

יולי 2023

סקירה כלכלית ושווקים פיננסים

הניתוח הכלול במסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, אינו מתיימר להוות ניתוח מלא או להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, אינו מתחשב בנתונים ובצרכים הספציפיים של המשקיע הפוטנציאלי, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות ערך ו/או נכסים אחרים. המידע בפרסום זה עדכני למועד פרסומו לראשונה.

הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשואת דוח זה, ואשר כלל פיננסים מניחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה.



סוף העלאות הריבית - מה הלאה? הדילמה של הבנקים המרכזיים

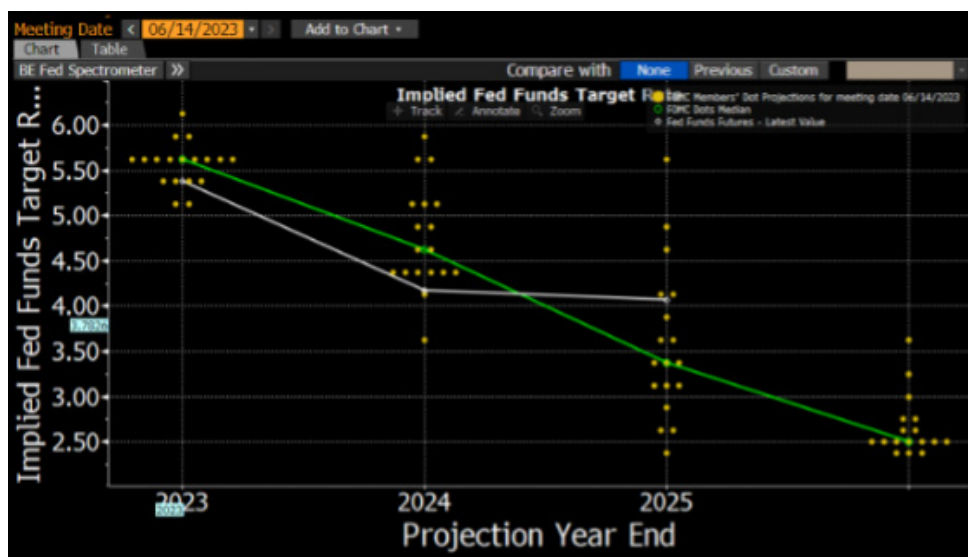
מזה שנה וחצי עומלים הבנקים המרכזיים לכבות את מדורת האינפלציה, כאשר הכלי המרכזי הוא העלאות ריבית מאסיביות ומהירות. להלן גרף המציג את מגמת הריבית במדינות מרכזיות:



מקור - בלומברג

עתה נראה, כי גם אם תחמוק מפה וקדימה עוד העלאת ריבית אחת כזו או אחרת, הרי שהציפייה היא שהגענו לסוף תהליך העלאות הריבית. הן פאואל והן לגארד, בהחלטת הריבית האחרונה ציינו כי הם רואים את רמת הריבית הנוכחית בטווח ה- RESTRICTIVE, ומפה והלאה הם לא רואים עצמם מחויבים להעלאות ריבית נוספות, אלא יפעלו בהתאם לנתונים אשר יתפרסמו ביחס לאינפלציה ושוק העבודה.

להלן גרף המתאר את תחזיות המשקיעים (לבן) וחברי הפד (ירוק) ביחס לריבית בסוף כל אחת מהשנים 2023, 2024 ו- 2025. שימו לב אגב לפער בין המשקיעים לפד.. עוד נחזור אל זה.



מקור - בלומברג

בואו נעשה לכמה רגעים קפיצה בזמן כדי להבין את הדילמה שעומדת בפני הבנקים המרכזיים, ולשם כך נתעמק במה שחוותה ארה"ב בשנות ה-70. לשם כך בנינו גרף מורכב מעט וננסה להבין היטב את המסקנות המרכזיות העולות ממנו. הגרף מציג שישה נתונים:

כחול - אינפלציה ארה"ב

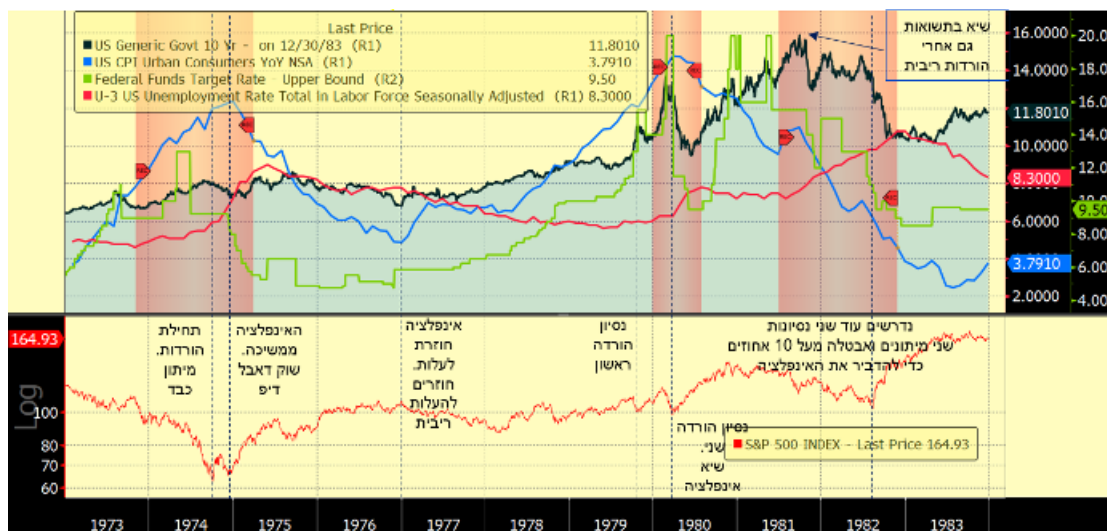
שחור - תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים

ירוק - ריבית הבנק המרכזי

אדום - שיעור אבטלה

מלבן אדום - מיתון

גרף תחתון/אדום - מדד 500P&S



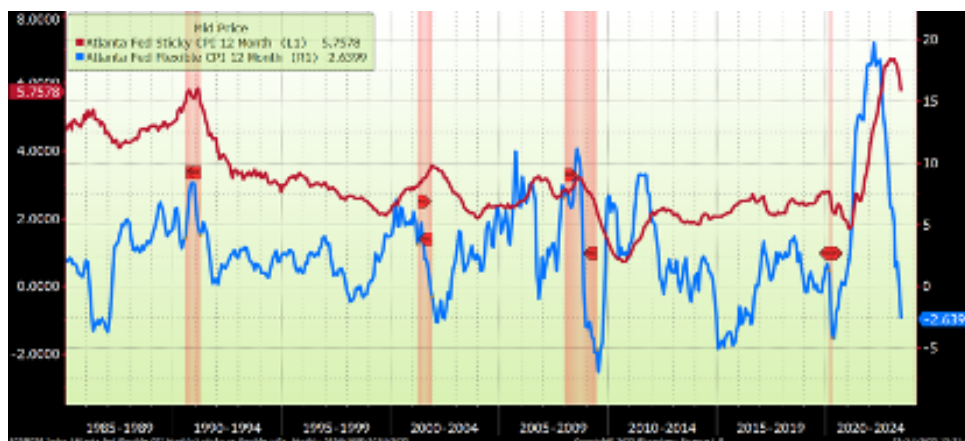
מקור - בלומברג

להלן סיפור המעשה בנקודות:

- תחילת שנות ה-70 - משבר הנפט ואמברגו של מדינות ערב מייצר אינפלציה של היצע והאינפלציה בארה"ב מתחילה להמריא מ-3% למספרים דו ספרתיים (כחול). מחירי חבית נפט עלה פי שלושה כמעט בין לילה.
- הבנק המרכזי מתחיל בהעלאות ריבית אגרסיביות (ירוק) מתחילת שנת 1973 ועד לאמצע 1974.
- גירעונות של מלחמת וייטנאם תחת הנשיא ג'ונסון ונפילת מערכת ברטון וודס לאחר השינוי של ניקסון (קיבוע הדולר מול מטבעות בינלאומיים).
- ההשלכות הכלכליות היו צמיחה כלכלית נמוכה, ויחד עם זה שהכלכלה התרחבה מ-1975 ועד למיתון הראשון של תחילת שנות ה-80, האינפלציה נותרה גבוהה למעשה עד תחילת שנות ה-80.
- כל זה הביא למפולת הבורסה של כ-40% ב-1973-74.
- שוק העבודה האמריקאי נחלש וההערכה היא כי 2.3 מיליון מקומות עבודה אבדו במהלך המיתון. שיעור האבטלה עלה מכ-5% ל-9%.
- החלק החשוב אליו אני רוצה להפנות את תשומת לב הקוראים הוא שהנגיד בארנס החל להוריד את הריבית עת שהאינפלציה הייתה עדיין גבוהה ומייד כאשר החל לראות עלייה בשיעור האבטלה והיחלשות כלכלית.
- כתוצאה ממהלך מדיניות זה ראינו גם בשנת 1975 ירידה מחודשת בשיעור האבטלה ותגובה חיובית מאוד של שוק המניות.
- הבעיה היחידה בכל הסיפור היא שהאינפלציה, שטרם חזרה לרמתה טרום ההתפרצות הראשונה החלה בסוף 1976 לעלות שוב... ולעלות חזק מאוד עד ל-15%
- מצב זה חייב את הבנקים המרכזיים להתחיל בסבב העלאות ריבית מחודש ונחוש עד שהביא בסוף לשני מיתונים בתחילת שנות ה-80.

מדוע אני מספר לכם את כל הסיפור הזה? רק מסיבה אחת - הבנקאים המרכזיים היום מכירים אותו גם כן, והמלחמה הנחושה להחזיר את האינפלציה למסלולה נשענת על ניסיון העבר הזה, והחשש הוא כי הקלה מוקדמת מדי של המדיניות המוניטארית עלולה להביא להתלקחות מחודשת של האינפלציה.

תשאלו את עצמם: אבל האינפלציה בארה"ב ירדה כבר לרמה של 3%, האם הם לא השלימו את המלאכה כבר? עניתי על כך בהרחבה במאמר של חודש שעבר אבל אחזור בקצרה. שימו לב לגרף המציג את האינפלציה הדביקה והאינפלציה שאינה דביקה בארה"ב:



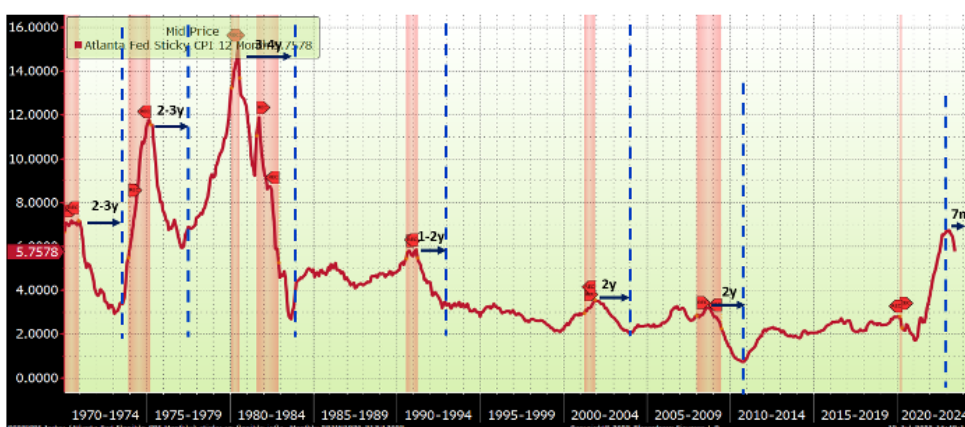
מקור - בלומברג

התשובה - האינפלציה הגמישה (כחול) אכן חלפה. בעיות בשרשראות האספקה הן כבר היסטוריה, מחירי חומרי הגלם התנרמלו, המלחמה באוקראינה לא מהווה השפעה מהותית והאינפלציה הזו לא רק שחלפה אלא היא גם בטריטוריה שלילית.

אבל

האינפלציה הדביקה (אדומה) עדיין אתנו. מגמת העלייה במחירי השירותים, השכירות עדיין עולה בקצב גבוה. המדורה עדיין דולקת, ובהינתן שוק עבודה חזק ועלייה ריאלית בשכר, יחד עם חסכונות הציבור מהקורונה מביאים לכוח קנייה חזק של הצרכן מה שמקשה על היעלמות האינפלציה ה"דביקה".

כמה זמן לוקח לאינפלציה הדביקה להיעלם? אני לא נביא, אבל אם נסתכל על נתוני העבר נוכל לראות כי אנו כבר כחצי שנה בתהליך וההיסטוריה מלמדת כי התהליך הזה אורך בין 1-4 שנים ובדרך כלל 2-3 שנים.



מקור - בלומברג

לסיכום

בעיית האינפלציה בנסיגה, אולם היא לא נעלמה ואי אפשר לברך על המוגמר. המשמעות היא שאם הבנקים המרכזיים למדו את הלקח ההיסטורי, הרי שסביר כי הם ישמרו על רמת ריביות גבוהה לאורך זמן, לפחות עד שנראה היחלשות כלכלית משמעותית שתכבה סופית את אינפלציית הביקוש שקיימת כיום בכל העולם.

אני מחזיר אתכם לגרף השני בגוף המאמר, שהראה את הפער בין ציפיות המשקיעים והפד ביחס לרמות הריבית. שימו לב כי הפד רואה ירידה יותר מהירה בריבית (בהשוואה למשקיעים) לתוך שנת 2024, אולם ב 2025 כאשר חברי הפד רואים המשך הורדות ריבית המשקיעים רואים יציבות ואולי אף עלייה קלה. האם ייתכן שהשווקים מניחים שהבנק המרכזי יחזור על הטעות של 1974? האם המגמה החיובית בשווקים היא חזרה על החגיגה של 1975? עתיד יגיד.

כפי שכתבתי גם בשבוע שעבר, החודשים הקרובים קריטיים בכדי שנבין כולנו את כיוונה של אינפלציית הביקוש. אפקט הבסיס השלילי נגמר ומפה "ישחקו הביקושים לפנינו". אז נוכל לראות האם חגיגות השוק את "נקודת ה PIVOT" (נקודת ההיפוך) במדיניות הייתה מוקדמת מדי או מוצדקת.

תעשו טוב!

אמיר ארגמן

אסטרטג השקעות ראשי