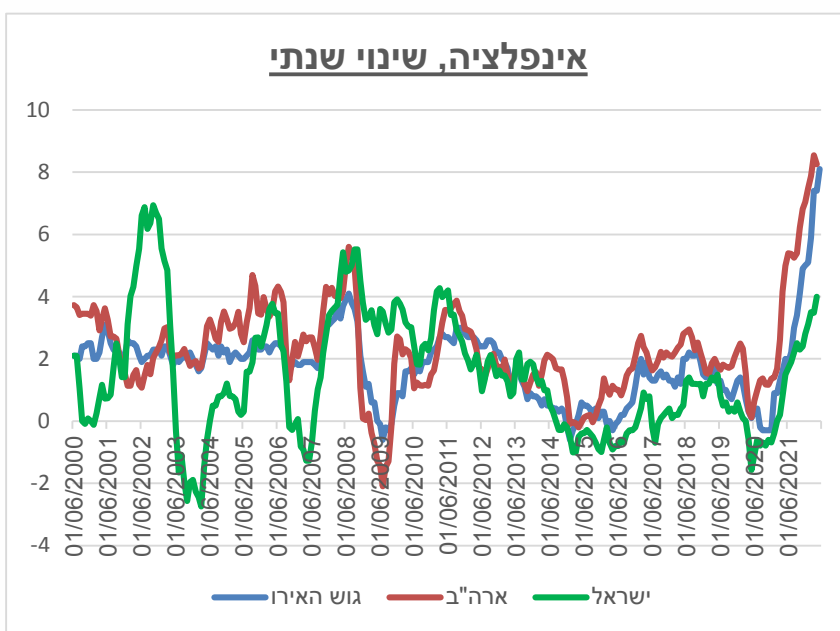


2 ביוני 2022

האם הכלכלה העולמית עומדת בפני הוריקן?

- האינפלציה בעולם ובישראל עלתה בחדות בשל זעזוע מצד ההיצע, הזרמת כספים על ידי ממשלות ובנקים מרכזיים והמלחמה באוקראינה.
- בנקים מרכזיים החלו להעלות ריבית ומתכוונים להמשיך ולהעלות בקצב מהיר בהרבה מאשר במחזורי העלאות קודמים.
- התוצאה: חשש מהאטה חדה בפעילות הכלכלית ואף סטגפליציה, וירידות חדות בשוקי המניות, במקביל לתנודתיות גבוהה.
- המשתנה הכלכלי החשוב ביותר לקביעת מדיניות כלכלית והבנת עוצמת השלכות על הכלכלה והשווקים הוא האינפלציה.

האינפלציה במדינות המפותחות החלה לעלות בשנת 2021 ולאחרונה שברה שיאים, בארה"ב ובגוש האירו



הגיעה האינפלציה ל-8.2% ו-8.1%, בהתאמה, ובישראל עלתה האינפלציה ל-4%. העליה באינפלציה, לאחר עשור של אינפלציה נמוכה, נובעת מהזרמות כספים מאסיביות מצד בנקים מרכזיים וממשלות על מנת לתמוך בכלכלה בזמן משבר הקורונה. הזרמה שהובילה לגידול משמעותי בנזילות ובנכסים של משקי הבית, ולהתאוששות מהירה בכלכלה. במקביל, כתוצאה מהקורונה, נוצרה פגיעה בשרשרות האספקה, שהובילה לעליה חדה במחירי ההובלה ועליית מחירי המוצרים, ותמכה בעליה בסביבת האינפלציה.

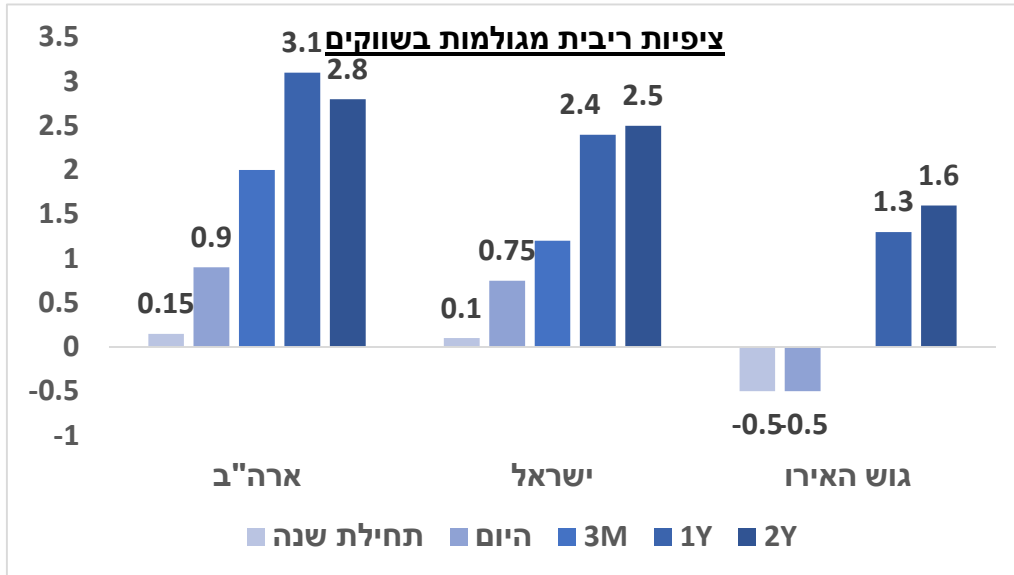
המלחמה באוקראינה הובילה להאצה נוספת באינפלציה בעקבות העליה במחירי הסחורות, ובפרט, מחירי האנרגיה והחיטה. העליה באינפלציה בעולם כבר אינה נובעת רק ממחירי סחורות, או זעזוע מצד ההיצע והיא מקיפה גורמים מקומיים נוספים, תהליך המעיד על התבססות האינפלציה בכלל מגזרי הכלכלה וצורך בריסון מהיר מצד בנקים מרכזיים. אמנם, האינפלציה צפויה להתמתן בחודשים הקרובים, מכיוון שמדדי הבסיס ב-2021 הינם גבוהים במחצית השניה של השנה. אולם, ישנה אי ודאות גבוהה לגבי התמתנות לחצי האינפלציה וקצב הירידה, לאור המלחמה באוקראינה, חזרה הדרגתית של סין לפעילות, לאחר סגרים שהטיל הממשל בחודשים האחרונים בעקבות התפרצות הקורונה, ועוד.

אנו מעריכים כי על אף התמתנות האינפלציה היא תישאר גבוהה מיעדי הבנקים המרכזיים, על פי ציפיות האינפלציה המגולמות בשווקים, האינפלציה בארה"ב ובגוש האירו בעוד 7.5 שנים בממוצע צפויה לעמוד על 2.7%

חטיבת שווקים פיננסיים

מחלקת מאקרו כלכלה

ו-2.2%, גבוה מיעדי הבנקים המרכזיים. בישראל האינפלציה תמשיך ותעלה ותעמוד בסוף השנה על 4.7%, אך תמתן ב-2023 ל-3.3% בעוד שנה.



הבנקים המרכזיים הגיבו לעליה באינפלציה באיחור משמעותי, מכיוון שב-2021 האמינו כי העליה באינפלציה הינה זמנית. אולם, לאחר שהפנימו את הטעות ביצעו שינוי כיוון חד, והחל מתחילת 2022, מגמה שהתעצמה בעקבות המלחמה באוקראינה, בנקים מרכזיים בעולם

מעלים ריבית בקצב מהיר בהרבה מאשר במחזורי העלאת ריבית קודמים. בארה"ב הריבית עלתה מתחילת השנה ב-0.75% וצפויה להמשיך לעלות ל-3.1% בעוד שנה. במקביל, הבנק המרכזי החל לצמצם את היקף המאזן החל מ-1.6.22 ואינו ממחזר את מלוא פדיונות האג"ח הממשלתי ואג"ח מגובה משכנתאות שבתיק הנכסים שלו, קצב צמצום המאזן תלוי בהתפתחויות בסביבת האינפלציה, והבנק המרכזי צפוי להאיץ את קצב הצמצום בחודשים הקרובים. הבנק המרכזי בגוש האירו צפוי לסיים את רכישות האג"ח בשבועות הקרובים, ולהעלות ריבית החל מחודש יולי הקרוב ל-1.3% בעוד שנה.

בנק ישראל העלה את הריבית בשתי הישיבות האחרונות ב-0.65% ל-0.75%. בשתי ההודעות הפתיע הבנק את השווקים והעלה מהר מהצפוי, בנוסף, הבנק התעלם בהודעת הריבית מהסיכונים לכלכלת ישראל, ובראשם, ההאטה ביצוא שירותי טכנולוגיה ושידר, בדומה לבנקים מרכזיים אחרים, כוונה נחרצת לרסן את האינפלציה. בהתאם, **אנו מעריכים שהריבית בישראל תעלה ל-2.5% בעוד שנה.**

האינפלציה הגבוהה שוחקת את הכנסות הצרכנים, ויחד עם העלאת הריבית המהירה ואי הודאות הגבוהה, צפויה לפגוע בצריכה הפרטית ולהוביל להאטה. **עוצמת הפגיעה משתנה בין המדינות, ובכל מקרה אנו מעריכים כי לא צפוי "הוריקן כלכלי" בארה"ב ובישראל.** מנגד, הפגיעה בגוש האירו צפויה להיות חריפה הרבה יותר.

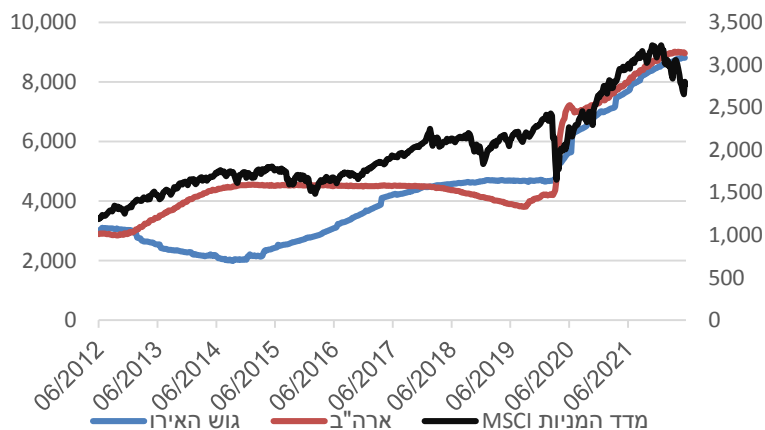
הנתונים הכלכליים שפורסמו עד כה, אינם מצביעים על פגיעה בפעילות הכלכלית בארה"ב, אולם, סקרים בקרב חברות ומשקי בית, מצביעים על צפי להתמתנות הפעילות הכלכלית בחודשים הקרובים. בגוש האירו נרשמה התמתנות במכירות הקמעונאיות, העשויה להצביע על תחילתה של האטה, אולם, לא ניתן להתבסס על נתון של חודש אחד העשוי לסבול מתנודתיות, בכדי לציין כי נרשם שינוי מגמה. במקביל, בישראל, הנתונים שפורסמו עד כה מצביעים על האטה משמעותית בקצב התרחבות יצוא השירותים האחרים, הכולל ברובו, יצוא שירותי הייטק, מהלך מתבקש הנתמך בירידות במדד הנאסד"ק והאטה בקצב גיוסי החברות. ענף זה הינו מנוע צמיחה משמעותי של כלכלת ישראל ומהווה 14% מהתוצר, ושיעור גבוה משמעותי בצמיחה בשנים האחרונות, לכן האטה זו מעוררת חששות. מנגד, לא נרשמו סימנים להתמתנות בצריכה הפרטית, אולם הנתונים השוטפים בישראל מתפרסמים בעיכוב. במקביל, שוקי העבודה, ממשיכים לשמור על עוצמה, שיעור האבטלה נותר נמוך ומספר המשרות הפנויות נותר גבוה. בארה"ב ובישראל נרשמה עליה מהירה בשכר, גורם התומך בהאצה באינפלציה.

העליה באינפלציה והציפיות להעלאת ריבית מהירה, היוצרת אלטרנטיבה לשוקי המניות בדמות ריבית חסרת סיכון, יחד עם חששות מהאטה בכלכלה גרמו לירידות חדות בשוקי המניות ועליה בתשואות האג"ח ובתנודתיות

חטיבת שווקים פיננסיים

מחלקת מאקרו כלכלה

נכסי הבנקים המרכזיים מול מדד המניות הגלובלי



בשווקים. בניגוד לעשור שקדם למשבר, החששות מהאטה והתנודות בשווקים, לא עוצרים את הבנקים המרכזיים, בעקבות העליה החדה בסביבת האינפלציה והפקת לקחים מאירועי הסטגפלציה בשנות ה-70 וה-80 (ראה נספח ב'). כוונת הבנקים המרכזיים לצמצם את נכסיהם וכך לשאוב נזילות מהשוק, פוגעת משמעותית בשוקי המניות, מכיוון שכפי שניתן לראות בגרף, הזרמות הבנקים המרכזיים והגידול בנכסיהם תמכו בעליות בשוקי המניות.

נספח א': סטגפלציה

סטגפלציה הינה שילוב של צמיחה איטית מאד, יחד עם אינפלציה גבוהה, שילוב כזה מקשה על ממשלות ובנקים מרכזיים לתמוך בכלכלה, מכיוון שהעלאת ריבית או ריסון תקציב הממשלה יחריפו את ההאטה, ומנגד, הפחתת ריבית או גידול בהוצאות הממשלה יחריפו את האינפלציה.

סטגפלציה יכולה להימשך זמן ממושך, הרבה לאחר שהזעזוע 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. הלקח המשמעותי שנלמד משנים אלה הוא החשש שהאינפלציה תתברר כארוכת טווח בניגוד לציפיות, והתוצאה תהיה אובדן שליטה בציפיות האינפלציה ופגיעה כלכלית חריפה מכיוון שכלל שהאינפלציה נשארת גבוהה למשך זמן ממושך יותר, כך גדל הסיכוי להשפעה מדרג שני. לקח זה הוא אחד מהגורמים התומכים בריסון מהיר מצד הבנקים המרכזיים.

נספח ב': הסטגפלציה 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.

חטיבת שווקים פיננסיים

מחלקת מאקרו כלכלה

נהוג להתייחס לכלל התקופה של שנות ה-70 וה-80' כאל שנות סטגפלציה, 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 ובשלב מאוחר יותר נרשמה התאוששות יציבה בכלכלה.

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 למטרות 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 בנייהול 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 הגהה, ניסוח, טעויות, אי דיוקים וכו' למרות שהבנק נוקט באמצעים ככל יכולתו למונעם. השימוש באינטרנט 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.