

ד"ר יעקב שיינין, 6 באוגוסט 2019

סיכום תמונת מצב בשוק האמריקאי, הבוקר

בשנה האחרונה מתרבים הקולות המזהירים מפני האטה משמעותית, ואפילו מיתון, כבר השנה. בפועל, הנתונים לחצי הראשון של 2019 מראים בדיוק את ההפך! למרות זאת יש "יד נעלמה", שלא נותנת לעובדות לבלבל את שוק ההון, עד כדי כך שאפילו הפד הפחית את הריבית ב- 0.25% כצעד של ביטוח ("Insurance Cut").

הנתונים המוצגים להלן משווים באמצעות מספר מדדים מרכזיים את אוגוסט השנה לזה של שנה שעברה. השוואה זו מראה בצורה חדה את האבסורד שיש בחשב מיתון, ואת חוסר ההיגיון בתשואות כל כך נמוכות על האג"ח הממשלתי, כאשר סביבת האינפלציה היא כ- 2%. כל מילה נוספת מיותרת.

מדדים לכלכלת ארה"ב ליום 5/8/19

אוגוסט 2019	אוגוסט 2018	
2.7%	2.9%	צמיחה ב 12 חודשים אחרונים*
3.6%	3.8%	שיעור אבטלה
2.1%	2.2%	אינפלציה 12 חודש, ליבה, CPI*
3.0%	2.9%	עליית שכר 12 חודשים אחרונים*
5.1%	4.9%	גרעון ממשלתי יחסית לתוצר*
2,847	2,850	מדד ה S&P500
18.5	20.0	מכפיל רווח
1.12	1.16	דולר לאירו
2.25%	2.00%	ריבית מוניטרית
1.72%	2.94%	תשואת אג"ח ממשלתי 10 שנים

* לסוף יוני

הפיחות שעשתה סין במטבע, לרמה של 7.04 יואן לדולר, דווקא עושה טוב לארה"ב, כי הוא מנטרל בחלקו את עליית מחיר המוצרים הסיניים לאחר המכס, תוך שהוא לוקח מהיצרן הסיני לטובת ממשלת ארה"ב. אם במקרה הקיצוני הסינים יעשו פיחות של 25%, הסחורה הסינית לא תתייקר לאמריקאי, הממשל הפדרלי יקבל 137 מיליארד \$ מכס (25% X 550) ואילו היצרנים הסיניים יפסידו כ- 137 מיליארד \$.

אתמול, יום שני ה 5/8, היה יום שלישי ברציפות של ירידות חדות בשוק המניות בארה"ב, שנבעו מהזעזוע שעוברים, שוב, שווקי ההון בעולם בעקבות עוד הכרזה של טראמפ, על הטלת מכס בשיעור של 25% על כל יבוא הסחורות מסין לארה"ב (550 מיליארד \$), אם לא יגיעו הצדדים להסדר סחר חדש, ובינתיים לא הגיעו!

בסה"כ ירדו המניות ה- S&P500 מה 1/8/19 (ההכרזה האחרונה) ב 4.6%, כך שבמהלך ה 12 החודשים האחרונים לא עלו המניות כלל, ומתחילת 2018 (מהלך של שנה ו-7 חודשים) הן עלו רק 5.5%.

מצב זה מתרחש כאשר מחירי המניות נראים סבירים ביותר. מכפיל הרווח של ה- S&P500 עומד על 18.6 בלבד, ומנגד התשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל 10 שנים בשפל חסר תקדים של 1.72%. להשוואה, התשואה השנתית הממוצעת על ה S&P500 ב 25 השנים האחרונות עמדה על 8% (כולל משבר ההי טק של 2001 – 2002 והמשבר האחרון של 2008 – 2009). החברות רווחיות וכלכלת ארה"ב חזקה ויציבה, עם תעסוקה מקסימלית, עם קצב צמיחה של כ 2.5%, עם שכר עולה ב-3% ועם קצב אינפלציה של 2%.

הזעזועים בעקבות החשש "ממלחמת הסחר" באים ונעלמים תדיר, והם מאפשרים לסוחר יום ("אלגוטרידרים") להרוויח מהזעזועים עצמם, גם כאשר לא קורה כלום. לדעתנו (ראו להלן), אין כל ממש בחשש שארה"ב תפגע "ממלחמת הסחר" עם סין. חוסר האיזון בסחר הוא עצום - 550 מיליארד \$ יבוא מסין לעומת 125 יצוא לסין. יחסית לתוצר האמריקאי היצוא האמריקאי לסין הוא שולי וזניח.

כבר שנה וחצי שטראמפ מאיים על הסינים בהטלת המכסים. מטיל מס חלקי, ולאחר תקופה מרגיע ואומר שהשיחות עם נשיא סין מתקדמות "נפלא"; שוב מזעזע ומטיל עוד חלק, ושוב מרגיע, וחוזר חלילה. העיקר שהוא **בכותרות** ודואג לכך ש "America First".

סיכום: "מלחמת הסחר" ותשואת אג"ח ממשלת ארה"ב

הפתרון של טראמפ למצב - החזרת "מלחמת הסחר"

- ✓ טראמפ הבין שהפד לא מתכוון להוריד משמעותית את הריבית המונית (בלפחות 1%).
- ✓ טראמפ גם חשש שהדולר החזק, עקב הריבית הגבוהה, יפגע בייצוא ויעודד ייבוא וכך יפגע בצמיחה.
- ✓ הפתרון - להחזיר את "מלחמת הסחר" לחזית. נראה שטראמפ לא באמת מעריך שתהיה מלחמת סחר, גם כאשר יהיה מכס של 25%, והוא רק "זורע חששות".
- ✓ וכך, בתוך יממה מנאום ג'רום פאוול, טראמפ הודיע על הטלת מכס של 10% על יתרת ה 300 מיליארד \$ של היבוא הסיני, ואם הסינים ימשיכו "למשוך" ולא להגיע להסכם סחר, הוא יעלה את המכס ל 25%.
- ✓ מובן שטראמפ הצליח לגרום לזעזוע כלל עולמי בשוקי ההון. בינתיים, התשואה של האג"ח הממשלתי ל 10 שנים ירדה ל 1.76%, וזאת בעקבות ההערכות, שהריבית תמשיך לרדת לכיוון ה 1.5%.
- ✓ בדרך זו מצליח טראמפ ליצור לחץ על הפד להמשיך בהורדות ריבית. לאחר שהריבית תרד מספיק, הוא ירגיע את השווקים ויגיד שיש "התקדמות נהדרת עם הסינים", למרות שלא בהכרח תהיה התקדמות.
- ✓ הדרך הזו זהה לדרך עם שליט צפון קוריא, שלא השיגה דבר, אבל הופיעה חיובית מאוד בתקשורת.
- ✓ האם יצליח בתוכניתו הפעם? התשובה בידי אנשי הפד. אם הם מקצוענים, אז ככול שיתברר שכלכלת ארה"ב חזקה ויציבה, הם לא יורידו את הריבית.
- ✓ יש הערכות, שטראמפ עלול להביא למשבר עולמי, שייקח שנים לצאת ממנו. מנגד, נראה שהעולם מכיר את האיש והטריקים שלו, ולא מתרשם מהם.
- ✓ יש הגיון להניח שנשיא סין לא יגרר אחרי טראמפ, ויספוג את הנזק ש- 25% מכס גורמים לכלכלת סין, ויקווה לימים טובים יותר לאחר עידן טראמפ.
- ✓ הערכה שלי היא, שטראמפ לא יצליח לגרום את העולם למערבולת של משברים, כפי שלא הצליח לעשות זאת עם מקסיקו, קנדה או אירופה.

הורדת הריבית ותשואות אג"ח

- ✓ הפד מעוניין שהכלכלה תתייצב בתעסוקה מלאה, בצמיחה נאה, באינפלציה של 2%, וללא לחצים.
- ✓ הריבית המונית, הכלי המרכזי של הפד, צריכה להיות מכוונת כך שתהיה ניטרלית כאשר המצב יציב.
- ✓ ג'נט ילן קבעה שריבית ניטרלית היא 3%. ואז בהאטה מורידים את הריבית, ובלחצים אינפלציוניים מעלים אותה. בסוף 2018 הריבית עדיין הייתה 2.50%.
- ✓ לדעת הפד, מצב המשק האמריקאי בשנת 2018 התקרב ליציבות הנכספת, וזהו גם המצב היום, במחצית השנייה של 2019.
- ✓ התשואה על אג"ח ממשלתית של ארה"ב ל 10 שנים כבר עמדה על 3.24% והייתה צפויה להמשיך לעלות לכיוון ה 4%, עם הגעת הריבית המונית ל- 3%.
- ✓ אבל כבר מתחילת 2018 החל טראמפ בלחצים על סין כדי להגיע להסכם סחר או שיטיל על כל היבוא הסיני מכס של 25%. ארה"ב והעולם כולו נכנסו לתזזית והחששו "ממלחמת סחר" עולמית.
- ✓ לאחר תקופה העולם נרגע, אבל חודשים לאחר מכן שוב איזמים ותזזית, וכך זה נמשך שנה. כלכלנים ואנליסטים החלו להפחיד מהאטה חריפה ומיתון, ותשואות האג"ח ירדו חדות, בציפייה להורדות ריבית.
- ✓ טראמפ החל ללחוץ בבוטות על יו"ר הפד להורדה חדה של הריבית כדי ששוק ההון יהיה במיטבו לבחירות בנובמבר 2020. טראמפ גם איים בפיטורי פאוול.
- ✓ הנתונים הכלכליים שנתקבלו עד לסוף יוני היו טובים, ולכן הפד "נקרע" בין השיקול המקצועי, לפוליטי.
- ✓ פתרון "לולייני" היה הורדה חד פעמית של הריבית, ב-0.25%, כתעודת ביטוח, "Insurance Cut", וללא כל רמז, שהירידות ימשכו גם בעתיד.
- ✓ השווקים הבינו מהשימוש בטרמינולוגיה מוזרה, שהפד מבולבל, וחששו שלא תהינה הורדות נוספות!
- ✓ טראמפ התאכזב מאוד "וצייץ" שהפד הולך אותו שולל: "Let Me Down".

הורדת הריבית של הפד וזעמו של טראמפ

הורדת הריבית וזעמו של טראמפ

יו"ר הפד הודיע ביום רביעי ה 31/07/19 על הורדת ריבית של 0.25%, זאת למרות כל הנתונים הטובים על חוזקה ויציבותה של הכלכלה. ההורדה, לטענתו, היא מעין "ביטוח" נגד אי-הוודאות שמלחמת הסחר בין ארה"ב לסין גורמת. הוא נתן לזה שם: "Insurance Cut". ההודעה הייתה מאוד מבולבלת ומתפתלת ואמרה **שלא** מדובר על סדרה של הורדות.

טראמפ הגיב בזעם, בתוך שעתיים, בטוויטר, ואמר שג'רום פאוול "הוליק אותו שולל": "Let me Down". טראמפ היה בטוח, שהפד ידבר על סדרה של הורדות, שיבטיחו את המשך העליות בשוק המניות ובשוקי האג"ח גם בשנת 2020, שהיא כידוע שנת הבחירות.

מהנאום המבולבל של יו"ר הפד הבין טראמפ, שהדרך היחידה לגרום להורדת הריבית היא לזעזע את העולם באמצעות מלחמתו בסינים, ורק במועד מאוחר יותר להרגיע את השווקים (כפי שעשה כבר מספר פעמים) במפגשים ובסיסמאות.

לכן, החליט בתוך 24 שעות להפתיע את כל העולם ולהטיל מכס נוסף על הסינים, למרות שיומיים קודם הצהיר שיש "התקדמות גדולה". והוא אכן הצליח להפתיע !!

אגדת מלחמת הסחר ארה"ב סין

המסחר בניו יורק נפתח ביום חמישי 01/08 עם פרסום נתוני תעסוקה טובים ליולי. 164 אלף משרות חדשות נוספו, בדיוק כמו הממוצע החודשי במחצית הראשונה. כלומר, בארה"ב נמשכת מגמת הגידול בתוצר גם במחצית השנייה של 2019.

למרות זאת באמצע היום, בדיוק יממה אחת לאחר הורדת הריבית האומללה, הודיע טראמפ שהוא מטיל מכס של 10% על 300 מיליארד \$ של ייבוא סיני (על 250 מיליארד כבר מוטל מכס בשיעור של 25%), וזאת מה- 1 בספטמבר.

ההודעה כמובן גרמה לזעזוע בשוק, שהתדרדר עד הסיום המסחר ב 1.9% (לאחר שעלה עד לפני ההודעה ב 1%). השווקים המשיכו להגיב גם ביום שישי ובסה"כ:

1. מדד ה- S&P500 ירד בשני ימי המסחר ב 3.5%
2. התשואה על אגח 10 שנים נפלה ל 1.76%
3. הנפט wti נפל מ \$ 58 ל \$ 55 (-5%)

המסחר במזרח ובעולם התיישר עם הירידות של ניו יורק:

1. שנחא"י ירדה בכ 1.4%
2. הניקיי ירד ב 2.1%
3. הבורסות באירופה ירדו בין 2.3% לבין 3.6%
4. התשואות על אג"ח ממשלתי ל 10 שנים נפלו: בגרמניה ל -0.5%, בצרפת ל -0.24%, ובשווייץ ל -0.89%.

כך שלמרות נתוני תעסוקה טובים, נתוני תוצר חיוביים מאוד למחצית הראשונה של 2019, ולמרות הנתונים החזקים על הגידול ברווחיות של חברות ה S&P500 במחצית הראשונה של 2019, הוא הצליח לגרום לזעזוע.

האם ההכרזה של טראמפ מהווה השפעה זמנית או קבועה? האם השווקים ימשיכו לרדת? האם החשש מהמיתון בכלכלה חוזר לכותרות?

לפי ניסיון העבר, וכבר היינו עם חשש ממכס על 550 מיליארד \$ של הייבוא מסין לפחות 3 פעמים, בכל פעם כולם נבהלו בהתחלה, ונרגעו לאחר מכן. האם הפעם זה שונה, או שגם הפעם הבורסות יירגעו בתוך תקופה קצרה וישובו לעלות?

הגיבוי שהשווקים נבהלים וישנן ירידות, זו תגובה צפויה! השאלה הרלוונטית היא מה יהיה בהמשך, מהבחינה הכלכלית, במאבק בין Xi, הנשיא הסיני, לבין טראמפ. שאלה עקרונית יותר היא האם הסינים יכולים להגיע להסכם סחר של שוויון בין ארה"ב לסין, הסכם שבו הם ירכשו סחורות ושירותים מארה"ב בסכום דומה לייצוא שלהם לארה"ב, אפילו אם יתנו להם 4 שנים להשלמת התהליך.

הסחר בין סין לארה"ב

סין מייצאת בשנה לארה"ב 550 מיליארד \$ ומייבאת מארה"ב 120 מיליארד \$ בלבד, וגם ייבוא זה הוא ברובו רק מה שהיא מוכרחה ובאישור השלטונות. סיני לא יכול סתם לייבא מארה"ב.

פער הסחר בין סין לארה"ב הוא עצום ובלתי סביר, ובנוסף הסינים גם גונבים כל הזמן מהאמריקאים ידע ופטנטים - **Intellectual Property**, וזאת מבלי לשלם עליהם. ולכן בעיקרון טראמפ צודק ברצון שלו להגיע איתם להסכם סביר. אבל הסינים התרגלו "לממשל אובמה" החלט, ולא מעוניינים באמת בהסכם סחר שיגביל את מעשיהם.

חוסר האיזון הענק בסחר בין סין לארה"ב

מצב הסחר עם סין עכשיו

תשתיות ענק, אך לחלקן אין היום תועלת למשק הסיני ולכן צריך להסב שם את הביקוש לכיוון הצריכה השוטפת!

הנתונים הם שהפעילות התעשייתית הסינית ביולי הייתה בנסיגה, ושסך הייצוא הסיני יורד השנה. סך הייבוא הסיני ירד במחצית הראשונה של 2019 ב 4.3%, דבר שמרמז על המשך ההאטה בתוצר הסיני.

בהקשר האמריקאי, הנתונים מראים על ירידה חדה של 8% בייצוא הסיני לארה"ב במחצית הראשונה של 2019, ובמקביל על ירידה של כ- 30% בייבוא הסיני מארה"ב.

לפי המצב היחסי נראה "שידו" של טראמפ תהיה על העליונה במאבק הסחר. סין לא יכולה לפגוע משמעותית בכלכלת ארה"ב. מנגד ארה"ב תגרום לסינים נזקים גדולים לכלכלה בהטלת המכס. הייצוא הסיני לארה"ב מהווה כ-4% מהתוצר הסיני והוא קריטי היום לתעסוקה בסין. לעומתו הייצוא האמריקאי לסין מהווה 0.6% בלבד מהתוצר האמריקאי.

אני בדעה, שמכס על סחורות סיניות בגובה 25% לא יעשה כל נזק משמעותי לכלכלת ארה"ב. על פי הנתונים והערכות בארה"ב, המכס על מוצרים סיניים מתגלגל ברובו המכריע לצרכן האמריקאי, ולכן סביר שהאמריקאים יקטינו ייבוא מסין בכ- 25% (גמישות 1) לטובת קניות ממקסיקו, מקוריאה, מוויאטנא, מקמבודיה ומהודו ואפילו קטן מכלל הייבוא, שיהיה כדאי לייצר בארה"ב בטכנולוגיות של רובוטיקה (כמו למשל להרכיב את ה iPhone של אפל בארה"ב במקום בסין).

גם אם נניח, שמחירן של הסחורות הסיניות, שייבאו לארה"ב, יעלה במלוא שיעור המכס, 25%, הדבר יגרום לעלייה חד פעמית של מדד המחירים לצרכן בכ- 0.5%, השפעה זניחה.

קשה מאוד להעריך מה יעשו הסינים. כדי לנקום בארה"ב הם יכולים להגדיל את הייבוא מהאירופאים, במקום מארה"ב. סביר שיקנו, לדוגמה, מטוסי איירבס במקום מטוסי בואינג. נניח שהמעבר יסתכם ב 40 מיליארד \$ - סכום המהווה שלישי מהיצוא האמריקאי לסין. כלכלת אירופה אולי תרוויח מכך, אבל כלכלת ארה"ב כמעט שלא תושפע. ההשפעה השלילית של צמצום הקניות הסיניות מארה"ב תהווה בסה"כ רק 0.2% מהתוצר האמריקאי. אבל כיוון שבמקביל, מתוך היבוא הסיני יהיה חלק שיועבר לייצור בתוך ארה"ב, ההשפעה נטו על כלכלת ארה"ב תהיה זניחה לחלוטין.

בשל השכר הנמוך בסין כיום, האמריקאים שולחים חומרי גלם לסין, בונים שם את המוצרים ומשנעים אותם חזרה לארה"ב. הייצוא הסיני לארה"ב מהווה כ 20% מכלל הייצוא הסיני הגלובלי, ולכן ארה"ב מאוד חשובה לכלכלת סין. נכון, הסינים מחזיקים ב 1.1 טריליון \$ של אג"ח ממשלת ארה"ב, אבל באחזקה זו הם לא מאיימים על ארה"ב, הם המאוימים!!

כבר מעל שנה וחצי מנסים הסינים "למרוח" את טראמפ בכל מהלך השיחות, וטראמפ כתגובה מעלה מכסים. הוא משוכנע, בניגוד לאסכולה הכלכלית הקלאסית, שהמכסים על סין לא פוגעים בארה"ב, אלא רק בסין. לדעתי טראמפ צודק, למרות קיומו של חוק (בתורת הכלכלה) "היתרון היחסי בייצור", אשר עומד בבסיס כדאיות הסחר הבינלאומי. זאת כיוון שחוק היתרון היחסי אינו מטפל במצב של גנבת ידע, ואינו מתייחס לפער כה גדול בסחר (הוא מניח שוויון בין הייצוא לייבוא).

כדי לייצור איזון בסחר, הסינים צריכים לקנות מהאמריקאים כ- 400 מיליארד \$ נוספים לשנה. אין סיכוי לכך בשנים הקרובות!

זו כנראה הסיבה למה השיחות אינן מניבות תוצאות. לאחר למעלה משנה וחצי, טראמפ עולה עוד מדרגה וקובע מכס של 10% גם על ה 300 מיליארד \$ שלא מוסו עד כה. מסתמן, כי הסיום יהיה מכס של 25% על כל הייבוא מסין. כך יצטייר טראמפ כמי שדואג לאמריקה ("America First"). הסינים מצידם יטילו מכס מקביל של 25% על הייבוא מארה"ב.

כלכלת סין

נכון שהבורסה בשנחאי עלתה מתחילת השנה ב 18%, אבל ב 10 השנים האחרונות היא ללא כל שינוי. זה כאשר מדד ה S&P500 עלה בעשור האחרון ב 195%.

המגמה הנוכחית בסין מאוד לא טובה לסינים, במיוחד כשהצמיחה נפלה שם מקצב של 13% ל 6%. נכון, קצב צמיחה של 6% זה יופי למדינה מפותחת, אבל לא למדינת עולם שלישי, שחצייה (600 מיליון סינים) עוד חי כמו בימי הביניים. יותר מכך, מעל 250 מיליון סינים היגרו בשנים האחרונות מהכפרים לאזורים האורבניים במזרח סין, והממשל צריך לדאוג שתהיה להם לעבודה. לכן אם לא יהיה ייצוא, סין תצטרך לייצר ביקושים מקומיים וזה מאוד קשה. סין בתנה

הבעייה בתשואת האג"ח הממשלתי בארה"ב

תשואת האג"ח של ממשלת ארה"ב

התשואה לפדיון על אג"ח ממשלת ארה"ב ל 10 שנים עומדת היום על 1.76%. משמעותה, שערך הכסף שיתקבל בתום 10 השנים יהיה ריאלית ללא שינוי, או אפילו נמוך מערכו כיום. זהו מצב הפוך לתורת הכלכלה, הנותנת לזמן ערך כלכלי חיובי.

מתוך ניתוח הנתונים בפועל, והמגמה הכלכלית הצפויה, המוצגת כאן, אנו מסיקים שהתשואה הנוכחית מייצגת מצב זמני של בלבול, המושפע דמגוגית מתעמולת המיתון לכאורה, שמתממש מחשש מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין. הטלת מכס של 25% על כל הייבוא האמריקאי מסין לא צפוי להשפיע על הכלכלה האמריקאית ולא על הכלכלה העולמית, ולכן היא חסרת משמעות (ראו לעיל). המונח של הפד להפחתת הריבית, "Insurance Cut", הוא ביטוי אומלל ומדינות שגויה.

הנתונים עד סוף יוני 2019 מראים, כי קצב צמיחת התוצר הוא כ 2.2% - 2.5%, שמשמעותו צמיחה לנפש של 1.5% - 1.8% (האוכלוסייה גדלה רק ב 0.7%). התעסוקה מקסימלית, עם שיעור אבטלה של 3.7% בלבד, קצב אינפלציה - כ 2%, רווחיות החברות עולה, ההשקעות גדלות, השכר עולה ביותר מ 3% ומחלחל גם לעשירונים הנמוכים. וחשוב לא פחות, ארה"ב מפיקה כיום כ- 12 מיליון חביות נפט ליום, לעומת 4 מיליון חביות לפני עשור. כיום ארה"ב היא המפיקה הגדולה בעולם, ואין לה יותר תלות בנפט מהמזרח התיכון. ארה"ב היא גם המעצמה הצבאית החזקה ביותר בעולם, ותקציב ההגנה שלה גדול מהתקציב המשותף של כל 6 המדינות שאחריה.

התשואה השנתית הממוצעת של 500 החברות הציבוריות הגדולות בארה"ב, ה S&P500, עמדה ב 25 השנים האחרונות על כ-8%, זאת בהשוואה לשיעור תשואה ממוצע של כ-4% על אג"ח ממשלת ארה"ב ל 10 שנים. פער זה נראה סביר. לכן, תשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל 10 שנים של 1.76% הינה אלטרנטיבה בלתי סבירה לזמנים נורמליים של שוק המניות, כי יהיה מעבר למניות.

על פי הנתונים, המצב כיום של כלכלת ארה"ב הינו טוב ויציב בכל קנה מידה, וטוב משמעותית מאשר היה במוצע ב 25 השנים האחרונות. לכן ניתן לצפות להמשך תשואה ממוצעת של 8% על 500 המניות הגדולות. מחירי המניות עדיין סבירים, ומכפיל הרווח הצפוי לסוף שנת 2019 הינו מתחת ל 18 (כלומר מייצג תשואת רווח היסטורי של 5.5% ונידרש בסה"כ גידול שנתי של כ 8% ברווח, כדי להביא לתשואת שוק של 8%).

ההזדמנות של ממשלת ארה"ב

ממשלת ארה"ב גייסה נכון להיום, 16.3 טריליון \$ של אג"ח. מזה האמריקאים עצמם מחזיקים רק ב 7.7 טריליון \$. הפד עצמו קנה בשוק ומחזיק ב 2.1 טריליון \$ של אג"ח ממשלת ארה"ב (עשה זאת כדי להוריד את התשואה בזמן המשבר), והעולם מחוץ לארה"ב מחזיק ב- 6.5 טריליון \$, בעיקר מדינות העולם השלישי ויפן.

במצב הנוכחי הממשל האמריקאי יכול לגייס הלוואות לטווח ארוך ללא כל ריבית ריאלית. זו הזדמנות חד פעמית להשקיע בתשתיות הלאומיות האמריקאיות שהוזנחו ב 60 השנים האחרונות וכל כך חסרות היום. המחסור החמור הוא בחידוש 30,000 גשרים הנמצאים בסכנת התפוררות, בחידוש כבישים ומחלפים, בבניית רכבות מהירות (כדוגמת ה TJV), בהתפלת מים, במעבר מיצור חשמל בפחם מזהם לאנרגיות מתחדשות, ועוד. הערכה שהעלות היא 4 - 3 טריליון \$ ככעשור.

צמיחה באמצעות מעבר לרובוטיקה

המשק האמריקאי נמצא בתעסוקה מקסימלית וכוח העבודה צפוי לגדול רק בכ 0.5%, כי האוכלוסייה מזדקנת (היום 16% מעל גיל 65, ובעוד 10 שנים 20%). מנגד האוכלוסייה צפויה לגדול ב- 0.7%, ולפיכך הדרך היחידה להמשיך לצמוח בקצב של 1.5% לנפש, היא באמצעות מעבר לעתירות הון (מחשוב ורובוטיקה). כלומר, ההאצת ההשקעות. נראה, שהחברות עצמן מגדילות את ההשקעות כדי להגדיל את הייצור, ונראה שהצמיחה תתייצב על קצב של 2.2%, עם גידול מתמשך בהשקעות. לכן צפוי גידול בהיצע של אג"ח חברות, שיעלה מצדו את שיעורי התשואה חזרה לרמה נורמלית.

ארה"ב היא מדינת הגירה, המושכת אליה "מוחות" מבריקים מכל העולם. היא גם נחשבת "למרכז המדע" האקדמי העולמי, ובמקביל היא מרכז ההי טק העולמי, בעיקר בכל התחומים של מיחשוב, תוכנה ואינטרנט (יבמ, אינטל, מיקרוסופט, גוגל, פייסבוק, אפל, ועוד רבים אחרים). ארה"ב מושכת רעיונות וסטרטאפים מכל העולם, ומובילה גם בחלל, תעופה, תרופות, ומכשור רפואי. אין להערכתנו כיום מדינה או צבר של מדינות, שמאתגרות את ארה"ב בעתיד הנראה לעין.

לאור האמור לעיל, סבירות נמוכה ביותר שארה"ב תיכנס למצב של **Secular Stagnation*** והתשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל 10 שנים, תהיה נמוכה מ 3.5%. התשואה הנוכחית של 1.76% היא תופעה חולפת ואפילו הזויה.

ד"ר יעקב שיינין, 6 באוגוסט 2019

תשואות האג"ח הממשלתי במקומות אחרים בעולם

אירופה הוותיקה

באירופה, מחוץ לארה"ב, בעיקר בגרמניה וצרפת, האג"חים של הממשלות נושאים תשואה נומינלית שלילית של -0.5% , ו -0.24% (בהתאמה). הפרש האינפלציה לעומת ארה"ב הוא פחות מ 0.4% , ומתחילת המשבר היה פחות באירו ביחס לדולר של כ- 20% . כלומר קיים פער תשואה ריאלי של מעל 1.7% ועוד הפרש פחות של כ 1.9% לשנה לטובת קניית אג"ח אמריקאי.

עקב פער מהותי זה, כדאי לתושבי גרמניה וצרפת לקנות אג"ח של ממשלת ארה"ב (זו הרי המדינה החזקה בעולם, שהצילה את צרפת וגרמניה בשתי מלחמות העולם האחרונות). אך למרות זאת, גרמניה וצרפת ביחד, עם 140 מיליון תושבים, מחזיקות בסך הכל כ- 200 מיליארד \$ באג"ח ממשלת ארה"ב (ישראל לבדה, עם 9 מיליון תושבים, מחזיקה ב 36 מיליארד \$, שזה פי 3 במונחים לגודל האוכלוסייה).

למיטב ידיעתי אין לתופעה זו בשווקים חופשיים כל הסבר רציונלי על פי תורת הכלכלה, אלא רק טיעון כללי של הטיה ביתית, "Home Bias", שהוא כנראה קיצוני מאוד באירופה ומשמעותו האמתית היא שכל עניין "הכפר הגלובלי" אינו דבר אמתי. הלאומיות אכן מאוד מתגברת בעולם המערבי (ארה"ב, בריטניה, צרפת וגרמניה) וכנראה בכל מקום.

לעומת גרמניה, איטליה בבעיה כלכלית ולכן שם התשואה על אג"ח ממשלתי ל 10 שנים אינה שלילית אלא עומדת על 1.54% ! ביוון התשואה היא 2.01% . כלומר גם במדינות גוש האירו יש שונות, לפי המצב הכלכלי שלהן.

ייתכן, שגרמנים והצרפתים מעדיפים לקנות אג"ח של יוון ואיטליה על פני אג"ח של ממשלת ארה"ב, כי הן חלק מגוש האירו ואין אתן בעיה עם שער חליפין, שמפחיד רבים. התנודתיות בשער הדולר אירו היא מאוד קיצונית - כ- 100% ב 20 השנים האחרונות (בין 0.83 \$ לאירו לבין 1.6). קיצוניות זו נובעת ממרכיב סחר בין גוש האירו לגוש הדולר קטן יחסית, שיכול לספוג כלכלית התאמות קיצוניות.

באירופה היום יש הרבה כסף מצד אחד, ואוכלוסייה שלא גדלה, ולא שואפת לצמיחה גבוהה כפי שהאמריקאים שואפים. נראה שטוב לאירופאים ברמת החיים הנוכחית, וגם במחיר שיעורי האבטלה הגבוהים, יחסית. התוצאה היא שהחיסכון באירופה גדול משמעותית מההשקעה שם.

בניגוד לארה"ב, מדינות גוש האירו אינן מושא להגירה של משכילים. לכן קצב צמיחה ממוצע של 1.4% (כפי שהיה שם ב 20 השנים האחרונות), עם קצב גידול אוכלוסייה ממוצע של 0.3% , מספק אותם גם לכל העשור הקרוב. בקצב צמיחה מתון (1.1% לנפש) יש עודפי חיסכון גדולים. לכן התשואה על אג"ח ממשלתי במדינות המבוססות בגוש האירו יכולה להמשיך ולהיות שלילית שם. ניתן לומר שגוש האירו ב 20 השנים האחרונות ממש מתאים להגדרה של **Secular Stagnation**. עכשיו גם תשואת האג"ח מתאימה עצמה לכך.

שוויץ

היא מקרה מיוחד של מדינה "ניטרלית" מאות בשנים, שפרטיים ומוסדות מכל העולם מפקידים בה כספים, כיוון שיש להם ביטחון מלא ביכולת לקבל את כספם בחזרה. לכן הם מוכנים לשלם על כך גם תשואה שלילית של 1% בשנה, כדי להבטיח לפחות את מרב כספם. בנוסף ראוי לציין שבעשור האחרון האינפלציה הממוצעת בשוויץ היא 0% .

בריטניה

עדיין חלק מהאיחוד האירופי אבל עם "רגל" בחוץ. הצמיחה הממוצעת ב 20 השנים האחרונות היא 1.8% , כאשר קצב גידול האוכלוסייה עמד על 0.7% . כלומר גם בריטניה נמצאת זמן רב במצב קרוב ל **Secular stagnation**. לכן התשואה שם נמוכה מאוד 0.55% . אומנם לא שלילית, אבל כנראה הרצון להשקיע עכשיו בבריטניה נמוך מאוד ויש עודפי חיסכון.

יפן

המדינה היחידה בה הריבית המוניטרית קרובה ל 0% כבר 20 שנה. קצב אינפלציה של 0.3% , שיעור הקשישים הוא 27% , האוכלוסייה מצטמקת עכשיו בקצב שנתי של כ- 0.3% , וקצב הצמיחה הממוצע משנת 2000 נמוך מ 1% . עכשיו הוא כ 0.6% בלבד. לכן תשואה שלילית של 0.2% על אג"ח ל 10 שנים לא מפתיע שם. יפן מחזיקה בכ- 1.1 טריליון \$ באג"ח ממשלת ארה"ב, ועונה להגדרה של **Secular stagnation***. כבר הרבה שנים וסביר שהיא תישאר כך.

שאר העולם

מהווה את הרוב המכריע של האוכלוסייה ובהן סין והודו, הצומחות בקצב של 6% , וכן מדינות אסיה ואפריקה. למדינות אלו אין מספיק מקורות השקעה והן אלו שצפויות לדחוף את קצב הצמיחה העולמי לכיוון של 4% , כאשר גידול האוכלוסייה הוא כ- 1% בלבד ! העולם מצוי אפילו עתה בקצב צמיחה של 3.5% . לכן הכלכלה העולמית אינה אפילו קרובה למצב של **Secular stagnation*** (ראה נספח).

* / נספח: *Secular Stagnation* (Wikipedia)

Secular stagnation refers to "a condition of negligible or no economic growth in a market-based economy." In this context, the term *secular* means long-term, and is used in contrast to *cyclical* or *short-term*. It suggests a change of fundamental dynamics which would play out only in its own time. The concept was originally put forth by [Alvin Hansen](#) in 1938 to "describe what he feared was the fate of the American economy following the Great Depression of the early 1930s: a check to economic progress as investment opportunities were stunted by the closing of the frontier and the collapse of immigration". Warnings of impending secular stagnation have been issued after all deep recessions, but findings have been controversial.

Secular stagnation was dusted off by [Hans-Werner Sinn](#) in a 2009 article dismissing the threat of inflation, and became popular again when [Larry Summers](#) invoked the term and concept during a 2013 speech at the IMF.^[15]

However, [The Economist](#) criticizes secular stagnation as "a baggy concept, arguably too capacious for its own good".^[2] Warnings of impending secular stagnation have been issued after all deep recessions, but turned out to be wrong because they underestimated the potential of existing technologies.^[4]

[Paul Krugman](#), writing in 2014, clarified that it refers to "the claim that underlying changes in the economy, such as slowing growth in the working-age population, have made episodes like the past five years in Europe and the United States, and the last 20 years in Japan, likely to happen often. That is, we will often find ourselves facing persistent shortfalls of demand, which can't be overcome even with near-zero interest rates." At its root is "the problem of building consumer demand at a time when people are less motivated to spend".

One theory is that the boost in growth by the internet and technological advancement in computers of the [new economy](#) does not measure up to the boost caused by the great [inventions](#) of the past. An example of such a great invention is the [assembly line](#) production method of [Fordism](#). The general form of the argument has been the subject of papers by Robert J. Gordon. It has also been written about by Owen. C. Paepke and [Tyler Cowen](#).

Secular stagnation has also been linked to the rise of the digital economy. [Carl Benedikt Frey](#), for example, has suggested that digital technologies are much less capital-absorbing, creating only little new investment demand relative to other revolutionary technologies.

Another is that the damage done by the [Great Recession](#) was so long-lasting and permanent, so many workers will never get jobs again, [that we really can't recover](#).

A third is that there is a "persistent and disturbing reluctance of businesses to invest and consumers to spend", perhaps in part because so much of the recent gains have gone to the people at the top, and they tend to save more of their money than people—ordinary working people who can't afford to do that. A fourth is that advanced economies are just simply paying the price for years of inadequate investment in infrastructure and education, the basic ingredients of growth.

And a fifth is that economic growth is largely related to the concept of [energy returned on energy invested](#) (EROEI), or energy surplus, which with the discovery of [fossil fuels](#) shot up to very high and historically unprecedented levels. This allowed, and in effect fueled, dramatic increases in human consumption since the [Industrial Revolution](#) and many related technological advances. Under this argument, diminishing and increasingly difficult to access fossil fuel reserves directly lead to significantly reduced EROEI, and therefore put a brake on, and potentially

נספח: *Secular Stagnation* (Wikipedia) */

reverse, long-term economic growth, leading to secular stagnation. Linked to the EROEI argument are those stemming from the [Limits to Growth](#) school of thinking, whereby environmental and resource constraints in general are likely to impose an eventual limit on the continued expansion of human consumption and incomes. While 'limits to growth' thinking went out of fashion in the decades following the initial publication in 1972, a recent study shows human development continues to align well with the 'overshoot and collapse' projection outlined in the standard run of the original analysis, and this is before factoring in the potential effects of [climate change](#).

סקירה זו של **מודלים כלכליים בע"מ** מייצגת את דעותיהם של כלכלני החברה ואין באמור כאן משום המלצה לרכישה ו/או מכירה של ני"ע כלשהו, או תחליף ליעוץ אישי ולבחינת "צרכי לקוח". הסקירה עוסקת בתחזיות, אשר במהותן אינן ודאיות. הנתונים בפועל יכולים לסטות משמעותית מהתחזיות. לשימוש מושכל בתחזיות אלו יש הכרח במיומנות שאינה נחלת הכלל ואין לעשות בהן שימוש ללא ייעוץ מקצועי מתאים. המידע המוצג כאן הוא חלקי, ועלולים לחול בו טעויות. מודלים כלכליים ו/או מודלים שוקי הון ו/או מי מעובדיהן אינן נושאים באחריות כלשהי לגבי החומרים הכתובים כאן. אי מימושן של התחזיות והערכות לא יהווה עילה כל שהיא לתביעה בגין נזקים ישירים או עקיפים שיגרמו עקב השימוש בהן.

מודלים שוקי הון בע"מ הינה חברה לניהול השקעות שבשליטת בעלי המניות של **חברת מודלים כלכליים**. בבעלות מודלים שוקי הון חברה לניהול קרנות נאמנות, **מודלים קרנות נאמנות בע"מ**. מודלים שוקי הון ומודלים קרנות נאמנות מחזיקות וסוחרות במניות, באג"ח ישראליות זרות ובמטבע חוץ לסוגיהם, הן בשוק מקומי והן בשווקי חו"ל. לתיקי ההשקעות המנוהלים ע"י החברות הנ"ל, כמו גם לקרנות הנאמנות, יכולה להיות חשיפה משמעותית למט"ח, ולדולר בפרט. כמו כן עשויה להיות חשיפה משמעותית לאג"ח ממשלתי וקונצרני, בין אם מקומי ולבין אם זר