

4.2.2024

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.7%

מדד ינואר
0.0%

מדד פברואר
0.3%

מדד מרץ
0.4%

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

עיקרי הדברים

- **משרד האוצר גייס קרוב ל-70 מיליארד ₪ (כולל החלף) בשוק המקומי ב-3 החודשים האחרונים.** עד סוף השנה הקצב החודשי הממוצע של הגיוסים צפוי לעמוד על כ-13 מיליארד ₪. בהיעדר החמרה ביטחונית, השוק צפוי להתמודד בהצלחה עם ההנפקות.
- **עלות שירות החוב של הממשלה בישראל צפויה להיות סבירה יחסית** גם לאחר הגידול בחוב בעקבות המלחמה, בין היתר, בגלל הפחתה צפויה בהוצאות ריבית על אג"ח מיועדות.
- לפי נתוני המכירות ברשתות השיווק, **הצריכה הפרטית בישראל** התאוששה יחסית מהר.
- **התרחבות משבר האשראי למשרדים** בארה"ב עשויה לזרז הורדת הריבית ע"י ה-FED.
- **מצבו של שוק העבודה האמריקאי** טוב, אך יש בו סימנים שלא מסתדרים עם התמונה שמשקפת מהנתונים העיקריים.
- בשנים האחרונות הואץ **גידול בפריון בארה"ב** שצפוי להוביל בטווח בינוני-ארוך לצמיחה גבוהה, אינפלציה נמוכה ועלייה ברווחיות החברות.
- בשלו התנאים שתומכים בחזרה **למח"מ בינוני-ארוך** באפיק האג"ח.

גיוסי ענק של האוצר בינואר מקטינים צורך בהנפקות בהמשך השנה

משרד האוצר גייס בינואר כ-19 מיליארד ₪ בהנפקות בישראל, כ-8 מיליארד ₪ במכרזי החלף ועוד כ-6 מיליארד ₪ בחו"ל. בסה"כ, הגיוס החודשי הסתכם בכ-33 מיליארד ש"ח. נציין שבשוק המקומי מדובר בגיוס נטו ללא פדיונות. בסה"כ, בשלושת החודשים האחרונים משרד האוצר גייס בשוק המקומי כמעט 70 מיליארד ₪. בשנים רגועות הוא היה מגייס סכום דומה בשנה. מרבית ההנפקות נסגרו בהצלחה עם ביקוש גבוה ומחירים תחרותיים. המרווח מול ארה"ב באג"ח הארוכות אומנם עלה, אך לא הרבה יותר מאשר במדינות האחרות. לאחר גיוס כל כך גדול בינואר, עדכנו כלפי מטה את התחזית לקצב ההנפקות שנתרו עד סוף השנה. נציין שבניגוד להערכה שלנו מלפני מספר שבועות, משרד האוצר לא מתכוון להגדיל יתרות בקופה, מה שאמור להקטין תחזית ההנפקות. כפי שניתן לראות בטבלה למטה, קצב הגיוס החודשי בשוק המקומי (כולל מכרזי החלף לניירות שיפדו השנה) צפוי לעמוד במוצע על כ-13 מיליארד ₪. כנראה, שגודל ההנפקות במחצית הראשונה של השנה יהיה גבוה יותר מאשר במחצית השנייה. אנו ממשיכים להעריך שהשוק בישראל יכול ולהתמודד עם עומס ההנפקות בהצלחה יחסית, אם לא תחול החמרה משמעותית במצב הביטחוני.

תחזיות הגיוס בשוק המקומי לשנת 2024	
צרכי גיוס	
6.6%	גירעון
125	גירעון, מיליארדי ₪
48	פדיון מקומי, מיליארדי ₪
28	פדיון חו"ל, מיליארדי ₪
10	הגדלת יתרות מזומן
211	גיוס כולל, מיליארדי ש"ח
מימון (מיליארדי ₪)	
33	גיוס ינואר ישראל וחו"ל
נותר ב-11 החודשים עד סוף השנה	
5	הפרטה
30	הנפקה אג"ח בחו"ל
143	הנפקת אג"ח בישראל
13	קצב חודשי בשוק המקומי הנפקות/החלף

שורה תחתונה: ההנפקות של משרד האוצר ממשיכות ליהנות מביקושים חזקים, למרות גודלן. בהיעדר החמרה ביטחונית, השוק צפוי להתמודד בהצלחה עם ההנפקות הצפויות עד סוף השנה.

עלות שירות החוב גם לאחר המלחמה לא צפויה להיות חריגה

יחס החוב לתמ"ג הנו הפרמטר המקובל להערכת סיכון החוב של מדינה, אך הוא לא כל כך מייצג באמת את הסיכון, במיוחד בישראל. אם לדוגמה ניקח שתי מדינות עם אותו יחס חוב לתמ"ג, אך אחת מגייסת חוב בריבית של 1% והשנייה של 5%, ברור שהסיכון של המדינה השנייה לאין שיעור גבוה יותר. הרי מדינות לרוב לא מחזירות חובות, אלא מגלגלות אותם. לכן, מדד שמייצג טוב יותר את סיכון המדינה היא עלות שירות החוב שמתבטאת בתשלומי הריבית ביחס לתמ"ג.

בישראל עלות שירות החוב עמדה בשנת 2022 (הנתון האחרון הידוע) על 2.4% תמ"ג (42 מיליארד ₪). הממוצע של המדינות המפותחות עמד על כ-1.9% (תרשים 1).

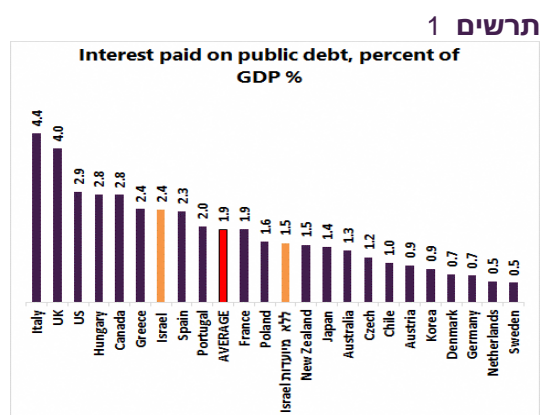
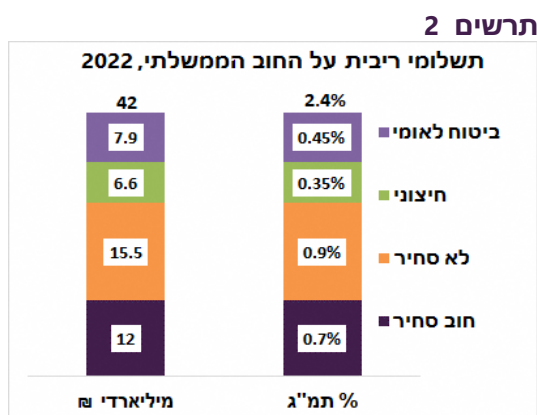
החלק היקר של עלות שירות החוב בישראל נבע מתשלומי ריבית בגין אג"ח מיועדות שנושאות ריבית גבוהה במיוחד של כ-5% צמודה למדד. בשנת 2022 תשלומי הריבית בגין אג"ח מיועדות עמדו על כ-15.5 מיליארד ₪, כ-0.9% תמ"ג (תרשים 2).

תשלומים אלה עשויים לרדת עם השנים ככל שאג"ח מיועדות יפדו. במקום אג"ח מיועדות המדינה מחויבת לשלם לקרנות הפנסיה את ההפרש בין הריבית של 5.15% צמודה למדד לבין התשואה ששיגו בהשקעות בשוק החופשי. בין השנים 2019-2023 השיגו קרנות הפנסיה על ההשקעות החופשיות תשואה ממוצעת של כ-6% (לא צמוד). צריכים לזכור שבשנים האחרונות, בעיקר ב-2022, התיקים סבלו מהפסדים כבדים ברכיב האג"ח. לכן, יש סיכוי לא רע שקרנות הפנסיה ישיגו בהמשך תשואה דומה לממוצע של השנים האחרונות ואף גבוהה יותר.

במקרה שיצליחו להשיג תשואה דומה או גבוהה יותר בשנים הבאות, הסבסוד שתעניק המדינה לגופים שזכאים לתשואת אג"ח מיועדות אמור להיות נמוך בהרבה מתשלומי הריבית בגין אג"ח מיועדות שהיו בעבר. לפיכך, סביר שהוצאות הריבית של הממשלה בגין רכיב הריבית המובטחת יפחתו.

מנגד, תשלומי הריבית בגין החוב הסחיר יגדלו בגלל עלייה בגיוסי החוב בעקבות המלחמה. בנק ישראל העריך שהחוב העודף שמגוים בגלל המלחמה צפוי להגדיל הוצאות הריבית בשנים הקרובות בכ-7 מיליארד ₪ בשנה או בכ-0.4% תמ"ג.

נציין גם שסך תשלומי הריבית של הממשלה כוללים תשלומי הריבית לביטוח לאומי. עודפי הגבייה של ביטוח לאומי מועברים מדי שנה לממשלה ונחשבים להלוואה נושאת ריבית. למעשה מדובר במעבר כספים מכיס אחד של הממשלה לכיס אחר כי היא בפועל אחראית על התשלומים שמבצע ביטוח לאומי. תשלומי ריבית לביטוח לאומי הסתכמו ב-2022 בכ-8 מיליארד ₪ או בכ-0.45% תמ"ג. לא שהממשלה מתכננת לבטל תשלומי ריבית לביטוח לאומי, אך בכל זאת לא מדובר בלווה חיצוני, מה שמאפשר גמישות מסוימת במקרה חרום.



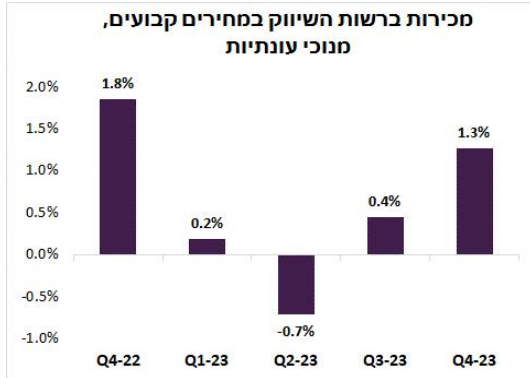
מקור: IMF, משרד האוצר, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: עלות שירות החוב של ממשלת ישראל צפויה להיות סבירה יחסית גם לאחר הגידול בחוב בעקבות המלחמה.

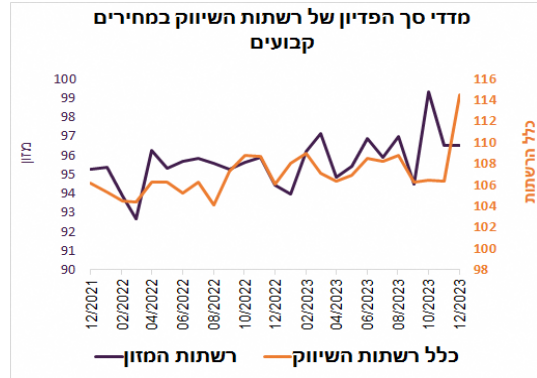
עלייה חזקה בפדיון ברשתות השיווק

למרות המלחמה, מדד המכירות ברשתות השיווק במחירים קבועים (מנוכה עונתיות) עלה ברבעון הרביעי ב-1.3%, השיעור הגבוה ביותר מאז הרבעון הרביעי של 2022 (תרשים 2). הגידול הושג בזכות הקפיצה במכירות ברשתות המזון בתחילת המלחמה ובזכות העלייה החדה במכירות של כלל הרשתות בחודש דצמבר (תרשים 1). בסה"כ, נתונים אלה משקפים התאוששות יחסית מהירה בצריכה הפרטית.

תרשים 4



תרשים 3



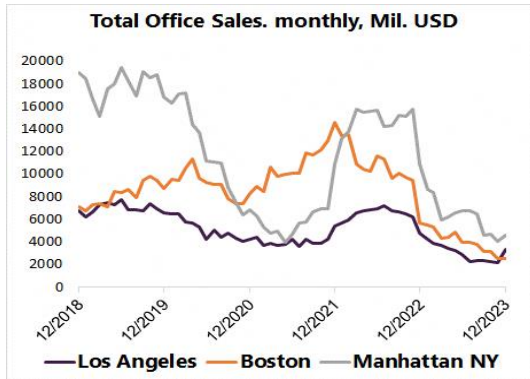
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

עולם

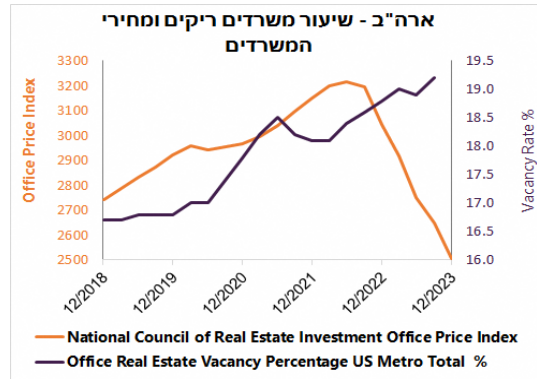
התרחבות המשבר באשראי למשרדים יכול להקדים הורדת הריבית

האירוע שכולם ציפו לו בשבוע שעבר, החלטת ריבית ה-FED, התברר כלא כל כך חשוב. אם הוא היה חשוב היינו אמורים לראות עליית התשואות בשוק האג"ח בתגובה לאמירת נגיד ה-FED שפסלה למעשה אפשרות להורדת הריבית במרץ. האירוע שהשפיע מאוד על השווקים, פרסום נתוני שוק התעסוקה המפתיעים, לא בטוח מצדיק את התגובה החדה של השווקים, כפי שנסביר בהמשך. האירוע החשוב ביותר של השבוע שעבר, שלא היה צפוי כלל, היה לדעתנו הירידה החדה ביותר מאז מרץ 2023 במדד המניות של הבנקים האזוריים בעקבות הדיווח של אחד הבנקים הקטנים יחסית New York Community Bancorp על הפסדים משמעותיים מהלוואות לנדל"ן משרדי. מלבד הסיכון הרגיל לתחום הנדל"ן הנובע מריבית גבוהה, תחום המשרדים סובל מירידה בהכנסות בגלל עבודה מהבית. כתוצאה מזה, שיעור המשרדים הפנויים בארה"ב עולה ומחיריהם יורדים (תרשים 5) תוך עלייה בפיגורים בהחזרי הלוואות. להבדיל מהמשבר בבנקים שפרץ לפני שנה, שהיה קשור יותר לפאניקה של מפקידים ולא לסיכון פיננסי אמיתי לבנקים, ריבוי כשלים בהלוואות למשרדים מאיים להוביל להפסדים משמעותיים, במיוחד בבנקים הקטנים שמחזיקים את רוב הלוואות. מאוד יתכן שהדיווח של Community Bancorp לא יהיה מקרה יחיד.

תרשים 6



תרשים 5



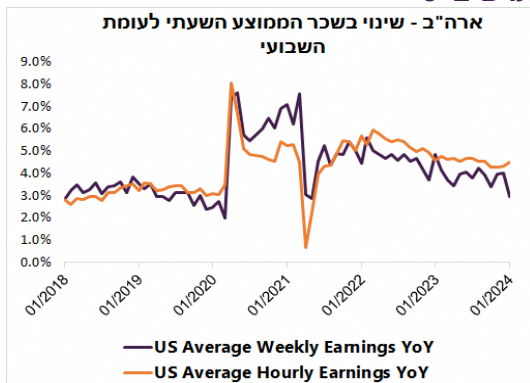
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: התרחבות המשבר של הלוואות לנדל"ן משרדי לבנקים נוספים יכולה לזרז הורדת ריבית ע"י ה-FED.

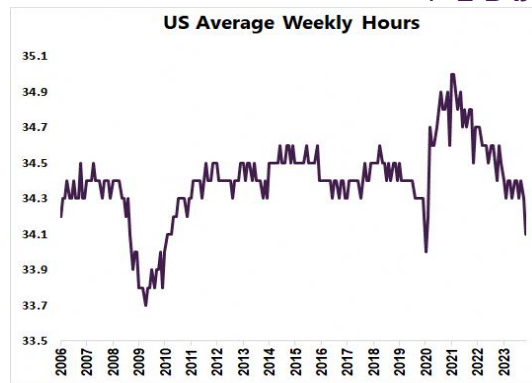
מצבו של שוק העבודה טוב, אך אולי קצת פחות ממה שנתפס מהכותרות

נתוני שוק העבודה האמריקאי גרמו שוב למהפך בשווקים. גידול במשרות בפועל (כולל העדכון המשמעותי כלפי מעלה לחודשים הקודמים), העלייה במשרות הפנויות, בשכר השעתי הממוצע ויציבות בשיעור האבטלה – כל הנתונים העיקריים היו טובים יותר מהתחזיות.

תרשים 8



תרשים 7

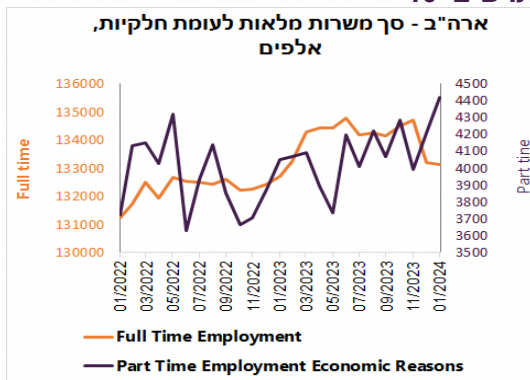


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

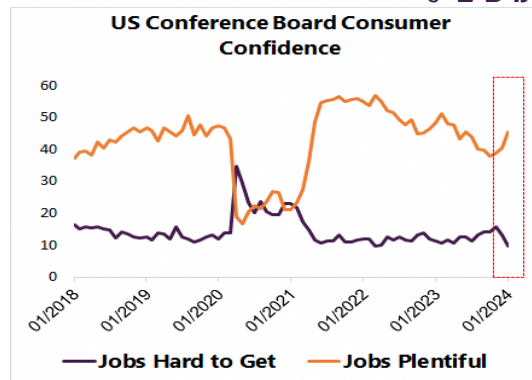
אולם, מתחת לפני השטח היו כמה נתונים שמציגים תמונה מעט פחות וורודה. אורך שבוע עבודה התקצר לרמות הנמוכות מאז מרץ 2020 (תרשים 7). כתוצאה מזה, בניגוד לשכר הממוצע השעתי, השכר הממוצע השבועי ירד (תרשים 8). נתון בעייתי נוסף בא לידי ביטוי בעובדה שבחצי השנה האחרונה גדלה רק כמות המשרות החלקיות, כאשר מספר המשרות המלאות דווקא התכווץ (תרשים 10).

לא צריכים להסיק מכך מסקנה הפוכה מהתמונה החיובית מאוד שעולה מנתוני שוק העבודה העיקריים, אך אולי מצבו קצת פחות חזק מכפי שנראה במבט ראשון. בכל מקרה, העובדים חווים את המצב של שוק העבודה כטוב. בסקר הסנטימנט של משקי הבית שהתפרסם בשבוע שעבר הם דיווחו על גידול ב"שפע משרות" וירידה בקושי למצוא עבודה (תרשים 9). זה אומר, שמבחינת הצרכנים הם לא אמורים "להיכנס לבונקר" בכל הקשור לצריכה שלהם.

תרשים 10



תרשים 9

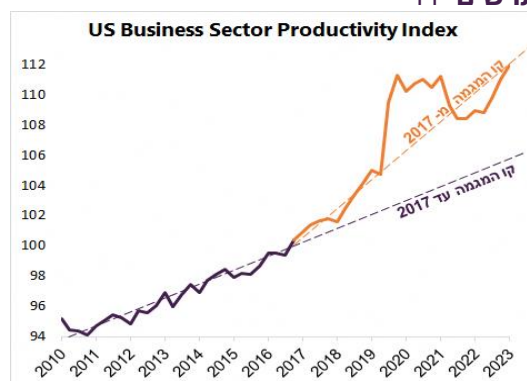


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

הנתון החשוב ביותר - גידול בפריין

הנתון החשוב ביותר לדעתנו מבין הנתונים הכלכליים שהתפרסמו בארה"ב בשבוע שעבר היה גידול של 3.2% בפריון ברבעון הרביעי אחרי גידול של 4.9% בשלישי ושל 3.6% ברבעון השני. ככלל, מאז 2017 חלה האצה בגידול בפריון בארה"ב. הפריון גדל בין 2017 ל-2023 ב-11%, לעומת גידול בשיעור של כ-6.5% בלבד בין השנים 2011-2017 (תרשים 11). עלייה בפריון מסייעת להוריד אינפלציה, גורמת להאצה בצמיחה וצפויה להוביל לעלייה ברווחיות החברות.

תרשים 11



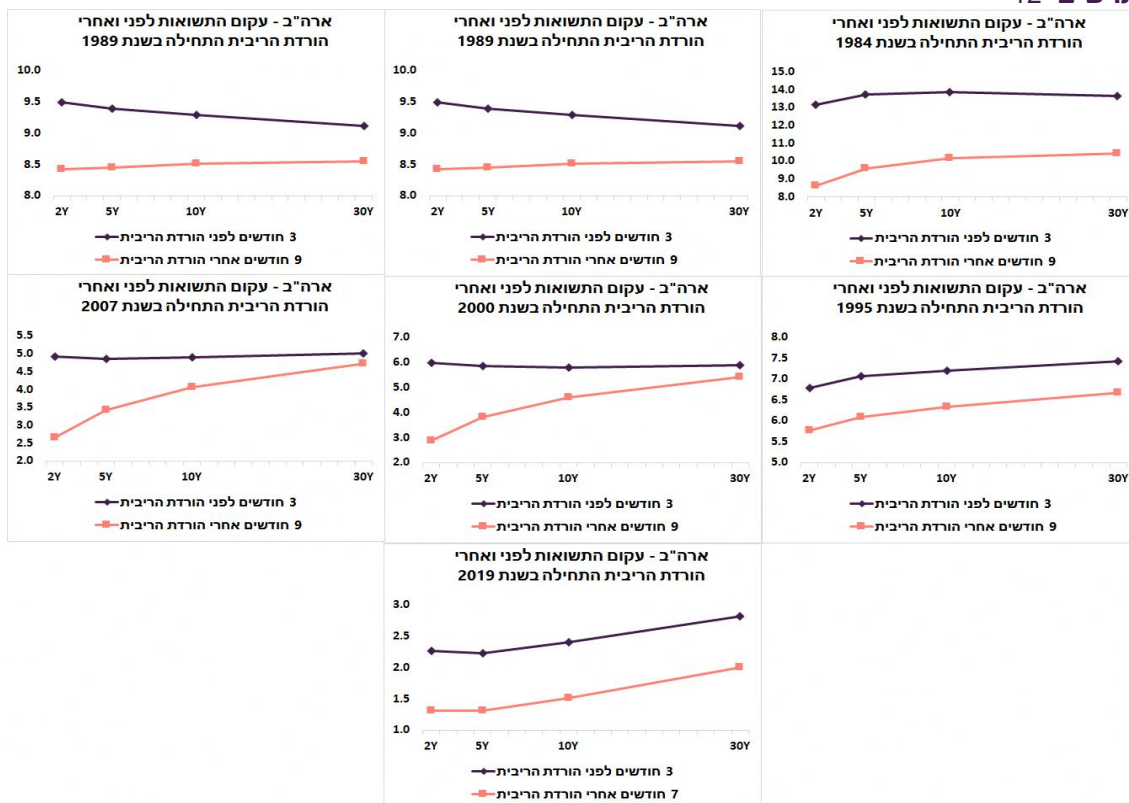
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

לחזור למח"מ ארוך יותר

ההתפתחויות האחרונות מציבות דילמה בפני המשקיעים. התרחיש של החמרה בפגיעה בבנקים האמריקאים בעקבות מחיקות הלוואות לרכישת משרדים, הופך לאפשרי. תרחיש זה עלול להוביל לא רק לפגיעה בבנקים, אלה גם בפעילות הכלכלית עקב צמצום היצע אשראי והשלכות על התנאים הפיננסיים בשווקים. בתרחיש זה, המשקיעים בשוק המניות עלולים לסבול מהפסדים משמעותיים.

מנגד, הנתונים הכלכליים משקפים תרחיש חיובי לשווקים שמשקף כלכלה די חזקה וירידה יחסית מהירה באינפלציה. המסקנות לגבי חשיפה לאפיקי סיכון בשני התרחישים די הפוכות. אולם, שני התרחישים לא אמורים להביא לתוצאה הפוכה בשוק האג"ח הממשלתיות. די צפוי שמימוש התרחיש השלילי של הרעה משמעותית באשראי למשרדים יוביל לירידה מהירה בריבית ה-FED ובתשואות אג"ח שתעניק הגנה פני הפסדים באפיקי סיכון. אולם, גם אם איום המשבר בנדל"ן משרדי לא יתממש ושוק המניות ימשיך להיות חיובי, סביר מאוד שהמשקיעים ירוויחו באג"ח הממשלתיות.

בתרשים 12 ניתן לראות את השינויים בעקום התשואות האמריקאי במחזורי הורדת ריבית שהיו מאז תחילת שנות ה-80 ועד היום. בכל המקרים מוצג עקום התשואות 3 חודשים לפני שהריבית התחילה לרדת ועקום התשואות כעבור 12 חודשים (9 חודשים אחרי שהריבית ירדה בפעם הראשונה). סביר שאנחנו נמצאים כעת במרחק של כ-3-4 חודשים לפני הורדת הריבית הראשונה (חודש מאי). לכן, ניסיון העבר שמוצג בתרשים 12 אמור להיות רלוונטי. כפי שניתן לראות, בכל המקרים 9 חודשים אחרי תחילת הורדת ריבית עקום התשואות היה נמוך יותר מאשר רמתו 3 חודשים לפני.

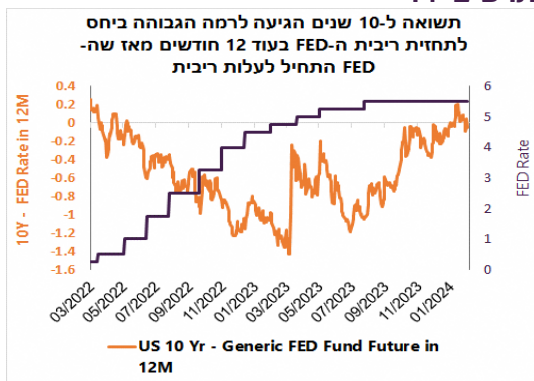


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

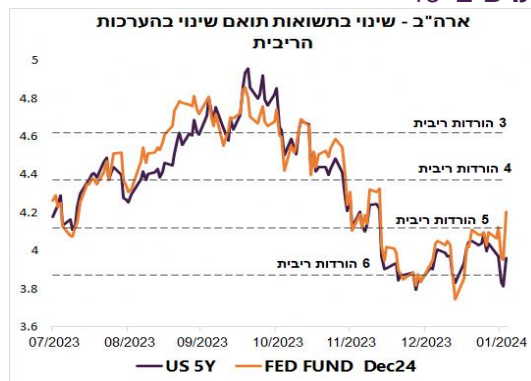
נוסיף עוד שיקולים:

- לראשונה מאז המחצית הראשונה של חודש דצמבר, החוזים על הריבית מגלמים פחות מ-5 הורדות ריבית השנה (תרשים 13). בסקירות האחרונות הדגשנו אומנם שנרגיש נוח לחזור להמלצה למח"מ בינוני-ארוך כאשר החוזים יגלמו לא יותר מ-4 הורדות ריבית, אך לאור העלייה בסיכון למשבר בנדל"ן משרדי גדל הסיכוי ליותר הורדות ריבית ע"י ה-FED השנה.
- נציין גם שהפער בין התשואה ל-10 שנים לציפיות לריבית ה-FED בעוד 12 חודשים עלה לרמה כמעט הגבוהה ביותר מאז שה-FED התחיל להעלות ריבית במרץ 2022 (תרשים 14).
- גם ההודעה בשבוע שעבר על כך שקצב ההנפקות בארה"ב ברבעון הראשון יהיה נמוך מהציפיות יכולה לסייע לשוק האג"ח.

תרשים 14



תרשים 13



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.

4/2/2024

תאריך פרסום האנליזה