

25.3.2024

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.7%

מדד מרץ
0.5%

מדד אפריל
0.4%

מדד מאי
0.5%

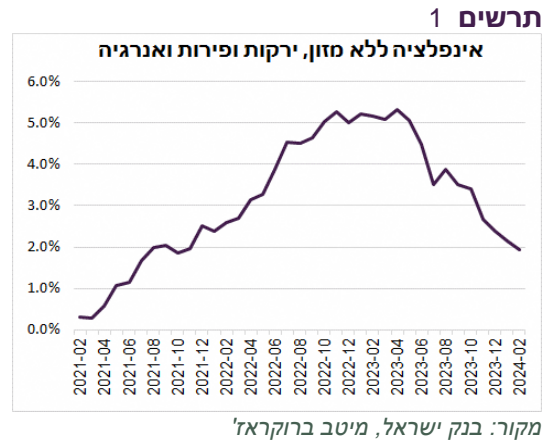
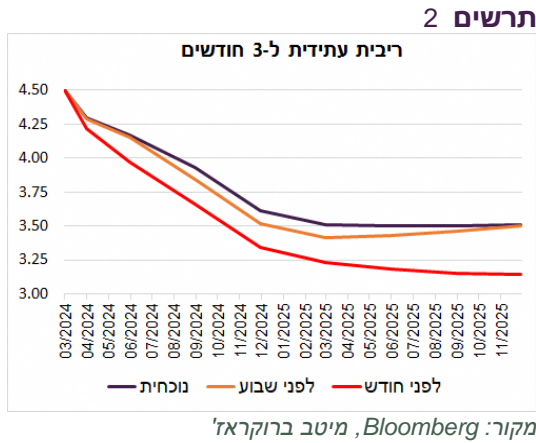
ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
3.25%-3.5%

עיקרי הדברים

- המסרים של ה-FED והבנקים המרכזיים האחרים בעולם מחזקים את הסיכוי שבנק ישראל יוריד את הריבית בפגישתו הקרובה. גם התחזקות השקל תומכת בכך.
- נמשך שיפור בשוק העבודה בישראל, אך הביקוש לעובדים עדיין נמוך בכ-3% לעומת לפני המלחמה.
- ירידה במתן אשראי עסקי בבנקים מעידה בין היתר על הירידה בביקוש להשקעות.
- המרווחים בשוק הקונצרני בישראל ירדו בחדות בחודש האחרון והגיעו כמעט לשפל היסטורי. קיים יתרון לאג"ח הממשלתיות.
- ניסיון העבר מלמד שלא כדאי לסמוך יותר מדי על תחזיות ה-FED לריבית. אולם, תחזיותיו היו עדיין טובות יותר מאשר של השוק.
- אנו צופים שהריבית בארה"ב תרד השנה, אך יותר בגלל חולשה בכלכלה מאשר ירידה באינפלציה.
- בעבר ביצועי שוק המניות האמריקאי לקראת הורדת ריבית תמיד היו חלשים יותר מאשר ביצועיו לאחרונה. חשיפה מנייתית בתיקים זקוקה להגנות. אג"ח במקרה זה יכול לשמש כהגנה יעילה.

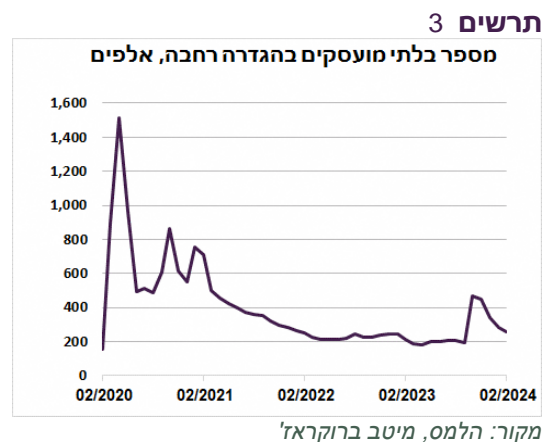
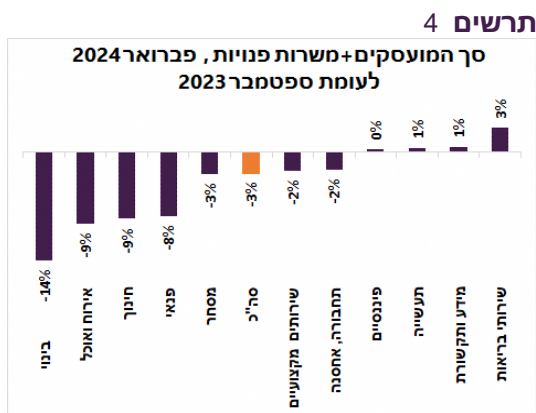
עלה הסיכוי שבנק ישראל יוריד ריבית

למרות שהקשר בין החלטות ה-FED לבנק ישראל רחוק מלהיות מחייב, המסר של ה-FED שהשאיר על השולחן את האפשרות לשלוש הורדות ריבית השנה מגדיל סיכוי שבנק ישראל יפחית את הריבית בהחלטתו הקרובה. גם התחזקות השקל ששוב היה המטבע החזק בעולם ביחס לדולר בשבוע שעבר על רקע אינפלציית הליבה (ללא מזון, ירקות ופירות ואנרגיה) שירדה ל-1.9% תורמת להחלטה (תרשים 1)



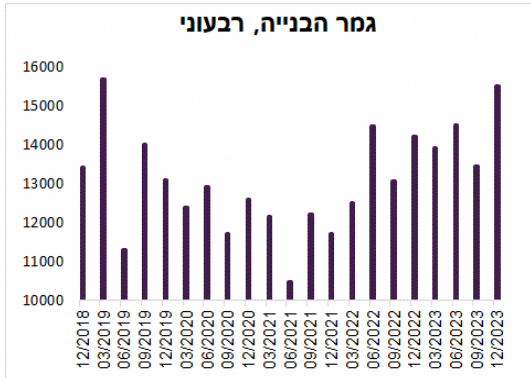
נתונים כלכליים

- שוק העבודה ממשיך להתאושש** - לפי סקר כוח אדם, מספר האנשים שנכנסים להגדרה רחבה של בלתי מועסקים ירד בפברואר בעוד כ-30 אלף. הוא עדיין גבוה בכ-60 אלף מהרמה שהייתה לפני המלחמה, אך כבר ירד משמעותית מהשיא באוקטובר (תרשים 3).
 - מאז ספטמבר סך הביקוש לעובדים במשק (מספר המועסקים + משורות פנויות) ירד בכ-3% (כ-85 אלף משורות). הירידה הגדולה ביותר הייתה בענף הבינוי (כ-14%), האירוח ואוכל, החינוך והפנאי (כ-8%-9%) (תרשים 4).



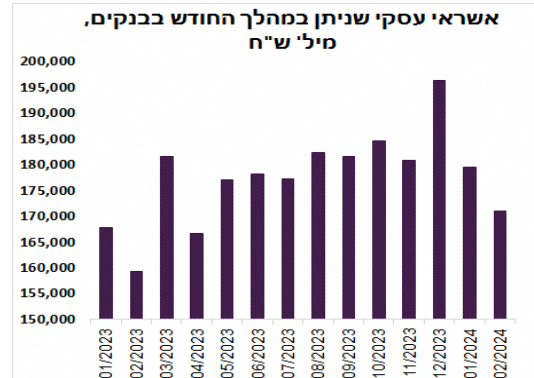
- **ירידה בביקוש לאשראי** - ניכרת ירידה במתן אשראי עסקי בבנקים בינואר ופברואר (תרשים 5). הירידה משקפת לא רק הקשחת תנאי אשראי, אלא גם ירידה בביקוש לאשראי עקב עצירת הבנייה והאטה בהשקעות של המגזר העסקי.

תרשים 6



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

תרשים 5



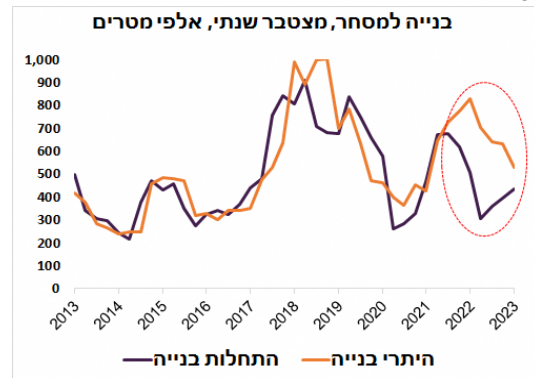
מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

- **עלייה בגמר בנייה צפויה להגדיל היצע בשוק השכירות** - התחלות בניית הדירות אומנם ירדו ברבעון הרביעי, אך בינתיים בשיעור לא גבוה. מנגד, נרשמה עלייה בגמר הבנייה לרמה הגבוהה מאז 2018 (תרשים 6). העלייה בגמר הבנייה אמורה לסייע בהגדלת היצע בשוק השכירות בעל השפעה על סעיף הדיור במדד המחירים.
- **החברות לא ממשות את כל ההיתרים לבנייה למסחר ולמשרדים** - במבט לבנייה שלא למגורים ניכר שבשנה האחרונה שטחי התחלות הבנייה נמוכים מכמות היתרי הבנייה גם בתחום המשרדים וגם המסחר. חברות הבנייה לא הזדרזו להתחיל בבנייה על רקע האטה בצמיחה בישראל שהייתה עוד לפני המלחמה (תרשים 7).

תרשים 8



תרשים 7

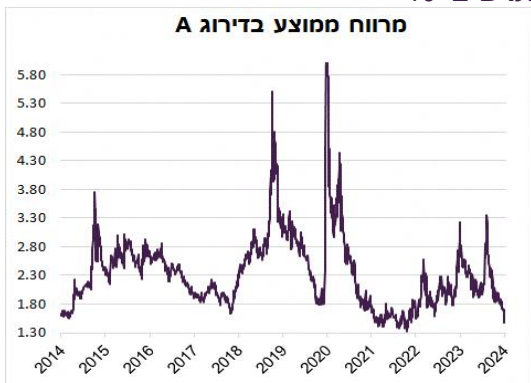


מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

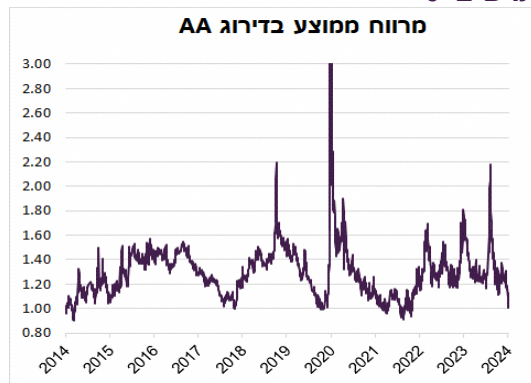
אג"ח ממשלתי עדיף על קונצרני

המרווחים באג"ח הקונצרניות ירדו בחדות בחודש האחרון, בדירוגי AA בכ-0.25% ובדירוגי A ב-0.45%, והגיעו לאחת הרמות הנמוכות היסטוריות (תרשים 9-10).

תרשים 10



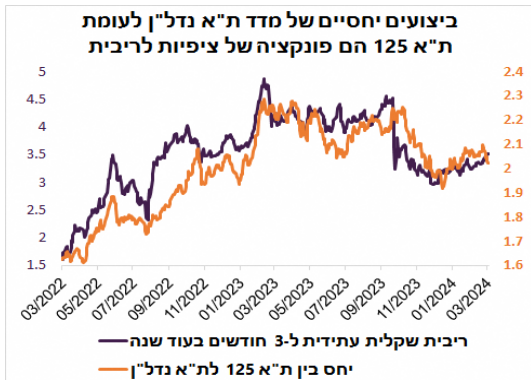
תרשים 9



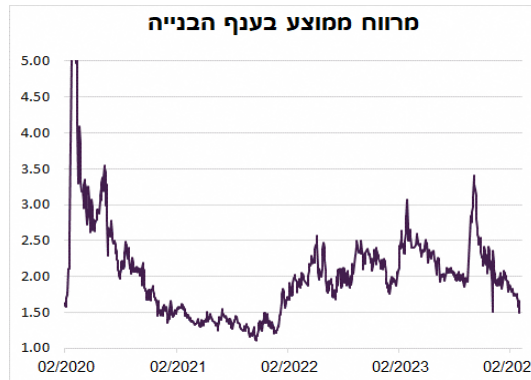
מקור: בורסה, מיטב ברוקראז'

אפילו בענף הבנייה, שנמצא בסיכון מיוחד בגלל רמות המינוף הגבוהות, ירידה בביקוש לדירות ומחסור בעובדים, המרווחים נמצאים ברמה הנמוכה ביותר בשנתיים האחרונות (תרשים 11). נראה שהירידה במרווח בענף זה מושפעת מהציפיות לירידה בריבית בנק ישראל. גם ביצועי המניות של סקטור הנדל"ן ביחס לת"א 125 מושפעים בעיקר מהציפיות לשינוי בריבית (תרשים 12).

תרשים 12



תרשים 11



מקור: בורסה, מיטב ברוקראז'

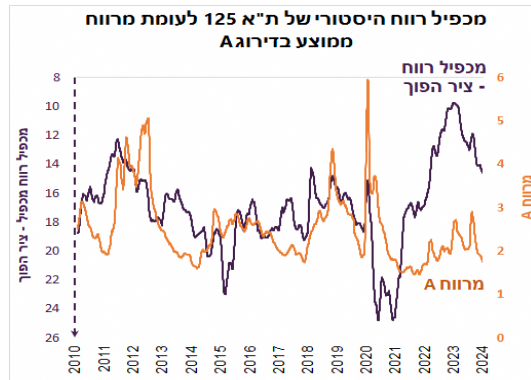
לא רק המרווחים מעל האג"ח הממשלתיות נמוכים, אלא שגם ביחס לשוק המניות אג"ח קונצרניות יקרות. בהתאם לקשר בין מכפיל רווח של ת"א 125 (מכפיל היסטורי) לבין המרווח הממוצע בשוק הקונצרני, המרווחים צריכים להיות משמעותית גבוהים יותר (תרשים 13). לצורך השוואה, בארה"ב תמחור המניות והאג"ח הקונצרניות מותאם הרבה יותר (תרשים 14).

תרשים 14



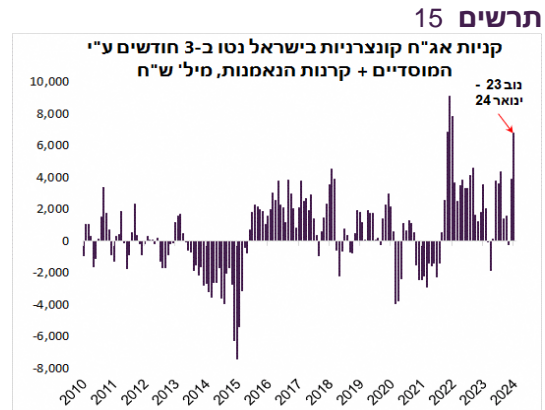
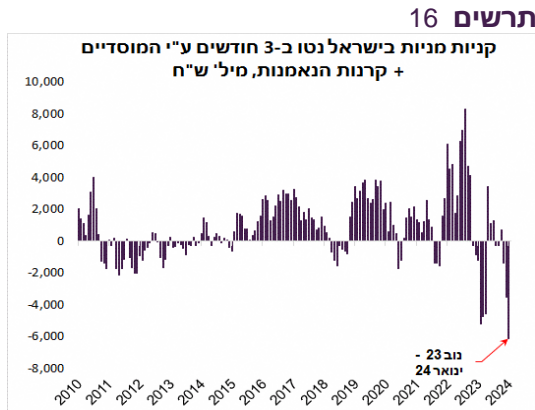
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 13



מקור: בורסה, מיטב ברוקראז'

אגרות חוב קונצרניות נהנות מביקושים קשיחים על רקע היצע מוגבל, בפרט של הביקוש שנכפה על קרנות הפנסיה בעקבות ביטול אג"ח מיועדות. אפילו המלחמה לא מפריעה. בין החודשים נובמבר לינואר רכשו המוסדיים וקרנות הנאמנות יחד אג"ח קונצרניות נטו בסכום של כ-6.7 מיליארד ₪, כמעט השיא ההיסטורי (תרשים 15). מנגד, באותה התקופה הם מכרו מניות בישראל בכ-6 מיליארד ₪, גם זה שיא ההיסטורי (תרשים 16).



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

עולם

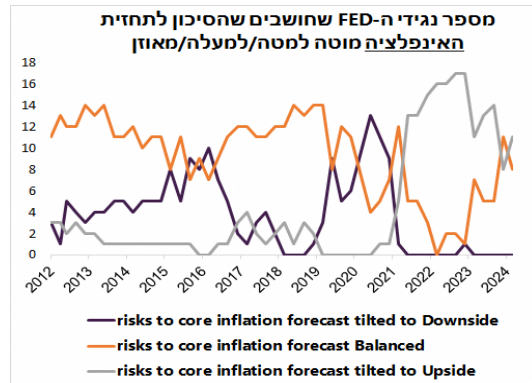
הסיבה להורדת הריבית בארה"ב קרוב לוודאי לא תהיה האינפלציה

בשבוע שעבר שלושת הבנקים המרכזיים הגדולים בעולם העבירו מסרים שדחפו לירידת התשואות בשוק אגרות החוב. נגידי הבנקים המרכזיים בארה"ב, אירופה ובריטניה הביעו ביטחון יחסי בהשגת יעד האינפלציה והרגיעו מעט את המשקיעים. בנוסף, שוויץ הייתה המדינה המפותחת השנייה, אחרי ישראל, שהורידה את הריבית.

במיוחד השפיע כמובן ה-FED. יחד עם זאת, צריך לציין שביטחון יחסי שהציג הנגיד האמריקאי בהשגת יעד האינפלציה מסתיר מתח גדול. 11 מתוך 19 הנגידים חושבים שהסיכון לתחזית האינפלציה שלהם מוטה כלפי מעלה. אף אחד לא חשב שיש יותר סיכוי שהאינפלציה תהיה נמוכה מהתחזית (תרשים 17).

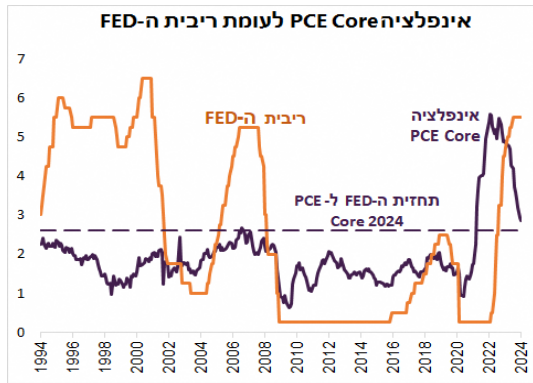
לכאורה, לא ברור על מה מבסס ה-FED את התחזית לירידה בריבית, אם הוא כל כך תלוי בנתונים, כפי שמצהיר. הרי התחזית שלו לצמיחה ב-2024 עלתה מ-1.4% ל-2.1%, התחזית לאבטלה ירדה מ-4.1% ל-4.0% והתחזית לאינפלציית הליבה PCE Core עלתה מ-2.4% ל-2.6%. צריכים לציין שלמעט גל האינפלציה הנוכחי מדד PCE Core הגיע ב-30 השנים האחרונות ל-2.6% רק פעם אחת בקיץ 2006 כשריבית ה-FED רק סיימה מחזור עליות והגיעה ל-5.25% (תרשים 18). להערכתנו, הריבית בארה"ב תרד בסופו של דבר השנה לא בגלל רגיעה באינפלציה, אלא בעיקר כי הכלכלה תיחלש. נזכיר שב-5 מתוך 6 הורדות ריבית ה-FED בעשורים האחרונים הסיבה לירידה הייתה חולשה כלכלית ורק פעם אחת הריבית ירדה בגלל ירידה באינפלציה (תרשים 20).

תרשים 17



מקור: Bloomberg, FED, מיטב ברוקראז'

תרשים 18

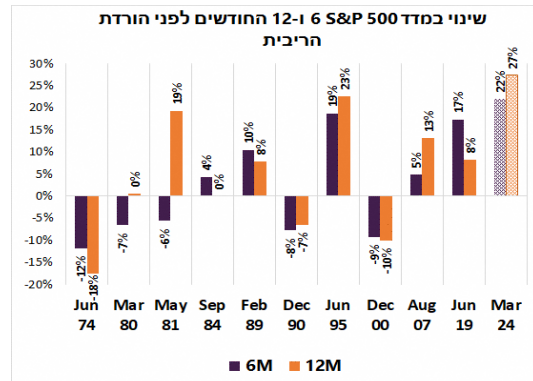


איזה תסריט מתמחר שוק המניות?

האפיק המנייתי פחות ערוך לתסריט של ירידה בריבית בגלל חולשה בכלכלה. ביצועי שוק המניות האמריקאי בחצי שנה ובשנה לפני תחילת הורדות ריבית מאז תחילת שנות ה-70 תמיד היו חלשים יותר מאשר העליות שהציג שוק המניות האמריקאי ב-6 וב-12 החודשים האחרונים (תרשים 19).

העליות הנוכחיות יכולות להיות מוצדקות אם הסיבה לירידה בריבית תהיה בעיקר ירידה באינפלציה מבלי שהכלכלה תיחלש משמעותית. לראיה, רק ב-1995, הפעם היחידה שהריבית בארה"ב ירדה בגלל הירידה בחששות מפני האינפלציה, שוק המניות הציג ביצועים דומים, אך עדיין חלשים יותר מהיום (תרשים 20). תסריט זה אפשרי אך לאחרונה הספקות לגביו עלו והוא רק אחד מתוך כמה אפשרויות. מבחינה זו, לאג"ח יש יתרונות. הוא יכול ליהנות גם אם הכלכלה תיחלש ואף לשמש הגנה מפני ירידה במניות.

תרשים 19



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 20

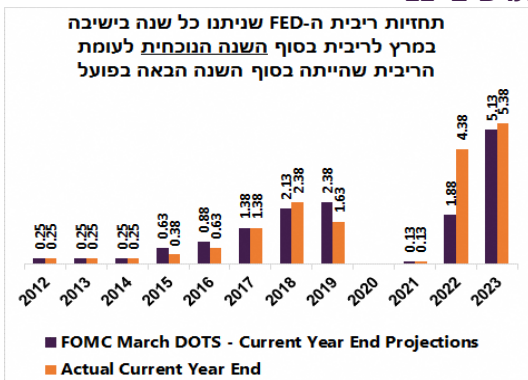
Start and end date of easing cycle	Reason for starting easing cycle
June 1989-Sep. 1992 (40 months)	Slowing growth and reduced concern of an upsurge in inflation
July 1995-Feb. 1996 (8 months)	Reduced inflation concerns
Sept. 1998-Nov. 1998 (3 months)	To cushion the U.S. economy from increased market volatility stemming from Russia's debt default
Jan. 2001-June 2003 (30 months)	Weakening growth
Sep. 2007-Dec. 2008 (16 months)	Financial stress and weakening growth
Aug. 2019-Mar. 2020 (7 months)	Downside risks from weaker global growth and trade uncertainty

האם ה-FED יודע לחזות ריבית?

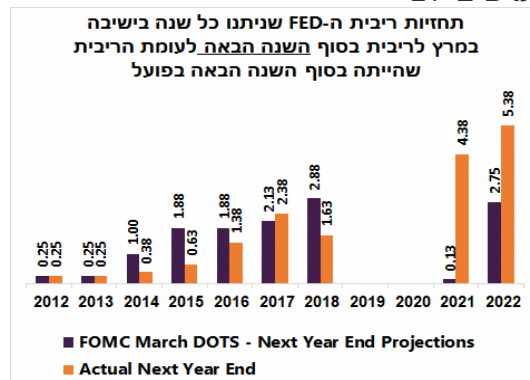
האם אפשר לסמוך על תחזיות ה-FED לריבית? ניסיון העבר מלמד שצרכים לקחת אותן בערבון מוגבל. בדקנו תחזיות ה-FED לריבית (DOTS) שניתנו כל שנה בחודש מרץ מאז שהתחילו להתפרסם בשנת 2012 (למעט התחזיות ל-2020) אל מול הריבית בפועל.

- התחזיות שניתנה בחודש מרץ לריבית בסוף של אותה השנה היו סבירות כאשר כמעט לא היו שינויים בסביבת הריבית (תרשים 22). עד שנת 2018 הסטיות בין התחזית לריבית בפועל היו בין 0%-0.25%. אולם, ב-2019 כאשר ה-FED נאלץ להוריד ריבית במהירות, הריבית בסוף 2019 הייתה נמוכה בכ-0.75% מהתחזית שניתנה במרץ של אותה השנה. ב-2022 הפער בין המציאות לתחזית היה ענק כאשר הריבית בפועל הייתה גבוהה ב-2.5% מהתחזית. ב-2023 הריבית הייתה גבוהה ב-0.25% מהתחזית. כעת אנחנו נמצאים לקראת מפנה בריבית שמעלה מאוד סיכון להפתעות. בנסיבות אלה, צריך לקחת תחזית ה-FED בערבון מוגבל מאוד.
- בתחזית לריבית לסוף של השנה הבאה (במקרה הנוכחי לסוף 2025) ההיסטוריה של תחזיות ה-FED כבר ממש לא מדויקת (תרשים 21). הפער בין התחזית לריבית בפועל היה בדך כלל גדול מאוד.

תרשים 22



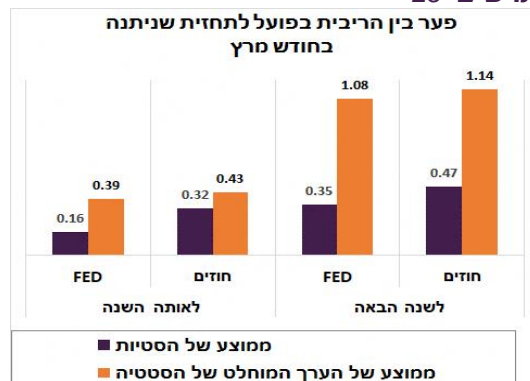
תרשים 21



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- האם השוק היה טוב יותר מה-FED בתחזיות? בדקנו באותה השיטה את התחזיות לריבית שהיו גלומות בחזים על הריבית בחודש מרץ בכל שנה. ההבדלים בין הטעויות של ה-FED ושל השוק אינם ענקיים, אך בכל זאת מתברר שתחזיות ה-FED היו מדויקות יותר גם לאותה השנה וגם לשנה הבאה (תרשים 23). למעשה, יתרון ה-FED עוד יותר גדול כי בדקנו את התחזיות שהיו גלומות בחזים בסוף חודש מרץ, אחרי שה-FED כבר פרסם את התחזיות שלו. כלומר, השוק כבר ידע מה צופה ה-FED שבסוף גם מחליט על הריבית.

תרשים 23



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: הניסיון היסטורי מלמד שקיים סיכוי די נמוך שהריבית בסוף השנה תהיה כפי שה-FED צופה. לגבי שנת 2025 הסיכוי לפגוע בתחזית כבר ממש זניח. ה-FED היה טוב יותר בתחזיות לריבית מאשר השוק.

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.

25/3/2024

תאריך פרסום האנליזה