

יוני 2016

## Brexit

### השלכות כלכליות של תוצאות משאל העם בבריטניה: הערכות ראשוניות

#### ההתפתחויות הצפויות בטווח הקצר

- משאל העם הסתכם ברוב דחוק של 52% בעד פרישתה של בריטניה מהאיחוד האירופי.
- חוסר הודאות שצפוי לשרור בתקופה הקרובה טומן בחובו מספר שאלות מרכזיות: האם ומתי יופעל סעיף 50<sup>1</sup> של אמנת ליסבון; ובמידה והסעיף אכן יופעל, איזה הסכם סחר ייחתם בין בריטניה למדינות האיחוד האירופי.
- לאחר פרסום תוצאות ההצבעה, דיוויד קמרון התפטר מתפקידו כראש הממשלה, והצהיר כי ראש הממשלה הבא יחליט על מועד הפעלת סעיף 50, זאת בניגוד להצהרותיו טרם המשאל.
- קמרון צפוי לעזוב את תפקידו באוקטובר. ישנה אפשרות סבירה כי מחליפו של קמרון בתפקיד יכריז על בחירות כלליות על מנת לחזק את המנדט שיינתן לו להוביל בריטניה בניהול המשא ומתן מול האיחוד האירופי, מה שיביא לכך שהפעלת הסעיף תידחה לאחרי הבחירות.
- אין לשלול אפשרות כי סעיף 50 לא יופעל כלל, ובריטניה תישאר באיחוד למרות הכל. היות והמשאל הוכרע ברוב דחוק (רוב של פחות משני אחוזים) עשוי להיווצר מצב בו מאזן הכוחות בין שני המחנות (פרישה מול הישארות) ישתנה, ודווקא מועמד שיתמוך בהישארות יקבל את מרבית התמיכה מאזרחי בריטניה. חשוב לציין בהקשר זה כי למשאל העם אין כל תוקף מחייב מבחינה חוקית.
- האיחוד האירופי צפוי ללחוץ על קמרון להפעיל את סעיף 50 באופן מיידי, על מנת להקטין את משך ומידת חוסר הודאות, אך לא סביר כי קמרון אכן יכנע ללחצים אלו.

#### לאיזה הסכם סחר חדש ניתן לצפות?

- עוצמת ההשפעה של ה-Brexit תהיה תלויה במידה רבה בהסכם הסחר החדש בין בריטניה לאיחוד האירופי ובמשך הזמן שיחלוף עד לגיבושו. מנהיגי האיחוד האירופי יצטרכו להחליט אם "להעניש" את בריטניה על החלטתה לפרוש מהאיחוד, או לנהוג כלפיה בגישה סלחנית, ולנסות להשאיר את יחסי הסחר דומים ככל האפשר למצבם הקודם. הגישה הראשונה עלולה להכביד על הכלכלה הן של אירופה והן של בריטניה, והשנייה עשויה לעודד מדינות נוספות לפרוש מהאיחוד. בריטניה תצטרך להחליט אף היא אם היא מעדיפה יותר חופש מסחר או יותר ריבונות. ככל שפרק הזמן עד לגיבוש ההסכם יתארך, כך יגבר חוסר הודאות ואיתו הפגיעה הכלכלית.
- ישנם שלושה מודלים מרכזיים להסכם הסחר החדש בין בריטניה לאיחוד והם:
  - **המודל "הנורבגי"** – חברות ב-EEA (European Economic Area). זהו המודל הקרוב ביותר לחברות באיחוד האירופי, הכולל גישה לשוק האירופי המשותף (Single Market). כמו כן, בריטניה לא תהיה חייבת בתשלום מכסים במסגרת סחר עם מדינות האיחוד, ובתמורה לכך תמשיך להעביר "דמי חברות" בהיקף דומה לזה שהיא מעבירה היום ותמשיך להיות מחוייבת לעמידה בחוקי האיחוד, זאת ללא יכולת הצבעה או הטלת וטו במוסדות האיחוד האירופי.
  - **המודל "השווייצרי"** – מדובר בהסכם המאפשר גישה חלקית בלבד לאיחוד האירופי המשותף. לפיכך, על בריטניה יהיה לחתום על הסכמי סחר נוספים עם האיחוד על מנת להקל את הגישה בענפים מסוימים. לעומת זאת, בריטניה לא תהיה מחוייבת לכל חוקי האיחוד. בנוסף, יש לציין כי הסכם מעין זה דורש הסכמה של כל 27 המדינות האחרות החברות באיחוד האירופי ומדינות החברות ב-EEA, דבר אשר עלול להאריך את משך הזמן לגיבוש ההסכם.
  - **הסכם דרך ה-WTO** – מדובר בהסכם המינימאלי ביותר בין שני הצדדים, במסגרתו בריטניה לא תהנה מיחס מועדף בתנאי הסחר מול האיחוד האירופי. הסכם מעין זה צפוי ליצור את הזעזוע הכלכלי המשמעותי ביותר. הסכם זה גם יהווה את ברירת המחדל במידה והצדדים לא יצליחו להגיע להסכם בחלוף השנתיים המחוייבות על פי האמנה.
- יש לציין כי יתכן שגיבוש הסכם חדש לגמרי שלא יסתמך על המודלים שצויינו.

<sup>1</sup> מדובר בסעיף 50 בתקנון של האיחוד האירופי, המאפשר למדינה הפורשת להגיע להסדר עם האיחוד בתוך שנתיים. לאחר שנתיים החברות של בריטניה תפוג, אלא אם כל 27 המדינות האחרות באיחוד יסכימו על הארכת חברותה.

### ההשלכות הכלכליות של ה-Brexit על בריטניה

- קיים מגוון רחב של הערכות לפגיעה בתוצר של בריטניה בהיקף של עד כ-10%, אשר צפויים להתפרש על פני זמן, אם כי, בעיקר בטווח הקצר (המחצית השנייה של 2016 עד סוף 2017).
- הפגיעה בפעילות הכלכלית תורגש במספר ערוצים: דרך היחלשות אמון הצרכנים והפירמות; ירידת השקעות; התגברות תפיסת סיכוני האשראי, על רקע הערכות להפחתת דירוג האשראי של בריטניה; עלייה בעלויות המימון של הפירמות ועוד.
- התפתחויות אלה צפויות להוביל לירידה בצריכה הפרטית, ירידה בהשקעות, עלייה בשיעור האבטלה ופגיעה בפעילות היצוא. יתכן כי תחול דחייה בחתימה על הסכמי סחר חדשים בטווח הקצר דבר אשר יוביל לירידה בהיקפי הפעילות ענפי התעשייה צפויים להיפגע במידה הרבה ביותר, אך גם בענפי השירותים (בעיקר הפיננסיים) והנדל"ן תורגש האטה בפעילות.
- צפויים זעזועים בשער החליפין של הסטרלינג ובמידה והגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים ימשיך לגדול, במקביל לצמצום בהיקף ההשקעות הישירות הנכנסות (נטו) לבריטניה, תגבר הסכנה של משבר מטבע.
- ה-Brexit עלול להוביל לעלייה בגירעון הממשלתי בטווח הקצר, בשל הצורך בתמיכה בפעילות הכלכלית. התפתחות זו, בשילוב עם האטה בצמיחה צפויות להוביל לעלייה ביחס חוב/תוצר ולהרעה בפרופיל הפיסקאלי של בריטניה.

### ההשלכות הכלכליות של ה-Brexit על האיחוד האירופי

- ה-Brexit צפוי להשפיע גם על האיחוד האירופי בעיקר בטווח הקצר (המחצית השנייה של 2016 עד סוף 2017), אם כי באופן מתון יותר מההשפעה על בריטניה.
- ההשלכות המרכזיות הן: ירידה בפעילות סחר החוץ, אפשרות לירידה בהיקפי ה-FDI, עלייה בהגירה למדינות גוש האירו (בעיקר החזקות), עלייה בגובה התשלומים ל-EU, דחייה ביישומן של רפורמות כלכליות שונות, פגיעה במעמד הבינלאומי של האיחוד האירופי ועלייה בסיכונים הפוליטיים.
- בטווח הארוך יותר, הסיכון המרכזי הוא פרישה של מדינות נוספות מהאיחוד האירופי (ומאיחודים אחרים), ובמקרה קיצון אף פירוק.
- המדינות שחשופות במידה הרבה ביותר ל-Brexit הן: אירלנד, בלגיה, הולנד וגרמניה, כיוון שיש להן קשרי מסחר משמעותיים עם בריטניה. גם קפריסין ומלטה נמצאות בסיכון על רקע קשרים פיננסיים הדוקים עם בריטניה.

### הענפים שחשופים במיוחד לפגיעה עקב ה-Brexit

- ענפים מקומיים בעלי רמת מינוף גבוהה ככל הנראה נמצאים בסיכון גבוה יותר במידה ובריטניה תצא מהאיחוד האירופי. כמו כן, השפעת ה-Brexit עלולה לבוא לידי ביטוי גם בחולשה בפעילות הבנייה, הקמעונאות, השירותים וענף התעופה, בין היתר על רקע הערכות לפיחות, עלייה בריביות וירידה מסוימת באמון העסקים ומשקי הבית. כמו כן, הציפיות הן לעלייה בפרמיית הסיכון של חברות הפועלות בענפים שהוזכרו, דבר אשר עלול להקשות על אופן מימון החברות.
- השפעות ה-Brexit על ענפי הפיננסים והבנקאות, אשר מהווים חלק משמעותי מהפעילות הכלכלית בבריטניה, צפויות להתרכז בטווח הקצר בעיקר, תוך סיכון למעמדה של לונדון כמרכז פיננסי גלובאלי מוביל. זאת, בשל ביטול הסכמי הפעילות החופשית של חברות בריטיות באירופה, דבר אשר יוביל לגידול בעלויות ובצמצום אפשרי של היקפי הפעילות והתעסוקה. כמו כן, יתכן מעבר של חלק מהפעילות של מוסדות פיננסיים בינלאומיים הפועלים בלונדון למרכזים פיננסיים אחרים כגון: דאבלין, פריז, פרנקפורט ועוד.
- ה-Brexit צפוי להציב מספר אתגרים לתעשיית התרופות האירופית ובראשם: אי ודאות בנוגע למעמדה של רשות הרגולציה האירופית בתחום התרופות, ה-EMA, אשר נמצאת בלונדון. ה-Brexit עלול להוביל לירידה במימון של מחקרים בבריטניה העוסקים בתחום, לצמצום הגישה של חולים לתרופות חדשניות, לעלייה בחסמים בשוק התרופות בעיקר ליצרניות תרופות בינלאומיות ולעיכובים במתן אישורים לתרופות. כמו כן, תחום המחקר המדעי חשוף אף הוא לסיכון גבוה שכן בריטניה מקבלת את התקציב הגבוה ביותר למחקר מדעי בתחום, דבר אשר עלול להשתנות עקב ה-Brexit.
- ה-Brexit עלול להשפיע במיוחד על תעשיית הרכב של בריטניה, שכן ה-EU מהווה שותף סחר מהותי מאוד בענף זה הן מבחינת יבוא של רכיבי ייצור והן מבחינת יצוא.

**הערכות כמותיות של ה-IMF וגופים פיננסיים נוספים להשפעת ה-Brexit**

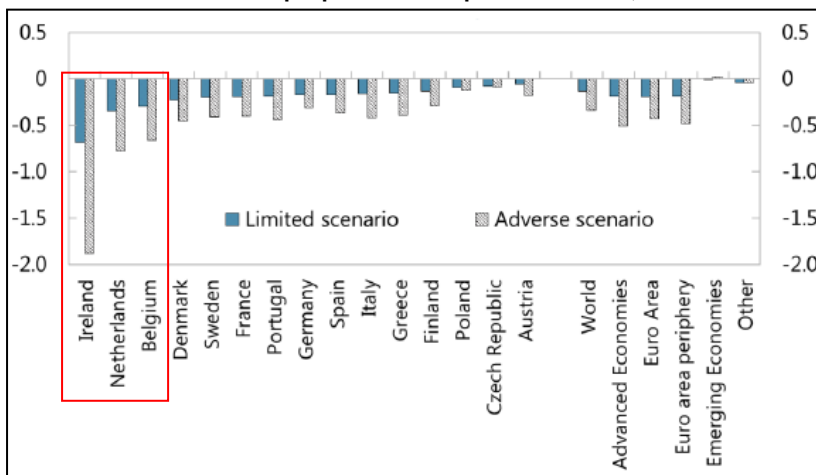
- השונות הרבה בין סוגי ההסכמים האפשריים ומשך הזמן עד לגיבוש הסכם סחר חדש, מהווים את הבסיס להערכות הכמותיות של ה-IMF, אשר כוללות תרחיש קיצוני<sup>2</sup> ותרחיש מתון<sup>3</sup> ופורסמו ב-17/6/2016 (מספר ימים לפני המשאל). התרחישים האפשריים מוצגים לצד תרחיש הבסיס, כלומר המצב ללא Brexit. להלן אומדני ה-IMF להתפתחות צמיחת התוצר בבריטניה (שיעורי שינוי ריאליים):

	2021 <sup>●</sup>	2020	2019	2018	2017	2016
תרחיש בסיס	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	1.9
תרחיש מתון	2.1 <sup>●</sup>	2.1	2.0	1.8	1.4	1.7
תרחיש קיצון	2.9 <sup>●</sup>	2.6	1.7	0.6	-0.8	1.1

יש לציין שמרבית הגופים הפיננסיים מעריכים כי ה-Brexit יוביל בטווח הקצר (בעיקר בשנת 2017) להאטה בפעילות הכלכלית בהשוואה לתרחיש הבסיס. עם זאת, ישנו מגוון רחב של הערכות כמותיות לגבי עוצמת ההשפעה של ה-Brexit על כלכלת בריטניה, אשר חלקן מצביעות על מיתון של ממש. להלן טבלה מרכזת של גופים פיננסיים נבחרים (הצמיחה בתוצר הריאלי, באחוזים):

	UK		Euro Area	
	2016	2017	2016	2017
Barclays	1.1	-0.4	1.4	0.4
EIU	1.5	-1.0	1.6	1.3
Capital economics	1.5	1.5	1.2	

- על פי אומדני ה-IMF, המדינות שייפגעו במידה הרבה ביותר מה-Brexit הן: אירלנד, הולנד ובלגיה, להן קשרים מסחריים ופיננסיים הדוקים עם בריטניה. להלן תרשים מסכם של הערכות ה-IMF לגבי השפעת ה-Brexit מחוץ לבריטניה, בדגש על מדינות אירופה, בתרחיש מתון ובתרחיש קיצון (ירידה בתוצר בהשוואה לתרחיש הבסיס, באחוזים):



**השפעת ה-Brexit על כלכלת ישראל**

- ה-Brexit צפוי להשפיע על כלכלת ישראל בעיקר דרך התגברות חוסר הודאות בשווקים הפיננסיים, התחזקות השקל מול הסטרלינג וסל המטבעות וירידה אפשרית בהיקפי סחר החוץ מול בריטניה. התפתחות זו, תומכת בהפחתה מתונה של תחזיות הצמיחה של ישראל מצד אגף הכלכלה, שיפרסם תחזית עדכנית בהמשך.
- בריטניה מהווה את יעד יצוא הסחורות העיקרי של ישראל מבין מדינות האיחוד האירופי, ויעד יצוא שני בחשיבותו אחרי ארה"ב. היצוא הישראלי לבריטניה הסתכם בשנת 2015 בכ-3.6 מיליארד דולר, מהווים כ-8% מסך כל יצוא הסחורות של ישראל. במקביל, יצוא השירותים לבריטניה עומד על כ-800 מיליון דולר. היצוא הישראלי לבריטניה צפוי להיפגע הן מאפשרות של ירידה בביקושים מבריטניה, על רקע התגברות חוסר

<sup>2</sup> תרחיש לפיו גיבוש הסכם סחר חדש בין UK ל-EU יהיה בהתאם לתנאי ה-WTO לאחר משא ומתן ארוך המלווה במידה רבה של חוסר ודאות.  
<sup>3</sup> תרחיש המניח גיבוש הסכם מסוג EEA, בפרק זמן קצר יחסית.

הודאות שם; והן מהתייקרות היצוא הישראלי, בשל היחלשות המטבע המקומי מול השקל. גם היצוא הישראלי לאירופה (בדגש על גוש האירו) צפוי להיפגע מסיבות דומות.

- היצוא הישראלי לבריטניה מתרכז בעיקר בענפי התרופות והכימיה, אולם גם בענפי גומי ופלסטיק ומכונות וציוד חשמלי. בשנת 2015 הסתכם היקף היצוא של כימיה ותרופות לבריטניה בכ-2.7 מיליארד דולר, המהווים כ-20% מכלל יצוא הכימיה והתרופות של ישראל. על כן, עיקר ההשפעה צפויה להתרכז בענפים אלה כאשר ייתכן ותהיה נטיה לקצר הסכמי סחר (יצוא ויבוא) לאור אי הוודאות הרבה. נציין כי פעילות היצוא בכל אחד מענפים אלה, נשענת ברובה על חברה דומיננטית אחת – טבע וכי"ל – להן הסיכון המשמעותי ביותר להרעה בפעילות (אם כי הן רב לאומיות ופועלות גם בשווקים אחרים).
- מנגד, היצוא הישראלי ל"גוש הדולרי", ארה"ב וחלק ממדינות אסיה שסוחרות בדולר, עשוי להתרחב על רקע פיחות אפשרי בשקל מול הדולר לאור התחזקותו הצפויה מול הליש"ט והאירו.
- צפויה עלייה בהיקפי היבוא מבריטניה ומגוש האירו, לאור התחזקות השקל מול הסטרלינג והאירו. מדובר בעיקר ביבוא של מוצרי חשמל ואלקטרוניקה, כלי רכב, סחורות ועוד.
- כמו כן, בריטניה מהווה מקור להשקעות ישירות נכנסות (FDI), אשר הסתכמו בכ-2.6 מיליארד דולר בשנת 2014. יש לציין כי כ-1 מיליארד דולר מתוכם מושקעים בענף עיבוד יהלומים, ומהווים את כל ההשקעה בישראל בתחום זה. יתרת ההשקעות הנותרת מתרכזת בענפים: מחקר ופיתוח מדעי, חברות ביטוח, שירותי מידע ותקשורת ואלקטרוניקה. נציין כי תיתכן ירידה בהשקעות בענפים אלה.
- ה-Brexit צפוי להוביל לדחיית תהליך העלאת הריבית בבריטניה, ולהותרת המדיניות המוניטארית בבריטניה ובאירופה, מרחיבה לפרק זמן ממושך מהצפוי. התפתחות זו, עשויה להוביל לדחייה נוספת של העלאת ריבית ראשונה בישראל.
- יתכן שינוי במעמד החוקי של חברות ישראליות להן יש פעילות עסקית בבריטניה, וכן של אזרחים ישראליים העובדים בבריטניה.

### השפעות ה-Brexit על השווקים הפיננסיים

#### עיקרי הדברים:

- בעקבות תוצאות משאל העם בבריטניה לטובת ברקזיט קיימת מידה גבוהה של חוסר וודאות הן לגבי הטווח הקצר על רקע השינויים הפוליטיים האפשריים בבריטניה (התפטרות ראש הממשלה, בחירות בחודש אוקטובר וכו') וההשלכות של יציאת בריטניה מהאיחוד, והן לגבי הטווח הבינוני ארוך על רקע חששות מפני שינויים נוספים במבנהו של האיחוד האירופי. בעקבות חוסר הוודאות הרב, אנו מעריכים כי השווקים הפיננסיים יתאפיינו בתנודתיות רבה בטווח המיידי והקצר לפחות.
- מבחינה גיאוגרפית, מגמת ה-flight to safety עשויה לתמוך גם בהסתת כספים משווקים החשופים להשלכות הברקזיט ולאז שווקים מתעוררים (הנתפסים כבעלי סיכון) לטובת שווקים מפותחים וחזקים יחסית מבחינה פיננסית ושחשופים פחות להשלכות של הברקזיט.
- בעקבות תוצאות משאל העם, עקומי ציפיות הריבית ירדו באופן רוחבי בכלכלות המרכזיות בעולם בעקבות הערכות כי יתכנו הרחבות מוניטאריות נוספות בטווח הקצר, וכי תוואי הריבית במדינות אשר היו צפויות להעלות ריבית, כגון ארה"ב, יתמתן והעלאות הריבית יידחו למועד מאוחר יותר. כמו כן אנו לא שוללים הרחבות מוניטאריות בגוש האירו, בריטניה, יפן ובכלכלות מרכזיות נוספות.
- הירידה בציפיות הריבית בעולם ומגמת ה-flight to Safety, קיבלה ביטוי בעקומי התשואה של אגרות חוב ממשלתיות, בעיקר במדינות שאינן מושפעות במידה משמעותית מיציאת בריטניה מהאיחוד ונתפסות "מקלט השקעה", לרבות ארה"ב ויפן.
- גם אגרות חוב ממשלתיות של מדינות אירופיות הנתפסות כחסונות מבחינה פיננסית מפני הברקזיט, כגון גרמניה, התאפיינו בירידת תשואות. מנגד, מדינות שעלולות "לסבול" מעליה בסיכונים הכלכליים ולאז הפוליטיים, התאפיינו בעליית תשואות בשוק האג"ח הממשלתיות.
- כצפוי, חל פיחות חד בליש"ט ביחס לסל המטבעות. גירעון השיא בחשבון השוטף לצד הערכות לירידה בהשקעות הזרות עלולות לגרום להמשך פיחות במטבע.
- מנגד, מטבעות של כלכלות הנתפסות "מקלט השקעה" בעת הנוכחית רשמו תיסוף, דבר אשר קיבל ביטוי בעיקר בדולר, בין ובפרנק השויצרי. התיסוף במדינות אלה עשוי להשפיע לשלילה על ההתאוששות הכלכלית ולגרום לשינויים במדיניות המוניטארית בטווח הקצר (כאמור, דחיית העלאת הריבית בארה"ב, ויתכן כי הרחבה מוניטארית נוספת ביפן).
- פערי התשואה בין אגרות החוב הממשלתיות ובין אגרות החוב הקונצרניות, בפרט אלה שהינן בעלות דירוג השקעה נמוך, עלול לעלות. אגרות חוב קונצרניות החשופות לסיכונים, כגון שינויים בתנאי הסחר ורגולציה עלולות להתאפיין בעליית תשואות ופתיחת מרווחים גבוהה יותר.

### אגרות חוב ממשלתיות:

תוצאות משאל העם בבריטניה קיבלו ביטוי משמעותי בשווקים הפיננסיים. אחת התגובות העיקריות הייתה הסטת הון הן לטובת נכסים הנתפסים "בטוחים" באופן יחסי בתקופה הנוכחית, והן לטובת נכסים שיושפעו מהשינויים הצפויים במדיניות המוניטארית בכלכלות מסוימות. לדוגמה, אגרות החוב הממשלתיות בכלכלות המובילות, אשר נתפסות כבטוחות, לרבות ארה"ב, גרמניה ויפן, התאפיינו בירידת תשואות לפדיון בתגובה לתוצאות משאל העם. גם בבריטניה חלה ירידת תשואות משמעותית בשוק אגרות החוב הממשלתיות על רקע הערכות כי תיתכן הרחבה של המדיניות המוניטארית הנוכחית, ככל הנראה על ידי הקלה כמותית נוספת (quantitative Easing), אך לא ניתן לשלול הפחתת ריבית. יש לציין כי הבנק המרכזי בבריטניה עלול למצוא את עצמו במלכוד בעת הקרובה. מצד אחד הכלכלה הבריטית צפויה להמשיך להאט במחצית השנייה של השנה, דבר המצדיק הרחבה מוניטארית. אולם מנגד, הפיחות החד שחל במטבע בעת האחרונה (ראה\י הרחבה למטה) עלול לגרום לעליה באינפלציה ובציפיות האינפלציה, דבר אשר עשוי להגביל את מרחב התמרון של הבנק המרכזי ולמנוע ממנו להפחית את הריבית. עם זאת, על רקע סביבת האינפלציה הנמוכה מאד כיום, נראה שהכף עשויה לנטות לכוון של הרחבה מוניטארית. בנוסף, אגרות חוב ממשלתיות של מדינות הנתפסות כפחות בטוחות בעיני המשקיעים בעולם ושעלולות להיפגע מבחינה כלכלית או לסבול מחוסר וודאות פוליטי כתוצאה מתוצאות משאל העם בבריטניה, התאפיינו בעליית תשואות. עליות של תשואות לפדיון בשוק האג"ח קיבלו ביטוי באיטליה, ספרד, פורטוגל, אירלנד ועוד.

**במבט קדימה**, אנו מעריכים כי חוסר הוודאות לגבי ההשלכות של משאל העם על הכלכלה העולמית, והאירופית בפרט, ישפיעו על שנאת הסיכון בשווקים הפיננסיים. חוסר הוודאות לגבי ההשלכות של יציאת בריטניה מהאיחוד וההנחות כי תחול האטה בטווח הקצר בבריטניה ובאיחוד, גרמו לירידה בציפיות הריבית, ויתכן כי בנקים מרכזיים אף יבצעו הרחבות מוניטאריות בטווח הקצר. כתוצאה מכך, הפוטנציאל לעליית תשואות בטווח הקצר, באגרות חוב ממשלתיות של הכלכלות הנתפסות כבטוחות, הינו מוגבל, ואף יתכן כי בטווח הקצר התשואות תמשכנה לרדת בשווקים מסוימים. מצד שני, לאחר שמידת הוודאות לגבי הסביבה הכלכלית תעלה, התשואות לפדיון עשויות "לתקן" כלפי מעלה ולהיות מושפעות בטווח הקצר מהציפיות לגבי תוואי הריבית ומגורמים בסיסיים אחרים, לרבות הסיכונים הפיסקאליים. לגבי ישראל, אנו מעריכים כי במידה ותחול דחייה של העלאות ריבית בארה"ב במקביל להרחבה מוניטארית בכלכלות מרכזיות מסוימות אזי יתכן כי העלאת הריבית בישראל תידחה במידה מסוימת. שוק אגרות החוב הממשלתיות הגיב לתוצאות משאל העם במגמה חיובית ובירידת התשואות לפדיון. להערכתנו, בטווח הקצר אגרות החוב הממשלתיות של ישראל יושפעו מהמגמה באגרות החוב המקבילות במדינות המפותחות, ובפרט בארה"ב וגוש היורו.

### מטבעות:

התגובות בשוק המט"ח לברקזיט היו כצפוי. הדולר, הפרנק השוויצרי והין, הנתפסים כ"חוף מבטחים" בעתות של חוסר וודאות כלכלי, התאפיינו בתיסוף מול מטבעות רבים, ובעיקר מול היורו והליש"ט. הליש"ט הבריטי ירד בחדות מול מרבית המטבעות בעולם. בחינת הצמד ליש"ט-יורו הצביעה, כצפוי, על פיחות של הליש"ט לעומת היורו בשיעור של יותר מ-6%. יש לציין כי השקל הישראלי התחזק מול הליש"ט בשיעור חד של יותר מ-6%, ובשיעור מתון יותר לעומת היורו של 0.8%. בניגוד למגמה מול הליש"ט והיורו, הדולר (1.6%) והין (+4.6%) הגיבו בתיסוף משמעותי לעומת השקל, בדומה למגמה בעולם, זאת בעקבות מגמת ה-flight to safety. בטווח המיידי יתכן כי מגמת ה-flight to Safety תימשך ותתמוך במטבעות החזקים, כגון דולר והין. התחזקות של מטבעות אלה, עשויה לגרום לדחיית העלאת הריבית בארה"ב, ולהרחבה של המדיניות המוניטארית על ידי הבנק המרכזי ביפן.

**במבט קדימה**, לאור חוסר הוודאות הכלכלי בבריטניה והערכות להרחבה מוניטארית, הליש"ט עלול להמשיך להיחלש. יש לציין כי הגירעון בחשבון השוטף של בריטניה נמצא ברמת שיא וכי ההשקעות על ידי זרים עלולות לרדת בטווח הנראה לעין לאור חוסר הוודאות הכלכלי. גורמים אלה עלולים להכביד עוד יותר על המטבע ולכן לא ניתן לשלול המשך מגמת פיחות בליש"ט בטווח הקצר לפחות. חוסר הוודאות סביב הסיכונים הפוליטיים באירופה בעקבות יציאתה של בריטניה מהאיחוד ועל רקע הבחירות שיהיו באיחוד בטווח הקצר, ככל הנראה גם כן תגביל את פוטנציאל התיסוף של היורו בטווח הנראה לעין.

### סחורות:

מחיריהן של מרבית הסחורות ירדו בתגובה לתוצאות משאל העם, הן בעקבות הערכות להאטה בביקושים בקרב חלק מהכלכלות בעולם והן בעקבות התחזקות הדולר בעולם. **במבט קדימה**, במידה ואכן תחול האטה בביקושים בעולם (בבריטניה צפויה האטה בפעילות הכלכלית או מיתון ב-2016-2017, וצפויה השפעה ממתנת על אירופה ועל יצואניות מרכזיות של בריטניה) והדולר ימשיך

להתחזק, אזי צפויה השפעה ממתנת על מחירי הסחורות (כאשר שאר המשתנים המשפיעים נשארים קבועים). להתפתחות זו עשויה כמובן להיות השפעה ממתנת על סביבת האינפלציה בעולם וכפועל יוצא, על סביבת הריבית.

**אגרות חוב קונצרניות:**

אנו מעריכים כי לאור העליה בחוסר הוודאות ועליה במידת שנאת הסיכון יתכן כי מרווחי התשואה בין אגרות החוב הממשלתיות ואגרות החוב הקונצרניות יעלו במידה מסוימת. לאור מגמת ה- Flight to safety, אנו מעריכים שפתיחת הפערים תהיה רבה יותר בקרב אגרות חוב בעלות דירוג השקעה נמוך. בנוסף, אנו מעריכים כי ענפים החשופים לשינויים משמעותיים בחוקי הסחר וברגולציה עלולים לסבול מתנודתיות רבה יותר ויתכן גם מעליית תשואות לפדיון בטווח הקצר.