

האופטימיות של הפד לא משכנעת את המשקיעים

מאת דורון מולקנדוב

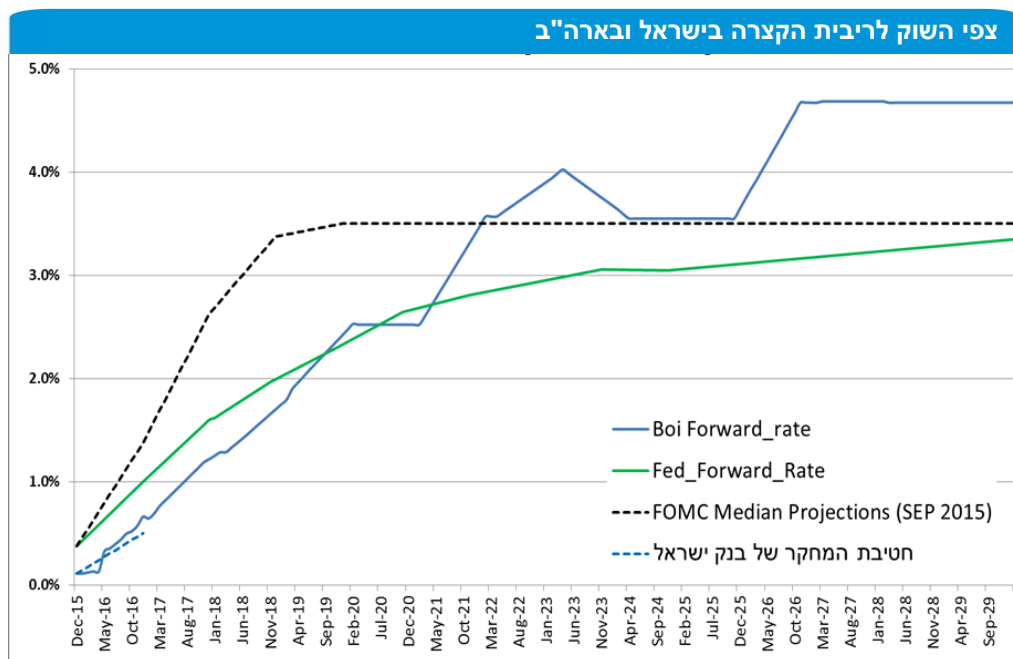
הבנק המרכזי בארה"ב צופה 4 העלאות ריבית בשנה הקרובה, אך השוק מגלם צפי ל-2-3 העלאות בלבד ■ למה השוק לא ממחר להשתכנע בדעה של הפד ומה זה אומר על השינויים שיש לבצע בתיק ההשקעות?

אחרי אינספור תחזיות, היערכויות וציפיות, ביום רביעי לפני שבועיים זה סוף סוף קרה - הריבית בארה"ב עלתה לראשונה מאז 2006. ואולם, עד כמה שמדובר באירוע דרמטי המתרחש לראשונה מזה 9 שנים, נראה כי השאלה המרכזית כרגע היא לגבי קצב העלייה. אין ספק כי יו"רית הפד ג'נט ילן, סגנה סטנלי פישר ושאר נגיד הפד הכינו היטב את השטח לקראת העלאת הריבית הראשונה. גם בנאום שבא אחרי ההחלטה דאגה ילן להעביר מסרים אופטימיים לכלל המשקיעים ואמרה "תושבי ארה"ב צריכים לדעת כי החלטת הפד היום משקפת את האמון שלנו בכלכלת ארה"ב. אולי רמת הפעילות הכלכלית באזורים שונים אינה זהה ויש הבדלים בין תחומי התעשייה השונים, אך אנו רואים כלכלה במסלול של שיפור מתמשך". שווקי המניות והאג"ח לא רק שלא הופתעו מעליית הריבית אלא אף קיבלו אותה בעליות מחירים.

פרץ האופטימיות של הפד ניכר היטב גם בתחזית שלו – וכאן דווקא ניכרים הבדלים לא פעוטים בינו לבין הציפיות הנגזרות משוק האג"ח. הפד מעריך כי עד סוף 2016 תגיע הריבית בארה"ב ל-1.375%. כלומר, בחישוב גס, אחרי עליית הריבית של השבוע שעבר, צופה הפד עוד 4 העלאות ריבית בשנה הקרובה. ואולם, מהחוזים העתידיים על הריבית בארה"ב עולה כי הם מגלמים הסתברות של כ-10% בלבד לתרחיש כזה. החלופה שזוכה להסתברות גבוהה יותר (לפי החוזים העתידיים) היא 2-3 העלאות ריבית בלבד עד סוף 2016.

אז למה הצפי של השוק הרבה יותר נמוך? כי למרות השיפור בכלכלת ארה"ב מתקשים המשקיעים לראות מהיכן יגיע התמריץ להעלאת ריבית מהירה יותר. אינפלציה? ב-12 החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן בארה"ב ב-0.5% בלבד. אמנם אינפלציית הליבה כבר הגיעה ל-1.3%.

האם התמריץ לעליית ריבית חדה תגיע בעקבות צמיחה מהירה שתחמם את הכלכלה? גם זה לא נראה כרגע תרחיש סביר. ב-2016 הצמיחה בארה"ב צפויה להסתכם בכ-2.4%, בשיעור דומה ל-2015. בהשוואה לתקופות קודמות של העלאות ריבית מהירות מדובר בקצב צמיחה איטי יחסית, אם כי בהשוואה למצב של כלכלות אחרות בעולם כיום זה קצב סביר.



אולי אלה הסחורות? במחירי נפט של כ-38 דולר לחבית ועם תחזית להאטה בביקוש ובמקביל לעלייה גדולה יותר בהיצע לא נראה כי המחירים עומדים לעלות במהירות בתקופה הקרובה. גם החוק שפותח מחדש את האפשרות לייצא נפט מארה"ב, אחרי ביטול איסור של כמה עשרות שנים, לא תומך באפשרות הזו. אגב, גם בלי הנפט המחירים של יתר הסחורות ירדו בשנה האחרונה ובינתיים לא נראה כי יש סיבה ממשית לשינוי המגמה.

תחזיות הפד כפי שפורסמו בעת העלאת הריבית (%)

Variable	Median ¹				
	2015	2016	2017	2018	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.4	2.2	2.0	2.0
September projection	2.1	2.3	2.2	2.0	2.0
Unemployment rate	5.0	4.7	4.7	4.7	4.9
September projection	5.0	4.8	4.8	4.8	4.9
PCE inflation	0.4	1.6	1.9	2.0	2.0
September projection	0.4	1.7	1.9	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	1.3	1.6	1.9	2.0	
September projection	1.4	1.7	1.9	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.4	1.4	2.4	3.3	3.5
September projection	0.4	1.4	2.6	3.4	3.5

ואולם, לפחות באופן פומבי ילן ממעיטה בחשיבות של כל הגורמים האלה. כשהיא נשאלת אם תהיה סלחנית כלפי אינפלציה של מעל 2% כפי שהיתה כאשר האינפלציה היתה נמוכה, היא השיבה כי תלוי מה תהיה הסיבה לכך. אם זינוק באינפלציה יגיע רק בגלל הנפט, אמרה ילן, היא תהיה סלחנית בדיוק כמו שהיום היא העלתה את הריבית למרות האינפלציה הנמוכה והנפט הנמוך.

עד כמה תשפיע עליית הריבית בארה"ב על הריבית בישראל? כמו שנראה כעת, בנתונים הכלכליים הנוכחיים של המשק הישראלי, בירידת האינפלציה, והמדדים השליליים הצפויים בחודשים הקרובים, בנק ישראל צפוי להשאיר את הריבית ללא שינוי לפחות בחצי השנה הקרובה. כל עוד לא נראה שינוי דרמטי בשער החליפין של השקל מול הדולר או מול סל המטבעות, יעדיף בנק ישראל לשמור על המדיניות המרחיבה הנוכחית שלו.

הפערים בין ציפיות הפד לציפיות השוק הם פקטור חשוב בבניית מח"מ תיק האג"ח כיום. מי שסבור, למשל, שהתחזית של הפד אופטימית מדי (כלומר קצב עליית הריבית בפועל יהיה נמוך יותר), יעדיף לשמור על מח"מ בינוני. זו, אגב, אחת הסיבות לביצועים הטובים של האג"ח הממשלתי במח"מ בינוני ביום שבו הודיעה ילן על העלאת הריבית.

בתחזיות הפד, הוא הוריד את הצפי לריבית בסוף 2017 ובסוף 2018 – מה שהוביל לרווחי הון במח"מ הבינוני, אחרי שבחודשים האחרונים נרשמו באג"חים האלה עליית תשואות. עליית ריבית בקצב איטי עוד יותר תוכל להביא לרווחי הון נוספים.

ולמי שעדיין מתלבט לאיזה תרחיש להאמין, כדאי רק לזכור שאם ההיסטוריה מלמדת משהו, הרי שבשנים האחרונות התחזיות הנגזרות מהשוק צדקו יותר.

הכותב הוא מנהל השקעות בהראל פיא. הכותב ו/או חברות בקבוצת הראל ו/או בעלי עניין בהן ו/או בעלי השליטה בקבוצה, עשויים להחזיק ו/או לסחור, בעבור עצמם ו/או בעבור אחרים, בניירות הערך והנכסים המצוינים בכתבה זו. אין לראות בכתבה משום שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות המתחשב בצרכי האישיים והמיוחדים של כל משקיע.