

דצמבר 2009

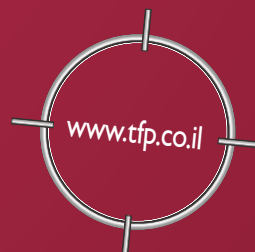
# שוק הזהב העולמי

## סקירה

כתב: נדב אלון, מנהל השקעות

**תכלית תעודות סל**

מקבוצת מייקל דייוויס ותכלית בית השקעות  
להיות ראויים לאמון שלך



# זהב - סקירה כללית

## תמצית

הזהב נתפס ע"י המשקיעים בעולם כנכס בטוח, העמיד בפני אינפלציה, משברים כלכליים, סכסוכים ומלחמות ומהווה למעשה מקלט למשקיעים בתקופה בה אי הוודאות שוררת.

המשבר הכלכלי הנוכחי העלה את קרנו של הזהב. הנהירה אל חוף המבטחים והצורך המיידי בהפחתת סיכון, העלו משמעותית את הביקוש לזהב ככלי השקעה ותרמו לעלייה ניכרת במחיר המתכת הצהובה, אשר מחירה האמיר אל מעל \$ 1,100 לאונקיה. כאמור, ההשקעה בזהב פופולארית בעיקר בעתות משבר, בהן מחפשים המשקיעים אחר השקעה בטוחה, השומרת על ערכה ומשמשת כהגנה בטווח הארוך מפני אינפלציה אפשרית. כתוצאה מהמדיניות המוניטארית של בנקים מרכזיים בעולם, הכוללת הדפסת כסף בכמויות משמעותיות, העלולה ליצור לחצים אינפלציוניים בעתיד.

שנת 2008, אשר הסתיימה בירידות שערים חדות במדדי המניות ברחבי הגלובוס, היטיבה עם משקיעי הזהב, אשר רשמו תשואה חיובית דולרית של כ- 5.8%. תשואה זו בולטת לחיוב, לאור העובדה כי הזהב היה המתכת היחידה אשר הניבה למשקיעים בה תשואה חיובית במהלך השנה החולפת. שנת 2009 נפתחה אף היא ברגל ימין עבור משקיעי הזהב, אשר הוסיף לערוך כ- 30% מתחילת שנת 2009 כשמחירה של אונקיה האמיר לכ- \$1140. הסיבה העיקרית לעליות טמונה בחששם של המשקיעים מפני התפרצות אינפלציונית כתוצאה מהמדיניות המוניטארית הרחבה של הבנקים המרכזיים השונים ברחבי העולם ותוכניות הסיוע האדירות בהיקפן, עליהן הכריזו הממשלות השונות ובראשן ארה"ב.

יצור הזהב בשנת 2008 ירד זו השנה השמינית ברציפות, כשהתקופה האחרונה מתאפיינת בירידת ביקושים מצד ענף התכשיטים אשר היווה כ- 68% מסך הביקוש העולמי לזהב בשנים האחרונות) והתעשייה, כשמנגד חלה עלייה ניכרת בביקוש לזהב מצד גופי ההשקעה ופעילות ענפי ה- ETSs ותעודות הסל. הזהב הינו משאב נדיר והביקוש לו גבוה משמעותית מהכמות המופקת מהמכרות. למעשה, ללא מחזור זה ומכירת רזרבות המוחזקות ע"י בנקים מרכזיים ומוסדות ממשלתיים ברחבי העולם, לא ניתן לספק את הביקוש העולמי למתכת הצהובה.

## רקע

הזהב הינו מתכת אצילה נדירה ורכה הנמנית על היסודות הכימיים וסימולה Au. הזהב ניתן בטמפרטורה גבוהה מאד של כ- 1,064 מעלות צלזיוס והוא מתקשה מאד להתרכב עם חומרים אחרים, כך שהוא מופיע בטבע בצורה כמעט טהורה. השימוש הקדום בזהב, החל במצרים העתיקה בשנת 2600 לפני הספירה. מקבץ התכונות הייחודיות של הזהב, המאפשרות למתכת היקרה להראות מבריקה כמעט בכל תנאי, ביחד עם הרכות היחסית ההופכת אותו לנח לעיבוד, הקנו לזהב לאורך השנים מעמד מיוחד. כך הפך הזהב לסמל סטאטוס באמצעות התקשטות בו, שימושים טקסיים שונים ושימוש בזהב כבסיס לכסף. שימושיו העיקריים כיום הינם לתעשיית התכשיטים וכן לשימושים תעשייתיים שונים כגון: רכיבי תקשורת ואלקטרוניקה, ציפוי דק של משטחים, זרז בכימיה אורגנית, טיפול בסרטן ומחלות נוספות, שימושים בתחום הדנטאלי ועוד.

בנוסף, משמש הזהב כמלאי מוניטארי או כמצבור מגבה של הסקטור הרשמי (בנקים מרכזיים של מדינות, גופים ממשלתיים ומוסדות בינלאומיים כדוגמת הבנק העולמי וקרן המטבע הבינלאומי).

נהוג לצטט את מחיר הזהב לפי יחידת משקל הנקראת אונקיה (Troy Ounce) - המקבילה לכ- 31.1 גרם.

## מקורות הזהב



לאור פעילותו הכימית הנמוכה, ניתן למצוא את הזהב בטבע כסגסוגת, בתור גרגירים זעירים או בצורתו המקורית, כשעיקר הזהב המסחרי מצוי בסלעים וולקנים. ניתן למצוא חלקיקי זהב גם במי ים, אולם תהליך זיקוק זהב ממי ים אינו כלכלי עקב עלותו הגבוהה ולכן אין בו שימוש מסחרי. כריית הזהב נעשית כיום ברובה בסין, ארה"ב, דרום אפריקה, אוסטרליה, רוסיה ופרו. המקור העיקרי לאספקת הזהב הינו חומר הגלם הנכרה במכרות הזהב הפזורים בעולם, המהווה כ- 60% מכלל ההיצע בשוק הזהב. מקורות אספקה נוספים הינם חומר גלם ממוחזר (בעיקר מחזור חומר גלם שמקורו בתעשיית התכשיטים והמרתו למטילי זהב סחירים), המהווה כ- 26% מכלל ההיצע ומכירות של מצבורי זהב המוחזקים על ידי בנקים מרכזיים ומוסדות פיננסיים המהווים כ- 14% מכלל ההיצע. הסקטור האחרון כולל כ- 15 בנקים מרכזיים הקשורים ביניהם בהסדר מכסות המגבילות את היקף המכירות בשוק הזהב, ובכך מחזקים את ערך מלאי הזהב המוחזק על ידם כעתודה מוניטרית.

## הפקת הזהב



כמות הזהב השנתית המופקת בעולם נאמדת בכ- 2,500 טון. ריכוז הזהב המינימלי במחצב, הדרוש להפקה מסחרית שלו הינה 0.5 גרם לטון מחצב, אולם קיימים גם מחצבים עם ריכוזים גבוהים יותר, בהם היחס עשוי להגיע אף ל- 5 גרם לטון מחצב.

חברת "GFMS" הבריטית, אשר הינה אחת מחברות המחקר והייעוץ המובילות בעולם בתחום המתכות האצילות, מעריכה כי כמות הזהב שנכרה בעולם נכון לסוף שנת 2007 הסתכמה לכ- 161,000 טון.

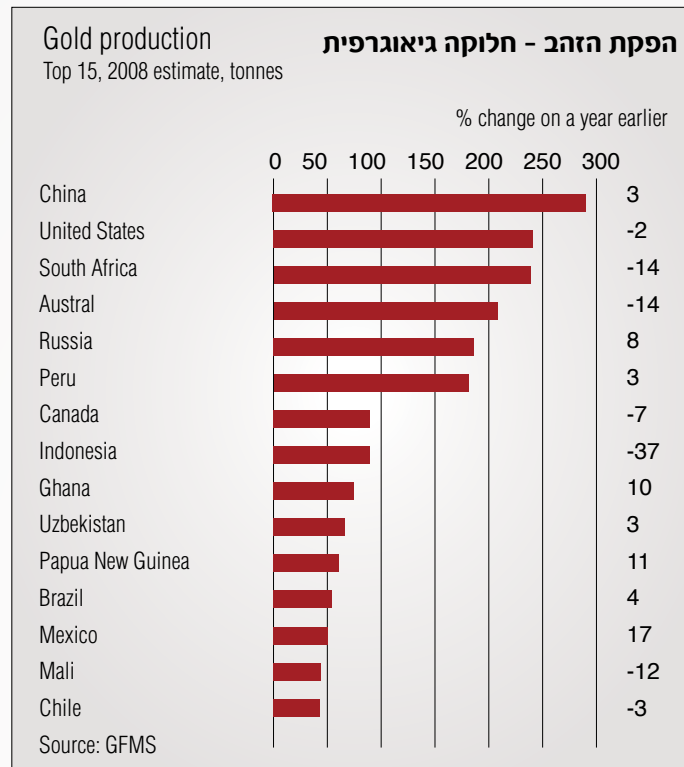
קיימות טכניקות שונות למיצוי זהב כגון: שימוש בטכניקות כימיות למיצוי זהב מאלוביום (משקע חול וטיט תוך שימוש בערוצי מים), מיצוי בעזרת ציאניד (טכניקה ישנה ומזהמת), בעזרת כלור וכו'.

תפוקת מכרות הזהב ברחבי העולם נמצאת בירידה מתמדת, כשזו הסתיימה בשנת 2008 בירידה של 5% לכ- 2,385 טון, אשר הינה הכמות הנמוכה ביותר שהופקה מאז שנת 1995. תפוקת הזהב

לפי מדינות עברה תמורות משמעותיות לאורך השנים. דרום אפריקה, אשר הייתה אחראית לכשני שלישי מסך התפוקה העולמית בשנות השבעים, איבדה בשנת 2007 את תואר המפיקה הגדולה בעולם לטובת אוסטרליה כשהפיקה כ- 270 טונות של זהב, לעומת כ- 280 טון, אשר הופקו בארץ הקנגורו.

בשנת 2008 שוב התהפכו היצרות, כשסין כובשת את הפסגה עם כמות מופקת של 288 טון ממכרות זהב ואחריה ארה"ב עם 234 ודרום אפריקה עם 232 בלבד.

הירידה הזרמטית בכמות המופקת בדרום אפריקה, מיוחסת למשבר החמור בייצור חשמל במדינה, הפוגע בפעילות הכרייה. תחזיות לסיום המשבר טרם נראות באופק ונראה כי הוא אינו עתיד להיפתר בשנים הקרובות.



## עתודות הזהב

לאורך השנים, רכשו הבנקים המרכזיים השונים ברחבי העולם כמויות נכבדות של זהב ככלי להגנה מפני אינפלציה וגיזור השקעותיהם. על פי נתוני ה-"Gold Council", עתודות הזהב העולמיות הסתכמו בדצמבר 2008 ב-29,697.1 טון, אשר ערכן במחירי הזהב הנוכחיים (כ-950 \$ לאונקיה) מסתכם לכ-900 מיליארד דולר. על פי הנתונים שפורסמו, ארה"ב מחזיקה בכמות הזהב הגדולה ביותר, אולם בחלוקה גיאוגרפית, מחזיק האיחוד האירופאי (כולל החזקות הבנק המרכזי - "ECB") בכמות הגדולה ביותר.

## להלן התפלגות החזקות העיקריות בזהב (בטון) נכון לדצמבר 2008:

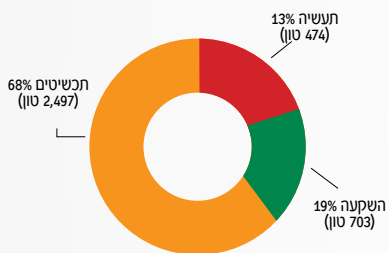


- ארה"ב - 8,133.5
- גרמניה - 3,412.6
- קרן המטבע העולמית - 3,412.6 ("IMF")
- צרפת - 2,508.8
- איטליה - 2,451.8
- שוויץ - 1,040.1
- יפן - 765.2
- \*מקור: World Gold Council

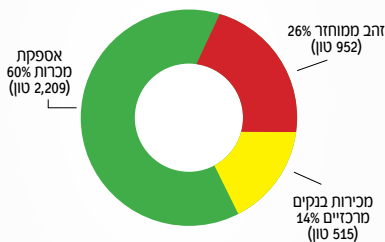
## ביקוש והיצע

על פי נתוני ה- World Gold Council, הסתכמה אספקת הזהב השנתית הממוצעת בשנים 2003-2007 בכ- 3,676 טון, כשמתוך סך זה, כמות הזהב החדש שנוספה כתוצאה מכרייה הסתכמה בכ- 2,209 טון בלבד. מכאן, כי ללא מכירת רזרבות זהב ע"י הבנקים המרכזיים השונים ברחבי העולם וללא מחזור כמות נכבדה של המתכת הצהובה, יהיה זה בלתי אפשרי לעמוד בביקוש העולמי, אשר מתאפיין כקשיח ברובו. עיקר הדרישה העולמית לזהב מגיעה מהודו, אשר הייתה אחראית לכ- 30% מעוגת הביקוש העולמית בשנים האחרונות.

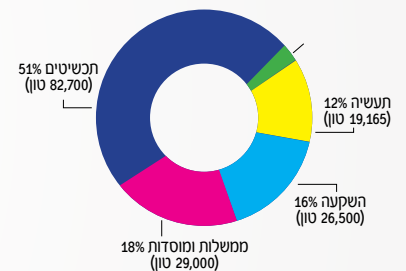
הביקוש השנתי הממוצע לזהב  
ב-2007-2003



אספקת זהב שנתית ממוצעת  
ב-2007-2003



מלאי הזהב העולמי בסוף 2007  
(סה"כ 161,000 טון)



\*מקור: World Gold Council

שנת 2008 הייתה ללא ספק "שנת הזהב". הביקוש השנתי לזהב עלה ב- 3.8% בשנת 2008 לכ- 3,659 טון ובעוד שווקי המניות רושמים את השנה הגרועה בתולדותיהם, עם מחיקת ערך של כ- 14 טריליון דולר, מחיר הזהב הממוצע עלה בכ- 25%, מ- \$695 לאונקיה בשנת 2007 ל- \$872 בשנת 2008.

לקראת סוף השנה הנוכחית, נראה שגם ב-2009 יוכלו המשקיעים בסחורה הצהובה לרשום תשואה נאה על השקעתם.

מהטבלה המצורפת להלן, ניתן לראות בבירור, כי מאז פרוץ משבר הסאב-פריים, חלה האטה ניכרת בביקוש לזהב מצד יצרני התכשיטים, כשמנגד, חלה עליה משמעותית בביקוש לזהב מצד המשקיעים באמצעות תעודות סל ו-ETFs. בעוד הביקוש לזהב גדל - 3.8% במונחי טון, הגידול במונחי דולר ארה"ב גדל ב- 84.2%, הודות לעלייה החדה במחיר הזהב.

### התפתחות הביקוש לזהב בין השנים 2007 ו-2008:

מיליוני \$			טון זהב			
שינוי %	2007	2008	שינוי %	2007	2008	
-11.0%	2,400.6	2,137.5	-11.0%	2,400.6	2,137.5	תכשיטים
						<b>תעשייה ורפואת שיניים:</b>
-6.7%	310.6	289.7	-6.7%	310.6	289.7	אלקטרוניקה
-6.6%	92.8	86.7	-6.6%	92.8	86.7	תעשיות אחרות
-6.6%	57.8	54.0	-6.6%	57.8	54.0	רפואת שיניים
<b>-6.7%</b>	<b>461.2</b>	<b>430.4</b>	<b>-6.7%</b>	<b>461.2</b>	<b>430.4</b>	<b>סה"כ</b>
						<b>שוק קמעונאי, נטו:</b>
101.8%	5,171	10,435	60.1%	236.3	378.2	השקעה במטילי זהב
80.6%	3,020	5,453	44.3%	137.0	197.7	מטבעות רשמיים
5.9%	1,586	1,680	-16.7%	72.6	60.5	מדליות
-559%	-759	3,484	-473.0%	-35.6	132.8	אחר
<b>133.4%</b>	<b>9,018</b>	<b>21,052</b>	<b>87.5%</b>	<b>410.3</b>	<b>769.2</b>	<b>סה"כ</b>
						תעודות סל ו-ETFs
54.0%	5,778	8,900	26.9%	253.3	321.4	
<b>84.2%</b>	<b>17,657.8</b>	<b>32,519.9</b>	<b>3.8%</b>	<b>3,525.4</b>	<b>3,658.5</b>	<b>סה"כ ביקוש</b>

## כדאיות השקעה בזהב



**בטחון בתקופת אי וודאות** - הזהב היווה מאז ומעולם מקלט למשקיעים בתקופות של משברים כלכליים ואי וודאות. המשך הידרדרות הכלכלה העולמית ואי האמון במערכת הבנקאית, יתמוך בהתחזקות נוספת של המתכת הצהובה.

**הגנה מפני אינפלציה** - הזהב נחשב לסחורה השומרת על ערכה לאורך השנים ולכן מהווה כלי השקעה אטרקטיבי בסביבה אינפלציונית. האינפלציה הנמוכה השוררת כיום בשווקים המפותחים, עשויה להרים ראש לאור תוכניות הסיוע השונות הכרוכות בהדפסת כסף בכמויות משמעותיות.

**משאב נדיר** - תפוקת הזהב העולמית אינה עולה ואף נמצאת במגמת ירידה קלה. היצע הזהב המופק ממכרות קשיח, כך שעלייה בביקושים עשויה להוביל לעליית מחיר הזהב.

## סיכוני השקעה

**האטה עולמית** - הכלכלה הגלובלית נמצאת בהאטה חריפה, המובילה לירידה חדה בביקושים לסחורות וכתוצאה מכך גם לזהב, הן כחומר גלם בתעשייה והן כמותרות בתעשיית התכשיטים.

**השוק הספקולטיבי** - בדומה לנפט, קיים קושי רב בחיזוי הביקוש הספקולטיבי לזהב. הזהב מהווה אומנם מקום מפלט בתקופות קשות, אך יש לקחת בחשבון את האפשרות, כי מכירה מאסיבית של זהב ע"י קרנות וגופי השקעה, עלולה להביא לירידת ערכו.

**התחזקות דולר ארה"ב** - כחלק מתפקידו כמשמר ערך, ניכרת בתקופה האחרונה קורלציה הפוכה בין מחיר הזהב ודולר ארה"ב. במידה והאחרון יחל במגמת התחזקות, קיים חשש שמחיר הזהב ייחלש.

## כיצד נשקיע בזהב

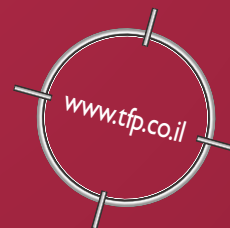
הזהב נתפס ע"י המשקיעים בעולם כנכס בטוח, העמיד בפני אינפלציה, משברים כלכליים, סכסוכים ומלחמות ומהווה למעשה מקלט למשקיעים בתקופה בה אי הוודאות שוררת. בעולם קיימים מכשירים פיננסיים רבים, המאפשרים להשקיע בזהב ובגזרותיו כגון: קרנות נאמנות, חוזים עתידיים ותעודות סל. ה-ETF הפופולרית ביותר בעולם המשקיעה בזהב הינה GLD, הנסחרת ב- NYSE ולה נכסים בהיקף של כ-25 מיליארד דולר. ה-ETF מתכסה באמצעות החזקת זהב בפועל. ניתן להשקיע אף במניות חברות כריית הזהב הגדולות בעולם או ב-ETF המשקיעה בסל חברות כריית זהב דוגמת GDJ הנסחרת אף היא ב- NYSE. עבור המשקיעים הישראלים, הדרך הנוחה ביותר להשקיע בזהב הינה באמצעות תעודת סל, הנסחרת בבורסה של תל-אביב. תעודת הסל עוקבת אחר מחיר הזהב העולמי הנקבע ע"י ה-London AM Fix Price ומשמש את מרבית סוחרי הזהב בעולם. להלן גרף המתאר את השינויים (על בסיס יומי) במחירי ה-London AM Fix (דולר ארה"ב לאונקייט זהב) בתקופה שמיום 2 בינואר, 2004 ועד יום 17 בנובמבר, 2009:



כמקובל בהחלטות השקעה, על המשקיע לשקול את כל היבטי השקעה והמיסוי, וכן השלכות שיהיו למצב השוק ו/או למצב התחיקתי בזמן הרלוונטי להשקעה. העובדות והפרשנות בסקירה דלעיל לא נועדו לשמש כהצעה או הזמנה להשקעה ואין לראות בהם כתיאור ממצה ו/או כתחליף ליעוץ מקצועי בטרם השקעה. להשלמת הסקירה מומלץ לפנות לפרסומי החברה ולדיווחים הנמסרים על ידה, וכן לפרסומים ודיווחים הנמסרים על ידי צדדים שלישיים והמתייחסים לחברה. הניתוח היו רכשה הבלעדי של תכלית תעודת סל. המידע ששימש את תכלית תעודת סל בהכנת ניתוח זה, הגם שהינו ממקורות שלפני ידעת תכלית תעודת סל הינם מהימנים, אינו באחריותה. אין לראות בניתוח זה שום המלצה לביצוע פעולות כלשהן בניירות ערך או כל מצג שניתן על מנת שגורמים מחוץ לתכלית תעודת סל יסתמכו עליו. כל הסתמכות על ניתוח זה תעשה על אחריותו של המשקיע בלבד. אין לעשות שימוש כלשהו, למסור, להעביר, להביא לידיעה, להעתיק, לצלם, לשכפל, לצטט, לפרסם, במישרין או בעקיפין, בכל אופן או שיטה בין בדפוס בצילום בהקלטה בהעתקה מכנית או אלקטרונית בתמורה או שלא בתמורה, את ניתוח או חלקים ממנו, לרבות, ממצאים, מסקנות והערכות הכלולות בו, ללא קבלת אישור בכתב מ תכלית תעודת סל. בטרם השקעה מוסבת תשומת הלב לכך כי האמור בסקירה אינו מתאים לכל סוגי המשקיעים ו/או לכל סוגי ההשקעות ואין בסקירה כדי להבטיח כל רווח עתידי. מומלץ, כמו כן, להתייחס לתנודתיות הנובעת משינויים בשערי החליפין (ככל שהדבר רלוונטי) ולהשפעה של תנודתיות זו על החזר השקעה בעת המרת כספי דיווידנד, ריבית או תמורת המכירה למטבע המקורי. סקירה זו היא קניינה של תכלית תעודת סל ומיועדת ללקוחותיה - אין להעתיק ו/או לעשות בה שימוש, במלואה או בחלקה - ללא היתר מתכלית תעודת סל. תכלית תעודת סל ו/או מי מטעמה עשויים לרכוש ו/או למכור ניירות ערך המזכירים בסקירה ו/או לבצע על עסקה הקשורה למכר בסקירה ו/או לשנות את תוכן העבודה ומסקנותיה ואינה מתחייבת לעדכן או להודיע על כך לכל גורם שהוא.

# תכלית תעודות סל

מקבוצת מייקל דייויס ותכלית בית השקעות  
להיות ראויים לאמון שלך



דרך מנחם בגין 132, מרכז עזריאלי, בניין מרובע, ת"א 67021  
טל: 03-6110404 פקס: 03-6110455 קשרי יועצים: 0777-18-18-11 www.tfp.co.il