

רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות

- ◆ החדשות על הוריאנט החדש (אומיקרון) ועל פוטנציאל הדבקה גבוה תפסו את השווקים הגלובליים בהפתעה והובילו ל-risk-off מהיר בשווקים. בשבועות הקרובים צפויה התבהרות מסויימת סביב מידת ההדבקה ואופי התחלואה, וייתכן שתקופה זו תתאפיין בעלייה בפרמיית הסיכון הנדרשת שמגיעה מרמות נמוכות.
- ◆ עוצמת הירידות עד כה לא צפויה לשנות את תפיסת הפד בנוגע להאצת צמצום הרכישות, ולשם כך נדרשת הידרדרות משמעותית יותר בשווקים.
- ◆ ההשפעות על האינפלציה צפויות להיות ממתנות בטוח הקצר (מחיר אנרגיה ותיירות) אך במידה והמצב הבריאותי יחריף הדבר עשוי להאריך את השיבושים בשרשרת האספקה ולייצר מצב מאתגר. שכן, נקודת המוצא היא של אינפלציה גבוהה מזו שבתחילת השנה, ומרווח התימרון של בנקים המרכזיים, בעיקר בארה"ב ובחלק מהמשקים המתעוררים, הצטמצם.
- ◆ ההתפתחויות האחרונות בישראל שיכנעו את השוק המקומי כי הציפיות לשינוי בריבית היו מוקדמות מדי. הערכה זו צפויה להוביל להערכתנו המשך סגירת פערים ביחס למגמה הגלובלית מצד החלקים הארוכים של העקום.

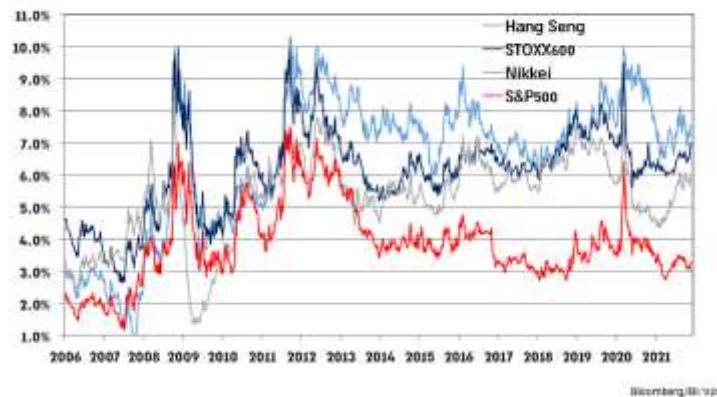
ה-FED זקוק לסיגנל שלילי יותר בכדי לדחות את האצת צמצום הרכישות

החדשות על הוריאנט החדש (אומיקרון) ועל פוטנציאל הדבקה גבוה תפסו את השווקים הגלובליים בהפתעה והובילו ל-risk-off מהיר ביום ו' האחרון. קודם לכן במהלך השבוע, המיקוד בשווקים המשיך להיות סביב אופן צמצום הרכישות על ידי הפד, וההתבטאויות של חברי הפד הבכירים (קלארידה ודאלי) המשיכו בהכנת השווקים להודעה על האצת צמצום הרכישות בהחלטה הקרובה בדצמבר.

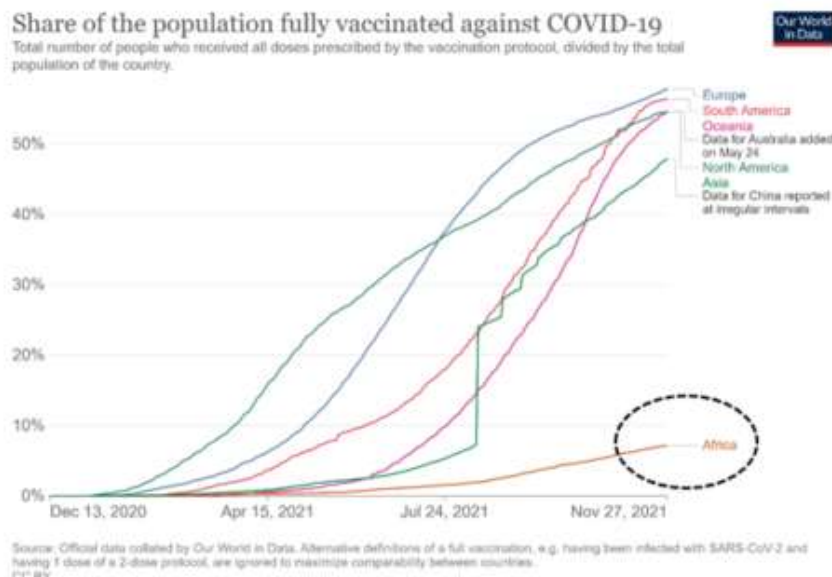
החשש מפני הוריאנט החדש מובן בפרט על רקע מספר גבוה של מוטציות ביחס לוריאנטים הקודמים, ובהתחשב בכניסה לעונת החורף בחצי הכדור הצפוני, כאשר נקודת המוצא הנוכחית היא של תחלואה גבוהה באירופה וסימנים לעליית מדרגה גם בארה"ב. מכיוון שהוריאנט החדש מגיע לאחר מגמה חיובית ממושכת, כך שמרבית המדדים המובילים בארה"ב ובאירופה נסחרים סביב רמות שיא, הרי שהתקופה הקרובה עשויה להתאפיין בעלייה מסויימת בפרמיית הסיכון הנדרשת. פרמיית הסיכון, בפרט בארה"ב, נעה סביב החלק התחתון של הטווח המאפיין אותה בעשור האחרון. לעומת זאת בשווקים באירופה ובאסיה התמחור פחות חריג, שכן בניגוד לארה"ב, לאורך השנה האחרונה נרשמה ברובם ירידת מדרגה ברמות המכפילים, ואילו בארה"ב הם נותרו גבוהים מאוד, בין היתר, בהשפעת מניות הטכנולוגיה.

במבט רחב יותר נראה כי הסיכון העיקרי לשווקים ממשיך להגיע מצד שינוי במדיניות המוניטארית על רקע סביבת האינפלציה הגבוהה בארה"ב. זאת בתחשב בכך שהעולם ערוך טוב יותר להתמודד עם המגיפה ובנוסף יצרניות החיסונים מצהירות על צפי לייצור מהיר יחסית של חיסון מעודכן לוריאנט החדש.

עלייה בפרמיית הסיכון, אך היא נותרה נמוכה בארה"ב
(תשואות המכפיל העתידי מול תשואת האג"ח ל-10 שנים)



עם זאת, אחד הלקחים החשובים מהתפתחות הוריאנט הנוכחי מתקשר עם ההמלצה של קרן המטבע בסקירה שנתית האחרונה שקראה להעדיף את מתן החיסונים בתפוצה רחבה ככל הניתן, עם דגש על משקים מתפתחים, על פני מתן מנת הבוסטר במדינות המפותחות, וזאת בכדי לשפר את מצבם ובנוסף למנוע ככל הניתן התפתחות של וריאנטים נוספים. בהיבט זה, אפריקה בולטת לרעה עם שיעור התחסנות נמוך, של כ-7% בלבד בחיסון מלא, וזאת כולל רמת חיסון גבוהה יותר בדרום אפריקה (של כ-24%). במידה והלקחים מהסיבוב הנוכחי יופקו, ומדיניות החיסונים תהפוך לגלובלית, הרי שהדבר יוכל להוביל לשיפור משמעותי וממושך יותר במצב הבריאותי, ומכאן גם לתוואי התאוששות רציף יותר של הפעילות הכלכלית. מבחינת האינפלציה, התמונה עשויה להיות מעט יותר מורכבת, שכן ההשפעה קצרת הטווח צפויה להיות ממתנת, בעיקר דרך התמסורת של מחירי האנרגיה ומחירי התיירות. לעומת זאת, במידה והמצב הבריאותי יחריף, הרי שהדבר יוכל להוביל להתארכות השיבושים בשרשרת האספקה. בניגוד לשנה החולפת, נקודת המוצא היא של אינפלציה גבוהה יותר ומרווח ביטחון מצומצם לבנקים המרכזיים להמשיך במדיניות המרחיבה, בפרט בארה"ב ובחלק לא מבוטל של המשקים המתעוררים שכבר נמצאים במחזור העלאות ריבית.



עוצמת התיקון שנרשמה (ביום ו' האחרון) בפני עצמה לא תוביל לשינוי תפיסה מצד הפד, מכיוון שבמכלול הדברים התנאים הפיננסים עדיין נוחים מאוד, גם לאחר הירידות בסוף השבוע האחרון בשוקי המניות ופתיחת מרווחי האשראי. הירידות בשווקים בשבוע החולף הובילו לעלייה קלה בלבד בפרמיית הסיכון הנתפסת, והיא עדיין נמצאת ברמות נמוכות יחסית, ובעלת פוטנציאל לעליית מדרגה עד להתבהרות בנוגע למידת הפגיעה מצד הוריאנט החדש.



התמתנות מסויימת בציפיות לאינפלציה בעקבות החשש מהוריאנט החדש, אך הן עדיין ברמות גבוהות בעיקר עד לטווח הבינוני (הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק האג"ח בארה"ב)

3.8
3.6
3.4
3.2
3
2.8
2.6
2.4
2.2
2
1.8

2Y
5Y
10Y
30Y

01/21 02/21 03/21 04/21 05/21 06/21 07/21 08/21 09/21 10/21 11/21

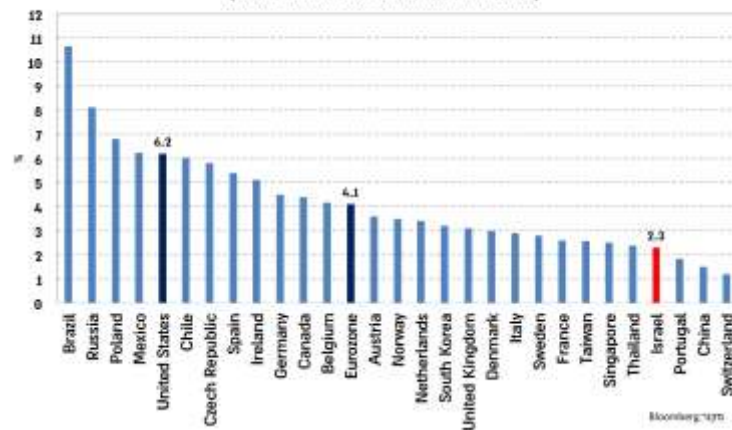
בloomberg-סקר

עד להחלטת הריבית בארה"ב באמצע דצמבר, צפויה התבהרות מסויימת סביב מידת ההדבקה ואופי התחלואה. במידה והתמונה לא תסתמן כחריפה במיוחד, סביר שהמגמה השלילית בשווקים תיבלם, כך שהדגש יחזור למישור הכלכלי והמשמעות תהיה האצה של תוכנית הרכישות של הפד במהלך הרבעון הראשון של השנה. לעומת זאת, במידה והמגמה השלילית בשווקים תחריף תוך חשש לפגיעה רחבה יותר בפעילות, סביר שהפד ימשיך עם הקצב הנוכחי לפחות עד ההחלטה בחודש ינואר.

צפי להמשך סגירת פערים בתשואות השקליות הארוכות

מבחינת השוק המקומי, החלטת הריבית האחרונה הייתה "יונית" למדיי וחיידה עוד יותר את הפער בין המדיניות המוניטארית בישראל לזו שבארה"ב. הגישה ה"יונית" בהודעת הריבית בלטה בהשמטת ההערכה כי מגמת העלייה באינפלציה נמשכה. בנוסף, הועדה ציינה כי המשקים בהם נרשמה העלאת ריבית מתאפיינים באינפלציה גבוהה מהיעד ואילו המצב בישראל שונה הן מבחינת האינפלציה והציפיות, והן מבחינת ההערכה לירידה בקצב האינפלציה מתחת למרכז היעד בשנה הקרובה. בכך רמזה הועדה, בין השורות, כי הציפיות לשינוי ריבית בישראל מוקדמות מדיי.

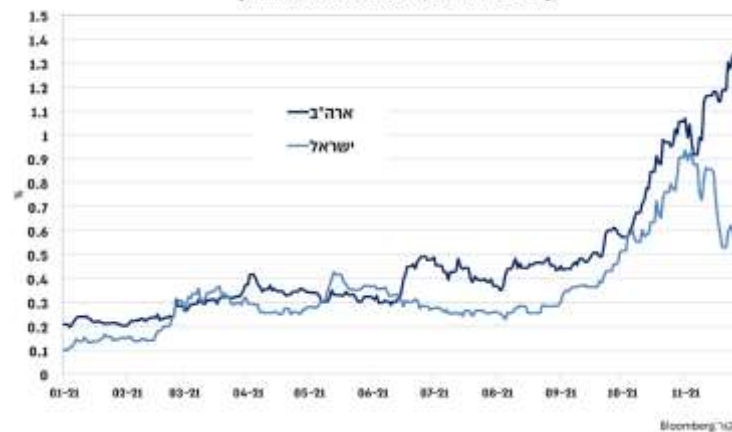
האינפלציה בישראל ממשיכה להיות בין הנמוכות בעולם
(האינפלציה בשנה האחרונה במדינות נבחרות)



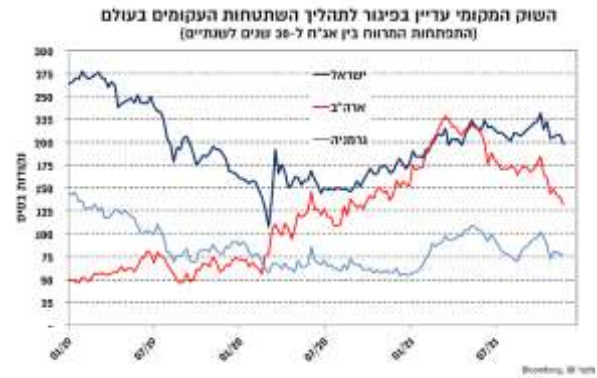
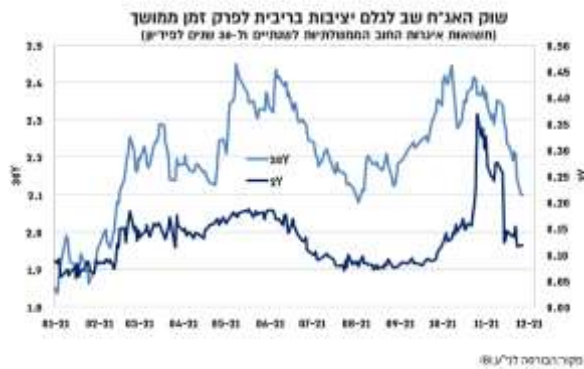
להערכתנו בכדי שהריבית תעלה סביבת האינפלציה (בפועל וציפיות) נדרשת להיות בסביבת מרכז היעד במהלך המחצית השנייה של השנה, וזאת כאשר ברקע התנאים הפיננסיים בעולם מאפשרים את המשך מחזור העלאת הריבית, בפרט בארה"ב. כמו כן, ככל שהפד ייאלץ לנקוט בקו ניצי יותר, פוטנציאל העלאת הריבית בישראל ירד, שכן סביר שככל שהפד יתקדם עם הצמצום המוניטארי תהיה לכך השפעה שלילית על השווקים הפיננסיים ועל מחירי הסחורות, כלומר התפתחות שתצנן את סביבת האינפלציה ואת הציפיות להמשך העלאת ריבית.

לפיכך, עם עד לאחרונה הציפיות לשינוי בריבית בישראל עקבו אחר אלו שבארה"ב (לפחות בשוק ה-SWAP, שכן בשוק האג"ח התוואי הנגזר לכל אורך הדרך היה מתון באופן ניכר), הרי שלאחר ההפתעה כלי מטה במדד אוקטובר והתחזקות השקל, נרשמה ירידה ניכרת בציפיות להעלאת ריבית בשוק ה-SWAP, ואילו בשוק האג"ח התשוואות הקצרות שבו לגלם צפי ליציבות בריבית.

ירידה חדה בציפיות להעלאת הריבית בישראל
(הריבית לשנה בעוד שנה בישראל ובארה"ב)



ירידה בציפיות להעלאת הריבית מלווה בדרך כלל בהיתללות של עקום האג"ח, אך השוק האמריקאי ממשיך לשקף תרחיש שבו העלאת ריבית, גם אם בקצב מעט מתון יותר, תוביל להאטה ולכן העקום ממשיך להשתטח. מבחינת השוק המקומי, התלילות גבוהה באופן ניכר מזו שבארה"ב ובגרמניה, כך שירידת התשוואות המהירה שנרשמה לאחרונה לכל אורך העקום לוותה בירידה קלה בתלילות. מכיוון שהתלילות (2-30) עדיין גבוהה ונעה סביב 200 נ"ב, ובהתחשב בכך שאיגרות החוב לטווח הקצר חזרו לרמות (0.11%) שמשקפות יציבות בריבית לפרק זמן ממושך, עיקר הפוטנציאל של סגירת פערי התשוואות והתלילות ביחס לעולם טמון להערכתנו בהמשך ירידת התשוואות ל-30 שנה.



גילוי

לכותבי המאמר ולחברת שרותי בורסה והשקעות בישראל- אי.בי.אי בע"מ ("שרותי בורסה") אין רישיון שיווק השקעות והם אינם מבטוחים 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".

