

רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות

סקירת מאקרו

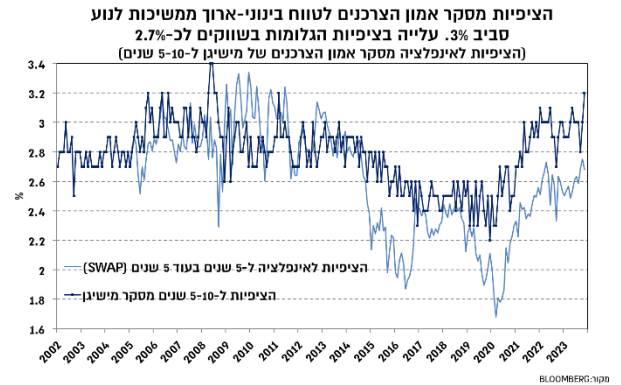
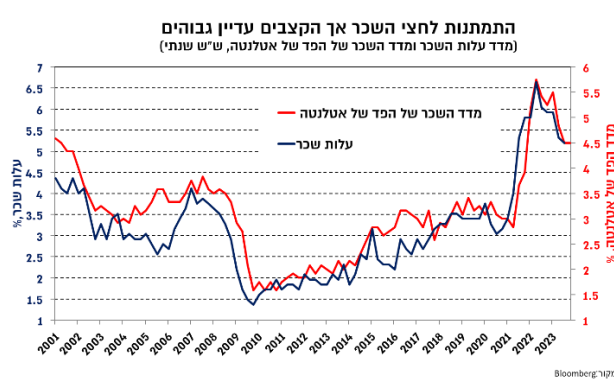
ה-Fed מאותת שכל עוד האינפלציה גבוהה יחסית, הוא אינו מעוניין בהקלה

בתנאים הפיננסיים

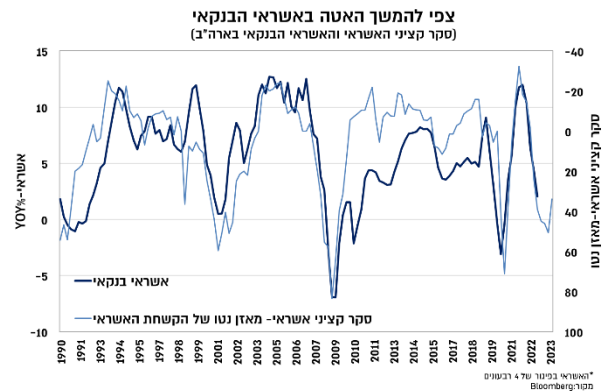
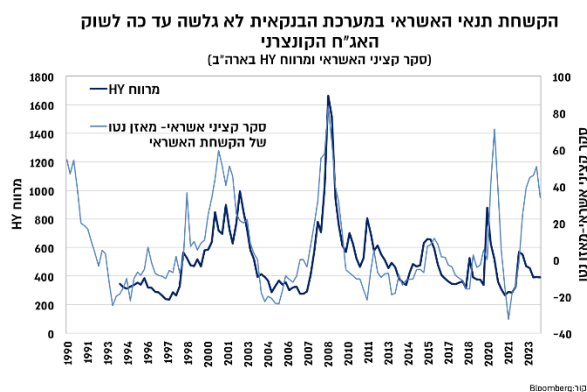
- ◆ ה-Fed מאותתת כי השיפור המהיר שנרשם בתנאים הפיננסיים אינו עולה בקנה אחד עם כוונות ה-Fed, כל עוד האינפלציה לא מתקרבת אל היעד. סקר קציני האשראי של ה-Fed הצביע על המשך הקשחת תנאי האשראי במערכת הבנקאית, אך ההשפעה על מרווחי האשראי בשוק האיגרות החוב עד כה נמוכה באופן ניכר מאשר בעבר. ככל שמיחזורי החוב יתגברו לאורך השנה הקרובה, סביר לצפות גם להשפעה גוברת על המרווחים, ועלייה בהם תהווה להערכתנו סיגנל טוב להארכת המח"מ בתיק האג"ח.
- ◆ נתוני התקציב לחודש אוקטובר סיפקו אינדיקציה ראשונית לעוצמת העלייה הצפויה בגירעון הממשלתי. הגירעון ב-2023 צפוי להגיע להערכתנו לכ-4%-3.5% תוצר ואילו ב-2024 בהנחה של לחימה ממושכת (תוך שינויים בעצימות), הגירעון צפוי לטפס לרמות של לפחות 6% תוצר. אי הודאות הגבוהה בנוגע למשך והיקף המלחמה אליה נוספת גם התנהלות הממשלה שמתקשה לנטרל את השיקולים הפוליטיים עשויה להוביל לעלייה בפרמיית הסיכון בשוק איגרות החוב, שעד כה הגיב בעוצמה חיובית לאירועים.

השווקים הפיננסיים בעולם התאפיינו במהלך השבוע האחרון בתנודתיות גבוהה תוך עלייה במדדי המניות המובילים, עליית תשואות בשוק איגרות החוב שלווה גם בהתחזקות של הדולר בעולם. התפתחויות אלו הושפעו בין היתר מדוברי ה-Fed ובראשם פאוול שביצעו כהרגלם מקצה שיפורים לאחר החלטת הריבית בשבוע שעבר וזאת על רקע השיפור המהיר שנרשם בתנאים הפיננסיים שאינו עולה בקנה אחד עם כוונות ה-Fed. עיקרי דבריו של פאוול היו כי ה-Fed אינו משוכנע עדיין שהמדיניות מרסנת מספיק בכדי להוביל את האינפלציה חזרה לסביבת יעד. בכך, ה-Fed מקפיד להראות נחישות לאחר תקופה ממושכת שבה האינפלציה גבוהה באופן ניכר מהיעד, בכדי שלא להסתכן בהתבססות הציפיות לאינפלציה ברמה גבוהה, שתקשה על הורדת האינפלציה בפועל. הסימנים לכך עד כה מעורבים, כלומר מחייבים יותר שמרנות מצד ה-Fed, שכן הציפיות לאינפלציה (משוק ה-SWAP) לטווח בינוני- ארוך עלו לכ-2.7%, ואילו הציפיות מסקר אמון הצרכנים של מישוגן עלו בחודש האחרון ל-3.2%, ובאופן כללי משקפות התבססות סביב 3% בשנתיים האחרונות.

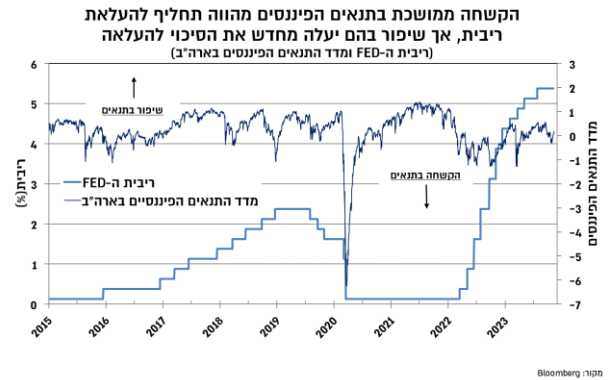
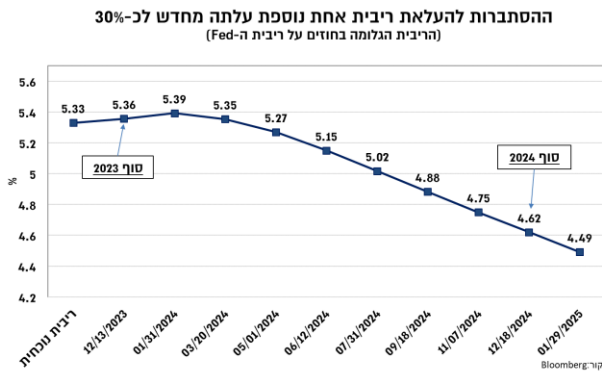
כמו כן, הדברים נובעים מכך שה-Fed לא מעוניין לבצע טעות נוספת לאחר ההשתהות בתגובה לעליית האינפלציה במהלך 2021, ובנוסף משקפים חוסר ביטחון במידת ההשפעה של ההקשחה בתנאים הפיננסיים ובפרט עלית התשואות על הפעילות והאינפלציה. בהיבט זה פורסמו במהלך השבוע האחרון מספר נתונים חשובים, שתומכים בגישה זו של הפד. ראשית, מדד עלות השכר של ה-Fed של אטלנטה שמאופיין במתאם גבוה למדד כעלות השכר, האינדיקטור היעיל יותר לבחינת לחצי השכר שיקף יציבות יחסית ברמה גבוהה של 5.2%. רמות אלו אינן עקביות עם חזרת האינפלציה אל היעד ומחזקות את ההערכה שההסתברות להורדת האינפלציה חזרה אל היעד ללא הרעה בשוק העבודה (שמלווה בעלייה באבטלה) היא נמוכה למדי.



בנוסף, סקר קציני האשראי של Fed-ה לרבעון האחרון של השנה הצביע על המשך הקשחת תנאי האשראי במערכת הבנקאית, גם אם במידה מעט מתונה יותר מאשר ברבעונים הקודמים. סקר זה מתואם במידה גבוהה עם התפתחות באשראי במערכת הבנקאית ומשקף צפי לקיפאון באשראי לצד הקשחת התנאים גם בתקופה הקרובה. בעבר סקר זה היה מתואם גם עם ההתפתחות בשוק ההון, כלומר הקשחת התנאים במערכת הבנקאית הייתה מקרינה גם על עלייה במרווחי האשראי, אך במחזור הנוכחי, על רקע הגיוס המשמעותי בריביות נמוכות בתקופה הקרובה, השפעה זו מתונה במידה ניכרת, אך היא צפויה להתגבר בשנה-שנתיים הקרובות, על רקע העלייה במיחזורי החוב.



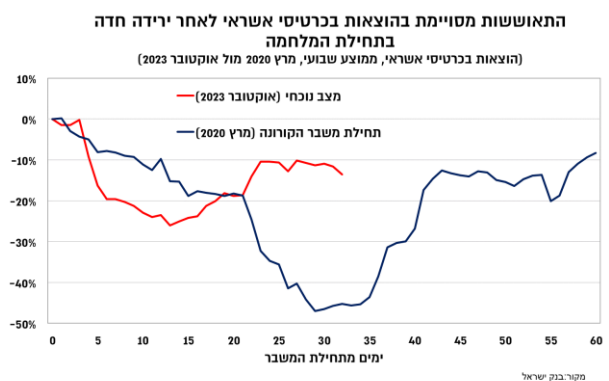
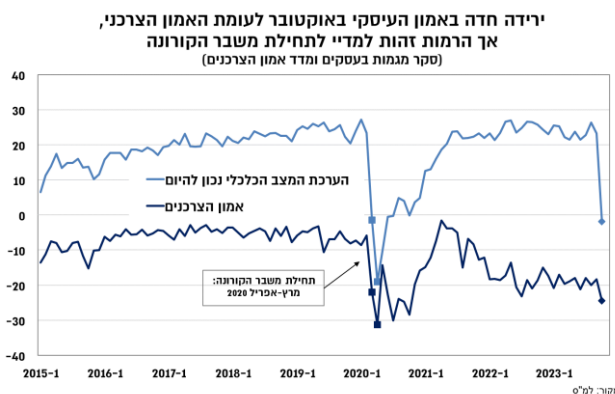
הסנטימנט החיובי בשווקים באחרונים הוביל לבלימת מגמת הקשחה בתנאים הפיננסיים ולשיפור מהיר בהם. הדבר מלווה גם בסביבת מרווחי אשראי נמוכה יחסית. מכיוון שה-Fed כאמור לא משוכנע שירידה האינפלציה אל היעד, הוא מעוניין בהקשחת התנאים הפיננסיים, כך שהתפתחויות האחרונות אינן עולות בקנה חד עם כוונות אלו. לכן פאוול העלה מחדש את האפשרות להעלאת ריבית והוביל לעלייה מחדשת בהסתברות להעלאת נוספת לכ-30%. במידה ונתוני האינפלציה ימשיכו לשקף אינפלציה דביקה וגבוה מהיעד, הצורך בריסון נוסף יגבר ואם השווקים לא יעשו זאת עבור Fed-ה, הוא יאלץ להעלות את הריבית פעם נוספת. לפיכך, שוק איגרות החוב צפוי להערכתנו להמשיך ולהיסחר בטווח הרחב יחסית בו נסחר בתקופה האחרונה (עם תשואות ל-10 שנים בין 4.5% ל-5%), הערכה שתומכת בשלב זה בעמדה ניטרלית יחסית מבחינת המח"מ וזאת עד לעליית מדרגה במרווחי האשראי שתתמוך במח"מ ארוך יותר.



אינדיקציות ראשוניות לעוצמת הפגיעה בפעילות המשק עם דמיון רב לתחילת משבר הקורונה

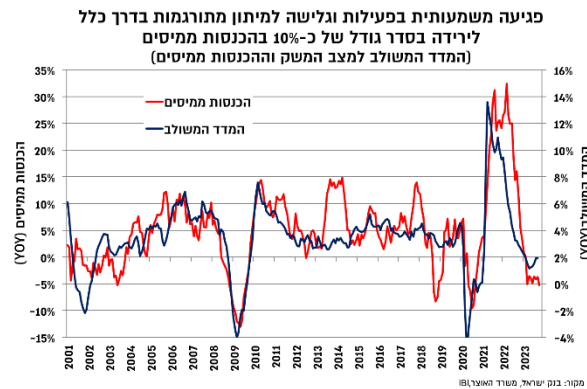
סקרי הציפיות בסקטור העיסקי ואמון הצרכני חודש אוקטובר הצביעו כצפוי על ירידה בסנטימנט, והיא בלטה יותר בקרב הסקטור העיסקי בעוד במדד הצרכנים הירידה הייתה מתונה יותר, אך שניהם ירדו לרמות שאיפיינו את תחילת משבר הקורונה במרץ 2020. מדד אמון הצרכנים התאפיין בירידה הדרגתית לאורך השנה האחרונה, כך שהרמות הנוכחיות קרובות למדי לאלו שנרשמו בתחילת משבר הקורונה. הרכיבים העיקריים בהם נרשמה ירידה ברורה הם הציפי למצב המשק והכוונה לבצע רכישות גדולות. עוצמת הירידה במדד האמון העיסקי הייתה חריפה יותר, וכאמור היא זהה בעוצמתה לזו שנרשמה במרץ 2020 עם תחילת משבר הקורונה כאשר גם רכיבי המדד שהובילו את הירידה, מצב הכלכלה הנוכחי והצפי לפעילות ברבעון הקרוב המצב, ירדו בשיעורים חדים לרמות של תחילת משבר הקורונה. את המצב הבריאותי מחליף המצב הביטחוני כגורם עיקרי להרעה בסנטימנט ובנוסף נרשמה מגבלה משמעותית כתוצאה ממחסור בעובדים בעיקר בענפי התעשייה, בינו והשירותים העיסקיים וזאת על רקע גיוס המילואים הנרחב והפעילות החלקית של מערכת החינוך.

התפתחויות אלו עולות בקנה אחד עם הירידה בהיקף ההוצאות בכרטיסי האשראי. הנתונים חודש הראשון של המלחמה משקפים ירידה של כ-13% ביחס לרמות של טרום המלחמה (נתון מקורי, מנוכה עונתיות מתון יותר ונע סביב 10%), וזאת תוך התאוששות שנרשמה לאחרונה לאחר הירידה החדה בתחילת המלחמה. בהשוואה לתחילת משבר הקורונה מדובר בירידה ממוצעת מתונה יותר (כ-15% מול כ-20% בקורונה), כאשר מאפייני המצב הנוכחי צפויים להוביל להתאוששות הדרגתית בלבד ביחס לזו שנרשמה עם יציאת המשק מסגרי הקורונה, בעיקר בהתחשב בכך שמדובר במשבר מקומי עם סנטימנט שצפוי להיות חלש יותר, סביבת ריביות גבוהה יותר ובאופן כללי מדיניות פחות מרחיבה מאשר במשבר הקורונה.



אי ודאות גבוהה סביב התקציב והגירעון לשנה הבאה, אך סביר לצפות לגירעון של לפחות 6% תוצר ללקוחות כשירים בלבד

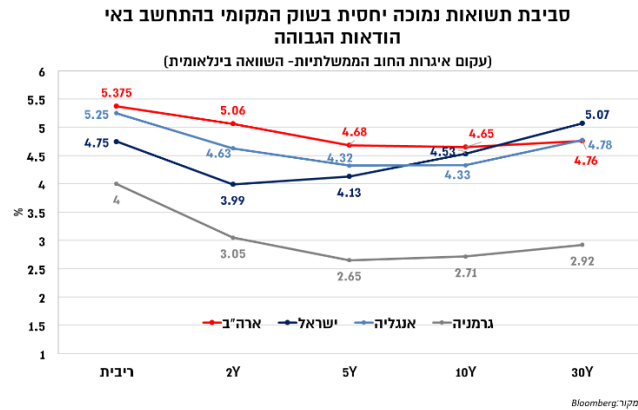
ההרעה בפעילות, במקביל לעלייה בהוצאות הנדרשות הן הביטחוניות והן האזרחיות, הובילו לעלייה חדה בגירעון בחודש אוקטובר לכ-23 מיליארד ₪, כך שהגירעון בשנה האחרונה טיפס לכ-2.6% תוצר. בצד ההכנסות נרשמה ירידה שנבעה בחלקה מירידה במיקדמות ומדחיית תשלומי מיסים, אך היא אינה משקפת עדיין את עוצמת הפגיעה בפעילות שצפויה לבוא לידי ביטוי בנתוני ההכנסות בחודשים הקרובים. ניסיון העבר מעלה כי פגיעה חריפה בפעילות וגלישה למיתון מתאפיינים בירידה בסדר גודל של כ-15%-10% בהכנסות ממיסים, ואנו מצפים לסדרי גודל זהים גם במשבר הנוכחי.



אי הודאות בנוגע לצד ההוצאות מושפעת באופן טבעי ממשך והיקף המלחמה, אך לכך נוסף גם רכיב אי ודאות בנוגע לשינויים בהרכב התקציב, בעיקר בכל הנוגע לביטול הכספים הקואליציוניים ולצמצום משרדי הממשלה, צעדים מתבקשים במצב חירום, עליהם המליץ גם בנק ישראל, שהממשלה הנוכחית מתקשה לקבל משיקולים פוליטיים. התנהלות זו צפויה להוביל לעלייה לפחות באופן זמני, בפרמיית הסיכון הנדרשת בשוק איגרות החוב, סיגמנט שעד לאחרונה התאפיין באופטימיות גבוהה גם לגבי תואי הריבית וגם לגבי יכולת הספיגה של מימון הגירעון הגבוה. תמיכה לסביבת התשואות הנמוכה יחסית בשוק המקומי התקבלה גם מההפתעה כלפי מעלה בנוגע להיקף המימון מחו"ל, שהגיע באוקטובר לכ-2.2 מיליארד דולר, ועשוי להגיע גם בנובמבר לסדר גודל זהה.

באוקטובר, נרשמה עלייה של כ-8 מיליארד ₪ בהוצאות המשרדים ביחס לרמה הממוצע שאיפיינה את החודשים הקודמים, ותחת הנחה של הוצאות מעט גבוהות יותר והרעה בצד ההכנסות, הגירעון צפוי להגיע להערכתנו לכ-4%-3.5% ב-2023. במבט אל 2024, תואי הגירעון יושפע כמובן ממשך והיקף המלחמה, ההאטה הצפויה בעולם שתקרין גם על צמיחה חלשה יותר של המשק המקומי, כאשר מנגד צפויה קיזוז מסוים, בעיקר בכל הנוגע להוצאות הביטחון, מהצפי לסיוע אמריקאי. מכלול הגורמים מוביל אותנו להערכה כי בהנחה של לחימה ממושכת (תוך שינויים בעצימות) לאורך מרבית 2024, ועם רמת הוצאות משרדים בסדר גודל שנרשם באוקטובר, הגירעון ב-2024 צפוי לטפס לרמות של לפחות 6% תוצר. מבחינת מימון הגירעון, תחת הנחה של גיוס נטו גבוה בחו"ל (נטו 15-20 מיליארד ₪, ברוטו 40-45 מיליארד ₪), יידרש מימון נטו מקומי של 100-110 מיליארד ₪, שמשמעותו גיוס ברוטו חודשי ממוצע בסדר גודל של זה שנרשם בנובמבר, כלומר של כ-15 מיליארד ₪ לחודש.

לכן, וכפי שצינו בסקירה הקודמת, התמחור בשוק המקומי נוטה יותר להתממשות התרחישים היותר אופטימיים מבחינת משך והיקף המלחמה, וחשוף להתפתחויות שליליות מבחינה זו, כאשר ניתן להוסיף לכך גם את התנהלות הממשלה. כמו כן, בהתחשב בכך ששוק איגרות החוב הממשלתיות ממשיך לגלם הפחתת ריבית מהירה יחסית, וזאת למרות שבנק ישראל ציין בבירור כי מהלך זה אינו רלוונטי כל עוד קיים לחץ לעלייה בפרמיית הסיכון של המשק, פרופיל הסיכוי-סיכון בתמחור הנוכחי תומך עדיין בעמדה דפנסיבית יותר מבחינת מח"מ התיק, ומבחינה טאקטית עדיפות לקצוות העקום על פני האמצע.



גילוי

לכותב המאמר ולחברת שרותי בורסה והשקעות בישראל- אי.בי.אי בע"מ ("שירותי בורסה") אין רישיון שיווק השקעות והם אינם מבוטחים בביטוח הנדרש מבעל רישיון בהתאם לחוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. בעת פרסום המאמר שירותי בורסה וכותב המאמר אינם בעלי עניין אישי בנושאי. כמו כן, אין במאמר כדי להוות תחליף לשיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

במועד פרסום עבודה זו, שרותי בורסה והשקעות בישראל אי.בי.אי בע"מ ו/או תאגידים קשורים לשרותי בורסה והשקעות בישראל אי.בי.אי בע"מ. מחזיקים בחשבונות הנוסטרו ובחשבונות המנוהלים על-ידם החזקה מהותית בניירות הערך המוזכרים בסקירה זו ועל כן עשוי להתקיים ניגוד עניינים בקשר עם סקירה זו.

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 כשירים בלבד, על כן, אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום דבר פרסומי. 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 מסייע בלבד ואין לראות במידע במסמך זה כעובדתי או כמידע שלם וממצה של כל ההיבטים הכרוכים בניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסים 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 הפיננסים הנזכרים בו, ואין בו משום תחליף ליעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. 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. תאגידים 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 הנכסים הפיננסים המסוקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והם עשויים לפעול בה במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסים 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.