

רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות

סקירת מאקרו שבועית

- ◆ תגובת השווקים עד כה לאיתותי ה-FED על צמצום הרכישות, מהווה אור ירוק עבור ה-FED להתנעת התהליך. דו"ח תעסוקה חזק נוסף באוגוסט יגביר מאוד את הסיכוי להכרזה על צמצום הרכישות בהחלטת הריבית הקרובה בספטמבר.
- ◆ התגובה המתונה לאיתותי ה-FED לא מהווה הפתעה של ממש, למעט השפל בסביבת הריבית הריאלית. להערכתנו ככל שה-FED יתקדם בפועל עם צמצום הרכישות, הלחץ לעלייה בריבית הריאלית צפוי להתגבר, בפרט אם ממשל ביידן יצליח לקדם לפחות חלקים מהאג'נדה במסגרת התקציב הקרוב.
- ◆ בהנחה ולא ייווצרו חששות אינפלציוניים משמעותיים, ניראה כי נכסי הסיכון ימשיכו לקבל רוח גבית מהבנקים המרכזיים המובילים, והאתגר עבור השווקים צפוי להידחות לרבעון השני של 2022, לקראת הישורת האחרונה של צמצום הרכישות.
- ◆ בניגוד לתהליך ההכנה הממושך שבו נוקט ה-FED, סיום תוכנית רכישות איגרות החוב בישראל צפוי להיות פחות מורכב. לעומת זאת, המעורבות בשוק המט"ח צפויה להימשך כל עוד הבנק ממשיך לכוון לייסוף ריאלי הדרגתי בשער החליפין.

מאקרו

ה-FED מקבל אור ירוק מהשווקים לצמצום הרכישות

השווקים הפיננסיים קיבלו בברכה את נאומו של פאוול בג'קסון הול, עם risk-on שבא לידי ביטוי בעלייה במדדי המניות המובילים, ירידת תשואות בשוק האג"ח, עלייה במחירי הסחורות והיחלשות של הדולר בעולם. פאוול אמנם לא חידש הרבה בדבריו ביחס לרטוריקה מהחלטת הריבית האחרונה ושל חלק מחברי ה-FED לאחרונה, בדבר הכוונה להתחיל את צמצום הרכישות עוד השנה, אך תגובת השווקים לימדה כי היה חשש מסוים מפני טון "ניצי" יותר שכאמור התבדה. פאוול חזר בדבריו על כך שמבחינת המטרות שהציב ה-FED בדבר שיפור משמעותי בתעסוקה ובאינפלציה, יעד האינפלציה הושג ואף מעבר לכך, ואילו בכל הנוגע לתעסוקה נרשמה התקדמות והמצב קרוב להגדרת "שיפור משמעותי".

למעשה עד להחלטה ב-22 לספטמבר, עיקר הדגש יהיה על דו"ח התעסוקה הקרוב ועל ההתפתחות במצב הבריאותי, כמובן במקביל להתפתחויות בשווקים הפיננסיים. לפי הערכת הקונצנזוס, דו"ח התעסוקה לחודש אוגוסט שיפורסם ביום ו' הקרוב, צפוי להצביע על תוספת של כ-750 אלף מועסקים. בהנחה ואכן הדו"ח ינוע סביב רמות אלו, תתגבר מאוד ההסתברות להכרזה על צמצום הרכישות בהחלטה בספטמבר.

בחינת המצב הבריאותי בארה"ב מעלה כי הוא הידרדר בשבועות האחרונים, ועלול למתן את קצב הצמיחה במהלך החודשים הקרובים. סימנים ראשונים לכך התקבלו לאחרונה גם מסקרי הציפיות, מדדי מנהלי הרכש ואמון הצרכנים במקביל לירידה במדד ההפתעות של Citi, שמצביע על חולשה בנתוני המאקרו ביחס לציפיות. עם זאת, עדיין מדובר בקצבי צמיחה חיוביים

גבוהים יחסית (אומדני הצמיחה של ה-FED של אטלנטה וניו-יורק נעים סביב 5%-4% ברבעון השלישי), כך שסביר שסביבת הפעילות הריאלית לא תהיה זו שתעכב את תחילת צמצום הרכישות.

אומדן הצמיחה של ה-FED של אטלנטה נע סביב 5% לרבעון השלישי

Latest estimate: 5.1 percent — August 27, 2021

The GDPNow model estimate for real GDP growth (seasonally adjusted annual rate) in the third quarter of 2021 is 5.1 percent on August 27, down from 5.7 percent on August 25. After recent releases from the Bureau of Economic Analysis and the U.S. Census Bureau, the nowcasts of third-quarter real personal consumption expenditures growth and third-quarter real gross private domestic investment growth decreased from 3.2 percent and 26.5 percent, respectively, to 2.2 percent and 23.6 percent, respectively, while the nowcast of the contribution of the change in real net exports to third-quarter real GDP growth increased from -1.39 percentage points to -0.90 percentage points.

The next GDPNow update is **Wednesday, September 1**. Please see the "Release Dates" tab below for a list of upcoming releases.

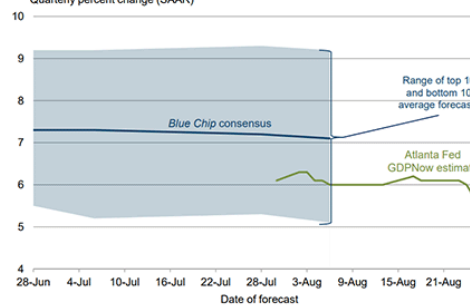


GDPNow

GDPNow is not an official forecast of the Atlanta Fed. Rather, it is best viewed as a running estimate of real GDP growth based on available economic data for the current measured quarter. There are no subjective adjustments made to GDPNow—the estimate is based solely on the mathematical results of the model.

In particular, it does not capture the impact of COVID-19 and social mobility beyond their impact on GDP source data and relevant economic reports that have already been released. It does not anticipate their impact on forthcoming economic reports beyond the standard internal dynamics of the model.

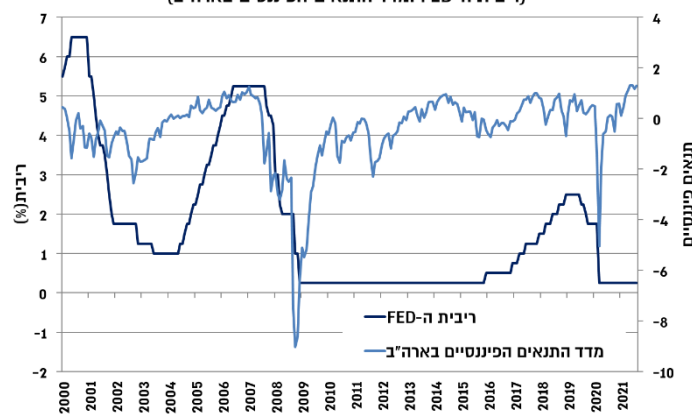
Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2021: Q3
Quarterly percent change (SAAR)



Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts
Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

כמו כן, תגובת השווקים עד כה לאיתותי ה-FED על צמצום הרכישות, מהווה אור ירוק עבור ה-FED להתנעת התהליך. שכן, למרות ההבהרה כי צמצום הרכישות צפוי להתחיל עד לסוף השנה, התנאים הפיננסיים כיום נמצאים ברמה נוחה מאוד ונתמכים בסביבת תשואות נמוכה (עם דגש על סביבת ריבית ריאלית שלילית עמוקה), מרווחי אשראי שנעים סביב רמות השפל ורמות שיא במדדי המניות המובילים.

למרות איתותי ה-FED, התנאים פיננסיים נותרו נוחים מאוד
(ריבית ה-FED ומדד התנאים הפיננסיים בארה"ב)

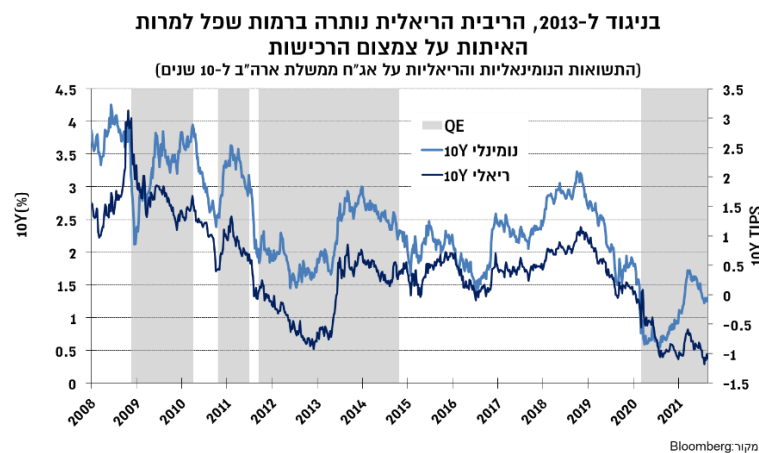


מקור: Bloomberg

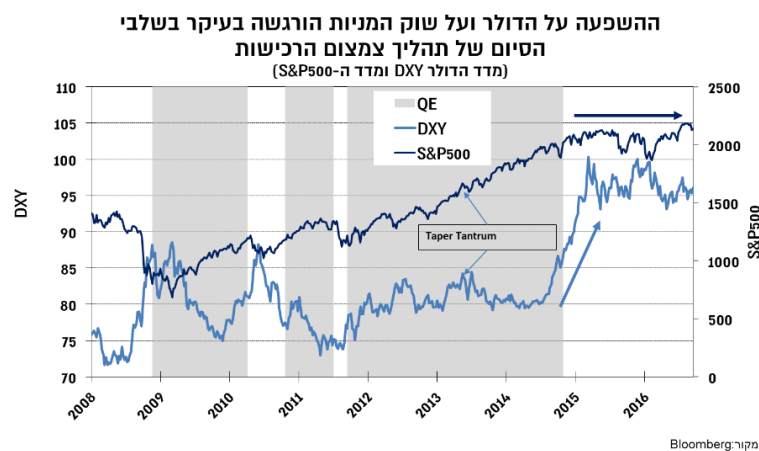
התקדמות בתוכנית צמצום הרכישות תפעיל לחץ לעלייה בריבית הריאלית

התגובה המתונה לאיתותי ה-FED לא מהווה הפתעה של ממש, למעט השפל בסביבת הריביות הריאליות. התגובה החריפה שנרשמה בשוק האג"ח ובמשקים המתעוררים ב-2013 (Taper tantrum) בדמות עליית תשואות ופיחות חד במרבית המטבעות בשווקים המתעוררים, נבעה ברובה מגורם ההפתעה ומחוסר ודאות לגבי השפעת התהליך. התגובה העיקרית

בשוק האג"ח אז הייתה עלייה חדה בתשואות (תוך עלייה ב-Term premium), ובפרט בריבית הריאלית (התשואה הריאלית ל-10 שנים עלתה מרמה של כ-1% מתוך הערכה לכך שצמצום הרכישות יוביל להעלאת ריבית ולהתמתנות בסביבת האינפלציה). כיום לעומת זאת, עד כה התגובה שונה, והתמקדה בעיקר בירידה של ה-Term premium, ששיקפה ירידה בחששות האינפלציוניים, ובעיקר מתגובה רפה של ה-FED לעלייה באינפלציה. עם זאת, להערכתנו ככל שה-FED יתקדם בפועל עם צמצום הרכישות, הלחץ לעלייה בריבית הריאלית צפוי להתגבר, שכן צמצום הרכישות צפוי להוביל לעלייה בהסתברות להעלאת ריבית במקביל לירידת מדרגה בסביבת הציפיות לאינפלציה, שנעה ברמות גבוהות כיום של סביב 2.4%-2.6% (שנתיים עד ה-10 שנים). תמיכה נוספת לעלייה בריבית הריאלית תתקבל גם במידה וממשל ביידן יצליח לקדם במסגרת התקציב הקרוב חלק מהרפורמות המתוכננות ובפרט אלו המכוונות לעלייה בפריון תוך גידול בהשקעה בתשתיות וצמצום באי השוויון.

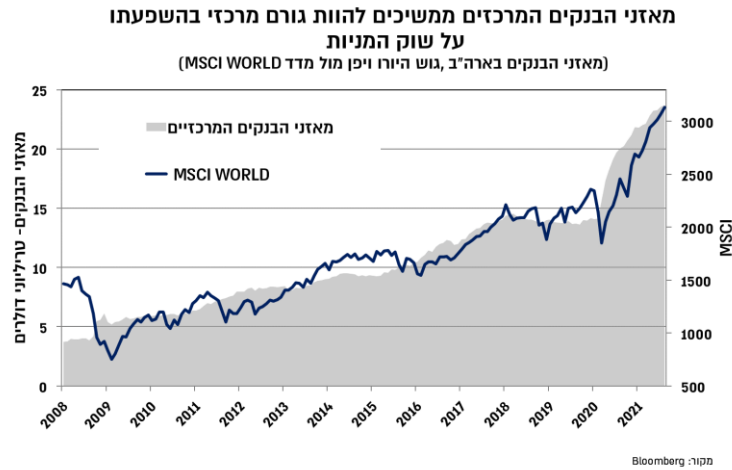


בכל אופן, בהנחה וה-FED אכן יתחיל בצמצום הרכישות בחודשים הקרובים, הדבר צפוי לתמוך בהתחזקות הדרגתית של הדולר בעולם בפרט ככל שהתוכנית תתקדם. הניסיון מצמצום הרכישות לאורך 2014 מעלה כי לקראת סיום תוכנית צמצום הרכישות החלה מגמת התחזקות משמעותית של הדולר בעולם. אמנם ה-FED מנסה להחליש את הקשר שבין צמצום הרכישות לבין השינוי בריבית, אך ברור כי צמצום הרכישות הוא תנאי מקדים, וככל שהתהליך יתקדם ללא הרעה משמעותית בתנאי המאקרו, השווקים יתמחרו הסתברות גוברת גם לשינוי בריבית, ומכאן התמיכה לדולר.



בהתחשב בכך, שבניגוד ל-2013, התנאים הפיננסיים כיום נוחים מאוד, כלומר שוק האג"ח לא פועל כגורם מרסן, גוברת התלות של נכסי הסיכון בהתממשות הערכת ה-FED לכך שהעלייה באינפלציה מונעת מגורמים זמניים. שכן, בתרחיש שבו יהיו הערכות לכך שהאינפלציה מתבססת ברמות גבוהות ולא נעה לעבר 2%, הרי שהשוק עלול לדחוק את ה-FED לסגת

מהמדיניות המרחיבה באופן מהיר יותר, כך שהדרך לירידה בסביבת האינפלציה תעבור בשלב ראשון דרך risk-off. לעומת זאת, בהנחה ולא יוצרו חששות אינפלציוניים משמעותיים, נראה כי נכסי הסיכון ימשיכו לקבל רוח גבית מהבנקים המרכזיים המובילים, והאתגר עבורם צפוי להידחות לרבעון השני של 2022, שבו צפויה הישורת האחרונה של צמצום הרכישות.

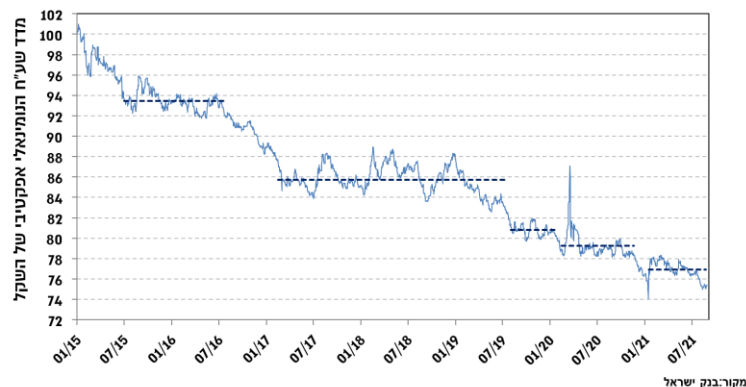


סיום רכישות האג"ח בישראל פחות מורכב מאשר בארה"ב

בניגוד לתהליך ההכנה הממושך שבו נוקטת ה-FED, סיום תוכניות רכישות האג"ח בישראל צפוי להיות פחות מורכב. תוכניות הרכישות של בנק ישראל תחומות מראש בהיקפן, וכשם שהיה ברור שבמידת הצורך התוכנית הראשונה (50 מיליארד ₪) תוגדל כתלות בהתפתחות המשבר, כך מובן כיום שללא התפתחויות חריגות השלמת התוכנית המורחבת (85 מיליארד ₪) תבשר על סיום המעורבות בשוק האג"ח. לעומת זאת, המעורבות בשוק המט"ח, שמהווה את הגורם העיקרי לגידול במאזן הבנק, צפויה להימשך כל עוד הבנק ממשיך לדבוק במטרת הייסוף הריאלי ההדרגתי המאפיינת אותו לאורך העשור האחרון. הבנק כבר הודיע כי יחזור למעורבות הרגילה עם סיום תוכנית הרכישות של 30 מיליארד דולר עליה הכריז בתחילת השנה, והודעה זו היוותה גורם נוסף (מעבר לכוחות הבסיסיים) שהובילה להתחזקות נוספת של השקל-סל לאחרונה.

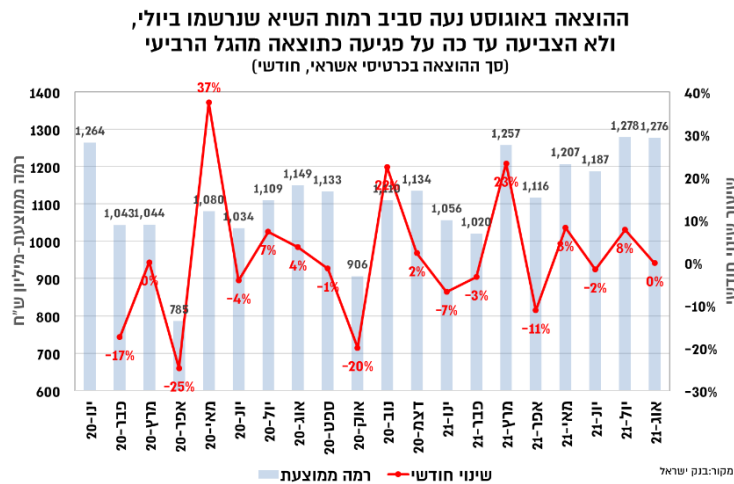
המסר של בנק ישראל על חזרה למעורבות "רגילה" לאחר סיום התוכנית הנוכחית תמך בהתחזקות השקל

(שער החליפין של השקל-נומינאלי אפקטיבי)

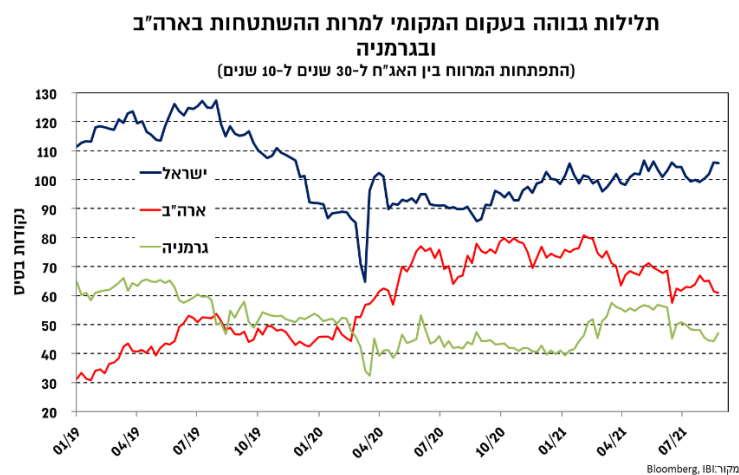


כמו כן, הצפי לסיום תוכנית הרכישות של בנק ישראל לקראת סוף השנה מלווה בשיפור משמעותית ברמת הפעילות במשק, תוך סגירת פערים מהירה ברבעון השני של השנה ביחס לרמות הפעילות טרום המשבר. התפתחות זו באה לידי ביטוי גם בעלייה בהכנסות ממיסים וירידת מדרגה בגירעון הממשלתי. עד כה למרות גל התחלואה הרביעי בו שרוי המשק הישראלי, נתוני הפעילות השוטפת אינם מצביעים על פגיעה בפעילות. כך, ההוצאה בכרטיסי אשראי (נתונים עד ה-24 לאוגוסט) המשיכה לשקף רמת הוצאות גבוהה מאוד, ועד כה לא מורגשת השפעת העלייה בתחלואה והמגבלות החדשות. רמת

ההוצאה באוגוסט נעה סביב הרמה הממוצעת ביולי, חודש שבו נרשמה רמת ההוצאה הגבוהה ביותר מתחילת המשבר. העלייה באוגוסט רוחבית, אך נתמכת כמובן בעונתיות שבולטת בסעיפי הנופש המקומי והמסעדות.



ביטוי לשיפור בסביבה הפיסקאלית התקבל מתוכנית ההנפקות של האוצר לחודש ספטמבר, שאמנם מושפעת גם מעונת החגים, אך הגיוס הצפוי של כ-1.5 מיליארד ש"ח בלבד משקף בעיקר את השיפור בתמונת הגירעון. בהיבט זה, ממשיך לבלוט התמחור בחלקים הארוכים בשוק האג"ח המקומי, עם תלילות גבוהה מדיי הן בעקום השקלי והן בעקום הצמוד, וזאת למרות ההשתטחות שאיפיינה את טווחים אלו בארה"ב ובאירופה.



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