

10.3.2024

אינפלציה 12  
חודשים הבאים  
**2.6%**

מדד פברואר  
**0.4%**

מדד מרץ  
**0.5%**

מדד אפריל  
**0.4%**

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

## עיקרי הדברים

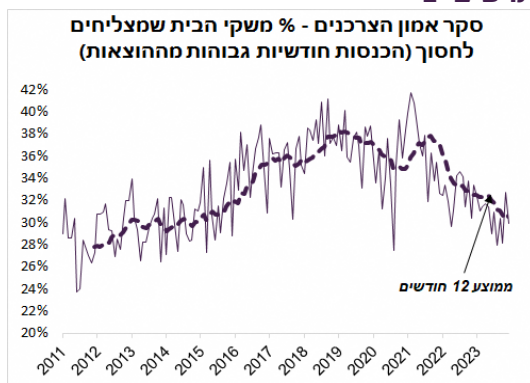
- **סך השכר הריאלי** במשק ירד בשנה האחרונה ויכול לפחות חלקית להסביר את הירידה בצריכה לנפש.
- **סנטימנט הצרכנים בישראל** נמוך מאוד, אך זה לא הפריע להגביר רכישות בכרטיסי אשראי אפילו מעל המגמה. נוכח המגבלות ברכישת השירותים, הצרכנים התנפלו על המוצרים, בדומה לתקופת הקורונה.
- לפי **סקר הערכות המגמות בעסקים** נמשך שיפור, אך המצב עדיין רחוק מלחזור לפעילות לפני המלחמה. העסקים מדווחים על עליות מחירים יחסית משמעותיות במרץ.
- הגיוסים הגבוהים של משרד האוצר בארץ ובחול מתחילת השנה צפויים **להקטין קצב הגיוסים בחודשים הבאים** ולתמוך בשוק האג"ח.
- מכלול הגורמים מראה **ששוק העבודה האמריקאי** נחלש ותומך בהורדת ריבית ה-FED. ה-ECB צפוי להוריד ריבית במקביל ל-FED.
- ה-FED צפוי להודיע בפגישה הקרובה על **צמצום ה-QT**. הקטנת ה-QT לא צפויה להשפיע על השווקים.
- מנהלי השקעות אקטיביים נדחקים משוק המניות האמריקאי ע"י זרם עצום של **כסף פאסיבי**. זה משנה לחלוטין אופי השוק ומחייב גישה שונה מבעבר.

## המצב הפיננסי של משקי הבית הורע

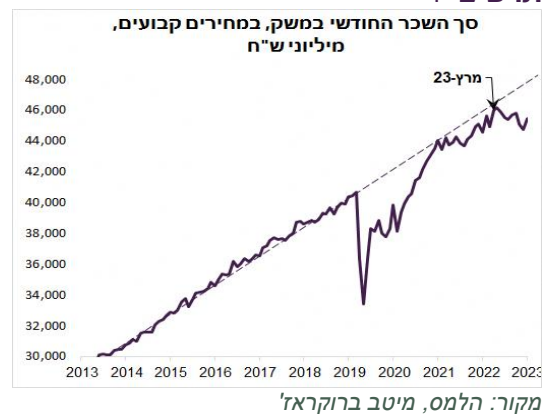
בשבוע שעבר פורסמו מספר נתונים שעוזרים להבין מצבם של משקי הבית:

- מספר משרות שכיר עלה בדצמבר, אך הוא עדיין נמוך בכ-200 אלף (5%) מכמות המשרות שהיו לפני המלחמה. אנו מעריכים שבינואר ופברואר חל שיפור נוסף, אך לא נראה שהמשרות יחזרו לרמות שהיו לפני המלחמה כל עוד היא נמשכת.
- הקשיים של משקי בית לא התחילו במלחמה. הירידה בסך השכר במשק במונחים ריאליים הייתה עוד במרץ 2023 (תרשים 1). הירידה מהווה את אחד ההסברים המרכזיים מדוע הצריכה הפרטית לנפש ירדה ברבעונים האחרונים, עוד לפני המלחמה.
- הרעה במצב הכלכלי של משקי הבית באה לידי ביטוי בסקר אמון הצרכנים בירידה בשיעור משקי בית שמדווחים שמצליחים לחסוך ברמה חודשית. בשנתיים האחרונות שיעור משקי בית שהכנסות החודשיות שלהם היו גבוהות מההוצאות ירד מכ-40% לכ-30% (תרשים 2).

תרשים 2



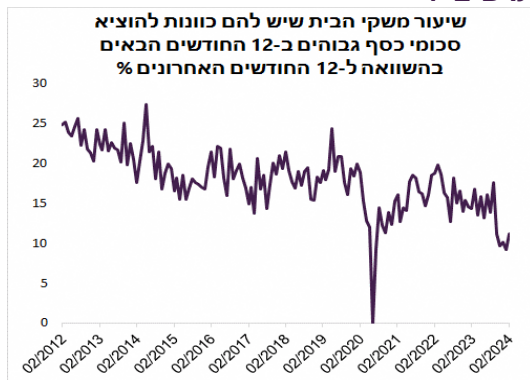
תרשים 1



## הסנטימנט הצרכני בשפל, אך הצרכנים התנפלו על קניות מוצרים

שיעור משקי בית שמתכננים להגביר רכישות גדולות ב-12 החודשים הבאים ירד לאחת הרמות הנמוכות מתחילת הסקר למעט תקופת הקורונה (תרשים 4).

תרשים 4



תרשים 3

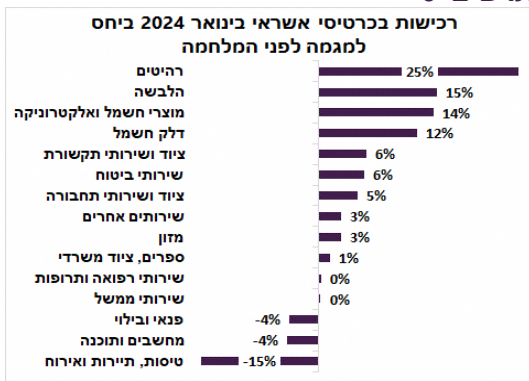


אולם, למרות הסנטימנט הירוד, הרכישות בכרטיסי אשראי עלו בשיעור חד בחודשים נובמבר-ינואר אחרי הנפילה באוקטובר ואף הגיעו מעל המגמה שהייתה לפני המלחמה (תרשים 3).

הרכישות בדצמבר-ינואר מזכירות את התקופה שהייתה אחרי פתיחת הסגרים בקורונה. בגלל שאפשרויות צריכת שירותי פנאי, בילוי ותיירות מוגבלת בתקופת המלחמה, צרכנים קנו מוצרים הרבה מעבר למה שהיו אמורים לקנות אלמלא המלחמה. קניות הרהיטים היו גבוהות בכ-25% מהמגמה, הלבשה ומוצרי חשמל בכ-15% (תרשים 6).

בינתיים, בחודש ינואר, הרכישות המוגברות של המוצרים לא באו לידי ביטוי בעלויות מחירים. יש כמה הבדלים בין התקופה הנוכחית לבין הקורונה שבה הביקושים העלו את המחירים. ראשית, הירידה ברכישות המצטברות מתחילת האירוע לעומת המגמה בקורונה הייתה בשיעור כפול מאשר בחרבות ברזל (תרשים 5). לפיכך, החיסכון ההתחלתי גדול יותר שנוצר בגלל ירידה בצריכה הוביל ל"פיצוי" בקניות חזקות יותר אחר כך. כמו כן, התמריצים שהעבירה הממשלה לאזרחים בקורונה היו גדולים הרבה יותר. בנוסף, בקורונה היה מחסור חריף במוצרים והאינפלציה התפתחה לא רק בישראל.

תרשים 6



תרשים 5

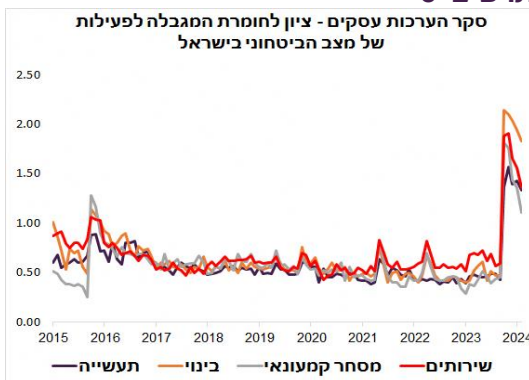


מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

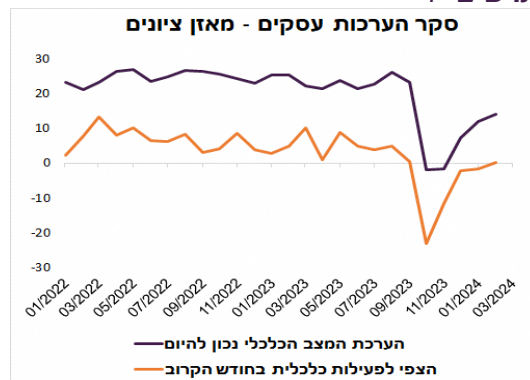
## מצב העסקים משתפר, אך הוא רחוק מאשר לפני המלחמה

סקר הערכות המגמות בעסקים הצביע על שיפור בחודש פברואר בכל הענפים, למעט המלונאות, אך המצב עדיין רחוק מנורמלי וגם הציפיות נשארות נמוכות (תרשים 7).  
 • המגבלה לפעילות שקשורה למצב הביטחוני בישראל עדיין משמעותית מאוד, במיוחד בענף הבינוי (תרשים 8) שסובל גם ממחסור בעובדים ובביקושים.

תרשים 8



תרשים 7

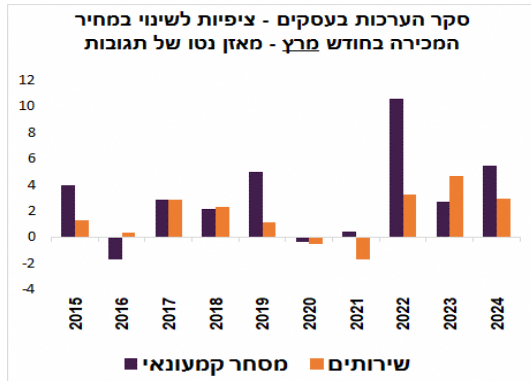


מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

- חלה הקלה במגבלה של נגישות לאשראי הבנקאי, כולל אצל חברות הבינויה.
- הציפיות להזמנות ליצוא בתעשייה ובענף מידע ותקשורת (חברות הטכנולוגיה) השתפרו וחזרו לרמות שהיו לפני המלחמה (תרשים 9).
- הסקר הצביע על ציפיות גבוהות יחסית לעליית מחירי המכירה בענף המסחר הקמעונאי והשירותים בחודש מרץ בהשוואה לחודש מרץ בשנים הקודמות (תרשים 10). יתכן

והציפיות מגלמות את ההשפעות של ההתייקרויות עליהן הודיעו החברות בענף הקמעונאות לאחרונה.

**תרשים 10**



**תרשים 9**



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

## שורה תחתונה: סקר העסקים מצביע על המשך שיפור, אך רחוק מחזרה למצב לפני המלחמה.

### הגיוס הגבוה של האוצר ברבעון הראשון מקטין קצב ההנפקות החזוי

משרד האוצר גייס בחו"ל 8 מיליארד דולר. בסה"כ, הגיוס בשלושת החודשים הראשונים של השנה (כולל תוכנית ההנפקות במרץ) מסתכם בכ-100 מיליארד שקל. הגיוסים המצטברים היו גבוהים ממה שהנחנו. כתוצאה מזה, קצב ההנפקות החודשי בישראל כולל ההחלף ב-9 החודשים עד סוף השנה צפוי לעמוד על כ-14 מיליארד ₪, לעומת כ-17 מיליארד שציפינו בתחילת השנה (ראו טבלה).

#### תחזיות הגיוס בשוק המקומי לשנת 2024

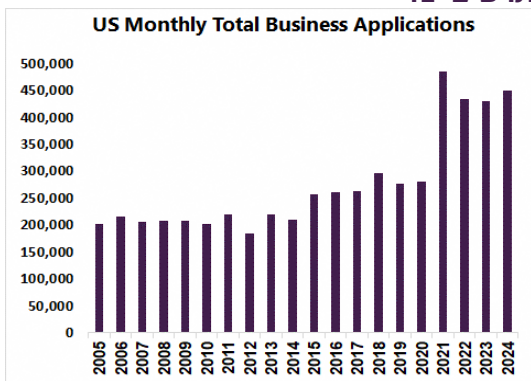
צרכי גיוס	
6.6%	גירעון
128	גירעון, מיליארדי ₪
20	גיוס לקרן פיצויים
46	פדיון מקומי, מיליארדי ₪
35	פדיון חו"ל, מיליארדי ₪
10	הגדלת יתרות מזומן
<b>239</b>	<b>גיוס כולל, מיליארדי ש"ח</b>
<b>מימון (מיליארדי ₪)</b>	
102	גיוס בישראל ובחו"ל ינאר-מרץ
עותר ב-9 החודשים עד סוף השנה	
5	הפרטה
5	הנפקה אג"ח בחו"ל
127	הנפקת אג"ח בישראל
<b>14</b>	<b>קצב חודשי בשוק המקומי הנפקות/החלף אפריל-דצמבר</b>

## מהו המצב של שוק העבודה האמריקאי?

נתוני שוק העבודה בארה"ב מציגים תמונה שלעיתים נראית לא עקבית:

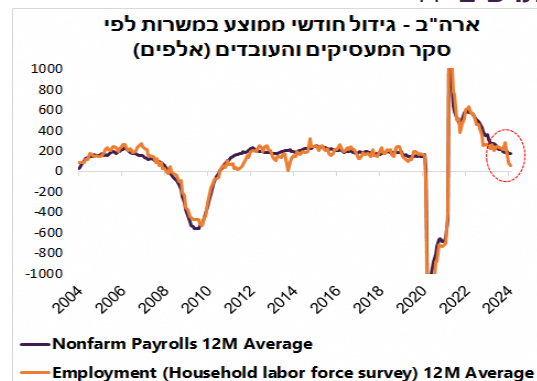
- גידול במשרות ממשיך להיות יחסית גבוה. מנגד, שיעור האבטלה כבר עלה ב-0.5% מהתחתית והגידול בשכר יורד. להערכתנו, קיים כאן עיוות שיתכן וקשור עדיין להשפעות הקורונה. באירועי ההאטה בשוק העבודה מאז שנות ה-80 ירידה בגידול במשרות התחילה במוצע כשנה וחצי לפני עלייה בשיעור האבטלה וכשנה לפני התמתנות בשכר.
  - להבדיל מסקר המעסיקים (Nonfarm payrolls) סקר המועסקים (Employment Survey) מצביע על ירידה ברורה במשרות (תרשים 11).
  - עלייה בשיעור העובדים במשרה חלקית וירידה בשיעור העובדים הזמניים מהווים סימן לחולשה של שוק העבודה.
  - גם ספר הבז' של ה-FED דיווח בשבוע שעבר על המשך הקלה בשוק העבודה.
  - שיעור המתפטרים מרצון ירד לרמה הנמוכה מאז 2017. לנתון זה יש קורלציה חזקה לחולשה כללית בשוק העבודה.
  - לפי Challenger Job Cut Report מתחילת השנה חברות הודיעו על פתיחת משרות בכמות הקטנה ביותר באותה התקופה מאז 2009. עוד נקודה מעניינת שמופיעה בדו"ח, שהחברות הודיעו על קיצוץ של 15 אלף משרות בפברואר בגלל שינוי טכנולוגי. בכל ההיסטוריה של הדו"ח מאז 2007 פוטרו בגלל סיבה זו בסה"כ 15.5 אלף עובדים. בנוסף, שנה האחרונה פוטרו כארבעת אלפים עובדים בגלל יישום AI.
  - צריכים לקחת בחשבון שמצבו של שוק העבודה האמריקאי, ולא רק שלו, השתנה מבנית בעשור האחרון. עובד שלא מוצא עבודה יכול במקום לקבל דמי אבטלה נמוכים (כ-440 דולר בשבוע) להפוך לעצמאי ב-gig economy כנהג של "אובר", שליח וולט וכו'. עובדים אלה ברובם נחשבים לעצמאים. פתיחת עסקים עצמאים, במיוחד עסק עם עובד אחד, קפצה בחדות אחרי הקורונה (תרשים 12).
- gig economy מורידה שיעור האבטלה בגלל גידול בעצמאים ש"בכלכלה הישנה" חלקם היו הופכים למובטלים. כמו כן, עצמאים לא זכאים לדמי אבטלה. לכן אם הם מאבדים עבודה הם לא מתווספים לסטטיסטיקה של תביעות דמי אבטלה. יתכן מאוד שזה חלק מהסיפור של שיעור האבטלה, ומספר דמי אבטלה הנמוכים יחסית של השנים האחרונות. שינוי זה יכול להסתיר שיעור האבטלה "האמיתי" שאלמלא gig economy היה כבר גורם ל-FED להוריד ריבית.

תרשים 12



מקור: US Census, מיטב ברוקראז'

תרשים 11

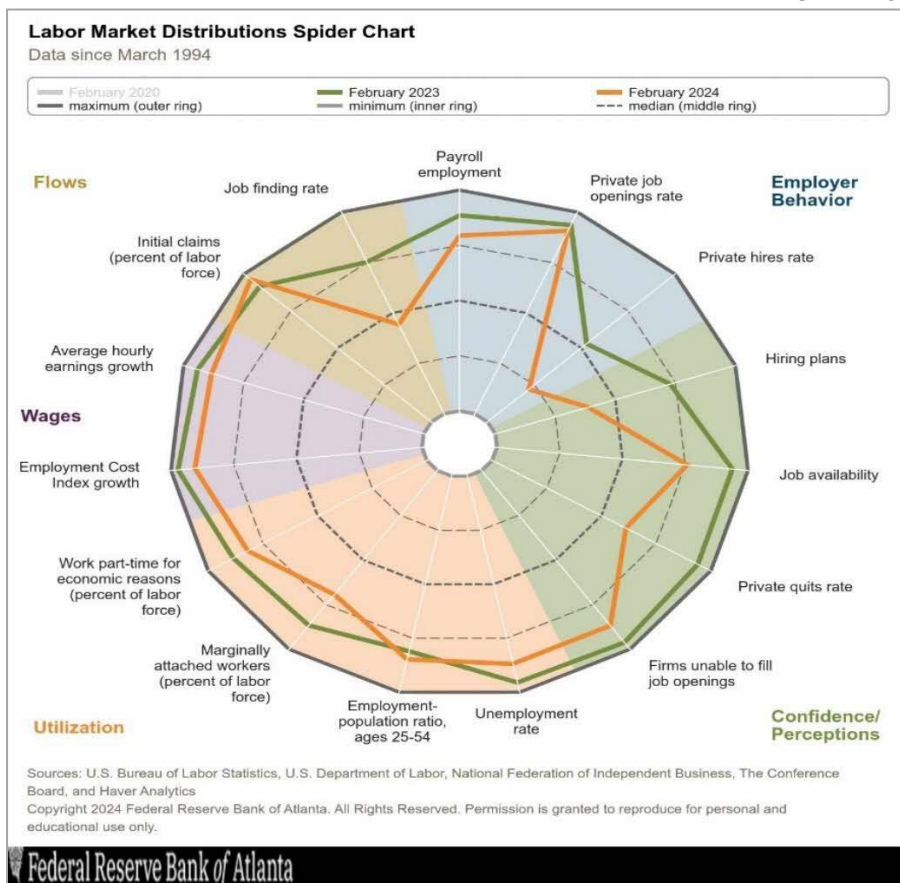


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

היחלשות שוק העבודה באה לידי ביטוי בגרף "העכביש" שמתפרסם ע"י ה-FED באטלנטה (תרשים 13). התרשים מציג את הפרמטרים השונים של שוק העבודה, כאשר הנתון הטוב ביותר

היסטורית של כל אחד מהם מוצג כמעגל החיצוני הגדול ביותר והגרוע ביותר במעגל הפנימי הקטן ביותר. ניתן לראות שבין פברואר 2023 לפברואר 2024 חלה נסיגה פנימה בפרמטרים רבים. במיוחד נחלשו האינדיקטורים שקשורים לרצון המעסיקים לגייס עובדים והאינדיקטורים שמשקפים ביטחון העובדים.

### תרשים 13



מקור: FED

## שורה תחתונה: שוק העבודה האמריקאי נחלש במידה שמצדיקה תחילת הקלה מוניטארית.

### צמצום ה-QT צפוי בקרוב והורדת הריבית אחריו

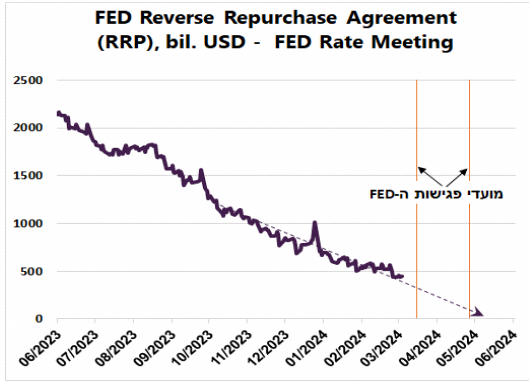
בכל מחזורי הורדת הריבית מאז שנות ה-80 ה-FED התחיל להוריד ריבית לפני או בו זמנית עם תחילת העלייה באבטלה (תרשים 14). לפיכך, העיכוב העכשווי של ה-FED חריג. להערכתנו, נתוני שוק העבודה האחרונים יתמכו ברצון של הוועדה המוניטארית להתקדם להורדת הריבית באמצע השנה.

כעת נותר להמתין לנתוני האינפלציה ביום שלישי. על פי תחזיות הכלכלנים והמודל Inflation Nowcasting של שלוחת ה-FED בקליבלנד, קצב האינפלציה צפוי להישאר ברמה של 3.1%, אך אינפלציית הליבה צפויה לרדת מ-3.9% ל-3.7%.

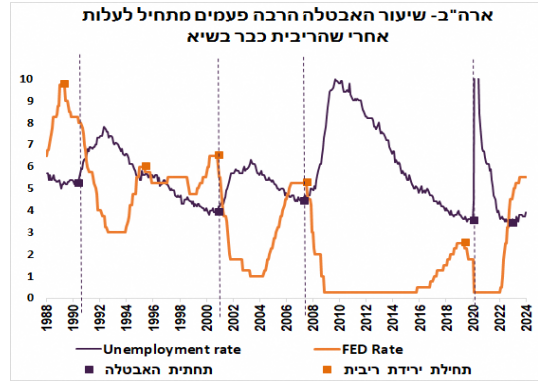
ה-FED צפוי להודיע בפגישתו הקרובה על תחילת "הקיפול" של צמצום כמותי (QT) מאחר שהכלי RRP שסופג עודפי נזילות צפוי להתרוקן קרוב לפגישת ה-FED כבר בסוף אפריל (תרשים 15). המשך שאיפת נזילות בקצב הנוכחי עלול להפחית רזרבות הבנקים מתחת לרמה הנדרשת שאף אחד לא יודע מהי. אנו לא חושבים שצמצום ה-QT ישפיע מהותית על השווקים.

לפי דברי נגידת ה-ECB, גם הם צפויים להוריד ריבית בפעם הראשונה יחד עם ה-FED ביוני.

**תרשים 15**



**תרשים 14**

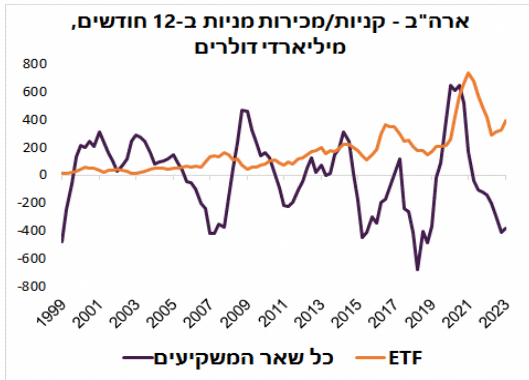


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

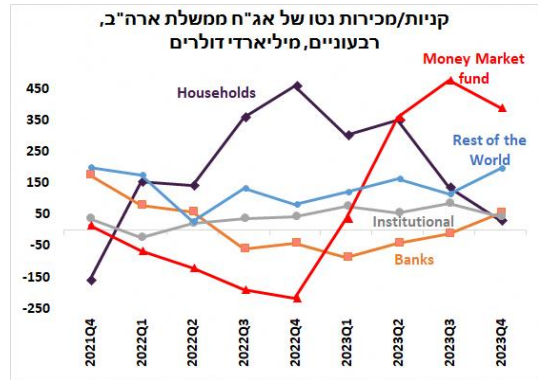
**מי קנה את האג"ח הממשלתיות בארה"ב?**

הנתונים הרבעוניים של The Financial Accounts of the United States ל-Q4/23 שפרסם ה-FED מלמדים שהרוכשים העיקריים של האג"ח הממשלתיות היו הקרנות הכספיות (תרשים 16). הם קנו בעיקר אג"ח קצרות (Treasury Bills). מלבדם הרוכש הגדול ביותר של אג"ח היו משקיעים זרים. גם הבנקים חזרו לקנות אגרות חוב. לעומת זאת, משקי הבית, שהיו הרוכשים הגדולים ביותר ב-2022 כמעט לא קנו ברבעון הרביעי. המוסדיים ממשיכים להיות שחקן יחסית קטן בשוק זה.

**תרשים 17**



**תרשים 16**



מקור: FED, מיטב ברוקראז'

**שוק המניות כבר לא מה שהכרנו בעבר**

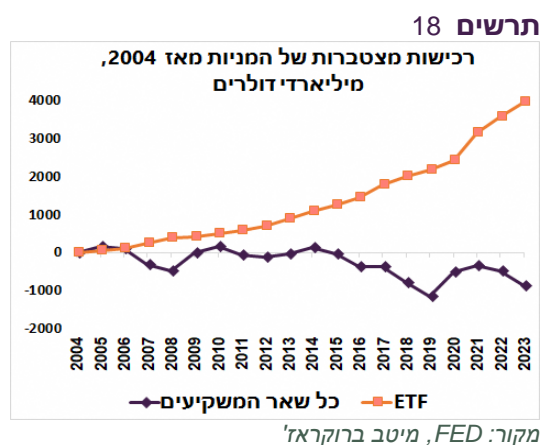
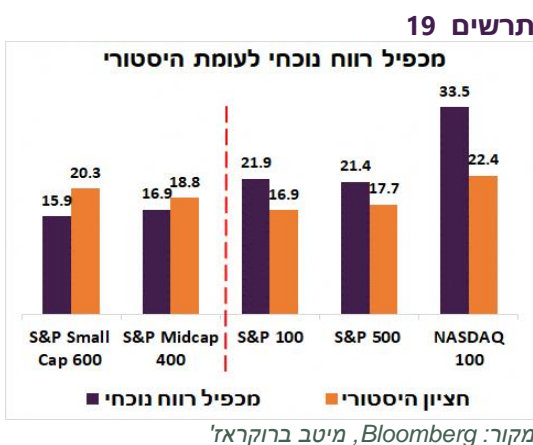
באותו הפרסום של The Financial Accounts של ה-FED עולה תמונה מעניינת לגבי זהות רוכשי המניות. הרוכשים הגדולים ביותר של המניות ב-2023 שקנו אותן בכ-400 מיליארד דולר היו ה-ETF. כל המשקיעים האחרים יחד מכרו מניות (תרשים 17). קניות המניות באמצעות ה-ETF התגברו מאוד בעשור האחרון על רקע המכירות של כל יתר סוגי המשקיעים (תרשים 18). השחקנים האחרים לא ממש יוצאים מהשקעה במניות, אלא פשוט עוברים מניהול אקטיבי ע"י החזקה ישירה של מניות או באמצעות מנהלי תיקים, קרנות נאמנות וכו' לניהול פאסיבי באמצעות תעודות סל. על פי ההערכות השונות, משקל ההשקעות הפאסיביות מתקרב כבר למחצית מכלל השוק, כאשר מבחינת זרם הכספים נטו אל שוק המניות המכשירים הפאסיביים (לא רק ETF) קרובים ל-100% מהמסחר. עובדה זו משנה לחלוטין התנהגות השוק ויכולה להסביר דפוסיו בתקופה האחרונה.

בעולם שבו מרבית הכסף מנוהל ע"י מנהלי השקעות אקטיביים מתקיים חיפוש מתמיד של מניות שהמחיר שלהן נמוך ולא משקף ערך החברה. אם המניה יקרה מדי, מנהל השקעות ימכור אותה (יעשה שורט) והמחיר ירד. כתוצאה מזה, המחירים מתכנסים לערך הכלכלי (שוק יעיל). בעולם החדש קשה להרוויח מסטיית מחירי המניות מהערך הכלכלי בשני הכיוונים.

בעולם שבו רוב הכסף המושקע בשוק המניות הנו פאסיבי, ערך החברה פחות מעניין. ההשקעה מתחלקת לפי שווי מניות החברות בהתאם למשקל שלהן במדד המניות. בכך, המניות היקרות ביותר מקבלות את הביקושים הגדולים ביותר ללא קשר האם שווי החברה נמוך או גבוה מהשווי הכלכלי.

כתוצאה מזה, המניות היקרות הופכות ליקרות עוד יותר. מנהל השקעות אקטיבי אמור למכור אותן, אך כשהוא יעשה זאת, הביצועים שלו נפגעים. לא רבים יעזו לעשות שורט על Magnificent 7. מנהל אקטיבי גם אמור לחפש ולקנות מניות זולות שהן בדרך כלל קטנות יותר, אך הזרם הפאסיבי ממשיך להשאיר אותן מאחור. כתוצאה מזה, מנהלי השקעות אקטיביות מציגים תוצאות פחות טובות מההשקעה הפאסיבית ולא מצדיקים דמי ניהול גבוהים יותר. לכן, כסף בורח ממנהלים אקטיביים להשקעות פאסיביות.

הירידה בכמות הכסף שמנוהל בצורה אקטיבית מעמיקה את בעיה עוד יותר. היא משאירה את המניות הזולות, בדרך כלל של חברות קטנות יחסית, בלי התייחסות מנהלי השקעות והן נותרות זולות. לראיה, מכפילי הרווח של מדדי מניות קטנות כגון S&P Small Cap 600 או S&P Midcap 400 הרבה יותר נמוכים היום מהממוצע/החציון ההיסטוריים, כאשר במדדים הגדולים כמו S&P500, S&P100 או Nasdaq המצב בדיוק הפוך (תרשים 19). זה קורה למרות שהרווח למניה במדדים הקטנים והבינוניים עלה בשנה האחרונה יותר מאשר במניות S&P 500.



בעולם "אקטיבי" הפער השלילי בין המחיר לערך החברה הוא הטריגר לתיקון. לעומת זאת, בעולם שנשלט ע"י כסף פאסיבי הטריגר לכל תזוזה למטה ולמעלה הוא כניסה או יציאת כספים. המניות הגדולות תמיד יובילו את המהלך, גם לעלייה וגם לירידה. זה בדיוק מה שקרה לדוגמה ב-2022 כאשר חברות הטכנולוגיה הגדולות ירדו יותר מאשר יתר המניות ומדדי מניות הקטנות הציגו ביצועים טובים יותר. זה לא היה קשור לעליית ריבית, כפי שטענו. לראיה, בכל המקרים בעבר כשהריבית עלתה דווקא מניות הטכנולוגיה הציגו ביצועים טובים יותר. זה קורה גם עכשיו בעליות בשוק המניות בשנה האחרונה תוך התנפחות המניות הגדולות ופיגור בקטנות.

**שורה תחתונה: יש כמה מסקנות שאפשר להסיק לגבי שוק המניות שנשלט ע"י הכסף הפאסיבי:**

- **הבועות שיתנפחו בשוק יהיו גדולות יותר מבעבר.**
- **ניפוץ הבועות עלול להיות חזק ומהיר יותר.**
- **לא כדאי להמר בשווקים עולים על המניות הקטנות. רק על הגדולות.**



### 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.

**10/3/2024**

תאריך פרסום האנליזה