



ספטמבר: השווקים מהירים, הכלכלה איטית

גיליון מס' 59 | אוקטובר 2019



העולם

⊗ הכלכלה הגלובלית: ההאטה כבר כאן

שווקי הון

⊗ מניות ארה"ב: האם יש ערך במניות הערך?
⊗ יפן: לאופטימיים בלבד

כלכלה בעולם

⊗ ברזיל: הדרך לשגשוג היא חופש

|| החדשות החשובות בעולם

הכלכלה הגלובלית: ההאטה כבר כאן

על פי התחזית המעודכנת של הארגון OECD, שיעור הצמיחה הגלובלית השנה צפוי לעמוד על 2.9% - קצב ההתרחבות האיטי ביותר מזה עשור. הארגון מפנה אצבע מאשימה למלחמת הסחר בין ארה"ב לסין, שפוגעת בסחר בינלאומי ובהשקעה עסקית. כמו כן, OECD צופה כי הצמיחה הכלכלית בעולם תמשיך להיות נמוכה גם בשנה הבאה ואולי גם לאחר מכן, אם סכסוכי הסחר ימשיכו להסלים ולהתרחב לתחומים הנוספים ביחסים הכלכליים בין המעצמות; הצמיחה תיפגע אף יותר אם סכסוכי הסחר יתפשטו למדינות נוספות. יפן ודרום קוריאה כבר היום נמצאות בסכסוך הסחר; בחודשים הקרובים יחליט הנשיא טראמפ האם להטיל מכסים על ייבוא כלי רכב מהאיחוד האירופאי, צעד שגם עלול להידרדר למלחמת הסחר. גם יציאתה של בריטניה מהאיחוד האירופאי צפויה להוסיף למגמה החדשה של דה-גלובליזציה ולפגוע בצמיחה בממלכה המאוחדת וביבשת אירופה. על פי ה-OECD, השקעה תאגידית גדלה ב-1% בחישוב שנתי במחצית הראשונה של 2019, לעומת הגידול של 5% בתקופה המקבילה אשתקד.

ההאטה בסחר העולמי כבר הנחיתה מכה קשה על סקטור הייצור העולמי. הפעילות במפעלים בארה"ב התכווצה בספטמבר זה החודש השני ברציפות; באירופה ובאסיה, המגמה המתמשכת של התכווצות הייצור בתעשייה הלכה והחריפה בחודשים האחרונים. ארגון הסחר העולמי (WTO) חוזה כי השנה יעלה המסחר הבינלאומי ב-1.2% לעומת 3% בשנה שחלפה, הגידול הנמוך ביותר מאז 2009. ה-WTO גם הזהיר כי צמצום הפעילות היצרנית בעולם צפוי לחלחל גם לשוק העבודה, מה שיפגע בעמוד התווך של הכלכלה הגלובלית, הצריכה הפרטית.

על פי הארגון, ההאטה עלולה להתפשט גם לסחר הבינלאומי בשירותים, שלא נפגע עד כה, בשונה מהמסחר בסחורות. ארגון הסחר הגלובלי מדווח כי הגידול בשירותים בינלאומיים כגון שירותי תעופה, IT ואחרים, החל להיחלש כבר ברבעון הראשון של השנה. הפגיעה במגזר השירותים תורגש באופן משמעותי במדינות המפותחות, שם הוא מהווה נתח הארי של הכלכלה - 80% בארה"ב ו-70% באיחוד האירופאי.



TANDEM
CAPITAL

יוליה ויימן
אנליסטית מאקרו
שווקים גלובליים

למידע נוסף
נא ליצור עמנו קשר:

אבא הלל סילבר 12
רמת גן 52506
טלפון: 03-6114626
פקס: 03-6114645
info@tandem-capital.com
www.tandem-capital.com



שווקים פיננסיים

מניות ארה"ב: האם יש ערך במניות הערך?

הרבעון השלישי של השנה התאפיין בתנודתיות מורטת עצבים, ובסופו הגיעו מדדי המניות בארה"ב בחזרה לנקודת ההתחלה. עם זאת, הם הצליחו לשמור על ההישגים שלהם מתחילת השנה: תשעה החודשים הראשונים של 2019 הם הטובים ביותר מזה 20 שנה עבור המדדים האמריקאים. בשלושת הרבעונים הללו עלה מדד ה-S&P 500 ב-19%, מדד ה-NASDAQ הוסיף 21% וה-DJIA עלה ב-15%. אך העלייה המקבילה בנכסים הפיננסיים הבטוחים כגון אג"ח ממשלת ארה"ב, מדגישה את חוסר הוודאות של המשקיעים לגבי הכלכלה העולמית, מצב שיחות הסחר עם סין והכיוון העתידי של המדיניות המוניטארית של הפדרל ריזרב.

לאחר שהשווקים רעדו באוגוסט בעקבות החששות ממיתון, בספטמבר הם הצליחו לתקן ולמחוק חלק מהירידות; אך בעלייה האחרונה, התרחש המעבר הגדול ביותר מאז המשבר הפיננסי ממניות המומנטום למניות הערך. המשקיעים מכרו את מניות הטכנולוגיה הגדולות, שעד לא מזמן הובילו את הראלי בן העשור, ורכשו במקומן את מניות הערך הזולות, כגון מניות האנרגיה והפיננסים, שבשנים האחרונות רשמו ביצועים נמוכים מכלל השוק. העליות של ספטמבר הובלו על ידי המגזרים הדפנסיביים כמו נדל"ן, השירותים הציבוריים ומוצרי הצריכה הנחוצים, ולא הסקטורים המחזוריים כפי שהיה בעבר. ככל הנראה, זה קשור במצב הרוח הכללי: הסקר שנערך בסוף ספטמבר בקרב המשקיעים הפרטיים, הראה כי רק 29% מהמשקיעים הינם "שוריים" על השוק בעתיד הקרוב, לעומת הממוצע ההיסטורי של 38.5%.

שוריים או לאו, המשקיעים צופים המשך של תנודתיות וחוסר ודאות גם בחודשים הקרובים, ומתכוונים בהתאם. מדד ה-S&P 500 עלה בחודש ספטמבר ב-1.7%, בעוד שתעודת הסל הגדולה ביותר על מניות הערך, iShares Edge MSCI USA Value Factor ETF, הוסיפה 4.7% (ונכסים בניהולה עלו לשיא של 50.3 מיליארד דולר). באותה התקופה, תעודת הסל הגדולה ביותר העוקבת אחר מניות המומנטום, iShares Edge MSCI USA Momentum Factor ETF, ירדה ב-1.5%. הפער בביצועים בספטמבר מצביע ככל הנראה על כך שגם תוך כדי הראלי, המשקיעים ממשיכים להיות מוצפים בתחזיות סותרות, כאשר רובן קשורות לא בחברות עצמן ואף לא ישירות בביצועי הכלכלה, אלא בהתפתחויות פוליטיות או במדיניות הבנקים המרכזיים. כך לדוגמה, כל התקדמות במשא ומתן לגבי הסחר בין סין לארה"ב יכולה להקפיץ את מניות הטכנולוגיה, בעוד שהפסקה של ההקלה במדיניות המוניטארית תפגע במניות המומנטום.

חלק ממנהלי הכספים ממשיכים להאמין במומנטום ואינם ממהרים להשקיע במניות שהראו ביצועים נחותים לעומת כלל השוק במשך שנים; אחרים רואים במעבר לערך בחודש ספטמבר את ההתחלה של המגמה שתלך ותצבור תאוצה. העשור האחרון התאפיין בראלי הארוך ביותר בהיסטוריה של ארה"ב, שהוביל על ידי מניות של חברות הצמיחה, וזאת בתמיכת הריביות הנמוכות באופן יוצא מן הכלל. העשור הזה הינו חריג מבחינה היסטורית: בשנים 1943-2010, להוציא את בועת ההי-טק ב-1998-2000, אחזקת מניות ערך אמריקאיות הניבה תשואה עודפת חיובית על פני אחזקת מניות צמיחה (תשואה עודפת ל-10 שנים בחישוב שנתי עמדה על טווח שבין 0.04% ו-12%). מאמצע 2011 ועד כה, פרט תקופה קצרה ב-2013, הפער הזה היה שלילי.



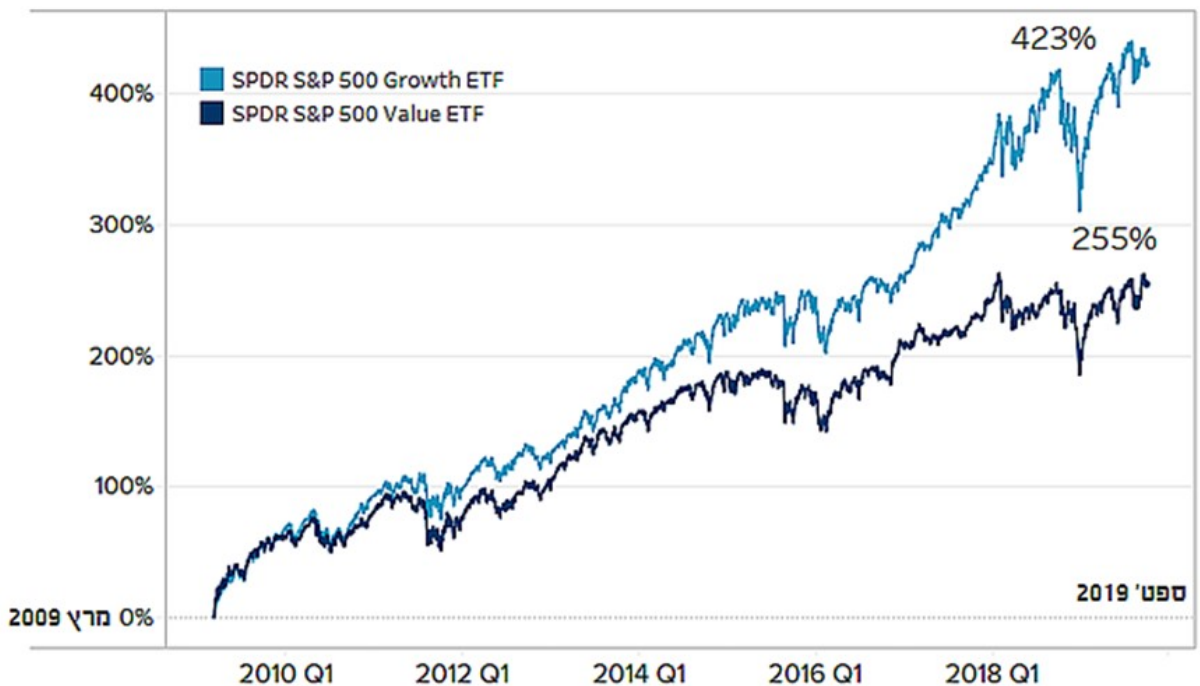
שווקים פיננסיים | המשך

מניות ארה"ב: האם יש ערך במניות הערך? (המשך)

מאידך, על פי המחקר החדש של החוקרים מתחום ניהול העסקים באוניברסיטת ניו-יורק ואוניברסיטת קלגרי, מאז שנת 2007 הרווחיות של חברות הערך לעומת חברות הצמיחה נמצאת בשפל של 40 שנה.

מאידך, יתכן, שהרווחיות הנמוכה יותר בחברות הערך הינה כבר מתומחרת. הרי שהפער בין המכפילים הממוצעים של חברות הצמיחה לעומת חברות הערך בתוך מדד ה-Russell 1000, הגיע לשיאו מאז התנפצות בועת ההי-טק ב-2001. כלומר, חברות הערך בארה"ב כעת כל כך זולות לעומת חברותיהן מתחום הצמיחה - או, יותר נכון, חברות הצמיחה הפכו לכל כך יקרות - שהמשקיעים כבר אינם יכולים שלא לשים לב לפער ולוותר על ההזדמנות לקנות בזול... גם אם המכירה ביוקר אינה מובטחת בעתיד הקרוב.

השקעה בצמיחה אל מול השקעה בערך מתחילת השוק השורי הנוכחי



שווקים פיננסיים | המשך

יפן: לאופטימיים בלבד

הרווחים עולים, המכפילים נמוכים, הביצועים טובים. אז למה המשקיעים לא נוהרים למניות יפן?

שוק המניות ביפן נשלט על ידי חברות ייצוא, בעלות רגישות גבוהה למחזור כלכלי גלובלי וחוזקו של המטבע המקומי. אם מצבה של הכלכלה הגלובלית יתדרדר, הרווחים של החברות הללו יפגעו הן מצד הירידה בהכנסות מייצוא והן מצד התייקרות היין כתוצאה מנהירה של המשקיעים לנכסי המקלט.

משקיעים רבים סבורים כי המדיניות של ראש ממשלת יפן שינוזו אבה, שהבטיח להחיות את כלכלת המדינה על ידי תמיכה פיסקלית, הרחבה מוניטארית ורפורמות מבניות, כשלה. אך כשמשווים את הנתונים הכלכליים כיום לעומת מה שהיה לפני כניסתה של הממשלה הנוכחית לשלטון, רואים בבירור שהמדיניות שלה רושמת הישגים רבים, גם אם היעדים לא הושגו במלואן. כך לדוגמה, שיעור אינפלציה נמצא הרבה מתחת ליעד של 2% - אך לאחר שני עשורים של דפלציה, כל מספר חיובי הוא הישג. תוכניות הסיוע הפיסקליות לא צלחו במיוחד בהאצת הצמיחה (שיעור הצמיחה השנתי הממוצע בחמש השנים האחרונות עמד על 1% בלבד), אך ככל הנראה בלעדיהן המצב היה הרבה יותר גרוע. כעת, ממשלת אבה מתכננת תכנית הרחבה פיסקלית נוספת, שמטרתה לקזז את הפגיעה מצד העלאת מס מכירות - הפעימה הקודמת בהעלאת המס הכניסה את הכלכלה למיתון, וקובעי המדיניות לא רוצים לחוות את זה שוב. מה עוד, שהם בונים על הביקושים הפנימיים שיקזזו את הפגיעה מצד הביקושים החיצוניים הנחלשים: ההאטה בכלכלת סין ומלחמת הסחר גרמו להתכווצות הייצור בתעשייה ולירידה בהיקפי הייצוא מיפן זה החודש השביעי ברציפות.

באשר למדיניות המוניטארית, הבנק המרכזי של יפן הוא החלוץ הגלובלי בהרחבה חסרת גבולות. הבנק נוקט בהרחבה מוניטארית אקטיבית מזה 15 שנים, במסגרתה הוא רוכש אג"ח ממשלתיות וכן אג"ח ואף קרנות סל על מניות של החברות הנסחרות בבורסת טוקיו. כיום, אחזקותיו של הבנק המרכזי באג"ח ומניות עולות בהיקפן על גודל התמ"ג השנתי של יפן. עם חוב ציבורי מעל 250%, לבנק המרכזי לא נותרת אופציה אחרת אלא לרכוש אג"ח ממשלתיות בכדי להחזיק את התשואות ברמת האפס, אך נכסים פיננסיים של המגזר הפרטי זה כבר סיפור אחר. הבנק המרכזי של יפן כיום מחזיק בכ- 80% מנכסי תעודות הסל המקומיות ונמנה בין עשרת מחזיקי המניות הגדולים ביותר ב- 50% מהחברות הנסחרות. מנהלי הכספים מיפן ומחוצה לה אינם שבעי רצון, בלשון המעטה, מהתערבות כה בוטה בשוק המניות, שכן היא יוצרת עיוותי מחירים, סיכון מוסרי, חוסר יעילות ניהולית ותופעות לוואי אחרות. המשקיעים רבים חושדים כי מחירי המניות בשוק היפני מנופחים באופן שרירותי, ולא יכולים להעריך מה יקרה כאשר ביום מן הימים הבנק המרכזי יצטרך להפחית את רכישותיו.



שווקים פיננסיים | המשך

יפן: לאופטימיים בלבד (המשך)

החלק המוצלח ביותר בכלל התוכניות של ממשלת אבה הייתה יישום הרפורמות המבניות, בפרט בשוקי ההון ובשוקי העבודה; הן סייעו לחברות להתייעל וליעל את הקצאת הון ושימושיו, הגדילו תעסוקה ופריון העבודה והגמישו את שוק העבודה במידה מסוימת. כל אלו סייעו לגידול ברווחי החברות. אם כי, הגידול בשולי הרווח נצפה בחמשת השנים האחרונות בעיקר אצל החברות היצרניות, סקטור מוטה ייצוא, ולא בחברות בתחום השירותים, הפונות לשוק המקומי. חלק מהאנליסטים טוענים כי ההישג היחיד מכלל מאמצי הבנק המרכזי והממשלה הוא החלשת היין, שסבל מתיסוף יתר מאז המשבר הגלובלי ועד שנת 2014; וכי זוהי הסיבה היחידה לגידול נאה בשולי הרווח של היצואניות ביפן.

הביצועים של המניות היפניות בשנים האחרונות השתפרו פלאים לעומת מה שהיה בעבר. אם כי, בהשוואה למדדים עולמיים, אין משהו שבולט לעין ומצדיק את הסיכון של "בית הקלפים" שבנה הבנק המרכזי היפני. הביצועים של תעודת הסל על המדד MSCI Japan בחמש השנים האחרונות, בשלוש השנים האחרונות, בשנה האחרונה ומתחילת השנה, נמוכים יותר מאשר אלה של תעודת הסל על מדד המדינות המפותחות ללא יפן (iShares MSCI Kokusai ETF). כמובן שיש ביפן חברות רווחיות ועמידות, שעשויות להניב תשואה למשקיעיהן, אך השקעה פאסיבית במדד המניות היפני לא נראית כדאית במיוחד מבחינת הביצועים.

גם מחירן הזול כביכול של המניות היפניות הוא מטעה. מכפיל הרווח העתידי של המדד MSCI Japan עומד על 13.3 - הרבה יותר נמוך מאשר בארה"ב (17.4), אך זהה לזה של המדד MSCI All Country World Ex US וכן לזה של המדד ה- MSCI האירופאי; המדדים של גרמניה ובריטניה אף זולים מזה של יפן. סקטורים מסוימים בתוך המדד MSCI Japan אכן זולים מאוד בהשוואה לעולם: אלה הם הפיננסים, החברות התעשייתיות, וחברות צריכה מחזורית - כל אלה שתלויים יותר מכולם במצבה הבריאותי של הכלכלה הגלובלית. וכרגע, המשקיעים אינם מוכנים להמר על כך שהכול יהיה בסדר.

ביצועי מדד המניות היפני אל מול מדד המניות המפותחות ללא יפן
בחמש השנים האחרונות



כלכלה בעולם

ברזיל: הדרך לשגשוג היא חופש

ממשלתו של נשיא ברזיל החדש ג'איר בוסלונרו החלה ליישם צעדים נחרצים לפתיחת הכלכלה, שעד כה הייתה כבולה במדיניות המגן מהנוקשות ביותר בעולם. במשך 40 השנים האחרונות, הצמיחה הכלכלית בברזיל לא הצליחה לנוע במגמה עקבית בת קיימא ואופיינה בתנודתיות רבה תוך פגיעות גבוהה מהזעזועים החיצוניים. ללא ספק, המגבלות על השוק החופשי יחד עם הבירוקרטיה גדלה סביב הרגולציה הכובלת, היו בין הגורמים העיקריים לבעיותיה הכלכליות של המדינה הכה עשירה באוצרות הטבע ובהון האנושי. מאז שנת 2014, הכלכלה השמינית בגודלה בעולם עוברת ממיתון לצמיחה נמוכה וחזור למיתון, עם שיעורי אבטלה מעל 12%.

עד כה, כלכלת ברזיל הייתה בין הסגורות בעולם, עם מכסים גבוהים מאוד על כלל מוצרי ייבוא, החל ממוצרי חלב דרך תרופות ועד ציוד אלקטרוניקה וכלי רכב. היצרנים המקומיים נהנים גם מהפחתת מיסים וגם ממכסים על ייבוא מוצרים מחו"ל, וכתוצאה יכולים להעלות את המחיר לצרכן ולגזור רווחי עתק מבלי הצורך להיות תחרותיים. כתוצאה, הצרכן המקומי שילם מחיר מופקע ופריון העבודה של היצרנים המקומיים הלך וירד במשך שנים רבות. בנוסף, העסקים שהיו צריכים לייבא תשומות מחו"ל, לא רק שנאלצו לשלם מכסים גבוהים שהכפילו את העלויות, אלא גם היו צריכים לעבור מסכת רגולטורית מסורבלת ונוקשה ולקבל אישורי ייבוא ממספר משרדים שונים. העלויות ובירוקרטיה מקשים על השתלבותם של העסקים המקומיים בשרשראות האספקה הגלובליות.

כעת, הממשל החדש מיישם את אחת ההבטחות המרכזיות שלו לבחוריו, לפתוח את השוק המקומי: ממשלת בולסונרו כבר ביטלה או הפחיתה משמעותית מכסי ייבוא על 2,300 מוצרים. הורדת המכסים היא חלק מהתחייבויותיה של ברזיל לאיחוד האירופאי במסגרת הסכם סחר חופשי בין ארגון הסחר הדרום אמריקאי Mercosur לבין האיחוד האירופאי, שנחתם ביוני השנה לאחר כמעט 20 שנות דיונים. כשתהליך האשרור של ההסכם בפרלמנטים של 32 המדינות החתומות יסתיים בעוד כשנתיים, יהיה זה גוש הסחר הגדול ביותר בעולם. עם זאת, ממשלת ברזיל החדשה מקדמת הסכמי סחר פרטניים עם ארה"ב, קנדה, דרום קוריאה ומדינות אחרות. זוהי תפנית של 180 מעלות ממדיניות של הממשלות הקודמות בברזיל, שכן הממשל הנוכחי מאמין כי השתלבותה של המדינה במסחר הגלובלי לא רק ישפר משמעותית את כלכלת ברזיל, אלא גם יקנה לה תפקיד גדול יותר בזירה הפוליטית בעולם.

הורדת המכסים היא רק חלק מהתוכנית הכלכלית המקיפה של הנשיא בולסונרו, ולא היחיד שכבר נמצא בשלבי יישום. הרפורמה במערכת הפנסיונית, הנושא הקשה ביותר מבחינה פוליטית בברזיל, אושרה בוועדת הסנט בתחילת ספטמבר; השגת האישור של הפרלמנט צפויה להיות משימה קשה אך אפשרית. בנוסף, הממשלה מיישמת תכנית הפרטות רחבה מאוד וכן רפורמה במיסוי; לאחרונה הושמה רגולציה פיננסית חדשה המקלה על בנקים זרים להיכנס לשוק המקומי. פרט לרפורמת הפנסיות, הממשלה מתכננת צעדים נוספים לייצוב המאזן התקציבי, אם כי ללא האצת הצמיחה הכלכלית המטרה הזו תהיה קשה להשגה. וכאן נעוצה הבעיה.

אומנם הממשלה החדשה נמצאת בשלטון שמונה חודשים בלבד, זמן שאינו מספיק בכדי לבצע אתחול מחדש של כלכלה הנגועה בבעיות מובנות רבות, היא כבר מואשמת בחוסר יכולת להאיץ את הצמיחה ולהוריד את שיעור האבטלה. בוחריו של בולסונרו רוצים לראות צעדים משמעותיים להאצת הצמיחה "כאן ועכשיו"; אם בולסונרו לא יוכיח כי הוא עומד בציפיותיהם, הוא עלול לאבד את תמיכתם - והדוגמה העצובה של נשיא ארגנטינה עומדת מול עיניו.



הבהרה משפטית

טנדם קפיטל אסט מנג'מנט והחברות הבנות (להלן: "טנדס") 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.

לטנדס 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 מטנדס.