



## יוליה: העולם על פי טום סוייר

גיליון מס' 67 | אוגוסט 2020



### העולם

Ⓞ כלכלה גלובלית: אכול כפי יכולתך

### שוקי הון

Ⓞ אג"ח תאגידיות: השוקים עשו את העבודה של הפד

Ⓞ החלק הסולידי בתיק: קרב איתנים בין אג"ח לזהב

### מטבעות

Ⓞ הדולר האמריקאי: מונרכיה פרלמנטרית בשוק המטבעות

## || החדשות החשובות בעולם

### כלכלה גלובלית: אכול כפי יכולתך

*"האק תמיד היה מוכן לקחת חלק בכל מיזם שהציע בידור ולא דורש הון, שכן היה לו שפע- על מאותו סוג של זמן שאינו כסף" - מארק טוויין, הרפתקאותיו של טום סוייר*

מגפת הקורונה הגלובלית והצעדים שננקטו לבלמתה, גררו משבר כלכלי עולמי שנחת עלינו במהירות בזק. מהירות חסרת התקדים וגודלה העצום של הפגיעה בכלכלה, דחפה את קובעי המדיניות בעולם לנקוט בצעדים שעד לפני מספר חודשים היו נחשבים כבלתי מתקבלים על הדעת. מפה והלאה, העיסוק העיקרי של הוגי הדעות הכלכליות יהיה ניצול הזדמנויות ובלימת הסיכונים העצומים הטמונים מהתערבות המאסיבית של המדינה בכלכלה ובשוקים הפיננסיים.

העת הכלכלית החדשה של "כסף חינם" מאופיינת בגידול חד בחובות הממשלתיים, שאינו צפוי לעצור אלא רק צובר תאוצה. קרן המטבע הבינלאומית צופה כי המדינות המתועשות ילוו השנה ביחד 17% מסך התמ"ג הכולל שלהן, בתוספת לחובות הקיימים, בכדי לממן הוצאות, קיצוצי מיסים ותכניות פיסקליות שונות בהיקף של 4.2 טריליון דולר. אך היד עוד נטויה: בארה"ב, הקונגרס דן בחבילת סיוע נוספת של 1 טריליון דולר; באירופה, התקבלה החלטה על הקמת קרן סיוע בהיקף של 750 מיליארד אירו, במימון אג"ח אירופאיות משותפות.

אך מקור הכספים הנשפכים כמפל אדיר אל תוך הכלכלות הרעועות, אינו רק יצירת חובות עתק. מכל עבר בעולם המפותח, נשמע זמזום של מכוונות הדפוס. מתחילת המגיפה ועד סוף יולי, ייצרו הבנקים המרכזיים בארה"ב, בריטניה, גוש האירו ויפן עתודות מזומנים חדשות בהיקף של 3.7 טריליון דולר. חלק גדול מסכום זה שימש לרכישת חובות ממשלתיים, כלומר הבנקים המרכזיים מממנים את הסיוע הפיסקלי. התוצאה היא ששיעורי הריבית לטווח הארוך נשארים נמוכים אפילו בעת שהנפקת החוב הציבורי גוברת באופן דרסטי.

המאפיין המשמעותי השלישי של העת הכלכלית החדשה היא כניסתן של זרועות הממשל הכלכלי עמוק אל תוך השוק הפיננסי. הפדרל ריזרב האמריקאי רוכש אג"ח של חברות מסחריות ומלווה ישירות כמעט לכל גוף עסקי המעוניין בכך. כעת, הפד יחד עם משרד האוצר מגבים באופן ישיר כ- 11% מסך החוב התאגידי האמריקאי. במדינות מתועשות אחרות, קובעי המדיניות נוקטים בצעדים דומים.



## החדשות החשובות בעולם || המשך

### כלכלה גלובלית: אכול כפי יכולתך (המשך)

ומה שמגבה ומגדיל את יכולתם של הבנקים המרכזיים והממשלות להרחיב מאזנים ולהנפיק חובות בלי חשבון היא האינפלציה הנמוכה עד כדי היעלמותה מהשיח הציבורי והמקצועי. היעדר לחצים כלפי מעלה על המחירים משמעותו היעדר צורך מידי בהעלאת הריביות ובצמצום מאזני הבנקים המרכזיים. זוהי גם הסיבה לחוסר דאגה לגבי החוב הציבורי התופח: בהינתן המשך מדיניות מוניטארית מרחיבה עד אינסוף, הריבית על החוב כל כך מועטה שנטילת החובות נתפסת ככסף במתנה.

סביר להניח שכל ההרים של החובות וכל הערמות של הכסף המודפס החדש, הם הכרחיים בתקופה הקשה אליה נקלענו בשל המגפה העולמית. אך מה יקרה כאשר המגפה תחלוף, הכלכלה תשתפר והאבטלה תרד לרמות סבירות? נכון, הצפי הוא כי לאחר החזרה לשגרה, מה שזה לא יהיה, הממשלות יקטינו את הנפקת החובות החדשים והבנקים המרכזיים יחלו לצמצם מאזנים באופן הדרגתי. האם זה באמת יקרה? האם כוח הרצון של הממשלות המערביות יעמוד בפני התנגדות פוליטית וציבורית ל"הידוק החגורות"? האם הבנקים המרכזיים ירצו להסתכן בהריגת "הניצוצות הירוקים" של התאוששות על ידי ריסון מוניטארי? קשה להאמין בכך בהינתן המשך ציפיות האינפלציה נמוכות מאוד לטווח הארוך. כל עוד הכסף הוא חינם, אין שום דחף עבור קובעי המדיניות למשוך את השפעתו מהכלכלה והשווקים.

מחד, התערבותה הגדולה של המדינה בכלכלה אינה נטולת יתרונות. כך, ריביות נמוכות המאפשרות למדינה להלוות בזול ולהשקיע יותר בתשתיות, מחקר, חינוך ועוד; במערב המזדקן הדבר מאפשר הגדלת הוצאות הנדרשות על פנסיות ובריאות. מאידך, הדבר יוצר הרבה יותר סיכונים מאשר הזדמנויות. במקום שוק חופשי עם רשתות תמיכה סוציאליות, נקבל תמיכה למקורבים, לוביסטים, איגודים חזקים וגופים סמי-ממשלתיים, ללא שוק חופשי שידעך תחת רגולציה ובירוקרטיה. כאשר הכסף הוא חינם, זה נותן לגיטימציה להעבירו לחברות לא יעילות וכושלות, מקצועות ותחומים שעבר זמנם, ולמשקיעים בנכסים הלא משתלמים. זהו מתכון לשווקים מעוותים, מפגע מוסרי (Moral Hazard) וצמיחה נמוכה לדורות. במקרה זה, הכסף החינמי יעלה לכולנו ביוקר.



## || שווקים פיננסיים

### אג"ח תאגידיות: השווקים עשו את העבודה של הפד

*"הוא גילה חוק נהדר של הטבע האנושי, מבלי שידע זאת: על מנת לגרום לאדם לחמוד לדבר, יש להפוך את הדבר לקשה להשגה" - מארק טוויין, הרפתקאותיו של טום סוייר*

בתחילת הספר "הרפתקאותיו של טום סוייר", טום מצליח לשכנע את חבריו לצבוע במקומו את הגדר - מלאכה שניתנה לו כעונש - על ידי העמדת פנים כי אין הנאה גדולה יותר מלצבוע גדר. חבריו שבאו ללעוג לו, בסופו של דבר שלמו לטום כסף עבור הזכות לצבוע גדר.

בעוד הפדרל ריזרב לא בדיוק משתמש באותה תובנה פסיכולוגית שעזרה מאוד לגיבור הבדיוני של מרק טוויין, הוא הצליח לגרום למשתתפי השוק לבצע את מרבית העבודה הנחוצה לייצוב שוק האג"ח הקונצרני בארה"ב. מתוך סך של 250 מיליארד דולר, העומדים לרשות הפד לרכישת אג"ח חברות בדירוג השקעות בארה"ב במסגרת Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF), נוצלו מה- 23 במרץ ועד תחילת יולי רק 4%. כל שאר המלאכה לייצוב שוק זה נעשתה על ידי המשקיעים הפרטיים והמוסדיים, שנהרו לאג"ח תאגידיות איכותיות לאחר הבטחתו של הפד להוות מעצור בפני נפילה. בעוד שהפד רכש אחזקות בקרנות סל על אג"ח תאגידיות בדירוג השקעות על סך כ- 8 מיליארד דולר בלבד (פרט לאג"ח בודדות על סך 1.6 מיליארד), הנכסים של LQD, התעודה הגדולה ביותר על אג"ח מסוג זה, הוכפלו, וב- 14 ביולי הגיעו לשיא של 56.5 מיליארד דולר; תעודות גדולות אחרות גם רשמו גידול משמעותי בכניסת משקיעים.

כתוצאה מכך, מרווחי התשואות של האג"ח הקונצרניות בדירוג השקעות, הצטמצמו בחדות, על אף היעדר רכישות אגרסיביות של הבנק המרכזי, כלומר הביקוש הפרטי עשה את עבודתו של הפד - בדיוק כמו חבריו של טום, שצבעו את הגדר בשבילו, שילחו על כך - ונהנו על הדרך. טום סוייר היה מספיק משכנע בכדי שיאמינו לו - אך גם הצלחתו של הפד מושתתת בעיקר על אמינותו. אם שחקני השוק מאמינים באמונה מלאה כי הפדרל ריזרב ירכוש, במידת הצורך, מספיק איגרות חוב כדי לייצב את השוק ולצמצם את מרווחי התשואות, סביר להניח שהם ירצו לקנות לפני שהמרווחים הללו יצטמצמו - וזה בדיוק מה שקרה. כך, אמינותו של הפד מהווה כלי חזק מאוד - וזול להפליא - ליישום מדיניות הפיננסית.



## המשך || שווקים פיננסיים

### החלק הסולידי בתיק: קרב איתנים בין אג"ח לזהב

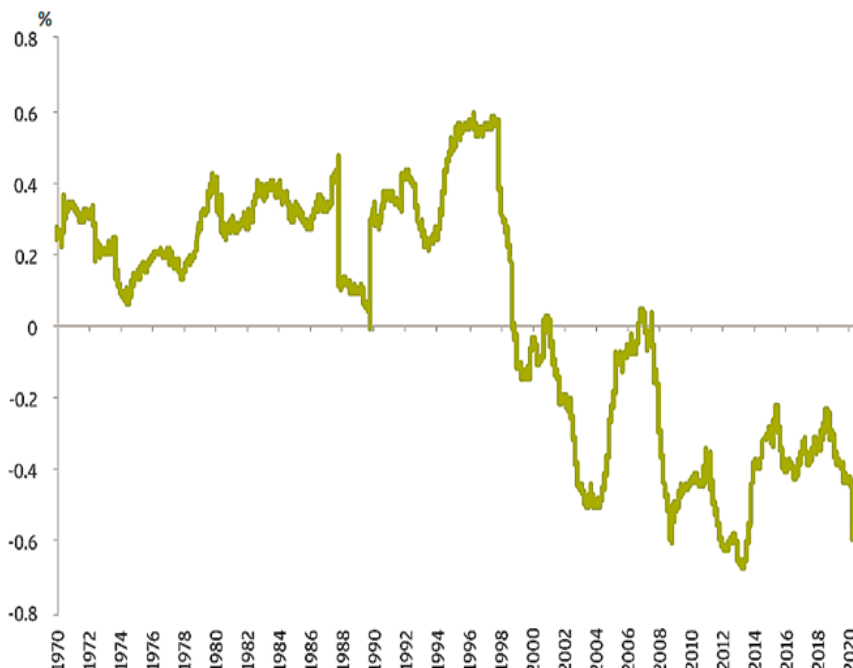
*"ככל שיש פחות הצדקה למנהג מסורתי, כך קשה יותר להיפטר ממנו" - מארק טוויין, הרפתקאותיו של טום סוייר*

לאחר שהגיע לשיא כל הזמנים בסוף חודש יולי, הזהב נוצץ יותר מתמיד. חסידי ההשקעה בזהב פיזי, ידועים בכינויי "חרקי הזהב" (gold bugs) יכולים למנות מיליון וחצי סיבות לאמונתם במתכת הצהובה - פרט לאחת פשוטה שמהווה בסיס להחלטה לכל מי שאינו "חרק הזהב": זוהי ספקולציה נטו, שאם נעשית בזמן הנכון, יכולה להניב תשואה נאה בטווח קצר. ספקני הזהב יגידו, שתזמון השוק לרוב אינו עובד, בעוד שללא מומנטום מובהק, הזהב הוא נכס חסר תועלת, שאינו מניב תשואה ולא משלם דיבידנדים.

אך בעולם בו 15 טריליון דולר של חוב איכותי מכל רחבי הגלובוס מניבים תשואה שלילית, שבו אפילו אג"ח ממשלת ארה"ב מניבות תשואה ריאלית של מינוס 1%, גם אפס תשואה יכול להיות מספר נחשק. היעדר תשואה חיובית כלשהי על אג"ח ממשלתיות בטוחות הינה בין הגורמים העיקריים לכך ש"חוף מבטחים" הפיננסי האחר, זהב, רושם זינוק מטאורי. המחסור בתשואות גם פוגע במעמדן של אג"ח כנכס מקלט, מה שמערער את ההיגיון שמאחורי מבנה תיק השקעות מסורתי (60/40 וכד').

התפיסה המקובלת שעבדה די טוב עד עכשיו, אומרת כי החלק האג"חי בתיקי ההשקעות יעלה כששווקי המניות ירדו, ויקזז את ההפסדים בתיק. כך היה, לדוגמה, בשוק המניות הדובי של הרבעון הראשון של 2020: בעוד שווקי המניות נפלו בכ- 20%, הקרנות שמחזיקות אג"ח ארוכות של ממשלת ארה"ב, עלו בשיעור דומה. בתקופות של פאניקה בשוקי המניות, כפי שהיה במרץ 2020, המשקיעים המבוהלים מכרו כל דבר שניתן למכור, כולל זהב, ונהרו לחוף המבטחים של אג"ח ממשלת ארה"ב.

המתאם בין אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים לבין המדד S&P 500



אם זאת, הדבר אינו מובטח בנפילות הבאות בשוקי המניות: תשואות האג"ח בשפל כל הזמנים מסביב לעולם מאותותות כי למחיריהן אין מספיק מקום לעליות משמעותיות. החשש לכך נתמך בעובדה כי אג"ח ממשלת גרמניה ויפן רשמו ברבעון הראשון של השנה ביצועים נחותים לעומת הטרז'ורי'ס בשל התשואות הנמוכות מאוד. פרט לכך, המתאם השלילי בין אג"ח למניות אינו כתוב באבן, אלא נהפוך הוא: לפני בערך אמצע שנות ה-90, אג"ח נטו לעלות יחד עם מניות, וגם לאחר תחילת המילניום הנוכחי ראינו מספיק דוגמאות לעלייתם וירידתם של שני השווקים במקביל.



## שווקים פיננסיים | המשך

### החלק הסולידי בתיק: קרב איתנים בין אג"ח לזהב (המשך)

אך המתאם השלילי בין המניות לזהב גם הוא רחוק מלהיות מובהק. היסטורית, נרשמו הרבה יותר מקרים בהם זהב הציג מתאם חיובי עם המניות בעת שגם האג"ח נעו באותו הכיוון, מאשר מקרים בהם זהב הציע תחליף ראוי לאג"ח מבחינת המתאם השלילי למניות. רק במקרים בהם המניות נפלו על רקע אינפלציה גבוהה מאוד, הזהב הגן על תיקי ההשקעות בעוד האג"ח כמובן לא הצליחו במלאכה.

אך הזינוק באינפלציה אינו צפוי בטווח הנראה לעין בעולם המערבי, על אף "הדפסת הכסף" המאסיבית; האינפלציה המשמעותית היחידה שאנו רואים, וככל הנראה נמשיך לראות בתקופה הקרובה, היא במחירי הנכסים הפיננסיים (כולל זהב). אז נכון שהירידה האחרונה בתשואות הריאליות על אג"ח ארה"ב אל מתחת למינוס 1%, היא תוצאה של העלייה בציפיות האינפלציה, אך רמתן של הציפיות הללו ממשיכה להיות מאוד נמוכה במונחים היסטוריים. ציפיות האינפלציה לטווח ארוך, כפי שהן נגזרות משוקי אג"ח כהפרש בין תשואות אג"ח ממשלתיות לאלו המוגנות מאינפלציה (10-year breakeven inflation rate), עלו חרמה של 0.5% בשיאו של המשבר בשווקים ל-1.55% בסוף חודש יולי. עלייה ניכרת, אך לרמה נמוכה שמשמעותה: אין צורך בהגנה מאינפלציה, כך על פי שוקי האג"ח. יתכן וקיים צורך להתגונן דווקא מדפלציה, אך זהו הכלי הנכון לכך (ובעצם במקרה זה עדיף להחזיק במזומן, פשוטו כמשמעו).

לחלק ממנהלי הכספים הזהב הוא השקעה מעניינת מאוד, ולאחרים הראלי האחרון בזהב נראה מגוחך - וחוסר הסכמה זה יכול אף להתרחש אפילו בתוך חברה אחת. כך לדוגמה, מנהל ההשקעות הראשי במחלקת העושר הפרטי (private wealth management) של גולדמן זאקס, אינו רואה מקום לזהב בתיקי לקוחותיו; זאת בעוד שמחלקת הסחורות של גולדמן חושבת בדיוק ההפך. מנהלי הכספים של הלקוחות העשירים ביותר של גולדמן חושבים כי זהב מהווה השקעה כדאית אך ורק במקרה בו קיימת סבירות להפחתת ערך משמעותית מאוד של הדולר ולהשתוללות האינפלציה; הם אינם רואים סיכוי ממשי לתסריט זה.

"חרקי הזהב" ושאר מהללי המתכת הנוצצת שוכחים לציין עוד פרט חשוב עבור המשקיעים המתלבטים האם להחליף את החלק האג"חי בתיקיהם, בזהב: הנזילות, שקשורה באופן ישיר לגודל השוק. אומנם זהב נוסק במחיר ובפופולריות, אך גודלו של השוק לזהב כנכס פיננסי, אינו יכול לתת מענה לטריליוני דולרים רבים בניהול קרנות למיניהן, המחפשים השקעה בטוחה ויציבה.

סך גודלו של השוק הגלובלי לזהב עומד על כ-9 טריליון דולר, אך רוב רובו נמכר כתכשיטים (כ-47%), כ-14% נועד לצרכי תעשייה וכ-20% קיים בצורת מטילי או מטבעות זהב או מוחזק בעתודותיהם של בנקים מרכזיים או גופים פיננסיים בינלאומיים (17%), כך על פי נתוני סוף 2019. הנכסים שמגבים את תעודות הסל על זהב - הדרך הנפוצה והפופולרית להשקעה במתכת הנוצצת - הוערכו באותה העת על כ-2% מסך אחזקות הזהב בעולם. גם אם הנתח של תעודות הסל הכפיל את עצמו מאז סוף 2019, היקף שוק הזהב להשקעה פרטית או מוסדית אינו מגיע אף לאחוזים בודדים מגודלו של שוק האג"ח הממשלתיות. גודלו של שוק האג"ח של ממשלת ארה"ב לבד, עומד על כ-20 טריליון דולר.

ובכן, זהב יכול להוות השקעה מעניינת, אם נעשית באופן משכיל. אך המתכת הצהובה אינה יכולה להוות תחליף לאג"ח הבטוחות בתיקי ההשקעות. חשוב גם להכניס את השכל הישר לתוך המשוואה לחישוב של גיוון תיק ההשקעות: למרות התשואות הנמוכות של אג"ח ממשלת ארה"ב, סביר להניח שהן ימשיכו להיתפס כחוף מבטחים בתקופות של תנודתיות קיצונית בשוקי המניות.



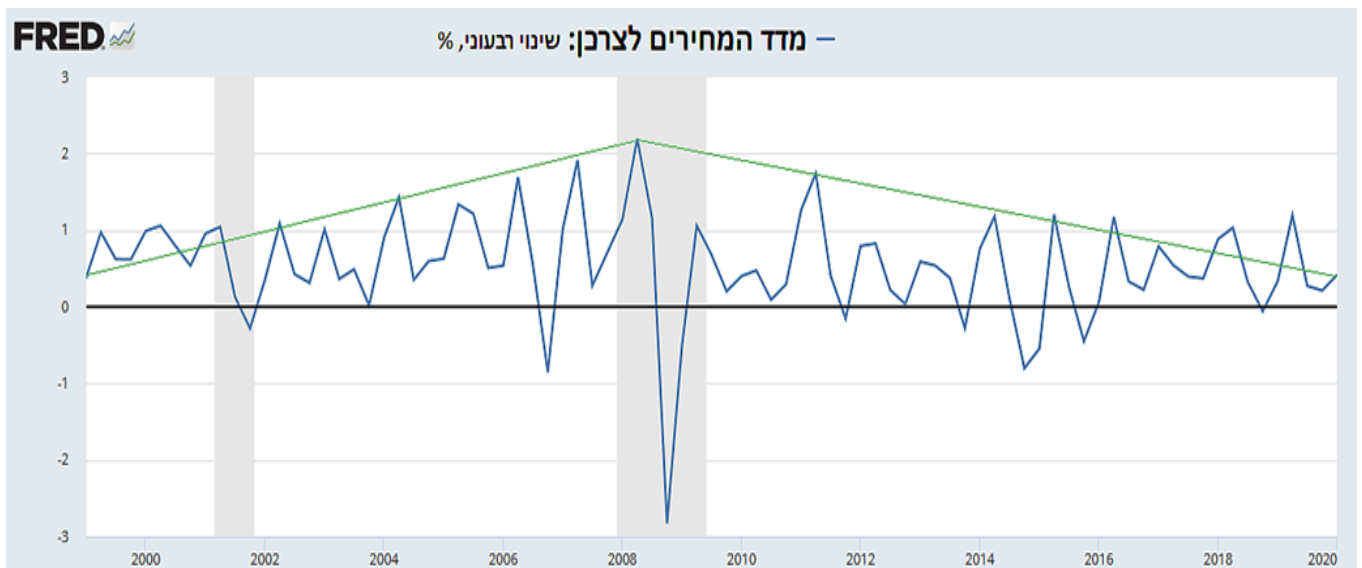


## הדולר האמריקאי: מונרכיה פרלמנטרית בשוק המטבעות

*"אה, אם הוא רק יכול היה למות באופן זמני!" - מארק טוויין, הרפתקאותיו של טום סוייר*

הדולר האמריקני איבד כמעט 10% מאז סוף מרץ עד סוף יולי. הירידה החזקה בערכו של המטבע הירוק, לצד ההרחבה המוניטארית האגרסיבית של הפדרל ריזרב, גידול בגירעון התקציבי של ארה"ב להיקפי עתק, זינוק במחירי הזהב והתלהבות לגבי הקמת הקרן הפיסקלית הכלל-אירופאית המוסיפה לזינוק של האירו - גוררים דיון ערני ומעניין מאוד בנוגע לעתידו ומעמדו של הדולר. בין האחרונים להצטרף לשורות של נביאי הזעם היו גולדמן זאקס, שהזהירו כי קיים סיכון שהדולר יאבד את מעמדו כמטבע הרזרבי של העולם בשל החששות בשווקים מאינפלציה כתוצאה מ"הדפסת הכסף".

יש לומר כי גולדמן זאקס אינם טוענים שהמטבע האמריקאי בהכרח יאבד את מעמדו, וכי הדעה הזו אינה כרגע דעת הרוב, על אף שרבים אכן צופים המשך היחלשות הדולר בתקופה הקרובה. בשונה מהחששות למעמדו של הדולר כמטבע רזרבי, לציפיות הללו קיים בסיס מוצק ביותר, והוא אינו קשור באינפלציה. הרי שהסיבה העיקרית לכך שלא רבים בוול-סטריט חוששים מזינוק במחירים היא שמאז 2008, אנו חיים בסביבה דפלציונית, על אף שמדפסות הכסף לא הפסיקו לזמזם לרגע מאז פרוץ המשבר הפיננסי הגלובלי. אך הדולר אכן נחלש וצפוי להמשיך להיחלש בטווח הקרוב.



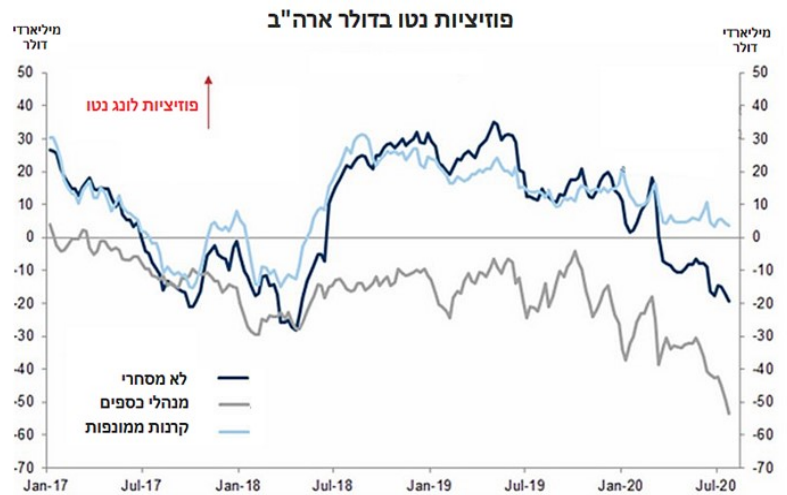
קודם כל, בארה"ב, מגפת הקורונה ממשיכה להשתולל ולגבות קורבנות רבים, בשונה ממדינות אחרות בהן המצב האפידמיולוגי התייצב, לפחות כרגע. לכן הצפי הוא להמשך צעדי תמיכה בכלכלה בארה"ב, כולל מדיניות מוניטארית המאוד מרחיבה וכן סיוע פיסקלי נוסף. הדבר יוצר לחצים חזקים כלפי מטה על המטבע כתוצאה מגידול חד בפוזיציות לונג הספקולטיביות במטבעות אחרים (ופוזיציות שורט על הדולר, כמובן).



## הדולר האמריקאי: מונרכיה פרלמנטרית בשוק המטבעות (המשך)

בנוסף - הנכסים האמריקאים מאבדים כרגע אטרקטיביות: באג"ח ממשלת ארה"ב אין תשואות; המשכנתאות מציעות תשואות בשפל היסטורי תוך עלייה חדה בציפיות לאי-תשלום; מרווחי אג"ח תאגידיות בדירוג השקעות ירדו כמעט לממוצע רב שנתי על אף הנפקות שיא במחצית הראשונה של השנה. משקיעים מוסדיים רבים שאינם יכולים או רוצים לעבור לאג"ח זבל או מניות (שמתומחרות גבוה מאוד) מעדיפים לעבור לנכסים פיננסיים במטבעות אחרים.

תוסיפו לכל אלו את ההסלמה המשמעותית ביחסי ארה"ב וסין, שכבר התדרדרו לשלב של סגירת שגרירויות; וכן את ההתרחבות המשמעותית של הגירעון התקציבי והגירעון בחשבון הסחר - ותקבלו תמונה התומכת בהערכה של המשך היחלשות של הדולר אל מול סל המטבעות העיקריים. אם כי, ההיחלשות של הדולר הינה בעיקר אל מול האירו, שכן אנו נמצאים באחת הנקודות הנדירות מאוד בהיסטוריה הכלכלית המודרנית, בה הצמיחה באירופה צפויה להיות גבוהה



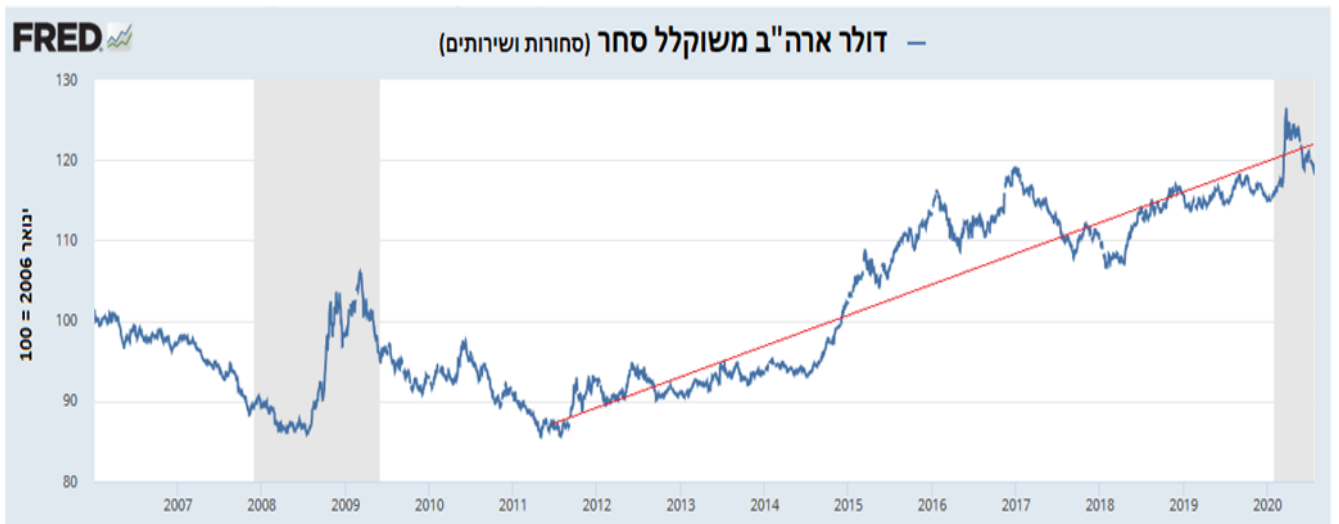
מאשר בארה"ב (אין כל ביטחון בכך שהציפיות הללו יתממשו, אך עצם קיומן מקפיץ את המטבע המאוחד). האירו מהווה כמעט 60% ממדד הדולר DXY, כך שהוא בהחלט יכול לרדת במקצת מהטווח בה הוא נסחר בחמש השנים האחרונות; הדבר אינו דרמטי כפי שזה נשמע בכותרות - בייחוד אם לא נשווה את רמתו כעת לרמת השיא האחרונה במרץ, אז מחנק הנזילות הדולרית הזניק את הדולר הרבה מעבר לטווח.





## הדולר האמריקאי: מונרכיה פרלמנטרית בשוק המטבעות (המשך)

ההיחלשות האחרונה של הדולר (שהינה כאמור בעיקר אל מול האירו) לא שוברת את מגמת התחזקותו במונחי סחר - שאגב, החלה תוך כדי שהפדרל ריזרב היה עמוק בתוך התהליך של ההרחבה הכמותית (QA) הקודמת. במקום לדחות את הדולר לאחר המשבר הפיננסי הגלובלי, המטבע האמריקאי הפך לאף יותר דומיננטי. הקפיצה בערכו של הדולר בתחילת 2020 נגרמה על ידי הנהירה הגלובלית אל המטבע. הביקוש האינסופי לדולרים בעולם, הוא הסיבה העיקרית להיעדר אינפלציה בארה"ב, על אף "הדפסת הכסף" גדולה ככל שתהיה.



אזי הדולר צפוי להיחלש בתקופה הקרובה, וזה יכול להיות תיקון משמעותי ואף שוק דובי - אך שוק דובי משמעותי אינו חייב להוות סיבה לפינוי כס המלוכה על ידי המטבע הירוק. הדולר שרד שלושה שווקים דוביים בעשורים האחרונים: בשנות ה-70, שנות ה-80 המאוחרות ואמצע שנות ה-2000 - תוך כדי המשך כהונה כמטבע החשוב ביותר בעולם. יתרה מזו, האפיזודות הללו הטיבו עם הכלכלה הגלובלית והסחר הבינלאומי, שנהנו מחולשת הדולר, בעוד שתקופות בהן הדולר רשם זינוק חד, אופיינו בפגיעה בצמיחה כלכלית בעולם.

גם שוקי המניות בעולם, וגם בארה"ב עצמה, נהנים מהיחלשות הדולר. העובדה היא ששיא ההתחזקות של המטבע נרשם בדיוק ביום בו מדד ה-S&P 500 היה בשפל, הן במשבר הפיננסי הגלובלי והן במשבר הקורונה; ברגע בו המניות החלו לעלות, הדולר החל להיחלש. אך המתאם השלילי בין המטבע האמריקאי לבין המניות מחוץ לארה"ב, הינו חזק ומובהק יותר מאשר עם המניות האמריקאיות, והוא זה שתמיד היה שלילי. היחלשות הדולר אכן נוטה להטיב עם שוק המניות המקומי, אלא אם היא נובעת מבעיות כלכליות ממשיות; בעוד שהשווקים בחול נהנים מירידה בעלויות המימון, האשראי, הגידור, הסחורות ועוד, אשר מביא עימו הדולר החלש - ללא קשר לסיבת היחלשותו. טוב, עד גבול מסוים: הרי נאמר ש"אם ארה"ב מתעטשת, כל העולם חולה"; אזי אם כלכלת ארה"ב תמצא בקשיים משמעותיים, כלכלת העולם תזדקק למכונת הנשמה.

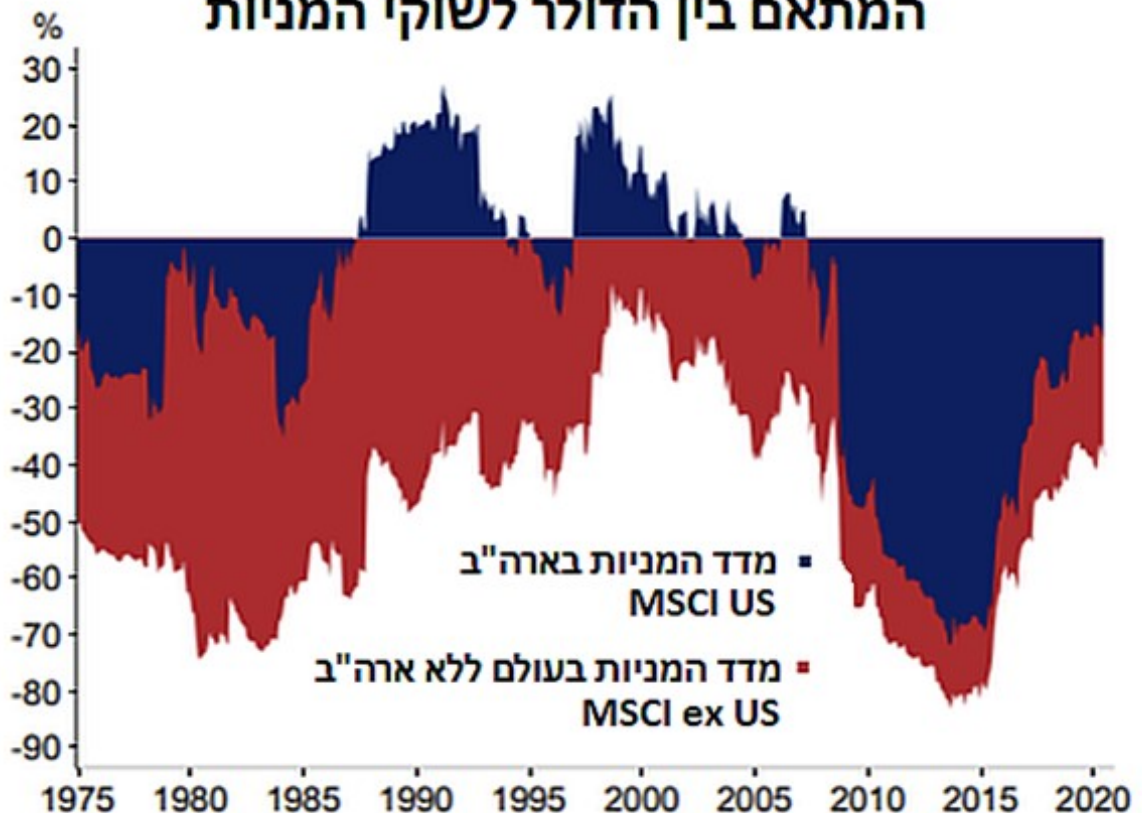




## הדולר האמריקאי: מונרכיה פרלמנטרית בשוק המטבעות (המשך)

ולסיכום: מהיחלשות הדולר לרמה סבירה יותר מאשר בשיא המשבר, לבין הוצאתו של המלך הירוק מהעתודות של העולם, קיים פער אדיר. הדולר האמריקאי משמש בכ- 85% מסך העסקאות הבינלאומיות; הוא מהווה 62% מסך עתודות המט"ח הגלובליות; מעל 50% מהסחר הבינלאומי מתבצע בדולרים; כמחצית מהלוואות הבנקאיות הבינלאומיות נקובות בדולרים; מעל 80% מאג"ח המונפקות במטבע זר הינן דולריות. כמובן שמדינות שונות עשויות לנסות להקטין את השפעתו של הדולר על חייהן הכלכליות (רוסיה ניסתה זאת בזמנו, סין מנסה מזה מספר שנים להגדיל את השימוש המטבע שלה בעסקאות בינלאומיות שהיא מבצעת). אך בינתיים החלופה היחידה לדולר היא אירו - שמאז היווסדותו ב- 1999 הצליח להגיע למשקל של 20% בעתודות הגלובליות; לפי קצב זה, בעוד חצי מאה בערך, אם יהיה קיים אז, האירו יוכל להתחרות עם המלך של המטבעות.

## DXY אל מול שוקי העולם: המתאם בין הדולר לשוקי המניות



## 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.