



שותף נכבד,

את הרבעון השני של שנת 2019 סיימנו בירידה של 18.56% ומחיר הקרן הוא 1.36. אג"ח ארה"ב ל-10 שנים סיימו את הרבעון בתשואה של 2% בהשוואה ל-2.4% בסוף הרבעון הקודם. אג"ח ארה"ב ל-30 שנה (עליהן אנו בשורט) סיימו את הרבעון בתשואה של 2.53% בהשוואה ל-2.8% בסוף הרבעון הקודם.

במהלך הרבעון המשיכו המשקיעים להזרים ביקושים לאגרות החוב של ממשלת ארה"ב בשל הציפיות כי הבנק המרכזי יבחן בחיוב אפשרות של הורדת ריבית ככל שתתבהר התמונה ביחס למיתון המתפתח בכלכלה האמריקאית. הצהרות הבנק המרכזי כי הוא "קשוב למתרחש בשווקים" שלחו את וול-סטריט לגעת שוב ולפעמים אף לשבור שיאים חדשים בשוקי ההון, מניות ואג"ח כאחד.

שותף נכבד, באגרת זו נעסוק הפעם בדוגמא לתוצאות של התערבות בנק מרכזי בשווקים הפיננסיים. אין ספק כי הדוגמא הקיצונית ביותר הינה יפן. להזכירכם, בשנת 1990 מדד הניקיי היה ב-40,000, מאז צנח ל-6,000, ובעידודו של הבנק המרכזי נמצא היום, כשלשים שנה לאחר המפולת ב-21,600, במהלך השנים השיק הבנק המרכזי של טוקיו סדרת רכישות, תכניות המרצה, ועוד הדפסות כספים מכל מן וסוג שתוצו, עד שהגענו היום למצב בו הבנק המרכזי של יפן מחזיק כ-60% משוק המניות היפני באמצעות תעודות סל אותן הוא רוכש באופן גלוי בשוק המניות היפני. אם כן, לאחר יותר משני עשורים של התערבות ברוטאלית בשוק, שוק המניות היפני למעשה הולאם, אולם המחירים עדיין רק במחצית הדרך לרמתם מלפני 30 שנה. המסקנה המתבקשת היא כי התערבות הבנק המרכזי גם לאורך זמן, איננה יכולה לפצות על תמחור של שווי הוגן כפי שהשוק מאריך לטווח ארוך. הבנק המרכזי בארה"ב חוזר על השגיאות של עמיתו ממזרח, ככל הנראה בהשפעת הפוליטיקאים שנושפים בעורפו.

אולם פצצת הזמן האמתית איננה בטוקיו – אלה בסין. בועת אשראי עצומה, ערי רפאים, ובתי חרושת ריקים, והכל תוך כדי "מלחמת סחר" עם "הבריון של השכונה" אינם מבשרים טובות. הננו מצרפים כאן מאמר של עמיתי וידידי מר חנן שטיינהרט על מצב הכלכלה והשווקים בסין.

ושיהיה לכולנו בהצלחה...

בברכה,

רועי מאיר



נייר ערך	% בתיק	שיעור חשיפה	פרופיל חשיפה	אפיק השקעה
אג"ח ממשלת ארה"ב (ל- 30 שנה) – בחסר	286	286	אג"ח	תעודת סל
סה"כ חשיפה ב- שורט	-	286	-	-
סה"כ חשיפה ב- לונג	-	104	-	-
סה"כ נזילות	8	8	-	-
סה"כ חשיפה למניות / סחורות	-	-	-	-
סה"כ חשיפה לאג"ח	-	286	-	-
סה"כ חשיפה למט"ח	-	8	-	-
סה"כ כללי	-	295	-	-

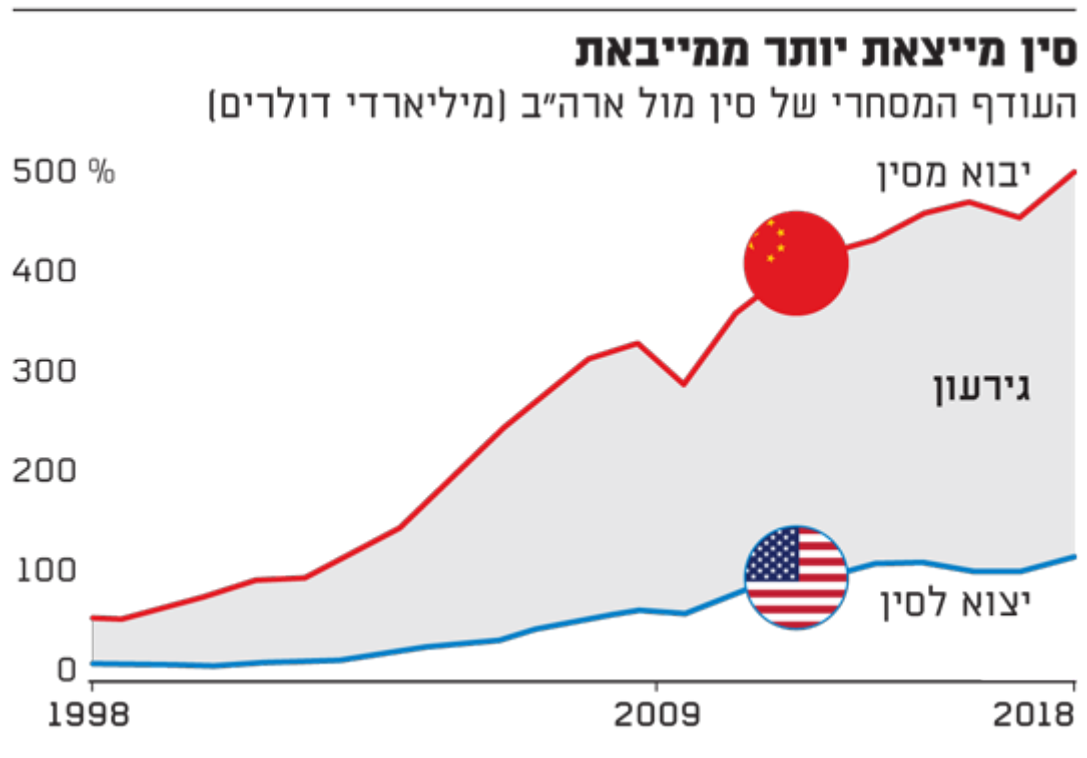
חברות זומבי, בועת אשראי ומחסור במט"ח: הפאטה מורגנה של כלכלת סין

אלפי חברות חדלות פירעון שחיות על גלגול האשראי, מחסור משמעותי במטבע חוץ שמאיים על שער המטבע המקומי, ובעיה דמוגרפית שתלך ותתפתח ככל שאוכלוסיית סין תתבגר, מסתתרים בינתיים מאחורי בועת אשראי ענקית, שההאטה שכבר מורגשת במדינה רק תאיץ את פיצוצה • כתבה אחרונה על תמונת המצב האמיתית של כלכלת סין

חנן שטיינהרט 27/4/19

הלחצים הגדלים בשוק הנדל"ן הסיני, הקטר של הכלכלה המקומית, ניכרים מכל פינה, אך האפקטים של בועת האשראי המונומנטלית של סין רחוקים מלהיות מוגבלים רק לסקטור הזה.

הכלכלה הסינית כולה זרועה בבתי חרושת ללא שימוש או ללא יכולת להרוויח כסף ובחברות זומבי חדלות פירעון החיות על גלגול האשראי ותו לא.



כמו בארה"ב, גם בסין האשראי הזול עודד עוד ועוד רכישות ממונפות, השקעות סרק ובנייה בהיקפים חסרי תקדים וחסרי טעם. לפי נתונים של S&P, מאז 2008 גדלו חובות הממשלה הסינית ב-416%, חובות החברות הלא-פיננסיות תפחו ב-400%, וחובות משקי הבית נסקו ב-716%. האשראי הזול גם גרם למשק להתמכר אליו ולצורך להמשיך לגלגל ולנפח את בועת האשראי מתוך חרדה מתוצאות פקיעתה.

הר החוב של סין גבה עד יותר מ-34 מיליארד דולר, או 300% מהתמ"ג, ורובו - 57%, כ-20 טריליון דולר, או 170% מהתמ"ג - מורכב מחובות של חברות. הסכום הזה, אגב, גבוה כמעט פי שניים מגודל החוב של סקטור החברות בכלכלות המפותחות.

מדובר על חוב של חברות פרטיות וחברות ממשלתיות כאחד. האחרונות מחזיקות כמעט במחצית ממנו, כ-9 טריליון דולר, ויכולת ההחזר שלהן מלבד דרך חוב נוסף, מצומצמת למדי. החוב של הסקטור הפרטי, יותר מ-11 טריליון דולר, מורכב מאיגרות חוב, הלוואות בנקאיות ואשראי שמקורו בבנקאות הצללים, אותו

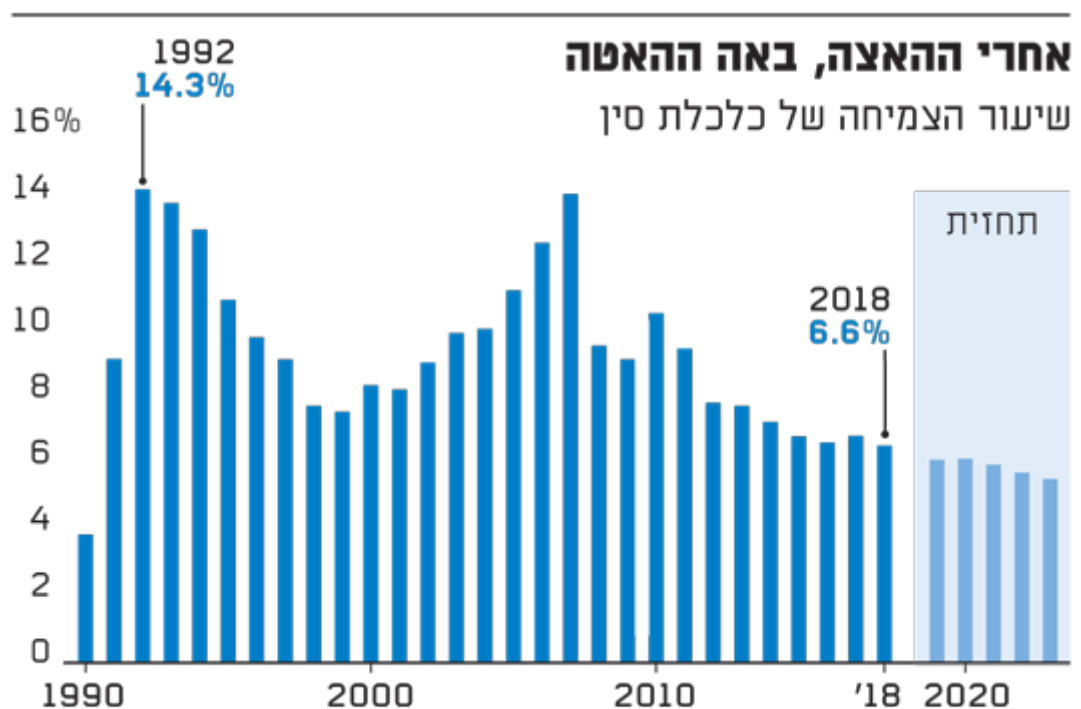
עולם המחבר גופים פיננסיים שונים, העוסקים בסוגים שונים של הלוואות, ופועלים מחוץ למערכת הבנקאית הרשמית ותחת רגולציה מצומצמת למדי.

גם חובות משקי הבית בסין צמחו מאוד בעשור האחרון. בספטמבר 2019 הם עמדו על 6.74 טריליון דולר, לעומת 516 מיליארד בינואר 2007, גידול של יותר מפי 13 (ראו תרשים).

הגידול העצום בחוב והשפעותיו הניכרות על הכלכלה הסינית, לרבות האטה בצמיחה, החלו עוד לפני פריצת מלחמת הסחר עם ארה"ב, אך אין ספק כי העימות הזו מוסיף מכאוב למשק הסיני המצוי ממילא בקשיים.

לכן ברורה גם המסקנה כי הסכם סחר חדש, אשר יושג בסופו של דבר, לא יפתור את הבעיות היסודיות והמבניות של הכלכלה הסינית. הציפייה הדרוכה בוול סטריט להסכם הזה אינה אלא עוד מערכה במחזה האבסורד הנפרש לפנינו, ובמרכזו האמונה כי כלכלת חוב והדפסה אינסופית של כסף יצליחו לייצר שפע לכול, ובעיקר עליות שערים שאינן נגמרות במחירי המניות. כל זאת בשעה שההיפך הוא הנכון.

בועת האשראי הסינית, העולה אפילו על בועת האשראי האמריקאית, היא מקור של חוסר יציבות ושל סכנה אמיתית ומיידית לכלכלת העולם כולו. האוויר כבר החל לצאת ממנה, וההיחלשות ניכרת בכל הסקטורים, ולא רק בנדל"ן.



כך, למשל, המכירות בשוק הרכב הסיני נמצאות בירידה זה שמונה חודשים ונפלו ב-16% בינואר וב-13% בדצמבר ביחס לתקופות המקבילות אשתקד. גם סך התוצר התעשייתי נפל בחודשיים הראשונים של השנה לשפל של 17 שנה. קשה אפוא לראות איך ומדוע הסכם סחר שירע את מצבה היחסי של סין מול ארה"ב, יצליח לשפר את כלכלתה ויקטין את הסיכונים שהיא מייצרת.

בשנת 2009 השיקה ממשלת סין, כמו עמיתתה במערב, תוכנית המרצה מסיבית של יותר מ-600 מיליארד דולר. הכסף הזה הלך ברובו להלוואות לחברות שבבעלות הממשלה. הכספים האלה ועוד אחרים שגויסו, שימשו למימון שורה של פרויקטים מסיביים בתחומי הנדל"ן, כמו גם לבנייה מסיבית של בתי חרושת.

חברות הזומבי מעיקות על הכלכלה

התמרוץ והפעילות שנוצרה שבעקבותיו הביאו איתם פרץ עצום של פעילות כלכלית במשך כמעט עשור, אך הבנייה הזו גם יצרה עודף עצום של אמצעי ייצור. וכמו כל ביקוש וייצור שאינו נובע מכוחות השוק אלא מהמרצה מלאכותית, כאשר נגמר הכסף ה"ממריץ", נגמרת הפעילות.

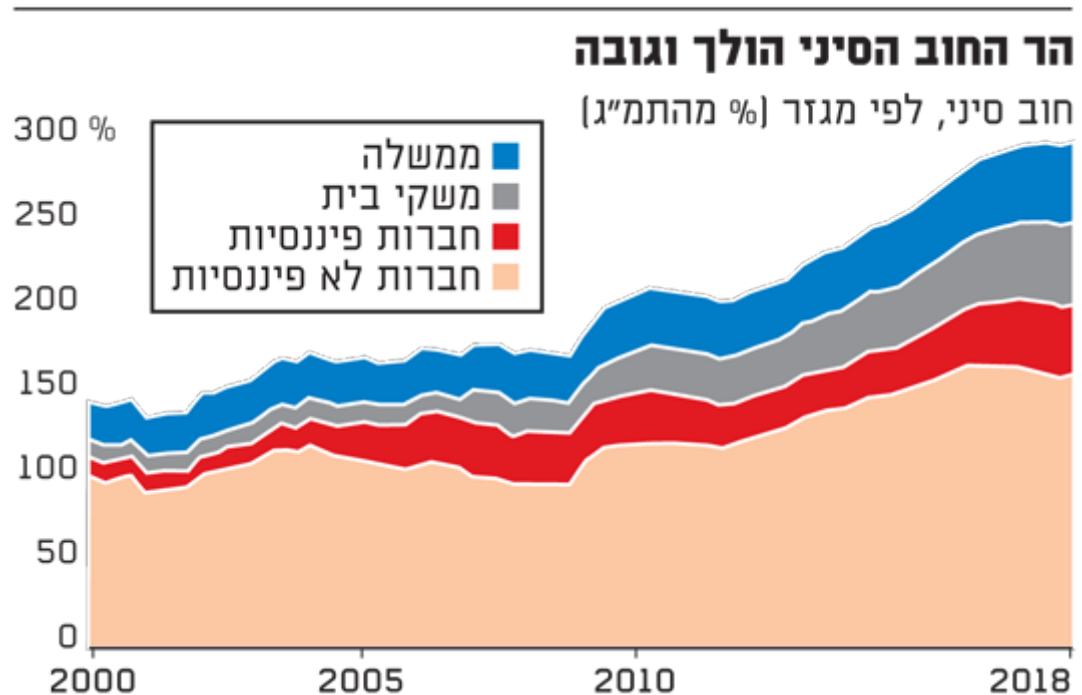
כתוצאה מכך יש היום בסין אלפים רבים של חברות זומבי, מתות-חיות, אשר מדממות כספים ללא הרף, שעה שאין לקוחות של ממש לכושר הייצור שלהן. החברות עדיין קיימות רק משום שהממשלה ממשיכה

לסבסד אותן או מכוח הלוואות שהן מקבלות, בדרך כלל מבנקים ממשלתיים.

בתחילת 2016 המשרד הממשלתי לפיקוח על הנכסים בסין פרסם כי יש בבעלות המדינה 2,041 חברות כאלו. הממשלה הסינית שמה לעצמה למטרה להבריא או לסגור חלק ניכר מהן, מטרה ראויה לטווח הארוך, אלא שסגירה כאמור תיצור האטה נוספת בטווח הקצר.

לא זו אף זו, לחברות הממשלתיות בסין יש חוב מצטבר של 9 טריליון דולר, שחלק נכבד ממנו שייך לאותן חברות זומבי. סגירתן תיצור אפוא גל עצום של "צמצום כמותי", קרי צמצום בכמות הכסף (חוב שנמחק כמוהו ככסף שנעלם, היפוכו של חוב שנוצר), וגם תשפיע קשות על מאזני המלווים. שני אלו יגרמו כמובן להאטה כלכלית ויקרבו את פיצוץ בועת האשראי.

הנה כי כן סין, כמו ארה"ב, תימרנה את עצמה, דרך מדיניות ההרחבה וייצור הכסף-חוב, לפינה אשר בלתי אפשרי להיחלץ ממנה ללא כאב כלכלי של ממש.



גם כך הכלכלה הסינית מתקררת במהירות. בנק ג'יי.פי מורגן העריך כי הכלכלה הסינית תמשיך להיחלש בשנים הבאות וכי שיעור הגידול יפחת בחצי עד 2026-2030. מומחים רבים סבורים כי המספרים האלו אופטימיים מדי נוכח העובדה שקשה מאוד לדעת אם המשק הסיני צומח אפילו כיום ובטח בשיעור המדווח.

גל חסר תקדים של חדלויות פירעון

ההיחלשות הסינית מול ים החוב החלה לתת את אותותיה גם במלווים. ב-2018 חוותה סין גל חסר תקדים של מקרי חדלות פירעון של איגרות חוב של חברות. על פי ווינד אינפורמיישן, חברה סינית העוסקת במידע פיננסי, שווי החוב הבלתי נפרע שילש את עצמו מ-34 מיליארד יואן ב-2017 ל-116 מיליארד יואן ב-2018 ועד כ-15 מיליארד יואן בחודשיים הראשונים של 2019. אף שאין מדובר עדיין במספרים גדולים, המגמה עצמה מדאיגה.

על פי הערכות של חברת המחקר העצמאית אוטונומוס ריסרץ', המתמחה בחקר פיננסי של חברות ושווקים בינלאומיים, סך ההלוואות ה"בלתי מתפקדות" בסין עומד על כ-8.5 טריליון דולר, או רבע מסך האשראי במדינה.

וכך, שעה שממשלת סין מנסה להשתלט על בועת האשראי ולנצח על פקיעה רכה שלה, בעיקר בתחום חברות הזומבי ובנקאות הצללים, גורמים אחרים במדינה, בעיקר השלטון המקומי והבנק המרכזי, מנסים לעכב את ההאטה הכלכלית באמצעות "המרצה". אלו גם אלו ינחלו בסופו של דבר כישלון חרוץ.

הדולרים הרבים שחסרים לסין

למרבה הצער הבעיות של הכלכלה הסינית אינן מסתיימות כאן. סין סובלת מבעיה חריפה נוספת לטווח הקצר, בעיה של ממש בזמינות מטבע החוץ, קרי דולרים. קייל באס, מייסד חברת היימן קפיטל ואחד האנשים שגם הזהירו וגם הרוויחו סכומי עתק בעקבות הקריסה ב-2008, מזהיר: "סכומי עתק (בדולרים) עוזבים את סין למרות מאמצי הממשלה למנוע זאת. לדעתנו, סך היתרות (הזמינות) של סין עומד על כ-2 טריליון דולר בלבד, שזה באופן מסוכן מתחת לרמה הנדרשת. ללא זרימה של הון מערבי פנימה לסין, היא לא יכולה להחזיק את כל החבילה ביחד. כל הדבר הזה הוא פטה מורגנה... הכול המצאה בחסות מכונת הדפוס, בתקווה שהעולם לא ירגיש".

באס מוסיף שזה גם מסביר את המתרחש במלחמת הסחר. "לסינים יש מאזן מסחרי חיובי גדול עם ארה"ב, אך עם כל האחרים יש להם גירעון גדול (במאזן המסחרי). הם מריצים עודף במאזן המסחרי של כ-400 מיליארד דולר עם ארה"ב, אך בסך הכול המאזן המסחרי שלהם (עם כל העולם במצורף) הוא שלילי. ארה"ב היא אפוא כל המקור לדולרים. לכן הם מתנגדים בעוצמה כזו לניסיון ליישר את המאזן המסחרי עם ארה"ב, פשוט כי אוזלים להם הדולרים. כל זה יהיה חייב להוביל לפיחות ממשי בשער היואן".

אך אליה וקוץ בה. פיחות גדול בשער היואן יקפיץ אוטומטית את עומס החוב הנקוב במטבע חוץ, במונחים של תמ"ג. בעוד פיחות בשער המטבע המקומי עוזר ליצוא, הוא מכביד את עולו של החוב הנקוב בדולרים. חוב זה עומד על כ-3 טריליון דולר.

לא זו אף זו, לפי ניתוחים של מורגן סטנלי המאזן המסחרי הכולל של סין צפוי להפוך לשלילי באופן קבוע מ-2019. גירעון שוטף במאזן המסחרי יאלץ את סין ללוות כספים ממשקיעים זרים, בשיעורים שבין 50 ל-150 מיליארד דולר בשנה, ואלו יהססו מאוד בהלוואות נקובות ביואן, אם יתקיים חשש לפיחות משמעותי בשער המטבע.

אומנם לסין יש יתרות מטבע חוץ גבוהות מאוד בסך כ-3 טריליון דולר, כ-60% מהן מושקעות באג"ח דולריות והיתרה הנזילה במטבעות אחרים, אך היתרות האלו הולכות ומצטמצמות גם כך. העובדה הזאת הביאה את הממשלה הסינית להטיל לפני כשנתיים מגבלות חמורות על הוצאת מטבע חוץ מהמדינה, כולל למשל מגבלה של 15 אלף דולר על שימוש בכרטיסי אשראי מחוץ למדינה.

ככל שהלחצים של בועת האשראי ילכו ויגברו ממשלת סין תעמוד בפני דילמה. היא תצטרך להחליט האם לתת לשער המטבע לצלול ואז לסכן את כל החברות והארגונים הנושאים חוב גדול בדולרים, או להשתמש בכל יתרות מטבע החוץ כדי להגן על היואן ועל המשך היכולת לגייס אשראי בדולרים, ולשלם על כך בהאטה כלכלית של ממש, עם כל חוסר השקט החברתי שעשוי להתלוות אליה.

פחות תינוקות, יותר מבוגרים

בנוסף לחובות, להאטה וליתרות המט"ח, שכולן בעיות לטווח הקצר, סובלת סין מבעיה מבנית נוספת לטווח הבינוני - הדמוגרפיה. לאורך שנים אסרה הממשלה על הולדת יותר מילד אחד למשפחה, ואף שהאיסור הוסר לפני כשנתיים, קצב הילודה לא הואץ, להיפך. שיעור הילודה ירד בהתמדה להיקף שלא נראה כמוהו מאז 1949.

לפי מחקר שערכה האקדמיה הסינית למדעי החברה CASS, אוכלוסיית סין העומדת כעת על 1.4 מיליארד תושבים, תגיע לשיא של 1.44 מיליארד נפש ב-2029, ומשם המספר ילך ויקטן.

ובעוד מספר התינוקות בסין הולך ויורד, כך האוכלוסייה מעל גיל 65 הולכת וגדלה, וההערכה היא כי הקבוצה הזו תהווה יותר מ-15% מהאוכלוסייה בשנת 2027, 20% בשנת 2035 וכ-25% בשנת 2050, כך לפי עבודת מחקר מקיפה שערך האו"ם.

הדעיכה הדמוגרפית הזו והעומס בגין הגידול באוכלוסייה הבלתי פרודוקטיבית מפאת גילה, עשויים להתחולל בה בשעה שהמשק מתכווץ גם נוכח עומס החוב, גודלו ומחיר תחזוקתו.

אגב, הדעיכה הדמוגרפית מזכירה מאוד את השכנה ממזרח, יפן, אשר בשנות השמונים נחזתה להיות האימפריה הבאה, רק כדי לקרוס לתוך שלושה עשורים של שחיקה וסטגנציה.

וכך, בשעה שפרשנים רבים מהללים את הנס הסיני ורואים בסין את המעצמה החדשה והצומחת, הנמר האסייתי, בחינה יותר מדוקדקת של העובדות והמספרים, הכלכליים והדמוגרפיים, מצביעה הרבה יותר על כך שהנמר אינו אלא נמר של נייר.

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 *KanAmerica.Com*

בטוויטר: chanansteinhart@