

14.7.2024

אינפלציה 12  
חודשים הבאים  
**2.9%**

מדד יוני  
**0.1%**

מדד יולי  
**0.6%**

מדד אוגוסט  
**0.3%**

ריבית בנק ישראל  
צפויה בעוד 12 חודשים  
**4.0%-4.25%**

## עיקרי הדברים

- **קיים פער גדול מאוד בתחזיות לרכיבי התמ"ג בין בנק ישראל למשרד האוצר**, כאילו שני הגופים לא מתקשרים. יתכן שבנק ישראל הציג תחזית מחמירה במיוחד כדי ללחוץ על הממשלה.
- אנו מעריכים **שהריבית בישראל תרד פעם או פעמיים במהלך השנה הקרובה**. שינוי בשיקולי הריבית של בנק ישראל מקשה לחזות אותה.
- **בציפיות האינפלציה הנוכחיות הצמודים הפכו לאטרקטיביים**.
- **קצב הנפקות הממשלה בישראל צפוי להישאר ללא שינויים גדולים עד סוף השנה**.
- **נוצר הרושם שהממשלה תדחה אישור התקציב ל-2025**.
- **המוסדיים השקיעו ב-12 החודשים האחרונים את הסכומים הגדולים ביותר באג"ח הממשלתיות ובתעודות הסל הנסחרות בישראל על מזדי מניות בחו"ל**. ביטול אג"ח מיועדות הזרים יותר מ-20 מיליארד ₪ להשקעות בישראל.
- **תהליך הורדת הריבית בארה"ב שצפוי להתחיל בספטמבר עשוי להטיב יותר עם האג"ח הבינוניות על פני הארוכות**.
- **ניסיון העבר מלמד כי בתחילת מחזורי הורדת הריבית בארה"ב, S&P500 היה עדיף על פני מזדי המניות הקטנות יותר**. ברמה הסקטוריאלית בלטו לטובה סקטור הטכנולוגיה, שירותי הבריאות והתעשייה.

## המלצות מרכזיות

### חשיפה למניות

גבוהה	בינונית / גבוהה	בינונית	בינונית / נמוכה	נמוכה
-------	-----------------	---------	-----------------	-------

### מח"מ אג"ח ממשלתיות

ארוך	בינוני / ארוך	בינוני	קצר / בינוני	קצר
------	---------------	--------	--------------	-----

### דירוג מומלץ באג"ח קונצרניות

ללא דירוג	BBB	A	AA	AAA
-----------	-----	---	----	-----

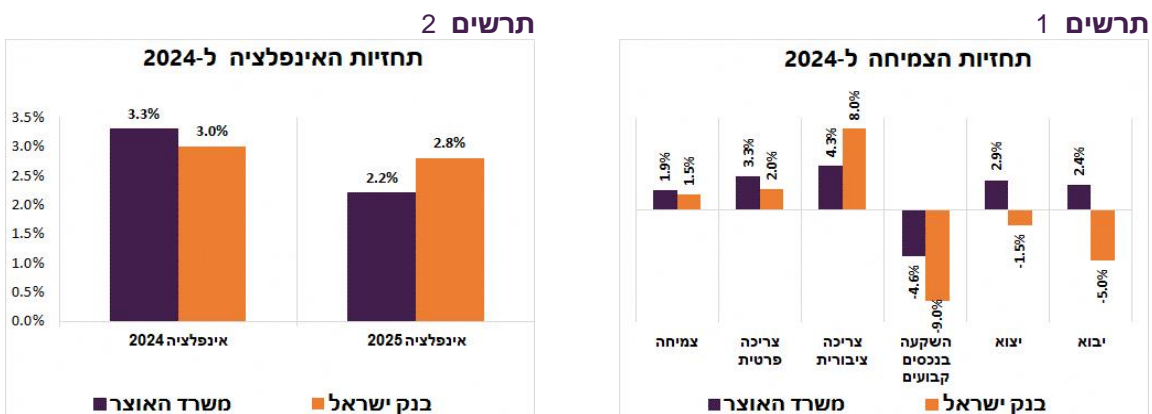
## הלו! אתם מדברים?

די מוזר לראות את שני הגופים האחראים על כלכלת ישראל עם תחזיות כל כך שונות. לכאורה, קיים פער לא גדול בין התחזית לצמיחה ב-2024 של בנק ישראל שעומדת על 1.5% לבין התחזית ל-1.9% של משרד האוצר. אולם, מבט על התחזית למרכיבי התמ"ג משקף שתי כלכלות שונות. בנק ישראל צופה צמיחה הרבה יותר נמוכה בצריכה הפרטית של 2% לעומת תחזית של 3.3% למשרד האוצר. בנק ישראל צופה ירידה בהשקעות בנכסים קבועים של 9% לעומת ירידה של 4.6% אצל האוצר. התחזית לירידה ביצוא של בנק ישראל עומדת על 1.5% לעומת עלייה של 2.9% בתחזית של משרד האוצר (נציין שלגבי יבוא בנק ישראל נותן תחזית ליבוא האזרחי). מנגד, בנק ישראל צופה גידול הרבה יותר חד בצריכה הציבורית של 8% לעומת גידול של 4.7% שצופה משרד האוצר, שאגב משפיע על הצריכה הציבורית (תרשים 1).

למעשה, אם בנק ישראל ומשרד האוצר היו מציגים תחזית לצמיחה בתוצר העסקי, הפערים בין התחזיות היו גדולים מאוד.

גם באינפלציה קיים פער, במיוחד בתחזית ל-2025. בנק ישראל צופה אינפלציה ב-2024 של 3% לעומת 3.3% בתחזית של משרד האוצר. ל-2025 הפער בין התחזיות עוד יותר גדול, אבל הפוך. בנק ישראל צופה אינפלציה של 2.8% לעומת 2.2% בתחזית של משרד האוצר (תרשים 2). לא רק גודל הפער בתחזיות ל-2025 אלא גם ההסבר שניתן די משונים. בנק ישראל טוען שכ-0.8% מהתחזית לאינפלציה שלו ל-2025 נובע מהמיסים העקיפים. במשרד האוצר אמורים לדעת על זה יותר.

יתכן ששני הגופים לא מדברים אחד עם השני או שבנק ישראל מציג תמונה מחמירה במיוחד כדי ללחוץ על הממשלה לבצע קיצוצים בתקציב.



מקור: משרד האוצר, בנק ישראל

## שורה תחתונה: קיים פער גדול מדי בין התחזיות של בנק ישראל למשרד האוצר.

### שיקולי החלטת ריבית של בנק ישראל מקשים לחזות אותה

- התוקף של שני השיקולים המרכזיים בהחלטות הריבית של בנק ישראל מאבד מכוחו:
- החלטת בנק ישראל להעלות תחזיות האינפלציה, במיוחד לשנת 2025, על סמך הטלת המיסים העקיפים שהממשלה אפילו עוד לא החליטה עליהם די חריגה. למעשה, תחזיות כאלה מחלישות השפעת שיקולי בחינת סביבת האינפלציה על החלטות ריבית.
  - בנוסף, עליית התחזית לריבית, למרות התחזית המחמירה לצמיחה, מוציאה למעשה משיקולי החלטות הריבית גם את נושא הצמיחה.

את המקום העיקרי בשיקולי בנק ישראל תופס הסיכון הגיאופוליטי ומדיניות הממשלה, שאין לריבית השפעה עליהם וקשה לחזות אותם.

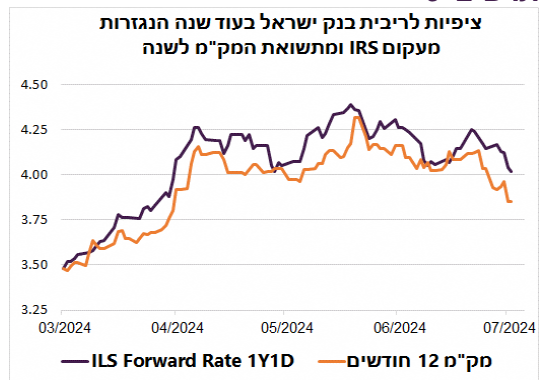
אנו מותירים את התחזיות ל-1-2 הורדות הריבית במהלך השנה הקרובה, אך תחזית זו עשויה להשתנות במהירות מאחר שהיא מבוססת על גורמים שכמעט לא ניתן לצפות אותם. קושי לחזות שינויים בריבית, מגביר ערפול גם בתחזית לשוק האג"ח.

בינתיים, העלייה בסיכוי להפסקת אש הוביל להתחזקות משמעותית של השקל, לירידה בפרמיית הסיכון CDS של ישראל בכ-10 נ.ב. ובפער בין האג"ח הדולרית של ישראל לאג"ח ממשלת ארה"ב (תרשים 4). גם ציפיות הריבית הגלומות של בנק ישראל ירדו. לפי ריביות ה-IRS, ריבית בנק ישראל בעוד שנה צפוי לרדת ל-4%. לפי המק"מ לשנה היא תרד אף מתחת ל-3.9% (תרשים 3).

תרשים 4



תרשים 3



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

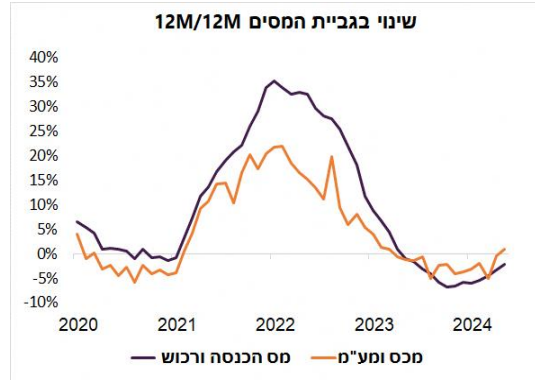
## האם יש כוונה לאשר תקציב?

על רקע המשך עלייה בגירעון, ההכנסות ממיסים ממשיכות להשתפר. בינואר הן היו נמוכות בכ-5% במונחים ריאליים לעומת אשתקד. ביוני כבר נרשמה עלייה של 7% (תרשים 6). ניכרת עלייה גם במיסים הישירים וגם העקיפים (תרשים 5). לפי ההערכות שלנו, הגיוסים עד סוף השנה ימשכו בקצב של כ-16 מיליארד שקל לחודש, בדומה לחודשים האחרונים. עולה חוסר הוודאות לגבי התקציב לשנה הבאה. לפי דבריו של ממונה על התקציבים במשרד האוצר בשבוע שעבר, במשרד האוצר עדיין לא מתנהלים דיונים על התקציב ל-2025, למרות שבדרך כלל באוגוסט התקציב כבר אמור להיות מוגש לממשלה.

יתכן שזה מעיד שהממשלה בכלל לא מתכוונת לאשר תקציב לשנה הבאה בגלל שלא רוצה ו/או לא יכולה להתמודד עם הקיצוצים הגדולים שמוערכים בכ-30 מיליארד ₪. אי אישור התקציב עד מרץ 2025, פירושו נפילת הממשלה, אך אם היא מעריכה שבכל מקרה לא תאריך ימים, מדוע להתעסק עם קיצוצים כואבים שרק יפגעו בה אלקטורלית?

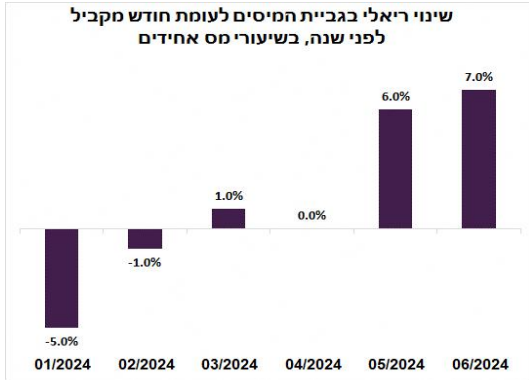
מצד אחד, אי אישור התקציב מגביר סיכון פייסקאלי, סיכון להורדת דירוג וכו'. יחד עם זאת, אם זה יקרה תוך סיום המלחמה ובמקביל להליכה לבחירות, השווקים הפיננסיים ובפרט שוק האג"ח עשויים ליהנות מכך.

## תרשים 5



מקור: משרד האוצר, מיטב ברקראז'

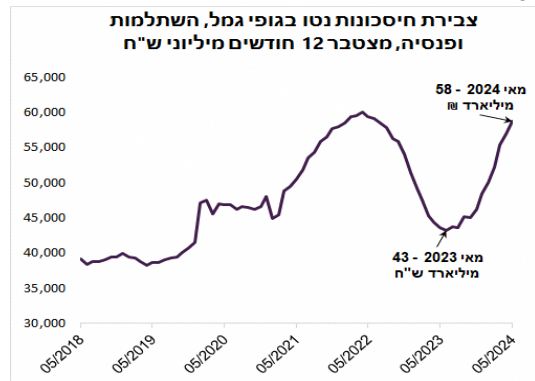
## תרשים 6



## כמה כסף נכנס למוסדיים ולאן הוא זרם?

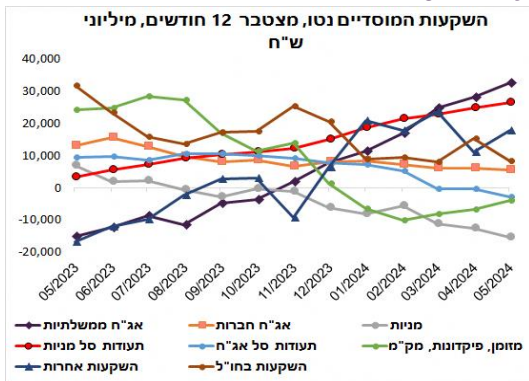
- בשנה האחרונה חלה עלייה משמעותית בזרימת כספי החיסכון ארוך הטווח אל המוסדיים (גמל, השתלמות, פנסיה). ב-12 החודשים האחרונים נכנסו נטו למוסדיים יותר מ-58 מיליארד ₪, לעומת 43 מיליארד ₪ במאי 2023 (תרשים 7). סכומים אלה לא כוללים פוליסות משתתפות.
- לאן זרם הכסף? שתי המגמות החזקות ביותר בשנה האחרונה היה גידול בהשקעות באג"ח הממשלתיות בהן השקיעו המוסדיים מעל 30 מיליארד ₪ נטו, ובתעודות הסל בישראל על המניות, ככל הנראה על המניות בחו"ל (מסלולי S&P500 למיניהם) שנכנסו אליהן כ-26 מיליארד ₪. מבחינת יציאות הכספים בלטו המניות בישראל עם יציאה של כ-15 מיליארד ש"ח. לאחרונה מתגברות גם המכירות בתעודות סל על מדדי אג"ח בישראל (תרשים 8).

## תרשים 7



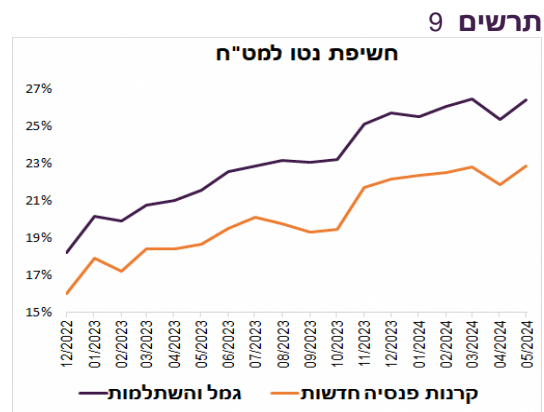
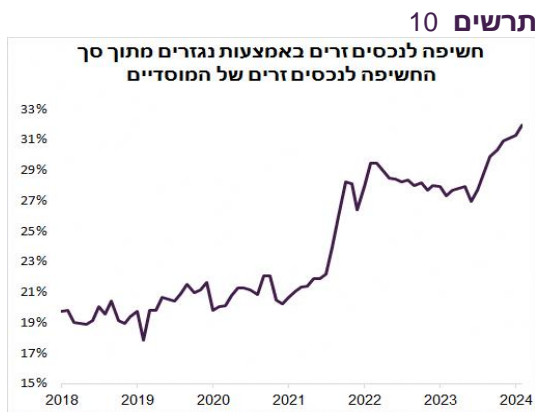
מקור: בנק ישראל, מיטב ברקראז'

## תרשים 8



- על פי שיעור הירידה במשקל אג"ח מיועדות בתיקי קרנות הפנסיה, ניתן להעריך שאילו משרד האוצר היה ממשיך להנפיק אותן, ההנפקות ב-12 החודשים האחרונים היו מסתכמות בכ-44 מיליארד ₪. ניתן להעריך שבזכות ביטול אג"ח מיועדות מעל 20 מיליארד ₪ מתוך סכום זה הושקע באפיקים בישראל.
- בחודשים האחרונים חלה בלימה מסוימת בגידול בחשיפה למט"ח של המוסדיים אשר נמצאת ברמות שיא של 25%-26% (תרשים 9). יתכן שהמוסדיים מנסים להימנע מהגדלה משמעותית נוספת בחשיפה למט"ח, בין היתר, באמצעות גידול מהיר בחשיפה לאפיקי חו"ל באמצעות הנגזרים. החשיפה לנגזרים (במונחי דלתא) הגיעה כמעט לשליש מכל

החשיפה לנכסים זרים (תרשים 10). הימנעות מהגדלת החשיפה למט"ח עשויה להצביע על פוטנציאל להתחזקות השקל במידה ותחול רגיעה ביטחונית ושינוי פוליטי.



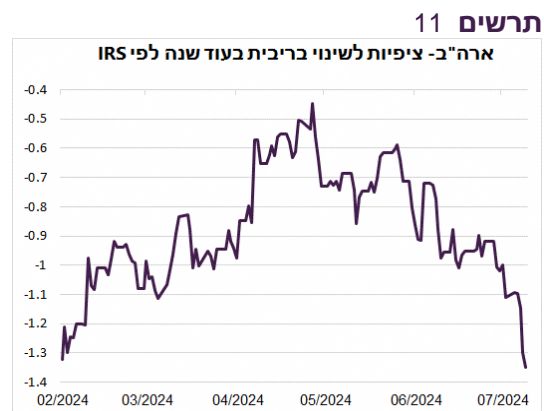
מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

## עולם

### לקראת הורדת הריבית, איפה כדאי להיות בשוק האג"ח האמריקאי?

נתון האינפלציה האחרון בארה"ב כמעט מבטיח שריבית ה-FED עומדת לרדת בקרוב, כנראה בספטמבר. הציפיות לירידה בריבית בשנה הקרובה הגיעו לירידה מצטברת של 1.35%, הגדולה ביותר מאז פברואר (תרשים 11).

פרסום מדד המחירים האמריקאי גרם לכמה תהפוכות בשווקים. הדולר נחלש. מניות הערך והמניות הקטנות זינקו. השורטים נסגרו. התשואות בשוק האג"ח ירדו תוך עלייה בתלילות עקום התשואות וירידה חדה בציפיות האינפלציה.

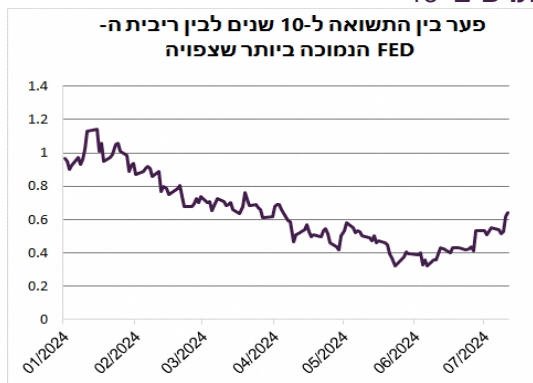


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

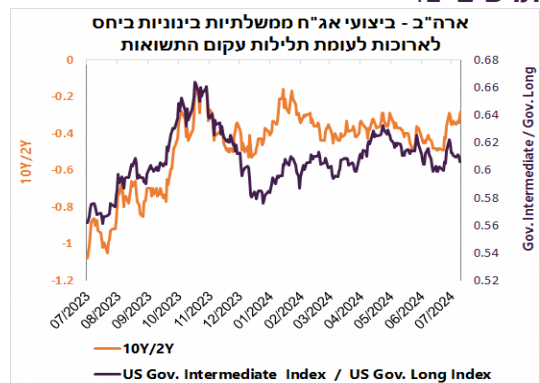
איזה מגמות צפויות להישאר לאורך זמן בתקופה של ירידה בריבית? בשוק האג"ח תהליך של הורדת ריבית צפוי להוביל לעלייה בתלילות עקום התשואות תוך ירידה בתשואות. נשאלת השאלה, באיזה חלק של עקום התשואות כדאי להיות? כפי שניתן לראות בתרשים 12, היחס בין מדד האג"ח הממשלתיות הבינוניות לאג"ח הארוכות בארה"ב מתואם בשנה האחרונה בצורה הדוקה לשינוי בתלילות עקום התשואות (10Y/2Y). עלייה בתלילות העקום הובילה לכיצועים עודפים של האג"ח הבינוניות על פני הארוכות.

לפיכך, בחירת טווח האג"ח להשקעה תלויה בפוטנציאל העלייה בתלילות עקום התשואות. הפער בין התשואה הנוכחית ל-10 שנים לבין ריבית ה-FED החזויה הנמוכה ביותר שתהיה בשנים הקרובות בסיום תהליך הורדת ריבית, כפי שמגולם בחוזים, עומד על כ-0.6% (תרשים 13). בהנחה סבירה שהתשואה לשנתיים תהיה בסיום התהליך בגובה ריבית ה-FED, ניתן להניח שהתלילות של 10Y/2Y תעמוד על כ-0.6% לעומת התלילות השלילית של כ-0.3% היום. מהקשר שמשתקף בתרשים 12 ניתן להעריך שבתהליך עלייה בתלילות ממינוס 0.3% לפלוס 0.6% האג"ח הבינוניות צפויות להשיג תשואה עודפת של יותר מ-10% על פני האג"ח הארוכות.

תרשים 13



תרשים 12



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

## איפה כדאי להיות בשוק המניות האמריקאי לקראת הורדת הריבית?

לקראת הורדת ריבית ה-FED בדקנו ביצועי המניות בחתכים שונים בתקופות של בין חודשיים לפני הורדת הריבית הראשונה ועד חצי שנה אחריה ב-6 מחזורי הורדות ריבית בארה"ב שהיו מתחילת שנות ה-90. להלן הממצאים:

- בדרך כלל, תקופה זו הייתה חיובית למניות. מרבית הזמן המדדים עלו, אך לא תמיד. ב-2007 כל המדדים ירדו. בשנת 2000 S&P500 ובמיוחד ה-Nasdaq ירדו, אך המניות הקטנות עלו. ב-1998 קרה ההפוך.

### ביצועיים בתקופה שבין חודשיים לפני הורדת הריבית הראשונה ועד חצי שנה אחריה

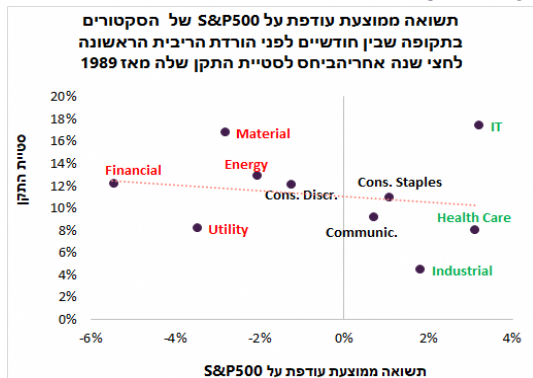
S&P 500 Equal Weighted	S&P 100	S&P Small Cap 600	Russell 2000	NASDAQ	S&P 500	S&P Midcap 400	
	7%		1%	1%	5%		1989
16%	20%	19%	17%	23%	19%	16%	1995
5%	17%	-9%	-5%	31%	15%	6%	1998
7%	-11%	17%	9%	-22%	-8%	6%	2000
-12%	-9%	-11%	-11%	-10%	-9%	-9%	2007
13%	19%	10%	10%	23%	17%	11%	2019

- בתרשים 14 ניתן לראות את התשואה הממוצעת בכל אחד ממחזורי ירידת ריבית לעומת סטיית התקן של התשואה. מדד ה-Nasdaq השיג את התשואה הגבוהה ביותר, אך עם סטיית תקן גדולה מאוד. S&P500 היה עדיף על פני המדדים הקטנים יותר עם תשואה גבוהה משמעותית מהם, אך לא במחיר של סטיית תקן גבוהה.
- ברמה הסקטוריאלית במדד S&P500, סקטור הטכנולוגיה השיג אומנם עודף תשואה משמעותי על פני המדד הכללי S&P500, אך זאת בסטיות תקן גבוהות מאוד. סקטור שירותי הבריאות ותעשייה הציגו תוצאות לא רחוקות מהטכנולוגיה, אך בסטיית תקן

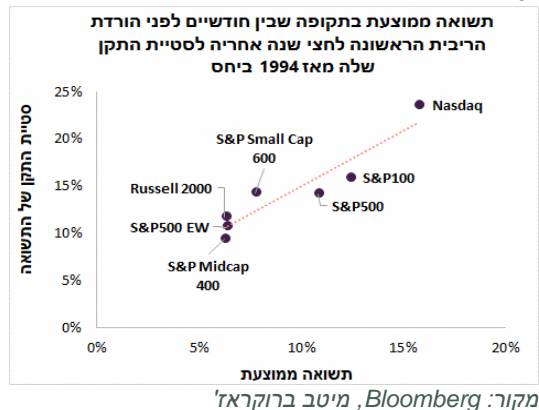


הרבה יותר נמוכה. את הביצועים החלשים ביותר הציגו מניות הפיננסיים (בנקים וביטוח), החומרים, האנרגיה והתשתיות (תרשים 15).

תרשים 15



תרשים 14



**שורה תחתונה:** ניסיון העבר מלמד כי בתחילת מחזורי הורדת הריבית בארה"ב S&P500 היה עדיף על פני מדדי המניות הקטנות יותר. ברמה הסקטוריאליית בלטו לטובה סקטור הטכנולוגיה, שירותי הבריאות והתעשייה.

**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.

14/7/2024

תאריך פרסום האנליזה