



מי צודק הפד או השוק- היעדר הסכמה לגבי המדיניות המוניטרית העתידית בארה"ב

דוח מיוחד | נובמבר 2014

1

אנשי קשר:

אבי בן-נון, ראש צוות

avib@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל וראש תחום חברות

i.sigal@midroog.co.il

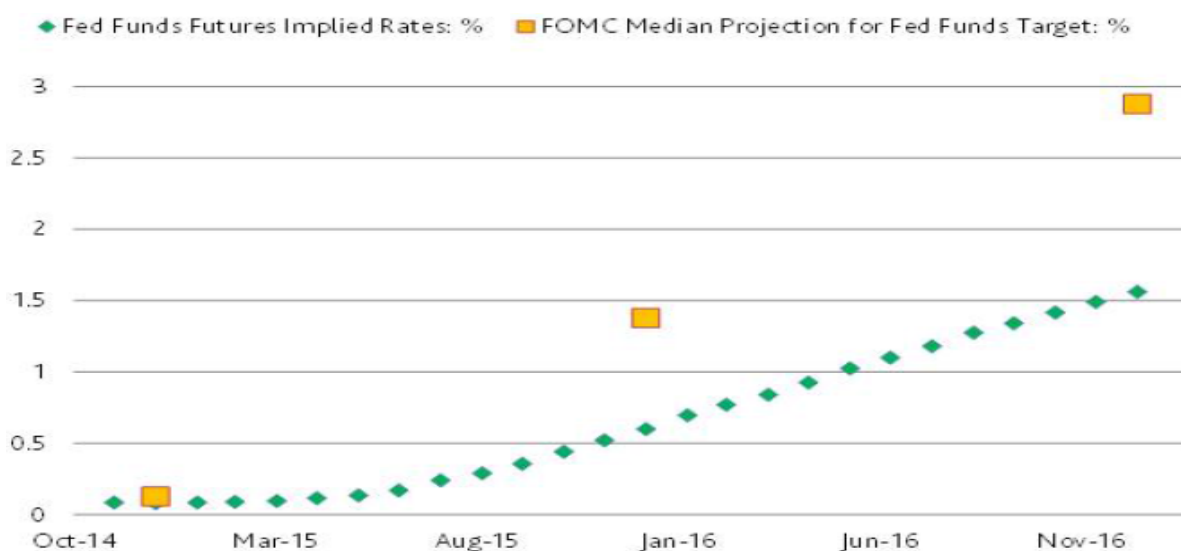
שיעורי הריבית העתידית בארה"ב - מי צודק הפד או השווקים הפיננסיים?

הבנק המרכזי האמריקאי ("הפד") והשווקים הפיננסיים חלוקים לגבי המדיניות המוניטרית העתידית בארה"ב. מרכז המחלוקת נוגע לביצועים העתידיים של כלכלת ארה"ב והכיוון העתידי של שיעורי הריבית. שוקי החוב בארה"ב מגלמים הסתברות גבוהה יותר להאטה כלכלית והם פסימיים יותר מהפד לגבי ביצועיה העתידיים של הכלכלה ולמסגרת הזמן ועוצמתה של העלאת הריבית העתידית בארה"ב. במסגרת דוח זה נבחן שלושה מדדי שוק, המגלמים את ציפיות השוק באשר להעלאת ריבית הבסיס העתידית יחסית לתחזית הבנק המרכזי האמריקאי. נראה, כי שווקי החוזים העתידיים, האג"ח הממשלתיות האמריקאיות וגם ריבית ה- Forward על חוזי IRS, אשר כולם מגלמים את ציפיות המשקיעים באשר לריבית העתידית בארה"ב על סמך כל המידע הקיים (כולל תחזיות ה-FED) נמוכים יחסית לתחזיות ה-FED. נבחן גם מספר משתנים מאקרו כלכליים (מדד המחירים לצרכן, שע"ח ושוק העבודה האמריקאי), התומכים כנראה בקצב מתון יותר של העלאת ריבית בדומה לשווקים ובניגוד לתחזיות הבנק המרכזי.

נציין כי גם במידה וקובעי המדיניות המוניטרית צודקים בתחזיתם הכלכלית האופטימית יותר, שעלולה לגרום להסרת התחייבות הפד להותיר את ריבית הבסיס ללא שינוי לפרק זמן נכבד הם עלולים לחוות "סערה" בשווקים הפיננסיים, שאינם מתמחרים זאת ולשחיקת ערך בנכסים פיננסיים רבים.

למדיניות המוניטארית בארה"ב חשיבות והשפעה לגבי שיעורי הריבית שנראה בישראל בשנים הקרובות. בעתיד הקרוב נראה מי צודק השווקים או קובעי המדיניות.

תרשים 1: הריבית העתידית המגולמת בחוזים העתידיים על ריבית הבסיס בארה"ב (Fed Funds) לעומת תחזיות הבנק הפדרלי (FOMC)¹



מקורות: ה-FED ו-CME

¹ FOMC-Federal Open Market Committee

השווקים מגלמים העלאה מזערית בשיעור ריבית הבסיס

החוזים העתידיים על ריבית הבסיס בארה"ב מגלמים ריבית נמוכה משמעותית מהתחזיות הרשמיות של ה-FOMC (תרשים 1). לפי נתוני CME שיעור הריבית החודשית הממוצעת, המגולמת בחוזים העתידיים צפויה לעמוד על כ- 0.5% בדצמבר 2015 וכ- 1.5% בדצמבר 2016, נמוך משמעותית מתחזיות ה-FOMC לשיעורי ריבית של 1.4% ו- 2.9% לאותם המועדים, בהתאמה. פרוטוקול ה-FOMC (Minutes) מספטמבר 2014 דן גם כן בפער זה. קובעי המדיניות מסבירים פער זה בתמחור יתר/ מתן משקל עודף של השוק לתרחישים פסימיים יותר באשר לכלכלת ארה"ב בעוד שחברי ה-FOMC צופים לתחזית אופטימית יותר ולמפת סיכונים מאוזנת יותר לכלכלה. אולם, בהינתן נטיית הפד בשנים האחרונות להעריך יתר על המידה את קצב הצמיחה בארה"ב ולאחר שלושה סיבובים נפרדים של הרחבה כמותית (QE), לא ניתן לשלול על הסף שהפד המעיט בהערכתו לגבי הסיכונים העתידיים הצפויים לכלכלה האמריקאית.

תשואות אג"ח ממשלת ארה"ב מגלמות אף הן קצב עליות ריבית מאופק יחסית

תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב לשנתיים עומדת כיום על כ- 0.5% (תרשים 2) ומגלם פוטנציאל מועט יחסית להעלאות ריבית עד לפדיון סופי של האג"ח. במידה ותחזיות ה-FOMC באשר להעלאות ריבית יתממשו, תשואות אג"ח ממשלת ארה"ב בעלות תקופה לפדיון קצרה יחסית צפויה לגדול גם כן ובכך לחשוף את המשקיעים לסיכון ריבית משמעותי.

תרשים 2: ריבית הבסיס אל מול תשואה לפדיון של אג"ח ממשלת ארה"ב לשנתיים



מקור: ה-FED

הניסיון בשנים האחרונות מלמד כי הגידול בשיעור התשואה לפדיון של אג"ח ממשלת ארה"ב לא בהכרח תורגם להידוק המדיניות המוניטארית. בארבע השנים האחרונות התשואה לפדיון של אג"ח ממשלת ארה"ב לשנתיים הגיעה לשיא בפברואר 2011 - 0.87% והובילה לפתיחת מרווחים אל מול ריבית הבסיס. באותו חודש פרסם ה-FOMC את תחזית הצמיחה הריאלית שלו לשנת 2011, שנעה בטווח שבין 3.4% ל- 3.9%, כאשר הצמיחה בפועל עמדה על 1.7%

YOY (לרבעון הרביעי של 2011) ובעקבותיה התכווצה התשואה לפדיון לאג"ח לשנתיים ל- 0.25% בסוף אותה שנה וכך גם המרווח אל מול ריבית הבסיס.

בתחזיות הצמיחה העדכניות של ה-FOMC לשנת 2015 שיעור הצמיחה נע בין 2.6% ל- 3.0%, תוך ירידת שיעור האבטלה, אולם אחד הסיכונים המרכזיים לכלכלה האמריקאית הינה האטה בצמיחה העולמית- תרחיש שנראה כי השוק מגלם בהסתברות גבוהה, נוכח המרווח הנוכחי.

נקודת מבט נוספת לגבי תחזית השוק באשר לריבית הבסיס ניתן לראות בשיעורי ה-Forward (תרשים 3). שיעור ריבית ה-Forward לשנה על חוזה IRS משקפת את עלות הגיוס של "הרגל הקבועה" בדולר אמריקאי לתקופה של שנה, שמתחילה שנה מהיום. התשואות על חוזים אלה מגלמות פרמיית סיכון (מרווח) קטנה מאוד אל מול תשואות אג"ח ממשלה. שיעור הריבית הנוכחי עומד על 1.1% ללקיחת הלוואה מאוקטובר 2015 לאוקטובר 2016 כאשר המידע בדבר תחזית ה-FOMC לגבי ריבית הבסיס בטווח זמן זה כבר ידוע לשווקים. ההידוק המוניטארי הקודם התרחש במהלך שנת 2004 וקצת לפניו ריבית ה-Forward לשנה עמדה על 4.1% ובמרווח של 3.1% מעל ריבית בסיס של 1.0%- שיעור נמוך היסטורית עד לאותו מועד. המרווח הנוכחי נמוך משמעותית ועומד על 1.0%, כאשר המשקיעים מעריכים קצב מתון הרבה יותר של העלאות ריבית יחסית לשנים 2004-2006 עם 17 העלאות ריבית רצופות של 0.25%.

תרשים 3: ריבית הבסיס אל מול ריבית ה-Forward לשנה בעוד שנה על IRS

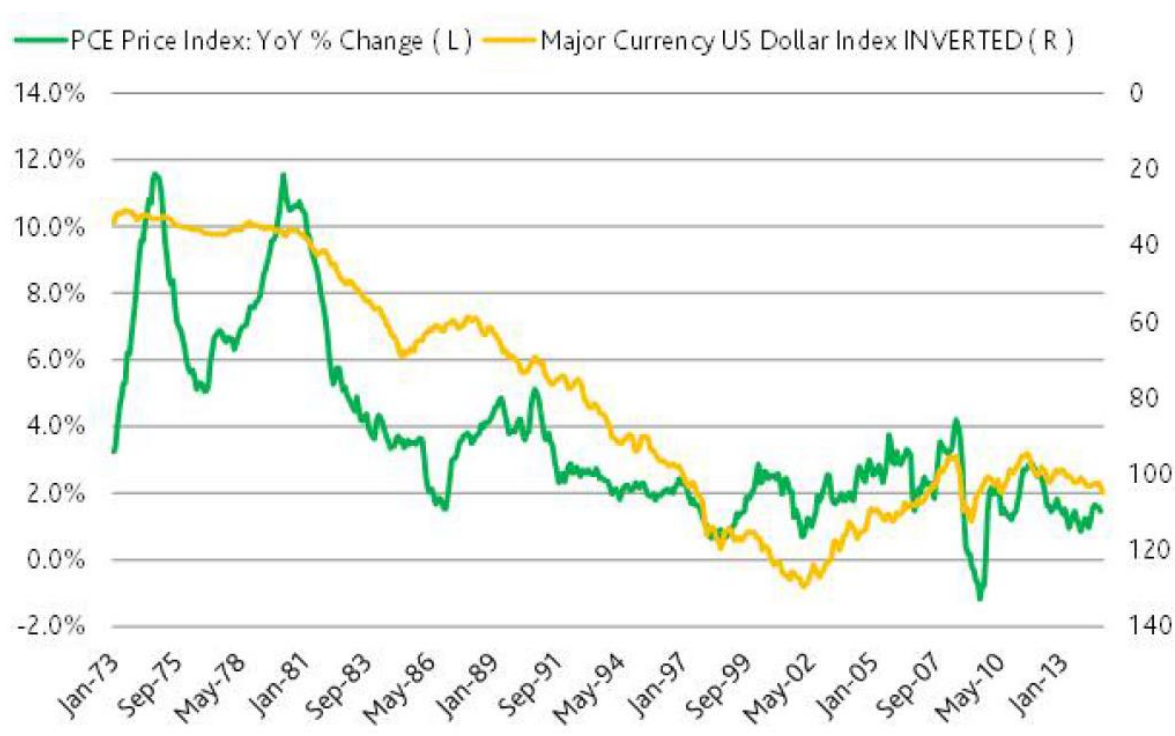


מקור: ה-FED

דולר חזק כובל את שיעור האינפלציה בארה"ב

השוק רואה בשיעור אינפלציה נמוך ומתמשך כגורם משמעותי, שעלול לעקב את הלו"ז הנכחי בנוגע להעלאות ריבית בשנתיים הקרובות. ייסוף הדולר בשבועות האחרונים מקטין את ההסתברות לעליית מחירים קרובה, כאשר ייסוף הדולר האמריקאי אל מול סל המטבעות האפקטיבי מתקרב לשיא של חמש שנים (תרשים 4), נוכח צמיחה עולמית מתונה וירידה במחירי הסחורות. למגמות במדד זה יש קורלציה חיובית עם המגמות במדדי מחירים מקומיים בארה"ב. ברבעון השלישי של שנת 2008 הופחת הדולר לשיא שלילי של 13 שנים, כאשר מדד המחירים לצרכן (PCE)² צמח בקצב שנתי של מעל 4.0% ומחיר חבית נפט הגיע לשיא של \$145 באותו הרבעון. נכון להיום ניתן לראות התהפכות מגמה. הדולר נמצא קרוב לשיא של חמש שנים, מדד המחירים לצרכן גדל בקצב מתון של 1.5%, והנפט בשיא שלילי של 22 חודשים - \$86. כאשר תאגידים נהנים ממחירי סחורות נמוכים וללא לחצי שכר משמעותיים, הצורך בהעלאות ריבית לצורך ריסון אינפלציה עתידית פוחת. צמצום מוניטארי משמעותי יגרום לייסוף נוסף של הדולר על חשבון חברות יצואניות בזמן שבנקים מרכזיים במדינות מפותחות אחרות פועלים בדיוק בכיוון ההפוך.

תרשים 4: שינוי במדד המחירים לצרכן - PCEPI ושע"ח של הדולר אל מול סל המטבעות



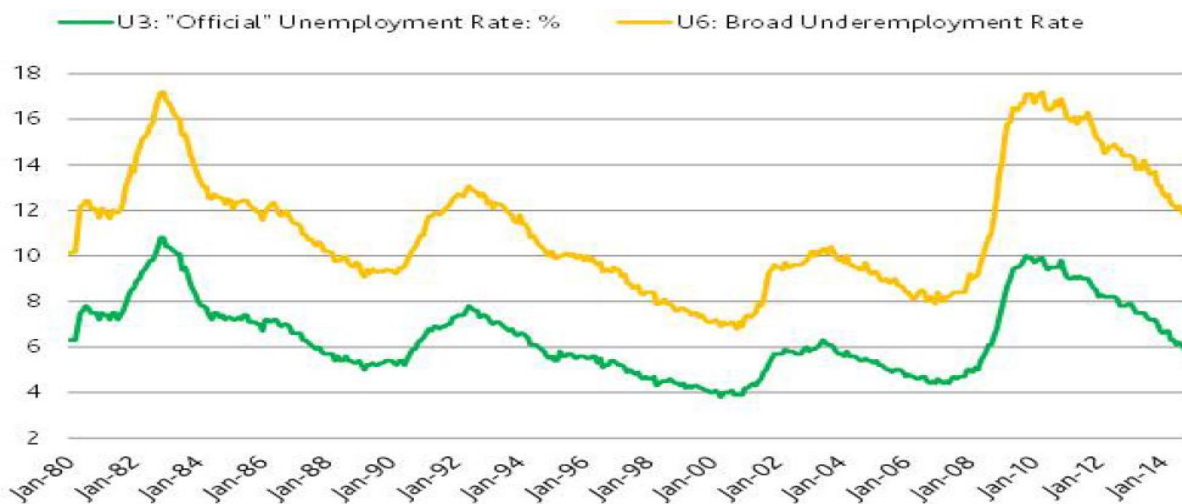
מקורות: BEA ו-FED

² בשונה ממדד ה-CPI שלוקח סל תצרוכת קבועה מדד זה מתחשב בשינויים בסל הצריכה של הציבור.

הרפיון בשוק העבודה האמריקאי נותר משמעותי

סיבה נוספת לשמירה על סביבת ריביות נמוכה נובעת מהרפיון שעדיין קיים בשוק העבודה האמריקאי ולמרות מגמת הירידה בשיעור האבטלה. רפיון זה בשוק העבודה משתקף במדד הבוחן את מספר המועסקים החלקיים שהיו מעדיפים לעבוד במשרה מלאה, המצוי עדיין ברמות גבוהות (תרשים 5). שיעור האבטלה "הרשמי" במועד תחילת המשבר (דצמבר 2007) נמוך רק ב- 0.9% משיעור האבטלה היום (5.9%), אולם שיעור האבטלה הרחב יותר, שכולל עובדים חלקיים בעלי רצון לעבור למשרה מלאה ומיואשים שהפסיקו לחפש עבודה בשבועות האחרונים, עומד על 11.8% ועדיין גבוה משמעותית בכ- 3.0% מהנתון ערב המשבר. 3% אלה מהווים כ- 4.7 מיליון אנשים ובקצב העסקה של 220 אלף איש בחודש, שאפיין את השנה האחרונה, מדובר על 22 חודשי העסקה. כמות משמעותית זו של עובדים פוטנציאליים במשרה מלאה מונעים לחצי שכר משמעותיים בשנתיים הקרובות. רגישות קובעי המדיניות לשוק העבודה עלולה למנוע מה-FED להוציא לפועל מדיניות ריבית, שתפגע בהתקדמות בשוק העבודה שהתרחשה עד כה- ועל זה בין השאר בונים שוקי החוב.

תרשים 5: שיעור האבטלה הרשמי (U3) אל מול שיעור האבטלה הרחב (U6)



מקור: BLS

תאריך: 02.11.2014



דו"ח מספר: C061114000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מניפי, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגי מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.