



שותף נכבד,

את הרבעון הרביעי של שנת 2019 סיימנו בעליה של 5.15% ומחיר הקרן הוא 1.02. אג"ח ארה"ב ל-10 שנים סיימו את הרבעון בתשואה של 1.92% בהשוואה ל-1.62% בסוף הרבעון הקודם. אג"ח ממשלת ארה"ב ל-30 שנה (עליהן אנו בשורט) סיימו את הרבעון בתשואה של 2.39% בהשוואה לתשואה של 2.12% בסוף הרבעון הקודם.

שותף נכבד, אין ספק כי התופעה החשובה והמהותית בשוקי ההון בשנת 2019 הייתה סיבוב של 180 מעלות שבצעו כל הבנקים המרכזיים ברבעון הראשון. לאחר שניסיון הן של הפדרל ריזרב, והן של הבנק המרכזי באירופה לסגת ממדיניות ההרחבה הכמותית נתקל בתגובה חריפה של שוקי ההון, חזרו הבנקים המרכזיים לתדלק את הונאת הפונזי הגדולה בהיסטוריה.

בחודשים האחרונים בשקט וללא כל הצהרות או פרסום כלשהו מזרים הפדרל ריזרב לשווקים מאות מיליארדים של דולרים. ההזרמה מתבצעת באמצעות שוק הריפו, שמהווה את מקור הנזילות העיקרי למערכת הבנקאית על בסיס יומי. שוק זה שאיננו מוכר לציבור הרחב, מהווה מעין מסלקה יומית לבנקים הגדולים מול הבנק המרכזי. השוק הזה מגלגל 3 טריליון דולר ביום, והוא מהווה את מקור הנזילות של המערכת הבנקאית לטווח הקצר. ב-16 בספטמבר ארע אירוע קיצוני בשוק הריפו, בתוך לילה אחד קפצו הריביות מ-2% ל-10%. כן – זו לא טעות דפוס, הבנק הגדול בארה"ב ג'יי.פי מורגן לווה כספים באותו לילה בריבית מטורפת של 10%. הפד מיהר להגיב, וע"מ שלא תפתח בהלה בשוק, מיהר להזרים 75 מיליארד דולר לשוק הריפו והוריד את הריבית בחזרה ל-2%. אולם, מאחר והמחסור במזומנים לא נרגע, הודיע הפד כי ימשיך להזרים לשוק הריפו מידי חודש סכום של 60 מיליארד דולר עד וכולל הרבעון השני של 2020. למצוקת הנזילות בשווקים שני הסברים.

ראשית, החל מספטמבר ועד לתום הרבעון השני של 2020 האוצר האמריקאי חייב לגייס אג"ח בסכום של כמעט טריליון דולר שלא גייס בחודשי השנה הראשונים בשל סגירת הפעילות בממשל. עולה מכך כי האוצר האמריקאי מוכר אג"ח, הברוקרים המורשים קונים באמצעות כסף מהבנקים הגדולים, שממומנים באמצעות שוק הריפו ע"י הפדרל ריזרב. הונאת פונזי כבר אמרנו?

החשוד השני כמו תמיד הוא דויטשה בנק, במהלך שנת 2019 מספר לא מבוטל של לקוחות הפסיקו את עבודתם עם הבנק, כולל כמה קרנות גידור ומשקיעים גדולים אחרים. מצוקת הבנק איננה חדשה בשוק, אולם שמעות על בעיות נזילות מגובות בריבית יומית מטורפת הניעו את הפד להיכנס לשוק ולפעול מיידית.



מסקנה – בשנת 2019 לא אומרים "הרחבה כמותית" אמור מעתה – "שוק הריפוי".
אולם התוצאה זהה, סך החובות של ארה"ב עומדים על כ-75 טריליון דולר, גידול של כ-2.9 טריליון דולר בשנה, בעוד התמ"ג גדל ב-830 מיליארד דולר בשנה, דהיינו היחס בין הגידול בחוב לגידול בתוצר הוא 3.5. במילים אחרות, המשק האמריקאי מייצר היום כ-3.5 דולרים חוב על כל דולר של תוצר. אגב, אם כל התוצר היה אמור לשלם ריבית על החוב, הוא היה משקף ריבית של 1.1%, מאחר והריבית הממוצעת על החוב הינה מעל 3%, ברור שאת ההפרש חייבים לגייס באמצעות מכירת אג"ח נוספות, ועוד לא דיברנו על תשלום הקרן. הונאת פונזי כבר אמרנו?
שותף נכבד, את שאירע במהלך שנת 2019 צריך להפנים ולזכור, חוקי הכלכלה כנראה בכל זאת עובדים, הראיה הינה התנהגות השווקים כשהבנקים המרכזיים ניסו לסגת מהדפסת הכספים. המפנה שבצעו הבנקים בהמשך הינה עוד נדבך בניסיון ארוך להסתיר מהציבור הרחב את האמת הכלכלית הכואבת.

בברכה,

רועי מאיר

הנני מצרף כאן כתבה שכתב עמיתי מהעיתון גלובס – מר חנן שטיינהרט על ההיסטוריה של שנות ה-20 במאה הקודמת, לכל מי ששכח כיצד מסתיימות הזרמות והתערבויות של בנקים מרכזיים בשוקי ההון.



השקעה אפיק	פרופיל חשיפה	שיעור חשיפה	% בתיק	נייר ערך
תעודת סל	אג"ח	290	290	אג"ח ממשלת ארה"ב (ל- 30 שנה) - בחסר
-	-	290	-	סה"כ חשיפה ב- שורט
-	-	105	-	סה"כ חשיפה ב- לונג
-	-	8	8	סה"כ ניילות
-	-	-	-	סה"כ חשיפה למניות / סחורות
-	-	290	-	סה"כ חשיפה לאג"ח
-	-	8	-	סה"כ חשיפה למט"ח
-	-	299	-	סה"כ כללי

30 זה ה-20 החדש: רגע לפני העשור הבא כדאי לעצור לרגע ולהקשיב לקולות פעמוני ההיסטוריה

שנות ה-20 העליזות של המאה הקודמת כללו התפתחויות טכנולוגיות יוצאות דופן, צריכה מוגברת, עלייה בחוזקם של הבנקים, ובורסה גואה • אנשים ספורים חזו שהכל יגיע לסוף מר עוד לפני שהעשור יחליף קידומת • על סיפם של שנה אזרחית חדשה ועשור חדש, כדאי לעצור לרגע ולהקשיב לקולות פעמוני ההיסטוריה - יש להם סיפור עם מוסר השכל

חנן שטיינהרט 28/12/19

יום יפה היה השלישי לספטמבר, שנת 1929. החום המעיק של הקיץ הניו יורקי זה עתה הסתיים, ושמם נעימה ליטפה את הרחובות והשווקים שעה שאלפי עובדי האזור הפיננסי בדרום מנהטן מיהרו עם תום יום העבודה לבתיהם. מדד המניות, הדאו ג'ונס, נסגר בשיא חדש, 381.17 נקודות, וסיים זינוק של כ-600% מאז אמצע 1921, שנות השפל של אחרי מלחמת העולם הראשונה. שנות העשרים העליזות היו בשיאן ולא רק באמריקה. אפילו בגרמניה, השנים הנוראות של התבוסה, החורבן והאינפלציה שאחרי מלחמת העולם הראשונה, נראו כהיסטוריה מתרחקת שעה שהכלכלה עלתה מחדש על דרך המלך. ב-1926 גרמניה התקבלה לחבר הלאומים, מעין האו"ם של הימים ההם, ותור הזהב, "שנות העשרים המוזהבות" (The Goldene Zwanziger) הגיעו לברלין.

בשנת 1928 התקיימו בחירות ברפובליקה הצעירה. קצת מעל 31 מיליון גרמנים מימשו את זכותם להצביע. מפלגה חדשה שבראשה עמד נוד אוסטרי מוזר וצעקן, אשר זה עתה שוחרר מהכלא בלנדסבג, ה"מפלגה לאומית-סוציאליסטית של העובדים הגרמנים" (NSDAP) או בקיצור הנאצים, זכתה ב-810 אלף קולות כ-2.6% מהקולות - עמוק מתחת לאחוז החסימה המקובל כיום ברוב הדמוקרטיות המערביות כולל גרמניה וישראל. ב-1926 התוצאה הזו אפשרה למפלגה החדשה להכניס 12 נציגים לגוף המחוקק.

בום בלתי פוסק

לא רק הבורסה פרחה, גם הכלכלה היתה בבוים בלתי פוסק מאז תחילת העשור. הפיתוחים וההמצאות הטכנולוגיות המהפכניות של טרומ-המלחמה, שקיבלו תאוצה משמעותית בזמן המאמץ המלחמתי, הפכו עכשיו למוצרי צריכה חדשים ופופולריים. בשנות העשרים העליזות, שני שלישי ממשקי הבית באמריקה חוברו להמצאה המדהימה, רשת החשמל. מיד הגיעו המצאות נוספות, מכשירי רדיו ומקררים. הקונספט של יצור תעשייתי ששוכלל במלחמה שינה גם את תעשיית הביגוד והריהוט, כמו גם מוצרי צריכה רבים אחרים שהפכו זמינים וברי השגה. אך ההמצאות החדשות לא רק העלו את רמת החיים, הם גם שינו את אמריקה מן הקצה.

הרדיו, רשת תקשורת ההמונים הראשונה בהיסטוריה, הפך את אמריקה הענקית והמבוזרת לקהילה אחת גדולה - קהילת צרכנים. בשנת 1919 לא היתה באמריקה אפילו תחנת רדיו מסחרית אחת. שש שנים לאחר מכן מספרן גדל לעשרות רבות. בשנת 1922 נמכרו באמריקה מכשירי רדיו בסכום כולל של 60 מיליון דולר. עד 1929 המספר יקפוץ פי שמונה. עידן תקשורת ההמונים בא לעולם ועמו הפרסום והשיווק המודרני.

לא רק הרדיו הפך את אמריקה לקהילת צרכנים, גם המכונית. ההמצאה המהפכנית הזו "כיווצה" את אמריקה באחת. פיתוח של קווי ייצור בתעשיית הרכב הביא לירידה חדה במחירי המכוניות. עד 1925 הפכה המכונית למוצר בהישג יד של המשפחה האמריקנית הממוצעת. בשנת 1929 נסעו על הכבישים והדרכים של אמריקה כמעט 27 מיליון מכוניות - יותר מפי 50 בתוך פחות מ-20 שנה.

הבוים הכלכלי לא פסח גם על הנדל"ן. בשנת 1921 היו כ-250 אלף יחידות דיור בבנייה. בשנת 1929 המספר כבר עמד על מיליון. ממש כמו ב-2008 גם אז פלורידה כיכבה. וממש כמו ב-2008 גם בשנות ה-20, הבום בביקושים ובבנייה לווה בעלייה נמשכת במחירים שגדלו ב-50% ויותר בתוך עשור.

הפריחה בשוק המניות לא היתה אלא ביטוי של הפריחה העצומה בשוק הריאלי. וכמו שקורה במקרים אלה, האזרח הממוצע הצטרף לחגיגה. "משחק בשוק המניות הפך לתחביב אמריקני מרכזי... אכן נכון

שהאנשים שיודעים הכי מעט על שוק המניות עשו הכי הרבה כסף בחודשים האחרונים", נכתב ב"טיימס" במרץ 1929.

שעה ששנות ה-20 התקרבו לסיימן, העתיד מעולם לא נראה מבטיח יותר. מהכלכלה ועד הטכנולוגיות החדשות, מהשלום העולמי ועד שוק המניות החד כיווני. לא יפלא איפוא כי בבחירות לנשיאות שהתקיימו בנובמבר 1928 זכה הרברט הובר, שר המסחר תחת הנשיא היוצא קלווין קולדיג', לרוב סוחף של 444 מתוך 531 האלקטורים, וניצחון במעל 40 מדינות. שעה שהנשיא החדש חגג את ניצחונו, מעטים בלבד הבחינו כי המבנה הכלכלי כולו בנוי על רגליים רעועות. עוד פחות מזה היו מוכנים להקשיב למי שטען כך.

כבר ב-1925, אלכסנדר נויאס, העורך הכלכלי האגדי של "ניו יורק טיימס", הזהיר כי "הספקולציה בשווקים הגיעה לשיעור עצום, שסופה שתסתיים בנחיתה קשה ואלימה". אך אפילו הוא לא יכול היה לדמיין בתחילת ספטמבר 1929, איך יראה העולם עשר שנים מאוחר יותר בספטמבר 1939, כאשר גייסותיה של גרמניה יעשו את דרכן ללב פולין ויביאו על העולם את הנוראה שבמלחמותיו.

העולם עובר מגאות לשפל

כל זה היה עדיין רחוק בעתיד ובאותו יום נעים של תחילת ספטמבר הכל האמינו כי שנות הזהב רק בתחילתן, אך ארמון הגאות הזה היה בנוי על יסודות של חולות נודדים. לגאות העצומה של שנות ה-20 היו יסודות טכנולוגיים מוצקים, אך היא לא היתה באה לעולם בהיקף שכזה לולא בועת אשראי ענקית שהתאפשרה בגלל תוצאות מלחמת העולם הראשונה, ונדידת הרוב המוחלט של עתודות הזהב העולמי לאמריקה.

על פי החוק באמריקה באותן שנים, נתחייב כיסוי של 40% בזהב לכל הכסף שבמחזור. כשגדלו עתודות הזהב באופן כה דרמטי, יכלו יתרות החוב לצמוח במהירות, והן צמחו. החובות לנדל"ן, משכנתאות למשל, גדלו פי 6.5 בין 1910 ל-1929. בשנים האחרונות של שנות ה-20, כ-75% ממכשירי הרדיו ו-60% מהריהוט - שני מוצרים מובילים בבום הצרכני הגדול - נרכשו באשראי. בתעשיית הרכב הדברים לא היו שונים בהרבה, חברות מימן יצירתיות הוקמו על ידי יצרני הרכב הגדולים וב-1929 מתוך 4.5 מיליון רכבים שנמכרו, 65% נעשו באשראי מחברות אלו. "קנה היום - שלם מחר" היתה הסיסמה השיווקית החדשה, שנישאה על גלי הרדיו שהתמקמו בכל בית אמריקני. גם בוול סטריט התמונה לא היתה שונה. כ-40% מהמניות בתיקי הלקוחות ערב המשבר נרכשו באשראי. אך לא רק הלקוחות נטלו אשראי לרכישת מניות, גם הברוקרים רכשו לתיקים שלהם מניות באשראי. אשראי זה גם הוא גדל פי שישה מאז 1920.

נגמרו הז'יטונים בפוקר

ואז פתאום בתחילת ספטמבר 1929, בלשונו הציורית של מי שהיה יו"ר הבנק המרכזי, "הגיע הזמן בו פתאום נגמרו הז'יטונים של הפוקר, שאותם ניתן היה לקבל באשראי". בין תחילת ספטמבר לסוף אוקטובר השווקים התנדנדו כלפי מטה, אך בסוף אוקטובר, אחרי שבוע אלים במיוחד בשווקים, היה ברור לכל כי אמריקה נכנסה לעידן חדש. שנות העשרים העליזות הגיעו לסיימן. ועדיין, לא בספטמבר ואפילו לא בסוף אוקטובר 1929 לא היה אדם אחד שדמיין שהשלישי בספטמבר הוא יום היסטורי וכי יחלפו עוד 25 שנה עד שהמדד יחזור למחירי אותו היום.



כדרכם של משברים אשר תמיד אינם צפויים, גם זה התפתח במהירות. בתוך שנים ספורות, מדד המניות איבד 91% מערכו, ויותר מ-25% מהעובדים איבדו את מקום עבודתם. בתוך שלוש שנים הביקושים למכוניות נפלו בכ-75%, והתל"ג כולו הצטמצם בכמעט שלישי. הבנקים, נותני האשראי, לא נותרו מאחור. בשנת 1929 היו באמריקה כ-40 אלף בנקים בארה"ב. בתוך ארבע שנים, כרבע מהם פשטו את הרגל. המשבר נמשך ונגרר עמוק אל תוך סוף שנות ה-30 חרף ניסיונות שונים ומרובים לסיימו, והוא חיש מהר התפשט לאירופה וערער שם את היציבות הפוליטית השבירה שהושגה בעמל רב. עד מהרה המשבר הכלכלי והפוליטי התאחדו לאחד ויצרו את הדשן לשפיכות הדמים הנוראה בתולדות המין האנושי, מלחמת העולם השנייה.

גם היום אנו חיים בעידן זהב. הטכנולוגיות מרהיבות ומבטיחות ושוק המניות בשיא היסטורי. כך גם האשראי - 74 טריליון דולר בארה"ב לבדה וכ-250 טריליון בכל העולם. כאז כן היום, התקשורת מוחאת כפיים והפוליטיקאים מתגאים בהישגיהם. כאז כן היום, יש למדיניות האשראי הבלתי נגמר כוהנים גדולים ובעלי שם, חתני פרס נובל בעבר ובעתיד. ואלו מסבירים לעולם בטורים מלומדים בעיתונים המוכבדים ביותר, כי אנו חיים בעידן חדש. עידן בו ממשלות לא צריכות לאזן את התקציב שלהן, כי גירעונות שוב אינם חשובים; עידן בו הגידול הטכנולוגי כה מדהים עד שלכסף אין ערך ולכן הריבית בעצם חייבת להיות שלילית; עידן בו נכון, רצוי ואף צריך לשחוק את כוח הקנייה של הציבור בלפחות 2% לשנה ("יעדי האינפלציה"); עידן בו השווקים החופשיים באמת אינם נדרשים כי הממשלה והבנק המרכזי יכולים לשלוט ולנהל את הכלכלה כרצונם; עידן בו גילוי מחירים, רווחיות, יחס שווי לביצועים שוב אינם נדרשים בשווקי ההון, ועל כן הבנק המרכזי והנשיא שלו יכולים לנפח את שוק המניות במנותק מההתפתחויות בכלכלה האמיתית - כך בעשור האחרון גדל מדד S&P 500 ביותר מפי 10 מהגידול של הכלכלה עצמה שמתחתיו; עידן בו פייק כסף, כזה המיוצר בהדפסה של הבנק המרכזי ובאשראי של הבנקים המסחריים, יכול להחליף לעד כסף אמיתי והגון המייצג עושר שנוצר ונחשך; עידן בו אין מחסור, כי עושר ואמצעים ניתן תמיד להדפיס, ועימם שוב אין גבול לגודל הממשלה, מלחמותיה, שיגיונותיה, וחוקיה.

החגיגה האמיתית החלה ב-1971

שורשי עידן הזהב הזה נטועים בשנת 1971. שעה שהסכמי ברטון וודס בוטלו על ידי הנשיא ניקסון ופייק-כסף החליף את הכסף האמיתי, שהיה מגובה בהבטחה ושכמותו היתה מוגבלת. משעזב פול וולקר, שמת בתחילת החודש, את משרתו כיו"ר הפד ב-1987, והותיר את הפדרל רזרב בידי אלן גרינספן, החגיגה האמיתית החלה.

לאחר הנפילה החדה בשערי המניות ב "יום שני השחור", ב-19 באוקטובר 1987, אך גרינספן להוריד את שערי הריבית, מדיניות בה המשיך לאורך השנים הבאות. הופך לראשונה בהיסטוריה, את עליית המניות ומניעת ירידות בשווקים הפיננסיים לחלק מרכזי, אך לא מוצהר, במטרות מדיניות הריבית של הפד. כך בא לעולם מה שלעד יכונה "אופציית הפוט של גרינספן", שיהפוך עם השנים גם ל "לאופציית הפוט של ברננקי".

מכאן ואילך היה ברור לוול סטריט ש"הסידור כאן" ("The fix is in") - הפדרל רזרב עומד מאחורינו, ומעתה אין הימור או ספקולציה שהיא פרועה מדי. תיקונים אמיתיים ומתמשכים בשווקים שוב לא יקרו. וכל משבר שייגרם מספקולציות פרועות שכאלו, ייפתר בהדפסה מסיבית של כסף, ובמניפולציה ברוטלית בשערי הריבית. כך, שיקמה בועת הנדל"ן של 2007 את בועת הדוט קום של שנת 2000. וכך, את קריסת בועת הנדל"ן של 2009 הצילה המגה-בועה של השנים האחרונות. כל בועה כזו הרסה משאבים ועושר אמיתיים. כל הצלה דרשה הזרמה גדולה יותר של פייק כסף למערכת כשהיא מעשירה ללא שיעור את האחוזון והעשירון העליונים המחזיקים ב-84% מהמניות. וכך מבועה לבועה הלך האחוזון והעשירון העליון והתעשר, ומעמד הביניים והדור הצעיר הלך והתרושש.

וכאן אנו עומדים, הגענו לנקודת האל-חזור ובה יש רק דרך אחת קדימה, הדפס או תמות (Inflate or die). אם הדפסת הכספים, הגידול בחוב, והמניפולציה בשערי הריבית יפסיקו אפילו לחודש אחד, כל מגדל הקלפים יקרוס ברעם ובאלימות, כפי שראינו היטב בפרומו בדצמבר בשנה שעברה. הנה כמה שאלות: האם באמת, כהבטחת כוהני דת החוב, ניתן לקיים לאורך זמן כלכלה הבנויה על גידול מסיבי של חובותיה, שלוש וחצי פעמים הגידול בתל"ג, שעה שהיא אפילו אינה יכולה לשלם ריבית על החוב הטופח אלא מחוב נוסף? האם ייתכן הפלא כי ניתן לייצר עוד ועוד עושר באמצעות שקיעה בעוד ועוד חוב? האם ניתן לבנות חברה יציבה ובריאה על ידי הרס הדור הצעיר ומעמד הביניים? ומעל הכל, האם הטכנולוגיה באמת תייצר עושר חדש כזה עד כדי כך שנוכל לחיות לאורך זמן כחברה מעבר למשאבנו הפיזיים והאקולוגיים?

בעשור הקרוב יינתנו התשובות לשאלות אלה. הגירעונות הממשלתיים של ממשל טראמפ מתנפחים בקצב שלא היה כמוהו בהיסטוריה, ובעשור הקרוב, אם ימשיכו לגדול ללא הפרעה, יעבור החוב הממשלתי של ממשלת ארה"ב את קו ה-40 טריליון דולר.

מנגד המתמודדים הדמוקרטים מבטיחים להגדיל לעשות ו"להטיב עם העם" באמצעות תכניות חדשות גירעוניות אפילו יותר, אף שבינתיים בעשור הקרוב צפויים להיגמר המשאבים שבקופות שתי התכניות הגדולות הקיימות, ביטוח לאומי ומדיקר.

שום פעמון לא יצלל

גם תכניות הבנק המרכזי ברורות. הוא הבהיר אותן בהתנהגותו מאז ספטמבר השנה, שעה שהדפיס לשוק הריפוי (REPO) כמעט חצי טריליון דולר. העתיד ברור. הפד לא יהסס בעשור הקרוב להדפיס כל סכום של כסף, לרבות למימון הגירעון הממשלתי הטופח כדי להשתלט על שערי הריבית, ולהותירם באזור האפס. זאת כדי שבועת החוב שעומדת כאמור על 74 טריליון דולרים תוכל להמשיך ולהתנפח. וזו לא רק אמריקה. המצב בכלכלות הגדולות האחרות ובעיקר סין, אינו שונה בהרבה.

וכך, מוחלשת מאד מבזבז, ביורוקרטיות, שחיתות, צריכת יתר, חובות שאינם ברי תשלום ודמוגרפיה הפוכה, נכנסת אמריקה לעשור הקרוב, זה שיגדיר את המאה ה-21. עשור בו העולם כולו יאלץ להתמודד לא רק עם הר החוב אלא גם עם האתגרים האקולוגיים והסביבתיים הקשים שהדמוגרפיה וצרכנות היתר כה תרמו להתפתחותם.

כל מגדל הקלפים הזה יגיע לסופו במהלך העשור הקרוב. הניסוי ההיסטורי של עולם שלם, המתנהל בכסף המיוצר מהאוויר ללא הגבלה, יגיע לרגע האמת שלו, שעה שאבדן ערכו יואץ נוכח ייצורו המסיבי, והעשירון והאחוזון העליון יחזיקו כמעט בכלו. כמו באוגוסט 1929 שום "פעמון לא יצלל בפסגה" ועדיין, שנות ה-20 של המאה הזו ידמו יותר לשנות ה-30 של הקודמת. "העשרים זה השלושים החדש". שנה טובה.

הכותב הוא עורך דין בהשכלתו העוסק ומעורב בטכנולוגיה. מנהל קרן להשקעות במטבעות קריפטוגרפיים, ומתגורר בעמק הסיליקון זה 22 שנה. כותב הספר "A Brief History of Money" ומקליט הפודקסט @chanansteinhart בטוויטר: KanAmerica.Com