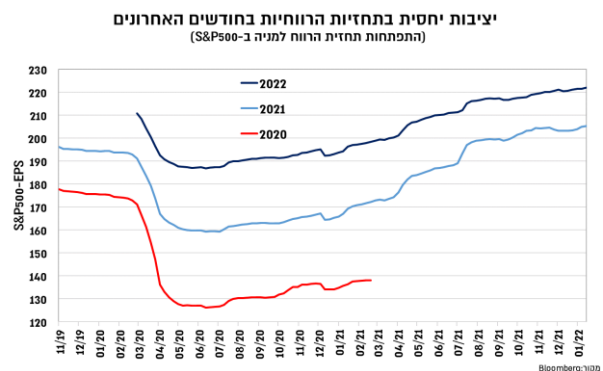
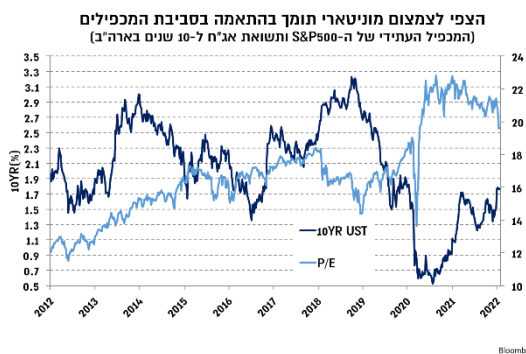


סקירת מאקרו, רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות

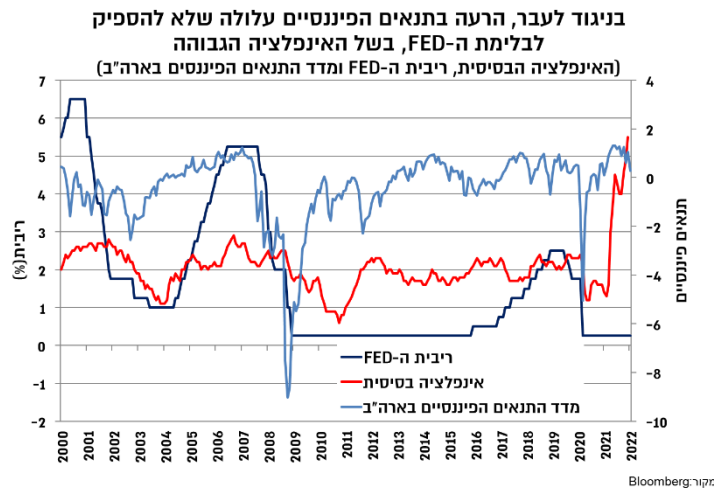
ה-FED ימשיך לכוון להקשחת התנאים הפיננסיים בכדי להוריד את סביבת האינפלציה

- ◆ אם בעשור האחרון סביבת האינפלציה המתונה הובילה לכך שהתנאים הפיננסיים הם אלו שנתנו את הטון בקביעת המדיניות המוניטארית, הרי שכיום הדגש הוא על הורדת האינפלציה, כך שה-FED מעוניין בהקשחת התנאים הפיננסיים. להערכתנו, הלחץ על נכסי הסיכון צפוי להימשך עד שתסתמן ירידה בסביבת האינפלציה.
- ◆ המשך העלייה במחירי האנרגיה והאצה בעלות השכר רק מגבירים את החשש האינפלציוני ודוחקים ב-FED להאיץ את הצמצום המוניטארי. הציפיות להעלאת הריבית בארה"ב התגברו לאחרונה, אך הם משקפים העלאת ריבית מהירה יותר ללא שינוי בהיקף העלאת הריבית המצטברת. המסר משוק האג"ח ממשיך להיות שהורדת האינפלציה תהיה במחיר של האטה.
- ◆ שוק האג"ח המקומי ממשיך להתעלם מהמסר הנובע מהשתטחות העקום בארה"ב. על רק הסנטימנט השלילי בשווקים, העלייה בהיקף הנכסים המגודרים למט"ח בקרב המוסדיים מעלה את פוטנציאל ההיחלשות של השקל מול הדולר.

השווקים הפיננסיים ממשיכים להיות מושפעים בעיקר משינוי המדיניות המהיר של ה-FED על רקע האינפלציה הגבוהה, ובמידה מסויימת גם מהדו"חות של הרבעון האחרון לשנת 2021. הציפייה לצמצום מוניטארי מהיר יותר מצד ה-FED על רקע היציבות היחסית שנרשמה לאחרונה בתחזיות הרווח לשנה הקרובה וסביבת מכפילים גבוהה, מהווים תמהיל שמכביד על מדדי המניות המובילים בארה"ב. כך, תהליך ההפנמה של שינוי המדיניות המוניטארית מלווה בעצבנות רבה בשווקים, תוך לחץ שלילי על נכסי הסיכון, ולחץ זה צפוי להימשך להערכתנו עד שתסתמן רגיעה בסביבת האינפלציה.

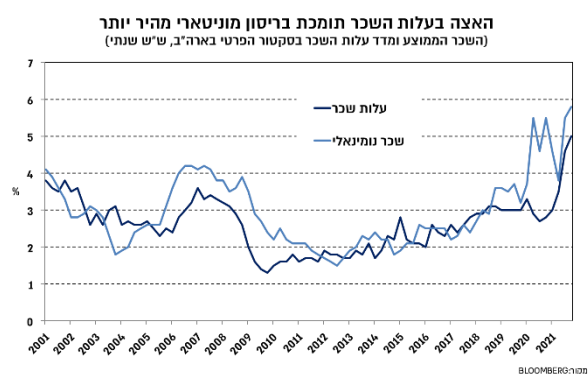
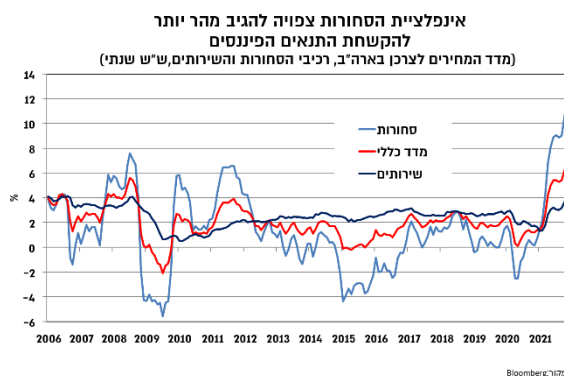


אם בעבר, סביבת האינפלציה המתונה יחסית הובילה לכך שהתנאים הפיננסיים הם אלו שנתנו את הטון בקביעת המדיניות המוניטארית, הרי שכיום הדגש הוא על החזרת האינפלציה מרמתה הנוכחית הגבוהה חזרה לעבר סביבת היעד. לשם כך, גם אם ה-FED לא יאמר זאת באופן מפורש הוא למעשה מעוניין בהקשחת התנאים הפיננסיים, באופן שיסייע לו להוריד את סביבת האינפלציה. עד כה, נרשמה הקשחה קלה בלבד בתנאים הפיננסיים, שנובעת משילוב של עליית תשואות בעיקר בטווח הקצר-בינוני תוך עלייה קלה במרווחי האשראי (אך הם עדיין ברמות נמוכות), ירידה במחירי המניות ועלייה בסטיות התקן. לכן, לא מפתיע שהמסר שעלה מהחלטת הריבית האחרונה בארה"ב היא שסביבת התנאים הפיננסיים אינה מהווה כיום גורם מעכב למעבר לצמצום מוניטארי.



עם זאת, אחד הערוצים היעילים יותר להורדת סביבת האינפלציה הם מחירי הסחורות, ואלו ממשיכים להתאפיין בין תנודתיות ברמות גבוהות (מתכות תעשייתיות וסחורות חקלאיות) לבין המשך מגמת העלייה (אנרגיה). אמנם לרוב ההתייחסות של הבנק המרכזי היא להתפתחות האינפלציה הבסיסית, (בניכוי אנרגיה ומזון), אך ברמת אינפלציה גבוהה (7% בשנה האחרונה) המלווה בציפיות גבוהות יחסית לאינפלציה לשנה-שנתיים הקרובות (3.25%-3.5%), החשיבות של האינפלציה הבסיסית פוחתת, כך שהמשך העלייה במחירי הסחורות רק מחזקת את הצורך של ה-FED לרסן באופן מהיר יותר.

חיזוק נוסף למעבר לריסון מהיר יותר התקבל גם מנתוני עלות השכר לרבעון האחרון של 2021. אמנם השינוי הרבעוני הייתה מתון במקצת מהציפיות, אך קצב העלייה של עלות השכר בסקטור הפרטי הגיעה בשנה האחרונה ל-5%, הקצב גבוה ביותר שנרשם בשני העשורים האחרונים. כזכור, נתון זה זוכה לתשומת לב גבוהה מצד ה-FED (פאוול ציין את הנתון לרבעון השלישי, כהתפתחות שתמכה בנסיגה מהירה יותר מהמדיניות המרחיבה), שכן הוא מגביר את החשש לאינפלציה ממושכת הגבוהה מהיעד, עם דגש על ענפי השירותים. לכן, ככל שהלחצים משוק העבודה נמשכים (המיקוד בנתוני התעסוקה הקרובים הם על השכר), האינפלציה מענפי השירותים צפויה להיות גבוהה יחסית, כך שה-FED יצטרך ללחוץ יותר על אינפלציות הסחורות בכדי להוביל את האינפלציה חזרה לסביבת היעד.

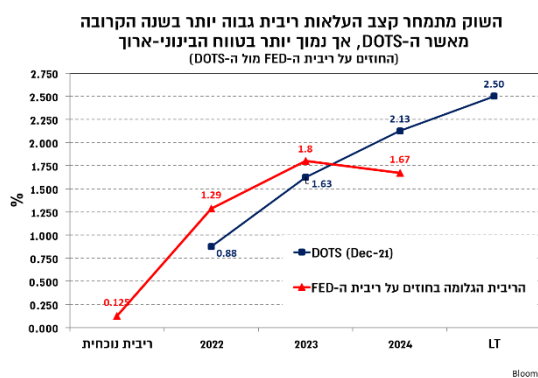


שוק האג"ח מתמחר תואי ריבית מהיר יותר, אך ללא שינוי בהעלאה המצטברת

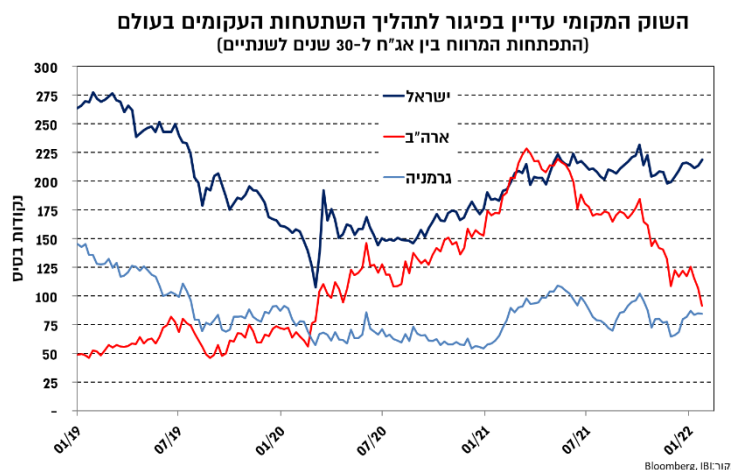
התמחור בשוקי הסחורות ובכלל סביבת התנאים הפיננסיים אינם מגלמים עדיין את החשש שמדיניות ה-FED תגרום בסופו של דבר להאטה. זאת לעומת העקום בשוק איגרות החוב הממשלתיות, שמבטא את ההערכה לכך (לריסון שיוביל להאטה) באופן הולך וגובר, תוך המשך מגמת ההשתטחות. בתגובה למסר הניצי של פאוול במסיבת העיתונאים, השוק הוסיף העלאה של 25 נ"ב לצפי העלאות המצטבר לשנה הקרובה. התמחור הנוכחי משקף צפי להתנעת תהליך העלאת הריבית במרץ, ובין 4 ל-5 העלאות (בנות 25 נ"ב) במצטבר עד סוף השנה. ההתבטאות של נגיד ה-FED של אטלנטה (בוסטיק), שאמנם

אינו מצביע השנה, בדבר אפשרות של העלאת ריבית של 50 נ"ב במרץ, מבהירה כי לא ניתן לשלול העלאה בשיעור זה, אך סביר שאם אכן תהיה זו הכוונה, הדבר יזכה לאיזכור מצד חברי FED נוספים.

עם זאת, חשוב לציין כי השינוי בתמחור הריבית נוגע בעיקר לטווחים הקצרים, כלומר משקף תוואי העלאת ריבית מהיר יותר אך ללא שינוי בהיקף העלאה המצטברת. כך, הריבית לשנה בעוד שנה טיפסה אמנם במהירות לאחרונה והגיעה ל-1.75%, אך הריבית ל-5 שנים בעוד 5 שנים ממשיכה לנוע סביב 2%, כך שלמעשה שוק האג"ח מצפה לכך שתוואי העלאות הריבית הנוכחי יהיה אמנם מהיר יותר מאשר הקודם אך מתון יותר בהיקפו. התוואי המגולם כיום, גבוה מההערכות האחרונות של ה-FED (ה-DOTS של דצמבר, אם כי פאוול רמז כי הן צפויות להתעדכן כלפי מעלה), לשנה הקרובה, אך נמוך מהן ביחס לטווח הבינוני-ארוך. חלק מהסיבה לכך טמון גם בצפי לצמצום מהיר יותר של המאזן, גורם שצפוי לתרום לירידה באינפלציה בעיקר באמצעות הקשחת התנאים הפיננסיים.



למרות המסר הברור שעולה משוק איגרות החוב האמריקאי, שוק איגרות החוב המקומי ממשיך בשלום עם עליית תשואות המלווה בעלייה בתלילות העקום. זאת למרות, שהתרחיש המגולם בארה"ב, המשקף הערכה לכך שהקשחה מתמשכת של התנאים הפיננסיים תוביל להאטה ולירידה בסביבת האינפלציה, יהיה בעל השלכות ממתנות גם על האינפלציה המיובאת ומצמצם את פוטנציאל העלאות הריבית המקומית. להערכתנו, העקום השקלי מגלם פרמיית סיכון גבוהה, שאינה עקבית עם המסרים העולים מבנק ישראל ובעיקר עם ההתפתחויות בעולם.

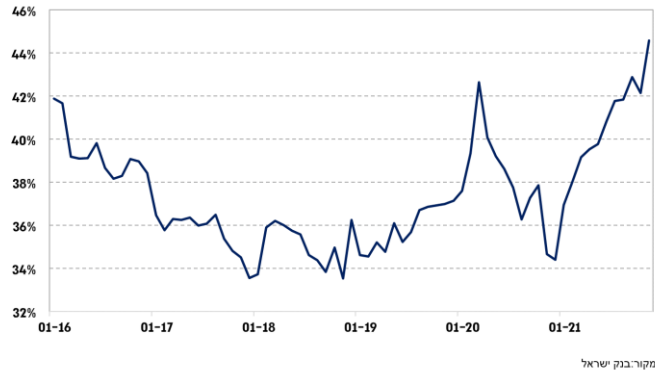


שוק המט"ח הגיב בעוצמה למסרים של פאוול, וזאת לאחר דשדוש ממושך, כך שהדולר התחזק בעולם הן מול המטבעות המובילים (DXY התחזק בכ-1.7% בשבוע האחרון) והן מול מרבית המתעוררים. ההתחזקות של הדולר לא פסחה גל על השקל שפוחת לסביבה של 3.20 ₪ לדולר. הירידה הניכרת בשיעור החשיפה של המשקיעים המוסדיים המקומיים למט"ח,

מתוך סך הנכסים בחו"ל עלתה בשיעור חדל-כ-45%, והיא מהווה להערכתנו גורם דומיננטי שצפוי לפעול להמשך ההיחלשות של השקל, בפרט מול הדולר, כל עוד הסנטימנט השלילי בעולם נמשך.

עלייה חדה בשיעור הנכסים המגודרים למט"ח של המוסדיים
מתוך סך החשיפה למט"ח

(אחוז הנכסים המגודרים למט"ח מתוך סך החשיפה למט"ח של המשקיעי המוסדיים)



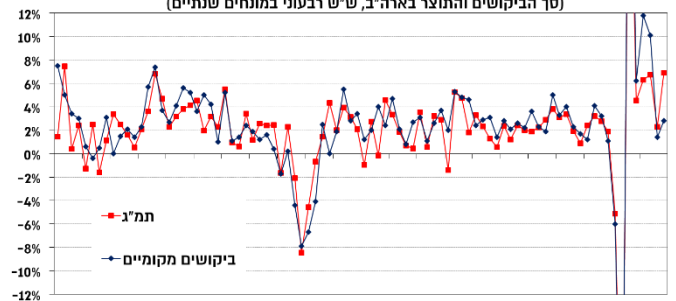
מקור: בנק ישראל

התמתנות בקצב הגידול של הביקושים בארה"ב

המשק האמריקאי צמח ברבעון האחרון של 2021 בקצב גבוה של כ-7%, כך שבסיכום השנה נרשמה צמיחה גבוהה של 5.7% (צמיחה נומינלית גבוהה מאוד של 10%). למרות הצמיחה הגבוהה ברבעון, הרכב הצמיחה שיקף עלייה מתונה יחסית בביקושים, וזאת בהמשך להתפתחויות ברבעון השלישי. הביקושים המקומיים צמו בשני הרבעונים האחרונים בקצב שנתי של 2%-3%, ואילו התרומה העיקרית לתוצר הגיעה ברבעון האחרון מהשינוי במלאים, עם תרומה של כ-5% (מתוך ה-7%).

התמתנות בקצב הגידול של הביקושים המקומיים
בשני הרבעונים האחרונים

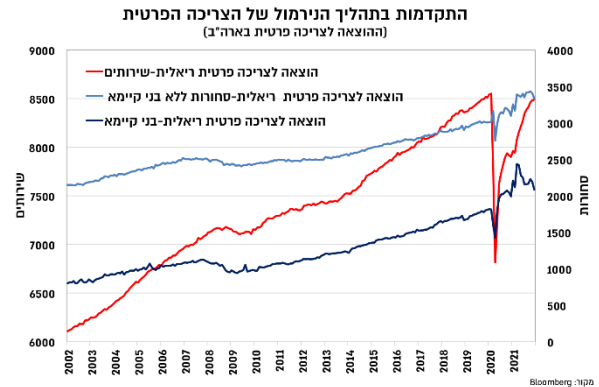
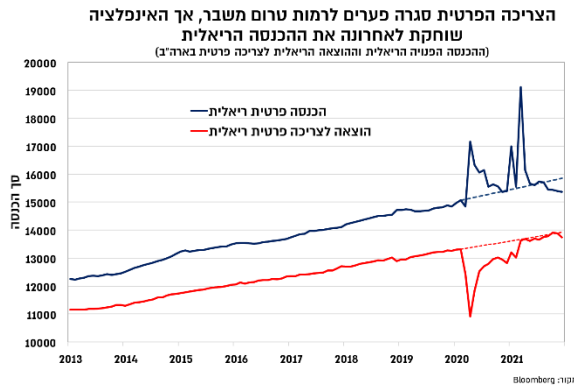
(סך הביקושים והתוצר בארה"ב, ש"ש רבעוני במונחים שנתיים)



מקור: Bloomberg

העלייה במלאים לא מהווה הפתעה של ממש, שכן השיבושים הממושכים בשרשרת האספקה הובילו חברות להתנהלות שמרנית יותר מבחינת ניהול המלאי, כלומר הגדלת מלאי ויצירת מרווח ביטחון מפני שיבושים נוספים. צעדים אלו עלו הן מפרוטוקול ה-FED האחרון וקיבלו ביטוי גם בעלייה ברכיבי המלאי של מדד ה-ISM. הבעייה העיקרית בבניית המלאים טמונה בכך שהיא מגיעה בעיתוי בו מתגברים סימני השאלה בנוגע לעוצמת הביקושים. הדבר נובע ממספר גורמים עיקריים ובראשם שחיקת ההכנסה הריאלית והתרומה הפוחתת של המדיניות הפיסקאלית, בין היתר על רקע הקשיים בהם נתקל ממשל ביידן בהעברת התקציב. בנוסף, מדד אמון הצרכנים, בפרט משיגן ממשיכים להצביע על סנטימנט שהולך ונחלש.

כמו כן, בחינת התפתחות הצריכה הפרטית בארה"ב מעלה כי היא חזרה למגמה שאפיינה את טרום המשבר, תוך שונות בהרכב הצריכה, כלומר בין סחורות לשירותים. נתוני החודשים האחרונים מצביעים על חזרה מהירה יחסית לדפוס צריכה נורמאלי יותר, והמשך מגמה זו צפוי לבוא לידי ביטוי בהאטה בקצב צריכת הסחורות (צריכה שוטפת ובעיקר בני קיימא) לעומת המשך עלייה בצריכת השירותים.



גורמים אלה, היוו את הבסיס להפחתת תחזית הצמיחה של קרן המטבע עבור ארה"ב ל-2022, מ-5.2% ל-4%, וזה עוד לפני פוטנציאל לריסון מוניטארית מהיר יותר מצד ה-FED. גורם עיקרי נוסף שמשך את תחזית הצמיחה הגלובלית כלפי מטה (מ-4.9% ל-4.4%) היא הפחתת התחזית לסין וזאת בעיקר על רקע החולשה המתגברת בסקטור הנדל"ן.

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 בייעוץ 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 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 המסקורים 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 בנושאיו, כמו כן, אין במסמך זה כדי להוות תחליף לשיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם".