

רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות

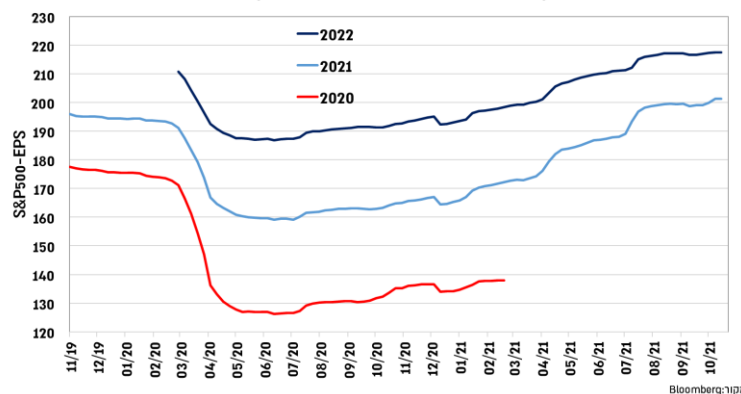
סקירת מאקרו

- ◆ ההתפתחויות האחרונות בשוק האג"ח משקפות את נטישת הערכת האינפלציה הזמנית ואיתות לבנקים המרכזיים כי עליהם לסגת כבר בתקופה הקרובה מהמדיניות המרחיבה מאוד, גם אם הדבר יוביל להתמתנות בקצב הצמיחה.
- ◆ מעבר להכרזה הצפויה על התנעת תהליך צמצום הרכישות, ה-FED יאלץ להשמיע קו ניצי יותר נוכח העלייה בציפיות, ובמוקדם (החלטה בדצמבר) או במאוחר (ינואר) הוא יאלץ להאיץ את קצב צמצום הרכישות.
- ◆ התמונה המסתמנת מבחינת גורם הנזילות היא של המשך עלייה בחודשים הקרובים, כלומר המשך תמיכה לנכסי הסיכון, אך מיצוי השפעה במהלך הרבעון השני, תרחיש שיאתגר את התמחור בהם.
- ◆ ככל שה-FED ישדר טון ניצי יותר הלחץ על בנק ישראל יפחת-תמהיל האינפלציה בישראל מתחילת השנה מאופיין ברובו באינפלציה מיובאת, כך שבמידה וה-FED ינקוט בהמשך צעדים שיובילו לצינון הביקושים ולירידה במחירי הסחורות, הם יתורגמו לירידה בציפיות לאינפלציה בישראל ויקנו לבנק ישראל מרחב תמרון גדול יותר.
- ◆ השפעות צעדי האוצר- עליית מחירים חד פעמית בטווח הקצר, אך תרומה נוספת להתמתנות האינפלציה בטווח הבינוני, מה שמחזק את ההערכה ששוק האג"ח מתמחר פרמיית סיכון אינפלציונית גבוהה מדיי בטווח הבינוני-ארוך ונמצא בפיגור לתהליך ההשתטחות בעולם.

שוק האג"ח נוטש את הערכת האינפלציה הזמנית ומקרב את מועד השינוי בריבית

המדדים המובילים בארה"ב ובאירופה המשיכו בשבוע האחרון את המגמה החיובית שנרשמה לאורך אוקטובר, וזאת למרות היחלשות המומנטום בפעילות והתגברות הציפיות להעלאת ריבית. כמו כן, לאחר שכ-60% מחברות ה-S&P500 דיווחו על תוצאות הרבעון השלישי, נרשמה תגובה מינורית יחסית של הערכת הרווחיות ל-2021 כולה, וזאת בניגוד לעדכוני הרווחיות כלפי מעלה לאחר הדוחות למחצית הראשונה של השנה.

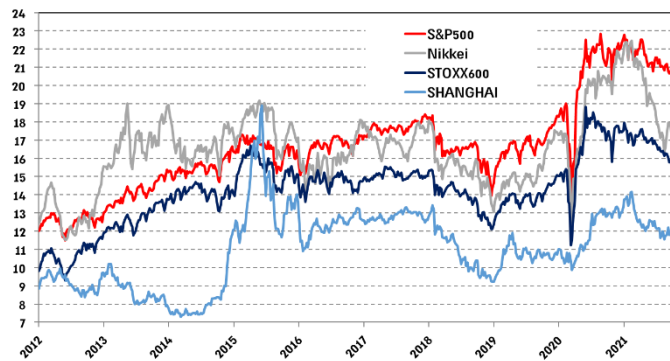
בניגוד למחצית הראשונה, עונת הדוחות הנוכחית לא הובילה לעדכון משמעותי בתחזיות הרווח (התפתחות תחזית הרווח למניה ב-S&P500)



הציפיות בשוק ל-2022 הן לגידול של כ-8% ברווחיות, הערכה שעשויה להתברר כמעט אופטימית בהתחשב התחשב בהיחלשות במומנטום הצמיחה, בצעדי מדיניות שצפויים לספק תמיכה פוחתת ביחס לשנה החולפת ובשחיקת המרווחים

המלווה לרוב את העלייה בשכר ובסביבת האינפלציה. כמו כן, אמנם התוכנית הפיסקאלית של ממשל ביידן קוצצה באופן ניכר ביחס לתוכנית המקורית, אך תיתכן השפעת מיסוי מסויימת בעיקר לזו של מס המינימום בשיעור של 15% על חברות גלובליות גדולות. לפיכך, בהתחשב בכך שהצפי לעלייה בסביבת הריביות צפוי להיות מלווה בלחץ להמשך ירידה בסביבת המכפילים הגבוהה, הרי שפוטנציאל העליות במדדי המניות המובילים בארה"ב נראה מוגבל יחסית מהרמה הנוכחית לכדי שיעור חד ספרתי מתון. התמחור במדדי המניות המובילים באסיה ובאירופה ממשיך להיראות נוח יותר.

התרחבות המכפילים נבלמה, אך הם נותרו גבוהים בארה"ב
(המכפיל הצפוי בשנה הקרובה)



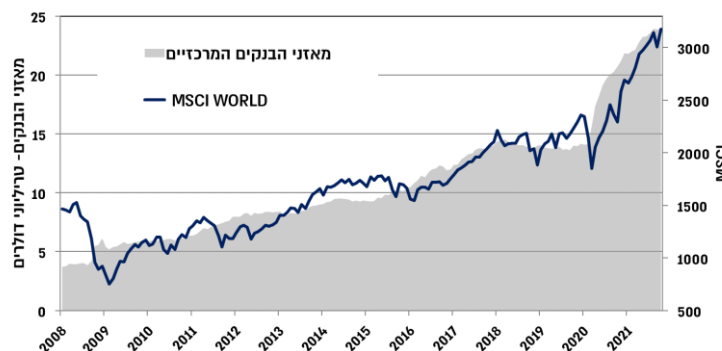
מקור: Bloomberg

השינוי בזילות- גורם מפתח לשוק המניות

מכלול הגורמים שתוארו מחדד את השפעתו המכרעת של גורם הזילות על התמחור בשווקים, הנובעת מרכישות האג"ח מצד הבנקים המרכזיים המובילים שצפויה להימשך בחודשים הקרובים, ולספק תמיכה לשוקי המניות כל עוד נמשכת הרחבת המאזנים. באופן דומה, נגזרת החשיבות של התפוגגות גורם זה, הצפויה להתרחש במהלך הרבעון השני של 2022, עם התקדמות תוכניות צמצום הרכישות.

מאזני הבנקים המרכזיים ממשיכים להיות גורם מרכזי בהשפעתו על שוק המניות

(מאזני הבנקים בארה"ב, גוש הירווייפן מול מדד MSCI WORLD)

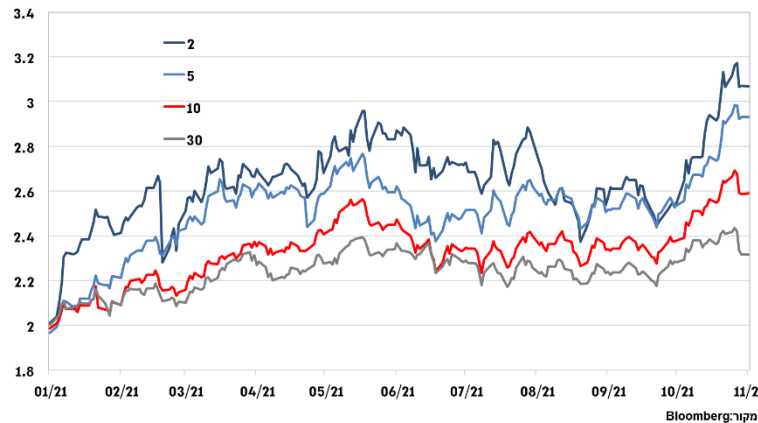


מקור: Bloomberg

בהיבט זה, הבנק המרכזי האירופאי לא שינה אמנם את מדיניותו בהחלטת הריבית בשבוע הקודם, אך נשיאת הבנק לגאדד אותה על צפי לסיום תוכנית הרכישות שהושקה לאחר פרוץ המשבר (PEPP) בסוף הרבעון הראשון של 2022 (אם כי התוכנית הקודמת APP עדיין בתוקף). כמו כן, ביום רביעי הקרוב צפוי הבנק המרכזי האמריקאי להתניע את תוכנית צמצום הרכישות. עליית המדרגה במחירי האנרגיה בעולם במקביל לתמהיל האינפלציה לחודש ספטמבר בארה"ב שהצביע על

האצה בסעיף הדיור, ערערו על הערכת האינפלציה הזמנית והובילו לעלייה חדה בציפיות לאינפלציה בארה"ב במהלך השבועות האחרונים. מעבר להכרזה הצפויה על התנתעת תהליך צמצום הרכישות, ה-FED יאלץ להשמיע קו ניצי יותר נוכח העלייה בציפיות, שכן היא אינה נותרה רק בטוחים הקצרים אלא זלגה לאורך העקום עם ציפיות הקרובות ל-3% בטווח ל-5 שנים.

עליית מדרגה בציפיות לאינפלציה בארה"ב
(הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק האג"ח בארה"ב)

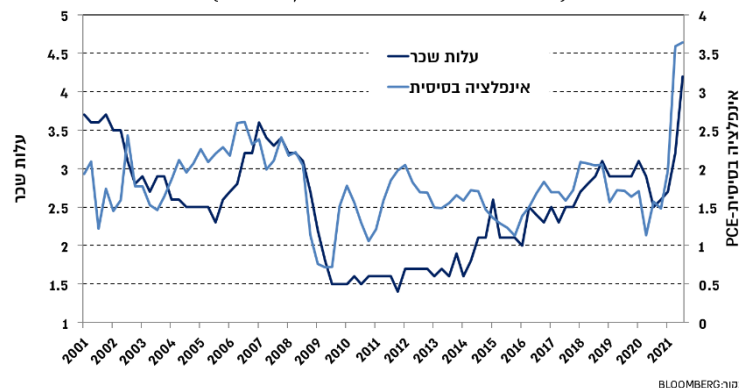


בתמונת המצב הנוכחית ברור שרכישות האג"ח מיותרות לחלוטין. עצם הרעיון שה-FED ימשיך בתוכנית הרכישות במצב הנוכחי בו התנאים הפיננסיים נוחים במיוחד והציפיות לאינפלציה עלולות במהירות לרמות גבוהות, לא צפויה להיארך זמן רב שכן מדיניות ה-FED נשענת על ציפיות מעוגנות והעלייה האחרונה בהן קוראת תיגר על יעד האינפלציה של ה-FED. לכן, המסר ששוק האג"ח משדר ל-FED הוא שבמוקדם (דצמבר) או במאוחר (ינואר) ה-FED יאלץ להאיץ את קצב צמצום הרכישות.

חיזוק נוסף לכך התקבל מנתוני עלות השכר לרבעון השלישי של השנה. חוסר ההתאמה בין הביקוש להיצע העובדים שתפס תאוצה מתחילת השנה בא לידי ביטוי בהתגברות לחצי השכר שאף עלו מדרגה ברבעון האחרון, עם עלייה של 1.5%, וקצב שנתי מעל ל-4%. התפתחות זו במקביל ללחצים מצד מחירי הסחורות והבעיות בשרשרת האספקה עשויים להוביל לקצב אינפלציה גבוה למשך תקופה ארוכה יותר. מכיוון שנקודת המוצא היא אינפלציה גבוהה משמעותי מהיעד, במקביל לעלייה בציפיות לאינפלציה, מרווח הביטחון של ה-FED נשחק והוא יאלץ לצמצם את עוצמת המדיניות המרחיבה בקצב מהיר מהצפוי עד כה.

ההאצה בעלות השכר בארה"ב מהווה גורם נוסף שמערער על הערכת האינפלציה הזמנית

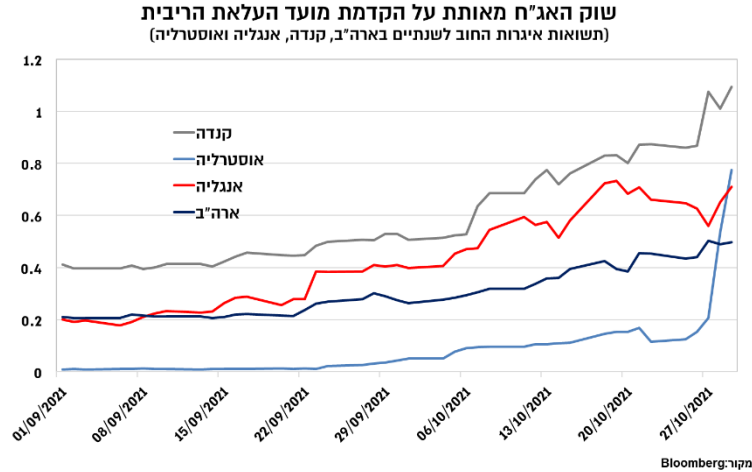
(מדד עלות השכר והאינפלציה הבסיסית, ש"ש שנתי)



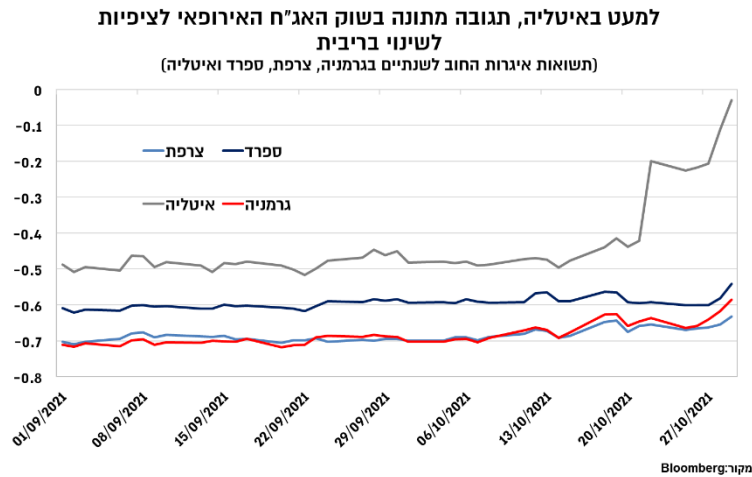
מגמת עלייה בריביות הקצרות למעט באירופה

באופן רחב יותר ההתפתחויות האחרונות בשוק האג"ח משקפות את נטישת הערכת האינפלציה הזמנית ואיתות לבנקים המרכזיים כי עליהם לסגת כבר בתקופה הקרובה מהמדיניות המרחיבה מאוד, גם אם הדבר יוביל להתמתנות בקצב ללקוחות כשירים בלבד

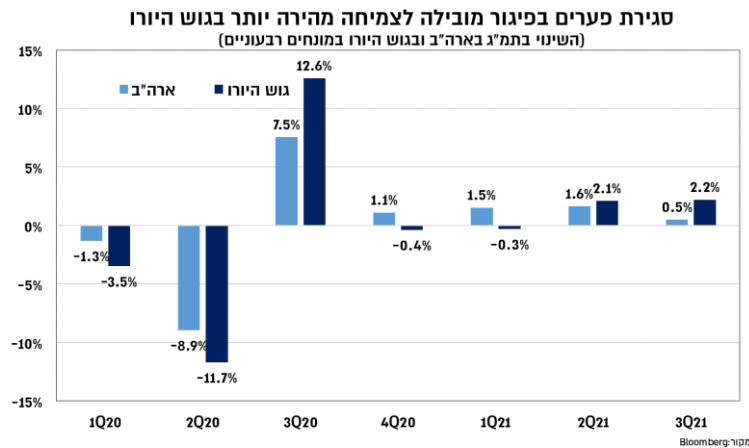
הצמיחה. עד כה הערכה זו באה לידי ביטוי בהשתטחות מהירה של העקומים, תוך עלייה בתשואות לטווח קצר וירידה בתשואות הארוכות. מגמה זו צפויה להימשך (גם אם לפרקים תלווה בתנודתיות סביב מסרים שייתפסו כפחות ניציים מצד ה-FED) והיא צפויה להיות מלווה בהדרגה בעלייה בסביבת הריביות הריאליות שמוסיפות לנוע סביב רמות שפל, וניראה כי הן מושפעות עדיין יותר מהאינפלציה הנוכחית הגבוהה מאשר בגורמים שצפויים למתן אותה במהלך השנה הקרובה.



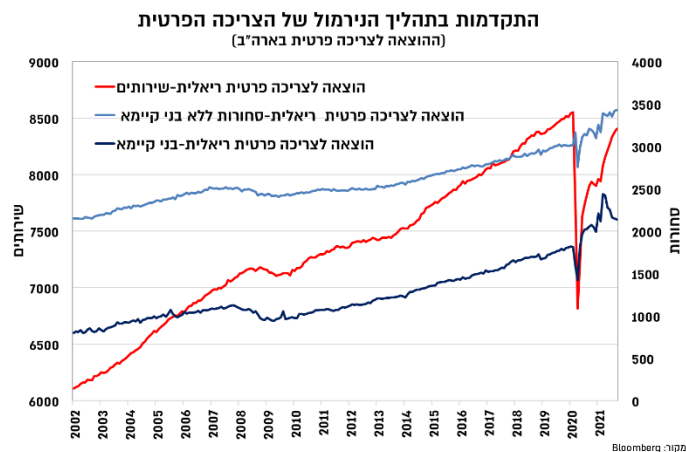
התגובה בשוק איגרות החוב אירופאי מתונה יחסית לזו שנצפתה במרבית המדינות המפותחות, עם עלייה קלה (למעט באיטליה) באיגרות החוב לשנתיים שברובם ממשיכים לנוע בטריטוריה שלילית עמוקה. במסיבת העיתונאים לגארד נשמעה נחושה יחסית בכל הנוגע להערכת האינפלציה הזמנית. למרות שהאינפלציה גבוהה וממושכת מהצפוי ההערכה המרכזית של הבנק היא עדיין התמתנות במהלך 2022, תוך ציפיה להתמתנות עלייה במחירי האנרגיה והמוצרים שהושפעו מפתיחת המשק ומבעיות בשרשרת האספקה. בשבוע האחרון קיבלה הערכה זו חיזוק מצד מחירי האנרגיה באירופה, עם צניחה של כ-25% במחירי הגז, וזאת מתוך ציפיה לחידוש הזרמת הגז מרוסיה בשבוע הבא, מזג אוויר נוח יחסית עד כה וצעדים שננקטו בסין להורדת מחירי הפחם.



בנוסף, לגארד ציינה כי צמיחת הגוש הייתה אמנם מהירה ברבעון השלישי, אך המומנטום נחלש בעיקר בהשפעת העלייה במחירי האנרגיה. בהתחשב בפער התוצר הגבוה יחסית בגוש היורו ביחס למגמת טרום המשבר, ולהרחבה הפיסקאלית הצפויה בשנה הבאה במקביל למדיניות מוניטארית שצפויה להישאר נוחה יחסית, צפוי גוש היורו לחזור ולסגור פערים במהלך 2022 ולהתאפיין בקצבי צמיחה מהירים יחסית. דוגמה לכך נצפתה בשני הרבעונים האחרונים, שבהם הצמיחה בגוש היורו הייתה מעל ל-2% (כ-9% במונחים שנתיים), וזאת לעומת צמיחה מתונה יותר בארה"ב.



הצמיחה ברבעון השלישי בארה"ב הייתה נמוכה מהצפי, והסתכמה בכ-2% במונחים שנתיים, ושיקפה את המשך תהליך הנירמול בצריכה הפרטית (עלייה בשירותים לעומת התמתנות בסחורות, בפרט בני קיימא) במקביל להשפעות ממתנות של העלייה באינפלציה ומגבלות של צד ההיצע (בעיקר כלי רכב ובנייה למגורים).



ככל שה-FED ישר טון ניצי יותר הלחץ על בנק ישראל יפחת

לאופן ההתנהגות של ה-FED תהיה השפעה רבה על המדיניות המוניטארית בעולם, שכן מעבר לתמסורת הישירה בשוקי האג"ח, הרי ככל שה-FED ינקוט צעדים לצמצום המדיניות המרחיבה ו/או לריסון מוניטארי הדבר יקרין על ציפיות האינפלציה בין אם דרך התנאים הפיננסים ואפקט העושר ובין אם באמצעות השפעה ממתנת על מחירי הסחורות.

הערכה זו רלוונטית במיוחד לישראל שכן תמהיל האינפלציה בישראל מתחילת השנה מאופיין ברובו באינפלציה מיובאת, כך שבמידה וה-FED ינקוט צעדים שיובילו לצינון הביקושים ולירידה במחירי הסחורות, הם יתורגמו לירידה בציפיות לאינפלציה בישראל ויקנו לבנק ישראל מרחב תמרון גדול יותר. הלחץ על בנק ישראל לפעולה בשלב זה אינו גבוה, אך במידה ובאמצע 2022 סביבת האינפלציה (בפועל והציפיות) תנוע סביב אמצע היעד ואולי אף פחות מכך, כלומר סביב 1.5%-2%, סביר שבנק ישראל ישאף להוביל בשלב ראשון את הריבית הריאלית לסביבה פחות שלילית. אם אכן האינפלציה תתברר כזמנית, עיקר העלייה בריבית הריאלית תגיע מירידה בסביבת האינפלציה, אחרת העלייה בריבית הריאלית תנוע על ידי העלאת ריבית בנק ישראל, אך באופן מתון על רקע פוטנציאל התגברות הלחצים להתחזקות השקל.

במידה ובנק ישראל יצטרף לגל העלאות הריבית בשנה הבאה, הוא יתקשה כמובן להשפיע על האינפלציה בטווח הקצר הן מבחינת התלות בגורמים הגלובליים (ואופן ההתפתחות בשרשרת האספקה ומדיניות ה-FED) והן מבחינת הפיגור

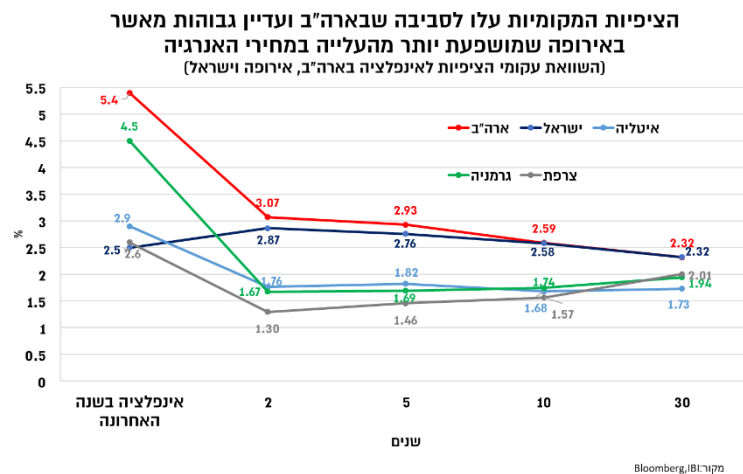
בתמסורת המוניטארית (למעט השפעה מהירה יחסית על שער החליפין). עם זאת, הוא ישפיע על האינפלציה תוך מספר רבעונים, בין היתר, גם באמצעות השפעה על שוק הנדל"ן ותשלומי המשכנתא הצמודים לריבית הפריים.

השפעות צעדי האוצר - עליות מחירים חד פעמיות בטווח הקצר ותרוצה להתמתנות האינפלציה בטווח הבינוני

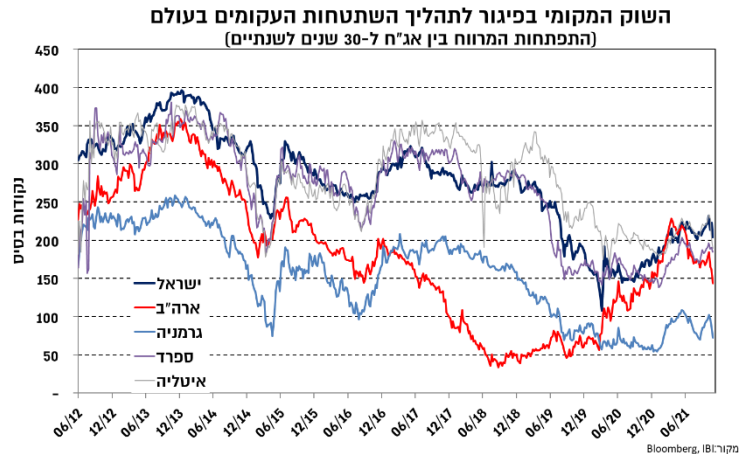
השפעות המיסוי הנגזרות מהתקציב ותוכנית הדיור של הממשלה אינן מפתיעות ברובן, והן בעלות השפעה חד פעמית על מדד המחירים בחודשים הקרובים. צעדים אלה כוללים העלאת מיסוי על משקאות מתוקים וכלים חד פעמיים (צפויה השפעה זניחה יחסית על האינפלציה) והעלאת מס רכוש (השפעה של כ-0.1% על המדד הכללי, ככל הנראה נובמבר, שיתעדכן כלפי מעלה ל-0.1%). צעד מפתיע שננקט בתוכנית הדיור הוא מגבלה על השכרת דירות למטרות נופש באיזור המרכז, שבמידה ואכן תיושם תוביל להתמתנות קצב עליית שכר הדירה במהלך 2022. להערכת האוצר, מספר הדירות הרלוונטיות נע סביב 13 אלף, מתוכן כ-9000 בתל אביב, ואין ספק כי במידה וחלק משמעותי מדירות אלו יתווספו לשוק השכירות תהיה לכך השפעה ממתנת על סעיף הדיור במדד במהלך 2022 ואילך.

ובנוסף, המשך מגמת התחזקות השקל, רפורמות היבוא, וכמובן פוטנציאל לתגובה מצד בנק ישראל (במידה והאינפלציה תנוע סביב אמצע היעד במהלך המחצית השנייה של 2022), כל אלה מחזקים את ההערכה כי תמחור האינפלציה לטווח הבינוני גבוה מדי ומשקף פרמיית סיכון אינפלציונית חריגה.

תמיכה לכך ממשיכה להתקבל גם מסביבת האינפלציה בגוש היורו שנעה סביב הרמות בישראל (אינפלציות ליבה של כ-2%, שכן המדד הכללי בגוש היורו גבוה במידה ניכרת, 3.4%) במהלך השבוע האחרון, נרשמה ירידה בציפיות לאינפלציה בתמיכת הירידה במחירי האנרגיה והן נעות סביב 1.7%-1.8% באיטליה ובגרמניה שרגישות יותר למחירי הגז ובצרפת שרגישה פחות הן נעות סביב 1.5%. אמנם הסיכון לאינפלציות שכר בגוש היורו נמוך יותר מאשר בישראל, אך סביבת האינפלציה בפרט לטווח הבינוני על רקע הרפורמות והתפוגגות השפעות קצרות הטווח, נוטה בביור יותר לצד האירופאי מאשר לאמריקאי.



בנוסף, ואופן עקבי עם הערכה זו, גם התלילות בשוק איגרות החוב המקומי ממשיכה להיות גבוהה מדי, ולהערכתנו השוק המקומי בפיגור וצפוי לסגור פערים ביחס למגמה העולמית. השוק האמריקאי מתמחר אמנם קצב העלאות ריבית מהיר יותר, אך משלב זאת עם השתטחות העקום, כך שהתשואות ל-30 שנה נעות סביב 1.95%, נמוך בכ-50 נ"ב מרמתן הגבוהה השנה. באופן דומה, התלילות 2-30 בארה"ב נמוכה בכ-80 נ"ב ביחס לרבעון השני של השנה שבו נרשם שיא מקומי בתשואות ובתלילות. במהלך השבוע האחרון, החלה התאמה מסוימת של השוק המקומי, אך הוא עדיין בפיגור ניכר למגמה העולמית.



גילוי

לכותבי המאמר ולחברת שרותי בורסה והשקעות בישראל- אי.בי.אי בע"מ ("שירותי בורסה") אין רישיון שיווק השקעות והם אינם מבוטחים בביטוח הנדרש מבעלי רישיון בהתאם לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. בעת פרסום המאמר שירותי בורסה וכותבי המאמר הינם בעלי עניין אישי בנושאי הנובע מאחזקותיהם בניירות הערך הנזכרים בסקירה או מקיומם של קשרים עסקיים עם החברות המוזכרות. יובהר, כי אין באמור בסקירה כדי להוות תחליף לשיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

מסמך זה הינו עבודת מחקר שהוכנה על ידי מחלקת המחקר של שרותי בורסה והשקעות בישראל – אי.בי.אי. – בע"מ ("החברה") והוא מובא כשרות מקצועי ללקוחות המסווגים ככשירים בלבד כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. המסמך מבוסס על מידע שדווח לציבור על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מדויקים או בלתי מעודכנים. מסמך זה הינו חומר תומך החלטה בלבד ואין לראות במידע במסמך זה כעובדתי או כמידע שלם וממצה של כל ההיבטים הכרוכים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים הנזכרים בו ולכן אין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן.

מסמך זה הינו למטרות אינפורמטיביות בלבד, ואין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הצעה או שידול או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם או לקוח.

קבוצת אי.בי.אי., עובדיה וחברי הדירקטוריון בתאגידי הקבוצה לא יהיו אחראים לכל נזק, ישיר או עקיף, שיגרם, אם יגרם, לצד כלשהו, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. תאגידי הנמנים על קבוצת אי.בי.אי. ו/או בעלי השליטה בה עשויים להחזיק ולסחור עבור עצמם ו/או עבור לקוחות הקבוצה בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המסוקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והם עשויים לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים.

קבוצת אי.בי.אי. מעניקה מגוון שירותים בתחום ההשקעות, לרבות ייעוץ ו/או הפצה ו/או חיתום הנפקות וכן עשיית שוק, ועל כן עשויה להעניק שירותים אלה או אחרים לחברות הנסקרות או לקבוצת החברות הנסקרות, וכן עשויה לקבל תגמול מהותי בגין שירותים כאמור.

מסמך זה הינו רכושה של החברה ואין להעתיק, לשכפל, לצטט, להפיץ או לפרסם בכל אופן מסמך זה או חלקים ממנו ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, של החברה. ככל שהתכנים במסמך זה מיועדים להפצה בכלי התקשורת, באופן מלא או חלקי, יודגש כי על כלי התקשורת המפרסם לציין בפני קוראיו כי "בעת פרסום המסמך, כותב המסמך אינו בעל עניין אישי בנושאיו, כמו כן, אין במסמך זה כדי להוות תחליף לשיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם".