

שינוי מגמה בשווקים תלוי בירידה בסביבת האינפלציה, ולשם כך נדרשת עדיין

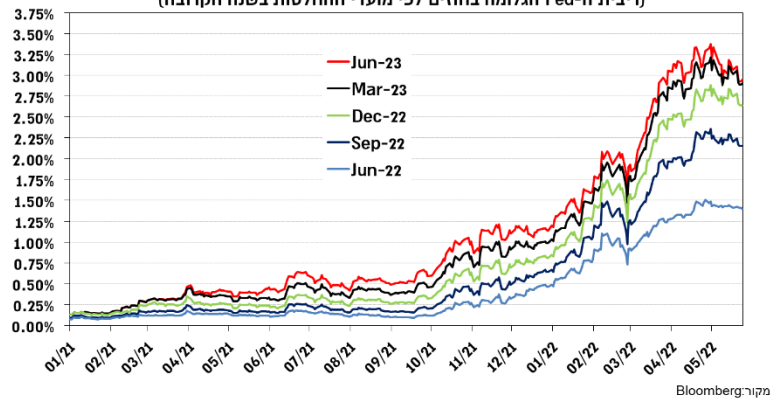
הקשחה ולא שיפור בתנאים הפיננסים

רפי גוזלן, כלכלן ראשי, סקירת מאקרו

- ◆ ההתאוששות שנרשמה בשווקים בשבוע האחרון היא חלק בלתי נפרד מהתנודתיות שמאפיינת את השווקים מתחילת השנה כתוצאה מהמעבר לצמצום מוניטארי, אך לא מלמדת להערכתנו על שינוי מגמה, בפרט כאשר הצמצום המוניטארי צפוי להתגבר עם תחילת הצמצום במאזן הפד.
- ◆ מפנה לכדי מגמה חיובית בשווקים צפוי להגיע להערכתנו רק עם ירידת מדרגה משמעותית וממושכת בסביבת האינפלציה. העלייה במחירי האנרגיה והסחורות החקלאיות ממשיכים לפעול כגורם מעכב לירידה בקצב אינפלציה, כך שנדרשת תרומה גבוהה יותר לירידה באינפלציה משאר ערוצי התמסורת של המדיניות המוניטארית, ובראשם הקשחת תנאים הפיננסים והתמתנות בפעילות הריאלית.
- ◆ על רקע המשך העלייה במחירי האנרגיה והפיחות בשקל, וצפי לתרומה גבוהה יותר מסעיף הדיור, תחזית האינפלציה לשנה הקרובה מתעדכנת כלפי מעלה מ-2.5% ל-2.8%. העלייה הצפויה באינפלציה (במונחי 12 חודשים אחרונים) בחודשים הקרובים תקשה על בנק ישראל למתן את מינון ההעלאות חזרה ל-25 נ"ב, ולכן סביר לצפות להעלאה של 50 נ"ב לפחות באחת מהחלטות הבאות.
- ◆ בנק ישראל מאותת על חסר נוחות עם סביבת האינפלציה והריבית, ומכוון למעשה לסביבת ריבית ריאלית גבוהה משמעותית מאשר זו הנוכחית. מדיניות זו צפויה להוביל להמשך עליית תשואות בעקום הצמוד ולהמשך השתטחות של עקומי התשואות.

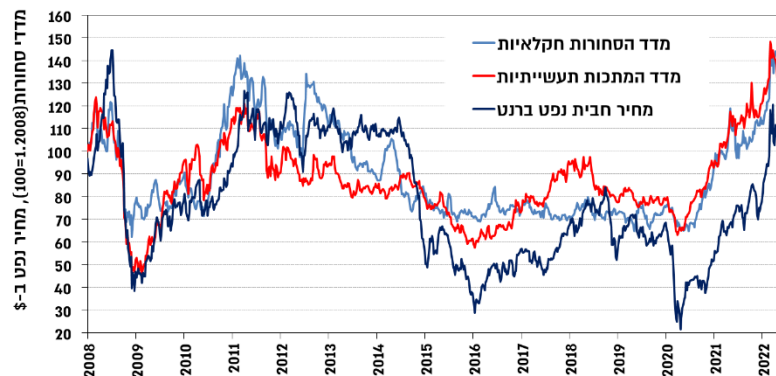
המגמה השלילית בשווקים נבלמה בשבוע האחרון עם עליות חדות במדדי המניות בארה"ב, ירידה במרווחי האשראי והיחלשות של הדולר בעולם, וזאת על רקע התמתנות בציפיות להעלאת הריבית. החשש מפני פגיעה חריפה בצמיחה בחלקים המתקדמים של השנה החל לקבל משקל גבוה יותר מאשר החשש מאינפלציה והדבר בא לידי ביטוי בירידה בציפיות להעלאת הריבית בארה"ב, במקביל לירידה בציפיות לאינפלציה. אמנם הציפיות לשתי העלאות ריבית של 50 נ"ב בהחלטות ביוני וביוולי נותרו כמעט ללא שינוי, אך בציפיות לשנה הקרובה נרשמה התמתנות משמעותית בשיעור של כ-50 נ"ב, כך שהשוק עבר לתמחר את מיצוי העלאות הריבית ברמה של 3%-2.75% לעומת 3.25%-3.5% בתחילת מאי.

הציפיות להעלאת ריבית מהירה בחודשים הקרובים נותרו ללא שינוי, לעומת התמתנות של כ-50 נ"ב בריבית לשנה הקרובה
(ריבית ה-Fed הגלומה בחוזים לפי מועדי ההחלטות בשנה הקרובה)

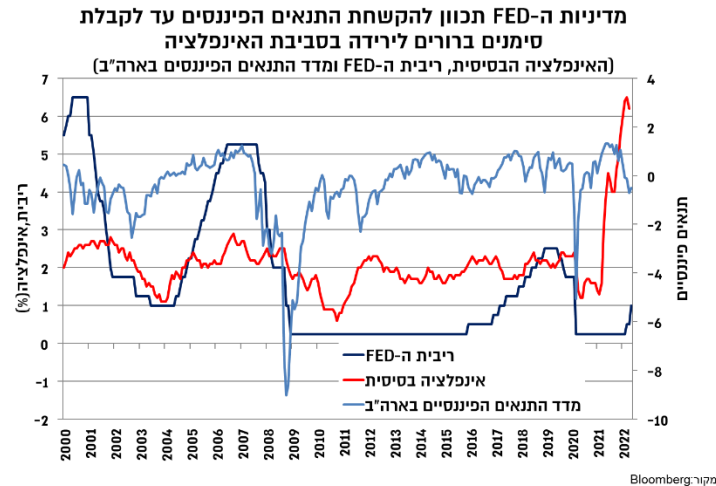


ביטוי נוסף לציפיות להאטה בקצב הצמיחה התקבל גם משוקי הסחורות, אם כי באופן חלקי. מחירי המתכות, שרגישים לצמיחה העולמית ובפרט לסין, ירדו בשיעור חד לאחרונה ואילו מחירי האנרגיה והסחורות החקלאיות, שרגישים יותר להרעה במצב הגיאוגרפי בשל המלחמה בין רוסיה לאוקראינה, ממשיכים לנוע ברמות גבוהות. חששות מפני פגיעה בצמיחה לוו בעבר בירידה רוחבית של מחירי הסחורות, אך מכיוון שהחשש מפני שיבושי היצע דומיננטי יותר, גורם זה לא רק שאינו תומך בירידה באינפלציה אלא מושך לעלייה באינפלציה. לפיכך, נדרשת תרומה גבוהה יותר לירידה באינפלציה משאר ערוצי התמסורת של המדיניות המוניטארית, ובראשם התנאים הפיננסיים והפעילות הריאלית.

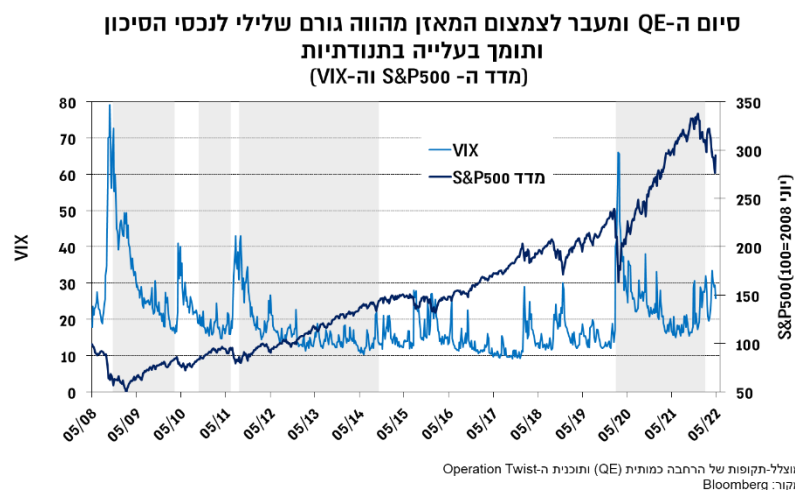
ירידה במתכות לעומת רמות גבוהות באנרגיה ובחקלאיות
(מדדי מחירי הסחורות החקלאיות, המתכות התעשייתיות והנפט)



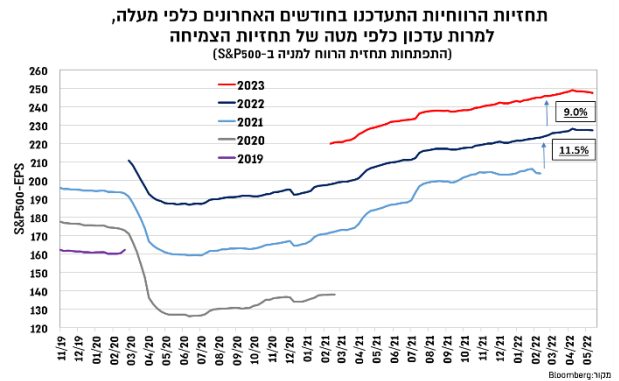
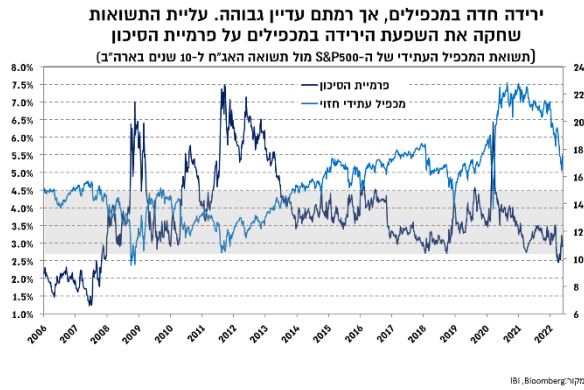
פרוטוקול הריבית בארה"ב המשיך לשקף את הקו הניצי של הפד וכלל הערכות להמשך העלאות של 50 נ"ב בהחלטות הקרובות. אמנם אחד מחברי הפד (בוסטיק) אותת השבוע על אפשרות לעצירה בספטמבר לבחינת השפעות הצמצום המוניטארי, אך מעבר לכך שמדובר בקול בודד עד כה, ההתבטאויות האחרונות של פאוול היו ניציות באופן ניכר עם הקטנת החשיבות של גורם העלייה באינפלציה (היצע/ביקוש), ונחישות להורדת האינפלציה חזרה לסביבה של 2%. כמו כן, בכדי שהפד יבצע עצירה תידרש מובהקות גבוהה בכך שהאינפלציה בדרך לירידה מדרגה משמעותית, ולשם כך תידרש הרעה משמעותית יותר בתנאים הפיננסיים, ובוודאי שלא הקלה בהם באופן שנרשם בשבוע החולף, במקביל לתחילת הידרדרות בשוק העבודה.



לפיכך, ההתאוששות שנרשמה בשווקים בשבוע האחרון היא חלק בלתי נפרד מהתנודתיות והעצבנות שמאפיינת את השווקים מתחילת השנה, על רקע המפנה המהיר במדיניות המניטארית, אך לא מלמדת להערכתנו על שינוי מגמה בשווקים. מפנה שכזה צפוי להגיע להערכתנו רק עם ירידת מדרגה משמעותית וממושכת בסביבת האינפלציה, ולשם כך נדרשת בעת זו המשך הרעה בתנאים הפיננסיים ועלייה בסביבת הריבית הריאלית, כך ששיפור בהם באופן שנרשם בשבוע החולף ייתקל שוב במדיניות המרסנת של הפד, והחל מהשבוע הקרוב תגבל חיזוק גם מהתנעת צמצום המאזן. אמנם התנעת התהליך לווה בהכנה ממושכת מצד הפד, אך בסופו של דבר כשם שהרחבת המאזן תמכה לאורך זמן באינפלציות הנכסים, הרי שההשפעה המצטברת של צמצום המאזן תהווה גורם שמפעיל לחץ שלילי על נכסי הסיכון תוך עלייה בסטיות התקן.

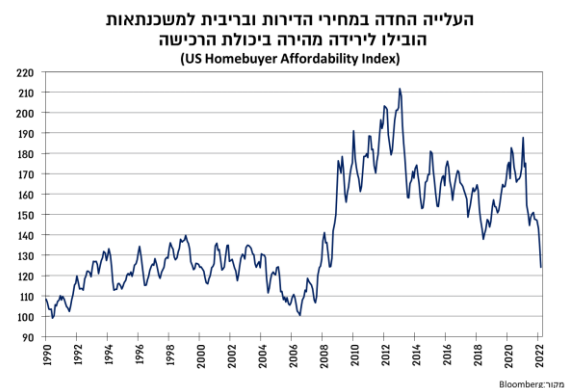
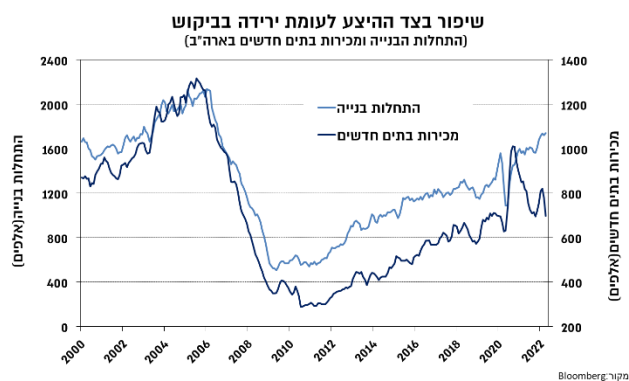


מרכיב נוסף שחסר בכדי לעבור למפנה ממושך לחיוב בשווקים הוא התמחור. הירידה החדה במדדי המניות המובילים בחודשים האחרונים שיקפה התכווצות מכפילים מהירה, אך פרמיית הסיכון עלתה בשיעור מתון בלבד, והיא נעה כיום ברמות נמוכות, שכן עליית התשואות החדה שחקה את השפעת הירידה במכפילים. כמו כן, אמנם העלייה בתחזיות הרווח התמתנה לאחרונה, אך זאת לעומת הפחתה ממושכת של תחזיות הצמיחה הגלובליות לאורך המחצית הראשונה של השנה, כך שהסיכוי לעדכון כלפי מטה של תחזיות הרווח בהמשך השנה גבוה למדי.

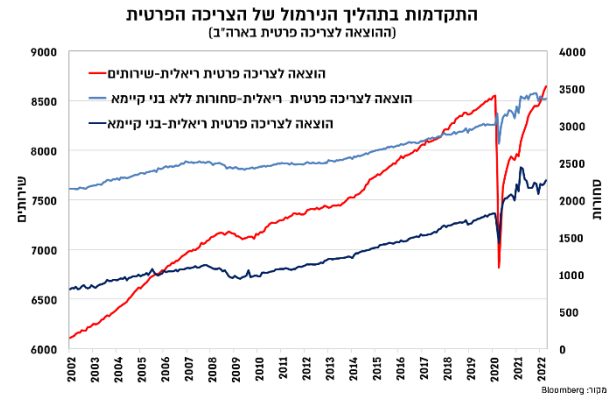
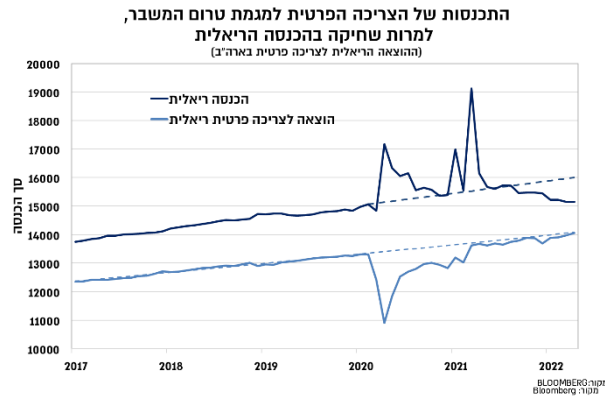


המשך עלייה בצריכה הפרטית בארה"ב למרות השחיקה בהכנסה הריאלית. העלייה בריבית מצננת את שוק הנדל"ן

השפעת העלייה החדה בסביבת הריביות ממשיכה לתת אותותיה בשוק הנדל"ן למגורים בארה"ב. אמנם צד ההיצע ממשיך להתאפיין ברמות פעילות גבוהות, הן בהתחלות הבנייה והן בשל הפיגור בגמר הבנייה שהושפע מאוד מהשיבושים בשרשרת האספקה, אך הפגיעה ביכולת הרכישה הנובעת מהעלייה החדה במחירי הדירות ובריביות למשכנתאות, מאפילה בשלב זה על השיפור הממושך בשוק העבודה ומובילה לצינון הביקושים. כך, בחודשיים האחרונים נרשמה ירידה מהירה במכירת דירות חדשות, כאשר הירידה במכירת דירות מושהות באפריל במקביל לירידה בסקר הציפיות הענפי (NAHB) משקפת צפי להמשך התמתנות הביקושים, וצפויה להוביל בהדרגה גם להתמתנות במחירים.



לעומת החולשה בשוק הנדל"ן למגורים, שרגיש מאוד לעליית הריבית המהירה, הצריכה הפרטית בארה"ב ממשיכה לעלות בקצב התואם את מגמת טרום המשבר. תהליך זה מתאפיין בהמשך נירמול תמהיל הצריכה כלומר גידול מהיר יותר בצריכת השירותים, שעדיין נמצאת מתחת למגמת טרום המשבר וזאת לעומת התמתנות הדרגתית בצריכת הסחורות. עם זאת, הגידול בצריכה הפרטית התאפיין בחודשים האחרונים בירידה בשיעור החיסכון במקביל לגידול מהיר באשראי הצרכני. זאת, על רקע שחיקה של ההכנסה הריאלית, שכן הגידול בהכנסה הנומינאלית אינו מדביק את קצב האינפלציה. תמהיל זה מחליש את הטיעון בדבר גידול מהיר יותר בצריכה הפרטית כתוצאה מעודפי החיסכון שנוצרו בזמן המשבר, ומגביר את החשיבות של ההתפתחויות בשוק העבודה על הצריכה הפרטית ועל צמיחת המשק האמריקאי בהמשך השנה, בפרט בהתחשב בכך שהפד אותה על כוונה לצנן את שוק העבודה בכדי להוביל לירידה בסביבת האינפלציה.



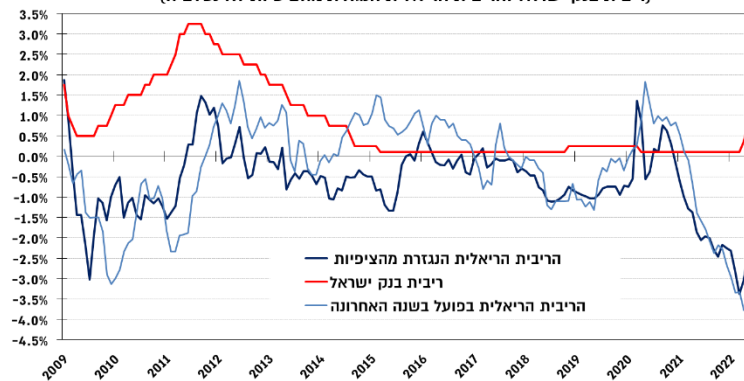
בנק ישראל מכון לסביבת ריבית ריאלית גבוהה במידה ניכרת מזו הנוכחית

בנק ישראל סיפק במהלך השבוע החולף הפתעה שנייה ברציפות עם העלאה גבוהה מהצפי, כולל הגברת מינון העלאות הריבית מ-25 נ"ב באפריל ל-40 נ"ב בהחלטה הנוכחית. חלק לא מבוטל מההפתעה טמון במסר שהמשיך ללוות את ההחלטות האחרונות בדבר העלאה הדרגתית של הריבית כתלות בנתונים, כאשר הנתונים האחרונים (מדדי המחירים למרץ-אפריל ונתון הצמיחה לרבעון הראשון) היו עקביים יותר להערכתנו ולהערכת השוק עם העלאה של 25 נ"ב. לעומת זאת, מה שאינו עקבי עם מצב המשק היא סביבת הריבית הריאלית השלילית, וגורם זה קיבל משקל גבוה יותר בהחלטה האחרונה וצפוי לקבל משקל גבוה להערכתנו גם בהחלטות הבאות. שכן, הועדה מאותת על חוסר נוחות עם סביבת אינפלציה (של 4%) הגבוהה מהיעד, הגם שחלקה נובע מצד ההיצע, במקביל לריבית נומינלית נמוכה מ-1%. לפיכך, הועדה תשאף להערכתנו להוביל את הריבית הריאלית לרמה גבוהה משמעותית מזו הנוכחית, קרוב לסביבה אפסית.

על רקע המשך העלייה במחירי האנרגיה והפיחות בשקל, במקביל להסתברות להאצה מסויימת בסעיף הדיור, תחזית האינפלציה לחודשים הקרובים מאי-יולי עודכנה כלפי מעלה בכ-0.3%, כך שתחזית האינפלציה לשנה הקרובה עודכנה מ-2.5% ל-2.8%. התפתחות זו צפויה לקבל ביטוי גם בעלייה בקצב האינפלציה השנתי (במונחי 12 חודשים אחרונים) בחודשים הקרובים מעל ל-4%. התממשות תחזית זו תקשה על הועדה למתן את מינון ההעלאות ל-25 נ"ב, ולכן סביר לצפות להעלאה של 50 נ"ב לפחות באחת ההחלטות הבאות.

לפיכך, מדיניות זו, שמכוונת להעלאת הריבית הריאלית, תימשך לדעתנו כל עוד לא יתגברו סימנים להידרדרות משמעותית בפעילות ולירידה בסביבת האינפלציה. עם זאת, מכיוון שהעולם מתאפיין ברובו בצמצום מוניטארי, וה-Fed נחוש להוביל לירידה בסביבת האינפלציה, כאשר ברקע קצב הצמיחה בסין מתמתן ונמשכות ההשלכות השליליות של ההרעה גיאו-פוליטית, סביר לצפות לכך שבשלבם המתקדמים של השנה/תחילת 2023 תמונת הצמיחה תידרדר והאינפלציה תתמתן. לכן, אנו מצפים שעיקר ההתאמה בריבית יבוצע עד לסוף השנה הנוכחית, עם העלאת הריבית לרמה של 2%-1.75%.

העלאת הריבית תימשך עד לעלייה משמעותית בריבית הריאלית (ריבית בנק ישראל והריבית הריאלית הנגזרת מהציפיות לאינפלציה)

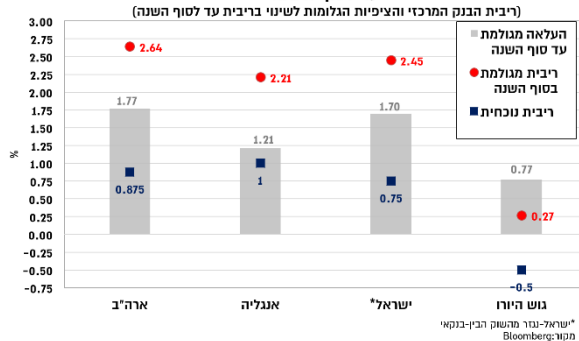


מקור: בנק ישראל, IBI

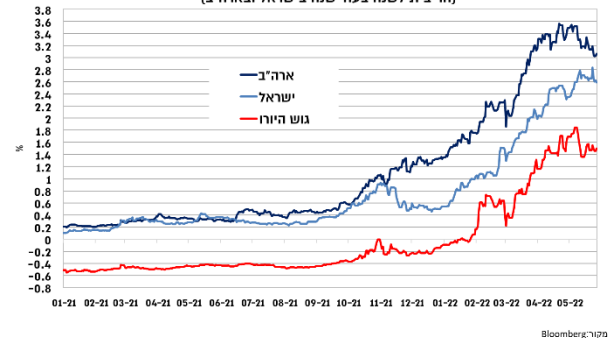
מבחינת שוק איגרות החוב, הצפי לעליית מדרגה משמעותית בסביבת הריבית הריאלית צפוי להמשיך ולהפעיל לחץ לעליית תשואות לאורך העקום הצמוד, מגמה שהחלה לאחרונה וצפויה לצבור תאוצה בחודשים הקרובים. התפתחות זו צפויה להתאפיין בהמשך ירידה בציפיות לאינפלציה, בפרט בטווחים הקצר-בינוני, שכן בחלקים הארוכים נרשמה התאמה ניכרת כלפי מטה לאחרונה לרמות שיווי משקל של הטווח הארוך סביב 2.25%-2.5%.

הריבית בשוק המק"מ/איגרות החוב הקצרות ממשיכה להיות מוטה כלפי מטה בשל הירידה בנזילות הדולרית שבאה לידי ביטוי במרווחים גבוהים של ה-basis בשקל-דולר. לעומת זאת התמחר בשוק הבין בנקאי לא התרשם מהירידה בציפיות להעלאת הריבית בארה"ב ומגלם העלאת ריבית בקצב דומה למדיי לזה שמגולם בארה"ב עד לסוף השנה, תמחר אגריסיבי מדיי להערכתנו.

השוק המקומי מתמחר העלאת ריבית בקצב קרוב לזה של ה-FED עד לסוף השנה (ריבית הבנק המרכזי והציפיות הנלוות לשינוי בריבית עד לסוף השנה)

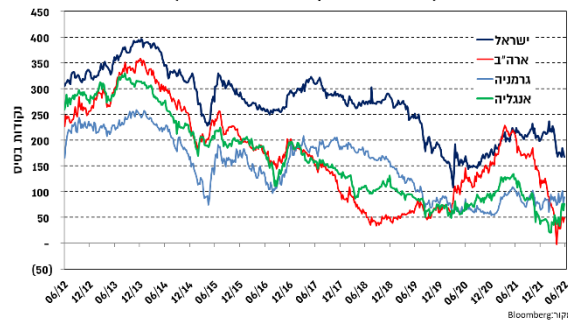


המשך עלייה בציפיות להעלאת הריבית בישראל, למרות התמתנות בארה"ב ובגוש הירוק (הריבית לשנה בעוד שנה בישראל ובארה"ב)

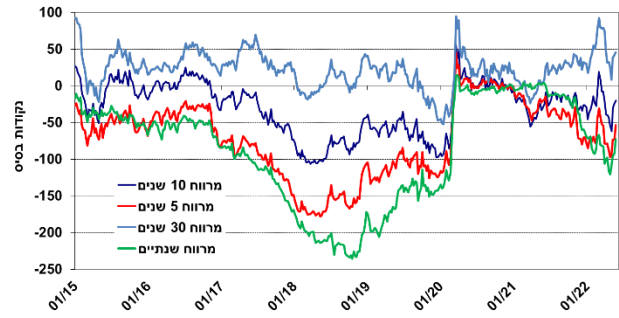


אמנם הגישה הניצית של הפד הדביקה לאחרונה את בנק ישראל, אך השונוות הגבוהה בסביבת האינפלציה בין ישראל לארה"ב צפויה לבוא לידי ביטוי בריסון משמעותי יותר בארה"ב, שאמור לעשות לפחות חלק מהעבודה עבור בנק ישראל (לפחות בכל הנוגע לאינפלציה המיובאת ובמידה מסוימת גם בצינון ממדי הטכנולוגיה), כך שאנו מצפים לירידה בפערי הריביות בין ישראל לארה"ב, כלומר בניגוד למגמה שנרשמה לאחרונה. כמו כן, הצפי להאצת קצב העלאת הריבית צפוי להוביל להמשך השתטחות העקום, שכן על אף ההשתטחות שנרשמה בחודשים האחרונים בעקום המקומי, הוא עדיין תלול מאוד בהשוואה לעולם.

למרות הציפיות להעלאת הריבית, העקום הישראלי עדיין בפיגור
 ניכר לתהליך ההשתטחות בעולם
 (התפתחות המרווח בין אג"ח ל-30 שנים לשנתיים)



פערי הריביות השקליות-דולריות
 (המרווח בין אג"ח ממשלת ישראל לארה"ב לטווחים השונים)



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 הנכסים 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 הנכסים 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 רכוש 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 בנושאי, כמו כן, אין במסמך זה כדי להוות תחליף לשיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם".