

ד"ר יעקב שיינין, 7 בינואר 2020

## ארה"ב בשנת בחירות – טראמפ והאיראנים

- ✓ במציאות קשה זו, לאיראנים קשה מאוד להשלים עם הסנקציות של טראמפ, ולכן הם "**בעטו**" איפה שרק יכלו. חיסול סולימאני הייתה הפתעה ומכה קשה שלא ציפו לה.
- ✓ נראה שברור גם לאיראנים, שארה"ב ואיראן לא נמצאות באותה קטגוריה של עוצמה צבאית. אבל האם מכך יסיקו האיראנים שלא "להתעסק" עם ארה"ב? לא בהכרח, הרי גם לחמאס ברורים מאוד הבדלי העוצמה בינו לבין צה"ל, והוא יורה רקטות ומתגרה בצה"ל כבר מעל 12 שנים.
- ✓ כצפוי, טראמפ "מאיים" על חמינאי בטוויטר, שיש לו 52 מטרות איראניות על הכוונת; חמינאי עונה, שלו יש 300! עצוב, אבל זו הרמה הירודה היום בבית הלבן.
- ✓ מה יעשו האיראנים? האם ומתי הם יפעלו? קשה מאוד להעריך, כאשר בקונפליקט מצויים טראמפ מצד אחד וחמינאי מצד שני. כרגע המומחים מעריכים שהמצב לא יתדרדר למלחמה אזורית. לפי הבורסה בניו יורק, איראן בכלל לא מפחידה את וול סטריט, כך היה נכון לאתמול.
- ✓ יש אומרים, שהאיראנים יפעלו בצורה עקיפה במדינות שונות נגד בסיסים ונציגויות אמריקניות. האם האיראנים יחזרו לפגוע במתקני הנפט של הסעודים ואולי גם באלו של מדינות המפרץ? בדרך זו הם יעלו עוד את מחיר הנפט, שעוזר למצבם הקשה, עקב הסנקציות יצוא נפט.
- ✓ בינתיים האיראנים הכריחו את העיראקים, **לדרוש** מארה"ב להוציא את כול כוחותיה מעיראק. לארה"ב 5 בסיסים ו 7 מתקנים בעיראק, עם 5,000 חיילים. על כך טראמפ מאיים עכשיו גם על עיראק "**בסנקציות גדולות**".
- ✓ האיראנים ינסו אולי לבצע פעולות נגד מטרות אמריקאיות בעצמות נמוכה, כך שארה"ב לא תהיה חייבת להגיב במלוא העוצמה (כמו החמאס מול צה"ל).
- ✓ מטרת האיראנים יכולה להיות לפגוע במטרות אמריקאיות, ולקוות שהדבר יביא לעליית מחירי הנפט, יפגע בצמיחה בארה"ב וגם יביא לירידות בבורסה. ובכך יגדילו את הסיכויים שטראמפ לא ייבחר לנשיא בנובמבר.
- ✓ אבל כלל לא בטוח, שמהלומות בעצמות נמוכה ב"ארה"ב לאיראן, לא יחזקו את טראמפ בקרב ה Base שלו. אצלם הוא עשוי להצטייר כמנהיג קשוח, הנלחם לטובת אמריקה ועומד בהבטחתו: "**America First**". במצב כזה האירנים ישיגו תוצאה הפוכה.
- ✓ ההתנקשות האמריקאית בגנרל סולימאני עשתה לישראל שירות מצויין - נפטרנו מהמוח והמפעיל של החזית הסורית, והלבנונית נגדנו, זאת בלי לעשות כלום.
- ✓ האם המהלך היה נכון לארה"ב, לא אנו צריכים לתת "עצות" למעצמה הגדולה בתבל. יש להם 42 גנרלים בכירים בדרגת 4 כוכבים (מקביל לרב-אלוף אצלנו) בשירות פעיל. לארה"ב תקציב ביטחון של 700 מיליארד \$ לעומת תקציב הביטחון האיראני של 20 מיליארד \$.
- ✓ בית הנבחרים האמריקאי הנשלט ע"י הדמוקרטים מבקר בגלוי את החלטת טראמפ על חיסול סולימאני. גם כל המועמדים הדמוקרטים לנשיאות מצטרפים לביקורת זו.
- ✓ המועמד הדמוקרטי המוביל, **ג'ו ביידן**, שהיה סגנו של הנשיא אובמה ותמך בהסכם עם איראן, מתנגד לחיסול.
- ✓ ה **New York Times** הדליף בבוקר יום ראשון, בכותרת ראשית, שראשי הפנטגון אכן הציגו לטראמפ את האופציה של חיסול סולימאני, אבל זאת כאופציה קיצונית שלא חשבו שיבחר בה. להפתעתם טראמפ בחר בה! האם זה כסת"ח מהפנטגון, או פרובוקציה של העיתון נגד טראמפ?
- ✓ המדיניות האמריקאית של אובמה (וביידן כסגנו) נתנה לאיראן ב 2015 הסכם מצויין, שביטל את כל הסנקציות נגדה תמורת התחייבות איראנית לעכב את ייצורו של נשק גרעיני ב 10 שנים. כתוצאה מכך הצמיחה של איראן בשנת 2016 קפצה בכ- **10%**.
- ✓ אבל טראמפ ביטל ב 2017 את ההסכם של אובמה, והטיל שוב על איראן סנקציות כלכליות מאוד אפקטיביות, שגרמו לנפילת התוצר ב- **4%** בשנת 2019. תחזית הצמיחה ל 2020 היא של **0%**. הנפילה החדה ברמת החיים באיראן והאינפלציה הגבוהה, הן אלו שהביאו מאות אלפי מפגינים לרחובות טהרן, "שנרגעו" רק לאחר שנהרגו מעל 1,500 אנשים בדיכוי המהומות.
- ✓ איראן מייצאת עתה רק 0.5 מיליון חביות נפט ליום, לעומת 2.2 מיליון, שייצאה ב 2016. במחיר הנוכחי של חבית נפט, זה אובדן הכנסות שנתי של כ- 40 מיליארד \$. התוצר של איראן בשער החליפין הרשמי, הוא כ- 460 מיליארד \$, כלומר הפסד תוצר של כ- 10% וזאת כאשר התוצר לנפש, בשער חליפין הרשמי, הוא 5,000 \$ בלבד.

ד"ר יעקב שיינין, 7 בינואר 2020

## כלכלת ארה"ב בשנת 2020

✓ הפד שהיה בלחץ מטראמפ, כבר הוריד את הריבית המוניטרית ב 2019 מ 2.50% ל- 1.75%. נראה, שטראמפ ייגביר את הלחץ על יו"ר הפד בתקופה הקרובה להמשיך להוריד את הריבית גם בשנת 2020, כדי שהצמיחה תימשך ובעיקר כדי שהבורסה תעלה.

✓ אבל ברמת מחירי נפט של **\$62**, ובשיעורי האבטלה הנמוכים מאוד, נראה שקצב האינפלציה מתכנס ל **+2%**. לכן קשה להאמין שהפד, עם 80 הכלכלנים הבכירים שבו, יפעלו בניגוד להגיון כלכלי ויתמכו בהורדת ריבית פוליטית.

✓ להערכתנו, תשואות האג"ח, הן הממשלתיות והן הקונצרניות, נמוכות בצורה קיצונית מתוואי סביר שמגלם קצב אינפלציה של 2% וחוב ציבורי ענק! לכן צפוי תיקון כלפי מעלה של התשואות, שמשמעותו היא ירידת מחירי האג"ח בבורסה. העיתוי?

### לסיכום:

המצב הבינלאומי של ארה"ב נראה היום מלא קונפליקטים. חיסול הגנרל האיראני העצים את הקונפליקט עם איראן. לדעת המומחים, הסבירות למלחמה אזורית נמוכה מאוד, אבל יתכנו חילופי "מהלומות" בעצימות נמוכה בין איראן לארה"ב. גם היציבות הרעועה במזרח התיכון עלולה להמשיך ולהתדרדר.

נראה שארה"ב איבדה את המעמד הבינלאומי המיוחד, שהיה לה, ועכשיו עם טראמפ היא יותר בחזקת "**הבריון השכונתי**", מעמד שאינו בהכרח גרוע לכלכלת ארה"ב.

במקביל, המצב הפוליטי הפנימי בארה"ב והפיצול הקיצוני של האוכלוסייה נראה בעייתי. תהליך הדחתו של טראמפ בסנאט מעכיר את האווירה, והמאבק הייצרי שם מתעצם, אם כי סביר שההדחה לא תצא לפועל. התקשורת והאינטלקטואלים אינם בצד של טראמפ, אבל ה "Base" שלו הוא מעמד הביניים, שרמת החיים שלו לא השתפרה ב 30 השנים האחרונות. גם אנשי Wall-Street לסוגיהם תומכים בו ומהסיבות הידועות.

בלתי אפשרי לדעת את התנהגות הבורסה האמריקאית בשנה מסוימת. העובדה שבמשך שלוש שנות כהונתו הראשונות של טראמפ עלה מדד ה S&P500 בכ- 43%, והוא עתה במכפיל רווח גבוה של 22, בשילוב תשואות אג"ח הנמוכות בקיצוניות מכל תוואי הגיוני, אינו מחייב שתיקון יהיה דווקא ב 2020. ייתכן שהתיקון ידחה לשנת 2021, לאחר הבחירות ואולי בכלל עם נשיא אחר.

✓ **הכלכלה האמריקאית** היא אכן חזקה מאוד בשנתיים האחרונות וצפויה להיות במצב טוב גם בשנת 2020, אם כי קצב הצמיחה יירד במקצת כיוון שהמשק האמריקאי מצוי עתה בתעסוקה מקסימלית ויתקשה לגייס עובדים.

✓ החלטת בואינג לסגור זמנית את קו יצור מטוס ה 737 צפוי לגרום לירידה בתוצר התעשייתי ובתוצר האמריקאי ברבע הראשון של 2020. לכן הרבע הראשון של 2020 לא צפוי להיות חיובי מבחינת התוצר.

✓ אבל מבחינת טראמפ הוא יהיה חייב לעשות הכל כדי שתמשיך, לפחות עד נובמבר 2020, המגמה החיובית: קצב צמיחה של מעל 2%, תעסוקה מלאה, עליות שכר של מעל 3%, ריבית נמוכה מאוד, והחשוב מכל, בורסה שממשיכה לעלות. האם יצליח?

✓ כיום זה נראה שאין לטראמפ כל הישג בינלאומי, לא עם הסינים, ולא עם הצפון קוראנים. טראמפ גם זוכה לביקורת לא מעטה בגרמניה וצרפת, ואין לשלול התפתחות של עימות מסחרי בין ארה"ב לאיחוד האירופאי. גם מערכות הקשרים הכלכליים עם רוסיה ועם טורקיה אינן במיטבן. העולם ברובו כנראה בז לטראמפ.

✓ נכון לאתמול, 06/01/20, ההצהרת המלחמתיות של האיראנים והאיומים המקבילים של טראמפ, לא הצליחו להביא למגמה שלילית בבורסה האמריקאית ומדד ה-S&P500 עלה ב- 0.35%.

✓ יש לזכור, שמדד ה-S&P500 עלה ב- 28% בשנת 2019. וסה"כ מתחילת כהונתו של טראמפ עלה המדד ב 43%. כיום מכפיל הרווח עומד על כ- 22 שהוא במונחים היסטוריים גבוה מהממוצע ביותר מ 20%. לכן גם שמירה על הרמה הנוכחית של המניות אינה משימה קלה, גם בלי הקונפליקט האיראני / אמריקאי, הנוכחי.

✓ כאשר תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב ל 10 שנים שעומדת עתה על 1.82%, גם מכפיל 22 במניות הוא אטרקטיבי יחסית (כי זו תשואת רווח של 4.5%). אבל אם הערכות הן שבתוך שנתיים שלוש, התשואה על אג"ח 10 שנים, תחזור לרמה של מעל 3%, מכפיל הרווח הנורמלי של מדד ה S&P500 צריך לחזור ולעמוד על כ- 18.

✓ כאשר שיעור התשואה על אג"ח נמוך מקצב האינפלציה החזוי והרצוי ע"י הפד, זה, להערכתנו, אינו מצב שיכול להמשיך לאורך זמן. במיוחד כאשר הגירעון בתקציב הוא מעל **5%** תוצר, והחוב הלאומי גבוה מ **110%** תוצר.

## תחזית מדדים לכלכלת ארה"ב והעולם

### תחזית מדדים לכלכלת ארה"ב

2021	2020	2019	
2.1%	2.2%	2.3%	צמיחה
0.7%	0.7%	0.7%	% גידול באוכלוסייה
1.4%	1.5%	1.6%	צמיחה לנפש
3.5%	3.5%	3.7%	שיעור אבטלה
2.3%	2.2%	2.0%	אינפלציה, מדד המחירים לצרכן*
2.25%	2.00%	1.75%	ריבית מוניטרית**
3.00%	2.25%	1.91%	תשואת אג"ח**
3.3%	3.3%	3.0%	עליית שכר
5.0%	5.1%	4.6%	גרעון בתקציב הפדרלי, % תוצר
112%	110%	108%	חוב לאומי, % תוצר
63	62	61	מחיר חבית נפט, WTI, \$*

\* סוף שנה, \*\* ממשלת ארה"ב ל 10 שנים, סוף שנה

### אומדני ה IMF לשנת 2020

אינפלציה	אבטלה	צמיחה לנפש	צמיחה	
2.4%**	7.5%**	2.3%	3.4%	העולם
2.4%	3.5%	1.4%	2.1%	ארה"ב
1.3%	7.5%	1.3%	1.4%	גוש האירו
2.1%	4.4%	0.9%	1.4%	בריטניה
2.4%	3.8%	5.4%	5.8%	סין
0.2%	2.4%	0.8%	0.5%	יפן
3.7%	4.8%	1.9%	1.9%	רוסיה
1.7%	3.3%	0.9%	1.2%	גרמניה
1.4%	8.4%	1.1%	1.3%	צרפת
1.0%	10.3%	0.7%	0.5%	איטליה
2.0%	4.2%	1.0%	3.0%	ישראל*

\* ישראל – תחזית מודלים. \*\* מקורות שונים

### 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 במימנות 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 וזרות **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

ד"ר יעקב שיינין, 3 באוקטובר 2019

## תמונת מצב: טראמפ ושוק ההון האמריקאי

חוסר העקביות של השנה האחרונה נראה גם בהתנהגות האג"ח. תשואת האג"ח של ממשלת ארה"ב ירדה בצורה קיצונית, אבל המניות לא עלו, זאת למרות שמכפיל רווח נוכחי של 19 משמעותו תשואת רווח שנתית ממוצעת של 5.3%, בהשוואה לתשואה שנתית ממוצעת של 1.6% על אג"ח ל-10 שנים. כלומר, פער עצום!

### שינויי מגמה במדד ה S&P500

תאריך	מדד ה-S&P500	שינוי המדד ביחס לבסיס	תשואת אג"ח ל 10Y
02/10/18	2,923	הבסיס	3.05%
24/12/18	2,351	-19.6%	2.74%
03/05/19	2,946	0.8%	2.54%
03/06/19	2,744	-6.1%	2.07%
26/07/19	3,026	3.5%	2.08%
14/08/19	2,841	-2.8%	1.59%
19/09/19	3,019	3.3%	1.75%
02/10/19	2,888	-1.6%	1.59%

להערכת, את המצב של השנה האחרונה בשוק ההון אפשר לסכם בצמד המילים: "פחד וחמדנות", והטבלה לעיל ממחישה זאת. 7 זיגזגים בשנה אחת ללא כל כיוון. כל מילה נוספת מיותרת.

### השנה הרביעית

כך מגיעים לשנת הבחירות עם נשיא העומד בפני תהליך "הדחה" שצפוי להיות מאוד מכוּעַר. נראה שטראמפ מאבד את יכולת השליטה שלו והוא משתלח בבית הנבחרים ובאנשי מפתח, שהוא עצמו בחר, בצורה שאף אחד לפניו לא עשה. בסקר האחרון קיבל רק 37% תמיכה, שיעור הנמוך ביותר שקיבל נשיא מכהן בתום שנה שלישית. העולם רואה ומבין שטראמפ **ברוּז צולע**.

הצפון קוריאני מלגלג ושולח טיל למים של יפן, והיועץ לביטחון לאומי, שטראמפ פיטר, אומר שלעולם צפון קוריאה לא תוותר על הנשק גרעיני שלה; הסינים צפויים להקשיח את עמדתם בהסכם הסחר, וגם אם יפסידו לא יוותרו עכשיו! האירופאים כולם בזים לו, פוטין מחכך ידיים בהנאה והמקסיקנים לא בונים ולא ממנים לו את החומה. את "אובמה קר" הוא לא הצליח לבטל, תשתיות לא בנה ובהתחממות כדור הארץ הוא אינו מכיר. הוא אכן הפחית את מס החברות, הפחתה שכולם רצו בה.

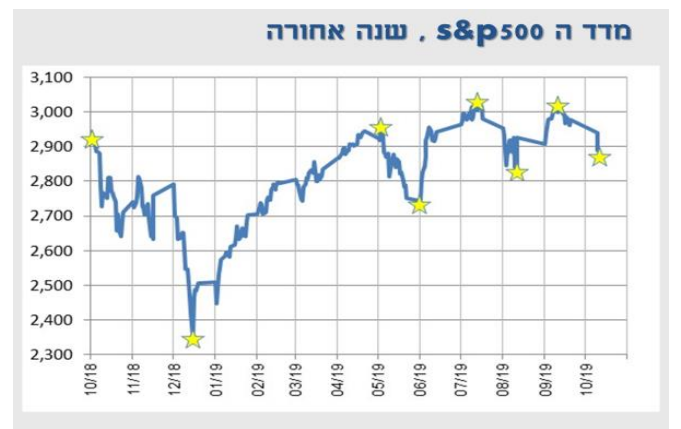
### השנתיים הראשונות

במהלך של כשנתיים, מאז נצחונו של טראמפ בבחירות לנשיאות ועד 01/10/18, עלה מדד ה P&S500 בכ-38%. הייתה אז אופטימיות בשוק ההון על רקע הצמיחה של 2017 – 2018, אשר יוחסה לטראמפ, למרות שבפועל היו אלו תוצאות פועלו של ממשל אובמה.



### השנה השלישית

בשנת 2019 התהפכה ראיית העולם בשוק ההון. במקום צפי להמשך צמיחה, חלחל פחד מהאטה ומיתון. זאת למרות שבפועל המשק האמריקאי נמצא במצב כלכלי מצויין. בנוסף גברה גם אי הוודאות בעניין המכסים על היבוא הסיני, שהביאה, יחד עם מדיניות בינלאומית מוזרה, לעצירה של העליה בשוק המניות. ב 12 החודשים האחרונים הפך מדד ה P&S500 "למטוטלת", שכללה גם נפילה זמנית של 20%.



זכויות יוצרים בידי מודלים כלכליים בע"מ, 2019

## תמונת מצב: טראמפ ושוק ההון האמריקאי

### איראן והנפט

טראמפ אכן פרש מהסכם הגרעין עם איראן והטיל עליה סנקציות שמונעות ממנה לייצא נפט. אבל את הבעיה ששמה איראן לא פתר, ולכולם ברור, שארה"ב בהנהגתו לא תצא למלחמה נגדה. בינתיים הוא מציק לאירן, אבל לא ברור כמה אירן תהיה מוכנה לסבול זאת לאורך זמן.

בשנת 2018 הפיקו האיראנים כ-3.5 מיליון חביות נפט ליום, מהן כ-2 לייצוא וכ-1.5 לצריכה מקומית. בנובמבר 2018 הטילה ארה"ב סנקציות על כל יצוא הנפט האיראני, ובמאי 2019 ירד כבר היצוא ל-1 מיליון חביות ליום. ביולי ירד ל-400 מיליון חביות ליום, והערכות הן שבאוגוסט היצוא נמוך מ-200 אלף חביות ליום.

זהו הפסד עצום לאיראנים של 40 מיליארד \$ לשנה. התוצר האיראני הוא 440 מיליארד \$ (בשער החליפין הרשמי), כלומר הפסד של 10% תוצר. חמור מכך האיראנים היו (לאחר ההסכם) בתהליך של הגדלת היצוא ל-3 מיליון חביות ליום, כלומר הפסד יצוא פוטנציאלי של 65 מיליארד \$ לשנה.

לדעתי, אין סיכוי שהאיראנים ישלימו עם הפסד עצום כזה, כאשר התוצר לנפש שלהם הוא 6,000 \$ (בשער החליפין הרשמי), שיעור האבטלה בין 20% ל-30%, והאינפלציה בין 40% לבין 50%. לכן צפוי שהאיראנים ימשיכו להפריע לזרימת הנפט לאירופה. איך זה יפתר איני יודע, אבל ברור לי שמחיר הנפט צריך לעלות.

מחיר הנפט הנמוך (כ-53 \$ לחבית, הבוקר) גורם אמנם לאיראנים הפסדים עצומים, אבל בעניין הזה יש זהות אינטרסים מלאה בינם לבין 3 המפיקים הגדולים בעולם: ארה"ב, רוסיה, וסעודיה. לכן, להערכתי, מחיר הנפט הנוכחי נמוך מדי, גם אם המצב הפוליטי היה יציב. ארה"ב צריכה מחיר נפט של 60 \$ כדי שיהיה כדאי לאמריקאים להפיק. לאור זאת אני מעריך שכבר בתקופה הקרובה יעלה מחיר הנפט בצורה משמעותית.

### הריבית המוניטרית

נראה שכוחו של טראמפ כנשיא יורד משמעותית, ולכן סביר שיכולתו להשפיע על הפד להמשיך להפחית את הריבית תעלם. כל זמן שכלכלת ארה"ב תהיה עם קצב צמיחה של מעל 2%, עם שיעור אבטלה של מתחת ל-4% ועם קצב אינפלציה של 2%, נראה שצפויה התנגדות גדולה בפד להוריד את הריבית מתחת ל-2%.

### שוק האג"ח האמריקאי

להערכתי, ברגע ששוק ההון יפנים שהפד אינו מתכוון להוריד את הריבית המוניטרית מתחת ל-2% בשנה הקרובה, התשואות על אג"ח ממשלת ארה"ב תעלנה ועקום התשואות יחזור להיות בעל שיפוע חיובי.

אני מעריך שעד סוף השנה שיעור התשואה על אג"ח ל-10 שנים יהיה משמעותית מעל 2% ולא בלתי סביר שינוע לכיוון ה-3% בתוך מספר קטן של חודשים.

### מדדים לכלכלת ארה"ב

ספטמבר 2019*	ספטמבר 2018	
2.1%	2.9%	צמיחה 12 חודשים אחרונים
3.7%	3.8%	שיעור אבטלה
2.4%	2.2%	אינפלציה 12 חודש, ליבה, CPI
3.2%	2.9%	עליית שכר 12 חודשים אחרונים
5.0%	4.9%	גרעון ממשלתי יחסית לתוצר
2,925	2,925	מדד ה S&P500
19.3	19.3	מכפיל רווח
1.10	1.16	דולר לאירו
2.00%	2.00%	ריבית מוניטרית
1.60%	2.94%	תשואת אג"ח ממשלתי 10 שנים

\* אומדן

## 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 לייעוץ 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 וזרות **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

### עדכון ההתפתחות במשבר הנפט החדש – אי הוודאות נמשכת!

#### 19 בספטמבר 2019

בשיא המשבר 15/09/19, יום לאחר התקיפה האיראנית, הגיע מחיר חבית נפט, wti, ל \$62. אבל כאשר הסעודים הודיעו שעד סוף החודש הם יתקנו את כל מה שנפגע, ירד מחיר החבית ל \$58. ומאז הוא ממשיך להיות תנודתי מאוד. חבית wti עומדת עכשיו על \$58.2.

לדעתי הבעיה האיראנית לא נפתרה, אלא רק תחמיר, טראמפ הודיע שלא ייפגש עם חמנאי (מנהיג איראן), והסנקציות על האיראנים יחמירו. לכן האיראנים ימשיכו להפריע לזרימת הנפט למערב, כיוון שהסנקציות מאוד אפקטיביות ופוגעות קשה בכלכלה האיראנית. האיראנים הולכים "על הסף"!! המערב אימפוטנט וארה"ב הודיעה שלא תתערב (יש לה מספיק נפט משל עצמה) ואיראן תנצל זאת!!

באפריל השנה מחיר הנפט, wti, היה \$65, ובאוקטובר 2018 (לפני פחות משנה) היה \$74. אז ברור ש \$58 לחבית נפט זה לא מחיר קיצוני גבוה למצב, אלא, להערכתנו, קיצוני נמוך למצב, ונמוך אפילו לשווי משקל (ראו להלן).

משקל הנפט מהתוצר העולמי עומד היום על 50% בלבד בהשוואה למשבר של 1980, אבל עדיין בטווח הקצר אין תחלופה לנפט והעולם זקוק לאספקה סדירה של נפט. הרזרבה העולמית היא ל 30 ימים בלבד. לכן הפרעות באספקת נפט הצפויות בטווח הקרוב יביאו בסבירות גבוהה לעלייה במחירי הנפט.

#### היצע הנפט לארה"ב

ארה"ב מפיקה כיום מעל 12 מיליון חביות נפט ליום. להערכתנו, מחיר חבית נפט, wti, של שיווי משקל הוא \$60, כיוון שזה מחיר שבו כדאי להפיק בארה"ב את ה-Shale Oil ותפוקת הנפט בארה"ב תוכל לגדול אל מעבר ל 12 מיליון חביות ליום.

ארה"ב צורכת כיום 19 מיליון חביות נפט ליום, ואת היבוא שלה בסך 7 מיליון חביות ליום קונה בעיקר מקנדה, מקסיקו וברזיל. לכן גם עתה היא אינה זקוקה לנפט מהמזרח התיכון. אולם מחיר הנפט בארה"ב מתואם בצורה הדוקה עם מחיר הנפט העולמי (ברנט) וגם אם ישנה אספקה סדירה לארה"ב המחיר מתאים עצמו למחיר העולמי.

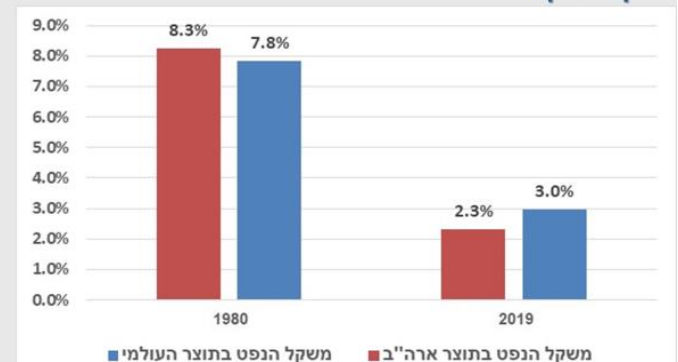
#### מחירי הנפט והאינפלציה

המחיר הגבוה של נפט הצפוי לשנת 2019 יביא כנראה בארה"ב לעלייה באינפלציה. קצב האינפלציה ללא אנרגיה ומזון ("מדד הליבה") בארה"ב, עומד ב-12 החודשים האחרונים (08/18 – 08/19) על 2.4%. מחיר חבית נפט בחודש דצמבר 2018 עמד על \$49, כלומר היום הוא גבוה ב 18% מדצמבר.

במידה והמחיר יישאר ברמתו הנוכחית \$58, אנו מעריכים עוד כ 1% באינפלציה לשנת 2019, כך שהאינפלציה במשך 2019 תעמוד על 2.5% - 3.0%. להערכתנו, זהו קצב אינפלציה גבוה למדי במיוחד במצב של תעסוקה מקסימלית בה מצוי המשק האמריקאי עתה (שיעור אבטלה של 3.7%). לפיכך אנו בדעה שאין להוריד את הריבית המוניטרית מתחת לרמת היום 2.00%, ואנו בדעה שיש להחזירה לרמה של 2.50% כמה שיותר מוקדם.

מבחינה כלכלית טהורה, מצבה של ארה"ב היום שונה לחלוטין מזה שהיה לפני עשור. היום ארה"ב היא המפיקה הגדולה של נפט בעולם, ויבואנית קטנה יחסית כ-36% בלבד. לכן עליית מחירי הנפט לפחות עד לרמה של \$60 לחבית טובה לארה"ב כי היא מעודדת צמיחה, וצפויה להקטין את היבוא כמעט לחלוטין.

משקל הנפט בתוצר – בעולם ובארה"ב נקודות קצה



ד"ר יעקב שיינין, 15 בספטמבר 2019

## החשש ממשבר נפט חדש – אי וודאות נוספת !

### המציאות החדשה

1. עד שבת בבוקר ה 14 בספטמבר 2019 היה נראה שמחירי הנפט בעולם חוזרים לרמה סבירה בשוק העולמי: חבית נפט ברנט ב \$ 60, וחבית נפט אמריקאי wti ב \$ 55.
2. ההפקה העולמית הייתה של כ- 100 מיליון חביות נפט (כולל נוזלים קרובים לנפט), וקצב הגידול בביקוש השנתי עמד על כ 1.5%.
3. מלאי הנפט המסחרי גדל, ועומד עתה על כ- 2,900 מיליון חביות המהווה כ- 30 ימי צריכה.
4. אבל בשבת בבוקר ה 14 בספטמבר, הותקפו שדות הנפט הגדולים של הסעודים, כנראה ע"י האיראנים, באמצעות החות'ים בתימן, ותפוקת הנפט ירדה ב 5 מיליון חביות ליום המהווים 5% מסך הביקושים.
5. במעשה התקפי זה, כנראה שהשתנה לחלוטין המצב בשוק הנפט העולמי. מתברר שלאיראנים יש לא רק את היכולת לשבש את אספקת הנפט אלא גם את התעוזה לעשות זאת בפועל !
6. זהו מימד חדש של אי וודאות כלל עולמי שנכנס עתה לשיקולים והוא כנראה חזק הרבה יותר מ"מלחמת הסחר" שלא הייתה.
7. לכן, המתקפה בשבת אינה אירוע שולי, אלא מציאות חדשה, שהאיראנים מתכתיבים לעולם כולו. נראה שהאיראנים הולכים על "הסף", ועד עכשיו בהצלחה!
8. התלות של אירופה בנפט מהמזרח התיכון גדולה מאוד, וכלל לא ברורה המדיניות של אירופה. האם תהיה רופסת או תקיפה ? אם אירופה תמשיך להיות כפי שהיא, כנראה הגישה הרופסת תשלוט !
9. דווקא ארה"ב נמצאת במצב טוב למדי כאשר היא מפיקה כיום 13 מיליון חביות ליום ובקלות היא קונה משכנותיה, קנדה, מקסיקו, וברזיל, את יתרת ה 6 מיליון חביות להם היא זקוקה לצריכה.
10. קשה מאוד לראות היום את ארה"ב (שנה לפני הבחירות) יוצאת למתקפה על האיראנים להציל את אירופה ! ונראה שבדלנותה של אמריקה תעצים.

### ההשפעה על הכלכלה האמריקאית והעולמית

1. לסעודים ולשאר מדינות OPEC, יחד עם רוסיה, יש עתה את היכולת להגדיל מידיית את התפוקה ב 5 מיליון חביות ליום, כך שטכנית לא צפוי מחסור בנפט.
2. אבל החשש ממתקפות נוספות על סעודיה ועל מדינות המפרץ האחרות, ובמקביל פגיעה בנפט האיראני והעיראקי, עלולים לגרום להפרעה באספקה של 30 מיליון חביות ליום. זה מצב שעלול להזכיר את האמברגו הערבי לאחר מלחמת יום כיפור, ב 1973.
3. עקב החששות, אני מעריך שמחירי הנפט צפויים לעלות בצורה חדה והספקולנטים הרבים "צפויים לחגוג" וללבות את העלויות לתקופה לא קצרה.
4. להערכתי, מחירי הנפט צפויים לטפס במהירות לרמה דומה לזו שלפני שנה: כ- \$ 82 לחבית ברנט, וכ- 74 \$ לחבית wti. מצב שלא הפריע לכלכלה העולמית.
5. לפני 5 שנים, 09/14, היה מחיר חבית ברנט \$ 97 ומחיר חבית wti עמד על \$ 87, כ- 60% מעל המחיר של אתמול, וגם אז הכלכלה העולמית תפקדה סביר.
6. ההשפעה המרכזית על הכלכלה העולמית תהיה רק במרכיב האי הוודאות, ולא במחירים. כיוון שמשקל הנפט בתוצר העולמי היום נפל ב 50% מאז 1974, לכ 2.5% בלבד, ולכן השפעתו האמיתית קטנה למדי.
7. ארה"ב, להערכתי, אינה צפויה להיפגע כלל, כיוון שלא צפוי לה מחסור בנפט, בשום תרחיש. ומנגד עליית מחירי הנפט צפויה דווקא להטיב עם הכלכלה כי היצרנים יגדילו את הפקת הנפט המקומית.
8. מנגד אירופה וסין צפויות להיפגע כלכלית, כיוון שהן יבואניות גדולות של נפט וגז ותלותן בהם גבוהה.
9. בכל מצב, מחירי הנפט הצפויים לעלות משמעותית, יגרמו לעליית האינפלציה בארה"ב ל 2.5%. במצב כזה התשואות של האג"ח הממשלתי בארה"ב צפויות לעלות, כי הן שליליות מאוד במונחים ריאליים.
10. בגוש האירו צפויה האינפלציה להגיע לכ- 2%. זאת כאשר תשואות האג"ח הזויות לחלוטין, כך שעליית מחירי הנפט תאיץ את התפוצצות הבועה שם.



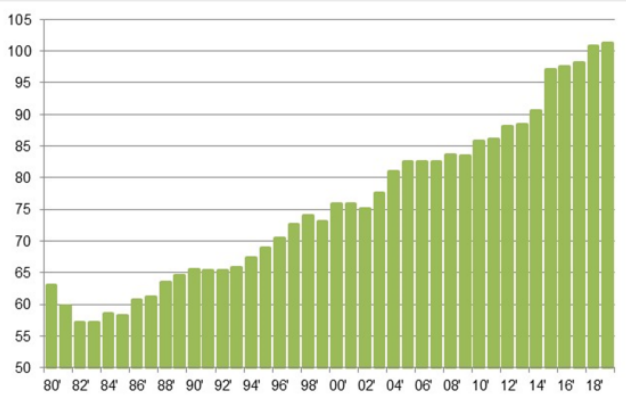
# מודלים כלכליים

ידע נסיון ואמינות. משנת 1986

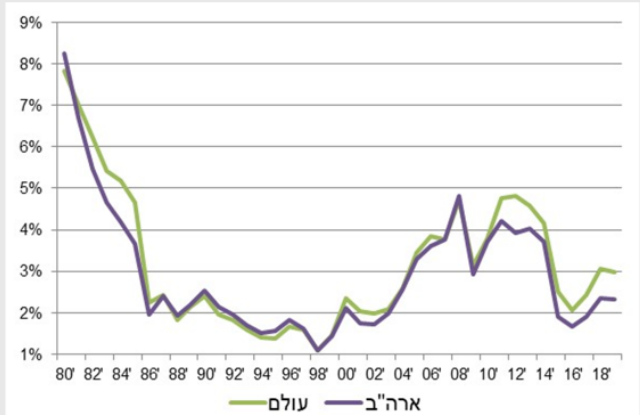
ד"ר יעקב שיינין, 15 בספטמבר 2019

## החשש ממשבר נפט חדש – אי וודאות נוספת!

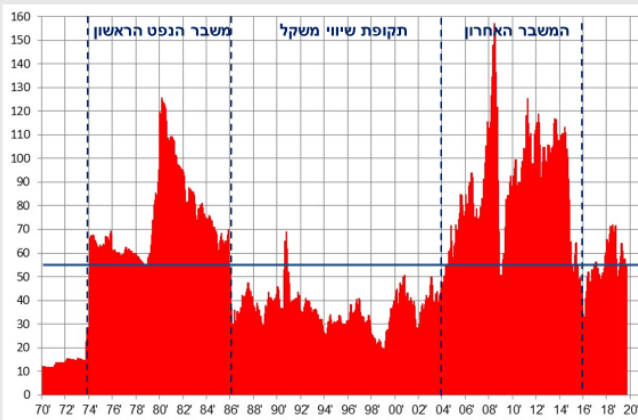
תפוקת הנפט העולמית (מיליוני חביות ביום)



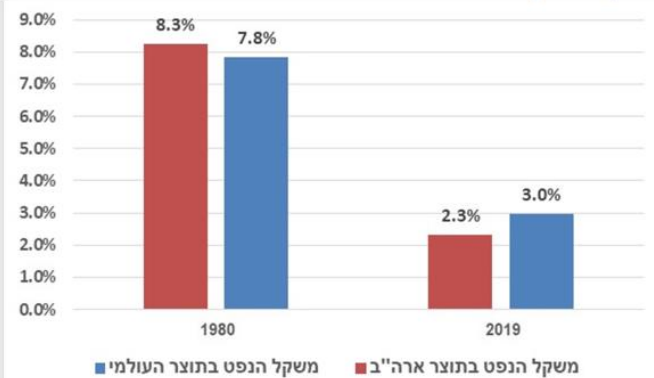
משקל הנפט בתוצר – בעולם ובארה"ב



מחירי חבית נפט WTI (דולרים של 2018)



משקל הנפט בתוצר – בעולם ובארה"ב נקודות קצה

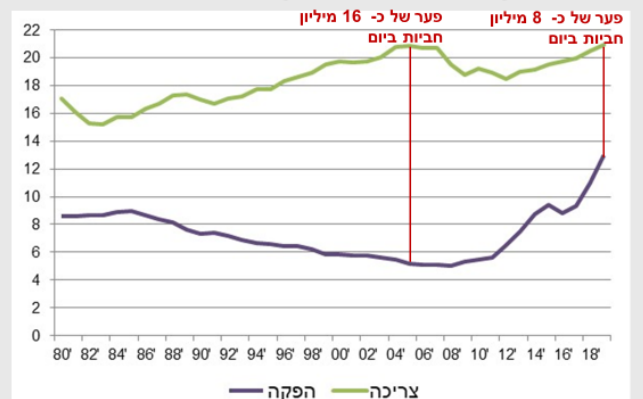


### הבהרה ואזהרה!

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 במימונות 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 וזרות וב**מטבע חוץ** לסוגיהם, הן בשוק מקומי והן בשוקי 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

צריכה והפקה מקומית של נפט ונוזלים קרובים בארה"ב (מיליוני חביות ביום)



ד"ר יעקב שיינין, 16 בספטמבר 2019

## להערכתנו, בתוך 12 חודשים, יחזור קצב האינפלציה בישראל ל 2%

הטבלה לעיל מדגישה את שלושת הסעיפים שגרמו ב 12 השנים האחרונות לעליות המדד, ולא נראה לנו שיחול שינוי משמעותי בהתנהגותם בשנתיים הקרובות.

אפשר לראות את ההשפעה של התיסוף על מדדי הריהוט וציוד למשק הבית והלבשה והנעלה, בהם ירד המחיר בכ- 20% במהלך 12 השנים האחרונות. התיסוף החד עזר מאוד גם לתחום התחבורה, שעלה בקצב שנתי ממוצע של 0.16%.

אבל כאמור אנו מעריכים שתקופה זו חלפה, ועכשיו השקל לא ימשיך להתחזק. כלומר, אנו מעריכים שאנו בתחילת שינוי מגמה שקשה מאוד להבחין בו עדיין.

לאור זאת אנו מעריכים שמחירי המזון ימשיכו לעלות בקצב של 1.6%, ונוכח המחסור בדיוור יעלה מדד הדיוור בקצב שנתי של 2.4%. עקב העלייה הצפויה, להערכתנו, במחירי הנפט, מחירי התחבורה צפויים לעלות ב 2019 ב 1.2% ובשנת 2020 ב 3.4%.

הטבלה להלן מציגה את הצפי שלנו לסעיפים המרכזים במדד המחירים לצרכן לשנים 2019 – 2020.

### תחזית מדד המחירים לצרכן לשנים 2019 - 2020

2020	2019	2018	משקל	
2.0%	1.4%	0.8%	100.0%	מדד מחירים לצרכן
1.6%	1.7%	1.3%	14.3%	מחירי המזון
2.4%	2.4%	1.9%	24.1%	דיוור
1.6%	2.1%	0.8%	9.1%	אחזקת דירה
3.4%	1.2%	0.1%	18.2%	תחבורה
1.4%	0.5%	-0.1%	5.7%	בריאות
1.4%	-2.7%	-4.1%	2.0%	תקשורת

ככלכלנים, אנו מקווים שתופעל מדיניות כלכלית אגרסיבית שתעודד השקעות בענפי המשק ותתחיל במקביל להשלים את המחסור העצום בתשתיות לאומיות - רכבות, רכבות תחתית, כבישים, מפעלי התפלת מים, ביוב, שדה תעופה בינלאומי, ועוד. עם זה יתבצע נראה שהשקל ייחלש סוף סוף לכיוון של 4 שקלים לדולר, ואז רווחיות היצור תגדל ועימה ההשקעות בענפי משק.

מדד המחירים לצרכן בישראל עלה באוגוסט ב 0.2% ובספטמבר צפוי לעלות ב 0.0%. במהלך 2019 הצפי שלנו הוא לאינפלציה של 1.4%, ובמהלך 12 החודשים הבאים האינפלציה הצפויה היא 2%.

מדד המחירים עלה מתחילת השנה ב 0.8% בלבד. אולם במהלך תקופה זו תוסף השקל ב- 6% בקירוב ביחס לדולר וב- 10% בקירוב ביחס לאירו. זו הסיבה המרכזית להערכתנו, לעליית המחירים המתונה: התיסוף דיכא את עליות המחירים בכ- 1%. ללא התיסוף המדד היה עולה בקרוב ל-2%.

למרות שעל פי נתוני מאזן השלומים לישראל יש עודף של 7 מיליארדי \$ בחשבון השוטף במחצית הראשונה של 2019, אנו מניחים שתיסוף השקל הסתיים. זאת כיוון שבנק ישראל מתחיל להפנים, "שהמחיר" שמשלם המשק בהעדר השקעות מספיקות בענפי המשק ובתשתיות הלאומיות גדול מאוד לטווח הארוך. להערכתנו יש מחסור חמור של כ- 5% תוצר בהשקעות. מחסור זה יוצר עודף גדול במאזן התשלומים ותיסוף, כך שהצריכה זולה והייצור יקר.

במהלך 12 השנים (אוגוסט 2007 – אוגוסט 2019) היה תיסוף מצטבר של 17% בשקל יחסית לדולר ושל 32% בשקל יחסית לאירו. במונחים של סל המטבעות התיסוף של השקל היה 33%. לכן התוצאות במונחי מדד המחירים לצרכן היו עלייה שנתית ממוצעת של 1.42% בלבד.

### השינוי המצטבר במדד המחירים לצרכן במהלך 12 שנים האחרונות (08/19 – 08/07)

תרומה לעלייה המצטברת	סך העלייה מצטברת	עלייה שנתית ממוצעת	
18.5%	18.5%	1.42%	מדד המחירים לצרכן
12.5%	51.9%	3.55%	מדד הדיוור
2.3%	25.6%	1.92%	אחזקת דירה
3.7%	26.2%	2.00%	מחירי המזון
-0.8%	-22.5%	-2.11%	ריהוט וציוד לבית
-0.5%	-17.5%	-1.59%	הלבשה והנעלה
-0.5%	-25.1%	-2.38%	תקשורת
0.3%	1.9%	0.16%	תחבורה

ד"ר יעקב שיינין, 16 בספטמבר 2019

## להערכתנו, בתוך 12 חודשים, יחזור קצב האינפלציה בישראל ל 2%

### 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 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 וזרות **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

## התעסוקה המקסימלית הנוכחית בארה"ב אינה תומכת בחשש למיתון

### אוכלוסייה, כוח העבודה ומועסקים

במיליוני אנשים	אוגוסט 2019
Total Population	329,800
Civilian noninstitutional population, 16+	259,432
Civilian labor force, 16+.	163,922
Participation rate, 16+.	63.2%
Employed, 16+.	157,878
Unemployment rate, 16+	3.7%
Population 16- (relative to total)	19.7%
Population 65+ (relative to total)	16.4%

מצב התעסוקה הנוכחי, אוגוסט 2019, מוגדר כתעסוקה מלאה או אפילו כ- "Maximum Eemployment" כדברי ג'נט ילן. שיעור אבטלה כה נמוך לא היה במשק האמריקאי מזה 50 שנה, והוא צריך להוות "נורת אזהרה" מפני עליות שכר, ובעיקבותיהן - עליית האינפלציה.

שיעור האבטלה, 3.7%, כולל נוער מגיל 16. כאשר מדברים על עובדים בוגרים עם ניסיון כלשהו בעבודה, שהם כוח העבודה האמתי, מתכוונים לעובדים בני 25+.

שיעור האבטלה מגיל 25+ היה באוגוסט 2019 רק 2.9%. יותר מכך, שיעור האבטלה מגיל 25+, בעלי תואר ראשון ומעלה, היה 2.1% בלבד.

כיוון "שצוואר הבקבוק" הם עובדים מיומנים בני 25+, אותם כמעט שלא ניתן להשיג, המשק האמריקאי יתקשה להגדיל את מספר העובדים מעבר לגידול הטבעי.

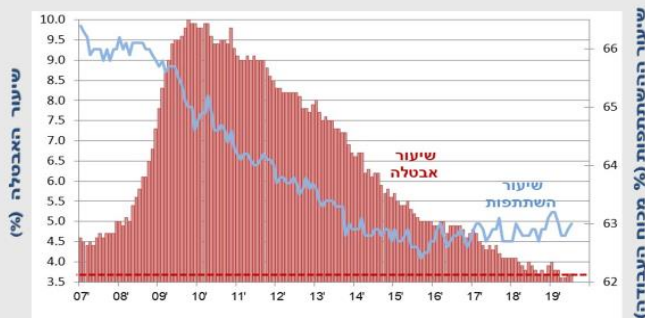
שיעור הגידול הטבעי השנתי הנוכחי בכוח האדם הוא 0.7% בלבד, כלומר תוספת שנתית של 1.15 מיליון איש, או 96 אלף איש במוצע לחודש. עם זאת, בחודש אוגוסט נוספו עוד 130 אלף עובדים חדשים. מצב שלא יוכל להמשך עוד זמן רב, אלא אם יוכל שינוי התנהגותי.

### נשים בכוח העבודה

שיעור ההשתתפות של נשים בגילאי 25 - 54 ( שנחשב ל Prime Age לעבודה), עלה משפל של 73% בתחילת המשבר של 2009, ל 76.3% באוגוסט השנה, גבוה יותר מאשר השיא בערב המשבר, בשנת 2007 !!

### שיעור האבטלה ושיעור ההשתתפות בארה"ב

אוגוסט 2019: שיעור האבטלה - 3.7%. שיעור השתתפות יציב !



זה סימן חשוב מאוד לכך שארה"ב לא הולכת למיתון אלא הפוך: מחפשת עובדים (עובדות) בכל דרך אפשרית !

שיעור השתתפות של גברים בגילאים 25 - 54 הוא 89% כלומר, יש עדיין הבדל ניכר בין גברים לנשים, ועובדים נוספים (מעבר לגידול הטבעי) יכולים לבוא מהמשך גידול בהשתתפות נשים בכוח עבודה.

השכר שעלה ב 12 החודשים האחרונים ב-3.2% (כאשר האינפלציה הייתה 1.9% בלבד) מצביע על ביקושי יתר לעובדים. עליות השכר בשנים האחרונות הינה משמעותית, ולהערכתנו היא תוצאה ישירה של הביקוש העודף לעובדים.

כלכלית סביר להניח, שעליה בשכר תביא יותר נשים לכוח העבודה ותאפשר גידול בכוח העבודה לקצב של 1% בשנה. אבל תחזיות הגורם הממשלתי הרשמי "BLS" היא שכוח העבודה יגדל רק ב 0.7% לשנה. אם כך יהיה, ביקושי היתר לעובדים צפויים להימשך ואף להתחזק בשנים הקרובות. המשמעות תהיה עליות שכר ריאליות גבוהות, מעבר לפריון, ועלייה באינפלציה.

עלייה באינפלציה תביא בהכרח את הפד לעלות את הריבית מעל הריבית המוניטרית הנטרלית של 3.0% (ע"פ ג'נט ילן). בשנת 2000, כשיו"ר הפד, אלן גרינשפן, היה צריך להתמודד עם שיעור אבטלה נמוך של 3.8%, הוא העלאה את הריבית המוניטרית ל- 6.5%, ועקום התשואות התהפך - התשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים עמדה על 5%.

## התעסוקה המקסימלית הנוכחית בארה"ב אינה תומכת בחשש למיתון

### 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 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 וזרות **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

עכשיו, תמונת המצב היא ששיעור האבטלה הוא 3.7% והמשק האמריקאי נמצא בתעסוקה מקסימלית ועם אינפלציה של מעל 2% (מדד הליבה 2.2%). בינתיים הריבית מוניטרית היא רק 2.25%, ולא 6.5%, ומזר שתשואת האג"ח ל 10 שנים עומדת עתה רק על 1.65% ולא על למעלה מ-3.5%.

### המסקנה המתבקשת

על פי שוק העבודה בחודש אוגוסט 2019, החששות שהמשק האמריקאי הולך להאטה חריפה, ואף למיתון כבר בשנת 2019, אינם נתמכים בנתונים. גם נתונים אחרים, כמו הצמיחה במחצית הראשונה של 2019 וקצב אינפלציה (מדד ליבה) מראים בברור על המשך צמיחה בקצב סביר ולא על מגמת האטה וכניסה למיתון. את זה אומר גם יו"ר הפד.

לדעתנו, בהקשר של ריבית מוניטרית ותשואה על אג"ח של ממשלת ארה"ב, המצב הנוכחי הזוי. שיקולים פוליטיים של הנשיא טראמפ לוחצים על יו"ר הפד להפחית את הריבית. הנשיא מקלל ומשתלח ביו"ר הפד וקורא לו "Enemy", וכל זאת לעיניהם של כל עשרות המיליונים שעוקבים אחריו ב-Twitter.

האם יכנע ג'רום פאוול לגחמות של נשיא ארה"ב? חלקית הוא כבר נכנע! נראה שיסכים להוריד עוד פעם אחת את הריבית, ואז יעצר. לדעתנו, 400 הכלכלנים המקצועיים בעלי תואר ד"ר בכלכלה, העובדים בפד, לא יסכימו להיות "שכירים פוליטיים" של הנשיא.

## תוצר וצמיחה במשק האמריקאי 2020 - 2029

### גידול במלאי ההון

ההון האפקטיבי בארה"ב בין השנים 2000 – 2008 גדל בקצב שנתי ממוצע של 3.7%, וזאת כאשר כוח העבודה גדל בקצב שנתי של 1%. זהו גידול רצוף ומתמשך בעתירות ההון (יחס הון לעובד) ביצור והוא זה שיוצר את הפריזון. אפילו אם בכוח העבודה יגדל רק ב 0.7% לשנה וההון יגדל רק ב 3%, עתירות ההון (הון לעובד) תגדל בכ- 2.3% לשנה. המעבר המתמיד למיכון ורובוטיקה (ראו חקלאות תעשייה, ועכשיו מסחר) - זה העתיד של המשק האמריקאי.

אולם אם כוח האדם יגדל ב 1% לשנה, ומלאי ההון ימשיך לגדול ב 3.7% לשנה, כפי שהיה לפני המשבר, עתירות ההון תמשיך לגדול בקצב של 2.7% לשנה אין לשלול את הפשרות שהפריזון יעלה גם ל 1% בשנה.

הטבלה להלן מציגה 4 אלטרנטיבות, כאשר ההסתברות הסובייקטיבית שאנו נותנים לכל אלטרנטיבה היא 25%:

### 4 אלטרנטיבות לצמיחה שנתית (צד ההיצע)

ד	ג	ב	א	
2.6%	3.0%	3.7%	3.7%	גידול שנתי בהון
0.7%	0.7%	1.0%	1.0%	גידול שנתי בעובדים
0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	פריזון כולל
1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	פריזון עבודה
1.9%	2.0%	2.4%	2.5%	גידול שנתי בתוצר

### הצמיחה בעשור הקרוב 2020 2029

בהתאם לטבלה לעיל הצמיחה צפויה לנוע בין 2.5% לשנה לבין 1.9% לשנה, תלוי בכוח העבודה ובהשקעות. תוחלת הצמיחה לעשור הקרובה, לערכותנו היא 2.2%. צמיחה נמוכה מבעבר, אבל הצמיחה לנפש תהיה 1.5% - קצב צמיחה סביר ביותר לכלכלה האמריקאית (במונחים ישראלים, כדי להגיע לצמיחה לנפש כזו, הצמיחה צריכה להיות כ- 3.5%).

כיוון שמצב זה מאופיין בתעסוקה מקסימלית, שכבר מרחשת במשק האמריקאי, ולאור החמרת חוקי ההגירה, במיוחד ממקסיקו ואמריקה הלטינית, צפוי עודף ביקוש גדול לעובדים. אנו מעריכים שהשכר הנומינלי יעלה ביותר מ 3% לשנה, עלייה של כ- 1% במונחים ריאליים, ויותר מהפריזון הכולל. במצב זה יהיה לחץ קבוע לעליית מחירים, מעל לקצב הרצוי של 2%. התקווה היא שהפריזון הכולל יהיה מעל 0.6% לשנה, עקב הגעת מהפכת האינטרנט לבשלות, ושריבית מוניטרית ניטרלית של 3% תספיק לשמור על קצב האינפלציה הרצוי.

להערכתי אפשר לאפיין את צד ההיצע של התוצר האמריקאי (אפשרויות היצור) במאה ה- 21 באמצעות משוואת קוב-דגלאס פשוטה ביותר.

$$\Delta \text{GDP} = \Delta K^{0.3} * \Delta L^{0.7} * (1 + \delta)$$

- $\Delta$  - שיעור שינוי שנתי.
- 0.3 - מקדם ההון.
- 0.7 - מקדם העובדים.
- $\delta$  - הפריזון הכולל השנתי ב %.

תעסוקה מלאה היא כאשר 95% מכוח העבודה מועסק, כלומר שיעור האבטלה של 5% נחשב היום כשיעור אבטלה טבעי!

הצמיחה הממוצעת בשנים 2000 – 2007, (כולל השנים הקשות 2001 – 2002) עמדה על 2.7% לשנה, עם גידול ממוצע של 1% בכוח העבודה, שיעור אבטלה ממוצע של 5%, ועם פריזון כולל ממוצע (2001 – 2007) של 1.1%.

### תוספת עובדים

הגידול הטבעי של כוח העבודה צפוי להיות בשנים הקרובות **0.7%**. זאת כיוון שההנחה הבסיסית של ה "BLS" ואחרים, ששיעור ההשתתפות בכוח העבודה יישאר בעשור הקרוב ברמה הממוצעת של **63%** - רמה בה הוא מצוי משנת 2010 עד עתה.

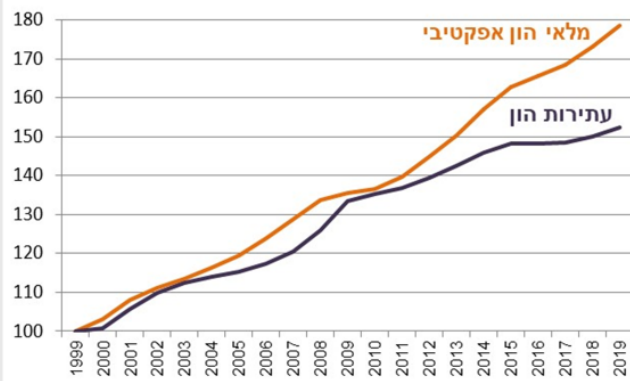
אבל בין השנים 2000 ל 2008 שיעור ההשתתפות הממוצע עמד על 66%. המשבר של 2008 הוא זה שהביא לנפילה דרמטית של 3 נקודות האחוז. הנפילה קרתה כיוון ששיעור האבטלה עלה ל 10%, וגם כאשר הביקוש לעובדים חזר, אותם מפוטרי המשבר, שהיו אז בגילאי 40 – 55, לא מוצאים עתה, 10 שנים לאחר המשבר, כשהם בני 55 – 65, מקום עבודה, והם יצאו מכוח העבודה (לא מחפשים אקטיבית עבודה).

אך במהלך העשור הקרוב אנו בדעה שתהיה חזרה לשיעור השתתפות של 66%, כמו לפני המשבר. יותר מכך, כיוון ששנים מגדילות משמעותית את שיעור ההשתתפות שלהן בכוח העבודה, אנו מעריכים ששיעור ההשתתפות הממוצע יעלה בהדרגה ל 68%, כך שקצב הגידול בכוח העבודה בעשור הקרוב, יעמוד על כ- 1%.

## תוצר וצמיחה במשק האמריקאי 2020 - 2029

מלאי הון אפקטיבי ועתירות הון בארה"ב  
מדד 1999 = 100

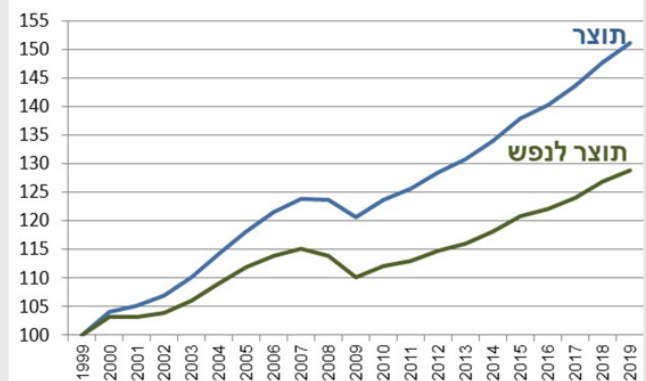
גידול שנתי ממוצע של 2.9% במלאי הון, ו- 2.1% בעתירות הון



תוצר ותוצר לנפש בארה"ב

מדד 1999 = 100

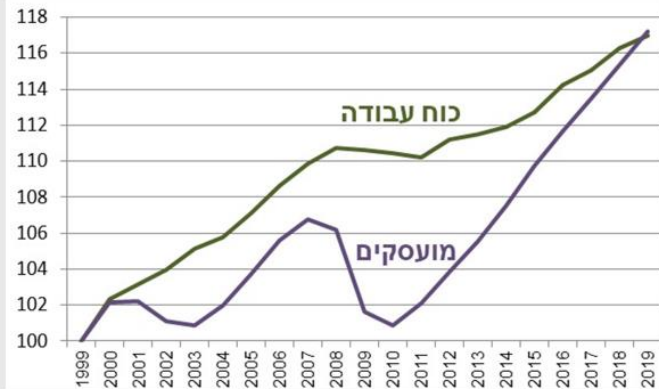
גידול שנתי ממוצע של 2.1% בתוצר, ו- 1.3% בתוצר לנפש



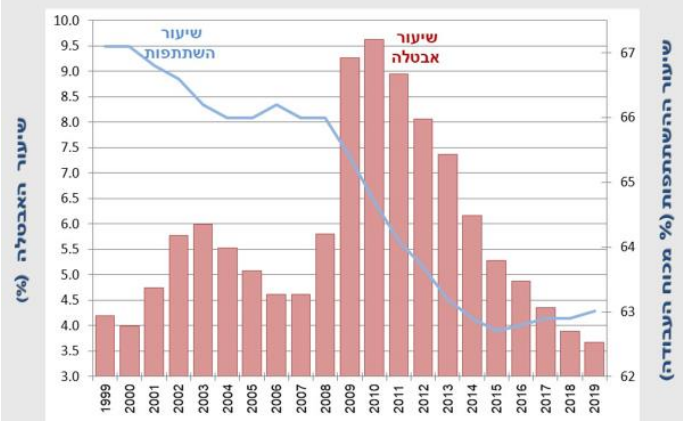
כוח עבודה ומועסקים בארה"ב

מדד 1999 = 100

גידול שנתי ממוצע של 0.8% בכוח העבודה ובמועסקים



שיעור האבטלה ושיעור ההשתתפות בארה"ב



### 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 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 וזרות ובמטבע חוץ לסוגיהם, הן בשוק מקומי והן בשוקי 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

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 המוניטרית (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 לדרכו 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 לגרור 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 המוניטרית, 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 המוניטרית 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.
- ✓ טראפ 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. שנחאי 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%, ובשוויץ 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?

הגיוי 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 מהייצוא 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 לרובוטקה

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 ורובוטקה). 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.<sup>[15]</sup>

However, [The Economist](#) criticizes secular stagnation as "a baggy concept, arguably too capacious for its own good".<sup>[2]</sup> 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.<sup>[4]</sup>

[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

## ארה"ב: הערכות הפד והנתונים, עומדים בסתירה לתשואות האג"ח

### מדיניות הפד

כצפוי, הפד לא הוריד את הריבית ב-19/06/19, כיוון שאין נתונים שמצביעים על האטה. ההחלטה הבאה, ב-31 ביולי 2019, תהיה תלויה לפי יו"ר הפד, במצבור הנתונים, שאמורים להתקבל עד ה-17 ביולי, לגבי המחצית הראשונה של 2019. אלה כוללים את: הצמיחה, הצריכה פרטית, ההשקעות, התעסוקה, שיעור האבטלה, האינפלציה וגם את גורל הסכם סחר עם סין.

אם הנתונים יצביעו על האטה וחשש מכניסה למיתון (כפי ששוק ההון מעריך עתה), הפד יוריד את הריבית המוניטרית ל-2.25%. אך אם הנתונים יצביעו על המשך צמיחה סבירה, עם תעסוקה מקסימלית וקצב אינפלציה של 2%, הרי שעל פי התבטאות יו"ר הפד, הריבית לא תרד ב-31/07/19.

תחזית מחצית מ-19 משתתפי הדיונים בוועדה המוניטרית היא שלא תהיה הורדת ריבית ב-2019 ובשנת 2020 אולי תהייה עד שתי הורדות. כלומר גם הדעה הפסימית בפד היא שהריבית המוניטרית תהיה מעל 2% בשנים 2019 – 2021, וצפויה לחזור אל מעל 2.5% משנת 2022 ואילך.

ברור שהערכות אלו של הפד אינן מתיישבות כלל עם תשואה של 2% על אג"ח ממשלתי ל-10 שנים. כלכלית, גם בתוואי ריבית של 2%, התשואה על אג"ח ל-10 שנים צריכה להיות מעל 3%. הפעם האחרונה שהתשואה הייתה 2%, היה באוקטובר 2016, כשהריבית המוניטרית הייתה 1%! נכון לעכשיו נראה, שהריבית לא תחזור לשם. לכן התשואה היום על אג"ח ממשלתי ל-10 שנים היא הזויה ומייצגת בסה"כ "בלבול ופחד" בשווקים, ואולי גם פעילות של ספקולנטים.

### ניתוח מגמות הצמיחה בשנת 2019

ניתוח הנתונים של כלכלת ארה"ב עד עכשיו אינו מראה, ו"אפילו לא ברמז", על האטה משמעותית בצמיחה. על פי כל התחזיות המקובלות (הפד, בנק עולמי, קרן המטבע, ארגון ה-OECD, האקונומיסט ועוד) נראה, שהצמיחה ב-2019 תנוע בין **2.1% לבין 2.4%**. טווח שמקובל גם כפוטנציאל הצמיחה לשנים הקרובות. זהו קצב צמיחה טוב, כיוון שהאוכלוסייה גדלה בקצב שנתי של **0.7%** בלבד. לכן המשמעות היא קצב צמיחה לנפש של **1.4% - 1.7%**.

תחזית הצמיחה המעודכנת של הפד לגידול בתוצר בין הרבע האחרון של 2018 לבין הרבע האחרון של 2019 עומדת עתה על 2.1%. במונחים שנתיים זהו גידול של כ-2.5% (2019 לעומת 2018).

ב-17 ליולי יתפרסמו הנתונים על הצמיחה ברבע השני של 2019. לאחר צמיחה חריגה של 3.1% במונחים שנתיים ברבע הראשון, ברור ששיעור הגידול ברבע השני יהיה משמעותית נמוך יותר. התחזיות כיום הן סביב ה-1.5%.

אם הצמיחה ברבע השני אכן תהיה 1.5%, הרי שקצב הצמיחה במחצית הראשונה של 2019 יהיה כ-**2.5%** - מעל כל התחזיות לשנת 2019!!

אבל אפילו אם הצמיחה ברבע השני תהיה 0%, קצב הצמיחה במחצית הראשונה של 2019 יהיה כ-**2.1%**.

אם קצב הצמיחה ימשיך בשיעור שנתי של 1.5% גם ברבע השלישי וגם ברבע הרביעי, הצמיחה בשנת 2019 תהיה **2.4%**. זו להערכתנו, הצמיחה הצפויה בשנת 2019.

### הסינים והאיראנים

העלאת המכס ל-25% על סחורות סיניות ב-200 מיליארד \$ לא צפויה להשפיע משמעותית על ארה"ב. עם זאת, טראמפ רוצה להגיע "לדיל" עם הסינים על הסחר, כדי להופיע "כעושה הדיילים". טראמפ מבין היטב שהוא נכנס לשנת בחירות וחייב כלכלה צומחת. אחרת גם עליו יגיד המנצח הדמוקרטי: **"It is the Economy Stupid"**

עכשיו נראה "שביטול" ("דחייה") התקיפה על מטרות באיראן ע"י טראמפ היה כנראה **תרגיל מבריק**, הממצב את טראמפ כמנהיג חזק אבל כזה שלא שש אלי קרב, אלא מחפש "דיל" גם עם האירנים, ובינתיים מעדיף להעצים את הסנקציות ולא להרוג 150 בני אדם "בעבור מטוס ללא טייס". מדהים אך הצליח להשתמש **בניו יורק טיימס** "כשופר", שמסביר עד כמה הומני הנשיא, שנמנע מלהרוג בלי לוותר לאיראנים. האירנים כמובן רוצים להחליש את הסנקציות ומעדיפים השמדת כמה סוללות טילים ולא סנקציות!

### תחזית מודלים לכלכלת ארה"ב

2020	2019	2018	
2.2%	2.4%	2.9%	צמיחה
3.7%	3.6%	3.9%	שיעור אבטלה
2.0%	2.2%	1.9%	אינפלציה*
2.5%	2.5%	2.5%	ריבית מוניטרית*
3.25%	3.0%	2.7%	תשואת אג"ח**
3.4%	3.2%	3.0%	עליית שכר
60	60	48	מחיר חבית נפט, WTI, \$*

\* סוף שנה, \*\* ממשלת ארה"ב ל-10 שנים, סוף שנה



## ארה"ב: הערכות הפד והנתונים, עומדים בסתירה לתשואות האג"ח

אם תצליח ארה"ב לעשות את זה, הערכה שלנו שהתוצר יוכל לגדול בשנים הקרובות בקצב שנתי של 2.1% - 2.4%, שהוא קצב צמיחה לנפש גבוה יחסית, 1.4% - 1.7%.

### הפקת נפט

בתחילת המאה ה-21 (שנת 2000) הייתה ארה"ב תלויה ביבוא נפט מהעולם בשיעור של 60% מצריכת הנפט שלה. בשנת 2019 ארה"ב הופכת להיות בלתי תלויה באספקת נפט. היא מפיקה היום 12 מיליון חביות נפט ליום, זאת לעומת 5.5 מיליון בלבד בשנת 2000. סך הצריכה שלה עומד על כ-13.5 מיליון חביות ליום.

המשמעות היא גידול משנת 2000 של 116% בהפקת נפט בארה"ב ו-75% בהפקת גז טבעי. יותר כך, השימוש באנרגיה יורד בהתמדה. משנת 2000 עד היום ישנה ירידה של 30% בשימוש באנרגיה (BTU) לכל דולר של תוצר במחירים קבועים.

ארה"ב הופכת להיות בלתי תלויה באנרגיה, וזה שינוי בעל משמעות אסטרטגית עצומה. בעיית האנרגיה היא בעיה של אירופה ויפן! יותר מכך, כיוון שארה"ב היא מפיקת הנפט הגדולה בעולם (יותר מסעודיה), מחירי נפט גבוהים הם כבר לא נטל על כלכלתה (הצרכן משלם יותר אבל התוצר של המשק האמריקאי גדל).

### 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 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 וזרות 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

### האינפלציה, מחירי הנפט והשכר

בינתיים מחירי הנפט ממשיכים לעלות, ומחיר הבנזין לצרכן בארה"ב גבוה היום ב-18% מהמחיר הממוצע בדצמבר 2018. אם המחיר הנוכחי יישאר עד לסוף השנה, זה יוסיף לאינפלציה בשנת 2019 עוד 0.7%. הערכה שלנו שמחירי הנפט והבנזין יתייצבו ברמה הנוכחית.

לזה יש הוסיף את לחצי הביקוש הנובעים משיעור אבטלה של 3.6%. במצב זה השכר צפוי לעלות ביותר מ-3%.

לאור זאת אנו מעריכים שהאינפלציה בשנת 2019 תסתכם בכ-2.2% ומעלה!! מעל ליעד של הפד!

### תעסוקה ופרייוו

המשק האמריקאי מצוי היום בתעסוקה מקסימלית, כאשר שיעור האבטלה עומד על 3.6%. החשוב הוא, ששיעור האבטלה של עובדים בוגרים מגיל 25 ומעלה הוא רק 2.9%, ושיעור האבטלה בקרב עובדים מגיל 25 ומעלה, בעלי תואר ראשון לפחות, הוא 2.1% בלבד! כלומר, ברור שהאפשרויות להרחיב עתה את מעגל המועסקים המיומנים והמשכילים מאוד מוגבלות.

### התנודתיות החודשית של המועסקים

ישנה תנודתיות חודשית רבה גם בנתונים מנוכה עונתיות. חישוב הממוצע החודשי על בסיס ינואר - מאי 2019 עומד על **164** אלף מועסקים נוספים לחודש, זאת בהשוואה לממוצע של **223** אלף מועסקים נוספים לחודש בשנת 2018. זהו פער של 25% בגידול במועסקים, שבמידה וימשיך הוא צפוי להוריד את הגידול במועסקים השנה אל פחות מ-1.25%, בהשוואה לגידול של 1.67% שהיה בשנת 2018.

במצב זה של גידול בקצב של 1% בלבד במועסקים השנה, התוצר בשנת 2019 יגדל בקצב נמוך יותר מאשר בשנת 2018, אז עמד הגידול במועסקים על 1.7%.

הצפי הוא שהגדול השנתי במועסקים ובאוקלוסייה יהיה 0.7% בלבד. לפיכך, הדרך היחידה שנותרת בארה"ב לצמוח יותר מ-2%, היא לעבור לעתירות הון גבוהה יותר בייצור (מחשבים, רובוטיקה, בינה מלכותית וכו'), וזה אכן התהליך שארה"ב עוברת בתעשייה שלה משנת 2009. אנו מצפים שמגמה זו תואץ בשנים הקרובות.

## המשמעויות של נתוני התעסוקה הנמוכים בארה"ב לחודש מאי "נופחו" סתם

המצב היום הוא ששיעור האבטלה בקרב עובדים מגיל 25 ומעלה הוא רק 2.9% ושיעור האבטלה בקרב עובדים מגיל 25 ומעלה, בעלי תואר ראשון לפחות, הוא 2.1% בלבד! כלומר, ברור שהאפשרויות להרחיב עתה את מעגל המועסקים המיומנים והמשכילים מאוד מוגבלות.

מצב זה אידיאלי לעובדים. הוא מאופיין בתעסוקה מלאה ושכר עולה. ואכן, השכר לשעה עלה ב 12 החודשים האחרונים ב-3.1%. מבחינת הייצור, ניתן לעבור לייצור על בסיס מלאי הון גבוה יותר - רובוטיקה, מחשבים, וטכנולוגיות יצור אחרות עתירות הון, כתחליף לתוספת עובדים. לגבי ההון, אין באמת מגבלה של כמות, אלא שאלה של כדאיות כלכלית.

### הגידול בהון הוא שהביא את רוב הגידול בתוצר

מרשים להשוות את כלכלת ארה"ב בין שנת 2007 (לפני המשבר, במצב של תעסוקה מלאה) לשנת 2018, 11 שנים מאוחר יותר. במהלך תקופה זו גדל התוצר ב-19%, מלאי ההון גדל ב 36% ואילו התעסוקה גדלה ב 8% בלבד. הגידול המרשים שהביא את רוב הגידול בתוצר הוא הגידול במלאי ההון! ולא הגידול המתון במועסקים, שהיה בקצב שנתי ממוצע של 0.7% בלבד.

לכן, אם מלאי ההון ימשיך לגדול בשנת 2019 בקצב של 3.5% (ההחלטה של ההשקעה במלאי ההון השנה התקבלה בשנים 2017 - 2018) ואם הפריזם יהיה לפחות 0.45%, גם אם התעסוקה תגדל רק ב 1.25% בשנת 2019, ולא ב-1.67% כפי שגדלה בשנת 2018, אזי התוצר\* צפוי לגדול בכ-2.4%. ואם התעסוקה תגדל רק ב 1.0%, התוצר\* יגדל בכ 2.1%, כמו בתחזית הפד האחרונה.

כלומר מדובר על גידול בתוצר של בין 2.4% לבין 2.1% לשנת 2019. וסבירות נמוכה ביותר למיתון במחצית השנייה של 2019

נראה שגם הפירמות יחששו להגדיל את המועסקים, כי הן בתעסוקת שיא וכולם מנבאים האטה ומיתון. לכן נראה סביר שהגידול בעובדים בשנת 2019 יהיה אפילו נמוך מ 1.25%.

\* אומדן התוצר: לפי משוואת קוב דוגלס עם מקדם עבודה של 0.7, מקדם הון של 0.3, ופריזם כולל של 0.45% לשנה.

בחודש מאי נוספו רק 75 אלף עובדים, וזה אכן מעט יחסית. אבל המשמעויות שהוסקו מכך הן חסרות בסיס כלכלי וסטטיסטי, מייצגות פחדים, דעות בחלקן פוליטיות, לא נתונים כלכליים, ולא ניתוח כלכלי עקבי.

- א. התנודתיות החודשית הקיימת בעובדים, אינה מאפשרת ניתוח כלכלי / סטטיסטי ע"פ חודש אחד בלבד
- ב. נתוני תעסוקה מהווים מרכיב אחד בלבד בתוצר, ואפילו לא הגדול, ולכן השפעתם על התוצר חלקית.
- ג. במצב של תעסוקה מקסימלית שהוא המצב עתה, צפוי מעבר מגידול בעובדים לגידול ברובוטיקה, מחשבים וטכנולוגיות חוסכות עובדים.

### התנודתיות החודשית של המועסקים

ישנה תנודתיות חודשית רבה גם בנתונים מנוכה עונתיות. להלן הנתונים ל 5 החודשים הראשונים של שנת 2019:

#### גידול חודשי באלפי מועסקים, מנוכה עונתיות

מאי	אפריל	מרץ	פברואר	ינואר
75	224	153	56	312

#### גידול חודשי ע"פ ממוצע נע דו חודשי, מנוכה עונתיות

150	189	105	184	270
-----	-----	-----	-----	-----

חישוב הממוצע החודשי על בסיס ינואר - מאי 2019 עומד על 164 אלף מועסקים נוספים לחודש, זאת בהשוואה לממוצע של 223 אלף מועסקים נוספים לחודש בשנת 2018. זהו פער של 25% בגידול במועסקים, שבמידה וימשיך הוא צפוי להוריד את הגידול במועסקים השנה ל-1.25%, בהשוואה לגידול של 1.67% בשנת 2018.

השוואה לחודש מאי שנה קודם מראה, שהגידול בין מאי '19 למאי '18 הוא 1.52%, זאת לעומת הגידול של 1.65% בין מאי '18 למאי '17. כלומר, ירידה של 8% בלבד בקצב הגידול.

סביר מאוד שמגמת ההאטה בקצב הגידול במועסקים במשק האמריקאי אכן קיימת ואף תימשך, שכן היא מתבקשת במצב של תעסוקה מקסימלית (שיעור האבטלה שם עומד על 3.6%). במצב זה כבר קשה מאוד להשיג עובדים טובים ומיומנים, כפי שנראה בבירור מהנתונים.

ד"ר יעקב שיינין, 10 ביוני 2019

## המשמעויות של נתוני התעסוקה הנמוכים בארה"ב לחודש מאי "נופחו" סתם

השוואה בין מאי 2019 למאי 2018

### הנתונים האחרונים בארה"ב עדיין מצביעים על צמיחה ותעסוקה מקסימלית

למרות המדיניות הבלתי מובנת של טראמפ בנושא הסחר, כל הנתונים האחרונים, להוציא הגידול במועסקים בחודש מאי, נושא מסמך זה, מראים שכלכלת ארה"ב חזקה ואינה נמצאת בתוואי האטה משמעותי, ובוודאי שאינה לפני כניסה למיתון.

עיקרי הנתונים הם:

- ✓ אינפלציה של 2% ב-12 החודשים האחרונים.
- ✓ קצב צמיחה של 3.2% ברבע הראשון של 2019.
- ✓ קצב צמיחה של 2.9% בשנת 2018.
- ✓ תחזית לצמיחה של 2.1% - 2.4% בשנת 2019.
- ✓ תעסוקה מקסימלית ושיעור אבטלה של 3.6%.
- ✓ עליית שכר של יותר מ-3%.
- ✓ מחיר חבית נפט בארה"ב (WTI) \$ 54 – 64.
- ✓ התחזקות הדולר יחסית לאירו ב-3% מתחילת השנה.
- ✓ ריבית מוניטרית של 2.5%, עד לסוף השנה.
- ✓ שוק מניות שמגלה עוצמה, עם מכפיל רווח של 18.5.

רק תשואות האג"ח הממשלתי נראות בלתי הגיונית ברמה של 2.09% על אג"ח ל-10 שנים, כאשר הריבית המוניטרית היא 2.5%.

טראמפ הודיע שהוא מעוניין לרוץ לכהונה שנייה כנשיא. שנת 2020 תהיה שנת בחירות בארה"ב, ולכן לא סביר להניח שהוא יפעל להכניס את הכלכלה האמריקאית להאטה חדה או למיתון.

טראמפ בוודאי זוכר, שהנשיא בוש האב לא הבין איך הפסיד במרוץ לכהונה שנייה, למועמד לא ידוע - קלינטון ב-1992. במיוחד לא נראה שטראמפ ישכח את ההסבר של המנצח האנונימי, ביל קלינטון, לנשיא בוש מדוע הפסיד בבחירות:

**"It is the Economy, Stupid"**

את "הדיל" עם מקסיקו כבר עשה וויתר על המכסים. עם סין טראמפ עדיין בריב, אבל נראה שהוא יגיע "לדיל המאה" עם סין תוך תקופה קצרה, וכך יוכל לטעון שהוא "אשף הדילים".

שיעור ההשתתפות בכוח העבודה נשאר יציב, 62.8%, והיחס מועסקים לאוכלוסייה עלה מ 60.4% ל 60.6%. מספר המובטלים ירד מ 6.128 מיליון ל 5.888 מיליון, דבר שהביא לירידה בשיעור האבטלה מ 3.8% ל 3.6%. שפל שלא היה כמותו ב-50 השנים האחרונות. במאי 2017 שיעור האבטלה היה 4.4% ובמאי 2016 4.8%. מנגד, שיעור האבטלה במאי 2010 עמד על 9.6%.

השינוי במועסקים בחודש מאי כולל ירידה של 7,600 מועסקים במסחר הקמעונאי וירידה של 15,000 בעובדי ממשלה. סביר שהירידה בעובדי הממשלה היא תופעה זמנית, וייתכן שהירידה במועסקים במסחר הקמעונאי מסמלת מעבר לקניות באון ליין וסגירת חנויות רגילות.

### הירידה בקצב גידול התוצר בעשור הקרוב

כוח העבודה גדל בשנים האחרונות בקצב של 1%, אבל הוא צפוי לרדת בהדרגה ל 0.6%, אם שיעור ההשתתפות הנוכחי, 62.8%, יישאר. אבל הירידה בשיעור ההשתתפות בעשור האחרון נבעה מכך, שמפוטרים שהיו בני 40-50 בגלל הפיטורים ההמוני בשנים 2008 – 2010, מבינים עכשיו שהם כבר לא יכולים לחזור למעגל העבודה, ולכן הם אפילו לא מחפשים עבודה. לכן, על פי הגדרות כוח העבודה, הם אינם מובטלים.

אבל בטווח הבינוני נראה הגיוני, ששיעור ההשתתפות יחזור בהדרגה לרמה של שנת 2000, 67.1%. זו תהיה תוספת של 4.2% על המצב הנוכחי. אם התוספת תתפרש על פני כ-10 שנים, היא תוסיף גידול של כ-0.4% לשנה וקצב הגידול השנתי בכוח העבודה יכול להישאר כ-1% עד 2030. במידה שמספר העובדים יגדל ב-1% לשנה ומלאי ההון יצמח ב 4.5% לשנה (גידול של עוד 1% מעבר לממוצע של השנים האחרונות), אזי התוצר שמשק האמריקאי בעשור הקרוב יוכל לגדול בקצב שנתי של 2.5%, ולא של 1.9% כפי שתחזיות רבות מעריכות.

כיוון שקצב הגידול השנתי הצפוי של האוכלוסייה בעשור הקרוב הוא כ-0.7%, הצמיחה לנפש תוכל לעמוד על 1.8%, ולא על 1.2%.

## נתונים ותחזיות

### אומדנים לשנת 2019

אינפלציה	שיעור אבטלה	צמיחה לנפש	צמיחה	
3.6%	7.4%	2.2%	3.3%	העולם
2.3%	3.6%	1.7%	2.4%	ארה"ב
1.4%	8.0%	1.1%	1.3%	גוש האירו
1.8%	4.2%	0.6%	1.2%	בריטניה
2.2%	3.8%	5.8%	6.3%	סין
1.7%	2.4%	1.3%	1.0%	יפן
1.6%	3.4%	0.7%	0.8%	גרמניה
1.2%	8.8%	0.8%	1.3%	צרפת
0.8%	10.7%	-0.3%	0.1%	איטליה
1.3%	14.7%	1.7%	2.1%	ספרד
2.0%	4.2%	0.8%	2.7%	ישראל

### 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 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

### תחזית מודלים לכלכלת ארה"ב

2020	2019	2018	
2.2%	2.4%	2.9%	צמיחה
3.8%	3.6%	3.9%	שיעור אבטלה
2.2%	2.2%	1.9%	אינפלציה*
2.5%	2.5%	2.5%	ריבית מוניטרית*
3.25%	3.0%	2.7%	תשואת אג"ח**
3.4%	3.2%	3.0%	עליית שכר

\* סוף שנה, \*\* ממשלת ארה"ב ל 10 שנים, לסוף שנה

### "עונש המכס" - קשה למקסיקו, השפעה זניחה על כלכלת ארה"ב

#### ההשפעה של הטלת המכסים

ההגירה הבלתי חוקית ממקסיקו לארה"ב נמצאת במגמת ירידה, וברור שהטלת מכס אינה הדרך הנכונה לטיפול בנושא. התנהגות זו לא תביא לארה"ב תועלת כלכלית ואולי תגרום, בשוליים, לנזקים בטווח הארוך. ארה"ב מייבאת ממקסיקו סחורות בסך 340 מיליארד \$ לשנה (ללא נפט). סכום זה מהווה בסה"כ 1.6% מהתוצר האמריקאי. לכן הנזקים לצרכן לא יהיו משמעותיים גם אם יוטל עליהם מלוא שיעור המכס, וגם אם כולו יגולגל על הצרכן האמריקאי.

הערכה המרבית היא, שמדד המחירים לצרכן בארה"ב יעלה, חד פעמית, ב- 0.4 נקודות האחוז כתוצאה מהעלאת המכסים על כל היבוא ממקסיקו ב- 25%. אבל מדיניות זו תגרום לעליה בעודף הביקוש בזמן שארה"ב נמצאת בתעסוקה מקסימלית!

האם התנהגות זו תביא להאטה בכלכלה האמריקאית? בטווח של השנתיים הקרובות, ברור שלא! חלק מהמוצרים יוחלפו ביבוא אחר, חלק ייוצרו בארה"ב, חלק היצרנים יורידו מחירים ורק חלק ימשיכו לייבא במחירים הגבוהים ב- 25%. **אבל ברור שאין בצעד זה של טראמפ כל הגיון כלכלי.**

מובן שמקסיקו יכולה להגיב ולנקום, אבל מקסיקו היא כלכלה חלשה וקטנה יחסית לארה"ב, עם 133 מיליון נפש, עם תוצר של 1.2 טריליון \$ במונחי שער החליפין ו- 2.5 מיליארד \$ במונחי כוח קנייה. התוצר האמריקאי, לשם השוואה, המגיע ל- 21 טריליון \$. כלומר עוצמתה היחסית של מקסיקו היא בין 6% לבין 12% ורמת החיים במקסיקו היא 15% עד 30% מזו האמריקאית (תלוי אם התוצר הנכון של מקסיקו הוא ע"פ שער החליפין או ע"פ כוח קנייה – האמת כנראה בין שני הערכים).

כל עליות המחירים, בגין הטלת מכס מקסימלי של 25% על ייבוא של 900 מיליארד \$ **ממקסיקו + סין**, צפויות להביא לעלייה חד פעמית של מדד המחירים לצרכן האמריקאי בסדר גודל של 0.5% עד 1%. ואם הכל יתרחש בשנת 2019, הרי שמדד המחירים לצרכן לשנת 2019 עלול להיות **מעל 3%**. לא ברור איך חושבים בשוק על הורדת הריבית במצב שכזה.

ההשפעה של הטלת המכסים כאן דומה להשפעה של העלאת המע"מ בכחצי נקודת האחוז עד נקודת האחוז. גם במקרה המכס, הממשלה מקבלת את המס והגיוני שהיא תוציא אותו ותגדיל בכך את התוצר, שצפוי גם לעלות כתוצאה מהחלפה חלקית של ייבוא ביצור מקומי (אם כי זה גידול לא אופטימלי).

#### טראמפ מעניש את מקסיקו

**טראמפ הודיע למקסיקנים, שהוא מטיל מכס בשיעור של 5% על כל הייצוא שלהם לארה"ב. זאת כיוון שלדעתו, הם לא מונעים הגירה בלתי חוקית של מקסיקנים ואחרים מאמריקה הלטינית. אם הם לא ישנו את דרכם בנושא, הוא יעלה להם את שיעור המכס ב- 5% נוספים כל חודש, עד לשיעור של 25%.**

ברור שזו התנהגות כלכלית לא נאותה, בוטה, ולא מקובלת. במיוחד כשהיא מופעלת נגד שכנה ידידותית, ענייה וחלשה, שהתוצר שלה 6% - 12% מהתוצר האמריקאי ורמת החיים אצלה 15% - 30% יחסית לארה"ב! (לפי שער החליפין, או כוח הקנייה, בהתאמה).

אכן, כ- 400 אלף איש נתפסו בשנת 2018, לאחר שחצו את הגבול ממקסיקו לארה"ב, באופן לא חוקי, וכנראה יש עוד רבים שלא נתפסו. הערכות הן שכ- 6 מיליון מקסיקנים חיים בארה"ב באופן לא חוקי - קרוב ל 2% מאוכלוסיית ארה"ב.

הנזק שעלול להגרם לכלכלת ארה"ב ממעשה זה כלפי מקסיקו, בכל תרחיש אפשרי, **זניח לחלוטין.**

התקשורת "מעצימה" את הפחדים הכלכליים שיגרמו לארה"ב, אולי מחוסר ידע, אבל כנראה כדי להבליט את צעדיו המוטעים של טראמפ כנשיא.

שוק ההון הגיב בירידה של 1.3% במדד ה S&P500, ירידה לא קיצונית. במקביל הוא הגיב בנפילה חדה של כ- 9% במחיר הנפט, ויותר מכך בנפילת שיעורי התשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל 10 שנים, משפל של 2.3% לשפל של 2.13%. זו נפילה חדה ובלתי מובנת, של 1.1 אחוזים מהרמה של נובמבר 2018.

הנפילות החדות של הנפט ושיעורי התשואה מצביעים על הערכות של ספקולנטים, כאילו ארה"ב והעולם כולו בדרך להאטה משמעותית, וארה"ב כנראה אף בדרך למיתון.

אולם מנגד, מדד ה S&P500 נמצא עתה ברמה גבוהה, רק 7% מתחת לשיא של כל הזמנים, ונסחר במכפיל רווח של 18. כלומר, שוק המניות מפגין לפתע עוצמה גדולה במיוחד, כשהוא נמצא 17% מעל השפל של סוף 2018, עת חששו ממיתון. כלומר שוק המניות עכשיו אינו חושש מהאטה או מיתון?

## ככלל, השפעת הסחר הבינלאומי על כלכלת ארה"ב קטנה

### היבוא ממקסיקו

היבוא המקסיקני של סחורות ללא נפט מקיף מעל 1,250 קטגוריות שונות ומסתכם בסך 340 מיליארד \$. מנקודת מוצא של מקסיקו, הייצוא שלה לארה"ב מהווה 28% מהתוצר המקסיקני. עבור האמריקאים, היבוא המקסיקני מהווה רק 1.6% מהתוצר של ארה"ב. כלומר החשיבות של הייצוא לארה"ב למקסיקו היא פי 17 מהחשיבות של היבוא ממקסיקו לארה"ב.

### התפלגות יבוא הסחורות ממקסיקו

מסך היבוא	ב % מתוצר ארה"ב	מיליארד דולר	
11%	0.18%	38	מנועים
8%	0.13%	28	מכשירי קריאת נתונים
7%	0.12%	25	מכוניות וחלקיהם
7%	0.11%	24	משאיות
4%	0.06%	13	נפט
3%	0.06%	12	כבלים
3%	0.05%	10	טלפונים
3%	0.04%	9	טלוויזיות
3%	0.04%	9	טרקטורים
2%	0.03%	7	כיסאות וחלקיהם
51.5%	0.80%	175	סה"כ 10 הגדולים
100%	100%	340	סה"כ הייבוא

10 הקטגוריות הגדולות מהוות מעל 50% מהייבוא. מוצרים חקלאיים הינה קטגוריה חשובה מאוד, הן למקסיקו והן לארה"ב, אבל הערכים במיליארדי דולרים הם קטנים למדי. למשל, יצוא עגבניות ממקסיקו, או יצוא פירות כולל אבוקדו ממקסיקו, עומדים על כ-1 מיליארד \$ בלבד לכל קטגוריה, ולכן לעליית המחירים של מוצרי החקלאות, כתוצאה מהטלת מכס בגובה של 25%, אין כל משמעות מאקרו כלכלית.

המעשה של טראמפ כלפי מקסיקו הוא ניצול מעמדה החזק מאוד של ארה"ב, כדי לנסות להכריח את מקסיקו לשמור שלא יכנסו דרכה אנשים, באופן לא חוקי, לארה"ב. האם זו הדרך הנכונה? או אולי זה ניסיון להעניש קולקטיבית את 133 מיליוני תושבי מקסיקו.

### יתרונות הסחר הבינלאומי

חוק הייתרון היחסי מציג את חשיבותו של סחר בינלאומי מפותח ליעילות כלכלית. אולם מידת החשיבות תלויה, בדרך כלל, בגודלה של הכלכלה. עקב גודלה העצום של כלכלת ארה"ב, מרכיב סחר החוץ שלה קטן יחסית, ולכן השפעתו על כלכלת ארה"ב קטנה. סך יבוא סחורות ושירותים של ארה"ב מסתכם ב 15% מהתוצר האמריקאי, זאת לעומת יותר מ-30% בישראל.

טראמפ טוען שכל הסכמי הסחר הבינלאומיים הם לרעת ארה"ב. ייתכן! אבל במצב של תעסוקה מקסימלית, בה נמצאת ארה"ב היום (שיעור אבטלה של 3.6%), הטלת מכס תגדיל בהכרח את עודפי הביקוש ורק תעלה את האינפלציה. ארה"ב מייבאת כיום מוצרים עתירי כוח אדם, שנעשים בשכר עבודה מאוד זול. יבוא זה מטיב עם כלכלת ארה"ב.

### יבוא הסחורות לארה"ב

סה"כ יבוא הסחורות ללא נפט של ארה"ב מסתכם בכ-2.5 טריליון \$ לשנה, המהווים כ 12% בלבד מהתוצר האמריקאי.

### היבוא האמריקאי ב 12 החודשים האחרונים (מרץ 2018 – מרץ 2019)

מקור היבוא	במיליארדי דולר	ב % מסך היבוא
סין	540	21.6%
מקסיקו (ללא נפט)	340	13.6%
קנדה (ללא נפט)	230	9.2%
יפן	140	5.6%
גרמניה	120	4.8%
קוריאה	75	3.0%
בריטניה	55	2.2%
איטליה	50	2.0%
הודו	50	2.0%
צרפת	50	2.0%
סה"כ יבוא מ 10 הגדולות	1,650	66.0%
ישראל	22	0.9%
סה"כ יבוא, ללא נפט	2,500	100.0%

ד"ר יעקב שיינין, 2 ביוני 2019

## טראמפ מנצל את "נשק המכס" למטרות פוליטיות ולא כלכליות

### הנתונים האחרונים בארה"ב – מצביעים על חוזקה

למרות המדיניות הבלתי מובנת של טראמפ בנושא הסחר, כל הנתונים האחרונים מראים, שכלכלת ארה"ב חזקה ואינה נמצאת כיום בתוואי האטה משמעותי, ובוודאי שאינה בתוואי כניסה למיתון.

עיקרי הנתונים הם:

- ✓ אינפלציה של 2% ב-12 החודשים האחרונים.
- ✓ קצב צמיחה של 3.2% ברבע הראשון של 2019.
- ✓ קצב צמיחה של 2.9% בשנת 2018.
- ✓ תחזית לצמיחה של 2.1% - 2.5% בשנת 2019.
- ✓ תעסוקה מקסימלית ושיעור אבטלה של 3.6%.
- ✓ עליית שכר של מעל 3%.
- ✓ מחיר חבית נפט בארה"ב (WTI) 54 – 64 \$.
- ✓ התחזקות הדולר יחסית לאירו ב 3% מתחילת השנה.
- ✓ ריבית מוניטרית של 2.5%, עד לסוף השנה.
- ✓ שוק המניות מגלה עוצמה עם מכפיל רווח של 18

רק תשואות האג"ח הממשלתי נראות בלתי הגיונית ברמה של 2.13%, כאשר הריבית המוניטרית היא 2.5%.

טראמפ הודיע שהוא מעוניין לרוץ לכהונה שניה כנשיא. שנת 2020 תהיה שנת בחירות בארה"ב, וקשה להניח שהממשל יתן לכלכלה להיות במיתון.

טראמפ בוודאי זוכר שהנשיא בוש האב, לא הבין איך הפסיד במרוץ לכהונה שנייה, למועמד לא ידוע - קלינטון ב 1992. ואז קלינטון הסביר לבוש מדוע הפסיד בבחירות:

**"It is the Economy, Stupid"**

### לטווח ארוך

כוח העבודה בשנים הקרובות צפוי לגדול בין 0.5% לבין 0.9%, וכיוון שהמשק שם נמצא בתעסוקה מקסימלית, נראה שמשנת 2020 תתקשה ארה"ב להתמיד ולצמוח בקצב הגבוה מ-2%. אבל גם בקצב זה, הצמיחה לנפש היא כ-1.5%.

### המשך האיומים הסינים

כיוון שהיבוא הסיני מארה"ב הוא קטן מאוד, רק 120 מיליארדי \$ לשנה, וכיוון שרובו המכריע של יבוא זה הכרחי לסין, אזי האיומים להטיל מכסים על תוצרת אמריקאית הינו איום סרק.

לכן סין מאיימת כעת בפעולות נקמה בהקשר של מגבלות על אספקה של כ-10 מתכות נדירות, שסין היא הספקית הכמעט יחידה שלהן היום, והן נדרשות לתעשייה האלקטרונית ולתעשיית הביטחון.

המציאות היא, שמאגרים למתכות אלו נמצאים גם בקנדה, אוסטרליה, ברזיל, דרום אפריקה וארה"ב. בסין יש בסה"כ כ-35% ממלאי המתכות הנדירות. אולם עקב כוח העבודה הזול בסין בהשוואה למדינות האחרות, כולן סגרו את המיכרות שלהן ואפשרו לסין לספק את הרוב המכריע של הביקושים. ברור שבמקרה של מגבלות, יפתחו את המאגרים שנסגרו, התפוקה העולמית תגדל באופן שיאפשר אספקה של כל הצרכים העולמיים, ואז כמובן הסינים הם אלו שיפסידו.

האיום האחרון של הסינים הוא השהיית השיחות עם ארה"ב על הסכם הסחר. גם זה איום סרק. המצב הוא, שהיצוא הסיני בשנת 2019 במגמת ירידה!! ולכן נראה שהתוצר הסיני יגדל בשנת 2019 ב 6% בלבד או פחות.

נראה שההנהגה הסינית יכולה לעשות כל שברצונה, כמדינה דיקטטורית, בטווח הקצר, אבל אם התוצר בסין לא יעלה בקצב של 7% לפחות, השלטון עלול להימצא במצב לא פשוט כלפי 50% מהעם הסיני, החיים עדיין בתנאים קשים ביותר.

ברור שארה"ב היא בעלת עוצמה כלכלית וצבאית אדירה, והיום אף מנהיג מערבי אינו רוצה להתעמת חזיתית עם טראמפ. גם מדינות העולם השלישי נזהרות. איראן היא היום המדינה היחידה המתעמתת מול טראמפ חזיתית, אבל הוא זה שביטל חד צדדית את ההסכם שחתם אובמה, והוא שמטיל עליהם סנקציות חריפות שהם מתקשים מאוד לעמוד בהן.

### המסקנה

**"נשק המכס", שבו משתמש טראמפ כלפי מדינות שונות בעולם, מהווה ניצול עוצמתה הכלכלית של ארה"ב לצרכים פוליטיים, ואין בו דבר עם "יעילות כלכלית" או עם הסיסמה America First. אבל הוא גם אינו מסב נזק כלכלי לארה"ב. ואם העולם יתכופף לרצון טראמפ, איום ב-"נשק המכסים" ישאר בחזקת איום, כתחליף לנשק הצבאי.**

## נתונים ותחזיות

### אומדנים לשנת 2019

אינפלציה	שיעור אבטלה	צמיחה לנפש	צמיחה	
3.6%	7.4%	2.2%	3.3%	העולם
2.3%	3.5%	1.8%	2.5%	ארה"ב
1.4%	8.0%	1.1%	1.3%	גוש האירו
1.8%	4.2%	0.6%	1.2%	בריטניה
2.2%	3.8%	5.8%	6.3%	סין
1.7%	2.4%	1.3%	1.0%	יפן
1.6%	3.4%	0.7%	0.8%	גרמניה
1.2%	8.8%	0.8%	1.3%	צרפת
0.8%	10.7%	-0.3%	0.1%	איטליה
1.3%	14.7%	1.7%	2.1%	ספרד
2.0%	4.2%	0.8%	2.7%	ישראל

### 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 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 בשוקי 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

### תחזית מודלים לכלכלת ארה"ב

2020	2019	2018	
2.2%	2.5%	2.9%	צמיחה
3.8%	3.6%	3.9%	שיעור אבטלה
2.2%	2.2%	1.9%	אינפלציה*
2.7%	2.5%	2.5%	ריבית מוניטרית*
3.5%	3.0%	2.7%	תשואת אג"ח**
3.4%	3.3%	3.0%	עליית שכר

\* סוף שנה, \*\* ממשלת ארה"ב ל 10 שנים, לסוף שנה



ד"ר יעקב שיינין, 14 במאי 2019

## בניגוד להגיון, לא הסכימו הסינים לקבל את תנאי ארה"ב, להסכם סחר

תעשייתיים שהסינים לא המציאו, אלא הם הפועלים (חוטבי העצים ושואבי המים – בלשון התנ"ך) המייצרים אותם. ואז סביר שהסינים יספגו חלק לא קטן מהמכס, וההשפעה על הצרכן האמריקאי תהיה עוד יותר מזערית.

מנגד היצוא הסיני לארה"ב, המהווה מעל 4% תוצר סיני, יפגע משמעותית וכלכלת סין כולה תיפגע. כאשר לסינים נפגע שוק ענק כמו השוק האמריקאי, זו כבר בעיית מאקרו אמיתית!

רישיונות היבוא לסיין אינו נעשה בתנאי תחרות. היבוא עצמו הוא באישור השלטון. הסינים קונים מארה"ב רק מה שהם מוכרחים, ומה שכדאי להם ללמוד את הטכנולוגיה האמריקאית ובעיקר להכיר וללמוד את ה-IP (Intellectual Property) האמריקאי. לכן הפגיעה ביצוא האמריקאי תהיה קטנה בהרבה מה-120 מיליארד \$.

### המעבר לרובוטיקה

התבוננות מעמיקה יותר מראה "שהמתחרים" הגדולים ביותר של המוצרים הסיניים לטווח ארוך הם הרובוטים אמריקאיים. זו צפויה להיות המהפכה הגדולה בייצור (יותר מהמהפכה התעשייתית), שתזיל מאוד את עלויות הייצור (בדומה לייצור מכונות כיום), הנעשית כולה ברובוטיקה מלאה. הרכבת מכונות נוסעים מחלקים בודדים, לעלייה לכביש, דורשת היום רק כ-15 שעות אדם. "המדפסת התלת ממדית" היא הטכנולוגיה הרובוטית העתידית שבאמצעותה יעבור הייצור לארה"ב אפילו ליצור תחתונים ומכנסי ג'ינס.

כיוון שיש הגיון כלכלי רב במעבר, ככל שניתן, של הייצור האמריקאי לרובוטיקה, הצורך להשתמש בכוח אדם זול המצוי במדינות עולם שלישי, בתנאי שכר ותעסוקה עלובים, ירד משמעותית.

### פרופ' פול קרוגמן

חתן פרס נובל לכלכלה, ומתנגד בוטה מאוד של נשיא טראמפ, מסכים שההשפעה לטווח קצר על כלכלת ארה"ב, מזערית.

אבל כיוון שהוא חושש מאוד מטרמפ, שלטענתו לא עשה אף דבר נכון בכלכלה, הוא מוטרד מההשפעות לטווח ארוך. וכאן לדעתי קרוגמן מפספס בגדול. הצעדים של טרמפ יאיצו, לטווח ארוך, את הרובוטיקה האמריקאית ותרומתם כלכלת ארה"ב העתידית תהיה מרשימה יותר אפילו מתרומת המהפכה התעשייתית! זאת מבלי שטרמפ מודע או שהתכוון לכך!

**שוק ההון האמריקאי כמובן שאינו חושב במונחים שכאלו. המקסימום שחושבים קדימה, זה על מכירות "On Line" של אמזון (עם מכפיל 80), ואצל הסינים על "עלי-באבא".**

בניגוד לצפיות שלי, ובניגוד לכל הגיון, לא הסכימו הסינים לקבל את תנאי הסחר של האמריקאים. טראמפ הרגיש שהסינים "מורחים זמן" (הסינים חשבו אולי, שיוכלו להמשיך להתנהג כמו שעשו 25 שנה אצל: אובמה, בוש וקלינטון).

ואז "קפץ הפיז" לטראמפ, והוא מיהר להעלות את המכס ל-25% על 200 מיליארד \$ ביום שישי (10/05/19) בבוקר, עוד לפני הדיונים בנושא הסחר, שתוכננו לאותו יום, ושסגן נשיא סין צפוי היה להשתתף – ככוונה להעמיד אותם בפני עובדה. הסינים אכן התאפקו 3 ימים אבל אתמול (13/05/19) הם הישוו: 25% מכס על יבוא מארה"ב, על 60 מיליארד \$. עכשיו יש שוויון בשיעורי המכס בין הצדדים!

לפי הבורסה האמריקאית, שהגיבה אתמול על החלטת סין בירידה של 2.4%, החלה "מלחמת סחר" בין סין לארה"ב. האומנם? אם זו תהיה מלחמה, הסינים יפסידו בגדול!

האם טראמפ יסלים ויטיל 25% מכס על כל ה-540 מיליארדי הדולר של היבוא הסיני כפי שאיים שיעשה, או שישתפק במצב הנוכחי של 200 מיליארד \$? אצל טראמפ, ממש אי אפשר לדעת!

כמקרה קיצון, נניח שטרמפ כן יטיל מכס על כל היבוא הסיני המסתכם ב-540 מיליארד \$, והסיני מנגד, יגיב ויטיל גם הוא מכס על כל 120 מיליארד \$ של היצוא האמריקאי. האם בהכרח זו תהיה מלחמת סחר? **לא!** זה מצב שיכול להיות יציב לאורך זמן, עם שיעורי מכס סבירים של 25%.

האם מצבה של הכלכלה האמריקאית יתדרדר כתוצאה מכך, האם יש חשש ממיתון בארה"ב? **ממש לא!!** למצב שכזה כמעט ואין כל השפעה ברמת המאקרו של ארה"ב.

הסחר בין ארה"ב לסיין הוא שולי לכלכלת ארה"ב. היצוא האמריקאי לסיין מהווה רק 0.6 האחוז מהתוצר האמריקאי. גם בצד היבוא מסיין לארה"ב, סך המכס על ה-540 מיליארד \$ הוא 135 מיליארד \$ שמהווה גם הוא רק 0.6 אחוזי תוצר אמריקאי. אלו הם שיעורים חסרי משמעות מאקרו כלכליים.

### תחליפים לסחורות סיניות

אבל עם עלייה של 25% במחירי הסחורות הסיניות, סביר שהאמריקאים יתחילו לחפש תחליפים. כיוון שיש עודפי היצע עצומים בעולם, ואין וואקום, הוויאטנמים, ההודים, הפולנים, ואפילו המקסיקנים, יכנסו ברצון לייצר לאמריקאים, בטכנולוגיה אמריקאית ועם כוח אדם מקומי זול, את אותם מוצרים

## הבהרה ואזהרה

### 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 לייעוץ 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 וזרות **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

ד"ר יעקב שיינין, 13 במאי 2019

## עדכון כלכלת ארה"ב, תחזית ל 2019 - 2020

### תחזית לכלכלת ארה"ב ל-2019:

- ✓ אינפלציה של 2.2%, קצת מעל יעד הפד.
- ✓ קצב צמיחה: על פי הפד 2.1%, לפי מודלים כ-2.5%.
- ✓ תעסוקה מלאה ושיעור אבטלה של 3.9%.
- ✓ עליית שכר של מעל 3%.
- ✓ ריבית מוניטרית של 2.5% עד לסוף השנה.
- ✓ המשך התחזקות הדולר יחסית לאירו.
- ✓ סיכון נמוך למלחמת סחר עם סין.

### תחזית לשנת 2020 - שנת בחירות לנשיא ארה"ב:

- ✓ סיכוי מאוד קטן למיתון בשנת 2020.
- ✓ קצב צמיחה: לפי הפד 1.9%, לפי מודלים 2.2%.
- ✓ אינפלציה 2.2%.
- ✓ ריבית מוניטרית 2.75% סוף שנה.

### "מלחמת הסחר" עוד לא החלה

ארה"ב העלתה את שיעור המכס מ-10% ל-25% על ייצוא סיני בהיקף של 200 מיליארד \$ בלבד. בינתיים אין תגובה סינית. יש הערכות על הדרכים בהן הסינים יכולים להגיב (ראו להלן), והבורסות הבוקר בעולם במצב של "המתנה, ודריכות". שנחאי ירדה בכ-1.2%, הניקיי יורד בכ-0.7%, אירופה ירידות בין 0.2% ל-0.9% והחוזים על ה S&P יורדים בכ-1.3%. קשה לראות לאן זה יתפתח. נראה שהסינים בינתיים מאוד מאופקים ולא מעוניינים שהמצב יתדרדר ללא שליטה. ההערכה היא, שהסינים רוצים תנאים יותר טובים בהסכם הסחר עם ארה"ב ולכן הם לא "שוברים את הכלים".

### ההחלטה על הריבית והצמיחה

יו"ר הפד ג'רום פאואל הודיע ב-20/03/19, בהחלטה על הריבית המוניטרית, שלא תהינה העלאות ריבית בשנת 2019 ותהיה העלאת ריבית אחת בשנת 2020.

בעקבות האווירה הפסימית של החודש הקודם על ההאטה במשק האמריקאי, הוריד הפד את תחזית הצמיחה בארה"ב לשנת 2019 ל-2.1% בלבד. אבל שבועיים לאחר מכן פורסמו נתוני התוצר ולפיהם דווקא הייתה עלייה משמעותית של 3.2% (במונחים שנתיים) ברבע הראשון של 2019, נוספו משרות מעבר לצפוי ושיעור האבטלה ירד לשפל של 50 שנה, ל-3.6%.

אנו בדעה, שתחזית הפד מאוד פסימית ואינה עולה בקנה אחד עם המגמות העכשוויות בכלכלת ארה"ב. אבל גם בפסימיות של הפד לגבי קצב הצמיחה, הוא רחוק מאוד ממיתון - 0% צמיחה, בשנת 2020. טראמפ כמובן אינו שמח שהפד לא תומך בתחזיתו לקצב צמיחה של מעל 3%, אבל שמח שהפד לא יעלה את הריבית.

### התשואות על אג"ח ממשלת ארה"ב

התשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל 10 שנים ירדה ל-2.44%, מתחת לריבית המוניטרית! כלומר, "השוק" מעריך, בניגוד מוחלט לפד, כי צפויה הורדה של הריבית. זה נראה כפניקה או ספקולציה רגעית ולא תוצאה של מחשבה מסודרת!

בפעם האחרונה שהתשואה הייתה ב 2.44% זה היה באוקטובר 2016, כשהריבית המוניטרית הועלתה ל-0.75%. לכן התשואה היום היא חסרת כל הגיון כלכלי. מנגד, "קוראי השוק" אומרים שהשוק מאותת על מיתון! המנוסים מבינים, שאיתות השוק התקלקל שוב!

עקום התשואות היום שטוח, חסר כל הגיון כלכלי ואינו מייצג את הכלכלה האמריקאית, לא לפי הפד, לא לפי ה-IMF ולא לפי הבנק העולמי. גם לא לפי תחזיות המאקרו של הגופים הפיננסיים הגדולים בארה"ב.



ריבית מוניטרית של 2.5% השנה ו-2.75% בשנה הבאה, נמוכות ממה שהפד הגדיר כריבית ניטרלית! כאשר הריבית נמוכה ויש אינפלציה, ובמקביל יש גם צמיחה, אין הגיון בעקום שטוח ברמה של 2.44%.

ד"ר יעקב שיינין, 13 במאי 2019

## האינפלציה והבורסה בארה"ב

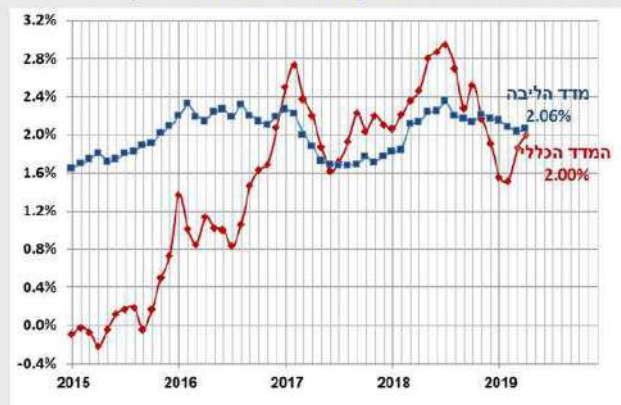
שלושת החודשים האחרונים של 2018. מתחילת השנה עלה מדד ה S&P500 ב 15%. נכון שהבוקר החוזים על ה S&P יורדים ב- 1% וזו תגובה צפויה להעלאת המכסים ביום שישי, אבל לא נראה עכשיו, שצפויה תגובה חריפה.

כלכלית, מכפיל הרווח של מדד ה S&P500 עומד על 18.8, שמשמעותו תשואת רווח של 5.3%. תשואה זו נראית אטרקטיבית, בעולם בו התשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים היא 2.44%. לכן נראה שתשואת הרווח במדד ה S&P תישאר אטרקטיבית גם כאשר התשואה על האג"ח תעלה ל- 3.4% (עדיין פער מהותי של 2 נקודות האחוז).

### האינפלציה בארה"ב - תעתועי מחיר הבנזין

מדד המחירים לצרכן לחודש אפריל היה 0.3%, וב- 12 החודשים האחרונים הוא עלה ב **2.0%**. מדד הליבה עלה ב- 12 החודשים האחרונים ב **2.1%**. נראה שהאינפלציה לא נעלמה והיא כאן, בדיוק ביעד !

האינפלציה בארה"ב - 2.00% באפריל 2019  
שיעור שינוי 12 חודשים (ממוצע נע 12 חודשים)



הירידה בקצב האינפלציה בארה"ב בחודשים האחרונים הייתה תוצאה ישירה של הירידה הדרמטית, הזמנית, במחיר הנפט. נכון להיום מחיר הבנזין הוא \$ 2.00, גבוה ב- 25% בהשוואה לממוצע דצמבר 2018.

אם מחיר הבנזין יישאר ברמה זו, הוא יתרום לעליית מדד המחירים לצרכן של 2019 ב- 0.9%. לפיכך הערכה שלי שהאינפלציה במשך השנה תהיה מעל 2.2%.

במצב זה של אינפלציה מעל 2%, צמיחה של מעל 2.1%, שיעור האבטלה של 3.6%, ועליית שכר של 3.4%, בלתי סביר להניח, שהריבית המוניטרית תרד ! לכן עקום התשואות היום הינו חסר הגיון כלכלי ולהערכתנו הוא לא ישרוד זמן רב.

### Wall Street

ביום שישי ה 10/05/19 לפנות בוקר העלה טראמפ את המכס מ 10% ל 25% על יבוא סיני בשווי 200 מיליארד \$, כפי שהבטיח. אולם מדד ה- S&P500 עלה באותו יום ב- 0.37% למרות הטלת המכס. מהשיא של כל הזמנים, ב 03/05/19, ירד המדד בסה"כ ב 2%. נכון להיום וול סטריט תיקנה מתחילת השנה בצורה חדה ומהירה את הנפילות החדות של

מדד ה - S&P500, מאז נצחוננו של טראמפ



ככול שהדבר נוגע לכלכלת ארה"ב, נראה כי המשבר של 2008 כבר נמצא הרחק מאחוריה, וכעת היא נמצאת בתואי צמיחה סביר למדי (של כ 1.5% צמיחה לנפש), בתעסוקה מלאה, בקצב אינפלציה של כ- 2% ובעלויות של השכר הממוצע בקצב שנתי הגבוה מ- 3%.

נכון לעכשיו אנחנו לא מזהים גורמי סיכון משמעותיים, אשר יביאו למיתון בארה"ב בעתיד הקרוב.

לכן אנו מעריכים, כי תוואי תשואת האג"ח חייב להשתנות משמעותית בחודשיים הקרובים, כאשר השווקים יפנימו שקצב האינפלציה 2.0% - 2.5%, וששיעור האבטלה מתחת ל 4%. במצב שכזה עקום התשואות לא יכול להיות שטוח וברמה כל כך נמוכה.

לדעתנו, לאור הערכות הפד והאינפלציה החזויה, התשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים תעמוד בתחום של 3.00% - 3.25% עוד השנה, ועל 3.5% בשנה הבאה.

## "מלחמת הסחר" – העלאת שיעור המכס ל-25% על סחורות סיניות

וזאת באינפלציה אמריקאית שנתית של מעל 2%. זה אומנם שיעור לא מבוטל אבל לא קריטי. אבל תוואי כלכלי הרבה יותר סביר הוא, שהסינים יספגו לפחות חצי מהמכס (השפעת הביקושים) ואז ההשפעה נטו תהיה בעוצמה של 0.3 נקודות האחוז בלבד על מדד המחירים בארה"ב. וגם אם סין תגיב באותה עוצמה, הטלת מס של 25% על היצוא האמריקאי לסין, ההשפעה על כלכלת ארה"ב תהיה זניחה לחלוטין.

לטווח ארוך העלאת המכסים על סחורה סינית תחמיר מאוד עם מצבה הכלכלי של סין. כיוון שאין בעולם וואקום, סביר שמדינות אחרות בעולם השלישי, כגון ווייטנאם, הודו, פולין ואפילו מקסיקו, ינסו להיכנס "בנעלי הסינים" לייצר בטכנולוגיה אמריקאית ולמכור לארה"ב מוצרים שהסינים מייצרים היום ומוטלים עליהם מכסים. עודפי כוח אדם העצומים במדינות העולם השלישי וניידות "בתי החרושת" בטכנולוגיה מערבית מאפשרים היום לייצור בזול במדינות העולם השלישי לטובת המערב.

### המעבר לרובוטיקה

התבוננות מעמיקה יותר מראה "שהמתחרים" הגדולים של המוצרים הסיניים לטווח ארוך הם הרובוטים אמריקאיים. זו צפויה להיות המהפכה הגדולה בייצור, שתזיל מאוד את עלויות הייצור (בדומה לייצור מכוניות. הרכבת מכונית נוסעים לוקחת יום כ-15 שעות אדם בלבד). יש הערכות שהייצור האמריקאי יעמיק את הרובוטיקה המקומית ולא יצטרך לקנות כוח אדם ממדינות עולם שלישי בתנאי שכר ותעסוקה מבישים.

נראה שהסינים מבינים את מצבם. קצב הצמיחה הסיני ירד אל מתחת ל-6%, והיצוא שהוא "קטר" הצמיחה שלהם נמצא בירידה. אז למה הם עוד לא הגיעו להסכם עם ארה"ב? להערכתי, הם פשוט חשבו שצליחו להמשיך "לעבוד" על ארה"ב, כמו שעשו כל כך יפה בזמן קלינטון, בוש ואובמה. רק שעכשיו התברר להם שלא! ונראה שהם יתאימו את דרכם לכיוון החדש.

את זה כנראה מבינים היום בכל הבורסות הגדולות בעולם וה-S&P נמצא הבוקר כאמור רק 2% מתחת לשיא של כל הזמנים.

הבורסה בשנחאי עלתה ביום שישי ב-3.2%, והיום יורדת ב-1.2%. הבורסות באירופה יורדות קלות אבל מחיר הנפט ברנט, עולה חזרה לכיוון ה-72 \$.

בניגוד לצפיות שלי, הסינים והאמריקאים לא הגיעו לסיכום, ולכן ב-10 במאי העלה טראמפ את המכס מ-10% ל-25% על 200 מיליארד \$ יבוא סיני לארה"ב. עדיין אין מכס על יתרת ה-340 מיליארד \$ של יבוא סיני.

לכן, בינתיים, תוספת המכס היא של 30 מיליארד \$ לשנה והיא, להערכתי, חסרת משמעות מאקרו כלכלית לארה"ב. גם אם המכס כולו "יגולגל" על הצרכן האמריקאי (טענת בנק ההשקעות גולדמן סקס), בניגוד לתורת הכלכלה, הוא צפוי להעלות את מדד המחירים לצרכן ב-0.14 אחוזים מתוך 2.2% אינפלציה הצפויים בארה"ב ב-2019.

אבל בצעד זה, הוכיח טראמפ לבחוריו שהוא "גבר גבר"!! ולעולם כולו הוא הראה, שלא כדאי "להתעסק" איתו. נראה שטראמפ מאיים בהטלת 25% מכס על יתרת ה-340 מיליארד \$ של יבוא מסין, אם לא יגיעו להסכם בתוך החודש הקרוב.

הסינים בינתיים לא הודיעו על הצעדים שינקטו כלפי האמריקאים. נראה שהסינים יכולים ללהערים קשיים בתחום הבנקאות, כמו גם על חברות אמריקאיות הפועלות בסין, ועל היצוא החקלאי האמריקאי לסין. תחום שבו הסינים יכולים לפעול באין מפריע הוא, לבצע פיחות של המטבע הסיני, ובכך להוזיל את מחירו בדולרים מבלי להקטין את התמורה ביואן.

בינתיים סגן נשיא סין רק דרש שהסכם הסחר ישמור על כבודם, שיבטל את כל המכסים ושיהיה ריאלי ביחס ללוח הזמנים להשגת איזון בסחר.

המצב הנוכחי בין ארה"ב לסין הוא של חוסר איזון ענקי: היצוא האמריקאי לסין הוא 120 מיליארד \$, ואילו היצוא הסיני לארה"ב עומד על 540 מיליארד \$.

במונחים יחסיים לתוצר, משקל כל היצוא האמריקאי לסין בסה"כ 0.6 אחוזי תוצר אמריקאי, ואילו משקל היצוא הסיני לארה"ב הוא 4.2 אחוזי תוצר סיני, כלומר פי 7 יותר!! ברור לכן שלהטלת מכס על היצוא האמריקאי לסין אין כמעט השפעה, בעוד שלהטלת מכס על היצוא הסיני לארה"ב, השפעה מהותית.

אם נניח שהטלת המכס על היבוא מסין תביא כולה לעליית מחירי המוצרים הסיניים ב-25%, והכול "יגולגל" על הצרכן האמריקאי, ההשפעה על מדד המחירים בארה"ב עקב העלאות המכס תהיה להערכתנו של 0.6% באופן חד פעמי,

ד"ר יעקב שיינין, 13 במאי 2019

## סיכום התחזית

### תחזית מודלים לכלכלת ארה"ב

2020	2019	2018	
2.2%	2.5%	2.9%	צמיחה
4.0%	4.0%	3.9%	שיעור אבטלה
2.2%	2.2%	1.9%	אינפלציה*
3.0%	3.0%	2.5%	ריבית מוניטרית*
3.7%	3.5%	2.7%	תשואת אג"ח**
3.4%	3.3%	3.0%	עליית שכר

\* סוף שנה, \*\* ממשלת ארה"ב ל 10 שנים, לסוף שנה

### אומדנים לשנת 2019

אינפלציה	שיעור אבטלה	צמיחה לנפש	צמיחה	
3.6%	7.4%	2.2%	3.3%	העולם
2.3%	3.5%	1.8%	2.5%	ארה"ב
1.4%	8.0%	1.1%	1.3%	גוש האירו
1.8%	4.2%	0.6%	1.2%	בריטניה
2.2%	3.8%	5.8%	6.3%	סין
1.7%	2.4%	1.3%	1.0%	יפן
1.6%	3.4%	0.7%	0.8%	גרמניה
1.2%	8.8%	0.8%	1.3%	צרפת
0.8%	10.7%	-0.3%	0.1%	איטליה
1.3%	14.7%	1.7%	2.1%	ספרד
2.0%	4.2%	0.8%	2.7%	ישראל

### 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 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 וזרות ובמטבע חוץ לסוגיהם, הן בשוק מקומי והן בשוקי 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

### מדדי המניות ותשואות האג"ח, נכון ל: 10.5.2019

תשואות אג"ח ממשלתי ל-10 שנים	מכפיל הרווח	% השינוי מתחילת השנה	% השינוי 12 חודשים אחרונים	מדד המניות	
2.47%	18.8	14.9%	5.6%	S&P500	ארה"ב
1.14%	16.4	7.1%	-6.7%	FTSE100	בריטניה
3.31%	13.8	23.9%	-3.7%	CSI300	סין
-0.05%	16.0	6.6%	-6.2%	NIKKEI	יפן
-0.05%	16.0	14.2%	-7.2%	DAX	גרמניה
0.35%	18.2	12.6%	-3.9%	CAC 40	צרפת
2.69%	11.5	13.9%	-13.6%	FTSEMIB	איטליה
0.98%	13.4	6.8%	-11.2%	IBEX 35	ספרד
1.93%	11.4	7.3%	7.7%	ת"א 35	ישראל*

\* ישראל – נכון ל: 7.5.2019



## אנו מאחלים ומצפים שהמשלה החדשה שתקום, תחל מידית לבצע השקעות ענק בתשתיות בהיקף של מעל 500 מיליארד לעשור הקרוב

בקווים כללים ניתן לאפיין את ההשקעות הנדרשות כדלקמן:

1. טיפול אגרסיבי בפיגור של עשרות שנים במערכת הסעת המונים מודרנית. במיוחד ברכבת מודרנית חשמלית, שתנוע בכל הארץ, ובמערכת של רכבות תחתית כבדות בגוש דן. נראה שידרשו לכך כ- 200 מיליארד ₪.
2. הגדלת ההשקעות בכבישים ובמחלפים, כדי שיתאימו למצבת המכוניות הנוכחית, ובוודאי שלכמות כפולה בתוך 20 שנה. יידרשו לכך לפחות 150 מיליארד ₪ על פני העשור הקרוב.
3. גז טבעי יש בכמויות ענק, ובזול, ויש רבים שרוצים לבנות יחידות לייצור חשמל. אבל נדרשת מערכת הולכה וחלוקה של חשמל וזו דורשת השקעה של כ- 15 מיליארד ₪.
4. יש מחסור במיטות בבתי החולים, בייחוד בחורף. ב- 20 השנים האחרונות נוספו רק כ- 1,700 מיטות, ונראה שחסרות עוד 4,000, זאת רק כדי לחזור למספר המיטות לנפש שהיה בשנת 2000, שגם בה הייתה תפוסת יתר.
5. ישראל מפגרת משמעותית אחרי המדינות המפותחות במערכות התקשורת, במהירות גלישה באינטרנט ובדור החמישי בסלולר. אלו הן השקעות של עשרות מיליארדי ₪ אשר הכרחיות כדי להצמיד את המשק למאה ה-21.
6. בשנת 2035 יידרש שדה תעופה בינלאומי נוסף בים מול תל אביב, בהשקעה של קרוב ל- 100 מיליארד ₪.

נוסף לכל המוצג לעיל, יש הכרח לבנות מעל 60 אלף דירות בשנה לאוכלוסייה הצעירה והמדינה צריכה להפשיר קרקעות! ולא פחות חשוב - נדרש לעודד השקעות בענפי המשק, כדי שיאפשרו תוספת תעסוקה וגידול בפריון העבודה. כיום ישראל מפגרת בפריון העבודה יחסית ל OECD ב- 25%.

איחולינו לכל בית ישראל, שהמשלה החדשה שתקום תציב לה כמטרה עליונה, כבר מיומה הראשון, להאיץ השקעות במשק על פי העקרונות כאן. "הבונוס" הוא, שכך גם נעלה לקצב צמיחה של 4.5%, לעומת קצב של 3% היום.

חג שמח

יעקב שיינין וצוות "מודלים"

השנה האביב פורח במיוחד, ושפע של מים זורמים בצפון לעבר הכינרת. השנה הייתה מאוד גשומה, אולם יש לנו גם שנים שחונות מאוד, אם כי הממוצע הרב שנתי נשמר. אך כאשר האוכלוסייה גדלה ורמת החיים עולה, צריכת המים היא הרבה מעבר לכמויות הניתנות בחינם ע"י הטבע.

כאן באה הטכנולוגיה לעזרתנו - התפלת מי ים בכל כמות שתידרש היא בעלות של 2.5 שקל בלבד לכל מ"ק. ישראל מתפילה כבר 600 מיליון מ"ק מים בשנה, פי 2 מהכמות השנתית שנתנה הכינרת בשיאה. התפלה היא הפתרון הנכון והיעיל, ועקב הגידול באוכלוסייה ורמת החיים, צריך עוד 600 מיליון מ"ק מים. לשמחתינו, ניתן לספק מים ללא מגבלה. הקמת מתקני התפלה נוספים זוהי **השקעה בתשתית לאומית**, בעלות של 6 מיליארדי ₪. הציבור שקונה את המים, משלם עליהם את המחיר הכלכלי המלא, 13 ₪ למ"ק.

יעקב אבינו ירד מהארץ "מצרימה", כי לא הייתה לו טכנולוגיה להתפלה כפי שיש לנו היום. 400 שנה היו צאצאיו עבדים במצרים, ועוד 40 שנה הם הלכו במדבר עד שחזרו לארץ. דמיינו, איך הייתה נראית ההיסטוריה, אילו ליעקב אבינו הייתה אז את טכנולוגית ההתפלה שיש לנו היום?

במהלך 20 השנים האחרונות אוכלוסיית ישראל גדלה ב-3 מיליון נפש, המהווים גידול של כ- 50%. התוצר של המשק הוכפל, מצבת המכוניות הוכפלה, צריכת החשמל הוכפלה, מספר הנוסעים בנתב"ג גדל כמעט פי 3, ולכל השינויים המבורכים האלו היה נדרש להתאים את התשתיות הלאומיות. אבל רוב התשתיות לא הותאמו לקצבי הגידול הגדולים האלה.

לפי הערכות שלנו, ב- 20 השנים הבאות, האוכלוסייה תגדל בעוד 3 מיליון נפש. מצבת המכוניות שוב תכפיל את עצמה, מספר הנוסעים בנתב"ג וצריכת חשמל גם הם יוכפלו, אולם התשתיות אינן ערוכות לכך, וצפוי שהן לא תעמודנה בעומס.

לכן, יש הכרח להתחיל **מיידית** בביצוע ההשקעות בסדר גודל של 500 מיליארד ₪, שיתפרשו על פני העשור הקרוב. סכום עתק זה יהווה בסך הכול כ- 3 אחוזים מהתוצר הצפוי בעשור הקרוב.

## נתניהו, הליכוד והימין נצחו. והכלכלה ב 2019 – 2020 ?

עמדות עם טראמפ לגבי "תכנית המאה" לפתרון הסכסוך עם הפלשתינים ועם כל המדינות הערביות הרלוונטיות באזור. במקרה זה עשוי הימין הקשה, ליברמן ואיחוד הימין, לפרוש אבל לא כחלון, לא ש"ס ולא החרדים. הקואליציה שתישאר תאפשר "שיאתרגו" (מהמלה אתרוג) את נתניהו, כמו שעשו לאריאל שרון ערב ההתנתקות מרצועת עזה. במצב זה אין לפסול שהיועץ המשפטי יסגור את שלושת התיקים.

### אומדן התוצאות לכנסת ה 21 (על פי 97% מהקולות ולפני ספירת החיילים)

הכנסת ה 20	הכנסת החדשה	
30	35	ליכוד
11	35	כחול לבן / יש עתיד
24	6	עבודה
7	8	ש"ס
6	8	יהדות התורה
6	5	ישראל ביתנו
10	4	כולנו
8	5	איחוד הימין / הבית היהודי
-	0	הימין החדש
5	5	מרצ
13	6	חד"ש תע"ל / הרשימה המשותפת
	4	רע"ם + בל"ד
67	65	סה"כ ימין
40	45	סה"כ מרכז שמאל
13	10	סה"כ ערבים

### מדגם הקלפיות

חוסר הדיוק במדגם הקלפיות של שלושת ערוצי הטלוויזיה, נובע מכך ש 5 מפלגות היו על גבול אחוז החסימה (סך של כ-20 ח"כ). לכן, כל מעבר מצד לצד של מפלגה, מזעזע את המערכת ב 4 מנדטים. זעזועים אלו נמשכו כל הלילה עד 6:00 בבוקר גם בספירת האמת של 90% מהקולות.

**העם אמר את דברו, נתניהו ניצח בבחירות! אבל במקביל, נוצרה מפלגת מרכז, "כחול לבן", בגודל זהה לליכוד. מרבית סיכוייה להיות עכשיו באופוזיציה. התדע להתגבש ולהוות אלטרנטיבה, או שתתפצל ותחזור להיות מפלגת מרכז בינונית?**

עם ספירת 97% מהקולות מתברר שהליכוד היא המפלגה הגדולה (אומנם יחד עם כחול לבן) והמנצחת בבחירות. בנוסף והחשוב יותר, הרוב שבידי גוש הימין והדתיים נשאר, ומונה כ-65 ח"כ, קצת פחות משהיה. בנימין נתניהו הוא מנהיגו הבלתי מעורער של גוש הימין, למרות כתבי החשדות (האישום) של פרקליטות המדינה בשלוש פרשות שונות שבהם הוא מואשם במרמה, הפרת אמונים, ושחוד.

כאשר לגוש הימין (כולל דתיים לסוגיהם) יש רוב מוצק, שרואה בנתניהו את ראש הממשלה, אין הרבה חשיבות בשלב הנוכחי, לגודלה המרשים ביותר של "כחול לבן", היתה לגודלו של הליכוד. המשטר בארץ אינו משטר נשיאותי! רוב הסיכויים שאנשי "כחול לבן" יצטרכו להיות מפלגת אופוזיציה בכנסת, ורק אם ישכילו ויעמלו קשה, הם יוכלו להתגבש כמפלגה אמיתית לקראת אתגרים בעתיד ולבחירות לכנסת הבאה.

נראה שהממשלה שתקום תהיה עותק כמעט מושלם של הממשלה היוצאת. סביר מאוד שנתניהו יכהן גם כשר הביטחון. כחלון אומנם שרד, אבל עם פחות ממחצית כוחו, ולכן לא הגיוני שיקבל את משרד האוצר. כיוון שבנט ושקד נעלמו מהכנסת, שוחררו גם משרדי החינוך והמשפטים. הליכוד הגדיל את כוחו ב 5 ח"כ, אבל כושר הסחיטה של המפלגות הקטנות צפוי להישאר.

אם אכן ההיסטוריה חוזרת, ייתכן שנתניהו ינהל משא ומתן עם "כחול לבן" על ממשלת אחדות לאומית, בנוסף לגוש הימין והדתיים, זאת נוכח האתגר הגדול העומד בפתח: קבלה או דחייה של "תכנית המאה" של טראמפ. נראה שממשלת אחדות תוכל לשרוד לפחות עד להחלטת היועץ המשפטי, אם להגיש כתבי אישום נגד נתניהו. מכל מקום בזמן הקרוב, היא תנטרל חלק גדול מהלחצים של מפלגות גוש הימין.

הקמת ממשלת אחדות לאומית, שלהערכתי יש לה סיכוי לא גבוה, עשויה להיות ממשלה חזקה וטובה לכלכלה. אבל החשוב הוא שייתכן שהיא זו שתצליח לתאם "ולהכשיר"



### נתניהו, הליכוד והימין נצחו. והכלכלה ב 2019 – 2020 ?

#### תחזית לשנת 2019 - 2020

(והם לא צפויים לעלות). בוודאי שנכון הדבר אם יתרחש פיחות של השקל בשנתיים הקרובות.

בנק ישראל לא העלה עכשיו את הריבית המוניטרית, והשאירה על 0.25%. הוא מעריך שהריבית המוניטרית תעלה בצורה מאוד איטית, ורק בסוף 2020 היא תעמוד על 1%.

להערכתנו, להימצא בסביבת תעסוקה מלאה ואינפלציה של 2% עם ריבית מוניטרית של כ-0.5%, שהיא ריבית ריאלית שלילית, זו מדיניות קיצונית. חמור מכך, התשואה על אג"ח ממשלתי שקלי ל 10 שנים היא עתה 1.93%, כלומר תשואה ראלית שלילית. במצב זה ברור שתהיה נטייה למצוא כל מני "טריקים" שיתנו תשואה ראלית על חסכון.

#### תחזית מודלים לכלכלת ישראל

2020	2019	2018	
3.0%	2.7%	3.3%	צמיחה
4.5%	4.5%	4.0%	שיעור אבטלה
2.2%	2.0%	0.8%	אינפלציה*
2.00%	1.00%	0.25%	ריבית מוניטרית*
3.0%	2.5%	2.3%	תשואת אג"ח**
3.4%	3.2%	2.8%	עליית שכר

\* סוף שנה, \*\* שקלי ממשלתי מח"מ 10, לסוף שנה

לכן נדל"ן לסוגיו השונים, ובמקומות שונים בעולם הוא התחום הקלאסי להשקעות ובמינופים גדולים. רמת הסיכון לא מדווחת, אבל היא משמעותית ביותר. ושוק המניות אינה חלופה מועדפת כיוון שהוא נתון לתנודתיות יום-יומית חדות המתפרסמות לציבור.

מבחינת המאקרו, עליות מחירי הדירות בישראל בעשור האחרון בשיעור חסר תקדים של 120%, גורמת לנזקים משמעותיים ביותר לרווחת הצרכנים כיוון שהדבר מעוות את המחירים היחסיים של שאר המוצרים. ברור שמצב זה לא יכול להוות פתרון לחסכון ולהשקעות במשק.

תחזית צמיחה המעודכנת של בנק ישראל לשנת 2019 היא 3.2%, ועולה ל 3.5% לשנת 2020. להערכתנו זו תחזית צמיחה מאוד אופטימית, וקשה לראות את הבסיס הכלכלי שתומך בה.

אנו רואים מגמת ירידה ברורה בקצב הצמיחה. קצב הצמיחה שעמד על 4% בשנת 2016, הואט ל 3.5% בשנת 2017, והמשיך להאט ל 3.3% בשנת 2018. נראה לנו שמגמת ההאטה הברורה באה על רקע של העדר מדיניות כלכלית מעודדת צמיחה. בנוסף, מתחילת 2015 נמשך תיסוף של השקל, בשיעור מצטבר של 8% כלפי הדולר ובכ-15% כלפי האירו, דבר שמביא לירידה ברווחיות הן לייצוא והן לשוק המקומי (מחליף ייבוא), ולכן להאטה בהשקעות בענפי המשק.

המדיניות הכלכלית לשנת 2019 כבר נקבעה בתקציב שאושר עוד בשנת 2018, ולכן התחזית שלנו לשנה הנוכחית היא המשך מגמת האטה בצמיחה לקצב של **2.7%** בלבד. הממשלה החדשה כבר לא תוכל להשפיע משמעותית על 2019. משימתה הכלכלית הראשונה תהיה הכנת תקציב המדינה לשנת 2020, שיצטרך לכלול העלאת המסים, או קיצוץ בהוצאות. אבל כיוון שהיא צפויה להיות דומה לממשלה שהייתה, אנו מעריכים שקצב הצמיחה יהיה כ-3.0%.

בנוסף, בנק ישראל מעריך שהאינפלציה בשנת 2019 תסתכם ב-1.5%, ובשנת 2020 ב-1.6%. אנו מעריכים שאם מחירי הנפט יישארו ברמתם הנוכחית, כלומר \$ 71 לחבית נפט ברנט (היו \$ 57 בדצמבר 2018), האינפלציה בשנת 2019 תסתכם בכ-2%, כאשר תרומת עליית מחיר הנפט שכבר קרתה תהיה כ-0.5%.

המחסור החמור בהיצע דירות למגורים, כאשר נוצרים נטו 60 אלף משקי בית חדשים בשנה, ובונים פחות מ-50 אלף דירות לשנה, מעלה להערכתנו, את שכר הדירה בקצב של כ-3% לשנה. עלייה זו לבדה תורמת למדד המחירים כ-0.75%.

כאשר מוסיפים על אלה את עליות השכר הצפויות גם השנה, את הפריון הנמוך ואת עליות מחירי מוצרי הייבוא (כ 2% בשער החליפין הנוכחי) סך עליית המחירים צפוי להסתכם בכ-2.2% בשנת 2020, גם אם מחירי הנפט לא ימשיכו לעלות

## הבהרה ואזהרה

### 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 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 וזרות **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

ד"ר יעקב שיינין, 25 במרץ 2019

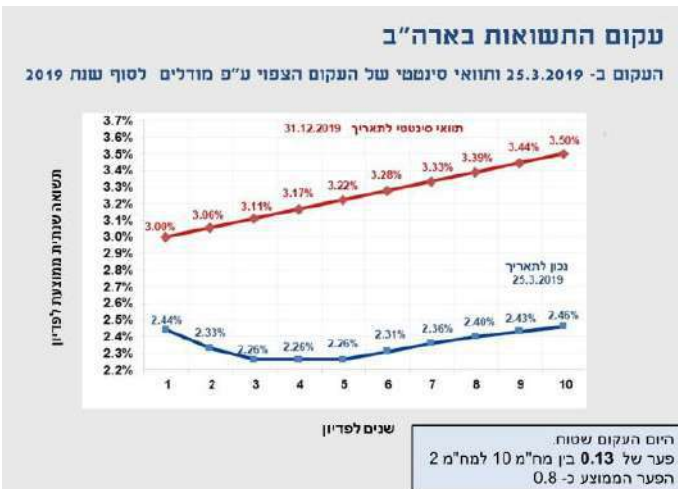
## עדכון כלכלת ארה"ב

### התשואות על אג"ח ממשלת ארה"ב

התשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל 10 שנים ירדה ל- 2.44%, מתחת לריבית המוניטרית! כלומר, "השוק" מעריך, בניגוד מוחלט לפד, הורדת ריבית. נראה כפניקה או ספקולציה רגעית ולא תוצאה של מחשבה מסודרת!

בפעם האחרונה שהתשואה הייתה ב 2.44% זה היה באוקטובר 2016, כשהריבית המוניטרית הועלתה ל- **0.75%**. לכן התשואה היום היא חסרת כל הגיון כלכלי. מנגד, "קורא" **השוק" אומרים שהשוק מאותת על מיתון!** המנוסים מבינים, שאיתות השוק התקלקל שוב!

עקום התשואות היום שטוח, חסר כל הגיון כלכלי ולא מייצג את הכלכלה האמריקאית, לא לפי הפד, לא לפי ה- IMF ולא לפי הבנק העולמי. גם לא לפי תחזיות המאקרו של הגופים הפיננסיים הגדולים בארה"ב.



ריבית מוניטרית של 2.5% השנה ו- 2.75% בשנה הבאה, נמוכות ממה שהפד הגדיר כריבית ניטרלית!

כאשר הריבית נמוכה ויש אינפלציה, ומקביל יש גם צמיחה, אין הגיון בעקום שטוח ברמה של 2.44%.

לכן אנו מעריכים, כי תוואי זה ישתנה משמעותית בחודשיים הקרובים, כאשר השווקים יפנימו שעקום התשואות לא יכול להיות שטוח.

לדעתנו, לאור הערכות הפד והאינפלציה החזויה (ראו להלן), התשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים תעמוד בתחום של 3.00% - 3.25% עוד השנה, ועל 3.75% בשנה הבאה.

### תחזית לכלכלת ארה"ב ל- 2019:

- ✓ אינפלציה של 2.2%, מעל יעד הפד.
- ✓ קצב צמיחה: על פי הפד 2.1%, לפי מודלים כ- 2.4%.
- ✓ תעסוקה מלאה ושיעור אבטלה של 4%.
- ✓ עליית שכר של מעל 3%.
- ✓ ריבית מוניטרית של 2.5% עד לסוף השנה.
- ✓ המשך התחזקות הדולר יחסית לאירו.
- ✓ סיכון נמוך למלחמת סחר עם סין.

### תחזית לשנת 2020 - שנת בחירות לנשיא ארה"ב:

- ✓ סיכוי מאוד קטן למיתון בשנת 2020.
- ✓ קצב צמיחה: לפי הפד 1.9%, לפי מודלים 2.2%.
- ✓ אינפלציה 2.2%.
- ✓ ריבית מוניטרית 2.75% סוף שנה.

### דו"ח מולר - "רוסיה גייט"

דו"ח מולר קובע שאין ראיות למעורבות טראמפ עם רוסיה, שאכן התערבה בבחירות לנשיאות. הקביעה תוסיף ליציבות הכלכלה האמריקאית בשנתיים הקרובות. "טראמפ חוגג".

### ההחלטה על הריבית והצמיחה

יו"ר הפד ג'רום פאוול הודיע ב 20/03/19, בהחלטה על הריבית המוניטרית, שלא תהינה העלאות ריבית בשנת 2019 ותהיה העלאת ריבית אחת בשנת 2020.

במקביל, הפד הוריד את תחזית הצמיחה בארה"ב לשנת 2019 מ- 2.4% ל- 2.1% בלבד. לשנת 2020 תחזית הצמיחה של הפד היא 1.9%. אנו בדעה, שתחזיות אלו המשתלבות בפסימיות הכללית לגבי הצמיחה ברוב המדינות, ממש אינה מתאימה למצב הטוב שבארה"ב.

למרות הפסימיות של הפד לגבי קצב הצמיחה, לא נראה סביר שיהיה מיתון - 0% צמיחה - בשנת 2020. טראמפ כמובן אינו שמח שהפד לא תומך בתחזיתו לקצב צמיחה של מעל 3%, אבל שמח שהפד לא יעלה את הריבית.

ד"ר יעקב שיינין, 25 במרץ 2019

## תעתועי האינפלציה בארה"ב

### Wall Street

### האינפלציה בארה"ב - תעתועי מחיר הבנזין

ביום שישי ה-22/03/19 נפל מדד ה-S&P500 ב-1.9% ושיקף שוב את "הפחדים" הנמצאים ברקע מזה כחצי שנה. האם הירידות בוול סטריט יכולות להימשך? בוודאי. ואפילו בשיעור של 15%. זו רמת התנודתיות הקיימת בתקופה האחרונה וכך היא צפויה להמשיך ולהתנהג בתקופה הקרובה. אבל האם שוק המניות מייצג היום בועה? לדעתנו לא!

נכון להיום וול סטריט תיקנה מתחילת השנה בצורה חדה ומהירה את הנפילות של שלושת החודשים האחרונים של 2018. מדד ה-S&P500 עלה ב-11.7% מתחילת השנה, ובסה"כ הוא עומד כיום מתחת לשיא של כל הזמנים. זכור שתחילת ינואר 2019 היה המדד נמוך ב-16% מהשיא.

כלכלית, מכפיל הרווח של מדד ה-S&P500 עומד היום על 18.5, שמשמעותו תשואת רווח של 5.4%. תשואה זו נראית אטרקטיבית, בוודאי בעולם בו התשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים היא 2.44%. תשואת רווח זו תישאר אטרקטיבית גם כאשר התשואה על האג"ח תעלה ל-3.5%.

מדד המחירים לצרכן לחודש פברואר היה 0.2%, וב-12 החודשים האחרונים הוא עלה רק ב-1.52%. מנגד, מדד הליבה עלה ב-12 החודשים האחרונים ב-2.1%.

האינפלציה בארה"ב - 1.5% בפברואר 2019  
שיעור שינוי 12 חודשים (ממוצע נע 12 חודשים)



הירידה בקצב האינפלציה בארה"ב בחודשים האחרונים הינה תוצאה ישירה של הירידה הדרמטית, הזמנית, במחירי הנפט. בהתייחסות הישירה למדד המחירים לצרכן, מחיר הבנזין לצרכן הוא הרלוונטי, והוא ירד מרמה של \$ 2.13 לגלון באוקטובר 2018, לרמה של \$ 1.57 בממוצע לדצמבר 2018. זו נפילה של 26%, והיא שהורידה את המדד מקצב של 2.5% לקצב של 1.5%.

אבל הנפילה שהייתה כנראה ממניע ספקולטיבי לא רלוונטית, כי מתחילת השנה מחירי הנפט והבנזין שוב במגמת עלייה. נכון להיום מחיר הבנזין עומד על \$ 1.92, גבוה ב-22% בהשוואה לדצמבר.

אם מחיר הבנזין יישאר ברמה זו, הוא יתרום לעליית מדד המחירים לצרכן של 2019 ב-0.8%. בהנחה שזה יהיה השינוי היחיד, כבר ברמת מחירי הבנזין הנוכחית, קצב האינפלציה השנתי (12 חודשים אחרונים) בחודש אפריל, שיתפרסם ב-12 במאי, יעמוד על 2.3%.

במצב זה של אינפלציה מעל 2%, צמיחה של מעל 2.1%, שיעור האבטלה של 3.8%, ועליית שכר של 3.4%, בלתי סביר להניח, שהריבית המונית תרד! לכן עקום התשואות היום הינו חסר כל הגיון כלכלי ולא ישרוד.

מדד ה-S&P500, מאז בחירתו של טראמפ



ככול שהדבר נוגע לכלכלת ארה"ב, נראה כי המשבר של 2008 נמצא הרחק מאחוריה וכעת היא נמצאת בתוואי צמיחה סביר למדי (של כ-1.5% צמיחה לנפש), בתעסוקה מלאה, בקצב אינפלציה של כ-2% ובעלויות של השכר הממוצע בקצב שנתי הגבוה מ-3%. נכון לעכשיו אנחנו לא מזהים גורמי סיכון משמעותיים, אשר יביאו למיתון בארה"ב בעתיד הקרוב.

## האומנם צפויה האטה כלכלית מתמשכת בעולם?

### השיחות על הסכם הסחר עם סין

התופעה הבולטת היא שמתחילת השנה כולם הפכו לפסימיים וברוב מדינות העולם. האם תוואי ההאטה הוא המגמה הכלכלית העולמית החדשה שלאחר משבר 2008? אין הסבר מהיכן הגיעה הפסימיות. כאמור תחזיות ההאטה מתפשטות כמו מגפה. החשש שלנו הוא שהציפיות להאטה "יגשימו את עצמן", וההאטה אכן תתרחש!

נראה ששני הצדדים רוצים למנוע מלחמת סחר. קשה לסינים לוותר לאמריקאים, אבל אין להם ברירה אלא להגיע להסכם. זכיר כי הסינים מוכרים לארה"ב ב 500 מיליארד \$ וקונים מארה"ב ב 120 מיליארד \$. ברור שמלחמת סחר תפגע יותר בסינים, במיוחד על רקע הירידה הצפויה שם השנה בצמיחה, לכ 6% או אפילו פחות. לכן המצב הנוכחי של דיונים יכול להמשך להערכתנו עוד חודשים רבים.

### הגדר בין ארה"ב למקסיקו

נראה, שריבית האפס בגוש האירו ובישראל לא פותרת את הבעיה, ומאחר שאין לה תועלת רבה בעידוד ההשקעות (להגדלת פוטנציאל הצמיחה), היא עושה רק נזקים גדולים לכלכלה ומפירה את "שיקולי העדפת הזמן" של הצרכנים.

טראמפ עבר עוד שלב, לאחר שמצב החירום, עליו הכריז לשם מימון הגדר עם מקסיקו, בוטל על ידי הקונגרס. טראמפ הטיל ווטו על החלטת הקונגרס לדחות ונדרש רוב של שני שלישים כדי לבטל את הווטו שלו, כך שהוא יוכל להשקיע את ה-5 מיליארד \$ לבניית הגדר. מובן שזהו סכום חסר כל חשיבות מבחינה מאקרו כלכלית אמריקאית והכול פוליטיקה.

אורך הגבול בין ארה"ב למקסיקו הוא 3,360 ק"מ. לשם השוואה, גבול השלום בין ישראל למצרים הינו כ-250 ק"מ. לאורך גבול זה הקימה ישראל גדר מסיבית למניעת חדירת מסתננים. העלות הייתה כ-400 מיליון \$.

מבחינת "הנטל הכלכלי", הגבול בארה"ב אכן ארוך פי 13! אבל התוצר האמריקאי גדול פי 57! כלומר, במונחי תוצר, עלות הקמת גדר לאורך כל הגבול האמריקאי עם מקסיקו מהווה רק 23% מהעלות (היחסית) של גדר הגבול בין ישראל למצרים. לכן, גם אם יוחלט על גדר מלאה, בעלות של 15 מיליארד \$, אין לעלות הגדר כל חשיבות מאקרו כלכלית.

### האטה בצמיחה באירופה

הטבלה להלן ממחישה את הירידה החריפה בקצב הצמיחה במדינות מרכזיות:

שיעורי צמיחה במדינות מרכזיות

עולם	סה"כ צמיחה 2018	סה"כ צמיחה 2019	צמיחה לנפש 2019
עולם	3.5%	3.3%	2.2%
גוש האירו	1.9%	1.1%	0.9%
ארה"ב	2.9%	2.4%	1.7%
גרמניה	1.5%	0.7%	0.6%
בריטניה	1.4%	0.8%	0.2%
צרפת	1.5%	1.3%	0.8%
איטליה	0.9%	-0.2%	-0.2%
סין	6.6%	6.2%	5.7%
הודו	7.0%	7.2%	6.0%
ישראל	3.3%	2.7%	0.7%

השאלה הרלוונטית, שטרם ניתנה עליה תשובה מוסמכת היא, האם הנתונים של 2018 היו חריגים כלפי מעלה, או התחזיות לשנת 2019 הן חריגות כלפי מטה\*.

\* מניסיון האישי שלי ב-40 השנים האחרונות בתחום התחזיות המאקרו-כלכליות, עריכת תחזיות הינה משימה הקשה ביותר והפוטנציאל לסטיות מהותיות הינו גדול ביותר גם "במודלים" חכמים ותוך שימוש בטכניקות מודרניות באקונומטריקה. קביעתי זאת נובעת מהעובדה שקיבלתי את ה-Ph.D שלי בתאוריה כלכלית ואקונומטריקה ממקבל פרס נובל לפיתוח תחום האקונומטריקה. במקביל שימשתי 7 שנים בארה"ב כמנהל המחקר והפיתוח של המודל המאקרו לכלכלת ארה"ב בגוף החיזוי הגדול, בראשותו של פרופ' לורנס קליין, "Wharton Econometrics Forecasting".

כול הגופים הכלכליים מעריכים, שבאירופה, ובעיקר בגרמניה, צפויה האטה בצמיחה. הירידה בצמיחה באירופה נראית דרמטית, לכאורה - נפילה מצמיחה של 1.9% בשנת 2018, ל-1.1% בשנת 2019! במציאות הנוכחית, אין אני יכול להתעלם מהמחשבה שהירידות החדות בתחזיות מושפעות מכך שגופים פיננסיים שונים מנסים לעיתים "ליצור כותרות", ע"י תחזיות קיצוניות מקודמיהם, אבל "עם אותה המגמה". אפילו צמיחה נמוכה זו של 1.1% משמעותה צמיחה לנפש של 0.9%, יותר מהתחזית שלנו לצמיחה לנפש בישראל ב 2019.

ד"ר יעקב שיינין, 25 במרץ 2019

## סיכום תחזיות

### תחזית מודלים לכלכלת ארה"ב

2020	2019	2018	
2.3%	2.4%	2.9%	צמיחה
4.0%	4.0%	3.9%	שיעור אבטלה
2.2%	2.2%	1.9%	אינפלציה*
3.0%	3.0%	2.5%	ריבית מוניטרית*
3.7%	3.5%	2.7%	תשואת אג"ח**
3.4%	3.3%	3.0%	עליית שכר

\* סוף שנה, \*\* ממשלת ארה"ב ל 10 שנים, לסוף שנה

### אומדנים לשנת 2019

אינפלציה	שיעור אבטלה	צמיחה לנפש	צמיחה	
3.6%	7.4%	2.2%	3.3%	העולם
2.3%	3.5%	1.7%	2.4%	ארה"ב
1.2%	8.0%	0.9%	1.1%	גוש האירו
2.1%	4.2%	0.2%	0.8%	בריטניה
2.3%	4.0%	5.7%	6.2%	סין
1.7%	2.9%	1.1%	0.8%	יפן
1.9%	3.4%	0.6%	0.7%	גרמניה
2.2%	8.5%	0.8%	1.3%	צרפת
1.4%	10.5%	-0.2%	-0.2%	איטליה
1.7%	14.7%	2.1%	2.0%	ספרד
2.0%	4.2%	0.8%	2.7%	ישראל

### מדדי המניות ותשואות האג"ח, נכון ל: 22.3.2019

תשואות אג"ח ממשלתי ל-10 שנים	מכפיל הרווח	% השנוי מתחילת השנה	% השנוי 12 חודשים אחרונים	מדד המניות	
2.46%	18.5%	11.7%	5.3%	S&P500	ארה"ב
1.04%	17.1%	7.1%	4.6%	FTSE100	בריטניה
3.11%	14.1%	24.3%	-3.5%	CSI300	סין
-0.08%	15.8%	4.8%	1.0%	NIKKEI	יפן
0.01%	14.7%	7.6%	-3.6%	DAX	גרמניה
0.37%	18.1%	11.4%	4.0%	CAC 40	צרפת
2.48%	11.7%	15.0%	-4.2%	FTSEMIB	איטליה
1.09%	13.6%	7.7%	-1.9%	IBEX 35	ספרד
1.93%	10.9%	3.6%	7.2%	ת"א 35	ישראל*

\* ישראל – נכון ל: 24.3.2019

**סיכום ההתרסקויות ב 737 MAX מאת: יעקב שיינין, חובב תעופה מורעל, 40 שנה**

1. מטוס סופר מודרני, אבל לא "Fly By Wire" מלא. מחשבי המטוס עושים חלקים גדולים של עבודת ההטסה, וחלקם הם "בקופסאות שחורות" לטייס האנושי. מטוס ה-737 MAX הוא מטוס הדור החדש, שונה במערכות ועם מנועים חזקים יותר מהדגם הקודם והפופולרי 737 NG, שנכנס לשירות בשנת 1997 ונבנו ממנו 7,000 מטוסים.
2. למחשב של מטוס זה, יש מערכת מיוחדת שתוכננה ונקראת MCAS, שנועדה לעזור למטוס במצבים של חשש להזדקרות, באמצעות הפעלה של מייצב הזנב, שמוריד את החרטום כאשר יש חשש להזדקרות.
3. מערכת ה-MCAS היא אוטומטית ומופעלת בשיטת "על חוט", על פי הנתונים שהיא מקבלת מחיישני המטוס. כאשר הטייס האוטומטי, או הטייסים, רוצים להרים את החרטום בזמן שה-MCAS מופעל, נוצר "קונפליקט" וה-MCAS "מנצח", אם לא מנתקים אותו.
4. ניתוק הטייס האוטומטי לא מנתק את מערכת ה-MCAS. לניתוקה יש כפתור מיוחד שצריך ללחוץ עליו. הטייסים האמריקאים מכירים זאת, והשתמשו בכך וניתקו את מערכת ה-MCAS שלא היה צריך אותה.
5. הטייסים אינדונזים והאתיופים לא קיבלו הכשרה מספקת על מטוס זה. חוקית בעלי רישוי להטיס 737 NG יכולים להטיס את ה-MAX, אבל זו הייתה טעות קריטית (כנראה ההנהלה רצתה לחסוך כסף ולוותר על 5 שעות סימולטור).
6. בנוסף, הטייסים של החברה האתיופית כנראה היו ללא ניסיון מספיק וללא הכשרה מספקת. לטייס המשנה היו בסה"כ 200 שעות טיסה. בארה"ב המינימום לטייס משנה במטוס מסחרי - 1,500 שעות. הקברניט היה בן 29, עם 8,000 שעות טיסה. זה מול קברניט בוגר טיפוסית באל על, שלהערכתי היו בן 59 (40 שנות ניסיון) עם 30,000 שעות טיסה! לקברניט צעיר באל על יש כנראה כ-20,000 שעות טיסה.
7. קשה להניח שהחיישנים הטעו את מחשב ה-MCAS, כי תמיד יש גיבוי לכל חיישן.
8. לא מובן מדוע ההמראה של המטוס האתיופי הייתה מאוד תנודתית (לפי נתוני Flightradar24) במהירות הוורטיקלית שלו. נפל אחרי 3 דקות לאחר שטיפס ל-1,200 רגל.
9. גם לא מובן, בהנחה שהמחשב ידע שגובה המטוס הוא רק 1,200 רגל, מדוע הוריד לו את החרטום ולא יישר אותו אופקי כדי לשמור על 1,200 רגל.
10. שתי אפשרויות: (א) המערכת של המטוס טעתה ופעלה לא נכון! (ב) הטייסים ניסו לדכא את ההתיישרות של המטוס, כי רצו להמשיך בהמראה, ולכן עשו פעולות בלחץ, שגרמו למטוס לצלול.
11. אני מעריך שאפשרות (ב) בסעיף 10 היא בעלת הסבירות הגדולה. האלטרנטיבה (א) גרועה ביותר לבואינג ול-FAA, אבל קשה להניח שמערכת התכנה הייתה שגויה.
12. בואינג הודיעה שהיא תציין במפורש, שצריך לעבור השתלמות על המטוס ה-MAX, ושהוא שונה מהדגם הקודם (NG). כמו כן היא מעדכנת את התוכנה של ה-MCAS, כך שכנראה יכתב על הצג איך לנטרל אותו כאשר הוא פועל. הם כמובן לא אמרו שיש איזו טעות בתוכנה.
13. לבואינג יש היום 5,111 הזמנות למטוסי ה-MAX, וייקח 10 שנים לספק אותן. מנגד, לאירבס יש 6,500 הזמנות למטוס המתחרה, A320 neo. עקב המחסור החמור במטוסים "צרי גוף", סביר להניח שלא יהיו ביטולים למטוסי הבואינג, ואם לא יתגלו עובדות חדשות, נראה שתוך פחות מחודש יוסר הקרקוע.

## הבהרה ואזהרה

### 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 לייעוץ 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 וזרות **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



## כלכלת ישראל – המצב ב 2018 ותחזית ל 2019

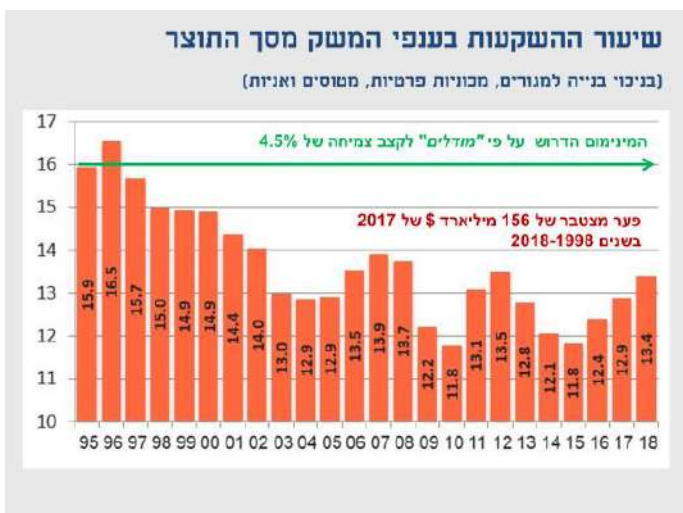
הגירעון בתקציב המדינה אכן גדל ל 3.5% במהלך 12 החודשים שמסתיימים בפברואר, בהשוואה ל 2.9% בתקציב 2019, אבל הבעיה האמתית היא לא הסטייה, אלא לאן נותב הגירעון. הפער בגירעון אינו קריטי וחשיבותו לטווח ארוך אינה גדולה, אבל הוא מאפיין את חוסר התכנון והעדר שליטה של משרד האוצר, ובמקביל של בנק ישראל אשר "תקוע" כ- 4 שנים בלי כיוון ודרך.

שלושה כשלים מרכזיים מונעים את ההתפתחות הרצויה של המשק הישראלי.

- (א) העדר מספיק תשתיות לאומיות והעדר מספיק השקעות בענפי המשק שמאפשרות האצת הפריון.
- (ב) ריבית מוניטרית שעדיין עומדת על 0.25%, ותקועה שם כבר יותר מ 4 שנים תמימות.
- (ג) השקל החזק מאוד, 3.60 ש"ח לדולר, במקום 4 ש"ח יותר לדולר.

### המחסור בהשקעות

מזה 15 שנה מהוות ההשקעות בענפי המשק כ-13 אחוזי תוצר, במוצע. רמת השקעות כזו היא בין הגורמים העיקריים לניוון הצמיחה (ראה תיבה מימין). להערכתנו, נדרשת רמת השקעות של 16 אחוזי תוצר כדי להניע את המשק לתוואי צמיחה של 4.5%. לפי חישובים שלנו, משנת 1995 ועד היום נוצר מחסור של כ- 150 מיליארד \$ בהשקעות. כיוון שכ- 70% מההשקעות מוטים מטבע חוץ, נוצרים במאזן התשלומים עודפים גדלים והולכים של מטבע, שמעצימים את התיסוף ומגדילים את חוסר הכדאיות להשקעות. הגרף להלן מציג זאת בצורה בהירה.



### הצד החיובי

התוצר לנפש עומד על \$42,000, בדומה למוצע של גוש האירו ולמוצע מדינות ה-OECD; שיעור האבטלה רק 4.3%; יש עודף במאזן התשלומים של 11 מיליארד דולר; קצב האינפלציה מתכנס לכ- 2%; השכר הריאלי עולה ב 2.8%; החוב הלאומי נמוך יחסית, ועומד על 60 אחוזי תוצר; נטל הביטחון נמוך, כ- 4.5 אחוזי תוצר בלבד (בדומה לזה של ארה"ב)! לישראל אין חוב חיצוני נטו, אלא עודף נכסים נטו במט"ח בשווי של 160 מיליארד \$.

ישראל נחשבת למעצמה כלכלית וצבאית אזורית, ומדורגת בדירוג גבוה של AA-, כאשר ארה"ב מדורגת AA+, בריטניה AA, ואילו ספרד A-, איטליה BBB+, וטורקיה B-.

### הצד השלילי

הצמיחה בשנת 2018 רק 3.3%, שמשמעותה צמיחה לנפש של 1.3% בלבד. לצורך השוואה בינלאומית, הצמיחה לנפש היא הרלוונטית והיא נמוכה: בארה"ב - 2.2% ובגוש האירו - 1.7%. כלומר, ישראל בפיגור בקצב הצמיחה לנפש.

התחזית שלנו לשנת 2019 הינה צמיחה של 2.7%, שמשמעותה צמיחה לנפש של 0.7% בלבד! זאת לעומת תחזית צמיחה לנפש של 1.8% בארה"ב, ו- 0.9% בגוש האירו. תוואי הצמיחה הנוכחי של ישראל, מייצג תוואי ניוון, והוא מדאיג ביותר למשק שאוכלוסייתו גדלה בכ 2% לשנה.

התוצר לנפש בישראל הוא כ- 42 אלף \$, בעוד שבארה"ב הוא כ- 62 אלף \$. כלומר, כדי להשתוות לארה"ב, ישראל צריכה לעלות בכ- 50%! באירלנד התוצר לנפש הוא 79 אלף \$, בדנמרק 61 אלף \$, בשבדיה 55 אלף \$, ובשוויץ 83 אלף \$. להערכתנו, אין כל סיבה בעולם שהתוצר לנפש בישראל לא יהיה כמו של ארה"ב, דנמרק או אירלנד.

הפער הקיים ברמת החיים הממוצעת, גורם היום להרבה צעירים מוכשרים לדבר ולחלום על "Re Location" תמידי (יצחק רבין כינה צעירים אלו בביטוי אחר). זו הסכנה האמתית לקיומה של "מדינה יהודית דמוקרטית" לטווח הארוך.

לכן, לדעתנו, תוואי הצמיחה המינימלי, שהמשק חייב לעבור אליו, הוא של כ- 4.5%, שמשמעותו כ- 2.5% צמיחה לנפש. אם זה יהיה קצב הצמיחה בישראל והצמיחה בארה"ב תמשיך בשיעור של 2.2% (1.5% לנפש), אזי ייקח 40 שנה (עד שנת 2060) לתוצר לנפש בישראל להשתוות לתוצר לנפש האמריקאי!! זה כבר לא יהיה בדור הילדים שלנו, אבל ייתן לנכדים שלנו תקווה ורצון להיות פה לתמיד!

## כלכלת ישראל – המצב ב 2018 ותחזית ל 2019

### האינפלציה

קצב האינפלציה במהלך 12 החודשים האחרונים שהסתיימו בחודש פברואר 2019 עומד על 1.2%. אנו מעריכים שמדד המחירים לחודש מרץ יעלה ב- 0.5% וקצב האינפלציה ב 12 החודשים שיסתיימו במרץ, יעמוד כבר על 1.4%. ביולי 2019 אנו מעריכים שקצב האינפלציה יטפס ל 1.8% ושנת 2019 תסתיים עם קצב אינפלציה של 2%. להערכתנו, במחצית השנייה של 2019 יפנים בנק ישראל שקצב האינפלציה הוא 2%, ועומד באמצע היעד של בנק ישראל.

במצב זה יתברר לבנק ישראל שאין הלימה בין אינפלציה של 2% לבין תשואה שקלית של פחות מ 1% על אג"ח שקלי ממשלתי ל- 3 שנים. זו תשואה ריאלית שלילית, והיא אינה מתיישבת עם תורת הכלכלה על "העדפת זמן של הצרכן". כלומר, להערכתנו, באפריל כבר יהיה ברור לכולם למדיניות הריבית היא בחזקת אבסורד!

### הריבית במשק

הריבית המוניטרית עדיין עומדת על 0.25%, ותקועה לסמוך לריבית האפס כבר יותר מ 4 שנים תמימות. בכך היא גורמת נזק גדול למשק, ובעיקר לצעירים, ואינה מועילה לכלום. לריבית נמוכה זו לא הייתה כל תרומה לעידוד השקעות, ואף לא לפיחות השקל, אבל היא גורמת לעיוותים גדולים במחירי הדירות בעשור האחרון (שנדחפים למעלה על ידי משקיעי נדל"ן למיניהם באמצעות מנופים פיננסיים זולים), שעלייתם מסתכמת ביותר מ- 120%. כמו כן החיסכון הפנסיוני במשק יסבול קשות מהשנים של הריבית האפס! הצעירים היום מתקשים לרכוש דירה עקב עליית המחירים הקיצונית, ובנוסף הריבית הנמוכה באופן קיצוני תגרום שגם לא תהיה להם פנסיה סבירה, כשיגיעו לפרישה.

לדעתנו, הפתרון ההכרחי למניעת עוד נזקים הוא להתחיל לעלות את הריבית בקצב של 0.25 נקודות האחוז כל חודשיים, כך ששנת 2019 תסתיים בריבית מוניטרית של 1.25% (בארה"ב הריבית תעמוד אז על 3.0%). בדרך זו, רק בסוף שנת 2020 תגיע הריבית בישראל ל 3.0% ותהיה ריבית הגיונית לקצב אינפלציה של 2%. ככל שהכרזה על שינוי מדיניות תעשה מוקדם יותר, כך ייטב למשק למרות שצפוי זעזוע (אלטרנטיבה לדחות תביא לזעזוע גדול יותר).

רק מדיניות אגרסיבית של עידוד השקעות בענפי המשק, ובמקביל זימון מידי של חברות בינלאומיות, שיעזרו בביצוע התשתיות הלאומיות יצליחו להעביר את המשק לתוואי הצמיחה הנדרש. ברגע שיגדלו ההשקעות לקצב השוטף הנדרש – 16% מהתוצר, יעלמו כל עודפי מטבע החוץ במאזן התשלומים השוטף.

וכאשר תיפול ההחלטה להשלים את המחסור החמור בהשקעות שנוצרו בעבר (מעבר להעלאת רמת ההשקעות השוטפת ל-16 אחוזי תוצר) והשלמת הפיגור תעשה בקצב של 15 שנה, יהיה צורך בעוד כ- 7 מיליארד \$ כל שנה, אותם ייקחו מתוך הרזרבות העצומות שנצברו במרתפי בנק ישראל.

לדעתנו, החזרה לתוואי השקעות הנדרש היא זו שתביא את שער החליפין לשווי משקל, ללא כל התערבות נוספת בקניית מט"ח. אנו מעריכים ששער השקל יהיה כ 4.2 \$, וזאת בתוואי ששער הדולר יעמד בתחום של 1.00 – 1.05 דולר לאירו. (ראו להלן).

### התחלות בניה

בולטת הירידה בהתחלות בניה בשנת 2018 ל 45 אלף יחידות בלבד, לעומת כ 54 אלף ב 2017. וזה כאשר נדרשות במשק יותר מ- 60 אלף יחידות לשנה למשקי בית חדשים.

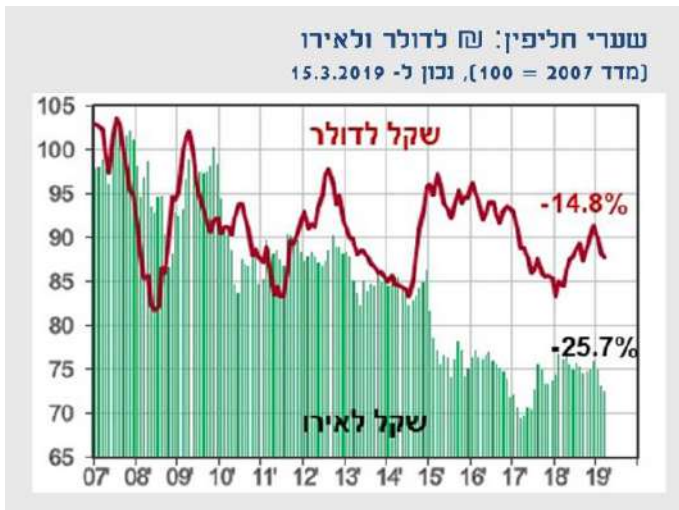
כל התוכניות של "מחיר למשתכן", או 0% מע"מ, אינן מהוות פתרון, אלא מלבות את הבעיה. הדרך הכלכלית היחידה לפתור את הבעיה היא הגדלת היצע הקרקעות לבניה על ידי המדינה, שהיא בעלת יותר מ- 90% ממלאי הקרקעות.

כפי שהראנו מספר רב של פעמים ב-20 השנים האחרונות, הפתרון היחיד הוא לחוקק חוק שיחייב את המדינה להוציא במכרזים לקבלנים ולציבור, כל שנה, 50 אלף יחידות קרקע לבנייה, בתוך 4 שנים. המכרזים עצמם יהיו ללא מחיר מינימום (כך שגם מחיר שלילי יוכל לזכות). בדרך זו האוצר עצמו כבר יעשה שיקולי כדאיות נכונים של הפשרת קרקעות באזורים השונים.

## כלכלת ישראל – המצב ב 2018 ותחזית ל 2019

2018. ברור לנו שאם לא תהיה מדינות אקטיבית לעידוד השקעות, העודף ימשך גם בשנת 2019. אולם במצב הקיים (של המשך המחסור בהשקעות), קצב הגידול בייצוא סחורות ושירותים יירד וייעצר ואילו היבוא ימשיך ויגדל בקצב של מעל 7%. תוואי זה יוביל בהכרח להעלמות העודף במאזן התשלומים, למיתון, לגידול משמעותי באבטלה ובסוף גם לפיחות חד בשקל.

לכן אנו בדעה שהתוואי הנוכחי אינו תוואי בר קיימא! ואם לא תבוצע בקרוב מדיניות כלכלית אגרסיבית לעידוד ההשקעות התוואי הנוכחי "ייעצר", והסוף כתוב לעיל.



### האקזיטים וההיי טק

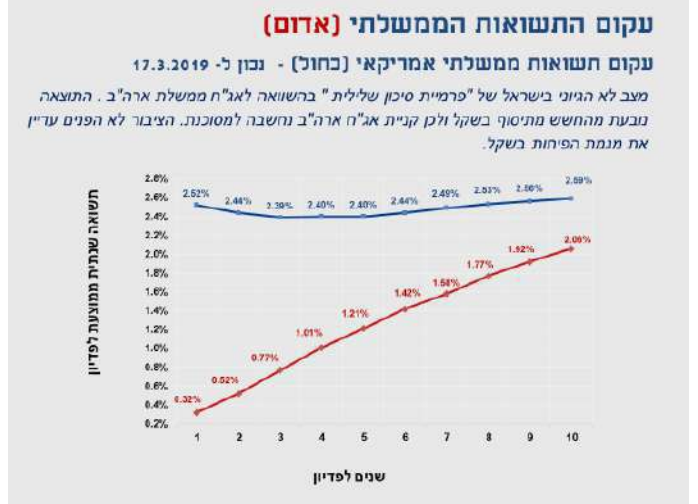
חברת **מלאנוקס** נמכרה בשבוע שעבר ב- 6.5 מיליארד \$. אקזיט מוצלח ביותר, אבל החלק של הישראלים באקזיט, הכולל את וולדמן, העובדים, וכל הגופים המוסדיים, מהווה כ- 20%. כל יתרת ה- 80% הם אקזיט מדהים של גופים זרים מהעולם הרחב, על הגב של "הישראלים".

במבט ארוך טווח, ב 10 השנים האחרונות הסתכמו האקזיטים בישראל בכ- 60 מיליארד \$, המהווים 6 מיליארד \$ במוצע שנתי. גם אם נניח שבמוצע, 50% הם בעלים ישראלים ו 50% זרים, הישראלים קבלו 3 מיליארד \$ במוצע לשנה, כאשר התוצר של ישראל עומד על 350 מיליארד \$ לשנה. כלומר, האקזיטים תורמים, במוצע, רק כ- **1%** מהתמ"ג. גם תחום המחשוב (ICT) מהווה רק 10% מהתוצר ומעסיק כ- 5% מכוח העבודה ולכן גם הוא כשלעצמו, חשוב ככל שיהיה אינו הפתרון לכלכלת ישראל! העולם "המסורתי" תעשייה, מסחר, בנקאות ושירותים הוא עיקר הכלכלה ואין אפשרות לוותר עליו.

### עקום התשואות הישראלי והפסדי הון

עם העלאת הריבית הצפויה בתקופה הקרובה יש לצפות לזעזוע גדול בשוק האג"ח הישראלי, הן באג"ח ממשלת ישראל והן באג"ח הקונצרני.

נראה שהתשואה על אג"ח שקלי ממשלתי במח"מ 3 חייבת להיות מעל 2%, בדומה לקצב האינפלציה החזוי מסוף 2019. כלומר, התשואה על מח"מ 3 צפויה לעלות ביותר מ- 1.2 נקודות האחוז בהשוואה לתשואה היום (0.8%). המשמעות היא הפסד הון של כ- 3.5% וזאת בתוך פחות משנה!



לגבי אג"ח שקלי ממשלתי במח"מ 10, המצב חמור בהרבה יותר. כיום התשואה היא כ- 2.1%, אבל לא נראה סביר שברמות אינפלציה של 2%, הציבור יפקיד חסכונות בחוזה למעל 10 שנים במונחים נומינליים, מבלי לקבל לפחות 1% ריבית ריאלית, כלומר לקבל תשואה של 3%. אם כך יהיה, הרי שהפסד ההון על מח"מ 10 צפוי להגיע ל 8.5%.

### השקל החזק – הטרגדיה של "סיבה ומסובב"

מתחילת 2007 התחזק השקל ב- 14% יחסית לדולר, וב- 27% ביחס לאירו. מצב זה גורם לירידה משמעותית ברווחיות של יצור מוצרים סחירים, וכתוצאה מכך לירידה חדה בהשקעות בענפי המשק. התוצאה היא מחסור חמור בהשקעות בענפי המשק. ואולם במקביל לירידה הגדולה בהשקעות נוצר עודף גדול במאזן התשלומים. שהם כל אותם מקורות שלא "הלכו להשקעות".

העודף במאזן השלומים, שעמד על שיא של 16 מיליארד \$ בשנת 2015, ירד במקצת אבל הוא עדיין 11 מיליארד \$ בשנת

ד"ר יעקב שיינין, 18 בפברואר 2019

## הבהרה ואזהרה

### תחזית מאקרו של מודלים כלכליים

2019	2018	
2.7%	3.3%	תוצר מקומי גולמי
2.7%	3.4%	תוצר עסקי
3.5%	4.7%	ייצוא
4.5%	6.3%	ייבוא
3.0%	2.6%	השקעה ברכוש קבוע
5.2%	8.0%	מזה: בענפי המשק
-3.4%	-8.2%	למגורים
3.5%	3.9%	צריכה פרטית
3.0%	3.7%	צריכה ציבורית
3.0%	2.8%	שכר ריאלי
9.0	11.0	החשבון השוטף (מיליארדי \$)
4.0	2.9%	גירעון ממשלתי (% תוצר)
4.5%	4.0%	אבטלה (% מכוח העבודה)

### תחזית לכלכלת ישראל ל- 2019

- ✓ עליית האינפלציה לרמה של 2% בתוך כ- 10 חודשים.
- ✓ עליית הריבית המוניטרית ל- 1.25% עד סוף השנה, בארבע פעימות של 0.25 נקודות האחוז כל אחת.
- ✓ פיחות השקל לכיוון ה- 3.9 שקל לדולר עד סוף השנה.
- ✓ ירידה בקצב הצמיחה ל 2.7% השנה.

אנו מקווים שעידוד ההשקעות המסיבי יחל כבר ב 2020, כך שתואי פיחות השקל והגידול ברווחיות יחל בתוך שנה. להערכתנו, שער החליפין הכלכלי, שצריך כדי לאפשר רווחיות סבירה, עידוד השקעות וצמיחה בקצב של 4.5% הוא מעל 4 שקל לדולר.

ואולם אם שלושת המרכיבים שבעמוד 1 לעיל לא יעשו, אנו מעריכים שבשנת 2020 הצמיחה תמשיך להתדרדר ותעמוד על בין 2.0% לבין 2.5% בלבד. מנגד, גם אם תקום ממשלה חזקה ויציבה שתאמץ את שלושת המרכיבים לעיל, השפעתם על המשק בשנת 2020 תהיה מזערית. אבל אנו מאמינים שהשינוי הגדול יבוא משנת 2021, המשק הישראלי ינוע לקצב צמיחה של 4.5%

### 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 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 וזרות ובמטבע חוץ לסוגיהם, הן בשוק מקומי והן בשוקי 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

### תחזית מודלים לכלכלת ישראל

2020	2019	2018	
3.0%	2.7%	3.3%	צמיחה
4.2%	4.2%	4.0%	שיעור אבטלה
2.2%	2.0%	0.8%	אינפלציה*
2.5%	1.25%	0.25%	ריבית מוניטרית*
3.5%	3.0%	2.28%	תשואת אג"ח**
3.4%	3.2%	2.8%	עליית שכר

\* סוף שנה, \*\* ממשלת ארה"ב ל 10 שנים, לסוף שנה

ד"ר יעקב שיינין, 18 בפברואר 2019

## עידכון כלכלי – ישראל וארה"ב

### האינפלציה בישראל – תענועי התיסוף

מדד המחירים בגין חודש ינואר ירד ב 0.1%, אבל ב 12 החודשים האחרונים הוא עלה ב- 1.2%. להערכתנו, מדד פברואר יעלה ב 0.1%.

אולם מדד מרץ צפוי לעלות ב- 0.5%, ואז 12 החודשים האחרונים יראו עלייה של 1.4%. בהתאם לתחזית זו, כבר בעוד חודשיים יבין בנק ישראל, שאכן יש אינפלציה בישראל ולכן ריבית מוניטרית של 0.25% זה אבסורד. אם אכן יזהה זאת, יתחיל להעלות את הריבית כבר בסוף אפריל.

על פי הערכות שלנו, מדד יולי שיתפרסם ב 15 באוגוסט כבר יראה אינפלציה ב 12 חודשים אחרונים של כ- 1.9%.

בתוואי אינפלציה חזוי זה, ובמצב של תעסוקה מלאה הקיים היום, יש הכרח מידי להתחיל ולהעלות את הריבית המוניטרית לתחום של 2% בקצב מהיר של 0.25 נקודות האחוז כל חודשיים. גם אם אכן תחלנה העלאות הריבית באפריל השנה, רק ביוני 2020 תגיע הריבית ל 2%.

המשמעות היא, שהריבית המוניטרית בסוף דצמבר 2019 תעמוד על 1.25%. כלומר, צפויות מעכשיו 4 העלאות ריבית ב 2019. שינוי דרמטי שכזה צפוי לגרום לזעזוע בתשואות האגח השקלי הממשלתי. היום, לדוגמא, התשואה על מח"מ 3 היא של 0.75%, ולדעתי היא תעלה ל 1.75%. כלומר, צפוי הפסד הון של 3%. וכל זה יתרחש בתוך חצי שנה מהיום.

החשיבה ש"אין אינפלציה בישראל" מקורה בתיסוף הדרמטי של השקל בשנים 2013 – 2017, שלהערכתי הסתיים כבר בתחילת 2018. ההפנמה צפויה בקרוב, ולכן אנו מעריכים שהתשואות על האג"ח תחלנה לעלות בהדרגה זמן ניכר לפני תום שנת 2019.

### תחזית לכלכלת ישראל ל- 2019

- ✓ עליית האינפלציה לרמה של 2% בתוך כ- 10 חודשים.
- ✓ עליית הריבית המוניטרית ל- 1.25% עד סוף השנה, שתעשה בארבע פעימות (0.25 כל אחת).
- ✓ פיחות של השקל לכיוון ה- 3.9 שקל לדולר עד סוף השנה
- ✓ ירידה בקצב הצמיחה ל 2.7% השנה.

### האינפלציה בארה"ב - תענועי מחיר הבנזין

מדד המחירים לצרכן לחודש ינואר היה 0%, וב 12 החודשים האחרונים הוא עלה רק ב 1.6%. מנגד, מדד הליבה עלה ב 12 החודשים האחרונים ב 2.2%.

הקיפאון במדד המחירים בשלושת החודשים האחרונים, הינו תוצאה ישירה של ירידה דרמטית, זמנית, במחירי הבנזין לצרכנים בארה"ב. מרמה של \$ 1.80 לגלון באוקטובר 2018, ל- \$ 1.43 בדצמבר 2018, ולרמה של \$ 1.40 לגלון בינואר 2019. אבל הבוקר מחיר הבנזין הוא כבר \$ 1.57. תחזית שמרנית לסוף השנה - \$ 1.65, חזרה לתחילת 2018.

המשמעות היא עלייה במחירי הבנזין של לפחות 15% במשך השנה. זו תוספת של 0.6% למדד המחירים (משקל של 4% במדד). אם נוסיף זאת לאינפלציה ב 12 החודשים האחרונים נקבל, שהאינפלציה בשנת 2019 תסתכם ב 2.2%, בדומה למדד הליבה היום ל 12 החודשים האחרונים.

חלק לא קטן מהתחזיות היום, מעריכות, שמחיר הבנזין יעלה לכ 2 \$ לגלון (חזרה לאוקטובר 2018), כך שהאינפלציה בארה"ב בשנת 2019 צפויה להסתכם ב 2.6%.

במצב זה אני ממשיך להעריך שתי העלאות ריבית של הפד בשנת 2019, האחת ביולי והשנייה בדצמבר. כלומר, את 2019 נסיים בריבית מוניטרית של 3%.

### תחזית לכלכלת ארה"ב ל- 2019

- ✓ אינפלציה של 2.2%, מעל יעד הפד.
- ✓ קצב צמיחה של מעל 2.5%.
- ✓ סיכוי מאוד קטן (נמוך מ 10%) למיתון ב 2020.
- ✓ תעסוקה מלאה ושיעור אבטלה של 4%.
- ✓ עליית שכר של מעל 3%.
- ✓ ריבית מוניטרית של 3% בסוף השנה.
- ✓ המשך התחזקות הדולר יחסית לאירו.
- ✓ סיכון נמוך מאוד למלחמת סחר עם סין.
- ✓ המשך גידול ברווחיות החברות הציבוריות הגדולות (ב S&P500).

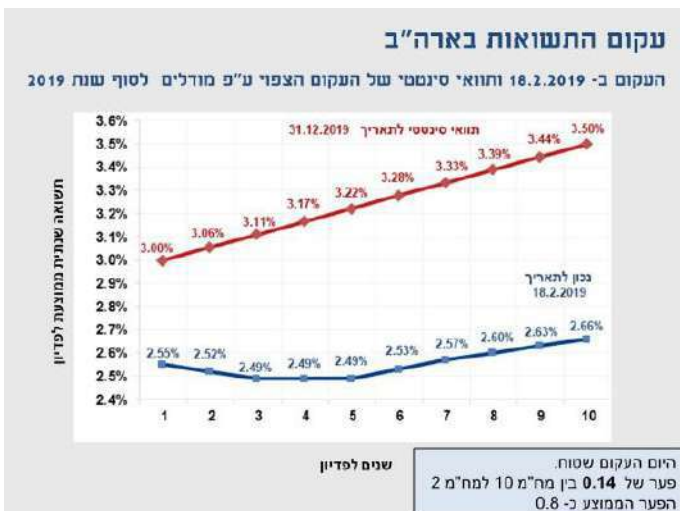
ד"ר יעקב שיינין, 18 בפברואר 2019

## המניות ואגרות החוב בארה"ב

### תשואות האג"ח בארה"ב

נכון להיום תשואות אג"ח ממשלת ארה"ב נמוכות מאוד, בעיקר באג"חים לפדיון מעל 4 שנים. להערכתנו, תואי זה ישתנה בחודשים הקרובים, כאשר בשווקים יפנימו שהריבית המוניטרית הניטרלית למצב הנוכחי היא 3%. לכן סביר שהפד ימשיך בעוד שתי העלאות ריבית במחצית השנייה של השנה, כך שעד סוף 2019 הריבית המוניטרית תתכנס ל 3%.

במצב זה אנו מעריכים, שהתשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים תעמוד על מעל 3.5%. כלומה אנו מעריכים הפסד הון צפוי במהלך השנה של מעל 9% באחזקת אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים!



עליית התשואות באג"ח מדינה צפויה לפגוע גם באג"ח הקונצרני, שיאופיין כנראה גם הוא בעליית תשואות לשמירה על הפער מתשואות אג"ח מדינה.

בשלב הראשון אנו מעריכים שעליית התשואות תפגע גם בביקוש למניות (תגדל האטרקטיביות של האג"ח). אבל מכפיל רווח של 18 משמעותו תשואת רווח נקי של 5.5% (1 חלקי המכפיל), הצפויה להיות גבוהה ב 2 נקודות האחוז מעל תשואת האג"ח הממשלתית ל 10 שנים. היסטורית, זה פער אטרקטיבי ולכן ההשפעה השלילית תהיה שולית, אם בכלל.

### Wall Street

נכון להיום וול סטריט ממשיכה לתקן בצורה חדה ומהירה את הנפילות של שלושת החודשים האחרונים של 2018. מדד ה S&P500 עלה ב 10.7% מתחילת השנה. ובסה"כ הוא עומד כיום 5% מתחת לשיא של כל הזמנים. בתחילת ינואר 2019 היה המדד נמוך ב 16% מהשיא.

המסקנה החשובה מכך היא, שהנפילות אפילו בבורסות הענקיות שבארה"ב, בשלושת החודשים 3/10/18 – 3/01/19, היו חסרות כל סיבה כלכלית ונבעו "מפחדים", ולהערכתנו גם ממניעים ספקולטיביים. מכפיל הרווח היום עומד על כ-18, שהוא מכפיל סביר ביותר ואטרקטיבי למצב הלא הגיוני בו התשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל 10 שנים עומדת על 2.66%. כלכלת ארה"ב נראית עתה כלכלה שהמשבר של 2008 מאחוריה והיא נמצאת בתואי צמיחה טוב (מעל 1.5% צמיחה לנפש), בתעסוקה מלאה, בקצב אינפלציה של 2% ובעלויות שכר ממוצע של מעל 3%.



אולם הניסיון של העשור האחרון מראה, שמערכות "האלגו-טריד" שולטות במסחר היומי וגורמות, כנראה, לתנודתיות עצומה, במגמה להרוויח מהתנודתיות. להערכתנו, תנודתיות זו אינה מסוגלת לשנות את הכלכלה ולכן חסרת מגמה.

## הסכם הסחר עם סין, מחירי הנפט ומימון הגדר בגבול מקסיקו

### השיחות על הסכם הסחר עם סין

נראה שיש התקדמות ניכרת בשיחות ושני הצדדים רוצים שהן תצלחנה. אבל לסינים אין ברירה אלא להגיע להסכם, כי הם מוכרים לארה"ב ב 500 מיליארד \$ וקונים מארה"ב ב 120 מיליארד \$. לכן החשש ממלחמת סחר הוא חשש שווא. ההסכם צפוי להגדיל את היצוא האמריקאי ולתרום לכלכלת ארה"ב. מנגד הצמיחה בסין צפויה השנה להיות כ 6% בלבד.

הבורסה בשנחאי מגיבה הבוקר בחיוב לשיחות, עם עלייה של 1.70%. מתחילת השנה היא עלתה ב 11%. גם מדד הניקיי ביפן עולה הבוקר ב 1.8% והוא עלה בכ 9% מתחילת השנה.

### מחירי הנפט WTI (ברנט)

מחירי הנפט נמצאים היום במגמת עלייה תלולה וההתנהגות הינה בלתי הגיונית על בסיס כלכלי וכולה מונעת על ידי ספקולנטים. נראה שכאשר יש אופטימיות כלכלית, מאמירים מחירי הנפט (חשש ממחסור) וכאשר יש פסימיות צונחים מחירי הנפט. אולם העוצמה הספקולטיבית הפכה להיות קיצונית בצורה בלתי שפויה.

מהשיא של תחילת אוקטובר 2018 בו מחיר חבית נפט WTI עמד על 75.8 \$ (ברנט היה 84.8 \$) נפל מחיר החבית ל 42.8 \$ (51.0 \$ לברנט) בסוף 2018. זו נפילה קיצונית של 44% (40%). הבוקר מחיר החבית הוא 53.7 \$ (66.3 \$) שזה 25% (31%) מעל המחיר של סוף 2018. כל מילה נוספת מיותרת, כיוון שלא קרה כל דבר אמתי בעולם, שיכול להסביר תנועה קיצונית כזו. אולי זה חלק מהספקולציה על הסכמי הסחר עם סין.

בנוסף, הפער הגדול של 12.6 \$ הקיים היום בין מחיר חבית נפט מסוג ברנט (אירופה) לבין חבית של WTI (ארה"ב) הינו להערכתנו זמני ונובע כולו מיכולת שינוע של הנפט אמריקאי לנמלים. עם הגדלת הקיבולת של צנרת הנפט, הפער שיוותר הוא הפרשי הובלה (2 ± \$).

גם מחיר הגז הטבעי חזר לרמה סבירה של 2.61 \$ ליחידת אנרגיה (MMBTU), זאת לאחר שבנובמבר טיפס בחדות ל- 4.47 \$, עקב פגיעת מכלית במתקן הטענת גז בנורבגיה.

### הגדר בין ארה"ב למקסיקו

טראמפ הכריז "מצב חירום" למימון הגדר עם מקסיקו, אורך הגבול בין ארה"ב למקסיקו הוא 3,360 ק"מ.

גבול השלום בין ישראל למצרים, הינו כ- 250 ק"מ. לאורך גבול זה הקימה ישראל גדר מסיבית למניעת חדירת מסתננים. העלות הייתה כ- 400 מיליון \$.

במחירי הגדר שבנתה ישראל, עלות גדר דומה בין ארה"ב למקסיקו היא כ- 5 מיליארד \$ בקירוב, וזה מה שביקש טראמפ.

מבחינת "הנטל הכלכלי", הגבול בארה"ב אכן ארוך פי 13! אבל התוצר האמריקאי גדול פי 57! כלומר במונחי תוצר, הגבול האמריקאי עם מקסיקו מהווה רק 23% מאשר הגבול בין ישראל למצרים.

אז למה זה היה כל כך נכון לישראל להקים את הגדר ומדוע זה לא נכון לארה"ב? האם טראמפ טועה בטענה שהגדר תמנע כניסת עשרות ואולי מאות אלפי מסתננים לשנה לתוך ארה"ב מכל העולם? כנראה שהוא לא טועה! וברור שלגבי ארה"ב 5 מיליארד \$ הינו סכום זניח (0.025% מהתוצר האמריקאי).

לכן, אין להערכתי כל משמעות כלכלית לצעד הדמוקרטים בקונגרס מחד, ולהכרזת "מצב חירום" ע"י טראמפ מאידך. אלו הם רק התנצחויות פוליטיות, שילכו ויתרבו בשנתיים הקרובות.

### האטה בצמיחה באירופה

היום כול הגופים הכלכליים מעריכים שבאירופה, ובעיקר בגרמניה, צפויה האטה בצמיחה. אולם הירידה בצמיחה באירופה אינה דרמטית - מצמיחה של 1.9% בשנת 2018, ל- 1.6% בשנת 2019! במונחי צמיחה לנפש, גם בשנת 2019 תצמח אירופה ב- 1.4%, כפול מקצב הצמיחה לנפש הצפוי השנה בישראל (0.7%).

אנו מעריכים שלהאטה של 0.3% בצמיחה באירופה, צפויה השפעה זניחה בלבד על התוצר האמריקאי (כ- 0.08%).

## ישראל - הריבית המוניטרית ואגרות החוב

### הריבית המוניטרית בישראל

הריבית המוניטרית היום בישראל, 0.25%, נראית נמוכה בצורה קיצונית ולא מתאימה לכלכלת ישראל, הדומה במאפיינה לכלכלת ארה"ב ולא לכלכלת אירופה.

המשק הישראלי, כמו המשק האמריקאי, מצוי היום בתעסוקה מלאה, עם קצב אינפלציה לשנת 2019 של 2%, ועם קצב צמיחה של 2.7%. לכן אין כל הגיון שהריבית המוניטרית בארה"ב תעמוד על 2.5%, והיא צפויה לעלות ל 3.0% עד סוף השנה ואילו בישראל הריבית תעמוד על 0.25%. להערכתנו, זה אבסורד שלא עושה טוב למשק הישראלי, ולא מעודד השקעות.

ככל שהריבית תעלה מהר יותר לרמה של +2% כן ייטב למשק הישראלי. בטווח הבינוני (תוך פחות משנתיים) הריבית המוניטרית בישראל תהיה חייבת לעמוד על כ- 3%. קשה לראות איך מגיעים ליעד זה מבלי לזעזע את שוק ההון.

בארה"ב הועלתה הריבית המוניטרית מ 0.25% ל 2.5% במהלך מדורג שלקח 3 שנים! לישראל אין כיום את הזמן לעלייה מדורגת כמו בארה"ב, ולכן יש לצפות לזעזוע בשוק ההון, וקשה לראות דרך למנוע זאת.

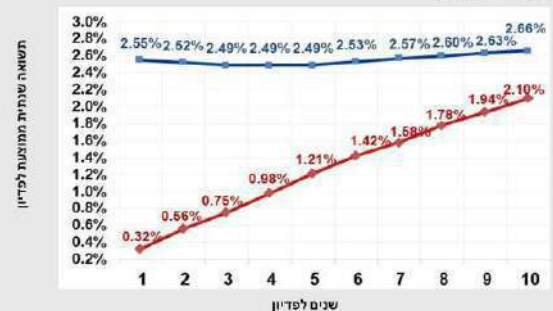
### עקום התשואות הישראלי והפסדי הון

הזעזוע הגדול הצפוי הוא כמובן בשוק אג"ח הישראלי, הן באג"ח ממשלת ישראל והן באג"ח הקונצרני.

#### עקום התשואות הממשלתי (אדום)

עקום תשואות ממשלתי אמריקאי (כחול) - נכון ל- 18.2.2019

מצב לא הגיוני בישראל של "פרמיית סיכון שלילית" בהשוואה לאג"ח ממשלת ארה"ב. התוצאה נובעת מהחשש מתיסוף בשקל ולכן קניית אג"ח ארה"ב נחשבת למסוכנת. הציבור לא הפנים עדיין את מגמת הפיחות בשקל.



נראה שהתשואה על אג"ח שקלי ממשלתי במח"מ 3 חייבת להיות מעל 2%, בדומה לקצב האינפלציה החזוי מסוף 2019. כלומר התשואה על מח"מ 3 צפויה לעלות לפחות ב- 1.3 נקודות האחוז בהשוואה לתשואה היום (0.8%). המשמעות היא הפסד הון של כ-4% וזאת בתוך פחות משנה!

לגבי אג"ח שקלי ממשלתי במח"מ 10, המצב חמור בהרבה יותר. כיום התשואה היא כ- 2.2%, אבל לא נראה סביר שברמות אינפלציה של 2%, הציבור יפקיד חסכונות בחוזה למעל 10 שנים במונחים נומינליים, מבלי לקבל לפחות 1% ריבית ראלית, כלומר לקבל תשואה של 3%. אם כך יהיה, הרי שהפסד ההון על מח"מ 10 צפוי להגיע ל 8%.

### שער החליפין של השקל

העודף במאזן השלומים, שעמד על שיא של 16 מיליארד \$ בשנת 2015, ירד בהדרגה ובשנת 2018 הוא צפוי לעמוד על כ- 5 מיליארד \$ בלבד. חמור מכך, אנו צופים שהעודף יעלם לחלוטין בשנת 2019 ויהיה שלילי בשנת 2020. תוואי זה מקורו בכך שהייצוא של סחורות ושירותים גדל בכ- 4% בשנת 2018 ואילו יבוא סחורות ושירותים גדל ב- 7.6%.

תוואי זה התרחש עוד לפני שהחל גידול מסיבי שנדרש בהשקעות במכונות וציוד במשק, לצורך הגדלת כושר היצור. אנו מעריכים שחסרים היום מעל 70 מיליארד \$ להשקעות בענפי המשק במטבע חוץ. אם אכן תבוצע מדינות של עידוד השקעות בענפי המשק ובתשתיות לאומיות, אנו צופים גירעון ולא עודף במאזן התשלומים, דבר שיגרור פיחות משמעותי. להערכתנו שער החליפין הכלכלי שצריך להיות במשק הוא מעל 4 שקל לדולר.

שערי חליפין: ש"ח לדולר ולאירו (מדד 2007 = 100), נכון ל- 15.2.2019





ד"ר יעקב שיינין, 18 בפברואר 2019

## סיכומי התחזיות

### תחזית מודלים לכלכלת ארה"ב

2020	2019	2018	
2.3%	2.6%	2.9%	צמיחה
4.0%	4.0%	3.9%	שיעור אבטלה
2.2%	2.2%	1.9%	אינפלציה*
3.0%	3.0%	2.5%	ריבית מוניטרית*
3.7%	3.5%	2.7%	תשואת אג"ח**
3.4%	3.3%	3.2%	עליית שכר

\* סוף שנה, \*\* ממשלת ארה"ב ל 10 שנים, לסוף שנה

### תחזית מודלים לכלכלת ישראל

2020	2019	2018	
3.0%	2.7%	3.3%	צמיחה
4.2%	4.2%	4.0%	שיעור אבטלה
2.2%	2.0%	0.8%	אינפלציה*
2.5%	1.25%	0.25%	ריבית מוניטרית*
3.5%	3.0%	2.28%	תשואת אג"ח**
3.4%	3.2%	3.0%	עליית שכר

\* סוף שנה, \*\* ממשלת ארה"ב ל 10 שנים, לסוף שנה

### אומדנים לשנת 2019, עולם-IMF, ישראל-מודלים

העולם	צמיחה	צמיחה לנפש	שיעור אבטלה	אינפלציה
3.5%	2.4%	7.4%	3.6%	2.3%
2.5%	1.9%	3.5%	2.3%	2.3%
1.6%	1.4%	8.0%	1.7%	1.7%
1.5%	0.9%	4.2%	2.1%	2.1%
6.2%	5.7%	4.0%	2.3%	2.3%
1.1%	1.4%	2.9%	1.7%	1.7%
1.3%	1.2%	3.4%	1.9%	1.9%
1.5%	1.0%	8.5%	2.2%	2.2%
0.6%	0.6%	10.5%	1.4%	1.4%
2.2%	2.3%	14.7%	1.7%	1.7%
2.7%	0.8%	4.2%	2.0%	2.0%

### מדדי המניות ותשואות האג"ח, נכון ל: 15.2.2019

תשואות אג"ח ממשלתי ל-10 שנים	מכפיל הרווח	% השינוי מתחילת השנה	% השינוי 12 חודשים אחרונים	מדד המניות	
2.66%	18.0	10.7%	2.2%	S&P500	ארה"ב
1.15%	15.6	7.6%	-0.2%	FTSE100	בריטניה
3.12%	12.3	10.9%	-17.6%	CSI300	סין
-0.02%	14.8	4.4%	-5.6%	NIKKEI	יפן
0.10%	12.3	7.0%	-8.8%	DAX	גרמניה
0.53%	15.2	8.9%	-2.0%	CAC 40	צרפת
2.77%	10.7	10.3%	-10.4%	FTSEMIB	איטליה
1.24%	12.7	6.8%	-7.0%	IBEX 35	ספרד
2.10%	13.0	7.1%	4.6%	ת"א 35	ישראל*

\* ישראל – נכון ל: 17.2.2019

## הבהרה ואזהרה

### 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 לייעוץ 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 וזרות **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

## כלכלת ארה"ב בסוף ינואר 2019 – עמוד עדכון

**כל אשר כתבנו במייל מה 6 לינואר המצ"ב, קורה:**

- ✓ אין מלחמת סחר עם סין ועם העולם,
- ✓ הסתיימה השבתת הממשל,
- ✓ הנפט חזר ל \$ 62 (ברנט) וכנראה יעלה ל \$ 65,
- ✓ האינפלציה במהלך השנה - כ- 2.4%,
- ✓ סבירות נמוכה מאוד למיתון ב 2020 (פחות מ- 10%).

מתחילת השנה הספיק מדד ה S&P500 לעלות ב- 6.5%, והוא גבוה כבר מרמתו בתחילת 2018 (לזה יש להוסיף עוד דיבידנד של כ 2.5%). מכפיל הרווח עתה הוא 18, והדוחות הכספיים לשנת 2018, שיתפרסמו בחודש הקרוב, צפויים להוריד את המכפיל לרמה נמוכה של 17. כלומר, אין בועה! לכן סביר להניח, שהתשואה על ה S&P500 בשנת 2019 תפצה גם על 2018.

ההערכות היום הם שהריבית המוניטרית תועלה עוד פעמיים עד סוף השנה: השכר צפוי לעלות בכ- 3%, והאינפלציה - ביותר מ 2%. לכן במצב של תעסוקה מלאה, שהוא המצב הנוכחי, סביר ביותר שהריבית המוניטרית תתבסס ברמה הנחשבת כרמה ניטרלית - 3%.

על בסיס זה, התנודתיות של האג"ח של ממשלת ארה"ב קיצונית וחסרת היגיון: מרמה של יותר מ- 3.2% באוק' ונוב' 2018, לשפל של 2.56% בתחילת החודש. עכשיו התשואה ל-10 שנים עומדת על 2.76%, וסביר שהיא תהיה מעל 3.5% בתוך פחות משנה.

נראה שהצמיחה ב- 2019, בארה"ב תהיה 2.5%, ויתכן שאף יותר (כאשר קצב גידול האוכלוסייה היא 0.7% בלבד). בשנת 2020, שנת הבחירות לנשיאות ארה"ב, ההערכות הן לצמיחה של מעל 2.0%. צפי זה רחוק מאוד ממיתון (= צמיחה שלילית לפחות רביע אחד !!), שרבים מנופפים בו במטרה להפחיד. ברור לנו "שמערכת ההפחדות" לגבי הכלכלה האמריקאית ושוקי ההון תימשך, ואולי אף תתחזק. אבל השפעתה תלך ותתפוגג, להערכתנו, בדומה לאגדה על "הרועה והזאב".

**וועידת דאבוס** שימשה במה מעולה לכל אלה שרצו להיות מצוטטים, גם אם היה נדרש מהם לתת הצהרות קיצוניות וריקות מתוכן. להמחשה מצותתים 4 הצהרות קיצוניות וריקות מתוכן שנאמרו בשבוע האחרון כדי

להמחיש את רמת הפטפטת, חוסר רלוונטיות, קיצוניות או טריוויליות:

- סורוס הצהיר שארה"ב וסין במלחמה קרה, שעלולה להפוך ל"חמה". ממש מרשים ומפחיד!
- מנכ"ל גולדמן ז'קס אמר שיש סיכוי של 50% למיתון בשנת 2020 (= 50% אולי כן ואולי לא). וואלה, הבנק "יוצא בסדר" בכל מצב שיהיה.
- חברת S&P מעריכה שהשבתת הממשל גרמה נזק של 6 מיליארד \$. רצתה להרשים! רק שכחה שסכום "ענק" זה מהווה רק **0.03%** מהתוצר האמריקאי. כלומר, פחות מהטעות הסטטיסטית במדידת התוצר.
- מנכ"ל חברת נפט גדולה הודיע בדאבוס שמחיר חבית נפט ברנט בשנת 2019 יהיה בין \$ 60 לבין 80 \$. ממש ידיעה "מרעישה"

### סיכום

להערכתנו, כלכלית, ארה"ב נמצאת עכשיו "בתור הזהב" שלה מבחינת צמיחה, תעסוקה, שכר, ורווחיות החברות. כאשר האוכלוסייה בארה"ב גדלה ב 0.7% לשנה, צמיחה של 2.5% פירושה צמיחה לנפש של 1.8%, וזה נתון מרשים מאוד!! הצמיחה לנפש בישראל הייתה ב 2018 רק 1.2%, וזה חלש! להערכתנו, ב 2019 הצמיחה לנפש בישראל תהיה פחות מ- 1%. וזה כאשר התוצר לנפש בארה"ב הוא 60 אלף \$ ובישראל 40 אלף \$ בלבד. כלומר, יש עדיין פער של 50%.

**הבנק המרכזי האמריקאי רוצה ויפעל לאינפלציה של 2%, והעובדים שם רוצים עליית שכר של מעל 3%. תחת שני התנאים האלו, התוואי האידיאלי שם הוא: ריבית מוניטרית של 3%, תשואת אג"ח ממשלתית ל 10 שנים של +3.5%, הישגות בתעסוקה מלאה וצמיחה לנפש של 1.5%. שמשמעותה צמיחת תוצר של 2.2%. זהו התוואי החזוי והוא בר השגה! טראמפ לא הצליח לקלקל, ולא צפוי לקלקל אותו.**

להערכתנו, אין בועה בשווקי המניות. העליות משנת 2009 ועד היום היו לאחר נפילה של מעל 50% בתחילת המשבר של 2008, לפני 10 שנים. קצב העלייה של מדד ה S&P500 משנת 1995 עד השיא של 2018, 7.4%, בממוצע שנתי, אינו מייצג בועה, בפרט כשהמכפיל הצפוי לסוף 2019 הוא 18!!

## נראה שהספקולנטים מפחידים את שוקי ההון במערב, תוך שימוש בסינים

### סין – כלכלית, במרחק עצום מארה"ב

מדינת ענק עם 1.4 מיליארד נפש ותוצר של כ-14 טריליון \$ כמדינה, עדיין פרימיטיבית, עם תוצר לנפש של 10,000 \$. בממוני כוח קניה (PPP), התוצר לנפש הוא כ-18,000 \$. אולם זהו אומדן בעייתי במקצת, ולכן לדעתנו רמת החיים בפועל היא בתחום שבין שני האומדנים, נניח באמצע התחום.

מכל מקום המשמעות היא, שרמת התוצר לנפש בארה"ב גבוהה מזו שבסין בין פי 3.3 לבין פי 6. כדי לעכל עד כמה רמת החיים בסין נמוכה, דעו, שגם אם הסינים ימשיכו לצמוח בקצב שנתי של 5% לנפש, והאמריקאים יצמחו בקצב של 2% לנפש בלבד, ייקח לסין בין 40 ל-60 שנים בכדי להגיע לרמת החיים האמריקאית. **וואלה, איפה הסינים ואיפה אמריקה.**

כמחצית מהאוכלוסייה עדיין גרה בכפרים פרימיטיביים. המשטר דיקטטורי, עם שליט יחיד שולט בכל, ללא זכויות אזרח. החקלאות פרימיטיבית - 18% ממשקי הבית עוסקים בחקלאות ורק כ-15% מהשטח של סין משמש לחקלאות, עם בעיות של מים וזיהום. חקלאים אלו מנסים להאכיל את כל הסינים. בארה"ב, מועסקים בחקלאות רק 1.7% מהמועסקים, והם מאכילים את ארה"ב, ועוד עוזרים לאחרים, כולל הסינים.

בסין יש מעל 100 ערים של מעל 1 מיליון תושבים כ"א. אבל בסה"כ רק כ-50% מהאוכלוסייה היא עירונית ועדיין 50% מהאוכלוסייה חיים בכפרים פרימיטיביים. ייקח לסינים שנות דור להוציאם מהכפרים ולהעלות את רמת החיים שלהם.

הצבא הסיני מונה אומנם 2.3 מיליון חיילים, אבל תקציב הביטחון הסיני הוא כ-150 מיליארד \$. זאת לעומת 780 מיליארד \$ בארה"ב, עם 1.6 מיליון חיילים. אלו הם פערים עצומים.

רמת המינוע בסין עדיין מאוד נמוכה. בסין כ-200 מכונות לכל 1,000 איש מעל גיל 15. בישראל 540 מכונות ובארה"ב מעל 1,000. הסינים מייצרים וקונים 24 מיליון מכונות לשנה - כ-30% מהיקף היצור העולמי, אך רובן המוחלט הן מכונות Junk. הם לא קונים מכונות מאירופה או מארה"ב!

טעות נפוצה היא לראות בערים בייג'ין או שנחאי כמייצגות את סין. בייג'ין הבירה, מהווה מרכז פוליטי וכלכלי, וגרים בה 22 מיליון נפש, המהווים כ-1.6% מאוכלוסיית סין.

בשנחאי רבתי יש 24 מיליון בני אדם. התוצר לנפש שם כ-20 אלף \$, והיא המרכז הפיננסי, המסחרי והתעשייתי של סין. מרוכזת בה התעשייה הכבדה, כולל בניית אוניות ומכונות. בנוסף היא עיר הנמל הגדולה בעולם, עם תנועה של 30 מיליון מכולות לשנה (פי 10 מכל נמלי ישראל יחד). המרחק לבייג'ין הוא 1,200 ק"מ והרכבת שלהם עושה זאת ב 4 וחצי שעות.

**שנחאי היא לא סין, כמו שניו-יורק היא לא ארה"ב!**

### "פחד ורעדה" – ניסיונות להפיל את שוקי ההון בגלל סין נמשכים ללא הפסקה, ובמגוון צורות

ביום חמישי ה-03/01/19, החשש שכלכלת סין מאיטה מקצב צמיחה של 6.5% ל 6.3% הספיק כדי להפיל את מדד ה-S&P500 ב-2.5%! האבסורד הוא, שגם אם נניח שהקצב הצמיחה יירד ל 6%, ההשפעה שלו על כלכלת העולם היא אפסית - ירידה של 0.07% בצמיחה העולמית. כשהבינו את גודל האבסורד, חל למחרת תיקון של 3.4%!

יום קודם התפרסם, שמדד מנהלי הרכש של התעשייה הסינית ירד בדצמבר בכ-1%. אינדיקטור עקיף, שאולי רומז על ירידת הייצור התעשייתי שם. התוצאות מיוחסות גם להטלת המכסים האמריקאים על סין וגם להאטה טבעית בקצב הצמיחה הסיני, שהוא מאוד גבוה. גם נתון זה הפחיד את השווקים.

ביום שני בבוקר 31/12/18 הוכנס העולם לפחד זמני, כאשר **הנשיא הסיני Xi, החליט שהוא רוצה לספח את טאיוואן לסיין!!** החל חשש, ששלום העולם "בסכנה חמורה", בגלל הפלישה הצפויה של סין לטאיוואן. לכן, כבר מהבוקר החלו ספקולנטים למכור "חוזים" על מדד ה S&P500 והוא החל ליפול. כאשר אירופה התערורה, התגברו הירידות והמדד נפל ב 2%. למבוגרים שביננו היה ברור, כשמש בצהרי היום, שהסינים לא יעזו אפילו להתקרב לטאיוואן, כי אנו יודעים מהי טאיוואן לארה"ב. תוך פחות מיום האפיזודה נעלמה.

נראה שישנה מגמה ברורה "להפחיד" את השווקים באמצעות הסינים. הספקולנטים הופכים את הסינים למפלצות רעות, עם יכולות כלכליות ענקיות, ומצליחים להפחיד עולם שלם.

והסינים בסה"כ רוצים להגיע להסכם סחר חדש עם ארה"ב. הם מבינים שארה"ב מודעת לתלותם המלאה בייצוא לארה"ב, והם גם יודעים כמה קשה לשמור על קצב צמיחה של 6%. לכן הם מבינים שאין להם ברירה, אלא להתפשר עם טראמפ ולהתמקד בצמיחה.

מכאן, שכאשר יפסקו הספקולנטים להפחיד את החלשים והמסכנים, שנוהגים תמיד לקנות ני"ע ביוקר ולמכור אותם בזול, צפוי שקט יחסי וסביר להניח שרק אז תחדור התובנה:

**שנפילת מדד ה S&P500 בשלושת החודשים האחרונים בשיעור של 14% הייתה כנראה חסרת הגיון כלכלי.**

## אבד הקשר בין הכלכלה לשוק ההון

### הכלכלה בשנת 2018

על פי המדדים הכלכליים המקובלים, שנת 2018 הייתה שנה מאוד טובה לכלכלה האמריקאית ושנה סבירה לכלכלת אירופה ולכלכלת העולם. ברור שהמצב היום אינו דומה למצב בתקופת המשבר העולמי של סוף העשור הקודם. הטבלה להלן ממחישה זאת בצורה חדה.

הכלכלות של מרבית המדינות השתפרו מאוד בשנים האחרונות וניתן לומר שאירופה בשלבים האחרונים של היציאה מתקופת המשבר. ארה"ב השלימה לחלוטין את היציאה מהמשבר והיא במצב מאקרו כלכלי מעולה.

חשוב להתייחס לצמיחה לנפש ולא לסך הצמיחה, כיוון שקצב גידול האוכלוסייה באירופה נמוך מאוד. סה"כ הצמיחה לנפש בגוש האירו כ- 2% בדומה לארה"ב. דווקא ישראל בולטת לרעה בצמיחה לנפש!

### הפחד ונפילות הבורסות

בשלושת החודשים האחרונים אחזו בשווקי המניות, בכל העולם, **פחד ורעדה** (ראו לעיל). מדד ה-S&P500 נפל מנקודת השיא ב- 3/10/18, לנקודת השפל ב- 24/12/18, בכ- **20%**. הרקע לנפילות החדות היה החשש ממלחמת סחר בין סין לארה"ב, שהינו לדעתנו חשש שווא, המגלם חוסר הבנה **בסיסי** בכלכלות של ארה"ב וסין. ולא רק שלא היה היגיון כלכלי מאחורי הירידות, הן האיצו "ככדור שלג".

שתי הטבלאות כאן ממחישות בצורה חדה וברורה את חוסר ההיגיון הכלכלי של הנפילות. הכלכלות עצמן במצב סביר למדי, המכפילים נמוכים ואפילו בחלק נמוכים מאוד, ותשואות האג"ח נמוכות מאוד עד קיצוניות. אבל הרוב המכריע של המוכרים לא מודע ולא מבין את משמעות הטבלאות שהן בחזקת מידע גלוי.

### נתוני 2018 למדדי המניות ותשואות האג"ח

תשואת האג"ח** 10 שנים	מכפיל הרווח	% השינוי שנתי *	מדד המניות	תשואת האג"ח** 10 שנים
2.68%	17.1	-6.3%	S&P500	ארה"ב
1.27%	15.5	-12.3%	FTSE100	בריטניה
..	11.1	-27.2%	CSI300	סין
-0.01%	13.9	-14.9%	NIKKEI	יפן
0.24%	11.6	-18.0%	DAX	גרמניה
0.70%	14.6	-10.6%	CAC	צרפת
2.74%	..	-16.1%	FTSEMIB	איטליה
1.41%	12.7	-15.3%	IBEX 35	ספרד
2.26%	12.0	-3.0%	ת"א 35	ישראל

\* % השינוי במדד המניות. \*\* תשואות אג"ח ממשלתיות ל 10 שנים

עתה מסתמן, כי מלחמת הסחר לא תתרחש. וגם אם כן, ההשפעה שלה על העולם המפותח שולית, ועל ארה"ב שולית ביותר. ההשפעה על ארה"ב קטנה, כי הייצוא של ארה"ב לסין מזערי - רק 130 מיליארד \$. לעומת זאת, הייצוא של סין לארה"ב - כ- 550 מיליארד \$, ומהווה כ-4% מהתוצר הסיני. להערכתנו, הסינים יעשו הכל להגיע להסדר עם טראמפ.

מדד ה S&P500 עלה מתחילת השנה ב 1% והנאסדק 100 ב 1.5%. כלכלית, נראה לנו שהתיקון צריך להימשך.

### אומדנים לשנת 2018

אינפלציה	שיעור אבטלה	צמיחה לנפש	צמיחה	העולם
3.0%	7.3%	2.1%	3.2%	העולם
2.2%	3.7%	2.2%	2.9%	ארה"ב
1.9%	8.1%	1.9%	2.1%	גוש האירו
2.4%	4.1%	0.6%	1.2%	בריטניה
2.2%	3.8%	5.0%	6.5%	סין
1.4%	2.4%	1.4%	1.1%	יפן
2.3%	3.3%	1.3%	1.9%	גרמניה
1.9%	8.9%	1.3%	1.7%	צרפת
1.6%	10.6%	1.2%	1.1%	איטליה
1.7%	14.8%	2.6%	2.7%	ספרד
1.2%	4.0%	1.2%	3.2%	ישראל

הטבלה עולה, שאכן יש אינפלציה בעולם - בארה"ב, בסין ובאירופה, ואפילו בגוש האירו. קצב האינפלציה קרוב ל 2%. במצב זה ברור, שהריבית המוניטרית חייבת להיות מעל 2%.

התחזיות לשנת 2019 דומות לאומדנים של שנת 2018, והן הותאמו כלפי מטה לאחרונה, עקב החשש מהשפעת מלחמת סחר בינלאומית. כיוון שאנו מעריכים שלא תהיה מלחמת סחר, נראה לנו שהצמיחה ב-2019 תהיה גבוהה יותר מזו של 2018 וימשך השיפור בגוש האירו. במקביל נראה שהצמיחה בסין עדיין גבוהה מאוד, אך תרד לפחות מ- 6%.

## כלכלת ארה"ב, גוש האירו ויפן

### כלכלת ארה"ב ב 2019

כלכלת ארה"ב חזרה לתפקד באופן דומה לזה של אמצע שנות התשעים - תקופת "תור הזהב" שלה. אולם כיוון שקצב גידול האוכלוסייה ירד מ 1.2% ל 0.7%, ירידה של 0.5 נקודות האחוז, הרי שהצמיחה האופטימלית שהייתה 3% הינה עכשיו 2.5%, כלומר צמיחה לנפש של 1.8%.

#### תחזית מודלים לכלכלת ארה"ב

2020	2019	2018	
2.3%	2.6%	2.9%	צמיחה
4.0%	4.0%	3.9%	שיעור אבטלה
2.2%	2.2%	2.4%	אינפלציה
3.3%	3.0%	2.5%	ריבית מוניטרית*
3.4%	3.3%	3.2%	עליית שכר

\* סוף שנה

מבחינה מאקרו כלכלית, הצמיחה הצפויה לשנת 2019 הינה צמיחה "בריאה" לדעת כולם. אולם התחזיות המובילות היום הן שבשנת 2020 הצמיחה תירד ל 2%. להערכתנו, אלו הן תחזיות פסימיות, המשקפות את האישיות הבעייתית של טראמפ ומתעלמות מביצועי הכלכלה עצמה לאחר המשבר.

במציאות, כלכלת ארה"ב היא הכלכלה הגדולה היחידה שהשלימה את היציאה מהמשבר של 2008. להערכתי, ארה"ב נמצאת עתה כלכלית (לא פוליטית) "בתור הזהב" שימשך מספר שנים, והסבירות למיתון ב- 2020 נמוכה למדי, כיוון ש 2020 היא שנת בחירות. אם גם יגיעו להסכם על השקעות בתשתיות לאומיות, שארה"ב כה זקוקה להן כבר הרבה שנים, נראה שהשקעות אלו יאיצו משמעותית את הצמיחה בשנת 2020.

טראמפ כבר לא רוצה לפטר את יו"ר הפד פאול, שעשה את הדבר הנכון וההכרחי. טראמפ הבין, שאפילו הדיבור על כך מזעזעים את השווקים. מה גם שהוא לא יכול באמת לפטר אותו, ופאול, כדי להרגיע, אמר, שיבחן את ההתפתחויות האינפלציה לפני שימשיך בהעלאה.

השבתה זמנית של כשליש מהממשל אינו מצב נעים, והיא חלק מהסגנון הברוטלי של טראמפ. העלות של סגירת הממשל גבוהה, להערכתי, מעלות בניית החומה בשנתיים הקרובות, ולכן זו מלחמה פוליטית טיפוסית.

המסר החשוב ביותר שמעביר טראמפ לעולם כבר שנתיים הוא: **America First**, על כל המשתמע מכך. האם נכון

לארה"ב להתנהג כך? הנשיא האגדי פרנקלין רוזוולד חשב שכן, והבטיח במסע הבחירות בשנת 1940 שלא ישלח חיילים אמריקאים להילחם מחוץ לארה"ב. בשל כך הוא ניצח בבחירות. מלחמת העולם השנייה החלה ב 1939 וארה"ב נשארה ניטרלית יותר משנתיים, עד שיפן הפציצה את הצי שלה בפרל הרבור בדצמבר 1941. אז מה בדיוק רוצים מטראמפ ויציאתו מסוריה? ארה"ב תמיד הייתה בדלנית ותמיד הצליחו לגרור אותה בניגוד לרצונה למלחמות.

השפעת הסחר הבינלאומי על צמיחת התוצר האמריקאי לא מאוד גדולה, זאת עקב גודלה העצום של כלכלתה. סך כל יצוא הסחורות והשירותים של ארה"ב מהווה כ- 12% בלבד מסך התוצר (בישראל 30% מהתוצר), ולכן הרגישות המאקרו כלכלית של ארה"ב לשינויים בסחר הבינלאומי קטנה למדי.

כדי להמחיש את הרגישות הנמוכה, בחנו את ההשפעה של ירידה של 1% בצמיחה העולמית על הצמיחה בארה"ב. כלומר, במקום צמיחה עולמית של 3.5%, צמיחה של 2.5% בלבד. בהתאם לחישובים שלנו, ההשפעה על הצמיחה בארה"ב תהיה של כ- 0.1% בלבד, השפעה שולית ביותר!!

אז מדוע שוק ההון האמריקאי מזדעזע כל כך? התשובה: הפחד הוא שטראמפ מזעזע את העולם לכיוונים לא צפויים.

### כלכלת גוש האירו

מבחינת הצמיחה לנפש, מצב גוש האירו סביר למדי (ראו טבלה עמוד 2 לעיל). אולם האבטלה בה גבוהה והריבית בה נמוכה בצורה קיצונית, 0.05%, שאינה תורמת דבר. בקלאסיקה זו "מלכודת הנזילות" – מצב בו הורדה של הריבית לא משפיעה על התנהגות האנשים. קצב האינפלציה במדינות הגוש קרוב ל 2%, ולכן קשה להבין למה התשואה הנומינלית על אג"ח ממשלתי בגרמניה וצרפת נמוכה כל כך. בספרד ואיטליה התשואה יותר סבירה, וזאת למרות האבטלה הגבוהה שם. הגוש עדיין בטלטה, כיוון שבריטניה לא יודעת מה בדיוק היא רוצה, יוון עדיין במשבר, וכמוה גם איטליה. זהו גוש מאוד לא הומוגני, שהשולטת בו היא עדיין גרמניה.

### כלכלת יפן

מדינה שונה ומוזרה שלא ניתן להשוותה למערב. זו מדינה גדולה (128 מיליון נפש), עשירה (תוצר של 5.5 טריליון \$), עם תשתיות לאומיות ברמה מאוד גבוהה. 28% מתושביה הם מעל גיל 65 (בישראל 10%), והאוכלוסייה קטנה בקצב של 0.4% לשנה. התוצר לנפש גדל ב 1.4%; האינפלציה 1%; שיעור אבטלה 2.4%; והתשואה על אג"ח ממשלתי שלילית אפילו ל 10 שנים. מכפיל הרווח של הניקיי, שהיה 40 ונראה ליפנים "סביר", עומד עכשיו על 14 בלבד.

ד"ר יעקב שיינין, 06 בינואר 2019

## מדד מניות ה S&P500 – לא בועתי

והנומינלית על 5%. כך, בהנחה שמרנית של שיעור רווח קבוע מההכנסות, הרווח של חברות ה S&P500 יעלה בכ- 5%. כדי לחזור למכפיל 18, שהוא לדעתנו שמרני לתקופה זו, המשמעות היא עליית מדד ה S&P 500 מהרמה הנוכחית בשיעור של כ- 25%. כאמור, תיקון כזה יכול להיות מהיר או איטי, אבל "בסוף הכלכלה מנצחת".

מדד ה - S&P500, מאז בחירתו של טראמפ



אנו מניחים שהאפקטיביות של מדיניות ממשל טראמפ על הכלכלה נמוכה, למרות כל "הרעשים", והיא צפויה אף לרדת בשנתיים הקרובות. ככל שנתקרב לנובמבר 2020, מועד הבחירות לנשיאות בארה"ב, האפקטיביות של הממשל תקטן ומעמדו של הקונגרס יעלה.

לכן אנו מעריכים שכלכלת ארה"ב לא תפגע משמעותית מעובדת היות טראמפ נשיא ארה"ב תקופה של 4 שנים. מובן שאם פילוסופיית טראמפ תימשך לאורך זמן, כלכלת ארה"ב תפגע, אבל לדעת הרוב, טראמפ הוא אפיזודה זמנית.

**לסיכום**, להערכתנו ארה"ב נמצאת עכשיו, כלכלית "בתור הזהב" שלה: מבחינת צמיחה, תעסוקה, שכר, ורווחיות החברות. ולכן להערכתנו אין בועה בשוקי המניות. העליות משנת 2009 ועד היום היו לאחר נפילה של מעל 50% בתחילת המשבר, לפני 10 שנים. המשמעות המתמטית היא, שנדרשת עלייה של 100% רק כדי לחזור לנקודת המוצא!! לכן קצב עלייה שנתי ממוצע של מדד ה S&P500 משנת 1995 עד השיא של 2018 של 7.4% אינו מייצג בועה, בפרט שהמכפיל הצפוי לסוף 2019 הוא 18!!

## וולסטריט – שוק המניות

מכפיל הרווח של מדד ה S&P 500 עומד עכשיו על 17.3. בהתחשב ברווח הכולל של 2018, שיוודע רק במרץ השנה, המכפיל הוא, כנראה, כ 16 בלבד. זהו מכפיל נמוך מאוד לכלכלה במצבה הנוכחי של הכלכלה האמריקאית.

תשואת הרווח על פי מכפיל זה היא 6.0%. לעומתה, תשואת "אג"ח ממשלת ארה"ב ל 10 שנים היא רק 2.6%. תחת הנחה שתשואת האג"ח של ממשלת ארה"ב היא תשואת חסרת סיכון לטווח ארוך, יש כעת פער של 3.4 נקודות האחוז בין תשואת הרווח הצפויה, לפי הרווח ב- 2018, לבין התשואה חסרת הסיכון. זהו פער גדול, שאינו הגיוני על בסיס כלכלי. הפער ההיסטורי הממוצע עמד על כ- 1 נקודת האחוז בלבד.

להערכתנו, ההסתברות ש- 2019 תהיה שנת מיתון נמוכה מאוד ועומדת על פחות מ- 10%. זו רמת סיכון שתמיד תהיה קיימת (אין וודאות). תסריט המקרה הפסימי הרלוונטי להערכתנו, לשנת 2019 היא צמיחה של 2%, במקום 2.5% - 2.8%. לתסריט זה אנו נותנים הסתברות של 25%. אבל גם אם זה יתרחש תסריט פסימי זה, רווחיות החברות לא צפויה להיפגע ואף צפויה לעלות (לפחות נומינלית, עם אינפלציה של כ- 2.5%). כלומר, כדי לחזור למכפיל 18, הנראה סביר יותר לתקופה זו, על מדד ה S&P 500 לעלות ביותר מ 20%. מתי זה יקרה וכמה זמן זה ייקח? כאן גלום הפער הגדול בין כלכלה לבין התנהגות השווקים. אנו ככלכלנים בעלי ניסיון מאמינים שבסוף "הכלכלה מנצחת"!

מינואר 1996 עד אוקטובר 2018 (השיא)

עלה מדד ה- S&P500 ב- 6.9%, בממוצע שנתי



במקרה הסביר, שלו אנו נותנים הסתברות של 75%, אנו מעריכים שהצמיחה הריאלית בשנת 2019 תעמוד על 2.6%

## הריבית המוניטרית בתוואי סביר – תשואות האג"ח הממשלתית, לא !

### הריבית המוניטרית

לדעת הבנק הפדרלי ומרבית הכלכלנים מהתחום המוניטרי, הריבית המוניטרית הנורמלית, המתאימה לקצב אינפלציה של 2%, היא 3%. משמעותה - ריבית ריאלית של 1%.

כאשר המשק נמצא ביעד האינפלציה, בקצב של 2% לשנה, ריבית מוניטרית של 3% מכונה גם ריבית ניטרלית. ישנם המגדירים ריבית ניטרלית כטווח שבין 2.5% לבין 3.5%. לכן, רק עכשיו הריבית המוניטרית נכנסה לקצה התחתון של תחום הריבית הניטרלית. המהלך האחרון של הפד, העלאת הריבית ל 2.5%, היה חייב להתבצע, וכל השהיה נוספת הייתה עלולה לגרום לתהליכים אינפלציוניים, שהמחיר בגינם עלול להיות גבוה יותר.

בנוסף, ברור לכלכלנים מתחום המאקרו כלכלה, שבמצבו של המשק האמריקאי היום - תעסוקה מקסימלית, קצב צמיחה של 2.5% מעל 2.5% וקצב אינפלציה העומד על 2.4%, הריבית המוניטרית צריכה להיות לפחות באמצע הטווח של הריבית הניטרלית, כלומר 3% לפחות.

זו הסיבה שהפד הודיע, שהוא מתכנן עוד 2 העלאות ב-2019, כדי להגיע ליעד של 3%. נכון שבסוף השבוע פאול אמר, כדי להרגיע, שיבדוק את הצורך בהעלאות. ברור שיבדוק !

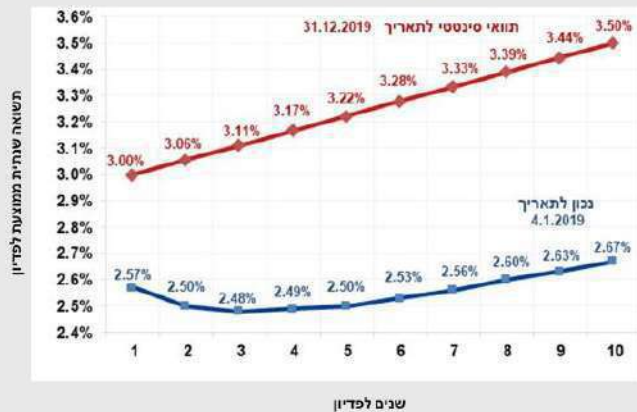
### התשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב

נראה ברור, שאם בתוך שנה הריבית מוניטרית תעמוד על 3%, תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים תעמוד על 3.5% לפחות - פער מינימלי של 0.5 נקודת האחוז בהשוואה לתשואה של אגרת לשנה. להערכתנו, סביר יותר שהפער יהיה של 1 נקודת האחוז, והתשואה על אג"ח ל 10 שנים תגיע ל- 4.0%. נכון שהיום התשואה היא רק 2.67%, אבל זה חלק מהטראומה של הנפילות החדות שהיו בבורסות.

להערכתנו, תקופת ההפנמה של השוק את השינוי מסביבת ריבית אפס, עלולה להיות ארוכה. אבל התשואה כבר הייתה 3.22% בתחילת נובמבר (לפני חודשיים ימים). הייתה זו המפולת במניות, שהביאה לחשש ממיתון בעוד שנה, שיביא מצידו להפחתת הריבית המוניטרית ל 2%. כרגיל זו פניקה רגילה וידועה, שלא צפויה לה השפעה רבה בעוד מספר חודשים.

### עקום התשואות בארה"ב

העקום ב- 4.1.2019 וחזואי סינטי של העקום הצפוי ע"פ מודלים לטווח שנת 2019



המצב היום, בו הפער בתשואות אג"ח ממשלת ארה"ב לשנתיים, לבין תשואת האגח ל 10 שנים עומד על 0.16 נקודות האחוז בלבד הוא קיצוני ביותר וחסר כל הגיון כלכלי. יותר מכך, התשואות על אג"ח ממשלת ארה"ב ל- 5 שנים עומדות עתה על 2.5%, כמו הריבית המוניטרית לילה אחד. זהו אבסורד שקשה להאמין שקיים. לכן, להערכתנו, הוא יעלם בתוך מספר חודשים.

בעגה המקצועית עקום התשואות עכשיו הוא שטוח !!! אבל דווקא עכשיו הוא צריך, לדעתנו, להיות עם שיפוע חיובי חזק. מתי עקום התשואות נוטה להיות שטוח ? כאשר הריבית המוניטרית גבוהה מאוד בהשוואה לריבית נורמלית / ניטרלית. זה אינו המצב כעת, בוודאי בקצב אינפלציה של מעל 2%.

כאשר יש חשש מאינפלציה גבוהה, הפד מעלה זמנית את הריבית המוניטרית, אבל התשואה לטווח ארוך לא נוטה לעלות במקביל, כי ברור שהריבית הגבוהה הינה תופעה זמנית. כך היה באמצע 2000. הצמיחה אז הייתה מעל 3.5%, שיעור האבטלה ירד ל 3.8%, האינפלציה הייתה 3.4% והפד, שחשש מעליית האינפלציה, העלה את הריבית המוניטרית בקיצוניות, מ 5% ל 6.5% בתוך שנה !! מאחר שברור היה כי העלאת ריבית לרמה כה גבוהה תהיה זמנית, התשואה על אגח ממשלת ארה"ב ל 10 שנים עמדה על 6%, והעקום היה זמנית עם שיפוע הפוך !!

**חייב להיות ברור לכל מי שמתמצא במאקרו כלכלה שהמצב הכלכלי היום הפוך מהמצב שהיה בשנת 2000.**



## הבהרה ואזהרה

### 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 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 וזרות **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

## כלכלת ישראל במסלול האטה

### התוואי הצפוי: האטה בצמיחה, עלייה באינפלציה, החלשות השקל, ועליה בריבית

נתוני הלמ"ס שפורסמו אתמול, מצביעים על כך, שכלכלת ישראל במסלול האטה. הצמיחה שעמדה על 4% בשנת 2016, ירדה ל- 3.5% בשנת 2017 ואת שנת 2018 סיימה ב- 3.2%.

### להערכתנו, בשנת 2019 צפויה הצמיחה לרדת ל 2.7% ואולי אף פחות.

כאשר האוכלוסייה גדלה בקצב שנתי של 2%, צמיחה של 3.2%, משמעותה רק 1.2% לנפש. זאת לעומת צמיחה לנפש של 2.7% הצפויה בארה"ב השנה. כלומר הפער בתוצר לנפש המגיע כבר היום לכ- 50% בין ארה"ב לישראל, צפוי לגדול בשנת 2019 לכ 53%.

המשק נמצא היום בתעסוקה מלאה, עם שכר ראלי שגדל ב 3%, אבל פריון שגדל בכ- 1% בלבד. זהו תוואי שלא יוכל להמשך לאורך זמן.

ההשקעות הריאליות במכונות וציוד בענפי המשק ירדו בשנת 2018 בכ- 1%, ומהוות עתה רק 4.2% מסה"כ התוצר. להערכתנו שיעור ההשקעות מהתוצר היה צריך להיות כפול לפחות!

בשער החליפין הנוכחי הרווחיות נמוכה מאוד. לכן אין מספיק השקעות בענפי המשק, הפריון נמוך והצמיחה נחלשת. פועל יוצא הוא הכנסות לא מספקות לממשלה וגידול בגירעון. תוואי התדרדרות זה צפוי להימשך גם לשנת 2020.

אובדן רווחיות גורם לכך שהייבוא גדל הרבה יותר מהר מהייצוא והעודף במאזן התשלומים, שהיה 16 מיליארד \$ בשנת 2015, יורד בהדרגה. בשנת 2018 עומד העודף על כ- 5 מיליארד \$ בלבד. להערכתנו, בשנת 2019 העודף צפוי להעלם ובשנת 2020 כבר יהיה גירעון במאזן התשלומים.

מצב זה יביא, גם ללא כל התערבות ממשלתית, לפיחות השקל, שיביא מצדו, יחד עם עליות השכר גבוהות מהפריון, לעלייה באינפלציה לקצב של מעל 2%, כבר ב- 2019.

במצב זה יאלץ בנק ישראל להאיץ את העלאת הריבית, הנמצאת עדיין ברמה נמוכה באופן קיצוני של 0.25% בלבד, לרמה סבירה של 3%. קצב העלייה חייב להיות מהיר יחסית - לרמה של 1.5% עד סוף השנה, ול- 3% עד סוף 2020. ריבית מוניטארית של 3% צפויה, לדעת הפד, להיות כבר בסוף 2019.

כלומר, אנו מעריכים כי תהיינה 5 העלאות ריבית לפחות, של 0.25 נקודות כל אחת, עוד במהלך השנה. לכן סביר להניח, שהעלאת הריבית הראשונה, ל- 0.50%, תהיה כבר בהחלטת הריבית הראשונה, ב- 7 לינואר.

עליית הריבית בשבוע הבא, תביא להערכתנו להתפקחות בשוק ההון והתשואות על האג"חים תתחלנה לעלות בצורה משמעותית תוך גרימת הפסדי הון.

להערכתנו, למרות עליית התשואות באג"חים, ממוצע שערי המניות הגדולות (מדד תל אביב 35), לא צריך כלכלית לרדת, כיוון שמכפיל הרווח הנוכחי נמוך למדי ועומד על 12 בלבד. מכפיל זה משמעותו תשואת רווח של מעל 8%, כאשר התשואה באג"ח מדינה שקלי ל 10 שנים עומדת עתה על 2.28% בלבד. וגם אם תעלה התשואה אל מעל 3.5% בתוך שנה, הפער לטובת תשואת הרווח הגלום במדד ת"א 35, יישאר גדול מאוד.

### תחזית מודלים כלכליים לשנת 2019

2019	2018	
2.7%	3.2%	צמיחה
2.0%	1.2%	אינפלציה
3.0%	3.0%	שכר ריאלי
7.0%	7.6%	פיחות השקל ביחס ל \$ (סוף שנה)
4.00	3.75	ש"ח, שקל לדולר (סוף שנה)
1.50%	0.25%	ריבית מוניטארית (סוף שנה)
3.00%	2.28%	תשואת אג"ח ממשלתי שקלי *
4.0%	3.4%	הגירעון הממשלתי הכולל **
0.7%	1.2%	צמיחה לנפש
1.0%	1.0%	פריון עבודה

\* לפדיון בעוד 10 שנים. התשואות לסוף שנה  
\*\* של "הממשלה הרחבה", באחוזים מתוך התוצר

## כלכלת ישראל במסלול האטה

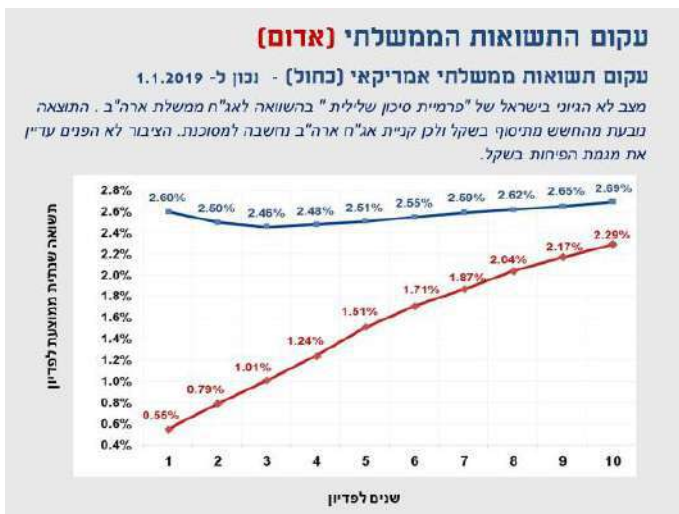
### האג"ח בישראל

בשנת 2018 ירד מדד האג"ח הקונצרני הכללי ב-1.8%, ומדד התל בונד גלובל (שכולל את החברות האמריקאיות שגייסו בישראל) ירד ב-12.7%. אולם ירידות לא היו רק נחלת האג"ח הקונצרני: מדד אג"ח ממשלתי ירד ב-1.3%, להפתעת המשקיעים, שפונקו בעליות בשנים האחרונות ולא ראו בירידות באג"ח הממשלתי אפשרות ריאלי.

יוצאות מן הכלל היו האגרות החוב הצמודות הקצרות, אשר סיימו בתשואות חיוביות צנועות, עקב עליית קצב האינפלציה מעבר לצפי של מרבית המשקיעים.

נכון לעכשיו צפיות המשקיעים בשוק ההון, כפי שמתבטאות במחירי האג"ח, הן לעלייה של 0.5% בריבית המוניטארית. כאמור, אנו מעריכים כי קצב האינפלציה יעמוד על כ-2%, וייגזר ממנו קצב עליות בריבית מהיר הרבה יותר. לכן אנו מעריכים כי רמות התשואות הנוכחיות, הן באג"ח הממשלתי והן באג"ח הקונצרני, עדיין נמוכות מהסביר, וכי מגמת העלייה בתשואות בארץ תימשך בצורה חדה גם במהלך 2019.

### עקום התשואות



### שנת 2019 שנת בחירות ולאחריה?

התוואי לשנת 2019, המוצג בטבלה לעיל, הינו תוצאה ישירה של היותה שנת בחירות. עד שתקום ממשלה חדשה, שתחליט על המדיניות הכלכלית הרצויה למשק, כבר תחלוף לה 2019 (לשנת 2019 יש תקציב שאושר במרץ 2018, אך בחלקו כבר אינו רלוונטי למציאות של היום).

**הבחירות צפויות** ב 9 באפריל, 10 ימים לפני חג הפסח. גם אם נניח שתקום ממשלה חדשה, יציבה וחזקה לקראת סוף מאי, צפו לקחת לשר האוצר החדש לפחות 60 יום, עד סוף יולי, כדי לגבש תכנית כלכלית ותקציב לשנת 2020, ואז מגיעים ברצף ידוע ומוכר חופשת הקיץ וחגי תשרי!! ולכן שנת 2019 תתנהל על פי התקציב שאושר, בהתאמות קלות.

כאמור, תוואי הצמיחה נמצא במגמת שחיקה. רק אם תקום ממשלה חזקה ויציבה, בעלת אוריינטציה כלכלית לטווח ארוך, שנת 2020 יכולה להיות שנת היפוך מגמה

אבל היפוך מגמה יקרה רק אם תהיה מדיניות של עידוד השקעות גדולות בענפי המשק, יחד עם השקעות בהיקף רחב מאוד של הממשלה בתשתיות לאומיות. ההשקעות בתשתיות הלאומיות הן ברכבת ישראל (במקום 4 מיליארד שקלים נדרשים 12 מיליארד לפחות), בקידום הרכבת הקלה בשני קווים נוספים (הירוק והסגול), ובהאצת תכנון המטרו של תל-אביב. בנוסף נדרשת בניה מואצת של מתקני התפלת מים והאצת ההשקעות בפיתוח מערכות ההולכה של חשמל, וצנרת גז למפעלים בארץ. וכמובן, המשך מואץ של השקעות בכבישים ומחלפים.

כדי לממן השקעות ענק אלו, הממשלה תהיה חייבת להנפיק אג"ח ממשלתי לזמן ארוך, 10 – 30 שנה, והדבר יביא לעלייה בתשואות, כמו גם לגידול של עוד 1% תוצר בגירעון!

כלומר, הגירעון הצפוי של הממשלה הרחבה יצטרך לעמוד על 4.5 אחוזי תוצר, כדי שניתן יהיה לבצע את ההשקעות המינימליות בתשתיות הלאומיות, שיאפשרו לסגור את הפער יחסית למדינות ה OECD בתוך 10 – 15 שנים.

## כלכלת ישראל במסלול האטה

### 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 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 וזרות 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.

נכון לעכשיו עקום התשואות הממשלתי השקלי מושפע באגרות הקצרות מעיקר מהצפיות לעלייה בריבית, ובאגרות הארוכות – בעיקר מהתנהגות האג"ח הממשלתי האמריקאי.

כתוצאה מהעלאת הריבית בארץ לפני כחודש ומהשתטחות העקום האמריקאי, גם עקום התשואות הממשלתי שקלי הפך שטוח יותר. עם זאת להערכתנו, עצירת תהליך התיסוף של השקל, העלייה באינפלציה והקצב המואץ (יחסית לצפיות השוק) הצפוי בהעלות הריבית המוניטארית יביאו להשתטחות נוספת, תוך עלייה בתשואות של האג"ח הקצרות ל-1.75% בסוף השנה, ושל האג"ח ל-10 שנים ל-3.0% בסוף השנה.

### שער החליפין של השקל

העודף במאזן השלומים, שעמד על שיא של 16 מיליארד \$ בשנת 2015, ירד בהדרגה ובשנת 2018 הוא צפוי לעמוד על 5 מיליארד \$ בלבד. חמור מכך, אנו צופים שהעודף יעלם לחלוטין בשנת 2019 ויהיה שלילי בשנת 2020. תוואי זה מקורו בכך שהייצוא של סחורות ושירותים גדל בכ-4% בשנת 2018 ואילו יבוא סחורות ושירותים גדל ב-7.6%.

תוואי זה התרחש עוד לפני שהחל הגידול המסיבי הנדרש בהשקעות במכונות וציוד במשק, לצורך הגדלת כושר היצור. אנו מעריכים שחסרים היום מעל 70 מיליארד \$ להשקעות בענפי המשק במטבע חוץ.



## להערכתנו, התרסקות ה-S&P500, אינה מסיבה כלכלית, אלא מהפחד מטרמפ

### ממשל טראמפ והפחד

מדד ה-S&P500 ממשיך ליפול, ונכון ליום שישי בלילה הוא השלים ירידה של 17% מהשיא של תחילת אוקטובר 2018. מתחילת השנה ירד המדד ב-9.6%. נתון זה כשלעצמו קשה, למרות שידוע כי שערי המניות שעולים גם יורדים.

המיוחד בירידות החדות הפעם הוא חוסר ההיגיון הכלכלי הבולט (ראו עמוד משמאל). במקרה זה, המשק האמריקאי במצב טוב למדי, וטראמפ, לאחר שנתיים מלאות, כמעט שלא משפיע על הכלכלה (מלבד הורדת מס חברות שתרמה). טראמפ באמת חושב שהוא משפיע לטובה על הכלכלה, והוא משוכנע שהפד משפיע עכשיו לרעה!

ברור שהאופי והאישיות של טראמפ לא מתאימים למנהיג העולם החופשי. טראמפ נראה "שלפן" חסר תקנה ושטחי. הרושם העז שהוא משאיר, כאשר עוקבים אחריו בשנתיים האחרונות, הוא של אדם חסר השכלה וידע, שאינו מבין בכלכלה, ביחסים בינלאומיים, בביטחון, ובניהול מערכות. בתו וחתנו, לכאורה אנשים מלומדים ועתירי הניסיון, הם היועצים הקרובים "שבחצר המלך". נאומיו ודבריו בפגישות עם התקשורת דלים מאוד, ללא היגיון, מונעים ע"י אמוציות וחסרי כל השראה. וואלה, לא זכור נשיא ארה"ב כה עלוב ב-100 השנים האחרונות.

אבל כיוון שמנהיגי העולם האחרים אינם מעוררי השראה, אינם מוערכים ובוודאי שאינם נערצים, טראמפ לא בולט לרעה, באופן יחסי. בצרפת יש הפגנות; הבריטים עוד לא החליטו אם הם אירופאים, או סתם אי קטן באוקיינוס; הגברת מרקל הגרמנייה הולכת הביתה, ולא ברור מה יבוא אחריה; גם האיטלקים לא החליטו לאן פניהם; ארדואן הטורקי ממשיך בניסיונותיו להפוך לפוטין, אבל בסגנון טראמפ; הצרות ברוסיה גדולות מאוד, ומדינות מזרח אירופה גם מחפשות מנהיגים.

ארה"ב אינה נלחמת היום בשום מקום בעולם. היציאה החפוזה מסוריה מצביעה על תופעת הבדלנות, המאפיינת אותה, ובמיוחד את טראמפ. אבל מבחינת אמצעי לחימה, ארה"ב עודנה המעצמה היחידה בתבל, ואין מדינה שמתקרבת ליכולותיה (תקציב ההגנה האמריקאי גדול מתקציב ההגנה המצרפי של 6 המדינות הגדולות אחריה).

אין באמת מלחמת סחר בינלאומית, ומדינה אחר מדינה מוכנה לשפר את הסכמי הסחר הבינלאומי לטובת ארה"ב, ולו רק כדי להימנע מחיכוך עם טראמפ. כך עשתה מקסיקו, כך קנדה וכנראה כך תעשה סין. קשה יהיה לדיקטטור השולט בסין להמשיך לשמור על שקט בצמיחה נמוכה מ-6%.

### כלכלת ארה"ב והעולם

כלכלת ארה"ב חזרה לתפקד בצורה דומה לזו של אמצע שנות התשעים - תקופת "תור הזהב" של כלכלת ארה"ב.

מבחינה מאקרו כלכלית: צמיחה של מעל 3%, שמשמעותה כ-2.5% צמיחה לנפש; שיעור אבטלה נמוך מאוד של כ-3.7%; אינפלציה של 2.2%; מחירי נפט שחזרו לשפיות - מחיר חבית ברנט \$ 54 (זמנית רק \$ 45.7 לחבית נפט WTI, כי יש בעיה של העברת הנפט ממרכז היבשת לחוף); רווחיות חברות גבוהה מאוד, וצפויה להמשיך להיות גבוהה; והחשוב מכל, הריבית המוניטרית חזרה סוף סוף לטריטוריה השפוייה כלכלית - 2.5%, עם צפי להגעה לרמה של 3% בתוך פחות משנה.

טראמפ רוצה לפטר את יו"ר הפד פאול, שעשה את הדבר הנכון וההכרחי. אבל טראמפ לא מבין, שאפילו הדיבור על כך מזעזע את השווקים. מה גם שהוא לא יכול באמת לפטר אותו, ופאול אפילו לא סופר את טראמפ!

השבתה זמנית של כשליש מהממשל לא באמת תפגע בכלכלה, אלא בעיקר "בדייר של הבית הלבן", שמתעקש לבנות חומה על הגבול עם מדינה ידידותית מאוד (כאילו הייתה החמאס בעזה).

אבל והחשוב ביותר יחסית לשאר העולם הוא, שארה"ב חזרה להיות "אמריקה" - ובשפת המקור: "Only In America" על כל המשתמע מכך. אירופה, יפן, סין, הודו, ברזיל ואחרות, נמצאות הרבה מאחור.

כלכלת ארה"ב היא הכלכלה הגדולה היחידה שיצאה מהמשבר של 2008, וזה כאשר אירופה מצויה עוד בתוכו, עם צמיחה נמוכה, אבטלה גבוהה, וריבית נמוכה בצורה קיצונית, שנחשבת לבלתי סבירה כלכלית.

סחר בינלאומי לא כל כך חשוב לארה"ב, עקב גודלה העצום מבחינת התוצר. סך כל יצוא הסחורות והשירותים שלה מהווה כ-12% מסך התוצר! (בישראל הקטנה הייצוא מהווה 30% מהתוצר). לכן הרגישות של כלכלת ארה"ב לשינויים בסחר הבינלאומי קטנה למדי.

אז אם כל זה נכון מדוע שוק ההון האמריקאי מזדעזע כל כך? התשובה בשתי מילים "הפחד מטרמפ", שהולך ומתגבר. פחד זה אינו רציונלי כאשר הידיים החלשות מוכרות והידיים החזקות קונות.

## להערכתנו, התרסקות ה-S&P500, אינה מסיבה כלכלית, אלא מהפחד מטרמפ

### וולטריט – שוק המניות

מכפיל הרווח של מדד ה S&P 500 עומד עכשיו על 16.5. זהו מכפיל נמוך מאוד לכלכלה במצבה הנוכחי של הכלכלה האמריקאית.

תשואת הרווח על פי מכפיל זה היא 6.0%. לעומתה, תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב ל 10 שנים היא רק 2.8%. אם לוקחים את תשואת האג"ח של ממשלת ארה"ב כתשואה חסרת סיכון לטווח ארוך, אזי קיים היום פער של 3.2 נקודות האחוז בית תשואת הרווח ב- 12 החודשים האחרונים לבין התשואה חסרת הסיכון. זהו פער גדול מאוד, שאינו הגיוני על בסיס כלכלי. הפער הממוצע עומד על כ- 1 נקודת האחוז בלבד.

להערכתנו, רווחיות החברות אינה צפויה לרדת בשנת 2019. הערכות היום הן, שהמכפיל שמגלם שווי השוק הנוכחי לגבי אומדן הרווח לשנת 2018 הוא **14.8**. כלומר, תשואת רווח של **6.7% !!**

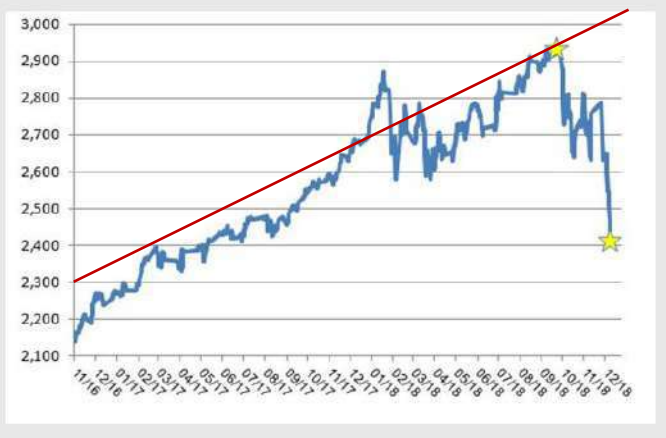
להערכתנו, ההסתברות ש- 2019 תהיה שנת מיתון נמוכה מאוד ועומדת על פחות מ- 10%, וזו רמת סיכון שתמיד תהיה קיימת (אין וודאות). תסריט המקרה הפסימי הרלוונטי להערכתנו, לשנת 2019 היא צמיחה של 1.5%, במקום 2.5%. לתסריט זה אנו נותנים הסתברות של 25%. אבל גם אם זה יהיה תסריט פסימי זה, רווחיות החברות לא צפויה להיפגע ואף צפויה לעלות במקצת (לפחות נומינלית, עם אינפלציה של 2.5%). כלומר, כדי לחזור למכפיל 18 הנראה סביר ביותר לתקופה זו, על מדד ה S&P 500 לעלות ביותר מ 20%. מתי זה יעשה זאת וכמה זמן זה ייקח? כאן גלום הפער הגדול בין כלכלה לבין פסיכולוגיה של השווקים. אנו ככלכלנים בעלי ניסיון מאמינים שבסוף "הכלכלה מנצחת"!

מינואר 1992 (26.5 שנים) עלה מדד ה S&P500 ב 570%, כ- 7.4% בממוצע שנתי (+דיבידנד)



במקרה הסביר, שלו אנו נותנים הסתברות של 75%, אנו מעריכים שהצמיחה הריאלית בשנת 2019 תעמוד על 2.5%, והנומינלית על 5%. כך שבהנחה שמרנית של שיעור רווח קבוע מההכנסות, הרווח של חברות ה S&P500 יעלה בכ- 5%. ואז כדי לחזור למכפיל 18, שהוא לדעתנו שמרני ביותר לתקופה זו, המשמעות היא עליית מדד ה S&P 500 מהרמה הנוכחית בשיעור של כ- 25%. כאמור, תיקון כזה יכול להיות מהיר או איטי, אבל בסוף הכלכלה מנצחת.

מדד ה - S&P500, מאז בחירתו של טראמפ



אנו מניחים שהאפקטיביות של ממשל טראמפ תרד בשנתיים הקרובות, וככל שנתקרב לנובמבר 2020, מועד הבחירות לנשיאות בארה"ב, האפקטיביות של הממשל תקטן ומעמדו של הקונגרס יעלה.

לכן אנו מעריכים שכלכלת ארה"ב לא תפגע משמעותית מעובדת היות טראמפ נשיא ארה"ב בתקופה של 4 שנים.

## להערכתנו, התרסקות ה-S&P500, אינה מסיבה כלכלית, אלא מהפחד מטרמפ

### הריבית המוניטרית

לדעת הבנק הפדרלי ומרבית הכלכלנים מהתחום המוניטרי, הריבית המוניטרית הנורמלית, המתאימה לקצב אינפלציה של 2%, היא 3%. משמעותה - ריבית ריאלית של 1%.

כאשר המשק נמצא "בשיווי משקל", ריבית מוניטרית של 3% מכונה ריבית ניטרלית. ישנם המגדירים ריבית ניטרלית כטווח שבין 2.5% לבין 3.5%. לכן, רק עכשיו הריבית המוניטרית נכנסה לקצה התחתון של תחום הריבית הניטרלית. המהלך האחרון של הפד, כשהעלה את הריבית ל 2.5%, היה חייב להתבצע, וכל השהיה נוספת הייתה עלולה לגרום לתהליכים אינפלציוניים, שהמחיר בגינם עלול להיות גבוה יותר.

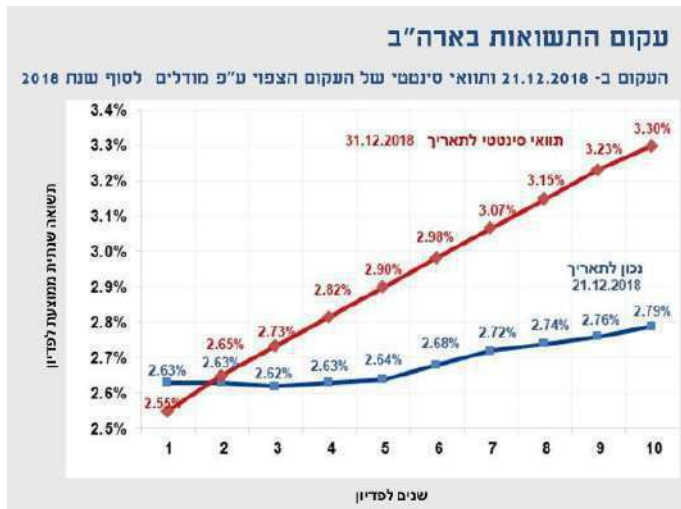
בנוסף ברור לכלכלנים המבינים במאקרו כלכלה, שבמצבו של המשק האמריקאי היום - תעסוקה מקסימלית, קצב צמיחה של מעל 2.5% וקצב אינפלציה העומד על 2.5%, הריבית המוניטרית צריכה להיות לפחות באמצע הטווח של הריבית הניטרלית, כלומר 3% לפחות.

זו הסיבה שהפד הודיע שהוא מתכנן עוד שתי העלאות ריבית בשנת 2019, כדי להגיע ליעד של 3.0%.

### התשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב

במצב המתואר לעיל ברור, שאם בתוך שנה הריבית המוניטרית תעמוד על 3%, תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים תעמוד על 3.5% ותגלם פער מינימלי של 0.5 נקודת האחוז בהשוואה לתשואה לשנה. להערכתנו, סביר יותר שהפער יהיה של 1 נקודת האחוז. במקרה כזה התשואה על אג"ח ל 10 שנים תגיע ל- 4.0%.

להערכתנו, תקופת ההפנמה של השוק את השינוי מסביבת ריבית אפס צפויה להיות ארוכה. לכן אנו מעריכים, שהתשואה היום על אג"ח ל-10 שנים צריכה לעמוד על 3.3% (להזכיר, הריבית המוניטרית היא כבר 2.5%), ועלייה מעבר לכך תהיה בכפוף לעלייה בריבית המוניטרית.



המדהים הוא שהתשואות של אגח ממשלת ארה"ב ל 10 שנים נפלו מ 3.2% (תחילת אוקטובר) ל 2.8%, ולמרות שהפד צופה ריבית מוניטרית הועלתה ל- 2.5%, ולמרות שהפד צופה ריבית מוניטרית של 3% בסוף 2019.

המצב שבו הפער בתשואות אגח ממשלת ארה"ב בין 2 שנים ל 10 שנים עומד על 0.12 נקודות האחוז בלבד הוא קיצוני ביותר וחסר כל הגיון כלכלי.

בעגה המקצועית עקום התשואות עכשיו הוא שטוח !!! אבל דווקא עכשיו הוא צריך, לדעתנו, להיות רגיל. מתי העקום נוטה להיות שטוח? כאשר הריבית המוניטרית גבוהה מאוד בהשוואה לריבית נורמלית / ניטרלית.

כאשר יש חשש מאינפלציה גבוהה, הפד מעלה זמנית את הריבית המוניטרית, אבל התשואה לטווח ארוך, לא נוטה לעלות במקביל, כי ברור שהריבית הגבוהה הינה תופעה זמנית. זה היה המצב באמצע 2000. הצמיחה אז הייתה מעל 3.5% שיעור האבטלה ירד ל 3.8%, האינפלציה הייתה 3.4% והפד שחש מעליית האינפלציה, העלה את הריבית המוניטרית בקיצוניות, מ 5% ל 6.5% בתוך שנה !! מאחר שברור היה כי העלאת ריבית לרמה כה גבוהה תהיה זמנית, התשואה על אגח ממשלת ארה"ב ל 10 שנים עמדה על 6%, והעקום היה זמנית עם שיפוע הפוך !! זה איננו המצב היום.

ד"ר יעקב שיינין, 23 בדצמבר 2018

## האג"ח ושער החליפין בישראל

### האג"ח בישראל

לעומת המגמה בארה"ב של יציבות יחסית באג"ח, בארץ אגרות החוב קורסות. בעוד שבארה"ב, למרות עליית הריבית, אגרות החוב, ובמיוחד הממשלתיות, מהוות אלטרנטיבה לכספים היוצאים משוק המניות, בארץ הציבור בורח מכלל השקעותיו בשוק ההון.

כך, מאז השיא בתחילת אוק' ירד מדד אגח כללי ב-1.8%, כאשר מדד האג"ח הלא ממשלתי (כללי קונצרני) ירד ב-4.4% והממשלתי ב-0.9%. מאז תחילת השנה ירד מדד אג"ח כללי ב-2.3%; הלא ממשלתי ירד ב-3.4% והממשלתי ב-1.6%.

למרות שהעלאת הריבית בארץ הייתה מזערית, מ-0.1% ל-0.25%, התשואות בארץ הושפעו, עד לימים האחרונים, בעיקר מעליית התשואות בארה"ב ומהתחזקות הדולר. אם ב-2017 העמיק התיסוף בשקל את הנהירה לאג"ח מקומי, החלשות השקל מול הדולר ב-2018 הביאה להאצה מחודשת בהשקעות באג"ח בארה"ב, על חשבון האג"ח המקומי. אולם במפולת של הימים האחרונים, התנהגות שוק האג"ח בארץ נובעת מחולשה מבנית בסיסית: חוסר נזילות משווע במרבית אגרות החוב הנסחרות. חוסר נזילות זה מביא למצב בו עיקר האחזקות באג"ח הקונצרני, כ-60% משווי השוק, הן בידי הציבור (ישיר, או באמצעות קרנות הנאמנות), ולפיכך התנהגות השערים מוכתבת ע"י שיקולים של טווח קצר. אלה מביאים להעצמה של התנדודתיות ולהעמקת הירידות.

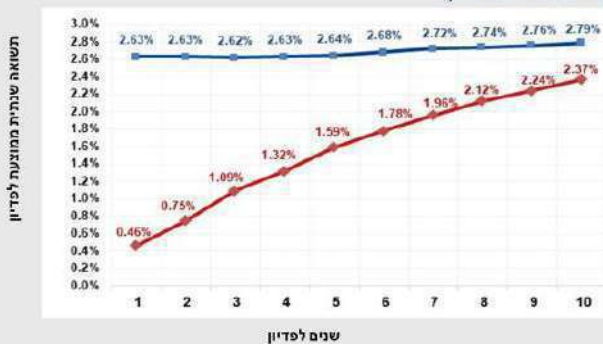
### עקום התשואות

הירידה החדה בתשואות התרחשה כיוון שהצפי בשוק לגבי הריבית המוניטארית ב-2019 הינו להעלאה מזערית של 0.5%. להערכתנו, לאור צפייתנו לעלייה באינפלציה בארץ, העלאת הריבית תהיה הרבה יותר גבוהה. לפיכך אנו מעריכים, כי גם מגמת העלייה בתשואות בארץ תימשך בצורה חדה גם במהלך 2019.

### עקום התשואות הממשלתי (אדום)

עקום תשואות ממשלתי אמריקאי (כחול) - נכון ל-23.12.2018

מעב לא הגיוני בישראל של "פרמיית סיכון שלילית" בהשוואה לאג"ח ממשלת ארה"ב. התוצאה נובעת מהחשש מתיסוף בשקל ולכן קניית אג"ח ארה"ב נחשבת למסוכנת. הציבור לא הפנים עדיין את מגמת הפיחות בשקל.



להערכתנו, הפער הנוכחי בין עקום התשואות הישראלי לבין עקום התשואות של ארה"ב אינו הגיוני. אנו מעריכים שקצב האינפלציה בישראל כיום הוא כ-2%, ועל כן נראה שבנק ישראל יתחיל להעלות את הריבית המונטרית בשנת 2019 לפחות ב 1.25 נקודות האחוז לרמה של 1.50% בסוף השנה. ברור שכאשר צעד זה יעשה, שעורי התשואה של אג"ח שקלי ממשלתי לטווח קצר יעלה בצורה חדה ביותר. יותר מכך השנת 2020 תהיה עלייה של עוד 1.25 נקודות האחוז כרשבסוף 2020 אנו מעריכים שהריבית המוניטרית תעמוד כבר על 2.75%. ברור שהעלאות אלו יזיזו בצורה חדה ביותר את עקום התשואות והשאלה היא האם הציפיות להעלאות הריבית יזיזו את עקום התשואות כלפי מעלה או רק העלאות עצמן.



ד"ר יעקב שיינין, 23 בדצמבר 2018

## האג"ח ושער החליפין בישראל

### שער החליפין של השקל

העודף במאזן השלומים, שעמד על שיא של 15 מיליארד \$ בשנת 2015, ירד בהדרגה ובשנת 2018 הוא צפוי לעמוד על 3 מיליארד \$ בלבד. חמור מכך, אנו צופים שהעודף יעלם לחלוטין בשנת 2019 ויהיה שלילי בשנת 2020. תוואי זה מקורו בכך שהיצוא של סחורות ושירותים גדל בכ- 5% בשנת 2018 ואילו יבוא סחורות ושירותים גדל ב- 15%.

תוואי זה, הוא עוד לפני הגידול המסיבי הנדרש בהשקעות במכונות וציוד במשק, לצורך הגדלת כושר היצור. אנו מעריכים שחסרים היום מעל 70 מיליארד \$ להשקעות בענפי המשק במטבע חוץ.

#### 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 לייעוץ 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 וזרות **ובמטבע חוץ** לסוגיהם, הן בשוק מקומי והן בשוקי 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.

#### שערי חליפין: ש"ח לדולר ולאירו

(מדד 2007 = 100), נכון ל- 21.12.2018



ד"ר יעקב שיינין, 05 בדצמבר 2018

## התרסקות ה S&P500 אתמול, להערכתנו בגלל מחשבי האלגוריתם

עם זאת חובה לזכור, שהמצב בשווקים מאז המשבר של 2008 הוא של:

### פחד וחוסר ביטחון, מהול בתאוות בצע!

אולם מבחינתנו: "בסוף הכלכלה מנצחת"!

מכפיל הרווח של ה S&P 500 עומד עכשיו על 18.5, והצפי של הבלומברג למכפיל לסוף השנה הוא 16.5. לכן, להערכתנו, מדד ה S&P 500 אינו משקף "בועה".

כיוון שהאינפלציה בארה"ב ב 12 החודשים האחרונים עומדת על 2.5%, הכלכלה האמריקאית בצמיחה מואצת של מעל 3%, והתעסוקה שם מלאה (שיעור אבטלה של 3.7%), אנו מעריכים שהריבית המוניטרית בארה"ב תעלה ל 2.5% והתשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים תעלה ל 3.3%, וזאת כנראה עוד החודש !!

### 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 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 וזרות ו**במטבע 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.

### התרסקות וולסטרית אתמול

מדד ה S&P500 התרסק אתמול ב 3.24%, והשאלות הן למה, והאם זה ימשיך?

לי נראה, שההתרסקות היא תוצאה של משפט מטומטם אחד של טראמפ על היחסים עם סין: "אני איש של **מכסים**"! ממנו עולה, לכאורה, שטראמפ אינו מאמין שיגיע להסכם אמיתי עם הסינים ושמלחמת הסחר העולמית תתחיל!!

וכך להערכתי, מחשב גרר מחשב, והאלגוריתם הממוכן ריסק את המניות, ובמקביל ניפח את האג"ח (מעבר קלאסי ברגעי פחד ממניות לאג"ח). יש הערכות שהמחשבים העצמאיים אחראיים לכ 90% מהמסחר היומי בוולסטרית.

האם זה ימשיך? אכן שאלת מיליארד הדולר. כיוון שהנשיא הסיני הכריז, שהשיחות היו טובות מאוד והוא בטוח שיהיה הסכם בין סין לארה"ב, נראה שהשוק צפוי להירגע, לפחות זמנית.

### הבלומברג מהבוקר:

China's trade meeting with the U.S. was "very successful" and Beijing is "confident" it will be able to implement the results agreed upon at the talks as soon as possible, the Ministry of Commerce said, without elaborating. The statement came after Donald Trump labeled himself "**Tariff Man**" and mused about whether a "real deal" with China is possible. Markets responded positively to the show of unity.

ואכן החוזים על מדד ה S&P500 חיוביים הבוקר, ונראה שמפלס הפחד יורד. הניקיי יורד הבוקר רק בכחצי אחוז וכך גם הבורסה בשנחאי!

## תחזית למחירי הנפט – להערכתנו \$65 לחבית BRENT, והקטארים

### יציאת קטאר מ-OPEC ומחירי הנפט

קטאר יצאה מקרטל הנפט OPEC, ועל פי ציטוט מהבלומברג, יש הערכות שהיא תגדיל את התפוקה שלה והמחירים ירדו ל-\$40 לחבית, כי לא מקצצים מכסות. לכן נראה שהציפיות האינפלציוניות ירדו, מה שהביא לתגובה מהירה בוולסטרט - התשואה על אג"ח ל-10 שנים של ממשל ארה"ב נפלה מ-3.04% אל מתחת ל-2.95%.

לדעתנו, ההערכות שמביא הבלומברג, כמו גם תגובת וולסטרט, הן שטות ואיוולת של אנשים חסרי מושג בסיסי בתחום הנפט. וגם כאן נמשך, כחוט השני, הפחד, וחוסר הוודאות.

יכולת ההפקה של קטאר, במונחים של היצע נפט עולמי, היא שולית ביותר, ועל כן ההשפעה של צעד זה זניחה. כיום קטאר מפיקה 1.5 מיליון חביות ליום מתוך 100 מיליון חביות (הסעודים, האמריקאים והרוסים מפיקים, כל אחד בנפרד, 10 מיליון חביות ליום). גם כאשר תפר קטאר את מכסות OPEC, היא תוכל להפיק, לכל היותר, עוד 0.2 מיליון חביות ליום (זה הרבה מאוד בשבילה, אך זניח לעולם). ההשפעה של כמות זו על מחיר הנפט בעולם אפסית, ולכן הערכות שמביא הבלומברג הן, לדעתי, בגדר איוולת.

חיזוק לכך נמצא בהתנהגות מחירי הנפט. לאחר הודעת קטאר עלו מחירי חבית מסוג ברנט, ב-5 הימים האחרונים, מ-\$58 ל-\$62. אתמול, לאחר התרסקות וול סטריט וחשש "מכניסה למיתון" הם עדיין עומדים על \$61.2.

הערכה שלי (ואני עוסק בנפט כ-40 שנה, מאז הדוקטורט שלי), שמחיר חבית נפט ברנט ינוע ב-2019 בתחום רחב של בין \$55 לבין \$70, עם ממוצע יומי של \$65. לפיכך, לדעתי, לא תהיה למחירי הנפט השפעה מהותית על האינפלציה בעולם בשנת 2019.

להערכתי ולהערכות מומחים, הביקוש העולמי לנפט צפוי לגדול בכ-1.5% לשנה בלבד, וההיצע יגדל יותר. על כן יש עודפי היצע של נפט במחיר של \$65 לחבית ברנט, גם כאשר ההפקה של איראן קטנה ב-1 מיליון חביות ליום עקב הסנקציות. האיראנים מפיקים כיום רק 3 מיליון

חביות ליום עקב הסנקציות של ארה"ב, זאת כאשר לפני שנה הם הפיקו 4 מיליון. מנגד, יש מספיק "קופצים" להגדיל את התפוקה במקום האיראנים. במחיר של \$65 לחבית האמריקאים צפויים להגדיל, בתוך 10 שנים, את הפקת הנפט בעוד 4 מיליון חביות ליום, ל-15 מיליון חביות, ולספק לעצמם את כל הביקושים המקומיים!

המחיר של חבית נפט בארה"ב (WTI) עומד היום על \$53 בלבד, זאת כיוון שיש עודפי נפט באמצע היבשת, ואין מספיק צנרת לשנע נפט גולמי לנמלים, לייצוא. בעיה זמנית זו תיפתר, להערכתנו, בתוך מספר שנים, ואז מחירי הנפט בעולם ישתוו עד כדי הפרש של \$2 לחבית - עלות ההובלה של חבית נפט בין אמריקה לאירופה.

### קטאר ומימון הטרור

קטאר היא נסיכות במפרץ הפרסי, בעלת שטח בגודל של כמחצית השטח של מדינת ישראל, עם 2.7 מיליון תושבים, אבל רק 310 אלף אזרחים. השאר הם עובדים זרים. התוצר שלה עומד על כ-185 מיליארד \$ (ישראל כ-350 מיליארד \$). זהו תוצר של 600 אלף \$ לאזרח קטאר! וואלה עשירים!!

ההכנסות מנפט גולמי מעל 35 מיליארד \$, ולהן יש להוסיף ההכנסות מיצוא גז נוזלי. קטאר מייצאת 81 מיליון טון של גז נוזלי, LNG, והיא היצואנית הגדולה בעולם (28% מכלל היצוא העולמי). ההערכה היא שההכנסות מגז נוזלי כפולות מהנפט, כ-70 מיליארד \$. לפיכך, כמעט 60% מהתוצר מקורם בנפט וגז!

הגדלת תפוקת הנפט של קטאר ב-0.2 מיליון חביות ליום, בעקבות הפרישה מ-OPEC, פירושה הכנסה נוספת של 4 מיליארד \$ לשנה! מנגד, מימון החמאס על ידי קטאר הוא בסה"כ כ-150 - 300 מיליון \$ בשנה.

לכן, רק באמצעות היציאה של הקטארים מ-OPEC, הם יוכלו לממן את כל הטרור האיסלמי בעולם. וזו כנראה הסכנה הגדולה. לא האיראנים העניים, שמפיקים לאחר הסנקציות רק 3 מיליון חביות ליום, אבל הם מונים כ-90 מיליון תושבים – כלומר הם מונים פי 300 תושבים אך יש להם רק פי 2 נפט בהשוואה לקטארים!

## הבהרה ואזהרה

### לכניסה לאתר 'מודלים', לחץ כאן

#### 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 לייעוץ 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 וזרות ו**במטבע חוץ** לסוגיהם, הן בשוק מקומי והן בשוקי 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.

ד"ר יעקב שיינין, 18 בנובמבר 2018

## "בחירות האמצע" בארה"ב יביאו ליציבות שלטונית

### תוצאות הבחירות לכלכלה

הרפובליקנים ימשיכו לשלוט בסנאט ברוב של 52 לעומת 48. אבל בבית הנבחרים עובר הרוב לדמוקרטים והתוצאה המסתמנת: 229 לדמוקרטים ורק 206 לרפובליקנים. זו כמובן לא הפתעה, זה היה צפוי.

התוצאה היא שממשל טראמפ לא יוכל להעביר "חוקים הזויים" וכנראה לא יעביר חוקים בכלל. עם זאת, הוא יוכל להמשיך לחתום על "צווים נשיאותיים" זמניים, כגון מכס על ייבוא, סנקציות על איראן וכדומה.

אולם מכיוון שיש לרפובליקנים רוב בסנאט, נראה שגם חוקים דמוקרטיים לא יעברו! התקווה היחידה היא, שלמרות השנאה התהומית בין הדמוקרטים לרפובליקנים, עקב קריסת תשתיות הכבישים, יצליחו להסכים על תקציב להשקעות בתשתיות כבישים ורכבות. הערכות הן, שנדרש היקף ענק של 2 טריליון \$ ויותר.

אם לא יתגלה משהו מאוד מהותי על הנשיא טראמפ, אין סיכוי לתהליך הדחה. ייתכן שהרוב הדמוקרטי יתחיל לחקור דברים לא נעימים על טראמפ, אבל לא נראה שזה ישנה הרבה לתומכיו.

האבסורד הגדול הוא, שבמצב המשברי שבו נמצאת אוכלוסיית ארה"ב, המצב הפוליטי שנוצר דווקא משדר יציבות שלטונית, ושוק ההון אוהב את זה מאוד.

האיומים של טראמפ על כל העולם אפקטיביים, להערכתנו. נראה שאין היום מדינה בתבל שמוכנה להתעמת עם טראמפ על בסיס "אחד על אחד".

טראמפ חותר לפרק כל קואליציה של מדינות, ולעבור למגע ישיר בין ארה"ב לכל מדינה בנפרד. ברור שהוא ינצח את כולם, אם כל מדינה תצטרך להתמודד נגדו בנפרד. סין, גרמניה, קנדה, מקסיקו ואפילו רוסיה. זה מה שהוא עושה, ונראה שבהצלחה.

טראמפ דורש מהאירופאים להגדיל את תקציבי הביטחון שלהם בנאט"ו, לפני שהם מחליטים על הקמת צבא נפרד, ללא ארה"ב, שיגן עליהם מפני רוסיה (הצעתו של הנשיא מקרון, על בסיס ניסיון הצבא הצרפתי "המהולל").

לדעתנו, אותה הבענו פעמים רבות בעבר, לא תהיה מלחמת סחר עולמית. המדינות הבודדות, כגון קנדה, מקסיקו, וגרמניה כבר הגיעו להסכם על בסיס בילטרלי עם ארה"ב. עכשיו נשיא סין Xi, צפוי להיפגש עם טראמפ בעוד מספר שבועות ולהגיע להסכם סחר. בינתיים, כמחווה של רצון טוב, סין הפחיתה את המכס על סחורות אמריקאיות מ 25% ל 10%. הבורסה בשנחאי אופטימית ועלתה מנקודת השפל של לפני חודש בדיוק, ה- 18/10/18, בכ- 8%.

**מחירי הנפט** חוזרים לשפיות של \$ 67 לחבית ברנט. ירידת מחיר זו, משיא של \$ 85 בתחילת אוקטובר השנה, מקטינה את הכנסות האיראנים בכ- 20 מיליארד \$ לשנה, וזאת לאחר שאיראן איבדה כ- 25 מיליארד \$ לשנה מירידה במכירות נפט בהיקף של 1 מיליון חביות ליום בעיקבות הסנקציות. נראה שטראמפ והסעודים שבעי רצון מהעמקת המשבר הכלכלי באיראן.

גם רוסיה, שמפיקה 10 מיליון חביות נפט ליום, מהן מעל 7 לייצוא, לא אוהבת ירידה של \$ 18 במחיר החבית, שמשמעותה הפסד רוסי של כ-100 מיליארד \$ לשנה. גם כאן קשה להניח, שהעולם המערבי "עצוב" מכך.

נכון, מפיקי הנפט בארה"ב נלחצים, אבל הצרכן האמריקאי, הרגיש מאוד למחירי הבנזין, מאוד מרוצה מירידה של כ- 30% במחירי הבנזין מאז סוף ספטמבר 2018 ועד עתה, לרמה שנמוכה אפילו מהמחיר שלפני 12 חודשים. סביר שטראמפ שבע רצון מירידה זו, כי הצרכן האמריקאי חשוב לו מאוד פוליטית.

סביר שכל מנהיגי העולם רואים היום את נשיא ארה"ב דונלד טראמפ, כגורילה ענקית המסתובבת בג'ונגל ואף אחד לא רוצה להתעסק איתה. כמו החידה הידועה: "איפה ישנה גורילה השוקלת 2 טון?" והתשובה כמובן, **איפה שהיא רוצה!**

טראמפ הבטיח **To Make America Great Again**. לא בטוח שעשה זאת, אבל כולם מבינים שאמריקה כבר אינה מה שהייתה בזמן בראק אובמה, ולהערכת השניו הבולט שחל בה אינו זמני. נראה שהיא הפסיקה להתנהג כמו ג'נטלמן ודואגת להזכיר לכולם את עוצמתה. לשמחתנו, ארה"ב רואה בישראל "כאח צעיר".

## הכלכלה האמריקאית: צמיחה גבוהה, אבטלה נמוכה, אינפלציה ביעד

### הכלכלה האמריקאית

הנתונים שהתפרסמו בחודשים האחרונים מראים בבירור, כי כלכלת ארה"ב יצאה לחלוטין מהמשבר של 2008, וכי היא נמצאת על תוואי צמיחה הולם של כ-3%, במקסימום תעסוקה, באינפלציה של 2.5%, בעלייה בשכר הריאלי ובעלייה מתמשכת של שערי המניות. להערכתנו, אין כרגע סיבה כלכלית שתמנע את המשכו של תוואי הצמיחה בארה"ב גם בשנתיים הקרובות, 2019 – 2020.

### תחזית מודלים לתוואי צמיחה של ארה"ב

2020	2019	2018	
			<b>צמיחה</b>
2.5%	2.8%	3.0%	<b>שיעור אבטלה</b>
4.0%	3.7%	3.9%	<b>אינפלציה</b>
2.3%	2.4%	2.5%	<b>גרעון בתקציב, % תוצר</b>
4.9%	4.4%	4.2%	<b>גרעון במאזן תשל. % תוצר</b>
3.0%	2.7%	2.4%	<b>ריבית מוניטרית (סוף שנה)</b>
3.5%	3.0%	2.5%	<b>תשואת אג"ח ממשלתי 10 שנים</b>
3.8%	3.5%	3.3%	<b>תשואת אג"ח ממשלתי 2 שנים</b>

**פרופ' לארי סמרס**, כלכלן מבריק, מוערך ועתיר ניסיון (שר האוצר אצל קלינטון וראש התכנית הכלכלית אצל אובמה), חושש, בהסתברות של 50%, שארה"ב תיכנס למיתון בשנת 2020. חלק לא מבוטל מחששו נובע מהיותו דמוקרט אדוק, בעל השקפות ליברליות ומתנגד גדול למדיניות הכלכלית של טראמפ. אבל גם לדעתו, אם ארה"ב תשקיע עכשיו את הנדרש בתשתיות - השקעה עליה ניתן, להערכתנו, להגיע להסכמה פוליטית בקרב שתי המפלגות, המיתון ימנע (לארי סמרס היה תומך נלהב של ביצוע השקעות בתשתיות בהיקף של כ-2 טריליון \$ עוד בתקופת הנשיא אובמה, אבל הרפובליקנים טירפדו זאת, כי זה היה ממשל אובמה).

### האינפלציה בארה"ב

קצב האינפלציה במהלך 12 החודשים האחרונים (נובמבר 2017 – אוקטובר 2018) עומד על 2.5%. הנתונים מראים שקצב זה, הגבוה מ-2%, קיים כבר שלוש שנים בקירוב. יותר מכך מדד הליבה, ללא אנרגיה

וללא מזון, עומד מעל 2%. מסתמן לכן, כי האינפלציה בארה"ב מתחילה לחרוג מהיעד של הבנק המרכזי שם, שעומד על 2%.



בנוסף, קצב הצמיחה עכשיו הינו כ-3%, והמשק האמריקאי נמצא במקסימום תעסוקה, עם שיעור אבטלה של 3.7%. מצב זה, והצורך בתיקון מהיר של בתים ותשתיות שניזוקו בסופות ההוריקן, ובשריפות יבוא, להערכתנו, ללחצים בשוק העבודה, לעליית שכר ולאיןפלציה. לכל אלה יש להוסיף את העובדה, שכ-70% מהעובדים המקסיקנים הלא חוקיים אינם נכנסים עכשיו לארה"ב (ממשל טראמפ תגבר את האכיפה), והעדרם עלול להוות לחץ נוסף על השכר.

כמו כן, גם הממשל וגם הקונגרס מתחילים להפנים שיש הכרח להאיץ השקעות בתשתיות בסכומי ענק ולכן, גם ביצוע חלקי של השקעות אלו צפוי להאיץ את האינפלציה. לכן יש להוסיף את עליית המחירים הצפויה מהטלת המכסים על מוצרים מסין.

לאור זאת אנו מעריכים, שהאינפלציה בארה"ב בשנת 2018 תעמוד על 2.5%. זו גם הרמה שהבנק עולמי, קרן המטבע, האקונומיסט וחזאים רבים מעריכים.

בהשוואה לאינפלציה הצפויה בארה"ב בשנת 2018, האינפלציה הצפויה בגרמניה - 1.7%, בצרפת - 1.5%, ביפן - 1.0%, ובבריטניה - 2.6%. אלו הם הפרשי אינפלציה שוליים, שמראים כי קצב האינפלציה העולמי של המדינות המפותחות מצוי עתה על כ-2%. הפרשי אינפלציה מזעריים אלו לא יכולים להסביר פיחות בשער החליפין של הדולר, במיוחד בפערי ריבית כה גדולים.

ד"ר יעקב שיינין, 18 בנובמבר 2018

## הריבית המוניטרית צפויה לעלות ל 3% ותשואות האג"ח בהתאם

### העלאות הריבית בארה"ב

כצפוי, ג'רום פאואל, יו"ר הפד החדש, לא העלה את הריבית ב- 8 בנובמבר, אבל הוא צפוי להעלותה ל- 2.50% ב- 19 בדצמבר הקרוב.

לדעת חברי הוועדה המוניטרית, צפויות שתי העלאות ריבית בשנת 2019 ונראה שבסוף 2019 הריבית המוניטרית תעמוד על 3.0%.

לכן, לכאורה, התשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים הייתה צריכה להיות, כבר עכשיו, 3.3%. אולם הכרזתו של יו"ר הבנק המרכזי של גוש האירו, מריו דראגי, ביום שישי האחרון, שהוא לא צפוי להעלות את הריבית המוניטרית בגוש האירו לפחות עד קיץ 2019, הורידו את התשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים ל- 3.06%. אנו רואים בכך תגובה "רגשית" זמנית, שלא תחזיק מעמד.

### תחזית הריביות בארה"ב

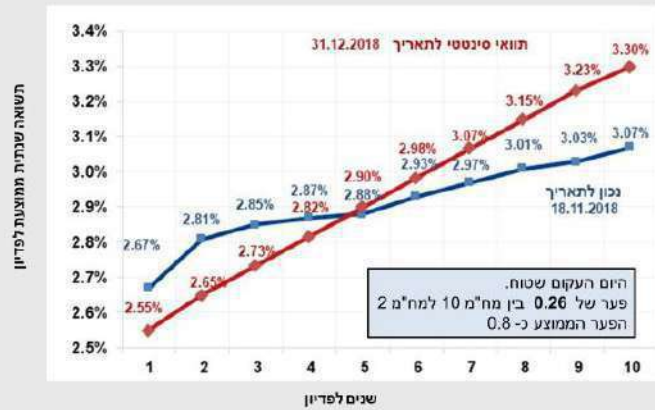
סוף שנה	ריבית מוניטרית	אג"ח ממשלת ארה"ב מח"מ 10
2016	0.75%	2.45%
2017	1.50%	2.45%
<b>2018</b>	<b>2.50%</b>	<b>3.30%</b>
<b>2019</b>	<b>3.00%</b>	<b>3.50%</b>

שנת 2017 הייתה שנה אנומלית, בה הריבית המוניטרית עלתה 3 פעמים, אבל תשואות האג"ח נשארו ללא שינוי. תופעה זו התרחשה כיוון "שהשוק" לא האמין שכלכלת ארה"ב צומחת בקצב של 3%, ושהאיפלציה היא 2%.

בשנת 2018 הריבית המוניטרית תעלה 4 פעמים, הצמיחה 3% והאינפלציה היא 2.5%. ולכן נראה ששוק ההון מתחיל להפנים ובמהלך השנה האחרונה אכן עלו התשואות בצורה מרשימה.

### עקום התשואות בארה"ב

העקום ב- 18.11.2018 ותוואי סינטי ל- 31.12.2018



### הריביות בעולם

הריבית המוניטרית ותשואות האג"ח במדינות החשובות הינן חריגות בצורה קיצונית בהשוואה לארה"ב. האם הן תתישרנה לכיוון ארה"ב, או להיפך? להערכתנו, הפערים הקיימים עתה בעולם הגלובלי אינם אפשריים לאורך זמן, וכיוון שארה"ב היא הדומיננטית, היא זו שתמשוך אותן בהדרגה לכיוונה.

### הריביות בעולם 16/11/18

תשואת אג"ח ממשלתי מח"מ 10	ריבית מוניטרית	
3.063%	2.25%	ארה"ב
0.365%	0.05%	גרמניה
0.760%	0.05%	צרפת
1.408%	0.50%	בריטניה
0.092%	-0.10%	יפן
2.310%	0.10%	ישראל

גם מבחינה כלכלית, תשואות האג"ח בכל המדינות לעיל, להוציא את ארה"ב אינן רציונליות ולכן לא תוכלנה להתקיים על פני זמן. אנו מעריכים שבסביבות אינפלציה של 2%, במצב של שיעור אבטלה סביר, תשואות אג"ח מדינה ל 10 שנים חייבות להניב תשואה ריאלית!

## שער החליפין דולר אירו צפוי להמשיך ולהתחזק

### שער החליפין דולר/אירו

נכון להיום מתרחשת תופעה מוזרה, לפיה הדולר נחלש יחסית לאירו בשלוש השנים האחרונות. בתחילת 2016 שער החליפין היה \$ 1.05 לאירו ועכשיו-\$ 1.14 לאירו. זהו פיחות של 9%, למרות שבארה"ב הצמיחה היא 3% ובגוש האירו פחות מ-2%, עם הרבה אי וודאות, ולמרות פערי התשואה הקיצוניים.

בעוד שהתשואה בארה"ב היא 3.06% על אג"ח מדינה ל-10 שנים, בגרמניה היא 0.37% ובצרפת 0.76%. זהו אבסורד שלא יכול להמשך לאורך זמן.

לאור המצב הכלכלי הנחות של גוש האירו ושל אירופה בכלל (להוציא את גרמניה) יחסית לארה"ב, נראה לנו שמבחינה כלכלית, שער החליפין של הדולר ביחס לאירו סביר שיחזור מהר לרמה של סוף 2016, ולטווח הארוך אנו מעריכים ששיווי משקל צריך להיות בשער חליפין של 1:1 בין הדולר לאירו.

הגירעון בתקציב צפוי לעלות לכ-5 אחוזי תוצר, וזהו גירעון גדול יחסית, שהמשמעות שלו היא אינפלציה של כ-2.5%. בינתיים, ארה"ב לווה מכל העולם בריבית ריאלית מזערית, אם בכלל, וראוי לזכור שעלייה באינפלציה בארה"ב שוחקת את החוב שלה.

### מדד מנית ה S&P500

מדד המניות ה-S&P500, כולל דיבידנד ששולם, עלה ב-12 החודשים האחרונים בכ-10%. מכפיל הרווח עומד עכשיו על 18.8, שנמשמעותו תשואת רווח של 5.3%. להערכתנו, זהו מכפיל סביר ביותר לאלטרנטיבה של קניית אג"ח מדינה ל-10 שנים בתשואה של 3.3%. החזויה לסוף השנה, נותן פער של 2 נקודות האחוז.

יותר מכך, במדד הנוכחי, המכפיל החזוי לסוף השנה (של בלומברג) עומד על 16.7. כלומר, מכפיל רווח של 6%, בעוד שתשואת האג"ח ל-10 שנים היא רק 3.06%. פער עצום של 3 נקודות האחוז!

### לכניסה לאתר 'מודלים', לחץ כאן

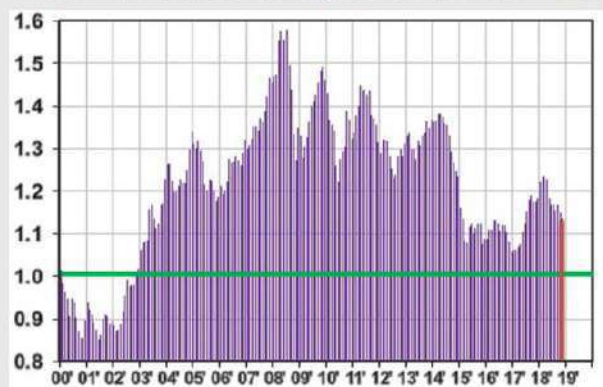
#### הבהרה ואזהרה!

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 לייעוץ 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 וזרות ו**במטבע 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.**

### שער דולר/אירו - ממוצעים חודשיים

היום - \$1.14 לאירו. בתוך שנתיים הצפי הוא, 1:1



להערכתנו, סך הגירעון במאזן התשלומים של ארה"ב סביר מאוד ולא כל כך רלוונטי, כיוון שהוא נקוב כולו בדולר - המטבע המקומי. הגירעון השנתי (סחורות ושירותים) מהווה כ-2.5 אחוזי תוצר אמריקאי ומבחינת ארה"ב זהו גרעון סביר במיוחד שארה"ב לווה היום מהעולם בדולרים נומינליים ללא ריבית ריאלית.



## האינפלציה בישראל ב 12 חודשים: אחורה - 1.2%, קדימה - 2.0%

להערכתנו, ישראל מצויה כיום בתוואי אינפלציה שנתי של 2%, ועל כן נתוני האינפלציה של ה 12 חודשים האחרונים, צפויים לעלות בהדרגה, עד סוף 2019, לכ 2%. שינוי המגמה נובע מששת הגורמים כדלקמן:

1. ירידת מחירי המזון בארבעת השנים 2014-2017, בשיעור מצטבר של 3.8%, הסתיימה להערכתנו, ובשנת 2018 מתחילה זחילה כלפי מעלה.
2. צפוי המשך עליה בסעיף הדיור בקצב של כ 2.5% לפחות. זו עלייה ריאלית של כ- 1.5% בלבד, בזמן של מחסור גדל והולך בדירות למגורים.
3. בכל מרכיבי הייבוא במדד צפויה עלייה של כ-2%, עקב האינפלציה בארצות המקור.
4. עלייה תלולה של כ-40% במחירי הנפט ב 12 החודשים האחרונים, שתשליך על מגוון מוצרים בעלי עתירות אנרגיה.
5. סבירות גדולה יותר לפיחות השקל ביחס לסל המטבעות, עקב תיסוף מצטבר של 28% מ 2007.
6. עלייה של 3% לשנה בשכר הריאלי, משמעותית מעבר לפריון, במשק הנמצא כבר היום בתעסוקה מלאה, עם שיעור אבטלה של 3.8%.

### האינפלציה במהלך 12 החודשים האחרונים



### תחזית האינפלציה בישראל

- ✓ מדד המחירים לצרכן לחודש אוגוסט עלה רק ב- 0.1%, נמוך משמעותית מהצפיות שלנו.
- ✓ האינפלציה במהלך 12 החודשים האחרונים עומדת עתה על 1.2%.
- ✓ סעיף הדיור עלה במצטבר בחודשים יולי-אוגוסט, ב 0.4%, זאת בניגוד למגמה של 5 השנים האחרונות, בה עלה בממוצע ב 1.6%.
- ✓ מגמת ההאטה בסעיף הדיור בשני חודשי הקיץ נראית לנו מוזרה ביותר. להערכתנו, סעיף הדיור יתקן כלפי מעלה בחודשים הבאים.
- ✓ להערכתנו, האינפלציה ב- 12 החודשים הבאים (ספט' 18 – ספט' 19) תעמוד על כ- 2%.
- ✓ האינפלציה הצפויה במהלך 2018 הינה 1.6%.

✓ אנו **במודלים** מודעים לכך, שהמגמה של השנים האחרונות הייתה של קצב אינפלציה נמוך ואף שלילי. אבל העבר אינו מנבא את העתיד, ובמיוחד לא שינוי מגמה. לכן אנו בוחרים להיצמד ל**מודלים הכלכליים** שלנו, תוך בחינה מתמדת שלהם. על פיהם נראה, שקצב האינפלציה קדימה הוא של 2%. כבר עכשיו יש שינוי מגמה משמעותי מהקצב הנמוך מאוד והשלילי, שהיה בשנים 2014-2017. הגורם אז היה תיסוף השקל בעוצמה חזקה ביותר, **28%** בעשור האחרון, ביחס לסל המטבעות.

✓ הטבלה להלן מציגה את שלושת הסעיפים במדד, שצפויים, לדעתנו, להשתנות משמעותית ב-4 החודשים הבאים, ויביאו להבדלים בין האינפלציה ב 12 החודשים האחרונים, לבין האינפלציה הצפויה במהלך 2018.

2018	12	2017	
תחזית	חודשים	בפועל	
1.6%	1.2%	0.4%	מדד המחירים לצרכן
1.2%	0.6%	0.2%	מחירי מזון
2.5%	1.7%	2.4%	דיור
0.5%	-0.6%	0.5%	שונות

## הריבית המוניטרית – צפוי רצף של עליות מהיר יחסית

נראה שאחת הסיבות שבנק ישראל מחזיק את הריבית "בריצפה" היא החשש, שמא העלאת הריבית לכיוון הריבית האמריקאית תעודד המשך תיסוף של השקל. להערכתנו, תיסוף השקל נבע מהעודף העצום שהיה במאזן התשלומים (מעל 10 מיליארד \$ לשנה), וזאת כיוון שהייתה ירידה חדה בהשקעות בענפי המשק וקיפאון בהשקעות בתשתיות.

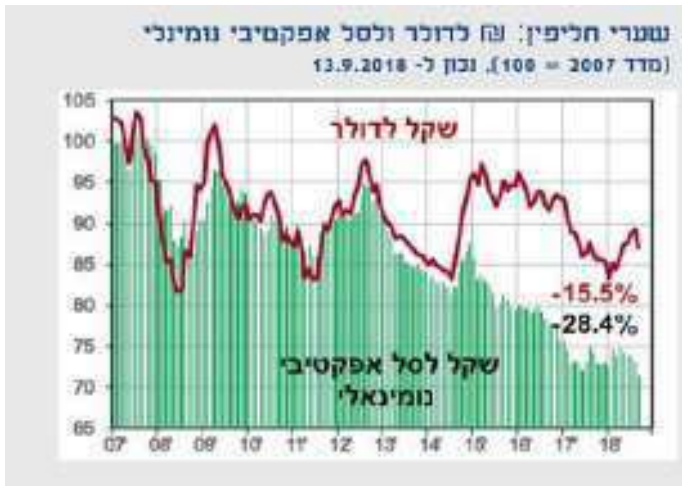
להערכתנו, מגמה זו השתנתה. הייצוא עולה בקצב מתון מאוד (1.5% לשנה, בממוצע), ומנגד יש עלייה חדה בייבוא, כך שהעודף במאזן התשלומים יירד השנה ל 3 מיליארד \$ בלבד.

תוואי האינפלציה החזוי להערכתנו הינו תוואי סביר של 2%, העומד בתוך יעד האינפלציה של בנק ישראל. הבעיה החמורה היא, שהכלי המרכזי העומד לרשות בנק ישראל לוויסת האינפלציה, הריבית המוניטרית, מצוי עדיין במצב קיצוני של 0.1%, ויהיה קשה להפעילו בצורה אפקטיבית ללא זעזועים גדולים (ראו להלן).

הריבית המוניטרית בישראל נמצאת "בריצפה" של 0.1% כבר כשלוש שנים, בעוד שבארה"ב היא עלתה בתקופה זו מ-0.25% ל 2.0%, והפד כבר הודיע שהיא תועלה ל 2.5% עד סוף השנה. פער זה הינו בלתי סביר בעליל, במיוחד כאשר קצב האינפלציה בישראל דומה לזה שבארה"ב, כשבשתי המדינות שוררת תעסוקה מלאה (שיעור אבטלה של מתחת ל 4%), וקצב הצמיחה דומה, ברמה של 3%.

**הבנק המרכזי בארה"ב** החל לעלות את הריבית המוניטרית כבר לפני 3 שנים, כאשר זיהה שמגמת האינפלציה חוזרת בהדרגה ל 2%. לעומתו, בנק ישראל עדיין אינו מגיב, והוא צפוי להגיב, כרגיל, בצורה חדה וברגע האחרון. כך פעל בין השנים 2009 ל 2015 - מדיניות הזיגזג, ראו בגרף להלן.

כיוון שאנו מעריכים שקצב האינפלציה בישראל עולה ל 2%, הריבית בארץ צפויה לעלות, ובקצב מהיר. לדעת ג'נט יילן (יו"ר הפד עד לאחרונה), אזור "הנוחות" של הריבית המוניטרית ב 2% אינפלציה הוא 3%. והיא התוותה תוואי מתון למשך 4 שנים, כדי להגיע ליעד ולהימנע מזעזועים. בנק ישראל כבר בזבז 3 מתוך 4 השנים, ולכן נראה שהעלאת הריבית המוניטרית תהיה תלולה, בשנת 2019.



כתוצאה מכך, ומההתחזקות הצפויה של הדולר בעולם, אנו מעריכים שיהיה פיחות, למרות העלאת הריבית הצפויות, והשקל יחזור לרמה סבירה יותר, כזו שמעודדת השקעות ויצור

מאז המשבר העולמי (2007) תוסף השקל יחסית לסל המטבעות בשיעור מצטבר של 28%, תופעה שחייבת להתהפך, אם "חפצי צמיחה אנחנו".

### תחזית מוניטארית לסוף שנה

2019	2018	2017	2016	
2.0%	0.5	0.1%	0.1%	ריבית מוניטארית
3.5%	2.5%	1.7%	2.2%	אג"ח שחר ל- 10 שנים
4.00	3.80	3.47	3.85	שע"ח שקל דולר
1.05	1.10	1.20	1.05	שע"ח דולר / אירו
2.1%	1.6%	0.4%	-0.2%	אינפלציה במהלך השנה
2.6%	2.5%	2.4%	1.4%	עליית מדד הדיור (שכר דירה)



## התוצר המקומי הגולמי – קצב גידול של 3.3%

במצב הנוכחי בזבז גדול של פוטנציאל. המשק הישראלי יכול לעלות את רמת החיים שלו בקצב כפול מהקצב הקיים וגם אם נעשה את זה, נגיע רק בעוד דור לתוצר לנפש של אירלנד היום !!

**התוצר של המשק הישראלי** צפוי לגדול השנה בקצב של **3.3%**, בדומה לגידול שהיה בשנת 2017. עקב קצב הגידול החריג של 4.8% ברבע הראשון של השנה, ירד קצב הגידול ברבע השני ל 2%, ולהערכתנו קצב הגידול ברבע השלישי יהיה אף נמוך יותר. על פי הערכתנו, קצב הגידול הצפוי בתוצר גם לשנת 2019 עומד על כ 3.2%.

במהלך 6 השנים האחרונות קצב הצמיחה הוא 3.3%, עם סטיות קטנות יחסית. לפיכך נראה שהמשק הישראלי מתכוון לקצב גידול של 3.3%, שמשמעותו צמיחה לנפש של 1.3%. זו עלייה ברמת החיים הנראית סבירה לבנק ישראל, למשרד האוצר ולגופים הבינלאומיים (קרן המטבע וחברות הדירוג).



### תחזית מאקרו כלכלי למשק הישראלי שיעורי שינוי שנתיים

2019	2018	2017	2016	
3.2	3.3	3.3	4.0	תוצר מקומי גולמי
3.3	3.4	3.4	4.2	תוצר עסקי
3.3	3.4	3.6	2.5	ייצוא
3.9	6.2	4.7	9.4	ייבוא
2.8	3.1	2.8	11.9	השקעה ברכוש קבוע
5.4	8.1	3.6	13.9	מזה: בענפי המשק
-3.4	-6.3	1.2	8.1	למגורים
3.7	4.5	3.3	6.1	צריכה פרטית
3.5	3.5	3.2	3.9	צריכה ציבורית
3.0	3.0	3.1	2.8	שכר ריאלי
4.0	4.0	3.9	4.8	אבטלה (%מכוח העבודה)
3.0	3.0	10.9	12.3	החשבון השוטף (מיליארדי \$)
2.4	2.5	1.9	2.1	גירעון ממשלתי (% תוצר)

בקצב הגידול הנוכחי המשק הישראלי נמצא בתעסוקה מלאה, עם גרעון נמוך בתקציב הממשלה, עם חוב לאומי נמוך יחסית, ועם אינפלציה שנמוכה עדיין מ 2%.

התוצאה היא העלאה של הדרוג הבינלאומי ל **AA-**. זו לכל הדעות הכרה באיתנותה של כלכלת ישראל למרות המצב הביטחוני.

נכון, התוצר לנפש בישראל עומד על כ- 40 אלף \$, קרוב לממוצע של המדינות המתועשות ודומה לבריטניה וצרפת. אבל התוצר לנפש בארה"ב הוא כ-60 אלף \$, בדנמרק כ- 57 אלף \$, אירלנד כ-70 אלף \$ ובשווייץ כ-80 אלף \$.

לדעתנו, אין כל סיבה שהתוצר לנפש בישראל לא יגיע לרמה של התוצר באירלנד – **70 אלף \$**.

להערכתנו, קצב הצמיחה הפוטנציאלי של המשק הישראלי הינו כ- 4.5%, כלומר 2.5% צמיחה לנפש. לכן אנו רואים

## כלכלת ארה"ב במיטבה, אירופה עדיין במשבר!

מושפע מאוד משיקולים פוליטיים ו/או "פחדים" שהבסיס הכלכלי שלהם רעוע. אי-וודאות בתהליכים כלכליים תמיד הייתה ותמיד תהיה, ובוודאי שזו אינה הסיבה להתנהגות המוזרה היום בשוקי האג"ח.

בכל קנה מידה, הריבית המוניטרית עדיין נמוכה מאוד במנחים היסטוריים, בתוואי אינפלציה של 2.5% ובתעסוקה מקסימלית, ונראה שהיא צפויה להתייצב ברמה של 3% כבר בטווח של השנתיים הקרובות.

במצב הכלכלי כפי שאנו רואים, תשואת האג"ח הממשלתי במח"מ 10 עדיין נמוכה מאוד ולהערכתנו היא תעלה אל 3.5% בתוך מספר חודשים.

הטבלה להלן מסכמת את המדדים המרכזיים לכלכלת ארה"ב לשנים 2018 – 2019:

### תחזית לכלכלת ארה"ב

2019	2018	2017	2016	
3.0%	2.5%	1.5%	0.75%	ריבית מוניטארית*
3.5%	3.3%	2.5%	2.5%	אג"ח ממשלתי - 10 שנים*
1.05	1.10	1.20	1.05	שע"ח דולר / אירו*
2.3%	2.5%	2.1%	2.1%	אינפלציה במהלך השנה
2.9%	2.8%	2.2%	1.6%	תוצר מקומי – צמיחה
3.5%	3.8%	4.4%	4.9%	שיעור אבטלה
4.6%	4.2%	3.4%	3.1%	גרעון פדרלי – אחוזי תוצר
2.7%	2.4%	2.3%	2.3%	גרעון במאזן התשלומים

\* סוף שנה

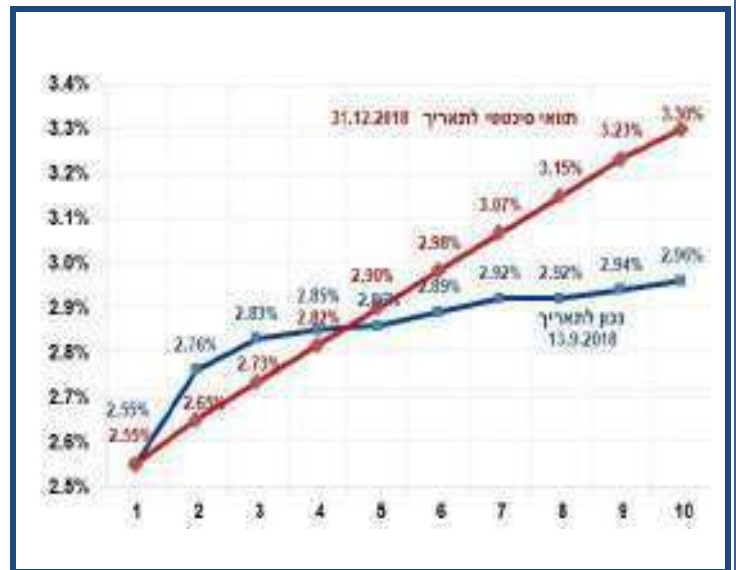
שוק המניות האמריקאי, ה-S&P500, אכן עולה כמעט ברציפות תקופה ארוכה מאוד, מאז אמצע 2009, אולם יש לזכור שבשנים 2008 עד אמצע 2009 נפל מדד המניות בכ 50%, כך שמאוגוסט 2007 עד אוגוסט 2018, מהלך של 11 שנה, קצב העלייה השנתי הממוצע של מניות ה-S&P500 הוא בסה"כ 6%. ברור שקצב זה אינו בועה!! גם מכפיל הרווח, שעומד עתה על 21, אינו מייצג בועה, אם כי הוא חייב לרדת ככל שהתשואה על אג"ח ממשלתי ארה"ב תעלה.

### כלכלת ארה"ב

כלכלת ארה"ב נראית עתה במיטבה: קצב צמיחה של קרוב ל-3%, תעסוקה מלאה, אינפלציה בשיעור סביר של 2.5% וגירעון סביר במאזן התשלומים. אולם הגירעון בתקציב הפדראלי צפוי לעלות לרמה של 4.2 אחוזי תוצר, ואולי אף יותר, עקב הורדת המיסים וגידול בהוצאות הביטחון. ועדיין ארה"ב לא השקיעה בתשתיות כבישים את שהיא נדרשת - היקף של מעל 2 טריליון \$ (10% תוצר).

בתנאים אלו עקום התשואות של אג"ח ממשלתי ארה"ב נראה פשוט הזוי מהבחינה הכלכלית.

### עקום התשואות של האג"ח ממשלתי האמריקאי



פער התשואות בין מח"מ של שנתיים למח"מ של 10 שנים עומד עתה על 0.21 נקודות האחוז, כאשר הממוצע ההיסטורי הוא מעל 0.8 נקודות האחוז. להערכתנו, במצב הנוכחי עקום התשואות הכמעט "השטוח" ממש מנוגד להגיון הכלכלי, והוא כנראה מייצג "פחד", או חשש מדיפלציה ומיתון עמוק וארוך במשק האמריקאי, כבר בתוך שנתיים שלוש.

כיוון שרק לאחרונה המשק האמריקאי יצא מהמשבר העמוק של 2008, וכיוון שעדיין לא פיצה על כל הפסדי המשבר, נראה שגם בעולם של "מחזור עסקים" רגיל, החשש ממיתון קרוב אינו מסתמך על עקרונות כלכליים אמיתיים, אלא כנראה

## כלכלת ארה"ב במיטבה, אירופה עדיין במשבר!

### מערב אירופה

בעשור האחרון, מאז המשבר הכלכלי הגדול של 2008, קצב הצמיחה השנתי הממוצע במערב אירופה עומד על כ-0.7% בלבד, וזאת כאשר קצב גידול האוכלוסיה שם עמד על 0.4%, כלומר קצב גידול של 0.3% בתוצר לנפש.

לעומת זאת, קצב הצמיחה השנתי הממוצע בארה"ב בתקופה זו היה 1.5%, כאשר קצב גידול האוכלוסייה שם עמד על 0.8%, כלומר קצב גידול של 0.7% בתוצר לנפש.

התחזית לשנת 2019 היא שמערב אירופה תצמח בקצב של כ-1.6% בעוד שכלכלת ארה"ב תצמח בכ-3%.

השוואה זו מראה יותר מכל את ההבדל העצום בין השיקום של כלכלת ארה"ב בעשור האחרון, לבין המצב הבעייתי שבו נמצאת עדיין מערב אירופה. כלומר, המשבר הכלכלי של 2008 פגע הרבה יותר במדינות מערב אירופה מאשר בכלכלת ארה"ב.

שיעור האבטלה במערב אירופה הוא עדיין 8%, לעומת 3.8% בארה"ב, ולמרות זאת האינפלציה החזויה לשנת 2018 במערב אירופה היא 1.8% לעומת 2.5% בארה"ב.

למערב אירופה אין גירעון בתקציב המדינה. זו אולי חוזקה תיאורטית, אבל מדיניות זו היא הגורמת לכמעט קיפאון בצמיחה לנפש בעשור האחרון. כיוון שאין למערב אירופה גרעון בתקציב, הריבית המוניטרית יכולה בינתיים להיות 0% והתשואה על אג"ח ממשלתי ל 10 שנים עומדת עתה על כ-1% (גרמניה -0.4%, צרפת -0.8%, בריטניה -1.5%, ספרד -1.5%).

המסקנה היא, שלמערב אירופה יש הרבה מה לשפר כדי לשקם את תוצאות המשבר של 2008. צודק נשיא הבנק המרכזי של גוש האירו, מאריו דראגי, שאמר שיש להתמקד במדיניות פיסקלית ולהניח למדיניות המוניטרית. המסקנות בניתוח לעיל מצדיקות את האימרה שלו.

### לכניסה לאתר 'מודלים', לחץ כאן

#### 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 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 וזרות ו**במטבע 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.

## האינפלציה בישראל – חזרה לקצב של 2%

### הסטיה במדד יולי והתיקון הצפוי באוגוסט

אנו הערכנו שמדד המחירים ליולי יעלה בשיעור של 0.4%, עלייה שכוללת 0.9% במדד הדיור. בפועל סעיף הדיור, המהווה 25% מהמדד, לא עלה כלל. זהו להערכתנו אירוע חריג, כיוון שמאז שנת 2011 מדד מחירי הדיור לחודש יולי עלו תמיד ביותר מ-0.9%, והמחסור בדירות לא פחת.

בהתאם לנתונים של ה-5 השנים האחרונות, מדד הדיור בחודשים יולי ואוגוסט יחד (החודשים העיקריים לחתימת חוזי שכ"ד) עלה בממוצע ב-1.6%, עם סטיית תקן של 0.12. אנו הנחנו לכן, שחלק מהעלייה של יולי תתקז לאוגוסט, כך שמדד אוגוסט יעלה בכ- **1.2%**.

תיקון זה צפוי לגרום, להערכתנו, לעליה חריגה במקצת במדד אוגוסט, בשיעור של 0.5%. אנו מודעים לכך שהסטיית החודשיות במדד המחירים הינן גדולות מאוד, אולם לדעתנו, "המודלים" שלנו מזהים נכון מגמה של 12 חודשים קדימה.



תוואי האינפלציה החזוי להערכתנו הינו תוואי סביר של 2%, בתוך יעד האינפלציה של בנק ישראל. הבעיה החמורה היא, שהכלי המרכזי העומד לרשות בנק ישראל לוויסת האינפלציה, הריבית המוניטרית, מצויה עכשיו במצב קיצוני של 0.1%, ויהיה קשה להפעילה בצורה אפקטיבית ללא זעזועים גדולים (ראו להלן).

### תחזית האינפלציה בישראל

- ✓ מדד המחירים ליולי היה 0%, אבל להערכתנו זו הייתה סטייה מקרית, **שאינה מייצגת דבר!**
- ✓ אנו מעריכים שעליות מחירי הדיור של הקיץ יתקזזו למדד אוגוסט, ומדד מחירי הדיור יעלה ב-1.2%.
- ✓ בהתאם למודלים שלנו, אנו צופים עלייה במדד המחירים הכללי לחודש אוגוסט בשיעור של **0.5%**.
- ✓ לפיכך, עליית המחירים ב-12 החודשים אוגוסט 17 – אוגוסט 18 צפויה לעמוד על **1.6%**.
- ✓ האינפלציה ל-12 החודשים הבאים (אוגוסט 18 - אוגוסט 19) צפויה לעמוד על **2.0%**.
- ✓ האינפלציה הצפויה במהלך 2018 הינה **1.8%**.

### להערכתנו, ישראל מצויה כיום בתוואי אינפלציה של 2% שנובע מ:

1. עלייה במחירי המזון. נראה שהסתיימה תקופת הקפאת מחירים בתחום המזון.
2. המשך עליה בקצב של כ-2.7% במדד הדיור. זו עלייה ריאלית של כ-1% בלבד, בזמן של מחסור בדירות.
3. עלייה של כ-2% במחירי היבוא, עקב האינפלציה בארצות המקור.
4. עלייה תלולה במחירי הנפט בשנה האחרונה, שתשליך על מגוון מוצרים בעלי עתירות אנרגיה.
5. סבירות גדולה יותר לפיחות השקל ביחס לסל המטבעות, עקב תיסוף מצטבר של 26% מ-2007.
6. עלייה של 3% לשנה בשכר הריאלי, משמעותית מעבר לפריון, עקב התעסוקה המלאה במשק.

**על רקע ששת הגורמים לעיל, אנו מעריכים שקצב האינפלציה במשק עומד עתה על כ-2% לשנה.**

## הריבית המוניטרית – צפוי רצף של עליות מהיר יחסית

(מעל 10 מיליארד \$ לשנה), וזאת כיוון שהייתה ירידה חדה בהשקעות בענפי המשק וקיפאון בהשקעות בתשתיות הלאומיות.

להערכתנו, מגמה זו השתנתה. הייצוא עולה בקצב מתון מאוד (1.5% לשנה, בממוצע), ומגד יש עלייה חדה בייבוא, כך שהעודף במאזן התשלומים יירד כבר השנה לכ 3 מיליארד \$ בלבד.



התוצאה הצפויה היא, שלמרות העלאות הריבית הצפויות, אנו מעריכים שתמשך מגמת הפיחות והשקל יחזור לרמה סבירה יותר, כזו שמעודדת השקעות ויצור במשק.

מאז המשבר העולמי (2007) תוסף השקל יחסית לסל המטבעות בשיעור מצטבר של 26%, אבל תופעה זו חייבת להתהפך, אם "חפצי צמיחה אנחנו".

### תחזית מוניטארית לסוף שנה

2019	2018	2017	2016	
2.0%	1.0%	0.1%	0.1%	ריבית מוניטארית
3.5%	2.5%	1.7%	2.2%	אג"ח שחר ל- 10 שנים
4.00	3.90	3.47	3.85	שע"ח שקל דולר
1.01	1.08	1.20	1.05	שע"ח דולר / אירו
2.0%	1.8%	0.4%	-0.2%	אינפלציה במהלך השנה
2.7%	2.8%	2.4%	1.4%	עליית מדד הדיור (שכר דירה)

הריבית המוניטרית בישראל נמצאת "בריצפה" של 0.1% כבר כשלוש שנים, בעוד שבארה"ב היא עלתה בתקופה זו מ- 0.25% ל 2.0%, והפד כבר הודיע שהיא תועלה ל 2.5% עד סוף השנה. פער זה הינו בלתי סביר בעליל, במיוחד כאשר קצב האינפלציה בישראל דומה לזה שבארה"ב, שבשתי המדינות שוררת תעסוקה מלאה (שיעור אבטלה של מתחת ל 4%), וקצב צמיחה דומה של 3%.

**הבנק המרכזי בארה"ב** החל לעלות את הריבית המוניטרית כבר לפני 3 שנים, כאשר זיהה שמגמת האינפלציה חוזרת בהדרגה ל 2%. לעומתו, בנק ישראל עדיין אינו מגיב, והוא צפוי להגיב, כרגיל, בצורה חדה וברגע האחרון. כך פעל בין השנים 2009 ל 2015 - מדיניות הזיגזג, ראו בגרף להלן.

כיוון שאנו מעריכים שקצב האינפלציה בישראל עולה ל 2%, הריבית בארץ צפויה לעלות, ובקצב מהיר. לדעת ג'נט יילן (יו"ר הפד עד לאחרונה), אזור "הנוחות" של הריבית המוניטרית ב 2% אינפלציה הוא 3%. והיא התוותה תוואי מתון למשך 4 שנים, כדי להגיע ליעד ולהימנע מזעזועים. בנק ישראל כבר בזבז 3 מתוך 4 השנים, ולכן נראה שהעלאת הריבית המוניטרית תהיה תלולה יחסית. הריבית צפויה כבר בסוף שנה זו להגיע ל-1%.



### פערי ריבית ותיסוף

נראה שאחת הסיבות שבנק ישראל מחזיק את הריבית "בריצפה" היא החשש שמא העלאת הריבית לכיוון הריבית האמריקאית תעודד המשך תיסוף של השקל. להערכתנו, תיסוף השקל נבע מהעודף העצום שהיה במאזן התשלומים

זכויות היוצרים בידי מודלים כלכליים בע"מ, 2018

## התוצר המקומי הגולמי – קצב גידול של 3.3%

במצב הנוכחי בזבז גדול של פוטנציאל. המשק הישראלי יכול לעלות את רמת החיים שלו בקצב כפול מהקצב הקיים וגם אם נעשה את זה, נגיע רק בעוד דור לתוצר לנפש של אירלנד היום !!

**התוצר של המשק הישראלי** צפוי לגדול השנה בקצב של 3.3%, בדומה לגידול שהיה בשנת 2017. עקב קצב הגידול החריג של 4.8% ברבע הראשון של השנה, ירד קצב הגידול ברבע השני ל 2%, ולהערכתנו קצב הגידול ברבע השלישי יהיה אף נמוך יותר. על פי הערכתנו, קצב הגידול הצפוי בתוצר גם לשנת 2019 עומד על כ 3.2%.

במהלך 6 השנים האחרונות קצב הצמיחה הוא 3.3%, עם סטיות קטנות יחסית. לפיכך נראה שהמשק הישראלי מתכוון לקצב גידול של 3.3%, שמשמעותו צמיחה לנפש של 1.3%. זו עלייה ברמת החיים הנראית סבירה לבנק ישראל, למשרד האוצר ולגופים הבינלאומיים (קרן המטבע וחברות הדירוג).



### תחזית מאקרו כלכלי למשק הישראלי שיעורי שינוי שנתיים

2019	2018	2017	2016	
3.2	3.3	3.3	4.0	תוצר מקומי גולמי
3.3	3.4	3.4	4.2	תוצר עסקי
3.3	3.4	3.6	2.5	ייצוא
3.9	6.2	4.7	9.4	ייבוא
2.8	3.3	2.8	11.9	השקעה ברכוש קבוע
4.2	7.8	3.6	13.9	מזה: בענפי המשק
-0.4	-6.0	1.2	8.1	למגורים
3.6	4.5	3.3	6.1	צריכה פרטית
3.5	3.5	3.2	3.9	צריכה ציבורית
3.0	3.0	3.1	2.8	שכר ריאלי
4.0	4.0	3.9	4.8	אבטלה (%מכוח העבודה)
3.0	3.0	10.9	12.3	החשבון השוטף (מיליארדי \$)
2.4	2.4	2.4	2.1	גירעון ממשלתי (% תוצר)

בקצב הגידול הנוכחי המשק הישראלי נמצא בתעסוקה מלאה, עם גרעון נמוך בתקציב הממשלה, עם חוב לאומי נמוך יחסית, ועם אינפלציה שנמוכה עדיין מ 2%.

התוצאה היא העלאה של הדרוג הבינלאומי ל **AA-**. זו לכל הדעות הכרה באיתנותה של כלכלת ישראל למרות המצב הביטחוני.

נכון, התוצר לנפש בישראל עומד על כ- 40 אלף \$, קרוב לממוצע של המדינות המתועשות ודומה לבריטניה וצרפת. אבל התוצר לנפש בארה"ב הוא כ-60 אלף \$, בדנמרק כ- 57 אלף \$, אירלנד כ-70 אלף \$ ובשווייץ כ-80 אלף \$.

לדעתנו, אין כל סיבה שהתוצר לנפש בישראל לא יגיע לרמה של התוצר באירלנד – **70 אלף \$**.

להערכתנו, קצב הצמיחה הפוטנציאלי של המשק הישראלי הינו כ- 4.5%, כלומר 2.5% צמיחה לנפש. לכן אנו רואים



## חשש השווא ממלחמת הסחר בין ארה"ב לעולם

### מלחמת הסחר שאיננה

כפי שנראה עתה, סין רוצה להגיע לפשרה עם ארה"ב ושולחת נציגים לוושנגטון לדון בהסכם סחר חדש. גם האיחוד האירופי נמצא עתה במגעים עם ארה"ב להסכם סחר חדש, וגרמניה אף הכריזה שלא תנקוט צעדים מקבילים כלפי הייבוא מארה"ב. כמו כן נראה בברור, שיפן לא מעוניינת להיכנס למלחמת סחר.

לאור זאת ברור, שלמרות הסגנון הבוטה והלא מכובד, למרות פרסום המדיניות באמצעות הטוויטר, ולמרות הניסיונות של התקשורת "ליצור דרמה", עוצמתה הכלכלית האדירה של ארה"ב (25% מהתוצר העולמי) מאפשרת לטראמפ התנהגות כזו ללא נזק כלכלי.

סיוע עקיף להערכה, שאין באמת חשש ממלחמת סחר, הוא מדד המניות של ה S&P500, הנמצא הבוקר פחות מ 1% מהשיא של כל הזמנים, שהושג ב 26 בינואר 2018.

### המאבק עם ארדואן

ארדואן נשיא טורקיה, שהפך עצמו לאחרונה לכעין "סולטן", החליט ללכת חזיתית מול ארה"ב. זהו מקרה קלאסי של "העכבר ששאג". התוצר של טורקיה הוא כ-4% בלבד מהתוצר של ארה"ב ורמת החיים שם (תוצר לנפש) היא כ-10,000 \$, לעומת 59,000 \$ בארה"ב.

טורקיה הייתה בבעיה כלכלית עוד לפני הסנקציות של טראמפ, ולכן נראה שטורקיה נכנסת למשבר כלכלי קשה שאת תוצאותיו קשה לדעת היום. הגיבוי של קטאר, באמצעות השקעה של 15 מיליארד \$ בטורקיה, הוא בחזקת בדיחה. החוב של טורקיה לעולם הוא מעל 400 מיליארד \$, מהם 220 מיליארד \$ החוב של המגזר העסקי, בעיקר למדינות אירופאיות.

נכון להיום הלירה הטורקית פוחתה ב-58% מאז תחילת השנה, וב-72% במהלך 12 החודשים האחרונים. פיחות זה צפוי להביא לקצב אינפלציה גבוה משמעותית מקצב האינפלציה הנוכחי של 16%.

### כלכלת ארה"ב

נראית עתה במיטבה: קצב צמיחה של 3%, תעסוקה מלאה, אינפלציה בשיעור סביר של 2.5% וגירעון סביר במאזן התשלומים. אולם הגירעון בתקציב הפדראלי צפוי לעלות לרמה של 4 אחוזי תוצר, ואולי אף יותר, עקב הורדת המיסים וגידול בהוצאות הביטחון.

### תחזית לכלכלת ארה"ב

2019	2018	2017	2016	
3.0%	2.5%	1.5%	0.75%	ריבית מוניטארית *
3.75%	3.5%	2.5%	2.5%	אג"ח ממשלתי - 10 שנים *
1.01	1.08	1.20	1.05	שע"ח דולר / אירו
2.2%	2.5%	2.1%	2.1%	אינפלציה במהלך השנה
3.0%	2.5%	2.2%	1.6%	תוצר מקומי - צמיחה
3.5%	3.9%	4.4%	4.9%	שיעור אבטלה
4.0%	4.0%	3.4%	3.1%	גרעון פדרלי - אחוזי תוצר
2.8%	2.4%	2.3%	2.3%	גרעון במאזן התשלומים

\* סוף שנה

### לכניסה לאתר 'מודלים', לחץ כאן

#### 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 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 וזרות ו**במטבע חוץ** לסוגיהם, הן בשוק מקומי והן בשוקי 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 וקוצרני, בין אם מקומי ולבין אם זר.

ד"ר יעקב שיינין, 12 באוגוסט 2018

## השפעת מצבה של טורקיה על שוקי ההון באירופה ובארה"ב

המניות האמריקאיות היו תוצאה "אינטואטיבית" של ירידות חדות במניות באירופה, עקב ההשפעה של החוב הגדול של טורקיה על מדינות אירופה, אבל לא על ארה"ב.

### שיעור הירידה של מדדי מניות מובילים ליום ה- 10.8.2018

שיעור הירידה היומי	
-1.94%	EURO STOXX 50
-1.99%	DAX
-1.59%	CAC
<b>-0.71%</b>	<b>S&amp;P500</b>

המגזר הפיננסי האירופאי צפוי להיות מושפע ממצב החוב החיצוני של טורקיה, שעומד על 470 מיליארד \$ והמהווה כ-50% מהתוצר השנתי הטורקי. דרוג החוב הוא **BB-**.

יתרה מכך, המגזר הפרטי הטורקי חייב לבנקים הזרים, רובם המכריע אירופאים, סך כולל של 225 מיליארד \$. לכן הבנקים האירופאים נפלו בצורה חדה ביום שישי. מדד מניות הבנקים האירופאי נפל ב- 4.7%. והבנק הספרדי BBVA שהוא המלווה הגדול לטורקיה נפל ב- 5.7%.

הפגיעה האפשרית במגזר הבנקאי האירופאי היוותה מאיץ לירידת המניות הלא בנקאיות במדינות האירופאיות, ומדד המניות האירופאי **STOXX 50** נפל ב- 1.94%. נראה, שעקב המשבר הכלכלי הנוכחי הניצב היום בפני טורקיה, גדל החשש מפגיעה בכלכלת אירופה.

לעומת אירופה, ארה"ב לא צפויה להיות מושפעת באופן שלילי מטורקיה. ההשפעה השלילית על מדד ה-S&P500 אתמול הייתה רק בשליש העוצמה בהשוואה לאירופה, וכל כולה תוצאה של "אווירת פחד", ללא הגיון כלכלי. לדוגמה, מניית סיטי בנק נפלה ביום שישי ב- 2.4%, אבל הבנק לא חשוף כלל לטורקיה - הוא יצא לחלוטין מטורקיה, בהחלטה אסטרטגית, עוד בשנת 2015. לכן, להערכתנו, השוק בארה"ב יתקן בתוך מספר ימים.

טורקיה היא בסה"כ כלכלה קטנה יחסית וכל התוצר הטורקי הוא כ- 800 מיליארד \$, זאת לעומת כ- 50,000 מיליארד \$ תוצר של כלכלות המדינות המתועשות. טורקיה מהווה כ- 1.5% בלבד מכלכלת ה-OECD, ולכן לכלכלת העולם לא יקרה שום דבר משמעותי אם טורקיה תיכנס למשבר. עם זאת, אירופה תצטרך להתמודד עם החוב הטורקי.

**נפילתה של הלירה הטורקית יחסית לדולר בכ 17% ביום אחד, ה- 10.8.2018, מאותתת על חשש ממשבר כלכלי משמעותי בטורקיה מבחינת צמיחת התוצר והאבטלה.**

המטבע הטורקי פוחד, במצטבר, ב- 70% מתחילת השנה, וב- 86% במהלך 12 החודשים האחרונים. פיחות זה צפוי לגרום להאצה משמעותית באינפלציה שם, אשר כבר נמצאת בקצב של 16%. שיעור התשואה על אג"ח ממשלת טורקיה ל- 10 שנים, שעומד עתה על 19%, צפוי להמשיך ולעלות. לכן סביר שגם הצד הריאלי של הכלכלה יפגע!

הבריחה הפתאומית של משקיעים מהמטבע ומהאג"ח הטורקי נבעה מהכרזת טראמפ על הטלת סנקציות כלכליות על טורקיה ועל הכפלת שיעור המכס, במיוחד על ברזל, לשיעור של 50%. טורקיה היא היצואנית הגדולה ביותר של ברזל לארה"ב, וזו תהיה פגיעה קשה בה. מנגד, הסנקציות יהוו עידוד לייצרני הברזל האמריקאים והאחרים.

הסנקציות גרמו לזעזוע בשוקי ההון בכל אירופה, זעזוע שגלש אפילו לארה"ב, למרות שאינה רלוונטית. וכמו תמיד במקרים כאלו, הדולר התחזק ב- 1% יחסית לאירו.

**לארדואן המופתע לא נשאר אלא להגיד: "לטרמפ יש אומנם את הדולר, אבל לנו יש את האלוהים".**

הכרזת הסנקציות כמוה "כקש האחרון ששבר את גב הגמל": היא הביאה לבריחה פתאומית מאג"ח טורקי לאג"ח של מדינות אחרות באירופה, ועודפי הביקוש אלה הביאו לירידה דרמטית בתשואות שם.

### ירידת תשואות באג"חים של ממשלות ל 10 שנים לפי סיום המסחר ב 10.08.18

שיעור הירידה היומי בתשואה	הירידה היומית בנקודות האחוז	התשואה ב - %	
-50.0%	-0.055	-0.169	שוויץ
-16.1%	-0.061	0.318	גרמניה
-5.5%	-0.039	0.671	צרפת
-1.8%	- 0.053	2.875	<b>ארה"ב</b>

להערכתנו, לא נראה שמחזיקי האג"ח טורקי, ברובם אירופאיים, החליפו אותם באג"חים אמריקאיים. הירידה בתשואות באג"ח האמריקאי נבעה ממכירת מניות בבורסות בניו יורק וקניית אג"ח אמריקאי במקומם. הירידות בשוק

## מדיניות החוץ של דונלד טראמפ

שתי פצות אטום על היפנים האכזריים, כדי להסביר שגם ארה"ב הבדלנית מסוגלת לדבר בשפתם ולעשות את מעשיהם. נראה שהטראומה של הסיום, בשנת 1945, אוחזת במ עד עצם היום הזה.

ארה"ב אינה זקוקה לכלכלות אחרות בעולם כדי לשגשג, והיא תוכל לתפקד בעילות גם כמדינה יחידנית: כ-25% מהתוצר העולמי הוא שלה! חשיבותם של הסחר הבינלאומי וחוק היתרון היחסי, למעצמה כלכלית כארה"ב, שמהווה את מרכז המדע והטכנולוגיה העולמית, קטנה ביותר, אם בכלל. לעומתה, לגרמניה, ליפן לבריטניה ולרוסיה שמהוות כל אחת רק בין 2% לבין 6% מהתוצר העולמי, סחר בינלאומי חשוב ביותר. תלותה של ישראל בסחר בינלאומי הוא אכן קריטי, כי היא מהווה פחות מ-0.5% מהתוצר העולמי.

בנוסף, כיוון שארה"ב היא מרכז המדע, הטכנולוגיה והאקדמיה בעולם, היא ממשיכה לקחת את מיטב ההון האנושי אליה, כפי רצונה. היא גם מצליחה לשמר ואף להגדיל את יתרונה המוחלט. אפילו טראמפ לא יוכל לפגוע בכלכלת ארה"ב, גם בכהונה של 4 שנים מלאות.

מבחינה צבאית, תקציב הביטחון של ארה"ב מגיע ליותר מ 700 מיליארד \$, והוא גדול מסה"כ תקציבי הביטחון של כל 9 המדינות אחריה גם יחד (סין + רוסיה + סעודיה + הודו + צרפת + בריטניה + יפן + גרמניה). לכן ההגדרה של ארה"ב כמעצמה היחידה בתבל נראית נכונה. האם זו ערובה שכך יהיה לאורך זמן? ברור שלא! אבל זה לא רלוונטי לדור הנוכחי.

ולסיום, האם טראמפ טוב לישראל? ברור שנעים שהוא הכיר סוף סוף בירושלים כבירת ישראל. נעים שהיה בביקור בישראל מיד עם היבחרו לנשיא (בניגוד לברק אובמה). לא מזיק שבתו התגירה ושנכדיו יהודים. נעים שהוא קשוב וסימפטי לצרכים של ישראל. לא רע שיש לו קשרים חמים עם ראש הממשלה שלנו, כמו שהיו לקלינטון עם רבין, ולבוש עם שרון.

אבל החשוב הוא המשפט החכם שאמר דוד בן גוריון לפני 60 שנה: **"לא חשוב מה יאמרו הגויים, חשוב מה יעשו היהודים"**, במשפט מפתח זה תלוי עתידה של מדינת ישראל.

בהשוואה לנשיאים האמריקאיים של 70 השנים האחרונות, דונלד טראמפ שונה במהות, בסגנון, בדרך, באישיות ובביצוע. לנו קשה לקבל, שמדיניות החוץ של הבית הלבן מתפרסמת מידי יום "כציוץ" בטוויטר. המסרים בטוויטר נראים הפוך מהפסוק: **"סוף מעשה במחשבה תחילה"**.

הפעולות בהן נוקט טראמפ מאמצות קו קשוח, בוטה, ישיר, שאינו מתחשב באחרים. העקביות לא תמיד קיימת, אבל היא מביאה לקיצוניות את המושג: "America First", עד כדי "Only America".

הביקורות מצד התקשורת כולה (להוציא את FOX), מ"הצד השמאלי של המפה" וממגוון אנשים שהיו קרובים אל טראמפ, נשמעת חזקה ובתדירות הולכת וגדלה. היא כוללת גם עדויות על חוסר יכולת וחוסר התאמה לתפקיד של נשיא המעצמה הגדולה בעולם.

ככלכלן, אין לי את ההכשרה המקצועית לשפוט את האפקטיביות של הגישה של טראמפ בכלים אקדמיים המקובלים ב- "מדעי המדינה" וב- "יחסים בינלאומיים". אבל בתחום הכלכלי נראה לי שהתגובות של טראמפ צפויות להיות הרבה יותר אפקטיביות מהמדיניות השקולה, שבה נקטו ברק אובמה, ביל קלינטון, ג'ימי קרטר ואפילו שני הנשיאים הרפובליקנים ממשפחת בוש.

דרך חשיבתו של טראמפ מזכירה את הנשיא רונלד ריגן, שתרום רבות להתמוטטות של ברית המועצות. הסגנון של ריגן היה אומנם יותר מעודן, כמו של "קאובוי" מהסרטים, אבל השטחיות הייתה דומה (ריגן היה בעברו שחקן קולנוע בהוליווד, ונשיא ארה"ב בשנים 1981 - 1988).

ככלכלן הבקיא בכלכלת ארה"ב ובעוצמתה זה 40 שנה, אין לי ספק שברצותה, ארה"ב של היום יכולה להביא את איראן וטורקיה להתמוטטות כלכלית באמצעות סנקציות כלכליות (תוך שהיא מאלצת את המדינות המתועשות להשתתף). גם צפון קוריאה לא תוכל להחזיק מעמד לאורך זמן, ואפילו רוסיה תסבול קשות.

נראה שאיראן, טורקיה, צפון קוריאה, רוסיה ועוד גופים - בעיקר מוסלמים קיצונים, מדברים, פועלים, ומבינים רק את שפת טראמפ. זו הרי הייתה השפה שרק לפני 75 שנה הבינו ודיברו גרמניה (מלכת התרבות המערבית) ויפן, והייתה נדרשת החרבה כמעט מלאה של גרמניה

## הבהרה ואזהרה

### לכניסה לאתר 'מודלים', לחץ כאן

#### 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 במימנות 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 וזרות ו**במטבע 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.

ד"ר יעקב שיינין, 9 ביולי 2018

## אין באמת "מלחמת סחר" וגם לא צפויה האטה בארה"ב

### התפתחויות אחרונות

נתוני המסחר ביום שני בבוקר (היום), בשעה 12:00 שעון תל אביב, מצביעים על עליות של 2.5% בבורסה בשנחאי, 1.29% במדד הניקיי ו-0.4% בחוזים על מדד ה-S&P500 בארה"ב. מכאן נראה, שהמשקיעים מבינים, כי לא תהיה מלחמת סחר ו/או כל מלחמה אחרת. אף מדינה נורמלית, שיש לה עודף גדול במאזן התשלומים, אינה מעוניינת להיכנס למלחמת סחר. לכן לא גרמניה ולא יפן מעוניינות להיכנס למלחמת סחר.

להערכתנו צפוי, ברמת וודאות גבוהה, הסכם סחר חדש בין ארה"ב לעולם, שיהיה לטובת ארה"ב בהשוואה למצב הנוכחי. ההפחדות הינן חלק מהספין שהתקשורת יוצרת, כדי ליצור עניין ואולי גם כדי לתקוף את טראמפ.

לסין יש אמנם תוצר בסדר גודל של ארה"ב (במדידה "רכה" ובעייתית - במונחי כוח קניה), אבל הוא משרת אוכלוסייה פי 4 בגודל. כלומר, רמת החיים בסין היא רק כ-25% בהשוואה לארה"ב ודומה למצב שהיה בארה"ב לפני כ-60 שנה (שנת 1960). יותר מכך, התוצר הסיני לא דומה כלל לתוצר האמריקאי. זהו תוצר בסיסי של מדינה מתפתחת ענקית. לכן סין וארה"ב אינן כלכלות בגודל זהה, וסין צריכה את ארה"ב הרבה יותר מאשר ארה"ב את סין. ארה"ב יכולה לקבל כאלטרנטיבה לסין את הודו, שהיא לפחות דמוקרטית.

### תורת הכלכלה על הסחר הבינלאומי

תורת הכלכלה מראה, שסחר בינלאומי חופשי הוא חשוב ביותר, ואף קריטי, ליעילות הכלכלית של מדינות קטנות (כישאל ושבדיה). הוא חשוב גם למדינות בינוניות (כצרפת וגרמניה), אך כמעט שאינו חשוב למעצמה כלכלית ענקית, כמו ארה"ב, שלה תוצר של 20 אלף מיליארד \$, אוכלוסייה מגוונת של 325 מיליון בני אדם ורמת חיים- תוצר לנפש, של 60 אלף \$.

אין ספק שהעלאת מכסים תפגע במדינות הקטנות ובמדינות העניות, מאחר שהסחר הבינלאומי, שהינו כה חשוב עבורן, יוגבל. האם זה יפגע בכלכלה העולמית? כנראה שכן. האם זה יפגע בארה"ב, כנראה שלא! וכנראה שאם האיחוד האירופי יהיה באמת איחוד כלכלי (ובריטניה תשאר חלק מהשוק הכלכלי) גם אירופה לא תיפגע.

גם ישראל, שמתמחה במוצרי נישה (היטק ומוצרים צבאיים), אינה צפויה להיפגע.

ביום שישי האחרון נכנסו לתוקף המכסים החדשים שהטילה ארה"ב על ייבוא של 50 מיליארד \$ מסין. במקביל, הודיעה סין שהיא תטיל מכסים דומים על הייצוא אליה מארה"ב. התקשורת מציגה זאת כ"תחילתה של מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין" ואפילו בין ארה"ב לעולם כולו.

להערכתנו, לא תפתח כל "מלחמת סחר", הכל ספינים של התקשורת. סין מייצאת לארה"ב סחורות ב-500 מיליארד \$ ומייבאת ממנה סחורות ב-120 מיליארד \$ בלבד. זהו פער עצום של פי 4, אז איזו מלחמה היא זו?

סין רוצה להגיע "לרמת חיים מערבית", אך התוצר לנפש שם הוא כ-25% מזה שבארה"ב. סין יודעת שהיא תפסיד ממלחמת סחר, והירידות בבורסת שנחאי מספרות את כל הסיפור: מתחילת השנה נפלה בורסת שנחאי ב-16.5%, בעוד שמדד ה-S&P500 עלה ב-3.2%. הכיוונים המנוגדים בין שתי הבורסות ופער של כ-20% ביניהם - זה הסיפור.

נתוני המסחר בשוקי המניות ביום שישי ה-6.7 מראים דווקא על עליות, זאת למרות שהמכסים נכנסו לפעולה באותו יום.

### שיעור עליית מדדי המניות (עד ה 6 ביולי 2018)

12 חודשים אחרונים	מתחילת השנה	יום שישי האחרון	
+13.8%	+3.2%	+0.9%	S&P 500
-8.0%	-16.5%	+0.7%	שנחאי - סין
+9.3%	-4.3%	+1.1%	ניקיי - יפן
-0.4%	-1.6%	+0.2%	אירו 50
+0.9%	-3.3%	+0.3%	DAX - גרמניה
+4.5%	+1.2%	+0.2%	CAC - צרפת
+3.6%	-0.9%	+0.2%	FTSE - בריטניה

## אין באמת "מלחמת סחר" וגם לא צפויה האטה בארה"ב

### הטענות של ארה"ב

גם נטל הביטחון ביחס לתוצר, הגבוה פי 3 בארה"ב בהשוואה לממוצע קבוצת ה-G-6, נראה בלתי סביר ומבליט את היותה של ארה"ב "הפרייר" של אירופה ושל יפן. וניתן להוסיף את התמיכה חסרת הפרופורציה של ארה"ב באו"ם ובמסודותיו וכו'. הנתונים להלן מסכמים זאת בצורה חדה ורועמת.

בעשרים השנים האחרונות מצויים הסינים בתהליך מואץ של למידה, ובעיקר העתקה של טכניקות ייצור וטכנולוגיות ייצור של מגוון המוצרים הענק, שפותח בעיקר בארה"ב, אבל גם במערב אירופה, במהלך 100 השנים האחרונות, וזאת מבלי להקיף על "זכויות יוצרים".

הטענה הבסיסית של טראמפ היא, שארה"ב הפכה "לפרייר" של גוש האירו, בריטניה, יפן, סין ושאר המדינות בעולם. טענה זו לא בדיוק "מצוצה מהאצבע", כפי שמראים נתוני הגירעון המסחרי והגירעון במאזן התשלומים.

### נתונים לשנת 2017 במיליארדי \$ בשער החליפין הרשמי

מאזן תשלומים	מאזן מסחרי סחורות	תוצר מקומי גולמי	
-466	-811	19,400	ארה"ב
+371	+162	16,500	G-6 (ללא ארה"ב)
+167	+476	*12,200	סין

\* התוצר של סין במונחי PPP 24 טריליון \$

הטבלה לעיל מראה את הגירעון העצום של ארה"ב, לעומת העודף של ה-G-6 וסין. ארה"ב טוענת, שהגירעון הגדול שלה נובע ממחירי "הצף" ומאפליית מחירים מחד, וממגבלות על הייבוא מארה"ב בהרבה מדינות, מאידך. אבל, זו טענה כללית וקשה לכמת את ההשפעה המצטברת הישירה.

מנגד, יש פרסום של "מדד החופש הכלכלי", שמפרסמת עמותה יוקרתית וידועה, אשר מראה את הפערים המשמעותיים בין ארה"ב לבין קבוצת ה-G-6 וסין. ארה"ב ממוקמת 15 מקומות לפי קבוצת ה-G-6. לכן, כל הטענות על אפלייה בסחר נראות על פי מדד זה סבירות, לפחות ברמה העקרונית.

דרוג חופש כלכלי	הוצאות הביטחון (% תוצר)	הוצאות הביטחון (מיליארדי \$)	
18	3.9%	740	ארה"ב
32	1.4%	231	G-6 (ללא ארה"ב)
110	2.0%	240	סין

לכניסה לאתר 'מודלים', [לחץ כאן](#)

### 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 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 וזרות 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.