



12.1.2025

אינפלציה 12
חודשים הבאים

2.7%

מדד דצמבר

0.1%

מדד ינואר

0.3%

מדד פברואר

0.2%

ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים

3.75%

עיקרי הדברים

ישראל

- **סקר העסקים** מצביע על שיפור בפעילות העסקים ועל ציפיות חיוביות להמשך בחודש הקרוב.
- **העסקים צפויים להגביר גיוסי עובדים**. בהתחשב בשפל בשיעור האבטלה, לחצי שכר עשויים להתחזק.
- **הגידול במשרות בשנתיים האחרונות** מתרחש בעיקר בסקטורים שקשורים לשירותים הציבוריים כגון חינוך, בריאות וממשל.
- בחודשים האחרונים של 2024 **המוסדיים הגבירו מאוד השקעות בישראל**.

- **המרווחים בשוק הקונצרני בשפל היסטורי**.

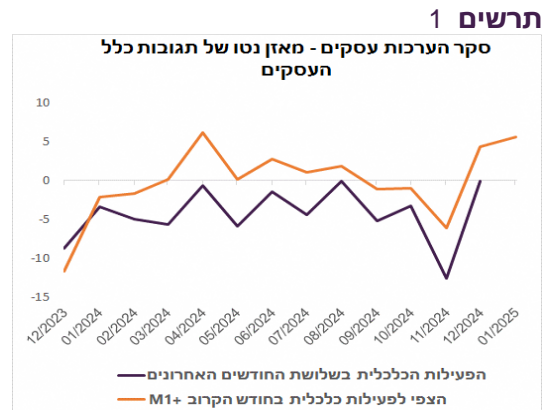
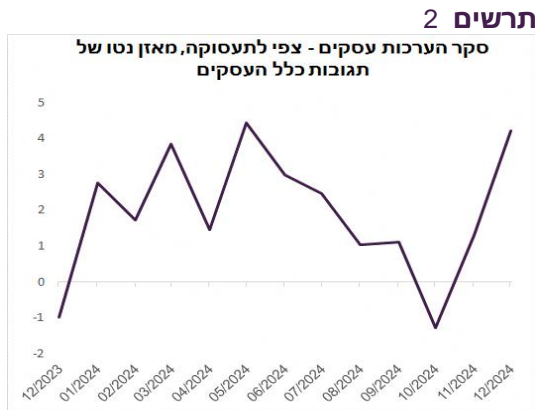
עולם

- כ-60% מהגידול במשרות בארה"ב מתרחש בסקטור שירותי הבריאות והממשל שאמורים לעבור התייעלות ע"י הממשלה החדשה.
- להערכתנו, הנתונים האחרונים בארה"ב **לא מעידים על התגברות האינפלציה**.
- אנו מעריכים שהיחס סיכוי לסיכון בשוק האג"ח האמריקאי עדיף על פני שוק המניות.
- **עליית התשואות בעולם** מעלה סיכון לצמיחה ולשווקים במיוחד באירופה.

המלצות מרכזיות

הפסקת האש הביאה שיפור בפעילות העסקים

סקר הערכות עסקים של הלמ"ס משקף המשך שיפור בציפיות העסקים לפעילות בחודש הקרוב (תרשים 1). במיוחד ניכרת עלייה בציפיות החברות לגידול בתעסוקה (תרשים 2). ענפי השירותים, התעשייה והבנייה צפויים לגייס עובדים.

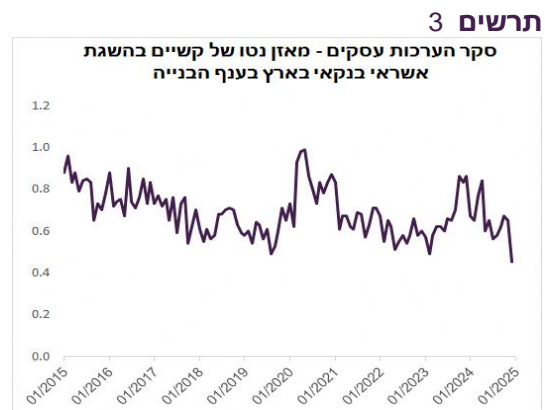
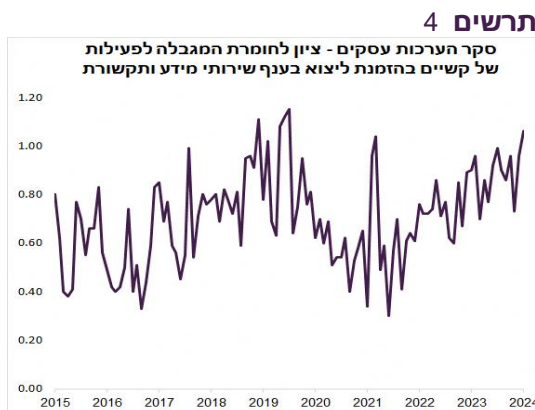


מקור: הלמ"ס, מיטב ברוקראז'

העלייה בציפיות ובפעילות קשורה בעיקר לשיפור במצב הביטחוני, כפי שעולה מתוצאות הסקר. בנוסף, חלה הקלה משמעותית ביכולת להשיג אשראי בנקאי בכל הענפים, ובמיוחד בענף הבנייה שבו חומרת המגבלה ירדה לרמה הנמוכה מאז שהתחיל הסקר לפני עשור (תרשים 3). בצד הגורמים המשפיעים על האינפלציה לא חלה הקלה במגבלה של מחסור בחומרי הגלם והציוד והיא נותרה גבוהה יותר מאשר לפני המלחמה בכל הענפים.

שיעור גבוה של חברות בענפי המסחר הקמעונאי ובענף השירותים מצפה לעלייה במחירי המכירות בחודש ינואר מעבר לעלייה עונתיות רגילה. יתכן שחברות רבות מתכוונות לנצל עליות המיסים כדי להעלות מחירים.

נקודה שלילית בולטת בסקר הייתה עלייה בקושי להשיג הזמנות ליצוא בענף מידע ותקשורת. המגבלה עלתה לאחת הרמות הגבוהות מאז תחילת הסקר (תרשים 4).



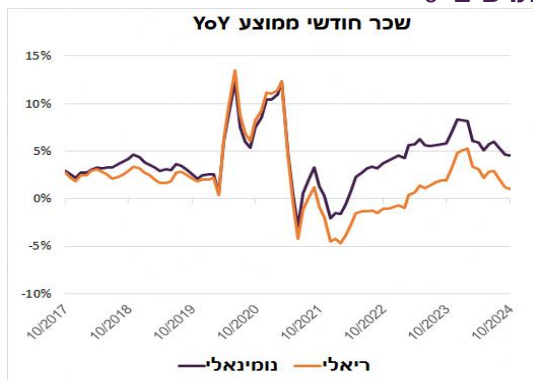
מקור: הלמ"ס, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: לפי סקר העסקים, המשק מתאושש. אנו מעריכים שהשיפור בפעילות ימשך.

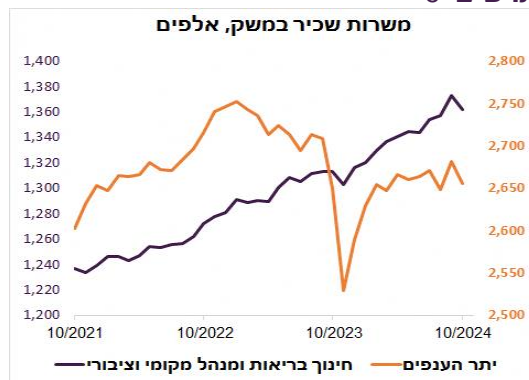
כמות המשרות בסקטור הפרטי ירדה בשנתיים האחרונות

מסוף 2022 מספר משרות שכיר במשק עלה בעיקר בסקטורים שירותים ציבוריים כמו החינוך, הבריאות והמגזר הציבורי. בכל יתר הסקטורים ששייכים בעיקר למגזר הפרטי מספר המשרות לא גדל בשנה האחרונה לאחר ירידה מתחילת 2023 (תרשים 5). בפרט, בשנתיים האחרונות לא גדלו המשרות בענף ההיי טק בישראל, לעומת הגידול של 3.6% בארה"ב. קצב הגידול בשכר הממוצע ירד מכ-8% בתחילת השנה לכ-4.5%. קצב זה עדיין גבוה יחסית. עם זאת, הגידול בשכר הממוצע הריאלי ירד לכ-1%, נמוך לעומת לפני הקורונה (תרשים 6). על פי ממצאי סקר העסקים, הם מתכוונים לגייס עובדים בחודשים הקרובים. על רקע שפל בשיעור האבטלה, גידול בגיוסי עובדים עשוי לגרום לעלייה מחודשת בלחצי השכר.

תרשים 6



תרשים 5



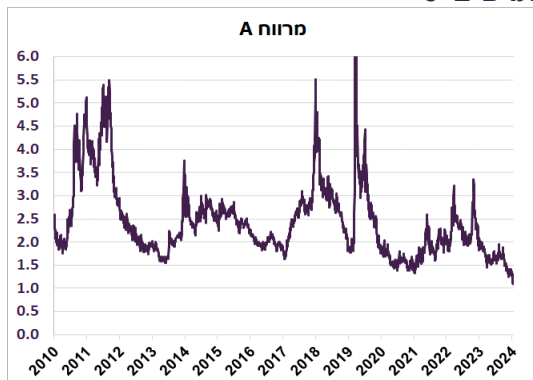
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: גידול בגיוס עובדים עשוי להגביר קצב עליית השכר.

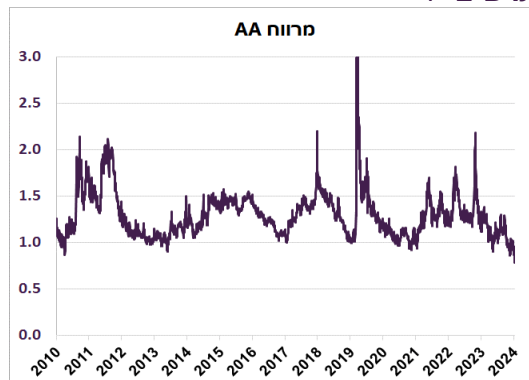
כמחצית מסך צבירת נטו של המוסדיים זרמה אל השוק המקומי

האפיקים המקומיים ממשיכים להפגין ביצועים עודפים גם ב-2025. המרווחים של האג"ח הקונצרניות ירדו לרמות שפל היסטוריות בכל רמות הדירוג (תרשים 7-8).

תרשים 8



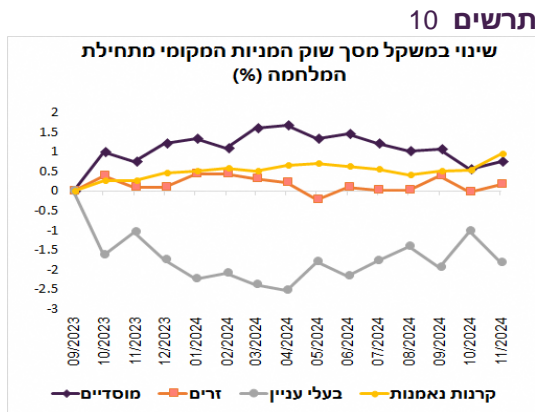
תרשים 7



מקור: בורסה, מיטב ברוקראז'

גם האג"ח הממשלתיות והמניות המשיכו להציג ביצועים עודפים לעומת השווקים בחו"ל. הביצועים העודפים של השווקים בישראל בחודשים האחרונים משכו כספי המשקיעים המוסדיים שלראשונה מאז 2022 התחילו להגדיל חשיפה לשוק המקומי.

כמחצית מסך צבירת נטו מצטברת ב-12 החודשים של החוסכים בגמל, השתלמות ופנסיה בסך של כ-30 מיליארד ₪ הופנתה לאפיקים המקומיים הסחירים למעט מק"מ (תרשים 9). המשקיעים הפרטיים ניצלו טוב יותר מהמוסדיים את העלויות בשוק המניות. משקל קרנות הנאמנות בשוק המניות המקומי עלה בשנה האחרונה יותר מאשר של המוסדיים, במיוחד בחודשים האחרונים של 2024, לקראת העלויות החדות בשוק המניות המקומי (תרשים 10).



שורה תחתונה: המוסדיים הגדילו חשיפה לישראל

עולם

הסקטורים שמגייסים עובדים על הכוונת של הממשל החדש

נתוני שוק העבודה האמריקאי בדצמבר שוב הפתיעו לטובה. תוספת המשרות הייתה גבוהה מהתחזית (256 אלף לעומת 165), שיעור האבטלה ירד מ-4.2% ל-4.1%. מבט על הטבלה שמרכזת את האינדיקטורים העיקריים של שוק העבודה האמריקאי (תרשים 11) מראה שהם נחלשו במחצית השנייה של 2024, אך לא מדובר כמובן בהתדרדרות חדה.

תרשים 11

Initial Jobless Claims 4 Week Avg	Temporary Workers from Total	Small Business Hiring Plans Index	Avg Hourly Earnings YoY	Labor Force Participation Rate	Quits Rate	Hires Rate	Unemployment Rate Ext.	Unemployment Rate	Nonfarm Payrolls YoY	Job Openings Rate	
213											ינו-25
223	1.67%	19	3.9	62.5			7.5	4.1	1.42		דצמ-24
219	1.67%	18	4.0	62.5	1.9	3.3	7.7	4.2	1.44	4.8	נוב-24
237	1.67%	15	4.0	62.5	2.1	3.4	7.7	4.1	1.43	4.7	אוק-24
224	1.68%	15	3.9	62.7	1.9	3.5	7.7	4.1	1.51	4.4	ספט-24
230	1.68%	13	3.9	62.7	2	3.4	7.8	4.2	1.50	4.7	אוג-24
238	1.70%	15	3.6	62.7	2	3.4	7.8	4.2	1.59	4.6	יול-24
239	1.71%	15	3.8	62.6	2	3.3	7.4	4.1	1.62	4.8	יוני-24
222	1.73%	15	4.0	62.6	2.1	3.6	7.4	4	1.70	4.9	מאי-24
210	1.73%	12	3.9	62.7	2.2	3.5	7.4	3.9	1.76	4.8	אפר-24
215	1.74%	11	4.1	62.7	2.2	3.6	7.3	3.9	1.87	5	מרץ-24
209	1.75%	12	4.3	62.6	2.2	3.7	7.3	3.9	1.76	5.3	פבר-24
210	1.76%	14	4.4	62.5	2.2	3.6	7.2	3.7	1.80	5.3	ינו-24
206	1.76%	16	4.3	62.5	2.2	3.7	7.2	3.8	1.95	5.3	דצמ-23

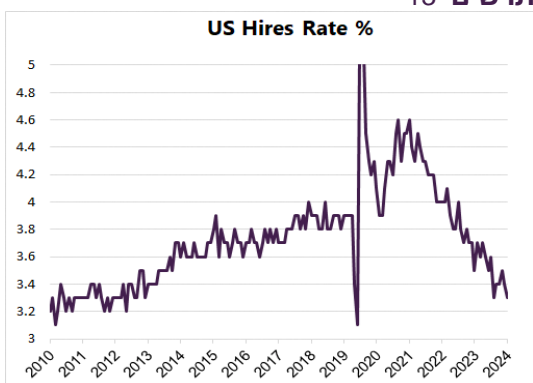
למרות תוספת המשרות הגבוהה, שיעור גיוס העובדים (US Hires Rate) עומד על כ-3.3%, הנמוך ביותר משנת 2013 (תרשים 13). קצב הגידול השנתי של סך המשרות במשק ממשיך

לרדת והגיע ל-1.42%, הנמוך ביותר מאז המגפה. נציין, שבהתחשב בגידול בסך כמות המשרות בין 2019 להיום, תוספת של 256 אלף משרות בדצמבר משקפת את אותו שיעור הגידול השנתי כמו התוספת של 150 אלף משרות ב-2019.

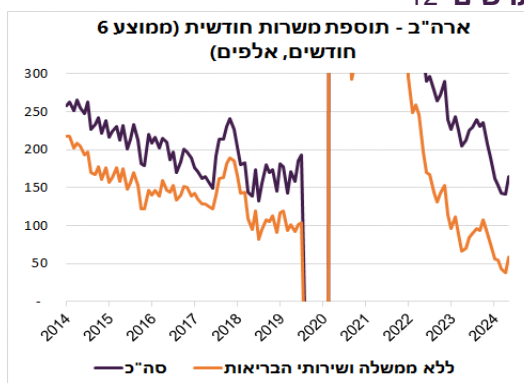
סקטור הבריאות והממשלה ממשיכים לגייס עובדים בקצב גבוה. התוספת החודשית הממוצעת של משרות חדשות הייתה בחצי השנה האחרונה כ-150 אלף, אך ללא הממשלה וסקטור שירותי הבריאות התווספו בממוצע רק כ-50 אלף משרות, כמחצית מאשר בשנת 2019 (תרשים 12). בשלושת החודשים האחרונים שני הסקטורים הללו היו אחראים על כ-62% מהמשרות החדשות לעומת משקלם של כ-29% בסך המשרות במשק.

הממשל החדש מתכנן לבצע קיצוץ עמוק במגזר הממשלתי ומינה לצורך זה את אילון מאסק למשרד מיוחד. גם בסקטור שירותי הבריאות צפויים שינויים גדולים בגלל חוסר שביעות רצון מהתפקוד של מערכת הבריאות ומעלות שירותי הבריאות. מאוד סביר שהרפורמה במערכת הבריאות תשאף להתייעלות, מה שיקטין תוספת המשרות לענף.

תרשים 13



תרשים 12



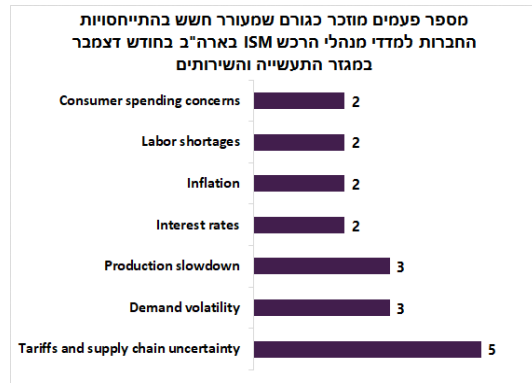
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: שני הסקטורים שאחראים על התוספת של כמעט שני שלישי מהמשרות החדשות בארה"ב צפויים לעבור "התייעלות" ע"י הממשל החדש

בשלב זה הנתונים בארה"ב לא משקפים עלייה בסביבת האינפלציה

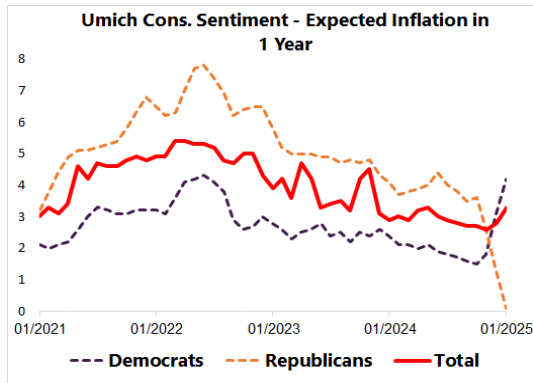
- אנחנו לא חושבים שבכלכלה האמריקאית קיימות עדויות להתגברות לחצי האינפלציה:
 - השכר הממוצע במשק האמריקאי צומח בקצב יציב ולא חריג. כפי שנציין בהמשך, חלק מהעלייה בשכר הממוצע מבטאת פיטורי עובדים בעלי שכר נמוך.
 - העלייה החדה ברכיב המחירים במדד מנהלי הרכש במגזר השירותים בחודש דצמבר לא בהכרח עדות ללחצים לעליית מחירים. קפיצות כאלה לחודש אחד התרחשו לא פעם בשנים האחרונות ואחריהן פעמים רבות בא תיקון. העלייה גם לא תואמת ירידה ברכיב המחירים במדדי הפעילות האזוריים שמתפרסמים ע"י ה-FED.
 - בהתייחסויות מילוליות של חברות במסגרת פרסום מדד מנהלי הרכש במגזר התעשייה והשירותים האמריקאי ISM חשש מפני האינפלציה הוזכר בדצמבר הרבה פחות פעמים מאשר חוסר הוודאות בקשר למדיניות הממשלה (תרשים 14).
 - העלייה בציפיות האינפלציה במדד הסנטימנט הצרכני של אוניברסיטת מישיגן קשורה יותר להעדפות הפוליטיות של המשתתפים. כפי שניתן לראות בתרשים 15, הרפובליקנים הורידו בחדות את ציפיות לאינפלציה שלהם והדמוקרטים דווקא הקפידו אותן (תרשים 15).

תרשים 14



מקור: ISM, מיטב ברוקראז'

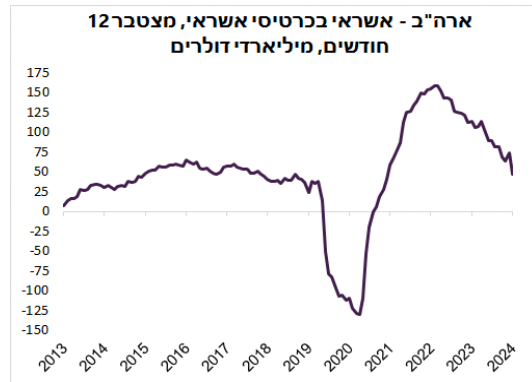
תרשים 15



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

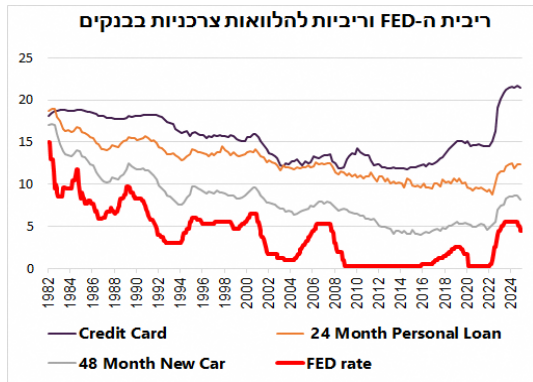
• נמשכת ירידה בקצב הגידול באשראי בכרטיסי אשראי בארה"ב (תרשים 16). למרות הירידה בריבית ה-FED, הריביות שמשלמים הצרכנים על האשראי לא ירדה בכלל. הריבית הממוצעת על האשראי בכרטיסי אשראי עומדת היום על כ-21.5% גבוהה יותר מאשר בתחילת שנות ה-80, כאשר ריבית ה-FED עמדה על כ-15% (תרשים 17).

תרשים 16



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

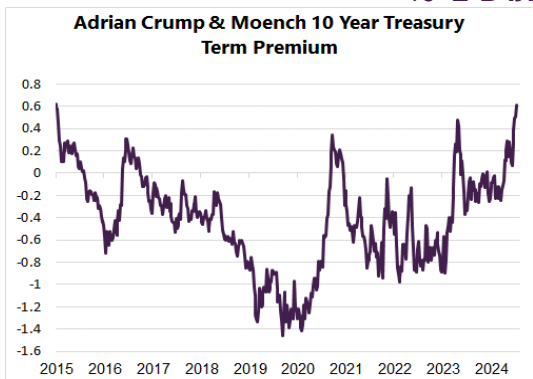
תרשים 17



השווקים מושפעים בעיקר מחוסר הוודאות לקראת הממשל החדש

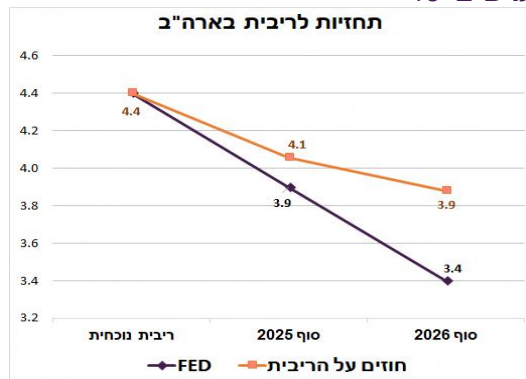
להערכתנו, הסיבה העיקרית שגורמת לעליית התשואות בשוק האג"ח ולתנודתיות בשוק המניות קשורה פחות לנתוני שוק העבודה, האינפלציה או אחרים, אלא לכניסתו הצפויה של הממשל החדש בארה"ב שכבר מייצר לא מעט כותרות שערורייתיות. לדוגמה, נתוני שוק העבודה שמציגים גידול במשרות וירידה באבטלה תוך עלייה מתונה בשכר הממוצע לא היו אמורים לגרום לירידה חדות במניות. לראיה, כמעט בכל המקרים של הפתעות כלפי מעלה בתוספת המשרות החודשית בשנה האחרונה S&P500 הגיב דווקא בעליות. החוזים על הריבית כבר מגלמים פחות משתי הורדות ב-2025 אותן ציפה ה-FED בתחזית האחרונה (תרשים 18). פרמיית הסיכון באג"ח ל-10 שנים עלתה לרמה הגבוהה ביותר מאז שנת 2015 (תרשים 19).

תרשים 19



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

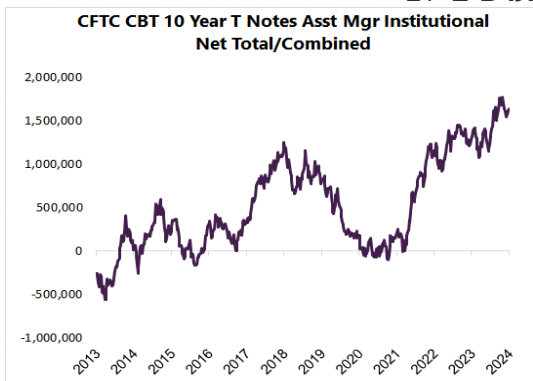
תרשים 18



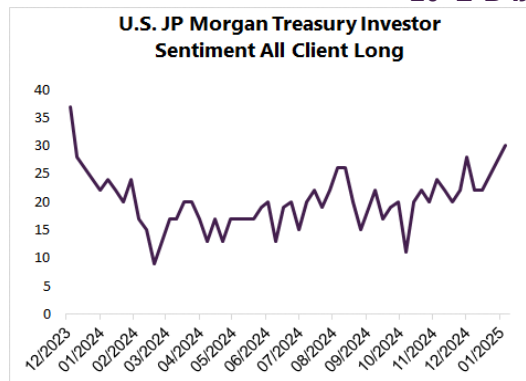
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

כמות חוזי לונג על האג"ח ל-10 שנים של מנהלי השקעות מוסדיים קרובה לשיא היסטורי (תרשים 21). בסקר משקיעי אג"ח של JP Morgan שיעור המשקיעים בפוזיציות לונג עלה לרמה הגבוהה בשנה האחרונה (תרשים 20). להערכתנו, הסיכון לירידה בצמיחה במהלך השנה הקרובה גבוה יותר מאשר הסיכון לעלייה באינפלציה. אנו מעריכים שבסיכוי גבוה ה-FED יוריד ריבית יותר פעמים ממה שהשווקים מגלמים, מה שצפוי להוביל לירידה בתשואות אג"ח.

תרשים 21



תרשים 20

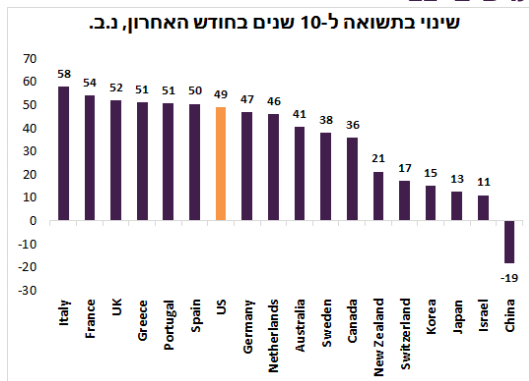


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

הסיכון באירופה מתגבר

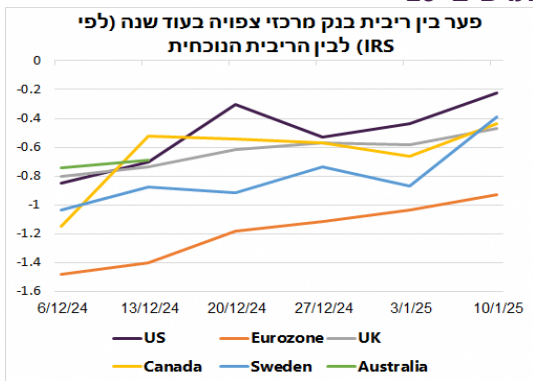
עליית תשואות האג"ח בחודש האחרון לא הייתה רק בארה"ב. במדינות המפותחות העיקריות התשואות עלו בשיעור דומה לארה"ב ובאירופה אף יותר (תרשים 22). בבריטניה התשואה ל-10 שנים עלתה לרמה הגבוהה מאז 2008 וביפן היא הגיעה לשיא מאז 2011. התשואה של צרפת עלתה לראשונה בהיסטוריה מעל 10% של יוון. כמו בארה"ב, גם במדינות האחרות פחתו לאחרונה הציפיות להורדות ריבית (תרשים 22). מלבד ההשפעה של עליית התשואות בארה"ב, התשואות בעולם עולות בגלל החששות מפני האינפלציה, גירעונות הממשלתיים, ובאירופה גם בגלל מחוסר היציבות הפוליטית במדינות מפתח והשפעתו על הצמיחה והגירעון.

תרשים 22



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 23



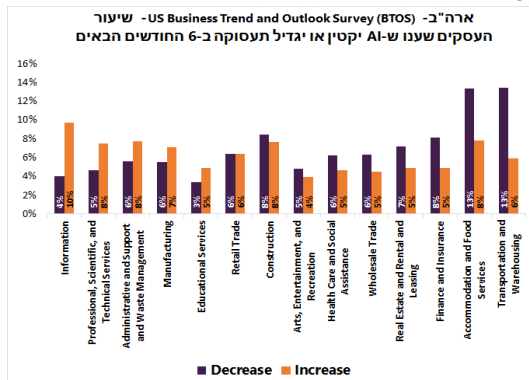
מתחיל להשפיע על שוק העבודה

בנתוני שוק העבודה האמריקאי ניתן לזהות התגברות השפעת הטכנולוגיה, בפרט טכנולוגיית AI. בסקטורים רבים שאמורים להיות מושפעים יותר מטכנולוגיית AI ניכרת ירידה מהירה במשרות (תרשים 25), החל מירידה של כ-7% ב-Business Support Services, כ-6.5% בסקטור אמורה לקרות בכלכלה שצומחת בקצב גבוה יחסית.

הירידה במשרות מתרחשת בעיקר בקרב העובדים בעלי שכר נמוך. על כך מעידה העובדה שבענפים שאיבדו משרות בשנה האחרונה עלה השכר הממוצע בשיעור גבוה יותר מאשר בענפים שהוסיפו משרות.

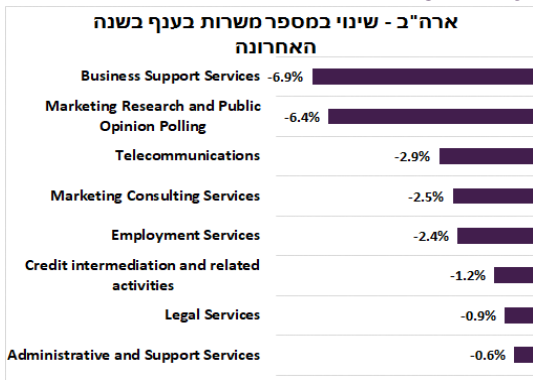
בסקר שנעשה ע"י הלשכה לסטטיסטיקה האמריקאית בקרב של כ-1.2 מיליון עסקים נמצא שהשפעת AI על התעסוקה צפויה להיות מעורבת. בכל אחד מהענפים היו חברות שאמרו ש-AI עומד להוריד משרות וגם כאלה שטענו שתהיה דווקא עלייה במשרות בזכות AI (תרשים 24). בסה"כ, יש יותר ענפים בעלי השפעה שלילית נטו על המשרות בגלל AI. המאזן השלילי קיים דווקא בענפים שמעסיקים עובדים רבים כגון שירותי הבריאות, אירוח ואוכל, תחבורה ואחסנה.

תרשים 24



מקור: US Census, מיטב ברוקראז'

תרשים 25



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

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.

12/1/2025

תאריך פרסום האנליזה