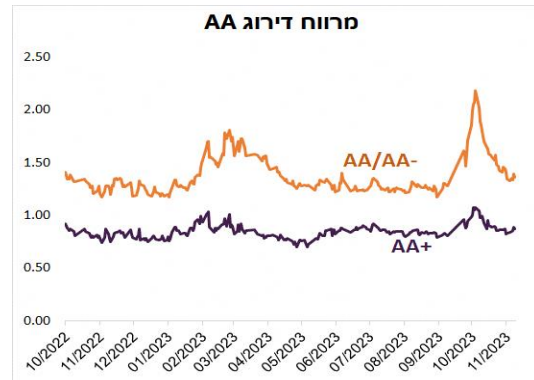
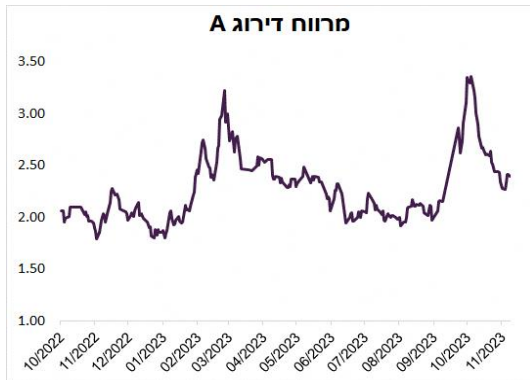
מרווח בין אג"ח שקלי לאג"ח ממשלת ארה"ב			
	נוכחי	לפני שבוע	לפני חודש
2 Y	-0.77	-0.96	-1.00
5 Y	-0.16	-0.45	-0.71
10 Y	0.11	-0.05	-0.37
30Y	0.42	0.42	0.01
CDS Israel (10Y)	145	146	174

נתוני הנפקות			
	הנפקה האחרונה	הנפקה הקודמת	ממוצע 3 חודשים
יחס ביקוש/היצע	4.6	5.6	4.6
פער בין המחיר הגבוה למחיר הסגירה	-0.11%	-0.06%	-0.12%
פער בין המחיר הממוצע למחיר הסגירה	0.09%	0.07%	0.07%
פער בין מחיר השוק למחיר ממוצע של ביקושים	-0.19%	-0.16%	-0.01%



מרווחים של האג"ח הקונצרניות

מתחילת השנה	שינוי חודשי	שינוי שבועי	מרווח נוכחי	
0.10	-0.06	0.04	0.87	דירוג +AA
0.06	-0.34	0.02	1.36	דירוג AA
0.30	-0.40	0.11	2.39	דירוג A
0.39	-0.35	-0.04	5.05	דירוג BBB
1.75	0.10	0.21	5.54	לא מדורג
0.10	-0.04	0.05	0.86	בנקים
0.03	-0.25	0.10	1.20	תקשורת
0.03	-0.20	0.10	1.15	פיננסיים
0.33	-0.53	0.08	1.71	אנרגיה
0.10	-0.53	0.11	2.26	בנייה
0.07	-0.37	-0.04	1.87	נדל"ן, דירוג A ומעלה
-0.68	-0.53	0.65	4.07	נדל"ן דירוג A מינוס ומטה



פרסומים כלכליים לשבוע הקרב

Date Time	Event	Month	Survey	Prior
11/30/2023 12:08	IS Chain Store Sales MoM SA	Oct	--	-1.70%
12/04/2023 09:00	GE Exports SA MoM	Oct	--	-2.40%
12/04/2023 11:30	EC Sentix Investor Confidence	Dec	--	-18.6
12/04/2023 17:00	US Factory Orders	Oct	-3.10%	2.80%
12/04/2023 17:00	US Durable Goods Orders	Oct F	--	-5.40%
12/05/2023 01:30	JN Tokyo CPI YoY	Nov	3.00%	3.30%
12/05/2023 02:30	JN Jibun Bank Japan PMI Composite	Nov F	--	50
12/05/2023 03:45	CH Caixin China PMI Services	Nov	50.7	50.4
12/05/2023 11:00	EC ECB 1 Year CPI Expectations	Oct	--	4.00%
12/05/2023 11:00	EC HCOB Eurozone Composite PMI	Nov F	--	47.1
12/05/2023 11:30	UK S&P Global/CIPS UK Composite PMI	Nov F	--	50.1
12/05/2023 12:00	EC PPI YoY	Oct	--	-12.40%
12/05/2023 16:45	US S&P Global US Services PMI	Nov F	--	50.8
12/05/2023 17:00	US JOLTS Job Openings	Oct	--	9553k
12/05/2023 17:00	US ISM Services Index	Nov	52	51.8
12/06/2023 09:00	GE Factory Orders WDA YoY	Oct	--	-4.30%
12/06/2023 12:00	EC Retail Sales YoY	Oct	--	-2.90%
12/06/2023 15:15	US ADP Employment Change	Nov	120k	113k
12/06/2023 15:30	US Nonfarm Productivity	3Q F	4.70%	4.70%
12/06/2023 15:30	US Unit Labor Costs	3Q F	-0.80%	-0.80%
12/07/2023 09:00	GE Industrial Production WDA YoY	Oct	--	-3.70%
12/07/2023 12:00	EC GDP SA QoQ	3Q F	--	-0.10%
12/07/2023 14:30	US Challenger Job Cuts YoY	Nov	--	8.80%
12/07/2023 15:30	US Initial Jobless Claims	Dec-02	--	--
12/07/2023 19:00	US Household Change in Net Worth	3Q	--	\$5494b
12/07/2023 22:00	US Consumer Credit	Oct	--	\$9.057b
12/07/2023	IS Foreign Currency Balance	Nov	--	191.2b
12/07/2023	CH Exports YoY	Nov	-2.50%	-6.40%
12/07/2023	CH Imports YoY	Nov	4.80%	3.00%
12/08/2023 01:50	JN GDP SA QoQ	3Q F	--	-0.50%
12/08/2023 09:00	GE CPI YoY	Nov F	--	3.20%
12/08/2023 15:30	US Change in Nonfarm Payrolls	Nov	175k	150k
12/08/2023 15:30	US Unemployment Rate	Nov	3.90%	3.90%
12/08/2023 15:30	US Average Hourly Earnings YoY	Nov	--	4.10%
12/08/2023 17:00	US U. of Mich. Expectations	Dec P	--	56.8
12/09/2023 03:30	CH CPI YoY	Nov	-0.20%	-0.20%

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.

3/12/2023

תאריך פרסום האנליזה