



23.3.2025

אינפלציה 12
חודשים הבאים
2.5%

מדד מרץ
0.3%

מדד אפריל
0.6%

מדד מאי
0.2%

ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים
4.00%

עיקרי הדברים

ישראל

- **החזרה ללחימה והחרפת העימות הפנימי** עלולים לפגוע בצמיחת המשק, להגדיל גירעון, להגביר סיכון להורדת דירוג האשראי של ישראל ולדחות הורדות ריבית.
- **שוק העבודה** לעובדים האקדמאים הרבה פחות הדוק מאשר ללא אקדמאים, מה שמקטין את פוטנציאל הצמיחה במשק.
- ניכרת התאוששות משמעותית **בהתחלות בנייה** למגורים. בבנייה שלא למגורים השיפור היה מתון הרבה יותר.
- **חשיפת המוסדיים במסלולים כלליים למט"ח** ירדה משמעותית בפברואר לרמות הנמוכות מאז המחצית הראשונה של 2023. לאור האירועים האחרונים המוסדיים עשויים לחזור ולהגדיל אותה.
- בשנה האחרונה נרשמה עלייה חדה **במשקל החזקות קרנות הנאמנות** באפיקי סיכון בישראל.

עולם

- בניגוד למשתמע **מתחזיות ה-FED** להערכתנו הוא צפוי להעדיף להגיב לירידה בצמיחה על פני תגובה לעלייה באינפלציה.
- **לפי תחזיות ה-OECD**, הפגיעה בכלכלה האמריקאית כתוצאה מהתעריפים תהיה יחסית מתונה בהשוואה לפגיעה בשותפות הסחר.

הסיכונים הכלכליים והפיננסיים עולים

חזרה ללחימה והחרפת העימות הפנימי בישראל כבר באו לידי ביטוי בשווקים הפיננסיים. השקל שוב היה בשבוע שעבר אחד המטבעות החלשים ונחלש בכ-1% מול הדולר ומול סל המטבעות, למרות ששוק המניות האמריקאי התייצב יחסית. שוק המניות הישראלי בלט בחולשתו ביחס לשווקים האחרים. להתפתחויות האחרונות עלולות להיות השלכות שליליות, במיוחד על רקע הרעה בתחזיות לכלכלה העולמית:

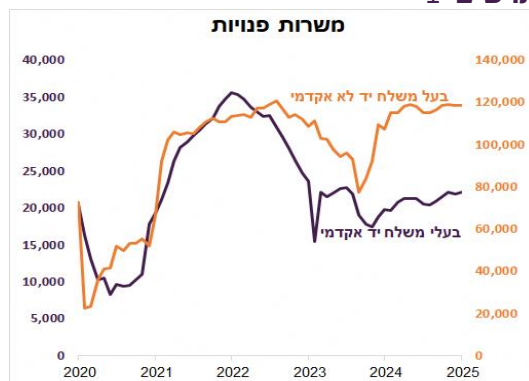
- העלייה בחוסר הוודאות הביטחונית והפוליטית מעלה סיכון לצמיחה במשק. במידה ותתרחש הרעה מחודשת בפעילות הכלכלית, לממשלה יש פחות כלים להתמודדות איתה. בשונה משנה שעברה, שבה המדיניות הפיסקאלית הייתה מרחיבה מאוד ותמכה בכלכלה, השנה היא הפכה למרסנת.
- הסיכון לפריצת מסגרת הגירעון עולה - לא רק הוצאות הממשלה יגדלו (העלות החודשית הממוצעת של המלחמה בשנה שעברה עמדה על כ-8 מיליארד ₪ לחודש). חידוש הלחימה והעימות הפנימי עלולים לגרום לאי עמידה בתחזית ההכנסות ממיסים ולהוביל לפריצת מסגרת התקציב שעדיין לא אושר.
- יחד עם זאת, יש לציין שמאגרי המזומנים של הממשלה בשיא מה שמפחית במידה מסוימת תלות בשווקים, לפחות זמנית.
- האירועים האחרונים מגבירים סיכון להורדת דירוג האשראי - לישראל תחזית שלילית לדירוג בשלושת חברות הדירוג הגדולות. סטטיסטית, במצב זה בכ-50% מהמקרים הדירוג יורד בטווח של 6-12 חודשים.
- האירועים האחרונים עלולים להחזיר חלק ממגבלות ההיצע (טיסות, עלויות תובלה, מחסור בכוח אדם) שבשילוב עם פיחות השקל עשויים להשפיע על האינפלציה.
- קטן סיכוי להורדת ריבית בזמן הקרוב - התנודתיות בשווקים מגבירה את הסיכון הפיננסי. מלבד שיקולי אינפלציה, בנק ישראל שם דגש מיוחד לאורך כל תקופת המלחמה על הנושא של יציבות פיננסית כאחד השיקולים העיקריים בהחלטות הריבית.

שוק העבודה לאקדמאים לא דומה לזה של לא אקדמאים

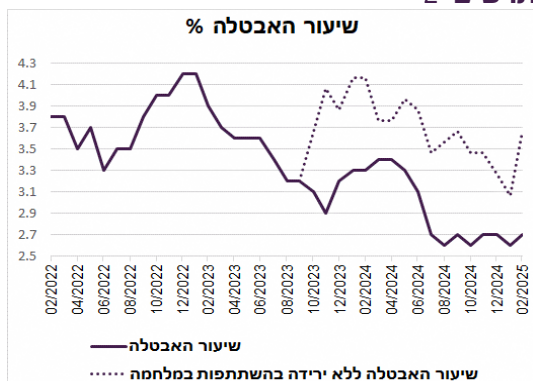
שיעור האבטלה במשק נותר נמוך, אך זאת במצב של ירידה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה (תרשים 2). מספר משרות פנויות גבוה ויציב, אך כמות המשרות הפנויות של בעל משלח יד אקדמי עומדת ברמה נמוכה וכמעט לא השתפרה מאז שנפלה בחדות לפני שנתיים (תרשים 1). בלשכת התעסוקה חלה עלייה בדורשי עבודה האקדמאים, במיוחד מההנדסים (עלייה של 7% בין נובמבר 24 לינואר 25) ובפרט מפתחי תוכנה (עלייה של 12.9%) כאשר כמעט בכל תחומי עיסוק לא אקדמי נרשמה ירידה בדורשי עבודה.

עובדה זו מלמדת שמקומות עבודה בעלי פריון גבוה שבדרך כלל מעסיקים יותר עובדים אקדמאים במצב כלכלי פחות טוב, מה שמגביל פוטנציאל לצמיחת המשק.

תרשים 1



תרשים 2

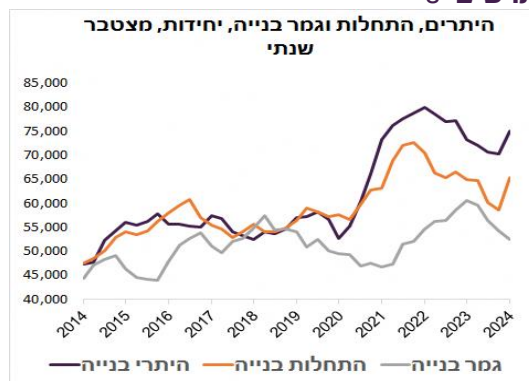


האצה בהתחלות הבנייה למגורים, חולשה בתחום שלא למגורים

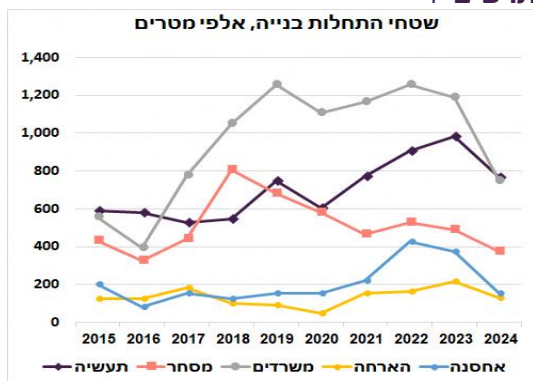
ברבעון הרביעי נרשם מספר שיא של כל הזמנים בהתחלות והיתרי בנייה למגורים (יחידות), אך הכמות השנתית המצטברת של 75 אלף היתרים ו-65 אלף התחלות בנייה עדיין נמוכה מהשיא. היקפי גמר בנייה אומנם עלו בשני הרבעונים האחרונים, אך המגמה השנתית עדיין יורדת (תרשים 3). העלייה בהתחלות והיתרי בנייה מעידה שהקבלנים צופים התחזקות ביקוש לדירות, מה שלא בהכרח יתממש להערכתנו.

לעומת הבנייה למגורים, בתחום הבנייה שלא למגורים ההתאוששות הרבה יותר חלשה גם במחצית השנייה של 2024. בשנת 2024 כולה חלה ירידה די חדה בבנייה שלא למגורים. שטח התחלות בנייה למשרדים ומסחר ירד לרמה הנמוכה מאז 2017 (תרשים 4).

תרשים 3



תרשים 4

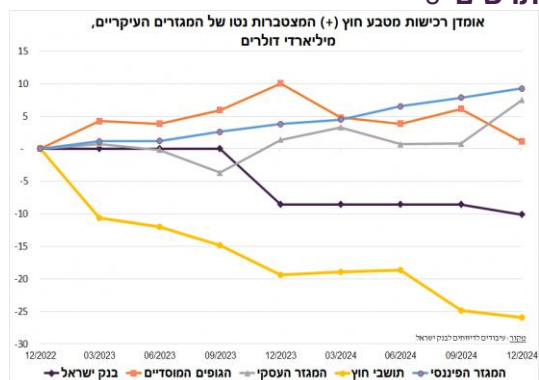


על השקל

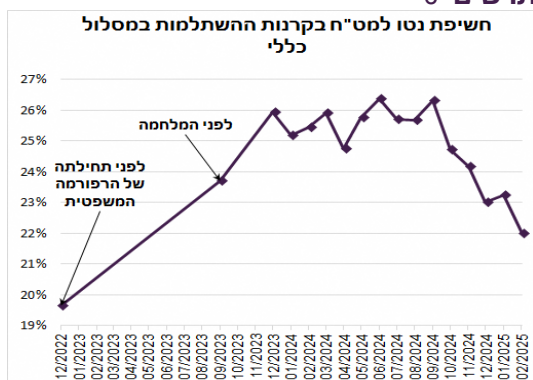
- המשקיעים הזרים המשיכו למכור מט"ח ולקנות שקלים גם ברבעון הרביעי של 2024 בהמשך למגמה בשנים האחרונות (תרשים 5). מתחילת 2023 הם מכרו כ-25 מיליארד דולר. תרומתם ליציבות של השקל משמעותית. המוסדיים קנו מט"ח בשנת 2023, אך במהלך 2024 בעיקר מכרו מט"ח, במיוחד ברבעון האחרון. המגזר הפיננסי רק קנה מט"ח בשנתיים האחרונות. המגזר העסקי קנה מט"ח ברבעון האחרון של 2024.
- החשיפה למט"ח של המשקיעים המוסדיים במסלולי השקעה כללים ירדה בפברואר ב-1.2% ל-22%, הרמה הנמוכה מאז אמצע 2023 (תרשים 6). הירידה בחשיפת המוסדיים בפברואר התרחשה על רקע הירידות בשוק המניות האמריקאי, לעומת העליות בישראל. המוסדיים בחרו לא להשלים את החשיפה שירדה בעקבות הירידות במניות. המשך הירידות במניות האמריקאיות המשיך להחליש את השקל גם במרץ. מהלכי הממשלה וחזרה

ללחימה האיצי את הפיחות בשבוע שעבר. ברמת הסיכונים הנוכחית סביר לצפות להגדלת חשיפה למט"ח של המוסדיים.

תרשים 5



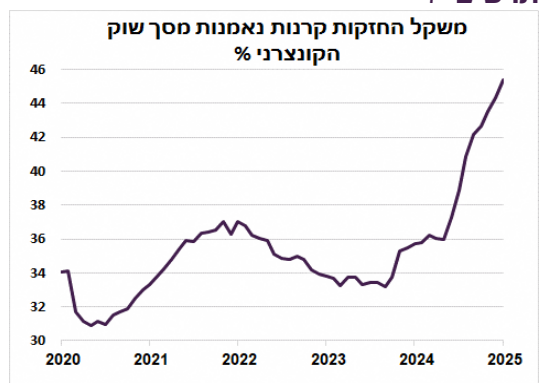
6 תרשים



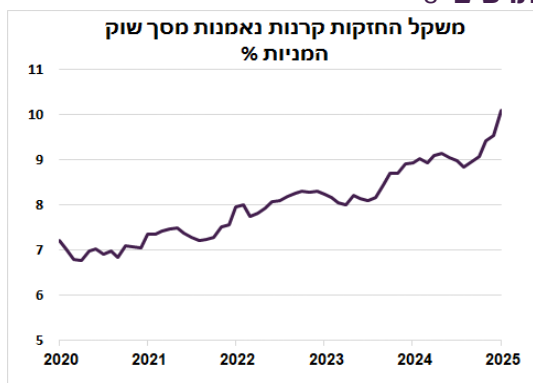
עלייה במשקל קרנות הנאמנות באפיקי סיכון בישראל

קרנות הנאמנות תופסות חלק הולך וגדל במשקל ההחזקות באפיקי סיכון בישראל. חלקן בשוק האג"ח הקונצרניות עלה בשנה האחרונה בכ-10% ועומד על כ-46% מהשוק (תרשים 7). לראשונה בהיסטוריה, משקלן חצה את הרף של 10% מסך שווי שוק המניות (תרשים 8). הגדלת אחיזה של קרנות הנאמנות התרחשה על רקע שיפור בביצועי האפיקים בישראל, במיוחד בחצי השנה האחרונה. הגדלת משקל הקרנות מגבירה סיכון לתנודתיות במידה וכיוון השוק יתהפך.

7 תרשים



8 תרשים

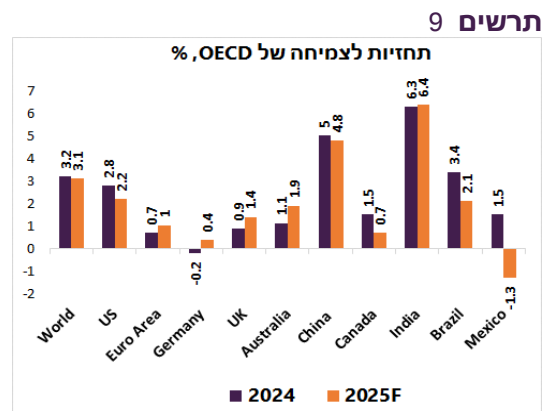
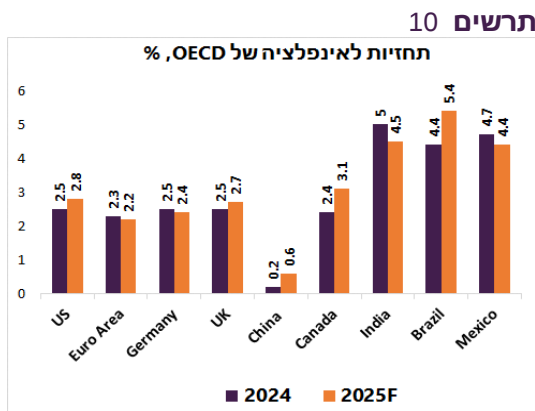


עולם

ה-OECD מפרסם תחזיות שכוללות השפעת התעריפים

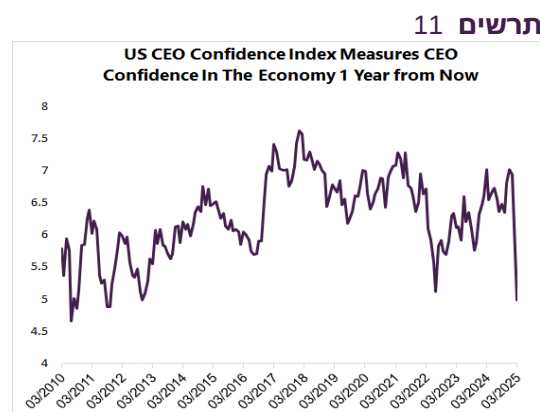
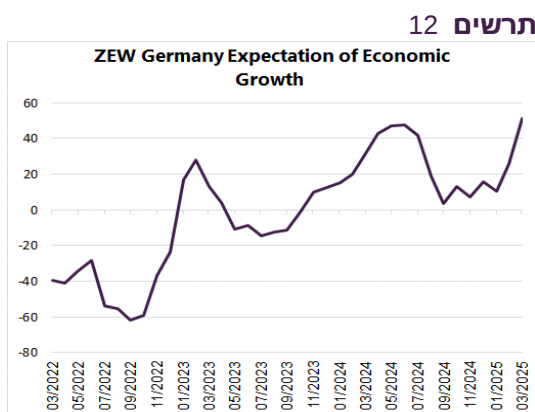
ארגון ה-OECD פרסם את התחזיות המעודכנות לצמיחה בעולם. זאת התחזית הראשונה של מוסד בינלאומי שמניחה שיוטלו תעריפים הדדיים על המסחר בין ארה"ב למקסיקו וקנדה בגובה של 25%. התחזית לצמיחה בעולם ב-2025 עודכנה ב-0.2% כלפי מטה ל-3.1%, לעומת 3.2% בשנת 2024. התחזית כמעט לכל המדינות המפותחות ירדה לעומת התחזית שפורסמה בחודש דצמבר, במיוחד לקנדה (ירדה מ-2% ל-0.7%). התחזית למקסיקו ירדה מצמיחה חיובית של 1.2%

לצמיחה שלילית של 1.3%. התחזית לארה"ב ירדה ב-0.2% בלבד ל-2.2% לעומת צמיחה של 2.8% ב-2024 (תרשים 9).
 התחזיות לאינפלציה עוזכנו כלפי מעלה, במיוחד לקנדה ב-1.1% ל-3.1%, ליפן ב-1.3% ל-3.2%, לגרמניה ב-0.4% ל-2.4% ולמקסיקו ב-1.1% ל-4.4% (תרשים 10).



עליה בסנטימנט באירופה, ירידה בארה"ב

סקרי הסנטימנט בארה"ב ממשיכים להצביע על הרעה מהירה. סקר המנכ"לים שדווקא עלה בתגובה לבחירתו של טראמפ, התרסק במרץ לרמה הנמוכה מאז 2012 (תרשים 11).
 לעומת זאת, בגרמניה סקר העסקים של מכון ZEW עלה לרמה הגבוהה של השנים האחרונות ומבטא אופטימיות של המגזר העסקי ביחס לתוכניות הממשלה שהצליחה לאשר בשבוע שעבר את תוכנית השקעה בתשתיות והגדלת תקרת הוצאות הביטחון (תרשים 12).

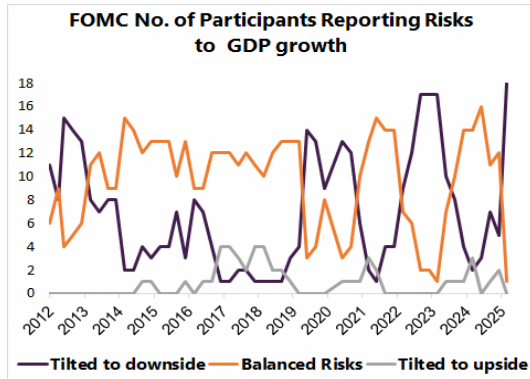


איך יגיב ה-FED כשהצמיחה תרד ואינפלציה תעלה?

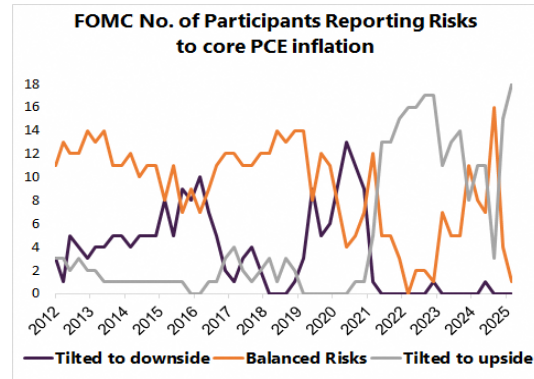
- הנקודות החשובות שעולות מהתחזיות שפרסם הבנק המרכזי:
 • ה-FED צופה שצעדי הממשלה יגרמו לצמיחה יותר נמוכה ולא רק בטווח הקצר. התחזית לצמיחה ירדה לשלוש השנים הקרובות. נראה שהבנק המרכזי לא רואה golden age שמבטיח הנשיא.
- לעומת זאת, ההשפעה על האינפלציה צפויה להיות קצרת טווח. התחזית לאינפלציה הליבה PCE עלתה ל-2025, אך לא לשנים לאחר מכן. לפי גישת ה-FED אינפלציה התעריפים תהיה טרנזיטורית. לפי הערכתנו, הפעם יש לו יותר סיכוי להיות צודק.

- השילוב של ירידה בצמיחה עם השפעה של גירוש מהגרים הותיר את התחזית לשיעור האבטלה כמעט ללא שינוי.
- צריך לציין שכמעט כל נגדי ה-FED רואים סיכון לתחזית האינפלציה כלפי מעלה ולצמיחה כלפי מטה (תרשים 13-14).
- כתוצאה מהשינוי בתחזיות, הנגידים הפכו ל"נציים" יותר. אומנם לא חל שינוי בחציון התחזיות לריבית, אך חלק גדול מהנגידים העלו את התחזית לריבית בסוף השנה.

תרשים 14

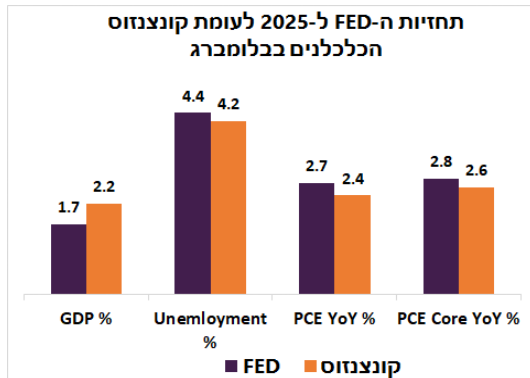


תרשים 13

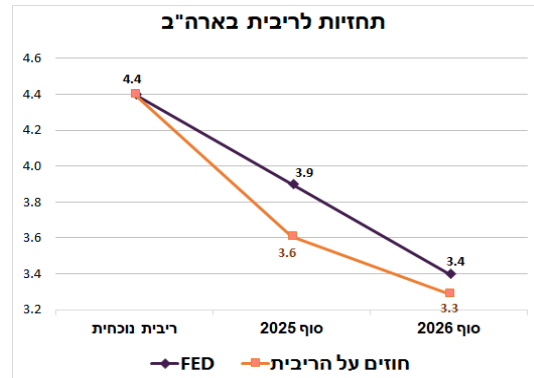


למרות הורדת התחזית לצמיחה, עלייה בתחזית לאינפלציה ותחזית נצית יותר בריבית, ה-FED הצליח לרצות משקיעי אג"ח ומניות יחד, אירוע די נדיר. זה מפתיע גם כי המשקיעים יותר אופטימיים מה-FED – צופים צמיחה גבוהה יותר, אבטלה ואינפלציה נמוכות יותר (תרשים 16) וריבית נמוכה יותר בסוף השנה (3.6% לעומת 3.9% בתחזית ה-FED) (תרשים 15).

תרשים 16

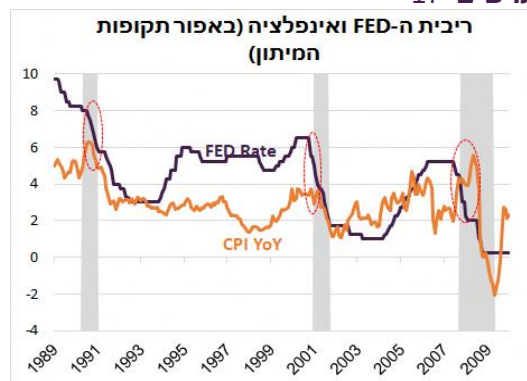


תרשים 15



נשאלת השאלה איך יתמודד ה-FED אם הסיכונים לתחזיות שלו יתממשו - תהיה צמיחה נמוכה יותר ואינפלציה גבוהה יותר? זה התרחיש הסביר ביותר לדעתנו. לכאורה, שינוי בתחזיות ה-FED מצביע שהאינפלציה תהיה בראש סדר העדיפויות. אולם, הניסיון מלמד שה-FED יעדיף להתמקד בתגובתו יותר בפגיעה בצמיחה מאשר בעליית מחירים, במיוחד לאור דעתו שעליית מחירים תהיה טרנזיטורית.

לראיה, לקראת המיתונים בתחילת שנות ה-90, בשנים 2000-2001 ו-2007-2008 ה-FED הוריד ריבית בחדות, למרות שהאינפלציה הייתה גבוהה משמעותית מ-2% (תרשים 17). נציין שרק בדיעבד אנחנו יודעים שהתרחשו מיתונים קשים, במיוחד בתחילת שנות האלפיים וב-2008. בזמן שה-FED התחיל להוריד ריבית הוא לא ידע זאת אך בחר להוריד ריבית למרות האינפלציה הגבוהה.



שורה תחתונה: אנחנו מעריכים שהריבית בארה"ב תרד עד סוף השנה יותר ממה שמעריך ה-FED ואולי אף יותר ממה שמגולם בשוק.

למה דווקא עכשיו לצמצם את ה-QT

הפתיעה החלטת ה-FED כמעט לחסל את הצמצום המוניטארי באג"ח הממשלתיות בעת זו. כעיקרון הפסקת ה-QT הייתה אמורה להתרחש כאשר רזרבות הבנקים ירדו לרמה נמוכה ו/או היתרות של Reserve Repo (RRP) התרוקנו.

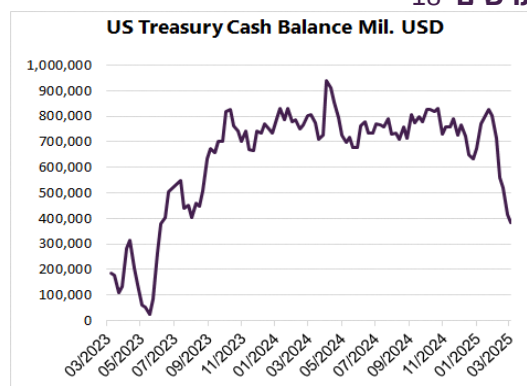
רזרבות הבנקים דווקא עלו לאחרונה (תרשים 19). ב-RRP יש עוד 200 מיליארד דולר. לא אמורה להיות בעיית נזילות במערכת הפיננסית כי קופת משרד האוצר האמריקאי ירדה לאחרונה בכ-400 מיליארד דולר, מה שהזרים נזילות.

יתכן וה-FED מעניין להוסיף נזילות לשווקים כעת ע"י צמצום ה-QT כדי לתמוך בהם בתקופה של תנודתיות גבוהה, במיוחד לקראת פתרון בעיית "תקרת החוב" שתגרום להגדלת הנפקות, במיוחד של ה-Bills ע"י משרד האוצר שתקטין נזילות במערכת הפיננסית.

תרשים 19



תרשים 18



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.

23/3/2025

תאריך פרסום האנליזה