



סקירה כלכלית ושווקים פיננסיים

פברואר 2024

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 פיננסיים מניחה שהינו מהימין, 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.



השווקים על פי הגדרה נוטים ברוב הזמן לשקף תמונה של הכלכלה ושל רווחיות החברות, שנגזרת מזה. כמוכן שיש רעשים רבים בתוך התהליך, ובתוכם מצב הרוח של הציבור, סיכונים שמתממשים או שלא, רמות נזילות או ציפיות ביחס אליהן, אבל בסופו של דבר מה שקובע זו הכלכלה והרווחיות.

אם נסתכל על החודשיים האחרונים נראה לשם המחשה כי מדד המניות וריביות האג"ח הממשלתי בארה"ב אכן נהגו על הכיוונים המרכזיים של הכלכלה.

שנת 2022 לשם המחשה הייתה שנה עם צמיחה חלשה יחסית של כלכלת ארה"ב (1.9%) ואינפלציה גבוהה (8%) מה שנקרא "Disinflation Bust", וזה עולם בו נכסי סיכון מתפקדים פחות טוב. מנגד שנת 2023 הייתה שנה של צמיחה מפתיעה לטובה (2.5%) יחד עם נסיגה מהותית באינפלציה (4.1%), מה שנתן רוח גבית נאה למדד המניות. הגרף הבא מראה את המהלך של מדד המניות S&P 500 בשנתיים האחרונות:

מדד ה-S&P 500 - שנים 2022 עד היום



מקור - בלומברג, כנף

מבט אל תשואת האג"ח לעשר שנים בארה"ב, מראה תמונה מורכבת יותר. בשנת 2022 ראינו עלייה חדה בתשואות הממשלתיות, עדות לאינפלציה הגבוהה והעלאות הריבית המשמעותיות שראינו. במחצית הראשונה של שנת 2023 ראינו התייצבות של תשואות האג"ח הממשלתי, מה שגילם התחזקות של הצמיחה אבל יחד עם ציפייה כי האינפלציה מגיעה לייצוב ותחילת התמתנות.

ברבעון השלישי 2023 תפסה אחיזה המחשבה כי אנו באירוע ריביות של HIGHER FOR LONGER שמקורו בכך שהאינפלציה לא יורדת מספיק מהר, ולכן הבנק המרכזי האמריקאי לא יצליח להוריד ריבית כבר בשנת 2023. לכן רבעון שלישי אופיין בעלייה מחודשת של תשואות האג"ח הממשלתיות יחד עם חולשה והפוגה במהלך העליות של המניות.

ואז הגיע רבעון רביעי 2023, והנרטיב השתנה שוב. מספר נתוני אינפלציה שהפתיעו לטובה (כלפי מטה) והצמיחה רק העצימה את ההפתעה החיובית של כלכלת ארה"ב. זה כמובן המצב הכי מיטיב עם נכסי סיכון ולכן ראינו מהלך אגרסיבי מאוד של שוק המניות ונכסי הסיכון, יחד עם ירידה של תשואות האג"ח הממשלתי.

תשואות אג"ח ממשלת ארה"ב עם פדיון של 10 שנים - שנים 2022 עד היום



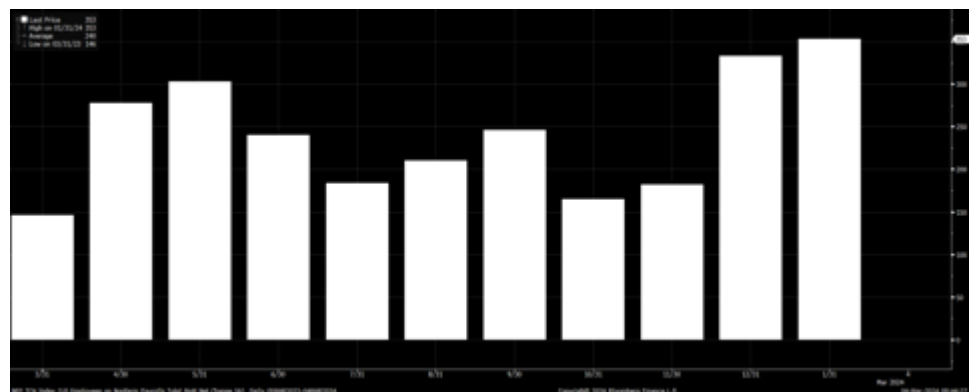
מקור - בלומברג, כנף

מדוע אני מספר לכם את כל הסקירה ההיסטורית הזו? שימו לב בגרף האחרון לחלק האחרון שלו, כאשר העלייה בתשואות הגיעה לאור החשש כי האינפלציה אולי תהיה עקשנית יותר מאשר קיוו. רוצים המחשה? בבקשה.

- 11/1/24 - נתון מדד המחירים לצרכן בארה"ב שנתי על 3.4% (צפי היה ל 3.2%) ומדד הליבה על 3.9% (צפי ל 3.8%).
- 1/2/24 - רכיב המחירים (PRICED PAID) בסקר החברות - עלה ל 52.9 (צפי 47)
- 12/2/24 - מדד המחירים לצרכן קצב שנתי על 3.1% (צפי 2.9%) ומדד המחירים הליבתי נשאר על 3.9% (צפי ירידה ל 3.7%)
- 16/2/24 - מדד המחירים ליצרן הליבתי שנתי על 2% (צפי 1.6%)

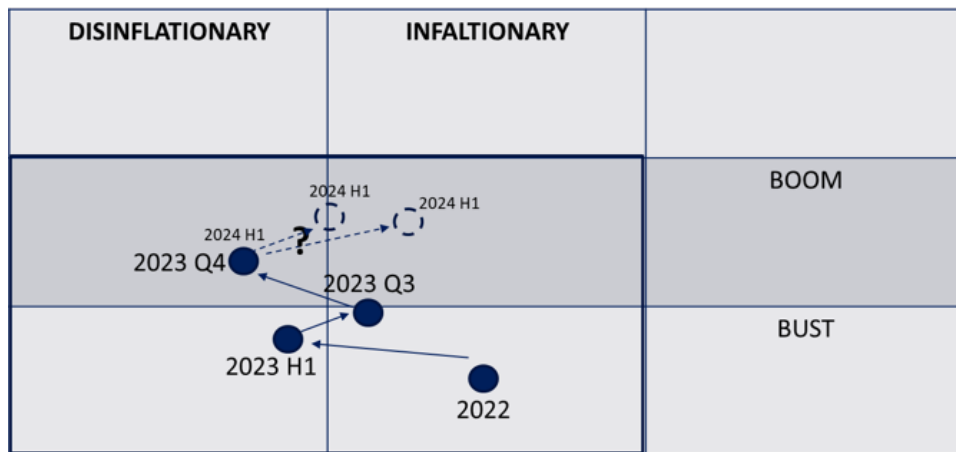
האם זה אומר שחוזרים לאינפלציה של 9%? לא! האם זה אומר שייטכן והשוק היה אופטימי מדי לגבי קצב ההתמתנות? בהחלט כן. התוצאה המיידית הייתה עלייה מחודשת בתשואות הממשלתיות אותה ניתן לראות בגרף לעיל. שוק המניות אגב פחות התרגש וזאת תודות לכך שהאירוע קורה גם עם נתוני צמיחה חזקים מאוד, שנותנים בטחון למשקיעים למגמה חיובית גם בצמיחת הרווחיות של החברות. עדות לכך ניתן לראות בהתחזקות מחודשת של שוק העבודה למרות הריביות הגבוהות:

יצירת משורות בשוק האמריקאי - שנה אחרונה



מקור - בלומברג, כנף

אם ננסה לתאר את כל האמור לעיל יחד עם ההתלבטות קדימה, אפשר לראות את ההתלבטות במטריצה הבאה:



מקור - כנף

לא אתאר שוב את השנתיים האחרונות (את זה עשינו כבר בתחילת המאמר), אבל כן אחדד את ההתלבטות לגבי מחצית ראשונה 2024. אנחנו למדים מן הנתונים כי מגמת הצמיחה האיתנה בארה"ב עדיין קיימת, וכעת השאלה היא עד כמה הנרטיב בשוק משתנה לכיוון של חשש מחודש מאינפלציה דביקה (ראו סימן שאלה בגרף). המשמעות היא כמובן שכל נתון מאקרו כלכלי שמלמד על מגמות האינפלציה יתפוש מקום של כבוד ואת אור הזרקורים בחודשים הקרובים.

מה המשמעויות?

- **לגבי נכסי סיכון** - אין משמעות חד משמעית. הצמיחה החזקה מחזקת את המגמה העולה, וגם אינפלציה לא בהכרח פוגעת בביצועי החברות. תזכרו תמיד שאינפלציה אומרת שהחברות מצליחות להעביר את העלויות על הצרכן הסופי, וזה מתבטא בצמיחה חזקה יותר (נומינאלית) של מכירות החברות. מנגד אם נראה צפי פחות להורדות ריבית, זה כמובן מקזז לרעה את ההשפעה על ביצועי המניות (בדרך כלל ריביות גבוהות פוגעות במכפילי המניות).
- **לגבי הריביות** - זה המשתנה המרכזי. המשך של נתונים אינפלציוניים מפתיעים כלפי מעלה יחזקו את החשש כי אינפלציה דביקה תקשה על הבנק המרכזי להתחיל בהורדות ריבית אגרסיביות. מנגד חזרה של נתוני אינפלציה מפתיעים כלפי מטה, ידחפו לתשואות ממשלתיות נמוכות יותר ויכולים לתת רוח גבית לשוק נכסי הסיכון.

לסיכום, החודשיים הראשונים של 2024 ממשיכים את המגמה החיובית של שוק המניות מסוף 2023 ומביאים את השוק לתמחר את הסיטואציה לשלמות. הסיכונים המרכזיים כרגע יכולים להיות או הרעה בביצועים הכלכליים של כלכלת ארה"ב, או לחלופין הפתעה שלילית של אינפלציה חזקה מהצפוי שתשמור על ריביות גבוהות יותר לאורך זמן. בינתיים יש לזכור כי האווירה חיובית, נתוני הרווחיות החזקים של סקטור הטכנולוגיה בפרט ושל כלל החברות בכלל, יחד עם השתתפות חזקה מאוד של ה RETAIL (משקי הבית) בשוק המניות משמרים את המגמה החיובית בשווקים.

תעשו טוב!

אמיר ארגמן

אסטרטג השקעות ראשי