

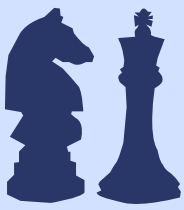
סקירה כלכלית ושווקים פיננסים



כלל ביטוח ופיננסים

הניתוח הכלול במסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, אינו מתיימר להוות ניתוח מלא או להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, אינו מתחשב בנתונים ובצרכים הספציפיים של המשקיע הפוטנציאלי, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות ערך ו/או נכסים אחרים. המידע בפרסום זה עדכני למועד פרסומו לראשונה.

הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשואת דוח זה, ואשר כלל פיננסים מנוחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה.

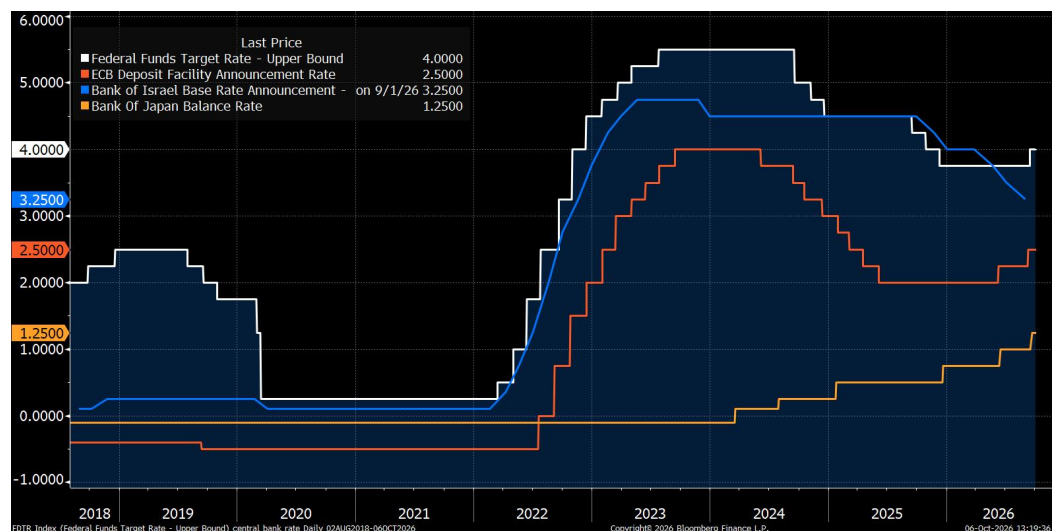


ספטמבר 2026: החודש שבו שוק האג"ח הממשלתי גנב את ההצגה

ספטמבר, החודש החלש מסורתית בוול סטריט, הציג השנה תמונה כפולה. במבט ראשון המדדים הרחבים עמדו איתן: מדד S&P500 ירד בכ-0.5% בלבד וסיים את החודש סביב 7,650 נקודות, במרחק של כאחוז אחד משיא אוגוסט, ואילו הנאסד"ק אף עלה, ורשם במהלך החודש שיא סגירה חדש, על רקע הזינוק במניות הבינה המלאכותית והשבבים. אלא שמתחת לפני השטח התחולל תיקון של ממש: מדד דאו ג'ונס איבד כ-4%, מדד ראסל 2000 של החברות הקטנות צנח ביותר מ-5%, וה S&P500 equal weight של המדד הרחב פיגרה אחרי המדד ב-4.6 נקודות אחוז, אחד משלושת הפערים הגדולים מאז 2003. כשלושה רבעים מהמניות במדד ירדו, ורק קומץ ענקיות הסתיר זאת. את הסיבה לשבירת הסימטריה הזו אפשר למצוא לא בדוחות החברות אלא בשוק האג"ח.

האירוע המרכזי של החודש היה החלטת הפד ב-16 בספטמבר: העלאת ריבית של רבע אחוז לטווח של -3.75% 4.00%, הראשונה מאז יולי 2023, בהצבעה פה אחד. יו"ר הפד, קווין וורש, נמנע מלתת הכוונה צופה פני עתיד, אך הגדיר את הצעד כהסרה של "מנה" מההקלה המונית, ובשוק הבינו שיהיו עוד. אכן, שישה עשר מתוך שמונה עשר חברי הוועדה צופים העלאה נוספת עד סוף השנה, לרמה חציונית של כ-4.1%. ברקע אינפלציית הליבה, הנמדדת במדד ההוצאה לצריכה פרטית, שנעה מעל 3% בכל חודשי השנה, בעוד מחירי האנרגיה ממשיכים לדחוף מעלה. גם באירופה הידק הבנק המרכזי האירופי את המדיניות: ב-10 בספטמבר הועלתה הריבית ל-2.50%, העלאה שנייה השנה, ונשיאת הבנק, כריסטין לגארד, הבהירה כי האינפלציה צפויה להישאר גבוהה זמן רב מהצפוי. תשואת האג"ח הגרמני ל-10 שנים זינקה בעקבות זאת לשיא של יותר מעשור וחצי.

ריביות בנקים מרכזיים נבחרים



מקור - בלומברג

התגובה בשוק האג"ח הייתה דרמטית למדי. תשואת האג"ח האמריקאי ל-10 שנים קפצה בספטמבר בכ-54 נקודות בסיס, לכ-5.3%, העלייה החודשית החדה ביותר מאז ספטמבר 2022, ותשואת ה-30 שנה חצתה את רמת ה-5.6%, מהגבוהות מזה כשני עשורים. תשואת האיגרת לשנתיים עלתה בהיקף דומה, לכ-4.8%, ותשואת מדד האג"ח הקונצרניות בדרגת השקעה טיפסה לכ-6%, שיא של עשור. הסיבות מצטברות: העלאת הריבית והציפייה להמשכה; נתוני כלכלה חזקים, כשמדד מנהלי הרכש המשולב הגיע לרמה הגבוהה ביותר מאז יולי 2021; היצע כבד, שהתבטא במכרז חלש לאג"ח לחמש שנים ובגיוסי חוב קונצרניים בהיקפי שיא; וחשש פיסקלי שמעלה את פרמיית הסיכון על חוב ארוך. הנקודה המעניינת היא שציפיות האינפלציה לטווח הארוך כמעט לא זזו, כלומר עיקר העלייה נבעה מהתשואות הריאליות.

תשואות אג"ח ממשלתיות נבחרות

(בריטניה – אדום, ארה"ב – ירוק, צרפת – סגול, ישראל – כחול, יפן – צהוב)



מקור - בלומברג

השוק אינו רק חושש מאינפלציה, הוא דורש תמורה גבוהה יותר על הלוואה ארוכה לממשלות עמוסות חוב, ובשבועות האחרונים גם מרווחי האשראי התרחבו, כך שהלחץ הגיע לא רק לממשלות אלא גם לחברות, שנדרשות לגייס חוב במחירים גבוהים בהרבה. הריבית על משכנתאות ל-30 שנה עומדת כבר על מעל 7%, ומדד אג"ח הממשלתי האמריקאי איבד בספטמבר כ-2.2%.

זו אינה בעיה אמריקאית בלבד. ביפן תשואת ה-10 שנים הגיעה לכ-3.1%, הגבוהה מאז 1996, אך בצרפת הסיפור הוא סיפור של אמון. תשואת האג"ח הצרפתי ל-10 שנים עלתה בסוף החודש לכ-4.8%-4.7%, הגבוהה ביותר מאז יולי 2008, והמרווח מול האג"ח הגרמני עבר את נקודת האחוז לראשונה מאז שיא משבר החוב האירופי ב-2012. הצרפתים משלמים כעת יותר מאיטליה, שהייתה אחד מסמלי המשבר ההוא. כבר במכרז של 3 בספטמבר נאלץ האוצר הצרפתי להציע 4.23%, הגבוה ביותר מאז 2008. הרקע ידוע: גירעון שצפוי להתרחב ל-5.4% מהתוצר השנה, חוב של כ-117% מהתוצר, פרלמנט מפוצל שמוביל להצבעות אי אמון וממשלות שנופלות, ובחירות לנשיאות בשנה הבאה. ראש הממשלה, סבסטיאן לקורנו, נאבק בגיבוש תקציב 2027, בעוד האנרגיה היקרה והציפיות להעלאות נוספות של הבנק המרכזי האירופי, שהשוק מתמחר בכ-100 נקודות בסיס עד סוף 2027, מחמירות את משוואת המימון. צרפת הפכה לסמל של בעיית החוב הריבוני במערב.

לאן מכאן? ארבעה כוחות יקבעו.

הראשון הוא הפד: דוח התעסוקה החלש, עליו נרחיב בהמשך, צמצם את הסיכוי להעלאה באוקטובר 26, אך הוא משפיע בעיקר על הקצה הקצר של העקום. הקצה הארוך תלוי בפרמיית הסיכון, בהיצע ובנפט, ולכן ייתכן שמגמת ההתללות של העקום תימשך.

השני הוא הפיסקלי: בצרפת יוכרע הרבה בתקציב 2027, וכישלון פוליטי נוסף עלול להרחיב עוד את המרווח; ובארה"ב ובבריטניה השוק מתבונן בכל מכרז.

השלישי הוא האנרגיה, שמושפע באופן הדוק מהזירה הגיאופוליטית במזרח התיכון, אוקראינה ועוד.

הרביעי הוא השקעות העתק של חברות הטכנולוגיה ב AI. ככל ונדרש יותר הון כך נדרשות החברות לגייס יותר הון/חוב, ומחירו מתייקר תוך שהוא מתחרה על התיאבון של המשקיעים לקנות אג"ח. ייתכן ובמצב הנוכחי המשקיעים רואים אטרקטיביות יתרה בחוב של גוגל על פני של ממשלת ארה"ב?

כפי שמראה הגרף לעיל, ישראל בולטת כאנומליה. בזמן שהפד והבנק המרכזי האירופי מעלים ריבית, ובשווקים מתמחרים המשך הידוק, בנק ישראל הפתיע ב-1 בספטמבר והוריד את הריבית ב-0.25% ל-3.25%, בניגוד לקונצנזוס שציפה להותרתה ללא שינוי. האינפלציה בישראל נמוכה, כ-1.5%, בעוד במערב היא מרחפת סביב 3% ומעלה. תשואת האג"ח הממשלתיות של ישראל ל-10 שנים אמנם עלתה בחודשים האחרונים, אך נותרה בסביבות 4.2%-4.1%, כ-1.1%

נקודות אחוז מתחת לתשואה האמריקאית. זהו היפוך של הפרמיה ההיסטורית, שבה ישראל נדרשה לשלם יותר מארה"ב. אפשר לייחס זאת לאינפלציה הנמוכה, לפרמיית סיכון שהצטמצמה לאורך השנה ולביקוש מוסדי מקומי יציב. עוד ייתכן שהבנק המרכזי יתקשה להמשיך לנתק את הריבית המקומית מהמגמה העולמית, שכן שער החליפין והתשואות הארוכות רגישים לפערי הריבית מול העולם. בנק ישראל יתכנס שוב ב-21 באוקטובר. אולם אנומליה כזו אינה מובטחת: אם התשואות העולמיות ימשיכו לטפס, או אם הסיכון הביטחוני יחזור לעלות, הפער עלול להיסגר במהירות.

באשר לאיראן, עדיין אי אפשר לדעת לאן הדברים מתגלגלים, אבל בשוק הנפט יש לאחרונה נסיגה. ברנט ירד לאזור 101-103 דולר לחבית, ובמהלך החודש אף חצה לרגע מתחת ל-100 דולר, כשטהרן רמזה שתפתח מחדש את מצר הורמוז בתוך שבוע. הסיבות לנסיגה מעשיות יותר מדיפלומטיות. בתחילת אוקטובר הסכימו מדינות ה-O7 על שחרור מתואם של 100 מיליון חביות ממלאי החירום במשך ארבעה חודשים, עם דגש על סולר ב-20 הימים הראשונים. יצוא הנפט מהמפרץ חזר לרמות שלפני המלחמה בארבעה מתוך שבעת הימים בשבוע האחרון של ספטמבר, ותנועת הנפט הגולמי במצר הגיעה לכ-13.5 מיליון חביות ליום. חברת ארמקו הגדילה את ההנחה לקונים באסיה ל-5 דולר, סימן לתחרות על נתח שוק. מנגד, ההקלה שברירית: איראן מודיעה שהמצר יישאר סגור עד שארצות הברית תקבל שבעה תנאים, טראמפ דחה אותם והבהיר שהחלטה קרובה, ושלוש מכליות הותקפו בסוף השבוע. המחיר עדיין גבוה בכ-40% מהרמה של כ-73 דולר שקדמה למלחמה. הסכם יוריד אותו במהירות; הסלמה תחזיר אותו מעלה. בינתיים שוק הנפט מתמחר את שני התרחישים.

דוח התעסוקה האמריקאי לספטמבר, שפורסם ב-2 באוקטובר, הוסיף מורכבות לתמונה. נוספו רק 29 אלף משרות, לעומת צפי של כ-85-90 אלף, ובנוסף תוקנו מטה ב-60 אלף נתוני יולי ואוגוסט. שיעור האבטלה עלה ל-4.2%, אך בפועל מדובר בעלייה זעירה, מ-4.14% ל-4.18%, ובעיקר משום שאחוז ההשתתפות בכוח העבודה עלה ל-61.8%. השכר השעתי עלה רק 0.1% בחודש וב-3.0% בשנה, הקצב האיטי ביותר מאז 2021 ומתחת לאינפלציה כבר שישה חודשים רצופים. ענף הבריאות, שהיה מנוע הגידול, הוסיף כמחצית מהממוצע השנתי שלו, והממשלה קיצצה משרות. תגובת השוק הייתה מיידית: ההסתברות המגולמת להעלאת ריבית באוקטובר צנחה לכ-14%, מכ-70% בתחילת השבוע, והמניות עלו. המשמעות למדיניות הריבית היא שהפד נקלע לפינה: אינפלציית ליבה של 3%, מדד מחירים במגזר הייצור שזינק, ומנגד שוק עבודה שמאבד מומנטום. סביר שבישיבה שבסוף אוקטובר ישאיר וורש את הריבית ללא שינוי, אך ללא הכוונה צופה פני עתיד, כל נתון אינפלציה חם או זינוק נוסף בנפט יחזירו את ההעלאה לשולחן.

בסיכומי של דבר, ספטמבר הותיר את המשקיעים עם שלוש שאלות פתוחות. האם הפד יעלה שוב ריבית או שיעצור בגלל שוק העבודה? האם צרפת תצליח להעביר תקציב מבלי להצית משבר אמון? והאם החלטתו של טראמפ באשר לאיראן תפתח את מצר הורמוז או תסגור אותו לחודשים נוספים? בכל אחת מהן התשובה תתורגם קודם כול לתשואות, ומשם לשערי המניות, למשכנתאות ולתשואות שיקבלו החוסכים. גם בישראל, שבה השוק המקומי נהנה מבידוד יחסי, קשה להאמין שהפער מול העולם יישמר לאורך זמן ללא תנאים. עד שנדע, סביר שהמדד הרחב ימשיך להיתמך בקומץ ענקיות הטכנולוגיה, בעוד שוק האג"ח ימשיך להכתיב את הקצב.

נאחל ימים שקטים ככל האפשר. שמרו על עצמם ותעשו טוב!

אמיר ארגמן

אסטרטג השקעות ראשי