



מאי: הזירה מתחממת

גיליון מס' 56 | יוני 2019



כלכלה בעולם

Ⓢ ארה"ב: מלחמת העולם בזירת הסחר

שוקי הון

Ⓢ שוק האג"ח מכריז: זה הזמן לדאוג

Ⓢ אג"ח ממשלת ארה"ב: השוק חזק יותר מממשלת סין

Ⓢ חוב תאגידי: בעיית הכמות או בעיית האיכות?

Ⓢ שווקים מתפתחים: הלם

|| כלכלה בעולם

ארה"ב: מלחמת העולם בזירת הסחר

המדד S&P 500 איבד 6.2% בחודש מאי והתשוואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים נפלה לשפל של 21 חודשים. העלויות במחירי האג"ח והנפילות בשוקי המניות התעצמו לאחר ההסלמה במלחמת הסחר עם סין (הגדלת המכסים מ-10% ל-25% והפסקת המו"מ). מצב הרוח בשווקים הפך לכמעט היסטרי לאחר שהנשיא טראמפ באופן בלתי צפוי הודיע על הטלת מכסים של 5% על כלל הייבוא ממקסיקו החל מ-10 ביוני, שבאופן הדרגתי יגדלו ל-25% באוקטובר השנה אם שכנתה הדרומית של ארה"ב לא תבלום את ההגירה הבלתי-חוקית ממדינות מרכז אמריקה דרך גבולותיה עם ארץ המטבע הירוק. המשקיעים נדהמו לגלות נתיב חדש להסלמת מלחמת הסחר, פרט לזירה החמה של הייבוא מסין והנושא של הסחר עם אירופה, שנמצא מזה תקופה "על אש קטנה". הופעתה של מקסיקו, איתה לפני רגע נחתם הסכם סחר (שעוד לא אושר), ברשימה השחורה של טראמפ, הביאה להרהורים רבים בשאלה "מי הבא בתור", והדבר כמובן הזניק את תחושת האי-ודאות בשווקים לרמות שיא של השנה לפחות.

זה לא שאין בסיס לתגובה כה שלילית של השווקים. אין ספק, שמלחמת הסחר עם סין פוגעת בכלכלת ארה"ב (גם אם היא פוגעת בסין הרבה יותר): המחירים של המוצרים עליהם חלו המכסים, עולים, והרווחים של החברות יורדים, וכל זה ביחד לא יכול שלא להאט את הכלכלה. אך צריך לקחת את העניין בפרופורציה: המכסים שהוטלו עד כה עולים לאמריקאים כ-0.3% מהתמ"ג אם מניחים כי הם משולמים ב-100% על ידי היצרנים והצרכנים האמריקאים. אם יוטלו המכסים על כלל הייבוא מסין, זה יוסיף לעלויות עוד כ-0.3%, שוב, בהנחה כי כל העלויות יפלו על ארה"ב. עם כי, ברור כי זה לא יהיה המצב: החברות יעברו לספקים ממדינות אחרות; ככל שהמכסים יפעלו לזמן ארוך יותר, כך יותר ויותר שרשראות האספקה יועתקו למקורות אלטרנטיביים. בנוסף, גם הצרכנים האמריקאים ימצאו אופציות אחרות בשוק כה גדול ופתוח; הספקים הסינים עשויים להוריד מחירים בכדי לא לאבד נתח שוק; ממשלת סין עשויה לאפשר ליואן להיחלש בכדי להוזיל את הייצוא הסיני במונחי דולר, ועוד.



כלכלה בעולם || המשך

ארה"ב: מלחמת העולם בזירת הסחר (המשך)

לעומת זאת, פתיחת החזית מול מקסיקו עלולה לסבך את העניינים. בראש ובראשונה על ידי הוספת מידה רבה של חוסר ודאות עסקית: חלק מהחברות האמריקאיות שקלו להעביר את שרשראות האספקה מסין למקסיקו, וכעת לא רק שהאופציה הזו אינה קיימת, אלא גם קשה להעריך חלופות, הרי שכל מדינה עלולה למצוא את עצמה על הכוונת. חברות שמייצרות במקסיקו עבור השוק האמריקאי, כמו חברות רכב ובתי זיקוק – כבר ראו את מניותיהן נופלות בהתאם להערכת הנזק העתידי. כלי רכב שיוצרו במקסיקו מהוות 17% מסך המכירות של החברות רכב אמריקאיות; גם חברות יפניות וגרמניות מייצרות במקסיקו עבור ארה"ב.

מקסיקו הינה הספקית השנייה בגודלה של ארה"ב לאחר סין; הרכב הייבוא ממקסיקו הינו רחב מאוד וכולל שלל של סחורות ומוצרים אשר אינם מובאים מסין; קיימות גם קטגוריות של מוצרים בהם יהיה קשה עד בלתי אפשרי להעתיק את שרשראות האספקה למקום אחר. שרשראות האספקה של ארה"ב ומקסיקו משולבות בצורה אינטגרלית, כאשר כשני שלישי מהייבוא האמריקאי מתרחש בין שלוחות ומפעלים בבעלות אותה חברה; מוצרים מסוימים חוצים את הגבול מספר פעמים עד שהופכים למוגמרים.

בנוסף לכלי רכב ונפט מזוקק, ארה"ב מייבאת ממקסיקו שורה ארוכה של סחורות ומוצרים, כגון מוצרי חשמל ביתיים, מכונות, מוצרי פלסטיק, סחורות חקלאיות, ועוד; סך הייבוא מסתכם ב-360 מיליארד דולר בשנה. כעת, היבואנים האמריקאים יצטרכו לשלם מיסים שכל הנראה לפחות בחלקם יגולגלו על הצרכנים; עליית המחירים על שלל כה רחב של מוצרים צפויה להאיץ את שיעורי האינפלציה בארה"ב, אם כי בשלב זה באופן מתון. מה שעלול להיות יותר מסוכן עבור הכלכלה היא הפגיעה בסנטימנט העסקים ודרכו בהשקעה ובתעסוקה. על פי הערכת **Oxford Economics**, מכסים בהיקף מלא של 25% על הייבוא מארה"ב יעלו לכלכלת ארה"ב 0.7% מהתמ"ג כתוצאה משיבוש שרשראות האספקה ומגידול בעלויות עבור חברות וצרכנים.

ואם כל זה לא היה מספיק, ממשל טראמפ גם הודיע כי הוא מושך מהודו את מעמדה המיוחד שהקנה לה פטור ממכסים על ייצוא בהיקף של 5.6 מיליארד דולר (מתוך סך הייצוא לארה"ב של 83 מיליארד), החל מ-5 ביוני. צעד זה ננקט כתוצאה מהמשך מדיניות המגן של ממשלת הודו, בייחוד בשוק הטכנולוגיה, אשר מונעת מחברות אמריקאיות גישה הוגנת וסבירה לשוק המקומי. התעריפים יופעלו על מוצרים כגון טקסטיל, תכשיטים, תוצרת חקלאית, חלקי רכב ועוד. אומנם נכון לרגע זה מדובר ב"כסף קטן" לעומת המכסים על סין ומקסיקו, אך העניין עלול להתפתח לזירה נוספת במלחמת הסחר של ארה"ב.

חשוב לזכור שהסלמה פתאומית במלחמת הסחר, ואף יותר מכך פתיחת זירות חדשות באופן בלתי צפוי, מכניסה את שוקי המניות למצב הפאניקה, והדבר יכול לסכן את הכלכלה אף יותר



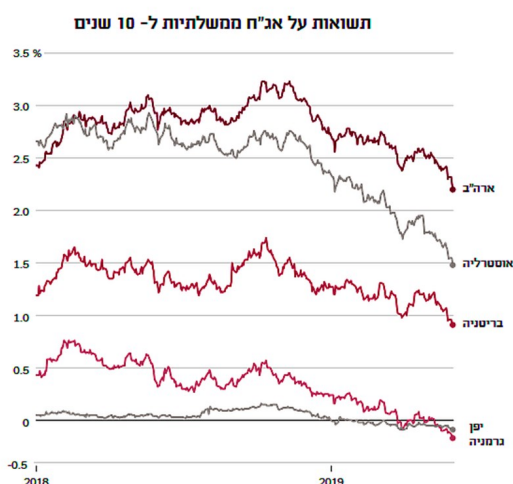
שווקים

שוק האג"ח מכריז: זה הזמן לדאוג

בדרך כלל, מי שמספק כותרות עם סימני קריאה הם שוקי המניות, בעוד שוקי האג"ח נראים משעממים לצופה מהצד. אך בחודשים האחרונים, שוקי האג"ח לא פחות מרגשים מהמניות, אם לא יותר. התשואות נופלות, העקומים מתהפכים... האם זה אומר, שאנו עומדים בפני מיתון עולמי? לא בהכרח, אם כי אפשרי. שוקי האג"ח משמיעים את האזעקה המתריעה על החששות ההולכים וגוברים לגבי העתיד הכלכלי של העולם שמסתבך יותר ויותר עם אי-יציבות פוליטית, מלחמת הסחר והנתונים העגומים לגבי הייצור העולמי.

מאז סוף 2018, תשואות האג"ח הממשלתיות נמצאות במגמת ירידה ברורה בכלל המדינות המתועשות – בארה"ב, בגרמניה, ביפן, באוסטרליה, בבריטניה ועוד; התשואות על אג"ח ארוכות יותר נופלות לשפל רב-שנתי. כך, התשואות על אג"ח ממשלת ארה"ב וקנדה ל-10 שנים נפלו לשפל של כמעט שנתיים; תשואות על אג"ח ממשלת בריטניה הינן בשפל של כמעט שלוש שנים; תשואות על אג"ח גרמניות ואוסטרליות ירדו לשפל כל הזמנים.

נפילה בתשואות האג"ח מטרידה לא רק בשל הסנטימנט הירוד של המשקיעים העומד בבסיסה, אלא גם בשל העובדה כי היא גרמה להתהפכות עקומי התשואות במדינות השונות, כלומר, למצב בו התשואות על אג"ח קצרות יותר גבוהות מאלו הארוכות יותר. בארה"ב, התהפכות העקום קדמה לכל מיתון ב-60 השנים האחרונות, גם אם המיתון הגיע בפעמים רבות שנה וחצי או שנתיים לאחר ההתהפכות. יתרה מזאת, אומנם לא בכל התהפכות העקום הכלכלה נכנסה למיתון, אך תמיד היא לוותה בהאטה כלכלית. אומנם יכולת הניבוי של עקום התשואות אינה כה גבוהה במדינות אחרות (היו שחוו התהפכות העקום ללא האטה או מיתון והיו שחוו מיתון עם



עקום התשואות הרגיל), אך הסימולטניות והעוצמה של הדבר הינה מדאיגה. בארה"ב ובקנדה, תשואת האג"ח ל-3 חודשים עלתה על זו של 10 שנים בפער הגדול ביותר שנראה מאז 2007, ערב המשבר הגלובלי. בגרמניה, התהפכות התרחשה בחלק הקצר יותר של העקום, עד שנתיים; אומנם הפער בין 10 שנים לשנתיים עדיין חיובי, אך הוא הצטמצם לשפל של ארבע שנים. גם בבריטניה העקום עד שנתיים התהפך, בחלקו הארוך יותר הוא שטוח יותר מאשר בכל תקופה מאז 2007.

אז מה קורה פה? ראינו משהו דומה ב-2016; אז, כמו עכשיו, מקור החששות היה במידה רבה קשור

לסין. אך כעת יש כאן עוד משהו חשוב: התחושה של צרות בלתי נמנעות – לא רק בשל טעויות במדיניות או מיקומנו במחזור הכלכלי, אלא גם בשל הערכה שהבנקים המרכזיים לא יוכלו שוב להניע את הצמיחה והאינפלציה בעולם. המאזן של הבנק המרכזי של יפן תפח למימדי עתק; הוא רוכש אג"ח ומניות בהיקפים עצומים – ולא הצליח להרים את שיעורי האינפלציה לרמה סבירה.



המשך ||

שווקים 

אג"ח ממשלת ארה"ב: השוק חזק יותר מממשלת סין

מאז תחילת מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין, נשמעות "נבואות יום הדין" המדברות על האפשרות שהממשל הסיני ישתמש באחזקותיו המאסיביות של אג"ח ממשלת ארה"ב כנשק במלחמה. עם זאת, הרעיון שסין תפרוק את אחזקות האג"ח של ממשלת ארה"ב (הטרז'וריס) ותזעזע את השוק כנקמה על ממשל טראמפ, מופרך ביסודו.

חיסול כליל של תיק הטרז'וריס של סין מהווה איום משכנע על הנייר בלבד. נכון, המשקיעים הזרים, ובינם סין, רכשו במהלך השנים יותר ויותר אג"ח ממשלת ארה"ב עד שכיום אחזקותיהם מסתכמות בכ- 40% מסך ההיצע; בינם, הבנק המרכזי של סין – שכפוף באופן מלא לממשל הסיני – הוא בעל האחזקות הגדולות ביותר. הביקוש הגבוה לטרז'וריס במהלך כל השנים הללו דיכא את התשואות ואיפשר לממשלות ארה"ב להוציא יותר ויותר. אכן, "מכירת-חיסול" של טרז'וריס על ידי סין יכולה לזעזע את שוקי האג"ח, אך הזעזוע יהיה קצר-טווח ויפגע בסין הרבה יותר מאשר בארה"ב.

מאז שבשנת 2008 החליפה סין את יפן במקום הראשון בגודל אחזקות הטרז'וריס, היא שמרה על רמה גבוהה של אחזקות הללו, תוך מכירות ורכישות בהתאם לצרכיה. השנים הרבות של עודפי סחר סייעו לסין לצבור עתודות מט"ח גדולות, בהן היא השתמשה בכדי לשמור על יציבות המטבע. מלחמת הסחר וההאטה הכלכלית בסין יוצרים לחץ על היואן, ומכירת חלק קטן יחסית של אג"ח ארה"ב בכדי לייצב את המטבע אינה יכולה להתפרש כ"נקמה על ידי מכירה". מספר גורמים חשובים מונעים מסין שימוש בנשק יום הדין שכזה.

הסיבה לכך שטרז'וריס הינן נכס ברירת מחדל עבור סין ובנקים מרכזיים אחרים בעולם עבור עתודות המט"ח שלהם: זהו הנכס הפיננסי היציב והנזיל ביותר בעולם, עם היצע שמספיק לכולם – והוא גם משלם תשואה חיובית. המתחרות העיקריות של הטרז'וריס, אג"ח ממשלת גרמניה ואג"ח ממשלת יפן, אומנם גם נזילות, אך גודל השוק שלהן ספק אם יספיק בכדי לעקל הזרמה כה מאסיבית של הכסף הסיני; הן גם אינן יכולות להציע מגוון כה רחב של ניירות כפי שסין התרגלה אליו בשוק הטרז'וריס. בנוסף, שתיהן נושאות תשואה שלילית על אג"ח ל-10 שנים; גם אם סין תהיה מאוד מעוניינת לנקום, ספק רב שהיא תעשה זאת על ידי פגיעה עצמית. גם הזהב אינו יכול להוות תחליף לטרז'וריס, שכן אחזקותיה של סין באג"ח אמריקאיות גדולות מסך הייצור הגלובלי של זהב בחמש השנים הקרובות.

מעבר לעובדה כי אין תחליף ממשי לאחזקות הטרז'וריס של סין, קיימת סיבה נוספת לחוסר היכולת (והרצון) של סין לבצע מכירה בהיקפים גדולים. אם המכירה תגרום לתנודתיות בשוק, זה יפגע גם באחזקות הטרז'וריס שיוותרו בידי סין. קיים גם בסיס ממשי להשערה כי השוק יהיה מסוגל לעקל מכירה גדולה במהירות: אחזקות הטרז'וריס של סין מסתכמים ב-1.1 טריליון דולר, מתוך סך היקף השוק של 16 טריליון, כלומר פחות מ-7% מההיצע – זאת אומרת, שגם במקרה של מכירה מאסיבית יחסית, הנזק לשוק יהיה מוגבל בגודל ובזמן. בשוק כה גדול ונזיל, לכל מוכר



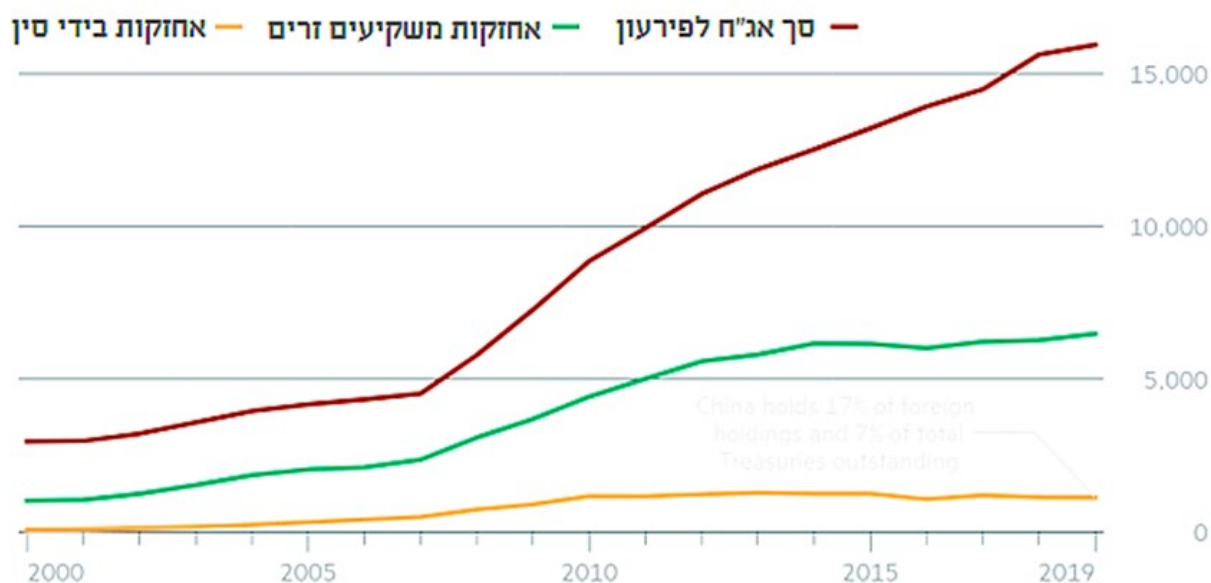
המשך

שווקים 

אג"ח ממשלת ארה"ב: השוק חזק יותר מממשלת סין (המשך)

בסופו של דבר, מה שקובע את מחירי האג"ח הממשלתיות הם שיעורי הצמיחה, האינפלציה והריבית; זה נכון עוד יותר לגבי הטרז'וריס, להן קיים ביקוש בכל רמת היצע. מלחמת הסחר, האטה בכלכלה הגלובלית והירידות הכבדות בשווקים גורמות לעלייה ניכרת בציפיות לכך שהפד האמריקאי יקצץ את הריבית בתקופה הקרובה, דבר שמעודד את המשקיעים לרכוש את הטרז'וריס; וזאת מעבר לעובדה שאג"ח ממשלת ארה"ב מהוות נכס מקלט אשר מבוקש מאוד בתקופות סוערות כמו היום. הנהירה של המשקיעים מכל רחבי העולם אל הטרז'וריס תכריע את כל הניסיונות של כל מדינה או גוף לערער את השוק.

אחזקות של אג"ח ממשלת ארה"ב, מיליארדי דולרים



|| המשך

שווקים 

חוב תאגידי: בעיית הכמות או בעיית האיכות?

לאחר עשור של עלייה בהיקפי החוב התאגידי בארה"ב, עולה השאלה לגבי עמידותו של שוק האג"ח הקונצרני בפני המיתון הבא. אומנם לא נראה שנשקפת לשוק זה סכנה מיידית כלשהי, אך גם קובעי המדיניות וגם המשקיעים לא יכולים שלא להתייחס לתחזיות כלכליות ופיננסיות בנוגע לחובות שעלו לקרבת שיא כל הזמנים כשיעור מהתמ"ג. מי שהעלה את הנקודה הזו לאחרונה היה נגיד הפדרל ריזרב ג'רום פאוול, שהתייחס גם לגידול המהיר שנרשם דווקא

בדירוגים הנמוכים יותר של אג"ח תאגידיות בדירוגי השקעות, וכן להיעלמות מהירה של הגנות עבור המלווים לחברות בסיכון גבוה יותר.

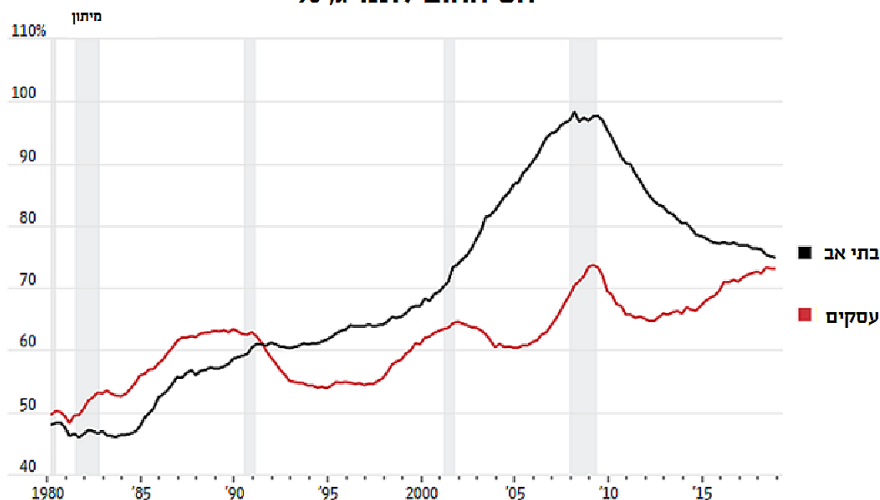
לאחר המשבר הפיננסי הגלובלי, הן החוב של משקי בית והן החוב התאגידי בארה"ב רשמו מגמת ירידה חזקה; אך לעומת החוב של בתי אב, בחוב של החברות המגמה התהפכה בשנת 2012

והחובות הללו שוב החלו לגדול, והגיעו ל- 73.1% מהתמ"ג, קרוב לשיא של 73.7% שנרשם בעיצומו של המשבר. באותה העת, הנתח של אג"ח המדורגות BBB – הרמה הנמוכה ביותר בדירוג השקעות – הכפיל את עצמו מאז המשבר והגיע ל- 60% מסך אג"ח בדירוג השקעות.

באשר לחובות ספקולטיביים יותר, בעוד היקף אג"ח בעלות תשואה גבוהה (junk bonds) נותר ברמה קבועה בשנים האחרונות, היקף ההלוואות הממונפות (leveraged loans) גדל מכ- 100 מיליארד דולר ב- 2009 למעל 600 מיליארד כיום (אם כי מאז 2018, הנפקת חובות חדשים מסוג זה הולכת ויורדת). מה שעוד יותר מדאיג הוא שהקטגוריה המסוכנת ביותר של ההלוואות הללו, אלו עם פחות הגנות ובטחונות (covenant-lite loans), גדלה בעשור האחרון מפחות מ- 20% מסך השוק של 1.1 טריליון של הלוואות ממונפות בארה"ב, לכמעט 80%. בכלל, ההלוואות הממונפות הן המרכיב המדאיג ביותר מכל שאר מרכיביו של החוב התאגידי בשל הדימויים הרבים בין לבין הגורמים למשבר הפיננסי הגלובלי: האיגוח, המחסור בפיקוח רגולטורי, וסטנדרטי אשראי נמוכים.

אחת הסיבות העיקריות לגידול בהיקפי החוב התאגידי בארה"ב (ובמרבית המדינות המפותחות בעולם) היא המדיניות המוניטארית המרחיבה בה נקטו הבנקים המרכזיים במשך שנים רבות

יחס החוב לתמ"ג, %



המשך

שווקים 

חוב תאגידי: בעיית הכמות או בעיית האיכות? (המשך)

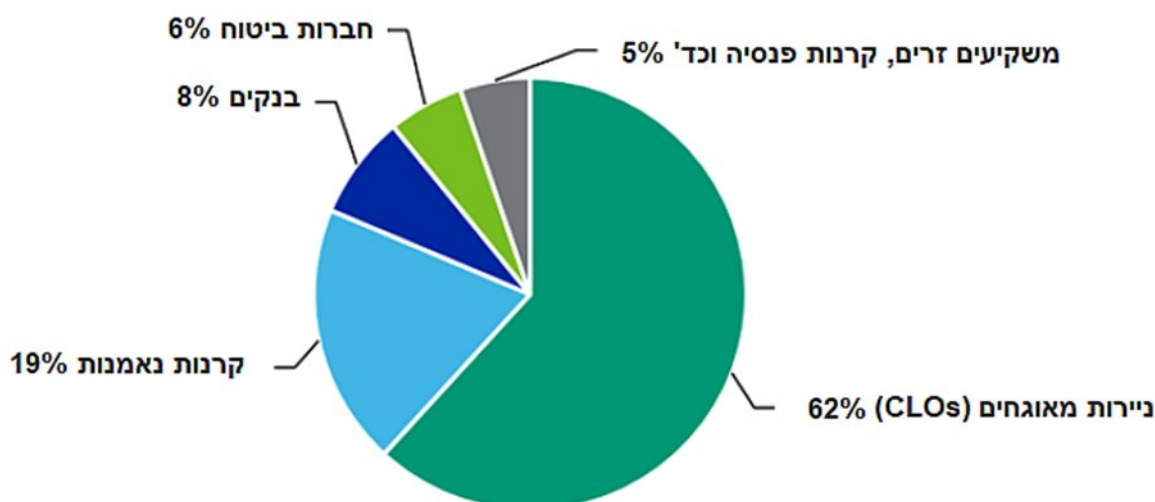
כאמור, החששות לגבי הגידול בחוב התאגידי אינו מוגבל לארה"ב בלבד: על פי הערכות של סוכנות הדירוגים Standard & Poor's, היקף האג"ח התאגידיות בדירוג BBB גדל בכ- 80% בעשור האחרון באירופה, מזרח התיכון ואפריקה, והגיע בסוף 2018 ל- 2.2 טריליון דולר. הסוכנות מעריכה כי במקרה של מיתון קשה, כ- 11% מתוך החברות הללו יאבדו את דירוג ההשקעות שלהן. הדבר יכול להוות בעיה בשל העובדה כי קרנות פנסיה וקרנות נאמנות רבות לא יוכלו להמשיך ולהחזיק אג"ח אלו; המכירה הכפויה בהיקפים גדולים עלולה לדרדר עוד יותר את מחיריהן של אג"ח המדוברות ולפגוע בשוק האג"ח הכללי.

בדוח היציבות הפיננסית, שפורסם בתחילת חודש מאי, הצביע הפדרל ריזרב האמריקאי על החובות המסוכנים יותר כעל הסיכון העיקרי עבור המערכת הפיננסית בארה"ב. על פי הפד, הסיכון נובע הן מעצם הגידול בחובות התאגידיות לרמות גבוהות מבחינה היסטורית, והן מהירידה בסטנדרטים למתן הלוואות עבור החברות.

חשוב לציין כי אף אחד אינו צופה כי גודל החובות התאגידיות יביאו למשבר כלכלי או פיננסי; הסיכון הוא בכך שאם וכאשר הכלכלה תיחלש, החובות עלולים להחריף את המצב ולהפוך האטה למיתון. שיעורי חוב גבוהים בעת שההיחלשות הכלכלית פוגעת ברווחים, גורמים לצמצום חד בהשקעה ובכוח אדם; בעוד שירידה בדירוגי החוב כתוצאה מעליית שיעורי החוב ביחס להכנסות גורמת לקשיי המימון. תהליכים אלו עלולים להפוך למעגל קסמים רע שיוסיף לפגיעה בכלכלה. נכון, התסריט הגרוע ביותר לגבי סיכוני החוב התאגידי כעת מתגמד לעומת

הלוואות ממונפות בארה"ב על פי סוגי מחזיקים

נכון לסוף 2018

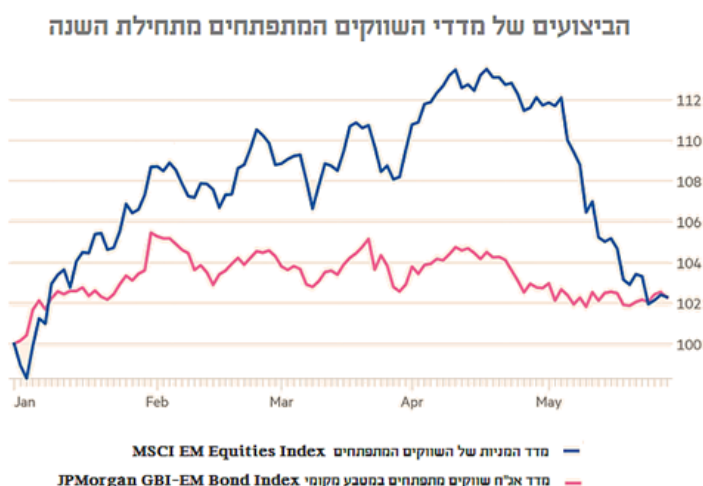


שווקים || המשך

שווקים מתפתחים: הלם קרב

בתחילת מאי, רשמו שוקי המניות של המדינות המתפתחות את הנפילות הגרועות ביותר מאז אוקטובר שנה שחלפה, לאחר שממשל טראמפ הודיע על הגדלת מכסים על הייבוא מסין בהיקף של 200 מיליארד דולר, מ-10% ל-25%. כצעד מתבקש בתהליך ההסלמה של מלחמת הסחר, סין הודיעה כי בכוונתה "להחזיר". באותו שבוע, נפל המדד של השווקים המתפתחים, **MSCI EM Index**, בכמעט 5%; גם מדדי האג"ח והמטבעות רשמו ירידות. בהמשך החודש, הנכסים של המדינות המתעוררות המשיכו בירידות, והפתעת סוף מאי בצורת פתיחת זירות חדשות למלחמת הסחר, לא סייע להם בלשון המעטה. כעת נראה שהביטוי "תמכור במאי ותלך" ("sell in May and go away") היה יכול להיות כלל אצבע שימושי.

האמת היא, ששווקים מתפתחים רשמו ירידות בכל חודש מאי בעשור האחרון, פרט לשנים 2014 ו-2017. אך גודל הירידות כעת הוא הגורם המפתיע: מאי 2019 נראה הגרוע ביותר מאז 2012 עבור המניות ומאז 2016 – עבור המטבעות. על פי הדוח של המכון למימון בינלאומי, **IIF (Institute of International Finance)**, משכו המשקיעים הגלובליים 14.6 מיליארד דולר ממניות השווקים המתעוררים בחודש מאי, המשיכה החודשית הגדולה ביותר מאז יוני 2013; 7.2 מיליארד נמשכו ממניות סין ועוד 7.4 מיליארד – ממניות שאר השווקים



המתפתחים. זרמי ההון אל אג"ח שווקים מתפתחים אומנם לא הפכו לשליליים, אך קטנו משמעותית: מ-24.2 מיליארד דולר באפריל, ל-9 מיליארד בלבד במאי. למרות המשיכות הכבדות, הזרים עדיין מחזיקים בנכסים פיננסיים בשווקים המתפתחים בסך של כ-30 מיליארד דולר שנצברו מתחילת השנה ועד תחילת מאי, שהוזרמו בעקבות הראלי החזק בנכסים הללו. רבים מהמשקיעים עדיין מאמינים כי מלחמת הסחר תיפתר בקרוב בצורה זו או

אחרת והצדדים יגיעו להסכמים. אך בינתיים, המשקיעים הללו צפו בירידה במניות ואג"ח במטבע מקומי שמחקו את חלק הארי של הרווחים שנוצרו עד השיא באפריל. וככל שמגיעים קרוב יותר לאפס, כך יש יותר סיכוי שהמשקיעים הנותרים יאבדו את הסבלנות.

הכיוון של הנכסים של השווקים המתפתחים בהמשך השנה תלוי בסנטימנט המשקיעים הגלובליים, שבעצמו תלוי יותר מכל בהמשך סאגת הסחר. מה שבטוח הוא זה המשך התנודתיות העזה בשווקים אלה בהתאם להתפתחויות. בנוסף לכך, הנכסים של השווקים



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.