

24.12.2023

עיקרי הדברים

אינפלציה 12 חודשים הבאים  
**2.3%**

מדד דצמבר  
**0%**

מדד ינואר  
**-0.2%**

מדד פברואר  
**0.2%**

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

- **שיעור האבטלה בישראל יורד**, אך לא מהסיבות הטובות.
- היחלשות הדולר בעולם, עליות בשוק המניות והחשיפה הגבוהה של המשקיעים המקומיים למט"ח ממשיכים לתמוך **בהתחזקות השקל**.
- **המשק האמריקאי** ממשיך לצמוח בקצב יחסית גבוה גם ברבעון הרביעי, כולל הצריכה הפרטית.
- **האינפלציה במדינות העיקריות יורדת** ואף בקצב מואץ. אינפלציית הליבה PCE בארה"ב צפויה להגיע ליעד של 2% כבר במרץ.
- בטווח הבינוני, חזרת **סביבת האינפלציה** לרמות לפני הקורונה במדינות העיקריות נראית כתרחיש סביר.
- גם אם האינפלציה תחזור לרמות לפני הקורונה, **הבנקים המרכזיים ישתדלו לא להגיע שוב לריבית האפסית**, אך עלולים להיגרר לשם בלית ברירה. בישראל הסיכוי של חזרה לריביות אפסיות נמוך במיוחד.

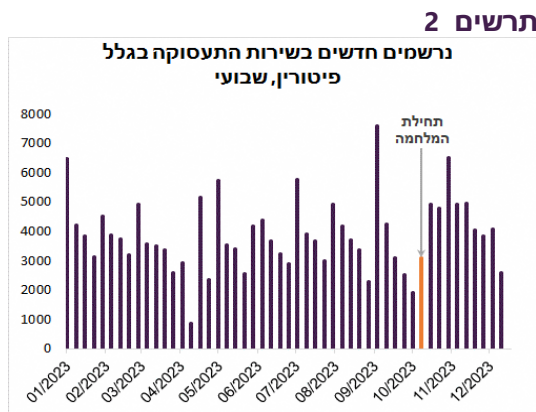
## המלצות מרכזיות

### חשיפה למניות

|                             |                 |               |                 |       |
|-----------------------------|-----------------|---------------|-----------------|-------|
| גבוהה                       | בינונית / גבוהה | בינונית       | בינונית / נמוכה | נמוכה |
| מח"מ אג"ח ממשלתיות          | ארך             | בינוני / ארוך | בינוני          | קצר   |
| דירוג מומלץ באג"ח קונצרניות | ללא דירוג       | BBB           | A               | AA    |

## הביקוש לעובדים יורד. גם ההיצע

שיעור האבטלה במשק ירד בנובמבר לשפל היסטורי של 2.8%, אך לא מדובר בכשורה חיובית. הירידה באבטלה קרתה בגלל ירידה עוד יותר גדולה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה (תרשים 1). מחפשי עבודה פשוט פרשו מהחיפוש. כמו כן, בנובמבר נמשכה ירידה במספר המשרות הפנויות שהגיעו לרמות שהיו בהן לפני הקורונה. חדשה מעט חיובית יותר הייתה בחל"תים. כמו כן, בינתיים כמות המפוטרים שנרשמים בלשכת התעסוקה לא עלתה משמעותית (תרשים 2).

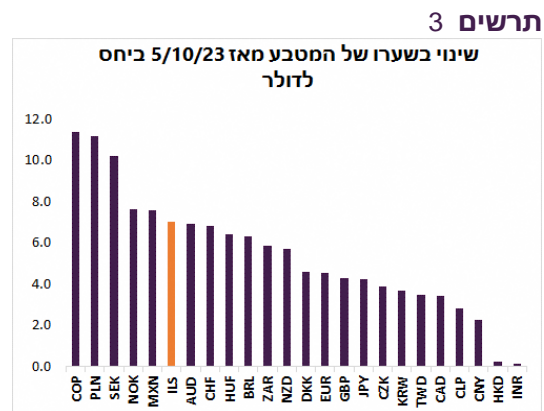
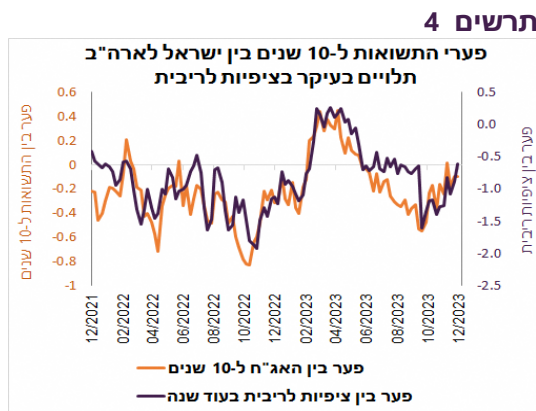


מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

## התחזקות השקל לא חורגת בהרבה מהמגמה בעולם

השקל המשיך להתחזק במהירות. צריך לציין שלא רק השקל מתחזק. מאז שהתחילה המלחמה בישראל לא מעט מטבעות התחזקו יותר או בשיעור דומה ביחס לדולר (תרשים 3). מאז תחילת המלחמה בישראל שוק המניות האמריקאי עלה בכ-12% (S&P500), מה שגם פעל להתחזקות השקל. הסיבה הנוספת להתחזקות השקל קשורה לחשיפת שיא למט"ח של הגופים המוסדיים שנוצרה עוד לפני המלחמה בגלל האירועים הפוליטיים בישראל. היא מקטינה פוטנציאל לרכישות מט"ח.

גם העובדה שהציפיות לריבית יורדות מהר יותר בארה"ב מאשר בישראל תומכת בהתחזקות השקל. כפי שניתן לראות בתרשים 4, צמצום הפער השלילי בין הריבית הצפויה בעוד שנה בישראל לעומת ארה"ב מתורגם באופן כמעט מדויק לשינוי בפער התשואות ל-10 שנים.



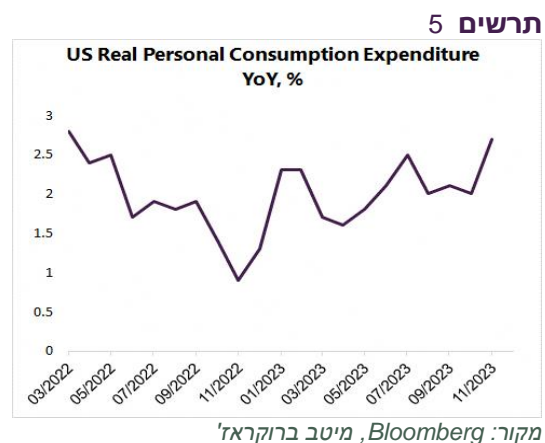
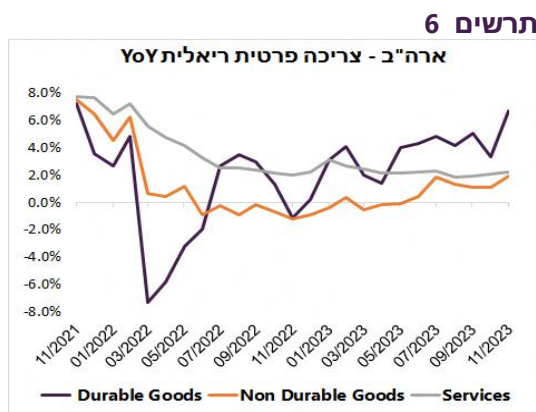
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

## מרבית הנתונים הכלכליים בארה"ב ממשיכים להיות חזקים

עמידות הכלכלה האמריקאית ממשיכה להפתיע. האינדיקטורים הכלכליים שמתפרסמים ברמה שבועית ויומית מציגים שיפור ברור (ראו טבלה מטה).

| FED NY Weekly Econ. Index | Gasoline Demand YoY | Railroads Carloads YoY | Truck Demand YoY | Steel Production YoY | Restaurant Booking YoY | Johnson Redbook Index Same Store Sales YoY | Airline Passenger YoY | Jobless Claims |            |
|---------------------------|---------------------|------------------------|------------------|----------------------|------------------------|--|-----------------------|----------------|------------|
|                           |                     |                        |                  | 7.2%                 | -4.3                   |  | 18.5%                 | 212            | 22/12/2023 |
| 2.01                      | 2.1%                | 0.8%                   | -2.1%            | 6.5%                 | -4.3                   | 3.3  | 13.1%                 | 213.5          | 15/12/2023 |
| 1.93                      | 1.6%                | 0.0%                   | 1.6%             | 6.3%                 | -4.6                   | 3.2  | 14.7%                 | 221            | 08/12/2023 |
| 1.92                      | 1.5%                | -0.9%                  | 2.2%             | 5.6%                 | -4.9                   | 3.0  | 16.4%                 | 220.25         | 01/12/2023 |
| 1.86                      | 1.5%                | -2.3%                  | 0.8%             | 5.2%                 | -5.2                   | 3.9  | 20.4%                 | 220.5          | 24/11/2023 |
| 1.91                      | 1.4%                | -3.1%                  | 2.6%             | 4.5%                 | -5.1                   | 3.2  | 20.1%                 | 220.75         | 17/11/2023 |
| 1.93                      | 2.2%                | -3.4%                  | -2.6%            | 4.1%                 | -5.0                   | 3.0  | 20.8%                 | 212.5          | 10/11/2023 |
| 1.93                      | 2.9%                | -3.8%                  | -8.8%            | 3.2%                 | -5.0                   | 3.1  | 19.3%                 | 210.75         | 03/11/2023 |
| 1.88                      | -1.0%               | -3.8%                  | -11.9%           | 3.0%                 | -5.6                   | 4.7  | 20.4%                 | 208            | 27/10/2023 |
| 1.82                      | -1.8%               | -3.8%                  | -16.4%           | 2.9%                 | -6.2                   | 4.5  | 18.2%                 | 206.25         | 20/10/2023 |
| 1.87                      | -1.5%               | -3.5%                  | -21.5%           | 2.7%                 | -6.8                   | 4.3  | 17.8%                 | 206.75         | 13/10/2023 |
| 1.87                      | -3.4%               | -4.4%                  | -22.4%           | 2.3%                 | -7.4                   | 4.0  | 17.2%                 | 209.25         | 06/10/2023 |
| 1.82                      | -3.4%               | -6.3%                  | -24.1%           | 2.0%                 | -7.9                   | 3.9  | 11.9%                 | 211.25         | 29/09/2023 |
| 1.85                      | 0.1%                | -7.7%                  | -27.0%           | 1.8%                 | -8.6                   | 4.0  | 10.8%                 | 217.25         | 22/09/2023 |
| 1.90                      | 1.7%                | -8.4%                  | -29.1%           | 1.5%                 | -9.4                   | 4.1  | 9.6%                  | 224.75         | 15/09/2023 |
| 1.67                      | 0.5%                | -9.6%                  | -31.1%           | 1.1%                 | -10.3                  | 4.3  | 9.7%                  | 229.5          | 08/09/2023 |
| 1.56                      | 1.2%                | -9.6%                  | -33.7%           | 1.2%                 | -10.6                  | 4.1  | 10.1%                 | 237.75         | 01/09/2023 |
| 1.56                      | 0.9%                | -8.7%                  | -36.8%           | 1.3%                 | -12.3                  | 2.0  | 16.8%                 | 237.25         | 25/08/2023 |
| 1.42                      | 0.1%                | -8.2%                  | -40.4%           | 0.8%                 | -13.1                  | 1.3  | 16.2%                 | 234.5          | 18/08/2023 |
| 1.37                      | 0.6%                | -8.5%                  | -44.2%           | 0.5%                 | -13.8                  | 0.5  | 16.9%                 | 231.5          | 11/08/2023 |
| 1.41                      | 3.7%                | -9.1%                  | -48.2%           | 0.4%                 | -14.3                  | 0.0  | 16.2%                 | 228.25         | 04/08/2023 |
| 1.38                      | 3.7%                | -9.0%                  | -50.0%           | 0.3%                 | -14.5                  | -0.2                                       | 16.9%                 | 233.75         | 28/07/2023 |
| 1.30                      | 3.7%                | -9.3%                  | -51.8%           | 0.2%                 | -13.9                  | -0.3                                       | 16.6%                 | 237.5          | 21/07/2023 |
| 1.32                      | 5.6%                | -9.6%                  | -53.3%           | 0.2%                 | -13.4                  | -0.3                                       | 14.8%                 | 246.75         | 14/07/2023 |
| 1.23                      | 4.6%                | -10.7%                 | -53.0%           | 0.3%                 | -12.9                  | -0.4                                       | 14.5%                 | 253.5          | 07/07/2023 |
| 1.18                      | 2.6%                | -11.1%                 | -52.5%           | -0.1%                | -12.6                  | 0.6  | 14.9%                 | 256.75         | 30/06/2023 |
| 1.14                      | 2.6%                | -12.4%                 | -54.6%           | -0.8%                | -12.4                  | 0.6  | 10.4%                 | 256            | 23/06/2023 |
| 1.11                      | 3.2%                | -13.0%                 | -56.2%           | -1.4%                | -12.3                  | 0.7  | 9.8%                  | 247.25         | 16/06/2023 |
| 1.05                      | 1.2%                | -14.0%                 | -57.9%           | -2.1%                | -12.2                  | 0.5  | 9.9%                  | 237.5          | 09/06/2023 |
| 1.08                      | 1.8%                | -14.2%                 | -60.7%           | -2.9%                | -12.3                  | 0.6  | 10.0%                 | 229.75         | 02/06/2023 |
| 1.06                      | 1.3%                | -14.3%                 | -62.6%           | -3.5%                | -12.6                  | 1.4  | 10.1%                 | 232            | 28/05/2023 |
| 1.09                      | 2.4%                | -14.4%                 | -63.9%           | -4.1%                | -12.9                  | 1.5  | 14.1%                 | 231.75         | 19/05/2023 |
| 1.04                      | 0.5%                | -15.3%                 | -64.9%           | -4.9%                | -13.4                  | 1.5  | 13.9%                 | 237            | 12/05/2023 |

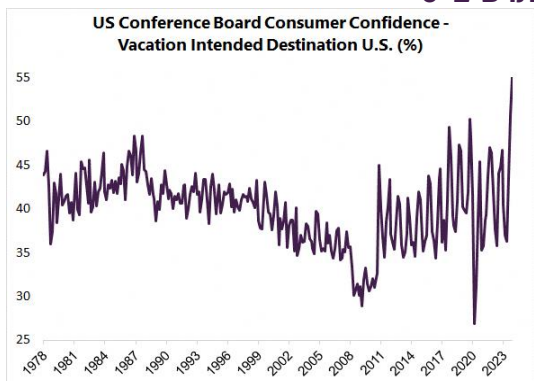
- קצב הגידול של הצריכה הפרטית הריאלית בארה"ב עולה (תרשים 5). במיוחד ניכר גידול בצריכת המוצרים, במיוחד בני קיימא (תרשים 6).



- מדד הסנטימנט הצרכני עלה בדצמבר מעל התחזיות. שאלה אחת יכולה להעיד על מצבו הטוב יחסית של הצרכן - שיעור משקי הבית שמתכננים חופשה בחצי השנה הקרובה עומד ברמה הגבוהה ביותר אי פעם (תרשים 8).
- החברות האמריקאיות ממשיכות להשקיע. רכישות מוצרי השקעה לא צומחות כפי שהיו ביציאה מהקורונה, אך הן ממשיכות להיות ברמות גבוהות היסטוריות (תרשים 7).

- התמונה בשוק הנדל"ן פחות חיובית. מצד אחד, נרשם גידול במכירות הבתים הקיימים ובהתחלות הבנייה. מנגד, מכירות הבתים החדשים ירדו בחדות בנובמבר לרמה הנמוכה של השנה האחרונה.

תרשים 8



תרשים 7



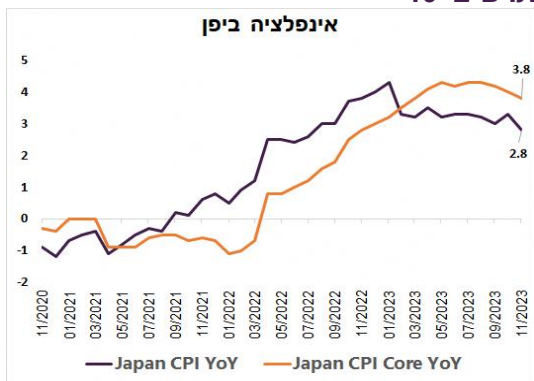
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

## האינפלציה בארה"ב צפויה להגיע ל-2% תוך שלושה חודשים

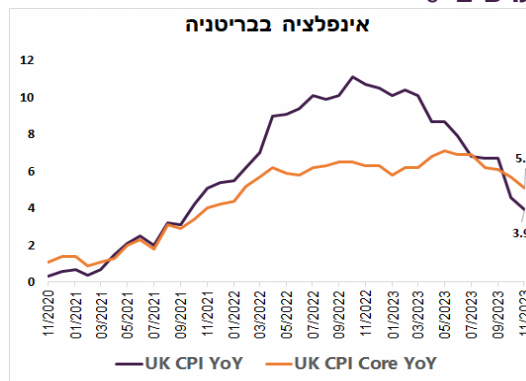
האינפלציה בעולם יורדת בקצב מואץ ומעבר לתחזיות:

- מדד המחירים הסופי באירופה היה נמוך משמעותית מהתחזיות המוקדמות. קצב אינפלציית הליבה ירד תוך 3 חודשים מ-5.3% ל-3.6%.
- גם בבריטניה האינפלציה ירדה יותר מהתחזית. אינפלציית הליבה ירדה תוך שלושה חודשים מ-6.2% ל-5.1% כאשר המדד הכללי יורד עוד יותר מהר (תרשים 9).
- גם ביפן נרשמה ירידה באינפלציה הכללית והליבה, אך בשיעור מתון יחסית לירידה במדינות האחרות (תרשים 10).

תרשים 10



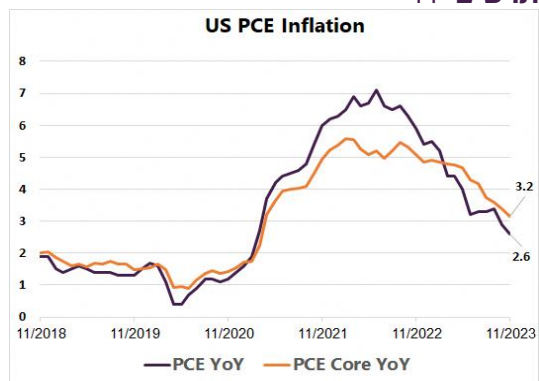
תרשים 9



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

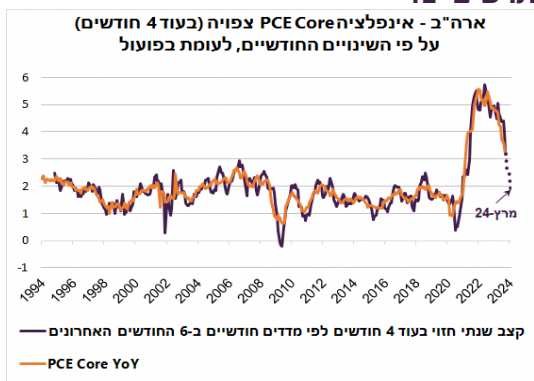
- בארה"ב אינפלציית ה-PCE ירדה ל-2.6%, מתחת לתחזיות (תרשים 11). כפי שהצגנו בסקירה לפני חודש, בהתאם לשינויים החודשיים במדדי הליבה בשישה חודשים (במונחים שנתיים), קצב השינוי השנתי של PCE Core יגיע במרץ 2024 ליעד ה-FED של 2% בסיכוי של כ-90% (תרשים 12). נזכיר שבתחזית שפורסמה ע"י ה-FED רק לפני שבועיים הוא העריך שאינפלציית הליבה PCE אפילו בסוף 2024 תעמוד מעל היעד ברמה של 2.4%.

תרשים 11



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

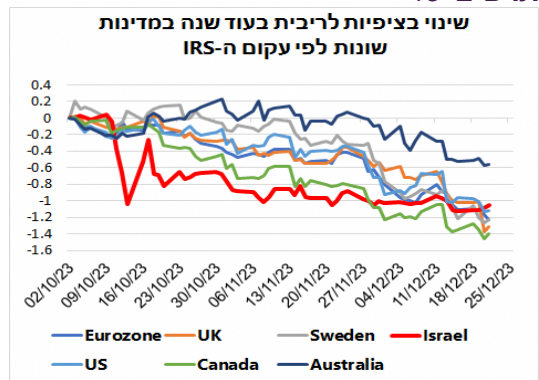
תרשים 12



## הציפיות לריבית יורדות בחדות

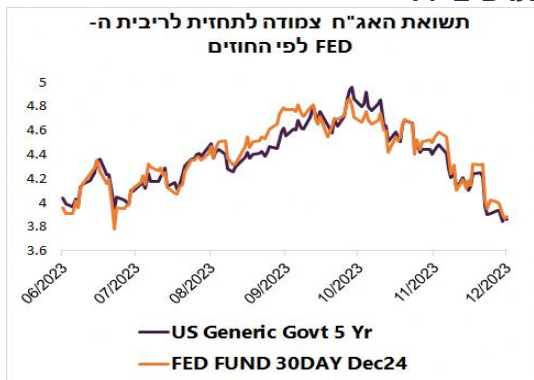
הירידה המהירה באינפלציה מובילה לירידה מהירה בציפיות לריבית. לפי עקום ה-IRS, בפחות מחודשיים בלבד הציפיות לריבית הבנקים המרכזיים בעוד שנה ירדו בכ-1.2%-1.4% בכל המדינות העיקריות. בישראל ירדה התחזית לריבית בכ-1.1% (תרשים 13). תהליך ירידה בציפיות הריבית מדרבן ירידה מהירה בתשואות האג"ח (תרשים 14).

תרשים 13



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 14



נציגי הבנקים המרכזיים הגדולים מנסים לקרר התלהבות בשווקים ומזהירים שהריבית לא תרד כל כך מהר. אולם, נראה שירידה מהירה באינפלציה לא מותירה להם ברירה, אלא להתחיל בתהליך הורדת ריבית בהקדם.

אם אינפלציית הליבה בארה"ב תגיע כבר בחודש מרץ ל-2%, יהיה קשה ל-FED להצדיק נחיצות של ריבית ריאלית גבוהה מ-3%. במידה והאינפלציה תתייצב ברמה של 2%, ה-FED יוכל להוריד ריבית לאט בטענה שהוא רוצה להיות משוכנע שהיא מתבססת בתחום היעד. אולם, מה הוא יעשה אם האינפלציה תמשיך לרדת מתחת ליעד כבר לקראת אמצע 2024, אפשרות שעד לא מזמן נראתה לא ריאלית.

**שורה תחתונה: רוב הבנקים המרכזיים הגדולים צפויים להתחיל להוריד ריבית כבר בשליש הראשון של 2024.**

## מה יכול לגרום לאינפלציה גבוהה יותר?

חשבנו שב-2024 עדיין נתלבט לגבי המועד של חזרת האינפלציה ליעד והאם בכלל היא תגיע לשם. אולם, מהירות הירידה באינפלציה מעלה כבר כעת את השאלה מה תהיה סביבת האינפלציה לאחר שהגל האינפלציוני של השנתיים האחרונות יחלוף? לפני שמנסים לחזות עתיד האינפלציה צריכים לזכור שעדיין אין לנו תשובה טובה לשאלה מדוע למרות הריבית האפסית בעשור לפני הקורונה והאבטלה הנמוכה, לא נוצרה אינפלציה גבוהה באף מדינה מפותחת? הכלכלנים הציעו כמה סיבות:

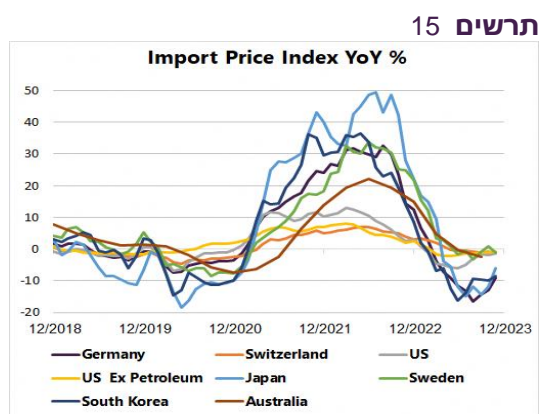
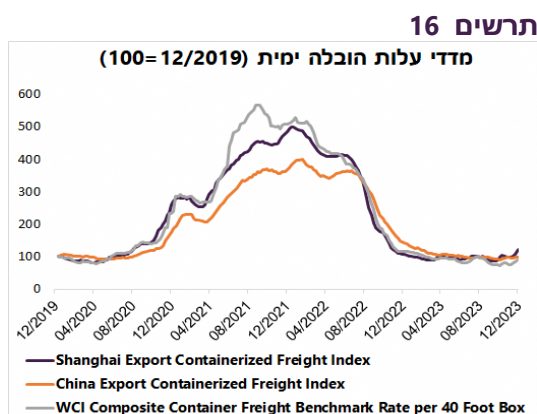
- גלובליזציה.
- ירידה בקצב הגידול באוכלוסייה ואף צמצום והזדקנות שלה בחלק מהמדינות.
- התפתחות טכנולוגית.
- ירידה בכוח עבודה מאורגן שמקטינה לחצים לעליית השכר.
- ציפיות האינפלציה הנמוכות שמרסנות עליית האינפלציה בפועל.
- ירידה בביקוש להשקעות במדינות המפותחות.
- ירידה חדה במחירי מוצרי השקעה בעקבות התפתחויות טכנולוגיות מחד ומאיך עודפי החיסכון בעולם שיכולים לממן את ההשקעות מובילים לירידת מחירים.

מה עשוי להשתנות והוביל לאינפלציה גבוהה יותר? להלן הסיבות שמציעים היום כדי להסביר מדוע האינפלציה תהיה גבוהה יותר בעתיד:

- היחלשות הגלובליזציה מובילה לפרוטקציוניזם ולייצור מקומי פחות יעיל.
- התהליכים הדמוגרפיים של צמצום שיעור האוכלוסייה בגיל העבודה במדינות המפותחות הוחרפו בקורונה, מה שמוביל למחסור בעובדים ולעלייה בעלות העבודה.
- התייקרות עלות העבודה במדינות המתפתחות עם עלייה ברמת החיים.
- אירועי אקלים ועימותים צבאיים תדירים יותר פוגעים בהיצע, משבשים שרשרת ההספקה ושמשיעים על המחירים של חומרי הגלם, מזון כו'.
- מתגבר צורך בהשקעות גדולות שקשורות למדיניות האקלים ולהוצאות לביטחון במדינות שונות. גידול בהשקעות מעלה ביקוש לחומרי גלם ולכוח אדם.

## האם סביבת האינפלציה באמת תהיה גבוהה מבעבר?

מבחינת השפעת **דה-גלובליזציה**, לפחות בינתיים, לא רואים שינוי משמעותי. מדדי מחירי היבוא יורדים בכל המדינות בשיעור דומה או אף חזק יותר מכפי שהם ירדו לפני הקורונה (תרשים 15). לדוגמה, מדד מחירי היבוא מסין לארה"ב ירד בשנה האחרונה בשיעור של 2.9%, הנמוך ביותר מאז 2009. עלויות התובלה, למרות מצור "החות'ים", דומות היום לסוף 2019 (תרשים 16).

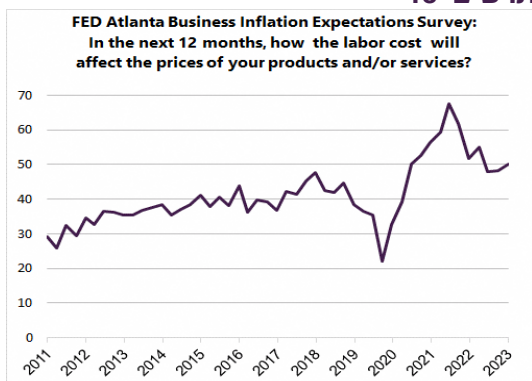


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

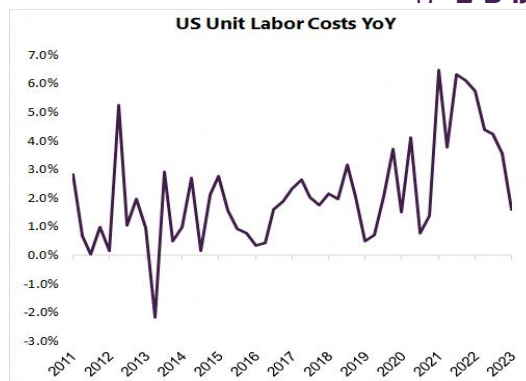
**שוק העבודה** אכן יצר לחצים משמעותיים לעלייה באינפלציה בשנתיים האחרונות. אולם, מדובר באירוע חריג שבו בפרק זמן קצר מאוד המגזר העסקי בארה"ב היה צריך לגייס כ-22 מיליון עובדים שנשרו ממנו בחודשים מרץ-אפריל 2020 (כ-15% מסך המשרות לפני הקורונה). המשימה הייתה יקרה במיוחד כי עובדים אלה קיבלו תמיכה מהמדינה. ברור שזה יצר לחצים חזקים מאוד לעליית השכר, אך מדובר באירוע חריג.

כעת פרמטרים רבים של שוק העבודה חזרו למצב הרבה יותר נורמאלי, כפי שהיה לפני הקורונה. אחרי התייקרות חדות, קצב העלייה של עלות יחידת העבודה בארה"ב חזר לרמה נמוכה ביחס לממוצע היסטורי (תרשים 17). בסקר ציפיות האינפלציה של העסקים שעורכת שלוחת ה-FED באטלנטה, העסקים מציגים ירידה משמעותית בלחצים לעליית מחירים שמקורם בעלויות עבודה (תרשים 18).

תרשים 18



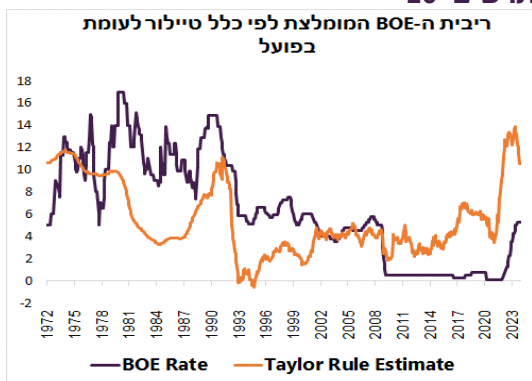
תרשים 17



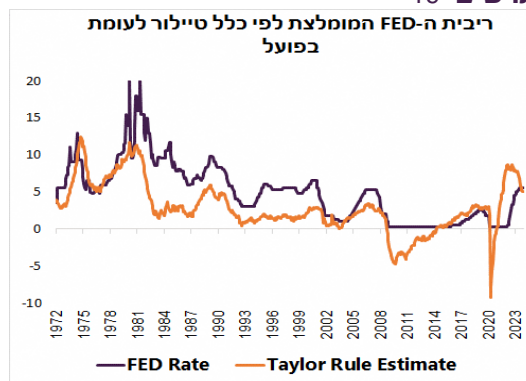
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

יש עוד עובדה שלהערכתנו עשויה לבשר שסביבת האינפלציה לא תסטה לאורך זמן מהרמה שהייתה לפני הקורונה. למעשה, **הבנקים המרכזיים מנצחים את האינפלציה ע"י ריבית די נמוכה**. בתקופות האינפלציה בעבר ריבית ה-FED תמיד עלתה יותר ממה שנגזר מכלל טיילור המפורסם לקביעת גובה הריבית. הפעם הספיקה ריבית נמוכה בכ-3% ממה שמומלץ ע"י הכלל כדי לגרום לירידה באינפלציה (תרשים 19). מצב עוד יותר קיצוני במדינות האחרות. באנגליה הריבית הייתה אמורה לעלות לפי כלל טיילור לכ-13% (תרשים 20) ובאירופה ל-12%. עצם העובדה שביפן האינפלציה מתחילה לרדת למרות שה-BOJ לא העלה כלל את הריבית עשויה לרמוז שהכוחות האינפלציוניים היו חולפים.

תרשים 20



תרשים 19



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

נציין **שציפיות האינפלציה לטווח הארוך** של הצרכנים, של הכלכלנים ושל העסקים לרוב לא עלו משמעותית, מה שמבטא ביטחון שהאינפלציה תהיה זמנית ומסייע למנוע התמדתה ודבקתה.

לגבי השפעת **הטכנולוגיה** על האינפלציה, נראה שעם ההבטחות של הבינה המלאכותית, השפעות דפלציוניות עשויות אף להתגבר. הדבר היחיד שחל בו שינוי הוא **מחירי הסחורות**. מדד מחירי האנרגיה של בלומברג אומנם נמוך בכ-5% היום לעומת בסוף 2019, אך מדד הסחורות החקלאיות עלה בכ-60% ומדד המתכות בכ-30%. העלייה מבטאת השפעת המלחמות, אירועי אקלים ודה-גלובליזציה. יתכן שזה יהיה המקור של אינפלציה גבוהה יותר. לפיכך, אחרי הגל הנוכחי, מרבית הכוחות לא אמורים לתמוך בעלייה בסביבת האינפלציה לרמות גבוהות יותר מאלו שהיו לפני הקורונה. במצב רגיל, המסקנה לגבי **ישראל** הייתה דומה למדינות האחרות. אולם, הסיכונים הקיימים היום בישראל מצדיקים פרמיה אינפלציונית גבוהה יותר.

---

**שורה תחתונה: בסיכוי גבוה יותר האינפלציה בעולם תחזור להיות דומה לזו שהייתה לפני הקורונה. בישראל נדרשת כעת פרמיה אינפלציונית גבוהה יותר.**

---

## איפה הורדת ריבית תעצור בסוף התהליך?

אם האינפלציה תחזור בסופו של דבר לסביבה שהייתה לפני הקורונה, האם גם הריביות של הבנקים המרכזיים יגיעו שוב לרמות אפסיות?

אנחנו מעריכים שהבנקים המרכזיים לא ירצו לחזור לריבית אפסית שיצרה בועות במחירי הנכסים, גרמה לעיוותים בהקצאת אשראי, הגדילה אי שוויון, אך לא ברור עד כמה סייעה לצמיחה או העלתה אינפלציה. אולם, בסביבה של אינפלציה נמוכה הם עלולים להיזחק לריבית אפסית בעת משבר כלשהו. ברגע שבנק מרכזי גדול אחד מוריד ריבית לאפס מלחמת המטבעות מייצרת לחץ על כולם להתיישר.

ללא משבר, הריבית אמורה להגיע לרמה ניטרלית. לפי תחזיות ה-FED הריבית במצב ניטרלי (DOTS Longer Run Rate) אמורה להגיע ל-2.5% (תרשים 21). מרבית הנגידים נתנו בפעם האחרונה תחזית בטווח של 2.5%-3.0%. למרות האינפלציה הגבוהה לאחרונה, הנגידים לא העלו את הריבית הניטרלית שעמדה על 2.5% עוד לפני הקורונה. לכאורה, זה משקף שה-FED מתייחס לגל האינפלציה הנוכחי כטרנזיטורי ולא כקפיצת מדרגה לסביבת אינפלציה גבוהה יותר. באירופה מספר נגיד ה-ECB ציינו שרמת הריבית הניטרלית עומדת ברמה של כ-2%.

להערכתנו, הסיכוי שהריבית תחזור להיות אפסית בישראל די נמוך. בעיקר בגלל הרגישות הגבוהה של השפעתה על מחירי הדירות. המדינה שבה האוכלוסייה צומחת בקצב גבוה לא יכולה להרשות לעצמה עלייה חזקה במחירי הדירות שמושפעת בצורה משמעותית מגובה הריבית. הריבית הניטרלית בישראל אמורה להיות גבוהה יותר מאשר בארה"ב. כמו כן, סיכון הדפלציה, שמצדיק לכאורה החזקת ריבית אפסית, אף פעם לא היה קיים בישראל.

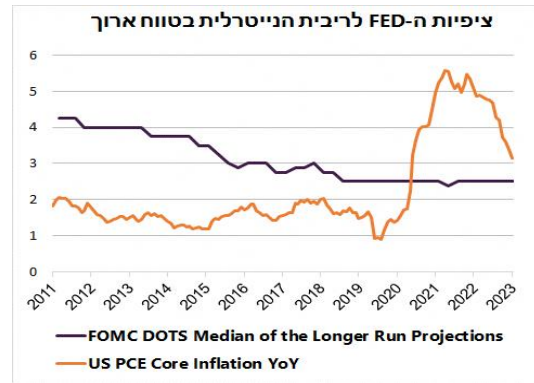
---

**שורה תחתונה: לאחר שגל האינפלציה יחלוף, הבנקים המרכזיים לא ירצו להגיע שוב לריבית אפסית, אך הנסיבות עלולות לכפות אותה עליהם. לפי תחזיות הנגידים הריבית הניטרלית של ה-FED עומדת ברמה של 2.5%-3.0%. בישראל הסיכון לחזרה לריבית אפסית נמוך במיוחד והריבית הניטרלית אמורה להיות לפחות כמו בארה"ב.**

---



תרשים 21

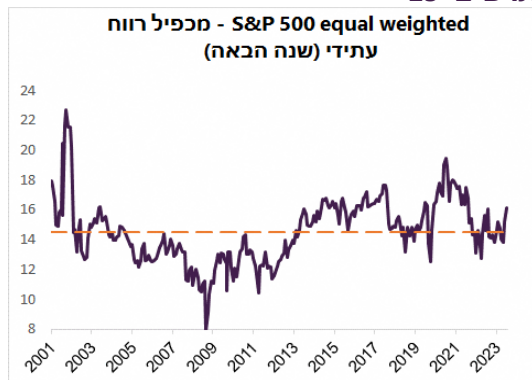


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

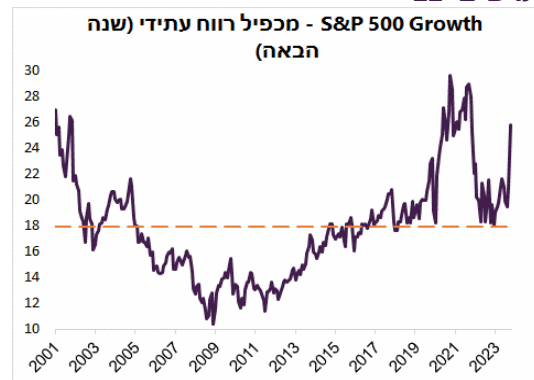
אופטימיות יתר בשוק המניות

שוק המניות נסחר לפי מכפילי רווח גבוהים, במיוחד מניות הצמיחה שהמכפיל העתידי שלהן נמצא באחת הרמות הגבוהות של עשרים השנים האחרונות (תרשים 22). גם המכפיל של S&P 500 במשקל שווה גבוה מהממוצע ההיסטורי (תרשים 23).

תרשים 23



תרשים 22



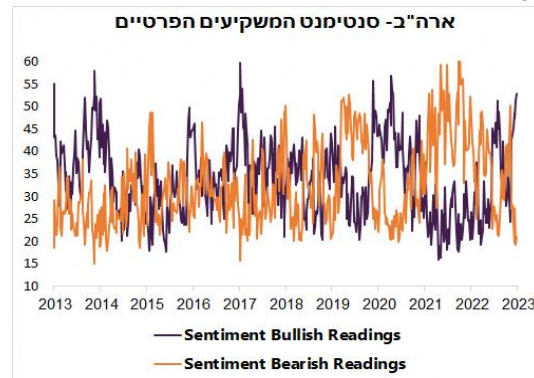
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

האופטימיות בשוק גבוהה מאוד. בסקר השבועי של המשקיעים הפרטיים שיעור המשקיעים "Bullish" עומד על 53%, אחת הרמות הגבוהות בעשור האחרון (תרשים 24). הפער בין משקל ה-Bullish ל-Bearish גבוה מ-30%.

תרשים 25

| אחוז       |             |                    |
|------------|-------------|--------------------|
| תשואה      | מהתקופות    |                    |
| חציונית 15 | שהשוק עלה   |                    |
| שבועות     | ב-15 שבועות |                    |
| 3.5%       | 68%         | All Periods        |
| 1.7%       | 57%         | Bullish>50         |
| -0.9%      | 45%         | Bullish-Bearish>30 |

תרשים 24



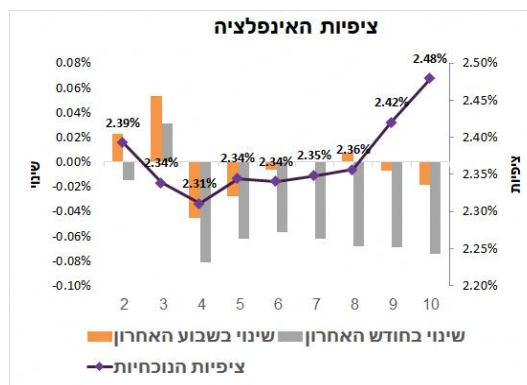
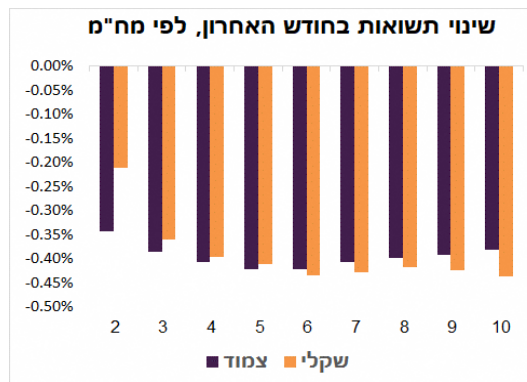
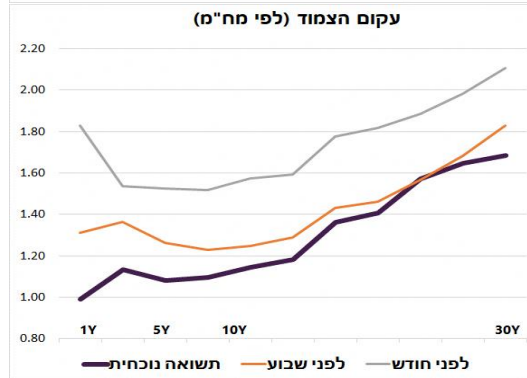
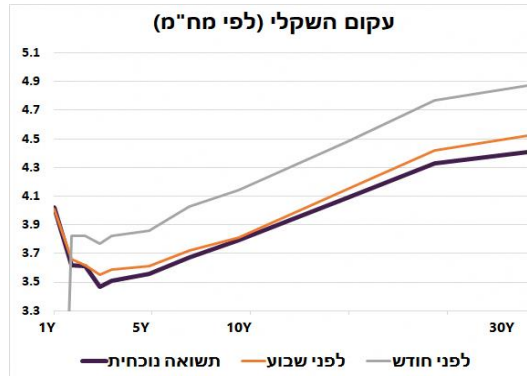
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

בין השנים 2003-2023 תוחלת הרווח של S&P500 ב-15 השבועות לאחר שהשוק היה Bullish כפי שהוא היום הייתה כמחצית מהרווח הממוצע בכל התקופות והסיכוי להפסיד היה גבוה מהסיכוי להרוויח (תרשים 25).

## טבלאות ונספחים

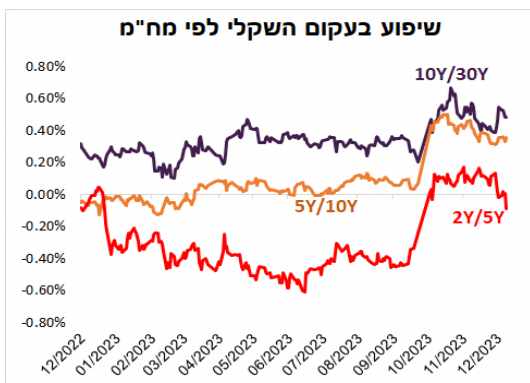
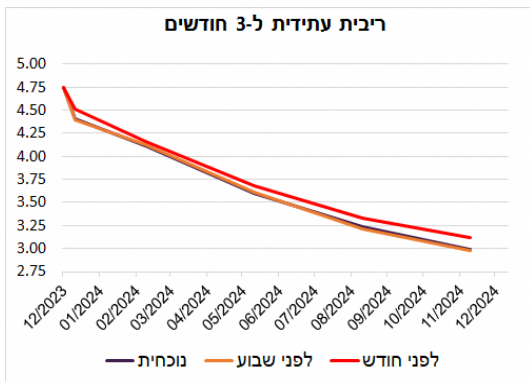
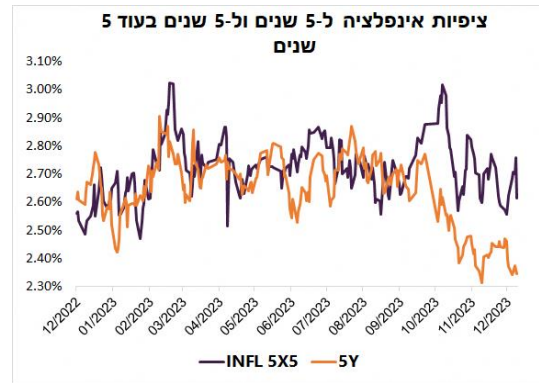
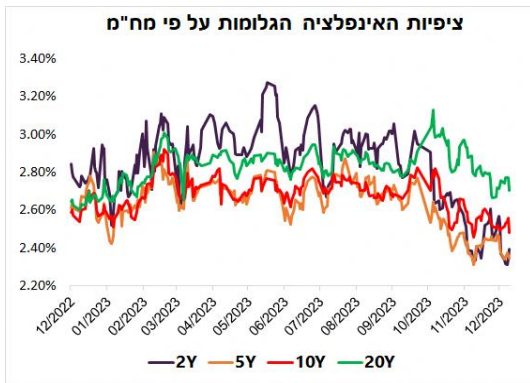
| שוקים       |             |             |            |               | מניות                          |
|-------------|-------------|-------------|------------|---------------|--------------------------------|
| מתחילת השנה | שינוי חודשי | שינוי שבועי | שינוי יומי | נוכחי         |                                |
| 23.8%       | 4.3%        | 0.8%        | 0.2%       | <b>4,755</b>  | S&P500                         |
| 43.2%       | 5.2%        | 1.2%        | 0.2%       | <b>14,993</b> | Nasdaq                         |
| 20.0%       | 4.2%        | -0.3%       | 0.1%       | <b>16,706</b> | DAX                            |
| 27.1%       | -1.4%       | 0.6%        | 0.1%       | <b>33,169</b> | Nikkei                         |
| 3.8%        | 1.2%        | -0.9%       | -0.6%      | <b>992</b>    | MSCI EM                        |
| 0.1%        | 0.2%        | -1.2%       | -0.6%      | <b>620</b>    | MSCI AC Asia Ex. Japan Index   |
| 3.7%        | 3.8%        | 1.8%        | -0.8%      | <b>1,880</b>  | ת"א 125                        |
| 5.0%        | 6.3%        | 3.0%        | -0.8%      | <b>2,000</b>  | ת"א 90                         |
| 3.0%        | 3.0%        | 1.5%        | -0.8%      | <b>1,851</b>  | ת"א 35                         |
|             |             |             |            |               | אג"ח ממשלתיות                  |
| 0.02        | -0.51       | -0.02       | 0.01       | <b>3.90</b>   | US 10Y                         |
| -0.59       | -0.58       | -0.04       | 0.02       | <b>1.98</b>   | Germany 10Y                    |
| 0.20        | -0.35       | -0.04       | 0.00       | <b>3.80</b>   | ישראל שקלית 10Y                |
|             |             |             |            |               | אג"ח חברות, מרווח נ.ב.         |
| -23         | -7          | 3           | -1         | <b>136</b>    | אג"ח בדירוג השקעה ארה"ב        |
| -96         | -37         | -11         | 1          | <b>384</b>    | אג"ח מתחת לדירוג השקעה ארה"ב   |
| -9          | -9          | 0           | 1          | <b>82</b>     | אג"ח בדירוג השקעה באירופה      |
| -76         | -32         | 1           | 3          | <b>333</b>    | אג"ח מתחת לדירוג השקעה באירופה |
| -3          | -7          | 2           |            | <b>127</b>    | אג"ח בדירוג AA בישראל          |
| -14         | -25         | -9          |            | <b>180</b>    | אג"ח בדירוג A בישראל           |
|             |             |             |            |               | שקל/דולר                       |
| 2.7%        | -3.3%       | -1.9%       | -0.3%      | <b>3.61</b>   | שקל/דולר                       |
| -1.8%       | -2.1%       | -0.8%       | -0.1%      | <b>101.7</b>  | דולר אינדקס DXY                |
| -8%         | -4%         | 3%          | -0.4%      | <b>79.1</b>   | נפט Brent                      |

| אג"ח שקליות                |       |           |           |
|----------------------------|-------|-----------|-----------|
| נייר                       | נוכחי | לפני שבוע | לפני חודש |
| מק"מ                       | 4.02  | 4.01      |           |
| 825                        | 3.62  | 3.66      | 3.82      |
| 226                        | 3.61  | 3.62      | 3.82      |
| 1026                       | 3.47  | 3.55      | 3.77      |
| 327                        | 3.51  | 3.59      | 3.82      |
| 928                        | 3.56  | 3.61      | 3.86      |
| 330                        | 3.67  | 3.72      | 4.03      |
| 432                        | 3.79  | 3.81      | 4.14      |
| 537                        | 4.09  | 4.15      | 4.48      |
| 347                        | 4.33  | 4.42      | 4.77      |
| 1152                       | 4.41  | 4.52      | 4.87      |
| 2/10                       | 0.17  | 0.15      | 0.32      |
| אג"ח צמודות                |       |           |           |
| 5904                       | 0.99  | 1.31      | 1.83      |
| 1025                       | 1.13  | 1.36      | 1.53      |
| 726                        | 1.08  | 1.26      | 1.53      |
| 527                        | 1.09  | 1.23      | 1.52      |
| 1028                       | 1.14  | 1.25      | 1.57      |
| 529                        | 1.18  | 1.29      | 1.59      |
| 536                        | 1.36  | 1.43      | 1.78      |
| 1131                       | 1.41  | 1.46      | 1.82      |
| 841                        | 1.57  | 1.56      | 1.89      |
| 545                        | 1.65  | 1.68      | 1.98      |
| 1151                       | 1.68  | 1.83      | 2.11      |
| ציפיות אינפלציה לפי מח"מ   |       |           |           |
| 1                          | 2.45  | 2.45      | 2.99      |
| 2                          | 2.39  | 2.37      | 2.41      |
| 3                          | 2.34  | 2.29      | 2.31      |
| 4                          | 2.31  | 2.36      | 2.39      |
| 5                          | 2.34  | 2.37      | 2.41      |
| 6                          | 2.34  | 2.35      | 2.40      |
| 7                          | 2.35  | 2.35      | 2.41      |
| 8                          | 2.36  | 2.35      | 2.42      |
| 9                          | 2.42  | 2.43      | 2.49      |
| 10                         | 2.48  | 2.50      | 2.55      |
| מרווחים באג"ח בריבית משתנה |       |           |           |
| 526                        | 0.66  | 0.63      | 0.58      |
| 1130                       | 0.77  | 0.76      | 0.68      |



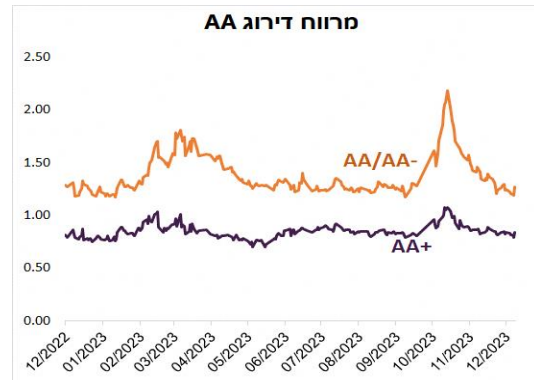
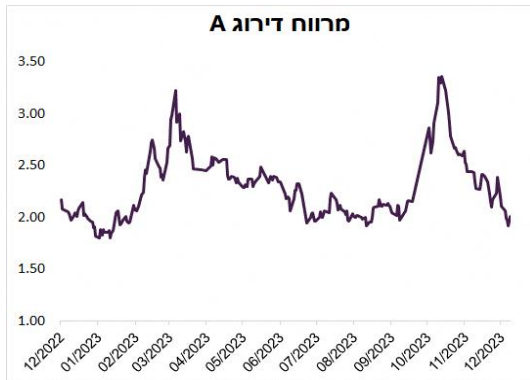
| מרווח בין אג"ח שקלי לאג"ח ממשלת ארה"ב |       |           |           |
|---------------------------------------|-------|-----------|-----------|
|                                       | נוכחי | לפני שבוע | לפני חודש |
| 2 Y                                   | -0.70 | -0.78     | -0.96     |
| 5 Y                                   | -0.29 | -0.28     | -0.45     |
| 10 Y                                  | 0     | 0.02      | -0.05     |
| 30Y                                   | 0.39  | 0.53      | 0.42      |
| CDS Israel (10Y)                      | 143   | 142       | 149       |

| נתוני הנפקות                             |               |              |                |
|--|---------------|--------------|----------------|
|  | הנפקה האחרונה | הנפקה הקודמת | ממוצע 3 חודשים |
| יחס ביקוש/היצע                           | 3.8           | 4.4          | 4.6            |
| פער בין המחיר הגבוה למחיר הסגירה         | -0.08%        | -0.14%       | -0.13%         |
| פער בין המחיר הממוצע למחיר הסגירה        | 0.05%         | 0.09%        | 0.08%          |
| פער בין מחיר השוק למחיר ממוצע של ביקושים | -0.11%        | -0.05%       | -0.03%         |



### מרווחים של האג"ח הקונצרניות

| מתחילת השנה | שינוי חודשי | שינוי שבועי | מרווח נוכחי |                          |
|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------|
| 0.07        | 0.01        | 0.00        | 0.84        | דירוג +AA                |
| -0.03       | -0.07       | 0.02        | 1.27        | דירוג AA                 |
| -0.08       | -0.27       | -0.10       | 2.01        | דירוג A                  |
| -0.50       | -0.93       | -0.47       | 4.16        | דירוג BBB                |
| 0.80        | -0.74       | -0.62       | 4.59        | לא מדורג                 |
| 0.07        | 0.02        | 0.02        | 0.83        | בנקים                    |
| -0.08       | -0.01       | 0.02        | 1.09        | תקשורת                   |
| -0.04       | 0.03        | -0.01       | 1.08        | פיננסיים                 |
| 0.33        | 0.08        | -0.02       | 1.71        | אנרגיה                   |
| -0.08       | -0.07       | -0.15       | 2.08        | בנייה                    |
| -0.01       | -0.12       | 0.01        | 1.79        | נדל"ן, דירוג A ומעלה     |
| -0.54       | 0.79        | -0.46       | 4.21        | נדל"ן דירוג A מינוס ומטה |



**פרסומים כלכליים לשבוע הקרוב**

| Date Time        |    | Event                                       | Month  | Survey | Prior  |
|------------------|----|---|--------|--------|--------|
| 12/25/2023 07:00 | JN | Leading Index CI                            | Oct F  | --     | 108.7  |
| 12/26/2023 01:30 | JN | Jobless Rate                                | Nov    | 2.60%  | 2.50%  |
| 12/26/2023 15:30 | US | Chicago Fed Nat Activity Index              | Nov    | --     | -0.49  |
| 12/26/2023 15:30 | US | Philadelphia Fed Non-Manufacturing Activity | Dec    | --     | -11    |
| 12/26/2023 16:00 | US | FHFA House Price Index MoM                  | Oct    | --     | 0.60%  |
| 12/26/2023 16:00 | US | S&P CoreLogic CS 20-City MoM SA             | Oct    | 0.60%  | 0.67%  |
| 12/26/2023 17:30 | US | Dallas Fed Manf. Activity                   | Dec    | --     | -19.9  |
| 12/27/2023 03:30 | CH | Industrial Profits YoY                      | Nov    | --     | 2.70%  |
| 12/27/2023 13:00 | IS | Manufacturing Production MoM                | Oct    | --     | -4.00% |
| 12/27/2023 17:00 | US | Richmond Fed Manufact. Index                | Dec    | --     | -5     |
| 12/27/2023 17:30 | US | Dallas Fed Services Activity                | Dec    | --     | -11.6  |
| 12/27/2023 01/02 | GE | Retail Sales MoM                            | Nov    | --     | 1.10%  |
| 12/28/2023 01:50 | JN | Retail Sales MoM                            | Nov    | 0.50%  | -1.60% |
| 12/28/2023 01:50 | JN | Industrial Production YoY                   | Nov P  | -1.40% | 1.10%  |
| 12/28/2023 15:30 | US | Initial Jobless Claims                      | Dec-23 | --     | --     |
| 12/28/2023 17:00 | US | Pending Home Sales MoM                      | Nov    | 1.00%  | -1.50% |
| 12/28/2023       | IS | Leading 'S' Indicator MoM                   | Nov    | --     | -1.10% |
| 12/29/2023 16:45 | US | MNI Chicago PMI                             | Dec    | 50     | 55.8   |
| 12/31/2023 03:30 | CH | Manufacturing PMI                           | Dec    | 50     | 49.4   |
| 12/31/2023 03:30 | CH | Non-manufacturing PMI                       | Dec    | 50.5   | 50.2   |

**גילוי נאות מטעם מיטב ברוקראז' בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה")**

מסמך זה הוכן על ידי מיטב ברוקראז' בע"מ ("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.

**24/12/2023**

תאריך פרסום האנליזה