



2.3.2025

אינפלציה 12 חודשים הבאים

2.7%

מדד פברואר

0.3%

מדד מרץ

0.3%

מדד אפריל

0.6%

ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים

4.00%

עיקרי הדברים

ישראל

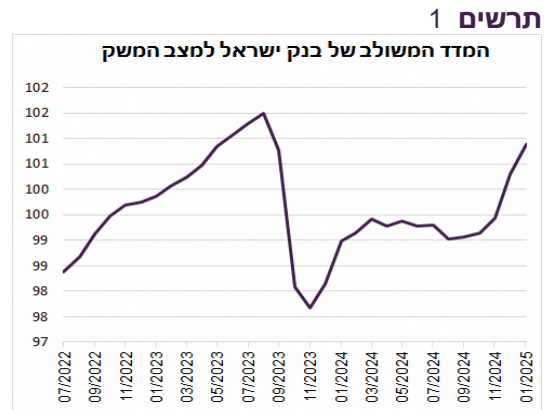
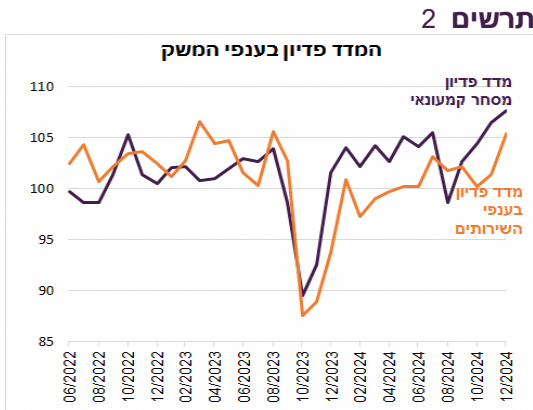
- הפעילות הכלכלית במשק האיצה בחודשים האחרונים, אך ההוצאות בכרטיסי אשראי בפברואר ירדו.
- הירידה בחשיפת המוסדיים למט"ח, שהובילה לייסוף חזק של השקל ברבעון האחרון של 2024, נבלמה בחודש ינואר.
- משרד האוצר התחיל להקטין קצב ההנפקות השבועי.
- אנחנו מעלים את תחזית האינפלציה ל-12 החודשים הקרובים ל-2.7%.

עולם

- הנתונים הכלכליים בארה"ב מצביעים שבחודשים האחרונים הפעילות הושפעה באופן משמעותי מתוכניות הממשלה החדשה. בפרט, נרשמה הקדמת רכישות ע"י הצרכנים והפירמות.
- גורמים שונים צפויים להאט בתקופה הקרובה את הצריכה הפרטית בארה"ב.
- התחזקו הציפיות להורדת ריבית ה-FED. להערכתנו, הריבית צפויה לרדת יותר ממה שהשווקים מגלמים ולהמשיך ללחוץ לירידה בתשואות האג"ח.
- למרות התחזקות הציפיות להורדת ריבית ה-FED, הסיכון בשוק המניות עדיין נותר גבוה.

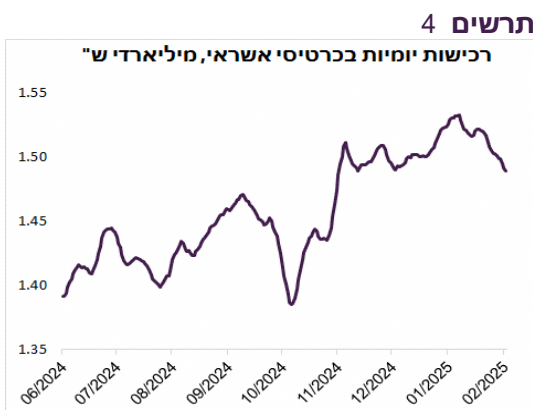
האצה בפעילות הכלכלית, אך סימני האטה בפברואר

המדד המשולב של בנק ישראל עלה בכ-1.5% בחודשיים ומצביע על האצה במגמת שיפור בפעילות הכלכלית (תרשים 1). שיפור משמעותי במיוחד נרשם בחודשים האחרונים בפדיון בענפי המסחר והשירותים (תרשים 2) ובמדד הייצור התעשייתי (תרשים 3).

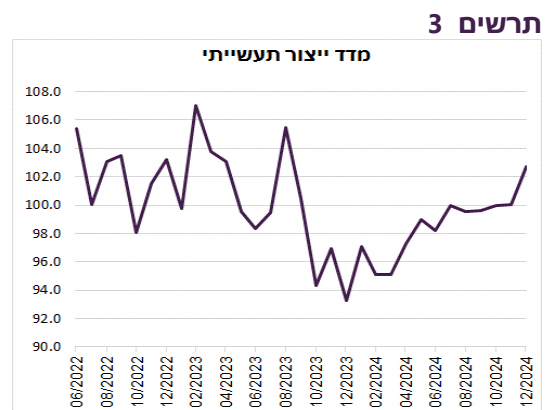


מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

יחד עם זאת, בחודש פברואר נרשמה מגמת ירידה ברכישות היומיות בכרטיסי אשראי, על פי הנתונים שמפרסם בנק ישראל (תרשים 4). מוקדם מדי להסיק מסקנות על היחלשות הצריכה הפרטית, אך כדאי לעקוב אחרי ההתפתחויות, במיוחד לאור הסנטימנט הצרפני הנמוך במדד אמון הצרכנים.



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'



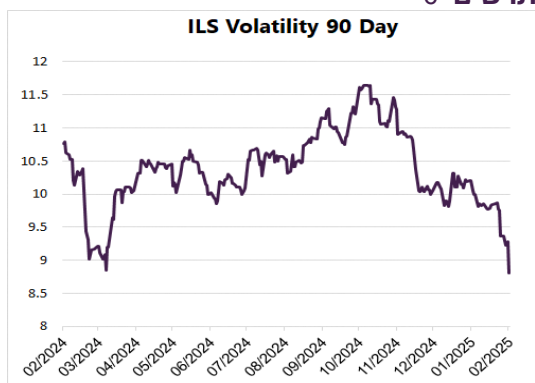
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

חשיפת המוסדיים למט"ח התייצבה. מה זה אומר על שע"ח?

אנחנו ממשיכים לעקוב אחרי חשיפת המוסדיים למט"ח במסלולים הכלליים בהם מקבלים החלטות על גובה החשיפה. אחרי שבחודשים ספטמבר-דצמבר 2024 ירדה החשיפה למט"ח ביותר מ-3% והגיעה ל-23%, מעט מתחת לרמה ערב פרוץ המלחמה, וזאת תוך התחזקות חדה של השקל, בחודש ינואר הירידה בחשיפה נבלמה (תרשים 5). התחזקות שער החליפין של השקל בינואר בכ-1.5% מול הדולר ככל הנראה הושפעה מהעליות בשוק המניות האמריקאי ולא מהירידה בחשיפה למט"ח של המוסדיים.

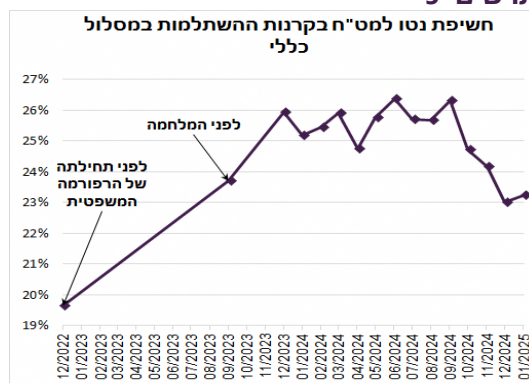
ניתן להעריך בזירות שללא שינוי בפרמיות הסיכון של ישראל, המוסדיים צפויים לשמור על רמות החשיפה הנוכחיות. במצב זה, שע"ח של השקל צפוי להיות מושפע בעיקר מהשינויים בשוק המניות האמריקאי.

תרשים 6



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 5

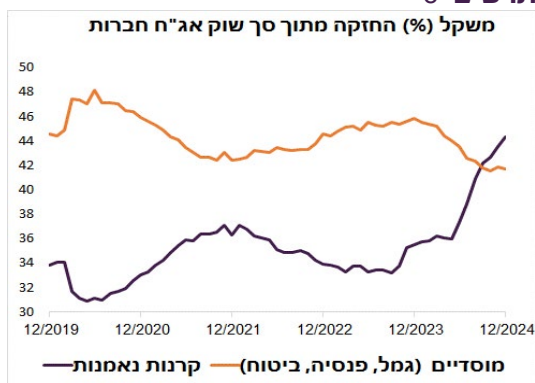


מקור: משרד האוצר, מיטב ברוקראז'

נקודות נוספות

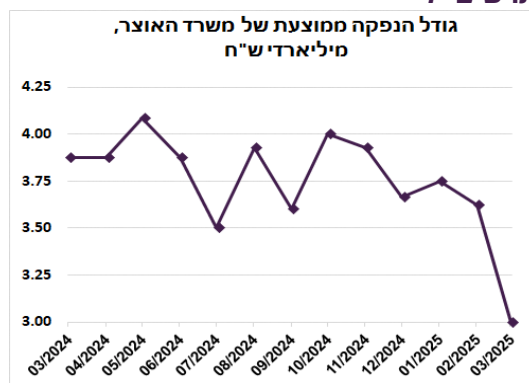
- אנחנו מעלים את תחזית האינפלציה לחודש אפריל ל-0.7% עקב עלייה בוודאות לגבי ההתייקרות בתחבורה הציבורית לאחר העלאת מחיר הנסיעה ברכבת הקלה. התחזית ל-12 החודשים הבאים עלתה ל-2.7%.
- גודל ההנפקה השבועית הממוצעת בתוכנית הנפקות של משרד האוצר לחודש מרץ ירד ל-3 מיליארד ₪, כ-20% פחות מהממוצע של 3.8 מיליארד ₪ השנה האחרונה (תרשים 7). ירידה זו עשויה לסייע לשוק האג"ח, אך ההתפתחויות בתחום האינפלציה והריבית דומיננטיים הרבה יותר בהשפעה עליו.
- משקל החזקת קרנות הנאמנות מסך שווי שוק הקונצרני עלה לכ-44% ועבר את משקל המוסדיים (גמל, פנסיה, ביטוח) (תרשים 8). העלייה במשקל הקרנות מתרחשת על רקע שפל במרווחי אג"ח, במיוחד בדירוגים הנמוכים ומצביעה על יחס סיכוי/סיכון לא אטרקטיבי. אנחנו ממליצים על חשיפה שמרנית באפיק זה.

תרשים 8



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

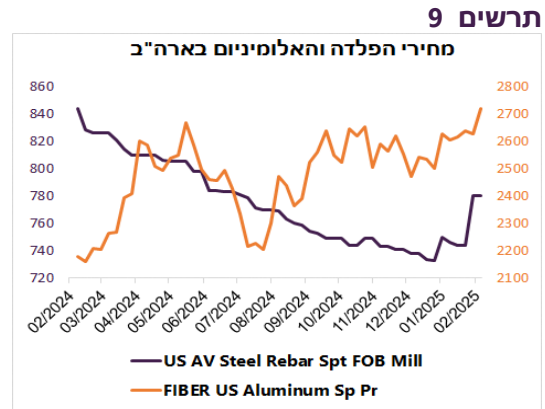
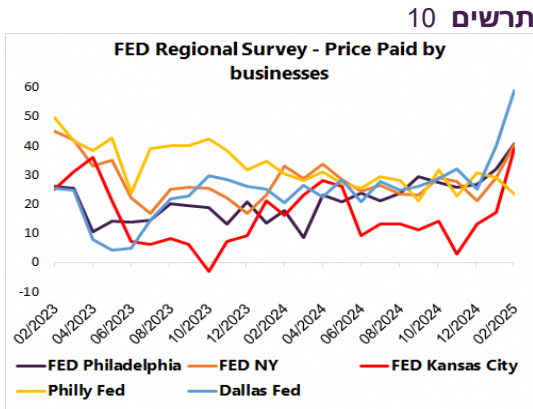
תרשים 7



מקור: משרד האוצר, מיטב ברוקראז'

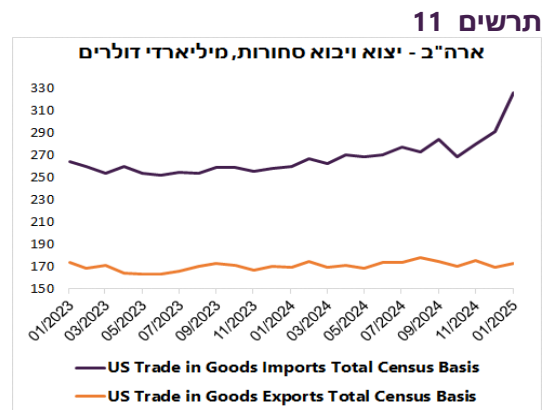
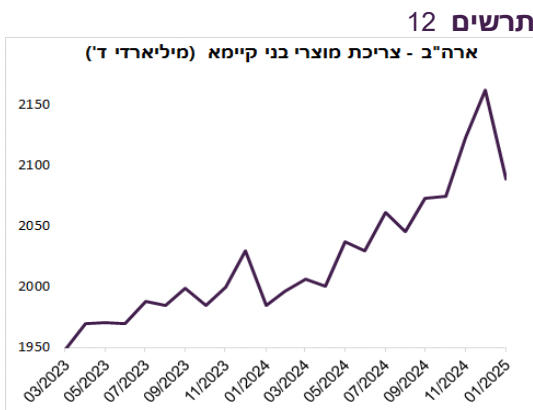
הפעילות הכלכלית בארה"ב הושפעה משמעותית מציפיות מהממשל

- הנתונים בארה"ב מראים שהפעילות הכלכלית לאחרונה הושפעה מהשינוי בשלטון ובפרט מהכוונה להטיל מכסים על היבוא שהשפיע על נתוני סחר החוץ, הצריכה, הייצור והמחירים.
- מחירי הפלדה בארה"ב רשמו עלייה של כ-6% מתחילת השנה לאחר מגמת ירידה רציפה. גם מחירי האלומיניום עלו בשיעור דומה (תרשים 9).
 - החברות מדווחות בסקרים האזוריים של ה-FED על עליות מחירים שהם נאלצות לשלם לספקים (תרשים 10).



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

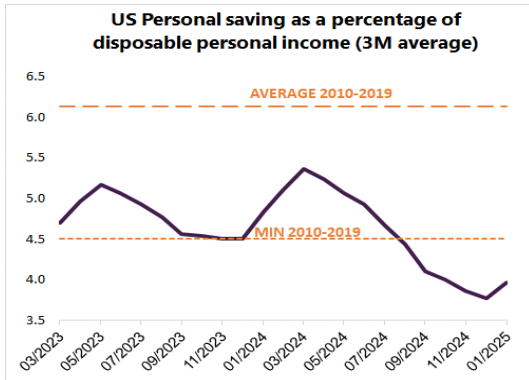
- נתוני הוצאה צרכנית של חודש ינואר הראו בבירור שהגידול בצריכה בסוף שנת 2024 היה על חשבון צריכה עתידית. צריכת מוצרי בני קיימא ירדה בינואר ב-3.4%, הירידה החדה ביותר מאז יולי 2021 וזאת אחרי עלייה חדה בנובמבר ודצמבר (תרשים 12). לא רק קניות הרכבים ירדו בחודות בינואר, אלא גם של ריהוט וציוד לבית ולגינה, מוצרי פנאי, ספורט, מחשבים ועוד.
- יבוא הסחורות לארה"ב זינק בדצמבר וינואר בשיעור חד וחריג (תרשים 11).
- האינדיקטורים של הפעילות התעשייתית בארה"ב השתפרו בחודשים האחרונים. מדד הייצור התעשייתי עלה בין אוקטובר לינואר ב-1.4%, כאשר ביפן, אירופה ומדינות אסיה הוא דווקא ירד. ניתן להעריך שגם גידול מפתיע בפעילות בתעשייה האמריקאית קשור לניסיון להקדים מהלכים כלכליים לפני השינויים בחקיקה.



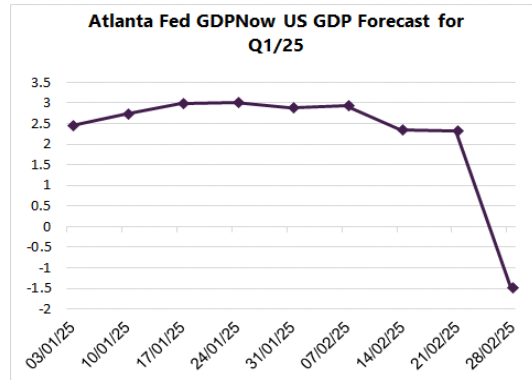
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

על סמך הנתונים המעודכנים של הצריכה הפרטית ובעיקר לאחר קבלת נתוני היבוא לחודש ינואר, המודל לחיזוי הצמיחה הרבעונית Atlanta Fed GDPNow צופה שהתמ"ג האמריקאי יתכווץ ברבעון הראשון ב-1.5%. כמובן שמדובר בהערכה ראשונה שעוד תשתנה, אך היא מחמישה את עוצמת השפעת החקיקה.

תרשים 14



תרשים 13



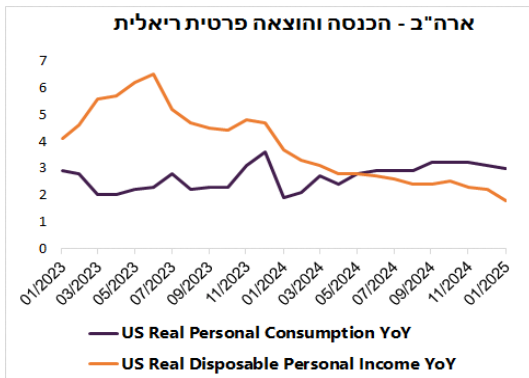
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

הבלמים על הצרכן האמריקאי מתחזקים

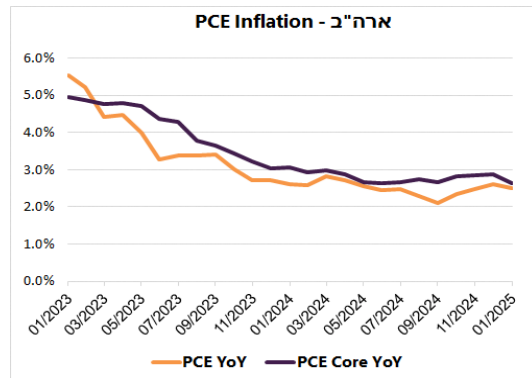
במבט קדימה הצריכה הפרטית בארה"ב צפויה להתמתן בגלל הסיבות הבאות:

- הקדמת הצריכה.
- המכסים שיוטלו בסיכוי די גבוה כבר בקרוב יגרמו להקטנת הצריכה.
- קצב הגידול בהכנסה הפנויה הריאלית של משקי הבית נמצא במגמת ירידה והוא נמוך מקצב הגידול בהוצאות הצרכנים, כאשר הפער הולך ומתרחב (תרשים 16). ירידה בגידול בהכנסות צפויה להוביל להאטה בקניות הצרכנים.
- בקרוב תורגש השפעת מהלכי התייעלות בהם נוקט הממשל שכוללים צמצום הוצאות ופיטורי עובדים.
- בחודשים האחרונים שיעור החיסכון מהכנסה הפנויה של הצרכנים נמוך הרבה יותר מהממוצע של העשור לפני הקורונה (תרשים 14). ספק שהצרכנים יצמצמו עוד יותר את שיעור החיסכון כדי להגדיל את הצריכה.
- אם ימשכו הביצועים החלשים בשוק המניות ובנכסים אחרים, כמו קריפטו, "אפקט עושר" שתמך בגידול בצריכה עלול לשנות כיוון.

תרשים 16



תרשים 15



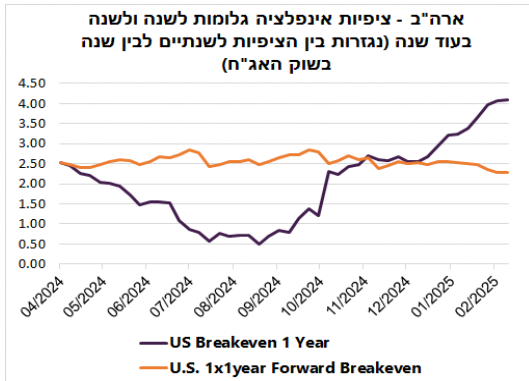
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: הצריכה הפרטית, מנוע הצמיחה האמריקאית, צפוי להמשיך ולהאט.

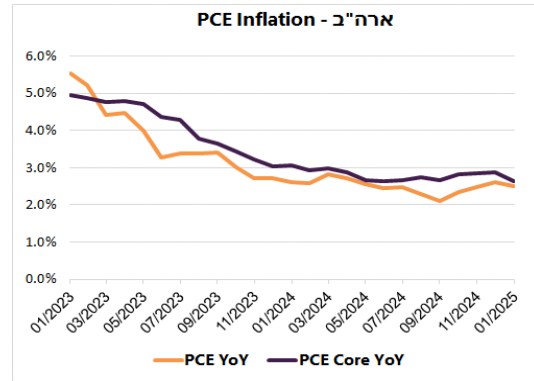
ה-FED עשוי לחזור בקרוב להורדות ריבית

קצב האינפלציה לפי מדד המחירים ה-PCE המועדף ע"י ה-FED די התייצב בחודשים האחרונים ברמות מעט גבוהות מ-2.5% (תרשים 17). ה-FED היה רוצה לראות אינפלציה נמוכה יותר כדי להוריד ריבית, אך להערכתנו, יצטרך בקרוב להפנות תשומת הלב מאינפלציה להאטה בכלכלה. צרך לציין שבעוד ציפיות האינפלציה לשנתיים שנגזרות משוק האג"ח ממשיכות לעלות, עלייתן מתרחשת בעיקר בגלל העלייה בציפיות לשנה הקרובה. הציפיות לשנה בעוד שנה הנגזרות די יציבות סביב כ-2.5% ואף ירדו לאחרונה (תרשים 18). תמונה זו משקפת שבינתיים המשקיעים רואים את השפעת המכסים הגלומות בשוק ה-Swap. תמונה זו משקפת שבינתיים המשקיעים רואים את השפעת המכסים על המחירים כחד פעמית שלא תעלה קצב האינפלציה בהמשך.

תרשים 18



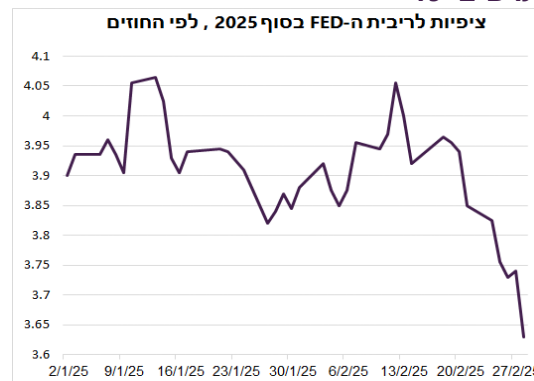
תרשים 17



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

הופעת סימנים של האטה בכלכלה האמריקאית והירידות בשוק המניות, הובילו להתגברות הציפיות לירידת ריבית ה-FED. השוק מתמחר כעת קרוב ל-3 הורדות ריבית בשנת 2025 לעומת קצת יותר מהורדה אחת רק לפני כשבועיים (תרשים 19). הרעה בנתונים הכלכליים ובשוקים הפיננסיים ואינפלציה יחסית סבירה צפויים לקדם את ה-FED "לחשב מסלול מחדש" שוב. להערכתנו, הורדת ריבית ה-FED בפגישתו בחודש מאי (7/5) שמתמחרת עדיין בסיכוי נמוך יחסית, די סבירה. אנחנו מעריכים שהבנק המרכזי יבצע השנה יותר הורדות ריבית ממה שהשוק מתמחר כעת.

תרשים 19



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

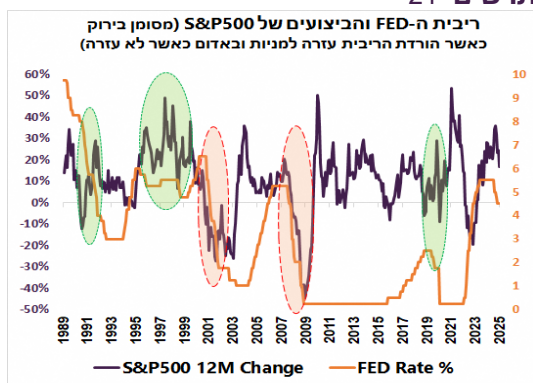
האם הורדות ריבית תמיד עוזרות למניות?

על פי הסקר השבועי, סנטימנט המשקיעים הפרטיים בשוק המניות האמריקאי נמצא באחת הרמות הגרועות ביותר בשנים האחרונות (תרשים 20). להם, כמו לשאר המשקיעים, יש ציפייה שה-FED שוב יבוא להצלה עם חזרה להורדות ריבית. אכן, להערכתנו, הריבית עשויה לרדת מוקדם מהצפוי. עם זאת, לא בטוח שחידוש הורדת ריבית בהכרח יחזיר את שוק המניות למגמה חיובית.

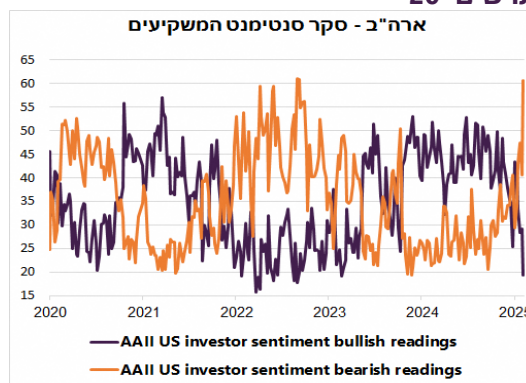
ההיסטוריה מלמדת שאין דפוס קבוע של הקשר בין הורדות ריבית לשוק המניות. במהלך הורדות ריבית שהיו בתחילה ובאמצע שנות ה-90 וב-2019 שוק המניות הגיב חיובית והמניות עלו. לעומת זאת, בהורדות ריבית בתקופת התפוצצות בועת הדוט.קום בהתקרבות למשבר הפיננסי ב-2008 הורדת ריבית ה-FED לא הצליחה להציל שוק המניות מפילות, כפי שניתן לראות בתרשים 21.

ההבדל בין התגובות של שוק המניות להורדת ריבית ה-FED קשור לעוצמת התדרדרות בפעילות הכלכלית. כאשר הכלכלה נחלשה באופן מתון והדרגתי, שוק המניות הגיב בחיוב להורדות ריבית ה-FED. לעומת זאת, בהתדרדרות מהירה בכלכלה, הורדות ריבית לא כל כך עזרו, לפחות לא מייד.

תרשים 21



תרשים 20

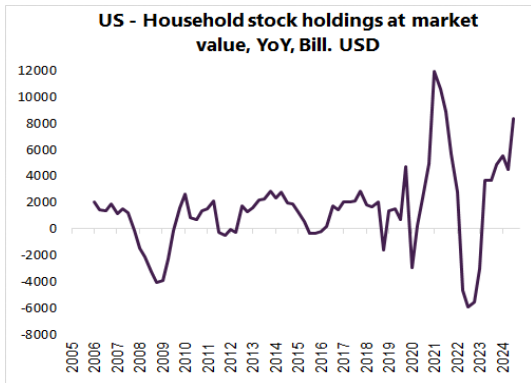


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

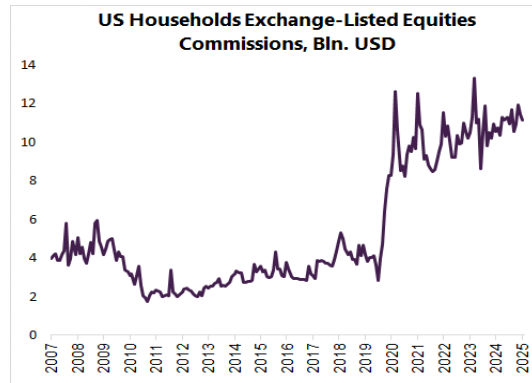
היום קיימים מספר גורמים שעלולים לפעול לרעת המניות, למרות שהורדת ריבית תהיה להערכתנו משמעותית וקרובה יותר ממה שהשווקים מצפים:

- זעזועים מהמדיניות הכלכלית של הממשל בארה"ב עלולים להיות הרסניים לכלכלה, לפחות בטווח הקצר.
- יתכן שהחולשה בכלכלה תתעצם דווקא במקביל לעליות המחירים בהשפעת המכסים, מה שיקשה על ה-FED לקבל החלטה על הורדת ריבית. בכל זאת, האפיזודה של "אינפלציה טרנזיטורית" מ-2021 עדיין זכורה טוב.
- שוק המניות יקר ואופטימי עם הרבה מאוד כסף שנשפכו אליו בשנים האחרונות. כדאי לשים לב רק לעובדה שהיקף עמלות המסחר הישיר במניות של משקי הבית כמעט שולש אחרי הקורונה (תרשים 22). חשיפת משקי הבית למניות נמצאת בשיא והגידול בתיק המניות שלהם בשנה האחרונה היה כמעט חסר תקדים (תרשים 23).
- שוק המניות נשלט ע"י הכסף הפאסיבי, מה שמגדיל סיכון לירידה חדות.

תרשים 23



תרשים 22

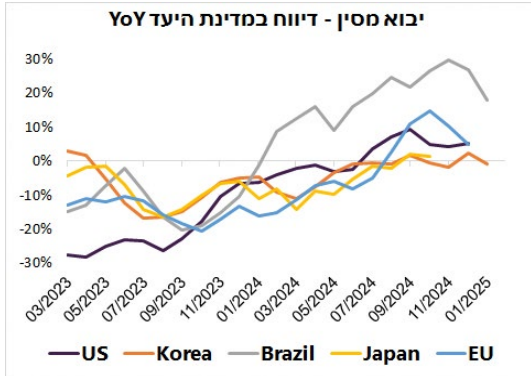


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

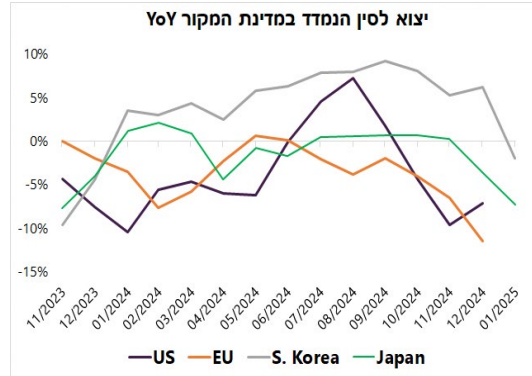
נתונים נוספים

- סין מדווחת על שיפור בנתונים הכלכליים. עם זאת, נתוני היצוא לסין שמדווחים ע"י ארה"ב, אירופה, יפן וקוריאה משקפים האטה די חדה בקצב הגידול בחודשים האחרונים (תרשים 24). במקביל, קצב הגידול של היבוא מסין למדינות אלה התרחב בשנה האחרונה (תרשים 25).
- כשלון ההסכם בין ארה"ב לאוקראינה צפוי להגביר סיכונים לאירופה. ההגדלה עוד יותר משמעותית של הוצאות הביטחון שהאירופאים ידרשו לבצע עלולה להכביד על שוק האג"ח.

תרשים 25



תרשים 24



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

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.

2/3/2025

תאריך פרסום האנליזה