



סקירה שבועית מאקרו ושווקים

אלכס זבז'ינסקי | 03-7903784 | alexz@mtds.co.il



15.12.2024

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.8%

מדד נובמבר
-0.2%

מדד דצמבר
0.1%

מדד ינואר
0.4%

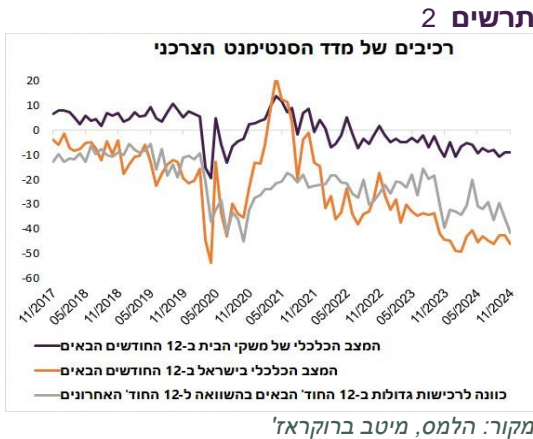
ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
4.0%

עיקרי הדברים

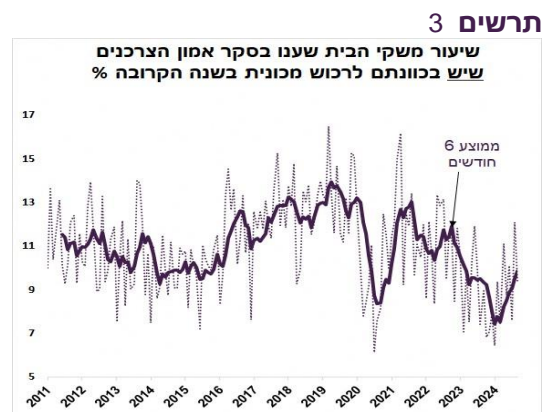
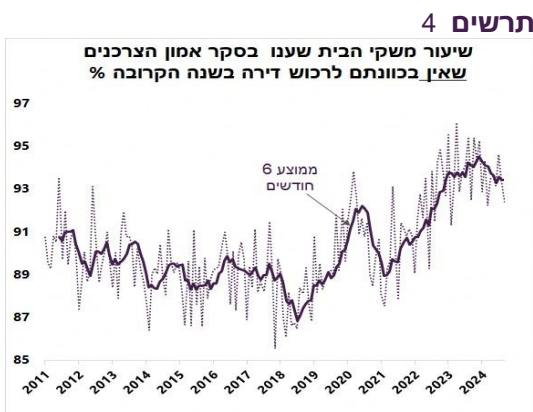
- במקביל לירידה בגירעון התקציבי, **גיוסי הממשלה** בשוק המקומי צפויים להתחיל לרדת בהדרגה במחצית הראשונה של 2025.
- **פער התשואות בין ישראל לארה"ב** נסגר כמעט לחלוטין. להערכתנו, ה-FED צפוי להוריד ריבית מהר יותר מבנק ישראל, מה שימנע מהפער בין התשואות הארוכות להפוך לשלילי.
- אנו צופים **שעקום התשואות בישראל** יהיה תלול יותר וממליצים לרכז את החשיפה לאג"ח הממשלתיות באג"ח הבינוניות.
- **סקר הלמ"ס** משקף שהעסקים בתחום המסחר צופים בשנה הקרובה לעליות מחירים דומות לאלו שהיו בשנה האחרונה ובענף השירותים הציפיות הן לעליות חזקות יותר.
- לאחר מהלך בשוק האג"ח המקומי **אנו ממליצים להוריד מח"מ לבינוני בישראל. בארה"ב אנו מעדיפים להמשיך ולהחזיק מח"מ בינוני ארוך.**
- אנו ממליצים כעת על **חשיפה מאוזנת יותר בין האפיק השקלי לצמוד.**
- אנו צופים שה-FED יוריד ריבית השבוע ב-0.25% **ובשנה הבאה יבצע יותר הורדות ריבית ממה שהשווקים מגלמים.** זירוז הורדות ריבית צפוי לתמוך בירידה בתשואות האג"ח שלא קרתה עד עתה, ולא רק בארה"ב.
- מהדיווח הרבעוני של ה-FED עולה **שהשקעות פאסיביות** ממשיכות להיות דומיננטיות בשוק המניות, מה שהופך אותו לפחות "כלכלי".

הסנטימנט הצרכני ירד במפתיע

למרות סיום המלחמה, מדד סנטימנט הצרכנים ירד בנובמבר לרמה נמוכה יותר מאשר בנובמבר 2023, השפל לאחר תחילת המלחמה. הרכיב העיקרי שתרם לירידה במדד היו הכוונות לבצע רכישות גדולות ב-12 החודשים הקרובים (תרשים 2).



קשה להסביר ירידה בכוונות לרכישות דווקא לאחר סיום המלחמה בצפון. הדיווח גם לא מסתדר עם התשובות לשאלות ספציפיות. לדוגמה, שיעור משקי הבית שלא מתכוונים לרכוש דירה בשנה הקרובה התחיל לרדת בחודשים האחרונים מהשיא ההיסטורי (תרשים 4). שיעור משקי הבית שמתכוונים לרכוש רכב בשנה הקרובה נמצא במגמת עלייה (תרשים 3). נוסף שמנתוני בנק ישראל עולה שהרכישות היומיות בכרטיסי אשראי רשמו עלייה בשבועות האחרונים (תרשים 1).

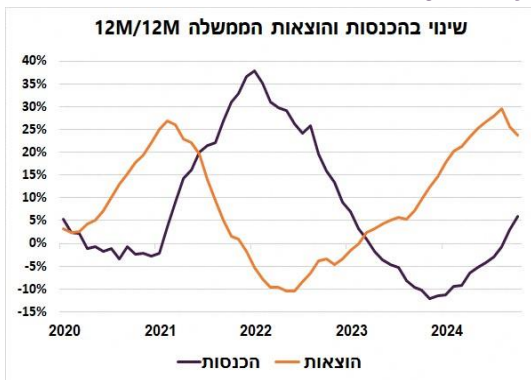


שורה תחתונה: אנחנו מצפים לשיפור בפעילות הכלכלית בפרט בצריכה הפרטית בחודשים הקרובים.

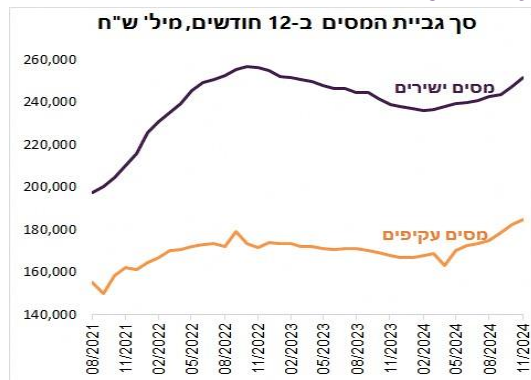
קצב גיוסי הממשלה צפוי לרדת בהדרגה ב-2025

הגירעון התקציבי ירד בחודש נובמבר ל-7.7%. הירידה בגירעון נובעת מהירידה בקצב השנתי של הגידול בהוצאות ומעלייה בהכנסות (תרשים 6). ניכר גידול גם בגביית המיסים הישירים וגם העקיפים (תרשים 5).

תרשים 6



תרשים 5



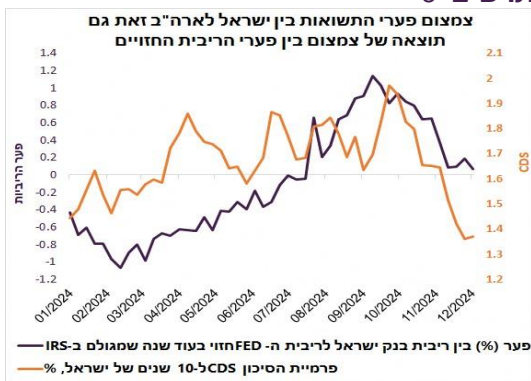
מקור: משרד האוצר, מיטב ברוקראז'

הגירעון התקציבי של הממשלה צפוי להסתכם ב-2025 ב-4.9% תמ"ג (כ-100 מיליארד ₪). משרד האוצר צפוי לגייס בשוק המקומי כ-190 מיליארד ₪ ברוטו (כ-16 מיליארד ₪ בממוצע בחודש בהשוואה ל-19 מיליארד ₪ ב-2024 (כולל החלפים והקצאות יתר). היקף גיוסי נטו בשוק המקומי צפוי לרדת מכ-150 מיליארד ₪ ב-2024 לכ-100 מיליארד ₪ ב-2025 (ירידה של כ-33%). אנחנו מעריכים שהירידה בגיוסים תתחיל במחצית הראשונה של 2025.

עקום התשואות צפוי להיות תלול יותר

הפער בין האג"ח השקלית ל-10 שנים לבין המקבילה האמריקאית, שרק לפני פחות מ-3 חודשים עמד על כ-1.4%, נסגר כמעט לחלוטין (תרשים 7). הירידה בתשואות בישראל משקפת את הירידה בפרמיית הסיכון CDS ל-10 שנים ירד מ-196 נ.ב. בספטמבר ל-136 היום), וגם הירידה בפער הריביות החזוי בעוד שנה בין בנק ישראל ל-FED, לפי עקום ריביות ה-IRS (תרשים 8).

תרשים 8



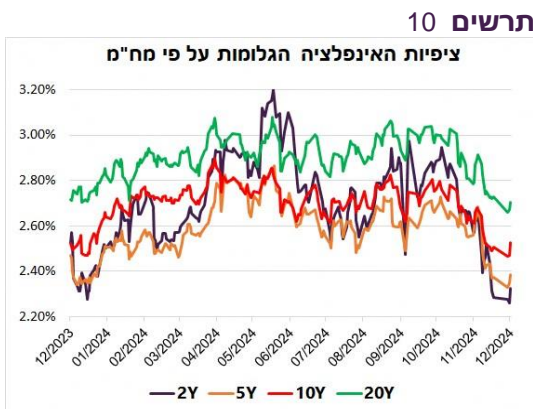
תרשים 7



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

הריביות בישראל בעוד שנה צפויה להיות דומה לריביות ה-FED ולעמוד על כ-3.9%. אנחנו מעריכים שריביות ה-FED תרד יותר מאשר הריביות של בנק ישראל מה שעשוי להוביל בחזרה לפער חיובי בין תשואות האג"ח הארוכות.

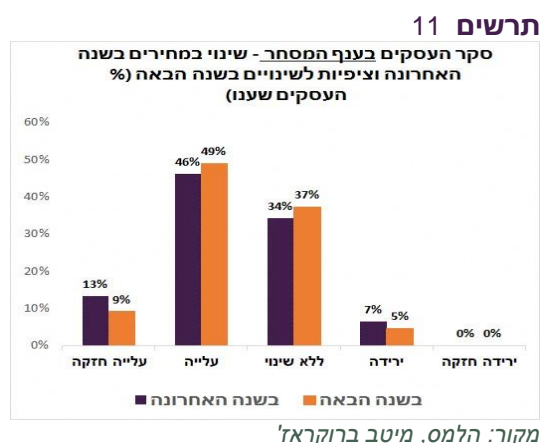
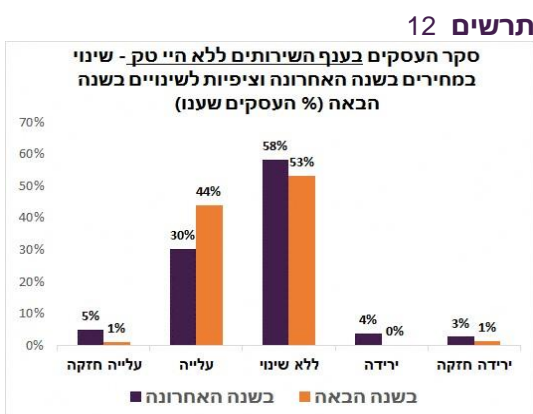
בנק ישראל לא יזרז להוריד ריבית מוקדם מדי על רקע קצב אינפלציה גבוה מהיעד וצמיחה יחסית גבוהה במשק שצפויה בשנה הקרובה. אנו לא צופים שהריבית בישראל תרד לפני המחצית השנייה של 2025, אך הציפיות להורדה צפויות לגרום לעלייה בתלילות עקום התשואות שתבוא לידי ביטוי בירידה חזקה יותר בתשואות בחלק הקצר-בינוני של העקום. כך זה עבד באופן ברור בעבר (תרשים 9).



סקר הלמ"ס משקף שהעסקים צופים המשך עליות מחירים

תוך כדי ירידה בתשואות האג"ח בישראל נרשמה ירידה חדה גם בציפיות האינפלציה הגלומות (תרשים 10). אנו נפרסם התייחסות יותר מפורטת לאינפלציה אחרי פרסום מדד המחירים לחודש נובמבר שצפוי להערכתנו לרדת ב-0.2%.

נציין שחוסר הוודאות לגבי השפעת סיום המלחמה על האינפלציה די גבוה. הסקר החד פעמי שנערך בחודש נובמבר ופורסם ע"י הלמ"ס בשבוע שעבר ממחיש עובדה זו. בסקר נשאלו עסקים בענפים שונים לגבי השינויים במחירי המוצרים או השירותים שהם מוכרים בשנה האחרונה והציפיות שלהם לשנה הקרובה.



תוצאות הסקר מראות שהעסקים לא צופים שסיום המלחמה יגרום לפחות עליות מחירים או ליותר ירידות. בענף המסחר אין כמעט שינוי בשיעור העסקים שצופים עליות מחירים לעומת שיעור העסקים שהעלו מחירים בשנה האחרונה (תרשים 11). בענף השירותים 44% מהעסקים צופים עליית מחירים בשנה הבאה לעומת 30% שדיווחו שהעלו מחירים בשנה האחרונה (תרשים 12). שיעור העסקים שצופים עליות מחירים בשנה הקרובה גבוה במיוחד בענף שירותי מזון.

תוצאות הסקר מראות ש"הסביבה" שמאפשרת לעסקים להעלות מחירים עדיין כאן, מה שמגדיל חוסר הוודאות לגבי האינפלציה בשנה הקרובה.

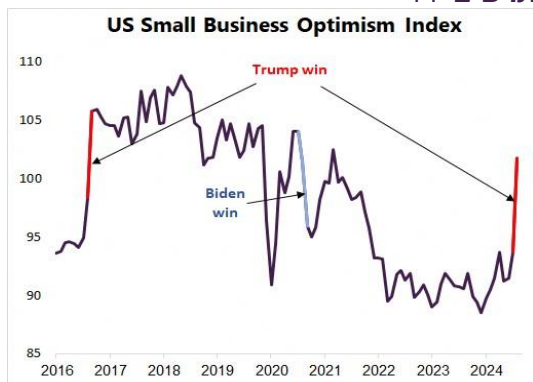
עולם

הסקרים הכלכליים בארה"ב מוטים כעת בגלל ההעדפות הפוליטיות

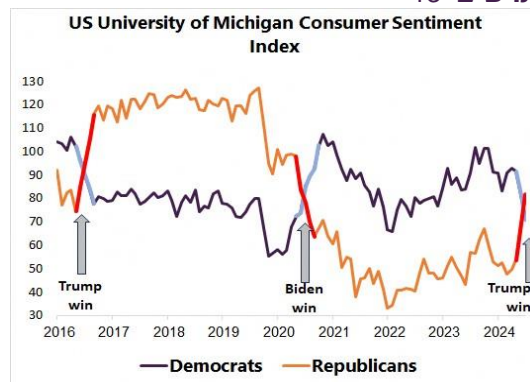
בתקופה זו צריכים להתייחס בזהירות לנתונים הכלכליים בארה"ב, במיוחד לסקרים. סקר העסקים הקטנים רשם בנובמבר עלייה חדה בדומה לנובמבר 2016 כאשר טראמפ נבחר לקדנציה הראשונה. לעומת זאת, אחרי הבחירה ב-2020 בכיידן הסקר ירד בחדות. תוצאת הסקר משקפות כעת הרבה יותר את ההעדפות הפוליטיות של בעלי העסקים מאשר מצבם של עסקים עצמם (תרשים 14).

באופן די דומה גם בסקר סנטימנט הצרכנים ההעדפות הפוליטיות באות באופן ברור לידי ביטוי. אצל הבוחרים שמגדירים את עצמם כרפובליקנים הסנטימנט עלה בחדות בחודש האחרון בדומה לעלייה אחרי הבחירה בטרמפ ב-2016. לאלה שמזדהים כדמוקרטיים הכיוון היה בדיוק הפוך מהרפובליקנים בשלוש מערכות הבחירות האחרונות (תרשים 13).

תרשים 14



תרשים 13



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

הריבית בארה"ב צפויה לרדת בשנה הקרובה יותר מציפיות השווקים

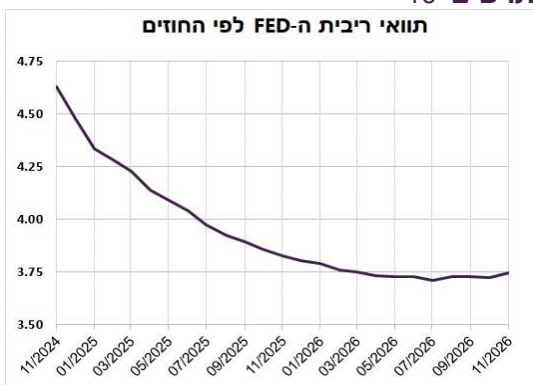
האינפלציה בארה"ב מתמתנת. אינפלציית השירותים ירדה לקצב שנתי של 4.5% בנובמבר לעומת 4.7% באוקטובר. אינפלציית השירותים ללא דיור ירדה מ-4.5% ל-4.1%. למעשה, האינפלציה ללא סעיף הדיור כבר די הרבה זמן נמצאת מתחת ל-2% (עומדת כעת על 1.6%), כאשר האינפלציה של סעיף הדיור יורדת בהדרגה ובאיטיות בגלל שיטת המדידה (תרשים 15).

תרשים 15



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 16



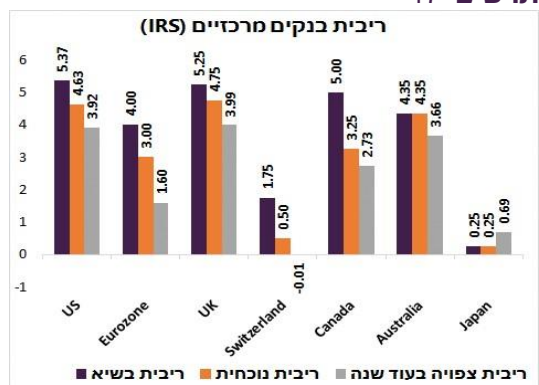
ה-FED צפוי להוריד ריבית בפגישתו השבוע ב-0.25%. מעבר להורדה זו, השוק מגלם עוד שתי הורדות בנות 0.25% בשנה הבאה עד לסיום התהליך (תרשים 16). אולם, בעיתוי הנוכחי העתיד מעורפל במיוחד. אין גם טעם לחפש תשובות בתחזיות שה-FED יפרסם השבוע. הנעלם הגדול הוא הרפורמות הצפויות של הממשל החדש. בשלב זה ה-FED לא יתחשב בהן בתחזיות מכיוון שאין לו מידע על היקף ועיתוי של הצעדים המתוכננים. אנחנו מעריכים שבשנה הקרובה לרפורמות הממשל חדש תהיה השפעה שלילית על הצמיחה והשפעה מוגבלת על האינפלציה.

שורה תחתונה: אנו מעריכים שריבית ה-FED תרד בשנה הבאה יותר ממה שהשוקים מגלמים כעת.

עד מתי הריביות של הבנקים המרכזיים ירדו ותשואות האג"ח לא?

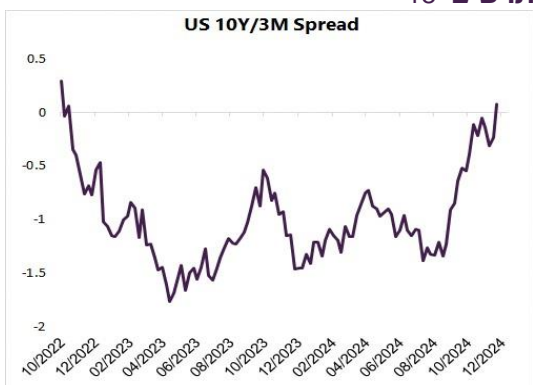
להבדיל מארה"ב, שבה התמתנו הציפיות להורדת ריבית, בחלק מהמדינות המפותחות התהליך דווקא מאיץ על רקע חולשה בכלכלה וירידה באינפלציה. קנדה הורידה את הריבית ב-0.5%. הריבית בקנדה ירדה במצטבר מהשיא כבר ב-1.75%. בשוויץ הריבית ירדה במפתיע ב-0.5% ל-0.5% והשוק כבר צופה באופק שהיא תרד לרמה אפסית (תרשים 17).

תרשים 17



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

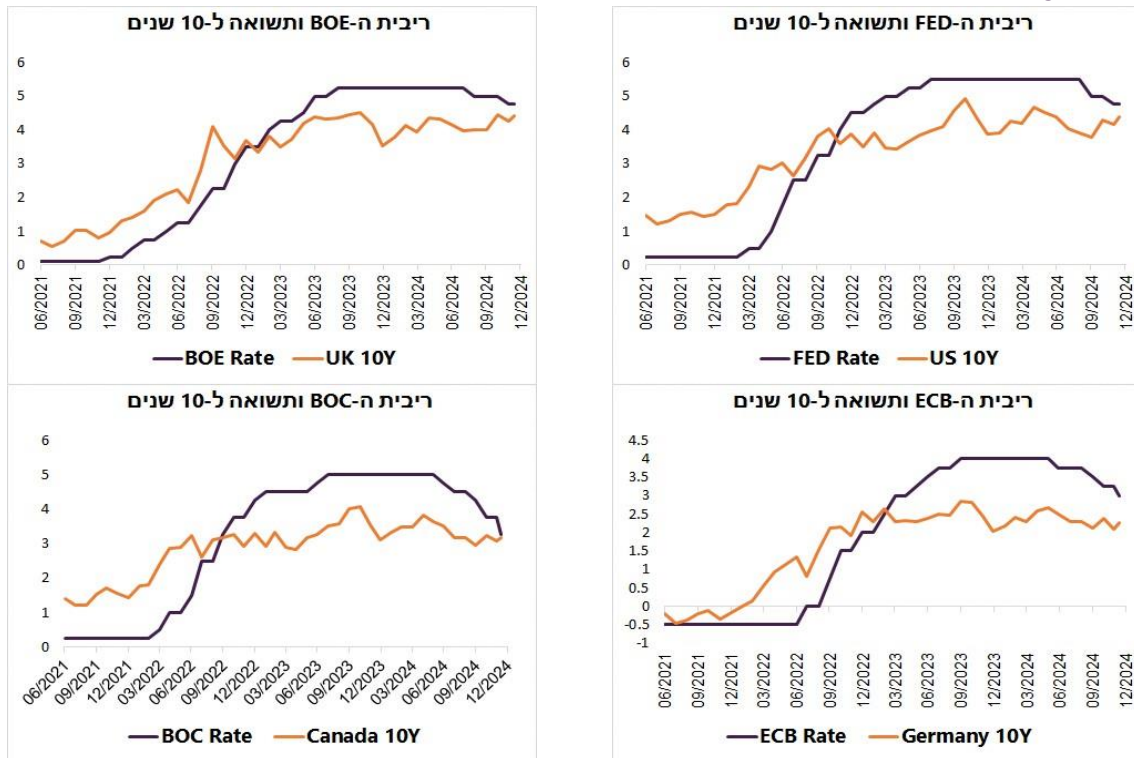
תרשים 18



באופן די חריג למה שהיה נהוג בדרך כלל בעבר, למרות הורדות ריבית וציפיות להמשך, התשואות הארוכות במדינות המפותחות נותרות די יציבות בשנה האחרונה. זה קרה לא רק בארה"ב, אלא גם באירופה, אנגליה ובריטניה (תרשים 19). יתכן שהעובדה שלא נרשמה הרעה

משמעותית בכלכלה, כפי שקרה לעיתים בעבר אחרי עליית ריבית, משפיעה. יתכן גם שחששות מהאינפלציה ו/או מהגירעונות התקציביים הגבוהים מונעים מהמשקיעים לקנות אג"ח ארוכות. בארה"ב ראינו בשבוע שעבר אף עלייה בתשואות הארוכות ללא סיבה ברורה, תוך עלייה בתלילות עקום התשואות כאשר התשואה ל-10 שנים לראשונה מאז 2022 עלתה מעל התשואות ל-3 חודשים (תרשים 18).

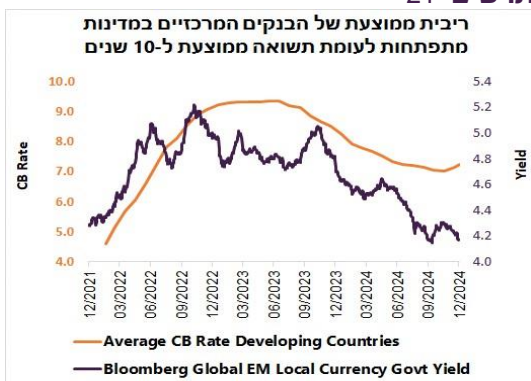
תרשים 19



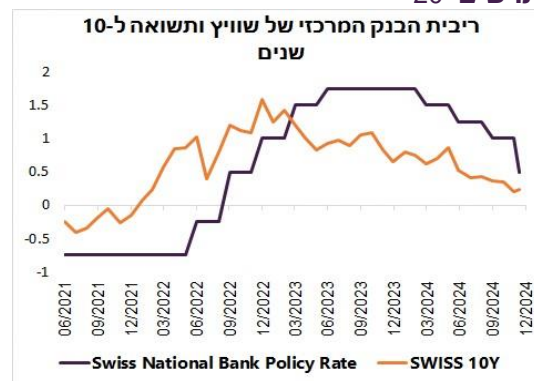
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

יוצאי דופן מהתופעה לעיל הם השווקים המתפתחים בהם התשואות הארוכות בדרך כלל הגיבו לתהליך הורדות ריבית (תרשים 21). גם בשווייץ, שבה הריבית הולכת לכיוון האפסי, התשואות הארוכות יורדות באופן עקבי (תרשים 20).

תרשים 21



תרשים 20

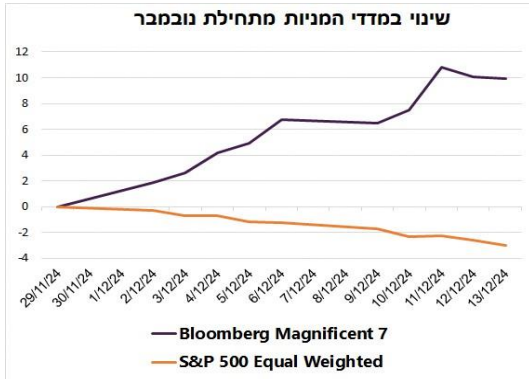


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

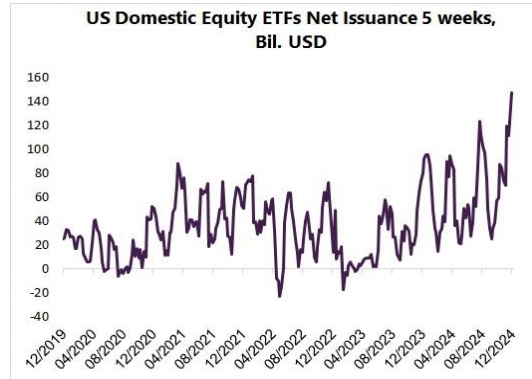
השליטה של מכשירי השקעה פאסיביים בשוק המניות מתגברת

בשוק המניות האמריקאי ניכרת חולשה בשבועיים האחרונים, למעט מניות הטכנולוגיה. קרוב ל-80% מהמניות ב-S&P500 ירדו מתחילת החודש, כאשר מדד S&P500 במשקל שווה רשם ירידה של 3% לעומת עלייה של כ-10% במניות Magnificent7 (תרשים 23). גם מדד Russell 2000 של המניות הקטנות רשם ירידה.

תרשים 23



תרשים 22

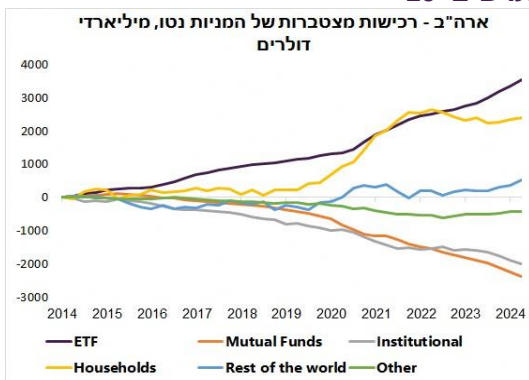


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

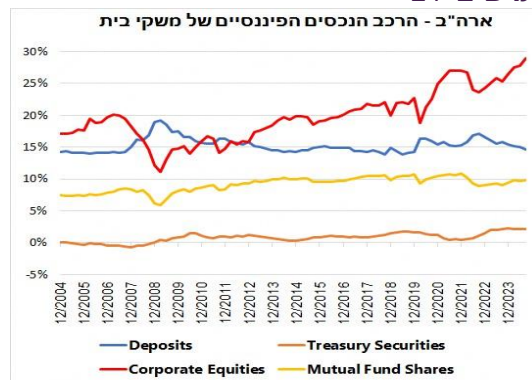
שוק המניות ממשיך להיות מונע ע"י כסף פאסיבי. הגיוסים ל-ETF המנייתיים עלו ב-5 השבועות האחרונים לסכום הגבוה ביותר בהיסטוריה (תרשים 22).

מהדיווח הרבעוני של ה-FED (Financial Accounts of the United States) עלה שגם ברבעון השלישי, בדומה למגמה בשנים האחרונות, ה-ETF המשיכו להיות הרוכש העיקרי של המניות בארה"ב. ה-ETF רכשו במצטבר בעשור האחרון את הכמות הגבוה ביותר של המניות מכל שאר סוגי המשקיעים, כאשר המוסדיים וקרנות הנאמנות מכרו מניות בהחזקה אקטיבית ישירה (תרשים 25) ועברו להחזקה פאסיבית באמצעות ETF. שליטה של המכשירים הפאסיביים בשוק המניות הופכת אותו לפחות מחובר לפרמטרים הכלכליים ונוטה להגיע לקיצוניות. נציין בנוסף שמדיווח ה-FED עלה שהחשיפה למניות של משקי הבית בארה"ב המשיכה לעלות לשיאים חדשים ומתקרבת ל-30% מסך הרכב הנכסים הפיננסיים (תרשים 24).

תרשים 25



תרשים 24

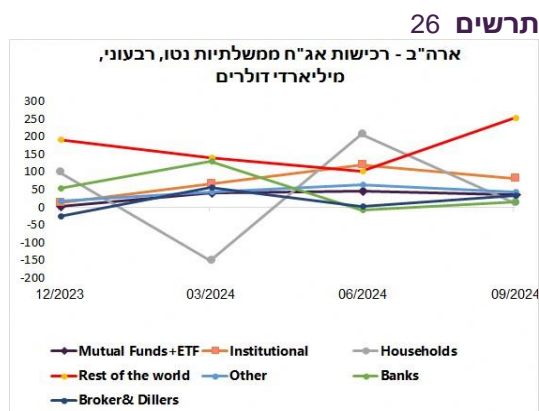
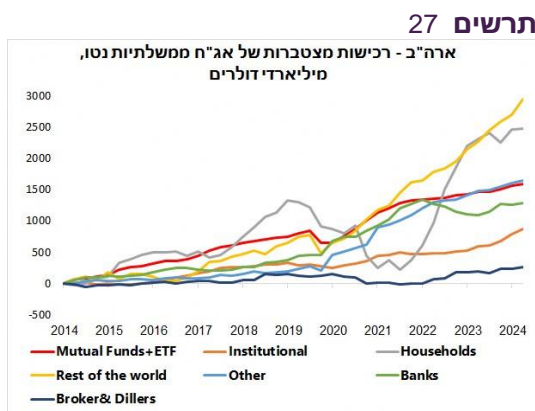


מקור: FED, מיטב ברוקראז'

גוברת השפעת המשקיעים הזרים בשוק האג"ח הממשלתיות בארה"ב

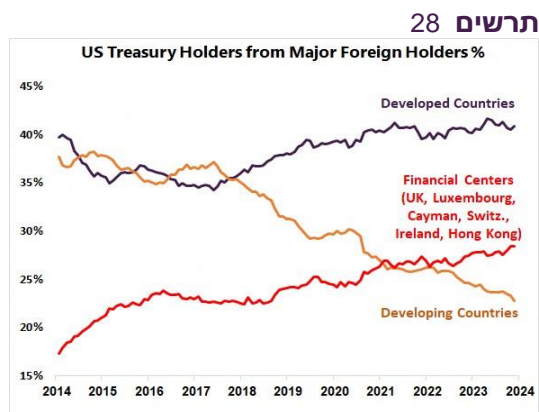
באפיק האג"ח הממשלתיות הרוכשים הדומיננטיים ברבעון השלישי היו המשקיעים מחוץ לארה"ב, בהמשך למגמה דומה בשנה האחרונה. גם המוסדיים היו בצד הרוכשים (תרשים 26).

המשקיעים הזרים היו הרוכשים הגדולים ביותר של האג"ח הממשלתיות האמריקאיות גם במבט על הרכישות המצטברות בעשור האחרון (תרשים 27).



מקור: FED, מיטב ברוקראז'

כפי שהצגנו, באחת הסקירות הקודמות, מבין המשקיעים הזרים באג"ח הממשלתיות האמריקאיות נרשם גידול גדול במיוחד באחזקות בקבוצת המדינות שמארחות קרנות גידור, כגון איי קיימן, לוקסמבורג, שווייץ, אירלנד, הונג קונג ובריטניה (תרשים 28). תופעה זו מצביעה על הגדלת הסיכון לתנודתיות גבוהה בשוק האג"ח האמריקאי. גם הוא, כמו שוק המניות, עשוי להיות פחות מחובר לפרמטרים הכלכליים, במיוחד בעיתויים של משברים.



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

גילוי נאות מטעם מיטב ברוקראז' בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה")

מסמך זה הוכן על ידי מיטב ברוקראז' בע"מ ("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.

15/12/2024

תאריך פרסום האנליזה