



## העולם

החיים מבעד למראה

## שוקי הון

אג"ח ממשתליות: תחילת הסוף של העידן השלילי?

לא סוף העשור, לא סוף הראלי

מניות אירופה: זכוכית מגדלת היא ציוד הכרחי

שווקים מתפתחים: שום דבר אינו בלתי אפשרי

## החדשות החשובות בעולם



### החיים מבעד למראה

*"עליך לרוץ הכי מהר שאת יכולה, כדי להישאר באותו המקום. אם את רוצה להגיע למקום אחר, את צריכה לרוץ לפחות פי שניים יותר מהר." (לואיס קרול, אליס מבעד למראה)*

בתקופה עמוסת תחזיות, רבים מאלו שפורסים את משנתם מנסים להסתמך על סטטיסטיקות משנים עברו: יש שבודקים כמה אחוזי תשואה מניב מדד זה או אחר לאחר שנה בה הוא עלה בשיעור כזה או אחר; יש שבוחנים לעומק את "ראלי סנטה-קלאוס" ואת "אפקט ינואר"; ויש שבודקים כמה עשו השווקים בשנות הבחירות הקודמות. ואנו תוהים, האם הנתונים הסטטיסטיים שנצברו בעידן טרום המשבר הפיננסי, בכלל רלוונטיים לתקופה שאחריה? הרי שלאחר המשבר ההוא, העולם הכלכלי והפיננסי השתנה משמעותית בהיבטים רבים.

אם היינו מספרים לאנשי העבר הלא רחוק שהראלי הארוך בהיסטוריה בשוק המניות נמשך ונמשך במלואו העוצמה על אף אי-יציבות פוליטית, מלחמת הסחר, האטה כלכלית וירידה ברווחים של החברות - הם היו חושבים שנסחפנו בתיאור. אם היינו מתארים כיצד גוש האירו עמד על סף קריסה בשל חובותיה של מדינה קטנה אחת בתוכו; ואיך השווקים זינקו בתגובה לאישור שקיבל ראש ממשלת בריטניה מהפרלמנט, לאחר שלוש שנים של מריטת עצבים, להוציא את מדינתו מהאיחוד האירופאי - הם היו אומרים שאנחנו כנראה לא לגמרי שפויים. אם היינו מגלים להם כי היום הסברה הרווחת היא כי הבנקים המרכזיים יכולים לגבור על כוחות הכלכלה ולמשוך את המחזור הכלכלי עד אינסוף, כך נראה - הם היו בהלם מטירוף הדעת האוחז בנו. ואם היינו מספרים לאנשים מהעבר כי קיימות מדינות בעולם בהן החוסך משלם ריבית לבנק על אחזקת כספיו, והמשקיע משלם על הזכות של אחזקת אג"ח ממשתלית, הם היו חושבים שאנו משוגעים כמו הכובען המטורף. אבל זה העולם שאנו חיים בו היום, והכללים החדשים נלמדים תוך כדי ריצה.

טוב, לפחות בעניין הריביות השליליות יש לנו שפן ניסיונות טוב למדי: שבדיה. הבנק המרכזי הוותיק בעולם, היה בשנת 2009 הראשון להכריז על ריבית שלילית על פיקדונות, ובשנת 2015 הוריד את שיעור הריבית העיקרית שלו מתחת לאפס, לאחר מהלך דומה של הבנק המרכזי של אירופה. כעת, הבנק המרכזי של שבדיה הוא גם הראשון להפוך את המהלך ולהחזיר את שיעור הריבית העיקרית לאפס, לאחר הגעת שיעורי האינפלציה ליעד הבנק המרכזי. מקבלי החלטות ברחבי העולם עוקבים אחר ההשפעה הרחבה של הניסוי השבדי, שבה שיעורים שליליים אומנם האיצו מעט את הצמיחה אך גם הגדילו את החוב של משקי הבית והחלישו את המטבע. כמו כן, הריביות השליליות האיצו את ההשקעה בשוקי הון, והאחזקות בקרנות המנייתיות והאג"חיות גדלו לשיא כל הזמנים.



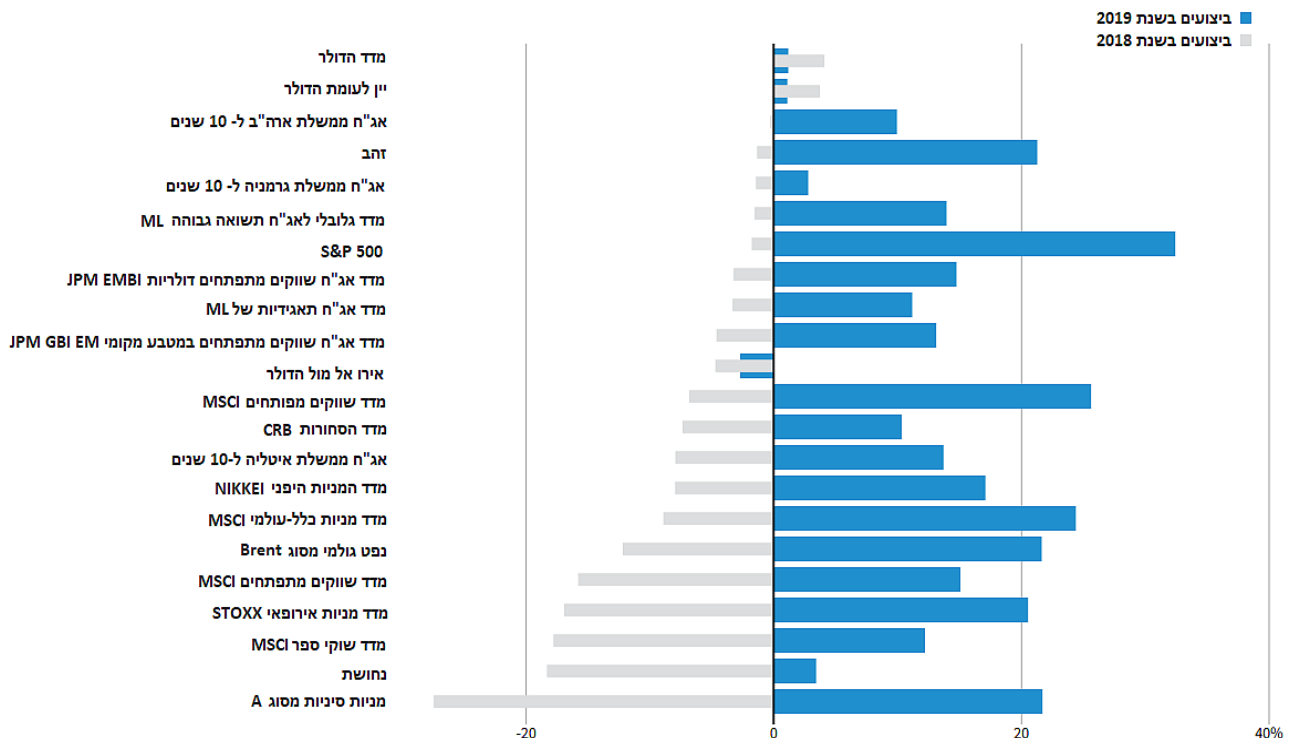
## החדשות החשובות בעולם | המשך

### החיים מבעד למראה (המשך)

בינתיים, הבנקים המרכזיים האחרים אינם ממהרים לבצע נורמליזציה בריביות מהחשש להרעה נוספת בכלכלה, אך הם לומדים את הדוגמה השוודית לצורך הפקת לקחים, אם משהו ישתבש בדרך אל הנורמה הכלכלית.

אגב הנורמות והיפוכיהן: שנת 2019 התאפיינה בעליות ברוב המכריע של השווקים הפיננסיים. המניות, האג"ח, הסחורות - כמעט כולן עלו. זה קרה גם ב- 2017, אך המנטרה אז הייתה "צמיחה מסונכרנת", והאופטימיות לגבי הכלכלה הגלובלית הייתה זו שהניעה את הראלי כמעט בכל הנכסים הפיננסיים, ואף גרמה לבועות בשווקים מסוימים (זוכרים את הביטקוין?). השנה שחלפה לפני רגע, התאפיינה בהאטה בסקטור התעשייתי ובסחר העולמי, וכן בחוסר ודאות פוליטית ובסכסוכים רבים, חלקם אלימים, כך שאי אפשר לטעון כי הראלי בה-כ-ו-ל הובל על ידי אופטימיות. בעצם, הגורם העיקרי האחראי לעליות בחלק גדול מהנכסים, היה חיפוש אחר תשואות כלשהן, גם במחיר של הגדלת סיכון מעבר לרגיל או המקובל עד כה. אז מבחינת התוצאות, 2019 היא תמונת מראה של 2017, אך הדרך שהובילה לאותן התוצאות, היא הפוכה. האם ב- 2020 נצא מהעולם מבעד למראה אל המציאות היציבה? כעת נראה שכן, אולי - או שאולי הדרך תהיה ארוכה יותר ממה שנראה מבעד לזכוכית.

ביצועי הנכסים הפיננסיים בשנת 2019



## || שווקים פיננסיים

### אג"ח ממשלתי: תחילת הסוף של העידן השלילי?

*"כבר ראיתי הרבה חתולים בלי חיוך, חשבה אליס, אבל חיוך בלי חתול! זה הדבר הכי מוזר שראיתי בחיי!" (לואיס קרול, אליס בארץ הפלאות)*

זו הייתה השנה שהפכה את ההיגיון בשוק האג"ח; ובכל זאת, 2019 מסתיימת עם תקווה כלשהי ששיא הדרמה סביב התשואות השליליות, מאחורינו.

היקף החוב העולמי עם תשואות מתחת לאפס צנח בדצמבר ל-11 טריליון דולר, הנמוך מאז חודש יוני, שכן הרגיעה במתיחות הסחר בארה"ב וסין הטיבה עם התחזית הכלכלית הגלובלית. מוקדם יותר השנה, שליש מכל אג"ח בדירוג ההשקעות, בהיקף של 17 טריליון דולר, נשא תשואה מתחת ל-0%, כלומר לקונים המחזיקים בניירות הערך לפדיון מובטח הפסד. במהלך 2019, המשקיעים "נלחמו" על כל אג"ח איכותית שעדיין הציעה תשואה חיובית, וההיצע של הניירות הללו הלך ואזל.

הצמיחה המתמשכת בהיקפי החוב עם תשואה שלילית בשנת 2019 סיפקה עלייה מתמדת במחירי אגרות החוב הממשלתיות. הדבר דחף את המשקיעים לקחת סיכונים רבים יותר, והאיץ את המחירים של שלל נכסים, מאג"ח קונצרניות בדירוג השקעה, דרך אג"ח תשואה גבוהה ("זבל") וחוב שווקים מתעוררים ועד מניות. כל זה ניתן לסכם על ידי צירוף המקרים הלא שגרתי מבחינה היסטורית של עלייה של כמעט 30% במדד המניות S&P 500 ובמקביל עלייה נאה של 15% במדד האג"ח Bloomberg Barclays Bond Index, תוך תנודתיות מזערית בשוק כפי שנמדדה על ידי מדד ה-VIX.

כפי שאומרים, "אם משהו לא יכול להימשך לנצח - הוא יסתיים במוקדם או במאוחר". בפתחה של השנה החדשה, כולם תוהים לא האם, אלא מתי, יסתיים הראלי במחירי האג"ח. נראה שיציאתה של שבדיה ממועדון התשואות השליליות היא הסנונית הראשונה של המהלך לנורמליזציה. כל סממן של התעניינות במהלך מצדם של הבנקים המרכזיים המשתתפים בניסוי הכלכלי הזה (אלה של אירופה, יפן, דנמרק ושוויץ), עלול להביא לירידה בסנטימנט כלפי החוב הממשלתי ולהוריד את המחירים. האמת היא, שעם הזמן קשה יותר ויותר להמשיך ולתמוך במדיניות הריביות השליליות, כאשר ברוב המקרים היא לבד אינה משיגה את יעדי האינפלציה והצמיחה הסבירות, בעוד שהיא פוגעת במערכת הפיננסית, בחוסכים ובהשקעה העסקית, ותורמת לגידול בחובות.

התופעה של התשואות השליליות, שהפכה את ההנחה המקובלת לפיה יש לפצות משקיעים בגין הלוואות לממשלות או לחברות, משקפת בין היתר גם את הביקוש הגואה שנרשם ב-2019 לנכסים בטוחים, שעלו על רקע סיכונים גיאופוליטיים וכלכליים מוגברים. כעת, נראה כי המתחים הפוליטיים נרגעים והכלכלה הגלובלית מתייצבת - וגורם תמיכה זה לשוקי האג"ח הולך ונחלש. בשלב מסוים במהלך 2019, כל עקום התשואות של גרמניה (עד 30 שנה), לדוגמה, ירד מתחת לאפס. אך כעת הצפי הוא לתזוזה בחזרה לשטח החיובי; ההערכה היא כי האג"ח הגרמני ל-10 שנים יטפס מעל האפס במחצית השנייה של 2020, כשמגזר התעשייה העולמי יתאושש מעט לאחר התייצבות נושא הסחר.



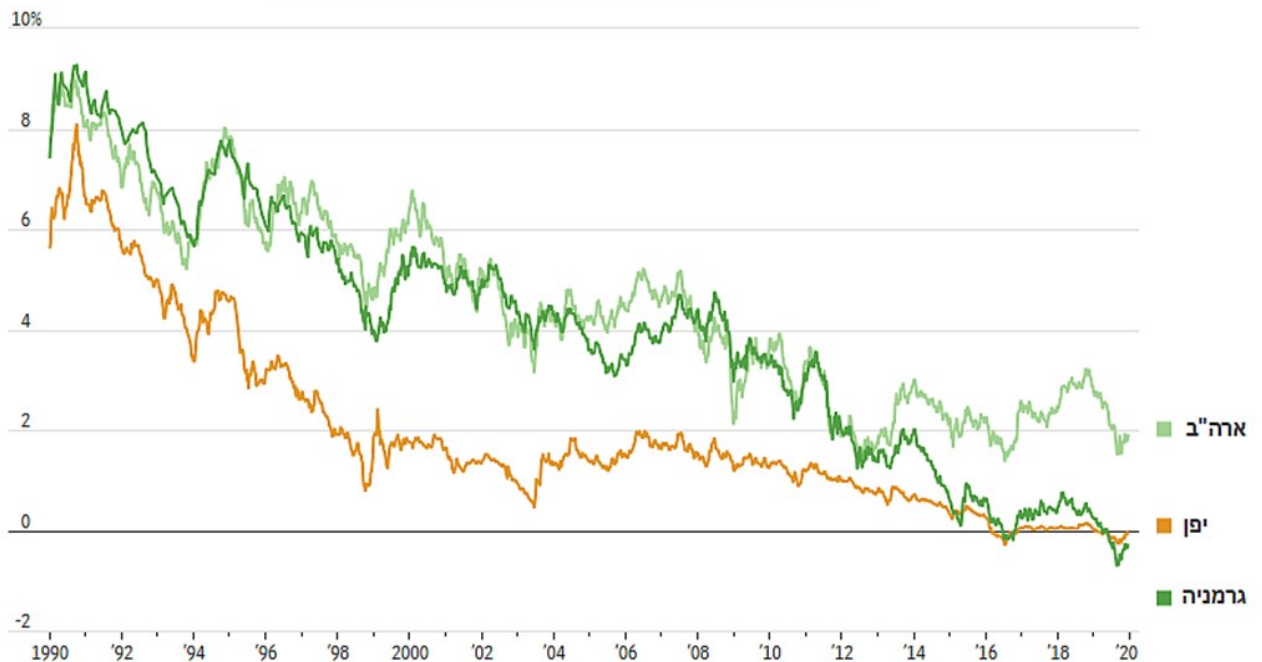
## שווקים פיננסיים || המשך

### אג"ח ממשלתיות: תחילת הסוף של העידן השלילי? (המשך)

כמובן שקיימים גורמים שעלולים להפוך את המגמה, להחזיר את ירידות התשואות ולהביא לסיבוב נוסף בראלי האג"ח. כך, שאם מו"מ הסחר בין סין לארה"ב לא יתקדם כצפוי, או שמא וושינגטון תפתח חזיתות נוספות מול מדינות אחרות, זה יכול להחזיר אותנו למסלול המוכר מהשנה שחלפה לפני רגע. בנוסף, השיפור הכלכלי בגוש האירו ממשיך להיות מזערי ושברירי, מה שכמעט מבטיח כי הבנק המרכזי ירחיב את רכישותיו בשוקי ההון ולא יעלה ריבית בטווח הנראה לעין - דבר שיתמוך במחירי האג"ח. אך בינתיים, התחזית לגבי האג"ח הממשלתית אינה אופטימית למדי.

שני הגורמים, הצפי לנורמליזציה עתידית במדיניות המוניטארית והירידה בסיכונים הפוליטיים והכלכליים, קשורים זה בזה ומאיצים את ההערכות כי בשנת 2020 לשוק אג"ח הממשלתיות לא יהיה מקום נחמד כמו בשנה שחלפה. גם בלי העלאות ריבית, הסנטימנט לכשעצמו עשוי להוריד את המחירים ואף להכניס את השוק למעגל קסמים שלילי של לחצים למכור, שגורמים לירידות, שגורמות ללחצים למכור, וכו'. יש שאומרים, שאג"ח ממשלתי, שפעם נרכשו בעבור תשואה ללא סיכון, כעת מציעות סיכון ללא תשואה.

### תשואות על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים



## שווקים פיננסיים | המשך

### לא סוף העשור, לא סוף הראלי

*"אם כל אחד היה מתעסק בענייניו, העולם היה מסתובב הרבה יותר מהר." (לואיס קרול, אליס בארץ הפלאות)*

זוהי התקופה בה האנליסטים, הכלכלנים והאסטרטגים מפרסמים את סיכומי השנה ואת התחזיות שלהם לשנה החדשה; רבים מגדילים לעשות ומסכמים את העשור. בהינתן העובדה המתמטית הפשוטה כי העשור הנוכחי יסתיים ב- 31 בדצמבר 2020, נוותר על הסיכומים הללו השנה, ונסתפק בניסיון לחזות מה צפוי לנו בשנה הבאה אלינו לטובה, או לרעה, או באדישות.

בשנת 2019, היה צריך להתאמץ בכדי להפסיד כסף. כל מדדי המניות העיקריים רשמו עליות נאות, ושווי שוק המניות הגלובלי עלה ב- 17 טריליון דולר. במקביל, כל המדדים העיקריים בעולם האג"ח הניבו תשואה חיובית, חלקם גבוהות מאוד. למרות הראלי במניות, גם נכסי מקלט כמו הזהב רשמו התחזקות, ועל אף ההאטה הכלכלית, סחורות כמו נפט ונחושת גם הן עלו. ההפסדים הגדולים נרשמו רק בשוליים, כגון בשווקים מתפתחים מסוימים שסבלו מבעיות פנימיות, או בהשקעות הקשורות באופנה חולפת תורנית (לדוגמה, מניות של חברות מריחואנה בקנדה או חלק מהמטבעות הדיגיטליים). האם זה אומר ששנת 2020 גם תהיה טובה, או שההיפך, היא תהיה גרועה? אז זהו, שזה לא אומר שום דבר: הביצועים בשנה אחת לא אומרים כלום לגביהם בשנה הבאה. מה שהכריע, וימשיך להכריע, את ביצועי השווקים, אלה הם נתונים בסיסיים (רווחים), כלכליים ופוליטיים, המדיניות הפיסקלית והמוניטארית - וכן גם הסנטימנט, המבוסס על כל אלה ועוד.

יש סיבות להיות אופטימיים לגבי 2020, ויש סיבות לפסימיות. ענני סערה מתקבצים, אך נראה שזוהי תופעה מטאורולוגית מתמשכת. השוק השורי נמשך כעת כמעט 11 שנים; כולם מסכימים שזהו הראלי השנוא ביותר אי פעם. חוסר ההתלהבות, שתמיד ליוותה את העליות החזקות בעבר, תיאורטית אמור להבטיח שהראלי יימשך; אולם העובדה ששווקי המניות אינם בבועה אינה אומרת שהם לא יכולים ליפול.

אז איך תיראה 2020? נסתכן בהאשמה של פשטנות יתר ונאמר כי בסופו של דבר, הכול ימשיך להיות מושתת על ביצועי הכלכלה הגלובלית. בתקווה שהכלכלה בעולם תעמוד בציפיות המדברות על התחזקות והתייצבות מסוימת, המשך של התמיכה מצדם של הבנקים המרכזיים בעולם - לא רק אלה במערב, אלא גם במדינות מתפתחות רבות - אמור לתמוך בשווקים ולשמור על עליות צנועות (יחסית לשנת 2019) בשוקי המניות העיקריים. כשאנו מתבוננים בכדור הבדולח של המאקרו, אנו לא רואים זעזועים חיוביים או שליליים ברורים, אשר עשויים להעצים או לשבש את הצמיחה העולמית בשנת 2020. אם כי, ברור שהזעזועים האלה יגיעו, הם פשוט עדיין בגדר הבלתי נראה. מה שניתן לעשות הוא לא לקחת אותם בחשבון ובינתיים לעבוד על פי הנחות הבסיס. אז הנחת הבסיס שלנו כעת היא שהצמיחה הכלכלית והעליות בשווקים יימשכו, וכי השוק השורי יחגוג את יום הולדתו ה-11 במרץ 2020.

הגורם הנוסף שימשיך להשפיע באופן משמעותי ביותר על הסנטימנט ועל כיוון השווקים, הוא הגורם הפוליטי. בראש הרשימה לשנת 2020 יהיה הסחר העולמי. השקפותינו נותרות מעורבות בנוגע לעסקת סחר בין ארה"ב וסין. שתי המדינות חשות את הפגיעה, בעוד שהלחצים נשפכים לכלכלות תלויות יצוא אחרות, כגון גרמניה ודרום קוריאה. נראה כי בווינגטון ובייג'ין רוצים להגיע לסוף הסכסוך, אך השלב הראשון (Phase 1) של ההסכם אינו באמת פוטר את חוסר האמון העמוק העומד ביסוד הסכסוך בין שתי הכלכלות הגדולות בעולם. כעת נראה כי הצדדים ימשיכו להתקדם במו"מ לקראת ההסכם המקיף והסופי, אך הוא עדיין נראה רחוק - ובינתיים, התבטאויות ומהלכים של הצדדים, יעלו או יורידו את השווקים, ובאופן כללי ימשיך נושא הסחר להוות גורם משמעותי לתנודתיות.



## שווקים פיננסיים | המשך

### לא סוף העשור, לא סוף הראלי (המשך)

נושא נוסף הצפוי לשאת השפעה רצינית הוא הבחירות לנשיאות בארה"ב בנובמבר 2020. אומנם זהו אירוע כבד-משקל, שצפוי בכל מקרה לגרום לתנודות חדות, בייחוד בשוק האמריקאי, אך בהיעדר אפשרות כלשהי לחזות את התוצאה, עדיף להתעלם ממנו בשלב זה בתחזיות לגבי הכלכלה והשווקים. ב"מסיבת התה המשוגעת" הזו אנו צופים מהצד.

באשר לעניין ה-Brexit, אישור התוכנית של ראש ממשלת בריטניה בפרלמנט מהווה התקדמות לקראת הסוף של הסאגה הזו. בינתיים, נראה שאנגליה והאיחוד האירופאי נכנסים לשלב של מו"מ על הסדרי הסחר, אם כי הסיכון של יציאתה מהאיחוד ללא הסדר בנושאים אלו עלה לאור נחישותו של בוריס ג'ונסון "לחתוך" כמה שיותר מהר. בכדי להבטיח כי בריטניה לא תמשיך בסיפור המייגע של היפרדות עוד זמן רב, הוא העביר חוק הקובע כי שיחות הסחר לא יימשכו מעבר לסוף דצמבר 2020. כלומר, האי-וודאות בעצם ממשיכה אתנו אל תוך השנה החדשה, עם הבדל אחד קטן: אם עד כה המשקיעים חיו באי-וודאות לגבי הסכם ההתנתקות הכללי, כעת האי-וודאות תהיה קשורה לנושאי הסחר בין בריטניה לאיחוד.

קיימים עוד נושאים פוליטיים בעולם, חלקם חשובים עבור סדר יום הגלובלי, וחלקם פחות. בין הפחות חשובים, מתברר, הוא עניין הונג-קונג, שהוכיח את חוסר השפעתו אפילו על הבורסות הקרובות גיאוגרפית, עם כל הצער שבחוסר ההתייחסות למאבק הלגיטימי על דמוקרטיה וחזיונות אדם. מאידך, כל התלקחות במזרח התיכון, כגון ההסלמה הנוכחית בין ארה"ב לאיראן, תופסת כותרות בשל האיום על יציבות היצע הנפט. יש לומר, שמי שמרוויח מהקפיצה במחירי הנפט הן בראש ובראשונה חברות פצלי השמן האמריקאיות, שיכולות להגדיל את הייצור בין לילה, בשונה מהיצרניות הקונבנציונליות; היכולת המופלאה הזו גם מגינה מפני עלייה גדולה במחירי הנפט.

ובחזרה לכלכלה הגלובלית: האם העולם יכנס למיתון? סיכויי לכך קיים, אך כעת הוא נראה נמוך מאוד. גם סיכויים להאצה משמעותית בצמיחה אינם גבוהים. בארה"ב, הצמיחה צפויה להיחלש מעט, אך להישאר סביב 2%; באירופה, נראה כי ההאטה עברה את השפל, אך גם אין גורמים שיכולים להוביל להאצה משמעותית בטווח הקרוב מהרמה האנמית הצפויה של כ-1%. בסין, לרשויות כלים מספיקים בכדי לסייע לכלכלה לרשום שיעורי צמיחה שנתיים של 6% או קצת מתחת לשיעור זה. בסך הכול, כשמוציאים מהתמונה את כל החתולים מצ'שיר (אירועים בלתי ניתנים לחיזוי), נראה כי מבחינת הצמיחה והאינפלציה 2020 תהיה דומה ל-2019, עם שיפור קטן בחלק מהאזורים.

בהיעדר שינוי ניכר במצב הכלכלי, מרבית הבנקים המרכזיים העיקריים יישארו "במצב תחזוקה", לפחות במחצית הראשונה של השנה. הפדרל ריזרב האמריקאי כבר הודיע כי הוא אינו צפוי לשנות את הריבית ללא שינוי בנתונים המתקבלים על ידו. לבנק המרכזי של אירופה לא נותרו כלים רבים נוספים לתמיכה בכלכלה: הוא יכול להוריד את הריבית עוד יותר עמוק מתחת לאפס, אך ספק אם זה ישפיע; לא נותרו גם ניירות ערך רבים שהוא יכול לרכוש. כך שמבחינת הבנק האירופי, צעדי התמיכה העיקריים שיש לצפותם הם הניסיונות לגרום לממשלות אירופאיות לפתוח ארנקים; ניסיון העבר מלמד כי זו תהיה משימה קשה וספק משתלמת.

המלכה הלבנה מהספר "אליס מבעד למראה" יכלה להאמין בשישה דברים בלתי אפשריים עוד לפני ארוחת הבוקר. אנו לא מתיימרים להיות ברוכים ביכולת מופלאה זו, אך משתדלים להאמין בדבר בלתי אפשרי אחד: שהמחזור הכלכלי יימשך עוד שנה, למרות גילו המופלג ולמרות כל הקשיים והסיכונים.



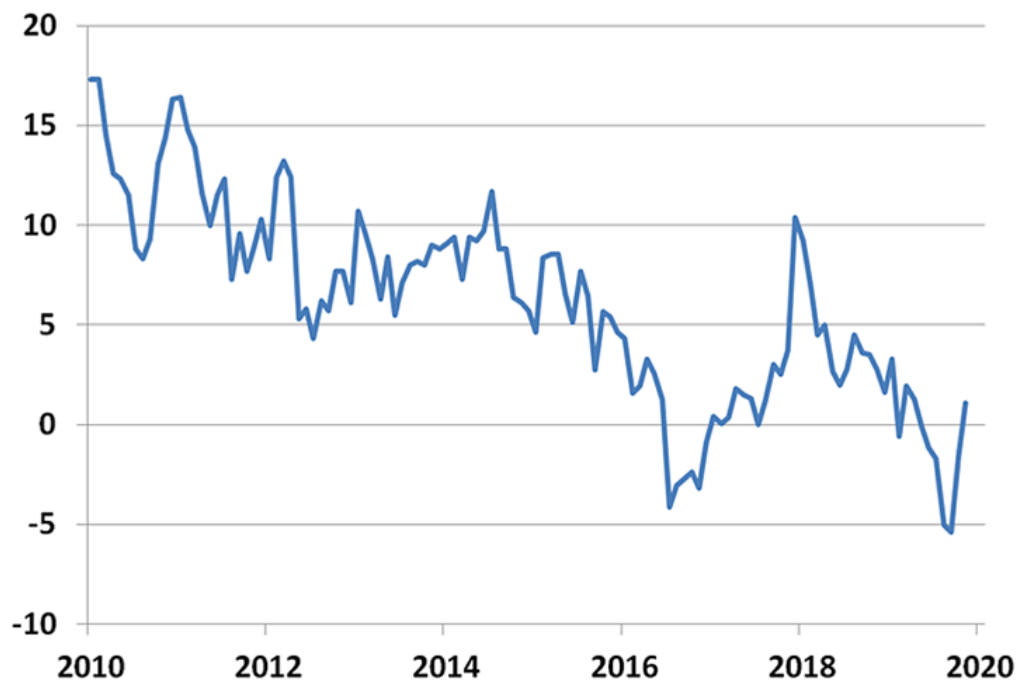
## שווקים פיננסיים | המשך

### לא סוף העשור, לא סוף הראלי (המשך)

לכן אנו מעריכים כי 2020 תסתיים בעליות קלות בשוקי המניות העיקריים. עם זאת, סביר להניח כי העליות יסתכמו בשיעורי חד-ספרתיים, אך הדרך אליהם תהיה תנודתית ומייגעת. יכול להיות שזו תהיה שנה של מנהלים אקטיביים, שכן הפעם שיטת ההשקעה הפסיבית תהיה פחות יעילה בשווקים יקרים עם רווחי חברות נמוכים וכלכלה יחסית אנמית. מאידך, אנו רואים סיכונים רבים לתחזית משעממת זו - ורובם בצד החיובי של הסקאלה. יתכן מאוד כי בעקבות התבהרותה של עננת האי-ודאות, סנטימנט העסקים והמשקיעים ישתפר מעבר למצופה, ויביא לנו עוד שנה מעולה בשוקי המניות.

המשקיעים הגלובליים מחולקים כעת לשני מחנות עיקריים: האופטימיים אוהבי הסיכון והשוריים לגבי שוקי המניות בצד אחד, ובצד השני הפסימיים שונאי הסיכון, שמעדיפים את התשואה הנמוכה מאוד של האג"ח הממשלתי. המחנה השני הלך והצטמצם בשנת 2019, אך החשיפה הגלובלית למניות עדיין קטנה מהמוצע של השנים האחרונות. התשואות האפסיות שמציעים נכסים הנחשבים לבטוחים (אם כי ספק אם הם עדיין כאלה), ידחפו עוד ועוד "עריקים" מהמחנה הפסימי אל האופטימי בכל פעם שהכלכלה או הרווחים יספקו תמיכה לאופטימיות. הזליגה אל המניות כבר החלה בסוף 2019, לאחר ההקלה בחששות לגבי מלחמת הסחר וה-Brexit, אך יש עוד הרבה מקום לגידול בחשיפה. אם המעבר ימשך ב-2020, הדבר עשוי לתרום רבות להמשך הראלי.

### החשיפה הגלובלית למניות עדיין נמוכה מאוד



פער הסיכון בתיקי ההשקעות הגלובליים: שיעור המניות פחות שיעור הנכסים הבטוחים



## שווקים פיננסיים | המשך

### מניות אירופה: זכוכית מגדלת היא ציוד הכרחי

*"אם אין בזה משמעות, מה טוב: זה חוסך המון טרחה, את מבינה, כי לא נצטרך לגלות אותה." (לואיס קרול, אליס בארץ הפלאות)*

שוקי המניות באירופה סגרו את השנה הטובה ביותר מזה עשור. המדד הכלל-אירופאי Stoxx 600 הניב תשואה של 24%, הגבוהה מאז 2009, והמדד הגרמני DAX רשם עלייה של 26%, על אף היותו מוטה ייצוא, עם כל המשתמע מכך בשנה שאופיינה בסכסוכי סחר והאטה במסחר הגלובלי. כפי שכולם יודעים, או אמורים לדעת, ביצועי העבר אינם מבטיחים ביצועים עתידיים, כך שכל אנליסט יעריך את המשך דרכן של מניות אירופה בשנת 2020 על פי נקודת ראייתו. אך מה שברור הוא כי השוק האירופי עומד בפני מספר מכשולים שעלולים להקשות עליו לחזור על הראלי של 2019.

הנושא החשוב, כרגיל, הוא רווחי החברות. בשנת 2019, כמו בחלק גדול מהשנים האחרונות, תחזיות הרווח באירופה התחילו גבוה ואז נחתכו פעמים רבות במהלך השנה. קיצוצי התחזיות גברו במספרם על העלאות מאז חודש אפריל 2019; הערכת הגידול ברווחים לשנה הקלנדרית 2019 הורדה מ- 6% באפריל ל- 0.8% בדצמבר - והיד עוד נטויה, שכן השינוי ברווחים בשני הרבעונים הראשונים של השנה, היה שלילי, וכך גם ההערכה לגבי השלישי. כפי שנראה כיום, המגמה צפויה להימשך גם בשנה הבאה: מרבית האנליסטים סבורים כי קונצנזוס הרווח כעת לגבי רווחי 2020, גבוה מדי. בשנה הבאה צפויים חברות ב- Stoxx 600 להציג צמיחה של 8.5% ברווחים, לעומת 9.9% בחברות הכלולות במדד ה-S&P 500, על פי הערכות Refinitiv.

הצמיחה הכלכלית באירופה נותרת בסימן שאלה עבור 2020: על אף ההערכות כי הצמיחה תתייצב סביב השיעור האנמי של 1%, קיימים סיכונים רבים גם עבור התחזית הזזה הזו. התעשייה עדיין מתכווצת, גם אם בקצב איטי יותר, הגידול בתעסוקה כמעט נעצר, האינפלציה מסרבת לעלות לרמה סבירה וסנטימנט הצרכנים עדיין ירוד. הרבעון הרביעי של 2019 צפוי להיות מאכזב מבחינת הצמיחה הכלכלית באירופה; הגורמים שיאיצו אותה באופן משמעותי ב- 2020 אינם נראים על פני השטח. לבנק המרכזי של אירופה לא נותרו כלים רבים להאצת הצמיחה, והממשלות האירופאיות שיכולות להרשות לעצמן הרחבה פיסקלית, מתנגדות למהלך באופן עקרוני.

נושאי הכלכלה והרווחים צפויים להמשיך ולהעיק על שוקי המניות האירופאיים בשנה החדשה, יחד עם הנושאים הפוליטיים למיניהם. נושא ה-Brexit ילווה את בריטניה ואת האיחוד האירופי עוד חודשים רבים, כאשר כל כותרת בנושא עשויה להקפיץ או להפיל את השוק. כמו כן, הסיכון של פתיחת חזית נוספת במלחמת הסחר, ארה"ב מול אירופה, לא חלף.

נכון, באירופה קיימות חברות איכותיות ורווחיות רבות, והמכפילים גם של החברות הטובות ביותר, זולים בהרבה מאשר מקבילותיהן מעבר לאוקיינוס. אך באופן כללי, בהשוואה בין מדדים ותת-מדדים על סקטורים בתוך המדדים, ארה"ב משאירה את אירופה מאחור באופן קונסיסטנטי, שנה אחר שנה. במהלך השוק השורי הנוכחי, מאז 2010 הניב המדד S&P 500 תשואה של 252%, לעומת 75% שהניב Stoxx 600.





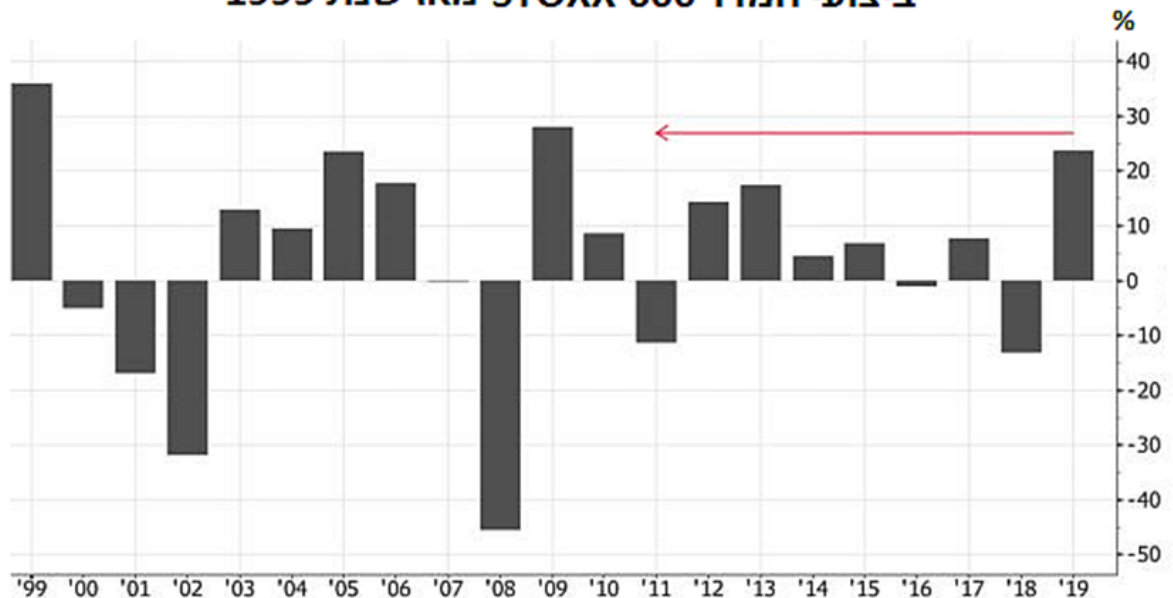
## שווקים פיננסיים || המשך

### מניות אירופה: זכוכית מגדלת היא ציוד הכרחי (המשך)

כשמביטים אל תוך הסקטורים במדדים, גם התשואה על הנכסים (ROA) וגם התשואה להון (ROE) גבוהות יותר כמעט בכל הסקטורים במדד האמריקאי מאשר באירופי. בנוסף, משקלו של סקטור הטכנולוגיה מהווה כמעט 30% מהמדד האמריקאי, בעוד שבאירופה משקלו מסתכם במעט מעל 5%, ואת מקומו תופסים סקטורים עם רווחים נמוכים ותנודתיים יותר, כגון חומרי גלם, אנרגיה ותעשייה. ובאשר לסיבות המאקרו, שרבים מזכירים כסיבה לחשיפה לאירופה - כגון הצפי לעליות בשווקים במקרה של שיפור בכלכלת סין בעקבות התקדמות במו"מ הסחר בארה"ב: הנתונים הסטטיסטיים מצביעים על כך שאומנם מניות אירופה אכן יעלו במקרה זה, אך המניות של השווקים המתפתחים (שאגב, זולות עוד יותר כעת מאשר האירופאיות), יעלו יותר.

אנו לא פוסלים כדאיות של ההשקעה באירופה בשנת 2020, אך מעריכים שזהו אינו מקום לתעודות סל, אלא לבחירה סלקטיבית של מניות.

ביצועי המדד STOXX 600 מאז שנת 1999



## שווקים פיננסיים | המשך

שווקים מתפתחים: שום דבר אינו בלתי אפשרי

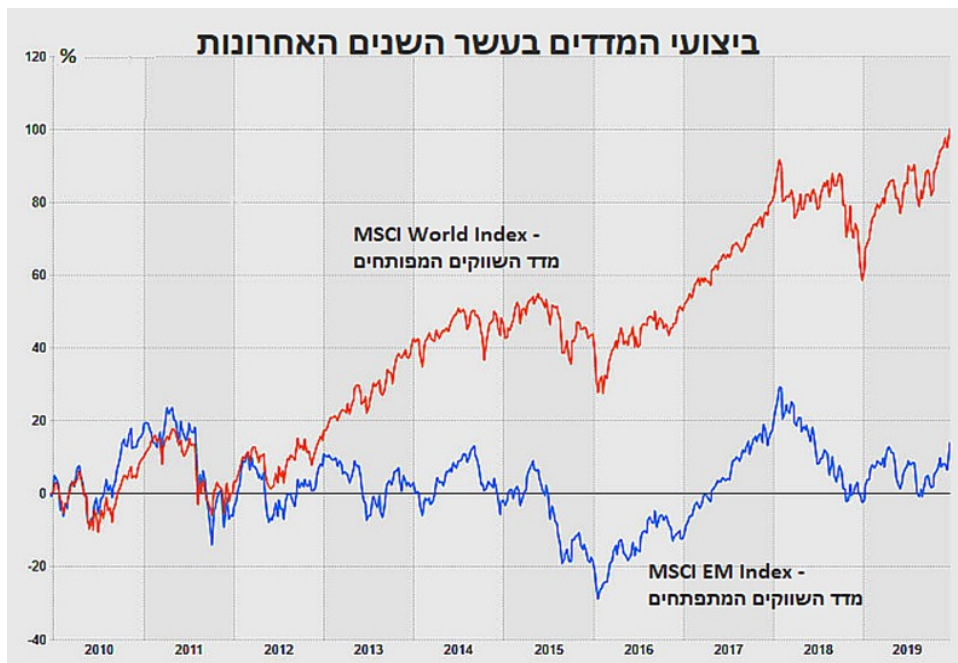
*"אמרתי שאתה נראה כמו ביצה, אדוני, ויש ביצים נאות מאוד, אתה יודע." (לואיס קרול, אליס מבעד למראה)*

שנת 2019 הייתה שנה מטלטלת עבור השווקים המתעוררים, עם עליות וירידות חדות. המשקיעים נאלצו להתמודד לא רק עם ההאטה החדה בכלכלת סין במחצית הראשונה של השנה, שחלחלה לפעילות הכלכלית הגלובלית, אלא שהסנטימנט גם נפגע מצד הסיכונים הפוליטיים על בסיס קבוע, כשממשל טראמפ הלך על שביל המלחמה בנושא הסחר. עם זאת, מרבית הנכסים בשווקים המתעוררים עדיין הניבו תשואות דו-ספרתיות ברמת המדדים, בעקבות השיפור בסיכונים הפוליטיים וההקלה במדיניות המוניטארית בעולם במחצית השנייה של השנה. בפתחה של 2020 חזר המדד הכללי של מניות שווקים המתפתחים, MSCI Emerging Markets, לשוק שורי, לאחר עלייה של מעל 20% מהשפל באוקטובר 2018. האם זה מבשר על כך שהשנה יצליחו השווקים המתעוררים סוף סוף לממש את ההבטחה רבת השנים? או שמא הם ימשיכו להבטיח להתעורר, כפי שעשו בעשר השנים האחרונות?

ג'ים אוניל, יו"ר הדירקטוריון של גולדמן זאקס לשעבר, שר האוצר של בריטניה לשעבר ואחד הכלכלנים המפורסמים ביותר בעולם, אומר כי תשובתו לשאלת התחזית לגבי השווקים המתפתחים ב-2020 מסתכמת בשני מילים: "זה מסובך". המדיניות המוניטארית של הפד וההחלטות המתקבלות בבית הלבן יישאו בהשפעה בלתי רגילה על השווקים המתפתחים. המדיניות הפיסקלית של ממשלת ארה"ב כמובן משפיעה בדרכים שונות על הנעשה בעולם כולו, אך בעת זו ההשפעה הגדולה ביותר נובעת מהחלטות פוליטיות ומדיניות. חיסולו של הבחיר האיראני, מו"מ הסחר, ועוד שלל נושאים שמקורם בחדר הסגלגל - או בטוויטר של הנשיא - בין רגע משנים את הסנטימנט בשווקים, מחלישים או מחזקים את הדולר, ומתחילים תהליכים גלובליים שאת תוצאותיהם הסופיות לא ניתן לחשב ללא מחשב קוונטי. באשר למדיניות הפד, אומנם כרגע הצפי הוא להמשך הריביות הנמוכות, שמגבילות את התחזקותו של הדולר וע"י כך מטיבות עם השווקים המתפתחים - אך התפתחויות פנים-אמריקאיות או גלובליות עשויות להביא לשינוי במדיניות זו.

חוזקתו של הדולר והסנטימנט בשווקים הינם הנושאים החשובים ביותר עבור השווקים המתפתחים, בין היתר בשל

נושא החוב. הממשלות במדינות המתעוררות עומדות בפני אתגר משמעותי בשנת 2020 כאשר אג"ח על סך של כמעט חמש טריליון דולר יגיעו למועד פירעון, כך על פי סוכנות הדירוג הבינלאומית Fitch. החובות הממשלתיים גדלו באופן משמעותי ביותר בשנים האחרונות, ומצבן עלול להפוך לרעוע אם הסנטימנט בשוקי האג"ח יורע.



## שווקים פיננסיים | המשך

### שווקים מתפתחים: שום דבר אינו בלתי אפשרי (המשך)

מאז סוף שנת 2009 ועד סוף 2019, הניב המדד הכללי של השווקים המתפתחים MSCI EM Index תשואה דולרית של 15% בלבד, לעומת התשואה של 105% במדד השווקים המפותחים MSCI World Index. כמובן שהביצועים של העולם המתועש הובילו על ידי אלו של ארה"ב, אך השווקים גם באירופה וגם ביפן הניבו ביצועים טובים בהרבה מאלו של השווקים המתעוררים. אם היינו מספרים למשקיעי המדינות המתפתחות בתחילת 2010, מה מצפה להם בעשר השנים הבאות, הם לא היו מאמינים: הרי שבעשור הקודם, הניב מדד ה-MSCI EM יותר מ-150% בעת שהמשקיעים בשוק האמריקאי הפסידו כסף, וזאת הודות לתמיכה פיסקלית ומוניטארית מסיבית מאוד של הרשויות בסין. כעת, בפתחה של 2020, הביצועים של שוקי המניות בשווקים המתפתחים בשנים הבאות עומדים בסימן שאלה בשל אותו הגורם שהניע אותם מעלה בעשור הקודם: התלות בסין.

על פי הערכות, 2020 תהיה השנה בה הצמיחה השנתית בכלכלה השנייה בגודלה ובחשיבותה בעולם, תרד מתחת ל-6%, לראשונה מזה יותר משלושה עשורים. על פי הערכת סוכנות הדירוג והאנליזה Moody's, הירידה המתמשכת בצמיחה הכלכלית של סין עשויה לקצץ את הציפיות בשנה הקרובה עבור כלל המדינות באזור אסיה. התחזית עבור שאר השווקים המתעוררים באזורים אחרים, שאינם משולבים בשרשרת הערך הסינית, גם מושפעת מהביצועים של הכלכלה הסינית: כך לדוגמה, יותר מרבע מהייצוא מברזיל מופנה לסין, כך שביקושים סיניים מהווים גורם השפעה כלכלי לא מבוטל גם במדינות מרוחקות מאוד ממנה. כמו כן, שוקי המניות והאג"ח של המדינות המתפתחות מסביב לעולם מושפעים על ידי הנעשה בסין דרך סנטימנט המשקיעים כלפי הנכסים המסוכנים.

גורם ההשפעה השלישי, לא פחות חשוב, הוא הרווחיות. התשואה על נכסים (ROA) של החברות הנסחרות במדינות המתועשות התאוששה חזרה לרמתה ערב המשבר הפיננסי הגלובלי. באותה העת, הרווחיות של החברות בשווקים המתעוררים לא רק שלא התאוששה אלא המשיכה להידרדר, כך שהפער בין לבין המדינות המפותחות הלך והצטמצם עד שהגיע בסוף 2019 לשפל של פחות מחצי אחוז. הסיבה לכך היא ההאטה בצמיחה (מכמעט 8% בשנת 2010 לכ-4% בשנה שחלפה) ורמות החוב הגבוהות שאינן מאפשרות מינוף נוסף ככלי לפצות על כך. כלומר, המשקיעים במניות השווקים המתעוררים אינם מקבלים פיצוי הולם על התנדטיות בה כרוכה השקעתם.

קיים גם גורם המחיר, שתמיד מובא כהוכחה לכדאיות ההשקעה בשווקים מתפתחים. מכפיל הרווח העתידי של השווקים המתפתחים עומד כעת על 12.8 לעומת 16.3 במדד הכלל-עולמי MSCI ACWI ו-17 במדד המדינות המפותחות MSCI World. על פניו נראה שהמניות של השווקים המתעוררים זולות מאוד. אך חשוב לקחת בחשבון, שהראלי של המחצית השנייה של 2019 הקפיץ את המכפיל העתידי של המדד MSCI EM לרף העליון של הטווח ההיסטורי של עשר השנים האחרונות (בין 8.6 ל-13). ואם נביט במכפילי הרווח הנוכחיים, נראה כי הם עומדים על 14.5 במדד MSCI EM, הרבה מעל הממוצע של עשר שנים, 12.5. כלומר, השווקים המתפתחים יקרים כעת לעומת הממוצע ההיסטורי הרב-שנתי. באותה העת, הגידול ברווחים בחברות בעולם המתעורר האט באופן משמעותי בשנים האחרונות; באופן כללי, הוא היה נמוך יותר בשווקים המתפתחים מאשר במפותחים, במרבית השנים מאז 2010.

נראה כביכול כי השווקים המתפתחים מציעים כעת סיכון ללא תמורה. אז למה BlackRock, Amundi, JPMorgan ו-HSBC מביעים "אופטימיות זהירה" ומדווחים על משקל-יתר (קטן, אבל בכל זאת) למניות של שווקים מתפתחים? אולי הם רואים משהו שאנו לא רואים? לא ברור.



## שווקים פיננסיים | המשך

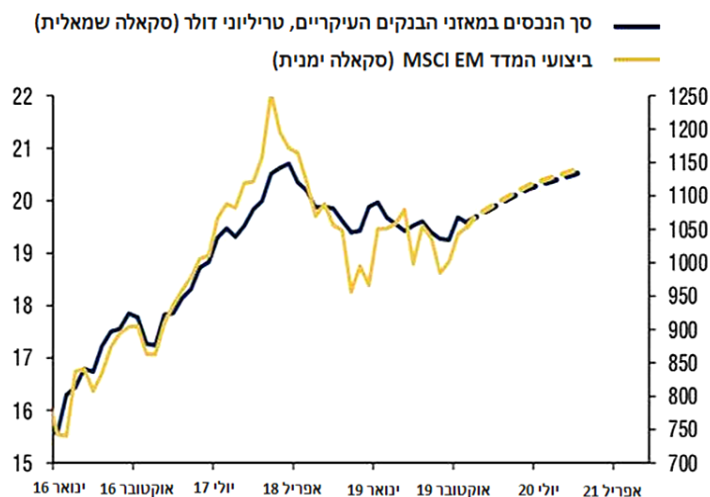
### שווקים מתפתחים: שום דבר אינו בלתי אפשרי (המשך)

למען האמת רק נזכיר, כי גם בפתחה של 2019 וגם בחלק גדול מהשנים האחרונות, מנהלי הנכסים הגדולים הביעו אותה הדעה. כך, בתחילת 2019 החזיקו BlackRock ו- HSBC במשקל-יתר בשווקים המתפתחים, בעוד JPMorgan צפו תשואות דו-ספרתיות. נכון, המדד MSCI EM אכן הניב תשואה דו-ספרתית בשנה שחלפה, 18.4%, אך המדד MSCI World הניב 27.6%. הם אנו זוכרים שנה אחת שבפתחה מנהלי הכספים והאנליסטים ניבו ביצועים עודפים בהרבה במדדים המשעממים של אירופה הדועכת ויפן המזדקנת? על פני החברות התוססות של העולם המתפתח הצעיר? שאלה רטורית, שכן תחזית שכזו לא תמכור.

אך לא הולם לסיים בנימה כה פסימית לאחר שנת השקעות כה טובה. נזכיר את הגורם היחיד שללא עוררין משפיע וימשיך להשפיע לטובת המניות של השווקים המתפתחים: הבנקים המרכזיים בעולם. לא רק שהבנקים המרכזיים העיקריים בעולם אינם צפויים להעלות את שיעורי הריבית, אלא שהם גם מרחיבים את מאזניהם. על פי המחקר של Merrill Lynch Bank of America, מאז 2016 קיים מתאם של 0.94 בין השינוי בהיקף הנכסים של הבנקים העיקריים (ארה"ב, אירופה, יפן וסין) לבין השינוי במדד MSCI EM. כך שבעצם, יתכן מאוד המשך המצב של 2019, כאשר הבנקים המרכזיים מרחיבים את הסיוע המוניטארי בתגובה להרעה בתנאים הכלכליים והפיננסיים, ובכך מחזקים את הראלי בשוקי המניות.

כמו כן, חשוב לזכור כי שווקים מתפתחים אינם מקשה אחת עם מרכיבים זהים, גם ברמת המאקרו וגם מיקרו. חברות מסוימות בשווקים המתפתחים רשמו ביצועים מעולים: כך, Samsung ו- Alibaba הסינית עלו בשנה האחרונה בכ- 50%, בשיעור דומה לעלייתן של Microsoft ו- Facebook האמריקאיות. אז כן, אפשר להשקיע בשווקים מתפתחים ולהרוויח תשואה נאה מאוד. עם כי כנראה, גם ב- 2020, כמו בעשר השנים האחרונות, ריצה עיוורת אחר מדדים כלליים, שוב לא תוכיח את עצמה.

המתאם בין מדיניות המוניטארית לבין ביצועי המניות בשווקים המתפתחים



\* הבנקים המרכזיים העיקריים: ארה"ב, גוש האירו, יפן, סין  
\* מתאם מאז שנת 2016: 0.94



### 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.