



29.12.2024

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

- לפי נתוני הרכישות היומיות בכרטיסי אשראי, אחרי הפסקת האש נרשמה עלייה בצריכה.
- האשראי הצרכני חזר לגדול.
- הפער בין מספר התחלות בנייה לבין כמות משקי הבית החדשים הלך והתרחב בשנים האחרונות.
- העלייה החדה במחירי הדירות ובריבית הותירה משקי בית רבים מחוץ ליכולת לרכוש דירה.
- הירידה בגמר בנייה בטווח הקצר והעלייה החדה בהחזר על משכנתא ממוצעת בשנים האחרונות תומכים בביקוש לדירות להשכרה בעליית מחירי השכירות.

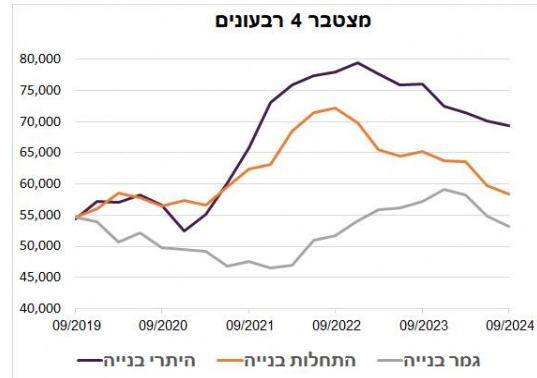
### עולם

- חודש דצמבר היה שלילי למרבית המניות בארה"ב.
- העלייה בפרמיית הסיכון ולא הריבית והאינפלציה הובילה לעליה חדה בתשואות האג"ח בארה"ב בחודש האחרון. החולשה בשווקים הפיננסיים נובעת כנראה מחוסר הוודאות לקראת הכניסה של הממשל החדש.

## הפער המתרחב בין הגידול בכמות משקי הבית לגידול ביחידות הדיור

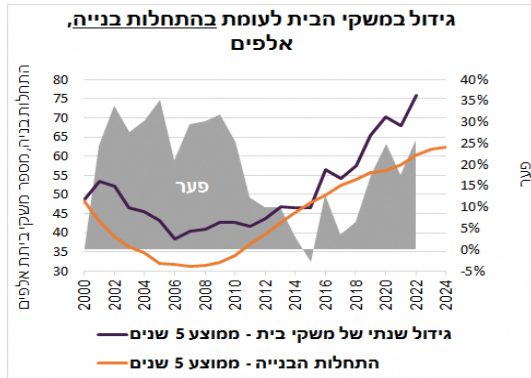
התחלות הבנייה אמנם עלו ב-20% ברבעון השלישי לעומת הרבעון הקודם (נתונים מנוכי עונתיות), אך בארבעת הרבעונים האחרונים הן הסתכמו ב-58.3 אלף יחידות דיור בלבד – ירידה של 10% לעומת השנה הקודמת. השיא השנתי הושג בשנת 2022, כאשר התחלות הבנייה השנתיות עלו על 70 אלף יחידות. גם הקצב השנתי של גמר בנייה ושל היתרי בנייה ירד (תרשים 1).

תרשים 1



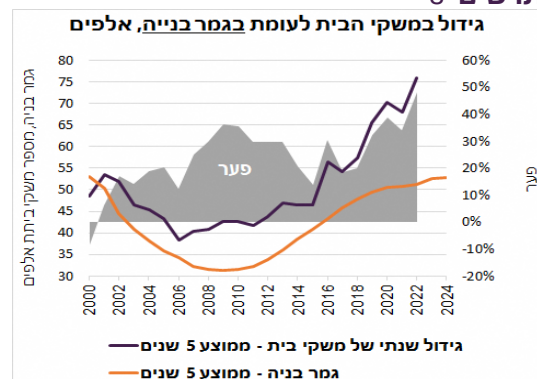
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

תרשים 2



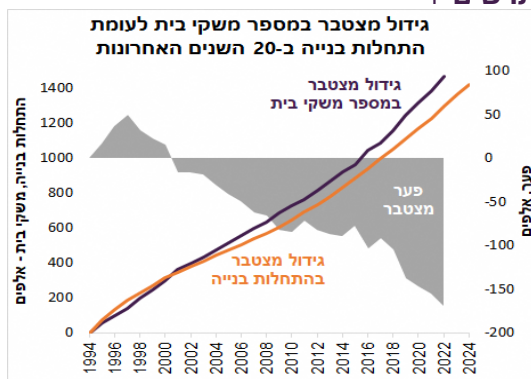
בחמש השנים האחרונות (עד שנת 2022 – הנתון הידוע האחרון) נוצרו בישראל בממוצע 76 אלף משקי בית חדשים בשנה. לעומת זאת, היו רק 62 אלף התחלות בנייה ו-53 אלף דירות מוכנות (גמר בנייה) בלבד שהתווספו לשוק הדיור. הפער (באחוזים) בין תוספת משקי הבית לתוספת דירות מוגמרות הגיע לשיא כל הזמנים של כ-50% (תרשים 3). פער גדול כל כך נוצר בשל עיכובים בתהליכי הבנייה, שהחמירו לאחר מגפת הקורונה ואפילו יותר בשנת המלחמה. עיכובים אלה מתבטאים בכמות שיא של 178 אלף יחידות דיור שנמצאות בבנייה פעילה. כפי שניתן לראות בתרשים 4, ב-30 השנים האחרונות נוצר מחסור מצטבר של כ-160 אלף דירות.

תרשים 3



מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

תרשים 4



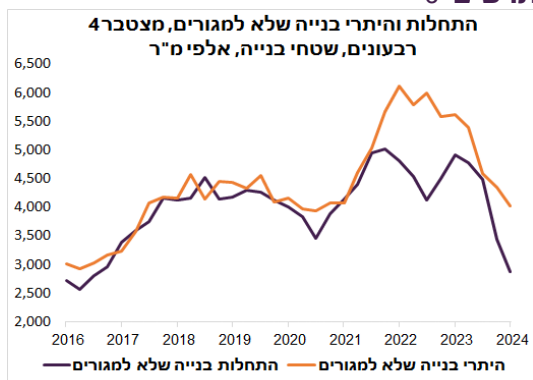
בשנים האחרונות המדינה חילקה כמות גדולה של היתרי בנייה, שבשיא בשנת 2022 עלו ל-80 אלף דירות, אך בשנה האחרונה ירדו ל-70 אלף. מספר גבוה של היתרי בנייה יכול, יחסית במהירות, להפוך להתחלות בנייה ולדירות מוכנות, אך התהליך מתעכב בשל בעיות שונות, כגון מחסור בעובדים. כמות קטנה של גמר בנייה משפיעה יותר על עלייה בשכר הדירה מאשר על מחירי הדירות בבעלות,

שההיצע שלהן משתקף בנתוני התחלות הבנייה. במבט לשנים הקרובות, גידול בדירות מוכנות שיתווספו להיצע הדירות צפוי להפחית את הלחצים לעליית שכר הדירה.

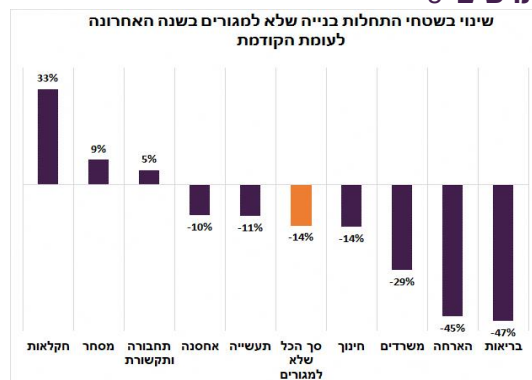
## התחלות בנייה שלא למגורים ירדו בשיעור גבוה יותר מאשר למגורים

שטחי התחלות הבנייה למגורים ירדו בשנה האחרונה בכ-5%. לעומת זאת, הירידה בהתחלות הבנייה שלא למטרות מגורים הייתה חדה הרבה יותר – כ-14%. הן חזרו לרמות שהיו בשנת 2017 (תרשים 6). כפי שניתן לראות בתרשים, גם בתחום הבנייה שלא למגורים נוצר בשנים האחרונות "מלאי" של היתרי בנייה שעדיין לא נוצלו לבנייה פעילה. במיוחד נרשמה ירידה חדה, בשיעור קרוב ל-50%, בהתחלות בנייה לתחום הבריאות והאירוח. ירידה משמעותית מאוד של כ-30% נרשמה בהתחלות בנייה למשרדים, בעוד שהבנייה למסחר דווקא גדלה בכ-9% (תרשים 5). הפער בין התחלות הבנייה למשרדים לבין התחלות למסחר מראה שלא רק המלחמה אחראית לכך, אלא גם הירידה בביקוש למשרדים.

תרשים 6



תרשים 5

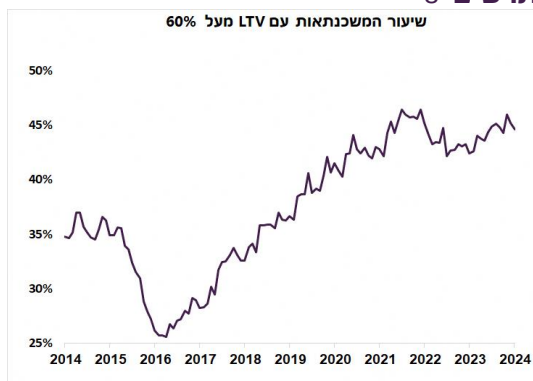


מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

## לכאורה, העלייה בסיכון של נוטלי המשכנתאות נבלמה

נטילת המשכנתאות עדיין רחוקה משיאי השנים 2021-2022, אך ממשיכה לגדול. לכאורה, הגידול מתרחש ללא עלייה ברמת הסיכון של נוטלי המשכנתאות, כפי שהיה בין השנים 2016 ל-2022.

תרשים 8



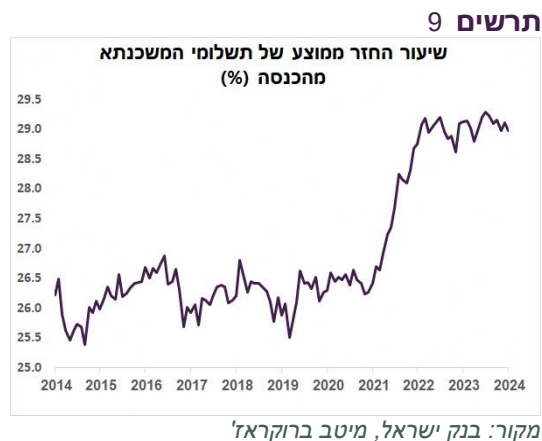
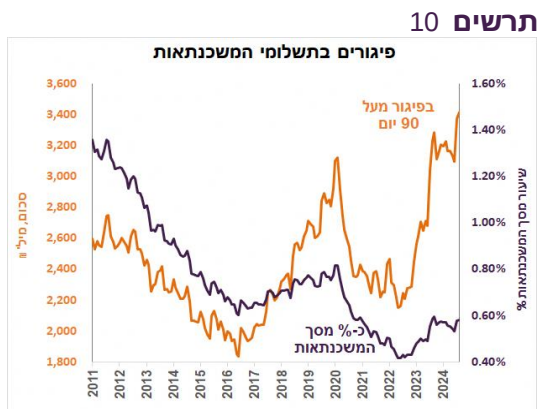
תרשים 7



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

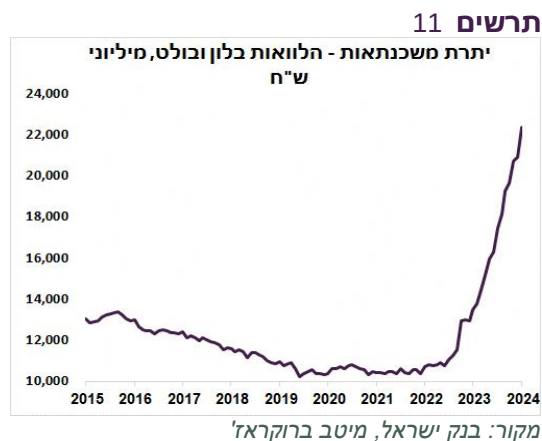
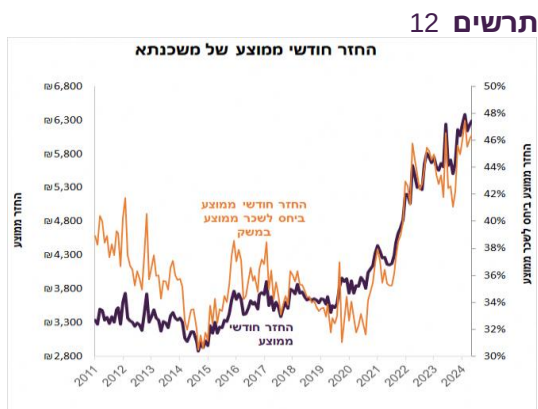
- גודל המשכנתא הממוצעת נותר בשנתיים האחרונות די יציב סביב כמיליון ש"ח (תרשים 7).

- שיעור המשכנתאות עם יחס גבוה מ-60% לשווי הנכס (LTV) הפסיק לגדול (תרשים 8).
- ההחזר הממוצע כשיעור מהכנסת הלווה התייצב ברמה של כ-29% לאחר עלייה מהירה בשנים 2021-2022.
- הפיגורים בהחזרי משכנתא הגיעו לשיא היסטורי, אך כשיעור מסך המשכנתאות הן די נמוכים (תרשים 10).



## מי יכול לקחת משכנתא?

האינדיקטורים לעיל שמשקפים בלימה בעליית הסיכון של נוטלי המשכנתאות לא חושפים את כל התמונה ואת השינויים שעברו על שוק הדירה. ראשית, היקפי המשכנתאות בולט ובלון ממשיך לזנק. יתרת הלוואות אלה עלתה בשנה האחרונה מכ-13.5 מיליארד ₪ ל-22.5 מיליארד ₪ (תרשים 11). הלוואות בולט ובלון מורידים באופן זמני את גובה ההחזר ושיעור ההחזר מהכנסה.



אולם, השינוי הגדול יותר בא לידי ביטוי בהתרחקות של משקי בית רבים ששייכים לעשירי הכנסה נמוכים מיכולת לקחת משכנתא לאחר עלייה חדה במחירי הדירות ובריבית על משכנתאות אחרי הקורונה.

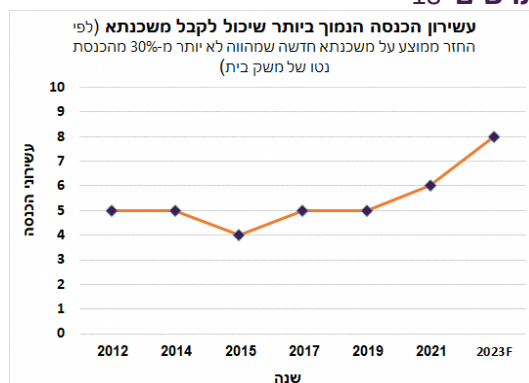
ההחזר הממוצע על משכנתא חדשה הגיע לכ-6,300 ₪ בחודש שמהווה כ-46% מהשכר הממוצע במשק. רק עד לפני חמש שנים ההחזר הממוצע לא עלה בדרך כלל על 4,500 ₪ היחס שלו לשכר הממוצע במשק היה די יציב של כ-32%-34% (תרשים 12). היחס בין הכנסת נטו של נוטלי המשכנתאות, לפי דיווחי הבנקים למשכנתאות, לבין השכר הממוצע במשק (ברוטו) עלה מכ-120% לפני הקורונה לכ-160% היום (תרשים 14).

מהבדיקה שעשינו עולה שעד שנת 2020 גם אצל משקי הבית ששייכים לעשירון הכנסה חמישי החזר על משכנתא ממוצעת היה נמוך מ-30% מהכנסת נטו שלהם. לעומת זאת, בשנת 2023 רק משקי הבית משלושת העשירונים הגבוהים ביותר של הכנסות נטו (עשירונים 8-10) יכולים לשלם משכנתא ממוצעת (תרשים 13 – מכיוון שהנתון האחרון שפורסם של הכנסות נטו של משקי בית לפי עשירונים של הכנסה מתייחס לשנת 2021, הנחנו שעד 2023 ההכנסות בכל העשירונים גדלו לפי קצב ממוצע שנתי של עשר השנים האחרונות).

תרשים 14



תרשים 13



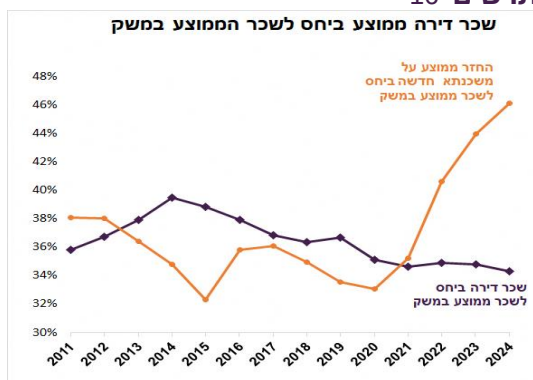
מקור: בנק ישראל, הלמ"ס, מיטב ברוקראז'

**שורה תחתונה: עד שנת 2020 40% מכלל משקי בית לא עמדו בהחזר המשכנתא הממוצעת (עד 30% מהכנסת נטו). בשנת 2023 כבר 70% ממשקי בית ירדו מתחת לרף זה.**

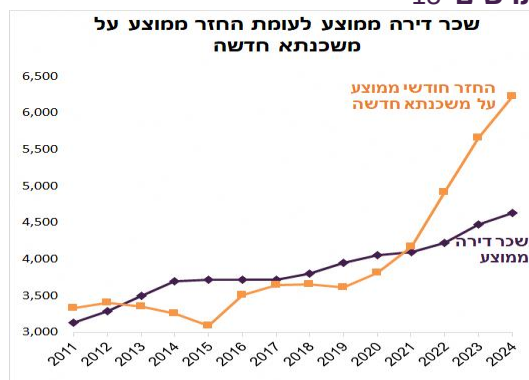
## הנגישות לשכר דירה השתפרה משמעותית ביחס לדירות בבעלות

בשנים האחרונות עלות רכישת דירה התייקרה מאוד ביחס לשכירות. היחס Buy to Rent בישראל (מדד מחירי הדירות בבעלות ביחס למדד של סעיף הדיור במדד המחירים) עלה בעשור האחרון בכ-30%. רק ב-2021 החזר ממוצע על משכנתא חדשה עמד על כ-4100 ₪, דומה לשכר דירה ממוצע. היום ההחזר על משכנתא עומד על כ-6300 ₪ ושכר דירה ממוצע על כ-4600 ₪ (תרשים 15). שכר דירה עלה בעשר השנים האחרונות בקצב איטי יותר מהשכר הממוצע במשק, להבדיל מההחזר על משכנתא ממוצעת חדשה שעלה הרבה יותר מהר (תרשים 16).

תרשים 16



תרשים 15



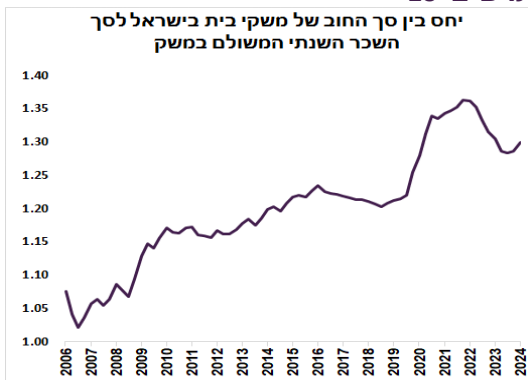
מקור: בנק ישראל, הלמ"ס, מיטב ברוקראז'

**שורה תחתונה: העלייה החדה בגובה ההחזר על משכנתאות חדשות לעומת שכר דירה צפויה להקטין ביקוש לדירות בבעלות ולהגביר ביקוש לשכירות.**

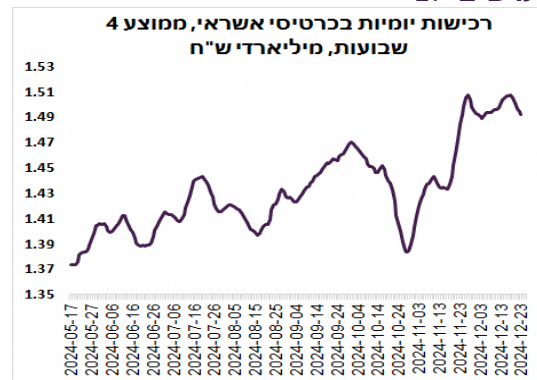
## נתונים כלכליים:

- המדד המשולב של בנק ישראל נותר בחודש נובמבר כמעט ללא שינוי. גם השינוי המצטבר שלו בשלושת החודשים האחרונים היה אפסי. עם זאת, כל הנתונים שמרכיבים את המדד מתייחסים לתקופה של לפני הפסקת האש בצפון.
- הרכישות היומיות בכרטיסי אשראי שמעודכנות לחודש דצמבר שמדווחים ע"י בנק ישראל, משקפות רמה גבוהה יחסית בדצמבר (תרשים 17). נצטרך להמתין לנתונים הרשמיים של חודש דצמבר כדי לראות האם הפסקת האש בצפון תרמה להגברת הצמיחה.
- על פי הנתונים שפרסם בנק ישראל, ברבעון השלישי האשראי הצרכני למשקי בית חזר לצמוח בקצב מתון גם בחברות כרטיסי אשראי וגם האשראי הבנקאי. בסה"כ, היחס בין סך החוב של משקי בית לסך השכר המשולם במשק (שנתי) ירד מהשיא שהיה בשנים 2021-2022 (תרשים 18).

תרשים 18



תרשים 17



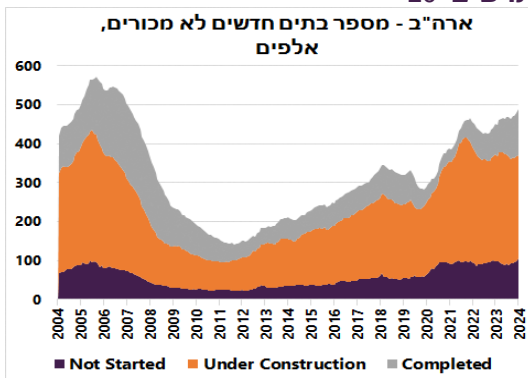
מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

## עולם

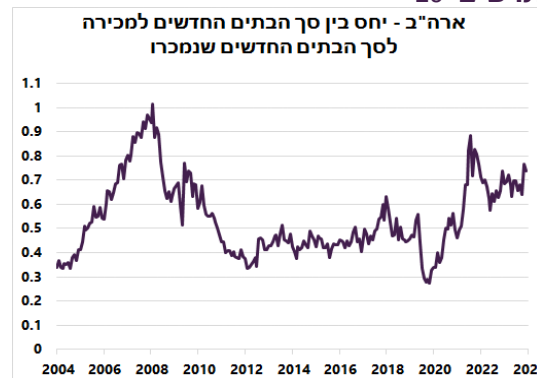
### נתונים כלכליים

- על רקע החגים היו בעולם מעט נתונים כלכליים והתרחשויות:
- מכירות הבתים החדשים בארה"ב ממשיכות להיות יחסית נמוכות, אך יציבות. יחד עם זאת, כמות הבתים החדשים שעומדים למכירה נמצאת במגמת עלייה. במיוחד גדל מספר הבתים למכירה שנמצאים בתהליך בנייה ובתים מוכנים (תרשים 20). היחס בין הבתים שנמכרו למלאי הלא מוכר נמצא במגמת עלייה (תרשים 19).

תרשים 20

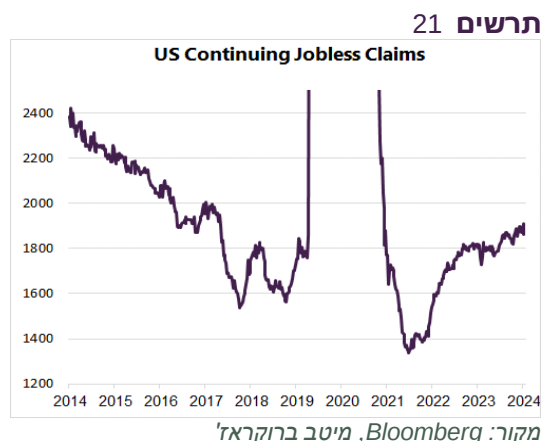
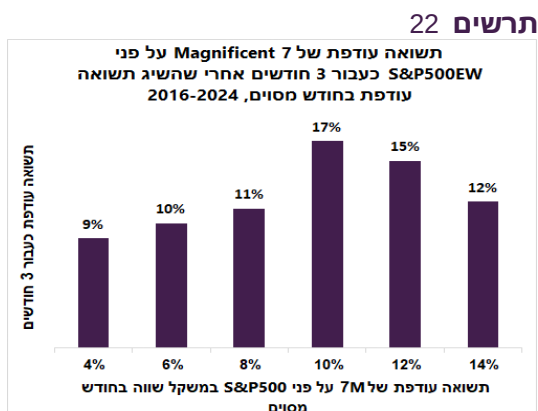


תרשים 19





- בארה"ב נמשכת עלייה בתביעות דמי אבטלה מתמשכות. הן עלו לרמות שבפעם האחרונה היו בהן בשנת 2018 (תרשים 21).



## Magnificent 7 מסתירות חודש רע במניות

דצמבר עד עכשיו לא היה כל כך טוב לשוק המניות. 87% מהמניות ב-S&P500 רשמו ירידה. מדד Russell 2000, מדדי המניות הקטנות והבינוניות ירדו בכ- 7%-8%. לעומת זאת, Nasdaq עלה כמעט ב-3%, כאשר מדד 7 Magnificent השיג תשואה גבוהה ב-15.7% לעומת S&P500 במשקל שווה. זה היתרון החודשי השלישי בגודלו בהיסטוריה מאז שהושק מדד M7 ב-2016.

נשאלת השאלה האם אחרי ביצועים כל כך חזקים של M7 עדיף דווקא לעבור למניות הקטנות יותר? הניסיון מראה שלא. לביצועי מניות טכנולוגיה הגדולות יש מומנטום מתמשך. בתרשים 22 מוצגים הביצועים החודשיים העודפים של מדד 7 Magnificent על פני S&P500 במשקל שווה כעבור 3 חודשים אחרי שענקיות טכנולוגיה השיגו תשואה עודפת בחודש מסוים. הממצאים בתרשים מתבססים על השנים 2016-2024. כפי שניתן לראות, ככל שנרשם עודף תשואה גבוהה יותר של M7 בחודש מסוים, התשואה העודפת של M7 הייתה בדרך כלל גבוהה יותר ב-3 החודשים הבאים.

## עלייה בפרמיית הסיכון בשוק האג"ח

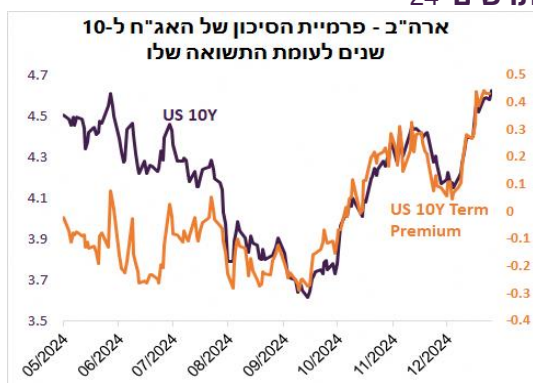
גם לשוק האג"ח דצמבר היה חודש גרוע. התשואה ל-10 שנים חצתה בפעם הראשונה מאז מאי את הרמה של 4.6% לאחר שעלתה מתחילת דצמבר ב-0.45%. לעלייה בציפיות לריבית ובציפיות האינפלציה היה תפקיד קטן יחסית בעליית התשואות. ציפיות האינפלציה הגלומות ל-10 שנים עלו רק ב-0.09% מתחילת דצמבר. הציפיות לריבית ה-FED בסוף 2025 הגלומות בחוזים עלו מתחילת החודש ב-0.17% כאשר בשבוע האחרון הן לא עלו בכלל. למרות זאת, תשואת האג"ח המשיכה למעלה (תרשים 23). מה שדחף את התשואות לעלייה הייתה העלייה בפרמיית הסיכון (term premium) שאחראית על כ-75% מסך העלייה בתשואה ל-10 שנים (תרשים 24). העלייה בפרמיית הסיכון באג"ח יכולה להסביר גם את הביצועים החלשים במניות, למעט מניות הטכנולוגיה. העלייה בפרמיית הסיכון יכולה להיות מיוחסת בעיקר לחוסר הוודאות לקראת כניסת הממשל החדש.

## תרשים 23



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

## תרשים 24



### 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.

**29/12/2024**

תאריך פרסום האנליזה