



# הכל תלוי, או "התפסן בשדה השיפון"

גיליון מס' 68 | ספטמבר 2020



## העולם

הפד חוביל, הפד מושיע

## שוקי הון

טראמפ נגד בידן: מניה לכל עמדה

מניות: צמיחה היא ערך עליון

## הכלכלה בעולם

יפן לאחר עידן אבה

## || החדשות החשובות בעולם

### הפד חוביל, הפד מושיע

*"אני אהיה התפסן בשדה השיפון. אני יודע שזה מטורף, אבל זה הדבר היחיד שבאמת הייתי רוצה להיות."* - התפסן בשדה השיפון, ג'יי די סלינגר

בפשטות, ברונע וללא תרועת חצוצרות, הכריז הפדרל ריזרב האמריקאי על מדיניות שצפויה להביא לשינוי טקטוני בבנקאות המרכזית.

בשלושים השנים האחרונות הדוגמה המקודשת של הבנקים המרכזיים הייתה שהם מופקדים על ניהול האינפלציה סביב יעד מספרי מסוים (המקובל בעולם המערבי הוא 2%) לאורך אופק מדיניות מוגבל (18 חודשים עד שנתיים בדרך כלל).

בנאמו בוועידה האחרונה בנושאי המדיניות המוניטרית בג'קסון הול, אותה נגיד הפד, ג'רום פאוול, כיוון של רפורמציה, כאשר הודיע על המעבר למה שהוא קרה "ניהול גמיש של אינפלציה ממוצעת". כלומר, במקום להתמקד בשיעור האינפלציה של 2%, הפד יבקש כעת "להשיג אינפלציה הממוצעת 2% לאורך זמן". במילים אחרות, הפדרל ריזרב יכוון את מדיניותו כך שלאחר תקופה בה האינפלציה אינה מגיעה ליעד, תבוא תקופה בה היא חורגת מהרף העליון, כך לאורך כל התקופות הללו, שיעור האינפלציה הממוצעת תהיה 2%.

זה לא נשמע מהפכני, אבל זה אכן סוג של מהפכה. דבריו של פאוול משקפים ניתוק מהמדיניות הקודמת, על פיה חריגה מיעד האינפלציה אינו מתקבל על הדעת, גם אם היא באה לאחר תקופה ממושכת של אינפלציה נמוכה מאוד. כעת, לא רק שהחריגה תתקבל בהבנה, אלא יתרה מזו - היא תהווה מטרה אליה תהיה מכוונת המדיניות המוניטארית באופן פעיל.

ככל הנראה, שינוי זה במדיניות הפד יגרור הרחבה מוניטארית נוספת, אם זה בצורת "הכוונה קדימה" (forward guidance) ואם זה על ידי רכישות נוספות של ניירות ערך. אומנם רבים תוהים כיצד ניתן לייצר אינפלציה מעל היעד בהינתן שיעורי ריבית ברמת האפס וסירוב נחרץ של הפד לדון בריביות שליליות, אך יתכן כי עצם נכונותו של פאוול להתיר חריגה אינפלציונית, תסייע בעניין זה.

אך השאלות המעניינות עוד יותר הן, האם בנקים מרכזיים אחרים ילכו בעקבות הפד, וכיצד הדבר ישפיע על השווקים הפיננסיים. באשר לשאלה הראשונה, נראה שכן. הרי שיעדי בנקים מרכזיים התפתחו והשתנו לאורך ההיסטוריה המודרנית, בהתאם לאתגרים הגדולים של התקופה: ממימון מלחמות ועד הגנה על שיערי חליפין קבועים. בשנות השמונים של המאה ה-20, האתגר הגדול היה המלחמה באינפלציה; אך הקרב הזה נוצח מזמן, וכעת הדפלציה מהווה איום גדול יותר על הכלכלות, לפחות בעולם המתועש.



## החדשות החשובות בעולם | המשך

### הפד מוביל, הפד מושיע (המשך)

לכן ניתן לומר כי מדיניות מוניטארית "סובלנית" יותר לאינפלציה גבוהה מהיעד לפרק זמן מסוים, היא בעצם מתבקשת.

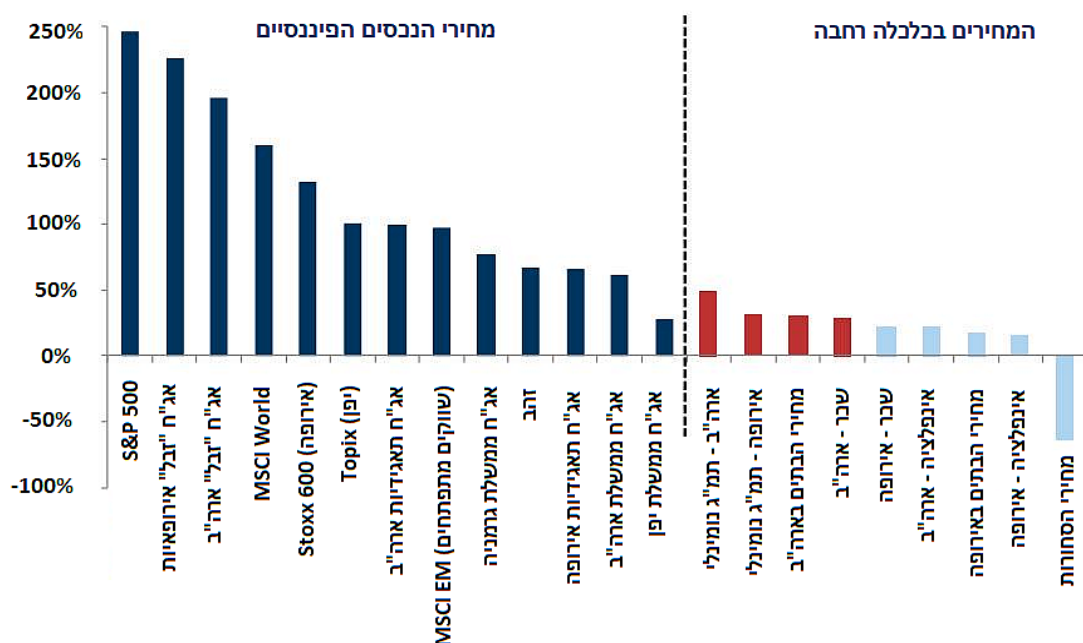
בעצם, הבנק המרכזי של יפן הכריז עוד בשנת 2016 על כוונתו להרחיב את המדיניות המוניטארית עד שהאינפלציה תעלה על 2% ותישאר מעל הרף במשך תקופה. עד כה, הוא לא הצליח במשימה. וכאן, אנו מגיעים לשאלה השנייה, ההשלכות על השווקים - וההשלכות של השווקים על האינפלציה.

ההשלכות הללו יהיו תלויות במידה בה מצליחים הבנקים המרכזיים לייצר חריגות בכדי לפצות על חסר. או, אולי אף חשוב יותר - עד כמה השווקים יאמינו ביכולתם של הבנקים המרכזיים להצליח במשימת ההחרגה של האינפלציה מעל היעד. יתכן והכישלון של הבנק המרכזי של יפן נובע מחוסר אמונת השווקים ביכולתו, לאור היסטוריה ארוכה של כישלונות בפן האינפלציוני; מבחינת האמינות, לפדרל ריזרב האמריקאי קיים יתרון יחסי משמעותי. אולי גם הבנק המרכזי של יפן, וגם הבנק האירופאי יצליחו יותר מאשר בעבר, אם ילכו בעקבותיו של הפד, בחסות אמינותו ואמונת השווקים ביכולתו לנצח במערכה זו.

ובכן, אנו רואים כי שוקי אג"ח קיבלו את דבריו של פאוול כתורה מסיני. הכרזתו של הפד על שינוי המדיניות הקפיצה את ציפיות האינפלציה; לאור הריביות הנמוכיות האפסיות, הריביות הריאליות צללו. זהו סוג של "דיכוי" פיננסי שעשוי להימשך ככל שהכלכלות מפחיתות את החוב העתק שנוצר כתוצאה מהתמודדות עם המגפה הגלובלית. זו סביבה המטיבה מאוד עם מחירי הנכסים המסוכנים, אך נוראית לכל מי שמנסה לייצר הכנסה בטוחה. ככל הנראה, העליות בשווקי המניות ובשאר הנכסים המסוכנים - לפחות אלו הפחות תלויים ישירות בצמיחה כלכלית בריאה - ימשיכו, גם אם יחוו נפילות בדרך.

### פערים משמעותיים בין אינפלציית הנכסים הפיננסיים לבין האינפלציה בכלכלה "אמיתית"

ביצועים במטבע מקומי מאז ינואר 2009



## || שווקים פיננסיים

### טראמפ נגד ביידן: מניה לכל עמדה

*"זה מצחיק. כל שעליך לעשות הוא לומר דבר שאיש אינו מבין והם יעשו כמעט כל מה שתמצא. - ג'יי די סלינג'ר, התפסן בשדה השיפון"*

הבחירות לנשיאות ארה"ב בנובמבר השנה כבר משפיעות על השווקים - חוסר הוודאות מכניסה רמה גבוהה של תנודתיות אל שוקי המניות, שמתבטאת בעלייה במדד ה-VIX לשיאו מאז חודש יוני. מגפת הקורונה ממשיכה לזרוע חול בעיני החזאים הכלכליים, והבחירות מוסיפות לערפל המפריד ביננו לבין העתיד הקרוב. בזמנים כתיקונם, האיש שיושב בבית הלבן משפיע הרבה פחות על השווקים מאשר מדיניות הפדרל ריזרב או בריאותה הכללית של הכלכלה; אך איננו חיים עוד בעולם הסביר והרגוע שלפני הקורונה. לכן, תוצאות הבחירות הללו צפויות לסמן נקודת מפנה במגמות השונות בשווקים השונים; המשקיעים מנסים להתאים את הרכב תיקיהם לכיוון שהם חוזים.

מי שסבור שהנשיא טראמפ ימשיך לתקופת הכהונה השנייה, כדאי שיפנה את מבטו אל הבנקים האמריקאיים הגדולים, כגון Bank of America או JPMorgan Chase. הממשל הרפובליקני באופן מסורתי תמיד היה ידידותי יותר כלפי העסקים, כולל הגדולים ביותר, מאשר הממשלות הדמוקרטיות. רפורמת המיסים של הנשיא טראמפ הטיבה מאוד עם הבנקים. המועמד לנשיאות ג'ו ביידן הציע להעלות את מיסי החברות ל-28% בכדי להקטין את הגירעון הפיסקלי. על פי הערכה של האנליסטים, מס בגובה זה יקטין את הרווח למניה ב-8% עד 9% לסקטור הבנקאי. אומנם זאת אינה קטסטרופה, רחוק מכך, אך עדיין הקיצוץ משאיר פחות כסף שהיה יכול להיות מחולק כדיבידנדים, וככל הנראה גם יגביל את עליית המניה. בנוסף, כשמסתכלים היסטורית, רואים כי אומנם כלל השוק התנהג די דומה לאחר זכיית רפובליקני או דמוקרטי בבחירות (עם יתרון זעיר לדמוקרטים), אך הביצועים של הסקטור הבנקאי היו טובים בהרבה לאחר בחירתו של נשיא רפובליקני.

עוד ענף שיכול - תיאורטית - להרוויח מבחירתו של טראמפ לעוד ארבעה שנים, הוא ביטחון וחלל (Aerospace and Defense); החברות הללו בדרך כלל נהנות מהוצאה צבאית וביטחונית גבוהה שהרפובליקנים נוטים לאשר. אך הפעם, במקרה הנכחי המסורת עלולה לעצור ולא רק בשל הצורך של הנשיא הבא, מי שזה לא יהיה, להתמקד בשיקום הכלכלה הפנימית. דונלד טראמפ אינו נשיא טיפוסי: הוא הראשון מאז רונלד רייגן שלא פתח מלחמה חדשה כלשהי; נהפוך הוא, הוא פעל רבות בכדי לסיים מערכות קיימות במזה"ת ובאפגניסטאן ולהחזיר את החיילים האמריקאים הביתה. לא ברור האם טראמפ שומר שלום או שוחר פרס נובל לשלום, אך מה שבטוח הוא כי הגדלת ההוצאות הביטחוניות - שכעת נמצאות בשפל כל הזמנים ביחס לתקציב - כלל לא בטוחה.

מי שבטוח ייהנה בכל מקרה, ובפרט במקרה של זכייתו של טראמפ, אלו הקמעונאיות הענקיות, Walmart ו-Amazon. רשת הקמעונאות הגדולה בעולם וולמארט רושמת גידול ברווחים גם בתנאי הקורונה, בשל היותה רשת זולה יחסית, וגם מרוויחה מכך שעוד לפני המגפה החלה לבנות מסחר מקוון, כך שכיום רק היא מסוגלת להתחרות באמזון. מגמת הצמיחה של עסקי וולמארט צפויה להימשך ללא קשר בתוצאות הבחירות, אך הממשל הרפובליקני עדיף עליה, שכן הוא אינו צפוי להעלות את שכר המינימום ברמה הפדרלית, לדחוף להתארגנות העובדים או להחזיר את ביטוחי הבריאות הכלליים. עבור המעסיק הפרטי הגדול ביותר בארה"ב, אלה הם הדברים החשובים באמת. באשר לאמזון, רבים תוהים כיצד בחירתו של טראמפ יכולה להטיב עימה, הרי שהנשיא והבעלים של החברה מנהלים ריב גלוי, מתמשך ומתוקשר.



## שווקים פיננסיים | המשך

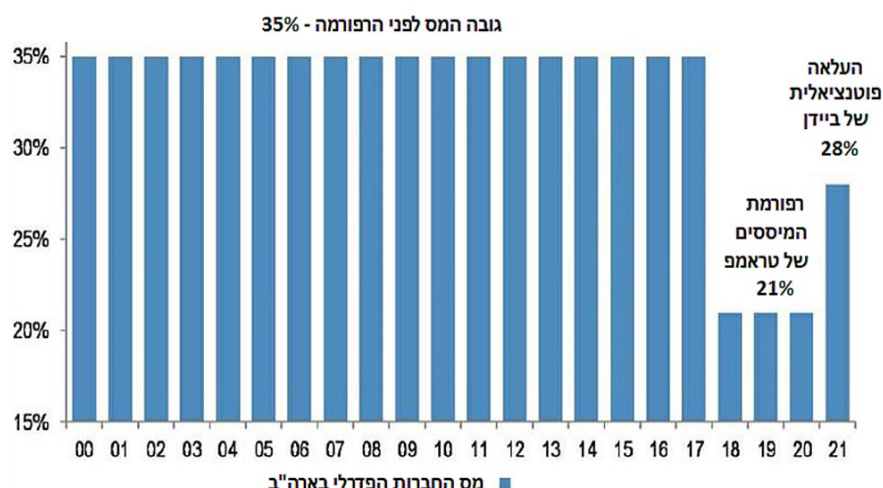
### טראמפ נגד ביידן: מניה לכל עמדה (המשך)

עם זאת, טראמפ אף פעם לא עשה משהו בפועל בכדי לפגוע בענקית המסחר המקוון. בינתיים, אמזון כבר שנים נאבקת בתסיסת עובדים על רקע תלונות על תנאי עבודה קשים ושכר נמוך; ממשל רפובליקני יטה פחות, בלשון המעטה, לצד מאמצי איגוד העובדים, וכן אינו צפוי להתערב בעסקי החברה בנושאי הגבלים עסקיים.

החברות הנוספות שנשיאות רפובליקנית צפויה להטיב עימן, הן הרשתות החברתיות כמו Facebook או Twitter. בלי קשר ליחסים האישיים של טראמפ עם הפלטפורמות הללו, רוב הסיכויים שהוא לא יסכן אותן, כפי שהדמוקרטים בהחלט עלולים לעשות. המועמדת לנשיאות לשעבר אליזבת וורן שמה לעצמה למטרה לפרק את פייסבוק; דמוקרטים מובילים רבים דורשים להגביר את הרגולציה על טוויטר ורשתות חברתיות אחרות. השינויים הללו אינם צפויים לבוא כל עוד טראמפ נמצא בבית הלבן.

ואם ג'ו ביידן יהפוך לנשיא ארה"ב? במקרה ומשקיע מאמין שכך יקרה, כדאי שישנה את אחזקותיו בהתאם. קודם כל, יש לצפות כי ביידן לפחות ינסה לתמוך במעבר משמעותי יותר לאנרגיה מתחדשת, בתוך מגבלות הגירעון העתק והתנגדות מצד הרפובליקנים וחלק מהדמוקרטים. אפשר להניח כי חלק מהוצאות המחשלה על תשתיות ינתבו בכיוון הסקטור ה"ירוק". עוד סקטור ירוק, בלי מרכאות, הוא מניות הקנאביס. פוליטיקאים דמוקרטים נוטים להחזיק בעמדה מתירנית יותר כלפי מריחואנה ולתמוך בדה-רגליזציה של סמים קלים. עם זאת, גם בנושא הזה ביידן צפוי להיקלע להתנגדות לא רק מצד הרפובליקנים, אלא גם מחלק מעמיתיו למפלגה, כך שהמגמה אינה חד משמעית.

### מס החברות הפדרלי בארה"ב



המגמה הרבה יותר מוסכמת על כלל הפוליטיקאים בוושנינגטון, היא הצורך של ארה"ב בהשקעה מסיבית בחידוש התשתיות, שהינו הנושא המרכזי במצעו של ביידן. בנוסף לתשתיות, ביידן רוצה בשיקום התעשייה, דבר שטראמפ ותומכיו מסכימים לו. חברות הבנייה של התשתיות, ספקי חומרי הגלם וחברות תעשייתיות רבות צפויות להרוויח מהוצאה פיסקלית מוגברת עם כל תוצאה של הבחירות, אך יתכן שתחת נשיא דמוקרטי שצריך להוכיח את יכולתו ליישם את תוכניותיו, הפרויקטים הגדולים ינועו מהר יותר.



## שווקים פיננסיים | המשך

### טראמפ נגד ביידן: מניה לכל עמדה (המשך)

מי שעוד ישמח לבחירתו של ביידן אלו הן חברות הביטוח הרפואי. אומנם ביידן לא הבטיח להחזיר את "אובמה-קר", אך הוא תומך בהרחבת ההגדרות של הזכאות לביטוחים הממומנים על ידי הממשל. נושא ביטוחי הבריאות טעון מאוד פוליטית בארה"ב, לכן ההתבטאויות בנושא מעורפלות, אך אפשר להניח שביידן, אם יבחר, ינסה לקדם הרחבת הביטוחים לאוכלוסיות השונות, מה שיטיב מאוד עם חברות הביטוח הרפואי.

סקטור שצפוי להרוויח בעקיפין מבחירתו של ביידן - כפי שהוא נפגע בעקיפין מבחירתו של טראמפ - הוא הריטים (REITs). לפני רפורמת המיסים של טראמפ, שהורידה את מס החברות מ-35% ל-21%, שימשו הריטים כמעין מקלט מס, שכן הם אינם מחויבים בתשלום מיסים פדרליים במידה והם מחלקים לפחות 90% מרווחיהם כדיבידנדים. לאחר הרפורמה, אבדו הריטים מהאטרקטיביות שלהם. אם ביידן יעמוד בהבטחתו להעלות את המיסים ל-28% ולמסות באופן אגרסיבי יותר את ההכנסות מחו"ל, הדבר יהיה גרוע בעבור שוק המניות כולו, אך טוב מאוד עבור הריטים, ששוב ימשכו משקיעים רבים בזכות הטבת המס הגלומה בהם.

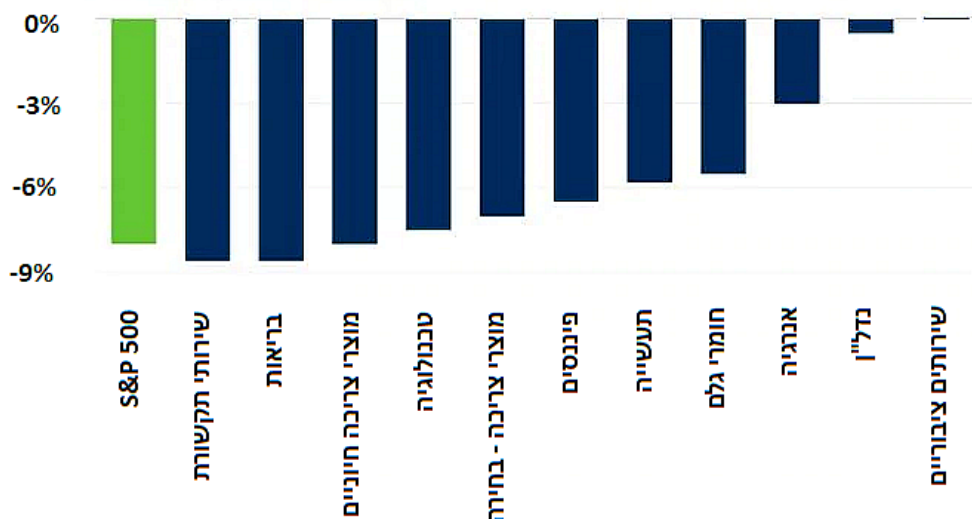
באם ביידן יעלה את מיסי החברות או לאו, תוכניתו הכלכלית הינה יקרה מאוד; זאת, במקביל לתקבולים שצפויים להיות נמוכים למשך תקופה בשל הקשיים הכלכליים, צפוי ליצור בור תקציבי עתק. הגידול בגירעון התקציבי והשפעתו השלילית על הדולר האמריקאי, עשויים לתמוך בהמשך הראלי של הזהב.

ובכן, ללא קשר לעמדה פוליטית, מי שסבור כי ביידן יזכה בבחירות, מומלץ שישקיעה בקנאביס, אנרגיה מתחדשת, כל דבר הקשור בתשתיות, חברות הביטוחים הרפואיים, ריטים וזהב. ומי שמאמין כי טראמפ ימשיך לכהן, יעדיף את הרשתות החברתיות, הקמעונאיות הגדולות, והבנקים.

נאחל בהצלחה לשני הצדדים.

### שוני ברמת הרגישות של סקטורים השונים להעלאת המסים המוצעת ע"י ביידן

פגיעה ברווחים - הערכה



## שווקים פיננסיים | המשך

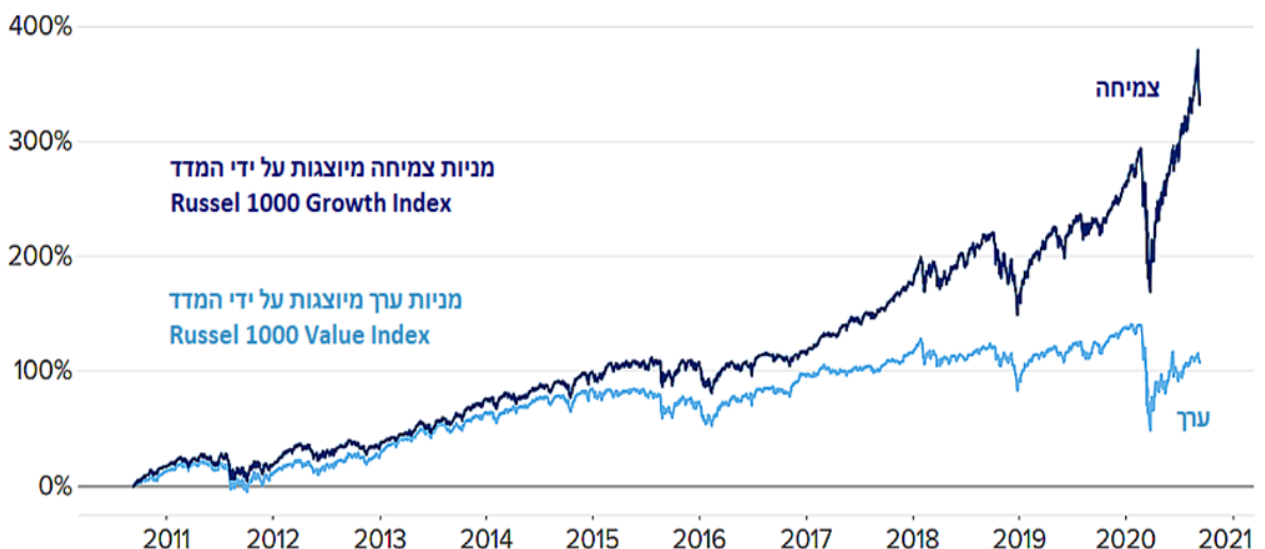
### מניות: צמיחה היא ערך עליון

*"אני לא בדיוק יודע למה אני מתכוון בזה, אבל אני מתכוון לזה." - ג'יי די סלינגר, התפסן בשדה השיפון*

מניות הצמיחה הזניקו את שוקי המניות מעלה השנה, על אף שהכלכלה הרחבה מתקשה להתאושש ממגפת הקורונה. מניות הצמיחה כוללות את מניות הטכנולוגיה וגם - מה שרבים שוכחים - מניות של חברות הקשורות בבריאות. וכשמדברים על מניות הערך, מתכוונים בעיקר למניות הפיננסיים ומניות חברות האנרגיה וסחורות אחרות.

האסטרטגים של Bank of America (שבאופן אירוני, מנייתו נחשבת למניית ערך איכותית מאוד) אף הכריזו לאחרונה כי יסודותיהן של מניות הערך בארה"ב "מקולקלים". בעשור האחרון, היו הביצועים של מניות הערך ביחס לאלו של מניות הצמיחה הגרועים ביותר בהיסטוריה של השווקים; הפער בביצועים היה אף גבוה יותר מאשר בתקופת בועת ההי-טק. בבנק מסבירים כי רוב הפער נובע מכך שבמהלך העשור, רשם העולם המתועש ריביות נמוכות מאוד, אינפלציה נמוכה או אפסית, וציפיות צמיחה מוגבלות; השתטחות עקומי התשואות מסייעת מאוד לחברות הצמיחה הנשענות על חובות ארוכי הטווח. הצפי הוא להמשך של תנאי המאקרו הללו בתקופה הקרובה ועל כן הבנק מעריך כי מניות הצמיחה ימשיכו להוביל.

### ביצועי מניות הצמיחה ומניות הערך בארה"ב בעשור האחרון



לאחר העליות המהירות ומתמשכות, מניות הצמיחה בעולם המערבי נמצאות ברמות הגבוהות ביותר אי פעם מבחינת מכפילי הרווח שלהם, בעוד שמניות הערך נמצאות סביב הרמות הנמוכות אי פעם. בעיקרון, היסטורית, התמחור הכה נמוך של מניות הערך אמור להיתרגם בשנים הבעות לביצועי יתר שלהן אל מול הצמיחה; אך אסור לשכוח שמאז המשבר הפיננסי הגלובלי, אנו חיים בעולם שונה, ולא כל כלל קודם בהכרח יעבוד גם הפעם.



## שווקים פיננסיים | המשך

**מניות: צמיחה היא ערך עליון (המשך)**

כך לדוגמה, כלל האצבע של השווקים אומר שמניות הערך נפלות בעת מיתון כלכלי, ומתחילות לעלות לאחריו, כאשר התמונה מתבהרת וניתן לראות בבירור מי שרד באופן טוב את המשבר ומי לא; הסביבה של ריביות עולות אינה פוגעת בחברות הערך כפי שהיא פוגעת בחברות צמיחה. אך המעבר לערך לא קרה לאחר המשבר הפיננסי הגדול: השווקים זינקו, חברות הצמיחה זינקו אף יותר, ומניות הערך נותרו רחוק מאחור גם בשנים ובמקומות בהם הכלכלה הייתה טובה מאוד. בארה"ב, הפער המשמעותי בין צמיחה וערך החל להיפתח דווקא בשנת 2015, אחרי שהפדרל ריזרב החל לצמצם את המדיניות המוניטארית, והעלאת הריביות במוקדם או במאוחר הפכה לבטוחה. בעולם המתועש, כפי שמיוצג על ידי המדד MSCI World, זה קרה די במקביל.

מאז, בכל פעם כשמניות הצמיחה (בעיקר הטכנולוגיה) רושמות תיקון כלפי מטה, אנו שומעים קולות מכל עבר שמשוכנעים כי זוהי נקודת המפנה, שחסמלת חזרתם של המשקיעים למניות ערך. עד כה, הם טעו בכל פעם בעשור האחרון. אין זה אומר שנקודת המפנה הזו לא תגיע, כמובן, הרי שחוק המשיכה פועל גם על המניות, בצורת החזרה לקו הממוצע (mean reversion). אגב, אם כבר הזכרנו את החזרה לממוצע: אולי זה יפתיע את המשקיעים הצעירים יותר, אך מה שאנו רואים בעשור האחרון הוא תמונת ראי הפוכה של המצב בעשור שקדם לו, ובפרט בשנים שבין התפוצצות בועת ההיי-טק לבין המשבר הפיננסי הגלובלי. השנים הללו, נפתח פער עתק לטובת ביצועי מניות הערך, הן בארה"ב והן בשאר העולם המתועש. כך שבעצם, טכנית, ב-20 שנה האחרונות ובחישוב הממוצע, הכל תקין.



## המשך || שווקים פיננסיים

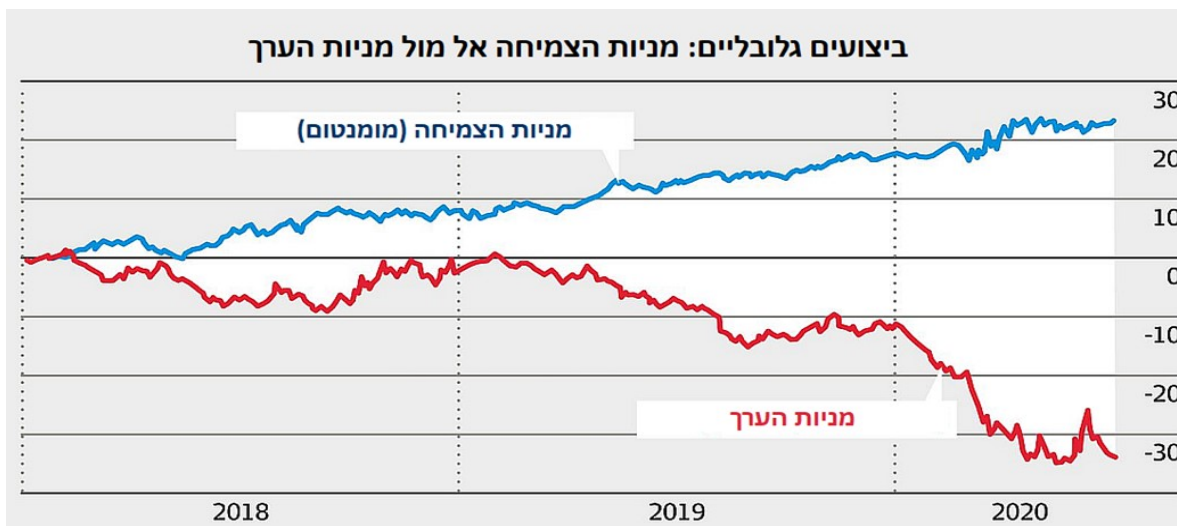
מניות: צמיחה היא ערך עליון (המשך)

הביצועים האומללים של מניות הצמיחה באו לאחר התפוצצות בועת הטכנולוגיה, התקשורת והטלקום, ולכן המשקיעים במניות הצמיחה צריכים כעת לשאול את עצמם האם עליהם לחשוש שההיסטוריה תחזור על עצמה. ובכן, המכפילים הגבוהים מאוד, ובחלק מהמקרים תלת-סיפרתיים, של מניות הצמיחה, מאותתים אם לא על בועה, אז לפחות על התלהבות-יתר מנותקת מהנתונים הבסיסיים, יהיו טובים ככל שיהיו.

מחד, אם רווחיהן של חברות הטכנולוגיה ימשיכו להפגיע לטובה, כפי שקרה במרבית המקרים לאחרונה; אם שיעורי הריבית יישארו נמוכים; אם האינפלציה תישאר מאופקת; ואם החברות הגדולות (כמו אפל, מייקרוסופט, גוגל ואחרות) ימשיכו להגדיל את היתרון התחרותי שלהן דרך חדשנות ורכישות - אזי עוד ועוד משקיעים יתפתו לבטל את זכות הקיום של מניות הערך, ויזרימו עוד ועוד כספים לטובת מניות הצמיחה. מאידך, אם החברות הללו יתבררו בכל זאת כלא חסינות מפני המגפה; או שהן לא יצליחו להציג גידול נאה ברווחים בכל רבעון; או שהרשויות יתערבו לרעת החברות הענקיות ויקשיחו את הרגולציה עליהן; או שהכלכלה הרחבה תצבור תאוצה והאינפלציה תעלה - אזי סוף סוף נביאי הערך פתאום ימצאו את עצמם צודקים.

מה שלא צפוי כעת שיקרה, זהו שינוי הפסיכולוגי העמוק שדרוש בכדי חזרתם של השווקים לפסיכולוגיה של השקעה לטווח ערוך, בסגנון של וורן באפט. עוד כלל אצבע בשווקים אומר כי שווי המניה לשעצמו אינו מהווה סיבה לביצועי יתר או לביצועים נחותים, אלא הינו הסממן המשמעותי ביותר לביצועי המניה בטווח הארוך באמת (10-5 שנים) והשווקים של היום אינם מאוישים על ידי "באפטים", אלא על ידי אלגוריתמים וסוחרים יומיים - שלא מכירים את המושג "טווח ארוך". בשוק שכזה, אומנם וורן באפט יכול להמשיך ולהרוויח יפה על ידי השקעה על בסיס פונדמנטלי בחברות ערך ספציפיות, אך משקיע מן השורה אינו יכול לשים את כספו בקרן על מגוון חברות שהוגדרו כ"ערך" בגלל היותן זולות, ולישון בשקט. הרי שבתוך מכלול זה, חלק גדול יהיו חברות שנסחרות בזול לא בגלל הסנטימנט הכללי של השוק המטיב כעת עם הצמיחה, אלא מאלף ואחת סיבות מוצדקות. המחיר הזול של המניה ביחס לרווחים אינו אומר שהמניה הזו בבטחה מציעה "ערך" למשקיע; מניית ערך היא זו שיכולה להגדיל את ערכה עם הזמן. חברת טכנולוגיה שמתומחרת במכפיל של 20 אך מסוגלת להגדיל את רווחיה ב-20% בשנה, עדיפה על חברת אנרגיה המתומחרת ב-8, שרווחיה לעולם לא יגדלו אף ב-8% בשנה.

או, כפי שאמר משקיע צעיר אחד: "למה לי להשקיע בחברה שהעסקים שלה לא צומחים?"





## || הכלכלה בעולם

יפן אחרי עידן אבה

*"אם אתה עושה משהו טוב מדי, לאחר זמן מה, אם אתה לא שם לב, אתה מתחיל להשוויץ. ואז אתה כבר לא כל כך טוב." - התפסן בשדה השיפון, ג'יי די סלינגר*

לאחר כמעט שמונה שנים, תקופת הכהונה הארוכה ביותר ביפן המודרנית, הודיע ראש הממשלה שינזו אבה על התפטרותו בשל בריאות רעועה. האם יחד עם תקופת אבה, יסתיים גם הפרק של Abenomics - "כלכלת אבה", מדיניות כלכלית שהייתה אמורה להחיות את הכלכלה הדועכת והמזדקנת של ארץ השמש העולה?

"כלכלת אבה" שהוצגה לאחר הבחירות ב-2012 בהן נבחר לראשות הממשלה, נשענה על "שלושה חצים": מדיניות מוניטארית מרחיבה באופן אגרסיבי ביותר; תמיכה פיסקלית בדרך של הגדלת הוצאות הממשלה, ובמקביל ייצוב החוב הממשלתי ע"י הגדלת מיסים; ורפורמות מבניות המכוונות למשיכת השקעות, הגדלת כוח העבודה, והגמשת הרגולציה. המדיניות של אבה סמנה שינוי דרסטי ורצוי, שכן הממשלות הקודמות לא הצליחו, ולרוב גם לא ניסו, לשפר את המצב בו הייתה מצויה כלכלת יפן במשך שנים רבות: דפלציה, סטגנציה, מיתונים חוזרים ונשנים, חוב ציבורי עתק, מטבע חזק מאוד הפוגע בייצוא, ושוק עבודה בלתי גמיש לצד מחסור בכוח עבודה בשל חוסר הגירה והזדקנות האוכלוסייה.

בהתחלה, "כלכלת אבה" רשמה הצלחות מהירות והתלהבות ביפן ובחו"ל. אחרי שני עשורים אבודים, פתאום הסנטימנט זינק, המשקיעים הזרים גילו עניין רב, והתקווה שבה הן למסדרונות בנייני המשרדים במרכז טוקיו והן לדירות הקטנות בפרוורים. נגיד הבנק המרכזי שמונה על ידי אבה, שימח את השווקים עם הורדת ריביות ורכישות אג"ח. השווקים הגיבו בראלי, ערכו של היין ירד ותמך בייצוא, ואפילו שיעורי האינפלציה החלו לאותת עליות זהירות, מה שאפשר לממשל להכריז ניצחון על הדפלציה. כשחברות דיווחו על קפיצה ברווחים, אבה דחק בהן להעלות את השכר כדי שהעובדים יהיו מוכנים להוציא יותר. אמנם השכר אכן עלה, אך העליות היו זהירות ואיטיות ולא הצליחו לדרבן את הגידול המתמשך בהוצאות הדרושות כדי להניע את האינפלציה בצורה בטוחה ליעד של 2% שהציב הבנק המרכזי.

צריך להבין את הטראומה שעברה יפן בכדי להבין, שאף ראש ממשלה, מוכשר ופופולרי ככל שיהיה, לא יכול בהינף יד לבטל את ההרגל המושרש לחסוך עוד ועוד. בעת הבועה בשווקים ביפן בשנות ה-80, החברות הגדילו את המינוף, מה שקבר אותן בחובות עתק לאחר שהבועה התפוצצה. לאחר הפיצוץ, שהותיר את השווקים ואת הכלכלה בהרס, התאגידים ביפן התמקדו בהורדת עלויות, כולל צמצום בהשקעות הון, ובהקטנת החוב. שינזו אבה רצה לשנות זאת - לגרום לחברות היפניות להוציא יותר, אם זה בצורת ההשקעות, משכורות גבוהות יותר, תשלום דיבידנדים, או הגדלת כמות המועסקים. אבה הצליח במשימה באופן חלקי: הדיבידנדים אכן גדלו ב-150% בין השנים 2013 ו-2018, אך זה לא היה מספיק בכדי ליצור מעגל קסמים טוב, שידרבן עוד השקעה, עוד שכר, עוד צריכה - ובכך יבנה בסיס לצמיחה ואינפלציה בריאות.

המדיניות של אבה בנושאים שונים הייתה רחוקה מכישלון מוחלט: כך, לדוגמה, הוא הצליח לדרבן מעסיקים להגדיל שיעור העסקת נשים, מה שתמך בצמיחה כלכלית על אף הזדקנות האוכלוסייה והתכווצותה. הקלות רגולטוריות והיחלשות היין הביאו לזינוק בתיירות ליפן, דבר שהכניס לכלכלה כסף רב. השינויים שעברה יפן בהובלת אבה ברמת הניהול התאגידי, שוקי ני"ע ועוד, נראים ברי קיימא. כך, ממשל אבה דרש מתאגידים שקיפות גדולה יותר, מנהלים חיצוניים בדירקטוריונים, ותוכניות עסקיות המתרכזות על רווחים ולא על תחזוקה (דבר חדשני עבור יפן) - ותגמלה את המתאימים על ידי הכנסתם למדד חדש ואטרקטיבי בבורסה, שמשך משקיעים בהמוניהם.



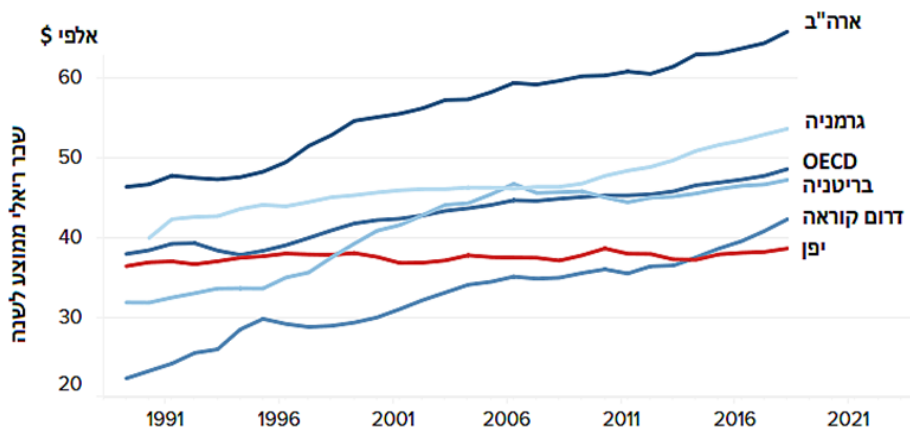
## הכלכלה בעולם || המשך

יפן אחרי עידן אבה (המשך)

הרפורמה התאגידיה וגידול ברווחים הזניק את המדדים היפנים לרמות אותן הם לא ראו מאז שנות ה-90 של המאה הקודמת.

אך בנושאים אחרים, התוצאות אינן כה חד משמעיות. כך, למרות שתי העלאות מס המכירות (שגררו מיתונים עקב נפילת הביקושים), התקציב נותר עמוק בטריטוריה האדומה עוד לפני חבילת הסיוע הענקית של משבר הקורונה. הרפורמות הרגולטוריות שכוונו לצמצום הבירוקרטיה, היו מוגבלות מדי, ולא הצליחו להגדיל את פריון העבודה. אי עלייה בפריון הגבילה את העליות בשכר, שבלעדיהן השיפור הכלכלי לא חלחל לבתי אב ולא הביא לגידול בביקושים הפנימיים. הרפורמות הטעונות פוליטית, כגון במימון הציבורי, בפנסיות ובמערכת הבריאות, כלל לא יושמו - בעוד שאלו הן הנחוצות ביותר, לאור הזדקנות האוכלוסייה והחוב העתק. גם השפעתה של ההרחבה המוניטארית האגרסיבית, פחתה עם הזמן עד כדי כך, שגם יישום ריביות השליליות בשנת 2016 לא הצליח להעלות אינפלציה או לשפר צמיחה.

### הקיפאון בשכר העבודה ביפן



ואז הגיעה הקורונה וההתכווצות הכלכלית הגדולה ביותר מאז מלחמת העולם השנייה. הממשלה והבנק המרכזי נאלצו לעזוב את התוכניות השאפתניות ולהתרכז במתן חבילת הצלה לבתי אב ולעסקים. כעת, הביקושים הפרטיים ממשיכים להיות תלויים באופן כמעט מוחלט בהוצאות הממשלה והסיכויים לצמיחה בריאה שתיצור עלייה בת-קיימא במחירים לצרכן, הינם קלושים ביותר - כפי שזה היה ערב החלת "כלכלת אבה". לאחר נפילת התמ"ג ברבעון השני, חזרה כלכלת יפן לשנת 2011, לנקודה בה הייתה לפני הבחירות בהן נבחר אבה לראשות הממשלה. זוהי גורלה של כלכלה עם בעיות מבניות רבות וגדולות שהינה תלויה-ייצוא: בכל פעם שכלכלת העולם רושמת משבר כלשהו, הוא מושך את יפן מטה באופן חד. ישנם אף כלכלנים שסבורים כי רוב ההצלחות הכלכליות שיוחסו לאבה, הינן תוצאה של העובדה כי העולם התברך בתקופה כלכלית טובה בשנים 2012-2020 כשהוא לא רשם אף משבר משמעותי - ולא ממדיניות זו או אחרת של ראש ממשלת יפן.

יש שאומרים כי אבה הקדיש זמן רב מדי לעניינים של מדיניות חוץ וביטחון, על חשבון הנושאים הכלכליים, לכן, על אף ההבטחות, הוא לא הצליח להבריאה הכלכלה המזדקנת של יפן. הוא מותיר אותה עם שיעור צמיחה ממוצע של כ-1% עוד לפני הקורונה, אינפלציה שלא מצליחה לפרוץ את רף ה-1%, וחוב ציבורי של 240% תמ"ג.



## המשך || הכלכלה בעולם

### יפן אחרי עידן אבה (המשך)

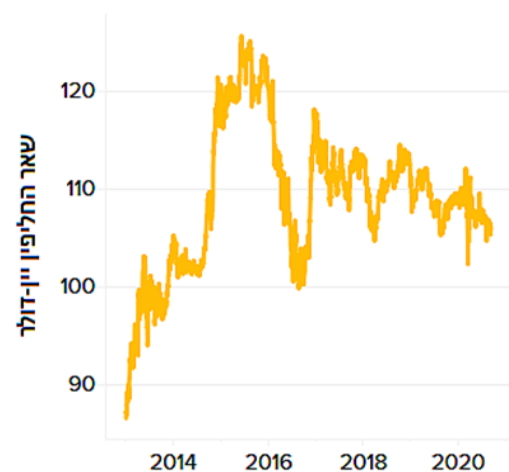
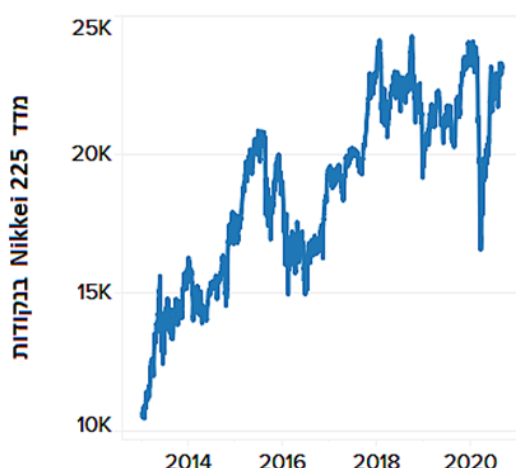
חוקי העבודה נותרו קשיחים מאוד, מערכת המיסוי מסורבלת ונוקשה, שירותי ממשלה אינם זמינים באופן מקוון ונגועים בבירוקרטיה וסחבת. נגעים אלה ועוד רבים אינם מאפשרים כל שיפור משמעותי בנושאי התחרותיות ופרודוקטיביות, לו זקוקה הכלכלה באופן דחוף.

גם אחרי עידן אבה, כלכלנים אינם רואים שינוי קרוב בכיוון של מדיניות מוניטארית, מכיוון שקדנציה של נגיד הבנק המרכזי קורודה מסתיימת רק באפריל 2023. הבנק ימשיך בהקלות המוניטריות הנוכחיות למרות התפטרותו של אבה. המדיניות הפיסקלית תימשך גם היא כפי שהיא, לפחות בכל הקשור בסיוע למשק מפני משבר הקורונה, שכן החבילות הפיסקליות השונות כבר אושרו והינן מיושמות. באופן כללי, כל מי שיבוא אחרי אבה אינו יכול להתנער ממורשתו: הרי שכלכלת אבה (כפי שהוצגה ולא דווקא כפי שיושמה), המשלבת ניהול מאקרו-כלכלי פעיל עם רפורמות מבניות, הינו מרעם בסיסי לטיפול בסטגנציה ודיס-אינפלציה. בטווח הרחוק יותר, בתום משבר הקורונה, ראש ממשלת יפן, מי שזה לא יהיה, לא יוכל להרשות לעצמו את הלוקסוס של אי-יישום רפורמות קשות ונחוצות.

מי שצפוי, על פי הערכות, להחליף את אבה לאחר הבחירות הפנימיות במפלגת השלטון, הוא מזכיר הקבינט Suga Yoshihide, יד ימינו של אבה. סוגה הוא טכנוקרט ולא מצביא, ולכן רוב הסיכויים כי כל התכניות של אבה יימשכו כפי שהן לפחות עד הבחירות הכלליות באוקטובר 2021, בתיקון הקורונה. היציבות הזו תיתן אולי קצת נחת למשקיעים בשוקי הני"ע היפניים, אך באשר לכלכלת יפן, הדבר פחות חיובי. אחרי שמונה שנים והצלחות מוגבלות, מה שיפן זקוקה לו היא לא המשכיות אפרורית, אלא נועזות וחשיבה מחוץ לקופסה - מה שהיה לאבה, לטוב ולרע. "כלכלת אבה" הצליחה להוציא את יפן מסטגנציה ודפלציה, אך בכדי שהיא תוכל להתקדם ולצמוח, יש צורך בשינויים עמוקים ורחבים הרבה יותר.

לזכותו של אבה יאמר כי אף שהוא לא הצליח בחלק גדול מהצעדים שנקט, אך הוא הצליח יותר ממה שיכל לחלום בדבר אחד: מתן תקווה לעמו, לאחר שני עשורים של ייאוש, שהשינוי לטובה אכן אפשרי. המנהיגים החדשים של יפן יצטרכו להיכנס לנעליים גדולות, או שהתקווה החדשה הזו, תיעלם שוב.

### כלכלת אבה והשפעתה על המטבע ועל שוקי המניות



## 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.