



28 ביולי 2024

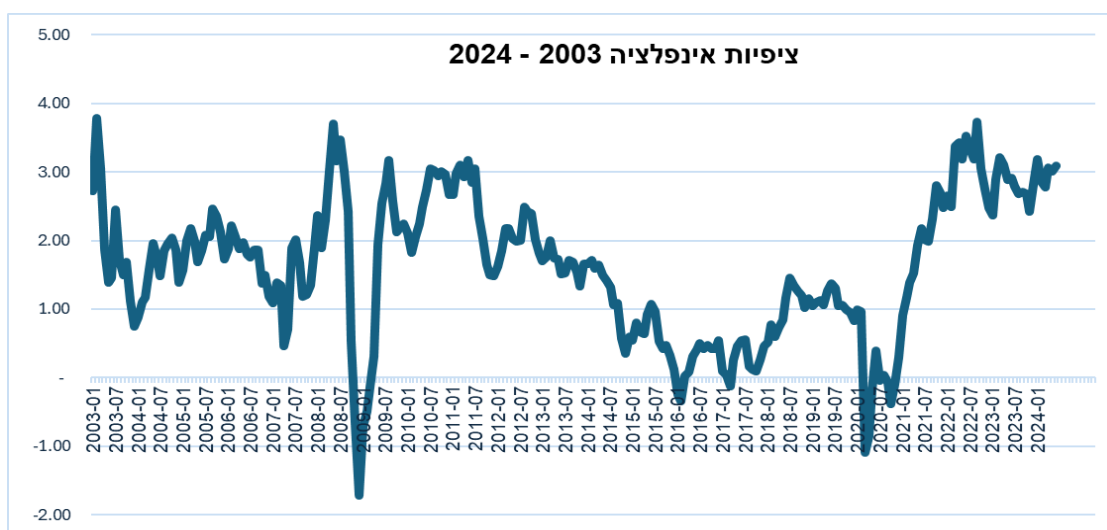
הסקירה השבועית

Chaos trade

בספטמבר 2017 זכתה פריז באירוח האולימפיאדה של 2024. ההתרגשות בצרפת היתה גדולה מאוד. לא שהצרפתים ובעיקר הפריזאים צריכים להוכיח לעולם עד כמה העיר ייחודית בכל כך הרבה אספקטים, אבל אירוח של המשחקים האולימפיים יכול לשמש כעוד חותמת של איכות ויוקרה. במשך שבע שנים נערכו הצרפתים לאירוע הספורט הגדול בעולם ומה רבה ההתרגשות. ואז, הגיע יום שישי שבו אמור להיערך טקס הפתיחה. בעוד המארגנים ובעלי הכרטיסים הנרגשים נערכים אירוע המרגש, התברר שחלק ניכר מהרכבות הושבת בשל הצתה, מה שגרם לכאוס גדול. גם שבע שנים של עבודה קשה, היערכות קפדנית וציפייה דרוכה לא הצליחו למנוע את התקלה שמשבשת את הפתיחה החגיגית. התקלה בפתיחת המשחקים האולימפיים הוא דוגמה אקטואלית לכך שהלא צפוי הופך להיות צפוי. נורמה חדשה. לפי שמפקפק בכך נסקור בקצרה את אירועי השבועיים האחרונים שבמהלכם היה ניסיון התנקשות במועמד לנשיאות ארה"ב, מה שהזניק את סיכוייו לזכות בבחירות בנובמבר (?), אלא שאז המועמד שכנגדו פרש והמועמדת החדשה נראית כמי שטרפה את הקלפים ופתחה את המירוץ. זה היה רק בשבועיים האחרונים. אחד המושגים שעלו בתכיפות בעת האחרונה וביתר שאת לאחר ניסיון ההתנקשות היה "**Trump trade**". היינו, המלצה לקנות את החברות והסקטורים שאמורים ליהנות לאחר זכייתו של טראמפ בבחירות. ובכן, הצפוי כבר לא צפוי. "Trump trade" is out. עכשיו הזמן ל "chaos trade". בשל קוצר היריעה לא נכנס לשורשי התופעה שמגיעים עד לשינויים הגיאו פוליטיים והכלכליים בעולם בשני העשורים האחרונים ובמידה רבה מאז פרוץ הקורונה. אולם דבר אחד אפשר להגיד באופן די וודאי, **תחומים רבים חווים שינויים מבניים משמעותיים ולכן כל ניסיון לחזות את העתיד על בסיס אירועי העבר עלול להתברר כשגוי**. על הרקע הזה נחזור לפינה הקטנה שלנו. לפני זמן קצר, אחד הקולגות שלנו (המוערך על ידינו מאוד) פרסם מחקר קצר שהמסקנה העיקרית שעולה ממנו היא שבדרך כלל ציפיות האינפלציה שמגלם השוק בדרך גבוהות ביחס לאינפלציה בפועל וכאשר הציפיות



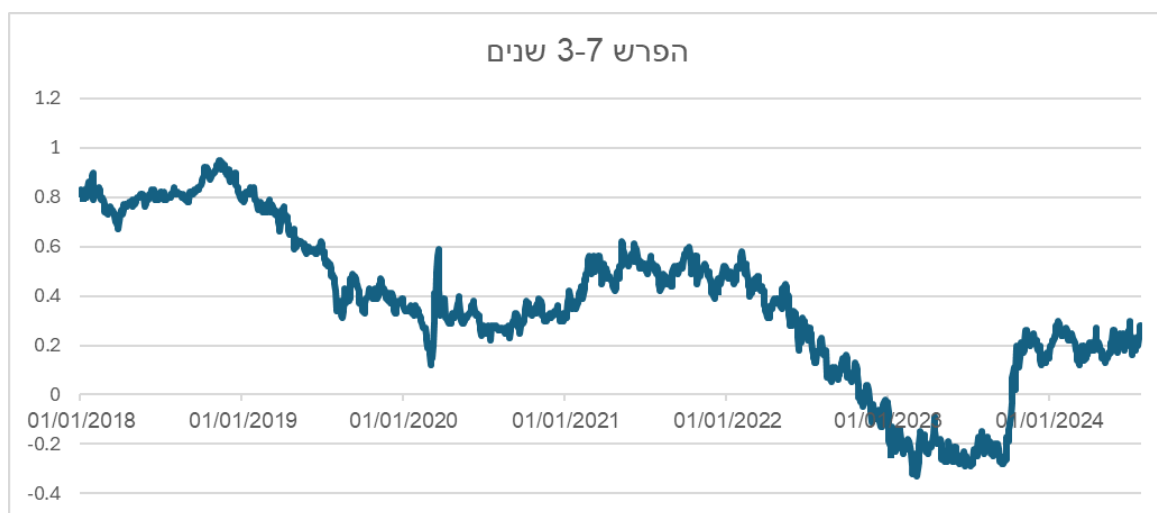
(בעיקר לטווח הארוך) עולות בחדות, יש מקום להטות את התיק לאפיק השקלי. לאור התיזה הזו (שנכונה עובדתית), יש מקום להטות את התיק לאפיק השקלי. הגרף שמצורף למטה מתאר את ציפיות האינפלציה לשנה כפי שמגלם אותן השוק. כפי שניתן לראות, הציפיות שוהות כבר למעלה משנתיים סמוך לרף הגבוה של הטווח של שני העשורים האחרונים, מה שהיה אמור לתמוך בהטייה לאפיק השקלי.



אלא שבהמשך לתיאוריית ה"Chaos trade", גם התיזה הזו כבר לא עובדת. בשנה האחרונה, מדד הממשלתי הצמוד לטווח של 2-5 שנים עלה ב 3.2% ובשלוש השנים האחרונות ב 1.7%. מקבילותיהן השקליות הניבו 3.5% בשנה האחרונה וירדו ב 3.75% בשלוש השנים האחרונות. עכשיו יהיו בוודאי רבים שיגידו "נו ברור, הרי הריבית עלתה בחדות באותה תקופה ובנוסף לזה פרצה מלחמה קשה ומתישה שסופה עדיין לא נראה בעין". זה בדיוק ה"Chaos trade". הרי עד אוקטובר האחרון, היינו "מורגלים" לכך שכל עימות צבאי שבו מעורבת ישראל לא ייארך מעבר לכמה שבועות וההתאוששות ממנו תהיה מהירה, לעיתים אפילו תוך כדי העימות. מה שהיה הוא ממש לא מה שקורה. הטענה אינה שיש כעת עדיפות לאפיק הצמוד או שאין סיכוי לרווחי הון בטווחים הארוכים. הטענה היא שבשל העלייה ברמת אי הוודאות, עלינו כמשקיעים לדרוש פרמיית סיכון גבוהה יותר. נזכיר שרק בהודעת הריבית האחרונה לפני כשבועיים, העלה בנק ישראל את תחזיות האינפלציה שלו לשנה הנוכחית ולשנה הבאה (והוריד את תחזית הצמיחה). עד אז, גם הבנק המרכזי העריך



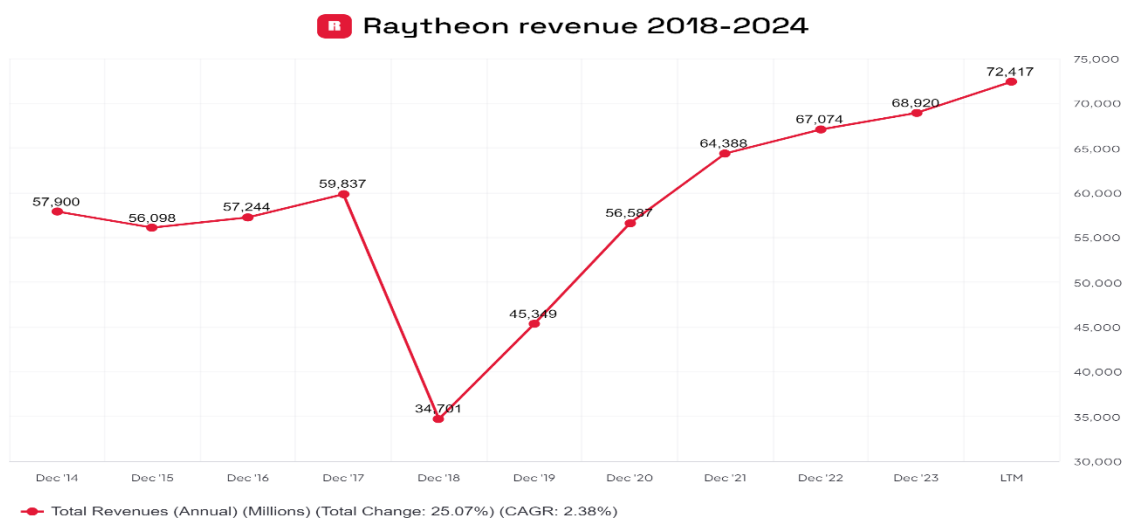
שהמלחמה תסתיים במהלך החצי הראשון של שנה זו. לכל זה נוסיף שההסתמכות על אירועי עבר אינה רלוונטית מאחר והגרעון התקציבי כעת הוא הכי גבוה בעשרים השנים האחרונות וכמובן שגם הריבית עדיין גבוהה ואינה צפויה לרדת בקרוב. בפרספקטיבה של הטווח הארוך, ניתן לראות שלמרות כל אלו, הפיצוי שמתקבל מהגדלת הסיכון בחלק הממשלתי נמוך עדיין מהרמה שבה השיפוע שהה במשך שש השנים האחרונות. למעשה השיפוע הנוכחי שבין שלוש לשבע שנים חזר לרמה שבה היה ביוני 2022. ומה קרה באותו תאריך? הריבית החלה את מסעה למעלה. זאת אומרת שהמבנה של השיפוע לא השתנה למרות הריבית הגבוהה, ההרעה בנתוני המקרו והתמשכות המלחמה. מדוע זה קורה? אולי בגלל שהמשקיעים מניחים שעם שוך הקרבות, הכל יחזור למסלולו טרום המלחמה.



הלוואי וכן. ואם לא? האם נוכח התגברות הסיכונים הפנימיים והחיצוניים אין מקום לקחת מקדם ביטחון? אנחנו סבורים שכן.


ה "Chaos trade" ניכר גם בחו"ל. זוכרים שחלק ניכר מהנתונים שפורסמו לאחרונה בארה"ב הצביעו על האטה? ובכן, ביום חמישי שעבר פורסמו נתוני הצמיחה של התוצר בארה"ב לרבעון השני. הצפי היה לצמיחה בקצב שנתי של 2%. בפועל, המשק האמריקאי צמח ב 2.8%. פספוס של 40%. משמח לדעת שחזאי המקרו לא בחרו להיות מנתחים כירורגיים. איך יתכן שנתוני הצמיחה בפועל כל כך שונים מהתחזית? איזה נתון היה נסתר מהעין שלא איפשר לראות את התמונה המלאה, שלא לדבר על כך שמדובר בכלכלה הכי גדולה והכי מסוקרת בעולם? הסיבה המרכזית בעינינו היא שמה שהיה

הוא לא מה שיהיה. העולם נמצא בעיצומם של כמה תהליכים ושינויים מבניים משמעותיים אשר השפעתם הולכת וגדלה עם השנים. אולי המרכזי שבהם הוא העימות הבין גושי שמתעצם ומצריך את המדינות להגדיל את תקציבי הביטחון. דוגמה לכך קיבלנו ביום חמישי האחרון שבו פרסמה חברת רייטאון (RTX) את דוחותיה לרבעון הראשון (מחזיקים, לא ממליצים). החברה מספקת מוצרים ושירותים למגזר הביטחוני ביניהם סוללות פטריוט, אביזרי מטוסי קרב (וגם אזרחי) ועוד רבים אחרים. תוצאותיה מושפעות במידה רבה מתקציבי הביטחון. הגרף שמצורף למטה מתאר את התפתחות מכירותיה של החברה בעשר השנים האחרונות.



Powered by **FinChat**

החברה העלתה תחזיות הכנסות ורווח לשנה הקרובה. בנוסף היקף ההזמנות (backlog) עמד בסוף הרבעון על 206 מיליארד דולר (החברה נסחרת לפי שווי של 154 מיליארד דולר), שמהווה יחס book to bill של 1.25. זאת אומרת שעל כל דולר של הזמנה שמסופקת ללקוח, החברה מקבלת הזמנה חדשה של 1.25. שיא של כל הזמנים. רייטאון היא דוגמה לשינוי בסדר החשיבות של הנושאים הכלכליים בעולם שנגזרים מהשינויים הגיאופוליטיים. לשינויים האלו יש השפעה ברמת המקרו וכמובן גם ברמת המיקרו. בשבוע שעבר פורסם סקר של 1700 חברי המרכז למחקר של מדיניות כלכלית (CEPR)* שכלל הערכות לגבי מקורות המימון וההשפעה של ההגדלה של תקציבי הביטחון. כפי שניתן לראות מהגרף שמצורף למעלה מ 40% סבורים שהדרך הטובה ביותר להתמודד



עם האתגרים הבטחוניים היא באמצעות הגדלת החוב, כ 20% תומכים בהעלאת מיסים וכ 15% בעד קיצוץ בתקציבים האחרים. אם זה לא שינוי מבני, אז מה כן? אבל יש גם חדשות טובות בהקשר הזה. כ 55% ממשותפי הסקר מעריכים שהגדלת תקציבי הביטחון תגדיל את הצמיחה לעומת 35% שחושבים שלא תהיה לזה כלל השפעה. מה עושים? מחזיקים באותם סקטורים שיהנו מהמגמה הזו, בעיקר טכנולוגיה ותעשייה ביטחונית.

*לינק לסקר <https://www.cfmsurvey.org/survey-2024-07>

שורה תחתונה, מתן תחזיות על פי אירועי עבר מתעלם מכך שהכלכלה הגלובלית חווה שינויים מבניים משמעותיים שיצריכו מדיניות פיסקלית ומוניטרית שונה מזה שבה היינו מורגלים לפחות מאז המשבר הפיננסי של 2008. רמת האי ודאות עולה ומאחר ותהליכים כאלו נמשכים לאורך זמן רב, אנחנו סבורים שיש להכין לכך גם את תיק ההשקעות שלנו. מיקוד גבוה בסקטורים שאמורים ליהנות מהתהליכים האלו, מדיניות יותר דפנסיבית באפיקים הסולידיים והבנה שהלא צפוי, צפוי. Chaos trade.

הסקירה נכתבה לפני הפיגוע המזעזע במגדל שמש. למרבה דאבון הלב, האירוע הזה הוא המחשה כואבת של המציאות החדשה שמתוארת בסקירה.

נכתב על ידי:

עידן אזולאי, מנהל השקעות ראשי

סיגמא בית השקעות



סיגמא ניהול תיקים בע"מ ו/או חברות קשורות אליה (להלן: "קבוצת סיגמא") עוסקת בעצמה ו/או באמצעות חברות קשורות בפעילויות בשוק ההון ומשכך הינה תאגיד קשור לגופים המוסדיים ו/או למשווקים על ידם: סיגמא קרנות נאמנות בע"מ, סיגמא תכנון פיננסי סוכנות לביטוח פנסיוני (2011) בע"מ, סיגמא פרמיום בע"מ ו-קלאריטי קפיטל קיי סי פי אס בע"מ. מסמך זה, לרבות הסקירה, המידע, הנתונים, ידיעות, ניתוחים, הערכות, דעות, תחזיות, טקסט ו/או תמונות המתפרסמים בו (להלן: "המידע" או "הסקירה" לפי העניין) מסופקים כשירות לקוראים. אין בסקירה זו אלא הבעת דעה בלבד מתוך מטרת הבאת מידע כללי המתבסס על הידוע ביום פרסום הסקירה הגלוי והציבורי ו/או מקורות מידע אחרים אשר בעיני כותבי הסקירה ניתן להתייחס אליהם כאמינים אך המידע לא אומת בדרך עצמאית על ידי עורכי הסקירה ומשכך לא ניתן להיות ערבים לדיוק הפרטים שנכללו בה ו/או לשלמותה ובכלל זה לא ניתן להתחייב שבמידע לא יכללו טעויות או שגיאות ויש לראות את הדברים הכתובים באופן מתאים וכמובן בכפוף לשינויים שחלו בזמן ממועד עריכת הסקירה ובכל מקרה אינה מהווה תחליף למידע המופיע בתשקיפי ההנפקה של הנכסים הרלוונטיים ו/או בדיווחים הנוגעים אליהם מכל מין סוג שהוא. מבלי לגרוע מכלליות האמור, המידע ו/או מצב השוק ו/או האנליזות עשויים להשתנות ואין לראות במידע ו/או בסקירה כשלמים וכמצבים, ובין השאר, בקשר לכל ההיבטים הנוגעים לני"ע ו/או לנכסים פיננסיים כלליים ו/או ספציפיים המוזכרים בו, במישרין ו/או בעקיפין ו/או על דרך ההפניה ואין לראות במידע המלצה או תחליף לשיקול דעתו של הקורא, או הצעה, או הזמנה לקבלת הצעות, או שיווק השקעות, בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא, לרכישה ו/או ביצוע השקעות ו/או פעולות ו/או עסקאות כלשהן ואין לראות בה כייעוץ בדבר כדאיות ההשקעה ו/או כהצעה או כשידול, במישרין ו/או בעקיפין, ובכלל זה לעניין רכישת יחידות השתתפות של קרנות נאמנות בניהולו של מנהל הקרן מקבוצת סיגמא לרבות באמצעות התייעצות עם יועצים חיצוניים ובכלל זה יועץ השקעות מוסמך ויועץ מס. מבלי לגרוע מן האמור, ולמען הסר ספק, הנכסים המוזכרים בסקירה עשויים שלא להתאים לקורא הסקירה ומודגש שהסקירה אינה מביאה בחשבון את מטרות ההשקעה, המצב הכלכלי והצרכים הייחודיים של כל משקיע. קבוצת סיגמא אינה מחויבת להודיע לקוראים בדרך כלשהי על שינויים ו/או עדכונים במידע ו/או בסקירה מראש או בדיעבד. קבוצת סיגמא לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישיר או נסיבתי, הנובע מהסתמכות על המידע, אם יגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע זה עשוי ליצור רווחים בידי הקורא או המשתמש. קבוצת סיגמא ו/או בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהם ו/או מי מטעם כל אלה, עשויים בהתאם למגבלות החוק, עבור עצמה ו/או עבור לקוחותיה ו/או באופן אחר, להחזיק, למכור, לרכוש ו/או להתעניין מעת לעת במידע ו/או במסחר הקשור לניירות ערך ו/או לנכסים לרבות הנכסים הפיננסיים הנזכרים במסמך זה בצורה ישירה ועקיפה. כן עשויה קבוצת סיגמא להתקשר בעסקאות ו/או להעניק שירותים לחברות הנזכרות במידע או חברות הקשורות אליהן, בין במישרין ובין בעקיפין. אין לעשות שימוש בסקירה זו ללא רשות מפורשת מקבוצת סיגמא והיא אינה מיועדת אלא למי שהומצאה לו על ידי קבוצת סיגמא.