

27.10.2024

אינפלציה 12  
חודשים הבאים

3.2%

מדד אוקטובר

0.6%

מדד נובמבר

-0.1%

מדד דצמבר

0.1%

ריבית בנק ישראל  
צפויה בעוד 12 חודשים

4.5%

## עיקרי הדברים

- **המתקפה באיראן** עשויה לסמן שלב נוסף של הורדת אי הוודאות וצפויה להוביל לתגובה דומה בשווקים לזו שהייתה עם פתיחת המערכה בלבנון באמצע ספטמבר.
- **הכלכלה האמריקאית** צפויה לרשום רבעון נוסף של צמיחה גבוהה של כ-3%, אך להערכתנו, קצב הצמיחה ייחלש בשנה הקרובה.
- **עליית התשואות בארה"ב** בחודש האחרון קשורה בעיקר לעליית פרמיית הסיכון (term premium).
- גם אם טראמפ יבחר, בסופו של דבר, **תשואות האג"ח צפויות לרדת**.
- עד עתה **עונת הדוחות בארה"ב** הייתה סבירה. **ציפיות האנליסטים** לגידול ברווח החברות בשנה הבאה לא מסתדרות עם תחזיות הצמיחה.
- העליות בשוק המניות האמריקאי יצרו **אפקט העושר** חסר תקדים, במיוחד בקרב בעלי הכנסות נמוכות.
- **ההיסטוריה מלמדת** שאחרי עליות כל כך חדות, כפי שהיו במניות האמריקאיות בשנה האחרונה, תוחלת הרווח למשקיעים נמוכה.
- סימני התאוששות קלים מופיעים **בכלכלה האירופאית**.

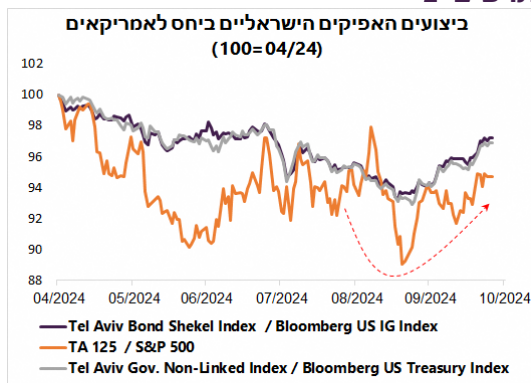
## המתקפה באיראן צפויה להקטין רמת אי הוודאות בשווקים

מבלי להסתכן יותר מדי בהסתמכות על התחזיות הביטחוניות-גאופוליטיות, נראה שמתקפה באיראן עשויה לסמן שלב נוסף של הורדת אי הוודאות. היא צפויה להוביל לתגובה דומה בשווקים לזו שהייתה עם פתיחת המערכה בלבנון באמצע ספטמבר במהלכה כל האפיקים בישראל הציגו בדרך כלל ביצועים עודפים על פני המדדים המקבילים בארה"ב (תרשים 2).

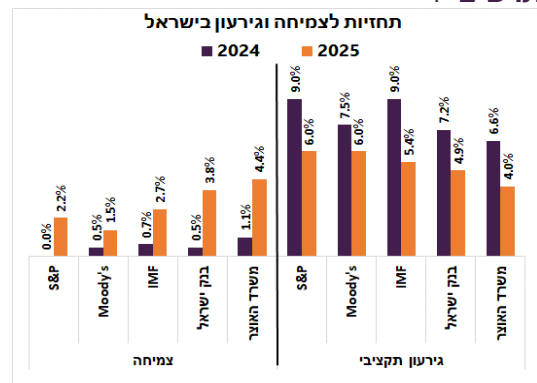
## קרן המטבע הבינלאומית, כמו גופים זרים אחרים, פסימית לגבי ישראל

קרן המטבע הבינלאומית צופה בתחזית המעודכנת שהמשק הישראלי יצמח השנה ב-0.7% ובשנת 2025 ב-2.7%. הגירעון התקציבי צפוי לעמוד על 9% ב-2024 ו-5.4% ב-2025. כפי שניתן לראות בתרשים 1, שמרכז את התחזיות לישראל, קיימים פערים די גדולים בין התחזיות של הגופים הזרים למקומיים. הזרים, כולל קרן המטבע הבינלאומית, פסימיים הרבה יותר מאשר בנק ישראל או משרד האוצר. במידה והמלחמה תסתיים בחודשים הקרובים, התחזיות הגורמים המקומיים נראות סבירות יותר ואולי אפילו גם הן מעט פסימיות.

תרשים 2



תרשים 1

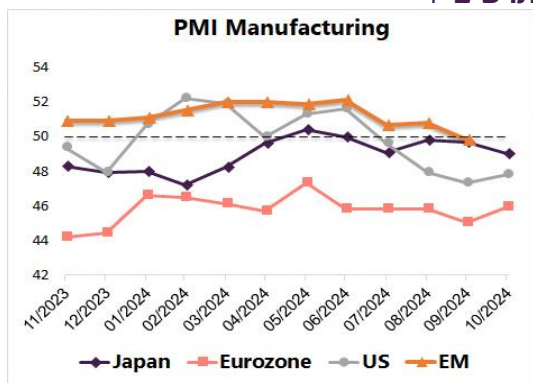


# עולם

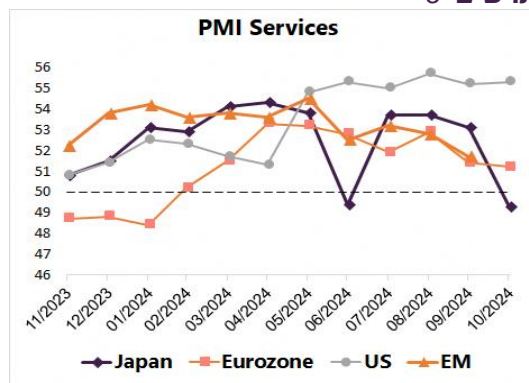
## לפי מדדי מנהלי הרכש, פעילות התעשייה בעולם מתכווצת

על פי מדדי מנהלי הרכש המוקדמים לחודש אוקטובר, בכל האזורים הכלכליים העיקריים הפעילות במגזר התעשייה מתכווצת (המדד נמוך מ-50) (תרשים 4). מגזר השירותים בארה"ב ממשיך להתרחב בקצב יחסית גבוה ויציב כאשר באזורים האחרים ניכרת מגמת היחלשות בצמיחה (תרשים 3).

תרשים 4



תרשים 3

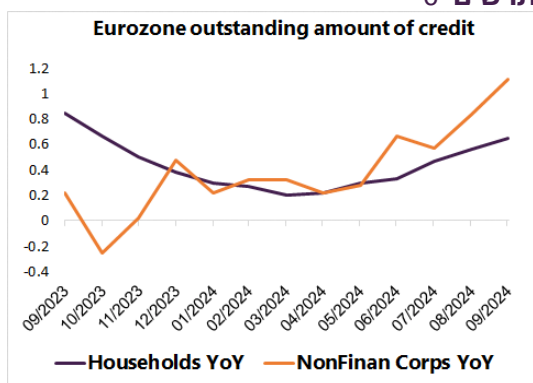


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

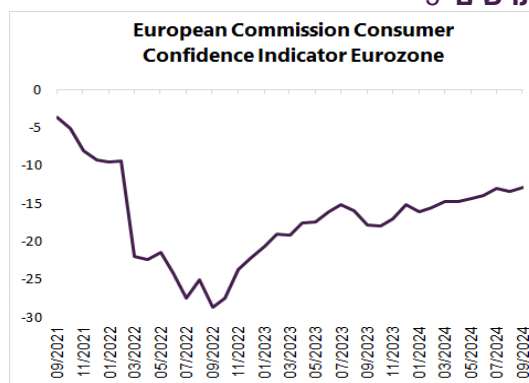
### סימני התאוששות באירופה?

למרות מדדי מנהלי הרכש חלשים יחסית באירופה, יתכן שהכלכלה האירופאית בכל זאת מתאוששת. על כך מצביע המשך שיפור בסנטימנט הצרכני (תרשים 5) בעקבות הירידה באינפלציה ובריבית. נציין שבאירופה הריבית כבר ירדה ב-0.75% וב-6 החודשים הקרובים צפויה לרדת בעוד כ-1%. בארה"ב היא ירדה רק ב-0.5% וצפויה בחצי השנה הקרובה לרדת בעוד כ-0.8%. ההתאוששות במשק האירופאי והירידה בריבית באו לידי ביטוי בהתגברות קצב הגידול באשראי לעסקים ולפרטיים (תרשים 6).

תרשים 6



תרשים 5

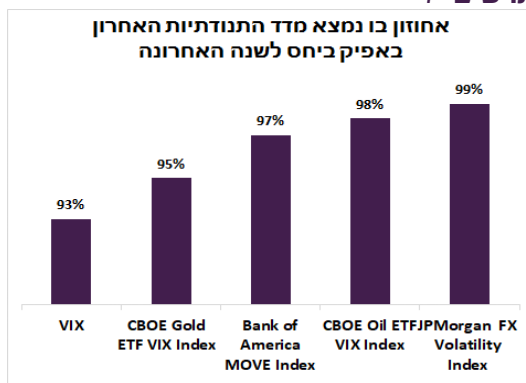


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

### עליית התשואות בארה"ב נובעת בעיקר מהעלייה בפרמיית הסיכון

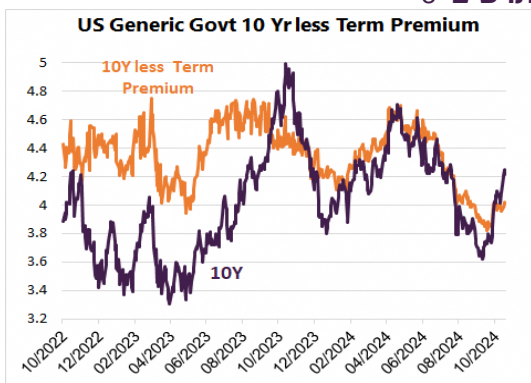
למרות המגמה החיובית באפיקי הסיכון בארה"ב, השווקים נמצאים ברמת מתח גבוהה. מדדי התנודתיות של האפיקים העיקריים קרובים לשיא של השנה האחרונה (תרשים 7). מאז הורדת ריבית ע"י ה-FED ב-18/9, תשואת האג"ח הממשלתית ל-10 שנים עלתה בכ-0.55% תוך עלייה בתלילות עקום התשואות. מתוך עלייה זו כ-0.35% מיוחס לעלייה בפרמיית הסיכון (term premium) שמחושבת על פי מודלים. בניכוי שינוי בפרמיית הסיכון התשואות ל-10 שנים נמצאת היום באחת הרמות הנמוכות של השנה האחרונה, זאת להבדיל מהתשואה הרגילה שרווקה מהשפל (תרשים 8).

תרשים 7



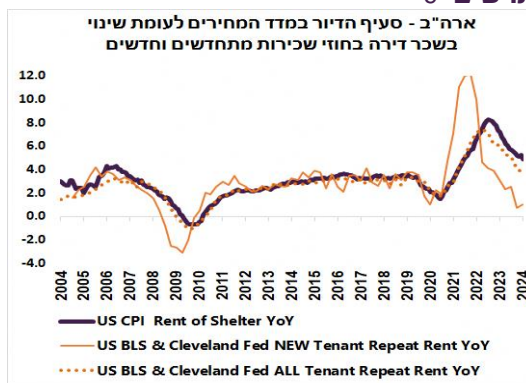
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 8



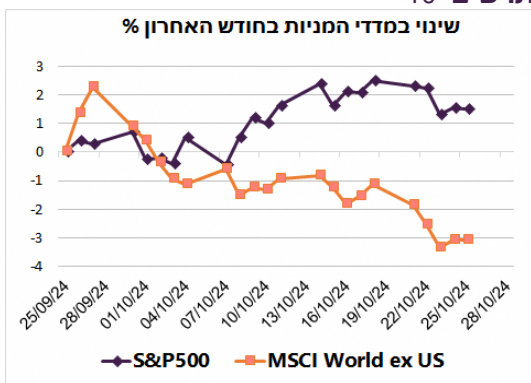
את העלייה בפרמיית הסיכון באג"ח אפשר לייחס לעלייה בסיכויים של טראמפ לזכות בבחירות. הוא נתפס כמועמד שיגדיל גם את הגירעון וגם את האינפלציה. נציין שלשוק המניות האמריקאי לא מאוד הפריעה עליית התשואות האחרונה. לעומת זאת, שילוב של עליית התשואות עם ההתחזקות החדה של הדולר האמריקאי ועם עלייה בסיכוי של טראמפ הובילו לירידות במניות מחוץ לארה"ב. מדד המניות MSCI World ex US ירד בחודש האחרון בכ-3% לעומת עלייה של 1.5% ב-S&P500 (תרשים 10).

תרשים 9



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 10



אנחנו לא משוכנעים שמדיניותו הכלכלית של טראמפ צריכה להוביל לעלייה בתשואות. על סמך ניסיון העבר, לתעריפים על יבוא יש השפעה שלילית חזקה יותר על צמיחה מאשר חיובית על אינפלציה. הטלה רחבה של תעריפי יבוא בארה"ב באמצע שנת 1930 הובילה להעמקת המיתון ולירידה חדה באינפלציה ממינוס 2% למינוס 10% כעבור שנה. באפיזודה האחרונה של הטלת התעריפים בתקופת הכהונה הראשונה של טראמפ, מרגע העלאת התעריפים הראשונה בתחילת 2018 האינפלציה בקושי עלתה וכעבור שנה כבר הייתה נמוכה יותר. הצמיחה באותה התקופה ירדה והובילה בסופו של דבר להורדת ריבית ה-FED. **לפיכך, להערכתנו, גם אם טראמפ יבחר, בסופו של דבר תשואות האג"ח יחזרו למגמת ירידה.**

בנוגע לאינפלציה בחודשים הקרובים בארה"ב, המשך התמתנות בקצב השינוי במחירי חוזי שכירות החדשים והמתחדשים המעודכנים לרבעון השלישי צפוי להוביל להמשך ירידה בסעיף הדיור במדד המחירים האמריקאי ובאינפלציה (תרשים 9).

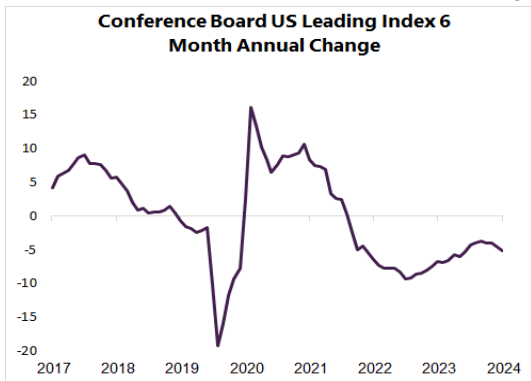
## עוד רבעון חזק בכלכלה האמריקאית, אך צפויה היחלשות בהמשך

השבוע צפוי פרסום של נתון הצמיחה בארה"ב לרבעון השלישי. על פי קונצנזוס התחזיות, הוא צפוי לעמוד על 3%, דומה לרבעון השני. המודל GDPNow והמודלים הדומים האחרים צופים קצב צמיחה אף גבוה יותר.

לעומת זאת, לפי ספר הבז' של ה-FED, ב-10 מתוך 12 האזורים עליהם מדווח ה-FED אין צמיחה או שהפעילות אפילו מתכווצת בחודש האחרון, זאת לעומת רק 2 אזורים שדיווחו על כך בחודש מאי (תרשים 11). מדד האינדיקטורים המובילים ירד בכל החודשים האחרונים ולפי נתוני המגמה אינו משתפר (תרשים 12).

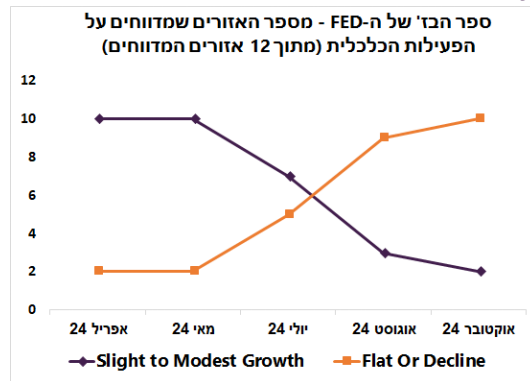
להערכתנו, הכלכלה האמריקאית נמצאת במגמת התמתנות שבינתיים מתרכזת באינדיקטורים המובילים, אך צפויה להתרחב לתחומים נוספים ולבוא לידי ביטוי בנתונים כלכליים מרכזיים יותר.

תרשים 12



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 11



מקור: FED, מיטב ברוקראז'

**שורה תחתונה: המשק האמריקאי צפוי לצמוח בקצב גבוה גם ברבעון השלישי. אנו צופים היחלשות בצמיחה בשנה הקרובה.**

## התחזיות לרווחיות החברות לא מסתדרות עם התחזיות לכלכלה

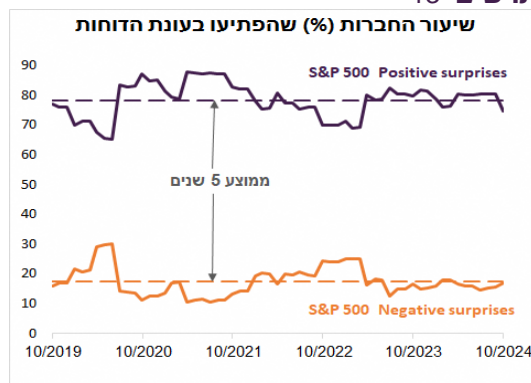
עונת הדוחות הכספיים בארה"ב בינתיים סבירה, אך לא מעבר לכך. עד עתה שיעור החברות ב-S&P500 שהכזו את התחזיות עומד על כ-75% לעומת הממוצע של 78% בחמש השנים האחרונות (תרשים 13). בשורת ההכנסות רק כ-60% מהחברות הפתיעו לטובה לעומת הממוצע של 69% ב-5 השנים האחרונות.

נרשם גידול שנתי של כ-6% ברווח למניה של החברות שכבר דיווחו. שיעור זה הנו הנמוך ביותר מאז Q2/2023 ונמוך מהממוצע ההיסטורי.

במבט לעתיד האנליסטים די אופטימיים. הם צופים שהרווח למניה יגדל בכל שנת 2024 ב-7.5% וב-2025 כמעט ב-14% בהשוואה לגידול ממוצע של כ-9% ב-30 השנים האחרונות (ללא השנים של מיתון והתאוששות ממנו).

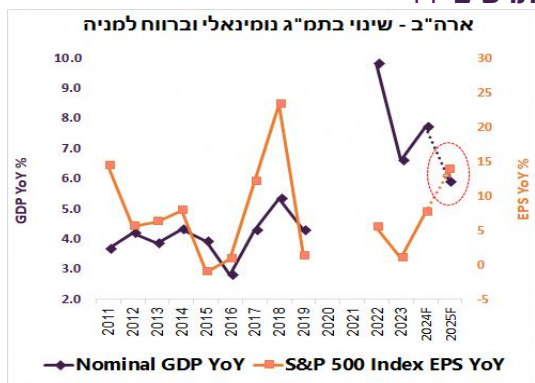
בשביל עלייה משמעותית ברווחיות צריך שיפור בצמיחה כלכלית. אולם, התחזית לעלייה ברווחיות לא מסתדרת עם התחזיות הכלכליות. בתרשים 14 מוצג הקשר בין השינוי השנתי בתמ"ג הנומינאלי בארה"ב לבין השינוי ברווח למניה של החברות ב-S&P500, למעט שנות המגפה 2020/21. בדרך כלל, עלייה בקצב הצמיחה הנומינאלי מובילה לעלייה גם בשיעור הרווח של החברות. אולם, קצב הגידול בתמ"ג הנומינאלי צפוי לרדת מ-8% ל-6% ב-2025, מה שלא מתיישר עם העלייה החדה יחסית שצפויה ברווחיות החברות.

תרשים 13



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

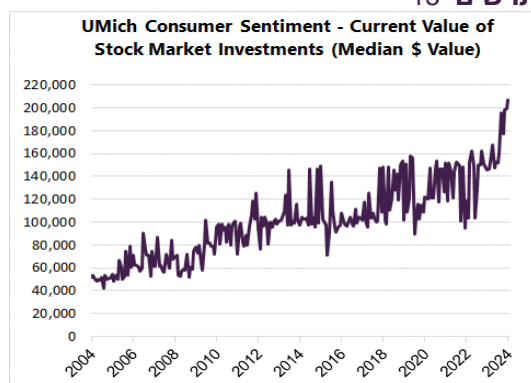
תרשים 14



### שוק המניות האמריקאי יצר אפקט העושר חסר תקדים

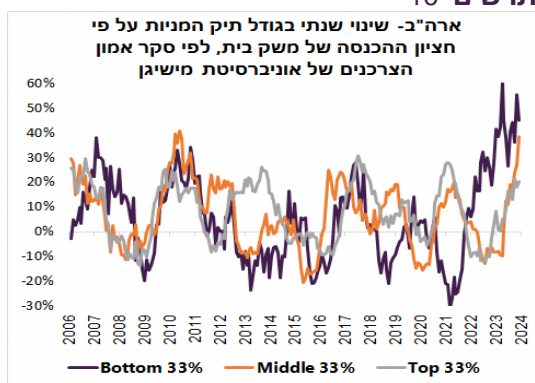
כידוע, שוק המניות הוא ראי הכלכלה, אך הוא יכול להיות גם מנוע הצמיחה. על פי סקר אמון הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן, שהתפרסם ביום שישי, שווי תיק המניות הממוצע של משק הבית האמריקאי חצה באוקטובר לראשונה את הרף של 200 אלף דולר (תרשים 15). על פי הסקר, בשנה האחרונה שווי התיק גדל בשיעור חסר תקדים של כ-35%. נציין במיוחד שבקרב משקי הבית בשליש התחתון של סולם ההכנסות שיעור הגידול היה גבוה מאשר בשליש העליון (תרשים 16).

תרשים 15



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 16



עלייה כה חדה בשווי החיסכון הכי נזיל של משקי הבית מייצרת "אפקט העושר" שתומך בצריכה הפרטית. נציין שעל פי הסקר, מחיר הבית בבעלות משק הבית גדל רק בכ-6% בשנה האחרונה.

**שורה תחתונה: "אפקט העושר" חסר תקדים שיצרו העלויות בשוק המניות האמריקאי תומך בצריכה הפרטית, אך מגביר סיכון לכלכלה במקרה של היפוך המגמה בשווקים.**

### איזה שיעור מלמדת ההיסטוריה על סיכויי של שוק המניות האמריקאי?

המשך השפעה של "אפקט העושר" על הצרכן האמריקאי תלויה כמובן בביצועים של שוק המניות. אנחנו בספק שהם יהיו חזקים. ראשית, לפי ההערכה שלנו, הכלכלה האמריקאית נמצאת בתהליך של היחלשות שיתבטא בשנה הקרובה גם ברווחיות החברות. הסיכון של שוק המניות גבוה במיוחד בגלל השווי הגבוה של השוק

והציפיות הגבוהות של משקיעים ואנליסטים. הרגישות הגבוהה של השווקים לחדשות הכלכליות נחשפה בתחילת אוגוסט, כאשר שוק המניות הגיב בירידות חדות לסימני היחלשות בכלכלה. כלל חשוב בהשקעות אומר שביצועי עבר אינם ערובה לביצועים עתידיים ובכל זאת כדאי להכיר את מה מלמדת אותנו ההיסטוריה לגבי הסיכויים בשוק המניות:

- S&P500 עלה בשנה האחרונה ב-39%. ב-50 השנים האחרונות עלייה דומה או גבוהה יותר נרשמה רק ב-2% מהזמן. בשנה העוקבת אחרי עליות בשיעורים אלה, S&P500 השיג תשואה שנתית ממוצעת של כ-2% (תשואה חציונית של מינוס 2%), כאשר רק ב-43% מהמקרים התשואה הייתה חיובית. לצורך השוואה, ב-50 השנים האחרונות תשואה שנתית חיובית נרשמה ב-78% מהזמן.
- Nasdaq עלה בשנה האחרונה ב-44%. ב-50 השנים האחרונות מדד זה השיג תשואה שנתית דומה או גבוהה ממנה בכ-8% מהזמן. בשנה העוקבת אחרי עליות בסדרי גודל דומה Nasdaq השיג בממוצע תשואה שלילית של כ-2% כאשר רק ב-50% מהמקרים התשואה הייתה חיובית.

#### 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.

27/10/2024

תאריך פרסום האנליזה