

סקירת מאקרו

רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות

- ◆ השווקים הפיננסיים הגיעו להחלטות הריבית האחרונות עם ציפיה לטון ניצי יותר מהבנקים המרכזיים המובילים, ובפועל קיבלו טון יוני עם המשכיות של הקו של האינפלציה הזמנית. הדבר קיבל ביטוי בירידת תשואות מהירה בשוק האג"ח ובעלייה בשוקי המניות.
- ◆ סביבת האינפלציה הגבוהה ולחצי השכר מגבירים את ההסתברות לכך שהטון היוני יחסית שבו נקט ה-FED לא יאפיין את מדיניותו לאורך זמן, כלומר שהוא יאלץ להגביר את קצב צמצום הרכישות בתחילת 2022.
- ◆ התחזקות השקל חריגה בהשוואה למטבעות המובלים בעולם, ומהווה בין היתר בחינה של מידת הטולרנטיות של בנק ישראל לרמת השקל עם תום תוכנית הרכישות. הלחצים להתחזקות השקל צפויים להימשך בתקופה הקרובה, ולהתמתן ככל שה-FED יתקדם עם צמצום הרכישות.
- ◆ שורת הצעדים האחרונה שהובילה הממשל בין אם בהעברת התקציב ובין אם בהסכם השכר ורפורמת Airbnb מחזקת את ההערכה כי עליית האינפלציה בשנה האחרונה ציפיה להתברר כזמנית. מגמת הייסוף בשער החליפין של השקל, מספקת חיזוק נוסף לירידה בסביבת האינפלציה במהלך השנה הקרובה.

מסרים יוניים מהצפוי מצד ה-FED וה-BOE ממשיכים לספק רוח גבית לשווקים

הבנקים המרכזיים בארה"ב ובאנגליה המשיכו במהלך השבוע האחרון את הקו המתון יחסית שבו התחיל ה-ECB בשבוע החולף, קו שבבסיסו הערכת האינפלציה הזמנית. ההפתעה המשמעותית יותר נרשמה באנגליה, וזאת לאחר סדרת מסרים ניציים שהעלתה את ההסתברות להעלאת ריבית בהחלטה זו. בפועל, העלאת הריבית אמנם עדיין מוערכת בהסתברות גבוהה בחודשים הקרובים, אך החשש מפני האטה בצמיחה במקביל לציפיות להתמתנות האינפלציה, הובילו את השוק לתמחר תוואי מתון יותר. בארה"ב, ה-FED הכריז כצפוי על התנעת צמצום הרכישות עם קצב של 15 מיליארד דולר לחודשים נובמבר-דצמבר, והמשיך עם הערכת האינפלציה הזמנית, אך מידת הביטחון בהערכה זו פחתה. עם זאת, השווקים ציפו למסרים ניציים יותר, בפרט על רקע העלייה המהירה בציפיות לאינפלציה ובציפיות להעלאת הריבית, אך ה-FED לא ניצל את ההזדמנות ליישר קו או לשדר מסר נחוש יותר בנוגע למדיניות העתידית, אלא השאיר פתח להאצת צמצום הרכישות בתחילת 2022.

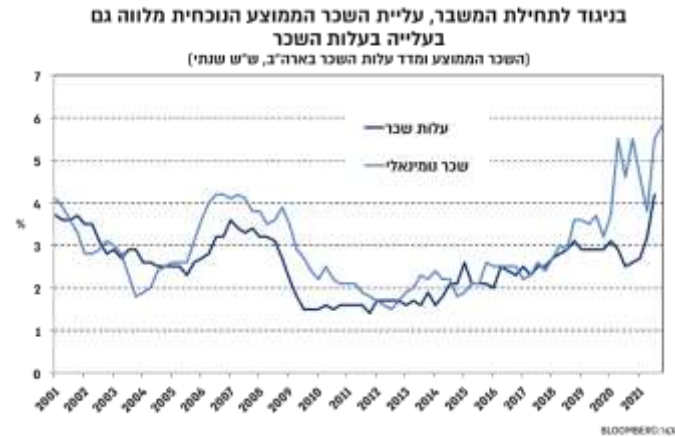
תגובת השווקים להחלטות ריבית אלו הייתה ירידת תשואות חדה לאורך העקום, עם דגש על החלקים הקצר-בינוני, הרגישים יותר לריבית, וזאת תוך עלייה קלה בתלילות העקומים ובציפיות לאינפלציה. בנוסף, מדדי המניות המובילים בארה"ב ובאירופה רשמו שבוע חזק נוסף, עם עליות של 2%-3%, מתוך הערכה שהצמצום המוניטארי יהיה איטי יותר, תוך שהבנקים המרכזיים ממתינים להתבהרות בנוגע לסביבת האינפלציה, כאשר נקודת המוצא היא הערכת האינפלציה הזמנית.



בחינת הפוזיציות בחוזים על איגרות החוב ל-10 שנים בארה"ב מסבירה חלק מהתגובה שנרשמה בשוק האג"ח. הפוזיציות טרום החלטות הריבית בשבע האחרון (הנתון ליום ג' האחרון) הצביעו על עלייה ניכרת בפוזיציות השורט מצד ספקולנטים, כך שהטון היוני בו נקטו הבנקים בארה"ב ובפרט באנגליה תורגם ככל הניראה לסגירת פוזיציות מהירה, וככל שהיא נותרה גבוהה כך קיים עדיין פוטנציאל לירידה נוספת בטווח הקצר.



השפעת הפוזיציות מתחדדת עוד יותר על רקע נתוני התעסוקה בארה"ב לחודש אוקטובר שהיו טובים מהצפוי. הנתונים הצביעו על תוספת מועסקים של כ-530 אלף לעומת צפי ל-450 אלף, וחשוב מכך השיפור התעסוקה היה רחבי ולא נשען בעיקר על ענפי הפנאי וההארכה, וכלל גם עדכון משמעותי לנתוני החודשים הקודמים של קרוב לרבע מיליון מועסקים נוספים. כמו כן, נמשכה העלייה המהירה בשכר, בשיעור של 0.4%, שמציבה את הקצב השנתי בשיעור של כ-5%. אמנם הנתון הרלוונטי לבחינת עוצמת הלחצים משוק העבודה הוא עלות השכר (שמתפרסם רבעונית ובפיגור לנתונים החודשיים), אך בניגוד לתחילת המשבר שבו נרשמה שונות בין נתוני השכר הממוצע לנתוני עלות השכר ששיקפה את הפגיעה המשמעותית בעובדים בעלי שכר נמוך, הרי שנתוני הרבעונים האחרונים מלמדים על צמצום ניכר בפערים אלו. לפיכך סביר שגם ההאצה בשכר הממוצע ממשיכה לשקף התפתחות זהה בעלות השכר, ומכאן ההסתברות הגוברת לקצב אינפלציה גבוה לפרק זמן ממושך יותר בארה"ב, הפעם בהובלת עליית השכר.

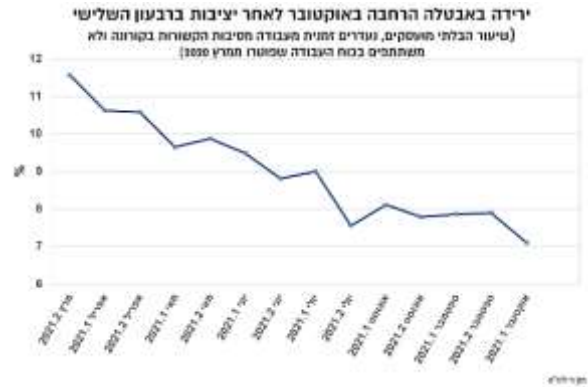


חיזוק לכך מתקבל גם מהקיפאון בשיעור ההשתתפות, שנמשך למרות ההתאוששות המרשימה עד כה בתעסוקה (רמת התעסוקה הנוכחית משקפת חזרה של למעלה מ-80% מהיקף העובדים שנגרעו בתחילת המשבר). שיעור ההשתתפות התייצב בחודשים האחרונים סביב 61.5%, נמוך בכ-150 נ"ב מרמתו טרום המשבר. במידה ושיעור ההשתתפות ימשיך לנוע סביב רמות אלו, בפרט על רקע קצבי השכר הנוכחיים, החשש מפני שוק עבודה הדוק יגבר, והדבר יבוא לידי ביטוי בעליית מדרגה בציפיות לאינפלציה ויצמצם את מרווח התמרון של ה-FED. התפתחויות אלו, לצד סביבת אינפלציה גבוהה שצפויה לנוע סביב 6% בחודשים הקרובים והמשך שיפור במצב הבריאותי, שצפוי לבוא לידי ביטוי בהמשך שיפור בשוק העבודה, כל אלה מגבירים את ההסתברות לכך שהטון היוני יחסית שבו נקט ה-FED לא יאפיין את מדיניותו לאורך זמן, כך שהוא יאלץ להגביר את קצב צמצום הרכישות בתחילת 2022.



פוטנציאל נמוך יותר להתפתחות אינפלצית שכר בישראל

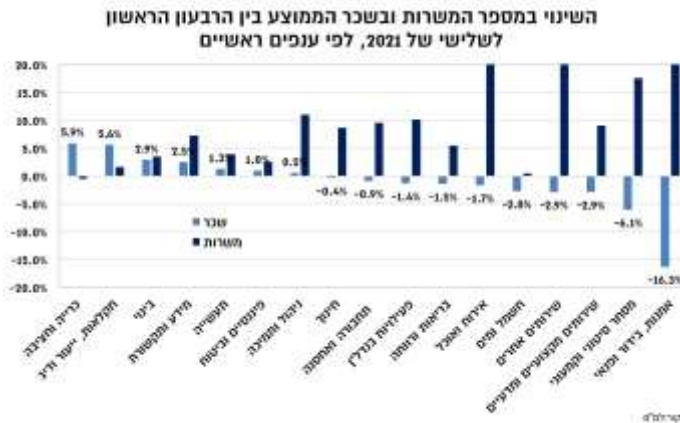
נתוני התעסוקה למחצית הראשונה של אוקטובר הצביעו על שיפור בשוק העבודה עם ירידה במצרף האבטלה הרחבה ל-7.1% וזאת לאחר דשדוש של מספר חודשים סביב 8%. נראה כי שילוב של סיום תשלומי החל"ת, עיתוי החגים וכמובן השיפור במצב הבריאותי עושים את שלהם ומובילים לעלייה בתעסוקה ובהדרגה לאיזון טוב יותר בין הביקוש הגבוה (משורות פנויות) להיצע. באומדן לעומק האבטלה, בלתי מועסקים ועובדים שנשרו מכוח העבודה עם תחילת המשבר, חל שיפור מסוים, אך רמתו עדיין גבוהה, סביב 290 אלף, ומשקפת עדיין חשש לעלייה באבטלה המבנית.



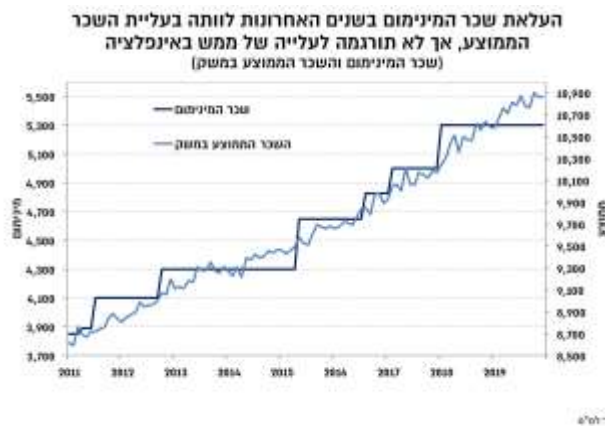
גם נתוני משרות השכיר לחודש אוגוסט הצביעו על המשך השיפור בשוק העבודה, תוך עלייה בהכנסה הריאלית, התפתחות חשובה על רקע סיום מודל החל"ת. כפי שעולה מהגרף הבא, ההכנסה הריאלית עלתה אמנם מעבר לרמתה טרום המשבר, אך היא עדיין נמוכה בכ-5% מהמגמה שאיפיינה אותה טרום המשבר, שכזכור לא לוותה בסביבת אינפלציה גבוהה במיוחד.



מבחינת צד העלויות, בכדי לבחון את השפעה זו נדרשים נתוני עלות השכר, בפרט על רקע השינוי בתמהיל המועסקים החדשים, שמוטה לעבר ענפים שנפגעו יותר מהמשבר. בהעדף נתון זה, קירוב לכך יכול להתקבל מבחינה ענפית של השינוי בתעסוקה ובשכר. ככל שמדובר במצב שבו הענף מאופיין בעלייה בתעסוקה ביחס לתקופת המשבר במקביל לעלייה בשכר, ניתן לומר בקירוב כי הענף מאופיין בלחצי שכר גבוהים יותר ואילו בענפים שבהם התמונה מעורבת (תוספת מועסקים שמלווה בירידת שכר) ניתן לומר בקירוב כי החזרת העובדים לא מלווה בלחצי שכר חריגים. לשם השוואה נלקחו החודשיים הראשונים של השנה, שבהם סבל המשק מהגל השלישי והתאפיין בשיעור אבטלה דו ספרתי גבוה, אל מול הרבעון השלישי (נתוני יולי-אוגוסט) שבו חל שיפור באבטלה לרמות של כ-8% (מצרף רחב). מבחינה ענפית עולה כי במרבית הענפים התמונה מעורבת, כלומר שיפור בתעסוקה המלווה בירידה בשכר הממוצע, ואילו הענפים הבולטים בעליית שכר תוך עלייה במצבת המועסקים הן כמובן ההי-טק (שפחות רלוונטי לאינפלציה המקומית מבחינת העלויות, אלא יותר כגורם ביקוש) וענף הבינוי, ובמידה פחותה בענפי התעשייה.

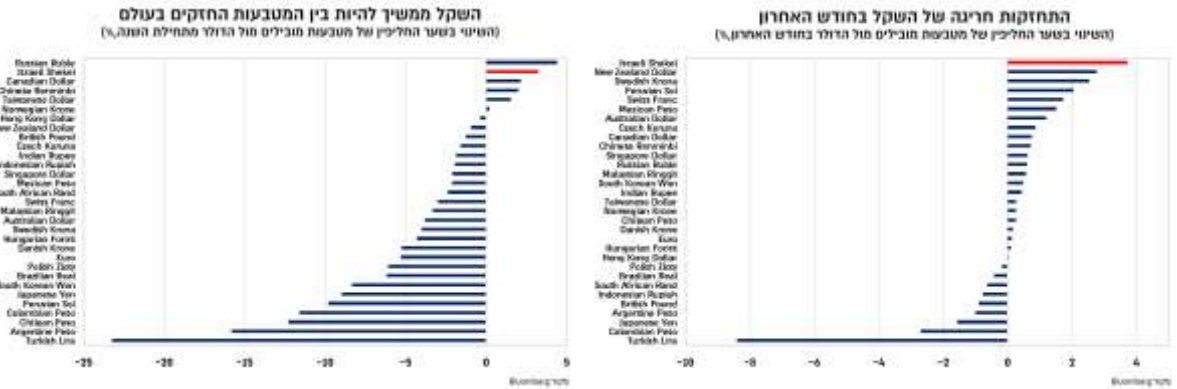


ממצאים אלו עולים בקנה אחד עם הערכת מחלקת המחקר כי קצב עליית השכר הנומינאלי (מתוקן לשינוי בתעסוקה) התמתן בתחילת המשבר וחוזר בהדרגה לקצבי טרום המשבר. בנוסף, הסכם השכר בסקטור הציבורי שבבסיסו הקפאת שכר עם העלאה הדרגתית של שכר המינימום החל מהשנה הבאה (מ-5300 כיום ל-6000 ב-2025), צפוי לפעול כגורם ממתן ללחצי השכר במשק, בפרט במצב הרגיש שבו שרוי שוק העבודה כלומר חוסר האיזון בין הביקוש להיצע. חשוב לציין כי ניסיון העבר, בו נרשמו מספר פעימות של העלאת שכר המינימום, בפרט בין השנים 2015 ל-2018 עם העלאה של למעלה מ-20% ב-4 פעימות, מעליה כי הדבר לווה גם בעלייה בשכר הממוצע במשק. עם זאת, סימנים להשפעה על סביבת האינפלציה הסתמנו רק בסוף התהליך, שבו שוק העבודה היה הדוק והתאפיין בשיעור אבטלה נמוך מאוד של כ-3.5%, וגם אז מדובר היה בלחצים מתונים מאוד, שתרמו לעליית האינפלציה לסביבת הגבול התחתון של היעד.



התחזקות השקל וצעדי הממשלה מחזקים את הערכת האינפלציה הזמנית

ההתחזקות המהירה של השקל נמשכה גם בשבוע האחרון, ועוצמתה ממשיכה להיות חריגה, כך שבשבוע האחרון ייסוף של כ-1.7%, זהה רק לזה שנרשם בצ'כיה ובברזיל, מדינות שנמצאות בעיצומו של מחזור העלאות ריבית. עוצמת השקל בולטת גם בחודש האחרון עם ייסוף חריג של כ-4% (הגבוה ביותר מבין המטבעות העיקריים) כאשר מתחילת השנה, התחזקות השקל שנייה רק לרוכל הרוסי שנהנה משילוב של הגאות במחירי האנרגיה בעולם במקביל לסדרת העלאות ריבית מהירות לריבית של 7.5%.



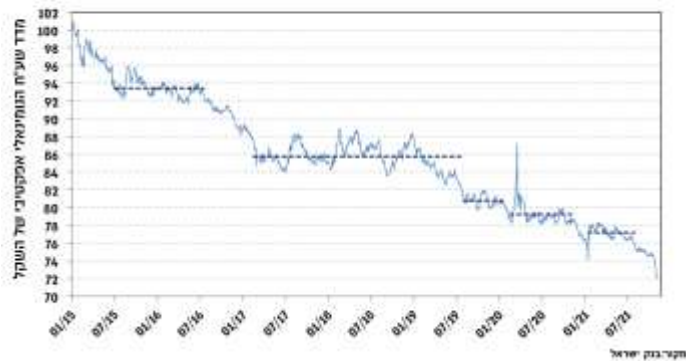
הגורמים הבסיסיים התומכים בשקל לא התאפיינו בשינוי של ממש, וגם השינוי בסביבת הריביות הקצרה (בעיקר ב-IRS, ובמידה פחותה באופן ניכר בשוק המק"מ והאג"ח) הובלה על ידי השוק האמריקאי, תוך שינוי מינורי בפערי הריביות (כולל ה-basis). אין ספק כי המשך הגאות בענפי הטכנולוגיה ובעיקר בשוקי המניות בעולם מפעילים לחץ גבוה יחסית על השקל, כך שמכירות המוסדיים נטו מתחילת השנה נעות סביב 20 מיליארד דולר. אחזקות הזרים באג"ח נותרו יציבות בחודשים האחרונים, לאחר מגמת עלייה בתחילת השנה (שבחלקה ניטראלית בהשפעתה על שוק המט"ח).



מכאן, נראה כי עיקר ההשפעה טמונה בסיום תוכנית הרכישות של בנק ישראל (30 מיליארד דולר), כלומר השוק בוחן את מדיניות הבנק ואת מידת הטולרנטיות לסביבת שער החליפין החדשה. החדשות הרעות מבחינת בנק ישראל הן כי הבנקים המרכזיים המובילים לא סיפקו את הסחורה בהחלטות האחרונות אלא שיגרו מסרים יוניים. החדשות הטובות לעומת זאת, הן התנתת תהליך צמצום הרכישות בארה"ב וההסתברות הלא מבוטלת לכך שה-FED יאלץ להאיץ את קצב הצמצום בתחילת 2022, תרחיש שצפוי להוביל להתחזקות של הדולר בעולם ולתמוך בהיחלשות של השקל מול הדולר גם בשל הציפיה להעלאת ריבית והן מתוך השפעה ממתנת על נכסי הסיכון (ומכאן על פעילות הגידור של המוסדיים). המשמעות של תרחיש זה היא לחצים להמשך התחזקות השקל בטווח הקצר, שסביר שייתקלו בתגובה מצד בנק ישראל בהתחשב בעוצמת הייסוף החריגה עד כה, וזאת לעומת פוטנציאל לפיחות שקל-דולר במהלך המחצית הראשונה של 2022.

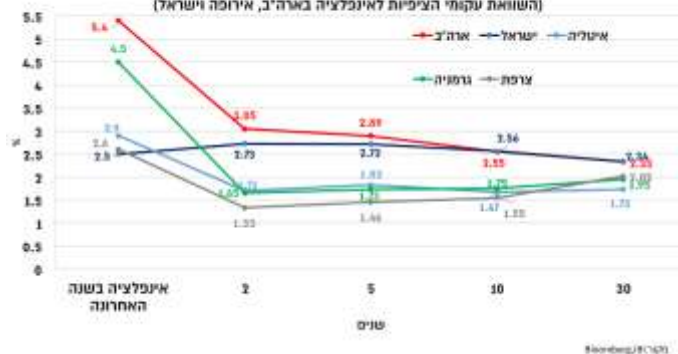
מהלך הייסוף של השקל בולט במיוחד במונחי סל שכן הדולר התחזק לאחרונה בעולם. רמת השקל-סל הנוכחית משקפת ייסוף של כ-7% ביחס לרמה הממוצעת שנרשמה לאורך המחצית הראשונה של השנה. במידה והשקל יתייצב סביב רמות אלו צפויה השפעה ממתנת בפיגור על האינפלציה (אפקט מלאי), שתבוא לידי ביטוי במהלך המחצית הראשונה של 2022.

רמת הסל הנוכחית מהווה ייסוף של כ-7% ביחס לרמה הממוצעת במחצית הראשונה של השנה (שער החליפין של השקל-דולר אמריקאי)



מעבר להשפעה זו, שורת הצעדים שנקטה הממשלה ובראשם הסכם השכר, רפורמת היבוא ובשבוע האחרון הצהרה על רפורמת Airbnb (איסור שימוש בדירות במרכז הארץ להשכרת לנפש ובכלל לשימוש חורג, שבמידה ותיושם תמתן את עליית שכר הדירה), כל אלה מחזקים את ההערכה כי העלייה הנוכחית באינפלציה צפויה להיות זמנית. זאת לעומת התמחור בשוק האג"ח המכוון לאינפלציה גבוהה יחסית של כ-2.7%-2.8% בשנה השנייה עד הרביעית וזאת מעבר לעלייה בשיעור של 2.6%-2.7% בשנה הקרובה. אמנם בחודשים הקרובים האינפלציה צפויה להתאפיין בקצב גבוה יחסית (עליית מחירי אנרגיה, השפעות השיבושים בשרשרת האספקה והשפעות חד פעמיות של העלאות המיסים, ובעיקר מס רכישה ומס משקאות מתוקים וכלים חד פעמיים), אך הדבר מקבל ביטוי גבוה ואף מעבר לכך בתמחור הנוכחי. בנוסף, במידה ואכן סביבת האינפלציה בארה"ב תישאר גבוהה, הצעדים שינקוט ה-FED יובילו לירידה באינפלציה המיובאת לישראל, שהיוותה את הגורם העיקרי לעלייה המדרגה באינפלציה בשנה האחרונה. לפיכך, בתמחור הנוכחי נמשכת להערכתנו העדיפות של האפיק השקלי על פני הצמוד לכל אורך העקום.

הציפיות המקומיות ממשיכות לנוע בסביבה האמריקאית, למרות השונות בסביבת האינפלציה וצעדי הממשלה שצפויים למתן את האינפלציה בטווח הבינוני (השונות עקומי הציפיות לאינפלציה בארה"ב, אירופה וישראל)



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 בנושאינו 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.

ללקוחות כשירים בלבד

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".