



# ינואר: חודש התיקון המיוחל

גיליון מס' 52 | פברואר 2019



## העולם

⊙ העולם: סאגת הצמיחה, פרק 3

## שוקי הון

- ⊙ ראלי אמיתי או מלכודת שוורים?
- ⊙ ההאטה בסין תכה בשוקי העולם
- ⊙ מניות אירופה: שוב מקווים לתנופה

## מטבעות

⊙ יחיה המלך דולר

## || החדשות החשובות בעולם

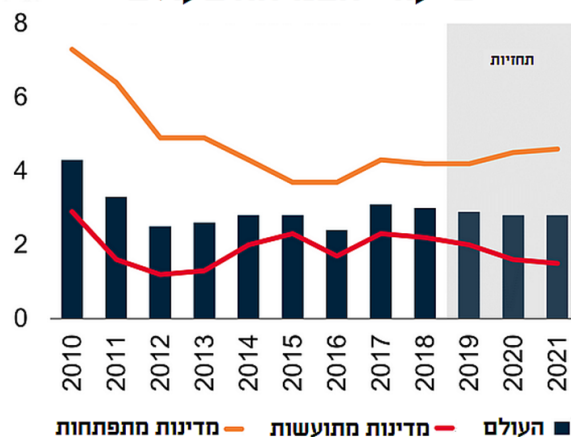
העולם: סאגת הצמיחה, פרק שלוש

הסנכרון בכלכלה הגלובלית חוזר ב- 2019, ולא במובן הטוב של המילה.

בשנת 2017, הכלכלות המובילות בעולם רשמו האצה מסונכרנת בשיעורי הצמיחה, והשווקים הפיננסיים חגגו על גל האופטימיות. בשנת 2018, ארה"ב המשיכה להאיץ, בעוד שהכלכלות המפותחות האחרות, וחלק גדול מהמדינות המתפתחות העיקריות, רשמו האטה. שוקי המניות בעולם נמנחו, ובסופו של דבר הירידות הגיעו גם לשוק האמריקאי. וכעת, בשנת 2019, מגיע הפרק השלישי בסאגת הצמיחה הגלובלית, בו הכלכלות המובילות מאטות באופן מסונכרן.

קרן המטבע הבינלאומית שוב חתכה את תחזית הצמיחה הגלובלית לשנת 2019, הפעם ל-3.5%, לעומת התחזית של 3.7% מאוקטובר והצפי ל-3.9% צמיחה שהתפרסם ביולי. אומנם אף גוף פיננסי בינלאומי אינו צופה חיתון עולמי, אך גם על פי הקרן, גם על פי הבנק העולמי, וגם על פי גופים אחרים - כמעט כל המדינות העיקריות וכל האזורים הגאוגרפיים, צפויים לרשום השנה האטה בשיעורי הצמיחה.

### שיעורי הצמיחה בעולם



על פי התחזיות, ארה"ב צפויה לחזור למגמת הצמיחה הרב-שנתית שלה לאחר ההאצה של השנה שחלפה, בעוד שסין רושמת האטה משמעותית מאוד בעקבות הבעיות הפנימיות ומלחמת הסחר בינה לבין ארה"ב. ההאטה בסחר הגלובלי הינה חלק ממעגל הקסמים הרע: היא גם נובעת מהיחלשות הביקושים כתוצאה מהאטה בצמיחה העולמית, וגם מהווה אחת ההשפעות העיקריות המעיבות על שיעורי הצמיחה. אך קרן המטבע תולה את מרבית "האשמה" בהאטה בעולם על

אירופה, בה הצמיחה החלה לגמגם עוד בתחילת השנה שחלפה, וצפויה להיות נמוכה השנה כמעט באחוז שלם לעומת 2017.

החששות לגבי הצמיחה הגלובלית היו בין הגורמים העיקריים לנפילות בשוקי המניות בסוף שנת 2018. מאז, נראה כי השווקים התאוששו ומצאו סיבות לאופטימיות מחודשת, אך עדכוני הצמיחה מאת הגופים הפיננסיים הבינלאומיים מספקים סיבות להמשיך לדאוג.



## שווקים פיננסיים

שוקי מניות: ראלי אמיתי או מלכודת שוורים?

בימים האחרונים נשמעים קולות מצד אנליסטים שטוענים כי העליות הנוכחיות בשוקי המניות אינן ראלי ממשי אלא "מלכודת שוורים" (אותה המלכודת אליה נקלעים הסוחרים שמפרשים איתות מסוים כאות לכך שמגמת הירידות התהפכה והמדד יעלה, כשבעצם הוא ימשיך לרדת).

הנתונים הפונדמנטליים לא השתנו בהרבה מאז דצמבר בו השווקים רשמו נפילות מאסיביות: מלחמת הסחר עדיין ממשיכה ברקע, הכלכלה הגלובלית עדיין מאטה, תחזיות הרווחים עדיין יורדים, והסיכוכים הפוליטיים עדיין רבים. אך לעומת דצמבר, כעת נראה שכל זה כבר לא רלוונטי, והדבר היחיד שחשוב עבור המשקיעים הוא שהפדרל ריזרב "התקפל" תחת לחץ של שוק המניות ובין לילה הפך ליוני. התיאבון לסיכון חזר ובגדול, שישה שבועות של עליות חזקות החזירו את האמונה כי סופו של הראלי אינו באופק.

בשוק הנוכחי, ראינו מגמת עלייה בת 10 שנים, ולאחריה מגמת ירידה בת 3 חודשים בהיקף משמעותי, שלאחריה שוב באה עלייה חזקה: מדד ה- S&P 500 הניב כמעט 8% בחודש ינואר ועלה ב- 14% מהשפל של דצמבר. מה שמעניין הוא, האם ההתאוששות הזו מספיק מהימנה בכדי שנסכם כי השוק השורי ממשיך אל השנה ה- 11 שלו?

הטיעון העיקרי בעד "מלכודת שוורים" הוא מדד טכני מהימן למדי: ה- S&P 500 עדיין נמצא מתחת לקו הממוצע הנע של 200 ימים (אם כי הוא קרוב אליו מאוד), בדומה לתקופות אחרות שבדיעבד התבררו כ"מלכודת שוורים", ב- 2001 וב- 2008. אם האופטימיות של המשקיעים מקבלת דחיפה נוספת (לדוגמא, נחתם הסכם סחר בין ארה"ב לסין) והשוק שובר מעל לקו ההתנגדות, אזי ככל הנראה הראלי ימשיך עוד תקופה; אם ה- S&P 500 נותר מתחת לממוצע הנע, קיים סיכוי לא מבוטל כי העליות הנוכחיות הן חלק אינטגרלי של שוקי דובי.

אומנם בהחלט יכול להיות שפד יוני הוא הדבר היחיד שדרוש להמשך נהירתו של השור - הרי זה עבד מעולה במשך עשור שלם - יתכן גם שהמשקיעים משלים את עצמם, וזו היא מלכודת שוורים קלאסית. כרגיל, ניתן לדעת את זה בוודאות רק במבט לאחור, ובינתיים כל אחד יפעל על פי אמונתו: מי שמאמין שאכן אנו במלכודת, ינצל כל עלייה כהזדמנות למכור, ומי שסבור כי הראלי ימשיך עוד זמן מה - ירכוש בירידות.



## שווקים פיננסיים | המשך

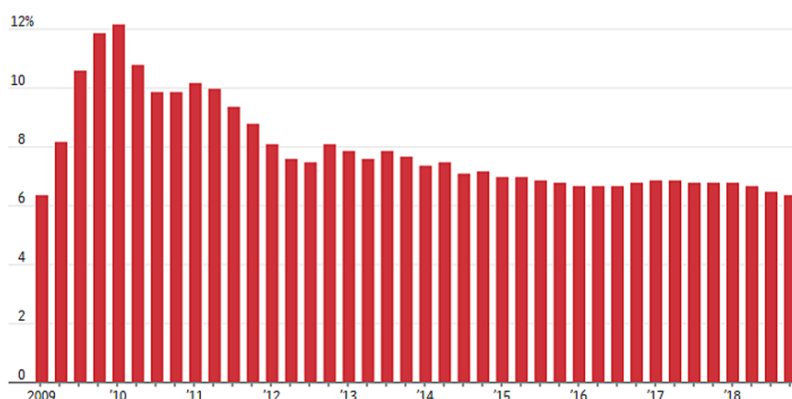
### שווקים גלובליים: ההאטה בסין תכה בשוקי העולם

בדיווחי הרווח הרבעוניים האחרונים, אמתו החברות האמריקאיות את מה שהיה כבר ידוע לכל: ההאטה בכלכלת סין הינה אמיתית ומשמעותית. לאחר ש- Apple דיווחה על נפילה של 27% בהיקף המכירות בסין, הודיעה חברת Caterpillar כי היא צופה אפס גידול במכירות של ציוד בנייה כבד במדינה ב- 2019 בשל ההאטה במעצמה הכלכלית השנייה בעולם. חברות טכנולוגיות ותעשייתיות רבות, החל מ- Nvidia ועד ל- Black & Decker, אומרות כי הן מרגישות על בשרן, כלומר, בשורת הרווח במאזנים, את העובדה כי סין נקלעה לקשיים לא מבוטלים. יצרניות הרכב האירופאיות מזה תקופה מתלוננים על הירידה בביקושים הסיניים, וכעת מצטרפות עליהן גם החברות האמריקאיות: Ford ו- Fiat Chrysler מעריכות כי המכירות בסין ב- 2018 התכווצו, לראשונה מזה עשורים של צמיחה נאה עד מואצת. גם הרכישות של הנדל"ן המסחרי בארה"ב על ידי המשקיעים מסין ירדו בשנה שחלפה לרמתן הנמוכה מאז 2012, שכן בייג'ין הגביר את הלחץ על המשקיעים הסיניים להביא הביתה במזומן בתקופה של הרעה הצמיחה הכלכלית. הנסיגה של סין משוק הנדל"ן בארה"ב היא עוד סימן לכך שההאטה בסין מהדהדת ברחבי כלכלת העולם, מסעירה את השווקים הפיננסיים ופוגעת ברווחי החברות בכל רחבי הגלובוס. סין דיווחה לאחרונה על צמיחה של 6.4% ברבעון האחרון של 2018, שפל של שלושה עשורים, ו- 6.6% בכל שנת 2018, ההתרחבות השנתית הגרועה ביותר מאז 1990. אומנם שיעור צמיחה שכזה נשמע גבוה מאוד יחסית לעולם המערבי שרגיל לצמוח ב- 1% עד 3% בשנה במקרה הטוב, אך בהשוואה לשיעורי צמיחה של סין עצמה בעבר הלא רחוק, הוא כמעט אפסי: לדוגמא, ברבעון הראשון של 2010 רשמה סין צמיחה של 12.2% בחישוב שנתי.

לאחר שלושה עשורים של צמיחה מואצת, משקלה של סין בכלכלה הגלובלית והשפעתה על שווקים הפיננסיים בעולם, הגיעו לרמה כה גבוהה שידיעה על ירידה בעשירית האחוז בצמיחה רבעונית של סין יכולה להפיל שוקי מניות באירופה ובארה"ב. התמ"ג של סין במונחי כוח הקנייה (PPP), עבר את 18% מהתמ"ג הגלובלי בשנת 2017; בשנת 1990 שיעור זה עמד על פחות מ- 4%. בתעשיות וסקטורים שונים, משקלה של סין אף יותר גבוה: כך, לדוגמה, סין אחראית למחצית מכלל הביקוש הגלובלי לנחושת, והינה שוק הרכב הגדול בעולם. בנוסף, כלכלת אסיה הופכת בשנים האחרונות ליותר ויותר משולבת, ומדינות באזור תופסות מקום בשרשרת הערך של הייצור והייצוא הסיני, פרט להיותן קשורות בה בקשרי סחר והשקעה הדדיים. לכן ההאטה בסין משמעותה האטה בכלל מדינות אסיה, והדבר מגביר את הפגיעה בכלכלה העולמית ובשווקים הפיננסיים הגלובליים.

המשקיעים הגלובליים חשופים לסין ולנעשה בה גם אם הם לא משקיעים בה ישירות. קיימת נוכחות קטנה אך גודלת במהירות של חברות סיניות גדולות, כמו Alibaba או Baidu, הרשומות בחו"ל, במדדים החשובים אליהם חשופים

הצמיחה הרבעונית בסין, השינוי לעומת התקופה המקבילה אשתקד



מרבית המשקיעים בשוק המניות. אך ההשפעה העקיפה, דרך החברות המסחריות המוכרות לסין ו/או נהנות מהשקעותיה, חשובה בהרבה. על פי החישוב של האנליסטים מ- HSBC, ירידה של הצמיחה הכלכלית השנתית בסין ל- 6%, תחתוך את צמיחת הרווחים של החברות במדד MSCI All Country World, ביותר מ- 3%.



## שווקים פיננסיים | המשך

מניות אירופה: שוב מקווים לתנופה

לאחר הנפילות בשוקי המניות בסוף 2018, הגיעו מכפילי הרווח של המניות האירופאיות לשפל של שש שנים וכן לרמה הנמוכה ביותר מאז 2011 בהשוואה למניות האמריקאיות. על רקע המעידה בריצתו של השור האמריקאי ומחירי הרצפה של המניות באירופה, היה מן הצפוי כי המשקיעים יחטפו אותן בהמוניהם. אך הדבר לא קרה, ההיפך הוא נכון: המשקיעים משכו את כספם ממניות אירופיות ב- 45 מתוך 46 השבועות האחרונים.

האופטימיות ששררה סביב מניות היבשת בתחילת 2018, התפוגגה במהלך השנה שחלפה, כאשר השווקים באירופה מעדו תחת מתקפת החדשות הרעות הגלובליות, כגון האטת הצמיחה ומלחמות הסחר, וכן נפגעו מבעיות תוצרת הבית, כגון סאגת ה-Brexit האינסופית, הבעיות התקציביות באיטליה, המהומות בצרפת, ועוד. מה עוד, שרווחי החברות האירופאיות היו חלשים, בייחוד כשמשווים אותם לאלה של מקבילותיהן בארה"ב. לפני ימים אחדים, האנליסטים שוב חתכו את תחזית הצמיחה ברווחי החברות הכלולות במדד STOXX 600 לרבעון הרביעי של 2018, מ- 6% ל- 3.6% בלבד (לעומת הצפי ל- 14.3% גידול ברווחי החברות במדד S&P 500).

הדוחות הכלכליים החלשים מכל רחבי אירופה, כולל גרמניה וצרפת, והודעתו של הבנק המרכזי על הידרדרות המצב הכלכלי, מעיבים על התחזיות לגבי שוק המניות ביבשת. בנוסף לכך, הורדת צפי הצמיחה הגלובלית על ידי הבנק העולמי וקרבן המטבע הבינלאומית, פירושה ירידה בביקושים למוצרי היצואניות האירופאיות וברווחיהן. ההרעה בתחזית הכלכלית באירופה באופן כמעט וודאי תגרום לדחייה בהעלאת הריבית על ידי הבנק המרכזי בעוד שנה לפחות. אומנם ריביות נמוכות בדרך כלל מטיבות עם שוק המניות, אך אי-העלאתן מרמה האפסית בשל כלכלה מגמגמת תתורגם לעוד פגיעה בסנטימנט המשקיעים כלפי המניות ביבשת. מה עוד, שסקטור הפיננסי - חמישית מהמשקל של STOXX 600 - ימשיך לסבול מפגיעה בשולי הרווח כתוצאה מריביות הנמוכות. כמו כן, מרבית החברות במדד האירופאי, פרט לפיננסיים, שייכות לסקטורים מחזוריים, כגון תעשייה וסחורות, שנוטים להציג ביצועים נחותים בעת ההרעה במצב הכלכלי הגלובלי.

אז לא פלא הוא שהמכפילים הזולים לא משכו את המשקיעים, שניצלו כל עלייה בכדי למכור. במהלך 2018, איבדו קרנות המשקיעות במניות אירופה סך של 73 מיליארד דולר, יותר מאשר כל שאר האזורים. השנה, המשיכות ממשיכות, למרות העליות בשווקים. על פי האסטרטגים של Societe Generale, "אף אחד אינו מעוניין" במניות אירופאיות; על פיהם "אירופה הופכת ללא רלוונטית".

יש שטוענים כי עצם העובדה כי הסנטימנט כלפי מניות אירופאיות כה נמוך, מצביע על שפל ביחסם של המשקיעים ליבשת, ועל כך שמפה מהלאה המצב ישתפר. תמחור החסר והפוזיציות הנמוכות מאוד במניות אירופה יכולים להוות סיבה לשיפור במגמה. חלק מהאנליסטים גם סבורים כי "החדשות הרעות" לגבי הכלכלה והרווחים כבר מתומחרים בשוקי המניות. חלק מענקיות הפיננסיים מדווחים כי המשקיעים האמריקאים - "הכסף הגדול" בהשקעה הגלובלית - מתחילים להביע עניין במניות אירופאיות. אם כי, האסטרטגים של Goldman Sachs, לדוגמה, אינם רואים אחזקות - חסר באירופה כטיעון חזק בעד מניות היבשת, כל עוד הנתונים הפונדמנטליים אינם משתפרים. גם בענקית הפיננסיים UBS אומרים כי יתכן והמשקיעים האמריקאים מרגישים כי "תקופת השורט על אירופה הסתיימה", אך מכאן ועד המעבר ללונג - דרך ארוכה.

סטטיסטית, מניות אירופאיות כמעט תמיד מציגות ביצועים נחותים מאלה של האמריקאיות, ונדירים הם המקרים בהם המצב היה הפוך. בעשור האחרון, נרשמו רק שנתיים בהן מניות אירופאיות היכו את האמריקאיות ביותר מ- 1%, וב- 30 השנים האחרונות ניתן למנות 9 שנים של תשואה עודפת מעל אחוז. כך שלתקווה של המשקיעים להפתעה תוצרת אירופה, סיכויים נמוכים למדי להתממש. מרבית המשקיעים מעדיפים לא לתלות תקוות רבות בראלי אירופאי אלא להשקיע ביבשת לשם פיזור הסיכונים. אם כי, שיפור באחד או כמה מגורמי הסיכון הגלובליים יכולים עוד לתמוך בהמשך הראלי בשוקי המניות בעולם, תוך שיפור בסנטימנט המשקיעים, ומי שעשוי ליהנות מכך הן, בין היתר, החברות האיכותיות באירופה.



## || מטבעות

### יחיה המלך דולר

כשהנשיא טראמפ פרס את משנתו של "קודם כל ארה"ב", נשמעו קולות רבים המתריעים מפני ירידת החשיבות של הדולר בעולם כתוצאה מגישה בדלנית זו. אך בפועל, המלך דולר ממשיך למשול בשוקי העולם, ובגדול.

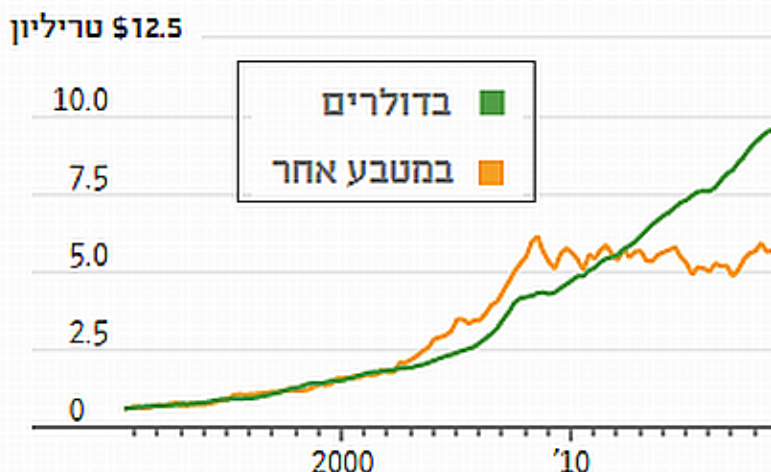
בשנה שחלפה, ההסכם בין סין לרוסיה להגברת השימוש במטבעות המקומיים שלהן, עשה כותרות רבות, כולל אלה שטענו כי זהו תחילת הסוף של שלטון הדולר. אך שינוי הסטטוס קוו יהיה קשה מאוד, והמאמצים האחרונים לעשות זאת הניבו מעט למדי. הדולר ממשיך להיות המטבע הבינלאומי, כפי שהוא היה מאז שאחרי מלחמת העולם השנייה הבנקים המרכזיים נטשו את העוגן של הזהב.

לאחר המשבר הפיננסי של 2008, היה נראה כי חשיבותו של הדולר תתפוגג בטווח הארוך; אך כאשר ארה"ב רשמה התאוששות מהירה בעוד גוש האירו נקלע למשבר חובות, התקווה להחלפת הדולר באירו התפוגגה, כאשר מתחרים אחרים עוד לא נבראו. חלקו של האירו בעתודות המט"ח של בנקים מרכזיים התכווץ מ- 28% בשנת 2009 לכ- 20% בסוף 2018. היקף הנפקות האג"ח נקובות דולרים הוכפל בין 2008 ל- 2018 והגיע ל- 9.6 טריליון דולר, בעוד שאג"ח במטבע קשה אחר הצטמצם באותה התקופה מ- 6.1 טריליון ל- 5.6 טריליון. באשר ליואן הסיני, הוא אינו יכול לשמש כמטבע בינלאומי במלא מובן המילה כל עוד בייג'ין אינה מאפשרת תנועת הון חופשית לחלוטין אל תוך המדינה ומחוצה לה. בינתיים, חלקו של היואן בתשלומים הבינלאומיים נא סביב 2%. באותה העת, הדולר משתתף ב- 9 מתוך כל 10 עסקאות בינלאומיות, כל הסחורות והחוזים מתומחרים במטבע האמריקאי, והביקוש הבינלאומי לאג"ח ממשלת ארה"ב חזק כתמיד. הנזילות הינה חשובה בכל שוק ובכל עת, והיא חשובה יותר מכל בתקופות של אי-ודאות - לכן לנכס הנזיל ביותר בעולם, הדולר, אינה נצפית תחרות הולמת.

הדולר אינו רק מטבע העתודות העיקרי בבנקים המרכזיים, אלא גם מטבע הברירה הבלתי מעורער בכל העסקאות הבינלאומיות, אם זאת במסחר או בשוקי ההון; הדולר הינו גם אחד הכלים העיקריים לדומיננטיות של ארה"ב בזירה הפוליטית הגלובלית ובכלכלה העולמית. עליונותו של הדולר מגבירה את הביקושים לנכסים האמריקאים ובכך מקטינה את עלויות המימון של ארה"ב. היא גם מקנה לוויינגטון אפשרות לנתק מדינות ותאגידים מהמערכת

הפיננסית הגלובלית, שכן הגישה אליה דורשת בסופו של דבר גישה לבנקים אמריקאים. זה מעצבן רבים בטהרן, בייג'ין, מוסקבה ובריסל, אך על רקע המשבר הנצחי באירופה וההאטה בסין, עליונותו של המטבע הירוק נראית בלתי מעורערת.

אג"ח בינלאומיות



## 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.