



ה-EXIT המוצלח של בריטניה - העולם הכלכלי יהיה טוב יותר, ה 17 ליוני 2016 ד"ר יעקב שיינין, מנכ"ל מודלים קרנות נאמנות ומודלים כלכליים

בריטניה ויציאתה מהאיחוד - BREXIT

שלושה שבועות חלפו מהצבעת הבריטים על יציאתה של ארצן מהאיחוד האירופי ומתברר ש"השמים לא נפלו". אלן גרינשפיין "האגדי", יו"ר הבנק המרכזי האמריקאי לשעבר, כמו גם כלכלנים פסימיים אחרים, נעלמו ממסכי הטלוויזיה, ושווקי ההון בעולם חזרו לעלות ולהשלים את הפיגור. זה היה עוד זעזוע מתקשר "ויחצני" שנגמר כלא היה.

בריטניה קיבלה ראש ממשלה חדשה, טרזה מאי, אשר תוביל את היציאה מהאיחוד האירופי כאילו זו הייתה שאיפת חייה (קודם להצבעה היא הייתה בעד השארות באיחוד). היא בחרה ששר החוץ חדש שלה יהיה דווקא בוריס ג'ונסון, האדם שהוביל את המאבק ליציאת הבריטים מהאיחוד. כך התאימה עצמה המפלגה השמרנית ליציאה מהאיחוד, במהירות שיא שלא תאומן, וזאת לטובת בריטניה.

להערכתנו, היציאה של הבריטים לא צפויה לגרום לנזק, לא לכלכלת בריטניה, ולא לכלכלת אירופה. הפחדים שנטעו פוליטיקאים וכלכלנים בציבור עשויים אפילו לא לגרום לירידה בצמיחה העולמית של 0.1 נקודות האחוז, כפי שקרן המטבע מעריכה עתה.

האיחוד האירופי יחזור להיות שוק כלכלי משותף, ללא הגירה חופשית ועם פחות שאיפות פוליטיות. בשוק כלכלי כזה תוכל בריטניה להמשיך ולהיות מרכיב מרכזי. מעשית, מבחינת הכלכלה העולמית, אין כל הבדל במבנה של שוק כלכלי משותף לכל אירופה ללא מכסים, ללא מגבלות ועם תקינה משותפת, לעומת מצב הכילאים המלאכותי הקיים היום של כאילו "איחוד פוליטי".

אירופה אינה מדינה אחת. היא מעולם לא הייתה כזו, וכנראה שגם לא תהיה. באיחוד היום 6 מדינות גדולות מאוד: גרמניה, בריטניה, צרפת, איטליה, ספרד, ופולין, כאשר המכנה המשותף הפוליטי ביניהם קטן ביותר, אם בכלל.

סיכום: עולם המפותח על פי "מודלים"

"הזעזוע" שמפניו הפחידו אותנו, אם הבריטים יעזבו את האיחוד האירופי, נעלם כלעומת שבא. זה היה עוד תרגיל סרק בפוליטיקה ועוד פחד לא רציונלי של כמה כלכלנים, שנעלם באותה מהירות בה הגיע. בראיה מפוקחת, הבריטים יישארו "בשוק הכלכלי המשותף" של אירופה ודבר לא יקרה כמעט לכלכלת העולם

העולם המפותח (ה-OECD), וארה"ב בראשו, נמצאים עתה על תוואי צמיחה שהוא אולי איטי יחסית, אך יציב, של 1.5% - 2.0% לשנה. תוואי צמיחה זה צפוי להאיץ בשנים הקרובות, במיוחד בארה"ב, לכ- 2.5%. המשבר העולמי, שנמשך כבר 8 שנים רצופות, הולך ונמוג. העולם שלאחר המשבר מאופיין בעודף היצע גדול של חומרי גלם (כולל חומרי אנרגיה), סחורות, מוצרים ושירותים, כוח אדם ולכן האבטלה רחבה, האינפלציה נמוכה והריביות נמוכות מאוד.

סין והודו הענקיות, יחד עם שאר מדינות דרום מזרח אסיה, הראו שהן יודעות לייצר גם את מוצרי התעשייה שארה"ב ואירופה רוצות, בעלויות הרבה יותר נמוכות. לכן עודפי ההיצע בעולם רק יגדלו בשנים הקרובות.

בגלל עודפי ההיצע והעדרה של אינפלציה, הבנקים המרכזיים ממשיכים לשמור על סביבת ריבית אפס ונוצרת תופעה חדשה, בה אין תשואה ללא סיכון במרכיב החיסכון. עתה, ניתן לקבל תשואה סבירה רק עם סיכון וזאת באמצעות רכישת אג"ח קונצרני, אג"ח של מדינות שאינן בדירוג מושלם ו/או באמצעות רכישת מניות של חברות ציבוריות. ללא סיכון כזה התשואה קרובה לאפס, ובמספר מדינות מפותחות היא אפילו שלילית.

זהו עולם רציונלי, וטוב יותר. עוצמת הזעזועים הנוכחית אופיינית מאוד לתקופה של מעברים חדים, אצלנו זה מעודף ביקוש עולמי לעודף היצע עולמי.

חזרתו של ג'ון קיינס מלפני כ-100 שנה, למרכז הבמה הכלכלית, היא הזעזוע הגדול שכלכלנים רבים מרגישים (במיוחד אנשי "הכלכלה החופשית").

אין פסול במודל כלכלי קפיטליסטי שבו יש תשואות חיוביות רק על אג"ח קונצרני, בהן גלום גורם סיכון, וכמובן על רכישת מניות של חברות עסקיות.

נזכור, שבריטניה מהווה פחות מ-3% מהתוצר העולמי ולכן אין לצעד שלה כל השפעה עולמית. לא סביר שהאירופאים יתנקמו בבריטניה, כיוון שהיבוא הבריטי מהאיחוד גדול משמעותית מהיצוא הבריטי לאיחוד. "יותר משהעגל רוצה לינוק (בריטניה) הפרה (יתרת האיחוד האירופי) רוצה להניק" כל מילה נוספת מיותרת.

כלכלית, האיחוד האירופי הוא קרטל (כמו ארגון OPEC בנפט) של מדינות באירופה וכל המדינות שמחוץ לקרטל צריכות לשאוף לפירוקו. המטרה הכלכלית הנכונה היא סחר בינלאומי גלובלי ללא מכסים, ללא מגבלות, ובתקינה אחידה. ייתכן שיציאת בריטניה מהאיחוד תקרב את המטרה וזו תהיה תרומתה הגדולה של בריטניה לכלכלה העולמית. בוודאי שלישיראל המצב יהיה טוב יותר, כנ"ל לארה"ב, לסין, להודו ולכל שאר המדינות שבחוץ. פוליטית האיחוד יהיה חלש יותר וטוב שכך. נגד הרשע בעולם, אירופה הקימה את ברית נאט"ו.

בשנה האחרונה חל פיחות בפאונד הבריטי בשיעור של 13% יחסית לדולר ו-19% יחסית לאירו. מהלך זה חיובי ביותר לכלכלת בריטניה (חציו הראשון עוד נעשה בתקופת החשש מעזיבת בריטניה וחציו השני לאחר ההחלטה), כיוון שהוא יעודד צמיחה בריטית אם כי ייתכן שהוא יהיה על חשבון גוש האירו ושאר העולם.

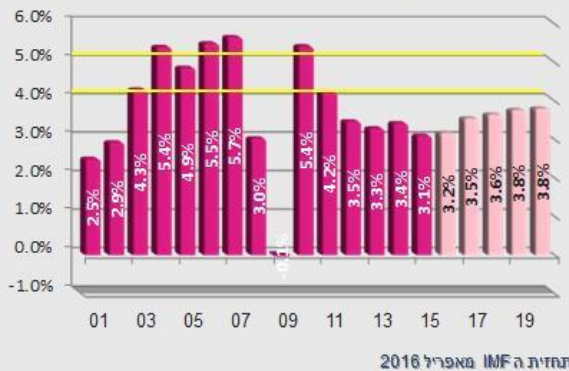
הכלכלה העולמית

לאחר ימים בודדים של ירידות שערים בבורסות העולם, רוב הפרמטרים הכלכליים חוזרים להתכנס לתחום שלפני ההצבעה הבריטית. הנפט (WTI) ב-\$46 לחבית ולהערכתנו הוא צפוי להתכנס ל-\$55 (זה המחיר המינימלי של אמריקאים כדאי להגדיל תפוקה). האירו \$1.1, והדולר לא צפוי להתחזק לפני העלאת הריבית בארה"ב.

התשואות על אג"ח ממשלתי ל-10 שנים מתייצבות בינתיים ברמה נמוכה: בארה"ב - 1.55%, בבריטניה - 0.83% בצרפת - 0.23%, ותשואות שליליות בגרמניה, בשוויץ ויפן.

נראה שהעולם העסקי מתחיל סוף סוף להפנים כי הריביות תשארנה נמוכות עוד תקופה ארוכה (לפחות מספר שנים), ולכן התשואות חסרות סיכון יכולות להמשיך להיות ברמתן הנוכחית עוד תקופה ארוכה.

שיעור הצמיחה העולמי (במונחי PPP) תחזית להתכנסות לתוואי צמיחה של 4% ב-2020



הזעזועים התכופים והמלאכותיים, הפוקדים את העולם בתדירות גבוהה בשנים האחרונות, פוגעים בצמיחה העולמית בקצב של חצי נקודת האחוז לשנה. כלומר ייקח מספר שנים שהצמיחה העולמית תתכנס ל-4% במקום ל-3.5%.

צמיחה עולמית של 5.5%, שהייתה בעשור הקודם, הייתה תופעה חד פעמית שהתרחשה כאשר סין הענקית "התעוררה" מתרדמה של מאות שנים. מצב זה גרם לחוסר שיווי משקל זמני (אם כי ממושך) בכל השווקים והסחורות, כיוון שהעולם לא התכונן לגידול כה דרמטי בביקושים. אולם קצב הצמיחה של סין ירד ל-6%, והעולם נותר עם כושר ייצור שהותאם לגידול של 12%, ולכן יש עתה עודפי כושר ייצור ענקיים בכול (כולל כושר הובלה ימית שהתעריפים שם נפלו ב-80%).

בשנים הקרובות סין תמשיך לצמוח, אומנם במחצית מהקצב אליו הורגלנו, אולם זה עדיין קצב מהיר מאוד (של 6% - 5%). גם הודו צומחת בקצב של מעל 5%, וכך גם שאר מדינות בדרום מזרח אסיה, שמחקות את סין. נראה, שהשינוי המרכזי הוא שסין והודו יגדילו את הייצור שלהם לטובת הביקושים הפנימיים בארצותיהן, כך שיתפתח שוק ענק בדרום מזרח אסיה (שייצור חלקים לסין והודו). לדעתנו, זו דרך נכונה יותר להעלות את רמת החיים והתוצר בסין והודו ודרום מזרח אסיה כולה, במקום להיות רק "חוטבי העצים ושואבי המים" של האמריקאים והאירופאים.

ארה"ב

מספר המשרות גדל בחודש שעבר ב-287,000, ובממוצע ב-3 החודשים האחרונים בקצב חודשי סביר של 147,000, אשר משמעותו כ-1.8 מיליון איש בשנה (0.6% מאוכלוסיית ארה"ב, דומה לשיעור הגידול השנתי שם).

ארה"ב נמצאת עתה במצב של תעסוקה מלאה, אולם סביר שיותר אנשים שהתייאשו בזמן המשבר מלמצוא עבודה, יחפשו עבודה עכשיו. לכן, קצב גידול התעסוקה צפוי לעלות בשנה הקרובה, אולם שיעור האבטלה לא צפוי לרדת. כלומר, יותר מועסקים אך עם שיעור אבטלה שאינו יורד מ-5%, ולכן מונע עליות שכר ואינפלציה.

ואולם החשש (המיותר) שנגרם עקב החלטת בריטניה לעזוב את האיחוד האירופי בשווקים ימנע, להערכתנו, מהבנק המרכזי האמריקאי להעלות את הריבית ביולי או באוגוסט, למרות שהעזוץ כבר חלף. במצב זה יש, להערכתנו, סיכויים גבוהים, ש"ר" הבנק המרכזי האמריקאי תימנע מהעלאת ריבית עד לאחר הבחירות לנשיאות שם, כדי שלא תואשם "בהשפעה" על הבחירות. כלומר, אנו רואים העלאת ריבית בארה"ב לרמה של 0.5% רק בחודש דצמבר 2016. במהלך שנת 2017 הריבית כנראה תעלה בעוד 1 נקודת האחוז ובסיום השנה היא תעמוד על 1.5%.

כיוון שלהערכתנו הריבית בארה"ב לא תועלה בחודשים הקרובים, נראה ששע"ח של הדולר ביחס לאירו לא יתחזק משמעותית ואין לפסול אפילו היחלשות מסוימת וזמנית בשבועות הקרובים. המצב שבו האירו לא יתחזק השנה ימנע האצת הצמיחה באירופה (לא כולל בריטניה) ואירופה תתאושש כנראה רק בשנת 2017.

להערכתנו, רוב הסיכויים הם שהילרי קלינטון תיבחר לנשיאת ארה"ב בנובמבר. אם כך יהיה, הכלכלה האמריקאית צפויה לצמוח בשנים 2017 - 2018 בקצב גבוה מאוד של 3% - 4% ולהשלים חלקית את הפער שנוצר בשנות המשבר הכלכלי. לגברת קלינטון ניסיון רב מאוד בכל רמות הממשל האמריקאי ולצידה נשיא לשעבר כריזמטי, עם מערכות קשרים וצוות מומחים טוב ביותר שניתן להשיג. לכן אנו מעריכים, שבמידה ומשפחת קלינטון תחזור לבית הלבן, יהיה זה שוב "תור הזהב" של ארה"ב.

כלכלית, עם קלינטון כנשיאה, ארה"ב תזוז קצת לכיוון של "כלכלת רווחה", בה החל הנשיא אובמה ואליה דחף ברני סנדרס בבחירות המוקדמות. מעבר לכך שזו כלכלה הוגנת יותר, היא תגדיל את התוצר הן בתחום הבריאות, הן בתחום היצור התעשייתי והן בתחום התשתיות.

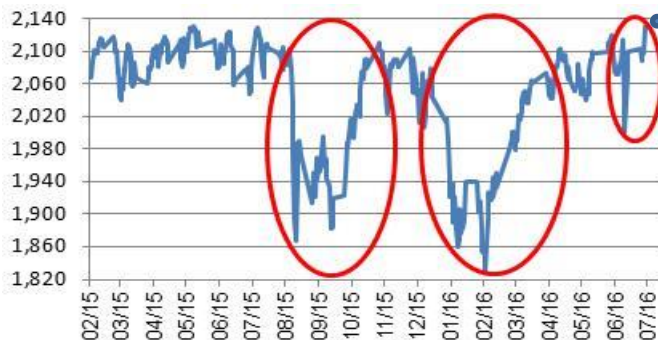
שווקי ההון

מדד ה-S&P500, נמצא עתה בשיא כל הזמנים. בכך נמוגה לחלוטין ההשפעה השלילית של החלטת בריטניה לעזוב את האיחוד האירופי.

התרשים להלן מראה בצורה חדה וברורה את "שני הגלים" הקודמים של ירידות השערים במדד ה-S&P500 ואת החזרה המלאה לרמה שלפני שני הגלים. הפעם "העזוץ" מהחלטת העזיבה של בריטניה היה כה קטן שאפילו לא הצליח לייצור גל זמני.

מדד ה-S&P500 מפרואר 2015

נכון ל 10 ביולי 2016



נראה גם שרמת מדדי המניות של ארה"ב, בריטניה, גרמניה ויפן לא עקבית עם רמת התשואה הנמוכה של האג"ח הממשלתי ל-10 שנים. מכפילי הרווח הנקי במדינות אלו הם בתחום של 18 - 21 ומייצגים תשואת רווח נגזרת של כ-5%, זאת לעומת תשואה של בין 1.60% לבין -0.24% על אג"ח ממשלתי לתקופה של 10 שנים. כלומר, יש פער של יותר מ-3 נקודות האחוז בין תשואה ללא סיכון לתשואת הרווח הנקי במדדי המניות.

לפני המשבר של 2008, תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עמדה על יותר מ-5%, ומכפיל הרווח היה 18. כלומר, תשואת רווח נגזרת של כ-5.5%, כמעט ללא פער בין האג"ח לבין תשואת הרווח הנגזרת מהמכפיל.

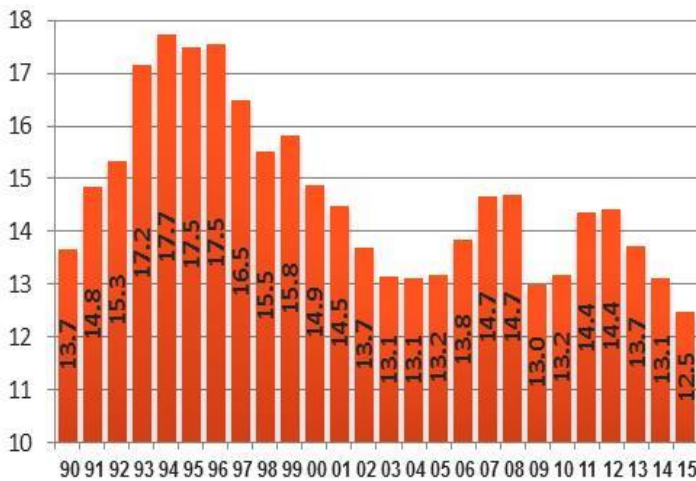
לכן מכפיל הרווח של ה-S&P500 העומד עתה על כ-20 ומייצג תשואה שנתית נגזרת של 5% על שווי השוק (רווח נקי מצרפי יחסית לשווי השוק) לדעתנו, אינו חריג ואינו בחזקת בועה.

כלכלת ישראל

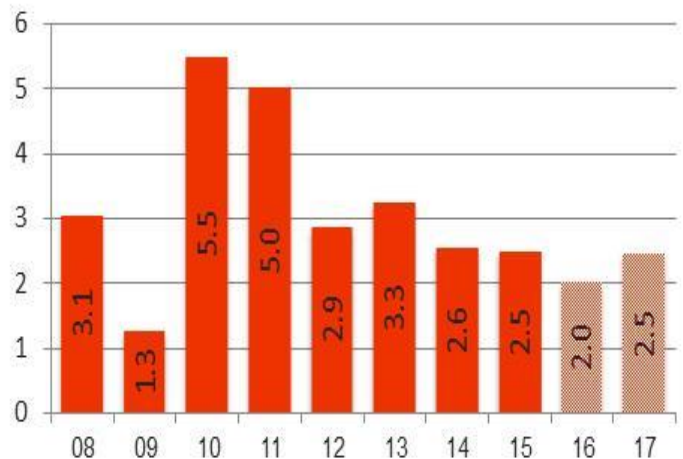
הדרך היחידה הקיימת עתה להאיץ את התוצר במשק הינו מדיניות עידוד השקעות שתבטיח רווחיות נאותה ליצור במשק. לשער החליפין של השקל משקל גדול ברווחיות הייצור. האלטרנטיבה של הורדת השכר הריאלי אינה מומלצת.

להערכתנו יש לצפות להמשך ההאטה בכלכלת ישראל. קצב הצמיחה ב-2016 צפוי לעמוד על כ-2% בלבד ועל 2.5% ב-2017. להאצת צמיחה במשק לקצב של 4% נדרש גידול משמעותי בהשקעות בענפי המשק. אולם ללא מדיניות כלכלית אגרסיבית תרחיש כזה לא יתקיים.

השקעות בענפי המשק ב% תוצר
ירידה לשפל חסר תקדים של 12.5%



קצב צמיחה בישראל
תחזית מודלים 2016-2017



אפילו התחלות בניה "נתקעו" ברמה של 48,000 יחידות דיור לשנה, ולהערכתנו הרמה הנדרשת הינה כ-60,000. לכן קשה לראות ירידת מחירי דיור במדיניות הנוכחית.

בלתי סביר שכלכלת ישראל היום אינה יכולה לבנות 60,000 יחידות דיור לשנה והמדינה זקוקה לקבלנים מחו"ל שיושיעו אותה. ישראל בנתה בתחילת שנות ה-90 של המאה הקודמת 82,000 בשנה. וזו הייתה כלכלה קטנה משמעותית מהכלכלה היום. לכן בעזרת תמריצים מתאימים כלכלת ישראל תוכל לבנות את הנדרש והדבר יביא לגידול בתוצר וישמש כמאיץ לפעילות המשק.

גם השנה צפוי עודף משמעותי במאזן תשלומים (כ-10 מיליארד \$). נראה שבנק ישראל לא יוריד את הריבית, אולם ימשיך לקנות מט"ח בקצב של כ-3 מיליארד \$ לשנה. אם כי קצב רכישות זה לא ישפיע משמעותית על שערי החליפין.

להערכתנו, בנק ישראל מודע עתה לחשיבות הגדולה של פיחות בשקל לרווחיות הייצור ולכדאיות ההשקעות במשק, אולם הוא אינו יודע איך לבצע זאת ונראה חסר אונים.

הבהרה ואזהרה!

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 מעבדיהן אינן נושאים באחריות כלשהי לגבי החומרים הכתובים כאן. אי מימושו 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 מניות 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 בשוקי חו"ל. לתיקי ההשקעות המנהלים 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 ולאג"ח קונצרני בין מקומי לבין זר.

לכניסה לאתר "מודלים", לחץ כאן