

27.11.2022

תחזיות מרכזיות

צמיחה בישראל

2.0%

אינפלציה

2.5%

ריבית בסוף 2023

3.5%-3.75%

שיעור האבטלה בסוף

2023

4.5%-5%

גירעון תקציבי

4%

עיקרי הדברים

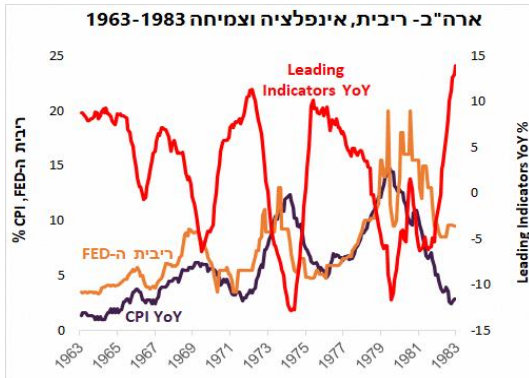
- ב-2023 לא צפוי מיתון קשה בארה"ב.
- כדי לנצח את האינפלציה, ה-FED יצטרך להחזיק ריבית בשיא של כ-5% יותר זמן ממה שהשווקים מצפים.
- הריבית באירופה צפויה לעלות הרבה מעבר למה שהשווקים מעריכים. ביפן אין תרחיש אמצע, רק חיובי מאוד או שלילי מאוד. המשבר בסין עוד יעמיק לפני שיגמר, אך בכל מקרה כלכלתה בנסיגה אסטרטגית. אסיה מחוץ לסין היא מנוע הצמיחה העולמי.
- כלכלת ישראל צפויה להיפגע מההאטה בעולם לא פחות ואולי אף יותר מהמדינות האחרות בגלל התפכחות מצמיחה מהירה מדי באשראי ובמנועי הצמיחה האחרים שפעלו בשנתיים האחרונות.
- הגירעון התקציבי בישראל צפוי לגדול ולעמוד על כ-4%.
- סביבת האינפלציה במשק הישראלי כבר נמצאת בתהליך נסיגה וצפויה לרדת אל תוך היעד במחצית השנייה של 2023.
- ריבית בנק ישראל תגיע לשיא של כ-3.75%-4.0% בקרוב. לקראת סוף 2023 צפויה תחילת הירידה בריבית.
- השקל צפוי להתחזק בשנה הקרובה.
- שוקי המניות צפויים להיות חיוביים בשנה הקרובה עם עדיפות לשוק האמריקאי ולשווקים באסיה מחוץ לסין.
- האפיק האג"ח צפוי להשיג ביצועים חיוביים, תוך המשך לחצים לירידת תשואות עם יתרון לאפיקים הלא צמודים.
- באפיק הקונצרני המקומי הפיצוי על הסיכון נמוך מדי, מה שמצדיק חשיפה שמרנית. עדיפות לקיחת סיכון מח"מ על סיכון אשראי.

הכלכלה העולמית לאן?

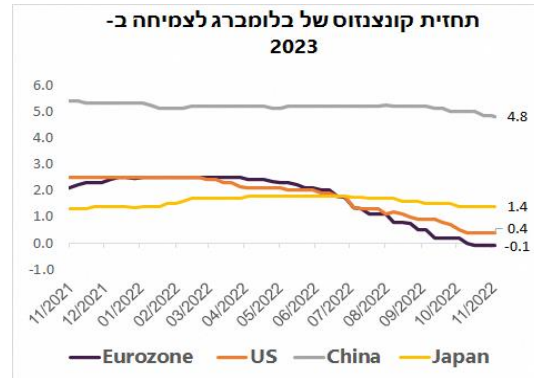
לא בדרך למיתון קשה

השנה לא קשה לנחש שהכלכלה העולמית הולכת להאטה בצמיחה וחלק מהמדינות אף למיתון (תרשים 1). השאלה היא רק כמה מהר וכמה עמוק. להערכתנו, הכלכלה האמריקאית לא בדרך למיתון קשה. משברים חמורים מתרחשים בדרך כלל לאחר התפוצצות בועה פיננסית או בועת נכסים (דוט.קום, סאב-פריים וכו'). לא נראה שיש עכשיו אחת כזאת (קריפטו לא נחשב). לעומת זאת, ירידה בפעילות בגלל עליית ריבית בדרך כלל לא מובילה למשבר קשה, אלא אם האינפלציה חוזרת ומכה שנית. ב-1966, אחרי תקופה ארוכה של אינפלציה נמוכה, בתגובה לעלייה באינפלציה ל-4% ה-FED העלה ריבית לכ-6%. הידוק מוניטארי הוביל לירידה באינפלציה ובמדד האינדיקטורים המובילים, שמשקף את הפעילות הכלכלית במשק האמריקאי, בכ-1%. התפרצות מחודשת של האינפלציה ב-1968-69 לכ-6% הובילה לעליית ריבית לכ-9% ולירידה במדד האינדיקטורים המובילים בכ-6%. בפעם הבאה ב-1974 האינפלציה עלתה ל-12%, הריבית הגיעה ל-13% ומדד האינדיקטורים המובילים ירד ב-12%. לסיום של אותה תקופה עגומה, בתחילת שנות ה-80, האינפלציה עלתה ל-15%, הריבית ל-20% והכניסה את המשק האמריקאי לשני מיתונים רצופים וקשים (תרשים 2). אם האירועים של שנות ה-60 יכולים לשמש כדוגמה, אנחנו כעת רק בגל הראשון של עלייה באינפלציה ונקווה האחרון, שלא אמור להיות הרסני מאוד לכלכלה.

תרשים 2



תרשים 1



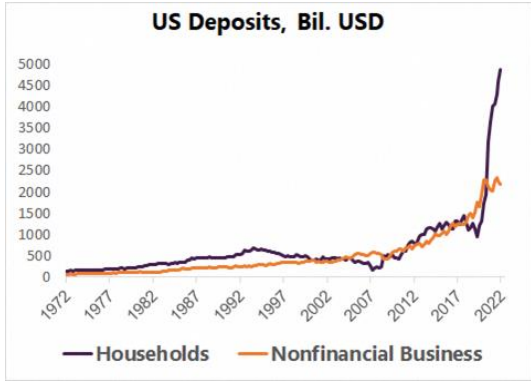
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

בולמי הפגיעה

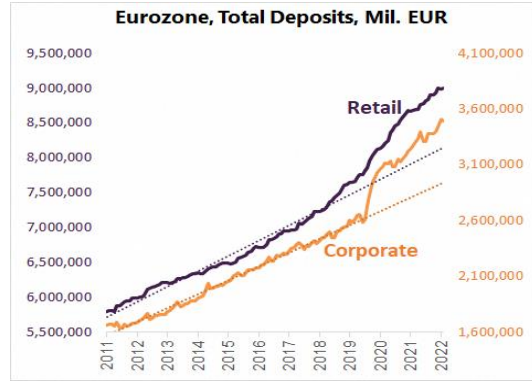
יש מספר גורמים שצפויים לרכך השפעת ההאטה:

- "הירושה" של **החסכונות הגבוהים** מתקופת המגפה. יתרות הפיקדונות בבנקים גם של החברות וגם של משקי הבית, בארה"ב ובאירופה עדיין מאוד גבוהות (תרשים 3-4).
- למרות ההאטה בכלכלה, השקעות גדולות צפויות להימשך בכל מקרה. החברות חייבות להשקיע בטכנולוגיה בעקבות עלייה בשימוש בה אחרי המגפה. גם ההשקעות בשינויים בשרשרת ההספקה מתבצעות מתוך הכרח מלחמת הסחר והקורונה. כמו כן, מתחילות לצאת לפועל התוכניות הממשלתיות להשקעה בתשתיות בארה"ב ובאירופה.

תרשים 4



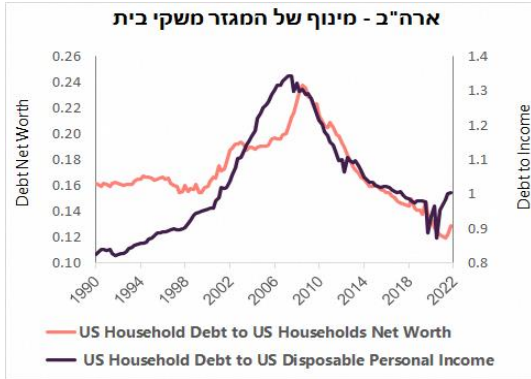
תרשים 3



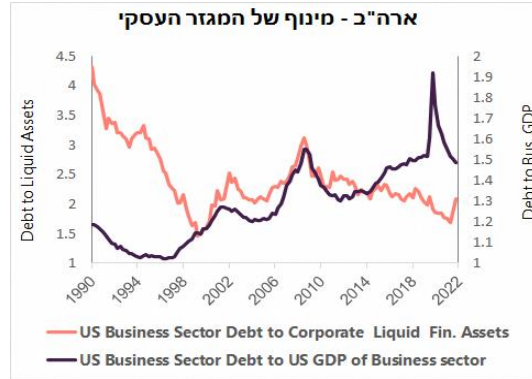
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- **המינוף של משקי הבית** האמריקאים נמצא באחת הרמות הנמוכות היסטוריות, כמו גם היחס בין החובות להכנסות (תרשים 6). לעומת זאת, חוב החברות ביחס לתמ"ג העסקי גבוה, אך לא חסר תקדים. החברות גם נזילות מאוד. היחס בין סך החוב של המגזר העסקי לסך הנכסים הנזילים הנו בין הנמוכים בהיסטוריה (תרשים 5).

תרשים 6

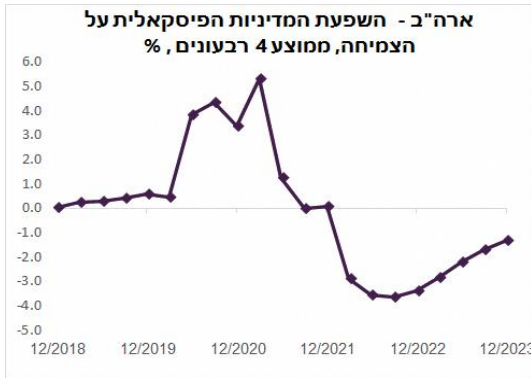


תרשים 5



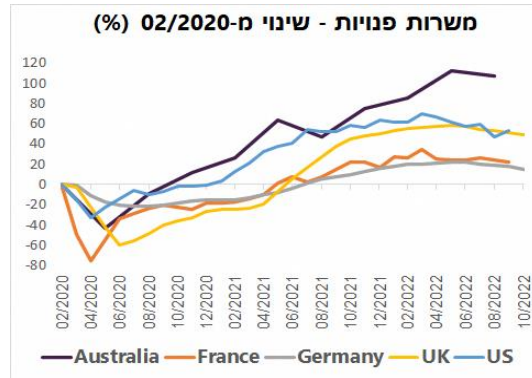
- **מצבו של שוק העבודה** עדיין חזק. נמשך ביקוש לעובדים, למרות היחלשות הכלכלה. מספר משרות פנויות במדינות העיקריות גבוה משמעותית מאשר לפני המגפה (תרשים 7). במצב זה, החברות לא יזרזו לפטר עובדים, אלא אם תחול התדרדרות של ממש.
- ב-2022 הפסקת תמריצי הקורונה השילה כ-4% מהצמיחה. בשנת 2023 "המשקולת" הפיסקאלית צפויה להיות הרבה פחות כבדה (תרשים 8).

תרשים 8



מקור: Brookings, Hutchins Center

תרשים 7



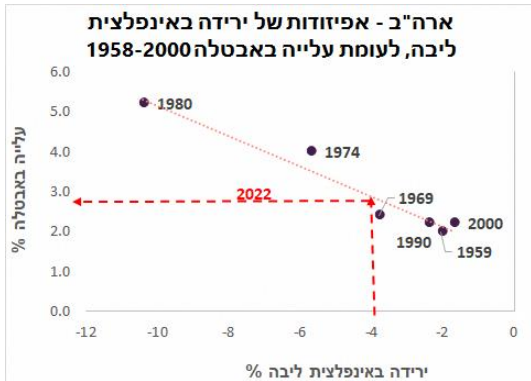
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: לא צפוי מיתון קשה בכלכלה האמריקאית ב-2023.

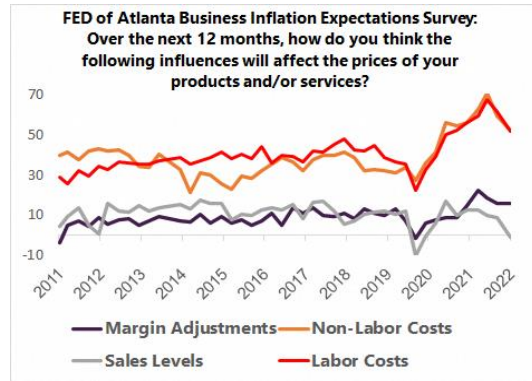
מה יהיה המחיר של ניצחון על האינפלציה בארה"ב?

האינפלציה בארה"ב עומדת לרדת בחודשים הקרובים. אינדיקטורים רבים כבר מצביעים על ירידה בלחצים לעליית מחירים. על פי סקר ה-FED, עסקים מיתנו לאחרונה ציפיות לעליית מחירים של המוצרים והשירותים שהם מוכרים. העסקים מציינים בסקר שהסיבות העיקריות להורדת הציפיות שלהם קשורות להפחתת הלחצים הנובעים מעלויות כוח העבודה ועלויות אחרות ומירידה במכירות (תרשים 9). כלומר, הכוחות להורדת האינפלציה פועלים גם בצד הביקוש וגם ההיצע.

תרשים 10



תרשים 9



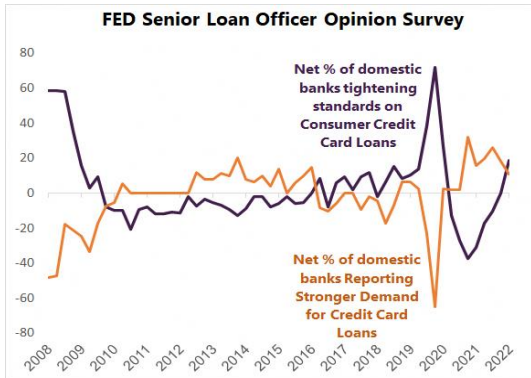
מקור: *FED, Bloomberg*, מיטב ברוקראז'

האם זה אומר שחזרתה של האינפלציה אל יעדה בארה"ב מובטחת? ההיסטוריה מלמדת אותנו שקיים סיכון גבוה שהאינפלציה עוד עלולה לחזור ולעלות, אפילו אחרי תהליך ירידה ממושך. כדי שזה לא יקרה, ה-FED צריך לדאוג לריסון הכוחות מצד הביקוש שדוחפים אינפלציה ע"י החלשת שוק העבודה וקירור היצע האשראי בעיקר הצרכני.

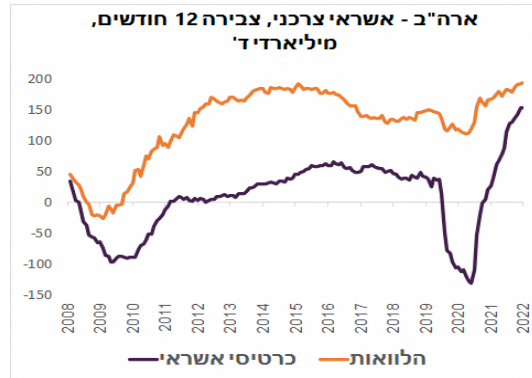
- נשתמש בכלל טיילור המפורסם לקביעת הריבית הנדרשת כדי להחזיר אינפלציה ליעד, שהיה בשימוש רחב בעבר כשהאינפלציה הייתה גבוהה יותר. הכלל אומר שבריבית ה-FED של 5%, האבטלה צריכה לעלות ל-5% כדי להחזיר אינפלציה ליעד, זאת בהנחות די מקלות שהריבית הריאלית הניטרלית במשק האמריקאי עומדת על 0% ושיעור האבטלה "הטבעי" (NAIRU) על 3.5%.

כלל טיילור מסתדר עם האפיזודות האינפלציוניות שהיו בעבר מהן ניתן ללמוד בכמה עלתה האבטלה כדי להחזיר אינפלציה ליעד, כפי שמוצג בתרשים 10. הקשר בין הירידה באינפלציה לעלייה באבטלה שהיה באפיזודות האינפלציוניות בעבר מלמד שכדי להוריד כעת את אינפלציית הליבה בכ-4% (מ-6.5% לכ-2%-2.5%), שיעור האבטלה צריך לעלות בין 2% ל-3% ולהגיע לפחות ל-5.5% ה-FED צופה בתחזית שלו שהוא יצליח להחזיר את האינפלציה ליעד תוך עלייה באבטלה ל-4.5% בלבד. נראה קצת אופטימי מדי.

תרשים 12



תרשים 11



מקור: *Bloomberg*, מיטב ברוקראז'

- ה-FED צריך גם לקרר היצע האשראי לצרכנים שבינתיים ממשיך לצמוח בקצב גבוה מאוד (תרשים 11). בסקר האשראי הבנקאי של ה-FED מזהים מגמת הקשחת תנאי אשראי, אך היא עדיין לא חמורה והביקוש לאשראי עדיין גבוה (תרשים 12).
- נציין שהפעם משימת הידוק הביקושים של ה-FED עשויה להיות מאתגרת במיוחד בגלל החסכונות שנצברו בזמן המגפה.

שורה תחתונה: חזרת האינפלציה אל תוך היעד בארה"ב צפויה לקחת יותר זמן ממה שהשווקים מעריכים. ריבית ה-FED צפויה להגיע לכ-4.75%-5% ולעמוד ללא שינוי עד שהאבטלה תעלה לפחות ל-5%.

על מה כדאי לשים לב מחוץ לארה"ב?

אירופה – להערכתנו, התחזיות לעליית ריבית בגוש האירו נמוכות מדי. כלל טיילור לקביעת ריבית נדרשת להחזרת אינפלציה ליעד באירופה מכון לריבית של כ-7% זאת בהנחה ששיעור האבטלה הטבעי באירופה עומד על כ-7.4%, הכי נמוך שהיה לפני הקורונה, ושהריבית הריאלית הניטרלית באירופה שלילית ברמה של מינוס 0.5%.

אפילו השוואה לתחזיות לבריטניה, שנמצאת במצב כלכלי דומה לאירופה, מראה שהתחזיות באירופה לא ממש מסתדרות. ה-BOE והתחזיות בשווקים צופים שבסוף 2023 הריבית בבריטניה תהיה גבוהה משמעותית מהתחזיות לריבית באירופה (4.5% לעומת 3%), וזאת במקביל לתחזית אינפלציה גבוהה יותר, צמיחה נמוכה יותר ועלייה באבטלה משמעותית יותר.

צריכים לזכור גם את הפערים העצומים בין קצב האינפלציה במדינות השונות באירופה (הפער בין המדינה עם האינפלציה הגבוהה ביותר לבין הנמוכה ביותר עומד כעת על 17%!). יתכן שכפי שלפני עשור מדיניות ה-ECB התנהלה בהתאם לבעיות הפיסקאליות של מדינות ה-PIGS, הפעם הבנק המרכזי יצטרך בסופו של דבר לכוון את מדיניותו לטיפול באינפלציה במדינות יחסית קטנות בגוש בעלות אינפלציה גבוהה. גוש מוניטארי מחייב אינפלציה דומה בין המדינות. עליית ריבית משמעותית יותר באירופה ממה שהשווקים מעריכים תוסיף לחצים להאטה בצמיחה.

נציין, שקיים גם סיכוי להפתעה חיובית באירופה אם המלחמה באוקראינה תסתיים.

יפן – לא נראה שיש ביפן תרחיש אמצע, אלא רק תרחישי קיצון. כדי להבין באיזה תרחיש הולכת יפן, תעכבו אחרי האינפלציה.

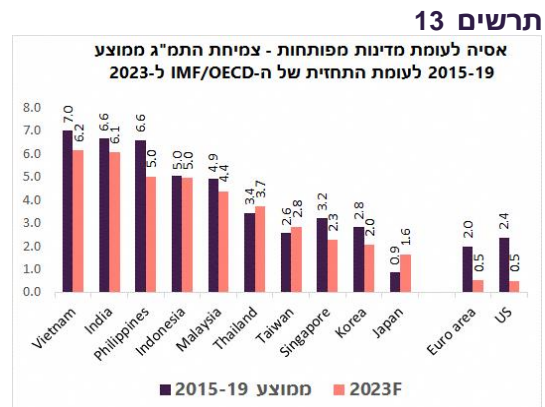
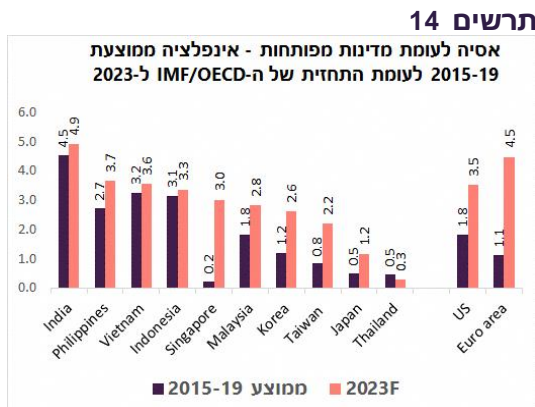
אם האינפלציה ביפן תרד מבלי ריסון מוניטארי, הכלכלה היפנית תהיה אחת המוצלחות ביותר בשנה הקרובה.

אולם, אם האינפלציה תמשיך לעלות, הבנק המרכזי יצטרך להסיר קיבוע מהתשואה באג"ח ל-10 שנים ו/או להפסיק לרכוש אג"ח ואולי אף להעלות ריבית. פנייה לכיוון מדיניות מרסנת שיפן לא הכירה שנים רבות, תוביל לעלייה חדה בתשואות האג"ח ולהתחזקות היין, המטבע "carry-trade" של עסקאות ממונפות בעולם. המשקיעים היפנים מחזיקים כמויות גדולות מאוד של אג"ח מחוץ ליפן, בפרט בארה"ב. עלייה חדה בתשואות ביפן עצמה עשויה לגרום לגל מכירות אג"ח במדינות האחרות ע"י היפנים.

סין – סין במלכוד. היא לא יכולה לשחרר מגבלות הקורונה כי המערכת הרפואית שלה לא מסוגלת להתמודד עם ההשלכות. אולם, אם היא תתמיד לטפל במגפה בשיטה הנוכחית, הכלכלה תמשיך לסבול מפגיעה קשה בצריכה.

באופן כללי, אנחנו חושבים שריכוז כוח בידי נשיא סין והפניית המדיניות הכלכלית לכיוון סוציאליסטי מובילים לפגיעה באיכות ההחלטות הכלכליות בסין לאורך זמן. סין לא צפויה לחזור ולהיות "כוכב" הכלכלה העולמית כפי שהייתה לפני מספר שנים.

אסיה מחוץ לסין - על פי התחזיות, הצמיחה במדינות אסיה, המתפתחות והמפותחות, צפויה לרדת הרבה פחות ב-2023-2024 ביחס לצמיחה הממוצעת שהייתה לפני הקורונה (2015-19), מאשר במדינות המפותחות (תרשים 13). על פי ההערכות של ה-OECD, מדינות אסיה צפויות לתרום קרוב ל-70% לצמיחה העולמית בשנים 2023-24 לעומת ממוצע של כ-45% בשנים 2021-22. במקביל, האינפלציה במדינות אלה פחות חריגה מהרגיל מאשר במדינות המפותחות (תרשים 14). מדינות אלה גם צפויות ליהנות מהחלשות הדולר.



מקור: IMF, מיטב ברוקראז'

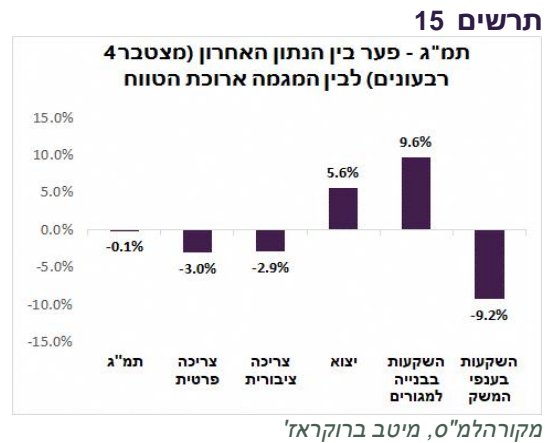
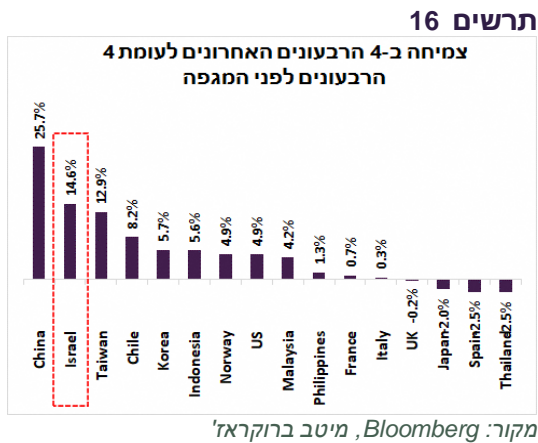
שורה תחתונה:

- ✓ **אנו מעריכים שהריבית באירופה תעלה משמעותית יותר מההערכות בשווקים, תוך עליית תשואות האג"ח והתחזקות האירו. התפתחות זו תגרום לפגיעה חזקה יותר בכלכלה האירופאית.**
- ✓ **הופעת הסימנים של התמתנות האינפלציה ביפן תהיה איתות חיובי מאוד לכלכלה היפנית. לעומת זאת, אם הבנק המרכזי יצטרך ללכת בכיוון המרסן, הטלטלה בכלכלה היפנית תקרין לא רק על השווקים ביפן עצמה, אלא גם מחוץ לה.**
- ✓ **כלכלות אסיה, למעט סין, יהיו מנוע הצמיחה לכלכלה העולמית בשנה הקרובה.**
- ✓ **לפני שסין תחלץ מהמשבר הנוכחי, הוא עוד צפוי להעמיק. באופן כללי, סין איבדה יתרון כלכלי אסטרטגי שהוביל אותה בעשורים האחרונים.**

כלכלת ישראל במבט לשנת 2023.

מנועי צמיחה של המשק

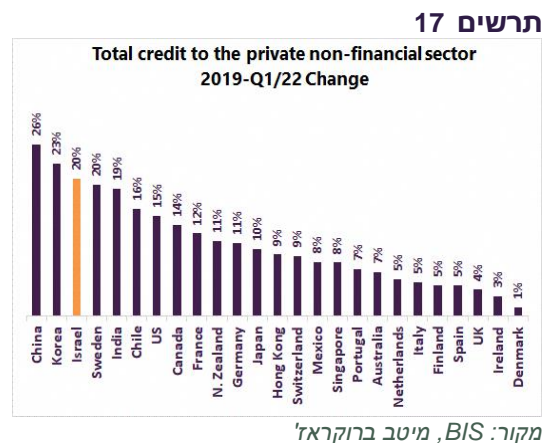
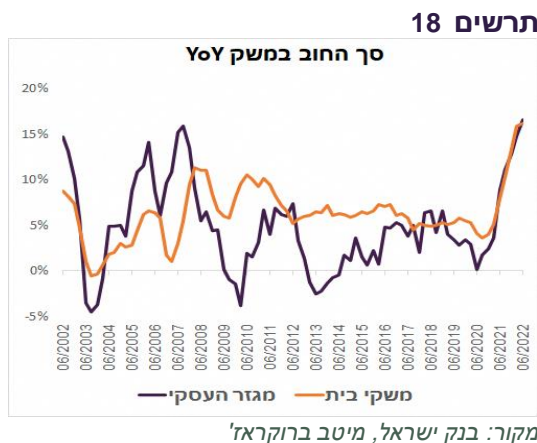
המשק הישראלי הצליח לצמוח בתקופת הקורונה בשיעור כמעט הגבוה ביותר בעולם (תרשים 16). מנועי הצמיחה העיקריים בשנתיים האחרונות היו ההשקעות בנדל"ן, גם המסחרי וגם למגורים, ענף ההיי טק ויצוא סחורות. רכיבים אלו צמחו הרבה מעל המגמה ארוכת הטווח. לעומת זאת, הצריכה הפרטית עדיין לא חזרה למגמה (תרשים 15).



הצמיחה במשק התבססה על גידול חד בחובות

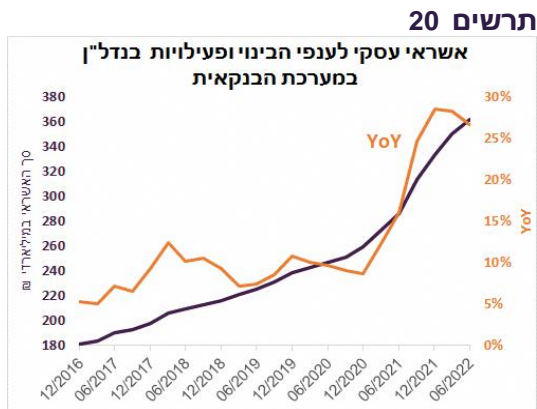
הצמיחה בתקופת הקורונה נשענה במידה רבה על הגידול באשראי:

- סך האשראי למגזר הפרטי בישראל (משקי הבית ועסקים) גדל מאז 2019 בשיעור כמעט הגבוה בעולם (תרשים 17).
- החוב של המגזר העסקי ושל משקי הבית צמחו בשנה האחרונה (עד Q2-22) בקצב של כ-16%, הגבוה ביותר אי פעם (תרשים 18). לצורך השוואה, בארה"ב מאז שנות ה-90 החוב של המגזר הפרטי אף פעם לא צמח בקצב שנתי כל כך גבוה.



- רוב החוב החדש בשנים האחרונות הלך לתחומים שקשורים לנדל"ן. גידול של החוב לנדל"ן הנו הבעייתי ביותר כי חלקו לא מייצר השקעות חדשות, אלא מופנה לרכישת נכסים קיימים במחירים שהולכים ועולים. בכך החוב גדל, אך לא מייצר צמיחה עתידית.

- האשראי הבנקאי העסקי לענף הבנייה ולענף פעילויות בנדל"ן (יזום וכו') צמח בשנים האחרונות בקצב ממש חריג של קרוב ל-30% בשנה (!). משקלו מסך האשראי העסקי בבנקים עלה בתקופת הקורונה מ-25% ל-30% (תרשים 20).

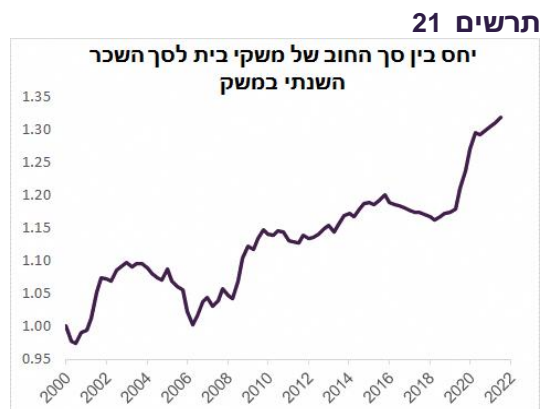


מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

- יתרת המשכנתאות במשק גדלה מתחילת הקורונה בכ-40% תוך עלייה בסיכון שלהן. שיעור נוטלי המשכנתאות שהחזר בגין גבוה מ-30% מהכנסת הלווים, גדל מ-32% ערב הקורונה לכמעט 50% (תרשים 19).
- שיעור המשכנתאות בריבית משתנה שנטלו הלווים בישראל ב-2022 עמד על כ-60%, גבוה מהמוצע של 40% במדינות המפותחות, אך לא חריג. אולם, בישראל קיים מסלול ייחודי של משכנתאות צמודות מדד שגם החזר שלהן גדל במהירות לאחרונה. למעשה, את המשכנתאות הצמודות בריבית משתנה צריכים לספור פעמיים בחישוב של סך הרכיבים המשתנים בהחזרי משכנתאות. בסה"כ, שיעור החזר של הרכיבים המשתנים במשכנתא בישראל מגיע קרוב ל-90%, אחד הגבוהים ביחס למדינות האחרות (תרשים 22).



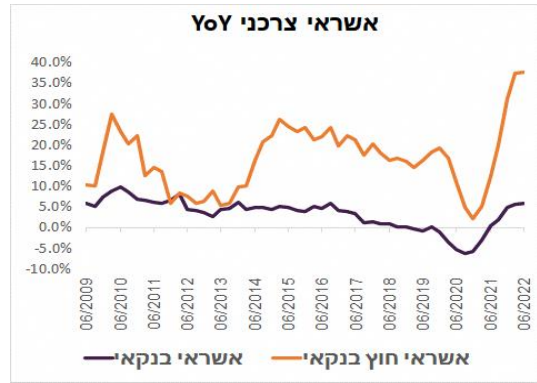
מקור: בנק ישראל, OECD, מיטב ברוקראז'



מקור: בנק ישראל, הלמ"ס, מיטב ברוקראז'

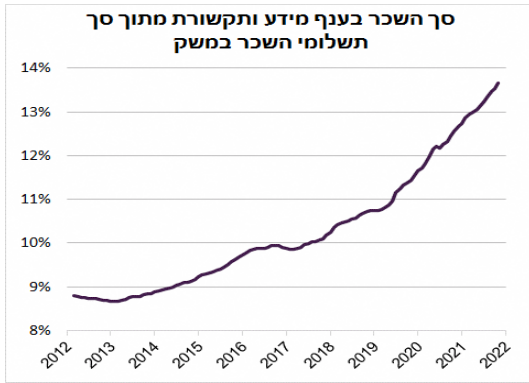
- האשראי הצרכני הבנקאי צמח מאז תחילת הקורונה ב-1% בלבד. אולם, האשראי הצרכני החוץ בנקאי גדל ב-54% (!). רק בשנה האחרונה גדל האשראי החוץ בנקאי בכ-38% (תרשים 23). האשראי הצרכני החוץ בנקאי הוא כמובן מסוכן יותר.
- בסה"כ, היחס בין סך החוב של משקי הבית לסך תשלומי השכר השנתיים במשק זינק מתחילת הקורונה בחדות לשיא של כל הזמנים (תרשים 21).

תרשים 23



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

תרשים 24



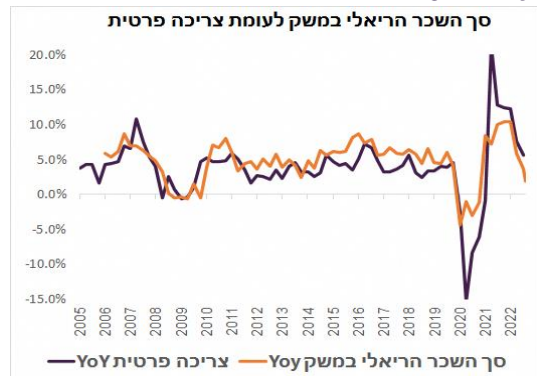
שורה תחתונה: עלייה חדה בנסילת החובות מאז תחילת הקורונה תוך עלייה בסיכון הלווים עלולה להחמיר את ההאטה במשק בשנה הבאה.

המשק הישראלי לא ייפגע פחות מהמדינות האחרות מהאטה

המשק הישראלי, כמו הכלכלות האחרות, צפוי להיפגע בשנה הקרובה מההאטה בכלכלה העולמית, מהשלכות עליית הריבית, משחיקת השכר הריאלי ומאפקט העושר השלילי בעקבות הירידות בשווקים הפיננסיים. אנו מעריכים שבניגוד לדעה הרווחת, ההשלכות על המשק הישראלי יהיו חזקות לא פחות ואולי אף יותר מאשר על המדינות האחרות. מנועי הצמיחה שהובילו ביציאה מהקורונה יהפכו לרוחות נגדיות חזקות:

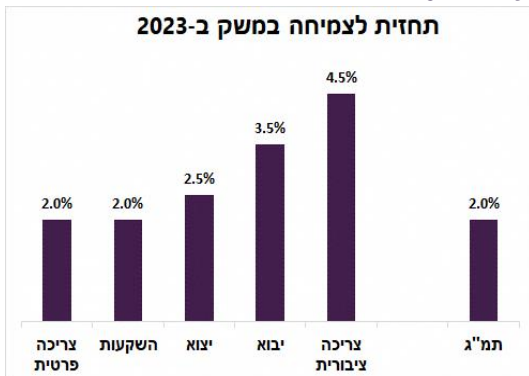
- מדד ה-Nasdaq, שירד ב-30%, הוא כידוע האינדיקטור המוביל הטוב ביותר לצמיחה במשק הישראלי. תחום ההיי טק, בעל השפעה גבוהה במיוחד על הפעילות במשק בתחומים רבים, צפוי לתמוך פחות בפעילות הכלכלית במשק. השפעת הפעילות בענף הטכנולוגיה על המשק אף גדלה בתקופת הקורונה. המשקל של סך השכר בענפי מידע ותקשורת, המרכז פעילות בהיי טק, מסך השכר במשק עלה בשנתיים האחרונות בכ-2% ל-14%. לעלייה דומה במשקל לפני הקורונה לקח חמש שנים (תרשים 24).
- גידול חריג באשראי במשק תוך עלייה בסיכון שלו, צפוי להפוך ממנוע לבלם הצמיחה על רקע האטה בפעילות ועליית הריבית. במיוחד צפויה להיפגע הצריכה הפרטית.
- קיימת אי וודאות גבוהה ביחס לצעדים בהם תנקוט הממשלה החדשה שלפחות על פי ההצהרות עומדת להוביל מדיניות מרחיבה יותר בתחומים החברתיים.

תרשים 25



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

תרשים 26



שורה תחתונה: אנו מעריכים שהמשק יצמח בשנת 2023 ב-2% בלבד, תוך צמיחה נמוכה בצריכה הפרטית ובהשקעות (תרשים 26). אנו מעריכים ששיעור האבטלה יעלה ל-4.5%-5.0%.

הגירעון צפוי להיות גבוה

אנו מעריכים שגירעון הממשלה בשנת 2023 צפוי להיות גבוה ויסתכם בכ-4%. הגורמים העיקריים לעלייה בגירעון:

- ירידה משמעותית בצמיחה, במיוחד בפעילות של "ספקי המיסים" העודפים שהיו בשנתיים האחרונות - מגזר הטכנולוגיה, שוק הנדל"ן ושוק ההון.
- צפויה עלייה חדה בהוצאות השכר במגזר הציבורי עקב הסכמי שכר חדשים.
- הממשלה החדשה עשויה להוביל קו להרחבה פיסקאלית, במיוחד לתחומים חברתיים.

שורה תחתונה: אנו מעריכים שגירעון הממשלה יעלה לכ-4%.

האינפלציה צפויה לרדת

על פי התחזית שלנו, האינפלציה בישראל צפויה להגיע לשיא של 5.3% בדצמבר ולהתחיל לרדת אחרי מדד ינואר 2023.

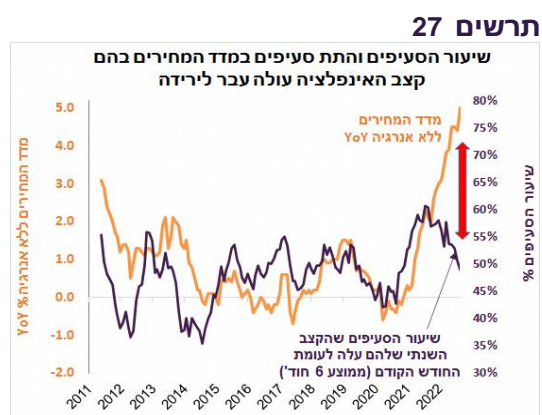
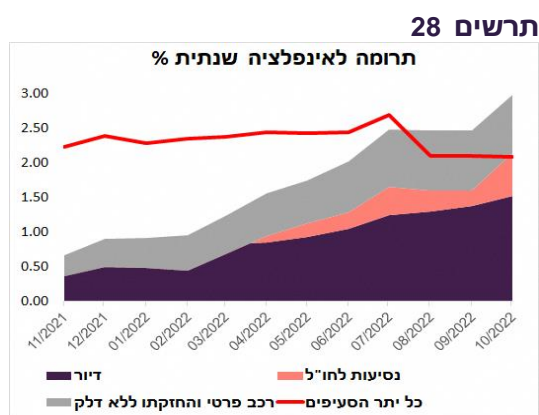
למעשה, התרחבות קצב האינפלציה כבר מאחורינו. משקל הסעיפים והתת סעיפים במדד המחירים (מתוך סך של 153) שקצב האינפלציה בהם עולה מחודש לחודש, נמצא במגמת ירידה ומסמן שהאינפלציה בדרך לרדת (תרשים 27).

המשך העלייה בסביבת האינפלציה בחודשים האחרונים נבע בעיקר מעלייה בסעיף הדיור, הנסיעות לחו"ל, והחזקת רכב, לא כולל הדלק. תרומה של כל יתר הסעיפים במדד המחירים לאינפלציה הכללית אף ירדה בחודשים האחרונים (תרשים 28).

שלושת הסעיפים הללו בעלי משקל מצטבר של כ-37% במדד, "אחראים" על קרוב ל-60% מהאינפלציה הכוללת בשנה האחרונה (3.0% מתוך 5.1%). עליית המחירים של המכוניות והנסיעות לחו"ל היא תוצאה של היציאה מהקורונה וצפויה לחלוף. ההתייקרויות בסעיף הדיור מושפעות, בין היתר, מהעלייה לישראל וממעבר הרוכשים הפוטנציאליים של דירות לשוק השכירות בעקבות עליית ריבית.

אחד הסיכונים העיקריים לתחזית לירידה בסביבת האינפלציה מהווים תוספות השכר בסקטור הציבורי בעקבות הסכמי השכר החדשים.

מחירי הדירות בבעלות צפויים לעבור למגמת ירידה בחודשים הקרובים.



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

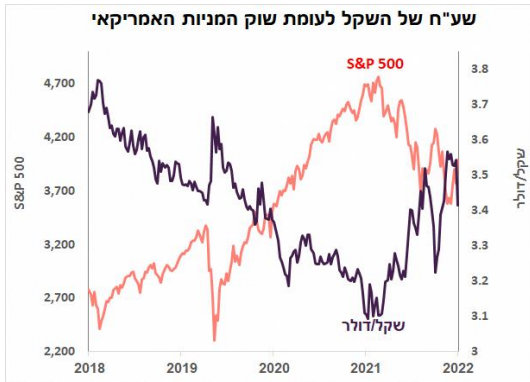
ריבית בנק ישראל תתחיל לרדת עד סוף 2023. השקל צפוי להתחזק

אנו מעריכים שריבית בנק ישראל תגיע לרמה של 3.75%-4.00% בשתי הפגישות הקרובות של הוועדה המוניטארית ותעצור שם. השפעת עליית הריבית על הפעילות במשק תהיה משמעותית בגלל גידול חד בחובות שהיה בשנים האחרונות, כפי שכתבנו קודם. הריביות העתידיות ל-3 חודשים המתומחרת בשוק משקפת שהריבית תגיע בשיא ל-3.7% ועד סוף 2023 צפויה לרדת בכ-0.25% (תרשים 29).

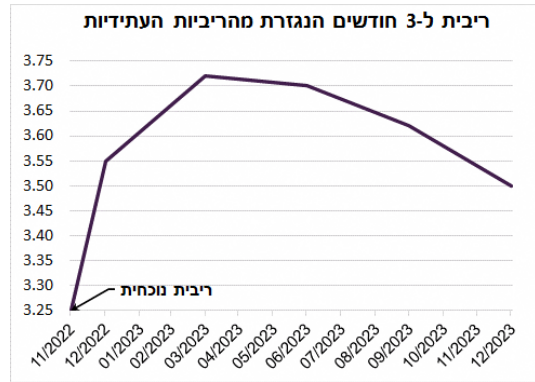
אנחנו מעריכים שלאור הירידה באינפלציה והאטה משמעותית בפעילות הכלכלית במשק, בנק ישראל יתחיל להוריד ריבית לקראת סוף שנת 2023. עקב ניתוק שע"ח של השקל מהתנהגות פערי הריביות, ההחלטות של בנק ישראל לא תלויות במדיניות ה-FED.

מאז 2018 שע"ח של השקל מושפע בעיקר מהתנהגות שוק המניות האמריקאי – מתחזק כשהמניות עולות ונחלש כשירודות (תרשים 30). קשר זה קיים בגלל פעילות גידור מטבע של המוסדיים שגודלה הפך לכוח דומיננטי בשוק המט"ח. עוצמת הקשר אף התחזקה ב-2022. כל עוד אין שינויים גדולים בפערי הריביות מול ארה"ב או במצב הפוליטי/כלכלי בישראל, הקשר צפוי להישמר. אנו צופים ששוק המניות האמריקאי יעלה בשנה הבאה והשקל יתחזק בהתאם.

תרשים 30



תרשים 29



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

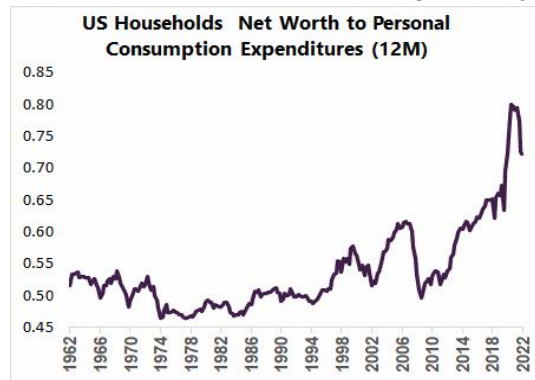
שורה תחתונה: אנו מעריכים שהריבית בישראל תגיע בשיא לרמה של 3.75%-4.00% בסוף 2023 הריבית תעמוד על 3.50%-3.75%. שערו של השקל צפוי להתחזק.

איפה שמים את הכסף?

היום נדרש רף גבוה של חומרת האירועים כדי להפיל את הבורסה

לפני שניגש לבחינת אפיקי השקעה, כדאי להסתכל על היחס בין סך העושר נטו להוצאת משקי הבית האמריקאים, שעלה בעשור האחרון ובמיוחד בשנתיים האחרונות (תרשים 31). להערכתנו, העלייה בגודל החסכונות ביחס להוצאה השוטפת הופכת את משקי הבית לסבלנים יותר להפסדים בבורסה מכיוון ששולי הבטחון הכלכלי שלהם גבוהים. קיים מרחק רב יותר מבעבר עד שהפסדים בבורסה מאלצים את המשקיעים לצמצם צריכה. מצב זה מסביר את "הקושי" של הבורסות לרדת משמעותית בעשור האחרון ובמיוחד השנה. יחסית לרצף האירועים החמורים במיוחד שכללו עלייה מפתיעה וחדה בריבית, המלחמה באוקראינה והמשבר בסין הבורסה החזיקה מעמד לא רע ובחצי השנה האחרונה אף לא ירדה. המשקיעים צריכים לקחת בחשבון את הרף הגבוה של חומרת ההתרחשויות שנדרש כדי שיהיו ירידות חזקות בבורסה.

תרשים 31



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

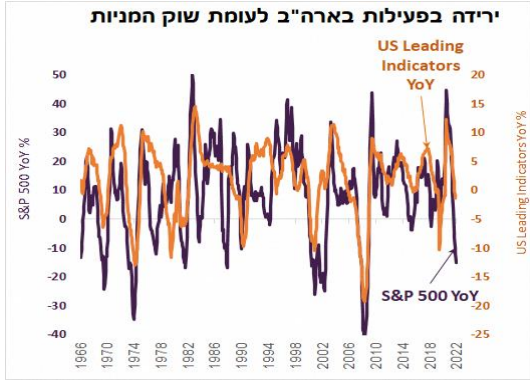
שוק המניות.

סטטיסטיקה מעניקה סיכוי גבוה לשוק מניות חיובי

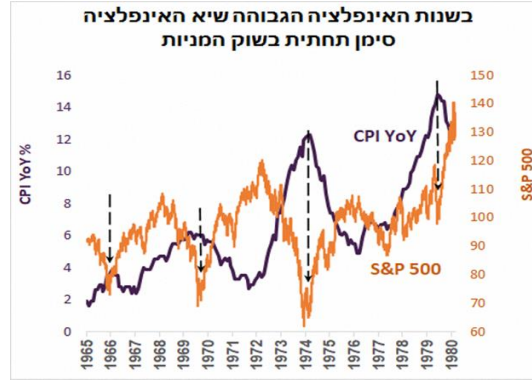
הניסיון של 70 השנים האחרונות בארה"ב מלמד שבסיכוי גבוה שנת 2023 צפויה להיות חיובית לשוק המניות, למרות ההאטה בצמיחה או אף מיתון:

- מתוך 19 שנים בהם מדד S&P 500 רשם תשואה שלילית ב-70 השנים האחרונות, הוא עלה 16 פעמים בשנה הבאה תוך השגת תשואה ממוצעת של 15%. רק פעמיים היו ירידות שנתיים ברצף, ב-1973-1974 וב-2000-2002 הוא ירד שלוש שנים ברציפות.
- לפי התחזיות, ארה"ב צפויה לצמוח ב-2023 בפחות מ-1%. ב-70 השנים האחרונות היו 11 שנים בהם הצמיחה בכלכלה האמריקאית הייתה נמוכה מ-1% או שלילית. רק פעמיים בשנים אלו נרשמה ירידה במדד S&P 500. בממוצע בשנים של צמיחה נמוכה/שלילית עלה המדד S&P 500 ב-14%.
- כפי שכבר הצגנו בתחילת הסקירה, בשנים של אינפלציה גבוהה בארה"ב מסוף שנות ה-60 עד לתחילת שנות ה-80 היו ארבע גלי אינפלציה. בכל אחד מהם שוק המניות ירד כשהאינפלציה הייתה במגמת עלייה, אך כשהאינפלציה עברה מעלייה לירידה, כיוון השוק התהפך לחיובי (תרשים 32). ככל הנראה, אנחנו נמצאים כעת בנקודת פיתול באינפלציה.

תרשים 33



תרשים 32

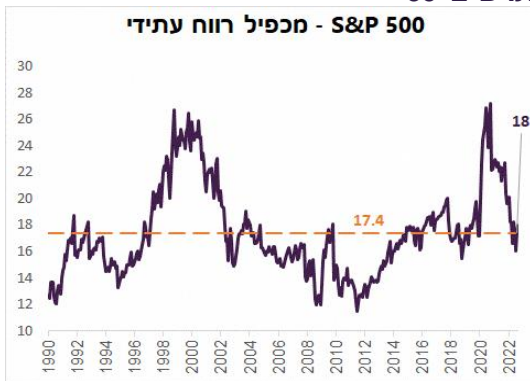


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

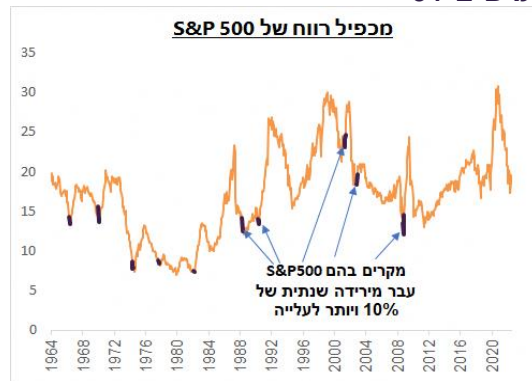
מה יכול להפריע לשוק המניות?

- בדרך כלל שוק המניות האמריקאי התהפך מירידה חדה לעלייה סמוך למעבר מירידה לעלייה במדד האינדיקטורים המובילים שמשקף את הפעילות הכלכלית (Leading Indicators YoY) (תרשים 33). הקצב השנתי של מדד האינדיקטורים המובילים נמצא כעת בירידה וככל הנראה השפל שלו עוד לפנינו. המשך הרעה במצב הכלכלי עלול להקשות על שוק המניות להתמיד במגמת עלייה.
- שוק המניות האמריקאי יחסית יקר. מכפיל רווח עתידי של S&P500 עומד על כ-18, כאשר הממוצע של 30 השנים האחרונות היה 17.4 (תרשים 35). יחד עם זאת, מכפיל רווח גבוה אינו מכשול למעבר של השוק למגמה חיובית. בתרשים 34 מוצג מכפיל רווח של S&P 500 מאז תחילת שנות ה-60. הסימנים הכחולים מסמנים מעבר של S&P 500 מירידה שנתית של יותר מ-10% לעלייה. ניתן לראות שזה קרה בכל רמות המכפילים והמכפיל הנוכחי אינו חריג.

תרשים 35



תרשים 34

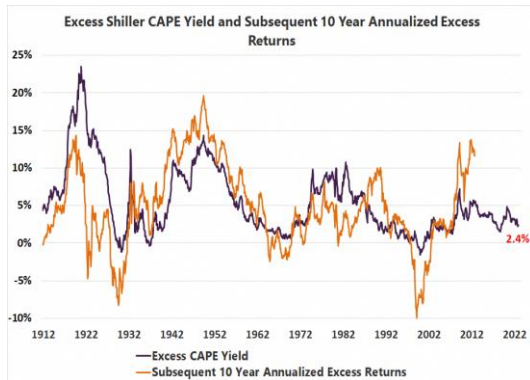


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- הבעיה עבור שוק המניות היא לא המכפיל עצמו, אלא שלראשונה בעשור האחרון נוצרה אלטרנטיבת השקעה באג"ח. כפועל יוצא של המכפיל הגבוה מחד, ועליית התשואות באג"ח מאידך, התשואה שהמניות צפויות להניב למשקיעים (מכפיל עתידי הפוך) מעבר לתשואת אג"ח נמוכה מאוד (תרשים 36). על פי המכפיל של Shiller, עודף תשואה שצפוי להניב שוק המניות בעשור הקרוב מעבר לתשואת אג"ח ממשלתית ל-10 שנים עומד על 2.4% בהשוואה לממוצע של 5.5% ב-100 השנים האחרונות (תרשים 37).

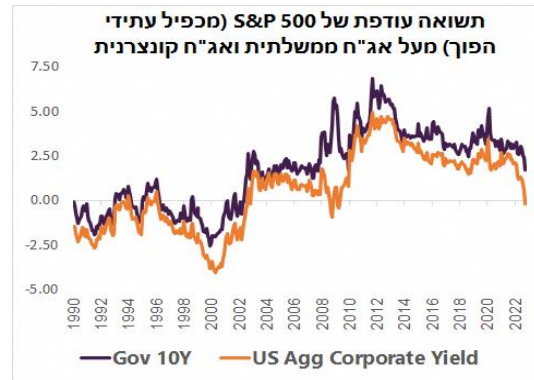
יחד עם זאת, תשואה עודפת נמוכה ואף שלילית הייתה גם בעבר, עד שנת 2000, מה שלא הפריע לשוק המניות לעלות.

תרשים 37



מקור: Robert J. Shiller, מיטב ברוקראז'

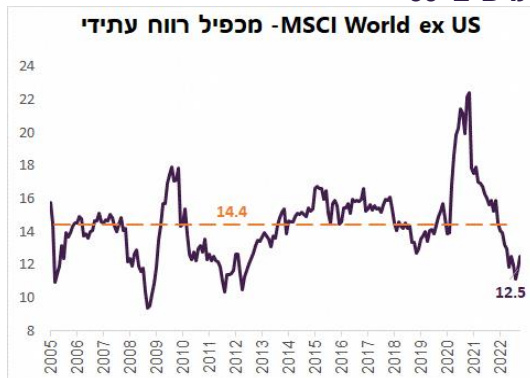
תרשים 36



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

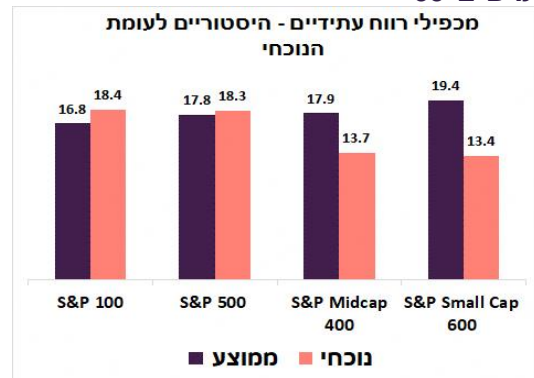
- נציין שמכפילי הרווח של מדדי המניות הקטנות והבינוניות, S&P Midcap 400 ו-S&P Small Cap 600 כמעט הנמוכים ביותר היסטורית (תרשים 38). בד"כ, המניות הקטנות משיגות ביצועים עודפים בתקופות של התאוששות מהמשבר.
- השווקים מחוץ לארה"ב זולים הרבה יותר. MSCI World ex US נסחר במכפיל 12.5 נמוך משמעותית מהממוצע ההיסטורי שעומד על 14.4 (תרשים 39).

תרשים 39



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 38



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

יחס סיכון/סיכוי בשוק המניות הישראלי לא אטרקטיבי

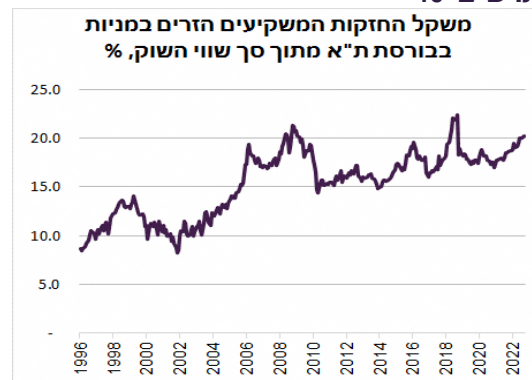
לפי רמת המכפילים השונים ביחס לרמתם מאז 2010, S&P 500 הנו המדד היקר ביותר כאשר FTSE 100 והמדד של בורסת שנחאי הם הזולים ביותר (ראו טבלה מטה).

אחוז מהזמן שהנתון היה נמוך מהנתון הנוכחי בין השנים 2010-2022					
	P/E Forward	P/Book	P/Sales	EV/EBIDTA	ממוצע
S&P 500	65%	88%	84%	78%	79%
TA-125	2%	90%	35%	100%	57%
NIKKEI 225	12%	57%	84%	61%	53%
DAX	22%	53%	61%	73%	52%
MSCI ASIA x JAPAN	37%	31%	47%	69%	46%
MSCI EM	24%	57%	43%	61%	46%
STXE 600 (EUR)	22%	53%	59%	31%	41%
SHANGHAI COMPOSITE	35%	20%	27%	73%	39%
FTSE 100	4%	22%	29%	6%	15%
HANG SENG	12%	12%	2%	2%	7%

מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- להערכתנו, השקעה במדינות אסיה, ללא סין, אטרקטיבית גם מבחינת התמחור, גם לאור צמיחה יחסית גבוהה, אינפלציה יחסית נמוכה והצפי להיחלשות הדולר.
- ההשקעה בסין מוצדקת רק לעיתים משיקולים טקטיים ע"י ניצול מומנטום חיובי בשוק הסיני. אולם, אסטרטגית השקעה בסין לא מוצדקת, כפי שהסברנו בפרק המאקרו.
- השוק האירופאי יחסית זול, אך מסוכן בגלל המשך המלחמה והסיכון לעליית ריבית גבוהה משמעותית מהתחזיות.
- בישראל יש סיכונים ייחודיים לכלכלה, כפי שהסברנו בפרק המאקרו. כמו כן, המשקיעים הזרים השקיעו סכום חסר תקדים של כ-8 מיליארד דולר במניות בת"א מתחילת 2021 והגיעו להחזקה של מעל 20% מסך שווי השוק, קרוב לשיא היסטורי (תרשים 40). כמו שהביצועים הבולטים של הכלכלה הישראלית משכו כספי הזרים לבורסה בתל אביב, שינוי לרעה עלול לגרום לתנועה הפוכה.

תרשים 40



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

ריכוז המלצות במניות:

- חשיפה בינונית-גבוהה לאפיק המנייתי.
- חשיפה במשקל שוק למניות האמריקאיות תוך הטיה לסקטורים של מניות הערך והטכנולוגיה (Nasdaq). כמו כן, אנו ממליצים להגדיל חשיפה למדדי המניות של החברות הבינוניות והקטנות (S&P 600&400).
- משקל יתר למניות באסיה חוץ מסין.
- משקל חסר לשוק האירופאי.
- משקל ניטרלי לשוק הישראלי

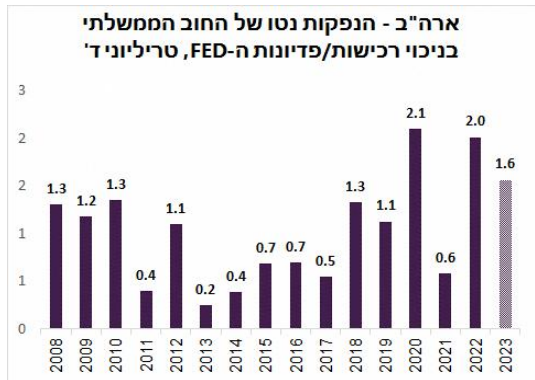
אפיק ממשלתי.

רוח גבית לאג"ח

- התחזית לעצירה בריבית וירידה באינפלציה בארה"ב תומכת בשוק האג"ח האמריקאי. ב-8 מתוך 8 המקרים של עצירה במחזור עליית הריבית בארה"ב ב-50 השנים האחרונות מדד האג"ח הממשלתיות עלה ב-12 החודשים אחרי העצירה (תרשים 41). בכל המקרים למעט אחד (2000), האג"ח הארוכות השיגו תשואה עודפת על פני האג"ח הבינוניות והקצרות.
- צמצום מאזן ה-FED לא צפוי להפריע לשוק האג"ח. סך האג"ח המוצע לציבור שכולל הנפקות נטו של משרד האוצר בתוספת פדיונות (QT) או רכישות (QE) אג"ח שעושה

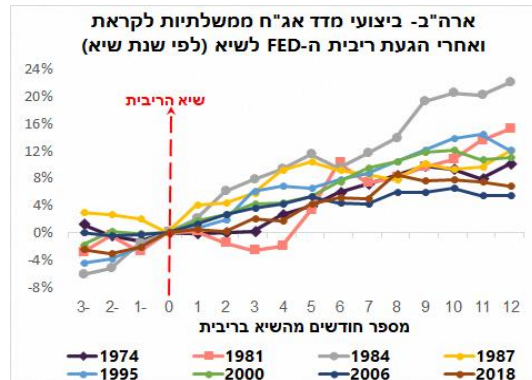
ה-FED צפוי להיות ב-2023 נמוך יותר מאשר ב-2022 או ב-2020 (תרשים 42) בגלל הגירעון הממשלתי הנמוך יותר שצפוי בשנה הבאה.

תרשים 42



מקור: US Treasury, Bloomberg, מיטב ברוקראז'

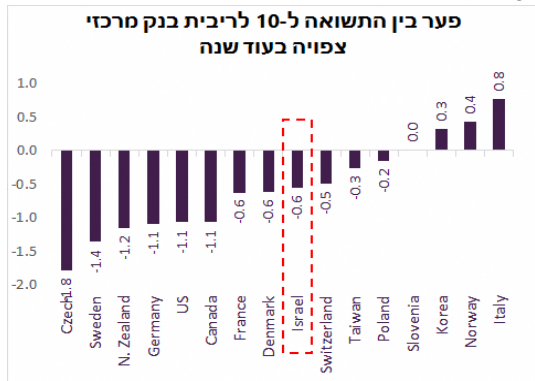
תרשים 41



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

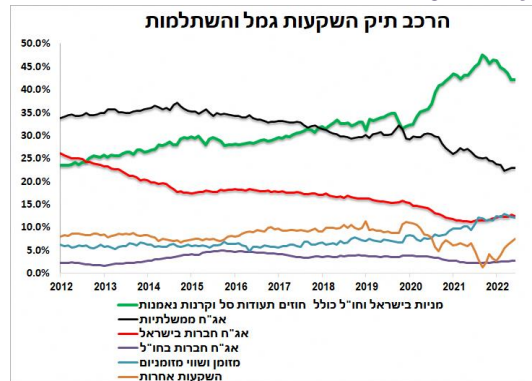
- גם בישראל סביבה מאקרו כלכלית צפויה לתמוך באג"ח הממשלתיות. הריבית מתקרבת לשיא ולהערכתנו, תרד לקראת סוף 2023. עקום התשואות צפוי להיות הפוך רוב הזמן, אך לקראת הורדת הריבית התלילות צפויה לחזור.
- עקום התשואות בישראל הגיע למצב הפוך בפעם הראשונה בהיסטוריה. אולם, ישראל לא ייחודית. הפער השלילי בין התשואה ל-10 שנים לבין הריבית החזויה של הבנק המרכזי בעוד שנה לא חריג בישראל בהשוואה למדינות האחרות (תרשים 44).

תרשים 44



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 43



מקור: משרד האוצר, מיטב ברוקראז'

- אנו מעריכים שהמשקיעים המוסדיים יגדילו משקל אג"ח בתיקים שירד לשפל. לדוגמה, משקל האג"ח הממשלתיות בתיקים של קופות הגמל וההשתלמות ירד לכ-22%, הנמוך ביותר אי פעם. בשנת 2014, כאשר תשואות האג"ח הממשלתיות בישראל היו ברמה דומה להיום, החשיפה הייתה 35% (תרשים 43). הירידה בשיעור האג"ח בתיקים הייתה על חשבון גידול חד במניות מ-28% ל-44% מהתיק, למרות שהמכפיל של שוק המניות (S&P500) בשנת 2014 היה נמוך יותר מאשר היום. נשאלת השאלה, מדוע חשיפה למניות צריכה להיות גבוהה כל כך ביחס לחשיפה לאג"ח, כאשר התשואה העודפת הצפויה של שוק המניות נמוכה כל כך?
- על רקע הגירעון הצפוי של כ-4%, היקף הנפקות ברוטו בשוק המקומי הסחיר צפוי לעמוד ב-2023 על כ-108 מיליארד ₪ או כ-9-10 מיליארד ₪ בחודש (ראו טבלה מטה) בהשוואה לכ-4.5 מיליארד ב-2022, כ-14 מיליארד ב-2021 וכ-7.5 מיליארד ב-2019. בנסיבות שתומכות באג"ח מבחינת הריבית והאינפלציה, לא צפוי קושי מיוחד לשוק האג"ח המקומי לספוג את ההיצע.

גירעון וצרכי מימון של הממשלה ב-2023, מיליארדי ש"ח

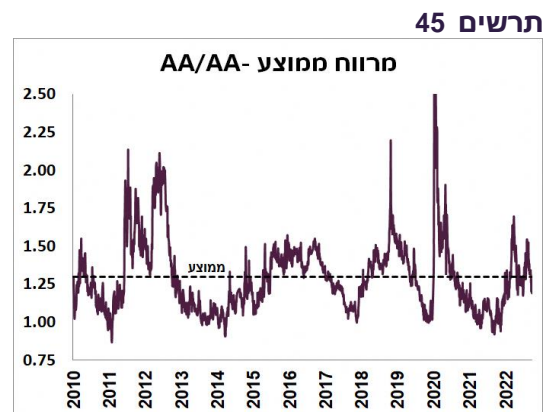
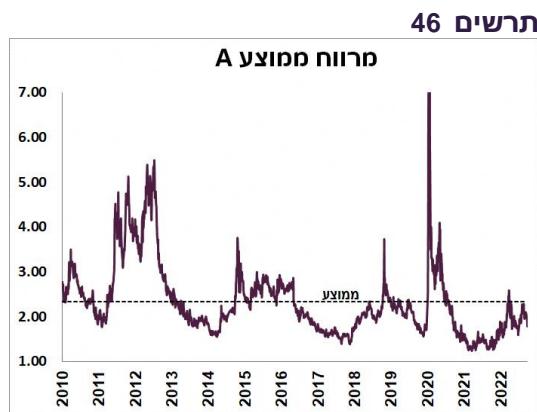
70	4%	גירעון
68		פירעון חוב בישראל
17		פירעון חוב בחו"ל
158		סך צרכי מימון
מימון		
20		שימוש במזומן מהקופה
10		הפרטה
17		הנפקות בחו"ל
108		הנפקות בישראל
9.0		קצב גיוס חודשי בישראל (כולל החלפים)

ריכוז המלצות באפיק הממשלתי:

- להגדיל משקל אג"ח בתיקים.
- מח"מ בינוני-ארוך.
- הטיה לשקלים על פני הצמודים.

אג"ח קונצרניות.

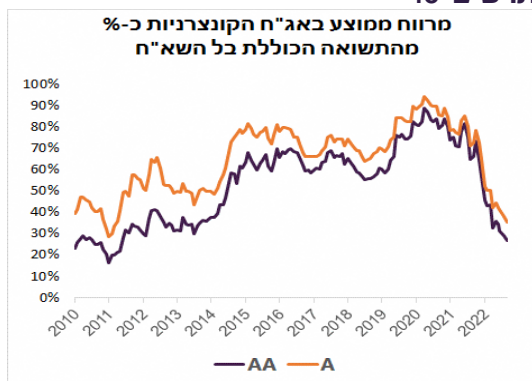
המרווחים באג"ח הקונצרניות בכל רמות הדירוג נמצאים מתחת למוצע ההיסטורי ובמיוחד בקבוצת הדירוג הנמוכה יחסית A (תרשים 45-46). מבחינה זו, הפיצוי בגין סיכון האשראי שמקבלים המשקיעים באפיק הקונצרני המקומי נמוך מדי לאור ההאטה בצמיחה ועלייה בסיכון האשראי במשק.



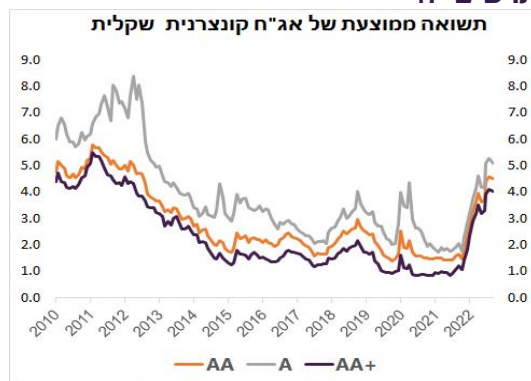
מקור: בורסה, מיטב ברוקראז'

יחד עם זאת, התשואה הכוללת באפיק עומדת ברמות הגבוהות של העשור האחרון בכל הדירוגים (תרשים 47). רק שהמרווח תופס את השיעור הנמוך ביותר מסך התשואה הכוללת בעשור האחרון (תרשים 48). במצב זה, לקיחת סיכון באפיק הקונצרני אינה אטרקטיבית.

תרשים 48



תרשים 47



מקור: בורסה, מיטב ברוקראז'

ריכוז המלצות באג"ח הקונצרניות:

- חשיפה יחסית שמרנית לאפיק מבחינת הדירוגים.
- עדיפות לקחת סיכון מח"מ על פני סיכון אשראי.

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.

27/11/2022

תאריך פרסום האנליזה