



סקירה כלכלית ושווקים פיננסיים

אוגוסט 2024

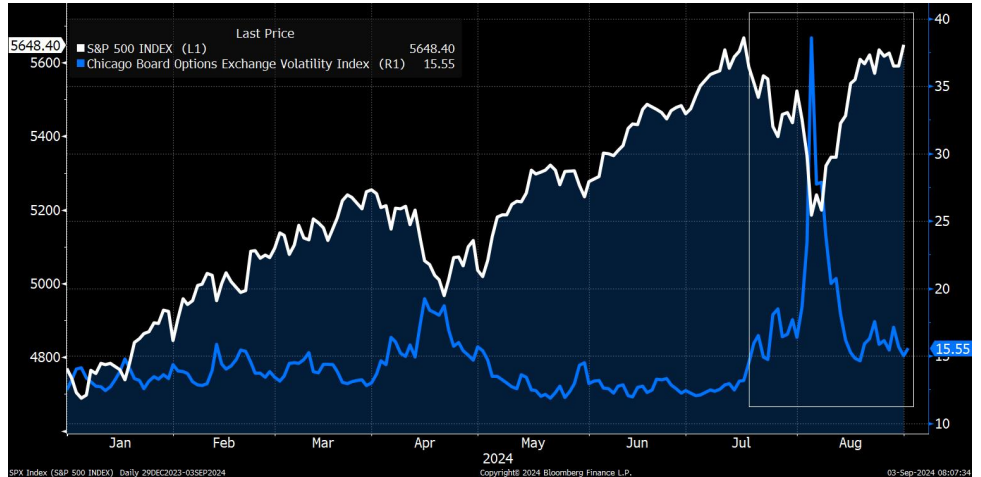
הניתוח הכלול במסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, אינו מתיימר להוות ניתוח מלא או להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, אינו מתחשב בנתונים ובצרכים הספציפיים של המשקיע הפוטנציאלי, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות ערך ו/או נכסים אחרים. המידע בפרסום זה עדכני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



רק לפני חודש ראינו כולנו את השווקים נכנסים לחרדה, כאשר מדד הפחד של שוק המניות האמריקאי נוגע ב 60 ומרבית שוקי המניות בעולם יורדים בין 10%-5%. והנה היום, מדד הפחד שוב נמוך מרמה של 16, מדד ה S&P500 מרחק נגיעה משיא חדש של כל הזמנים, והאווירה היא שוב של אופטימיות לא מבוטלת.

מדד הפחד (כחול) ומדד ה S&P500 (לבן) מתחילת שנת 2024



מקור: בלומברג, כנף

לא נרחיב מדוע כל זה קרה, אך נציין כי שתי הסיבות המרכזיות היו חששות גוברים והולכים ממיתון בארה"ב, וזאת לאור נתוני דוח תעסוקה חלשים, שהשתלבו עם לא מעט אינדיקטורים של התמתנות בכלכלה האמריקאית. נציין גם את הסיבה המרכזית, שהיא "טכנית" במהותה, בדמות היפוך של פוזיציות ה CARRY TRADE, משמע פוזיציות לונג בנכסי סיכון שמומנו בהלוואות זולות בין היפני. זאת כמובן בגלל התחזקות דרמטית של הין היפני כתוצאה מצפי להעלאות ריבית ביפן והורדות ריבית בארה"ב.

עד כאן הרקע. הנקודה שנרצה לחדד בטור הזה היא לגבי משהו אחד שלא חזר לקדמותו, לפחות לא באופן שלם, וזה הציפיות של השווקים לגבי הריבית. אם נבחן על פני שלוש נקודות בציר הזמן, מה היו תחזיות הורדת הריבית של המשקיעים נגלה את התמונה הבאה:

הורדת ריבית עד סוף 24	
0.44%	נכון ל 30/6/24
1.14%	נכון ל 5/8/24 (שיא הפחד)
1%	נכון ל 30/8/24 (לאחר רגיעה)

מקור: בלומברג, כנף

מה השוק מנסה לומר לנו? מצד אחד הפאניקה בשווקים חלפה, כאילו לא הייתה מעולם. מאותו צד אנו רואים כי כלכלת ארה"ב עדיין מציגה נתונים לא רעים בכלל. די אם נציין כי בימים האחרונים עודכנו כלפי מעלה נתוני הצמיחה של הכלכלה האמריקאית מ 2.8% ל 3% ביחס לרבעון שני, עדכון שרובו נשען על צרכן חזק שצומח בקצב של קרוב לשלושה אחוזים ריאליים. במקביל, נתון ה GDPNOW של הפד, שהנו אינדיקטור לא רע בכלל לקצב הצמיחה של הכלכלה האמריקאית ברבעון שלישי, עומד על 2.5%, כך שחששות למיתון מידי בארה"ב לא ממש קיימים. לפחות לא בשלב זה.

וזה מביא אותנו לאותו דיסוננס שקיים בשווקים ובא לידי ביטוי בגרף הבא. לפני אירועי תחילת אוגוסט 2024 בשווקים, המשקיעים ראו כלכלה חזקה, לא ראו מיתון באופק ולכן גם הניחו באופן נגזר מזה כי הריביות לא ימהרו לרדת. הדבר בא לידי ביטוי בתשואות עשר שנים יחסית גבוהות שנעו סביב 4.2%-4.3% (כפי שניתן לראות בגרף הכחול). הדבר היה קוהרנטי עם החוזקה בשווקים, שהרי שוק המניות אוהב כלכלה חזקה שתומכת בצמיחה ברווחיות.

התיקון בשווקים באוגוסט 24 הביא לירידה בשוק המניות (גרף לבן) יחד עם ירידת תשואות ממשלתיות (גרף כחול) ועד כאן הכל מסתדר הגיונית עם תרחיש חולשה כלכלית. אבל שימו לב מה קרה בהתאוששות - בעוד שוק המניות מתקן כמעט לחלוטין את הירידות, התשואות הממשלתיות נשארו בשלהן, כאילו הן מספרות סיפור אחר לחלוטין. האם ייתכן שמשקיעי המניות נטשו את חששות המיתון, אך משקיעי האג"ח לא?

תשואת אג"ח עשר שנים ארה"ב (כחול) ומדד ה S&P500 (לבן) מתחילת יולי 2024

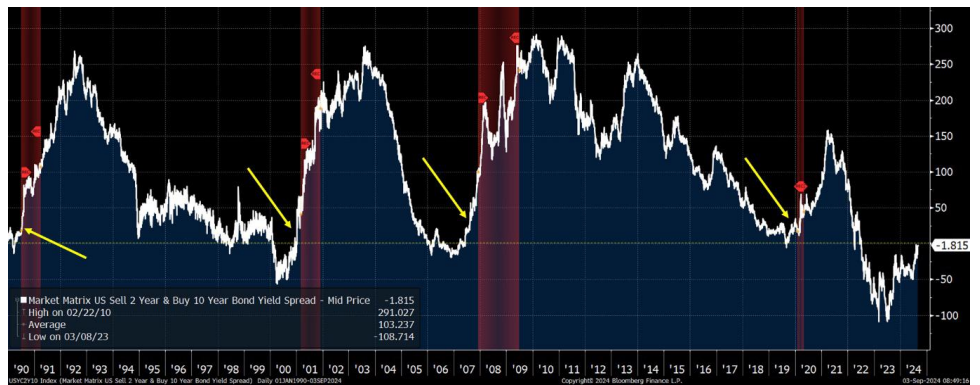


מקור - בלומברג, כנף

עוד זווית להסתכל על הדילמה הזו היא דרך מרווח ה 10-2 של האג"ח הממשלתי בארה"ב. מרווח זה עמד בסוף יוני 24 על רמה של 50-נ"ב. משמע עקום הפוך, שמהווה אינדיקציה על פי ההיסטוריה למיתון קרב ובא. במאמר מוסגר נציין כי היפוך העקום קיים כבר כשנתיים, כך שמרבית המשקיעים כבר התרגלו ולא ממש מתרגשים ממנו.

אם נסתכל מה קרה מאז למרווח האמור, נראה כי הוא כמעט ונסגר לחלוטין והיום הוא עומד סביב האפס. במילים אחרות אנחנו על סף של חזרת העקום הממשלתי האמריקאי למצב שטוח, ייתכן ובדרכו להיות תלול ובעל שיפוע חיובי כמו שהוא אמור להיות באופן טבעי

אם נסתכל על מה הצביע בעבר מצב בו יש היתלות מחודשת של העקום ומעבר ממצב של עקום הפוך לעקום נורמאלי, נראה שההיסטוריה לאו דווקא מצביעה על עתיד חיובי. הגרף הבא שמציג את מרווח ה 10-2 האמריקאי מאז 1990, מלמד כי בכל פעם בעבר בו ראינו חזרה לעקום עם שיפוע חיובי (ממצב של שיפוע שלילי) נגמר באופן לא טוב עם מיתון במשק האמריקאי (ראו בגרף הבא את החיצים הצהובים והמלבנים האדומים שמצביעים על מיתון).



מקור - בלומברג, כנף

איך אפשר להסביר את הדיסוננס הזה? מדוע השווקים מניחים שני תרחישים שונים כפי שהם בידי ביטוי בשוק המניות לעומת שוק האג"ח?

הסבר מרכזי אחד הוא הנרטיב ששידר וביסס הפד האמריקאי באמצעות יו"ר פאוול בכנס החשוב שהיה בג'קסון הול. הציטוט המרכזי של פאוול היה: "הגיע הזמן של המדיניות המוניטארית לעבור התאמה", משמע מסר ברור כי תחילת הורדות הריבית היא מיידית. העובדה שפאוול אמר גם כי התזמון והקצב יהיו תלויים בנתונים, התפתחות האופק הכלכלי ומאזן הסיכונים פחות נלקחה בחשבון. כאשר יו"ר הפד אומר למשקיעים כי הוא מוריד ריבית גם אם הכלכלה חזקה זה משהו שהשוק לא מתעלם ממנו, גם אם לא מסתדר עם ההיגיון וההיסטוריה הכלכלית.

מה כל זה אומר?

בטווח הזמן הקצר נראה כי כל עוד הכלכלה תמשיך לייצר נתונים סבירים ומעלה, בשילוב עם בנק מרכזי ידידותי ותחילת הורדות ריבית, האווירה האופטימית בשווקים צפויה להימשך. נכון כי השווקים מתומחרים באופן יקר ומתבססים על תחזיות צמיחת רווחיות אופטימיות מאוד, אבל ידוע שאופטימיות יתר לא הייתה מעולם טריגר לירידות בשווקים.

בטווח הזמן הקצת יותר ארוך (6-12 חודש) התמונה הרבה פחות ברורה, וחובת ההוכחה לאפשרות התממשות תרחיש "הנחיתה רכה" והימנעות ממיתון לאחר מחזור העלאת ריבית כה אגרסיבי, עדיין לא קרתה. נשאר לראות האם שוק האג"ח כפי שהוא בא לידי ביטוי בתמחור היום צודק יותר משוק המניות שלא רואה באופק אפילו עננה אחת קטנה.

תעשו טוב!

אמיר ארגמן

אסטרטג השקעות ראשי