



# אוקטובר: שווקים מתפתחים בפוקוס

גיליון מס' 60 | נובמבר 2019



## כלכלה

הערכות הצמיחה בשווקים מתפתחים: טעות שיטתית

## שווקי הון

מניות שווקים מתפתחים: יותר או פחות מסוכנות מאלו של המפותחים?

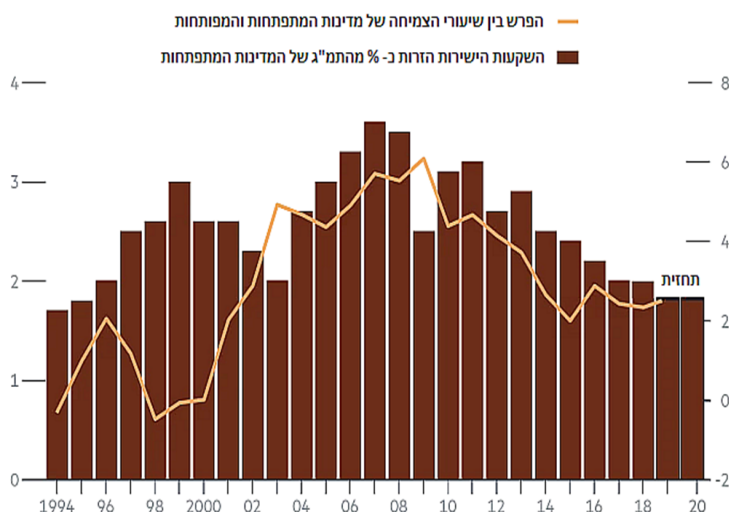
אג"ח שווקים מתפתחים: הבועה הבאה?

## כלכלה בעולם

### הערכות הצמיחה: טעות שיטתית

מאז שנות ה-90, הגלובליזציה, מחזור-העל של הסחורות והשתכללותן של שרשראות הערך העולמיות, תרמו למומנטום חזק של צמיחה, תיעוש ופיתוח בכלכלות המתפתחות; היה נראה שההתכנסות של הכלכלות הללו עם העולם המתועש הינה בלתי נמנעת. מאות מיליונים הוצאו ממעגל העוני אל תוך המעמד הצרכני; ההשקעה בתשתיות תרמה למומנטום הצמיחה. עבור משקיעים רבים, השווקים המתפתחים הפכו לחלק משמעותי בתיק בזכות התשואות הגבוהות לעומת העולם המפותח. אך לאחרונה נראה כי החישובים הבסיסיים לגבי עתידם של השווקים המתפתחים משתנים יחד עם השינויים בצמיחה הפוטנציאלית, ואיתם משתנה גם חלק מרציונל הליבה להשקעה בנכסיהם.

על פי האנליסטים של Citi, מייקל ניס ודייב לובין, הגיע הזמן לעשות הערכה מחודשת של התחזיות עבור השווקים המתפתחים, וכן של אסטרטגיות ההשקעה המבוססות על התחזיות הללו. בדוח החדש שלהם, הם כותבים על כך שמרבית החזאים הכלכליים, כולל אלו מ-Citi עצמה, עשו וממשיכים לעשות "טעות שיטתית" בתחזיות הצמיחה של המדינות המתעוררות, כאשר הערכות הללו מתבררות שוב ושוב כאופטימיות מדי, לפחות מאז שנת 2012. לא רק האנליסטים והכלכלנים של גופי ההשקעות והבנקים טועים; הם נמצאים באותה סירה עם גופים בינלאומיים מכובדים כמו קרן המטבע הבינלאומית. האנליסטים כותבים שבשנים האחרונות, עדכוני תחזיות הצמיחה מתבצעים אך ורק בכיוון אחד, כלפי מטה, והדבר מוכיח כי הערכות של הצמיחה הפוטנציאלית, עליהן מושתתות התחזיות, הינן גבוהות מדי. לטענת האנליסטים מ-Citi, מרבית החזאים עושים טעות בהערכות ובתחזיות שלהם לגבי העתיד על סמך נתוני העבר, מבלי לקחת בחשבון שורה של גורמים מבניים העשויים להקטין את הצמיחה הפוטנציאלית בשווקים המתפתחים. כלומר, משום מה, הגילוי הנאות שמזהיר כי "ביצועי העבר אינם מעידים לגבי תוצאות העתידיות", הרשומה באתר של כל גוף השקעות בעולם, לא תקפה לגבי התחזיות הכלכליות של אותם הגופים.



### המשך | כלכלה בעולם

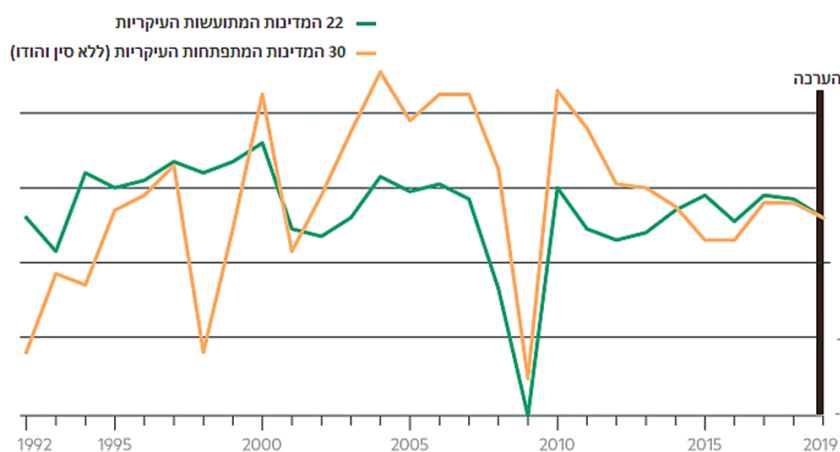
#### הערכות הצמיחה: טעות שיטתית (המשך)

אחד מהגורמים המבניים שהשינוי בהם מביא לשינוי בצמיחה הפוטנציאלית, הוא הגידול בתעסוקה. מאז שנת 2012, חלה האטה בגידול בשוקי העבודה במדינות המתפתחות ללא סין, אשר תואמת את ההאטה בגידול האוכלוסייה. כמובן שההאטה אינה אחידה: המדינות המתפתחות באירופה רושמות קיטון בכוח עבודה; אמריקה הלטינית ואסיה רושמות האטה משמעותית בגידול במספר העובדים, בעוד שבאפריקה ובמזרח התיכון ההאטה הרבה פחות מורגשת. להוציא את מרכז ומזרח אירופה, הגידול בכוח העבודה בשווקים המתפתחים עדיין גבוה מאשר במדינות המתועשות, אך הפער בינן הולך ומצטמצם. מה עוד, שהמגמה הזו צפויה להימשך גם בשנים הבאות. על פי Citi, גם אם שום דבר אחר לא השתנה, ההאטה בגידול היצע העבודה בשווקים המתועשות כבר מספיקה בכדי להסיק על הירידה בצמיחה הפוטנציאלית. אך גם "שאר התנאים אינם זהים", שכן אנו עדים לכך שמאז שנת 2015, שיעור הגידול בתמ"ג לנפש במדינות המתפתחות ללא סין והודו, היה נמוך יותר מאשר במדינות המתועשות.

גם גורמים נוספים המשפיעים באופן משמעותי על פוטנציאל הצמיחה, כגון היצע הון ופריון עבודה והון - ועל פי הניתוח של האנליסטים מ-Citi, אלו גם נמצאים במגמת ירידה. השפעתם של הגורמים הללו אינה ואף פעם לא הייתה אחידה בשווקים המתפתחים השונים. לדוגמה, בתחילת המאה הנוכחית, כאשר הצמיחה הכלכלית במדינות המתועשות הייתה חזקה מאוד, הגידול בתמ"ג לנפש במדינות התלויות בייצוא סחורות (בדרום אמריקה, אפריקה ומזרח התיכון) היה תלוי אך ורק בהיצע הון - שמן הסתם לא חסר בעת ביקוש מוגבר לסחורות. לאחר הירידה במחירי הסחורות, הגידול בפריון הפך לשלילי. מאידך, בשווקים המתפתחים באסיה, הצמיחה הובלה על ידי צבירת הון (הודות לשיעור החיסכון הגבוה) וכן על ידי השיפורים המשמעותיים בפריון העבודה וההון; אך בשנים האחרונות, הגידול בשני הגורמים הללו הלך ופחת באופן ניכר. באופן כללי, בשווקים המתועשות ללא סין, הגידול בהיצע הון הפך לגורם המוביל בצמיחה הכלכלית. התיאוריה הכלכלית סבורה כי שיעור התשואה היחסי של גורם כלשהו, במקרה הזה הון, יורד עם הפיכתו של הגורם הזה לנפוץ יותר. הנתונים על השקעה ישירה זרה מאמתים את התאוריה: שיעור תשואה של השקעות הללו בשווקים מתפתחים ללא סין, ירד מכ- 12% בשנת 2010, לפחות מ- 8% בשנה שחלפה. ככל הנראה זוהי הסיבה לכך שההשקעות הישירות הזרות במדינות המתועשות כאחוז מהתמ"ג, הגיעו לרמתן הנמוכה ביותר מאז שנות ה-90 של המאה הקודמת.

ובכן, האנליסטים של Citi סבורים כי קצב הצמיחה הממוצע מאז 2012, של 3.1% בשנה, עשוי להוות בסיס טוב לתחזית לטווח הבינוני. מי שמסכים עם הערכותיהם הוא ניל שירינג, הכלכלן הראשי ב-Capital Economics. הוא סבור כי "עידן הזהב" של השווקים המתפתחים הסתיים, וכי שיעור הצמיחה הממוצע בכלכלות הללו, יחד עם סין,

שיעור שינוי שנתי בתמ"ג לנפש (במונחי כוח הקנייה)



יעמוד במקרה הטוב על 3%-4% בשנה בעשור הבא, נמוך משמעותית מהתחזיות של קרן המטבע העומד על 4.8%. הוא מוסיף ומדגיש, כמו עמיתיו מ-Citi, הגורסים כי ההאטה בצמיחה בשווקים המתפתחים הינה תוצאה של גורמים מבניים, ולכן המגמה הזו תימשך. כמובן שההאטה בסין, מלחמת הסחר, התחזקות הדולר וגורמים אחרים "מוסיפים שמן למדורה", אך הם אינם מקור הבעיות של המדינות המתועשות.



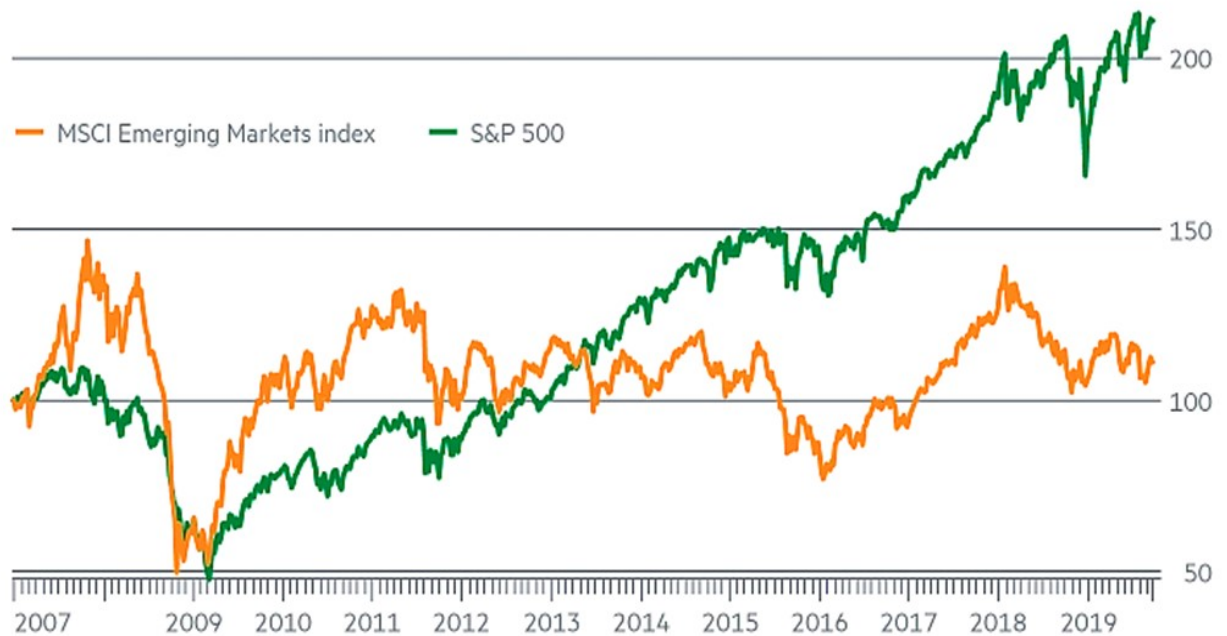
### שווקים פיננסיים

#### מניות שווקים מתפתחים: יותר או פחות מסוכנות מאלו של המפותחים?

שווקים מתפתחים מגיעים לסוף חודש אוקטובר ב"מצב רוח" טוב יחסית, לאחר שהמטבעות ושווקי המניות הגיעו לשיא של שלושה חודשים. האופטימיות לגבי התקדמות במו"מ הסחר בין ארה"ב לסין, יחד עם הצפי להפחתת הריבית השלישית השנה על ידי הפדרל ריזרב, שמגדילה את מרחב הפעולה להורדות הריבית גם בכלכלות המתפתחות עצמן, מציעות בסיס להערכות כי הראלי יימשך. עם זאת, המשקיעים אינם אופטימיים מדי, אלא מודעים לשלל הסיכונים הפוליטיים בעולם המתפתח, וכן להאטה בכלכלה הגלובלית, אשר פוגעת באופן משמעותי במדינות המתעוררות.

לאחר כל העליות החזקות של אוקטובר, המדד הכללי של מניות השווקים המתפתחים, MSCI EM Index, עומד על תשואה של 7.3% מתחילת השנה, בעוד שהמדד של המדינות המפותחות MSCI World Index הניב 18% והמדד האמריקאי S&P 500 עלה ב- 20%.

#### ביצועי המדד האמריקאי אל מול המדד של השווקים המתפתחים מאז שנת 2007



\*המדדים בוססו מחדש לנק' התחלה משותפת

ובכן, השווקים המתפתחים נראים זולים. מכפיל הרווח העתידי של מדד ה- MSCI EM עומד על 12.0, לעומת 17.3 של המדד האמריקאי MSCI US, 15.3 במדד הכלל עולמי All Country World ו- 15.8 במדד המדינות המפותחות MSCI World. ברור כשמש שהשווקים מתעוררים נראים זולים יחסית - אבל אין חוק שאומר שהם לא יכולים להיות זולים אף יותר.



### שווקים פיננסיים | המשך

#### מניות שווקים מתפתחים: יותר או פחות מסוכנות מאלו של המפותחים? (המשך)

הדולר האמריקאי שומר על חוזקו על אף הורדות הריבית בארה"ב, והדבר ממשיך לפגוע בשווקים המתעוררים. הם גם חשים את הנזק ממלחמת הסחר בצורה החריפה ביותר, עם דרך ההאטה בסחר הגלובלי ועם דרך ההאטה הכלכלית בסין. פרט לכך, האירועים השונים בקצוות השונים של העולם הדגישו את העובדה שעל אף כבדת הדרך שעברו, השווקים המתפתחים ממשיכים להיות הרבה פחות יציבים פוליטית ומדינית, מאשר המדינות המתועשות ה"משעממות". נכון, גם בעולם המתועש מתקיימות לפעמים הפגנות אלימות, מתרחשות שערוריות פוליטיות, מתגלים מקרי שחיתות ועוד, אך המנגנונים המדיניים המשומנים והיציבים יחסית, במדינות אלו ממשיכים לפעול, החברות ממשיכות להרוויח והחיים ממשיכים כרגיל. לא תמיד כך הוא - במדינות המתפתחות. ארגנטינה היא מקרה קיצון, אך ראו את צ'ילה, עד לא מזמן אי של יציבות ומעוז השפיות הכלכלית באמריקה הלטינית. ראו את ההפגנות - המוצדקות, אך המשתקות את המדינה - בהונג-קונג. ראו את טורקיה, שתחת שליטתו של איש אחד הגיעה להישגים כלכליים משמעותיים - ואז מחקה אותם במחי יד.

מקרים אלו ורבים אחרים מדגישים את הצורך בזהירות; הנתונים שמגיעים מהכלכלות והשווקים השונים מדגישים את הצורך בגישה סלקטיבית כלפי השווקים המתפתחים. הגישה הזו דורשת עבודת רקע רבה. העובדה שמדד המניות של מצרים עלה ב- 35% (דולרית) מתחילת השנה לעומת הירידה של 35% בארגנטינה, אינה מעידה על היעדר הסיכון בהשקעה במצרים לעומת ארגנטינה: הרי כולנו זוכרים את העלייה המטאורית במדד המניות של ונצואלה ב- 2017, ערב ההתמוטטות הסופית של כלכלתה. הכוונה היא לכך שבמדינות המתפתחות, רצף זעזועים חיצוניים, אירועים פנימיים גדולים ו\או מספר כישלונות ניהוליים עלול להביא למשבר עמוק מאוד.

מדינות בעלות מערכות פוליטיות בלתי יציבות, חובות גבוהים (בייחוד במט"ח), או גירעונות בחשבונות השוטפים, פגיעות הרבה יותר מזעזועים וכך גם משברים. למשברים בשווקים המתעוררים קיים דפוס התפתחות מסוים: המשקיעים הזרים נוהרים החוצה והמשקיעים המקומיים אינם מסוגלים לספק ביקוש הולם לנכסים הפיננסיים הנמכרים בהמוניהם. לפחות בפן זה נראה שהמצב השתפר לעומת העבר: כנראה שאין רע בלי טוב, והפופולריות הנמוכה של ההשקעה בשווקים המתפתחים מהווה סוג של הגנה מפני משבר, שכן אם המשקיעים לא נהרו פנימה ולא ניפחו את מחירי הנכסים, אזי הסכנה של נהירה המונית החוצה פוחתת. לעומת זאת, נכסי המדינות המפותחות - אלה מהם שעדיין מניבים תשואה - יצרו תופעה של "מסחר צפוף" (crowded trade). נראה שכל המשקיעים בעולם רודפים אחר אותם הנכסים: אג"ח ממשלתיות של ארה"ב, אג"ח תאגידיות בדירוג השקעות, מניות טכנולוגיה, ונכסים דולריים באופן כללי. לעומתם, הילדים ה"לא מקובלים" של עולם ההשקעות, השווקים המתפתחים, נראים כעת פחות פגיעים ממכירת חיסול על ידי המשקיעים הזרים.



### המשך || שווקים פיננסיים

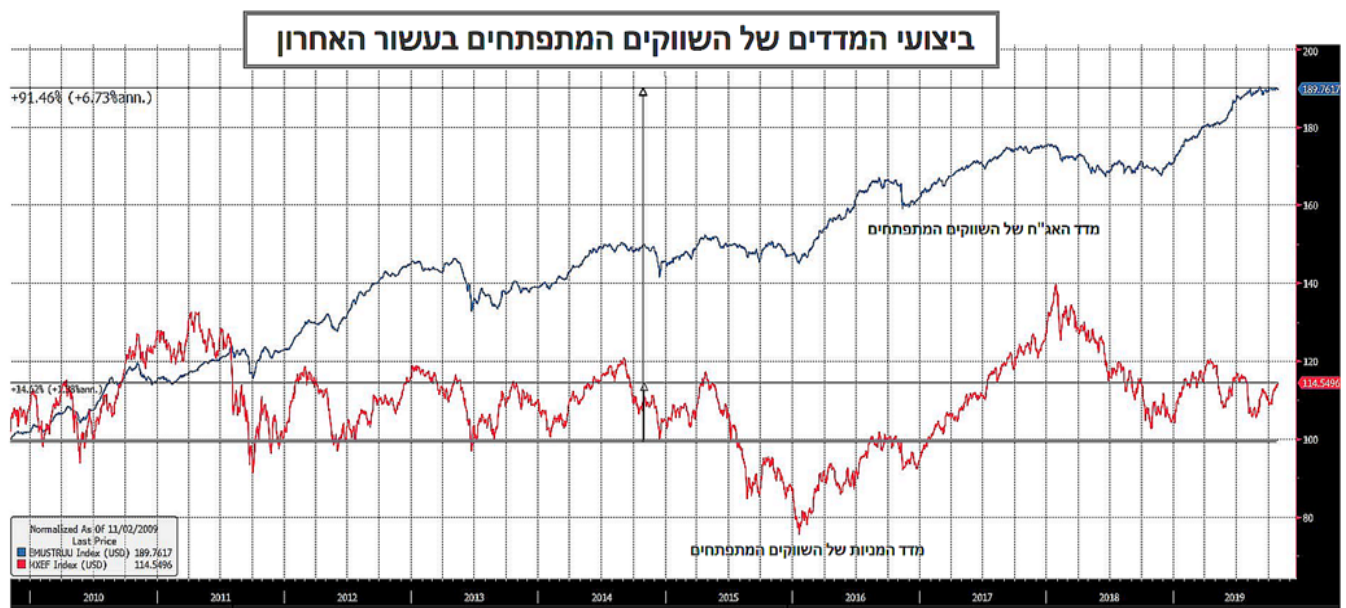
#### אג"ח שווקים מתפתחים: הבועה הבאה?

בעשור האחרון אנו עדים להתפתחויות רבות להן לא מוצאים דוגמה בהיסטוריה הכלכלית והפיננסית. כמו בתחומים האחרים, גם בתחום האג"ח נשברו מוסכמות קודמות. אחד השינויים המעניינים ביותר התרחש באג"ח שווקים מתפתחים.

עולם ההשקעות מושתת על אקסיומה האומרת כי ככל שגדל הסיכון, כך גם גדל הסיכוי לתשואות גבוהות יותר. כך, משקיעי המניות של השווקים המתפתחים, היו מוכנים לקחת את הסיכונים של משברים, נפילות בשווקים, תנודתיות גבוהה ועוד - למען הסיכוי לתשואות גבוהות. וכך גם היה בעבר: על אף הסיכונים הפוליטיים והמאקרו-כלכליים, השווקים המתפתחים סיפקו צמיחה כלכלית מהירה והחזרים גבוהים על השקעה.

בעשור האחרון, כל זה השתנה. השווקים המתפתחים אומנם הפכו לפחות מסוכנים מבחינה כלכלית - עם אינפלציה איטית יותר, חובות נמוכים יותר, מטבעות תנודתיים פחות, חברות חזקות יותר ועוד - אך גם הדהירה של הצמיחה הפכה ל"הליכה איטית". שוקי המניות של מדינות מתפתחות מסוימות חוו עליות מהירות בנקודות זמן שונות, אך בסך הכול, עבור משקיעי המדדים (שהם כעת מרבית הכסף המושקע בשווקים), אסטרטגיית "Buy and Hold" לא הוכיחה את עצמה בעשור האחרון, בלשון המעטה. מאז אוקטובר 2009, החזיר מדד המניות הכללי של השווקים המתפתחים, MSCI EM Index, בלבד, תוך תנודתיות עזה ומורטת עצבים.

לעומת המניות, שוק האג"ח של השווקים המתפתחים שעד לא מזמן משך רק את "הכסף החכם" מגופים המוסדיים, הלך וגדל וצבר פופולריות רבה, תוך שהוא רושם ראלי בלתי פוסק במשך עשור שלם. מאז אוקטובר 2009, מדד האג"ח הכללי של השווקים המתפתחים, Bloomberg Barclays Emerging Markets USD Aggregate, עלה ב-91.5%, פי שישה ממדד המניות, וללא ירידות משמעותיות בדרך.

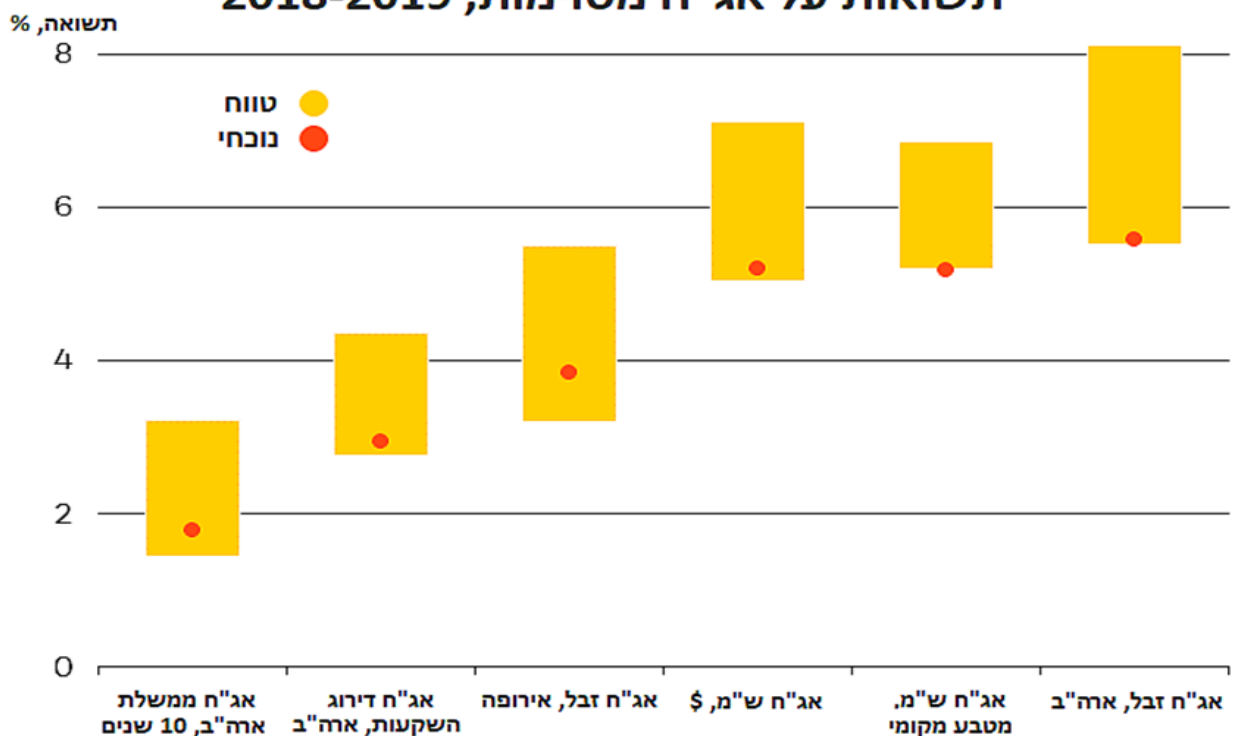


### שווקים פיננסיים || המשך

#### אג"ח שווקים מתפתחים: הבועה הבאה? (המשך)

זה מה שקורה כאשר, מצד אחד, התשואות על חלק גדול מאג"ח במדינות המפותחות הן אפסיות או אף שליליות, ומצד שני - הריביות הנמוכות מאפשרות הנפקת חוב בעלות נמוכה מאוד. לפני שנתיים חשבנו שתקופת הריביות הסופר-נמוכות מתקרבת לקיצה: הפדרל ריזרב העלה ריביות והבנק המרכזי של אירופה תכנן מהלך דומה. אך הדבר לא התממש, כאשר ההאטה בכלכלה הגלובלית החזירה את הבנקים המרכזיים למסלול הרחבת המדיניות המוניטארית. כעת, אג"ח ממשלתיות של מדינות אירופה ויפן על סך כ- 13 טריליון דולר מניבות תשואה שלילית; התשואות על אג"ח אמריקאיות אומנם עלו מהשפל של כל הזמנים אך ממשיכות להיות נמוכות מאוד; אג"ח תאגידיות בדירוג גבוה מאותן המדינות, מן הסתם, גם מניבות תשואה נמוכה מאוד.

#### תשואות על אג"ח מסוימות, 2018-2019



גם השווקים המתעוררים (שבהם עדיין ניתן למצוא תשואות דו ספרתיות על חובות מסוימים) אינם מה שהיו פעם: התשואות הממוצעות על אג"ח שווקים מתפתחים במדדים אגרסיביים (שילוב של אג"ח ממשלתיות וקונצרניות) ירדו בצורה דרסטית בעשור האחרון. בנקים מרכזיים רבים בשווקים המתעוררים נאלצו להפחית את הריביות לצד עמיתיהם מהמדינות המתועשות, בכדי להגן על הכלכלות מפני זעזועי מלחמת הסחר והאטת הצמיחה הגלובלית. אך, בהשוואה לנכסי המדינות המפותחות, תשואה מוצעת של מעל 5% בימינו הינו יעד נחשק מאוד. בכל מקרה, למשקיעי אג"ח רבים לא נותר אלא להיכנס לנכסים שפעם נחשבו מסוכנים - וכיום נראים הרבה פחות מסוכנים, בין היתר הודות לעלויות המימון הנמוכות - בעוד שהמדינות והחברות בשווקים המתפתחים, שמחות לספק את ההיצע.





### שווקים פיננסיים | המשך

#### אג"ח שווקים מתפתחים: הבועה הבאה? (המשך)

אג"ח שווקים מתפתחים היו המרוויחים העיקריים מהרדיפה הגלובלית אחר התשואה. כיום, אפיק החוב של השווקים המתפתחים מהווה 25% מסך שוק האג"ח הגלובלי, זאת לעומת אחוזים בודדים לפני עשור. הגידול בהיקף ההיצע של חוב מדינות מתפתחות, ממשיך במלוא עוזו. בספטמבר 2019, נשברו שיאים בהנפקות אג"ח על ידי המדינות המתפתחות: הממשלות הנפיקו חוב על סך 21 מיליארד דולר, לעומת הממוצע הרב-שנתי לחודשי ספטמבר של 9 מיליארד; החברות במדינות הללו (כולל החברות הממשלתיות) מכרו אג"ח במטבע קשה (מקוב דולר) על סך 60 מיליארד דולר - יותר מאשר בשיא הקודם ב-2017 ויותר מאשר בחודשי ספטמבר הקודמים (שעמדו על ממוצע של 36 מיליארד \$). ולכל שפע ההיצע הזה יש ביקוש הולם, הרי הרווחים נאים ביותר. כך, מתחילת השנה עד סוף אוקטובר, עלו אג"ח שווקים מתפתחים דולריות ב-13% ובמטבע מקומי ותאגידיות - בכמעט 12%. אג"ח דולריות של שווקים מתפתחים נהנו בתקופה האחרונה מהביצועים המרשימים של אג"ח ממשלת ארה"ב, בעוד האג"ח הנקובות במטבעות המקומיים נתמכו ביציבות מטבעית ומאינפלציה נמוכה. הראלי הגלובלי באג"ח הוריד את התשואות בכל העולם, ובפרט בשווקים מתפתחים - אך הן עדיין אטרקטיביות מאוד לעומת כלל האג"ח של המדינות המפותחות, פרט לאג"ח תשואה גבוהה (זבל) אמריקאיות.

משקיעים רבים, ובניהם ענקית ההשקעות BlackRock, מאמינים כי הראלי באג"ח שווקים מתפתחים צפוי להימשך בתקופה הקרובה. הפדרל ריזרב האמריקאי אינו צפוי להעלות את הריביות בטווח הקרוב, כך שמחירי אג"ח הממשלתיות של ארה"ב אינם צפויים ליפול. מאידך, שורה של הורדת הריבית בארה"ב צמצמה את חוזקו של הדולר והטיבה עם המטבעות של השווקים המתעוררים, בעוד שהירידה בשיעורי האינפלציה מאפשרת הורדת ריביות גם במדינות המתפתחות.

מאידך, לגבי הטווח הארוך, מתחילים להתהוות חששות מבוססים. רבים מהאנליסטים, כלכלנים ומשקיעים מכנים את מה שקורה בשוקי האג"ח הגלובליים "בועה" וככל בועה, סופה ידוע, רק לא ידוע מתי הוא יתרחש. מה שעוד ברור הוא כי לבועה הזו עלולות להיות השלכות הרסניות על שווקים מתפתחים. שיעורי ריבית אולטרה נמוכים בעולם המפותח יוצרים תמריץ לזרמי השקעות לשווקים מתעוררים בחיפוש אחר תשואות גבוהות יותר; הזרמים הללו עלולים להתהפך ביום אחד.

הסיכון המוחשי ביותר הוא ביום בו יתברר כי העולם המתועש יאלץ לבצע נורמליזציה כלשהי בשיעורי הריבית. יש לנו דוגמה להתממשות הסכנה הזו מהעבר הלא רחוק: כאשר ב-2013 אותת בן ברננקי, נגיד הפד דאז, על צמצום ההרחבה המוניטארית - המשקיעים בשווקים המתפתחים נבהלו ומשכו את כספם; המדינות הפגיעות ביותר (אלו עם גרעון גבוה בחשבון השוטף ולא חובות חיצוניים גבוהים) ראו את ערך מטבעותיהן ואת מדדי המניות שלהן צונחים באופן חד. נכון, מרבית המדינות המתפתחות מתגאות כיום במטבעות יציבים ובחובות וגירעונות נמוכים יחסית לעבר. אך זרמי הון גדולים אל תוך המדינות הללו עלולים לאורך זמן לגרום לתיסוף-יתר של המטבעות, מה שמצידו עלול לייקר את הייצוא וכך להגדיל את הגירעון בחשבון השוטף. אם הראלי יימשך כפי שהוא צפוי, עד היום בו הבנקים המרכזיים במערב יעלו את הריביות, התהליכים הללו יוכלו להפוך עוד מספר רב של כלכלות מתפתחות לפגיעות הרבה יותר מברירת הון זר.



### 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.