

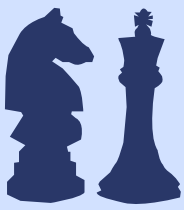
סקירה כלכלית ושווקים פיננסים



כלל x ביטוח ופיננסים

הניתוח הכלול במסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, אינו מתיימר להוות ניתוח מלא או להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, אינו מתחשב בנתונים ובצרכים הספציפיים של המשקיע הפוטנציאלי, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות ערך ו/או נכסים אחרים. המידע בפרסום זה עדכני למועד פרסומו לראשונה.

הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשואת דוח זה, ואשר כלל פיננסים מנוחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה.



עידן ה-AI - מחשבות מעשרים אלף מייל מעלה - ניתוח תיאורטי של שלושה תרחישים עתידיים

הבינה המלאכותית (AI) עומדת בפני צומת דרכים היסטורי, והאופן שבו היא תתפתח תשפיע באופן מכריע על האנושות, הכלכלה והשווקים הפיננסיים. על בסיס הטיעונים שיוצגו, נבחן בהרחבה שלושה תרחישים מרכזיים - "הטוב", "הרע" ו"המכוער" - תוך התמקדות בתגובתן המכרעת של ממשלות ובנקים מרכזיים, בעיקר הפדרל ריזרב (הפד).

התרחיש "הטוב": האוטופיה של ה-AGI (Generative AI) והתערבות המוניטיזציה



תרחיש זה הוא החזון האופטימי של פריצת דרך טכנולוגית, המביאה למהפכה תעשייתית נוספת. ההנחה המרכזית היא הצלחה קלינית של הבינה המלאכותית המסוגלת לבצע כמעט כל משימה קוגניטיבית ברמה אנושית או גבוהה ממנה.

ההשפעה על הכלכלה והאנושות:

כניסתו של AGI לשוק העבודה משחררת גל עצום של התייעלות ועלייה בפריון העבודה. משימות רוטיניות ומורכבות כאחד - החל מתכנון לוגיסטי ועד ניתוח נתונים משפטי - מבוצעות על ידי מכונות. היתרון הוא צמיחה כלכלית חזקה. החיסרון הוא פיטורים המוניים של מאות מיליוני עובדי צווארון כחול, ואף צווארון לבן, אשר משרותיהם הופכות למיותרות בין-לילה. זה יוצר "משבר מעבר" חמור, שבו שפע טכנולוגי מתקיים במקביל למצוקה חברתית עצומה.

תגובת הממשלות והפד:

כדי למנוע קריסה חברתית, הממשלות נאלצות להשיק תוכנית הכנסה בסיסית אוניברסלית רחבת היקף. זה משרת שתי מטרות: ראשית, מניעת מרד חברתי ואי-יציבות פוליטית; שנית, שמירה על הביקוש המצרפי על ידי מתן כוח קנייה למיליוני מובטלים טכנולוגית, עד שימצאו את מקומם בתעשיות החדשות שנוצרות.

האתגר הפיננסי הגדול ביותר מגיע מכיוון שעלויות מהלך שכזה ממומנות על ידי חוב ממשלתי גדל. עלייה זו בחוב מאיימת על שוק האג"ח, מה שעלול להוביל לעליית תשואות לא מבוקרת, ולייקר באופן בלתי נסבל את מימון החוב הקיים והחדש. לכן, הפד האמריקאי יאלץ להתערב עם מוניטיזציה בלתי מוגבלת של החוב (De-Facto QE), ובמקרה קיצוני, ליישם בקרת עקום תשואה, מה שיבטיח שהתשואות יישארו נמוכות באופן מלאכותי, ובכך מממן למעשה את המעבר האוטופי ללא קריסה פיננסית מיידי.

השפעה על השווקים:

השווקים הפיננסיים מציגים דואליות: שוק המניות פורח בזכות הרווחים האדירים של חברות מתייעלות וביחוד חברות ה-AI, אך שוק האג"ח נשלט באופן מלאכותי. משקיעים יחפשו נכסים מוגני אינפלציה (כגון מניות טכנולוגיה ספציפיות, סחורות או נדל"ן), מכיוון שדיכוי התשואות על ידי הפד מעקר את כוחם של אג"ח כנכס בטוח, ופוגע בכל הקשור לאמינות הבנק המרכזי.



תרחיש זה מניח כי הציפיות האדירות מה AI אינן מתממשות, או לפחות מתממשות באיטיות רבה מכפי שמחירי השוק הנוכחיים משקפים.

ההשפעה על הכלכלה והאנושות:

במקום להיות מנוע צמיחה, ה AI מתגלה כ"סיב אופטי של סוף שנות ה 90" משמע טכנולוגיה יקרה, דורשת משאבים רבים, אך מביאה לתשואה שולית יורדת ביחס להשקעה שבוצעה. מיליארדי דולרים שהושקעו במודלים ובחומרה אינם מצליחים להציג פריצות דרך משמעותיות בתחום הפרודוקטיביות. זה מוביל להכרה של השוק שבוצעה הקצאת הון שיא לא יעילה. הון רב מדי מוזרם לחברות מעטות מדי, תוך הזנחת מגזרים אחרים בכלכלה הריאלית. התמונה הכלכלית הכוללת היא של אשליה טכנולוגית שאינה מתורגמת לרווחים ממשיים.

תגובת השווקים והפד:

כאשר הציפיות המנופחות מתנגשות עם מציאות תזרימי המזומנים המאכזבים, מניות ה-MAG7 (או קבוצה מקבילה של מובילות טכנולוגיות) קורסות. מכיוון ששווי השוק שלהן מהווה חלק עצום מהמדדים הכלליים, קריסתן גוררת את השוק כולו לירידה חדה של 30%-40% ואף יותר.

הירידה החדה והבהלה הפיננסית גורמות ל"אפקט עושר שלילי" ולקיפאון בהשקעות, מה שמאיים על יציבות המערכת הפיננסית כולה. במצב זה, הפד נאלץ שוב להתערב ולבצע חילוץ. החילוץ יכול ככל הנראה הורדת ריבית אגרסיבית (אפילו לאפס), סבבי רכישת נכסים חדשים (QE) נרחבים, ואולי אף שימוש ב"כלי חירום" שנועדו להזרים נזילות ישירה לשווקים כדי למנוע דומינו של פשיטות רגל. תרחיש זה מציג חזרה כפויה לכלים של משברים קודמים, המעידה על כישלון בהפקת לקחים ועל תלות כרונית בהתערבות המוניטרית.

התרחיש המכוער: מרוץ החימוש של ה- AI השתלטות הממשלות על ההון



תרחיש זה מתאר מציאות של תחרות גיאופוליטית ממושכת שבה ה AI נתפס ככלי אסטרטגי קריטי לשליטה עולמית, במיוחד בין ארה"ב לסין. זה כבר לא משחק כלכלי נטו אלא תצורה של מלחמה קרה חדשה.

ההשפעה על הכלכלה והאנושות:

במקום פריצת דרך פתאומית, ה AI מתגלה כ"מסע ארוך" - תהליך הדרגתי הדורש השקעות אדירות ומתמשכות במחקר ופיתוח, גם אם לא יעילות כלכלית. שתי הממשלות, בווינגטון ובבייג'ינג, רואות במרוץ זה את מרוץ החימוש הבא והן משקיעות סכומי עתק היסטוריים כדי לנצח בו, בין אם דרך תקציבי ביטחון או סובסידיות לחברות טכנולוגיה מקומיות.

ההשקעות הללו הופכות לבעיה כלכלית: חברות ה AI הגיעו לנקודה שבה תזרימי המזומנים האורגניים כבר מוצו, והן מתקשות לייצר רווחים מהותיים מול העלויות העצומות. לכן, ההשקעות ההכרחיות (כגון בניית מרכזי נתונים ענקיים, רכישת שבבי דור הבא וגיוס מומחי עילית), ממומנות בסופו של דבר על ידי הממשלות (בארה"ב באמצעות מימון פדרלי או קרנות מחקר ממומנות ממשלתית). מימון זה ניתן בתמורה לאחזקות או אופציות עתידיות בחברות הטכנולוגיה, מה שמעיד על סוג של הלאמה זוחלת של מגזר ה AI.

תגובת הממשלות והפד:

התערבות ממשלתית זו מגדילה עוד יותר את הגירעונות הלאומיים של שתי המעצמות, המגיעים לשיאים חדשים. כדי לממן גירעונות אלו, הפד נאלץ להתערב, והאירוע הופך להיות "בעיית מאקרו" קבועה של מימון חוב דרך הדפסת כסף, המכונה במחזורינו "מימון הגירעון". גם כאן ייתכן ונאלץ להגיע ליישום של בקרת עקום תשואה (YCC), או רכישת אג"ח רחבת היקף שתשמור על עלויות ההלוואה נמוכות.

השפעה על השווקים:

באופן פרדוקסלי, תרחיש זה אינו רע בהכרח לשווקים בטווח הקצר עד הבינוני. הזרימה הבלתי פוסקת של הון ממשלתי לתחום ה AI, המגובה על ידי הפד, מבטיחה שנכסי ה AI ימשיכו להיות מתומחרים גבוה, גם אם כי באופן מלאכותי. המשקיעים יודעים ש"הרצפה" של מחירי המניות ניתנת על ידי תמיכה ממשלתית. הסכנה ארוכת הטווח היא אינפלציה גבוהה, שחיקת ערך הכסף, ופגיעה בהקצאת המשאבים, שכן החלטות השקעה מוכתבות על ידי אינטרסים פוליטיים ולא כלכליים טהורים. את הלקח הזה למדנו בעבר, אפשר לשאול את בריה"מ שהתמוטטה בסוף שנות ה 80 של המאה שעברה בגלל התנהלות כזו.

מסקנה: משחק הגומלין הקריטי

שלושת התרחישים מראים כי גורל ה AI קשור קשר בל ינתק להתנהלות הפדרל ריזרב והממשלות. בין אם מדובר באוטופיה המצריכה התערבות של תשלומי קצבאות למפוטרי ה AI (להלן התרחיש הטוב), כשל השוק המצריך חילוץ (התרחיש הרע), או מרוץ חימוש המצריך מימון גירעון (התרחיש המכוער). ההתערבות המוניטרית והפיסקלית היא המכנה המשותף. במילים אחרות, יציבות השווקים בעידן ה AI תלויה לא רק בכוחה של הטכנולוגיה עצמה, אלא לא פחות מכך ברצונם וביכולתם של המוסדות המרכזיים לשמור על הכלכלה הפיננסית מפני כשל מערכת.

תעשו טוב!

אמיר ארגמן

אסטרטג השקעות ראשי