



13 במרץ 2022

הסיכון לסטגפליציה

- העליה החדה במחירי הסחורות תוביל לעליה נוספת באינפלציה ומגבירה את הסיכון לסטגפליציה בכלכלה העולמית.
- ככל שהמלחמה תארך זמן רב יותר, השלכותיה על הכלכלה העולמית יהיו חריפות יותר, והסיכוי לסטגפליציה גבוה יותר.
- הכלכלות המפותחות פחות רגישות לשינויים במחירי הנפט והסחורות, בהשוואה לשנות ה-70 וה-80, לאור ירידת משקלם בסל הצריכה וצמצום התלות בנפט בפעילות התעשייתית וכמקור אנרגיה.
- לסיכום, אנו מעריכים כי האינפלציה הגבוהה תוביל להתמתנות הצמיחה, אך לא למיתון חריף, בנוסף, בניגוד לעבר, הבנקים המרכזיים אינם צפויים לעמוד מנגד, וירסנו את המדיניות המוניטרית.

המלחמה באוקראינה והסנקציות שהטיל המערב על רוסיה מגבירים את הסיכון לסטגפליציה, לאור עליה חדה במחירי הסחורות, עליה מתמשכת באינפלציה ובציפיות האינפלציה, שהחלה עוד לפני המלחמה, וצפי לפגיעה בצמיחה. בהקשר זה נציין כי, קיים קושי לחזות את השלכות המלחמה במלואן ועוצמתן תלויה במשך המלחמה. **ככל שהמלחמה תארך זמן רב יותר**, מחירי הסחורות יישארו גבוהים למשך זמן ממושך יותר, ולפיכך, **השלכותיה על הכלכלה העולמית יהיו חריפות יותר, והסיכוי לסטגפליציה גבוה יותר**. מנגד, במידה והמתחות תפחת בטווח הקצר, צפויה התאוששות בכלכלה העולמית וירידה במחירי הסחורות שתוביל להתמתנות באינפלציה, ותפחית משמעותית את הסיכוי לסטגפליציה.

המלחמה הובילה לעליה חדה במחירי הסחורות, המקיפה את ענפי האנרגיה, הסחורות החקלאיות והמתכות, לאחר עליות משמעותיות במהלך 2021. במקביל, **נרשמת פגיעה מחודשת בשרשרת האספקה הגלובלית**, הפוגעת בייצור מכוניות, מוליכים למחצה ועוד. כתוצאה, צפויה עליה חדה באינפלציה הגלובלית, שרמתה היתה גבוהה עוד לפני המלחמה. ההשפעה על האינפלציה תלויה במשך הלחימה, ככל שהלחימה תהיה ארוכה יותר ההשפעה תהיה משמעותית, בעקבות התרחבות ההשפעה מסדר שני שתוביל לעליית מחירים רחבת היקף ועליה משמעותית בציפיות האינפלציה. ציפיות האינפלציה לטווח ארוך (5y5y) בארה"ב ובגוש האירו עלו לרמה של 2.7% ו-2.3%, בהתאמה, הרמה הגבוהה ביותר מאז 2010, ומצביעים על ציפייה כי האינפלציה תישאר גבוהה מיעדי הבנקים המרכזיים לזמן ממושך. עליית ציפיות האינפלציה מהווה סיכון משמעותי להשתרשות האינפלציה למשך זמן ממושך, ומעוררת חששות בקרב הבנקים המרכזיים.

סטגפליציה יכולה להימשך זמן ממושך, הרבה לאחר שהעזעוע מצד ההיצע עבר, זה קורה כאשר האינפלציה הגבוהה גורמת לעליה בציפיות האינפלציה, עליות שכר, פגיעה ברווחיות החברות שמתגלגלות לעליות מחירים ונוצר "כדור שלג"-תהליך שמזין עצמו בדומה לאירועי שנות ה-70 וה-80 בעולם (הרחבה בהמשך). הלקח המשמעותי שנלמד משנים אלה הוא החשש שהאינפלציה תתברר כארוכת טווח בניגוד לציפיות, והתוצאה תהיה אובדן שליטה בציפיות האינפלציה. בנוסף, ככל שהאינפלציה נשארת גבוהה למשך זמן ממושך יותר, כך גדל הסיכוי להשפעה מדרג שני. לקח זה הוא אחד מהגורמים התומכים בריסון המדיניות המוניטרית.

במקביל, העליה באינפלציה, יחד עם הפגיעה בשרשרות האספקה, ירידות בשווקים הפיננסיים ואי וודאות הגבוהה, **תוביל לפגיעה בצמיחה, בעיקר כתוצאה מפגיעה בהוצאות הצרכנים**, על רקע שחיקה בהכנסה הפנויה וירידה בשווי הנכסים הפיננסיים. עם זאת, הפגיעה מתרחשת כשהכלכלה העולמית נמצאת במצב טוב יחסית, הצמיחה לפני המלחמה היתה חזקה יחסית, שיעורי האבטלה נמוכים ומשקי הבית נהנו מעליות שכר ומינוף נמוך.

חטיבת שווקים פיננסיים

מחלקת מאקרו כלכלה

מבחינת אירועי העבר עולה כי, עליה חדה במחיר הנפט מסכנת את הצמיחה, אולם, לא בכל המקרים העליה במחיר הנפט היא הגורם למיתון (למשל ב-2008), והשפעתו תלויה במקור עליית המחיר. עליה שמקורה בגידול בביקושים לא מובילה למיתון, מנגד, עליה שנובעת מצד ההיצע פוגעת בצמיחה ואף מובילה למיתון בהסתברות גבוהה יותר. לאורך ההיסטוריה **עליה מתמשכת והדרגתית במחירי הנפט, לא השפיעה באופן משמעותי על הצמיחה, בעוד שעליה פתאומית וחדה במחיר הנפט הובילה לפגיעה משמעותית בצריכה הפרטית**, ובפרט, בצריכת מוצרים בני קיימא, מכיוון שגמישות הביקוש לדלק הינה נמוכה והצרכנים נוטים לספוג את עליית המחיר ולקצץ את הוצאותיהם בסעיפים אחרים.

השינוי במחירי הסחורות בשנה האחרונה, ובפרט, במחירי האנרגיה, משלב את שתי האפשרויות - המחירים עלו באופן הדרגתי ומתמשך ב-2021 לאור גידול בביקושים בעקבות חזרת הכלכלה העולמית לפעילות, אולם, קצב העליה האץ בחדות בשבועות האחרונים בעקבות המתח הגיאופוליטי. בנוסף, עוצמת הפגיעה בצריכה הפרטית תלויה במידה בה הצרכנים מאמינים שהעליה במחיר הנפט היא זמנית, מכיוון שהצרכנים יטו לספוג עליה זמנית במחירי סחורות ולפגוע בחסכוניות ולא בצריכה, מנגד, במידה וקיים חשש שהעליה אינה זמנית, צפויה פגיעה בצריכה הפרטית.

ירידה במשקל הסחורות תמתן את הפגיעה בצמיחה

בהקשר זה חשוב לציין כי הכלכלות המפותחות פחות רגישות לשינויים במחירי הנפט והסחורות, בהשוואה לשנות ה-70' וה-80', לאור ירידת משקלם בסל הצריכה, עליית משקל מגזר השירותים וצמצום התלות בנפט בפעילות התעשייתית וכמקור אנרגיה. כמות הנפט הנדרשת לייצור יחידת תוצר בארה"ב נמוכה היום ב-63% מרמתה ב-1970, **לכן השפעת הזעזוע צפויה להיות נמוכה יותר**. עם זאת, לעליה במחירי הסחורות מתלווים בנוסף גם עליה באי הודאות וירידה במחירי הנכסים הפיננסיים, העשויים לפגוע בביטחון הצרכנים והמשקיעים. לפיכך, **עליית מחירי הסחורות צפויה למתן את קצב גידול הצריכה הפרטית ולפגוע בהשקעות, אך לא לגרום לפגיעה חדה בכלכלה העולמית**. למרות הירידה בתרומת הנפט לצמיחה, השפעתו על ציפיות האינפלציה, לכל אורכו של העקום הינה משמעותית.

התפיסה המקובלת היא שבנקים מרכזיים מתעלמים מזעזועים מצד ההיצע ומתמקדים בהשפעה על הכלכלה, אולם, במצב הנוכחי, של הצטברות זעזועים משמעותיים כתוצאה מהקורונה והמלחמה, וכשהאינפלציה עוד לפני פרוץ המלחמה הייתה גבוהה משמעותית מיעדי הבנקים המרכזיים, הבנקים המרכזיים לא יכולים להתעלם. לפיכך, ה-ECB הודיע בסוף השבוע האחרון על האצת קצב צמצום רכישות האג"ח, והפד צפוי להעלות את הריבית ולעדכן מעלה את תחזיות הריבית בישיבתו השבוע.

למלחמה ולסנקציות שהטיל המערב צפויות השלכות ארוכות טווח בדמות פגיעה נוספת בגלובליזציה ויצירת גושים כמו רוסיה-סין מול מדינות המערב, בנוסף, גושים כאלה צפויים למתן את ההגירה, להפחית את הקשרים הפיננסיים הגלובליים ולמתן את הגורמים שתמכו בירידת מחירים בעשור האחרון. לפיכך, סביר להניח כי סביבת האינפלציה תהיה גבוהה יותר בעשור הקרוב.

לסיכום, אנו מעריכים כי האינפלציה הגבוהה תוביל להתמתנות הצמיחה, אך לא למיתון חריף, בנוסף, בניגוד לעבר, הבנקים המרכזיים אינם צפויים לעמוד מנגד, וירסנו את המדיניות המוניטרית.

הסטגפליציה בשנות ה-70 וה-80'

האינפלציה בשנות ה-60' עלתה בהדרגה מרמה של 2% בתחילת העשור ל-6% בסופו, והמשיכה לעלות בשנות ה-70 וה-80', עד שיצאה משליטה בעקבות מספר זעזועים מצד ההיצע ותגובה מאוחרת מצד הבנקים המרכזיים, והגיעה ל-12.3% ו-14.8% ב-1974 וב-1980, בהתאמה.

הגורמים המרכזיים להאצה באינפלציה בארה"ב בשנות ה-70' על פי סדר כרונולוגי:

1. בשנות ה-60' הממשל האמריקאי ניהל מדיניות ממשלתית מרחיבה כחלק מתכנית חברתית של הנשיא ג'ונסון ולאור מלחמת וייטנאם.
2. בתחילת שנות ה-70' בוטלה הצמדת הדולר לזהב, תהליך שהוביל לגידול בכמות הכסף ולפיחות הדולר, והאיץ את האינפלציה.
3. סופת אל ניניו בשנת 1971 גרמה לעליה במחירי המזון.
4. אמברגו הנפט ב-1973 בעקבות מלחמת יום כיפור שהוביל לעליה חדה במחיר הנפט.
5. עליה חדה במחירי הנפט ב-1979 בעקבות המהפכה האיראנית ומלחמת איראן עיראק.

נהוג להתייחס לכלל התקופה של שנות ה-70' וה-80' כאל שנות סטגפליציה, אולם, בפועל, רק בשנים 1973 ו-1979, בהן נרשמו עליות חדות במחיר הנפט, נרשם שילוב בעייתי של אינפלציה גבוהה ומיתון בכלכלה. בשאר השנים, הבעיה היתה אינפלציה גבוהה באופן עקבי מיעדי הבנקים המרכזיים.

הבנקים המרכזיים התקשו להעלות את הריבית בשנות ה-60' וה-70' בעקבות לחץ פוליטי שנבע מחששות כי העלאת ריבית תוביל לעליה באבטלה. במקביל, הפד העריך בחסר את עליית האינפלציה, התוצאה היתה ריבית ריאלית שלילית בשנות ה-70' (היום הריבית הריאלית נמוכה יותר). עם זאת, בשנת 1979, מונה נגיד חדש (אדולף וולקר) שהעלה ריבית, ל-20%, כתוצאה הכלכלה האמריקאית נכנסה למיתון, אך, האינפלציה רוסנה.

הסקירה הוכנה על ידי מחלקת מאקרו כלכלה, בנק דיסקונט

נכתב על ידי: עינת מאיר, אנליסטית מאקרו ושווקים einat.meir@dbank.co.il

מנהלת המחלקה: נירה שמיר, כלכלנית ראשית, nira.shamir@dbank.co.il

הערות ואזהרות כלליות מטעם בנק דיסקונט לישראל בע"מ:

הניתוח הכלול בסקירה זו הינו למטרת אינפורמציה בלבד ואין לראות בו המלצה, תחליף ליעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל לקוח או הזמנה לייעוץ כאמור או הצעה להחזיק/לקנות/למכור ני"ע או נכסים פיננסיים או התחייבות של בנק דיסקונט לישראל בע"מ (להלן: "הבנק") לייעוץ ללקוחותיו בהתאם לאמור בו. הניתוח מתפרסם בהתבסס, בין היתר, על נתונים ומידע גלויים לציבור שהונחו כמהימנים מבלי שנבדקו עצמאית, העשויים להיות חסרים, בלתי מדויקים, בלתי מעודכנים ואינם מתיימרים להוות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה או להחליף את שיקול דעתו העצמאי של הקורא. הדעות המובאות בסקירה מייצגות את עמדת מחבריה והן אינן זהות בהכרח לעמדת יועצי ההשקעות בבנק. הדעות האמורות נכונות ליום פרסומן לראשונה והן יכולות להשתנות בכל עת ללא הצורך בהודעה מוקדמת. הניתוח מופץ כחלק מתפוצה רחבה, וגם אם במסגרת תפוצה רחבה זו, הוא מגיע אליך אישית באמצעות הדוא"ל או בכל דרך או מדיה אחרת, אין לראות בו משום ניתוח או סקירה המותאמים לצרכיך ולנתונים האישיים שלך, לא מבחינת תוכן הניתוח, לא מבחינת סוגי הני"ע והנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ככל שיהיו ולא מכל בחינה אחרת. עשוי להיות למחברי הסקירה ו/או לבנק עניין אישי בנושא הסקירה. הבנק וכל חברה קשורה אליו ו/או בעלי מניותיו ו/או עובדיו ו/או מי מטעמו אינם לא יהיו אחראים לכל אי דיוק, שגיאה או כל פגם אחר בסקירה זו, לרבות ביחס לנתונים ו/או לכל נזק, ישיר או עקיף, שייגרם, אם ייגרם, כתוצאה מהסתמכות על סקירה זו, ואינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט. אין להפיץ, להעתיק, לפרסם או לעשות כל שימוש אחר בסקירה זו ללא אישור הבנק מראש ובכתב. העברת הסקירה ופרסומה במלואה או בחלקה, ללא קבלת אישור הבנק כאמור לעיל הינה אסורה בהחלט. הבנק ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בנייה/הולדת תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע עסקאות בבורסה ובפעילות בנקאית לסוגיה, ועשויים להחזיק ו/או לבצע, בין היתר, עסקאות בנייר הערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בסקירה זו, ככל שנזכרים, בהתאם או שלא בהתאם לאמור בה. תיתכן אפשרות שבסקירה נפלו שיבושי גהה, ניסוח, טעויות, אי דיוקים וכו' למרות שהבנק נוקט באמצעים הסבירים למניעת תקלות וסיכונים, כאמור. לפיכך חשוף לתקלות וסיכונים הטבועים ברשת האינטרנט ובמערכות ממוחשבות על אף שהבנק נוקט בכל האמצעים הסבירים למניעת תקלות וסיכונים, כאמור. לפיכך לא ישא הבנק באחריות לנזק ו/או הפסד ו/או הוצאה ו/או תוצאה שנגרמה כתוצאה משיבוש ו/או הפסקה בקווי התקשורת ו/או בהעברת הנתונים ככל שאלו נגרמו מתקלות שאינן בשליטת הבנק ושהבנק לא יכול היה למונען במאמץ סביר.