



# דוח המשבר: שלושת החודשים ששינו את העולם

גיליון מס' 63 | אפריל 2020



## || הרבעון הרע נגמר. הרע מאחורינו

העולם: אי-וודאות טראומטית

הזעזוע הכלכלי של משבר הקורונה הינו הרבה יותר עמוק ומהיר מזה שהביא אל כלכלת העולם המשבר הפיננסי הגלובלי - ואולי אף מהפגיעה של השפל הגדול. בשני המקרים האחרונים, שוקי המניות נפלו ב- 50% או יותר, שוקי האשראי קפאו, לאחר מכן הגיעו פשיטות רגל בהיקפי עתק, שיעורי האבטלה זינקו למעל 10% וכלכלות הצטמקו בשיעורים שנתיים של 10% או יותר. אך כל ההתפתחויות הללו נמשכו שנתיים או יותר; כעת, התפתחויות דומות התרחשו בתוך פחות משישה שבועות.

במהלך מרץ, שוקי המניות בעולם קרסו אל תוך שוק דובי בתוך 16 ימים: הנפילה המהירה ביותר בהיסטוריה. המדד הכלל עולמי MSCI AC World איבד 23% מאז סוף ינואר, אז הוכרז הסגר באזור הוביי שבסין (מקור המגפה), ועד סוף מרץ. שוקי האשראי קפאו, אם כי הודות לפעולות האגרסיביות של הבנקים המרכזיים חל שיפור משמעותי במצבם, פרט לשוקי אג"ח תשואה גבוהה, אשר אינם נהנים מתמיכת תוכניות הסיוע המוניטאריות. כל מרכיבי הביקושים המצרפיים פרט להוצאות הממשלה - צריכה, השקעות וייצוא - רושמים צניחה חסרת תקדים. אפילו בתקופת השפל הגדול או מלחמת העולם השנייה, הפעילות הכלכלית בעולם לא נעצרה, כפי שזה קרה בסין וקורה כעת באירופה, וארה"ב ובמדינות נוספות, המהוות כשני שלישי מאוכלוסיית העולם.

ענקיות הפיננסים כמו JP Morgan, Goldman Sachs ו-Morgan Stanley צופות כי התמ"ג האמריקאי יתכווץ בשיעור שנתי של 6% ברבעון הראשון ו- 24%-30% ברבעון השני. שר האוצר של ארה"ב הזהיר כי שיעור האבטלה עלול לזנק למעל 20%, פי שניים מהשיא של המשבר הפיננסי הגלובלי. אומנם כעת מרבית התחזיות מדברות על "V", כלומר ירידה חדה בפעילות הכלכלית והפיננסית, שלאחר מכן, במחצית השנייה, מוחלפת בהתאוששות חדה באותה המידה - אך כולן מזהירות כי לא ניתן להגיע לרמה כלשהי של ודאות בתחזיות עד ששיאה של המגפה הגלובלית יהיה מאחורינו. בינתיים, ההתפתחויות בכלכלה הגלובלית נראות כמו "I": קו אנכי המייצג צניחה בכלכלה הריאלית. בעצם, העולם מתמודד עם שתי מגפות: מגפת הקורונה ומגפת העצירה הכלכלית.

### סוף הרבעון הרע

- ⊙ אי-וודאות טראומטית
- ⊙ שוקי המניות מזועזעים
- ⊙ הבנקים משלימים הכנסה
- ⊙ מניות הנפט תחת אש
- ⊙ דולרים זהב מתחת לבלטות
- ⊙ אז מה יהיה? ומתי?
- ⊙ השפל הכלכלי הקצר אי פעם?
- ⊙ שווקים מתפתחים: תנו לנו דולרים



**TANDEM**  
CAPITAL

יוליה ויימן  
אנליסטית מאקרו  
שווקים גלובליים

למידע נוסף  
נא ליצור עמנו קשר:

אבא הלל סילבר 12  
רמת גן 52506  
טלפון: 03-6114626  
פקס: 03-6114645  
info@tandem-capital.com  
www.tandem-capital.com



## הרבעון הרע נגמר. הרע מאחורינו? המשך

### שוקי המניות מזועזעים

שוקי המניות בעולם סגרו את הרבעון הגרוע ביותר מאז המשבר הפיננסי הגלובלי. המדד הכלל עולמי MSCI AC World איבד 22% מתחילת השנה עד סוף מרץ. המדד S&P 500 סגר את הרבעון הראשון של 2020 עם ירידה של 20%, הגרוע מאז 2008, והמדד DJIA נפל ב-23%, הגרוע מאז 1987; רק הראלי של סוף מרץ בעקבות הסיוע הפיסקלי והמוניטארי המסיבי במדינות המתועשות, מנע מהשווקים האמריקאים לרשום הפסד שיכול היה להשתוות לימי השפל הגדול. מדד חברות הטכנולוגיה הגדולות, Nasdaq, סיים את הרבעון עם הפסד של 14% בלבד, באופן לא מפתיע (החברות ששימוש במוצריהם לא יורד ואף עולה בתקופת העוצר הכלכלי, שיושבות על כריות מזומנים בגודל של תקציב מדינה בינונית, אינן אמורות להיפגע אילולי הסנטימנט הירוד). מאידך, מדד החברות הקטנות והבינוניות, שחשופות יותר מהגדולות למחזור הכלכלי הפנימי - Russell 2000 - התרסק ב-31.5%.

המדד הבריטי FTSE הפסיד 25% ברבעון הראשון של השנה, הירידה שתופסת את המקום השני המכובד על פי גודלה בהיסטוריה הפיננסית של הממלכה המאוחדת. המניות של חברות תעופה, תיירות ובנקים הובילו את המהומה בשוק בלונדון. כך לדוגמה, המניה של מפעילת שיט תענוגות Carnival איבדה 75%, ומנייתה של International Consolidated Airlines צנחה ב-67%.

המדד הכלל-אירופאי STOXX 600 איבד 24% מתחילת השנה, הביצועים הרבעוניים הגרועים ביותר מאז הקמת המדד ב-1998. חודש וחצי של ירידות מחקו את כל הרווחים של המדד מאז 2012. כלל הסקטורים במדד צנחו, אך ההפסדים הגדולים ביותר נרשמו (כמובן) בענף תיירות ופנאי, 45%, כלי רכב וחלקים, 39%, בנקים, 39%, ואנרגיה, 36%. המנצחים, כלומר, אלה שהפסידו פחות מכולם, היו (שוב כמובן) בריאות עם ירידה של 10%, שירותים ציבוריים, 13%, וטכנולוגיה, 18%.

עבור כל מי שעקף אחר השווקים הפיננסיים, הרבעון הראשון של 2020 הרגיש כמו שלוש שנים. זה לא דווקא הירידות עצמן, אלא התנודתיות מורטת העצבים שלוותה את שוקי המניות מאז שהם למדו על המגפה. מדד הפחד של המניות האמריקאיות, VIX, הגיע באמצע חודש מרץ לרמה של מעל 80 נקודות. אומנם מאז הוא ירד ל-54 (ב-

31 במרץ), אך גם זו הינה הרמה הגבוהה ביותר בהיסטוריה: לשם השוואה, בשיאו של המשבר הפיננסי הגלובלי, הגיע ה-VIX לרמה של 44 נקודות. אין ספק שבעתיד, בספרי ההיסטוריה של השווקים הפיננסיים יוזכר הרבעון הזה בהרחבה רבה, אם לא בגלל עומק הירידות, אזי בשל מהירותן והתנודתיות העזה שלוותה אותן.

שינויים רבעוניים במדד כלל עולמי MSCI AC World Index



## הרבעון הרע נגמר. הרע מאחורינו? | המשך



### הבנקים משלימים הכנסה

אחד הענפים שנפגעו באופן הקשה ביותר הן באירופה והן בבריטניה היו הבנקים. הבנקים הגדולים בבריטניה הסכימו לבקשתו של הבנק המרכזי לבטל את תשלומי הדיבידנדים למשקיעיהם עבור שנת 2019; המהלך ישחרר ל-Barclays, RBC, HSBC, Lloyds ואחרים הון על סך כמעט 10 מיליארד דולר. ביטול הדיבידנדים הוא חלק מצעדי ההכנה של הבנקים לקראת כניסתה של בריטניה למיתון קשה שצופה הבנק המרכזי; התקווה היא שהכספים הללו יסייעו לבנקים להגדיל מתן הלוואות לפרטים ולעסקים. הבנק המרכזי גם הורה לבנקים באנגליה לבטל כליל תשלומי בונוסים ולדחות רכישות חוזרות של מניות. גם הבנקים האירופאים התבקשו על ידי הבנק המרכזי להשהות את תשלומי הדיבידנדים ורכישות חוזרות עד חודש אוקטובר לפחות, בכדי לפנות אמצעים למתן הלוואות בעת צרה. מספר בנקים גדולים, כגון Commerzbank, ABN AMRO, KBC ואחרים כבר הודיעו כי הם יצייתו לבקשת קובעי המדיניות וישמרו על הונם בכדי לתת מענה הולם לביקוש להלוואות וכן לכסות על ההפסדים הצפויים מצד הגידול הצפוי בהלוואות ללא החזרים. ביטולם של הדיבידנדים בעבור 2019 בלבד יחסוך לבנקים האירופאים כ- 50 מיליארד דולר.

הבנקים השוויצריים בינתיים לא נענו לבקשתו של הבנק המרכזי לבטל דיבידנדים רטרואקטיבית: Credit Suisse ו-UBS הודיעו כי הדיבידנדים בעבור 2019 ישולמו במלואם. גם הבנקים הגדולים בארה"ב, כולל JPMorgan, Citigroup, Wells Fargo, BNY ואחרים, צפויים לשלם דיבידנדים בעבור השנה שחלפה, אם כי הם הודיעו על ביטול רכישות חוזרות של מניות בכדי לשחרר הון לצרכנים ולחברות האמריקאיות. צריך לומר כי השהיית הדיבידנדים הינה פחות קריטית עבור הבנקים בארה"ב לעומת עמיתיהם האירופאים, שכן בשנים האחרונות הם נהנו מרווחים נאים וצברו הון בקצב מהיר. עם זאת, מניות של הבנקים האמריקאים נפלו הרבה יותר מאשר השוק הרחב, כמו גם של הבנקים האירופאים. המניות במדד Banks Index 600 STOXX Europe נפלו בכמעט 40% ברבעון הראשון של 2020, ומדד הבנקים האמריקאים Dow Jones US Banks Index איבד 41%. חברת הדירוגים והאנליזה S&P Global הזהירה כי גל מקרי חדלות פירעון והורדת הריביות לרמת האפס, עלולים לגרום להתכווצות רווחי הבנקים בארה"ב לראשונה מאז 2008.

### מניות הנפט תחת אש

אחת הסיבות לביצועים הנחותים של המדד הכלל-אירופאי והמדד הבריטי לעומת מקביליהם בעולם ברבעון הראשון של השנה היא חשיפתם לסקטור הנפט והגז. המניות של חברות הנפט חטפו הן בשל הצניחה בביקושים הגלובליים (בעקבות עצירת הפעילות הכלכלית) והן בגלל הזינוק בהיצע על רקע מלחמות המחירים בין רוסיה לאופ"ק. כתוצאה משני הגורמים הללו, עודף היצע של הנפט בעולם צפוי לגדול למחדי עתק; מחירי הנפט רשמו את הצניחה הרבעונית הגדולה ביותר אי פעם, מעל 65%.

גם אם מדינות יצרניות הנפט יחתמו על הסכם שלום ויתחילו לצמצם את התפוקה, עודף ההיצע יישאר על קנו שכן הביקושים אינם צפויים לחזור למצבם הטרומ-משברית בעתיד הקרוב. גם לאחר סיום הסגר העולמי, ייקח חודשים רבים לכלכלות לחזור לפעילות התקינה, והביקוש לנפט ימשיך להיות חלש. כך, במקרה וכל יצרניות הנפט העיקריות בעולם, כולל ארה"ב (תסריט אפשרי תיאורטי אך קשה לביצוע) מסכימות על צמצום משמעותי מאוד בתפוקה, הדבר יכול לשים רצפה מתחת למחירי הנפט, אך ככל הנראה לא יחזיר את המחירים לרמה של השנה שחלפה. כתוצאה, התחזית עבור מניות הנפט והגז האירופאיות, בעלות מתאם גבוה עם מחירי הנפט מסוג Brent, אינה אופטימית.



## הרבעון הרע נגמר. הרע מאחורינו? המשך

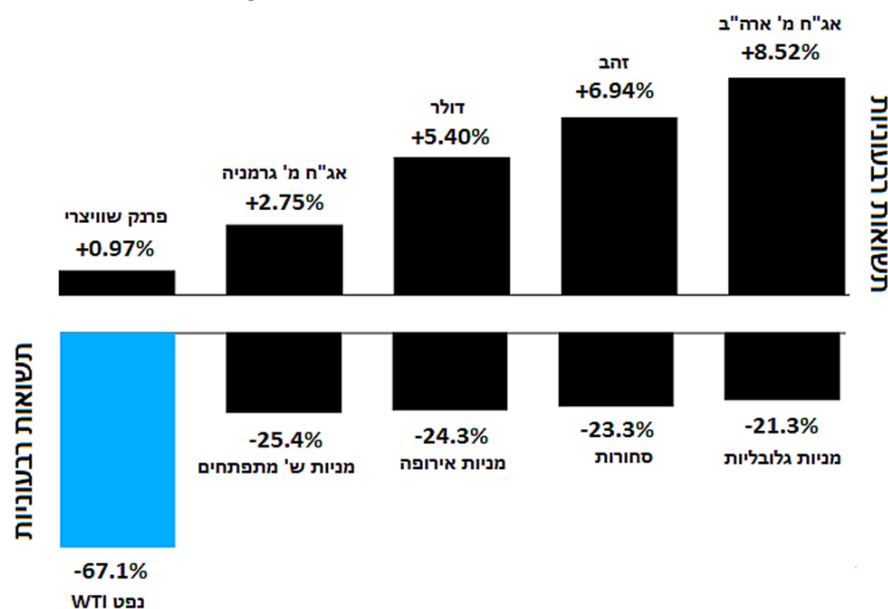
### דולרים וזהב מתחת לבלטות

לאחר סיומו של אחד הרבעונים הדרמטיים ביותר בהיסטוריית השווקים הפיננסיים, רשימת המנצחים נראית ברורה מאליה: הרי שאלו הם הנכסים הבטוחים, חופי מקלט. ואכן, אלה הם שישה סוגי הנכסים הפיננסיים, שבאופן צפוי לגמרי היו היחידים שסיימו את הרבעון עם תשואה חיובית: אג"ח ארה"ב, זהב, הדולר האמריקאי, אג"ח ממשלת גרמניה, הפרנק השוויצרי.

נכון, אלה הם הנכסים שהיינו מצפים לראות בראש הטבלה לאחר תקופה כה מזעזעת. אך חשוב להזכיר, שהם הגיעו לאן שהם הגיעו לאחר זעזועים לא פחותים ממה שראינו בשוקי המניות. אג"ח ממשלת ארה"ב רשמו בחודש מרץ זעזועים לא אופייניים לנכס מקלט: מדד התנודתיות הגיע לשיאו מאז 2008. התשואות שברו שיאים במציאת נקודות שפל חדשות, ואז קפצו כשהמשקיעים והבנקים המרכזיים בעולם (בעיקר במדינות המתפתחות) מכרו את הנכסים הנזילים ביותר על פני הגלובוס בעבור דולרים מזומנים. צעדי הפדרל ריזרב הצליחו להפחית את הלחץ מצד מכירות הבנקים המרכזיים, אך המשקיעים הפרטיים והמוסדיים המשיכו לשחות במים סוערים. גם אג"ח ממשלת גרמניה חוו במרץ את נפילת התשואות לקרבת מינוס 1%, ואז את הזינוק השבועי המהיר ביותר מאז שנות ה-90 על רקע בעיות הנזילות והביקוש למזומנים. התנודתיות גם לא פסחה על המלך דולר, עם קפיצות ונפילות מרהיבות שליוו את ההתפתחויות בתנאי הנזילות הדולרית בעולם. גם "הבונקר הפיננסי לעת סוף העולם", הזהב, עבר בחודש מרץ טלטלה יוצאת מן הכלל, שהודגשה על ידי עלייתו של מדד התנודתיות CBOE Gold ETF Volatility Index לשיאו מאז נובמבר 2008.

על אף הזעזועים שחוו, הנכסים הללו סיימו את הרבעון הראשון של 2020 עם תשואה חיובית. שאר סוגי הנכסים הפיננסיים חוו תנודתיות אף יותר גבוהה, וירידות רבעוניות חדות. המדד S&P 500 רשם את הרבעון הגרוע מאז 2008. תוך כדי תנודתיות חדה יותר ממה שחוינו במהלך המשבר הפיננסי; אותו הדבר ניתן לומר לגבי המדד הכלל-אירופאי. מדד הסחורות של בלומברג סגר את הרבעון עם נפילה של 25% על אף האחזקה הגדולה בזהב שהתחזק, בהובלה למטה על ידי הנפט. התרסקות של 67% במחיר הנפט בתוך פחות משלושה חודשים מסמלת את הרבעון הגרוע ביותר בהיסטוריית מחירי הנפט.

### ביצועי הנכסים הפיננסיים העיקריים



## הרבעון הרע נגמר. הרע מאחורינו?

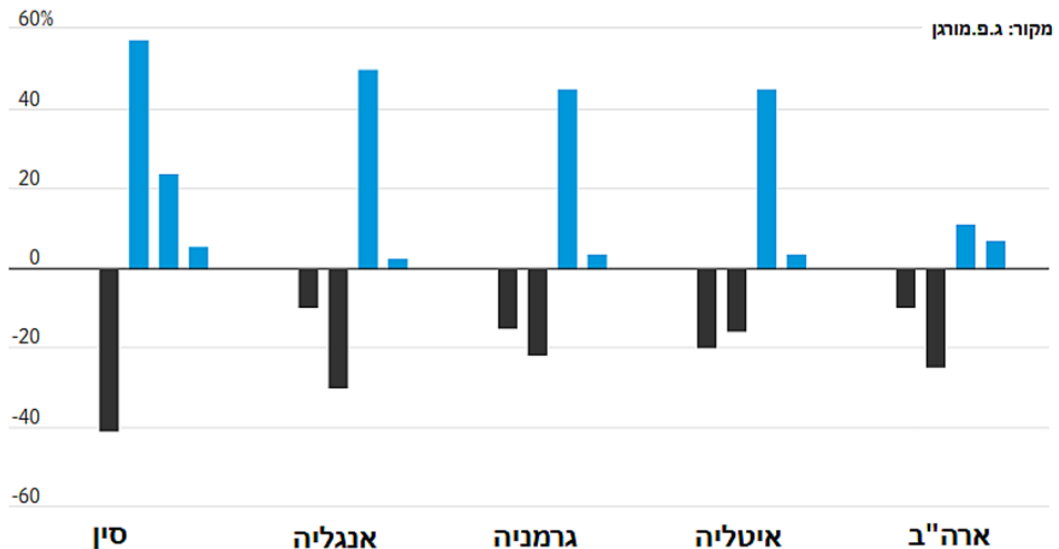
אז מה יהיה? ומתי?

האם אותה הנקודה ב- 23 במרץ, בה שוקי המניות הגלובליים התרסקו ב- 35% ויותר משיאם בחודש פברואר, סימנה את השפל של המשבר הנוכחי עבור המניות?

חלק מהאנליסטים סבורים שכן: הרי שהשווקים בדרך כלל מקדימים את הכלכלה הממשית במספר חודשים; אם השפל הכלכלי צפוי להגיע ברבעון השני של השנה, אזי יש מקום לקוות כי בשווקים, הגרוע ביותר כבר מאחורינו, גם אם נראה עוד ירידות חדות ותנודתיות עזה. הבעיה עם הטענה הזו היא שהפעם, החיזוי הכלכלי הכי רחוק שאפשר ממדע מדויק: קשה עד בלתי אפשרי לחזות את מלוא הנזק שייגרם כתוצאה מהמגיפה ומהצעדים שננקטו בכדי לבלומה. רוב הסיכויים הם שמבחינת הכלכלה, המצב יחמיר הרבה יותר לפני שהוא מתחיל להשתפר; מועד תחילתה של ההתאוששות הכלכלית תלוי במגמת ההתפשטות של נגיף הקורונה ובמידת הצלחתם של הצעדים לבלימתה. מידת ההצלחה זו תקבע את אורך העוצר הכלכלי ואת עומקו של בור המיתון אליו נכנסנו; ככל שהעוצר יהיה ארוך יותר, כך נאבד יותר קיבולת כלכלית, מה שיקשה על התאוששות מהירה. באשר לצורת ההתאוששות: L, U, V או כל אות אחרת על פי בחירה חופשית - אמורות לסמן את מהירות היציאה ממיתון אל האור; כאמור, הפעם, המהירות הזו תיקבע אך ורק תוך כדי ריצה. בינתיים, לא ניתן לראות כעת כמה נזק ייגרם ומתי הרעה תחלוף.

### העוצר הכלכלי בעקבות הקורונה: השלכות על הצמיחה

השינויים החזויים בתמ"ג (שינוי רבעוני בחישוב שנתי)



בעיית חיזוי נוספת נוגעת לרווחי החברות - אחד הנתונים הפונדמנטליים הקובעים את שווי הנכסים הפיננסיים. שורה של הזהרות רווח מאותתות כי הרווחים צפויים לקרוס במחצית הראשונה של השנה; האם בשנייה הם יתאוששו? בעוד שהנפילה ברווחים צפויה להשתקף במלואה בדוחות של הרבעון השני - בו החברות יספגו את הקריסה בצריכה הפרטית - טבעה המתפתח של המגפה מקשה על מתן תחזית לגבי המשך השנה. חלק מהאנליסטים בוול-סטריט הפסיקו מתן תחזיות כמותיות, על רקע ההנחה כי לא ניתן בשלב זה לכמת את השלכות הפוטנציאליות של מגפת הקורונה על הכלכלה ועל הרווחים.



## הרבעון הרע נגמר. הרע מאחורינו? המשך

אז מה יהיה? ומתי? (במשך)

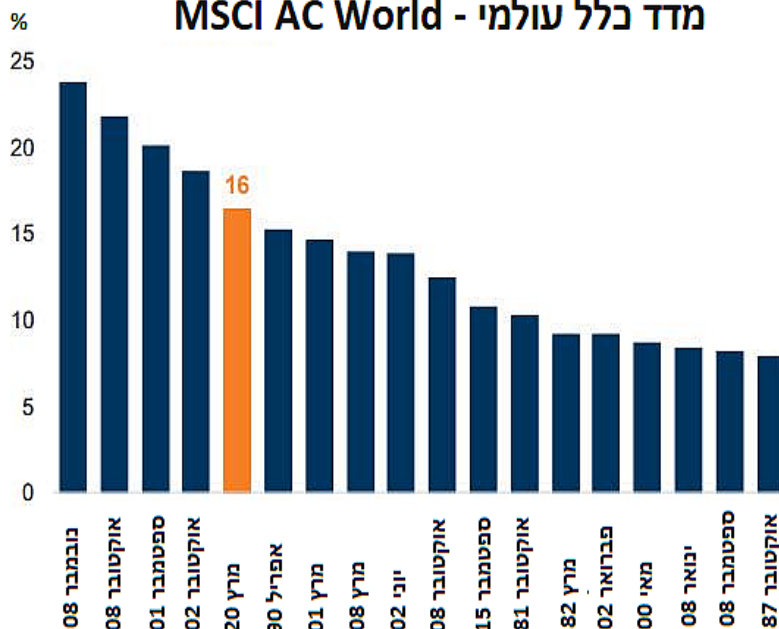
מאידך, האנליסטים המספיק אמיצים בכדי לנקוט במספרים, מזהירים כי המודלים שלהם מושתתים על הנחת התאוששות כלכלית חזקה במחצית השנייה של השנה, מה שאינו וודאי. האסטרטגים של Credit Suisse מזהירים, כי עדכון המודלים עם הנתונים הכלכליים האחרונים מביא לתחזית של ירידה שנתית של 10% ברווחי החברות בארה"ב. ככל שיגיעו נתונים גרועים יותר, כך המודלים יעודכנו ומצב הרוח ידעך. נסכם: ללא צפי לשיפור ברווחי החברות באיזושהי נקודה מסוימת בטווח הקרוב, קשה לקבוע שעברנו את השפל.

וגם - עוד דבר שיקשה על שוקי המניות, הוא הצטמקות הרכישות החוזרות. תוכנית הסיוע הפיסקלית של הקונגרס האמריקאי כוללת סעיף האוסר על הרכישות החוזרות ועל חלוקת הדיבידנדים לגופים עסקיים המבקשים לקבל סיוע ממשלתי. בשנת 2019, רכשו החברות האמריקאיות את מניותיהן על סך הכולל של 730 מיליארד דולר, מה שהעלה את ערך המניות ואת הרווח למניה. השנה, החברות בטח ובטח לא יפזרו כספים מזומנים תוך כדי משבר: הנזילות כעת הינה שם המשחק. האנליסטים של S&P Dow Jones Indices טוענים כי גם אחרי סיומו של המשבר, הרכישות החוזרות יתאוששו באופן איטי - הן כי תוכנית הסיוע אוסרת אותן למשך שנה לאחר סיום תוכנית ההלוואות הממשלתית, והן כי החברות הזדקקו לכספים הללו לצרכים חיוניים יותר, כגון בנייה מחדש של קיבולת הייצור והמכירות.

כך או כך, נראה שבינתיים שוק דובי נמשך. אבל המשקיעים יכולים להתנחם בכך שבטווח ארוך, השווקים תמיד עולים (טוב, לא בכל מקום, אבל בכל זאת), ובינתיים להשתעשע בריצות הראלי תוך כדי מגמת הירידות. כל השווקים הדוביים בארבעים השנים האחרונות אופיינו בעליות חדות תוך כדי תנועה למטה; חלקן היו גדולות מאוד. כך לדוגמה, בין סוף נובמבר 2008 לתחילת ינואר 2009, עלה המדד MSCI ACWI ב-24%; הממוצע של 18 העליות הללו בתוך שווקים דוביים עומד על 13.5%. והינה עוד משהו אופטימי: אומנם משבר הקורונה אינו דומה למשברים

קודמים מאז השפעת הספרדית לפחות, אך התנועות בשווקים יכולות להיות דומות מאוד, ויתכן ואפשר להסתמך על הנתונים הסטטיסטיים מן העבר. היסטורית, מאז 1928 כל השווקים הדוביים בארה"ב היו קצרים מאוד יחסית לשווקים שוריים: כך, השוק הדובי הארוך ביותר, זה של השפל הגדול, ארך 34 חודשים; בעוד שהשוק השורי הקצר ביותר, שהחל ב-2002, ארך 61 חודשים. קצת נחמה.

עליות שהתרחשו בתוך שוק דובי  
מדד כלל עולמי - MSCI AC World



## הכלכלה בעולם

### השפל הכלכלי הקצר אי פעם?

מבט מהיר אל הנתונים הכלכליים המקדימים מספיק בכדי להתחיל לחשוש כי אנגליה ומרבית גוש האירו, ואולי גם ארה"ב, נעים לקראת שפל כלכלי. על פי הגדרה, שפל כלכלי הינו מיתון כבד וממושך מאוד; אך במהותו הוא אינו עוד מיתון, רק יותר קשה ויותר ארוך. מיתון הוא כמו נגיף השפעת - קשה יחסית למצב של בריאות מלאה, אבל עובר מהר ולאחר ההתאוששות לא מותיר זכר; שפל כלכלי הוא כמו מחלת הסרטן: לא רק שהמצב מתדרדר מאוד ונותר גרוע לאורך זמן, אלא שגם לאחר ההחלמה איטית ומייגעת, בריאות מלאה אינה מובטחת. אם כלכלות העולם יכנסו לשפל כלכלי ממשי, הדרך בחזרה אל הבריאות הכלכלית עלולה לקחת מספר שנים.

אחד המדדים לקביעת השפל היא התעסוקה: שיעור האבטלה כעת, שיעור הגידול עד כה ושיעור הגידול המשוער. משבר הקורונה אינו דומה בופן זה לתקופות מיתון אחרות ואף לא למשבר הפיננסי הגלובלי, שבשיאו הגיע שיעור האבטלה בארה"ב ל-10%. כעת, זה דומה יותר לתקופת השפל הגדול בתחילת המאה הקודמת, אז שיעור האבטלה בארה"ב (לפי הגדרות של התקופה) הגיע ל-25%. עשרה מיליון בקשות חדשות לדמי אבטלה בארה"ב בתוך שבועיים בלבד, מעידים שזהו כיוון ההשוואה הנכון; ההבדל בין המצב הנוכחי לשפל הגדול הוא במהירותה של המכה הכלכלית: מה שאז לקח ארבע שנים, עכשיו צפוי להגיע בתוך שבועות ספורים. בתקופת השפל הגדול, שיעור האבטלה בארה"ב עלה מ-3.2% בשנת 1929 ל-24.9% בשנת 1933. הכלכלנים והאנליסטים צופים כי שיעור האבטלה בארה"ב יקפוץ מ-3.4% בחודש פברואר 2020 לרמה של 20% עד 30% במהלך הרבעון השני של השנה.

התחזית אכן קודרת, אך חייבים לציין לטובת המאה ה-21 את קיומם של דמי אבטלה, אבטחת הכנסה, תלושי מזון ותוכניות הסיוע הממשלתיות; כלומר, לא מדובר פה על רעב המוני, אלא על ירידה מספיק גדולה בהכנסות בכדי ליצור ירידה משמעותית אך זמנית בצריכה הפרטית. כמו כן, תסריט הבסיס מושתת על ההנחה כי הפעם, המשבר הכלכלי יהיה קשה אך קצר, וכבר במחצית השנייה של השנה נראה התאוששות משמעותית בפעילות הכלכלית. משמעות הדבר היא שאם ההנחה נכונה, אזי מרבית המובטלים יחזרו למקומות העבודה, ועם הזמן, הצריכה הפרטית תחזור להוות כוח הדוחף את שיעורי הצמיחה מעלה.

עם זאת, כל עוד אנו בעיצומה של המגפה הגלובלית, קשה עד בלתי אפשרי לנחש כמה זמן נצטרך להיות בעוצר כלכלי, מתי ואיך נצא ממנו ואיך תראה התאוששות. לכן גם לא נדע עד רגע האמת כמה עסקים נסגרו זמנית וכמה כבר לא יחזרו לפעול (ומה יהיו ההשלכות של פשיטות רגל על הבנקים ועל תקבולי המיסים); מה היקף ההשקעות והמכירות הקמעונאיות האבודות; מהו גודל הירידה שתגיע לשוקי הנדל"ן, בנקים, ועוד. מדינות עם תלות גבוהה בהכנסות מענף התיירות, כמו תאילנד או איטליה, נמצאות בבעיה יותר קשה מאחרות, שכן זה יהיה ככל הנראה הענף האחרון שיתאושש.

גם במדינות בהן המשלה מסייעת לחברות עסקיות על מנת למנוע פיטורים המוניים, ההתמוטטות של הצריכה הפרטית היא בסדר גודל כזה שחברות רבות פשוט לא ישרדו, עם סיוע או בלי. גם החובות של תאגידים, שגדלו באופן חד מאז המשבר הפיננסי הגלובלי, יוסיפו לקושי של חלק מחברות לחזור לפעילות עסקית סדירה לאחר משבר הקורונה. אפשר להתנחם בכך שלפחות, הדבר ימוטט קודם כל את החברות העסקיות החלשות ששרדו רק בזכות המימון הזול, וכי לאחר המשבר, החברות שהוכיחו את עמידותן, ייהנו מנתח שוק גדול יותר.

בינתיים, התביעות לדמי האבטלה, הבקשות לסיוע ממשתי מצד העסקים וסקרי מנהלי הרכש מצביעים על מגמה כלכלית קודרת. העולם לעולם לא חווה התמוטטות כה מהירה ומקיפה בפעילות העסקית; הממשלות, לפחות במערב, מנסות לעזור - אך גם להן עדיין אין מושג מהו גודל הבעיה עימה יצטרכו להתמודד.





## הכלכלה בעולם

### השפל הכלכלי הקצר אי פעם? (המשך)

בהשוואה לשפל הגדול, אנו במצב טוב יותר במונח של הידע הכלכלי הרחב שנצבר מאז, והיכולת והנכונות של קובעי המדיניות לעשות הכול בכדי למנוע מאזרחיהם מחיר חברתי, אנושי וכלכלי בלתי נסבל. אך ממשלות ובנקים מרכזיים אינם כל-יכולים; גם משאביהן של המדינות העשירות ביותר הם מוגבלים.

גם אם אנו יודעים כי הקשיים הם ברובם זמניים, מה שהופך את המשבר הזה לכה קשה זהו חוסר וודאות גבוהה מאוד, המקשה על תחזיות כלכליות ופיננסיות. כולנו תקווה כי ההשקעה הכבירה והידע המדעי רחב יגעלו את העולם מהמגפה במהירות, ונוכל להתפנות לעבודת השיקום של הכלכלה הגלובלית, כך שגם אם זהו אכן שפל כלכלי, הוא יהיה הקצר ביותר בהיסטוריה.

### שווקים מתפתחים: תנו לנו דולרים

נגידת קרן המטבע הבינלאומית, קריסטלינה גאורגייבה, אמרה לאחרונה כי עבור השווקים המתפתחים, משבר הקורונה גרוע יותר מאשר כל משבר אחר שידע הגוף הפיננסי הבינלאומי מאז היוסדו בשנת 1945. על פי דבריה, העולם המודרני אף פעם לא היה בסיטואציה בה הכלכלה הגלובלית נעצרת, לכן היא צופה מיתון כלכלי גלובלי עמוק וקשה מאוד. המצב קשה לכולם, אך המדינות המתעוררות נפגעות הרבה יותר, שכן לחלקן הגדול אין משאבים מספיקים בכדי להילחם במשבר כפול, בריאותי וכלכלי. קרן המטבע העמידה את כל הקרן הרזרבית שלה, על סך 1 טריליון דולר, לטובת הסיוע למדינות החלשות; עד כה 90 מדינות ביקשו את מימון החירום של הקרן. יש לציין כי מרבית המדינות שהזדקקו לסיוע הינן אלו שרשמו בעיות כלכליות נ/או מבויות לפני משבר הקורונה, וזכו לכותרות מדאיגות במספר מקרים בעשור האחרון.

כלכלני Morgan Stanley אומרים כי אם בשנת 2008, השווקים המתפתחים נפגעו פחות מהמשבר הגלובלי והתאוששו מהר מאוד אחריו, אך הפעם הם יסבלו כמו המדינות המתועשות. הצפי הוא כי התמ"ג של השווקים המתפתחים ייפול השנה ב- 1.5%, הירידה הראשונה מאז 1951.

אחד מנתיבי הפגיעה העיקריים של משבר הקורונה בשווקים המתעוררים הוא המהומה בשווקים הפיננסיים הגלובליים, שגורמת למשקיעים להזרים את כספיהם לנכסים הנחשבים בטוחים, כמו הדולר, הזהב או האג"ח של הממשלות המערביות, או אלה הנתמכים על ידי הבנקים המרכזיים במערב, כגון אג"ח חברות מערביות בדירוג גבוה. זאת, על חשבון הנכסים הנחשבים למסוכנים, ובינם נכסי השווקים המתפתחים. על פי נתוני המכון למימון בינלאומי (IIF) וקרן המטבע, מאז תחילת במגפה בסוף ינואר ועד סוף חודש מרץ, משכו המשקיעים הבינלאומיים כמעט 90 מיליארד דולר ממניות ואג"ח של המדינות המתפתחות, בריחת ההון הגדולה ביותר אי פעם. משיכות הללו מתווספות למכות קשות נוספות שספגו שווקים מתפתחים לאחרונה, כגון הירידה במחירי הנפט ושאר הסחורות (חלק גדול ממדינות הללו הינן יצואניות), קריסת ענפי התיירות, והירידה החדה בביקושים לייצוא ובכלל בסחר הבינלאומי.

בריחת הון מוסיפה ללחץ כלפי מטה על המטבעות של המדינות המתפתחות, שרושמות נפילה חדה אל מול הדולר, ובחלק מהמקרים מגיעות לשפל כל הזמנים מול המטבע האמריקאי. הבנקים המרכזיים במדינות המתעוררות, כמו מקביליהם במערב, נאלצים להרחיב את המדיניות המוניטארית בשל המשבר הכלכלי, ועל אף היחלשות המטבעות. אך אין מדינה מתפתחת שיכולה להרשות לעצמה להתעלם משארי החליפין, כך שנפילות ותנודתיות במטבעות המקומיים מותירות הרבה פחות מרחב תמרון למדיניות הבנקים.





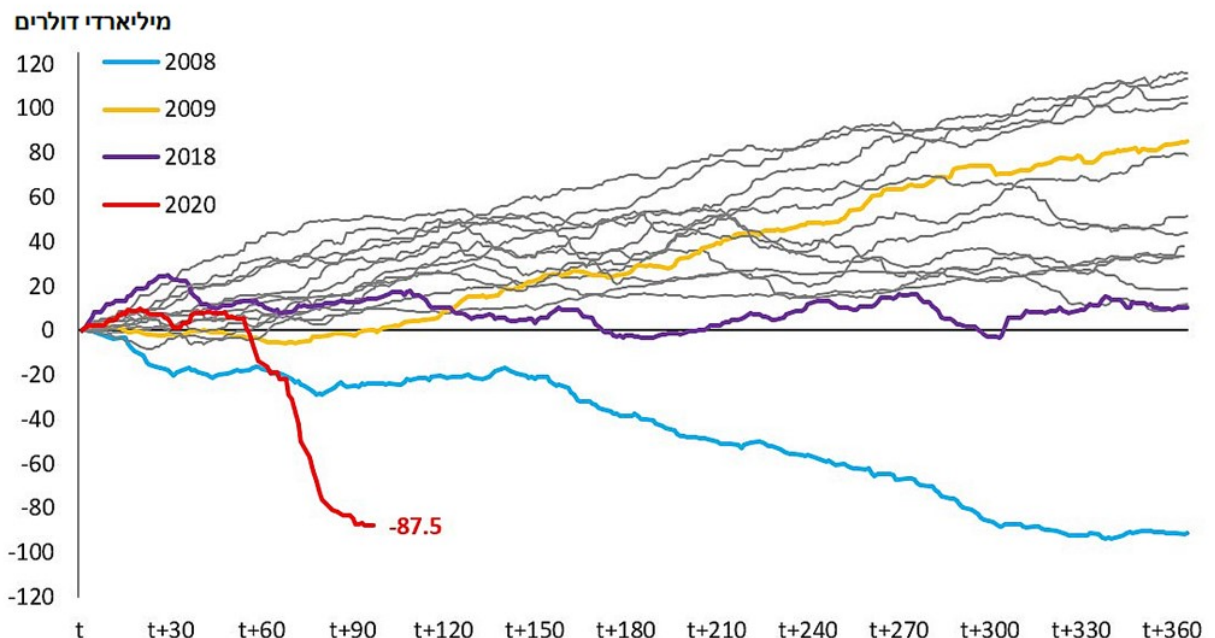
המשך || הכלכלה בעולם 

שווקים מתפתחים: תנו לנו דולרים (המשך)

כך לדוגמה, נאלץ הבנק המרכזי של רוסיה לאחרונה לוותר על קיצוץ נוסף בשיעורי הריבית בשל הנפילה הדרמטית בערכו של הרובל. אך רוסיה, עם עתודות המט"ח הגבוהות והחוב הנמוך, נמצאת במקום טוב יחסית למדינות מתפתחות אחרות. לחלק מהן, כמו לארגנטינה, חוב ממשלתי גבוה מאוד במט"ח; לאחרות, כמו לטורקיה - חוב תאגידי דולרי בהיקפים גדולים. ישנן מדינות, כמו דרום אפריקה, שבהן חלק גדול מהחוב במטבע מקומי מוחזק על ידי משקיעים זרים, וקיים סיכון גבוה מאוד שאלה לא יהיו מעוניינים בחוב שהונפק במטבע שהפך לחסר ערך. על פי ניתוח של Moody's, המדינות שיצטרכו לגלגל חלק גדול מחובן בתנאים הרבה פחות טובים מהעבר הלא רחוק, או לקבל סיוע חיצוני, ב-12 החודשים הקרובים, הן פיג'י, בחרין, מונטנגרו, סרי לנקה, קרואטיה, הונדורס, טוניסיה, טורקיה, אלבניה, קוסטה ריקה, אוקראינה, הרפובליקה הדומיניקנית ומרוקו. מדינות נוספות עומדות מול קפיצה משמעותית בשירות החוב הצפוי בשנה הקרובה, שכלל הנראה לא יוכלו לעמוד בהם: ארגנטינה, דרום אפריקה, אנגולה, זמביה, אקוודור, לבנון ועוד. בסך הכל, חובות השווקים המתפתחים שמועד פירעונם חל ב-2020, מסתכם ב-5.5 טריליון דולר.

האנליסטים של Morgan Stanley ניתחו את צרכי המימון החיצוני (שירות החוב החיצוני ומימון הגירעון בחשבון השוטף) ב-12 החודשים הקרובים, אל מול עתודות המט"ח של המדינות המתעוררות. הם מצאו כי בתנאי סטרס כפי שהם כעת, הכוללים המשך מחירי נפט נמוכים, היעדר הכנסות מתיירות, ירידה של 25% בהעברות העובדים בחו"ל וצניחה של 33% באחזקת זרים של ני"ע מקומיים, שווקים מתפתחים רבים יתקשו מאוד לכסות את צרכי המימון הדולריים ויהיו תלויים במימון בשוקי האג"ח המציאים להם כעת תנאים גרועים שמשמעותם הגדלת החוב החיצוני והתשלומים בגינו, באופן שאינו בר קיימא עבור המדינות החלשות מבחינה כלכלית. שיעור שירות החוב מתמ"ג של השווקים המתפתחים כבר עלה לשיא מאז 2005, וזה עוד לפני שהפגיעה בכלכלות שלהם התרחשה במלואה. ב-Morgan Stanley מזהירים, כי חלק מהמדינות המתעוררות נראות לא עמידות בפני המשבר העולמי הנוכחי.

זרמי הכספים למניות ואג"ח של השווקים המתפתחים בכל שנה מאז 2005



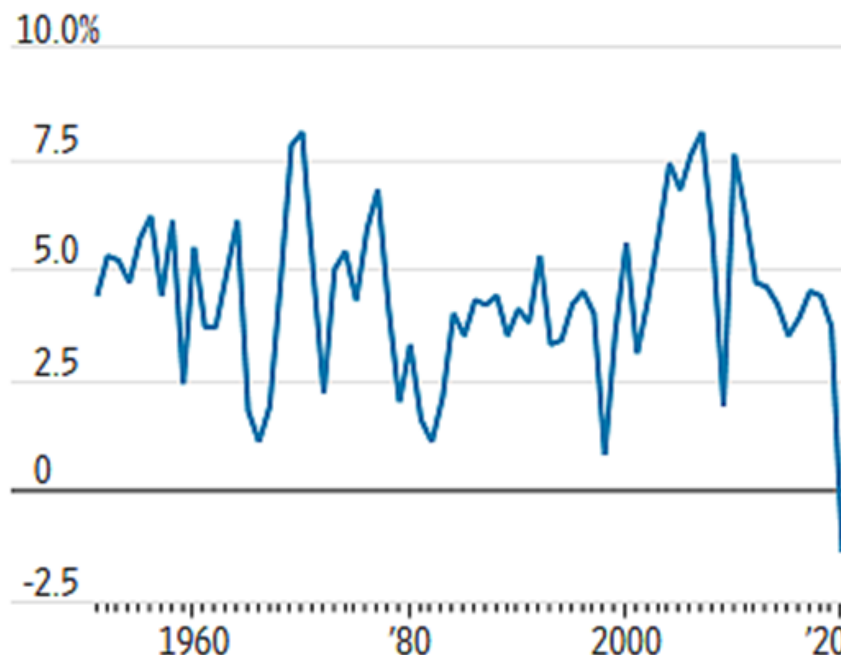
המשך || הכלכלה בעולם 

שווקים מתפתחים: תנו לנו דולרים (המשך)

בעוד שבמדינות החלשות ביותר כלכלית, חוב ממשלתי דולרי הוא מוקד הבעיה, במדינות מפותחות יותר מבין השווקים המתפתחים, החוב התאגידי הוא בפרונט. במדינות המתפתחות באסיה, חובות תאגידיים על סך 115 מיליארד דולר מגיע למועד פרעונו השנה, ועוד 200 מיליארד בשנה הבאה. היחלשות המטבעות המקומיים והגידול במרווחים, מקשים על מימון מחדש של הר החוב התאגידי. אומנם אף אנליסט לא צופה משבר מערכתי באסיה, אך בהחלט קיימים סיכויים גבוהים לגידול במקרי אי תשלום ופריסות החובות אל מול הנושים. החברות מהודו ואינדונזיה נראות פגיעות בעיני האנליסטים, אך אג"ח תאגידי שלגביו עולות הספקות ניתן למצוא בכל רחבי אסיה המתפתחת, כולל סין. גם אזורים אחרים אינם חסינים: חברת הנפט הממשלתית המקסיקנית Petroleos Mexicanos שחייבת מעל 100 מיליארד דולר, וחברת החשמל של דרום אפריקה Eskom עם חוב מעל 30 מיליארד דולר, הינן בין החברות הגדולות ביותר במדינות המתעוררות שיכולת תשלום החובות שלהן בזמן ובמלואן, מוטלת בספק. על פי ניתוח של Wells Fargo, בסוף השנה שחלפה עלה החוב התאגידי הדולרי של השווקים המתפתחים לשיא כל הזמנים, מעל 3 טריליון דולר. במצב של משבר כלכלי גלובלי, גלגול החוב הזה בתנאים סבירים יהוו אתגר משמעותי, בייחוד עבור חברות שסבלו מנטל חוב כבד, בעיות תזרימיות, או בעיות אחרות עוד לפני המשבר.

אין זה אומר שנכסי השווקים המתפתחים אינם מהווים נתיב השקעה אטרקטיבי עבור משקיע אחיץ, בייחוד לאור ההוזלה המשמעותית בעקבות הירידות בשווקים. אך היום יותר מתמיד, חשוב לדעת לבחור במניות או אג"ח של מדינות וחברות בעלות גמישות כלכלית ועסקית, מגוונות, מנוהלות היטב ועם נתונים פונדמנטליים בריאים. חשוב לזכור כי המדינות המתעוררות אינן מקשה אחת, ושהשוני בין הנכסים הפיננסיים שלהן הוא כמו השוני בין דרום קוראה לאקוודור.

שיעור הצמיחה במדינות מתפתחות



## 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.