

21.1.2024

אינפלציה 12  
חודשים הבאים  
**2.6%**

מדד ינואר  
**0.0%**

מדד פברואר  
**0.2%**

מדד מרץ  
**0.4%**

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

## עיקרי הדברים

- בתקציב שאושר בממשלה הסיכון מוטה לכיוון גירעון גבוה מהמתוכנן.
- קיימים מקורות מספיקים כדי לממן את **גיוסי הממשלה** ב-2024 בהתאם לתרחיש כלכלי בסיסי בתחזית של משרד האוצר. אולם, לחצי ההנפקות מעלים סיכון לתשואות, בעיקר הארוכות.
- יחס סיכוי/סיכון **באפיק המניות בישראל** מצדיק הורדת המלצה ממשקל יתר למשקל שוק.
- **ציפיות האינפלציה הגלומות** בטווחים הארוכים בישראל גבוהות מדי ומעניקות יתרון לאפיק השקלי.
- אחת הסיבות למרווחים יחסית נמוכים **בשוק הקונצרני בישראל** הוא קוטן השוק שכמעט הפסיק לגדול בשנים האחרונות.
- **הציפיות הגלומות לריבית ה-FED** עלו אך הן עדיין נמוכות מדי וצפויות לעלות עוד יחד עם תשואות האג"ח.

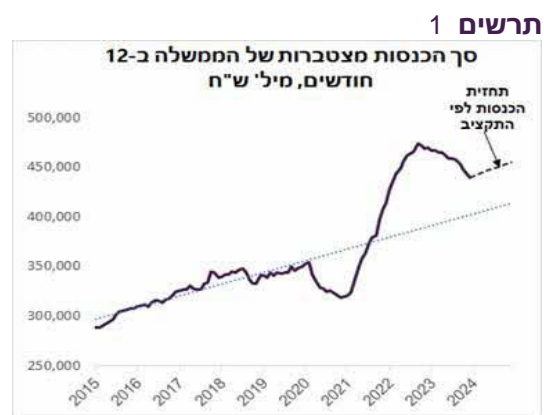
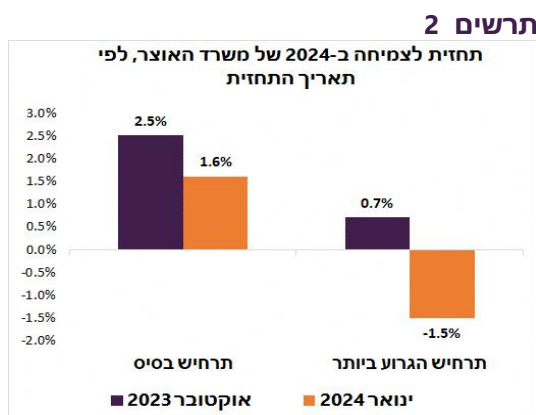
## הסיכון לגירעון מוטה כלפי מעלה

הממשלה אישרה תקציב ל-2024 עם גירעון של 6.6%. להערכתנו, הסיכון מוטה לגירעון גבוה יותר ומתרכז גם בצד ההוצאות וגם ההכנסות.

התחזיות למשך המלחמה מתארכות. בינתיים יש יותר שאלות מתשובות לגבי מתי ואיך היא תסתיים. בתחזית שפרסם משרד האוצר בנובמבר הוא הניח בתרחיש הבסיסי שהמלחמה תמשך שלושה חודשים ושהמשק יצמח ב-2024 ב-2.5%. בתרחיש של התפתחות מלחמה בצפון התחזית הייתה לצמיחה של 0.6%. בתרחיש לחימה מתמשכת ללא מלחמה רחבה בגבול הצפון התחזית לצמיחה הייתה 0.7%.

בתחזית שפרסם בשבוע שעבר משרד האוצר צופה שבתרחיש הבסיסי, שהפעם מניח חמישה חודשי לחימה, קצב הצמיחה החזוי ב-2024 יהיה נמוך יותר של ל-1.6%. בתרחיש של מלחמה מלאה בצפון צפויה ירידה בתמ"ג בשיעור של 1.5% (תרשים 2). נציין שהתחזיות המעודכנות מגדילה הוצאות הממשלה ביחס לתחזיות הקודמות, מה שלמעשה משקף ירידה עוד יותר חזקה בצמיחה של הסקטור העסקי. לפיכך, התחזיות בתרחיש הבסיסי והתרחיש החמור ירדו, כאשר בהירות לגבי מימוש התרחישים לא השתפרה.

משרד האוצר מניח שהכנסות ממיסים יגדלו ל-449 מיליארד ₪ ב-2024, לעומת כ-440 מיליארד ₪ ב-2023. העלייה בהכנסות ב-2024 אמורה לשבור מגמת ירידה שהתחילה עוד במחצית השנייה של 2022 (תרשים 1). זה לא בלתי אפשרי. ההזרמות התקציביות עשויות להגדיל את ההכנסות ממיסים, כפי שקרה אחרי הקורונה, זאת במידה והמשק יתחיל להתאושש אחרי המלחמה כבר בחודשים הקרובים. אולם, נראה, שגם בצד ההכנסות הסיכון לגירעון מוטה כלפי מעלה.

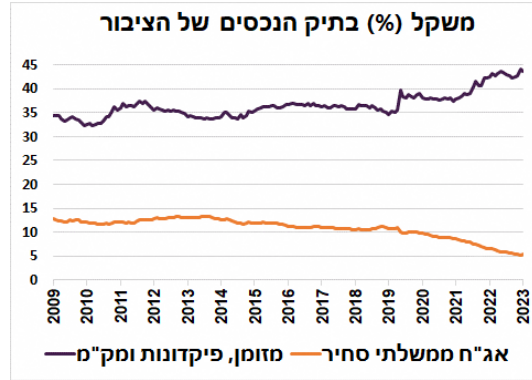


## שורה תחתונה: בתקציב שאושר בממשלה הסיכון מוטה לכיוון גירעון גבוה מהמתוכנן.

### מי יממן את הגירעון?

בהתאם לגירעון של 6.6%, גיוסי נטו בשוק הסחיר המקומי צפויים ב-2024 להסתכם בכ-140 מיליארד ₪. הגיוס אמור לכלול הגדלת היתרות בקופת משרד האוצר כפי שפירטנו בסקירה הקודמת. בשיא הקורונה גיוס נטו של משרד האוצר עמד על סכום גבוה יותר של כ-160 מיליארד ₪, אך אז בנק ישראל רכש אג"ח בסכום מצטבר של כ-85 מיליארד ₪ (תרשים 4).

### תרשים 3



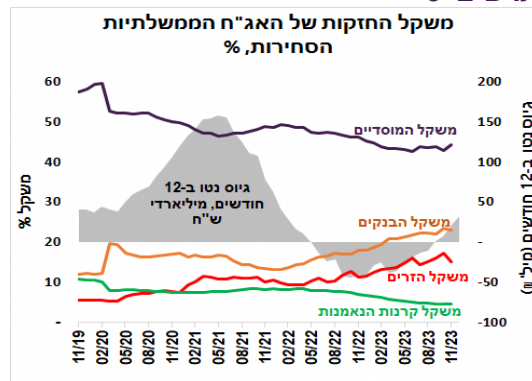
### תרשים 4



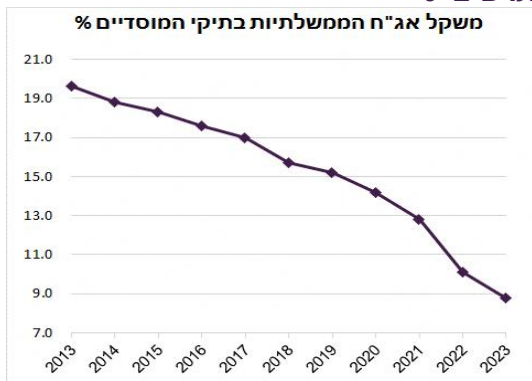
ב-2020-21 מלבד בנק ישראל, עזרו במימון הגירעון הבנקים והמשקיעים הזרים שהגדילו את חלקם בהחזקת האג"ח הממשלתיות מסך השוק. משקל המוסדיים דווקא ירד (תרשים 5). מהן ההזדמנויות והאתגרים בגיוסים הצפויים כעת:

- משקל אג"ח הממשלתיות הסחירות בתיק הנכסים הכולל של הציבור ירד לשפל של 5.5% בלבד. בפברואר 2020 המשקל היה כפול. הירידה במשקל אג"ח ממשלתיות באה בעיקר על חשבון העלייה של 8% במשקל המזומן, הפיקדונות והמק"מ יחד (תרשים 3). נציין שכל 1% בתיק הנכסים שווים היום כ-50 מיליארד ₪. לפיכך, לא חסרים מקורות למימון הגירעון אם זה יהיה משתלם מבחינת סיכון/סיכוי.
- משקל האג"ח הממשלתיות בתיקי המוסדיים ירד לשפל של 8.8%, ירידה של כ-10% בעשור (תרשים 6). המוסדיים יכולים להגדיל שיעור החזקות שלהם באג"ח הממשלה, אך לא לחזור לגמרי אחורה. הירידה במשקל אג"ח ממשלתיות התקזה בעיקר עם הגדלת משקל ההשקעות בחו"ל. נראה שהתהליך של יציאה לחו"ל הוא בלתי הפיך.
- במיוחד ירד משקל אג"ח ממשלתיות בתיקי קרנות הנאמנות. ב-2019 הוא עמד (ללא קרנות הכספיות) על 17% וב-2023 ירד ל-9%, למרות תשואות הרבה יותר אטרקטיביות היום. לעומת זאת, קרנות נאמנות מחזיקות יותר משליש מכל אג"ח קונצרניות בשוק, שלהערכתנו לא מעניקות היום פיצוי ראוי על הסיכון בהן, במיוחד אג"ח ברמת דירוג נמוכה.
- המשקיעים הזרים עשויים להגדיל את ההשקעה באג"ח הממשלתיות בישראל בזכות העלייה בגודל השוק ובסחירות שלו. התשואה כמובן צריכה להיות תואמת לסיכונים.
- שוק המק"מ גדל בכ-200 מיליארד ₪ בשנתיים האחרונות והגיע לגודל של מעל 300 מיליארד ₪. בהנחה שהאינפלציה והריבית יהיו במגמת ירידה, בנק ישראל יוכל להקטין הנפקות המק"מ "ולפנות" מקום להנפקות של האג"ח הממשלתיות, במיוחד הקצרות.

### תרשים 5



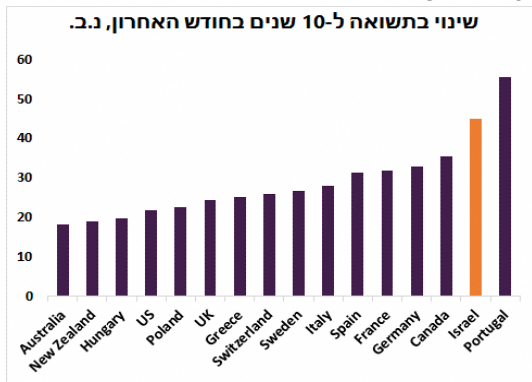
### תרשים 6



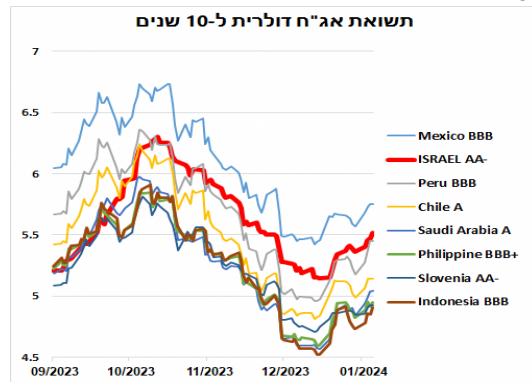
האתגרים:

- בעשור האחרון (עד אוקטובר 2022), הממשלה גייסה במוצע כרבע מהחוב בשוק המקומי באמצעות אג"ח מיועדות שלא מונפקות יותר. כעת כל הנטל של מימון הגירעון ייפול על השוק הסחיר.
- הימשכות המלחמה ועלייה בחוסר הוודאות הכלכלית והביטחונית עלולה להגביר קושי לבצע הנפקות בחו"ל. הסיכון להורדת הדירוג של ישראל גבוה בעקבות עלייה פרמננטית בסיכון הביטחוני וגידול צפוי, גם הוא פרמננטי, בהוצאות הביטחון. הורדת הדירוג כבר מגולמת באג"ח ממשלת ישראל בחו"ל שנסחרות בתשואות של המדינות שמדורגות A/BBB (תרשים 7). בשוק המקומי הורדת הדירוג צפויה להשפיע פחות, אך עדיין להיות מורגשת. לראיה, עליית התשואה באג"ח ל-10 שנים בישראל הייתה כמעט הגבוהה ביותר בחודש האחרון בקרב המדינות המפותחות, למרות ירידה בריבית (תרשים 8).

תרשים 8



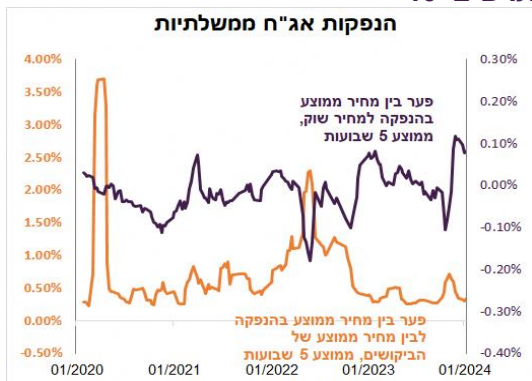
תרשים 7



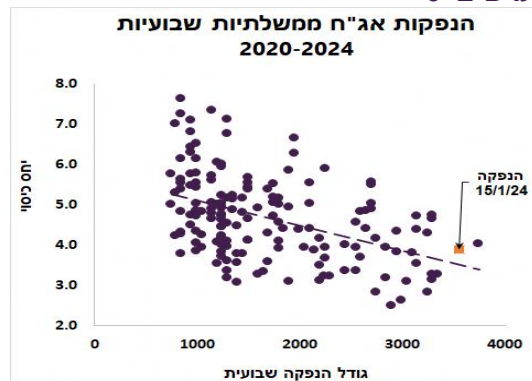
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

בינתיים, משרד האוצר לא חווה קושי משמעותי בגיוסים. גם ההנפקה בשבוע שעבר, שסבלה מחולשה מסוימת על רקע דיוני התקציב וההתפתחויות הביטחוניות, זכתה ליחס כיסוי שתואם את גודלה ביחס למגמה של השנים האחרונות (תרשים 9). ההנפקות ממשיכות להיסגר במחיר ממוצע גבוה משמעותי ממחיר השוק. הביקושים הגדולים שמוזרמים בהנפקות ברובם אמיתיים. הפער בין המחיר הממוצע בהנפקה לבין המחיר הממוצע של הביקושים לא נפתח כפי שקרה בקורונה או בתחילת 2022 (תרשים 10).

תרשים 10



תרשים 9



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

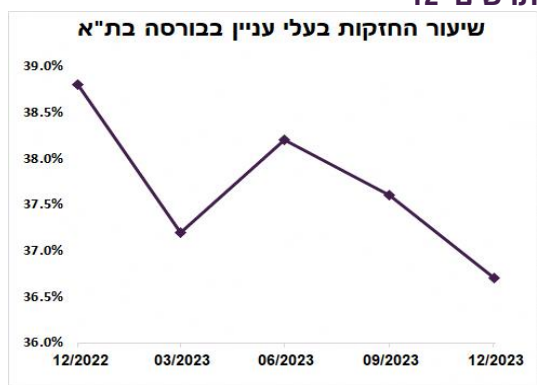
**שורה תחתונה: בהנחה שלא תהיה עלייה חדה בסיכונים, קיימים מקורות מימון מספיקים למימון הגירעון ב-2024. יחד עם זאת, ההנפקות הגדולות יוסיפו לחצים לעליית התשואות.**

## יחס סיכוי/סיכון במניות בישראל כבר לא מצדיק חשיפה במשקל יתר

מאז הירידה החדה אחרי 7/10, שוק המניות בישראל (ת"א 125) עלה ב-16%. מדד ת"א 125 נסחר מעל הרמה ערב המלחמה. בינתיים, הפעילות במשק התאוששה יחסית מהר, אך ההתרחשויות במלחמה מתפתחות בינתיים בתסריט פחות חיובי ממה שהניחה בתחזיות הכלכליות בתחילת המלחמה ואי הוודאות ממשיכה להיות גבוהה.

השוק כבר לא מאוד זול ביחס לסיכון. מכפיל הרווח ההיסטורי של ת"א 125 נמוך מהמוצע, אך לאור הפגיעה הצפויה ברווחיות החברות, המכפיל כנראה יעלה קרוב למוצע (תרשים 11). נציין גם שבעלי עניין הקטינו שיעור ההחזקה שלהם מאז תחילת המלחמה (תרשים 12).

תרשים 12



מקור: בורסה, מיטב ברוקראז'

תרשים 11

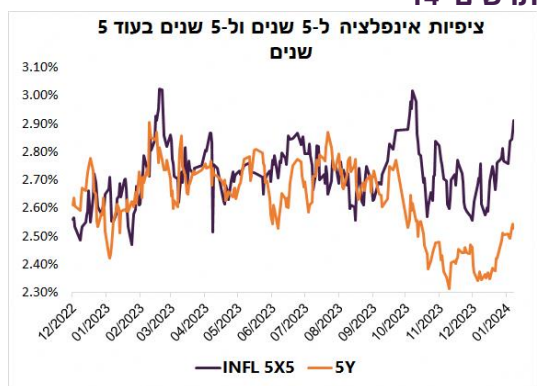


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

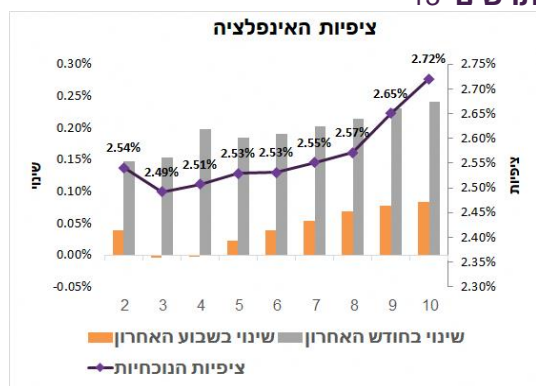
## ציפיות האינפלציה בטווחים הארוכים גבוהות מדי

ציפיות האינפלציה עלו לאחרונה, למרות מדדי המחירים שהיו נמוכים מהתחזיות וירידה די מהירה בקצב האינפלציה. המשקיעים חוששים משני תרחישי אינפלציה די מנוגדים. הראשון מניח התפתחות האינפלציה כתוצאה מעלייה בביקושים אחרי המלחמה. השני מתבסס על חשש מפני חוסר היציבות הפיננסית בגלל המלחמה או בגלל משבר פיסקאלי שיגרום לפיחות השקל. בשני המקרים מדובר באינפלציה שעשויה להתפתח בטווח הקצר יחסית. אולם, דווקא ציפיות האינפלציה הגלומות לטווחים הארוכים עלו יותר מאשר לטווחים הקצרים (תרשים 13). ציפיות האינפלציה הגלומות ל-5 שנים בעוד 5 שנים עלו קרוב ל-3% (תרשים 14).

תרשים 14



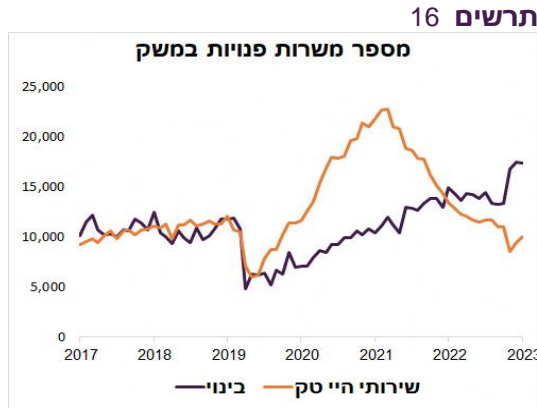
תרשים 13



מקור: בורסה, מיטב ברוקראז'

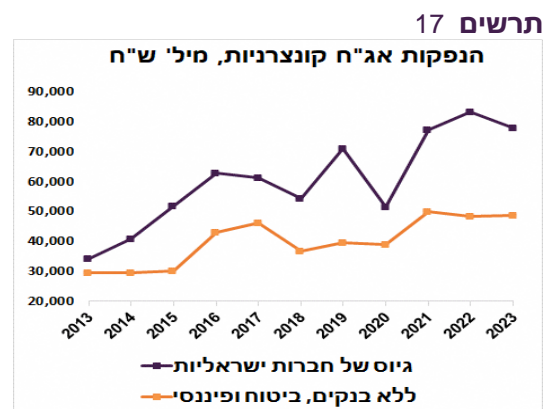
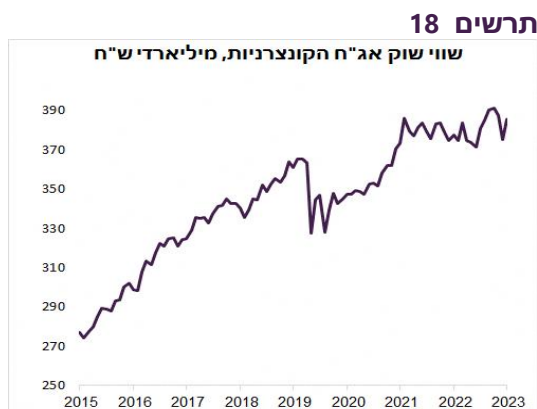
## נקודות נוספות

- בסקר הערכת המגמות בעסקים שהצגנו לפני שבוע התגלה שענף הבינוי סובל מבעיות רבות ביותר בהשוואה לשאר הענפים. נתוני מכירות הדירות החדשות שהתפרסמו בשבוע שעבר משקפים ירידה בשיעור של 45% בחודשים אוקטובר-נובמבר לעומת התקופה המקבילה ב-2022 וב-73% לעומת 2021 (תרשים 15).



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

- הירידה במשרות הפנויות נכלמה בדצמבר ואף נרשמה עלייה של אלפיים משרות. ביקוש לעובדים בענף הבינוי גדל בעשרות אחוזים (תרשים 16). מספר המשרות הפנויות בענף שירותי היי טק עלה בדצמבר, אך בסה"כ כמות המשרות הפנויות בענף נמוכה יותר מאשר ערב פרוץ הקורונה ועומדת ברמות שהיו בשנים 2017-2018.
- שווי שוק אג"ח קונצרניות עלה ב-6% בלבד מאז הקורונה ובשנתיים האחרונות הוא נותר ללא שינוי (תרשים 18). מיעוט הנפקות גורם לקיפאון בגודל השוק. סך ההנפקות עמד ב-2023 על 77.8 מיליארד ₪ לעומת 83 מיליארד ₪ ב-2022. ההנפקות ללא הבנקים וחברות פיננסיות כמעט לא גדלו מאז 2016 (תרשים 17). הקיפאון בהיקף השוק על רקע גידול מתמיד בהיקף תיק הנכסים של הציבור, בפרט המוסדי, הוא אחת הסיבות למרווחים נמוכים מדי של אג"ח החברות.

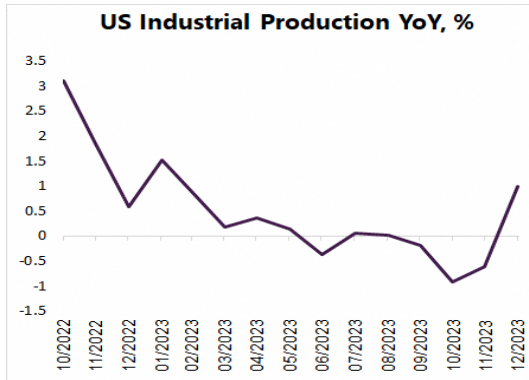


מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

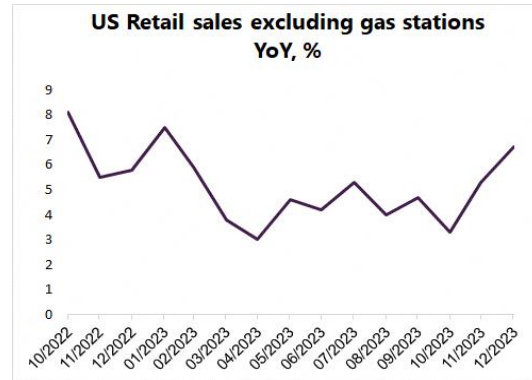
## נתונים כלכליים

- הנתונים בארה"ב ממשיכים להמחיש שהמשק לא גולש בכיוון של מיתון: חל שיפור בקצב הגידול של המכירות הקמעונאיות (תרשים 19). בהתחשב בעובדה שהמחירים עולים בקצב איטי יותר מאשר לפני מספר חודשים, השיפור במונחים ריאליים אמור להיות אף חזק יותר.
- גם קצב הגידול השנתי של מדד הייצור התעשייתי עלה והפך לחיובי אחרי תקופה שבה הוא בעיקר ירד (תרשים 20).
- מדד הסנטימנט הצרכני של אוניברסיטת מישיגן עלה לרמה הגבוהה מאז 2021.
- צרכים לציין שהיו גם נתונים פחות טובים. ספר הבז' של ה-FED פרסם שלא הייתה צמיחה ברוב האזורים בארה"ב מאז הדיווח הקודם. כמו כן, מדדי הפעילות של שלוחות ה-FED היו נמוכים מהתחזית.

תרשים 20



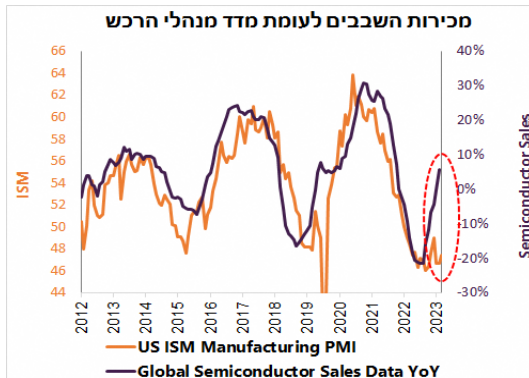
תרשים 19



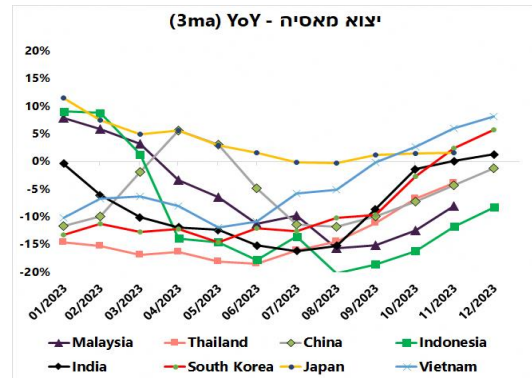
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- מכירות השבבים בעולם ממשיכות לגדול ומהוות סימן לשיפור צפוי בתעשייה האמריקאית (תרשים 22).
- נמשך שיפור בפעילות היצוא והייצור התעשייתי במדינות אסיה (תרשים 21). להערכתנו, המגמה צפויה להתרחב בהמשך השנה גם למדינות המפותחות.

תרשים 22



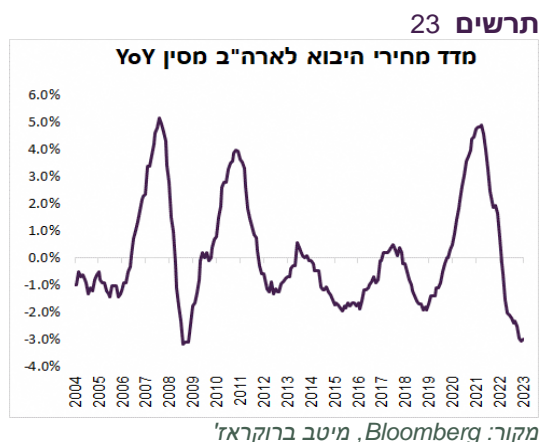
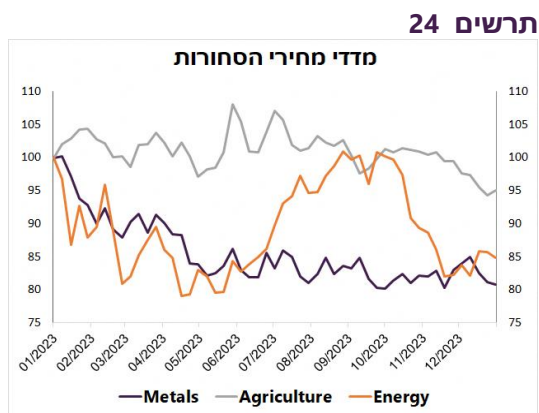
תרשים 21



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

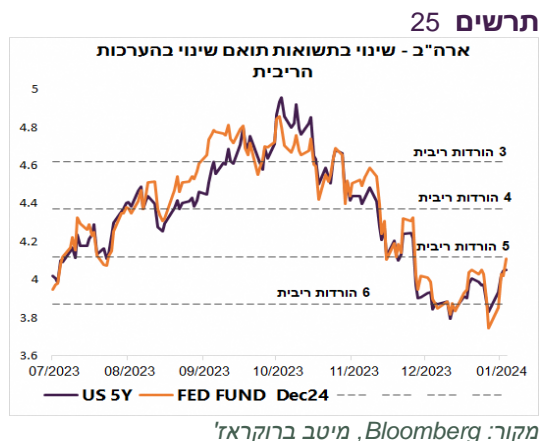
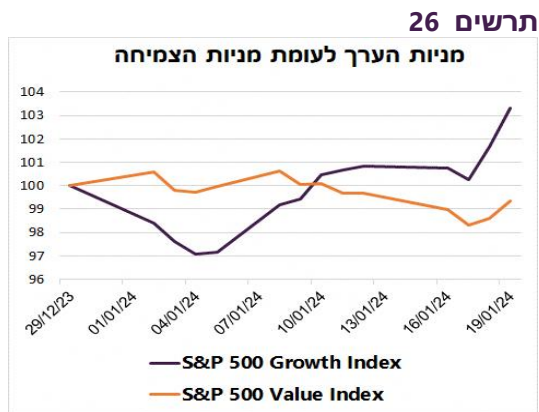
- בצד נתוני האינפלציה היו מספר סימנים מעודדים. בארה"ב קצב העלייה השנתי של מדד מחירי היבוא ללא הדלק ירד בדצמבר ממינוס 0.6% למינוס 1.5%. בפרט, מדד מחירי היבוא מסין ירד בשנה האחרונה ב-3%, שיעור הדומה לירידה בשנים 2008-09 (תרשים 23).

- מדד מחירי הסחורות החקלאיות בעולם ירד בכמעט 10% בחודשיים (אגב, מדוע יצרני המזון בישראל מעלים מחירים?). מדד מחירי המתכות התעשייתיות נמצא בשפל מאז 2021. גם מדד מחירי האנרגיה נמצא ברמה יחסית נמוכה (תרשים 24).
- ציפיות האינפלציה של צרכנים בסקר אוניברסיטת מישיגן ירדו במפתיע.



## השוק מפנים שלא יהיו הורדות ריבית מהירות

על רקע הנתונים הכלכליים הטובים והמשך שליחת מסרים "נציים" ע"י דוברי ה-FED, בשבוע שעבר נרשמה עלייה די חזקה בתשואות אג"ח בארה"ב תוך עלייה בציפיות הריבית. השוק מגלם כעת כ-5 הורדות ריבית ב-2024, כאשר לפני שבוע הציפיות עמדו על יותר מ-6 (תרשים 25). הסיכוי להורדת הריבית במרץ שמגולם בחוזים ירד מתחת ל-50%. לדעתנו, כאשר ציפיות השוק יגיעו ל-4 הורדות ריבית, התשואות הארוכות בארה"ב ייפכו שוב לאטרקטיביות להשקעה. הפעם שוק המניות לא נפגע מעליית התשואות, אך הייתה שונות גדולה בין מניות הצמיחה שרשמו עליות של 2.5% בשבוע, לבין מניות ערך שהמדד שלהן נותר ללא שינוי (תרשים 26).



### 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.

21/1/2024

תאריך פרסום האנליזה