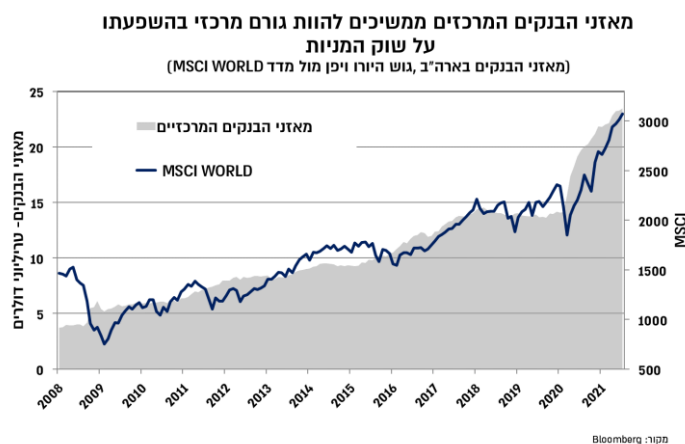


רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות

סקירת מאקרו

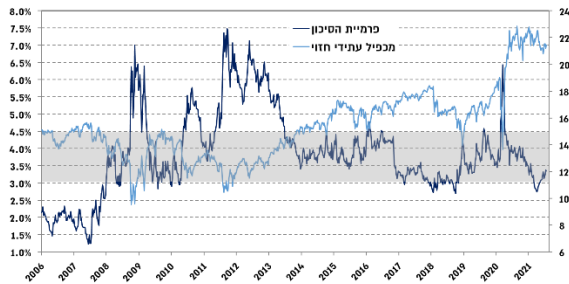
השפעת הנזילות דומיננטית יותר מאשר החששות להתמתנות בקצב הצמיחה

המגמה החיובית בשוקי המניות נמשכה בשבוע האחרון עם המשך הובלה של ענפי הטכנולוגיה לעומת ביצוע חסר של הענפים המחזוריים. הירידה בשוקי המניות בתחילת השבוע, שבעיקר שיקפה חשש מפני התפשטות וריאנט הדלתא, נמחקו באופן מהיר, והמחישו את השפעתה של הנזילות הגבוהה בשווקים. הירידה האחרונה בסביבת התשואות בשוק איגרות החוב הממשלתיות בארה"ב משקפת הנמכה מסויימת של תחזית הצמיחה ומשולבת עם ביצוע חסר של הענפים המחזוריים. על רקע אי הדאות בנוגע להשפעת העלייה במקרים המאומתים לקורונה בעולם, בנוגע לעוצמת ההאטה בסין ולמדיניות הפיסקאלית בארה"ב, סביר לצפות בתקופה הקרובה לתנודתיות גבוהה יותר בדומה לזו שנצפתה במהלך השבוע האחרון, אך כל עוד נמשכות תוכניות הרכישות של הבנקים המרכזיים בעולם סביר שידה של הנזילות הגבוהה תהיה על העליונה.



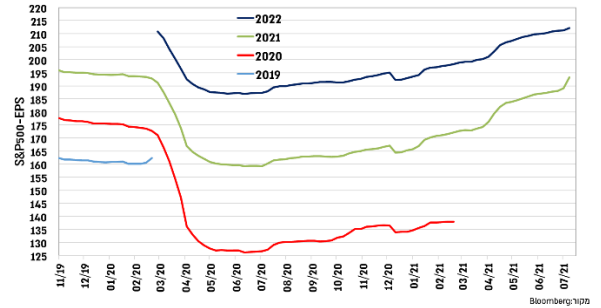
באופן כללי, ירידת התשואות באיגרות החוב הממשלתיות בארה"ב וההתחזקות של הדולר בעולם, משקפים מסר זהיר יותר מצד אפיקים אלה בנוגע לצמיחה העולמית, מאשר זה שעולה משוקי המניות. התמחור הנוכחי במדדים המובילים בארה"ב קיבל אמנם רוח גבית מירידת התשואות לטווח ארוך, אך במקביל גוברת התלות במידת השיפור ברווחיות, שכן עליית מדרגה נוספת במכפילים אינה סבירה בהתחשב ברמתם הגבוהה מאוד. הצפי לשיפור ברווחיות בארה"ב נמשך לאחורונה, והוא מגלם צפי לעלייה חדה של כ-40% ברווח למניה של חברות ה-S&P500 ביחס לרווחיות שנרשמה ב-2020. בנוסף, התמחור הנוכחי משקף צפי לעלייה של כ-10% ברווח למניה ב-2022, וניראה כי השוק מצפה ליישום חלקי לכל היותר של ההצהרות שאפתניות מצד ממשל ביידן בכל הנוגע למיסוי חברות ולמדיניות ההגבלים העסקיים.

עלייה של פרמיית הסיכון מרמות נמוכות, בעיקר כתוצאה מירידת התשואות בשוק האג"ח



מקור: Bloomberg, IBI

נמשכת העלייה בתחזיות הרווח ל-2021. השוק מייחס משקל נמוך ליישום התוכניות של ממשל ביידן. (התפתחות תחזית הרווח למניה ב-S&P500)

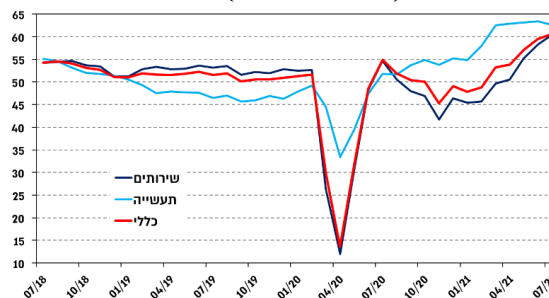


מקור: Bloomberg

גוש היורו ימשיך ליהנות מתנאים פיננסיים נוחים

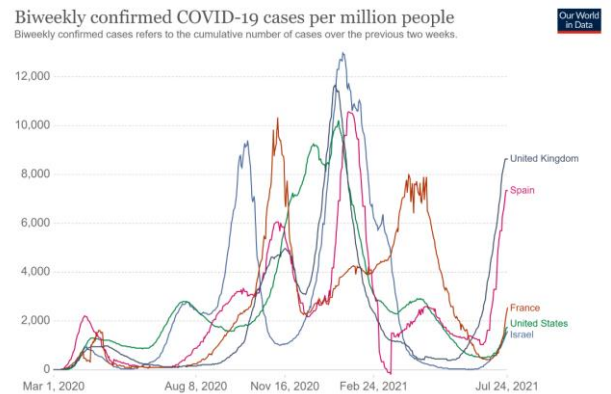
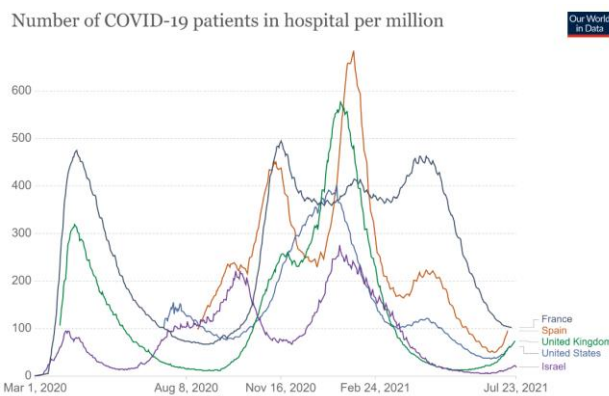
בהחלטת הריבית באחרונה בגוש היורו לא נרשמו שינויים בריבית או התוכניות הרכישות, אך ההחלטה לוותה בשינוי ההכוונה העתידית ויעד האינפלציה. בעוד היעד הקודם כיוון לסביבת אינפלציה קרובה אך נמוכה ל-2%, היעד החדש קושר את השינוי בריבית בהתבססות האינפלציה סביב 2% בתקופת התחזית של הבנק, כלומר התנאי לשינוי כלפי מעלה בריבית הוא שתתקיים הערכה לכך שהאינפלציה תתבסס סביב 2% בפרק זמן הקצר מאופק התחזיות של הבנק, העומד על 3 שנים. בנוסף, ובדומה ל-FED גם ה-ECB רואה בעלייה הנוכחית באינפלציה כזמנית, כלומר מכוון להתבססות של האינפלציה הבסיסית סביב 2% לפרק זמן ממושך, לפני שידון בשינוי בריבית. בניגוד לארה"ב, סביבת האינפלציה בגוש היורו אינה מערימה קשיים על ה-ECB לשדר מסר יוני, שכן המדד הכללי נע סביב 2% ואילו האינפלציה הבסיסית נמוכה מ-1%. באופן דומה גם הציפיות לאינפלציה במדינות המובילות בגוש היורו נמוכות יותר ונעות סביב 1.0%-1.3% בטווח הבינוני-ארוך. השינוי ביעד האינפלציה בגוש היורו אינו בעל השפעה מהותית על התשואות בתקופה הקרובה, אך הוא מרחיק עוד יותר את השינוי הפוטנציאלי בריבית. השינוי בהכוונה העתידית בגוש היורו, התמקד בריבית וביעד האינפלציה, ולא התייחס לתוכניות הרכישות שלגביהן תתקבל החלטה בפגישה הבאה בספטמבר. בכל אופן, התמחור במדדי המניות האירופאיים המובילים נוח יותר, הן על רקע סביבת מכפילים נמוכה יותר ופרמיית סיכון גבוהה יותר, הן בשל צפי למדיניות מוניטארית מרחיבה לפרק זמן ממושך מאשר בארה"ב, והן בהתחשב בצמיחה המהירה המאפיינת את גוש היורו בעת הנוכחית, כפי שהיא באה לידי ביטוי גם ברמות הגבוהות של מדדי מנהלי הרכש. האומדן המוקדם לחודש יולי הצביע על המשך עלייה במדד המצרפי לרמות של מעל ל-60, התפתחות ששיקפה את המשך מגמת העלייה בענפי השירותים לצד רמות גבוהות בפעילות התעשייה.

התרחבות מהירה בתעשייה ובשירותים באירופה (מדדי מנהלי הרכש בגוש היורו)



מקור: Bloomberg

האיום העיקרי על ההתאוששות האירופאית מגיע מתרחיש שבו התפשטות וריאנט הדלתא מובילה לנסיגה משמעותית בפתיחת המשקים המובילים באירופה. עד כה, ההתפתחויות באנגליה ולאחרונה גם בספרד שמתאפיינות בעלייה חדה במקרים המאומתים הובילו לעלייה מתונה יחסית במספר המאושפזים בבתי החולים. המגמה בישראל דומה לזו שבאנגליה אך בעוצמה נמוכה יותר ולמרות זאת הגישה בישראל זהירה יותר וכוללת את החזרה הצפויה של התו הירוק, מהלך שצפוי להוביל להתמתנות מסויימת בהתאוששות המשק. ההתפתחויות באנגליה, שבה נרשמה הסרה כמעט מוחלטת של המגבלות למרות העלייה במקרים המאומתים, חשובות הן מבחינת ההשפעה קצרת הטווח על הפעילות והן בפרספקטיבה רחבה יותר בנוגע למידת החזרה לסביבה יותר נורמאלית. בכל אופן, נראה כי השווקים מייחסים משקל נמוך יחסית לנסיגה בפעילות כתוצאה מהחרפה מחודשת במצב הבריאותי וניתן לייחס זאת להערכה כי גם אם החיסון פחות יעיל מההערכות המוקדמות עדיין לא צפויה עלייה חדה בתחלואה, והגורם השני הוא הערכה לכך שחששות מפני הרעה של ממש במצב יאטו את נסיגת הבנקים המרכזיים מתוכניות התמריצים הנוכחיות.

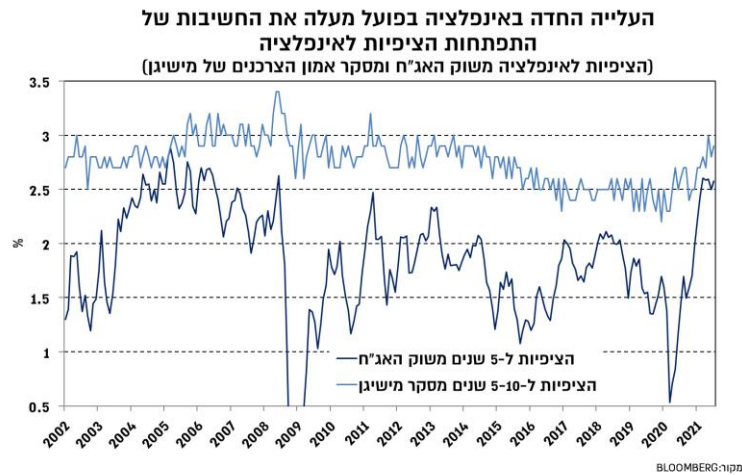


ה- FED ימשיך להכין את השווקים לצמצום הרכישות

בארה"ב, העלייה המהירה באינפלציה בשנה האחרונה, הובילה את ה-FED לנסיגה מסויימת, גם אם לא רשמית מיעד האינפלציה החדש (אינפלציה ממוצעת של 2%). יעד האינפלציה החדש שהושק לפני כשנה נועד, בין היתר, למנוע גלישה לסביבה דפלציונית בהשפעת משבר הקורונה וזאת באמצעות תמיכה בעלייה בציפיות לאינפלציה. לעומת זאת, המצב הנוכחי שהושפע מאוד מאופן היציאה מהמשבר והמדיניות הפיסקאלית האגרסיבית, קיבל ביטוי בעלייה חדה בסביבת האינפלציה בארה"ב, ושחק את מרווח הביטחון של ה-FED. התפתחות זו היא שעמדה מאחורי התנעת הדיון בתהליך צמצום הרכישות בהחלטת הריבית הקודמת. נתון האינפלציה האחרון, שהצביע על עלייה לקצב אינפלציה שנתי של 5.4% ושל 4.5% באינפלציה הבסיסית, מוביל את ה-FED להמשיך את קו המדיניות מההחלטה האחרונה, כלומר לעשות צעד נוסף קדימה עם תוכנית צמצום הרכישות.

בנוסף, קצב האינפלציה הגבוה מחדד את התלות של מדיניות ה-FED בציפיות מעוגנות לאינפלציה סביב 2%. סביבת הציפיות הנוכחית גבוהה יחסית, כאשר משוק האג"ח הציפיות ל-5 שנים נעות סביב 2.5% ואילו מתוך סקר אמון הצרכנים של מיישיגן הן נעות סביב 2.9%. רמות אלו אינן גבוהות מספיק בכדי להוביל לנסיגה מהירה מתוכנית הרכישות, אך עלייה

מדרגה נוספת בהן תיאלץ את ה-FED להאיץ את צמצום הרכישות ולשדר מסרים ניציים, תרחיש שה-FED אינו מעוניין להגיע אליו, שכן הוא מלווה בהרעה מהירה בתנאים הפיננסיים.



לפיכך, קצב האינפלציה הגבוה לא מאפשר ל-FED מרווח ביטחון רב בנוגע להתפתחות הציפיות לאינפלציה (כלומר לעלייה נוספת בהן). מאז החלטת הריבית האחרונה בארה"ב, שבה ה-FED אותת על התנעת תהליך צמצום הרכישות נרשמה ירידת תשואות תוך השתטחות העקום, שלמעשה שיקפה ירידת מדרגה בפרמיית האינפלציה לטווח ארוך. בימים האחרונים התווספה לכך גם הנמכה מסויימת של תחזית הצמיחה והיא קיבלה ביטוי בירידה בריבית הריאלית ובציפיות להעלאת ריבית ב-2022 לכדי מהלך אחד בסוף השנה הבאה. למרות זאת, סביר שבמאזן שבין החששות מפני התפשטות הנגיף לבין סביבת האינפלציה והתנאים הפיננסיים הנוחים מאוד, ה-FED צפוי לתת משקל גבוה יותר לאחרונים. לכן, אנו מעריכים כי בהחלטת הריבית הקרובה ה-FED צפוי לספק יותר פרטים בנוגע לדיון על צמצום הרכישות, ובכל אופן לאותת כי הוא לא יישאר אדיש לתרחיש שבו תירשם עליית מדרגה בציפיות לאינפלציה, מסרים שעשויים להתפרש כניציים לפחות לטווח קצר.

שוק האג"ח המקומי עדיין בפיגור לירידת התשואות בעולם

שוק איגרות החוב הממשלתי המשיך לעקוב אחר מגמת ירידת התשואות אך עוצמת הירידה מתונה יחסית והוא צפוי להערכתנו להמשיך ולסגור את הפער ביחס למגמה העולמית, בפרט בחלקים הארוכים של העקום בהן התלילו חריגה מאוד ביחס לעולם.

הציפיות לאינפלציה ירדו לאחר פרסום מדד יוני שהמשיך לשקף עלייה באינפלציה בתמיכת גורמים הקשורים לאופי המשבר ולפתיחת המשק. עם זאת רמת הציפיות, ממשיכה להיות גבוהה להערכתנו בפרט בטווחים הבינוני-ארוך לפידיון. שכן, מעבר להתפוגגות הצפויה של השפעות פתיחת המשק, ולכך שהציפיות קרובות יותר לרמתן בארה"ב מאשר באירופה, הרי שהמיקוד המחודש של הממשלה ברפורמות הקשורות ליוקר המחייה במשק מעלות את ההסתברות לסביבת אינפלציה נמוכה יותר בטווח הבינוני.