



סקירה כלכלית ושווקים פיננסים

אפריל 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 פיננסים מניחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שבצעה 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.



חששות סטגפלציה?

במובן מסוים כל תופעות הלוואי השליליות של עולם עם עודף מידע וטכנולוגיה מתקדמת מופיעות גם בשווקים. אם פעם היה מחסור במידע, והיה צריך לעבוד קשה כדי להגיע לאותו מידע, ובמקביל התנועה המרכזית בשווקים הייתה פנדמנטלית ומוסדית, הרי שלשווקים היה זמן "לעכל" שינויים. אני חושב שגם אם אין אני יכול להוכיח את הטענה במאת האחוזים, הרי שהתחושה היא ששינויי הנרטיב ההשקעתי בשווקים הפכו להיות בשנים האחרונות יותר ויותר אלימים ותדירים, תוצאה של השינויים שצינתי לעיל.

להלן השינויים רק בחצי השנה האחרונה בכלכלה ובשווקים בארה"ב:

ספטמבר - אוקטובר 2023: HIGHER FOR LONGR באינפלציה והריבית עם כלכלה משתפרת.

נובמבר - ינואר 2024: DISINFLATIONARY BOOM, משמע כלכלה חזקה ולמרות זאת אינפלציה נחלשת.

פברואר - מרץ 2024 שוב INFALTIONARY BOOM, משמע הכלכלה חזקה אבל שוב סימני האצה באינפלציה.

אפריל 2024 - הכלכלה עדיין חזקה אבל סדקים מהותיים ניכרים, והאינפלציה עדיין מסרבת להיעלם ואפילו מאיצה שוב.

השחקנים בשווקים כבר מכירים את התנועות האלימות והתגובה לשינויי הנרטיב ורואים את התנודות הגדולות גם בשוק הריביות וגם בשוק המניות.

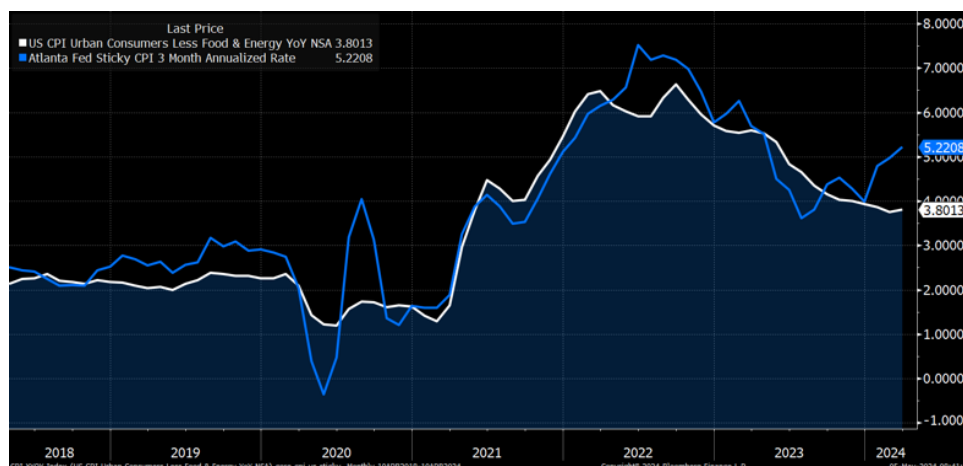
בואו נסתכל לרגע על מה העדויות לשינויי הנרטיב האחרון, ובכדי להמחיש אציג כמה פרמטרים וגרפים:

1. **מדד ההפתעה הכלכלי בארה"ב** - שימו לב לכך שהיה מעל אפס (עדות להפתעות חיוביות בנתונים במרבית השנה האחרונה), ולירידה החדה לאחרונה, עדות לנתונים שהחלו להפתיע לרעה.



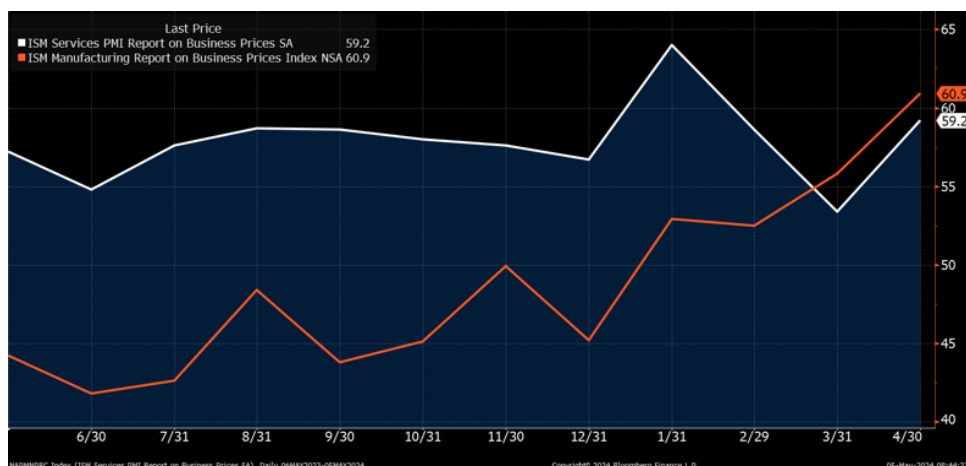
מקור - בלומברג, כנף

2. **עצירה בתהליך הדיס-אינפלציה** ואף האצה מסוימת. שימו לב בגרף הבא לאינדיקציה על האינפלציה ברכיבים ה"דביקים" לפי הפד, מה שמרמז על האצה מחודשת באינפלציית הליבה.



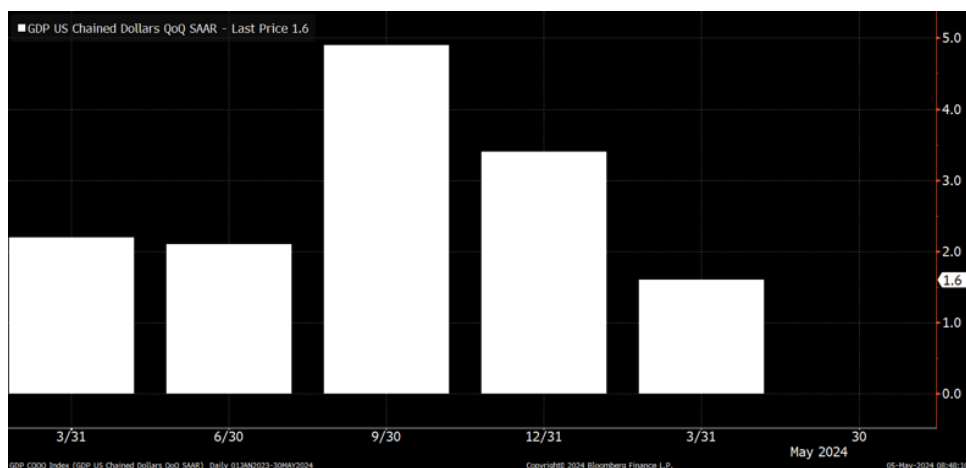
מקור - בלומברג, כנף

3. שימו לב לרכיבי המגמה במחירים שרואים מנהלים במדדי הרכש היצרני (כתום) והשירותים (לבן). עליה במדד מלמד על צפי להעלאות במחירים.



מקור - בלומברג, כנף

4. היחלשות הצמיחה בארה"ב באופן משמעותי ברבעון ראשון 2024. ראו בגרף את הצמיחה הרבעונית (במונחים שנתיים) ברבעונים האחרונים:



מקור - בלומברג, כנף

מה כל זה אומר?

החל משנת 2023 השווקים נהנו מרוח גבית, כאשר הכלכלה נמצאת במגמת התאוששות פוסט קורונה, האינפלציה נמצאת במגמת ירידה, הצרכן האמריקאי נהנה מעודפים גדולים של חסכון מתקופת הקורונה והשווקים נהנים מרמות נזילות גבוהות, שעדיין מאפיינים את הכלכלה העולמית לאחר שנים של ריביות אפס והזרמות כספים עצומות.

כל זה עדיין לא נגמר, אבל בהחלט יש סימנים ראשונים לשינוי אפשרי:

1. ככל שעובר הזמן והבנקים המרכזיים משמרים ריביות גבוהות, מביא הדבר לפגיעה בנזילות, ומקרר את הרגע שמשקי הבית והחברות יצטרכו להתמודד עם הריביות הללו.

2. ה LOOP בין הכלכלה החזקה (שזה טוב) לבין האינפלציה העקשנית (שזה רע) לא נגמר, והחשש הוא, שנצטרך לראות פגיעה ממשית בשוק העבודה, כדי שהאינפלציה תירגע והבנקים המרכזיים יוכלו באמת ובתמים לחזור למגמה של הורדות ריבית.

3. שוק העבודה האמריקאי - נקודת הפתיחה הייתה חזקה מאוד אבל אין כל ספק שחלק ניכר מהפרמטרים שמלמדים על המגמה בשוק העבודה מצביעים על היחלשות מהותית. הדבר בא לידי ביטוי במספר המשרות הפנויות, לחצי שכר יורדים, חוסר נכונות לעזוב מקומות עבודה, ירידה במספר העובדים הזמניים, ירידה במספר שעות העבודה השבועיות ועוד.

4. מחקרים מלמדים שהיקפי החסכון הצבור של הציבור בארה"ב מגיעים למיצוי, ובמקביל החסכון השוטף שלהם בשפל היסטורי. חסכון נמוך אינו נקודת מוצא טובה למקרה בו נראה היחלשות של הכלכלה ופגיעה בשוק העבודה, מאחר ואז משקי הבית מתחילים לחסוך יותר, מה שפוגע עוד יותר בצריכה השוטפת.

לסיכום, חודש אפריל 2024 היה חודש של תיקון שלילי בשוקי המניות בעולם. שילוב של כלכלה חזקה יחד עם חידוש הלחצים האינפלציוניים, הביאו לחשש של המשקיעים כי המדיניות המוניטארית תישאר מהדקת עוד לאורך זמן. כמובן שהחשש הוא שריביות גבוהות לאורך זמן יביאו בסופו של דבר לפגיעה חמורה יותר בכלכלה ובסיכומו של דבר ברווחיות החברות.

השווקים נעים כל העת בניסיון למצוא איזון עדין בין אינפלציה מתמתנת וכלכלה טובה, אך לא מדי. בשבועיים האחרונים אגב היחלשות של הנתונים הכלכליים בארה"ב אפילו הורידו מעט את מפלס הדאגה והחזירו אל השולחן את האופציה של "נחיתה רכה", שאותו השווקים כבר למדו לחבב כמוצא חיובי של סיפור העלילה האינפלציוני.

הפרמטר המרכזי אחריו יש לעקוב בזמן הקרוב הוא, האם עיכוב או עצירה בתהליך הדיס אינפלציוני אותם תיארונו לעיל, יביאו להורדות ריבית מתונות יותר (אם בכלל), שימור תזת ה HIGHER FOR LONGER, מה שעלול להגביר את השפעתה השלילית על הכלכלה האמריקאית. מנגד המשך התרחבות הסדקים בנתונים הכלכליים בארה"ב בהחלט יכולים לחדש את החשש ממיתון, אך בשלב ראשון דווקא לשדר מסר של רגיעה מפני החששות האינפלציוניים.

תעשו טוב!

אמיר ארגמן

אסטרטג השקעות ראשי