



19.10.2025

עיקרי הדברים

ישראל

- האינפלציה בישראל משקפת ירידה רוחבית, כולל בחלק מהשירותים. הירידה באינפלציה נובעת בין יתר ממדיניות פיסקאלית ומוניטארית מרסנת מדי. ללא הקלה במדיניות המשק יתקשה להתאושש.
- אנו מעריכים שבנק ישראל יוריד ריבית בהחלטתו הקרובה. בסופו של דבר, הריבית עשויה לרדת מתחת לרמה שנגזרת בשווקים בגלל הלחצים הנובעים מהתחזקות השקל. הורדנו תחזית לריבית בעוד שנה ל-3.25%-3.50%.
- אנו ממליצים להגדיל חשיפה לאג"ח הממשלתיות.
- ההכנסות ממיסים המשיכו להכות את התחזיות גם ברבעון השלישי.

עולם

- מעט הנתונים שמתפרסמים בארה"ב ממשיכים לשקף צמיחה נמוכה, מלבד התחומים הקשורים בהשקעות ב-AI.
- אפיקי השקעה שונים מגיבים לחלקים השונים של "K-Shaped Economy" בארה"ב.
- ה-FED צפוי להוריד ריבית בהחלטתו הקרובה ולהמשיך בהורדות יחסית מהירות.
- הבנקים המרכזיים בעולם מקטינים לאחרונה במהירות אחזקותיהם באג"ח ממשלת ארה"ב.
- לפי מחקר ב-FED, החזקת קרנות הגידור באג"ח ממשלת ארה"ב גדולה פי-4 מהנתון הרשמי. הקרנות מ-Cayman הן המחזיק הזר הגדול ביותר באג"ח. החזקתן צפויה לייצר תנודתיות חדה באג"ח הממשלתיות בעת משבר.
- ניכרת היחלשות בנתונים הכלכליים באירופה ויפן.

אינפלציה 12
חודשים הבאים

2.2%

מדד אוקטובר

0.6%

מדד נובמבר

-0.4%

מדד דצמבר

-0.1%

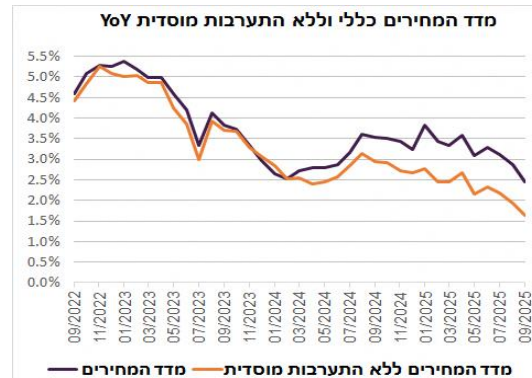
ריבית בנק ישראל
צפויה בעוד 12 חודשים

3.25%-3.50%

ללא הורדת ריבית המשק יתקשה להתאושש

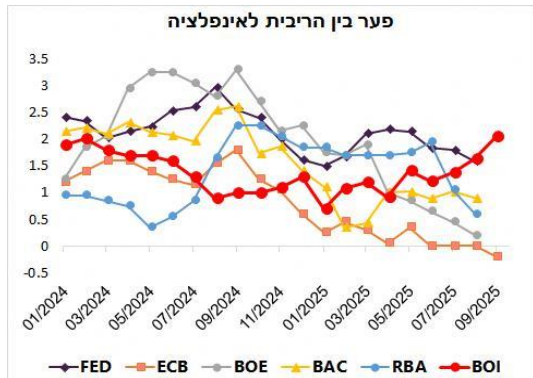
אחרי הפרסום של מדד המחירים לחודש ספטמבר התפזרו הספקות לגבי ירידה בסביבת האינפלציה. קצב האינפלציה ירד ל-2.5%, כאשר האינפלציה ללא מעורבות מוסדית ירדה ל-1.6% (תרשים 1). הירידה באינפלציה הייתה רוחבית, לא רק של מוצרים, אלא גם של חלק מהשירותים.

תרשים 1



מקור: בנק ישראל, מיטב ברוקראז'

תרשים 2

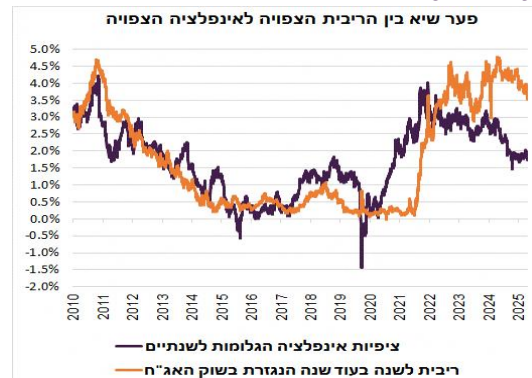


מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

אחת הסיבות המרכזיות לירידה באינפלציה זאת האטה בצמיחת המשק בהשפעת המלחמה תוך נקיטת מדיניות מרסנת מוניטארית ופיסקאלית.

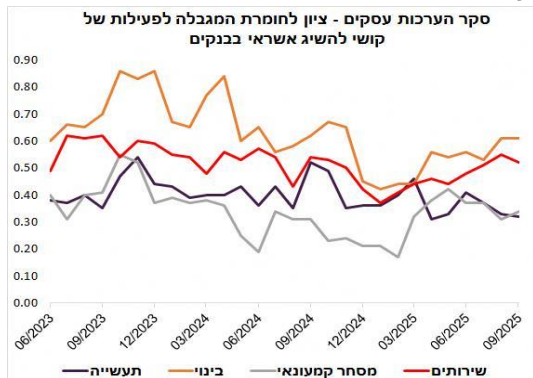
- עצם העובדה שלמרות הצמיחה הנמוכה, גביית המיסים ממשיכה להכות את התחזיות (לפי דיווח האוצר, גם ברבעון השלישי נגבו יותר מיסים מהתחזית המעודכנת) מעידה על מידת הריסון של המדיניות הפיסקאלית. ב-9 החודשים של השנה גביית המיסים גדלה ב-16% לעומת התקופה המקבילה אשתקד, כאשר הצמיחה בתמ"ג הנומינאלי במחצית הראשונה של השנה הסתכמה רק כ-4.5%. יש לציין שגביית המיסים העקיפים גדלה בקצב נמוך הרבה יותר ומעידה על חולשה בביקושים.
- ריבית של 4.5% לעומת אינפלציה של 2.5% מרסנת למדי. הפער בין הריבית לאינפלציה בישראל הנו הרחב ביותר בהשוואה למדינות האחרות (תרשים 2). הפער בין הריבית לשנה בעוד שנה שגלומה בשוק האג"ח לבין ציפיות האינפלציה לשנתיים הנו רחב, כפי שלא היה לפחות מאז 2010 (תרשים 3). ההאטה בתחום הנדל"ן והירידה ברכישות הרכבים גם הן עדות למדיניות מוניטארית מרסנת. חומרת המגבלה של נגישות לאשראי בנקאי עלתה בחצי השנה האחרונה במיוחד בענף הנדל"ן והשירותים (תרשים 4).

תרשים 3



מקור: בורסה, מיטב ברוקראז'

תרשים 4



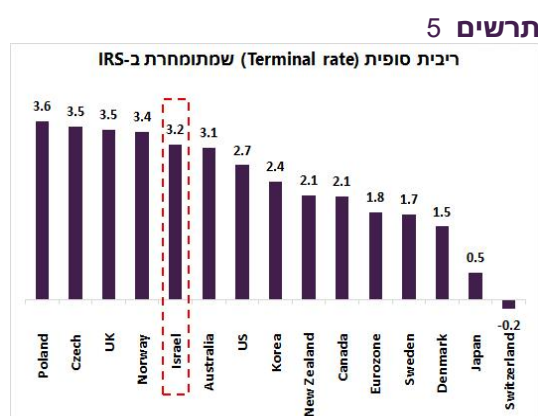
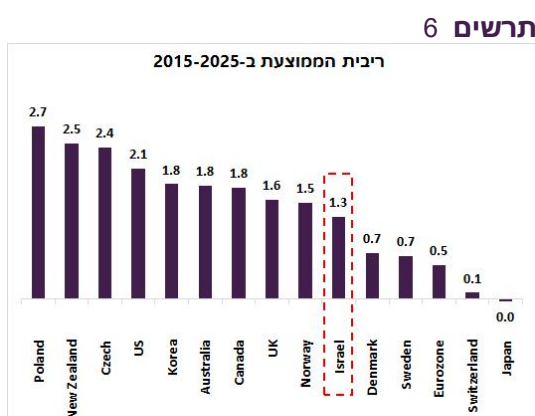
מקור: הלמס, מיטב ברוקראז'

סיום המלחמה לבדו לא צפוי לגרום להתאוששות מהירה בפעילות. יתכן שחלק מהחלטות צריכה של משקי בית או החלטות השקעה של המגזר העסקי שנדחו בתקופת המלחמה אכן ייצאו לפועל, אך מידת הריסון של המדיניות הפיסקאלית תגדל. הממשלה תקטין הוצאות בפרט הזרמות למשקי בית (תשלומי מילואים). ללא הקלה במדיניות המוניטארית, המשק יתקשה להתאושש, במיוחד בתחומים הרגישים לריבית.

שורה תחתונה: אנו צופים שהריבית תתחיל לרדת בהחלטת הריבית בחודש נובמבר.

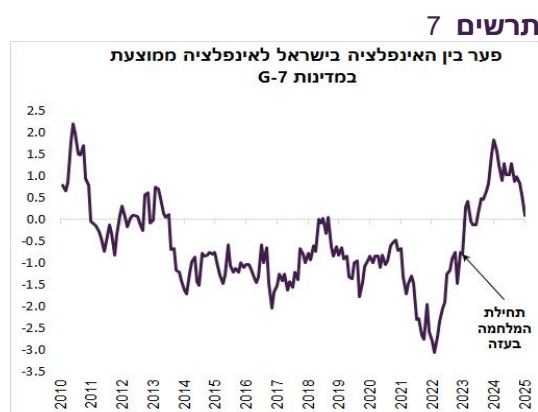
מדוע הריבית עשויה לרדת מתחת לתחזיות בשווקים?

הריבית הסופית (Terminal rate) בישראל, שאליה צפויה לרדת בסוף התהליך של ההורדה שמתומחרת בעקום IRS עומדת על כ-3.2%. היא גבוהה יחסית בהשוואה לריבית שצפויה "בתחתית" במדינות האחרות (תרשים 5), זאת למרות שבמשך האחרון הריבית בישראל הייתה דווקא בין הנמוכות (תרשים 6).



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- ישראל היא המדינה שמאז המחצית הראשונה של העשור הקודם האינפלציה בה הייתה תמיד נמוכה יותר מהממוצע של מדינות G-7 למעט תקופת המלחמה בעזה (תרשים 7). אין הרבה סיבות שמצב זה ישתנה לאחר שתחלוף השפעת המלחמה. הירידה המהירה באינפלציה בחודשים האחרונים היא ההוכחה לכך.



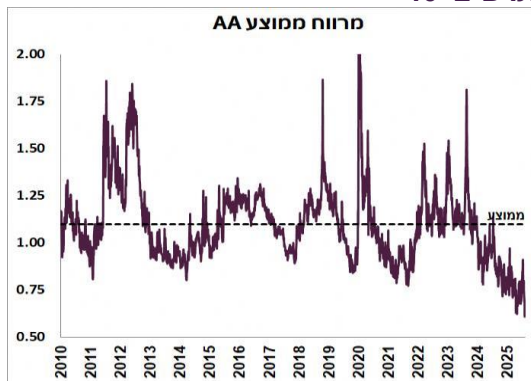
מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- לאחר שהאינפלציה תתמתן לכיוון של כ-2%, כפי שמגלים השווקים, אחד השיקולים העיקריים שישפיע על החלטות הריבית צפוי להיות **שערו של השקל**, כפי שהיה בין השנים 2015-2021 כשהשקל התחזק בהדרגה כמעט ב-30% מול סל המטבעות (תרשים 8). עוצמתו

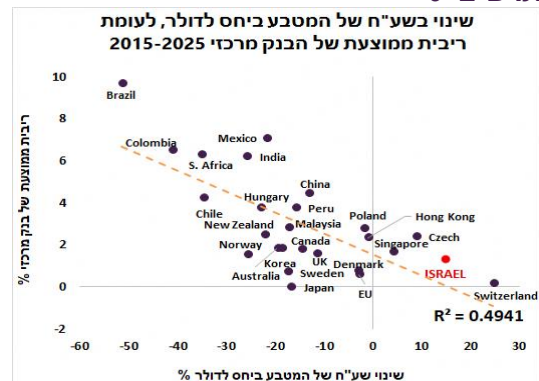
של השקל הובילה בעבר לריבית נמוכה במיוחד בישראל למרות הצמיחה היחסית חזקה, שוק עבודה די הדוק ועלויות משמעותיות במחירי הדירות. בנק ישראל אף נאלץ להתערב בשוק המט"ח כדי למתן התחזקות השקל.

- השפעת שע"ח על החלטות הריבית אף עשויה להתחזק כעת עקב הקשיים שעלולים להיווצר ליצוא ולהשקעות בישראל בעקבות המלחמה בעזה. הפעם, הלחץ על בנק ישראל עשוי להיות עוד יותר גבוה כי השקל כבר הגיע לשיא ביחס לסל המטבעות (תרשים 8).
- השפעה חזקה של שע"ח על גובה הריבית זאת לא תופעה ייחודית רק בישראל. הקשר בין השינוי בשערו של המטבע לבין גובה הריבית הממוצעת של בנק מרכזי בעשור האחרון (2015-2025) היה ברור וחזק בקרב המדינות השונות בעולם. ככל שהמטבע התחזק יותר, כך הריבית הייתה נמוכה יותר (תרשים 9). לכן, להערכתנו, בסופו של דבר ישראל שוב עשויה להתברג בין המדינות בעלות ריבית נמוכה יחסית.
- האפשרות להורדת ריבית משמעותית מגדילה אטרקטיביות של האג"ח הממשלתיות גם אחרי המהלך שהן עשו לאחרונה. האג"ח הממשלתיות נראות אטרקטיביות גם ביחס לאג"ח הקונצרניות שנסחרות במרווחי שפל היסטוריים (תרשים 10).

תרשים 10



תרשים 9



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

שורה תחתונה: אנו מעריכים שהריבית בעוד שנה צפויה לרדת ל-3.25%-3.50% ועשויה לרדת מעבר לרמות אלה בהמשך.

עולם

מה מספרים מעט האינדיקטורים בארה"ב שעדיין מתפרסמים?

בהיעדר פרסום הנתונים הכלכליים הרשמיים, השווקים בארה"ב מתקדמים באפלה עם מראה אחורית ללא פנסים. להלן מעט נתונים שהתפרסמו:

- לפי "ספר הבז" של ה-FED, הכלכלית כמעט לא צומחת. הצרכנים בעלי הכנסות נמוכות ובינוניות מצמצמים את הצריכה, כאשר בעלי ההכנסות הגבוהות ממשיכים להגדיל ביקושים. שוק העבודה לא מגייס עובדים, אך גם לא מפטר. המחירים ממשיכים לעלות.
- מתרבים הדיווחים לגבי קשיים בתחום האשראי. הם באו לידי ביטוי בפשיטות רגל של חברות בתחומים שקשורים לצרכנות בסיסית (First Brands Group, Tricolor Holding), דיווחים על עלייה בפיגורים באשראי רכב (VantageScore), גידול בהפרשות הבנקים באשראי מסחרי והזהרות הבנקאים הבכירים (Jamie Dimon). אנו מעריכים שיותר חדשות בנושא יגעו בהמשך.
- סקרי עסקים הקטנים רשם ירידה קלה באוקטובר ונמצא ברמה נמוכה בהתחשב בקדנציה של הנשיא האהוד ע"י המגזר העסקי.

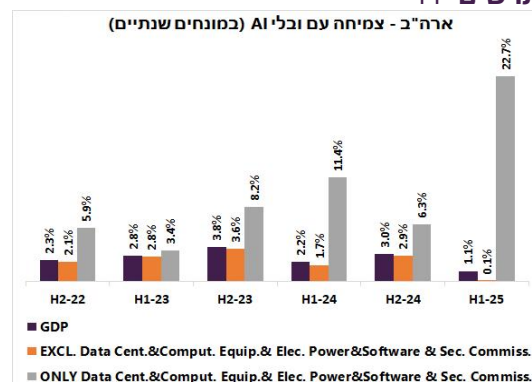
- השבתת הממשל ב-2018 נמשכה 35 ימים ועל פי ההערכות הובילה לירידה של כ-0.3% בתמ"ג. ניתן להעריך שההשבתה שהייתה עד כה (כ-18 יום) גרמה בינתיים לירידה של כ-0.2% בצמיחה ברבעון הרביעי.

ל-"K-Shaped Economy" יש "K-Shaped Market"

לאחרונה נוהגים לכנות את הכלכלה האמריקאית בשם "K-Shaped Economy". הכוונה היא שחלק מהכלכלה מזנק, כמו הקו העולה של האות "K" וחלק האחר שוקע, כמו הקו היורד. לחלק העולה שייכת בעיקר הפעילות שקשורה לתחום הבנייה של AI והשפעותיה הרחבות. לחלק הזה משייכים גם את משקי הבית העמידים שנהנים מעלויות חדות בשווקים הפיננסיים. לחלק היורד של ה-"K" מתייחסים כל יתר הענפים ומשקי הבית ממעמד בינוני-נמוך. אלו מושפעים מאוד ממדיניות הממשל בתחום המכסים וההגירה.

הפערים בין שתי הכלכלות עצומים. במחצית הראשונה של השנה צמח התמ"ג האמריקאי בשיעור שנתי של 1.1%, אך התחומים שקשורים למהפכת AI צמחו בכ-23%. ללא תחומים אלה הצמיחה הסתכמה בכ-0.1% בלבד (תרשים 11). זה מצב חסר תקדים. אפילו תקופת ה-dot.com שמרבים להזכיר לאחרונה, הייתה שונה. מלבד התנפחות הבועה, גם הכלכלה מחוץ לתחום האינטרנט צמחה בקצב גבוה.

תרשים 11



מקור: BEA, מיטב ברוקראז'

- במצב הייחודי שנוצר אפיקי השקעה נבדלים בהתאם לחלק של כלכלת ה-"K" אליו הם מגיבים:
- שוק המניות מגיב בעיקר לקו העולה של ה-"K", אבל לא כולו. מדד S&P500 ללא Mag7 עלה ב-3 החודשים האחרונים ב-3.5% בלבד. בתקופה זו סקטורי התעשייה, האנרגיה, החומרים, הצריכה הבסיסית רשמו תשואה שלילית.
- שוק האג"ח הממשלתיות מגיב בעיקר בחלק היורד של ה-"K". בין היתר, מכיוון שגם הבנק המרכזי נותן משקל גבוה בהחלטותיו להתפתחויות בכלכלה הרחבה.
- שוק האג"ח הקונצרניות לא אמור להיות מושפע מהחלק העולה של ה-"K", במיוחד אג"ח ה-HY, למרות הקשר שלו לשוק המניות. לכן, הוא עלול להיפרד מהמניות אם הן ימשיכו להתעלם מהחולשה בכלכלה הרחבה.
- הסחורות גם קשורות בעיקר לחלק המדשדש של הכלכלה.
- הזהב משקף את שני העולמות. הוא גם מגיב לסיכון של התפוצצות הבועה שעלולה להוביל למשבר כלכלי ופיננסי וגם לסיכון של האטה ואף מיתון בכלכלה האמריקאית הרחבה גם ללא פגיעה משמעותית בתחום AI.

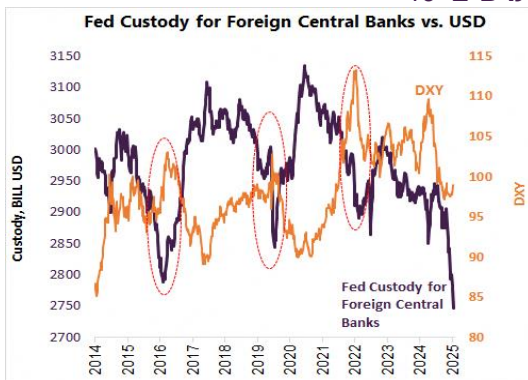
מדוע בנקים מרכזיים בעולם מוכרים אג"ח ממשלת ארה"ב?

שוק האג"ח הממשלתיות בארה"ב מגיב להאטה בשוק העבודה, קשיי הצרכנים, פגיעה בתעשייה בגלל מלחמת הסחר, למעט התעשייה שקשורה ל-AI, ולשוק הנדל"ן הקפוא. תשואות אג"ח לשנתיים ירדה לרמה הנמוכה ב-3 השנים האחרונות. למרות החששות מפני השפעת המכסים, ציפיות האינפלציה ירדו לאחרונה משמעותית (תרשים 12). השוק מגלם בביטחון מלא שה-FED שוב יוריד ריבית בסוף החודש.

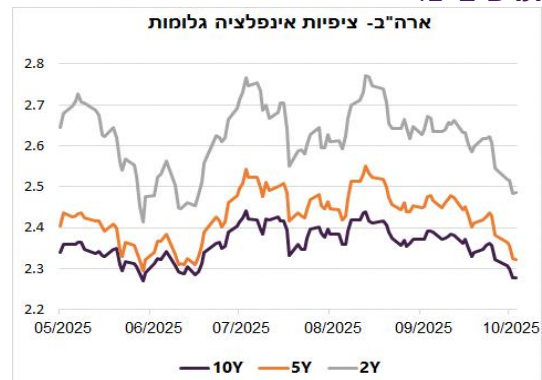
נציין מספר התפתחויות חשובות שמתייחסות לאג"ח הממשלתיות, אך לא זכו להתייחסות במדיה. ראשית, בשבועות האחרונים נרשמה ירידה חדה בהחזקות הבנקים המרכזיים בעולם באג"ח ממשלת ארה"ב שנמצאות במשמרת (Custody) ב-FED. מתחילת יולי ירדה ההחזקה שלהם ב-170 מיליארד דולר, מתוכם בכ-150 מיליארד באג"ח הממשלתיות ועוד בכ-20 מיליארד ב-MBS. היתרה הנוכחית של כ-2.75 טריליון דולר היא הנמוכה ביותר מאז 2012 (תרשים 13).

בעבר הירידה החדה בהחזקות הבנקים המרכזים באג"ח האמריקאיות התרחשה במצבי משבר תוך כדי התחזקות חדה של הדולר, כמו ב-2016, 2020 או 2022. הבנקים המרכזיים מכרו אג"ח כדי לתמוך במטבע הנחלש של המדינות שלהם. זה לא המצב הפעם (תרשים 12). להערכתנו, ירידה בהחזקות האג"ח האמריקאיות נובעת מהרצון להקטין חשיפה לארה"ב עקב עליית הסיכון שם. בנקים מרכזיים הם בדרך כלל "הידיים החזקות" של השוק. יציאתם מחלישה אותו.

תרשים 13



תרשים 12



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

המחזיק הזר הגדול ביותר באג"ח ממשלת ארה"ב לא מי שחשבנו

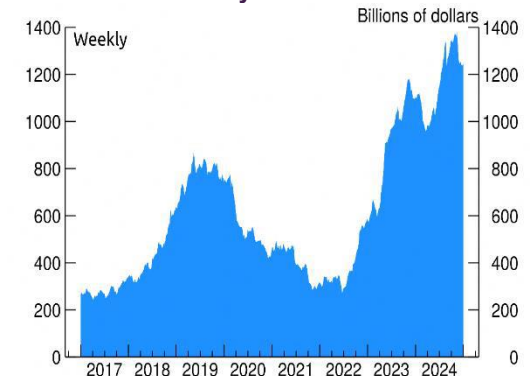
הדבר הנוסף שלהפתעתנו עבר כמעט מתחת לרדאר של המדיה הכלכלית, למרות חשיבותו הגבוהה לדעתנו, זה המאמר שהתפרסם ע"י FED "The Cross-Border Trail of the Treasury Basis Trade".

החוקרים הגיעו למסקנה שהנתונים הרשמיים לגבי ההחזקות באג"ח ממשלת ארה"ב ע"י קרנות הגידור הרשומות באי Cayman בסך 440 מיליארד דולר שגויים. בפועל, בסוף 2024 הן החזיקו בערך פי-4, כמעט 1.85 טריליון דולר. גודל ההחזקה המעודכן מעביר את הקרנות מ-Cayman מלהיות המחזיק הזר הרביעי בגודלו למקום ראשון. מסתבר שהחזקתם הרבה יותר גדולה משל היפנים, שנחשבים לגדולים ביותר, ומחזיקים אג"ח ממשלת ארה"ב בסכום של 1.15 טריליון דולר (תרשים 14).

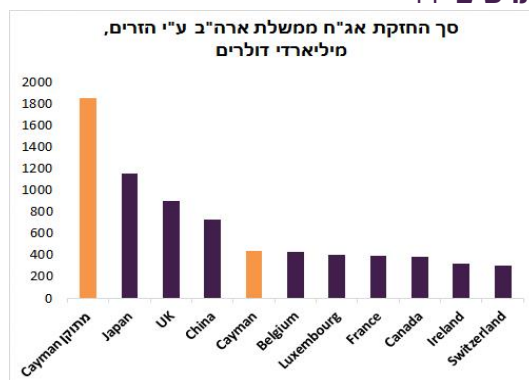
מדוע מידע זה חשוב? מכיוון שלפי המחקר, החזקות קרנות הגידור ב-Treasury הן בעיקר במסגרת עסקאות basis. קרנות הגידור קונות אג"ח, מוכרות חוזים על אג"ח ומרוויחות מפערי מחירים. בגלל המינוף הגבוה מאוד של העסקאות, כשהתנודתיות בשוק האג"ח עולה משמעותית, הקרנות נאלצות לסגור פוזיציות במהירות. הסגירה גורמת לתנודתיות באג"ח ממשלת ארה"ב שלא נופלת מהמניות הספקולטיביות ביותר. כך קרה בספטמבר 2019 כאשר השתבש השוק הבין בנקאי וה-FED נאלץ לעבור במהירות מצמצום המאזן לרכישות אג"ח. במרץ 2020 שוק האג"ח האמריקאי פשוט הפסיק לתפקד, במידה רבה בגלל סגירת הפוזיציות ע"י קרנות הגידור וה-FED שוב נאלץ להתערב בסכומים ענקיים. גם באפריל 2025 שוק האג"ח האמריקאי התחיל להתפרק ורק נסיגה בהולה של הממשל מ-Liberation day הצליחה להרגיע. לפי

המחקר, בסוף 2024 הפוזיציה בחוזים על אג"ח ממשלתיות של קרנות הגידור הממונפות עמדה על כ-1.4 טריליון דולר, בערך פי-3 ממרץ 2020 (תרשים 15). לסיכום, "באירוע הבא" בשווקים הפיננסיים צפו להתפרקות חדה ומהירה של שוק האג"ח הממשלתי האמריקאי עד להופעת "המושע" מה-FED.

תרשים 15 – Leveraged Funds Gross Short Positions in Treasury Futures



תרשים 14

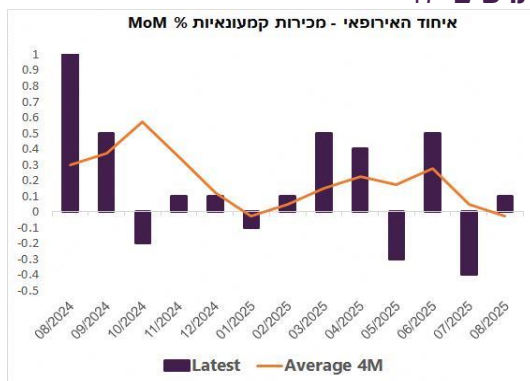


מקור: Bloomberg, FED, מיטב ברוקראז'

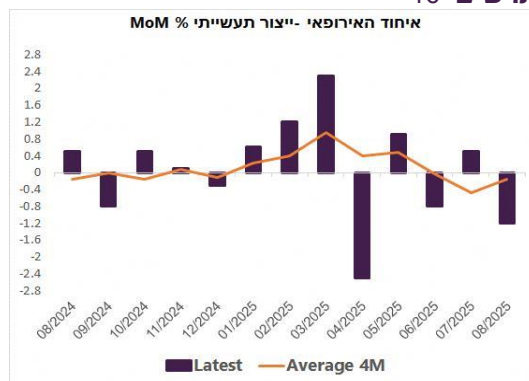
חולשה באירופה ויפן

- מתחילה להסתמן היחלשות בפעילות הכלכלית באירופה. בחודשים האחרונים נרשמה ירידה במכירות הקמעונאיות (תרשים 17). גם מדד הייצור התעשייתי עבר מעלייה לירידה (תרשים 16).

תרשים 17



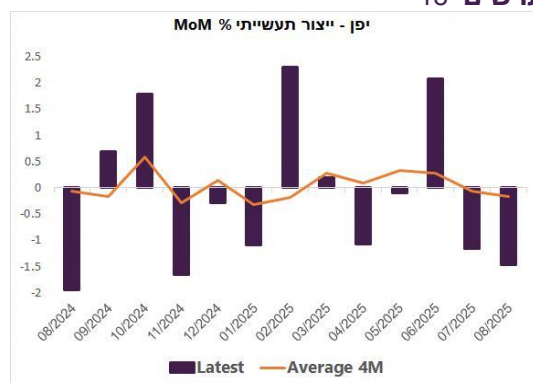
תרשים 16



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

- במיוחד בולטת חולשה בתחום הייצור התעשייתי בגרמניה. בחודש ספטמבר לבדו ירד מדד הייצור התעשייתי ב-4.3%. בסה"כ, הוא ירד ב-4 מתוך 5 החודשים האחרונים (תרשים 19).
- קצב הגידול בייצור התעשייתי נחלש גם ביפן (תרשים 18). ההיחלשות בפעילות התעשייה באירופה ויפן קשורות ככל הנראה להשפעות מלחמת הסחר שגרמה להקדמת פעילות במחצית הראשונה של השנה.

תרשים 18



מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראז'

תרשים 19



גילוי נאות מטעם מיטב ברוקראז' בע"מ (להלן: "החברה"). מסמך זה אינו מהווה תחליף לייעוץ/שיווק השקעות אישי המתחשב בנתונים מסמך זה הוכן על ידי מיטב ברוקראז' בע"מ (להלן: "החברה"). מסמך זה אינו מהווה תחליף לייעוץ/שיווק השקעות אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא. אין לראות במסמך זה הצעה, המלצה או תחליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא לביצוע עסקה כלשהי בניירות ערך או בכל מוצר פיננסי אחר. החברה עוסקת בין השאר בשיווק השקעות ללקוחות כשירים ועשוי להיות לה עניין באמור במסמך זה. האמור במסמך זה נאסף ו/או מתבסס על מידע ממקורות שונים. במידע הכלול במסמך זה עלולות להיות טעויות שינויי שוק ו/או שינויים אחרים. החברה אינה אחראית לכל נזק, אובדן, הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות ישיר ו/או עקיף, שייגרמו למי שמסתמך על האמור במסמך זה, כולו או חלקו, ככל שייגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע הכלול במסמך זה עשוי ליצור רווחים בידי העושה בו שימוש. כל הזכויות, לרבות קניין רוחני, במסמך זה ובתוכנו, שייכות לחברה ואין לעשות בו כל שימוש שהוא, לרבות הפצתו ו/או העתקתו, כולו או חלקו ללא קבלת אישורה מראש ובכתב.

19/10/2025

תאריך פרסום האנליזה