



פברואר: עולים ובוכים

גיליון מס' 53 | מרץ 2019



העולם

⊙ העולם מזדקן, המשקיעים אדישים

שוקי הון

⊙ שוקי המניות: עולים ובוכים

⊙ מניות סין: לא מציאה

⊙ רכישות חוזרות: הדמוקרטים נגד המשקיעים

⊙ היצע יתר של אג"ח ממשלתי עלול לפגוע בשוק המניות

⊙ מניות הטכנולוגיה בארה"ב: גם עולות וגם יותר זולות

|| החדשות החשובות בעולם

העולם מזדקן, המשקיעים אדישים

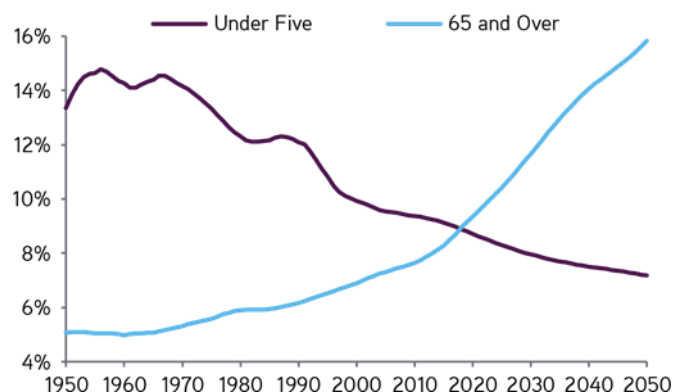
בשנת 2018, לראשונה בהיסטוריה, עקף מספר האנשים מעל גיל 65 בעולם את מספר הילדים מתחת לגיל 5. נקודת מידע זאת הינה חלק מהמגמה הכלל-עולמית הרחבה של הזדקנות האוכלוסייה, לה השלכות מרחיקות-לכת על פריון העבודה, אינפלציה, צריכה ובסופו של דבר, צמיחה ורווחי החברות. משמעותה של הזדקנות האוכלוסייה היא התמעטות כוח העבודה, ירידה בפריון העבודה, האטה בצריכה, ירידה בהשקעות על חשבון עלייה בחיסכון, קיפאון האינפלציה, וכתוצאה מכל אלה ועוד, ירידה בשיעורי הצמיחה.

על פי התיאוריה בה דוגל, בין היתר, לארי סאמרס (מזכיר האוצר האמריקאי לשעבר), הזדקנות האוכלוסייה מובילה את העולם לכיוון של "קיפאון פונדמנטלי" (secular stagnation), כאשר עלייה בחסכונות וירידה בהשקעות גורמות לסטגנציה כלכלית. זה לא גזירת גורל, שכן הקדמה הטכנולוגית ומדיניות נכונה יכולים להאיץ את פריון העבודה ולשנות את דפוסי ההתנהגות הכלכלית, אך בינתיים הכיוון הוא להאטה.

על פי טורסטן סלוק, הכלכלן הבינלאומי הראשי של Deutsche Bank, סוגיית המפתח היא האם הכלכלה העולמית תוכל לייצר גידול בפרודוקטיביות שיספיק כדי לקזז את המגמות הדמוגרפיות הללו. וגם, שאלת השאלות עבור המשקיעים צריכה להיות, איזה מדינות ו/או אזורים דמוגרפיים יסבלו יותר, ואיזה פחות. על פי הערכות האו"ם, עד שנת 2050 יצטמצמו אוכלוסיות בגילאי העבודה באירופה, יפן, דרום קוריאה, רוסיה, סין ועוד. מתוך הכלכלות העיקריות, ארה"ב, ברזיל והודו הן בנות המזל מבחינה דמוגרפית, שכן אוכלוסיות גיל העבודה שלהן יגדלו. אם כי, הגידול באוכלוסייה הפרודוקטיבית לא יהיה מהיר כפי שהיה בעבר; בארה"ב, ההאטה בגידול האוכלוסייה בגיל העבודה בעשור האחרון כבר הקטינה את שיעור הצמיחה הפוטנציאלי ארוך-טווח מ-3% ל-2%, כך על פי מחקר של הפדרל ריזרב.

ברזולוציה גבוהה יותר, ניתן לראות כי כבר היום, הזדקנות האוכלוסייה מתחילה להשפיע על הרכב הצריכה, החל מגידול בביקושים לשירותים רפואיים ועד לירידה במכירות של חברות האופנה המכוונות לצעירים בלבד.

Young Children and Older People as a Percentage of Global Population, 1950 to 2050



שווקים פיננסיים

שווקי מניות: עולים ובוכים

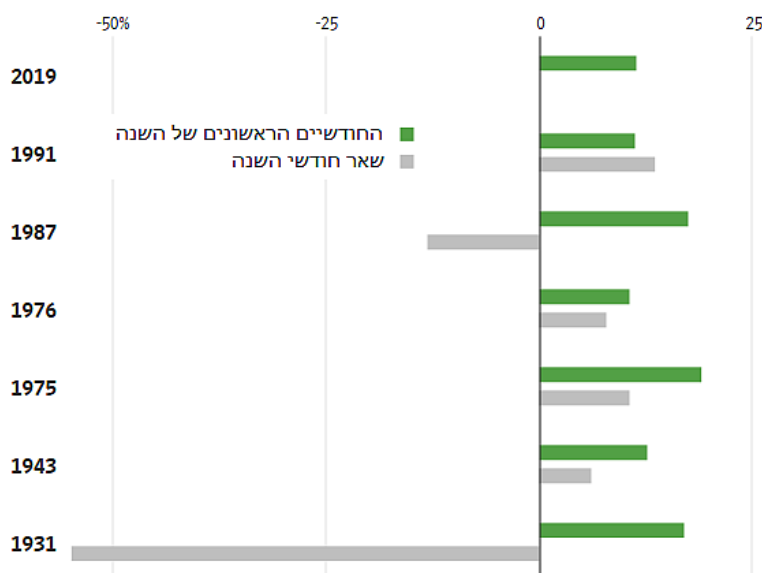
שווקי המניות בארה"ב רשמו חודשיים מעולים ב-2019 עד כה, שמחקו את הירידות של סוף 2018; גם שווקים בעולם נהנו מעליות חדות. מתחילת השנה, נרשמת ירידה במדדי התנודתיות בשוקי המניות, אג"ח, מטבעות ואף סחורות. בארה"ב, מדד התנודתיות של המניות VIX נפל בכ-50% מתחילת השנה והגיע לרמתו הנמוכה מאז אוקטובר 2018; גם מדד התנודתיות של טרז'ורים, Merrill Lynch Move, נפל בכ-32% באותה התקופה ונמצא בשפל של ארבעה חודשים. העליות בשווקים השונים והירידה החדה בתנודתיות החלו ביום לאחר הקריסטמס, בימי מסחר האחרונים של השנה שחלפה, כאשר הפדרל ריזרב הבטיח להיות זהיר מאוד בהעלאות הריבית - והאמירה הזו הוכיחה את עצמה כ"תרופה" היעילה ביותר לשווקים שעד אותו היום חוו את הרבעון הגרוע מזה שבע שנים. כעת נראה כי השווקים - או לפחות שוקי המניות בארה"ב - חווים את פתיחת השנה הטובה ביותר מאז 1991. מדד ה-S&P 500 עלה בחודשיים הראשונים של 2019 ב-12%; בשנת 2017, שוודאי תיזכר כ"ימים הטובים" שנתגעגע אליהם, החודשיים הראשונים הניבו פי שנים פחות.

עם כל הטוב הזה, המשקיעים והאנליסטים אינם נינוחים; המתוחות מורגשת בכל עבר. כולם חוששים מכך שהחגיגה תסתיים בכל רגע, שכן קיימים גורמים רבים שיכולים להרוס לכולנו את הראלי. הסכס הסחר בין ארה"ב לסין, למרות ההתקדמות הניכרת במו"מ, אינו מובטח; הכלכלה הגלובלית ממשיכה להדאיג, בייחוד לאור ההאטה ואף מיתון ברחבי אירופה והנפילה החדה במדדי הייצור ביפן; עניין ה-Brexit שתלוי מעל השווקים כמו חרב דמוקלס; מתחים בין הודו לפקיסטן שעלו לשיא של 50 שנים, ועוד.

סטטיסטית, מדדי המניות בארה"ב נעים באותו כיוון בו הם התחילו את השנה, גם במהלכה, ביותר מ-60% מהמקרים - כלומר, רוב הסיכויים הם כי המניות האמריקאיות יסיימו את 2019 עם עליות. במהלך המאה האחרונה, היו רק שני מקרים בהם המדדים בארה"ב עלו במעל 10% בחודשיים הראשונים של השנה אך סיימו אותה עמוק באדום: ב-1931

(בעיצומו של השפל הגדול) וב-1987 (יום שני השחור). אומנם השפל הגדול רחוק ממציבנו היום שנות אור, אך יום שני השחור, שקרה כתוצאה משלל גורמים וסיכונים שהצטברו יחד ברגע אחד, יכול לקרות גם בימינו - גם אם הסיכוי לכך נמוך יחסית מאשר עוד שנה טובה או לפחות לא רעה.

ביצועי המדד S&P 500 בשנים בהן המדד עלה לפחות ב-10% בחודשיים הראשונים של השנה



שווקים פיננסיים | המשך

מניות סין: לא מציאה

שוק המניות הסיני סגר שני חודשי מסחר ראשונים של השנה הטובים ביותר מזה עשור; ביצועיו השנה היו המרשימים ביותר בין כלל השווקים העיקריים, 25% - וזאת על אף שלל החששות לגבי כלכלת המדינה והיציבות הפוליטית של האזור. מתחילת השנה, המניות הסיניות הובלו מעלה על ידי התקוות להסכם הסחר בין ארה"ב לסין - כלומר, לכך שמלחמת הסחר תפסיק לפגוע בכלכלה הסינית - ולהשפעתה החיובית של תכנית התמריצים הכלכליים של ממשלת סין.

לאחר מכן, המשקיעים גם החלו להזרים את כספיהם למניות הפנים-סיניות (A-shares) לקראת הגדלת שיעורן במדד MSCI Emerging Markets Index מ-0.71% כיום ל-3.3% בהמשך השנה. על פי ההערכות השונות, המהלך הזה של חברת MSCI צפוי להזרים בין 60 ל-80 מיליארד דולר למניות בסין עוד השנה - לא כי הן פתאום יהיו אטרקטיביות יותר, אלא בשל ריבוי קרנות סל העוקבות אחר המדד. למניות הסיניות שנסחרות בהונג-קונג כבר קיים משקל גבוה במדד MSCI EM, 31%, וביחד עם המשקל המוגדל של A-shares, חלקה של סין תהיה הגדולה ביותר מבין כל המדינות במדד. כמובן שמשקלה הגדול של סין הינו מתבקש, מכיוון זהו שוק המניות השני בגודלו בעולם (לאחר ארה"ב). אבל, עם כל הכבוד לשוק הסיני, לא ניתן להתעלם מהתחושה שאת הפרק הזה, כבר ראינו. בשנת 2015, רצו ספקולציות על הכללתן הקרובה של A-shares במדד MSCI, והחלה הנהירה המאנית לשנחאי ולשנזן - שהובילה לניפוץ בועה כואב במיוחד.

גם אם עכשיו משקל המניות הסיניות במדד המוביל לשווקים מתעוררים באמת יגדל, הנהירה של המשקיעים אליהן כבר הובילה את מחיריהן הרחק משווין האמתי. מחד, המדדים הסיניים רשמו שנה שחלפה התרסקות עמוקה, שהפילה אותם לשפלם מאז המשבר הגלובלי, ועל אף העליות החדות השנה הם עדיין רחוקים משיאם האחרון באביב 2018. בדרך כלל, לאחר התרסקות שכזו, גם חדשות שהן אולי לא טובות, אך גם לא רעות (כגון דחיית מועד הטלת מכסים מלאים על ידי הנשיא טראמפ), עשויות להזניק את המניות. מאידך, זה נראה מעוות כאשר שוק המניות מתנתק לחלוטין מהמציאות הכלכלית ורושם ראלי כה חזק - על רקע האטה כלכלית, התכווצות הייצור, האטה בביקושים המקומיים, ועוד.

על פניו, המניות הסיניות נראות זולות מאוד: גם לאחר הזינוק של חודשיים האחרונים, נסחר המדד של Shenzhen במכפיל רווח עתידי של 14.5, קרוב לשפל מאז 2008, והמדד הרחב של סין Shanghai Composite נסחר במכפיל עתידי של 10.1, זול יותר מאשר בשיא המשבר הגלובלי. אך המכפילים של כלל השוק הם רק חלק מהסיפור, שכן המניות שבאמת מושכות את המשקיעים - מוצרי הצריכה שאינן בני-קיימא ושירותי טכנולוגיה - עולות הרבה יותר: המכפילים העתידיים של המדדים על בסקטורים הללו עומדים על 21.0 ו-29.4, בהתאמה. מי שמושך את המכפיל של כלל השוק מטה הן המניות של הבנקים, שסובלים מהיקף גדול של הלוואות רעות וקשורים בגורלן של חברות הנדל"ן הסיניות הקורסות תחת הבעה שניפחו. הבנקים, שמשקלם במדד Shanghai Composite עומד על 35%, נסחרים במכפיל של 7.4, ואף משקיע סביר לא באמת רוצה לכלול אותם בתיק ההשקעות, גם במחיר השואף לאפס.



המשך || שווקים פיננסיים

רכישות חוזרות: הדמוקרטים נגד המשקיעים

על פי הערכת Bank of America Merrill Lynch, הרכישות החוזרות בשוק המניות האמריקאי צפויות לשבור שיאים זה השנה השנייה ברציפות.

בשנת 2018, החברות האמריקאיות הודיעו על רכישות חוזרות בהיקף של מעל 1.1 טריליון דולר. הקצב המסחר של קניית המניות נבע בעיקר מהרווח הכספי שהחברות קיבלו מהרפורמה במס, והתמריץ החדש שלהן להחזיר את הרווחים שהוחזקו בחו"ל. שיאניות הרכישות החברות היו חברות הטכנולוגיה והמגזר הפיננסי. אפל, הידועה באהבתה לרכישות חוזרות, ביצעה רכישת שיא של 100 מיליארד בשנה שחלפה; אך גם Berkshire Hathaway, חברת האחזקות של גורו השקעות הערך וורן באפט, הודיעה כי היא רוכשת את מניותיה שלה אם אלו יורדות מתחת להערכתם של הערך הפנימי שלהן. ברבעון השלישי של 2018, רכשה החברה את מניותיה בסך 930 מיליון דולר; בפברואר השנה הודיע וורן באפט כי הוא מכין עוד רכישת-ענק של מניות החברה. יש לציין כי אומנם Berkshire Hathaway לא נוטה לבצע רכישות חוזרות רבות, אך הנהלת החברה תומכת במהלכים אלו בחברות בהן יש לה אחזקות, שכן המהלך מגדיל את אחוזי הבעלות של חברת האחזקות.

בחודש וחצי הראשונים של 2019, המשיכו החברות להודיע על רכישות מאושרות, ובחישוב שנתי נראה כי בעוד שחברות הטכנולוגיה ירכשו מעט פחות מאשר בשנה שחלפה, מגזר הפיננסי ישבור את השיא של שנה שחלפה. מה שעוד מעניין הוא שהשנה נראה כי אופנת הרכישות החוזרות מתפשטת מעבר למגזרי הטכנולוגיה ופיננסים, לסקטורים "משעממים" כגון מוצרי צריכה חיוניים וחומרי גלם; לפי הקצב של תחילת השנה, הן עשויות לשבור שיא כל הזמנים ב-2019.

התפתחות זו עשויה למשוך את זעמם של פוליטיקאים כמו הסנאטורים הדמוקרטים ברני סנדרס וצ'אק שומר, שכתבו בניו יורק טיימס בתחילת החודש כי יש להגביל את הרכישות החוזרות כי אלו, לטענתם, מחריפות את אי-השוויון בהכנסות ומעשירות את העשירים במקום שהכסף יעבור לעובדים או להשקעות פרודוקטיביות. המועמדת לראשות המפלגה הדמוקרטית אליזבת וורן אף הציעה טיוטת חוק להגבלת הרכישות החוזרות, שמצידה משכה אש מכלכלנים ואנשי תעשיית הפיננסים, וכן מצדו של מזכיר האוצר האמריקאי סטיבן מנוצ'ין. הנושא התפתח גם לריב מכוון בין ברני סנדרס, שמכנה את עצמו "סוציאליסט", לבין מנכ"ל Goldman Sachs לשעבר לוי בלנקפיין, שהסביר כי הרכישות החוזרות מטיבות עם בעלי המניות הנותרים (ובארה"ב זה כולל את הציבור הרחב) ועם אלה שבחרים למכור ולהשתמש בתקבולים בדרכים שונות, כולל צריכה והשקעה בחברות אחרות; כלומר, הכסף זורם אל הכלכלה. על פי המחקר שפרסם Harvard Business Review, המגזין הפיננסי המשפיע בעולם, מי שצודק בוויכוח זה הוא מר בלנקפיין: הטענה כי הרכישות החוזרות פוגעות בכלכלה על ידי ניקוז מהחברות של הון שהיה יכול לשמש להשקעה ולתשלום לעובדים, הינה מופרכת.

נקווה שהדמוקרטים ילמדו את החומר לפני שהם מעבירים חוקים המגבילים רכישות חוזרות. אבל בינתיים, בהיעדר חוק, נראה שחגיגת הרכישות נמשכת. האם זה אומר גם שהראלי בשוק המניות ימשיך? הרי לא סביר שמנהלי החברות יזרימו כל כך הרבה כסף לרכישות אם הם לא רואים פוטנציאל לעליות. מאידך, אולי האופוריה של הרכישות, בדומה לאופוריית המשקיעים, יכולה לאותת על קיצו המתקרב של המחזור ועל הנפילה הקרבה, כפי שהיה ב-2007. את זה נדע רק במבט לאחור, אבל בינתיים הרכישות החוזרות יוצרות עליות במניות, תומכות בסנטימנט ומגדילות את הרווח למניה. ומה שטוב לחברות, טוב למשקיעים.



המשך || שווקים פיננסיים

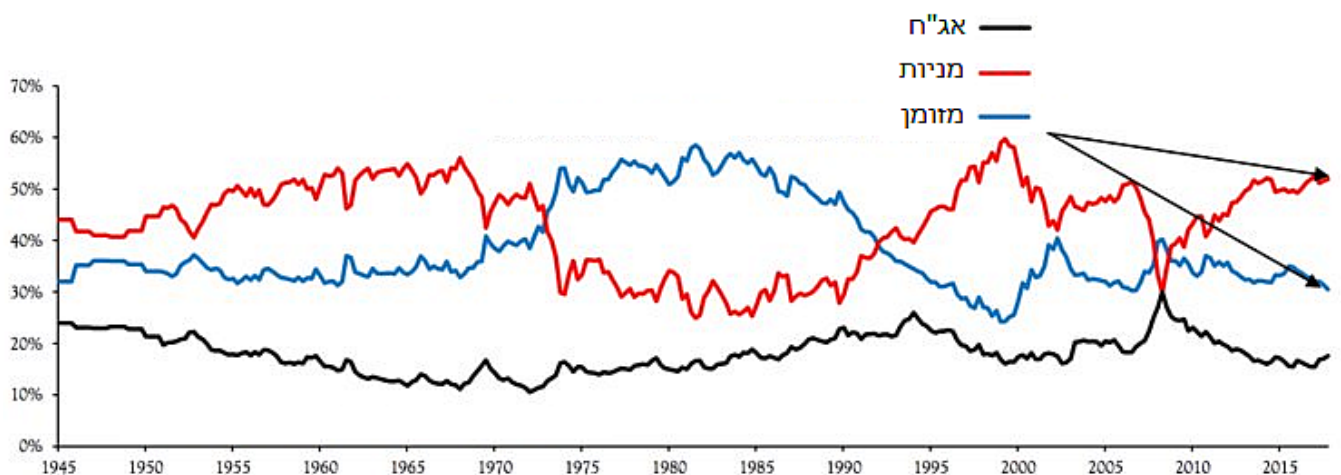
היצע יתר של אג"ח עלול לפגוע בשוק המניות

על פי הערכתו של משרד התקציב של הקונגרס האמריקאי, הגירעונות בתקציב הפדרלי יעמדו על 4.4% מהתמ"ג בממוצע לשנה בין 2020 ל-2029, לעומת הממוצע ההיסטורי של 2.9% מהתמ"ג ב-50 השנים האחרונות. כלומר, לצורך מימון הגירעון הזה, יתווספו בעשור הקרוב אג"ח ממשלטיות חדשות בהיקף של 11.6 טריליון דולר לשוק הקיים, כך שבשנת 2029 יעמוד החוב הממשלתי מוחזק על ידי הציבור על 93% מהתמ"ג, לעומת 78% כיום - אם השוק אכן יספוג את האג"ח העודפות הללו.

הבעיה היא בדיוק בנקודה זו. הפדרל ריזרב והבנקים המרכזיים בעולם תמיד היו הרוכשים האמינים ביותר של האג"ח החדשות, אך כעת הם במגמת מכירה. בעוד הפד צמצם את אחזקות הטרז'וריס שלו ב-260 מיליארד מאז אוקטובר 2017, הבנקים המרכזיים הזרים מכרו אג"ח אמריקאי בהיקף של כמעט 1 טריליון דולר בארבעת השנים האחרונות. אז מי יספוג את כל ההיצע אג"ח חדשות שיכנסו לשוק? מי שנשאר הם קרנות הפנסיה והמשקיעים הפרטיים.

המשקיעים הפרטיים בארה"ב הוכיחו עד כה את יכולתם לרכוש כל כמות של טרז'וריס המוצעת לשוק, אך הדבר אינו מובטח בעתיד, שכן אחזקות המזומנים נמצאים ברמות נמוכות מאוד בהשוואה להיסטוריה. כלומר, לצורך רכישת אג"ח יצטרכו המשקיעים הפרטיים לצמצם את החסכונות, דבר שלא עולה בקנה אחד עם מגמות הצרכנות הפיננסית בעידן הזדקנות האוכלוסייה, או לחסל פוזיציות בנכסים אחרים, כגון מניות. האמת היא, שאחזקת המניות על ידי המשקיעים הפרטיים נמצאת בתקופה האחרונה ברמה גבוהה מאוד, סביב 70% מסך האחזקות, לעומת הממוצע ההיסטורי של 61%. על פי הערכות, חזרה לממוצע ההיסטורי של אחזקת המניות תשחרר כ-4 טריליון דולר, שיכולים לשמש לרכישת האג"ח החדשות. קרנות הפנסיה בארה"ב נמצאות במצב דומה: גם הן יצטרכו לסגור פוזיציות במניות אם ירצו לממן הגדלת האחזקה של הטרז'וריס. מה זה יעשה לשוק המניות - אין צורך לפרט.

הנכסים הפיננסיים של בתי האב בארה"ב



הנכסים כוללים את האחזקות בקרנות נאמנות המחולקים על פי עדיהן



המשך || שווקים פיננסיים

מניות טכנולוגיה בארה"ב: גם עולות וגם יותר זולות

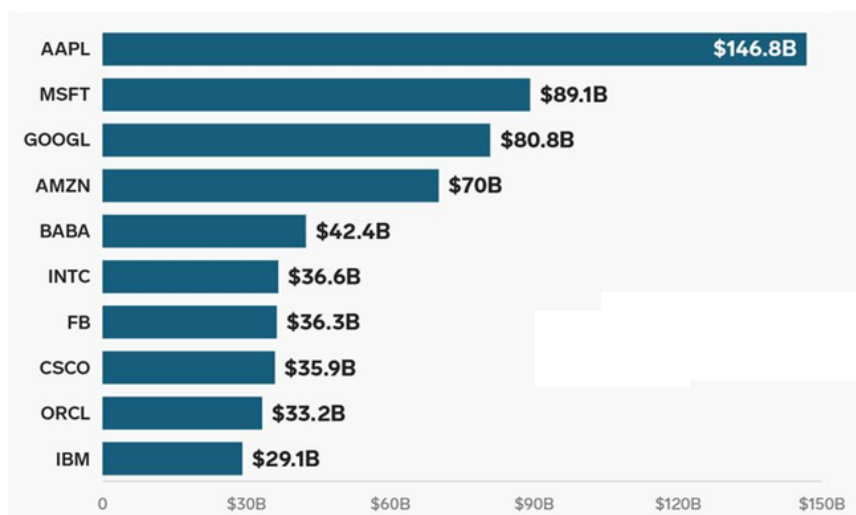
המדד Nasdaq 100 עלה במשך 10 שבועות ברציפות; העלייה הארוכה ביותר מאז 2012 הובילה אותו קרוב אל השיא הקודם שנרשם בספטמבר 2018. הפעם, בשונה מהעבר הלא רחוק, אין כותרות המזהירות מבעה במניות טכנולוגיה והשוואות מפחידות עם 2001. הסיבה לכך היא פשוטה: הרווחים והמכפילים.

מאז הנפילות של שנה שעברה, שהסתיימו בקריסטמס, עלו מניות הטכנולוגיה ב- 21%. אומנם העלייה הזו הקפיצה את מכפיל הרווח ל- 22.7 מהשפל של חמש שנים בדצמבר, אך זה עדיין נמוך משמעותית מהמכפיל של 28 בו הן נסחרו בשנה שעברה. העניין הוא שהרווחים של חברות הטכנולוגיה גדלו כל כך מהר, שהעליות במחירי המניות לא עמדו בקצב, כך שהמכפילים נותרו סבירים. בשנת 2018, גדלו רווחיהן של חברות הטכנולוגיה האמריקאיות ב- 29%, למרות הגידול האיטי ברווחים ברבעון הרביעי, שהיה בין הגורמים לירידות הכבדות בסקטור זה. ברבעון הראשון של 2019, צפוי סקטור הטכנולוגיה במדד S&P 500 יחד עם עוד שבע סקטורים, מתוך 12 בסך הכול - לרשום ירידה ברווחים, ואומנם הרווחים צפויים להתאושש בהמשך, אך להגיע למספרים חד-ספרתיים נמוכים בכלל השנה קלנדרית. חברות הטכנולוגיה הן החשופות ביותר מכלל הסקטורים במדד S&P 500 לביקושים חיצוניים, שכן 57% מהכנסותיהן נובעות מחוץ לארה"ב. ההאטה הגלובלית, ובייחוד ההאטה בסין, יחד עם סכסוכי הסחר, בהחלט גובים מחיר מחברות הללו. אך קיימים סיכויים לכך שארה"ב וסין יגיעו להסדר בנושאי הסחר בקרוב, דבר שיחד עם תכנית התמריצים של ממשלת סין יתמוך מאוד בכלכלה הסינית, ועל ידי כך בחברות הטכנולוגיה האמריקאיות. סין הינה גם השוק הגדול ביותר בעולם למוצרי הטכנולוגיה, וגם הספקית החשובה ביותר והזולה ביותר לתשומות עבור מוצרי הטכנולוגיה האמריקאים.

מניות הטכנולוגיה מתאפיינות בבטא גבוהה, כך שהן נראות יותר מסוכנות במקרה של ירידות. אך לדעת חלק מהאנליסטים, השוק השורי בארה"ב צפוי להימשך השנה על אף היחלשות הרווחים, בזכות פניית הפרסה במדיניות הפדרל ריזרב, ובייחוד אם סכסוכי הסחר יפסיקו להעיב על השווקים. האנליסטים של Credit Suisse מעריכים, כי המניות של חברות הטכנולוגיה בארה"ב ימשיכו להיתמך ברכישות החוזרות, שמאז 2012 תורמות 20% במחוצע לשנה לגידול הרווח למניה. לעשרת החברות הגדולות ביותר במדד הטכנולוגיה כרית מזומנים כוללת של 350

מיליארד דולר, והן צפויות לייצר תזרים מזומנים חופשי של 600 מיליארד דולר עד סוף 2020. עם כל הזהרות הרווח של אפל ושערוריות בפייסבוק, ענקיות הטכנולוגיה האמריקאיות מרוויחות סכומי עתק, המאזנים שלהן בריאים, החובות שלהן נמוכים, ועלויות כוח העבודה בחברות הללו הינן נמוכות ולא פוגעות בשולי הרווח. נראה שענקיות הטכנולוגיה מרוויחות בכל מצב: בשוק עולה, הן יעלו יותר, ובשוק יורד, הן ימצאו יותר הזדמנויות למיזוגים ורכישות, שיתמכו בהן לאחר התיקון.

גידול באחזקות המזומנים ב- 10 חברות הטכנולוגיה הגדולות ביותר עד שנת 2020



הבהרה משפטית

טנדם קפיטל אסט מנג'מנט והחברות הבנות (להלן: "טנדם") הן חברות העוסקות בשיווק השקעות ולא בייעוץ השקעות כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995, ובעלות זיקה לנכסים פיננסיים המנוהלים בידי החברות המפורטות באתר האינטרנט של החברה ומתעדכנות מעת לעת.

לטנדם או לעובדיה יתכנו החזקות בניירות הערך או בנכסים הפיננסיים המוזכרים במסמך זה והם עשויים לפעול בהם. מסמך זה נועד לצורך מסירת מידע בלבד, אין בו משום הבטחת תשואה כלשהי או מניעת רווח, ואין הוא מהווה תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. כמו כן, אין המידע מהווה הצעה לרכישת ניירות ערך כהגדרתם בחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 ורכישה כזו תבוצע אך ורק על בסיס תשקיף תקף.

אין להעתיק או לעשות שימוש בכל חלק ממסמך זה בכל צורה שהיא ללא אישור בכתב מראש מטנדם.