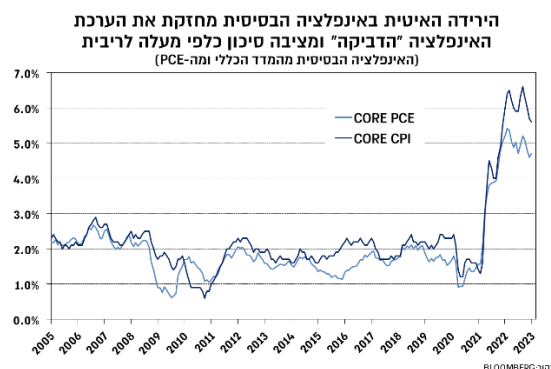


רפי גוזלן, כלכלן ראשי, סקירת מאקרו

החשש מאינפלציה "דביקה" בארה"ב מוביל להמשך התאמה כלפי מעלה בתוואי הריבית

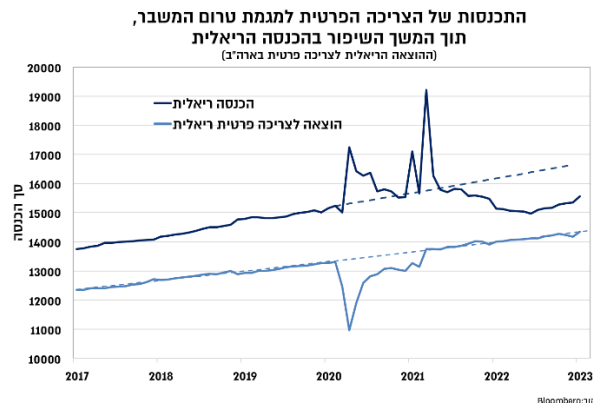
- ◆ השיפור בתמונת המאקרו והאינפלציה הגבוהה מהצפוי שמחזקת את ההערכות לאינפלציה דביקה הובילו לעלייה נוספת בציפיות להעלאת הריבית בארה"ב, אל מעל ל-3 העלאות נוספות של 25 נ"ב. פוטנציאל העלאות הריבית תלוי במידה ניכרת בהתפתחות התנאים הפיננסיים, ותמונת המצב הנוכחית עדיין מציבה סיכון כלפי מעלה לתוואי הריבית, להמשך עליית תשואות בשוק האג"ח ומכאן גם ללחץ שלילי על נכסי הסיכון.
- ◆ מסגרת החקיקה הנוכחית תוביל להמשך היחלשות של השקל- הציפיות למעורבות של בנק ישראל בשלב זה אינן במקומן. להערכתנו בנק ישראל לא צפוי להתערב בשוק המט"ח בתנאים הנוכחיים, ואנו מעריכים כי הרף למעורבות גבוה מאוד (בעיקר לאחר ההתבטאויות האחרונות בנוגע לפגיעה בעצמאות הבנק) ומתאפיין בפיחות חד ומהיר שמלווה בהרעה ניכרת בתנאי הנזילות.
- ◆ במצב המשק הנוכחי המאופיין בסביבת ביקושים גבוהה ובשוק עבודה מחומם, סביר לצפות לתמסורת גבוהה יותר משער החליפין אל האינפלציה מאשר זו שאפיינה את העשור האחרון. בתרחיש שבו השקל יתבסס ברמות הנוכחיות ולמעלה מכך, האינפלציה צפויה לעלות בשנה הקרובה לסביבה של 3.5%-4%, תוך עלייה גבוהה יותר בריבית לסביבה של 5% ואף מעבר לכך.

בארה"ב נמשך גם במהלך השבוע האחרון תהליך ההתאמה כלפי מעלה בתוואי הריבית, תהליך שצבר תאוצה לאחר פרסום נתוני התעסוקה וה-ISM שירותים בתחילת החודש. התהליך צבר תאוצה בשבוע קודם לכן עם פרסום נתוני אינפלציה גבוהים מהצפוי של מדד המחירים לצרכן, ובשבוע האחרון היו אלו נתוני ההוצאה לצריכה פרטית שתמכו בהמשך עליית הציפיות להעלאת הריבית. בניגוד לנתוני מדד המחירים לצרכן שהצביעו על ירידה מתונה מהצפוי בקצב השנתי, נתוני ה-PCE, הן המדד הכללי והן הבסיסי הצביעו על עלייה קלה של 10 נ"ב ביחד לנתוני דצמבר, לרמות של 5.4%-ו-4.7%, בהתאמה, ובנוסף קצב העלייה החודשי בהם היה גבוה יותר והגיע ל-0.6%. כמו כן, אינפלצית הליבה של השירותים ללא דיור, האינדיקטור שה-Fed ציין לאחרונה כברומטר לדביקות האינפלציה, ממשיך לנוע בקצבים גבוהים של 4.5%-5%.

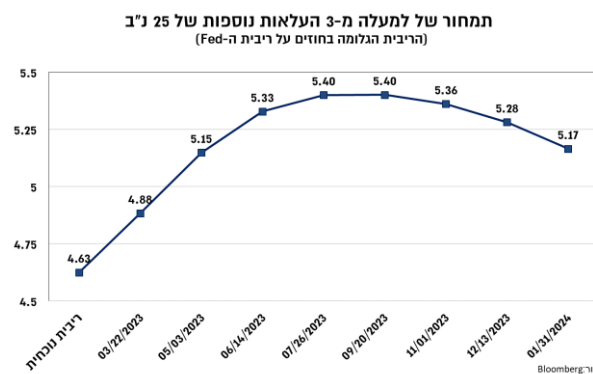


מלבד העלייה באינפלציה נרשמה גם עלייה חדה בצריכה פרטית בינואר, בשיעור של 1.8% (ריאלי 1.1%). העלייה החדה בצריכה נשענת על העוצמה בשוק העבודה, על שיפור הדרגתי בהכנסה הריאלית לאחר שחיקה ממושכת שנבעה מהעלייה החדה באינפלציה ועל שיפור מסוים בסנטימנט הצרכני. נתוני המאקרו עד כה מציבים את הערכת

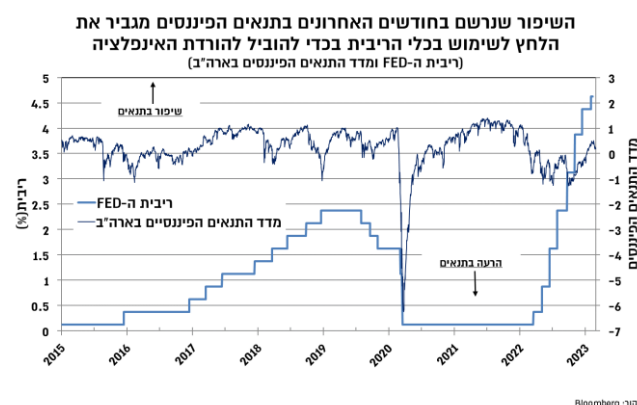
הצמיחה ברבעון הראשון בקצב דומה לרבעון האחרון של 2022, כלומר סביב 2.5%-3%, אך עם תמהיל חזק יותר מבחינת הביקושים.



השיפור בתמונת המאקרו והאינפלציה הגבוהה מהצפוי שמחזקת את ההערכות לאינפלציה דביקה הובילו כאמור לעלייה נוספת הציפיות להעלאת הריבית בארה"ב, ומחזקים את ההערכה כי ללא הרעה משמעותי בשוק העבודה וגלישה למיתון יהיה קשה להוריד את האינפלציה חזרה לעבר היעד. במהלך השבוע האחרון השוק עבר לתמחר מעל ל-3 העלאות נוספות של 25 נ"ב עד לאמצע השנה, והפחית את ההסתברות להפחתת הריבית בסוף השנה.



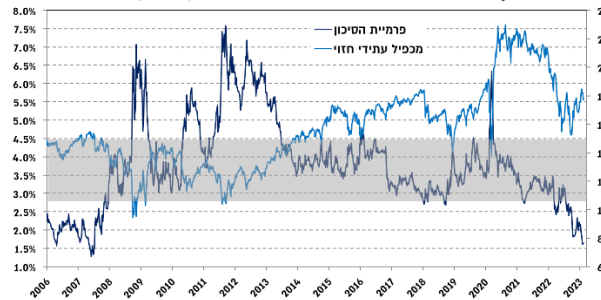
פוטנציאל העלאות הריבית תלוי במידה ניכרת בהתפתחות התנאים הפיננסיים. כפי שצינו בסקירות האחרונות, השיפור שנרשם בהם במהלך החודשים האחרונים מגביר את הלחץ לשימוש בכלי הריבית בכדי להוביל לירידה באינפלציה. ככל שתתגבר ההרעה בתנאים הפיננסיים, עם דגש על נכסי הסיכון בכלל ומרווחי האשראי בפרט, כך יתמתן הלחץ להמשך העלאות הריבית. בשלב זה, תמונת המצב עדיין מציבה סיכון כלפי מעלה לתוואי הריבית ותומכת בהמשך עליית התשואות לאורך העקום בשוק איגרות החוב, בפרט על רקע השיפוע השלילי החרגי.



מבחינת התמחור בשוק המניות, הירידות שנרשמו בשבוע האחרון קיזזו כמחצית מהעלייה שנרשמה מתחילת השנה במדד ה-S&P500. העליות במדדי המניות בחודשים האחרונים שיקפו התרחבות מכפילים, על אף המשך ירידה בתחזיות הרווחיות, וזאת ככל הנראה מתוך ציפיה למיצוי מחזור העלאות הריבית. לפיכך, המפנה המחודש בכיוון ללקוחות כשירים בלבד

של תוואי ריבית גבוהה יותר, מוביל לשחיקה ניכרת של פרמיית הסיכון, קרוב לרמות השפל שנרשמו לפני המשבר הפיננסי של 2008, והיא מותירה מרווח מצומצם בפני זעזועים שלילים עם אפסייד מוגבל לשוק המניות.

פרמיית הסיכון ברמות נמוכות מאוד, ומשקפת מרווח ביטחון נמוך מאוד מפני זעזועים שליליים (תשואת המכפיל העתידי של ה-S&P500 ופרמיית הסיכון הנגזרת)

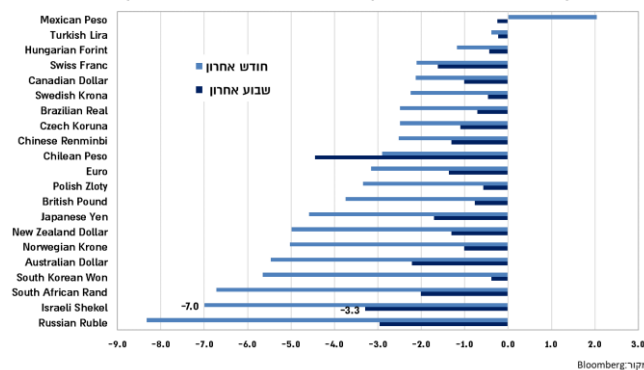


מקור: Bloomberg, IBI

הציפיות למעורבות של בנק ישראל בשלב זה אינן במקומן- מסגרת החקיקה הנוכחית תוביל להמשך היחלשות של השקל

שער החליפין של השקל המשיך להפגין חולשה גם בשבוע האחרון, עם פיחות של למעלה מ-3% מול הדולר והשלים בכך היחלשות של כ-7% במהלך החודש האחרון, ביצוע חסר משמעותי ביחס למטבעות המובילים.

השקל שני רק לרובל הרוסי בביצוע החסר בחודש האחרון (שיעור השינוי של המטבעות העיקריים מול הדולר בשבוע ובחודש האחרונים)



מקור: Bloomberg

היחלשות השקל במהלך החודש האחרון שיקפה את העלייה בפרמיית הסיכון של המשק הישראלי על רקע החשש מפני השלכות יישום החקיקה להחלשת המוסדות המקומיים עם דגש על מערכת המשפט. כפי שניתן לראות בגרף הבא, עד לחודש האחרון ההסבר העיקרי להתנהגות השקל היה טמון בביצועי השוק המניות האמריקאי, מתאם שנחלש במידה ניכרת בחודש האחרון. כמובן, שבמידה ותתגבר החולשה בשוק המניות האמריקאי (כדוגמת השבוע האחרון) בעיקר על רקע העלייה בציפיות להעלאת הריבית, יגבר גם הלחץ להיחלשות של השקל. במהלך השבוע האחרון, על אף העלאת ריבית בשיעור גבוה מהצפי, השקל נחלש בלמעלה מ-3%. נראה כי השוק המקומי גילם הסתברות גבוהה לפשרה של הרגע האחרון בנוגע לחקיקה להחלשת מערכת המשפט, כך שהעברת החוקים בקריאה ראשונה נתפסה כהפתעה והובילה לפיחות מהיר של השקל תוך ביצוע חסר של הנכסים המקומיים. להערכתנו, במידה ותימשך החקיקה במסגרת המוצעת הנוכחית, היא תהווה גורם מרכזי ושלילי בהשפעתו על הנכסים המקומיים, והדבר יתורגם להמשך לחצים לפיחות בשקל.



במהלך השבוע האחרון נרשמה בלימה זמנית בהיחלשות השקל, והדבר לווה בספקולציה בנוגע למעורבות של בנק ישראל במסחר המט"ח, הערכה לה איננו שותפים ומייחסים לה הסתברות נמוכה מאוד. המעורבות של בנק ישראל לאורך השנים בשוק המט"ח הייתה בתנאים שונים לגמרי, של הרחבה כמותית מצד בנקים מרכזיים מובילים, כאשר רכישות המט"ח היוו הגרסה הישראלית להרחבה הכמותית בארה"ב ובגוש היורו. רכישות המט"ח אירעו כאשר הצמיחה העולמית הייתה חלשה יחסית, כלי הריבית בארץ ובעולם מוצה, ומהלכי ייסוף מהיר של השקל הדאיגו את הבנק מחשש לפגיעה בפעילות היצוא, כך שהמעורבות של בנק ישראל כיוונה לייסוף הדרגתי יותר בשקל. מבחינת זו פעילות הבנק הוכיחה את עצמה שכן לאורך השנים נרשמה צמיחה ביצוא תוך עלייה במשקל יצוא השירותים לעומת קיפאון בסחורות. למעשה בשנים האחרונות כולל בזמן משבר הקורונה הדגש העיקרי היה על תמיכה בצמיחת המשק, וזאת על רקע סביבת אינפלציה נמוכה.

כיום לעומת זאת, התנאים שונים באופן ניכר. ראשית, הדגש של הבנק הוא על החזרת האינפלציה אל היעד. אמנם הפיחות בשער החליפין מקשה על השגת היעד, אך מכיוון שמדובר באינפלציית ביקושים שנשענת גם על שוק עבודה מחומם הכלי האפקטיבי להשגת יעד האינפלציה הוא הריבית. כמו כן, אמנם בשיא משבר הקורונה התרחשה מעורבות של בנק ישראל במכירת מט"ח, אך זאת על רקע משבר נזילות בשוק המט"ח שהוביל למשבר נזילות בשוק איגרות החוב הממשלתיות. בנוסף, הפיחות כיום בשער החליפין נובע מעלייה בפרמיית הסיכון של המשק, על רקע התקדמות החקיקה שפועלת להחלשת המוסדות ופגיעה בהפרדת הרשויות, כלומר מדובר בפיחות שנובע מחשש להרעה פוטנציאלית במשתנים הבסיסיים של המשק ולא מפעילות ספקולטיבית. לבסוף, ההתבטאויות שנרשמו לאחרונה מצד גורמים פוליטיים בנוגע לפגיעה בעצמאות הבנק, גם אם זכו לתגובה מהירה יחסית מצד ראש הממשלה ושר האוצר שהדגישו את חשיבות עצמאות הבנק, רק מעלים את רף הכניסה למעורבות של הבנק בשוק המט"ח. לפיכך, אנו לא שותפים להערכה כי בנק ישראל צפוי להתערב בשוק המט"ח בתנאים הנוכחיים, ומעריכים כי הרף למעורבות גבוה מאוד ומתאפיין בפיחות חד ומהיר שמלווה בהרעה ניכרת בתנאי הנזילות.

מבחינת מדיניות הריבית, החלטת הריבית האחרונה שידרה מסר עצמאי וחשוב, עם העלאה של 50 נ"ב, והיא נשענה על הרצון לראות ירידה של קצב האינפלציה בפועל, לצד הערכה כי מאזן הסיכונים, בפרט משוק המט"ח ומאינפלציה "דביקה", נוטה כלפי מעלה. חשוב לציין, כי במצב המשק הנוכחי המאופיין בסביבת ביקושים גבוהה ובשוק עבודה מחומם, סביר לצפות לתמסורת גבוהה יותר משער החליפין אל האינפלציה מאשר זו שאיפיינה את העשור האחרון, כך שבתרחיש שבו שער החליפין של השקל יתבסס ברמות הנוכחיות ואף למעלה מכך, האינפלציה צפויה לעלות בשנה הקרובה לסביבה של 3.5%-4%, תרחיש שיוביל לעלייה גבוהה יותר בריבית לסביבה של 5% ואף מעבר לכך.

גילוי

לכותבי המאמר ולחברת שרותי בורסה והשקעות בישראל- אי.בי.אי בע"מ ("שירותי בורסה") אין רישיון שיווק השקעות והם אינם מבוטחים בביטוח הנדרש מבדלי רישיון בהתאם לחוק הסדרת העיסוק ביעוץ 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 ביעוץ 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 ליעוץ 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".