

סקירת מאקרו

רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות

- ◆ לפני החלטת הריבית השבוע בארה"ב, ה-FED קיבל רוח גבית לתזת "האינפלציה הזמנית" הן מצד תמהיל האינפלציה והן מצד שוק האג"ח
- ◆ ירידת התשואות בשוק האג"ח משקפת ירידה בציפיות לאינפלציה ואת הקשיים המסתמנים עד כה בהמשך המדיניות הפיסקאלית של ממשל בידן. אי הודאות שעדיין קיימת סביב אופן החזרה לשוק העבודה, המדיניות הפיסקאלית ועיתוי צמצום הרכישות על ידי ה-FED מהווים גורמים ממתנים להמשך ירידת התשואות.
- ◆ סביבת האינפלציה בארה"ב ממשיכה להיות גבוהה משמעותית מזו שבגוש היורו ובסין
- ◆ השיפור במצב המשק ממשיך לקבל ביטוי בהכנסות גבוהות ממסים. המשך מגמה זו צפוי לבוא לידי ביטוי בגירעון נמוך מהצפוי השנה ובהתאמות מתונות יחסית בתקציב 2022.
- ◆ שוק האג"ח המקומי נמצא בפיגור למהלך הירידה בתשואות ובציפיות לאינפלציה שנרשם לאחרונה בארה"ב ובאירופה.

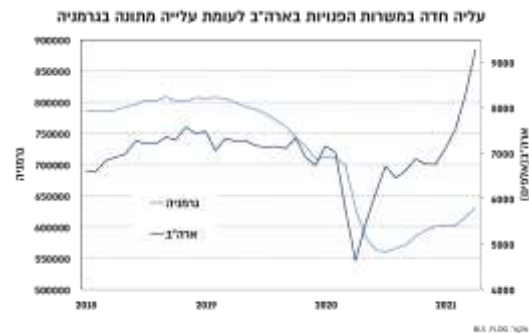
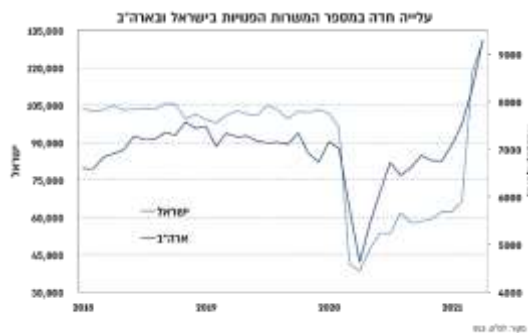
ה-FED מגיע להחלטת הריבית עם רוח גבית להערכת "האינפלציה הזמנית"

לקראת החלטת הריבית השבוע בארה"ב, ה-FED קיבל רוח גבית לתזת "האינפלציה הזמנית" הן מצד תמהיל האינפלציה והן מצד שוק האג"ח. מדד המחירים לצרכן לחודש מאי אמנם עלה שוב בשיעור גבוה מהצפי (עלייה של 0.6% במדד הכללי ושל 0.7% באינפלציה הבסיסית, לעומת צפי לעלייה של 0.5% בשניהם), אך בדומה למדד אפריל המשיך לשקף תרומה גבוהה בעיקר מצד סעיף התחבורה וענפים המושפעים מפתיחת המשק. קצב העלייה החודשי בסעיף הדיור אמנם עלה במעט, אך הקצב השנתי מוסיף לנוע סביב שיעור מתון של כ-2%. העלייה הגבוהה במדד מאי הובילה את קצב האינפלציה השנתי ל-5%, ואת האינפלציה הבסיסית ל-3.8%. העלייה באינפלציה ממשיכה להישען בעיקר על עליית מחירי הסחורות, שהגיעה לכ-8% במאי, לעומת חזרה לקצבים שאיפיינו את תקופה טרום המשבר בענפי השירותים, של סביב 3%. כפי שעולה מהגרף הבא, נרשמו מספר אפיזודות בהן עלו מחירי הסחורות בקצבים של 7%-8%, אך לרוב מדובר בתקופות קצרות יחסית, שלאחריהן מגיעה תרומה אפסית ואף שלילית למדד הכללי.



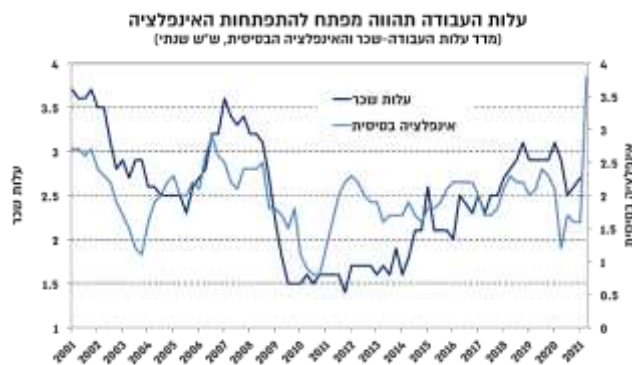
במצב הנוכחי, ככל שפתיחת המשק תימשך ודפוסי הצריכה יחזרו לעצמם (ככל שהמצב הבריאותי משתפר ההסתברות לכך עולה), כך הלחץ על מחירי הסחורות יתמתן, ועיקר התרומה למדד הכללי יחזור להיות מצד ענפי השירותים. בתרחיש זה, הדגש עובר לשוק העבודה ובפרט לאופן החזרה של הבלתי מועסקים למעגל התעסוקה, ולסגירת הפער החריג שבין הביקוש לעובדים לבין היצע העובדים.

נתוני המשרות הפנויות לחודש אפריל בארה"ב הצביעו על עלייה חדה נוספת במספר המשרות הפנויות לכ-9.3 מיליון משרות. לעומתם, נתוני תוספת המועסקים לחודשים אפריל-מאי שיקפו תוספת מתונה יחסית כך שהפער בין הביקוש להיצע נותר גבוה. אמנם חלק מהמדינות בארה"ב החליטו על צמצום של דמי האבטלה המורחבים, אך באופן רשמי התמיכה המורחבת אמורה להסתיים ק בתחילת ספטמבר, כך שבפרק זמן זה עשויים להיווצר לחצים לעליית שכר. לשם השוואה באירופה בה ננקט ה"מודל הגרמני" רמת המשרות הפנויות נמוכה באופן משמעותי ואילו בישראל מודל החל"ת אמור להסתיים ברובו בסוף החודש הנוכחי, כך שהלחצים לעליית שכר צפויים להיות מתונים יותר מאלו שבארה"ב.



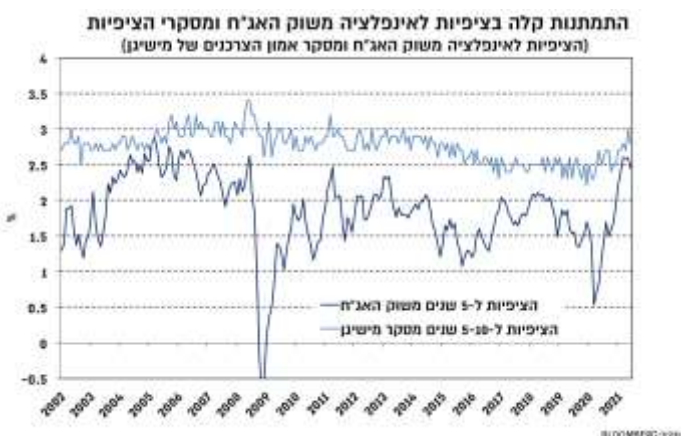
כמו כן, עליית המחירים המהירה בארה"ב שוחקת את השכר הריאלי. לפיכך, במידה והירידה באבטלה תלווה בעליית שכר מתונה יחסית, ההסתברות להמשך עליית מחירים בקצבים גבוהים תהפוך לנמוכה למדי (בהנחה והתמיכה הפיסקאלית

הנדיבה שהובילה לעלייה ניכרת בהכנסה הפנויה בשנה האחרונה, אכן תסתיים בספטמבר). הנתון הרלוונטי לבחינת הלחצים מצד השכר אינו השכר הממוצע, המושפע מהרכב התעסוקה שהשתנתה במידה ניכרת בעקבות המשבר (עם פגיעה משמעותית יותר בבעלי השכר הנמוך), אלא עלות השכר. ברבעון הראשון של השנה חלה במדד זה התמתנות\ ובאופן כללי הוא נע סביב 2.5%-3%, קצב שבעשור-שניים האחרונים לא לווה בהאצה בקצב האינפלציה.



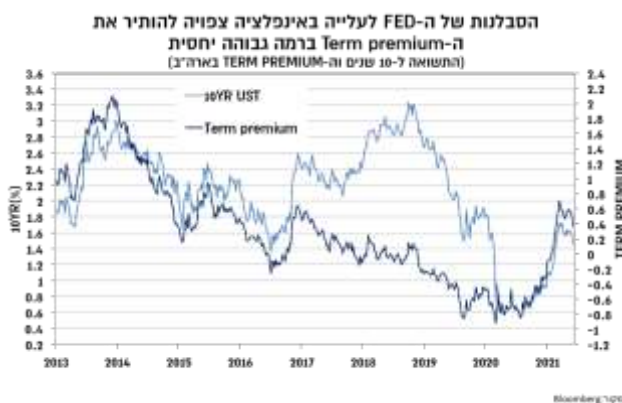
מלבד תמהיל האינפלציה ה-FED יכול להתעודד גם מבלימת העלייה בציפיות לאינפלציה שנרשמה לאחרונה. סקר אמון

הצרכנים של מייסגן לחודש יוני הצביע על התמתנות בציפיות לטווח של 5-10 שנים מ-3% ל-2.8%, ואילו הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק האג"ח רשמו בשבוע האחרון ירידה של 10-20 נ"ב והן נעות בין 2.7% בטווח של שנתיים ל-2.30%-2.45% בטווחים הבינוני והארוך. עקום הציפיות לאינפלציה בארה"ב ממשיך לרדת משמאל לימין ולמעשה ממשיך לשקף



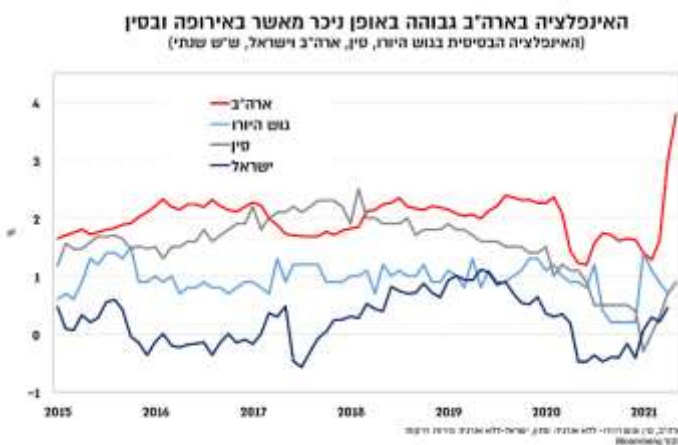
הערכה כי עיקר הלחצים האינפלציוניים צפויים לבוא לידי ביטוי בטווח הקצר ולהתמתן בטווח הבינוני.

התמתנות הציפיות לאינפלציה בארה"ב היותה גורם מרכזי בירידת התשואות והתלילות שנרשמה לאחרונה. מעבר להערכה כי חלק מהגורמים לעלייה באינפלציה נובעים מהתפתחויות זמניות, נראה כי הקשיים בהם נתקל עד כה ממשל בידן בהעברת תוכנית פסקאלית נוספת (שעיקרה השקעה בתשתיות ובשירותים ציבוריים שתמומן בהעלאות מיסים) תרמו אף הם לירידת התשואות. בהתחשב בכך שהשינויים בתשואות איגרות החוב בשנה האחרונה שיקפו בעיקר שינויים בפרמיית הסיכון הנתפסת, כך גם ירידת התשואות האחרונה שיקפה ירידת פרמיית הסיכון. עם זאת, אנו מעריכים כי השוק יתקשה להמשיך ולהפחית במידה ניכרת את פרמייה זו בהתחשב באי הודאות שעדיין קיימת סביב החזרה לשוק העבודה, המדיניות הפיסקאלית ועיתוי צמצום הרכישות על ידי ה-FED.

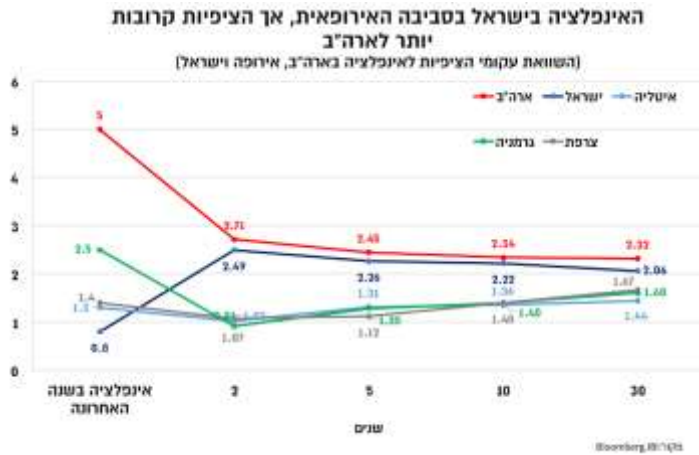


בהחלטה בשבוע הקרוב, ה-FED כאמור מגיע עם תנאים נוחים וללא לחצים מצד השווקים, אך סביר כי בהתאם להתבטאויות של מספר חברים בשבועות האחרונים, יאותת כי החל לדון בצמצום הרכישות. תמיכה נוספת לכך מתקבלת גם מעודפי הנזילות הגבוהים המאפיינים את השוק האמריקאי, כפי שבא לידי ביטוי בעלייה חדה בהיקף מכרזי הריפו הפוכים.

השוק המקומי בפיגור למהלך הירידה בתשואות ובציפיות לאינפלציה



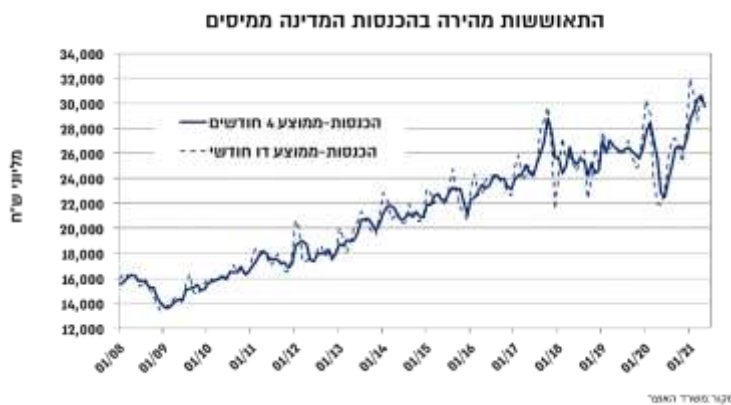
האינפלציה בארה"ב מוסיפה להיות גבוהה באופן ניכר מזו שבאירופה ובסין, ומשקפת לצד עליית המחירים החריגה בכלי הרכב גם את השפעת תגובת המדיניות האגרסיבית יותר למשבר שננקטה בארה"ב. מדד המחירים לצרכן בגוש היורו עלה במאי בקצב שנתי של 2% ואילו בסין בשיעור של 1.3%, כאשר האינפלציה הבסיסית במדינות אלו ממשיכה לנוע סביב 1% בלבד.



סביבת האינפלציה הנמוכה יותר באירופה משתקפת גם בציפיות לאינפלציה בקרב המדינות המובילות בגוש היורו, שנעות סביב 1%-1.5% לאורך העקום. בישראל לעומת זאת, למרות שסביבת האינפלציה נמוכה יותר מזו שבמדינות אלו, וצפויה לנוע בהמשך סביב הרמות שמאפיינות את גוש היורו, סביבת הציפיות קרובה יותר לזו שבארה"ב ומשקפת סביבה של -2.5% 2.25% לא רק בטווח הקצר אלא גם לשנים

הקרובות. תמחור זה משקף להערכתנו פרמיית סיכון אינפלציונית גבוהה מדי. לדעתנו, למעט בטווח הקצר, שבו גורמי ההיצע והביקוש עשויים ליצור אינפלציה גבוהה יחסית, הפרמיה האינפלציונית הגלומה באיגרות החוב הצמודות גבוהה מדי, ותומכת בהקטנת החשיפה לצמודי המדד בטווחים אלו (הבינוני והארוך).

השונות בהתנהגות של שוק האג"ח המקומי נרשמה גם בציפיות לאינפלציה וגם בכיוון התשואות, כלומר עלייה בתשואות ובתלילות למרות ירידה בארה"ב ובאירופה. ייתכן כי חלק ממהלך זה נבע מצמצום ברמת הרכישות החודשית של בנק ישראל מכ-4.5 מיליארד ₪ (בין החודשים אוגוסט 2020 לבין מרץ השנה) לכ-3.5 מיליארד ₪ בחודשים אפריל-מאי. להערכתנו, החשש מצמצום זה מוגזם שכן צמצום זה מגיע עם שיפור בתמונת המצב הפיסקאלית ועל רקע רגיעה יחסית בשוקי האג"ח בעולם ובעיקר סביבת אינפלציה מקומית נמוכה יחסית. כמו כן, במידה ואכן החשש מפני צמצום רכישות הוא זה שמניע את התנהגות השוק, הרי שהשפעת גורם זה אמורה לבוא לידי ביטוי באופן משמעותי יותר בריביות הריאליות מאשר בנומינליות, כלומר תמיכה נוספת לביצוע חסר של איגרות החוב הצמודות למדד.



השיפור בתמונה הפיסקאלית נמשך גם בחודש מאי עם ירידה בגירעון השנתי המצטבר מ-11.2% באפריל ל-10.5% תוצר. השיפור בגירעון משקף בעיקר את ההתאוששות בצד ההכנסות וזאת בהשפעת השיפור המתמשך בפעילות המשק, במקביל לחזרה להפקדות מצד הביטוח הלאומי. המשך התאוששות בפעילות המשק צפוי לבוא לידי ביטוי בהמשך שיפור בצד ההכנסות ובהוצאה פחותה ב"קופסאות"

הקורונה, כך שסביר לצפות לתת ביצוע מסוים בצד ההוצאות השנה. לפיכך, בהנחה ולא יחול מפנה לרעה במצב הבריאותי שיקרין לשלילה על הפעילות המשקית, הרי שהגירעון השנה צפוי לרדת לסביבה של כ-100 מיליארד ש"ח, כ-7%-6.5% תוצר. בהנחה ולא תחול הידרדרות מחודשת במצב הבריאותי הרי שביטול קופסאות הקורונה בשנה הבאה וצפי לצמיחה גבוהה של כ-5%, המשקפת את פער התוצר השלילי בו שרוי המשק, צפויים להוביל לירידת מדרגה נוספת בגירעון, לסביבה של 4%-3.5%, כך שהיקף ההתאמות הנדרשות בתקציב 2022 צפוי להיות מתון יחסית.

גילוי

לכותבי המאמר ולחברת שרותי בורסה והשקעות בישראל- אי.בי.אי בע"מ ("שירותי בורסה") אין רישיון שיווק השקעות והם אינם מבטחים בביטוח הנדרש מבעלי 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 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".