

בניגוד לתחזיות הקונצנזוס בעולם- בחדר העסקאות של דיסקונט צופים המשך התחזקות של הדולר מול מטבעות המערב ובמידה מסוימת גם מול השקל

סיכום המחצית הראשונה של 2021 מצביע לכאורה על שינויים מתונים בדולר-שקל, אך התנודתיות ושינוי הכיוון בתוך המחצית הראשונה היו חדים יחסית.

מאז תחילת השנה ועד לסוף יוני השקל נחלש ב-1.5% מול הדולר. לכאורה מדובר בשינוי מתון יחסית לממוצע השינוי (בערך מוחלט) במחצית הראשונה של כל שנה במהלך חמש השנים הקודמות (כ-4%).

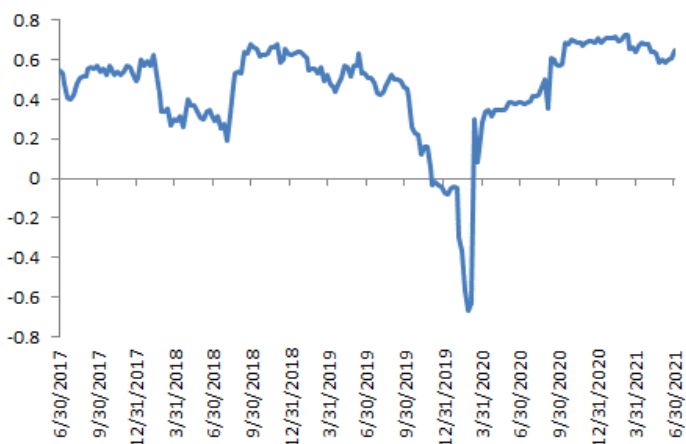
אולם "הסיפור האמיתי היה סוער יותר", תוך תנודתיות ושינוי כיוון חדים יחסית בתוך המחצית עצמה. מגמות המסחר הושפעו מאירועים מקומיים שונים כמו: הודעת הרכישות של בנק ישראל שיצרה תנודתיות גבוהה סביב ההודעה, מבצע שומר החומות (שגרם להיחלשות קצרת טווח של השקל) ובמידה מסוימת גם מההתפתחויות הפוליטיות בישראל.

לצד אלו השפיעו כמובן מכירות מט"ח משמעותיות מאוד של הגופים המוסדיים, העלייה בנפח המסחר של זרים ורמות שיא של גיוסי הון והנפקות ראשוניות של חברות ישראליות בחו"ל. חשוב לזכור כי מרבית המסכומים שמגויסים בחו"ל לא מומרים ממט"ח לשקלים, אולם עדיין ישנן המרות מט"ח לצרכים מסוימים, עניין שמשפיע על מגמת המסחר ותומך לכשעצמו בשקל.

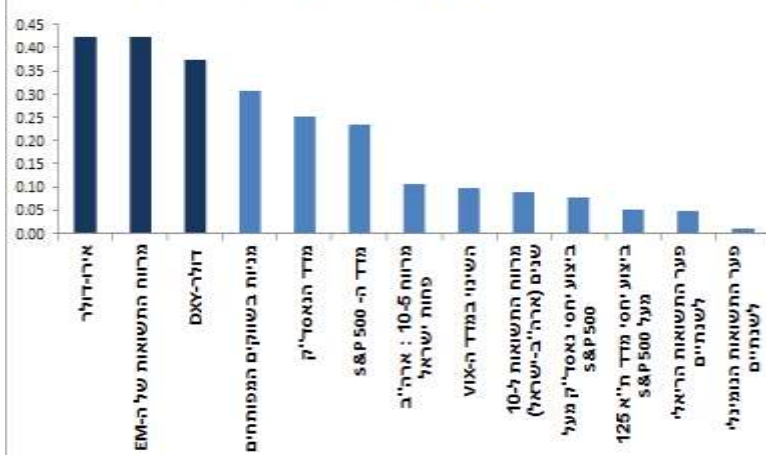
אולם למרות כל האירועים הללו נראה כי במרבית התקופה הגורם החשוב ביותר בהשפעתו על המסחר בדולר-שקל היה המגמה של הדולר בעולם. כך למשל במחצית הראשונה של 2021 הקורלציה שבין השינויים בדולר בעולם (או מול האירו) ובין הדולר-שקל הייתה חזקה יותר מכל המשתנים האחרים אותם בחנו.

הקורלציה בין השינוי בדולר - שקל לעומת השינוי בדולר-סל עמדה על 65% ב-25 השבועות האחרונים. מדובר ברמות גבוהות גם יחסית לשנים האחרונות. במילים אחרות: המגמה של הדולר בעולם היא זו שהכתיבה במרבית התקופה את המגמה בדולר-שקל. גם במבט לעתיד שאלת המפתח העיקרית שתשפיע על הדולר-שקל תהיה להערכתנו המגמה של הדולר בעולם.

הקורלציה בין הדולר-שקל לדולר בעולם
(שינויים שבועיים, חלון נע של 25 שבועות)
קורלציה גבוהה = קשר חזק יותר



R²
ערך גדול יותר מעיד על קשר חזק יותר
מתבסס על תצפיות שבועיות של שינויים/אחוזי שינוי מאז תחילת 2021



אז מה צפויה להיות המגמה של הדולר בעולם בעתיד?

הדולר רשם במהלך חודש יוני את ההתחזקות החודשית החדה ביותר שלו מול סל מטבעות (ה-DXY) מאז נובמבר 2016,



אולם לפי מספר בחינות עולה שהרמה הנוכחית של הדולר בעולם איננה קיצונית או מעוותת ובפרט בהשוואה היסטורית.

כך למשל שער האירו-דולר עמד ביום רביעי בצהרים על 1.1826, די דומה ורמה נמוכה רק ב-1.5% מהרמה הממוצעת של הדולר מול האירו מאז הפך האירו למטבע העיקרי של הגוש. גם בחינה של הדולר מול סל המטבעות אינה מצביעה על פער קיצוני מדי לעומת הממוצע הרב שנתי.

בחינה של מודלים בהם אנו עורכים שימוש מצביעה על מסקנה דומה. כך למשל מודל ה-PPP המשווה בין כח קניה של מטבעות שונים מראה כי האירו נסחר לכאורה בחסר בשיעור של כ-9% מול הדולר (כלומר לכאורה האירו צריך להתחזק), אולם גם כאן

מדובר בסטייה שאינה רחוקה מהסטייה ההיסטורית- כלומר גם לפי פרמטר זה התמחור הנוכחי איננו קיצוני.

מה היתה המגמה של הדולר בעולם עד כה ומה בעיקר ישפיע על המגמה העתידית?

במחצית הראשונה של השנה המגמה של הדולר בעולם לא היתה קבועה. ברבעון הראשון הדולר התחזק מול מרבית מטבעות המערב ובתוכם האירו, אולם עד סוף מאי הדולר נחלש, בין היתר על רקע קצב החיסונים באירופה ש"החל לתפוס תאוצה" לעומת קצב החיסונים בארה"ב.



כמו כן, בחלק ניכר מחודש מאי הנתונים הכלכליים בגוש האירו הפתיעו לטובה את התחזיות ובאופן חזק יותר מאשר בארה"ב- עניין שתמך אף הוא באירו לעומת הדולר.

אולם נראה כי אחת ההשפעות החזקות ביותר על המסחר היתה מצד פערי התשואות. פערי התשואות לשנתיים למשל היו גורם משמעותי בהשפעתו על המסחר באירו-דולר הן במגמת היחלשות של הדולר והן במגמת ההתחזקות שלו. במחצית השניה של יוני נרשמה עלייה בפער התשואות לטובת ארה"ב על רקע עדכון כלפי מעלה בתחזיות הריבית של חברי הפד. התשואה לשנתיים בארה"ב עלתה ב-9 נ.ב. בתקופה זו, לעומת כמעט יציבות בתשואה בגרמניה או במדינות העיקריות בגוש האירו. העלייה בפער התשואות הובילה להתחזקות החדה של הדולר מול מטבעות המערב.

בראיה קדימה אנו מעריכים כי פער התשואות ימשיך לעלות בשנה וחצי הקרובות – עניין שיתמוך בהמשך התחזקות הדולר, ובפרט ב-2022. העלאת הריבית בארה"ב תתרחש הרבה לפני גוש האירו ויתכן כי היא תתחיל עוד במחצית השניה של 2022. בנוסף לגורמים אלו אנו מעריכים כי ככל שמשבר הקורונה "פחות יתפוס כותרות" תשומת לב המשקיעים תוסט יותר לפערי הביצועים בין כלכלת ארה"ב לכלכלות המערב. נראה כי הצמיחה בכלכלת ארה"ב תהיה חזקה גם בעתיד, בין היתר בשל היקף התוכניות הפיסקליות המתוכנן בארה"ב בעתיד. צמיחה כלכלית חזקה יותר בארה"ב תתמוך בהמשך העלייה בפער התשואות ובהתחזקות הדולר. כמו כן בשנים הבאות צפויה התמתנות קטנה בעודף בחשבון השוטף של גוש האירו, לצד צמצום בגירעון השוטף של ארה"ב שיתמתן מרמה של -3.6% השנה לרמת גירעון של -2.8% ב-2022. גם מגמות אלו עשויות לתמוך בדולר. בנוסף נציין כי הספקולנטים מחזיקים ביתרות לונג נטו על האירו (נגד הדולר) וגם קונצנזוס החזאים בעולם צופה דווקא כי הדולר יחלש מול האירו. שינוי כיוון בפוזיציות והערכות אלו יביא לשינוי פוזיציות בשוק ויתמוך אף הוא בדולר מול האירו ומטבעות נוספים.

בשורה התחתונה אנו מעריכים כי האירו יתחזק מול הדולר עד לרמה של 1.1-1.13 בסוף 2022. זאת בניגוד להערכות הקונצנזוס הגלובלי כי דווקא האירו יתחזק עד לרמה של 1.22 בסוף 2022. מגמת המסחר עשויה להיות תנודתית והיא תושפע מהצפי למדיניות הפד בעתיד.

ומה לגבי השקל מול הדולר? הגורמים המבניים שישפיעו על השקל עדיין איתנו ובהם יצוא חזק של שירותי הייטק, הצורך של מוסדיים לגדר "גידול טכני" של חשיפת המט"ח כאשר קיימת מגמה של עליה במניות בחו"ל, יצוא הגז מישראל, הצפי לירידה במחירי יבוא האנרגיה ברבעונים הבאים, המרות מט"ח של חלק מהגיוסים שנעשו בחו"ל וגורמים נוספים.

יחד עם זאת וכפי שראינו בחודשים האחרונים ההתחזקות של הדולר בעולם משפיעה גם על השקל. נזכיר כי בנק ישראל רוכש מט"ח בהיקפים גדולים יחסית (30 מיליארד דולר מוצהר ב-2021 ואולי יותר) ובנוסף לכך אנו מעריכים שתהיה התמתנות בעודף בחשבון השוטף של ישראל ברבעונים הבאים, בשל הצפי להתאוששות התיירות וגידול ביבוא הסחורות הישראלי, שנפגע במהלך משבר הקורונה. גורמים אלו מהווים "משקל נגד" לגורמים המבניים שתומכים בשקל.

בשורה התחתונה אנו מעריכים כי השקל יחלש מול הדולר ובפרט ב-2022, אך הוא עדיין יצליח להתחזק מול מטבעות אחרים כמו האירו. בתרחיש נגדי ובו הדולר יחלש בעולם – הדולר יחלש גם מול השקל, אולי אפילו בעוצמות חזקות יותר.

אולם תרחיש הבסיס שלנו, ובניגוד לקונצנזוס הגלובלי, הוא להתחזקות של הדולר בעולם ובמידה מתונה יותר- גם מול השקל.

מה המגמה הצפויה בדולר-שקל וממה היא תושפע בעתיד?

כ"ז בתמוז תשפ"א

7 ביולי 2021

דיסקונט

חדר עסקאות
שמואל קצביאן- אסטרטג שווקים

דיסקונט