

תמצית

לאחר תקופה לא מבוטלת של השפעה מתונה של המדיניות המוניטרית על הביקושים **המקומיים**, ניכר כי בנתוני הקצה האחרונים חלה התאוששות מסוימת.

מדד אמוץ הצרכנים של יולי, בפרט, חוזר לרמות אופייניות של החודשים האחרונים, על רקע שיפור ניכר בנכונות לביצוע רכישות גדולות. גם נתוני הטיסות לחו"ל ממשיכים להצביע על ביקושים חזקים ביולי, אם כי במקרה של הסדרה הזאת ניכרו ביקושים חזקים גם בחודשים האחרונים.

צד ההיצע המקומי, במקביל, מראה גם הוא עליה באופטימיות אצל העסקים המקומיים לגבי מצבם העסקי, ובעיקר בענף הבינוי. השיפור, יש לומר, נרשם למרות היחלשות מתונה אך רוחבית ברמת הפעילות ברחבי הענפים, בחודש הקודם.

אינדיקציות דומות מגיעות מנתוני סחר החוץ, עם גידול ביבוא מכוניות, גם לצרכים עסקיים.

בארה"ב, בניגוד בולט, מחירי האנרגיה חוזרים לעלות, אבל בשלב הנוכחי זה לא מיתרגם לאינפלציה רוחבית בסעיפי הליבה. בפרט, למרות שניכר שרמות הריבית הגבוהות במדינה ממשיכות לדחוף כלפי מעלה את המחירים, אינפלציית הליבה השנתית המשיכה להתמתן.

נתוני האשראי במדינה, בהמשך, מעלים תהיות

רציניות יותר לגבי הצריכה במדינה בחודשים הבאים.

בסין, מדד יולי דוחף את המדינה לדיפלציה. אבל עם התפוגגות השפעת מחירי האנרגיה, להערכתנו נחזור לטריטוריה חיובית בקרוב.

מחירי האנרגיה **באירופה**, בינתיים, מרימים קצת את הראש, ומעלים חששות קלים לגבי החורף הבא.

ריבית

4.75%	ריבית ב"י
4/9/2023	מועד החלטת ריבית קרובה
23/10/2023	מועד החלטת ריבית שאחריה
4.75% (ללא שינוי)	הערכתנו לריבית בהחלטה הקרובה
3.75%	הערכתנו לריבית בעוד 12 חודשים
4.48%	FRA 9x12

אינפלציה

4.2%	אינפלציה 12 חודשים אחרונים
0.5%	תחזית שלנו ליולי
2.6%	תחזית שלנו לשנה קדימה

סחורות ודולר

שינוי שבועי	ערך	
1.6%	2,073	CRB שקלי
1.9%	1,431	סחורות חקלאיות שקלי
2.8%	324.5	נפט (ברנט) שקלי
2.2%	3.7380	דולר

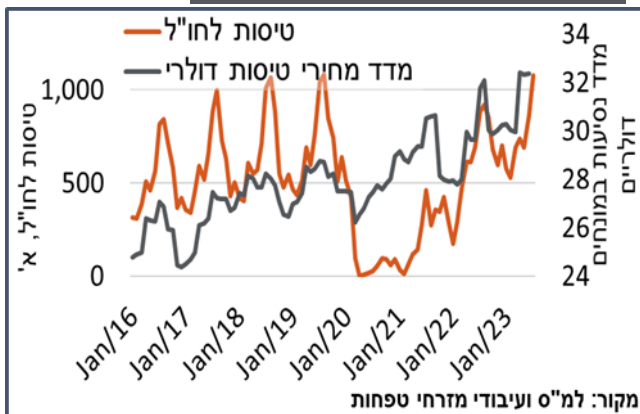
מדדי "הפחד"

שינוי שבועי (נק' אחוז)	ערך	
-2.3	14.8	VIX ארה"ב
-0.1	20.1	VSTOXX אירופה

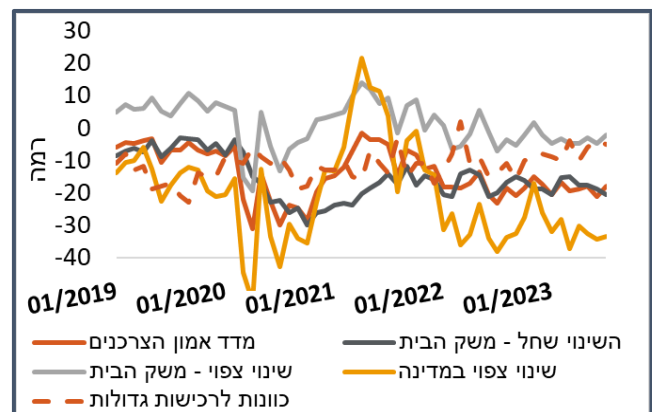
מאקרו

ישראל: לאחר נסיגה קלה בחודש הקודם, מדד אמון הצרכנים של יולי מתאושש לרמת 18- נ', אופייני לחודשים האחרונים. עיקר השיפור בסנטימנט נבע מקטגוריית הנכונות לבצע רכישות גדולות בשנה הקרובה. סעיף זה רשם עלייה של 11 נ', השיפור החודשי החד מזה קרוב לשלוש שנים, לרמת 9- נק' – האופטימי מאז פבר' 2020. מתוך זה, שיפור ניכר נרשם בסעיף הנכונות לרכוש דירה בשנה הקרובה - להערכתנו הסיבה היא התייצבות בציפיות האינפלציה, כאשר קרוב ל-4% מהמשיבים העריכו כי ירצו לרכוש דירה בשנה הקרובה, בהסתברות גבוהה – שיא של קרוב לשנה וחצי. שיפור דומה נרשם בנכונות לרכוש מכונית או מוצרים בני קיימא אחרים.

מדד מחירי טיסות לחו"ל במונחים דולריים וכמות טיסות לחו"ל



רכיבי מדד אמון הצרכנים



• מספר הישראלים היוצאים מהמדינה לחו"ל מטפס ל-1,209 א' ביולי. מדובר בנתון השני בגובהו לסדרה, כאשר באוגוסט 2019 עמדנו על נתון שהיה גבוה בכ-30 א' – כ-1240 א'. ניכוי העונתיות של הסדרה דיי מחמיר פה, וממתן אותנו ל-944 א' – שפל של ארבעה חודשים. ונסמן זאת כתוצאה של שינוי מבני בעונתיות הסדרה, כאשר בחודשים האחרונים המשכנו לראות מוטיבציה גבוהה לצאת לחו"ל, כפיצוי קורונה.

← ככלל, אנו צופים כי מחירי הטיסות לחו"ל יתקנו כלפי מטה אחרי הקיץ. למרות זאת, בשלב הנוכחי, כמות היוצאים דרך האוויר (1,075 א') ממשיכה להוות את החלק הארי של היוצאים מהמדינה במהלך חודש יולי.

← הרצון העודף לטוס לחו"ל דוחק החוצה ככל הנראה בשלב הנוכחי גם את כניסות התיירים למדינה במהלך חודש יולי. כאשר מספרם של אלה מאבד כ-16.3% במונחים מקוריים, במהלך החודש, בהמשך לירידה של כ-14% ביוני. העונתיות בסדרה אומנם שלילית עבור שני החודשים האלה. אבל ניכר כי רוב ההתמתנות בחודשים היא עודפת על העונתיות. נעריך כי במצב הנוכחי, עודף

היציאות לחו"ל גרע סדר גודל של כ-700 מ' ד' מהחשבון השוטף של המדינה, ביולי, או סדר גודל של 35% מהעודף הכולל בחשבון השוטף.

← אנו מעריכים שבחודש הבא נראה שיא של כל הזמנים ביציאות ישראלים לחו"ל, במונחים מקוריים, למרות גריעה קלה אולי של הכמות בגלל שביתת הפריקה וההעמסה של המזוודות בשדה.

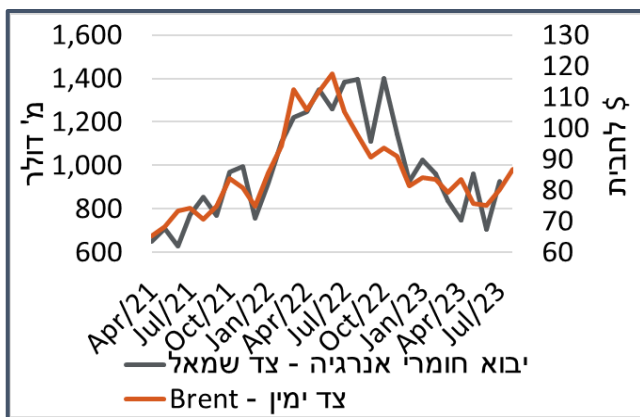
• בצד ההיצע, ניתן לאתר סימנים לאופטימיות מסוימת גם בסקר הערכת המגמות בעסקים של הלמ"ס. בפרט, מאזני הנטו על מצבה הכלכלי של החברה רושמים, ככלל, שיפור בחודש יולי. ובכלל זה, בממוצע בענפי הבינוי נרשמת עלייה ניכרת לרמת '21.3' בסעיף - הראייה האופטימית בענף לגבי מצב החברות מאז פברואר השנה.

← ניכר כי ניחוח הציפיות לסוף מהלך עליות הריבית עולה בענף הבינוי, כאשר הצפי להיקף העבודות החדשות עבר לרמה חיובית, של 1.9%, לראשונה מאז ינואר השנה.

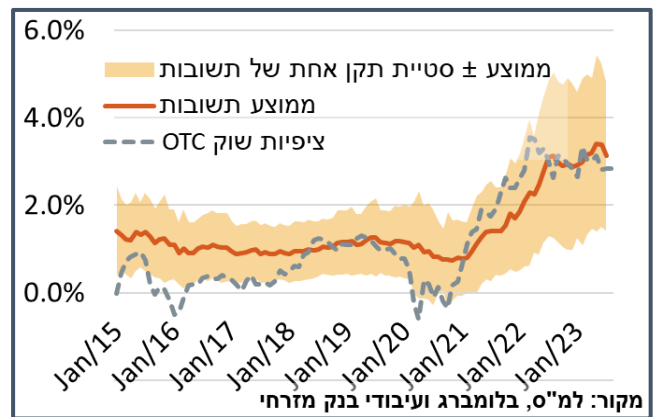
← מנגד, הערכות העסקים לגבי היקף המכירות בחודש הקודם (יוני) הן הרבה פעמים שליליות יותר ביחס לעבר. כך לדוג' דווח על ירידה לרמת 2.1- בהיקף המכירות בענף התעשייה, לעומת מאזן חיובי של 13 אחוזים ביוני. פדיון ענף המלונאות, באופן דומה, התמתן לרמת 5.4- הפסימי ביותר מאז מרץ אשתקד.

← בינתיים, ציפיות האינפלציה של משיבי הסקר לשנה הקרובה התמתנו לרמת 3.12%, שפל של חמישה חודשים, ומתקרב לציפיות בשוק ה-OTC. למרות ההשפעה הממתנת של הירידה הצפויה שבוע הבא באינפלציה, הפיחות הנוכחי בשקל עלול להביא לעלייה בציפיות האינפלציה, גם בקרב העסקים. אבל זה כן מוכיח לתפיסתנו שציפיות האינפלציה המקומיות אינן מוגנות.

יבוא חומרי אנרגיה ומחירי Brent



ציפיות אינפלציה בשוק ה-OTC וציפיות העסקים בסקר המגמות



• אל מול מגמת צמצום בשנה האחרונה, אשר נתמך במידה רבה בירידה במחירי הנפט, גירעון מאזן הסחר רשם התרחבות מפתיעה לכ-2.5 מיליארד ד' ביולי¹. אנו מייחסים הרבה מהגידול בגירעון החודש ליבוא מוגבר של מוצרי אנרגיה, אשר

¹ מנכ"ח עונתיות

תפחו לרמת 930 מ' ד', גבוה בכ-120 מ' ד' מהממוצע בשלוש החודשים האחרונים. העליות במחירי הנפט במהלך החודש מסבירות חלק מהגידול פה. ונעריך כי גם ליבוא עודף של פחם עקב ייצור מוגבר של חשמל בתקופת הביקוש הגבוהה של הקיץ יש חלק בעלייה החודש.

← עוד בצד זה, ניכר יבוא מוגבר של מוצרי השקעה, (+80 מ' \$), בדומה למדד אמון הצרכנים, רובה ככולה מכוניות לצרכים עסקיים ומשאיות וטנדרים. כנ"ל, ביבוא כלי תחבורה לצרכים אישיים נרשם גידול של כ-50 מ' ד', לאחר ירידה קרובה לזה בחודשיים האחרונים.

← יחד עם עליית מחירי האשלג העולמיים, יצוא הכימיקלים מתאושש בכ-120 מ' ד' במהלך החודש. תוספת דומה נרשמת במוצרי המתכת. יצוא הרכיבים האלק', מאידך, מאבד כ-120 מ' ד' במהלך החודש, להערכתנו עקב עודף ההיצע העולמי בקטגוריה.

← נצפה להמשיך לראות נתונים דומים לאלה הנוכחיים בגירעון מאזן הסחר באוגוסט, מה שיביא כנראה להתמתנות קלה בעודף בחשבון השוטף במהלך הרבעון השלישי, יחד עם העלייה הניכרת בטיסות לחו"ל. ברבעון הרביעי, מאידך, סביר שנחזור לרמות של לפני תקופת הקיץ.

ארה"ב: הציפיות לעלייה קלה באינפלציה הכוללת ל-3.2%, והתמתנות קלה של עשירית האחוז באינפלציית הליבה ל-4.7% בארה"ב התממשו בשבוע שעבר. למרות תנודתיות מסוימת סביב הפרסום, ולמרות שהציפיות בשוקי הריביות ממשיכות להצביע על הסתברות נמוכה מאוד להעלאת ריבית של הפד בספטמבר, פרשנות השוק הייתה פסימית משהו. זו כוללת, בפרט, המשך ירידות בשוקי המניות, ואג"ח ל-10 שנים שחזר לסיים את השבוע בסביבת 1.77% (ריאלי), ו-4.15% (!, נומינלי).

← סעיפי השכירות ממשיכים להיות אחראים על רובה המכריע של האינפלציה במדינה, כאשר אלה עולים ב-7.7% במהלך השנה האחרונה, דומה לחודש שעבר.

← אינפלציית השירותים, מאידך, עושה סימנים בולטים שאין פה בעיה רוחבית של ממש. שירותי הבריאות, בפרט, נכנסים לטריטוריה שלילית של -1.5%. באופן דומה, שירותי החינוך והתקשורת מאבדים 0.3%² במהלך החודש, לצמיחה שנתית של 0.3% בלבד. מאידך, בדומה לארץ, עליית מחירי הטיסות מביאה את שירותי התחבורה להוסיף 0.3% מנוכי עונתיות ביולי, לזינוק שנתי של 9.0%.

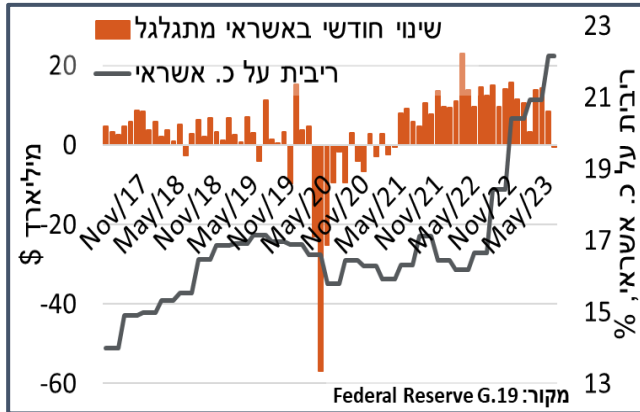
← בגזרת המוצרים, התמונה נראית מעודדת משהו, עם ירידה חודשית גם במחירי המכוניות החדשות (-0.3%) וגם בגזרת המשומשות (1.3%). כנ"ל, מוצרי ההלבשה ללא שינוי החודש, התמתנו ל-3.2% שנתי.

← בסעיפי האנרגיה נרשמה עלייה מתונה מאוד החודש, של 0.1%. אבל אלה מתווספות ליציאה של הירידות של השנה שעברה, אשר ממתנת את הדיפלציה שהגיעה מהכיוון הזה. במבט קדימה, המאמצים של OPEC+ יחד עם גלי החום האחרונים ידחפו את הסעיפים האלה למעלה. אבל אנחנו עדיין

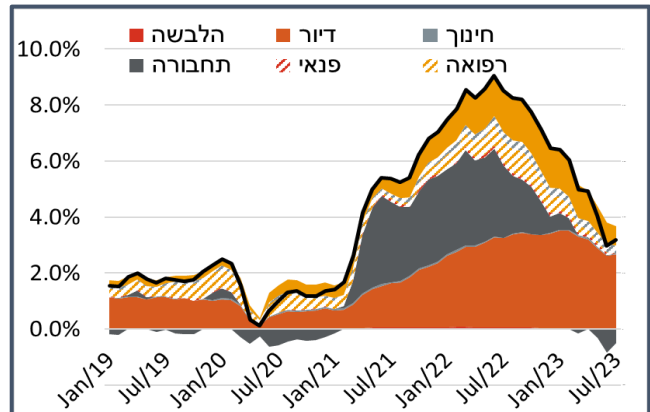
² מנוכה עונתיות

מאוד רחוקים מהרמות של שנה שעברה. ולהערכתנו גם לא נגיע אליהן או קרוב אליהן.

שינוי חודשי באשראי צרכני מתגלגל בארה"ב וריביות על כ. אשראי



תרומה לאינפלציה שנתית בארה"ב לפי רכיב



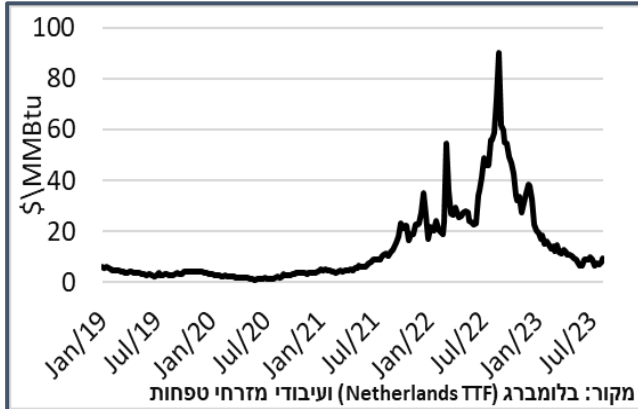
אל מול קצב ההתמתנות האיטי בסביבת האינפלציה האמריקאית, דינמיקת האשראי במדינה מעלה ספקות לגבי הביקושים במדינה בחודשים הבאים. על פי נתוני האשראי הצרכני של הפד, סך האשראי המתגלגל הצטמצם בכ-600 מ' ד', במהלך יוני - הקיטון הראשון בסדרה מאז אפריל 2021. הנתון נרשם על רקע דיווחים על עליות הריבית בכ. אשראי, אשר הגיעו על פי הערכות הפד לכ-22% במאי, עוד טרם העלאת הריבית האחרונה של הפד, ביוני.

← עוד בצד הביקוש, נזכיר כי ההתמתנות האחרונה באשראי הצרכני, מהווה במובן מסוים 'קדימון' לאוקטובר, כאשר השהיית תשלומי הלוואות הסטודנטים במדינה צפויה להגיע לקיצה, ומעל ל-40 מיליון אזרחים יחלו לשלם מחדש חוב של 1.6 טריליון דולר של הלוואות.

← בינתיים, הריביות הגבוהות במדינה נותנות את אותותיהן גם בהיצע האשראי, כאשר על פי דוח ה-SLOOS, בנקים רבים החמירו את התנאים למתן הלוואות. מגמת הידוק, בפרט, נרשמה בתנאים למתן אשראי בנדל"ן המסחרי ובענפי התעשייה (C&I). הידוק נרשם גם בתנאי מתן האשראי למשקי בית, ובפרט לנדל"ן למגורים. עוד דווח כי במקביל להידוק התנאים, הביקוש לאשראי צרכני דווקא התמתן.

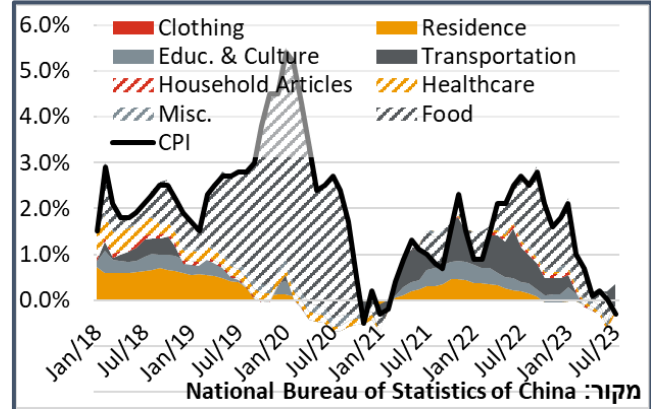
סיני: בסיוע רמות הביקושים המתונות יותר במדינה, המחירים בסין ממשיכים במסעם דרומה ביולי, ונכנסים לטריטוריה דיפלציונית של 0.3%. אנו רואים את אפקט הבסיס של ירידת מחירי הדלק כ"אשמים העיקריים", כאשר סעיפי התחבורה גורעים, עדיין כ-0.6% מהמדד הכולל. וכפועל יוצא, בלעדיהם היינו בטריטוריה חיובית. גם סעיפי המזון איבדו כ-0.2% במהלך החודש, בהמשך לירידה של 0.2% ביוני. אבל רכיבי השירותים למיניהם נותרו בטריטוריה חיובית, אם כי מתונה. ותומכים בהערכתנו לחזרה לרמת אינפלציה חיובית ומתונה בהמשך.

מחירי גז טבעי באירופה



תרומה לאינפלציה שנתית בסין לפי

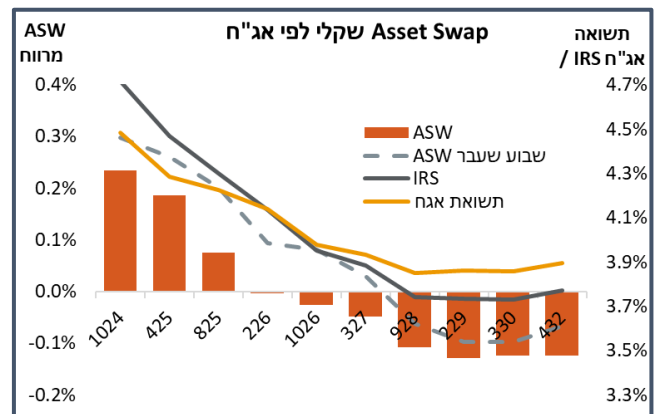
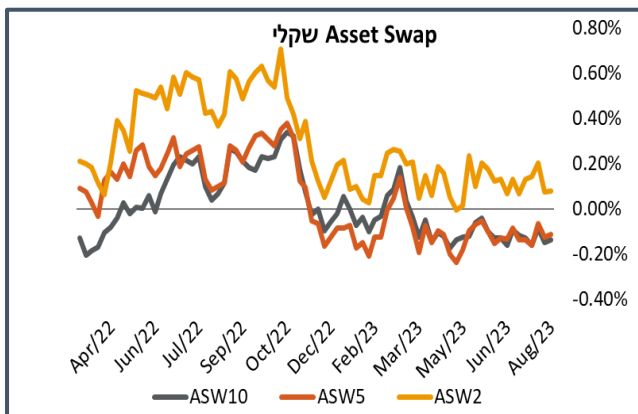
רכיב

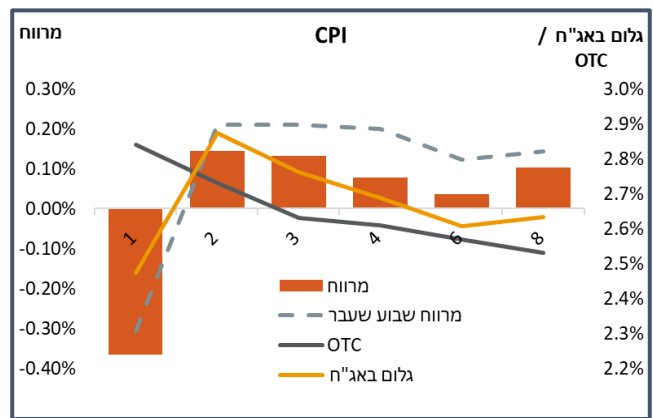
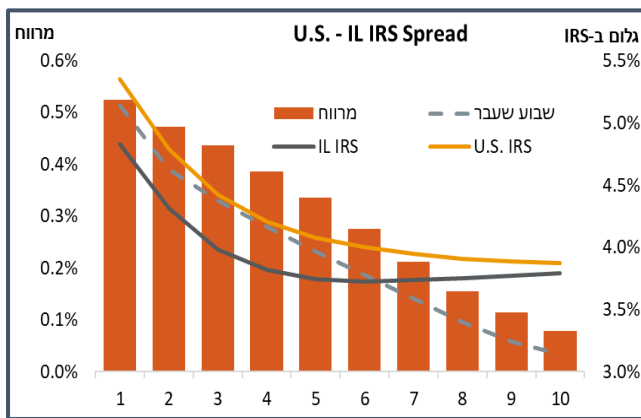
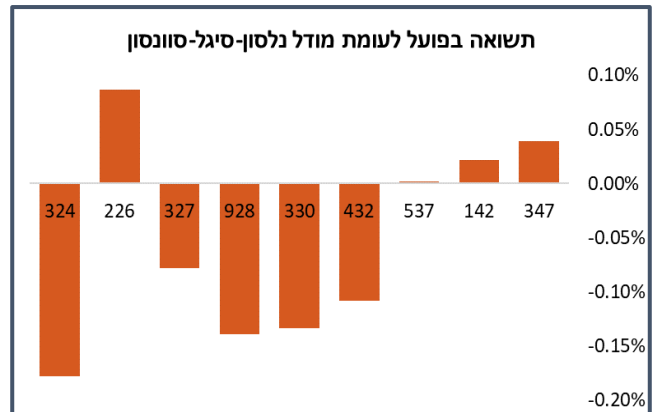
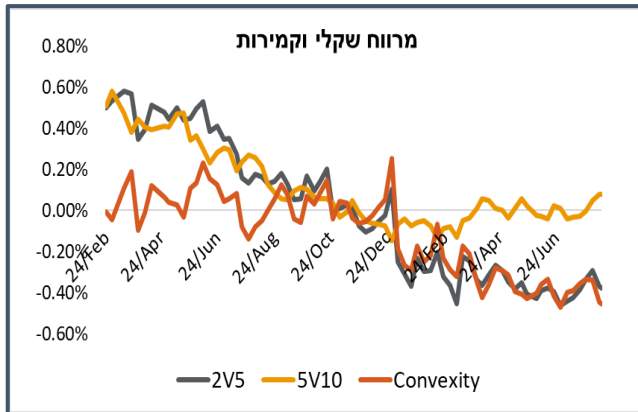


אירופה: לאחר התמתנות לסביבה גבוהה אך שפויה של כ-7-8\$ ל-MMBtu, חששות להמשך האספקה מאפריקה, לאחר ההפיכה בניז'ר הביאו את מחירי הגז הטבעי לחוזים הקצרים באירופה לזנק בימים האחרונים אל מעל לרף ה-10\$, ולסיים את השבוע מעט מתחת לכך. החוזים למחירי גז סיטונאיים לחורף הקרוב, כנ"ל, עברו לאחרונה להיסחר מעל לרמת 14\$ ל-MMBtu, לעומת סביבת 13\$, לפני כחודש. כפועל יוצא, לאחר שחצו כלפי מטה את רף ה-100\$, גם מחירי הפחם השוטפים באירופה מתקנים אל כ-121\$ לטון, קרוב לרמות השיא של החודשים האחרונים.

← לא מדובר במחירים שיגררו להערכתנו השלכות מאקרו כלכליות נרחבות כמו בחורף שעבר, אפילו לא כאלה שיביא לעלייה מחודשת של סביבת האינפלציה באירופה. מצד שני, הוא כן צפוי לדחוף מעט את מחירי האנרגיה כלפי מעלה בחודשים הקרובים.

שוק





שוק: אל מול יציבות במהלך המסחר של השבוע שעבר, השוק המקומי יאותגר היום על ידי הזינוק בתשואות בארה"ב לקראת הסופ"ש שעבר. רמות הדולר/שקל הנוכחיות, בנוסף, מתקרבות לשיא של השנה האחרונה. וצפויות להערכתנו לדחוף כלפי מעלה גם את החלקים הקצרים יותר של העקום המקומי, עם התגברות בהסתברות הגלומה להעלאת ריבית על ידי בנק ישראל בתחילת ספטמבר.

פרסום מדד יולי (שלישי) צפוי כזכור להביא להתמתנות באינפלציה המקומית מסביבת ה-4.2% הנוכחית, לקונצנזוס, לו אנו שותפים, של כ-3.5%. ראוי לתבל את הטענה הזו בגרגיר של מלח, שכן גם בשנה שעברה הציפיות היו אופטימיות יחסית סביב המדד הזה, ואותן הקטגוריות שהביאו בשעתו להפתעה של 0.4% כלפי מעלה לעומת אותן הציפיות (טיסות לחו"ל, שכירות) עודך עימנו. למרות זאת, לאחר התיקון הצפוי היום בתשואות, נצפה לראות את שאר השבוע כטוב יחסית. אפשר גם להוסיף על זה הערה על מבנה העקום השקלי, אשר חוזר להיות קמור מאוד (2v5v10 על -0.4%). ולהערכתנו נראה גם פה התמתנות מסוימת עד השבוע הבא.

בהתחשב בתיקון הנחזה כלפי מעלה במדד המחירים לצרכן, לאחר פרסום מדד אוגוסט בחודש הבא, עליית מחירי האנרגיה העולמיים, יחד עם היחלשות השקל,

אנו מעריכים כי סביר שיווצרו הזדמנויות בשוק הצמוד. אבל נצטרך קודם לראות את השפעת הנפילה הצפויה באינפלציה השנתית המקומית, לאחר פרסום מדד יולי, השבוע.

מועד פרסום הסקירה: 13.8.23.

כללי

1. דוח זה מבוסס על נתונים בקשר אג"ח מדינה - שקלים קצרים, בינוניים וארוכים (כולל ממש"ק 327 ו- 347 ו- 142), אגרות חוב צמודות קצרות, בינוניות (כולל ממש"מ 527), וארוכות (כולל ממש"מ 536, 841 ו- 545), וכן בנושא חווי המדד אופציות מט"ח ואופציות על הריבית, אשר היו גלויים לציבור, ומקורם בפרסומים של מדינת ישראל (קבוצת התאגיד הנסקר בעבודה זו), לרבות באמצעות המגנ"א, מקורות וגופי מחקר, עיתונות כלכלית כתובה, וכיצא בזה, בארץ ובחו"ל, שבנק מזרחי טפחות בע"מ ("הבנק") רואה בהם כמהימנים, וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, לא מדויקים או בלתי מעודכנים. דוח זה, המסתמך על הנתונים האמורים, אינו מהווה אימות או אישור לנכונותם. המידע המופיע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה ואינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו. ניתוח זה משקף את הבנת עורך הדוח ביום עריכת דוח זה, ואינו מהווה תחליף לשיקול דעתו של הקורא.
2. מודגש כי הבנק ו/או מי מעובדיו אינם אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או להשמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדוח. הבנק לא יהיה אחראי בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרמו כתוצאה משימוש בדוח זה, אם יגרמו.
3. הבנק ו/או חברות בנות שלו ו/או חברות הקשורות אליו (להלן – "התאגידים") ו/או בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהם, עשויים להחזיק עבור עצמם ו/או עבור מי מלקוחות התאגידים הנ"ל ניירות הערך של מדינת ישראל הנסקרים בדוח זה ו/או חוזים על מדד המחירים לצרכן. כמו כן, עשויים מי מהנ"ל מעת לעת לרכוש/ למכור את ניירות הערך של מדינת ישראל ו/או חוזים על מדד המחירים לצרכן נשוא דוח זה, חרף האמור בדוח זה. אין לראות בדוח זה משום המלצה לביצוע פעולות כלשהן בניירות ערך ו/או בנכסים פיננסיים.
4. האמור בדוח זה אינו מתאים לכל סוגי המשקיעים ו/או לכל סוגי ההשקעה ואין בדוח כדי להבטיח כל רווח עתידי. אין לראות בדוח זה משום הצעה לרכישה ו/או מכירה של ניירות ערך ו/או נכסים פיננסיים אליהם מתייחס הדוח או המלצה ללקוח ספציפי לביצוע עסקה בני"ע/נכסים פיננסיים כלשהם. דוח זה אינו מהווה תחליף לייעוץ השקעות אישי המתחשב בצרכי הלקוח תוך התחשבות בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבות ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם.

גילוי נאות מטעם הבנק

1. לא התקיימה הנפקה פרטית או הצעה לציבור של ני"ע של מדינת ישראל שהבנק או תאגיד קשור שלו ניהל או ייעץ להם לבד או עם אחרים במהלך 12 החודשים טרם פרסום האנליזה.
2. הבנק לא קיבל במהלך 12 החודשים האחרונים או צפויה לקבל לאחר מועד הפרסום תגמול בהיקף מהותי ממדינת ישראל. לעניין ניגוד עניינים שמקורו בחוב של מדינת ישראל – ראה סעיף 6 להלן.
3. במועד הפרסום הבנק או תאגיד קשור לו כן משמש/ים כעושה שוק בני"ע של מדינת ישראל וכעושה שוק בתחום מסחר בחוזי המדד.
4. לעניין ניגוד עניינים שמקורו בהחזקות בחשבונות הנוסטרו של הבנק או של תאגיד קשור ובחשבונות המנוהלים על ידי תאגיד קשור – ראה סעיף 6 להלן.
5. במועד פרסום האנליזה החזיק בעל השליטה בבנק החזקה לא מהותית בני"ע או בסוג מסוים של ני"ע של מדינת ישראל, ככל שמידע בעניין זה פורסם במגנ"א.
6. בהתאם להוראת רשות ניירות ערך לבעלי רישיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה (נוסח חדש 2013) הבנק פטור מגילוי אודות ניגוד עניינים שמקורו בחוב של מדינת ישראל ואודות ניגוד עניינים שמקורו בהחזקות בחשבונות הנוסטרו שלו או של תאגיד קשור והחשבונות המנוהלים על ידו, ואשר איננו עולה ממידע אותו הוא נדרש לגלות לציבור לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. פטור זה ניתן לבנק משום היותו מחויב מכוח הוראת ניהול בנקאי תקין של המפקח על הבנקים בעניין פעילות מערכת הבנקאות בשוק ההון בהפרדה מבנית ("חומות סיניות") בין ייעוץ השקעות בניירות ערך לבין יתר עסקיו. ההפרדה המבנית הקיימת בבנק מורכבת מהפרדה ארגונית, מקצועית ועסקית, ומיועדת בין היתר, למנוע ניגודי עניינים והעברת מידע לבעל הרישיון המכין את עבודת האנליזה, כאשר מידע זה קיים בבנק מתוקף עיסוקיו האחרים כתאגיד בנקאי (כגון פעילות מתן אשראי).

הצהרה בדבר עצמאות שיקול הדעת

אני, יוני פנינג, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלו.