

14.1.2024

אינפלציה 12  
חודשים הבאים  
**2.4%**

מדד דצמבר  
**0.1%**

מדד ינואר  
**-0.1%**

מדד פברואר  
**0.2%**

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

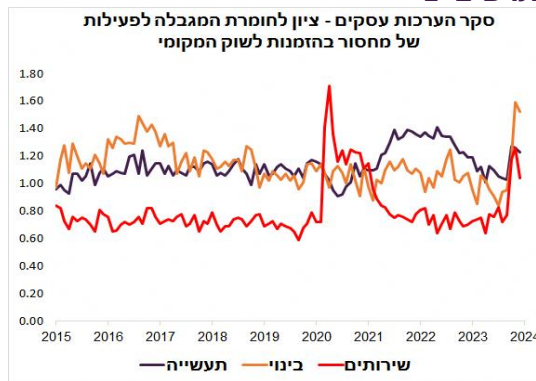
## עיקרי הדברים

- **סקר הערכת המגמות בעסקים** בישראל הצביע על שיפור, אך חולשה בביקושים עדיין משמעותית ומשפיעה על הציפיות להתמתנות במחירים בחודשים הקרובים. ענף הבנייה סובל מקשיים רבים.
- **היתרות בקופת משרד האוצר** הגיעו לרמות נמוכות מאוד, במיוחד לאור הגידול בהוצאות הקשורות למלחמה. הקצב החודשי של גיוסי הממשלה בשוק המקומי צפוי לעמוד על כ-17 מיליארד ₪ כולל מכרזי החלף.
- **העלייה הצפויה הפרמננטית בהוצאות הביטחון** מחייבת ביצוע רפורמות מבניות להגדלת הצמיחה וגביית המיסים. בהיעדר מרחב פוליטי לרפורמות, מימון הגידול בעלויות הביטחון ובעלות שירות החוב יוטל ברובו על עלייה בגביית המיסים, בעיקר העקיפים, ועל הגדלת החוב.
- להערכתנו, בניגוד לתחזיות הגלומות בשווקים, הסיכוי להורדת **ריבית ה-FED** במרץ פחת בשבוע האחרון והוא נמוך משמעותית מההערכות בשווקים. התקרבות תחזיות השווקים לתחזית ה-FED צפויה להוביל **לעליית תשואת האג"ח**.
- ה-**ECB** לא לחוץ להוריד את הריבית. הסיכוי לעליית **הריבית ביפן** פחת מאוד.

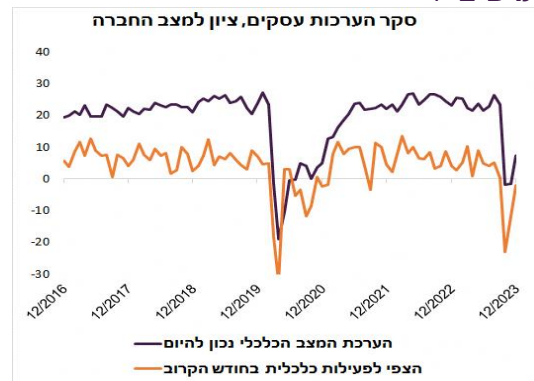
## מחסור בביקושים משפיע על המחירים

- סקר הערכת המגמות בעסקים הצביע על שיפור בפעילות בדצמבר בענפי התעשייה, המסחר הקמעונאי והשירותים (תרשים 1). גם הציפיות השתפרו, אך הן עדיין שליליים בענפי הבינוי, המסחר הקמעונאי והבינוי.

תרשים 2



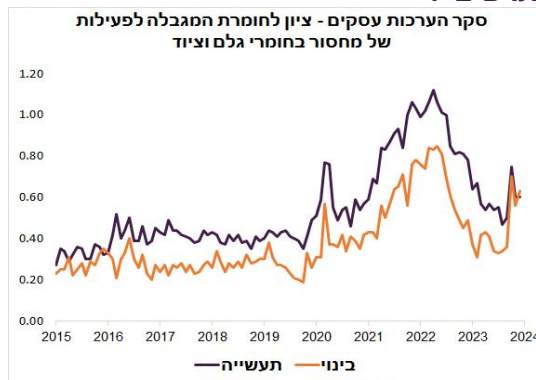
תרשים 1



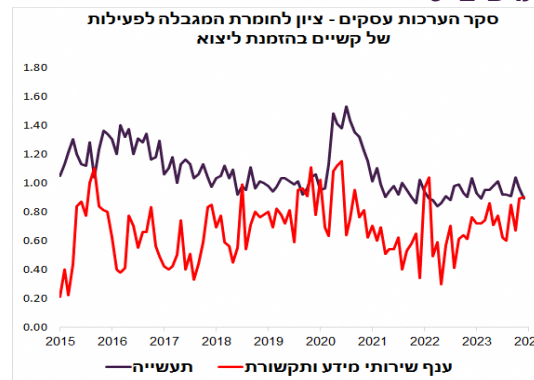
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

- החברות בענפי השירותים, התעשייה, ובמיוחד הבינוי מדווחות על מחסור בהזמנות לשוק המקומי (תרשים 2).
- אין קושי מיוחד בהזמנות ליצוא בתעשייה. בענף שירותי מידע ותקשורת, שמייצג בעיקר חברות טכנולוגיה, הקושי עלה בשנה האחרונה, אך לא נראה שהמצב הוחמר בגלל המלחמה (תרשים 3).

תרשים 4



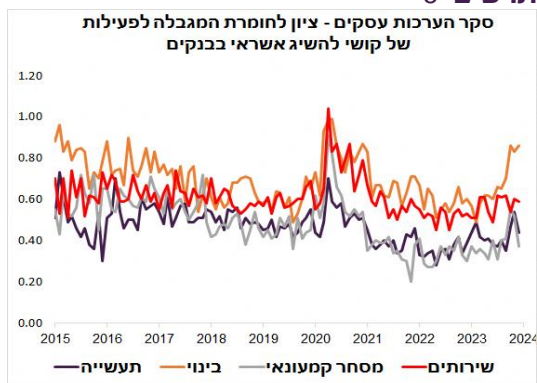
תרשים 3



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

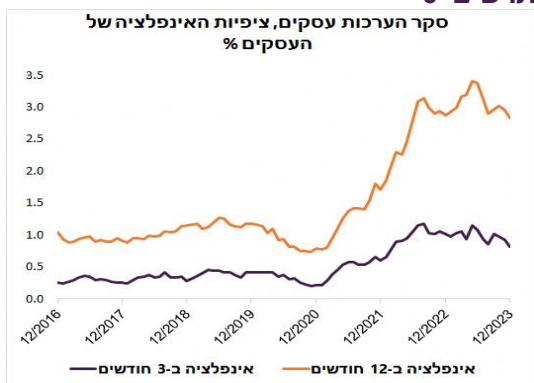
- ענף הבנייה מדווח גם על מחסור ניכר בעובדים. קיים בו מחסור לחומרי גלם וציוד, בדומה לענף התעשייה (תרשים 4). בנוסף, ענף הבינוי סובל מהחמרה ביכולת להשיג אשראי בנקאי (תרשים 5).

### תרשים 5



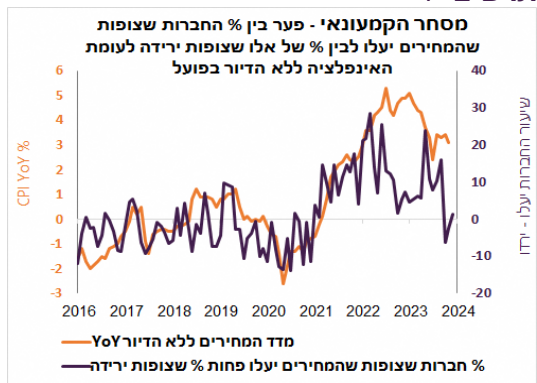
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

### תרשים 6



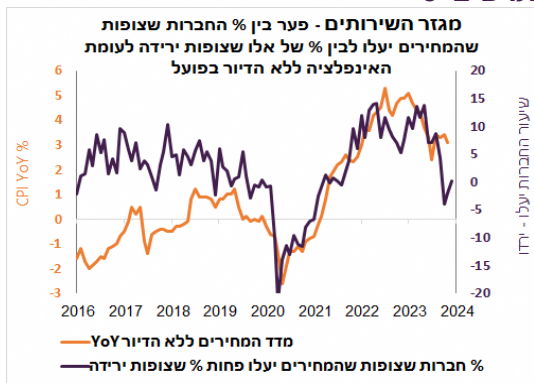
- הירידה בביקושים לשוק המקומי מתקשרת לירידה בציפיות האינפלציה של המגזר העסקי (תרשים 6). בענף המסחר הקמעונאי ובענף השירותים הפער בין שיעור החברות שצופות שהמחירים יעלו לבין אלה שצופות ירידה מתואם לאורך שנים עם קצב האינפלציה (תרשים 7-8). מאז תחילת המלחמה הפער יורד ומשקף ירידה בקצב האינפלציה בחודשים הקרובים. לאחר סיום המלחמה, המצב עשוי להשתנות עם התגברות הביקושים.

### תרשים 7



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

### תרשים 8

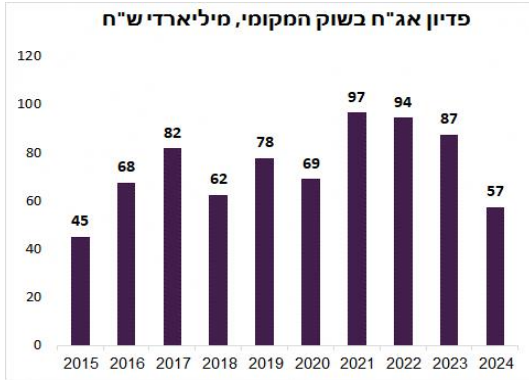


**שורה תחתונה: לפי סקר העסקים, הפעילות התחזקה, אך החברות סובלות עדיין מביקושים מקומיים נמוכים. ענף הבנייה נפגע יותר מאחרים. לפי דיווחי החברות, יש כעת לחצים שכולמים עליית מחירים.**

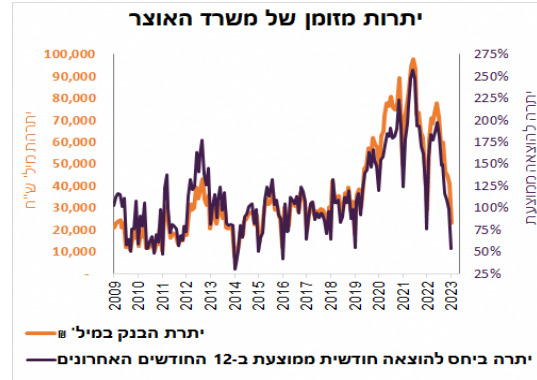
## היתרות "בקופה" של האוצר ירדו לרמות הנמוכות מ-2019

הגירעון התקציבי של הממשלה עלה בדצמבר ל-4.2% תמ"ג לעומת 3.4% בנובמבר תוך ירידה בהכנסות וגידול בהוצאות. למרות הגיוסים הגדולים, היתרות בקופת הממשלה ירדו בסוף דצמבר לכ-23 מיליארד ₪, הרמה הנמוכה ביותר מאז 12/2019, כאשר מאז תחילת הקורונה היתרות טיפסו לעיתים כמעט ל-100 מיליארד ₪. ביחס להוצאה חודשית ממוצעת של הממשלה בשנה האחרונה, היתרות עומדות על כ-50%, באחת הרמות הנמוכות ביותר מאז 2009 (תרשים 9). הנקודה "המקלה" שפדיון אג"ח בשוק המקומי צפוי להסתכם ב-2023 ב-57 מיליארד ₪ בלבד, הרמה הנמוכה מאז 2015 (תרשים 10), בין היתר, בזכות מכרזי החלף שביצע וביצע משרד האוצר.

## תרשים 10



## תרשים 9



מקור: משרד האוצר, מיטב ברוקראז'

משרד האוצר לא יוכל להרשות לעצמו להישאר עם יתרות מזומן כל כך נמוכות בתקופה של הוצאות גבוהות ולעתים לא צפויות על רקע עלייה משמעותית בסיכונים. לכן, צפוי להמשיך ולגייס סכומים גבוהים בישראל ובחו"ל.

בהתחשב בתוכנית הממשלה להגדיל גירעון ב-2024 ל-6.5% ובהנחה שירצה להגדיל יתרות מזומן בכ-40 מיליארד ₪, הוא צפוי להנפיק בממוצע כ-17 מיליארד ₪ מדי חודש על פי הפירוט בטבלה מטה. נציין שההנפקות כוללות סכומים שיגויסו באמצעות מרכזי החלף שיהיו משמעותיים, להערכתנו.

תחזיות הגיוס בשוק המקומי לשנת 2024	
<b>צרכי גיוס</b>	
6.5%	גירעון
122	גירעון, מיליארדי ₪
57	פדיון מקומי, מיליארדי ₪
28	פדיון חו"ל, מיליארדי ₪
40	הגדלת יתרות מזומן
<b>247</b>	<b>גיוס כולל, מיליארדי ש"ח</b>
<b>מימון (מיליארדי ₪)</b>	
10	הפרטה
35	הנפקה אג"ח בחו"ל
<b>202</b>	<b>הנפקת אג"ח בישראל</b>
<b>17</b>	<b>קצב חודשי בשוק המקומי הנפקות/החלף</b>

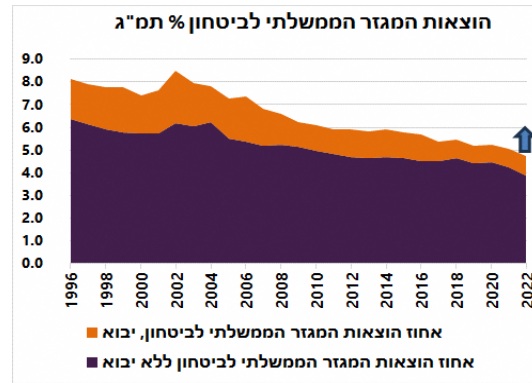
**שורה תחתונה: האוצר צריך להמשיך ולגייס סכומים גבוהים לא רק למימון הגירעון, אלא גם להגדלת היתרה בקופתו.**

## המשמעות של הגדלה פרמננטית בהוצאות הביטחון

המומחים לביטחון תמימי דעים שישראל תצטרך להגדיל באופן פרמננטי, לפחות בשנים הקרובות, את הוצאות הביטחון. ההערכות נעות בין כ-20 מיליארד ₪ בשנה (1% תמ"ג) ועד ל-60 מיליארד (3%). בהתחשב בעובדה שההוצאה הממשלתית הכוללת עמדה ב-2022 על כ-39% תמ"ג ושמרבית הוצאות הממשלה די קשיחות, הגדלה של אפילו 1% בהוצאה הביטחונית זאת משימה מאוד מאתגרת.

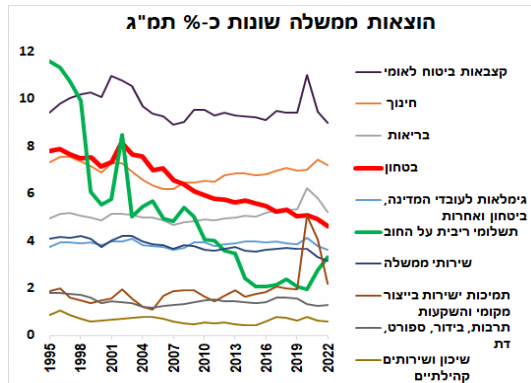
משקל הוצאות הביטחון בתמ"ג נמצא במגמת ירידה כבר עשרות שנים. עלייה של 20 מיליארד ש"ח בהוצאות הביטחון, שעמדו ב-2022 על 4.7% תמ"ג, מגדילה אותן בכ-20% ומחזירה משקל ההוצאה הביטחונית בתמ"ג כעשור אחורה (תרשים 11).

## תרשים 11



מקור: משרד האוצר, מיטב ברוקראז'

## תרשים 12

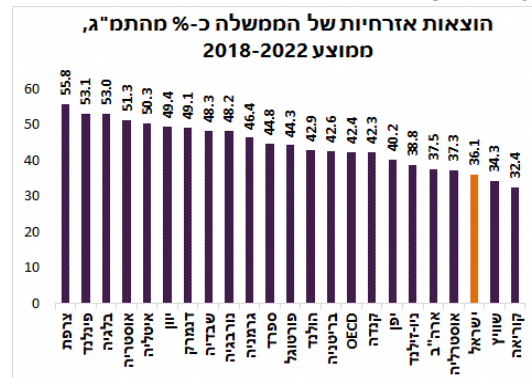


בעשורים האחרונים מלבד הירידה במשקל ההוצאה הביטחונית בתמ"ג, גם סך תשלומי הריבית של הממשלה ירדו מכ-5% תמ"ג לפני עשרים שנה לכ-2% ב-2019. בקורונה נרשמה עלייה בעלות שירות החוב.

משקל של אף מרכיב אחר בהוצאות הממשלה כמעט לא ירד (תרשים 12). מנגד, הממשלה הצליחה להגדיל בעשור האחרון משקל ההוצאה על החינוך, הבריאות וההשקעות. קשה לצפות שהגדלת הוצאות הביטחון תבוא על חשבון קיצוץ בהוצאות אחרות ולא רק בגלל הסיבות הפוליטיות. משקל ההוצאה האזרחיות של הממשלה בישראל ביחס לתמ"ג כמעט הנמוך ביותר בקרב המדינות המפותחות (תרשים 13). הממשלה גם חייבת להמשיך ולהגדיל השקעות בתשתיות פיזיות ואנושיות כדי להבטיח צמיחה עתידית.

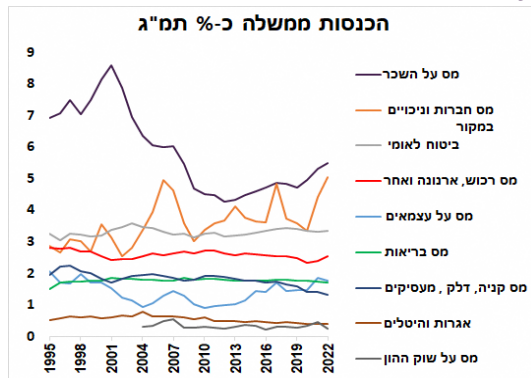
האתגר של הגדלת משקל הוצאות הביטחון אף יותר מסובך כי גם עלויות שירות החוב של הממשלה יגדלו בגלל גידול בחוב בעקבות המלחמה ועלייה בפרמיית הסיכון של ישראל שלא תחזור כל כך מהר לרמות לפני המלחמה.

## תרשים 13



מקור: משרד האוצר, World Bank, מיטב ברוקראז'

## תרשים 14

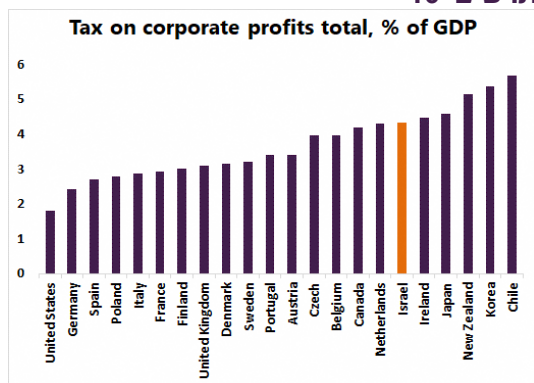


## רצוי ומצוי במימון הגדלת הוצאות הביטחון

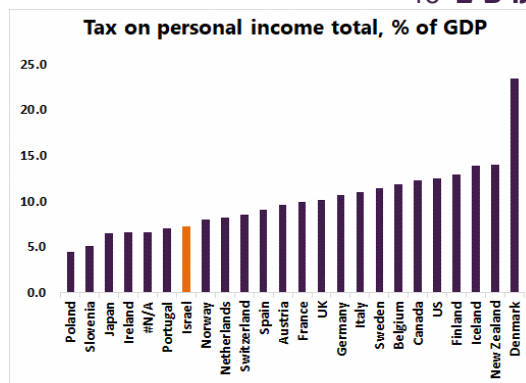
היה רצוי כמובן להגדיל הכנסות ע"י עידוד יציאה לעבודה של האוכלוסיות שמשתתפת בשיעור נמוך בשוק העבודה ולצמצם הוצאות לא הכרחיות שלא מניבות תועלת למשק. אולם, בנסיבות הפוליטיות הקיימות לא נראה שהשינוי הנחוץ הוא אופציה ריאלי. לפיכך, נראה שאין מנוס מעליית המיסים. איזה מיסים עדיף להעלות?

- סך גביית מס חברות ביחס לתמ"ג בישראל די גבוה בהשוואה למדינות המפותחות (תרשים 16). שיעור מס חברות בישראל גם לא נמוך בהשוואה למדינות האחרות (תרשים 18) והעלאתו עלולה לפגוע בתחרותיות המגזר העסקי.

### תרשים 16



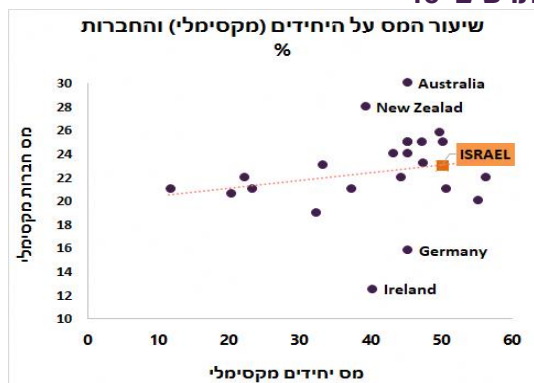
### תרשים 15



מקור: OECD, מיטב ברוקראז'

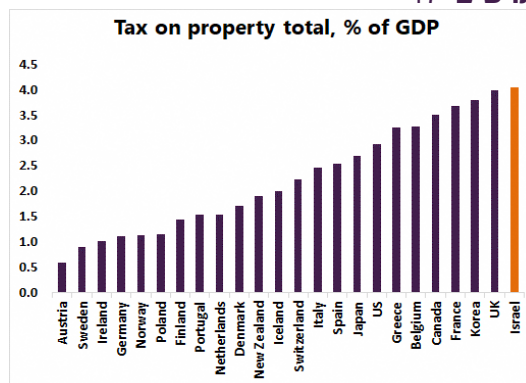
- מצד אחד, סך גביית המס על יחידים ביחס תמ"ג די נמוכה בהשוואה למדינות האחרות (תרשים 15). אולם, שיעור המס על יחידים בישראל נמצא ברף הגבוה בהשוואה למדינות האחרות (תרשים 18). הרמה הנמוכה של סך הגבייה ממנו ביחס לתמ"ג נובעת מכמות גדולה של עובדים שלא מגיעים לרף המס. אין כאן הרבה מרחב לגידול נוסף בגביית המיסים מבלי לפגוע משמעותית בתמריץ לעבוד.

### תרשים 18



מקור: PwC

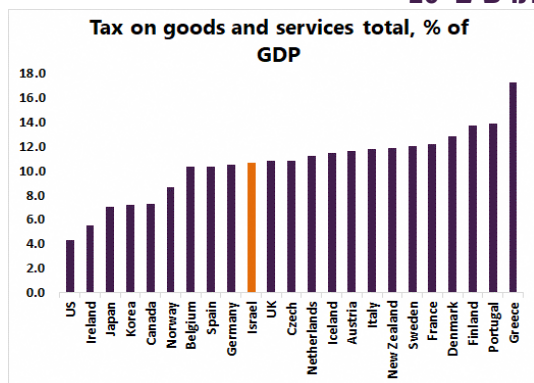
### תרשים 17



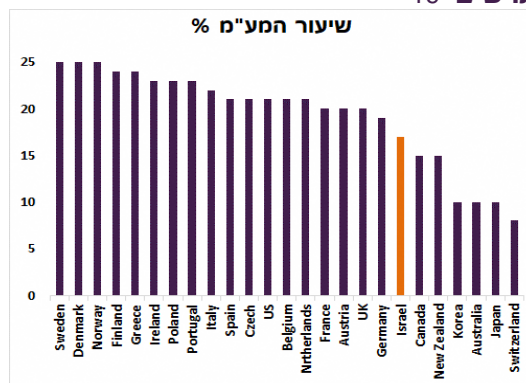
מקור: OECD, מיטב ברוקראז'

- לפי סך גביית המיסים מרכוש ביחס לתמ"ג, ישראל מוצבת במקום הגבוה ביותר בהשוואה למדינות האחרות (תרשים 17). התמונה קצת מעוותת בגלל שהשוואה נעשתה על סמך הנתונים לשנת 2022 שהייתה שנת שיא של מיסי הנדל"ן בישראל. אולם, גם כשבדקנו את הנתונים לשנת 2019 מצאנו שישראל נמצאת בחמישיית המדינות עם המשקל הגבוהה ביותר של גביית מיסי רכוש מהתמ"ג. יהיה קשה מהמצב הזה לגדול עוד יותר.
- המועמד הפוטנציאלי הקל יותר לביצוע יהיה עליית המע"מ והמיסים העקיפים האחרים. שיעור המע"מ בישראל הוא בין הנמוכים בהשוואה למדינות האחרות (תרשים 19). גם משקל מהתמ"ג של סך המיסים המוטלים על צריכת מוצרים ושירותים נמוך יחסית בישראל בהשוואה למדינות האחרות (תרשים 20).

## תרשים 20



## תרשים 19



מקור: OECD, מיטב ברוקראז'

**שורה תחתונה: עלייה פרמנטית בהוצאות הביטחון תדרוש מהממשלה רפורמות מבניות להגדלת הצמיחה וגביית המיסים. בהיעדר מרחב פוליטי לביצוע הרפורמות, מימון הגידול בעלויות הביטחון ובעלות שירות החוב יוטל ברובו על עלייה בגביית המיסים, בעיקר העקפים, ועל הגדלת החוב.**

## עולם

**הנתונים הכלכליים לא מרמזים שה-FED צריך להוריד ריבית בקרוב**  
 הפער השלילי בין הציפיות לריבית ה-FED בעוד 12 החודשים לבין הריבית הנוכחית ירדו ל-1.75%, הנמוך ביותר במחזור הנוכחי (תרשים 21).

## תרשים 21



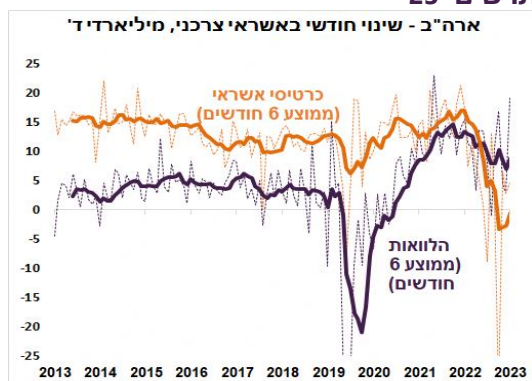
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

קשה להבין מדוע השווקים מתעקשים שתהיה הורדת ריבית מהירה ובפרט מדוע הם חושבים שה-FED עומד להוריד ריבית במרץ. לדעתנו, כמעט שום דבר מהנתונים שהתפרסמו, בפרט בשבוע האחרון, לא תומך בזה.

- מדד האופטימיות של העסקים הקטנים עלה בדצמבר לרמה הגבוהה של השנה. ציפיות העסקים לגידול במכירות במגמת עלייה עקבית (תרשים 22).
- האשראי הצרכני עלה בנובמבר ב-24 מיליארד דולר, העלייה הגדולה ב-2023 בהשוואה לתחזית לעלייה של 8.5 מיליארד דולר. בפרט האשראי בכרטיסי אשראי עלה ב-19 מיליארד דולר, הגידול הגבוה יותר ממרץ 2022. קצב הגידול באשראי בכרטיסי אשראי

אומנם מתמתן, אך הוא עדיין הרבה יותר גבוה מאשר לפני המגפה. הירידה בלקיחת הלוואות הושפעה לא רק מהריבית הגבוהה, אלא גם מהחזרים של הלוואות הסטודנטים (תרשים 23).

תרשים 23



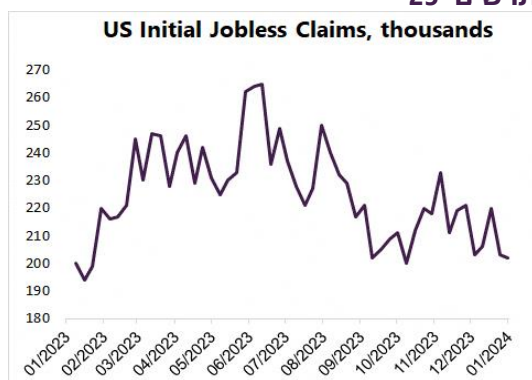
תרשים 22



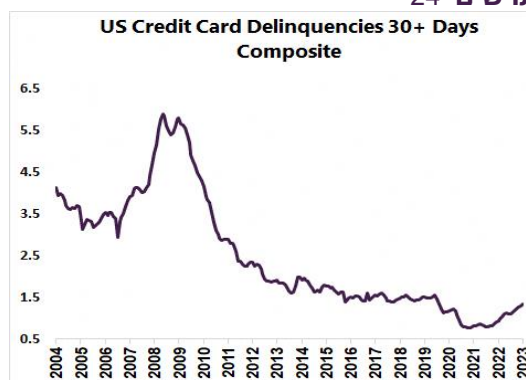
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- בחודשים האחרונים הפיגורים בהחזרים בכרטיסי אשראי עולים, אך הם עדיין נמוכים מאשר לפני הקורונה (תרשים 24).
- נתוני תביעות דמי אבטלה ממשיכים להיות נמוכים ללא שום עלייה בהן (תרשים 25).

תרשים 25



תרשים 24



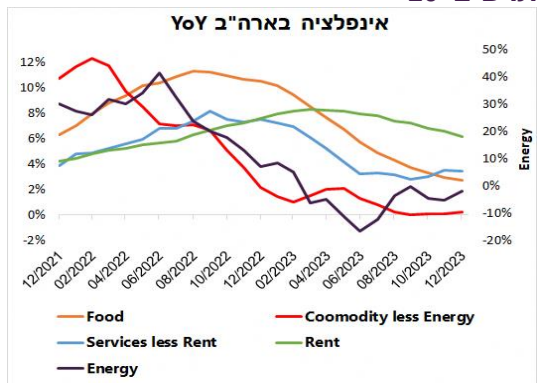
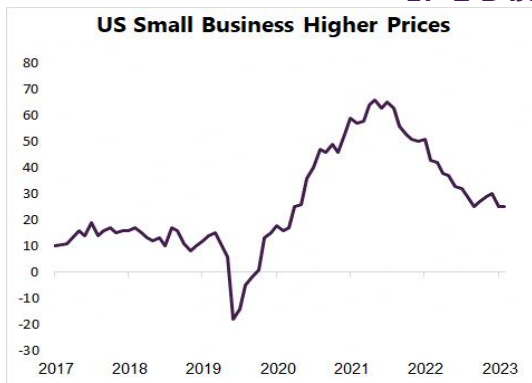
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

## גם נתוני האינפלציה לא תומכים בהורדת ריבית מהירה

האינפלציה בארה"ב ממשיכה לרדת, אך לא מהר מדי מכדי לגרום לבנק המרכזי להזדרז עם הורדות הריבית:

- קצב האינפלציה השנתי היה בדצמבר גבוה מהתחזיות, כולל הליבה. מלבד העלייה בקצב השנתי של מחירי האנרגיה, ניכרת עצירה בירידה של קצב אינפלציית המוצרים והשירותים ללא שירותי הדיור (תרשים 26).
- שיעור העסקים הקטנים שמעלה מחירים לא ירד מהסקר שהיה בחודש יולי ונותר ברמה כפולה בהשוואה לזו שהייתה לפני המגפה (תרשים 27).
- אכן, האינפלציה של מדד המחירים ליצרן הייתה נמוכה מהתחזית והמשיכה לרדת. אולם, היא יחסית פחות חשובה מבחינת ההשפעה על החלטות ה-FED.
- מלבד העובדה שהנתונים לא תומכים בהורדת ריבית מהירה, גם נגידי ה-FED ממשיכים להדריך את השווקים שלא יצפו להורדת הריבית במרץ.





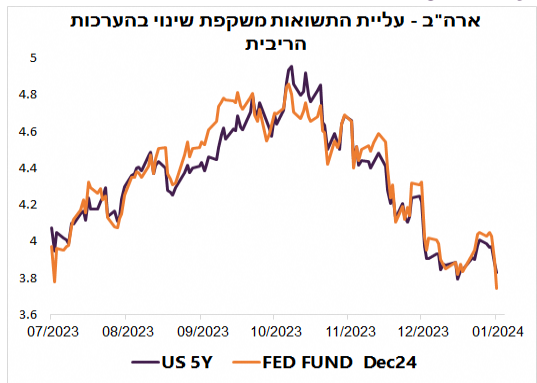
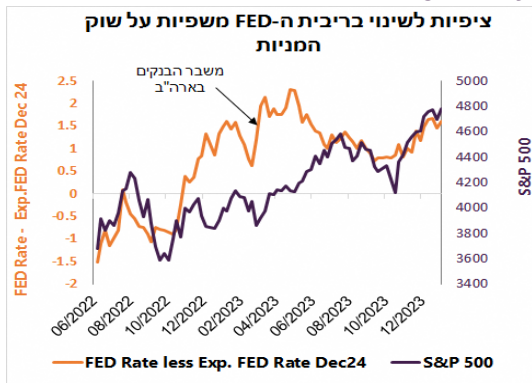
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

**שורה תחתונה: להערכתנו, בניגוד לתחזיות הגלומות בשווקים, הסיכוי להורדת ריבית ה-FED במרץ פחת בשבוע האחרון והוא נמוך משמעותית מההערכות בשווקים.**

### הציפיות המוגזמות להורדת הריבית יקשו על השווקים

יש לציפיות המוגזמות להורדת הריבית משמעות לשווקים:

- תשואות האג"ח בארה"ב מתנהגות בקשר הדוק לציפיות להורדת ריבית ה-FED שחוזים השווקים (תרשים 28). ביומיים האחרונים הציפיות לריבית ה-FED בסוף 2024 לפי החוזים ירדו מ-4.05% ל-3.75%, ומגלמות יותר מ-6 הורדות ריבית במהלך השנה. הירידה בציפיות הובילה לירידה בתשואות. אנו מעריכים שהשוק יאלץ לצמצם ההערכות לכמות הורדות הריבית, מה שיוביל לעליית התשואות.
- גם שוק המניות מתנהג באופן די עקבי עם אותן הציפיות לריבית (תרשים 29). הפחתת התחזיות לירידה בריבית עלולה להשפיע לרעה גם על המניות. אולם, הקשר בין הציפיות לריבית לביצועים במניות חלש יותר.

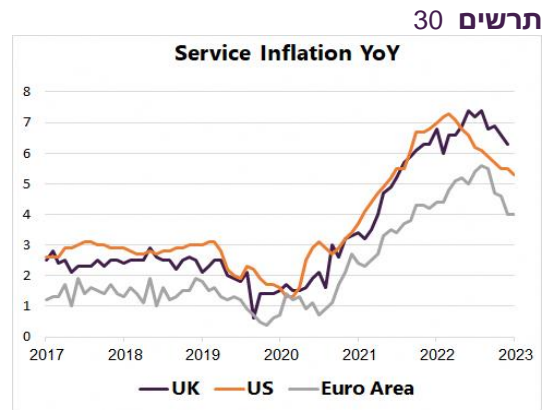
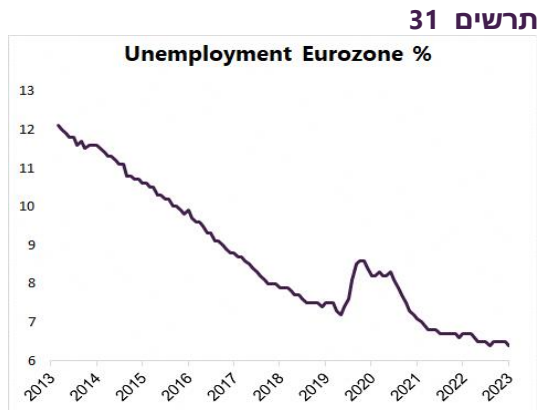


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

## גם באירופה לא לחוצים להוריד ריבית וביפן הסיכוי לעליית הריבית פחת

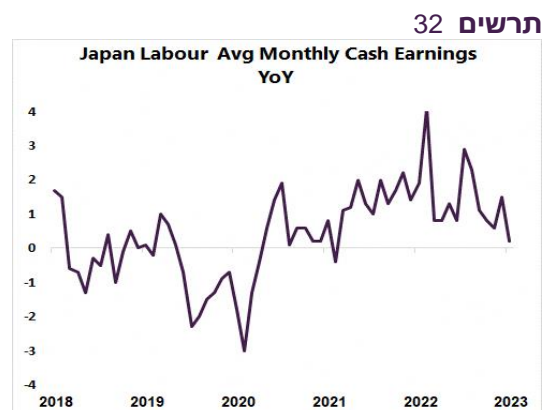
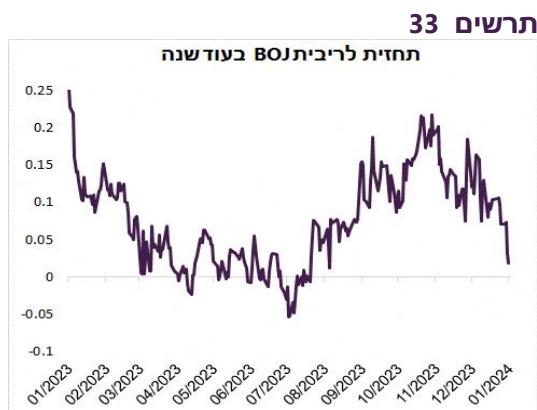
גם באירופה ה-ECB לא משדר שהוא עד כדי כך לחוץ מהחולשה בכלכלה שיתחיל בקרוב להוריד ריבית. לפי התחזית המעודכנת שלו משבוע שעבר, הכלכלה דווקא צפויה להתאושש בהדרגה השנה בזכות העלייה בהכנסה הפרטית הריאלית. למרות הכלכלה החלשה, שיעור האבטלה באירופה ממשיך להישאר ברמה הנמוכה ביותר היסטורית (תרשים 31). עובדה זו מאפשרת ל-ECB להותיר את הריבית ללא שינוי יותר זמן.

האינפלציה באירופה יורדת, אך החלק "הקשה" שלה, אינפלציית השירותים, עדיין גבוהה מאוד, כמו גם במדינות האחרות (תרשים 30). באירופה הלחצים לעלייה במחירי השירותים חזקים בגלל העלייה המהירה בשכר.



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

מבחינה זו, היפנים במצב טוב. הם לא צריכים להמר מתי הריבית תרד. הם צריכים רק שהיא לא תעלה ולאחרונה הנסיבות פועלות לטובתם. בשבוע שעבר התפרסם שמדד המחירים בטוקיו, שמתואם עם האינפלציה ביפן כולה, עלה בדצמבר פחות מהתחזית. גם השכר עלה הרבה פחות מהתחזית וקצב הגידול שלו נמצא במגמת ירידה (תרשים 32). לאחר פרסום הנתונים האחרונים, התחזיות לעליית ריבית ה-BOJ נמחקו לגמרי (תרשים 33). זה הוביל להיחלשות היין היפני לעליות די חזקות בשוק המניות.



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

**שורה תחתונה: ה-ECB לא לחוץ להוריד את הריבית. הסיכוי לעליית הריבית ביפן ירד מאוד.**

### 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.

**14/1/2024**

תאריך פרסום האנליזה