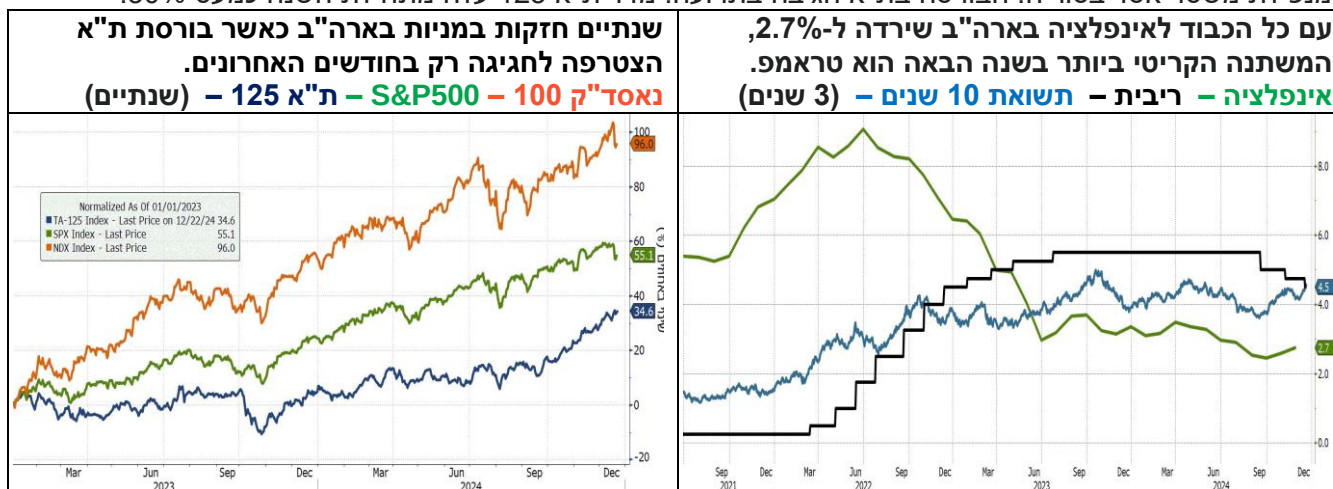


סקירת השקעות שנתית

יחידת הייעוץ והמחקר

שוק המניות האמריקאי נמצא אחרי שנתיים חזקות. בינתיים בישראל, האופק הגיאופוליטי מתבהר וקיימת ציפייה ששנת 2025 תהיה "שנת ריבאונד".

למרות ההתפתחות האינפלציונית המטאורית אחרי הקורונה והעלאת הריבית המהירה בעקבותיה, הכלכלה האמריקאית ממשיכה לצמוח בקצב נאה. האינפלציה התמתנה אולם קיים חשש כי המדיניות של טראמפ תעורר אותה מחדש. במקביל, שוק המניות האמריקאי טיפס לשיאים חדשים והוא מתומחר גבוה יחסית. בינתיים בישראל, פעולות צה"ל בדרום ובצפון יצרו ציפיות למציאות ביטחונית וגיאופוליטית משופרת, שקיבלו חיזוק מנפילת משטר אסד בסוריה. הבורסה בת"א הגיבה בתרועה: מדד ת"א 125 עלה מתחילת השנה כמעט 30%.



עיקרי הדברים:

בארה"ב, האינפלציה מתייצבת אך הרמה הנוכחית (2.8% במדד המועדף על הפד, Core PCE) עדיין גבוהה מהיעד של הבנק המרכזי - 2%. הריבית נחתכה ב-100 נק' בסיס ב-3 הורדות. בישראל שוררת אופטימיות לאור הישגי צה"ל וקיים צפי להתאוששות כלכלית. עם זאת, החזרה לשגרה תהיה מאתגרת שכן יותר משנה וחודשיים של לחימה גררו גם הוצאות ענק, גירעון עמוק, הורדות דירוג ותקציב לשנת 2025 שכולל גזירות כלכליות קשות. בנוסף, הניסיונות לבצע שינויים במע' המשפט נמשכים ועשויים להעיב על ההתאוששות.

שוק המניות בארה"ב אחרי שנתיים חזקות

כשברקע ציפיות גבוהות מהשפעות ה-AI, הורדות ריבית וגם ראלי פוסט בחירות, שוק המניות האמריקאי הניב שנתיים פנטסטיות בהן מדד S&P500 טיפס 55% ונאסד"ק 100 זינק בקרוב ל-100%. בבורסה בת"א שנת 2023 היתה שנה אבודה אולם בחודשים האחרונים ניכרת התעוררות ו-2024 צפויה להסתיים בביצועים נאים.

מה הלאה?

בארה"ב אנו צופים צמיחה ב-2025 של קצת מעל 2% ומעריכים שהריבית תרד במהלכה עוד 2-3 פעמים. עם זאת, אחרי שנתיים חזקות בוול סטריט, כניסתו של טראמפ לתפקיד ב-20 בינואר והצהרותיו, בעיקר אודות הטלת מכסים והגבלת הגירה, גוררות אי וודאות וצפי לתנודתיות בשווקים.

מבחינת מחירים, מכפיל הרווח הנוכחי (28) במדד ה-500 מעיד על תמחור גבוה בהשוואה היסטורית אולם קיימת אופטימיות באשר לצמיחה הכלכלית ומכאן גם לרווחיות החברות בשנה שלפנינו (מכפיל רווח עתידי 24).

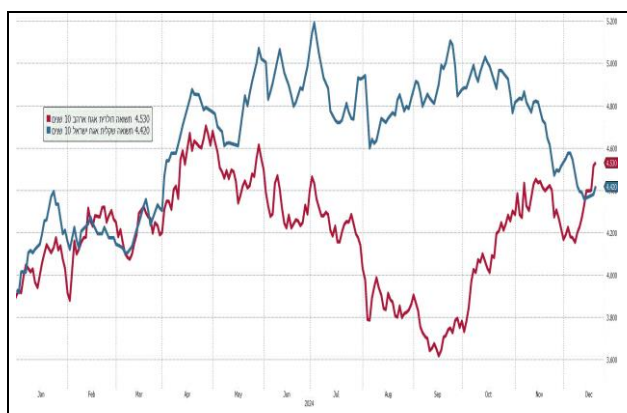
בישראל המשק המקומי חזק וגמיש והראה בעבר יכולת התאוששות מצוינת לאחר משברים. בהתאם, לאור צפי לשיפור במישור הביטחוני, ניכרת אופטימיות וקיים צפי להתאוששות כלכלית בשנת 2025 עם צמיחה של 4-5%. בנוסף, הריבית צפויה לרדת במהלך המחצית הראשונה של השנה ושוק המניות עודנו זול יחסית (מכפיל 15).

ישראל

2023 - מאי של יציבות לאי וודאות

הרפורמה המשפטית, אשר הוצגה ב-4 בינואר 2023, מספר ימים לאחר השבעת הממשלה, עוררה דיון ציבורי ער וגם התנגדות ומחאה אזרחית שטרם נראתה בישראל בעבר. במקביל, ראינו ביקורת רחבה כנגד הרפורמה מצד נגיד בנק ישראל, כלכלנים מובילים בארץ ובעולם וכן מחברות האשראי הבינלאומיות. התוצאה הייתה הגדלת רמת אי הוודאות הטמונה בהשקעה בישראל שבאה לידי ביטוי בחולשה של השקל, ביציאה של חברות וכספים מישראל ועוד. למרות זאת, נתוני הבסיס של המשק ערב המלחמה נותרו טובים. למשל, יחס החוב לתוצר שעמד בישראל על קצת מעל 60% והוא בין הטובים בעולם המערבי, הגירעון הממשלתי שערב המלחמה עמד על 1.5% והיווה נקודת פתיחה טובה, משק שהמשיך לצמוח בקצב סביר, שיעור אבטלה נמוך מאוד (3.3%), אינפלציה שהתמתנה לשיעור של 3.8% וגם יתרות המט"ח הגדולות של בנק ישראל. כל אלו נתנו למקבלי ההחלטות מרחב תמרון וגמישות להתמודדות עם המצב.

ירידה בפרמיית הסיכון המיוחסת לישראל



בגרף: תשואת אג"ח ממשלת ישראל וארה"ב ל-10 שנים
 תשואת האג"ח הממשלתית הישראלית טיפסה מתחילת 2023 והגיעה לשיא של כ-5.2% באמצע 2024. בחודשים האחרונים, עם ההתייבשות הביטחונית וצפי כי שנת 2025 צופנת בחובה הורדות ריבית, התשואה התמתנה (4.48%) וכיום היא נמוכה מעט ביחס למקבילתה האמריקאית אולם יש לזכור שמדובר בהשוואה בין אג"ח שקלית לדולרית.

שנת 2023 התאפיינה גם בעליה בפרמיה הנדרשת על CDS* של ישראל עד ל-146 נ"ב בשבת השחורה ב-7 לאוקטובר. בחודשים האחרונים נרשמה התמתנות וכיום מחיר ה-CDS עומד על כ-100 נ"ב.

*חוזי CDS מספקים ביטוח כנגד חדלות פירעון של מדינה ולפיכך המגמות שלהם מגלמות את השינוי בתפיסת סיכון האשראי שלה.

2024 - מלחמת חרבות ברזל התרחבה לגזרות נוספות

כפי שהנחנו בסקירתנו הקודמת, השפעתה הישירה של הלחימה על המשק נמשכה לכל אורך שנת 2024 בעצמות פוחתת. עם זאת, הנחנו שהסיכוי לעימות צבאי נרחב בצפון נמוך ובהתאם, נצמדנו לתרחיש שבו העימות העיקרי מתקיים בדרום בלבד. המציאות, כך התברר, הייתה דרמטית הרבה יותר. ב-8 באוקטובר 2023 הצטרף ארגון חיזבאללה ללחימה נגד ישראל וחילופי המהלומות (שכללו תקיפות של אלפי מטרות של חיזבאללה, סיכולים ממוקדים כולל חיסול של מזכ"ל חיזבאללה, חסן נסראללה ובכירים נוספים וגם תמרון קרקעי של כוחות צה"ל בתוך שטח לבנון) נמשכו כמעט שנה וחודשיים. ב-27.11.24 בשעה 04:00 נכנס לתוקף הסכם להפסקת אש בצפון. לצד המחיר האנושי הכואב מנשוא שגבתה וגובה המלחמה, העלויות הכרוכות בלחימה ממושכת הן כאבן ריחיים כבדה על כתפי הכלכלה עם השפעות מהותיות על מצב המשק - הצמיחה, הגירעון, האבטלה, האינפלציה ועוד. עלות המלחמה בשנת 2024 נאמדת בכ-11-13% מהתוצר (מעל 200 מיליארד ₪). עלות זו כוללת את ההוצאה הביטחונית הישירה (כ-120 מיליארד ₪), את ההוצאה האזרחית לרבות פיצויים וכן את הפגיעה בתוצר ואובדן הכנסות המדינה. מדובר בעלות שהינה גבוהה ממלחמת לבנון השנייה ומהמבצעים עופרת יצוקה, עמוד ענן, צוק איתן ושומר חומות ביחד.

צמיחה ותעסוקה – מצפים לשנת "ריבאונד"

עקב הפגיעה בפעילות הכלכלית, צפוי למשק הישראלי אובדן תוצר שנתי משמעותי. לאחר צמיחה מהירה בשיעור של 6.5% בשנת 2022 ו-3.2% ב-2023, קצב הצמיחה צפוי להאט משמעותית. ע"פ תחזית חטיבת המחקר של ב"י מחודש אוקטובר, התוצר צפוי לצמוח ב-0.5% בלבד בשנת 2024 ולהאיץ בשנת 2025 לקצב של 3.8%. חשוב לציין כי תחזית זו נערכה בטרם נחתם הסכם הפסקת אש בצפון. לפי ממוצע תחזיות כלכלנים בבloomberg, המשק הישראלי יצמח ב-0.5% ב-2024 וב-3.6% ב-2025.

הפגיעה בתוצר נובעת הן מפגיעה בצד ההיצע והן מפגיעה מתונה יותר בצד הביקוש. צד ההיצע נפגע לאורך השנה, בין היתר, כתוצאה מגיוס המילואים הנרחב כאשר בחודשים האחרונים הוא מתאושש לאור ירידה בכמות המגויסים. כמו כן,

הבינלאומי
חולקת ניירות ערך
יחידת הייעוץ והמחקר
לשימוש פנימי בלבד

ענף הבנייה ספג פגיעה משמעותית ולמרות זאת, הוא ממשיך לתפקד ומרבית אתרי הבניה כיום פעילים. גם ענף החקלאות נפגע פגיעה קשה, הן בשל עזיבה של עובדים זרים והן בשל אזורים חקלאיים מאוימים, בעיקר בצפון. נציין כי המגמות צפויות להשתפר בשנה שלפנינו לאור חזרה הדרגתית של תושבים, הן לדרום והן לצפון וחזרה לפעילות סדירה וליכולת לעבוד. **בהתאם, התחזית שלנו לצמיחת התוצר המקומי בשנת 2025 הינה 4% עד 5%.**

בצד הביקוש, ניכר שהפגיעה בביקוש לצריכה הייתה מוגבלת. תחום שירותי התיירות (=יצוא) נפגע פגיעה משמעותית, כאשר הניסיון מאירועים ביטחוניים קודמים מלמד שפגיעה זו צפויה להיות ממושכת יותר. מנגד, בענף הבניה צפויה עלייה חדה בביקושים בעקבות הצורך בשיקום מבנים ולאור פגיעה בהיצע ומחסור בדיוור.

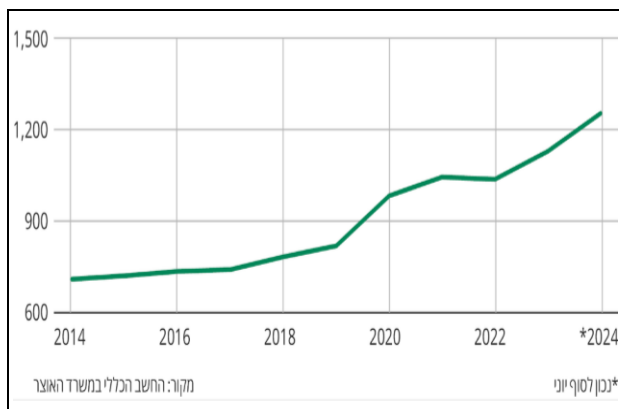
שוק התעסוקה נותר הדוק מאוד - שיעור האבטלה בנובמבר (מנוכה עונתיות) עלה מ-2.6% ל-2.7% ושיעור ההשתתפות עלה מ-62.6% ל-62.7%. כמו כן, נרשם גידול בביקוש לעובדים וגם בהיצע שלהם ויותר אנשים מצטרפים לכוח העבודה, מגמה שצפויה להימשך עם צמצום התמיכה הפיסקלית עבור המפונים מהצפון (בהדרגה ב-2025). התפתחות זו תקל בחלקה על בעיית ההיצע בשוק העבודה, תפחית את לחצי השכר במשק ותתמוך בהתמתנות בלחצים האינפלציוניים.

גירעון, יחס חוב תוצר וצעדים פיסקליים

חודשים ארוכים של לחימה הטילו את כל משקלם התקציבי ואכן, תקציב המדינה לשנת 2024, שעבר חקיקה במרץ, כלל הגדלה של 70 מיליארד ₪ בהוצאות הממשלתיות (55 ביטחוניות ועוד 15 אזרחיות).

שיא **הגירעון הממשלתי** נרשם בחודש ספטמבר (ב-12 החודשים שהסתיימו בחודש זה עמד הגירעון על 8.5% מהתוצר, שהם כ-150 מיליארד שקל) ונכון לנובמבר, הגירעון הצטמק ל-7.7%. יעד הגירעון לשנת 2024 הועלה לאחרונה מ-6.6% ל-7.2%. נזכיר כי ערב המלחמה עמד הגירעון על 1.5% אך כבר בסוף 2023 הוא זינק ל-4.2%.

היחס בין החוב לתוצר צפוי לטפס בסוף השנה לרמה של כ-67% ובסוף שנת 2025 ל-68%. למרות העליה המשמעותית ביחס זה בשנתיים האחרונות, הוא עדיין בין הטובים בעולם המערבי,



בגרף: התפתחות מלאי החוב הממשלתי (במיליארדי ₪)

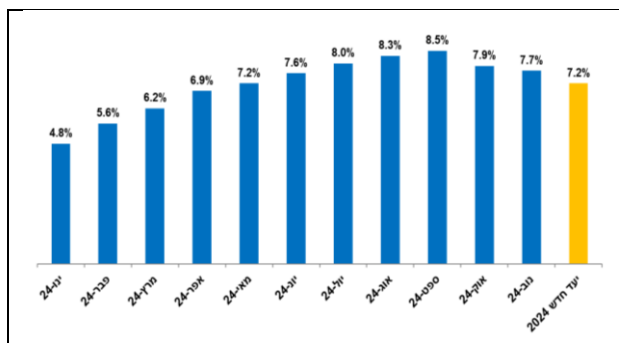
כדי לממן את עלויות המלחמה האדירות נדרש משרד האוצר ללוות כסף בקצב כמעט חסר תקדים וכתוצאה, מלאי החוב של ישראל זינק לשיא של יותר מ-1.3 טריליון ₪. בנוסף, לאור העליה בפרמיית הסיכון, המדינה משלמת על חלק מהחוב הזה ריביות גבוהות יותר מבעבר.

לפי הערכות החשב הכללי, הוצאות הריבית בשנת 2024 לבדה יסתכמו בקרוב ל-50 מיליארדי ₪ והוצאה זו תגדל בעוד כ-25 מיליארדי ₪ עד שנת 2027.

העלויות הללו יעיבו על התקציב המשקי לעוד שנים רבות והן באות כמובן על חשבון השקעות בבריאות, חינוך ומנועי צמיחה שנדרשים למשק בעת הזו.

חשוב להזכיר כי זמנים קשים דורשים בהרבה מקרים יד פתוחה ולא קמוצה שגוררת הגדלה של הגירעון. כך למשל, אחרי הקורונה, קפץ הגירעון לרמה של 12%. עם זאת, חשוב מאוד שהשימוש בכספים יעשה ביעילות ובאחריות ושהם ינותבו לאפיקים שיהוו מנועי צמיחה עתידיים שסייעו להתאוששות הכלכלית.

הגירעון הממשלתי עבר את היעד השנתי כבר באפריל



בגרף: התפתחות הגירעון בתקציב הממשלה

עד לפני מספר חודשים עמד היעד השנתי של הגירעון לשנת 2024 על 6.6% והייתה הערכה הן של משרד האוצר והן של בנק ישראל שלקראת סוף 2024, חודשי הלחימה המאסיביים של 2023 ייצאו מהחישוב בן 12 החודשים ואז הגירעון יצטמצם. עם זאת, הלחימה העצימה מול חיזבאללה טרפה את הקלפים ובהתאם, יעד הגירעון לשנת 2024 הועלה לאחרונה מ-6.6% ל-7.2%. היעד החדש אושר לאחרונה בקריאה ראשונה בכנסת. הגירעון בשנת 2025 צפוי לרדת לשיעור של 4.9% מהתוצר (לפי הערכות חט' המחקר של ב").

הבינלאומי
חולקת ניירות ערך
יחידת הייעוץ והמחקר
 לשימוש פנימי בלבד

תקציב 2025 - תקציב המדינה לשנת 2025 עומד על 619 מיליארד ₪ והינו הגבוה בתולדות ישראל. ביום 16.12 אישרה מליאת הכנסת בקריאה ראשונה את הצעת חוב התקציב לשנת 2025 ברוב של 59 תומכים מול 57 שהתנגדו. באותה מליאה אושרו גם חוק הגדלת הגירעון (7.2% בשנת 2024) וחוק ההסדרים.

תקציב הביטחון הוא המשמעותי ביותר מבין כל המשרדים הממשלתיים. ב-2024 היה תקציב הביטחון הגדול בהיסטוריה – 188 מיליארד ₪. בשנת 2025 הוא צפוי להיות השני בגודלו – 136 מיליארד ₪, אך חלקו נועד לכסות על הוצאות שהוצאו בשנת 2024. כמו כן, אחד החששות הינו מהגדלה פרמננטית של התקציב הביטחוני ואכן ע"פ פרסומים, סוכם על תקצוב של תכנית רב-שנתית בהיקף של כ-82 מיליארד ₪, מזה 10 מיליארד ₪ כלולים בתקציב של 2025.

10.0	הטלת מס על רווחים לא מחולקים בחברות ארנק
5.0	הפחתת שכר במגזר הציבורי
4.6	העלאת שיעור גביית ביטוח לאומי
3.6	קיצוץ רוחבי בתקציב
2.6	הקפאת מדרגות מס ונקודות זיכוי
2.0	גביית דיבידנדים מחברות זרות
1.5	סל הפחתות ממשרדים
1.3	הפחתת יום הבראה
1.0	מס יסף של 2% על הון מעל 700 אלף שקל בשנה
0.7	הקפאת מס רכישה, תקרת פטור וחובת דיווח
0.7	ביטול איחוד עוסקים
0.7	מיקוד זיכוי ירוק
0.4	ביטול תקרת הפטור במכירת דירה חייבת בשבח
0.4	הקפאת הטבה במשיכת קצבה פנסיונית
0.4	הקפאת קצבאות ילדים

משמאל: ההתאמות להקטנת הגירעון בתקציב 2025
מסתכמות לסך של 34.9 מיליארד ₪ (ללא העלאת המע"מ).

הממשלה חייבת לקבל החלטות קשות ולא פופולריות על מנת להחזיר לפחות חלק מהאמון שאבד מול השווקים בחו"ל ומול חברות הדירוג ונראה שלפחות בעניין הזה, היא בדרך הנכונה.

הצעדים הפיסקליים הכלולים בתקציב 2025 לא כולל מע"מ מסתכמים ל-34.9 מיליארד ₪.

עד כה חוקקה בכנסת העלאה של המע"מ מ-17% ל-18% כאשר כל העלאה של 1% במע"מ מייצרת הכנסה בסך של כ-8 מיליארד ₪.

הורדות הדירוג

השלכות המלחמה והתנהלות פיסקלית בלתי אחראית הובילו, עד להשגת הסכם הפסקת האש עם חיזבאללה, לעליית פרמיית הסיכון של המדינה ולוו בפעולות דירוג שליליות של כל חברות הדירוג הבינלאומיות. במהלך הרבעון השלישי הורידה חברת הדירוג פיץ' את דירוג האשראי של ישראל מרמה של A+ ל-A עם תחזית שלילית, מודיס' חתכה שוב את דירוג האשראי של מדינת ישראל מ-A2 ל-Baa1 הותירה את התחזית שלילית וכמוה גם חברת S&P, שהורידה שוב את דירוג האשראי המקומי, מ-A+ ל-A עם תחזית שלילית.

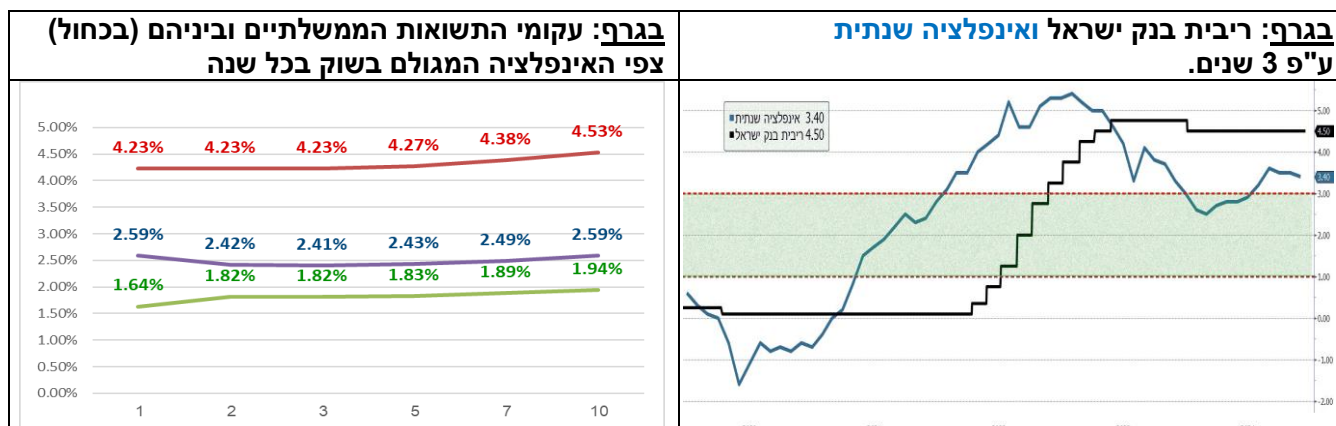
אינפלציה וריבית

אינפלציה. האינפלציה בישראל החלה להרים את ראשה בתחילת שנת 2022 במקביל להתפתחות האינפלציונית ברחבי העולם אך נותרה נמוכה יחסית. בארה"ב נסקה האינפלציה ביולי 22 לשיא של 9.1% ובגוש האירופי ל-10.6%. בישראל שיא האינפלציה במחזור הנוכחי הגיע ל-5.3% בחודש ינואר 2023. הפער הזה נבע, בין היתר, מכך שבשראל רמת המחירים ההתחלתית הייתה גבוהה, המטבע המקומי היה עוצמתי והעצמאות האנרגטית של ישראל בכל הקשור לאספקת גז טבעי.

לאורך שנת 2024 חזינו במגמות מנוגדות. תחילה נצפתה התמתנות עד לשיעור אינפלציה שנתי של 2.5% במרץ, הרמה הרצויה שכן היא מצויה בתוך טווח יעד האינפלציה של ב"י (1-3%). בהמשך נתגלו בקיעים במאבק באינפלציה כאשר שילוב של גורמים תומכי אינפלציה הביא להיפוך מגמה בחודשים האחרונים והאינפלציה השנתית טיפסה ל-3.6% באוגוסט וכיום היא עומדת על שיעור של 3.4%.

ריבית. בדומה לבנקים מרכזיים אחרים, גם בנק ישראל נקט ברצף של העלאות ריבית ע"מ להחזיר את השד האינפלציוני לבקבוק ומאפריל 2022 ועד מאי 2023 ביצע 10 העלאות ריבית שהזניקו אותה מרמה של 0.1% ל-4.75% (רמת שיא של 16 שנה). המלחמה שהחלה ב-7 לאוקטובר והחשש מפני השפעתה על הכלכלה, הביאה את בנק ישראל להוריד את הריבית, יש הטוענים באופן חפוז, בינואר 24 ב-25 נ"ב ל-4.5%, שיעור הריבית כיום. בנק ישראל הסביר את החלטותיו מאז שלא לשנות את שיעור הריבית, בצורך לעודד יציבות בתנאים של חוסר וודאות רבה.

הבינלאומי
חולקת ניירות ערך
יחידת הייעוץ והמחקר
 לשימוש פנימי בלבד



ומה הלאה?

לגבי האינפלציה, בעקבות סיום הלחימה בצפון ואופטימיות יחסית במישור הגיאופוליטי, קיים צפי להקלה בהיצע העבודה (מילואימניקים שחוזרים לעבוד), חידוש פעילות של חברות תעופה זרות, חידוש של פעילות חקלאות וכדו'. כלומר, הלחצים האינפלציוניים שמקורם בימי המלחמה ייחלשו.

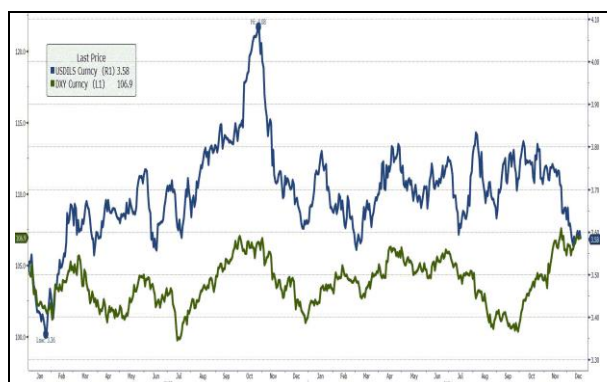
בהתאם, קיימת כיום תמימות דעים בקרב כלכלנים שבעוד שנה האינפלציה תרד ותתכנס לתוך תחום יעד המחירים של 1-3%. הצפי קדימה העולה מן השוק הוא אופטימי יחסית (קרוב ל-2.6%) ואילו בנק ישראל ומרבית הכלכלנים חוזים טווח מעט גבוה יותר (2.7-2.9%).

חשוב לציין שהשפעת הגזירות הכלכליות, לרבות המיסוי הצפוי החל משנת 2025, תגרור העלאה זמנית של שיעורי האינפלציה בתחילת שנת 2025, ככל הנראה אל מעל רמה של 4% אולם זו צפויה להיות קצרת טווח עם התמתנות חדה בעלויות המחירים כבר במהלך הרבעון הראשון של 2025.

לגבי הריבית, כאמור, בנק ישראל הוריד את הריבית בינואר האחרון ב-25 נ"ב ל-4.5% ומאז הריבית נותרה ללא שינוי. בנק ישראל הסביר את החלטותיו האחרונות שלא לשנות את שיעור הריבית בצורך לעודד יציבות בתנאים של חוסר וודאות רבה אך אין ספק כי גם הסיכון האינפלציוני היווה גורם משמעותי.

להערכתנו, ריבית בנק ישראל תחל לרדת במחצית הראשונה של שנת 2025 ובסה"כ צפויות בשנה הבאה 3 הורדות ריבית שיביאו אותה לשיעור של 3.75%.

דרמות בשוק המט"ח



בחוץ: דולר/שקל, ירוק: דולר/סל מטבעות מתחילת 2023

בשנת 2023, המהפכה המשפטית ולאחר מכן מלחמת חרבות ברזל גרמו לפיחות דרמטי בשקל ועד סוף אוק' 23 הדולר האמריקאי התחזק בלא פחות מ-16% ל-4.08 ₪, שיא של 15 שנה. בהמשך הגיע מהפך מהיר, הדולר ירד ונע בין 3.6 ל-3.8 ₪ בחודשיים האחרונים השקל תוסף בכ-5% כשהגורם העיקרי ברקע הינו הסכם הפסקת האש עם חיזבאללה.

ומה הלאה? מלחמות, גירעונות, תקציב, חב' דירוג ומגמת שוק המניות בארה"ב הם רק חלק מהגורמים בעלי השפעה. בהתאם, אנו נוטים להימנע מלספק תחזיות לגבי מטבעות וממליצים למשקיע הסביר להקפיד על פיזור מטבעי מותאם.

שוק המניות המקומי האיץ בחודשים האחרונים

בשנת 2023 הניב שוק המניות בת"א תשואות חסר משמעותיות ונותר הרחק מאחורי מקביליו בחו"ל. התשואה שהניב ת"א 125 בשנה זו הסתכמה ב-3.5% מאכזבים לעומת 27.1% ל-S&P500 ו-20.1% ליורוסטוקס 50. על שוק ההון המקומי העיב הניסיון לחולל מהפיכה משפטית ואילו הצטרפה אי הוודאות שנבעה מהמלחמה שנפתחה בשבת השחורה.

בתחזית הקודמת כתבנו שהמציאות הביטחונית לרבות תרחיש של מעבר ללחימה בעצימות גבוהה מול חיזבאללה בצפון מדירה שינה מעיני המשקיעים. מנגד, התקיימות של תרחיש חיובי כגון, עסקת חטופים, הפסקת אש, בחירות, הסדר אזורי וכדו' צפויה לגרור תיקון חד ומהיר במחירים וכך היה.

הבינלאומי חולקת ניירות ערך יחידת הייעוץ והמחקר לשימוש פנימי בלבד

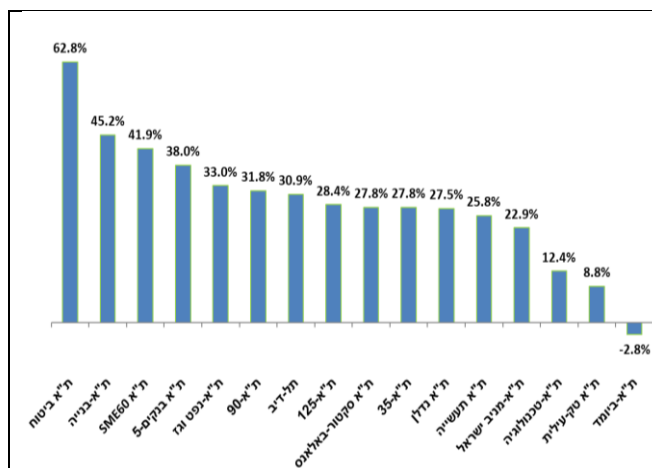
שנת 2024 נראית כעת אחרת בתכלית. פעולות צה"ל בדרום ובצפון יצרו ציפיות למציאות ביטחונית וגיאופוליטית משופרת, שקיבלו חיזוק מנפילת משטר אסד בסוריה. הבורסה בת"א הגיבה בתרועה: מדד ת"א 125 עלה מתחילת השנה בכ-29% ומדד ת"א בנקים קפץ למעלה מ-40%. במקביל, מדד S&P500 עלה כ-24% ואילו המדד האירופי יורוסטוקס 50 נותר הרחק מאחור עם כ-7.5% בלבד. יש לציין כי מבחינה כלכלית, בישראל נרשמה הדרדרות נוספת שכללה גירעון גדול שלא טופל כראוי, הורדות דירוג, אינפלציה עיקשת והקפאת שיעור הריבית אחרי הורדה אחת בינואר. בנוסף, המהפיכה המשפטית שנזנחה זמנית חוזרת אל השולחן ומגבירה ביתר שאת את הקיטוב החברתי. לסיכום, כפי שההיסטוריה מעידה מאירועים קודמים, הכלכלה המקומית חזקה, גמישה ובעבר ידעה להתאושש במהירות מטלטלות חזקות ואנחנו מעריכים כי כך יהיה גם הפעם. גם העובדה שישראל הקטנה הינה מעצמת הייטק מסייעת לה להישאר רלוונטית במיוחד בעידן של הייפ טכנולוגי.



מדד ת"א 125, S&P500, נאסד"ק 100 ויורוסטוקס 50 ע"פ שנתיים
אחרי שנת 2023 המאכזבת, שוק המניות המקומי חזר ובגדול. מדד הדגל שלנו, ת"א 125, הניב מתחילת השנה תשואה (TR) נאה של כ-29%, ועקף את מדד S&P500 (24%) והרבה מעל מדד יורוסטוקס 50 האירופי (7.5%).
עם זאת, **בראייה של שנתיים** שוק המניות האמריקאי הניב ביצועים מרשימים בהרבה (נאסד"ק 100 קפץ 96%).
מבחינת רמות התמחור, השוק המקומי עדיין זול מאוד באופן יחסי. מכפיל הרווח בת"א 125 נמוך מ-15 בעוד המכפיל של מדד S&P500 עומד על 28, נאסד"ק 100 עם 37 ורק זה של המדד האירופי נמוך יותר – 14.
באותו עניין נזכיר כי חלק מהשוני במכפילים נובע ממשקל היתר של סקטור הטכנולוגיה במדדים האמריקאים.

סקטורים עיקריים בבורסת ת"א

בנקאות – שנת 2024 המשיכה את אשתקד מבחינת הבנקים, שהמשיכו להציג תוצאות חזקות למרות החשש שהמצב הכלכלי המתגבר יבוא לידי ביטוי בתיקי האשראי שלהם. הרעה בתיקי האשראי מחייבת את הבנקים להגדיל את ההפרשות להפסדי אשראי ופוגעת ברווחיות. במהלך שנת 2024 האינפלציה, שכבר ירדה לרמה של 2.5%, שבה ועלתה ל-3.6% והבנקים נהנו ממנה בשני אופנים. ראשית, ריבית בנק ישראל נותרה גבוהה (4.5%), מה שתמך ברווחי הריבית. שנית, לבנקים עודף של נכסים צמודי מדד על התחייבויות צמודות ולכן עליה באינפלציה יוצרת עבורם רווחים. במבט קדימה, קיימת ציפייה ששנת 2025, למרות הגזירות הכלכליות תתאפיין בהתאוששות כלכלית ובביקוש מוגבר למשכנתאות שתמשיך לתמוך ברווחי הענף וזאת בזמן שהריבית תרד באופן איטי. בהתאם, התשואה להון ברבעונים הקרובים צפויה להישאר ברמה דו-ספרתית.
מבחינת תמחור, קיימת כיום שונות רבה בין הבנקים כאשר מכפילי ההון שלהם נעים בין 0.97 ל-1.38 ומכפיל הון ממוצע משוקלל של 1.1. בהתאם, הבנקים כבר אינם זולים כעבר.



בגרף: ביצועי המדדים והסקטורים העיקריים בבורסת ת"א מתחילת השנה.

כשברקע המלחמה והאתגרים האדירים מכל כיוון, ביצועי מדד הדגל ת"א 125 (כ-29%) מפתיעים לטובה.

אחרי מחצית שנה חלשה, סקטור הביטוח האיץ וסיים שנה חזקה ביותר. ברקע הרווחיות החזקה בסקטור. גם סקטור הנדל"ן היזמי האיץ בחודשים האחרונים ועימו מדד המניות הקטנות SME60 ומניות הבנקים.

מנגד, סקטור הבידור הניב ביצוע שלילי וסקטור הטכנולוגיה, שהוביל במחצית השנה נחלש.

הבינלאומי
חולקת ניירות ערך
יחידת הייעוץ והמחקר
לשימוש פנימי בלבד

ביטוח – שנת 2024 היתה שנה חזקה במיוחד לבעלי מניות חברות הביטוח. מדד ת"א ביטוח הכולל 9 חברות ביטוח נסק בשנת 2024 בלמעלה מ-60%. רווחיהן של 5 חברות הביטוח הגדולות הסתכמו מתחילת השנה ב-3.8 מיליארד ₪ וחלקן הציגו תשואה על ההון בשיעור דו-ספרתי, ממש כמו הבנקים.

חברות הביטוח מנהלות נכסים פיננסיים בהיקף גבוה של מעל 2 טריליון ₪ ולכן הן מושפעות מאוד מביצועי שוק ההון. השפעה נוספת מגיעה מגובה התשואות והאינפלציה. התשואות הגבוהות הקיימות כיום פועלות לטובת החברות שכן הן מקטינות התחייבויות אקטואריות עתידיות (עקב שיעור היוון גבוה) כאשר מנגד, התפתחות אינפלציונית מרעה את מצבן מהבחינה הזו.

תחום רווחי במיוחד עבור חלקן ב-2024 היה ביטוח רכב (מקיף וצד ג'). הרווח מפעילות זו אצל 5 הגדולות הסתכם בכמעט 900 מיליון ₪ מתחילת השנה (לפני מס). תחום זה התאפיין בהעלאה חדה של כ-34% במחירי הפרמיות המשולמות לחב' הביטוח בשנתיים האחרונות, שהזניק את הרווחיות.

בנוסף, חברות הביטוח מיישמות כיום תהליכי התייעלות שחלקם נתמכים בטכנולוגיות AI חדשניות. חשוב לציין כי נזקי רכוש עקב המלחמה אינן מכוסות בביטוחי חברות הביטוח כי אם משולמות ע"י המדינה באמצעות מס רכוש.

נדל"ן מניב – שני גורמים עיקריים צפויים להשפיע על חברות הנדל"ן המניב. האחד, מגמת הריבית והציפיות הקשורות אליה והשני, המגמה הכלכלית הצפויה בישראל. מבחינת הריבית, אנו צופים 3 הורדות ריבית ע"י ב"י בשנת 2025 שתורם לרמה של 3.75%. כלומר, הריבית, ככל הנראה, בדרך למטה אך באופן הדרגתי והערכה זו מציבה אופק חיובי עבור הנדל"ן. מבחינת הכלכלה המקומית, האופק נראה מבטיח עם צפי לרגיעה במציאות הביטחונית ולהתאוששות כלכלית (צמיחת התוצר בשנת 2025 צפויה להאיץ 4-5%).

מבחינת משרדים, כבר לאורך שנת 2023 הורגשה האטה בגלל שילוב של היצעים גדולים וחשיפה גבוהה לתעשיית ההיי טק. יחד עם זאת, האיתנות של החברות המובילות בענף, האיכות והפיזור של הנכסים שלהן, עומס הריבית שצפוי לרדת בהדרגה וכן צפי להתאוששות כלכלית ולהסתערות מחודשת של צרכנים לאחר המלחמה, כל אלו תומכים בפוטנציאל של הסקטור.

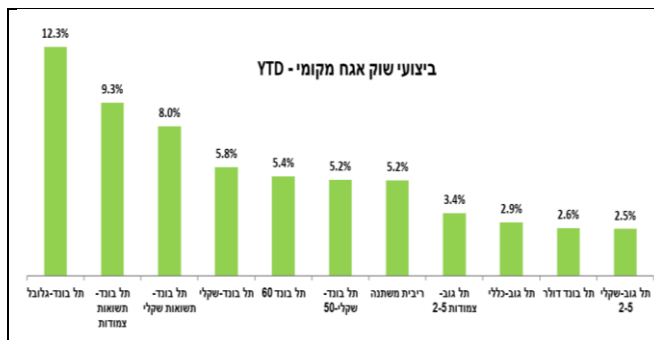
נדל"ן יזמי – מדובר בתחום שהינו רגיש מאוד לסביבת הריבית ולהשלכות המלחמה ובהתאם, מגזר הנדל"ן היה אחד המגזרים עם הביצועים החלשים ביותר במחצית הראשונה של 2024 בבורסה של ת"א. עם זאת, במחצית השנייה של השנה התמונה התהפכה ומדד ת"א בניה, הכולל כ-40 מניות של חברות בניה, נסק בקרוב ל-60%.

מגזר זה נפגע קשות תחילה מהריבית ובהמשך מהלחימה עקב ירידה מהותית ברכישת דירות חדשות כאשר מחסור בכוח אדם גרר עיכוב בהתחלה ובהשלמה של פרויקטים חדשים. כעת אנו רואים חזרה של ביקושים. במאי נרשם שיא של מעל 8 מיליארד ₪ בנטילת משכנתאות והנתון האחרון מחודש אוקטובר עמד על 6.9 מיליארד שקלים. באותו עניין, גובה המשכנתא הממוצעת עמד על קצת מעל 1 מיליון ₪. נציין כי יזמיות נדל"ן רבות מתקשרות מול לקוחות בעסקאות 20/80 שבהן רוכש הדירה משלם 20% מתמורת הדירה סמוך למועד החתימה על חוזה הרכישה והיתרה, בשיעור של 80% משווי העסקה, ללא הצמדה, משולמת בסמוך למועד מסירת החזקה בדירה לרוכש. מדובר בתנאי מימון מפתים וישנם כלכלנים החוששים מקשיים עתידיים אם רוכשים יתקשו לעמוד בתשלום העיקרי לפני קבלת הדירה.

שוק העבודה עודנו סגור הרמטית לעובדים עזתיים וקיימות מגבלות חמורות גם על עובדים מאזור יו"ש. בהתאם, עדיין קיים מחסור משמעותי בעובדים וכן חלה התייקרות בעלויות של עובדים קיימים. למרות זאת, הענף מצליח לתפקד כאשר כיום מרבית אתרי הבניה ברחבי הארץ פעילים.

קמעונאות מזון – קמעונאיות המזון נהנו, עד להסכם עם חזבאללה, מפידיונות גדולים יחסית בצל תחושת החירום בקרב הציבור וגם עקב מיעוט יציאת ישראלים לחו"ל שגררה הגדלת הצריכה בארץ. גם ההמשך נראה מבטיח עם צפי לרגיעה יחסית במציאות הביטחונית ולהתאוששות כלכלית. **קמעונאות ללא מזון –** תחום זה אותגר משמעותית מתחילת המלחמה ואכן נרשמה ירידה משמעותית במכירות הענף בישראל. יחד עם זאת, לאחרונה חל שיפור מהותי (ניתן לראות זאת בשימוש הגדל בכרטיסי אשראי),

מדדי התל בונד הניבו מעל 5% בשנה שחלפה

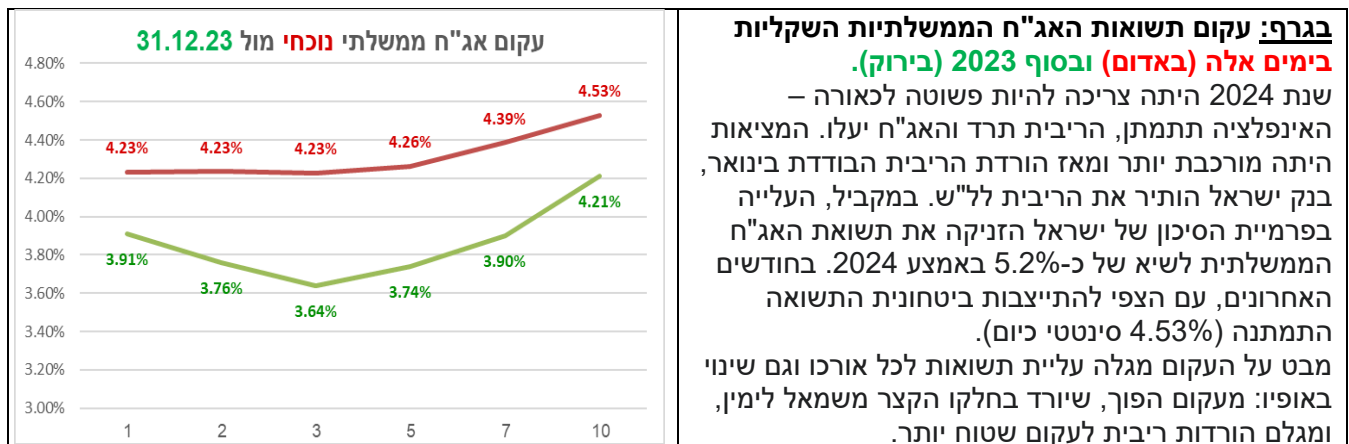


בגרף: ביצועי שוק אג"ח מקומי מתחילת השנה

10 העלאות הריבית שביצע בנק ישראל ב-2022 גררו הפסדים כואבים בשוק החוב המקומי ומנגד, שנת 2023 הסתיימה בעלויות נאות עקב צפי גובר שהריבית תרד.

שנת 2024 החלה בהפסדים עקב הלחימה ועצירת הורדות הריבית אך במחצית השנייה של השנה המגמה התהפכה. בסיכום שנתי הניבו מדדי התל בונד הפופולריים תשואה נאה של מעל 5% עקב הצפי להתייצבות במצב הביטחוני ותשואה שוטפת גבוהה הנובעת מהריבית במשק.

הבינלאומי
חולקת ניירות ערך
יחידת הייעוץ והמחקר
 לשימוש פנימי בלבד



לסיכום,

שנת 2023 התאפיינה בפגיעה כלכלית כפולה. תחילה היתה זו המהפיכה המשפטית שהקפיצה את אי הוודאות הטמונה בהשקעה בישראל ובאה לידי ביטוי באפשרות של הורדת דירוג, חולשת השקל ויציאה של חברות וכספים מישראל. בהמשך, מלחמת חרבות ברזל טרפה את הקלפים עם השפעות מהותיות נוספות על מצב המשק. ב-27.11.24 בשעה 04:00 נכנס לתוקף הסכם להפסקת אש בצפון ובאותו יום פתחו המורדים בסוריה במתקפה על שלטון אסד ובתוך זמן קצר השתלטו על דמשק. על פי מירב הפרשנים, הגם שיש להמתין ולשמור על זהירות, מדובר בהתפתחות חיובית עבור ישראל שכן היא מחלישה את "ציר הרשע" המקיף אותה בתמיכת אירן.

המשק הישראלי הראה בעבר יכולת התאוששות מצוינת ממשברים שפקדו אותו לאורך השנים. זה נכון למשבר הקורונה וגם בבחינה ארוכה יותר של אירועים גיאופוליטיים וביטחוניים. בהתאם, ולאור ההתפתחויות שתוארו לעיל, אנו מביטים קדימה באופטימיות: שנת 2025 תתאפיין במציאות גיאופוליטית נינוחה יותר, בחזרה הדרגתית של תושבים, הן לדרום והן לצפון וחזרה לפעילות סדירה וליכולת לעבוד. בהתאם, התחזית שלנו לצמיחת התוצר המקומי בשנת 2025 הינה 4% עד 5%.

עם זאת, כדי להחזיר את הקטר הכלכלי למסילה, יש להתנהל באחריות פיסקלית רבה ולמצוא את האיזון הנכון בין מימון הוצאות המלחמה והגידול הצפוי בתקציב הביטחון לבין הצורך להמשיך ולהשקיע בהוצאות האזרחיות האחרות, הנמוכות ממילא, ובפרט במנועי צמיחה כתשתיות וחינוך ליברלי.

ארה"ב

אחרי ראלי של שנתיים ומהפכים פוליטיים וכלכליים, 2025 תהיה שנה מעניינת ומאתגרת...

שוקי המניות נהנו בשנתיים האחרונות מראלי מתמשך (להוציא מספר תיקונים קלים, כמו באפריל האחרון) והמדדים המרכזיים כבשו רמות שיא חדשות עשרות פעמים במהלך השנה. רוב השנה התאפיינה בראלי של מניות הצמיחה הגדולות (ובפרט "7 המופלאות" שרשמו ביצועים פנומנליים בזכות ההייפ סביב מהפכת הבינה המלאכותית), אולם ברבעון האחרון ראינו פריחה של המניות הקטנות, בעיקר סביב הבחירות לנשיאות ארה"ב והיתרון של טראמפ בסקרים ומדד ה-Small Cap, ראסל 2000, היה הכוכב של חודש הבחירות, נובמבר, עם זינוק חודשי של קרוב ל-11%. עונת הדו"חות האחרונה היתה טובה למדי והרווח הממוצע לחברה צמח בכ-8.5%, אולם גם זה לא הצליח לצנן את המכפילים הגבוהים ומדד S&P500 נועל את השנה עם מכפיל של קרוב ל-30, גבוה משמעותית מהממוצע ההיסטורי. 3 הפחתות ריבית רצופות, בשיעור מצטבר של נקודת אחוז (100 נ"ב) היטיבו עם שוקי המניות, שמצידם כל נתון היה סיבה לחגיגת עליות: נתון טוב = כלכלה חזקה ויציבה. נתון חלש = סיבה להפחתת ריבית שתתמוך בשווקים. **קמפיין הבחירות ונצחונם של טראמפ נתנו עוד דחיפה לשווקים**, על רקע ציפיות להפחתת רגולציה, הורדת מיסים ותמיכה בכלכלה המקומית, אך בעיקר שינו את תמהיל המניות והסקטורים (מניות קטנות, מניות אנרגיה מסורתית, בנקים וכל מה שקשור לקריפטו זינק. מאידך, מניות האנרגיה הירוקה וסקטור הבריאות יחד עם כל החברות שמושפעות לרעה ממכסים גבוהים, ירדו) על רקע מה שנקרא בשווקים "Trump Trade".

יש גם מישהו שהשניים האלה גורמים לו כאב ראש



דונלד ואילון הלהיבו את דמיונם של המשקיעים



מה עשו מדדי המניות?

סיכום שנת 2024 בשוקי המניות מראה ביצועים נאים של מדדי הדגל. מדד S&P500 רשם עלייה שנתית נאה של 24.3%, עם חודשיים אדומים בלבד (אפריל, אחרי צמיחה נמוכה ואינפלציה גבוהה ברבעון הראשון ואוקטובר). מדד נאסד"ק כללי ניצח בתחרות, עם תשואה שנתית של 30.4% ומדד נאסד"ק 100 לא פיגר הרבה, עם 26.5%. מדד דאו ג'ונס הסתפק בעלייה שנתית של 13.7% ומדד המניות הקטנות, ראסל 2000, שכמעט לא עלה במחצית הראשונה, סיים את השנה בעלייה נאה של 11%, הרבה בזכות נצחונם של דונלד טראמפ. כשמנתחים את המגמה, מגלים הבדלים מהותיים בין שתי המחציות של השנה. **המחצית הראשונה הייתה שעתן היפה של מובילות מהפכת ה-AI**, שזינקו בעשרות אחוזים ומשכו את כל השוק על כתפיהן. אף שרוב המניות (מעל 60%) במדד S&P500 ירדו במחצית הראשונה, הגדולות הספיקו ע"מ להוביל אותו לעליות נאות. לעומת זאת, במחצית השנייה התמתנו העליות של ענקיות הטכנולוגיה וזו הייתה שעתן היפה של **המניות הקטנות**. בסיכום שנתי, רק רבע מהמניות במדד S&P500 (קרוב ל-75% עלו מתחילת השנה) והמניות הקטנות יותר אחראיות לראלי של המחצית השנייה. כאמור, גם המניות הממש קטנות, ה-Small Cap, כיכבו במחצית השנייה והובילו את הראסל 2000 לתשואה שציינו. שימו לב להבדלים: מניית NVIDIA, מלכת ה-AI, זינקה בכ-150% במחצית הראשונה והסתפקה ב-9% בלבד במחצית השנייה. איליי לילי זינקה בכ-55% במחצית הראשונה, אך שינתה כיוון ואיבדה 15% במחצית השנייה. מטא עלתה 43% במחצית הראשונה והסתפקה ב-16% במחצית השנייה וגוגל, שעלתה ב-30% במחצית הראשונה, הסתפקה ב-5% בלבד במחצית השנייה. רק Broadcom, שהציגה תחזית מכירות חזקה בחודש האחרון, הצליחה לשמור על כבודה של המחצית השנייה, עם עלייה נאה של 38%, לאחר זינוק של 44% במחצית הראשונה.

הבינלאומי

חולקת ניירות עור

יחידת הייעוץ והמחקר

לשימוש פנימי בלבד



בירוק: מדד נאסד"ק 100 בכחול: מדד S&P500 באדום: מדד ראסל 2000 מתחילת שנת 2023

לפני כשנתיים פצחו מדדי המניות בראלי מתמשך, שבשיאו הם קובעים רמות שיא חדשות, כמעט מדי יום בשבועות האחרונים. בניגוד לשוקי האג"ח, שנסחרו בתנודתיות, בהתאם לנתונים, **שוק המניות התמסר למהפכת ה-AI** ונתן לענקיות הטכנולוגיה להוביל את המדדים, בעיקר במחצית הראשונה של 2024. שימו לב לפער שפתח מדד נאסד"ק, עתיר הטכנולוגיה, על מדד S&P500 בביצוע הכולל מתחילת 2023 (94.6% מול 54.5%). ואת תשואת החסר של ראסל 2000 (27.3% בלבד), גם אחרי תיקון מסוים במחצית השנייה של 2024.

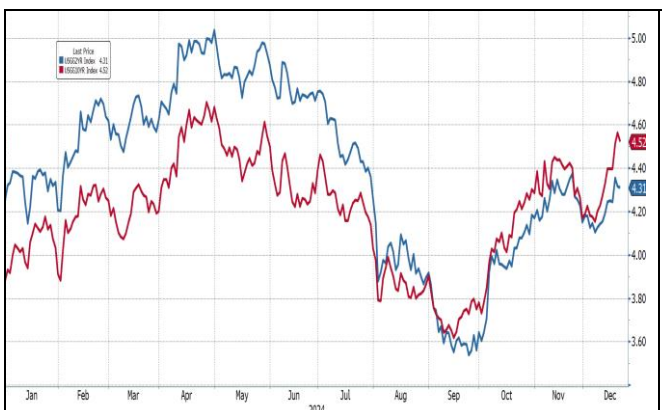
ציפיות הריבית טלטלו את שוק האג"ח

בניגוד לשוק המניות, שנה השנה בכיוון אחד בלבד, שוק האג"ח הגיב לנתונים הכלכליים ברגישות ובמהירות וכמוהו, הימורי סוחרי הריבית על ההסתברות להורדת ריבית הפד. השנה נפתחה עם תשואות נמוכות יחסית, של 3.88% ל-10 שנים ו-4.25% לשנתיים, בשל הערכות שרווחו בתחילת השנה, כי הפד יפחית את הריבית 6-7 פעמים (!) במהלך שנת 2024... אבל, האינפלציה סירבה לשתף פעולה והרבעון הראשון התאפיין בנתוני אינפלציה גבוהים מהקונצנזוס. מדדי ינואר, פברואר ומארס הפתיעו כלפי מעלה והדבר הוביל לכך שהצפי להפחתות ריבית קרובות נדחה והתשואות הגיבו בעלייה, עד שהגיעו **לרמות שיא בסוף חודש אפריל – ה-10 שנים סביב 4.70% והתשואה לשנתיים סביב 5.04%**.

במקביל, המשקיעים, מצדם, הפכו את עורם ועברו להיות **ניציים יותר מהבנק המרכזי**, בניגוד גמור למה שראינו בתחילת השנה. בסוף אפריל, כשהתשואות היו בשיא, הם הימרו על הפחתת ריבית אחת בלבד עד סוף השנה וגם זה בקושי, כשמנגד, הפד אשרר את תחזיתו הקודמת (כפי שמשתקף ב-Dot Plot), ל-3 הפחתות. בעדכון תחזית הפד (SEP) הבא, שהיה **ביוני, ראינו Dot Plot הרבה יותר ניצי** - התחזית החצינית ירדה להפחתה אחת בלבד. במקביל, ניחושי המשקיעים בשוק האג"ח התכנסו לצפי של 2 הפחתות (בספטמבר ובדצמבר).

מנחשים? ☺ נכון, השנה ההפכפכה ממשיכה, כשכמה מדדים נמוכים, כמעט משכנעים שהאינפלציה מתמתנת ומנגד, שני דוחות תעסוקה מאכזבים (יולי ואוגוסט), כשהפד מדגיש שיעשה הכל ע"מ לתמוך בשוק העבודה, מחוללים היסטריה קטנה, **חוזי הריבית מתמחרים כבר 4-5 הפחתות עד סוף השנה** ותשואות האג"ח גולשות במורד (התשואה ל-10 שנים נחתכה מ-4.70% בסוף אפריל ל-3.62% באמצע ספטמבר והתשואה לשנתיים "נשחטה" באותה תקופה מ-5.04% ל-3.54% בלבד). שמים לב שה-10 שנים עקפה את התשואה לשנתיים? הגיע הזמן! אחרי כשנתיים של "עקום הפוך". והפד? הוא בהחלט הגיב לנתונים! **פתיחה מפתיעה עם הפחתת ג'מבו של 50 נ"ב** (לאחרונה הסביר יו"ר הפד שהם פעלו כך ע"מ לשלוח איתות ברור שיתמכו בשוק העבודה בכל פעם שזה ייחלש). ובעדכון התחזיות של ספטמבר, **הציג ה-Dot Plot תחזית חצינית לעוד 2 הפחתות עד סוף השנה** (אחרי ההפחתה הכפולה שכבר בוצעה). כלומר, עברנו מצפי להפחתה אחת בלבד (בתחזית יוני) ל-4.

ולמה לא להתהפך שוב אם אפשר? ☺ דו"ח תעסוקה חזק במיוחד בספטמבר (פורסם ב-4.10), צפי לבחירה מחודשת של טראמפ לנשיאות וחששות שהמדיניות שלו תלבה אינפלציה (כשבינתיים זו מתבררת כ"דביקה" וירידתה נבלמת), יחד עם מכירות אג"ח של סוחרי Carry Trade, לסגירת הלוואות בין היפני שזינק, כל אלה הביאו לראלי **תשואות מחודש** (שנתמך בנצחון בפועל של טראמפ), כך שבשלהי נובמבר ראינו את ה-10Y ב-4.45% ואת השנתיים ב-4.37%. בדצמבר ראינו תיקון קל כלפי מטה בתשואות האג"ח ובדיוק כשנראה היה ששוק האג"ח מתחיל להתייבב, פרסם הפד את התחזיות המעודכנות שלו ב-18 בדצמבר וטלטל את השווקים... (על כך בסעיף הבא).



בכחול: התשואה לשנתיים באדום: התשואה ל-10 שנים

תשואות ה-Treasuries מגיבות ברגישות ובמהירות לנתוני המקרו ולציפיות הריבית (בניגוד לשוקי המניות). עליית תשואות חדה ברבעון 1 עקב עליית האינפלציה ובמקביל, הצפי להפחתות ריבית השנה צונח מ-6 הפחתות לאחת בלבד. התמתנות האינפלציה ברבעון 2 ואח"כ שני דוחות תעסוקה חלשים ומסרים מהפד שיעשה הכל ע"מ לתמוך בשוק העבודה, מביאים לירידת תשואות חדה עד לשפל (3.5%-3.6%) בספט'. בשלב זה, יתרון של טראמפ, חשש מצעדים מלבי אינפלציה והפסדי סוחרי Carry Trade, שנפגעו מהתחזקות הין היפני ומכרו אג"ח בארה"ב, הציתו ראלי תשואות מחודש, שמגובה היום בעדכון תחזית הפד מ-4 ל-2 הפחתות בלבד ב-2025.

שינויים דרמטיים בתחזיות הפד (Summary of Economic Projections) בדצמבר:

**"איננו יודעים בדיוק איפה נמצאת הריבית
 הניטרלית, אבל מה שבטוח זה שהתקרבת אליה
 ב-100 נ"ב מאז ספטמבר"**

**(יו"ר הפד ג'רום פאוול, מסיבת העיתונאים
 לאחר ישיבת ה-FOMC, 18 בדצמבר 2024)**



בישיבת המדיניות האחרונה שלו לשנת 2024 הוריד הפד את הריבית ב-25 נ"ב, כצפוי. מה שהדאיג את המשקיעים היה העלאה משמעותית של תחזיות האינפלציה בשנתיים הקרובות, במיוחד ב-2025 (מ-2.1% ל-2.5%) ובעצם, **דחיית ההגעה ליעד של 2% בשנה שלמה (2027 במקום 2026)**. במקביל, הפד קיצץ בחצי את הפחתות הריבית של בשנת 2025, מ-4 הפחתות בתחזית הקודמת (בישיבה של ספטמבר) ל-2 הפחתות בלבד. על פי התחזית הקודמת, עמד הצפי על ריבית של 3.4% (הטווח: 3.25%-3.50%) בתום 2025 ובתחזית המעודכנת עלתה הריבית הצפויה בתום 2025 ל-3.9% (הטווח: 3.75%-4.00%). רק בתום 2026 צופים בכירי הפד שנגיע לריבית של 3.4%, כלומר, **כמו האינפלציה, גם צפי הריבית זז שנה אחת קדימה...**

תחזית הצמיחה השנה הועלתה משמעותית, מ-2.0% ל-2.5% והתחזית ל-2025 עלתה קלות מ-2.0% ל-2.1%. יו"ר הפד נמנע בכל דרך מלהתייחס לתחום הפוליטי (אפילו לשאלה ישירה של עיתונאי ששאל אם האירוע המשמעותי התרחש ב-5 בנובמבר...), אולם המהלך של הפד מאותה, כי בכיריו מעריכים **שמדיניותו של הנשיא הנבחר עשויה לעודד צמיחה, אולם במקביל, להאיץ את האינפלציה** ותכנון המדיניות המוניטרית לוקח זאת בחשבון. מספר עיתונאים שאלו מדוע הפד הוריד את הריבית בכלל, אם האינפלציה לא הגיעה ליעד והבנק מודאג מלחצים אינפלציוניים גם בהמשך. פאוול השיב, כצפוי, ששוק העבודה התקרר (נתייחס לכך בהרחבה בהמשך העבודה) וחזר למצבו ערב הקורונה. הפד מעוניין להשאיר אותו כך ולמנוע המשך התקררות ובשל כך הפחית את הריבית פעם נוספת. פאוול שב והדגיש נקודה חשובה – **הפד בתהליך מעבר מריבית מרסנת לכיוון הריבית הניטרלית**, גם אם כרגע הוא מתכן להאט את הקצב ולהיות קשוב לנתונים שמתעדכנים. פאוול אמר: "איננו יודעים בדיוק איפה נמצאת הריבית הניטרלית, אבל מה שבטוח זה שהתקרבת אליה ב-100 נ"ב מאז ההפחתה הראשונה ב-18 בספטמבר". המסר שנקלט בשווקים היה **שהפחתת הריבית הנוכחית היא האחרונה לעוד הרבה זמן**. הפד הקל במשהו את הריבית המרסנת ששררה מיולי 2023 עד ספטמבר 2024 (5.25%-5.50%) ועכשיו הוא יכול להמתין עד שישתכנע שהאינפלציה בדרך הבטוחה להגיע ליעד ולהישאר סביבו לאורך זמן.

אף שהתחזית המעודכנת דומה מאוד לצפי שמתמחרים החוזים על הריבית (2 הפחתות ב-2025), ההקשחה המשמעותית של התחזית לא התקבלה טוב בשווקים. התגובה המיידית הייתה עליית תשואות משמעותית (2Y ב-10 נ"ב ל-4.32% ו-10Y ב-15 נ"ב ל-4.53%), עם תלילות שיא חדשה של עקום התשואות, פער של כ-20 נ"ב לטובת ה-10 שנים, עקב צפי להאטת הפחתות הריבית בטווח הארוך יותר.

להלן ה-SEP העדכני (סיכום תחזיות הפד) בישיבה של דצמבר והשוואה לתחזית הקודמת מספטמבר:

Variable	Median ¹				
	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8
September projection	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
Unemployment rate	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2
September projection	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
PCE inflation	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0
September projection	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.5	2.2	2.0	
September projection	2.6	2.2	2.0	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0
September projection	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9

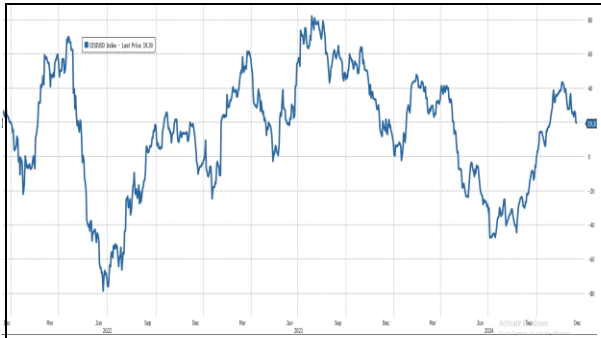
הכלכלה נפגעה אך נותרה חזקה

איתותים של עקום תשואות שהיה "הפוך" קרוב לשנתיים וריבית מרסנת לכל הדעות (5.25%-5.50%, שיא של 23 שנים), שהוחזקה במשך 14 חודשים ברציפות, עוררו חששות שהכלכלה הגדולה בעולם עלולה לחוות "נחיתה קשה", או אולי אפילו להיכנס למיתון. בחינת נתוני צמיחת התוצר (2.5% ב-2022, 2.9% ב-2023 וצפי ל-2.7% השנה) מעידה שזכינו ל"נחיתה הרכה" המיוחלת, אף שחלק מנתוני המקרו מציגים את הקשיים שעימם מתמודדת הכלכלה. **"מדד ההפתעות" של סיטי** (נותן ציון חיובי במקרה שהנתון שהתפרסם טוב מהקונצנזוס. מנגד, נתון מאכזב מקבל ציון שלילי) נכנס בתחילת מאי 2024 אל הטריטוריה השלילית וירד לשפל של שנתיים, ברמה של קרוב ל-50 נק'. באוגוסט החלה מגמת התאוששות מרשימה שהוצאה בנובמבר, בזכות מדדי הסנטימנט שהרעו לבחירתו של טראמפ, והמדד רשם שיא של 9 חודשים, מעל רמת 40 נק'. בדצמבר נרשם תיקון כלפי מטה והיום המדד נמצא סביב 20 נק'.

ומה מספרים הנתונים? סקטור הנדל"ן בולט בחולשתו, עם ירידה במספר התחלות הבנייה (מ-1.83 מיליון לפני שנתיים וחצי ל-1.57 מיליון בתחילת השנה והיום אנחנו סביב 1.3 מיליון בלבד), קיטון במכירות הבתים (מ-6.4 מיליון לפני 3 שנים לפחות מ-4 מיליון היום), על רקע עליית מחיריהם ועלויות המימון הגבוהות. מדד בטחון הנדל"ן ירד מ-51 נק' באפריל ל-39 נק' בלבד באוגוסט ועולה מאז, ל-46 נק' בנובמבר. **המכירות הקמעונאיות** במגמת ירידה, כשהצרכן האמריקני מתקשה להתמודד עם המחירים היקרים ועלויות המימון הגבוהות. הממוצע החודשי של קצב העלייה השנתי ירד השנה ל-2.1%, לעומת 3.63% בשנת 2023. בחודשים האחרונים נרשם שיפור וכרגע קצב גידול המכירות עלה ל-2.8%. **שוק התעסוקה** עדיין הדוק ומשדר חוסן, אולם הוא מתקרר בחודשים האחרונים וזו הסיבה העיקרית לכך שהבנק הפדרלי החל בהפחתות ריבית בספטמבר האחרון. (ניתוח מעמיק של שוק התעסוקה – בהמשך הסקירה).

למרות כל אלה, **כלכלת ארה"ב איתנה**, עם צמיחה בריאה של 2.8% ברבעון הנוכחי ו-3% ברבעון הקודם, כשמדדי מנהלי הרכש של S&P Global מצביעים על התרחבות פעילות השירותים (56 נק'), כשפעילות התעשייה עדיין מתכווצת, אך היא עולה ומתקרבת לטריטוריה של התרחבות (49.5 נק'). גם מדדי מנהלי הרכש של ISM מציגים תמונה דומה. עם זאת, הייצור התעשייתי מדשדש וניצול כושר הייצור, המייצג את הפריזון, במגמת ירידה, מכ-81% ב-2022 ל-78.7% בקיץ האחרון ועד ל-77.3% כיום.

בכחול: מדד ההפתעות של סיטי



המדד נותן ציון חיובי במקרה שהנתון שהתפרסם טוב מהקונצנזוס. מנגד, נתון מאכזב מקבל ציון שלילי.

"מדד ההפתעות" שב אל הטריטוריה החיובית בתחילת אוקטובר, כשגם נתונים חלשים יחסית היו טובים מהקונצנזוס ונתונים אחרים הראו מגמת שיפור.

מגמת הירידה הברורה מאמצע 2023 מיוחסת גם לריבית המרסנת שהוחזקה בשיא של 23 שנים (5.25%-5.50%) במשך 14 חודשים ברציפות. התיקון מיוחס בין היתר, ליתרונן של טראמפ בסקרים ובחירתו בהמשך, שתמכו בהוצאות הצרכנים ובמדדי הסנטימנט.

האינפלציה מתמתנת, אולם מתקשה לכבוש את היעד

האינפלציה הנגזרת ממדד המחירים לצרכן (CPI) זינקה לשיא של 9.1% ביוני 2022, כשהיא מושפעת גם מהזינוק במחירי האנרגיה לאחר פלישת רוסיה לאוקראינה. העלאות הריבית הצליחו לבלום אותה והיא במסלול ירידה מרשים (למעט שלוש "הרמות ראש" - ברבעון השלישי של 2023, ברבעון הראשון של 2024 ועכשיו), עד לרמה של 2.7% היום. **הרכב האינפלציה השתנה** במהלך התקופה, כשמשקלה של אינפלציית הסחורות הלך ופחת וכפוף, אינפלציית השירותים הדביקה אחראית לחלק הארי של האינפלציה. אינפלציית הליבה, המבוססת על ההוצאות לצריכה פרטית (Core PCE), **שהיא מדד הייחוס ליעד האינפלציה של הפד**, הגיעה לשיא של 5.6% (כמעט פי 3 מהיעד) מוקדם מאוד, כבר בפברואר 2022, רגע לפני שהפד החל בתוואי מהיר ואגרסיבי של העלאות ריבית. מאז, היא נמצאת רוב הזמן במסלול ירידה, בדרך אל היעד המיוחל. בקיץ היא ירדה לשפל של 3 שנים, 2.6% ובחודשים האחרונים עלתה מעט ל-2.8%.

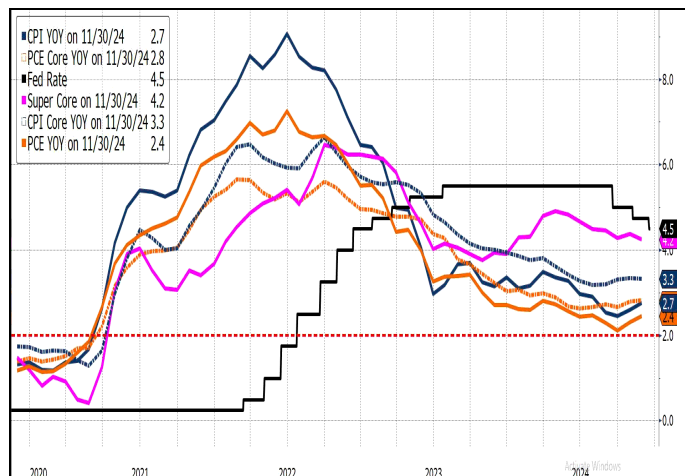
הבנק הפדרלי בוחן בקפידה את המדד שנקרא Super Core Inflation, אינפלציית השירותים ללא רכיבי הדיור שכן, המדד משקף באופן מיטבי את השפעת **עליית השכר על האינפלציה**. מדד זה הגיע לשיא של 6.5% בספטמבר 2022 וירד עד 3.8% באוקטובר 2023, אולם שב לעלות עד 4.9% במאי. בחודשים האחרונים הוא מתמתן והיום הוא 4.25%.

הבינלאומי

חולקת ניירות ערך

יחידת הייעוץ והמחקר

לשימוש פנימי בלבד



בכחול: האינפלציה השנתית בארה"ב - CPI (2.7%)

בכתום: מדד PCE שנתי (2.4%)

בזרוד מזעזע: מדד Super Core שנתי (4.25%)

בשחור: ריבית הפד – גבול עליון (4.50%) ע"פ 4 שנים.

אינפלציית PCE ירדה עד 2.1% וחזרה לעלות ל-2.4%.

אינפלציית CPI ירדה בחדות מ-9.1% עד 2.4% (בספט')

ושבה לעלות בחודשיים האחרונים ל-2.7%.

אינפלציית הליבה בשני המדדים (מקווקו) דביקה יותר

וטרם התקרבה ליעד.

אינפלציית השירותים ללא דיור עודנה עיקשת, שכן ברכיב

זה מגולם השכר הריאלי במשק. לפד משימה מורכבת -

בלימת האינפלציה מבלי לפגוע בקצב עליית השכר הנוכחי,

כשבמקביל נדרש לשמור על שוק עבודה יציב.

מה באמת יקבע כמה הורדות ריבית נראה ובאיזה קצב? או... המנדט הכפול של הפד

**"הספטמבר פתחנו עם הורדה אפתיצה
fe 50 נ"ה, כי רצינו להפוך איתות חלק
להולקית שנתמך השוק הצמודה!"**

**(יו"ר הפד ט'רוס היידן פאולף, ראיון
ל"ניו יורק טיימס", 4 בדצמבר 2024).**



יו"ר הפד נוהג לפתוח כל הודעת סיכום של ישיבת מדיניות (FOMC) בנוסח קבוע – "חבריי ואני ממשיכים לדבוק בהשגת מטרות המנדט הכפול (Dual Mandate) שלנו – השגת יציבות מחירים ותעסוקה מקסימלית, לטובת אזרחי ארה"ב". כלומר, הבנק הפדרלי מחויב לשמור על יציבות מחירים ולהשתמש בכלים העומדים לרשותו בלימת האינפלציה וחזרה ליעד של 2% בטווח הבינוני, שהגדיר. אולם, במקביל, עליו לשמור על שוק עבודה יציב וחוסן, ע"מ לאפשר תעסוקה לכל אזרחי ארה"ב. ריבית גבוהה ממתנת צמיחה ובשל כך עלולה לנוח את הביקוש לעובדים, כך ששני היעדים עלולים להתנגש והבנק הפדרלי חוזר ומדגיש שהוא ער למתרחש ופועל להשגת שני היעדים באופן המיטבי. בסעיף הקודם תיארנו את התמתנות רוב מדדי האינפלציה, אף שהיא מתקשה לכבוש את היעד. בכירי הפד הצהירו לא אחת, שהגורם שהכי ישפיע על החלטה להורדת ריבית, הוא תרחיש של הרעה בשוק העבודה. הם טוענים שהוא התקרר, אך עדיין מפגין חוסן והם ידאגו שיישאר כזה. אז איך נראה השוק כרגע? ...

שוק התעסוקה בארה"ב עדיין יציב והדוק יחסית. אך הריבית הגבוהה בהחלט השפיעה...

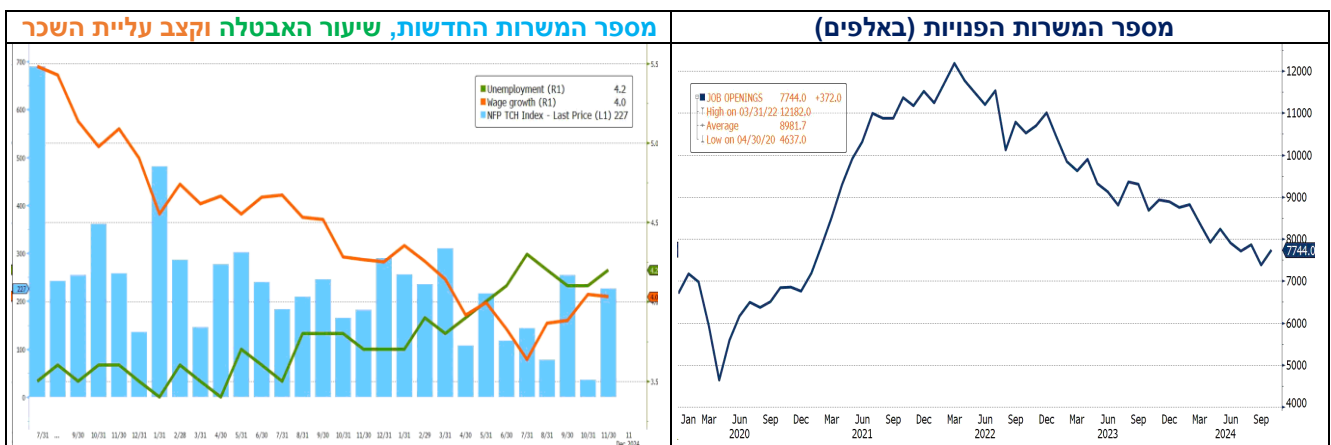
שוק העבודה התחמם מאוד בתקופת הקורונה. מיליוני עובדים בחל"ת והמעסיקים התקשו לאייש משרות. מספר המשרות הפנויות, שנאמד בכ-7 מיליון לפני המגיפה, זינק בהתמדה והגיע לשיא של 12.2 מיליון במרס 2022 וכתוצאה, קצב העלייה השנתי של השכר זינק מ-3.5%-3% לכ-8% והיה אחד הגורמים שליבו את האינפלציה. שיעור האבטלה, שעמד על 3.5%-4% זינק בשנת 2020 לרמה דו ספרתית, אולם בשיא המגיפה המדידה לא הייתה רלוונטית וב-2021 שיעור האבטלה ירד בחדות וסיים את השנה ב-3.9%. מכאן, נרשם שיעור אבטלה נמוך ויציב, כשבאפריל 2023 ירד שיעור האבטלה לשפל היסטורי של 3.4%. באותה תקופה ראינו שוק עבודה הדוק במיוחד, עם אבטלה בשפל היסטורי, עליית שכר גבוהה משמעותית מהמוצע הרב שנתי (4.6%-4.8%) ומספר גבוה של משרות פנויות, 9-10 מיליון. שוק העבודה ההדוק היה גורם מרכזי להתפרצות האינפלציונית שראינו בשנת 2022, עם דגש על סקטור השירותים עתיר העבודה, שממאן להתמתן (בניגוד למחירי הסחורות שירדו) וגורם לאינפלציה להישאר דביקה.

כבר יותר משנה, אנו רואים התקררות משמעותית של שוק העבודה. כך, שיעור האבטלה שהיה רק לפני שנה וחצי בשפל של 3.4%, טיפס בהתמדה עד ל-4.3% ביולי 2024 (שיא של קרוב ל-3 שנים) ובנובמבר נרשמה רמה של 4.2%. זה עדיין שיעור נמוך, אולם מגמת העלייה עשויה לעורר דאגה. קצב עליית השכר ממשיך להתמתן באופן ברור והוא

הבינלאומי
חולקת ניירות ערך
יחידת הייעוץ והמחקר
 לשימוש פנימי בלבד

עומד היום על 4.0% (לעומת כ-6% בקיץ 2022), אחרי שירד ברציפות עד 3.6% (שפל של יותר מ-3 שנים) ביולי האחרון. מאז, נבלמה ירידת השכר והוא טיפס במתינות לעבר 4%, גבוה במקצת מקצב עליית השכר לפני הקורונה. עליית שכר היא גורם אינפלציוני מרכזי, אולם המודלים של הפד מראים שבחודשים האחרונים פחתה השפעת עליית השכר על האינפלציה. במצב זה אין לפד אינטרס לשחוק את השכר, מה שיפגע בפעילות הכלכלית וביעד התעסוקה שבאחריותו. נתון חשוב לא פחות הינו **תוספת המשרות החודשית הממוצעת** ושם אנו רואים השנה ירידה עקבית. ברבעון הראשון של 2024 ראינו ממוצע חודשי של 267 אלף משרות חדשות. שברבעון השני של 2024 ירדה ל-147 אלף, ובמחצית השנייה של השנה נותרה באותה סביבה, עם 159 אלף ברבעון 3 ו-131 ברבעון 4. אם ננסה לנטרל עונתיות וניקח את 2024 מול 2023, נקבל ירידה חדה: ממוצע חודשי של 251 אלף משרות ב-2023 לעומת 180 אלף משרות בלבד השנה. **ירידה שממחישה את הפגיעה של הריבית המרסנת בשוק העבודה.**

מספר המשרות הפנויות – Job Openings (JOLTS) הינו נתון נוסף שמלמד על מצב התעסוקה בכלכלה הגדולה בעולם: טרם הקורונה עמד הנתון על כ-7.5-7 מיליון משרות פנויות בממוצע. החל"ת הגורף עם פרוץ המגפה צמצם באחת את מספר המשרות, אולם החזרה לפעילות והמחסור בעובדים הובילו למלחמה על כל עובד ומספר המשרות הפנויות זינק לשיא של 12.2 מיליון משרות במארס 2022, כשבמקביל, כאמור, זינק גם קצב עליית השכר. **מנקודה זו החל מספר המשרות הפנויות לרדת**, התחרות על עובדים פחתה וקצב עליית השכר התמתן. בספטמבר האחרון ירד מס' המשרות הפנויות ל-7.37 מיליון משרות בלבד, שפל של 3 שנים וחצי ולא הרחק מהרמה ששררה לפני הקורונה. החודש הוא עלה מעט ל-7.7 מיליון.



ארה"ב - מבט קדימה

אחרי ראלי של שנתיים, שנת 2025 צפויה להיות מאתגרת יותר:

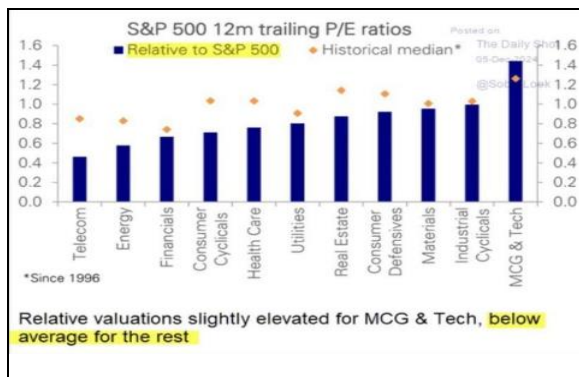
- **הבחירה המחודשת בדונלד טראמפ מביאה איתה רוח של התחלה חדשה (עם כל הסערות שידענו בקדנציה הראשונה).** טראמפ צפוי להחיל צעדים מעודדי צמיחה, כמו הקלה רגולטורית, הורדת מס חברות, עידוד התעשייה המקומית ומשיכת מפעלים הביתה. במקביל, צפוי הנשיא הנבחר להחזיר לחיים את מלחמת הסחר מול כל העולם, מה שעשוי להכביד על הסחר הבינלאומי ולעורר לחצים אינפלציוניים. גם הגדלת הגירעון והגבלת ההגירה יקשו על האינפלציה לשוב אל היעד וזו הסיבה שתחזית הריבית לשנת 2025 ירדה מ-4 ל-2 הפחתות בלבד, הן בשוק והן בתחזית הטרייה של הפד. אילון מאסק הפעלתן יחבור לנשיא הכי בלתי צפוי שכיהן אי פעם, והמטעמים שייצאו ממטבחם ישפיעו על השווקים באופן משמעותי. זה בטוח!
- **המכפילים ברמות שיא אחרי ראלי של 100%-60% בשנתיים האחרונות.** מדדי הדגל בארה"ב חוו שנתיים נדירות, עם זינוקים של הנאסד"ק 100, שהכפיל את ערכו תוך שנתיים ועם מדד 500 החברות המובילות, ש"הסתפק" בזינוק של כ-60% בשנתיים האחרונות. כתוצאה, מכפיל הרווח של מדד ה-500 על 28 וזה של ה-100 על 37, מכפילים הגבוהים משמעותית מהממוצע הרב שנתי. זה אומר ששוק המניות בארה"ב "יקר" ואנליסטים צופים שהעליות יתמתנו בהשוואה למה שראינו בשנתיים האחרונות. גם אנחנו סבורים שקצב כה חריג יתמתן השנה, אולם שימו לב למשהו מעניין: כבר ציינו שהראלי של השנה האחרונה לא היה סימטרי – מי שמשך את המדדים היו בעיקר ענקיות הטכנולוגיה, שמשקלן במדדים גבוה מאוד. חברות אלה, שבלטו בעליות של עשרות ומאות אחוזים, מתאפיינות גם במכפיל גבוה במיוחד והן "משכו" את המכפילים של המדדים כלפי מעלה.

הבינלאומי

חולקת ניירות עור

יחידת הייעוץ והמחקר

לשימוש פנימי בלבד

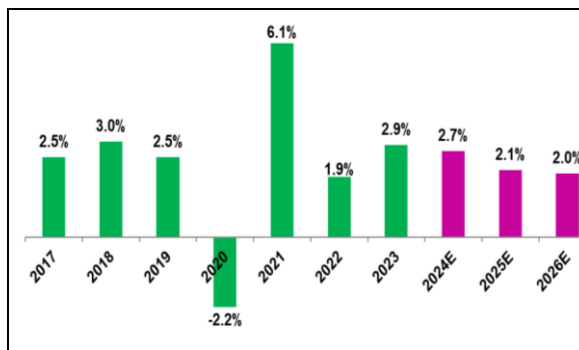


בגרף העמודות: מכפילים של הסקטורים השונים, ע"מ לזהות סקטורים "זולים" וסקטורים "יקרים" בארה"ב. (בחום – המכפיל החציוני הממוצע מאז 1996)

מכפיל הרווח של סקטור הטכנולוגיה גבוה מזה של מדד S&P500 ביותר מ-40% והוא "מושך" את המכפיל של המדד כלפי מעלה. המכפיל שלו גם יקר מהמכפיל החציוני הממוצע. **לגבי כל הסקטורים האחרים התמונה שונה!** מכפילי הרווח של סקטורים כמו פיננסים, צריכה מחזורית, בריאות ותשתיות נמוכים ב-10%-35% מהמכפיל של המדד הכללי, והם גם נמוכים מהמכפיל החציוני.

צמיחה: יציבה ומרשימה בשנים האחרונות (2.5%-3%). צפי להתמתנות, אולם טראמפ צפוי לתמוך בה.

לאחר הקורונה, התייצבה הצמיחה בארה"ב ברמה של 2%-3%, המשקפת צמיחה סולידית ובריאה גם בהשוואה בינלאומית, מה שאפשר לתוצר של הכלכלה הגדולה בעולם, בפער, לצמוח לרמה מרשימה של קרוב ל-30 טריליון \$. שנתיים של עקום תשואות הפוך עוררו חששות ממיתון, או לפחות "נחיתה קשה" של הכלכלה. אז נכון, סקטור הנדל"ן מדשדש כבר שנתיים בשל הריבית המרסנת, פעילות התעשייה האטה ושוק העבודה, בבת עינו של הפד, התקרר במידה כזו שחייבה את הבנק המרכזי להוריד את הריבית ב-50 נ"ב בספטמבר, אולם הוא עדיין יציב והדוק יחסית. הצריכה הפרטית עולה בקצב נאה (קצב שנתי של 3.7% ברבעון האחרון) ומאפשרת לתוצר לצמוח בקצב של קרוב ל-3% בשנתיים האחרונות. זאת, למרות צמיחה נמוכה ברבעון הראשון של השנה (קצב שנתי של 1.4%) ברבעון השני האיץ הקצב ל-3% וברבעון השלישי ל-3.1%. בשנתיים הבאות צפויה הצמיחה לרדת מעט, לכיוון של 2%, אך ההאטה הצפויה עשויה להיבלם בזכות צעדים מעודדי צמיחה שכלולים במדיניותו של הנשיא טראמפ (הפחתת מס חברות, הקלה רגולטורית והרחבה פיסקלית, שתגרוור במקביל הגדלה של הגירעון). כבר שנתיים אנחנו חוששים ממיתון, אבל נקבל אולי האטה וגם זה לא בטוח... צמיחה גבוהה תאפשר לחברות להמשיך להרוויח ולהצדיק את המכפילים הגבוהים (דיברנו על זה בסעיף הקודם...).



בגרף: צמיחה ריאלית של כלכלת ארה"ב (בוורוד – תחזית ע"פ ממוצע כלכלנים בבלומברג)

הצמיחה ברבעון הראשון של 2024 ירדה לקצב שנתי של 1.4%, אולם שבה לטפס לקצב שנתי של כ-3% ברבעונים הבאים והצפי לצמיחה השנתית גבוהה יחסית -2.7%. גם הפד העלה החודש את תחזית הצמיחה שלו השנה מ-2% ל-2.5%. בשנים הבאות צופים הכלכלנים (וגם הבנק הפדרלי) ירידה מסוימת בקצב הצמיחה לקצת מעל 2%. עם זאת, כלכלנים מעריכים כי מדיניותו הצפויה של הנשיא הנבחר, טראמפ, תעודד צמיחה ובמקביל, תיצר לחצים אינפלציוניים.

אינפלציה: צפי אופטימי להתמתנות, אך היא תהיה איטית ממה שסברו קודם

הפד עמל קשות להוריד את האינפלציה בשנה האחרונה. למרות זאת, מבחינתו, העבודה לא נגמרה והוא רוצה לראות את אינפלציית הליבה (Core PCE), האומדן הטוב ביותר לאינפלציה בעיניו, יורדת ומגיעה ליעד של 2%. הערכות הפד המעודכנות מדברות על כך שמדד זה יעמוד בסוף 2024 על 2.8% (העלאה מתחזית ספטמבר שעמדה על 2.6%). עם זאת, ב-2025 צפוי המדד לרדת ל-2.5% (העלאה מצפי ל-2.2% בתחזית הקודמת) ורק בשנת 2027 להגיע את היעד המיוחל של 2%. ברור שירידה מהירה יותר של האינפלציה עשויה להקדים את הפחתות הריבית, במיוחד אם טראמפ, שדוגל בריבית נמוכה, יפעיל לחצים, כפי שראינו בקדנציה הקודמת.

ריבית ותשואות: עברנו שנה תנודתית מאוד. צפי להתייצבות, אך תגובה לאירועים נקודתיים

בניגוד למה שראינו בתחילת השנה, הפער בין תחזית הפד להימורי הסוחרים בסוף השנה, קטן בהרבה. הצפי המצטבר להפחתות ריבית עד סוף 2025 אחרי הודעת הריבית של הפד ביום רביעי הצטמצם לפחות מ-40 נ"ב (1.5) הפחתות בלבד). ניתן לומר בסבירות גבוהה שמדובר באובר שוטינג וצפוי שהימורי הסוחרים יתכנסו לכ-2 הפחתות ריבית במהלך 2025 (כלומר, טווח הריבית צפוי לעמוד על 3.75%-4.00% בסוף השנה). שוק החוב הגיב בשנה החולפת ברגישות גבוהה להתפתחויות (צפי הריבית, אירועים פוליטיים וגיאופוליטיים), בניגוד לשוק המניות. חוסר הודאות במישור הפוליטי והגיאופוליטי צפוי להימשך. בנוסף, נתוני האינפלציה ושוק התעסוקה

הבינלאומי
חולקת ניירות ערך
יחידת הייעוץ והמחקר
 לשימוש פנימי בלבד

ימשיכו להשפיע על החלטות הריבית ועל ציפיות הריבית בהמשך. תשואות האג"ח עשויות לעלות באירועים נקודתיים, אולם סביר שיירדו על פני ציר הזמן, שכן, הפד נמצא במעבר מריבית מרסנת לכיוון הריבית הניטרלית ואינו מסתיר את כוונותיו. חולשה בלתי צפויה בשוק התעסוקה תביא להפחתות ריבית נוספות ולירידת תשואות.

לסיכום:

אחרי ראלי של שנתיים בשוקי המניות ומכפילים גבוהים, תשואות גבוהות בשוק האג"ח (שחזר לעצמו אחרי שנתיים של עקום הפוך), עם כלכלה חזקה וצומחת, אינפלציה שירדה משמעותית, אך מתקשה להגיע ליעד, ריבית שירדה כבר בנקודת אחוז שלמה, אך קצב ההורדות צפוי להתמתן ובנק פדרלי שהכריז שהוא במסלול של מעבר מריבית מרסנת לריבית ניטרלית (שנמוכה בוודאות מהריבית הנוכחית) והתחייבות לשמור על יציבות שוק התעסוקה...

בשוקי האג"ח חזרנו לתשואה פנימית גבוהה יחסית אחרי התיקון האחרון.

אירופה ושוקים נוספים

נתונים עיקריים

מדינה	ריבית הבנק המרכזי	אינפלציה שנה אחורה	שיעור אבטלה	מכפילי רווח - מדד המניות	תחזית צמיחה 2025	תחזית אינפלציה 2025
אירופה						
גוש היורו	3.0%	2.3%	6.4%	-	1.1%	2%
גרמניה		2.2%	6%	DAX-14.9	0.6%	2.1%
צרפת		1.3%	7.5%	CAC-13.7	0.8%	1.7%
ספרד		2.4%	11.5%	IBEX-10.8	2.2%	2.1%
בריטניה	4.75%	2.3%	4.2%	FTSE-11.7	1.5%	2.4%
שוקים נוספים						
סין	4.35%	0.2%	5.1%	CSI300-15.6	4.5%	1%
הודו	6.5%	5.48%	-	NIFTY-22.1	6.8%	4.7%
יפן	0.25%	2.3%	2.5%	NKY225-20.4	1.2%	2.1%
ד. קוריאה	3%	1.5%	2.8%	KOSPI-11.3	1.8%	2%

אירופה

נתונים כלכליים או חזרתו של טראמפ?

כלכלת גוש היורו הינה הכלכלה השלישית בגודלה בעולם (אחרי ארה"ב וסין), עם תמ"ג המהווה כ-15% מהתוצר העולמי. אחרי הקורונה והאינפלציה שזינקה לשיעור דו ספרתי, הגיעו העלאות הריבית וכיום האינפלציה חזרה לשיעור נוח. ועדיין, אירופה מאתגרת ע"י צמיחה חלשה, אי יציבות פוליטית וכעת גם ע"י טראמפ, אשר חזרתו לבית הלבן מעמידה את כלכלת הגוש בפני סכנה של "מלחמת מכסים".

שורת גורמים כלכליים ופוליטיים דחפו בשבועות האחרונים את האירו, המטבע של 20 חברות הגוש האירופי המשותף, לשפל מול הדולר שכמותו לא נרשם שנתיים. מלחמות הסחר שכבר נראות באופק לפי הכרזות טראמפ עוד בטרם נכנס לתפקידו, ומצבן העגום של שתי הכלכלות המובילות בגוש, צרפת וגרמניה, בנוסף לפערי הריביות הצפויים בשל מדיניות מוניטרית שונה, שלחו את היורו לשפל של 1.03 יורו לדולר.

מבחינה כלכלית, הכלכלה האירופית מתקשה להתמודד עם התחרות הסינית בדגש על שוק הרכב בעוד בתי המשפט שלה מנסים להילחם בתקיפות בענקיות הטכנולוגיה האמריקאיות ולהגביל את כוחן. בנוסף, אירופה מתמודדת עם צמיחה נמוכה ועם חוסר יציבות פוליטית הנובעת מעליות המחירים ומהשלכות ההגירה אליה.

המלחמה המתמשכת בין רוסיה לאוקראינה ממשיכה להשפיע על כלכלת הגוש, בעיקר דרך מחירי האנרגיה והשפעתם על האינפלציה הכללית, אם כי השפעתם פוחתת הודות להתאמות שעשו מדינות הגוש במקורות האנרגיה שלהן.

הבינלאומי
חולקת ניירות ערך
יחידת הייעוץ והמחקר
לשימוש פנימי בלבד

שוקי היצוא העיקריים של אירופה כוללים את ארה"ב, סין, בריטניה ושווייץ. תעשיית הרכב האירופית המהווה רכיב משמעותי בכלכלת הגוש, מתמודדת עם המעבר לרכבים חשמליים ומהתחרות הגוברת מצד יצרניות סיניות. **גרמניה**, הכלכלה הגדולה באירופה, צפויה לסכם את הרבעון האחרון של השנה בקיפאון, ובהתכווצות התמ"ג שלה, זו השנה השנייה ברציפות, וקרן המטבע הבינלאומית צופה כי שנת 2025 תסתכם בצמיחה נמוכה של 0.8%. במקביל, **צרפת**, הכלכלה השנייה בחשיבותה בגוש, מתמודדת עם נפילת הממשלה לראשונה אחרי 62 שנה תוך קושי להעביר החלטות וחוקים חיוניים, וטיפול בחוב הלאומי שלה לצד אישור התקציב לשנת 2025. למרות כל אלה, למעט מדד המניות הצרפתי, מדדי המניות ברחבי אירופה הציגו ביצועים נאים בשנת 2024 לאור הירידה החדה באינפלציה והורדת הריבית ע"י ה- ECB,

אירופה בשנה מאתגרת אך מדדי המניות ברובם עלו

האינפלציה בגוש היורו, שהגיעה לשיא של 10.6% לקראת סוף 2022, התמתנה באופן חד והנתון האחרון שפורסם בגין חודש נובמבר 2024 עמד על קצב בשיעור של 2.2%, קצת מעל היעד הנכסף של 2%, אליו צופה הבנק להגיע במחצית השנייה של 2025. בנוסף, אינפלציית הליבה (שאינה כוללת את עליית מחירי האנרגיה והמזון), שהיא הסיפור המרכזי, הציגה ירידה מרמה של 5.7% בשיאה ל- 2.7%.

הריבית (ריבית על הפיקדונות), שטיפסה לשיא של 4% ירדה 4 פעמים במחצית השנייה של השנה לרמה נוכחית של 3%.

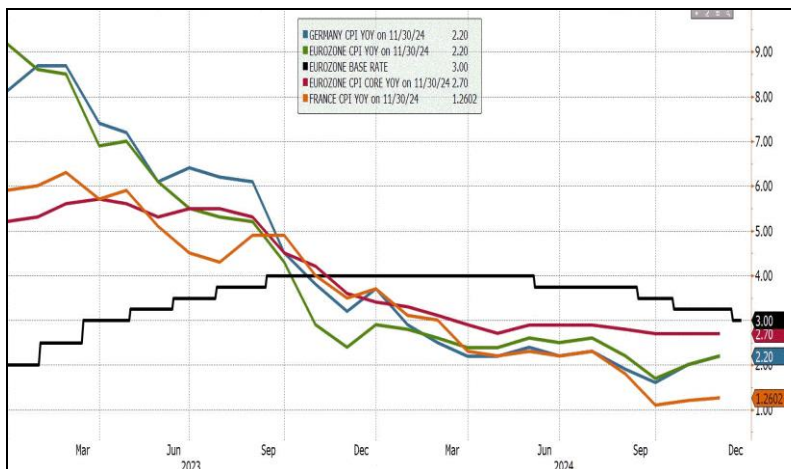
לריבית הגבוהה יש מחיר כלכלי. בהסתכלות על **מדדי מנהלי הרכש**, שמעניקים נקודת מבט למגמות בכלכלה, מזהים הרעה כאשר מדד מנהלי הרכש המשולב (תעשייה ושירותים) ירד בחודש האחרון מתחת לרמה של 50 נק', המצביעה על התכווצות בפעילות. עם זאת, **שוק העבודה** בגוש נותר יציב יחסית עם שיעורי אבטלה נמוכים היסטורית כאשר לחצי שכר ממשיכים להיות שחקן משמעותי שמשפיע על האינפלציה.

כאמור, הפעילות הכלכלית חלשה. התמ"ג של גוש היורו רשם ברבעון השלישי צמיחה נמוכה בשיעור של 0.4%. **ההאטה בצמיחה מיוחסת למספר גורמים**, ביניהם, ההשפעות המתמשכות של המדיניות המוניטרית המצמצמת, חולשה בביקוש העולמי ואי וודאות פוליטית מתמשכת. עם זאת, הצמיחה צפויה להתגבר בהדרגה לצד שיפור בביקוש המקומי והעולמי בתנאי שטראמפ לא יקלקל את המסיבה. בנוסף, הריבית צפויה להמשיך לרדת. החוזים על הריבית, המשקפים את הערכות המשקיעים לגבי תוואי הריבית בהמשך, צופים בין ארבע לחמש הורדות נוספות עד סוף 2025 המשקפות ריבית של 1.75-2%.



***מדדי מנהלי הרכש (PMI) בגוש היורו מציגים**
התכווצות במגזרי התעשייה והשירותים.
המדד הכללי ירד באוק' מתחת לרף של 50 נק' בעיקר לאור חולשה במדד מגזר התעשייה.
ברקע בין היתר, תעשיית הרכב האירופית שמתקשה להתחרות במכוניות החשמליות שמיוצרות בסין.
***מדדי מנהלי הרכש נקבעים באמצעות שאלונים**
המועברים למאות אנשי מפתח בכלכלה האירופית המתבקשים לדווח על המגמות הכלכליות.
ניקוד מעל 50 נק' משקף התרחבות בפעילות (צמיחה) ואילו מתחת לרף זה, מעיד על התכווצות.

הבינלאומי
חולקת ניירות ערך
יחידת הייעוץ והמחקר
 לשימוש פנימי בלבד



בירוק: האינפלציה בגוש היורו צנחה משיא של 10.6% לקצב של 2.3% כיום.

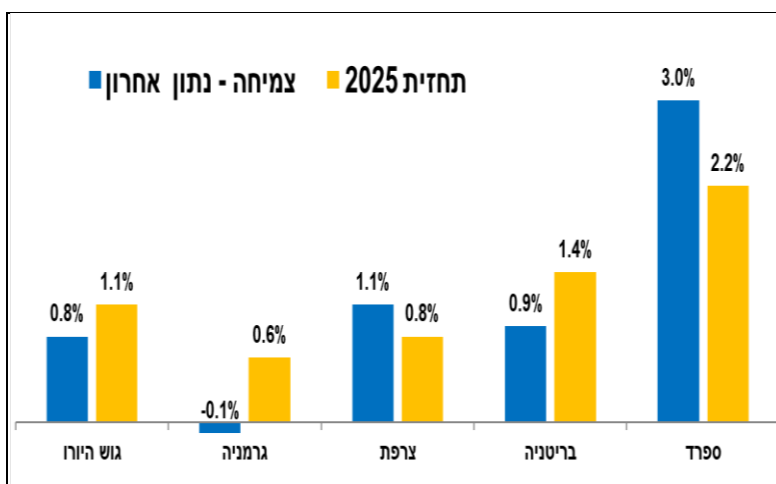
באדום: אינפלציית הליבה (ללא מחירי מזון ואנרגיה) על 2.7%.

בשחור: ריבית הבנק המרכזי (ה- ECB) ירדה 4 פעמים השנה (3% כיום).

בכחול: האינפלציה בגרמניה ירדה משיא של 8.8% ל-2.2% כיום.

בכתום: האינפלציה בצרפת ירדה מ-6.3% ל-1.3%.

בכל ישיבת ריבית, הנגידה לגארד, מציינת כי ההחלטות הבאות יתקבלו בהתאם לנתונים שיתקבלו בזמן אמת (Data Dependable).



בגרף משמאל: הצמיחה הכלכלית ברחבי אירופה

התפוגגות מגפת הקורונה היוותה נקודת תפנית בכלכלות העולם שלאחריה באו לידי ביטוי ביקושים כבוסים וצמיחה מואצת. לאחר שנת 2021, שנה שבה נרשמו שיעורי שיא בצמיחת הכלכלות באירופה, שנת 2022 סימנה את מאבק הבנקים המרכזיים בהאצת האינפלציה, באמצעות העלאות ריבית, שעם הזמן נתנו את אותותיהן וגררו צמיחה חלשה עמה יש להתמודד כיום.

כלכלת גרמניה מאתגרת

בגרמניה, הכלכלה השלישית בגודלה בעולם, הכלכלה מתקשה לצמוח. חברות ענק גרמניות סוגרות מפעלים ומקצצות משרות, ויצרנית הרכב הענקית פולקסווגן הזהירה כי לראשונה מאז שהוקמה אי שם בשנת 1937, היא תסגור מפעלים ותפטר עד כ-30 אלף עובדים. הצרכנים הגרמנים, שאמונתם ביכולת הממשלה לתקן את המצב, פחתה והם חוסכים כיום כ-11% מהכנסתם, ובכך מאטים עוד יותר את הכלכלה. אי ההסכמות בממשלה וחוסר היכולת שלה להכריע כיצד לטפל בכלכלה הנחלשת, המחלוקת הציבורית על ההגירה, התמיכה באוקראינה ובאחדות האירופית תרמו לקיטוב ופירקו את הקואליציה. בחירות בזק נקבעו לסוף פברואר 2025. שלוש השנים האחרונות היו קשות עבור כלכלת גרמניה שמאז 2021 לא חוותה רבעון אחד עם צמיחה ריאלית משמעותית, ועסקי הליבה שלה נפלו בעקביות ובמיוחד מגזרי הייצור, שמהווים 20% מתמ"ג המדינה, על רקע עלויות האנרגיה שהרקיעו שחקים. תעשיית הפלדה המפוארת של גרמניה נפגעה על רקע הצפת השוק ע"י מתחרתה סין בסחורות, בעיקר פלדה, אותם מכרה במחירי הפסד. תעשיית הרכב הגרמנית, מהגדולות והמפוארות בעולם, חווה בימים אלה טלטלה גדולה בעקבות זינוק בייצור הרכב הסיני שהיטה לגמרי את מאזן הסחר בין שתי המדינות, כאשר סין הפכה מלקוחה למתחרה. וכעת מגיע טראמפ שמעלה חשש נוסף בשל תכניותיו להטיל מכסים חדשים ולהקשות על היצואנים לארה"ב.

בצרפת כאוס פוליטי

בצרפת שורר כעת כאוס פוליטי. לראשונה אחרי 62 שנה הופלה הממשלה בזמן שהכלכלה הצרפתית סובלת מגירעון עמוק ומקושי באישור התקציב לשנה הבאה. מצב זה עלול להעמיד את צרפת בפני שיתוק במערכת הפוליטית, ולחוסר יכולת לאשר החלטות חיוניות נוספות. נזכיר כי בחירות חדשות לפרלמנט אפשריות לפי חוקת צרפת רק בתום שנה מהבחירות האחרונות (יולי 24). ובתוך כך, צרפת, הכלכלה השנייה בגודלה באיחוד האירופי, נמצאת תחת לחץ האיחוד להפחית את החוב הגדול שלה. הגירעון שלה צפוי להגיע השנה ל-6% מהתמ"ג, ומדיניות תקציב לא מבוקרת, ללא נקיטת צעדים דרסטיים, עלולה להוביל אותו לרמה של 7%.

הבינלאומי
חולקת ניירות ערך
יחידת הייעוץ והמחקר
 לשימוש פנימי בלבד

חברת הדירוג מוד'ס הודיעה לאחרונה במפתיע שלא מן המניין על הפחתת הדירוג של צרפת מ-Aa2 ל-Aa3, עם תחזית יציבה. במקביל, תשואות האג"ח של ממשלת צרפת ל-10 שנים זינקו בשבועיים האחרונים והחודש עקפו את התשואות של אג"ח מקבילות כגון של יוון, ספרד ופורטוגל, להן דירוג נמוך יותר, לראשונה מאז הקמת האיחוד. הנשיא מקרון נחשב למקדם רפורמות וצמיחה כלכלית וממשלה עוינת עשויה לעכב ולעצור רפורמות ופרויקטים חדשים. גם מחוץ לצרפת, התחזקות הימין הקיצוני הצרפתי מעוררת חששות להתגברות הקריאות לפרישה של צרפת מהאיחוד האירופאי וגוש היורו, מה שעלול להוות פוטנציאל לירידות באירופה ובשוקים אחרים בעולם.

ספרד

כלכלת ספרד המודרנית היא מדינת רווחה באופייה ואחת הכלכלות הגדולות והמשמעותיות באירופה. ב-2024 היא דורגה מספר 15 בגודלה בעולם והשלישית בגוש היורו. ספרד חברה בין היתר באיחוד האירופי וב-G7, ארגון המדינות המתועשות. המדינה שבעבר היתה מדינה חקלאית בעיקרה, היא כיום בעלת מגזר יצרני הנמנה מהחשובים במערב אירופה.

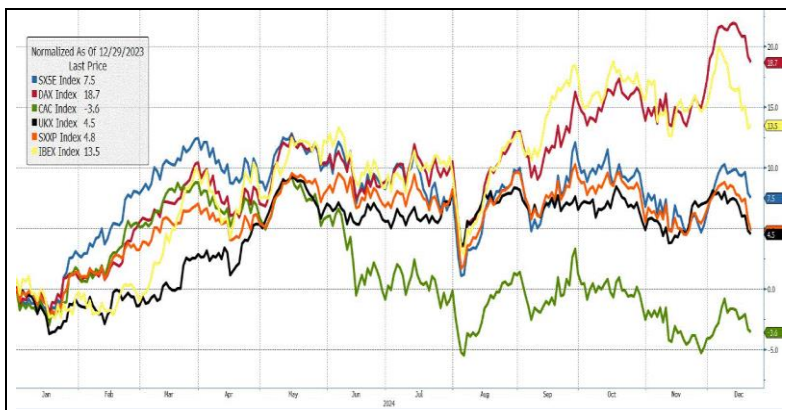
משבר החוב האירופי בשנת 2009, שהשפיע על מדינות ה-PIIGS (יוון, אירלנד, איטליה, ספרד ופורטוגל) לא דילג על ספרד, ואף החמיר את מצבה, והיה חשש כי המדינה תגיע לחדלות פירעון, ובינוי 2012 הודיעה כי היא זקוקה לסיוע האיחוד האירופי כדי לשמור על יציבות המערכת הפיננסית שלה.

ספרד נהנית מיתרונות רבים. ראשית, תעשיית תיירות משגשגת - ספרד היא אחד היעדים המועדפים והמובילים בעולם, עם כ-80 מיליון מבקרים בשנה, הודות למשאבים הטבעיים, התרבות המגוונת והאטרקציות ההיסטוריות שלה. תעשייה זו תורמת כ-12% לתמ"ג ומספקת תעסוקה למיליונים. **שנית, חקלאות מתקדמת ויצוא מזון איכותי -** החקלאות הספרדית נהנית משטחים נרחבים ומזג אוויר נוח. היא יצרנית עולמית של שמן זית, יין פירות וירקות. היא מתמקדת בחדשנות וקיימות, ומובילה ביצוא מזון לאיחוד ולשאר העולם. **שלישית, תעשיית רכב מפותחת -** ספרד הינה אחת מיצרניות הרכב הגדולות באירופה, ענף המהווה מקור תעסוקה חשוב בעל תרומה משמעותית לתמ"ג המדינה. **רביעית, מיקום אסטרטגי חשוב -** מאפשר לה לשמש כשער כלכלי חשוב, בזכות הקרבה לנתיבי סחר ימיים מרכזיים, ומחזק את כוחה הלוגיסטי. **חמישית, תעשיית טקסטיל חזקה -** ביתם של מותגים מוכרים כמו זארה ומנגו. **שישית, שוק עבודה גמיש -** רפורמות בשוק העבודה עודדו יצירת מקומות עבודה והפחיתו את האבטלה. **שביעית, מערכת בנקאית משוקמת -** מאז המשבר הכלכלי של 2008, המערכת הבנקאית הספרדית שיקמה את עצמה בזכות חיזוק רגולציות, התייעלות בנקאית וגידול משמעותי באמון המשקיעים.

מנגד, יש גם חולשות. ראשית, אבטלה גבוהה - למרות ירידה מסוימת, שיעורי האבטלה בספרד נותרו גבוהים (11.2% ברבעון השלישי), במיוחד בקרב צעירים ובאזורים מסוימים, מה שמוביל לפערים כלכליים וחברתיים. **שנית, תלות גבוהה בתיירות -** הכלכלה הספרדית פגיעה לתנודות בענף התיירות, כפי שקרה בתקופת מגפת הקורונה. תלות זו יוצרת סיכון משמעותי בעתות משבר עולמי. **שלישית, חוב ציבורי גבוה -** החוב הציבורי של ספרד גבוה ומקשה על הממשלה להשקיע בתשתיות ובשירותים חברתיים. **רביעית, פערי פריון נמוכים ומערכת חינוך לוקה בחסר -** מקשים על הכלכלה להתחרות בזירה הבינלאומי ופוגעים בכלכלה. **חמישית, שוק נדל"ן תנודתי -** שוק הנדל"ן בספרד חווה תנודתיות גבוהה, כאשר עליות מחירים חדות עשויות להוביל לבועות כלכליות, כפי שקרה במשבר של 2008. **ושישית, בעיות פוליטיות ואי שקט חברתי -** המתחים בין הממשלה המרכזית לבין קהילות אוטונומיות, כמו קטלוניה, יצרו אי-שקט פוליטי ופוגעים בהשקעות וביציבות הכלכלית.

האטרקטיביות של שוק המניות האירופי מצויה בסימן שאלה

בשנים האחרונות, מדדי המניות המובילים באירופה לא עמדו בקצב שהכתיבו מדדי המניות בארה"ב. האחרונים היו המדדים המועדפים לרכישה והביצועים שלהם לאורך שנים אכן הצדיקו זאת.



בגרף: ביצועי המדדים האירופיים מתחילת השנה

בכחול: EUROSTOXX50

בכתום: EUROSTOXX600

באדום: מדד דקס (גרמניה),

בצהוב: מדד IBEX בספרד

בירוק: מדד קאק (צרפת),

בשחור: מדד FTSE100 (בריטניה)

שונות גדולה נרשמה בביצועי מדדי המניות העיקריים באירופה מתחילת השנה. בעוד גרמניה וספרד הציגו עליות נאות, צרפת מאחור. בנוסף, מדדי הדגל יורוסטוקס 50 ו-600 הציגו ביצועים מאכזבים.

לקראת שנת 2025, כלכלנים צופים שיפור בצמיחה בכלכלת אירופה מ-0.8% ל-1.1%, וב-2026 שיפור קל נוסף ל-1.3%. האינפלציה צפויה להגיע ליעד הנכסף של 2% במחצית השנייה של 2025 ולהישאר ברמה זו ב-2026. בהתאם, הריבית צפויה להמשיך לרדת עוד 4 ואולי אף 5 פעמים. בשוק העבודה צפויה התאוששות מתונה.

לגבי הסחר עם ארה"ב, קיים חשש ממלחמת סחר, וכדי למנוע הסלמה האיחוד עשוי להציע רכישת מוצרים אמריקאים כמו גז טבעי מומזל. לגבי הסחר עם סין, האיחוד שוקל הטלת סנקציות על חברות סיניות לגביהן יש חשד כי סיועו לחברות מרוסיה בפיתוח נשק אשר בוצע בו שימוש נגד אוקראינה.

לגבי שוק המניות, הרכב מדדי המניות המובילים מאופיין במשקל רב יותר למניות ערך (מניות ערך הינן מניות של חברות בשלות אשר נוטות לחלק דיבידנדים ונסחרות במכפילים נמוכים יחסית). עקב אופיין הן מציגות עמידות עודפת במצבים של האטה כלכלית, בניגוד למדדים בארה"ב בהם משקל גבוה למניות צמיחה וטכנולוגיה. עובדה זו גם מסבירה את הפער בין ביצועי המדדים - באירופה (במדד יורוסטוקס 600) בסקטור הטכנולוגיה היו ביצועים חזקים בעיקר בתחומי הבינה המלאכותית, וסקטור הטכנולוגיה מהווה 8% בלבד משקל במדד. הסקטור שראוי לציון בביצועיו הוא סקטור הפיננסים. הבנקים האירופאים נהנו מסביבת ריבית גבוהה יחסית, אם כי החששות מהאטה כלכלית ריסנו את ביצועיהם. מנגד, סקטור הצריכה הציג חולשה יחסית תוך שהוא מושפע מלחצים אינפלציוניים לצד ירידה בכוח הקניה של הצרכנים.

Negative Price Return	Groups (20)	Return Positive Price Return
	STX 600 (EUR) Pr	8.22%
	All Groups	
	1) STX 600 Banks (EUR) Pr	25.64%
	2) STX 600 Insurance EUR	20.14%
	3) STX 600 Telcomm EUR	19.34%
	4) STX 600 Media (EUR) Pr	18.22%
	5) STX 600 FinancServ EUR	17.50%
	6) STX 600 Indus&Ser EUR	16.59%
	7) STX 600 Trav&Leisr EUR	15.33%
	8) STX 600 Retail (EUR) Pr	12.87%
	9) STX 600 PCD&GS EUR P	11.65%
	10) STX 600 Technology EUR	7.97%
	11) STX 600 HealthCare EUR	7.69%
	12) STX 600 Constr&Mtr EUR	7.62%
	13) STX 600 Utilities EUR	-0.78%
	14) STX 600 RealEstate EUR	-2.96%
	15) STX 600 CP&S EUR P	-3.20%
	16) STX 600 Energy EUR P	-4.84%
	17) STX 600 Chemicals EUR	-5.21%
	18) STX 600 BasicResou EUR	-5.26%
	19) STX 600 FB&T EUR P	-6.31%
	20) STX 600 Auto&Parts EUR	-10.39%

מדד יורוסטוקס 600 במבט סקטורי

סקטור הבנקים, הביטוח והטלקום בלטו לחיוב השנה.

מנגד, ניכרת חולשה במדד כלי הרכב, חלקי חילוף וחומרי גלם.

תשואת המדד מתחילת השנה 8.3%, הרווח מאחורי מקבילו האמריקאי (S&P500).

עם זאת, מכפיל הרווח ביורוסטוקס 600 נמוך בהרבה ועומד על 14.

סיכום

על אירופה עברו מספר שנים מאתגרות שכללו את מגפת הקורונה והמלחמה בין רוסיה לאוקראינה. בנוסף, נושא המהגרים עלה בשנה האחרונה לסדר היום הפוליטי והציבורי ביתר שאת. נזכיר כי ההגירה אמנם עונה על הצורך בדיים עובדות ביבשת המתאפיינת בילודה נמוכה, אבל מחזירה ליבשת את אחת הבעיות החמורות ביותר שלה מבחינה היסטורית – חזרת הלאומיות ועלייתן של מפלגות קיצוניות מימין ומשמאל.

האינפלציה באירופה, שזינקה בעקבות הקורונה ועימה הריבית התמתנה ומאז הוריד ה-ECB את הריבית בגוש כבר 4 פעמים השנה.

מדדי המניות העיקריים באירופה מאופיינים בחברות ערך יצרניות בתחומים שונים, בשונה מהרכב המדדים בארה"ב המאופיינים לרוב במניות צמיחה.

הבינלאומי

חולקת ניירות ערך

יחידת הייעוץ והמחקר

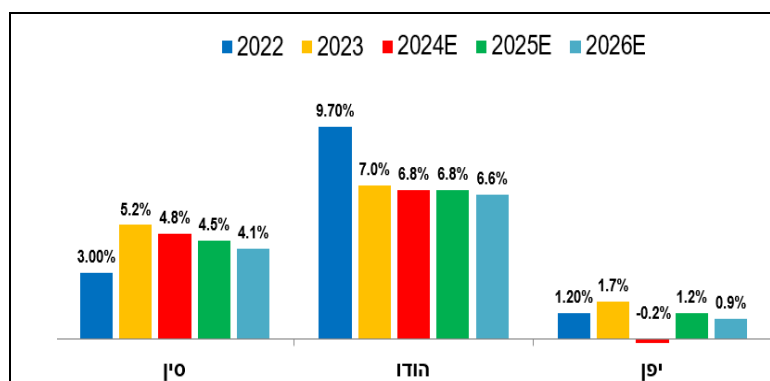
לשימוש פנימי בלבד

מדדי המניות ברחבי היבשת הציגו תשואות סבירות בשנת 2024 למעט מדד המניות בצרפת, אולם עדיין עלו פחות ממדדי המניות בארה"ב ובת"א. עם זאת, המכפילים של המדדים האירופיים המובילים נמוכים: מדד יורוסטוקס 50 ויורוסטוקס 600 עומדים על 14, המכפיל הנוכחי של מדד S&P500 נמצא ברמה גבוהה בהרבה של 28 והחזוי שלו על 24. כלומר מחירי המניות בשוקי אירופה זולים מאוד באופן יחסי. כמו כן, אנו רואים שיפור בעונת הדוחות ובתוצאות הכספיות ברבעון השלישי של השנה ובהסתכלות קדימה, כלכלנים צופים צמיחה נאה בביצועי החברות לאור הורדת הריבית, הן בשורת המכירות והן בשורת הרווח.

שוקי המזרח – סין, הודו ויפן

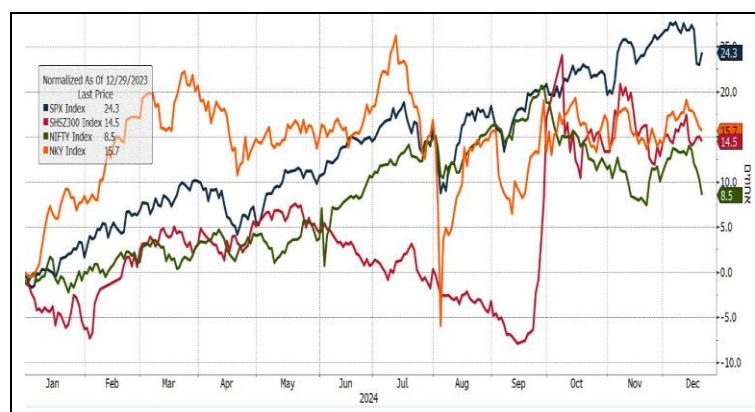
ברוכים הבאים לממלכת אי הוודאות

ההשקעה בכלכלות המזרח הרחוק תמיד לוותה בתחושה של הרפתקה שכוללת לצד אי וודאות גבוהה גם הבטחה להניב תשואות שהעולם המערבי לא יכול לספק. עם זאת, ההשקעה בכלכלות הללו נותרה הבטחה שכן בממוצע רב שנתי, המדדים המובילים בארה"ב הניבו לאורך זמן תשואות עדיפות. יחד עם זאת, בימים אלה, מדדי המניות בארה"ב מצויים בשיא והמשקיעים תרים אחר הזדמנויות נוספות שטמונות באותם שווקים.



בגרף משמאל: האטה בקצב הצמיחה בסין, הודו ויפן בשנים האחרונות והתחזיות.

בולטת במיוחד הודו, עם צמיחה כמעט דו ספרתית ב-2022, ושמירה על צמיחה שמעל 6% בשנים שאחריה, כולל התחזיות לשנת 2025 ו-2026. סין מדשדשת סביב היעד הממשלתי של 5%. תחזית צמיחה השנה 4.8% ובשנה הבאה 4.5%. ביפן אין חדש תחת השמש – צמיחה נמוכה במיוחד.



בגרף משמאל: מדד ניקיי היפני, מדד

S&P500, מדד נפט היפני ומדד המניות הסיני CSI300 מתחילת השנה.

לצד הסיכון הכרוך בהשקעה במדדי כלכלות המזרח, ביצועי מדדי המניות בהודו, יפן וסין היו נמוכים ממדד המניות העיקרי בארה"ב, על אף שהציגו עליות נאות בשנה האחרונה.

מדד המניות הסיני CSI300 הציג תשואות חסר ביחס לשווקים האחרים עד לחודש ספט', ואז זינק והדביק את הפער, כשברקע שיפור בנתוני המקרו הנתמכים בצעדי הממשל להבראת הכלכלה.

סין

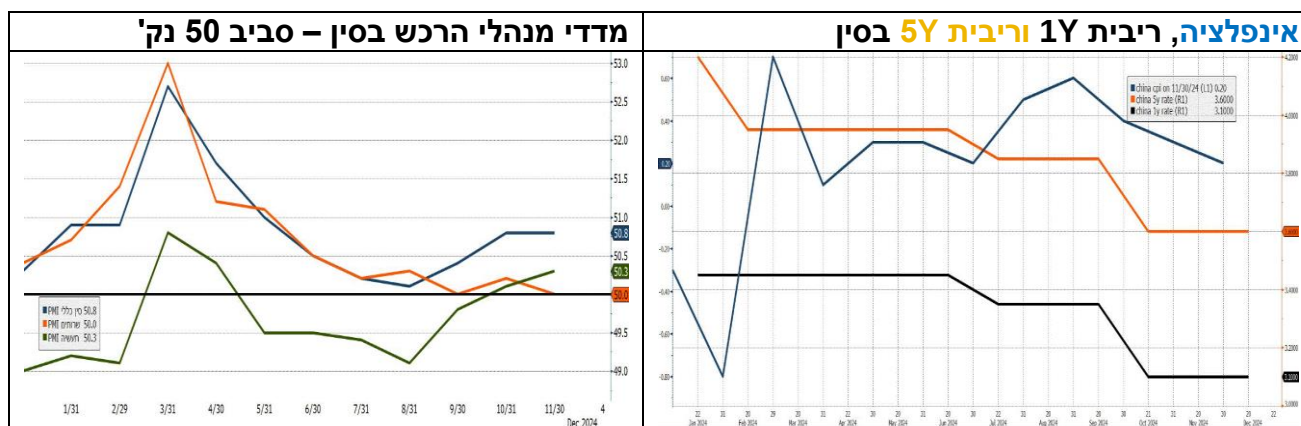
כלכלת סין, השנייה בגודלה בעולם, מציגה שילוב מורכב של חוזקות וחולשות המשפיעים על טעמי המשקיעים במדינה.

חוזקות

שוק פנימי עצום: עם אוכלוסייה של כ-1.4 מיליארד איש, סין מציעה בסיס צרכני רחב, המהווה מנוע לצמיחה כלכלית ומספק הזדמנויות רבות לחברות מקומיות וזרות. **תשתיות מתקדמות:** השקעות מסיביות בתשתיות, כולל רשתות תחבורה, אנרגיה ותקשורת, מחזקות את היעילות הכלכלית ומקלות על הפעילות העסקית ברחבי המדינה. **חדשנות**

הבינלאומי חולקת ניירות ערך יחידת הייעוץ והמחקר לשימוש פנימי בלבד

טכנולוגית: סין מובילה בפיתוח טכנולוגיות מתקדמות כמו בינה מלאכותית, רכבים חשמליים ואנרגיה מתחדשת, מה שמצב אותה בחזית החדשנות העולמית. **כוח עבודה מיומן:** עם כוח עבודה גדול ומיומן, במיוחד בתחומי הייצור והטכנולוגיה, סין מסוגלת לספק מוצרים ושירותים באיכות גבוהה ובעלות תחרותית. מדיניות ממשלתית תומכת: הממשלה הסינית מיישמת מדיניות כלכלית פרו-אקטיבית, כולל תמריצים להשקעות זרות ותמיכה בתעשיות מפתח, מה שמחזק את הסביבה העסקית. **מעמד ביניים מתרחב:** הצמיחה של מעמד הביניים בסין מגבירה את הביקוש למוצרים ושירותים איכותיים, מה שיוצר הזדמנויות חדשות לחברות בשוק המקומי. **מעורבות גלובלית גוברת:** סין מפתחת יוזמות המחזקות את הקשרים הכלכליים שלה עם מדינות אחרות, מרחיבות את שוקי היצוא ומעודדות השקעות בינלאומיות. יציבות מאקרו-כלכלית: ניהול זהיר של המדיניות הפיסקלית והמוניטרית מסייע בשמירה על יציבות כלכלית, למרות האתגרים הגלובליים.



חולשות

חוב ממשלתי ופרטי גבוה: רמות החוב הגבוהות, במיוחד במגזר הנדל"ן, מהוות סיכון ליציבות הפיננסית ומגבילות את יכולת הממשלה להפעיל מדיניות תמריצים. **האטה בצמיחה הכלכלית:** נתוני הצמיחה האחרונים מצביעים על האטה, עם צמיחה של 4.6% ברבעון השלישי של 2024, ירידה מרבעון קודם אולם מעל לתחזיות. בשבוע האחרון הממשל בסין החליט להעלות את הגירעון התקציבי של המדינה מ-3% ל-4% מהתמ"ג, הרמה הגבוהה בהיסטוריה של המדינה, במטרה לשמור על צמיחה כלכלית של 5%. **תלות ביצוא:** התלות הגבוהה ביצוא הופכת את הכלכלה הסינית לפגיעה לשינויים בביקוש העולמי ולסיכונים גיאופוליטיים, כמו מלחמות סחר והטלת מכסים. **בעיות במגזר הנדל"ן:** ירידה במחירי הבתים והשקעות בנדל"ן מצביעות על חולשה במגזר זה, המהווה חלק משמעותי מהכלכלה הסינית. מגזר הנדל"ן, שהיה אחראי לכ-29% מהתמ"ג הסיני, נמצא במשבר מאז 2021, בעיקר בשל נטל חוב גבוה של חברות הנדל"ן. חברות נדל"ן רבות נטלו הלוואות משמעותיות למימון פרויקטים, מה שהוביל לנטל חוב כבד, ולחלקן אף לחדלות פירעון. **ההאטה כלכלית,** העלייה באבטלה, במיוחד בקרב צעירים, וירידה באמון הצרכנים הובילו לירידה בביקוש לדירה. מכירות הבתים צנחו בכ-47% בשליש הראשון של 2024, ומלאי הבתים הלא מכורים הגיע לשיא של 8 שנים. **הזדקנות האוכלוסייה:** השיעור הגדל של אוכלוסייה מבוגרת יוצר לחץ על מערכות הרווחה ומקטין את כוח העבודה הזמין, מה שעלול להשפיע על הפריון הכלכלי. **רגולציה ממשלתית נוקשה:** התערבות ממשלתית מוגברת, במיוחד בתחום הטכנולוגיה, יוצרת אי-ודאות עבור משקיעים וחברות, ומגבילה את חופש הפעולה העסקי. **פערים אזוריים ואתגרים סביבתיים:** קיימים פערים כלכליים משמעותיים בין אזורים מפותחים כמו שנגחאי ובייג'ינג לאזורים כפריים, מה שמוביל לאי-שוויון ולבעיות חברתיות. אתגרים סביבתיים כמו זיהום מים, אוויר וקרקע מהווים אתגר בריאותי וכלכלי, ודורשים השקעות משמעותיות בפתרונות סביבתיים.

טראמפ ושי – מלחמת המעצמות

היחסים הכלכליים בין סין לארה"ב מהווים ציר מרכזי בכלכלה העולמית. ארצות הברית וסין נמצאות בעיצומו של מאבק טכנולוגי וכלכלי, שבו כל אחת מהן נוקטת בצעדים להגנה על האינטרסים הלאומיים שלה ולמניעת העברת טכנולוגיות מתקדמות לידי היריבה.

כניסתו הצפויה של טראמפ לתפקיד, מחדדת את השאלה לגבי עתיד מלחמת הסחר בין שתי המעצמות, והצהרותיו על כוונתו להטיל מכסים על מוצרים מיובאים מסין, מעוררות חשש מהסלמה במתיחות הכלכלית.

ההשפעות הישירות מהעלאת המכסים: (1) פגיעה בכלכלה הסינית-העלאת מכסים תייקר את הסחורות הסיניות ותפגע בייצוא הסיני, במיוחד בענפים כמו טכנולוגיה, אלקטרוניקה וטקסטיל, תפגע בצמיחת הכלכלה ותגביר את הלחץ על התעשיות המקומיות (2) השפעה על הכלכלה האמריקאית - הטלת המכסים תייקר את הייבוא לאמריקאים, תייקר את העלויות לחברות התלויות בשרשראות האספקה מסין, ותפגע ברווחיותן. (3) השפעה על השווקים הגלובליים- הסלמה

הבינלאומי
חולקת ניירות ערך
יחידת הייעוץ והמחקר
 לשימוש פנימי בלבד

במלחמת הסחר בין שתי המעצמות עלולה לגרום לאי וודאות בשווקים הפיננסיים, האטה בצמיחה הגלובלית ולהשפעה שלילית על מדינות התלויות בסחר עם ארה"ב וסין.

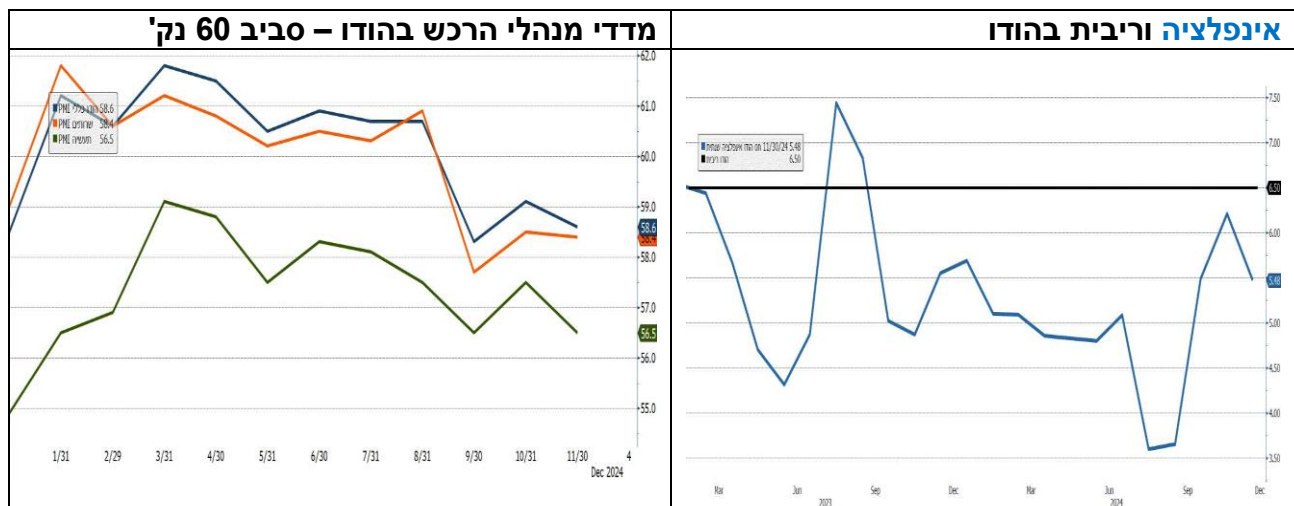
אז מי תהיה הנפגעת העיקרית? קשה לקבוע אולם בהתחשב בתלות הגבוהה של סין ביצוא לארה"ב, יתכן שהכלכלה הסינית תספוג פגיעה משמעותית יותר. מצד שני, הצרכנים והחברות האמריקאיות ירגישו את ההשפעות דרך עליית מחירים ופגיעה בשרשראות האספקה.

הודו

כלכלת הודו, הכלכלה החמישית בגודלה. בשנים האחרונות, בהובלת ראש הממשלה נרנדרה מודי, כלכלת הודו הציגה צמיחה מהירה ועל אף האטה מסוימת בצמיחה ברבעון השלישי לרמה של כ- 5.6% בחישוב שנתי, היא עדיין הכלכלה הצומחת ביותר מבין הכלכלות הגדולות.

חוזקות

צמיחה כלכלית מהירה- הודו מציגה קצב צמיחה מהיר עם תחזיות צמיחה סביב 7% בשנה, ואף עקפה את בריטניה כדי להפוך לכלכלה החמישית בגודלה בעולם. **אוכלוסייה צעירה**- עם אוכלוסייה של מעל 1.4 מיליארד איש, מתוכם כ-65% מתחת לגיל 35, הודו נהנית מכוח עבודה צעיר ומשכיל, המהווה פוטנציאל לצמיחה כלכלית מתמשכת. **מגזר טכנולוגי מתפתח**- בולטות בתחום הטכנולוגיה, עם עלייה במספר הפטנטים הטכנולוגיים והתרחבות שירותי הענן והסייבר, אלו תומכים בעלייה בפריון העבודה. **רפורמות כלכליות והשקעה בתשתיות**- ממשלת הודו מובילה רפורמות כלכליות ומקדמת השקעות בתשתיות כדי למשוך השקעות זרות, והיא מוכיחה הצלחה בכך. ישנה צמיחה מתמשכת בהשקעות הזרות. ההערכות הן כי השנה הנוכחית תסתיים עם השקעות זרות של כ-100 מיליארד \$, לעומת כ-70 מיליארד \$ בשנת הכספים שהסתיימה באפריל 2022. חברות כמו סמסונג, אמזון, אינטל, הונדה ומייקרוסופט ביססו נוכחות משמעותית בהודו באמצעות השקעות ישירות, בדגש על תחומי הטכנולוגיה, התעשייה והתשתיות. למגפת הקורונה היתה השפעה חיובית על ההשקעות הזרות בהודו, שכן היא האיצה מגמות של העברת שרשראות אספקה מסין למדינות אחרות, והודו נהנתה מכך. **יציבות פיסקאלית ומטבעית**- ניהול אחראי ויציבות המטבע תורמים לאמון המשקיעים וליציבות הכלכלית בהודו.



חולשות

תלות בחקלאות ובמזג האוויר- כמחצית מכוח העבודה מועסק בחקלאות, המהווה כ-12% מהתמ"ג. כמו כן ישנה תלות גבוהה במזג האוויר המהווה גורם סיכון לצמיחה הכלכלית. **תשתיות לקויות**- למרות ההשקעה הנעשית בתשתיות, קיימים עדיין פערים בתחום התחבורה והאנרגיה המגבילים את הפוטנציאל הכלכלי. **שחיתות, עוני ופערים חברתיים וכלכליים**- שחיתות מערכתית ועוני נרחב מהווים אתגר משמעותי. כמו כן קיים פער חברתי וכלכלי בין אזורים עירוניים לכפריים, המובילים לאי שוויון ופוגעים בצמיחה המאזנת. **אתגרים ברגולציה ובבירוקרטיה**- מערכת רגולטורית מורכבת ובירוקרטיה מכבידה עלולים להוות מכשול בפני משקיעים זרים ולהאט את קצב הרפורמות הכלכליות. **אי כיסוי ביטוחי**- שיעור החדירה של מגזר הביטוח בהודו זעום (עומד על 4% בלבד) ומעכב את הצמיחה הכלכלית של המדינה. בשנה שעברה פורסם כי רק כ-1% מתושבי הודו מחזיקים בפוליסה לביטוח דירה, רכב או רכוש. הממשלה מקדמת כעת רפורמות לעידוד צמיחת המגזר כשהאתגר שלה "ביטוח לכולם עד 2047".

הבינלאומי

חולקת ניירות ערך

יחידת הייעוץ והמחקר

לשימוש פנימי בלבד

שוק ההון בהודו

הבורסה הלאומית (NSE) הממוקמת במומבאי, היא אחת משתי הבורסות המובילות בהודו. נכון לספטמבר 24, נסחרות בה כ-2,529 חברות והיא מדורגת בין 20 הבורסות המובילות בעולם. הסקטורים המובילים בשני המדדים העיקריים הם סקטור הבנקאות, הטכנולוגיה וסקטור האנרגיה.

המדדים העיקריים:

מדד ניפטי 50- מדד הדגל כולל את 50 החברות הגדולות והמשפיעות ביותר הנסחרות ב-NSE והוא משמש אינדיקטור מרכזי לביצועי השוק ההודי.

מדד סנסקס 30- מדד העוקב אחר ביצועי 30 החברות הגדולות והנזילות ביותר הרשומות ב-BSE והוא נחשב לאחד המדדים הוותיקים והמשמעותיים בשוק ההודי, ומשמש אינדיקטור לכלכלה ההודית.

יפן

עברנו שנה מפתיעה ומרתקת עם המון תהפוכות – מה צפוי ב-2025?

תשעה חודשים סוערים, התייצבות בהמשך. מדדי המניות ניפצו את השיאים ההיסטוריים של שנות התשעים והניקיי חצה ביולי, לראשונה, את רף 40,000 הנק'! הין התרסק ונסחר בקיץ בשער של יותר מ-160 ין לדולר, שפל של 38 שנים, מה שהעלה את האינפלציה ביפן (**כן, אינפלציה ביפן!**) לשיעור של קרוב ל-3% ואילץ את משרד האוצר היפני להתערב במסחר במט"ח (בפעם הראשונה לחיזוק הין ולא להחלשתו) ואת הבנק המרכזי לצאת סוף סוף ממדיניות הריבית השלילית ו"להטיס" את הריבית משיעור של -0.1% ללא פחות מ-0.1%+ (ובהמשך ל-0.25%), כשהתשואה ל-10 שנים מטפסת ומתייצבת מעל 1%.

הין הגיב באגרסיביות וזינק תוך חודשיים לכ-140 ין ל-\$, מה שיצר היסטריה בקרב משקיעי ה-Carry Trade (נוטלים הלוואות במטבע עם ריבית נמוכה – הין, ומשקיעים בריבית גבוהה – בדולר, תוך רכישת Treasuries), שהפסידו תוך חודשיים תשואה של קרוב ל-3 שנים (כ-15%). מכירות ענק של אג"ח בארה"ב הובילו לעליית תשואותיהן בספטמבר וזעזעו את השווקים. הארוע ממחיש כמה יפן, שמחזיקה כטריליון \$ ב-Treasuries, משפיעה על השווקים הגלובליים. ברבעון האחרון התייצב המסחר הן בשוק המניות (מדד ניקיי סיים את השנה בעלייה של 17%, בזכות הראלי של המחצית הראשונה) והין סיים את השנה במקום טוב באמצע, סביב 153 ין לדולר.

הקשר בין שער הין לשוק המניות ומגמות עיקריות של נתוני המקרו

חולשה של הין תומכת בד"כ בשוק המניות היפני, דרך שיפור רווחיותן של החברות היצואניות הרבות בארץ השמש העולה. עם זאת, מטבע חלש מייקר את היבוא ומלבה את האינפלציה. ברבעון השני ראינו צמיחה שלילית, על רקע נפילת הוצאות המגזר העסקי, הצריכה הפרטית ועודף היבוא. כתוצאה, הצמיחה השנתית ב-2024 צפויה להיות שלילית -0.2%, אולם **בשנת 2025 צפויה צמיחה שנתית חיובית של 1.2%.**

מדד מנהלי הרכש המשקף את רמת הפעילות מציג התרחבות של סקטור השירותים (51.4 נק') והתכווצות (גם אם קלה) של התעשייה (49.5 נק'), בדומה לכלכלות רבות אחרות. במקביל, **הייצור התעשייתי** ירד השנה בקצב מהיר יחסית (2.5%, כמעט כפול מב-2023), אולם הקונצנזוס צופה עלייה מרשימה של 2.8% ב-2025. **האינפלציה** צפויה להסתכם השנה ב-2.6% (התייקרות האנרגיה והמזון והיחלשות הין), מעל היעד, אולם היא צפויה לסגת בשנתיים הבאות אל תוך היעד (ב-2025 2.1% וב-2026 1.8%). **שיעור האבטלה** ביפן נמוך ויציב, עקב מחסור בכוח עבודה (הזדקנות האוכלוסיה) והוא נע בעשור האחרון בין 2.3% ל-2.8%. השנה הוא צפוי לעמוד על 2.5% ובשנתיים הבאות על 2.4%. **העודף בחשבון השו"ט** עומד על 4%-4.5% תוצר ומשקף את פעילות היצואניות הגדולות, חברות רכב, אלקטרוניקה ורובוטיקה המציגות חדשנות טכנולוגית. **ריבית הבנק המרכזי** צפויה להמשיך לעלות במתינות ולהישאר נמוכה יחסית – 0.8% בסוף 2025 ו-1.0% בסוף 2026. **רמת החוב ביחס לתוצר** היא הגבוהה בעולם, על אף שהחוב ברובו פנימי לפנסיונרים, שמתוך פטריוטיות לאג"ח המקומי, מחזיקים בו למרות התשואה הנמוכה. כ-90% מהחוב מוחזק בתוך המדינה (אזרחים, מוסדות פיננסיים, קרנות פנסיה), מקטין סכנה ממשבר חוב גלובלי. החוב נקוב במטבע מקומי ואין סכנה לפשיטת רגל או משבר מטבע.

הבינלאומי

חולקת ניירות ערך

יחידת הייעוץ והמחקר

לשימוש פנימי בלבד



בגרף: חולשת הין מול הדולר ועליות נאות במדד ניקיי 225 בשנתיים האחרונות
ברבעון השני של 2024 רשם הין התאוששות מרשימה, והתחזקותו הוצאה כתוצאה מפירעון הלוואות בין שלקחו שחקני Carry Trade. באותו שלב ראינו ירידה חדה של מדד ניקיי, אחרי שרשם שיא היסטורי חדש ביולי. ברבעון האחרון של השנה, הין נחלש במתינות וגם מדד המניות נסחר ללא מגמה ברורה. הין מתחזק כשהאנליסטים צופים העלאת ריבית נוספת של ה-BOJ, אולם המגמה ארוכת הטווח שלו עדיין יורדת, מה שעשוי לתמוך בשוק המניות של ארץ השמש העולה.

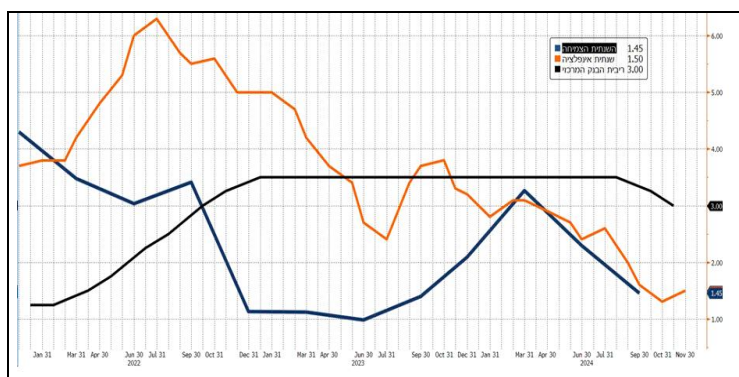
דרום קוריאנה

אין ספק שאחת ההפתעות הגדולות של דצמבר 2024 הייתה ניסיון ההפיכה בדרום קוריאנה.

ככלכלה ה-14 בגודלה בעולם, הנחשבת למעצמת תעשייה וייצוא, חברה ב-OECD, המונה 52 מיליון תושבים, דמוקרטית ומתקדמת, ההפתעה היתה גדולה כשהנשיא יון סוק יאול הכריז ב-3 לדצמבר על משטר צבאי, למרות ששעות ספורות לאחר מכן התקפל בלחץ האופוזיציה ואלפי מפגינים. במהלך דמוקרטי מרשים של מוסדות השלטון והפרלמנט, לצד צעירים ומבוגרים שיצאו לרחובות, ללא שפיכות דמים ואלימות, מהלך הדיקטטורה נכשל לפני שבית המשפט הספיק להתערב. לאחר שהנשיא סירב להתפטר, למרות דרישות האופוזיציה ומפלגתו, הוא הודח בהצבעת הרוב, עד שבית המשפט החוקתי יפסוק תוך 180 יום אם ההדחה בתוקף, או שיוחזרו לו סמכויותיו. כל אלו לא השפיעו בצורה מהותית על חיי היום יום בדרום קוריאנה ביום שלמחרת. המוסדות הממשלתיים עבדו כרגיל, והתושבים לא צבאו על פתחי הבנקים למשך את כספיהם, ויכולת החזרה לשגרה מעידה על העמידות והאיתנות הכלכלית של המדינה.

כלכלת דר' קוריאנה

בעידוד הממשלה ובהובלת הקונצרנים הגדולים ששולטים בכלכלה ביד ברזל, בכלכלת דרום קוריאנה התפתחו תעשיות מתקדמות של שבבים ואלקטרוניקה. במקביל, תעשיית הרכב שלה זינקה קדימה עם הצלחה אדירה למותג יונדאי, וקיה הקטן ממנו. ב-2023 היתה קוריאנה היצואנית השמינית בעולם.



בגרף משמאל: בכתום: האינפלציה השנתית, בכחול: הצמיחה השנתית ובשחור: ריבית הבנק המרכזי.

ניתן לראות התמתנות באינפלציה השנתית מרמות השיא שנרשמו ביולי 22 (מעל 6%) לרמה של 1.5% בדצמבר 24, נמוך מהיעד (2%) של הבנק המרכזי. במקביל, ריבית הבנק המרכזי שהועלתה בחדות מרמה של כ-1.5% לרמה של 3.5%, פגעה בצמיחה, ולמרות מגמת ההתאוששות בתחילת השנה, נתוני הצמיחה בנסיגה.

הבינלאומי חולקת ניירות ערך יחידת הייעוץ והמחקר לשימוש פנימי בלבד



כמה מילים לסיום,

בארה"ב, 3 הפחתות ריבית רצופות היטיבו עם שוקי המניות וכל נתון הפך סיבה לחגיגת עליות. עוד דחיפה לשווקים התקבלה מקמפיין הבחירות ונצחונו של טראמפ, על רקע ציפיות להפחתת רגולציה, הורדת מיסים ותמיכה בכלכלה המקומית.

כתוצאה, שוקי המניות בארה"ב נהנו בשנתיים האחרונות מראלי מתמשך ומדד S&P500 נועל את השנה במכפיל של קרוב ל-30 שהינו גבוה משמעותית מהממוצע ההיסטורי. בהתאם, חובת ההוכחה תהיה מונחת על כתפי החברות המדווחות בכל עונה של דוחות כספיים. תוצאות מאכזבות צפויות לגרור מימושים חדים. גם לטראמפ צפויה כמובן להיות השפעה משמעותית על השווקים...

בישראל שוררת אופטימיות לאור הישגי צה"ל וקיים צפי להתאוששות כלכלית מהירה. בנוסף, הריבית צפויה לרדת בטווח הנראה לעין. עם זאת, החזרה לשגרה תהיה מאתגרת שכן יותר משנה וחודשיים של לחימה גררו גם הוצאות ענק, גירעון, הורדות דירוג ותקציב שכולל גזירות כלכליות קשות. בנוסף, הניסיונות לבצע שינויים במע' המשפט נמשכים והם עשויים להגביר את הקיטוב החברתי ולהעיב על ההתאוששות.

והעיקר, שיהיו בשורות טובות, לכם/ן ולכל בית ישראל.

פרסום זה אינו מהווה המלצה, ייעוץ או חוות דעת בנוגע לכדאיות השקעות ואינו יכול לבוא במקום ייעוץ המותאם לנתוניו, צרכיו ומטרותיו של כל אדם. הפרסום הוכן על ידי מחלקת המחקר של הבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ (להלן: "הבנק") לצרכי הבנק, ולא הותאם לצרכיו הבלעדיים או המיוחדים של מי ממקבלי הפרסום ואין להסתמך עליו לצורך ביצוע פעולות על פי האמור בו, או כתחליף לייעוץ המותאם לנתוניו, צרכיו ומטרותיו של כל אדם. הבנק אינו מתחייב כי פעולה בהתאם לפרסום ו/או בהסתמך עליו תניב תשואה מסוימת או מינימאלית, ויתכן כי השקעה בניירות הערך המפורטים בפרסום, ככל שמפורטים, יכול שתהיה השקעה הכרוכה בסיכונים מיוחדים. הבנק לא יהיה אחראי בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם כתוצאה משימוש בפרסום זה. הבנק, תאגידים הקשורים אליו, בעלי מניותיו וחברות בשליטתם עוסקים, בין היתר, במתן שירותי חיתום, ניהול השקעות, ניהול קרנות נאמנות (עד לא יאוחר מהמועד האחרון שבו על פי החוק על קבוצת הבנק למכור אחזקותיה בחברה לניהול קרנות נאמנות) וניהול קופות גמל. מובהר, כי הפרסום עשוי לכלול סקירות של ניירות ערך המונפקים על ידי מי מהתאגידים האמורים ו/או שהתאגידים האמורים מחזיקים ו/או יחזיקו ו/או ירכשו ו/או ימכרו ניירות ערך כאמור.