



מחקר קרנות הסל של GLOBAL X

# שבירת מיתוסים: שש תפיסות מוטעות בנושא השקעה נושאית

בפרק זה אנו שואפים להגיב לשש תפיסות מוטעות נפוצות הנוגעות להשקעות נושאיות, שיתוף נתונים, לניתוחים ולתיאוריות אקדמיות, כדי לחשוף את האמת שמאחורי אגדות אלה.

## מיתוס מס' 1: השקעה נושאית היא השקעה קלה

במקום להצהיר באופן סובייקטיבי וכוללני אם השקעה נושאית היא "קלה" או "קשה", עדיף בעינינו לשתף את גישתנו להשקעה נושאית כדי להעביר את המסר שזהו תהליך רציני. אמנם קיימות גישות רבות להשקעות נושאיות התלויות בהחלטתו של מנהל הנכסים או המשקיע, אנו בטוחים כי הגישה מבוססת המחקר והמעמיקה של קרן X Global מתמודדת ישירות עם האתגרים של השקעה נושאית תוך כדי הצעת פתרונות יעילים ומדויקים למשקיעים.

לדעתנו, קיימים בהסתכלות רחבה שלושה שלבים להשקעות נושאיות, ולכל שלב יש גם כמה שלבי משנה:

**1. זיהוי הנושא:** זיהוי נושא מבני רב-עוצמה הצפוי לשבש סקטורים עיקריים בכלכלה העולמית.

**2. פיתוח מתודולוגיה:** הקמת תהליך שאפשר לחזור עליו לזיהוי ושקלול מדויק ומקיף של החברות הניצבות בעמדה טובה להפקת תועלת ממימוש הנושא

**3. ניתוח מתמשך:** מעקב קבוע ומתמשך אחר הנושא כדי לקבוע כיצד הוא מתפתח לאורך זמן וביצוע התאמות לפי הצורך

לשם זיהוי הנושא, אנו מתחילים בשמירה על 'יקום נושאי' של 70 נושאים בקירוב, המוצעים על ידי חברות פיננסיות, קבוצות ייעוץ, עיתונים וארגונים אחרים. אנו מעריכים מחדש כל אחד מהנושאים הללו בעשרות ממדים הנכללים באופן נרחב בקטגוריות של אמונה, התאמה להשקעה ואופק זמן. לדוגמה, כדי לקבוע את האמונה שלנו בנושא מסוים, אנו שוקלים הערכות של השוק הכולל של הנושא שאפשר להתייחס אליו; כמה מהשוק הזה כבר נכבש; זרזים לטווח קצר ולטווח ארוך, כמו גם נקודות כשל אפשריות. אם זהו נושא מוכוון-טכנולוגיה, אנו עשויים להמשיך ולשקול את מצבה המעודכן של הטכנולוגיה, האם יש דרך להרוויח, והאם קיימים גורמי תלות משותפים להופעה של טכנולוגיות אחרות, בין שאר גורמים. לעניין ההתאמה להשקעה, אנו מנתחים את מערך ההזדמנויות האפשרי של חברות בעלות חשיפה גבוהה לנושא, ומעריכים עוד אירועים כמו נקודות הנפקות של חברות חדשות בבורסה, חברות פרטיות ומגמות בתעשיית ההון סיכון. לבסוף, באופק הזמן, אנו שוקלים הערכות לגבי מידת המהירות שבה הנושא יתפוס אחיזה בהתבסס על דפוסי אימוץ היסטוריים וצפויים.

לאחר זיהוי נושא בעל עוצמה, אנו עוברים לשלב פיתוח המתודולוגיה. באמצעות עבודה עם ספק מדדים, אנו יכולים להקדיש כ-6 חודשים לכוונן עדין של מתודולוגיית מדד כדי ליצור תהליך אמין אשר לוכד במדויק חברות שאנו מאמינים שיפיקו תועלת מהתממשותו של נושא מסוים. לשם כך יש להגדיר את היקף הנושא, כולל כל תת-נושא מעורב ותעשיות ומגזרים רלוונטיים. תהליך זה דורש גם בדיקה קפדנית של חברות פוטנציאליות כדי להבטיח שהן עומדות ברמות מחמירות של ניקיון נושאי, בהתבסס על אחוז ההכנסות או הנכסים שלהן. כמו כן, המשמעות היא הערכת שיטות שונות **לשקילת תוכניות** נזילות מינימלית, לוחות זמנים מעודכנים וסיכויי הנפקה ראשונה לציבור כדי להבטיח סל נזיל ומתוכנן היטב.

לאחר זיהוי הנושא ופיתוח מתודולוגיה, תהליך הניתוח הוא עניין מתמשך הנמשך לאורך מחזור החיים של הנושא, לרוב עשרות שנים. מטרתו של ניתוח מתמשך זה היא לנטר, לצפות ולהגיב לשינויים פוטנציאליים



בנושא, כולל שינוי מניעים או סיכונים, ומערך מתפתח של חברות המציעות הזדמנות, הערכות שווי ונתוני בסיס תנודתיים ודינמיקה אחרת המשפיעה על מסלול הנושא.

המטרה שלנו ב-X Global היא להפוך את ההשקעה הנושאת לחלקה ומתגמלת לטובת המשקיעים ככל האפשר. הגישה הקפדנית שלנו לזיהוי נושא מבקשת לאצור רשימת נושאים עוצמתיים למשקיעים. מאמצי פיתוח המתודולוגיה שלנו עם ספקי המדדים שואפים להבטיח שהחשיפות יישארו נקיות ורלוונטיות לאורך מחזור החיים של הנושא. כמו כן, הניתוח השוטף שלנו והמחקר הזמין לכל שלנו, נועדו למטב את הנושאים שלנו לאורך זמן ולסייע למשקיעים במאמצי המעקב שלהם, כדי שיוכלו לקבל החלטות מושכלות לגבי כניסות ויציאות אפשריות.

לא כל המשקיעים ומנהלי הנכסים נוקטים בגישה זהה להשקעות נושאיות. ואכן, חלקם עשויים לבחור בגישה פחות מחמירה, אך בחווייה שלנו ב-X Global, ההשקעה הנושאית אינה פשוטה כלל ואנו נענים לאתגר.

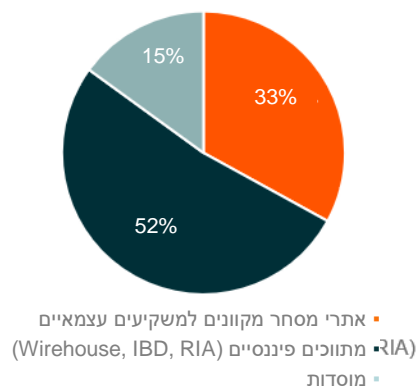
## מיתוס מס' 2: המשקיעים הנושאים הם בעיקר משקיעים קטנים הפועלים על דעת עצמם

באחרונה מופנית תשומת הלב בלוחות מודעות אינטרנטיים מסוימים, הממוקדים בהשקעה ובערוצי מדיה חברתית אחרים, למשקיעים עצמאיים כגורם פעיל ומשפיע. הצלחתן של קרנות הסל, כמו גם מסחר בעמלות אפסיות בבתי השקעה רבים אשר מילאו תפקיד משמעותי במתן הזדמנות משחק שווה בשוק, מאפשרים למשקיעים עצמאיים גישה לאסטרטגיות, כולל השקעה נושאית, שהיו פעם נחלתם הבלעדית של משקיעים מוסדיים, וגם גישה לחלופות השקעה, השקעות סמארט בטא ופקטור, גידור מטבעי ועוד.

קיימת דעה נפוצה שהשקעה נושאית נשלטת על ידי משקיעים עצמאיים. ההנחה נובעת ככל הנראה מכך שאפשר להתחבר לעניין ההשקעה הנושאית. אנשים נוטים לצאת מתוך הנחה שמשקיעים קמעונאיים נוטים להשקיע "במה שהם מכירים", ונושא כמו כלי רכב חשמליים ואוטונומיים קרוב לוודאי מוכר יותר למשקיע קמעונאי שראה טסלה, או נוהג בטסלה, מאשר אסטרטגיית השקעה כמותנית שפותחה על ידי צוות של בעלי תואר שלישי.

עם זאת, נתונים מצביעים על כך שההנחה הזו מוגזמת. בשנת 2020, נכסים מאתרי מסחר מקוונים למשקיעים עצמאיים היוו רק 33% מהנכסים החדשים נטו בארה"ב שהגיעו לקבוצה של תעודות הסל שלנו העוסקת בצמיחה נושאית, אשר רשמה יותר מ-2.6 מיליארד דולר בהפקדות בתקופה זו<sup>1</sup> ערוצים אחרים, כולל מתווכים פיננסיים (בתי השקעות בשירות מלא, יועצי השקעות רשומים וסוכנים עצמאיים), מילאו תפקיד הרבה יותר גדול, ומשכו 52% מסך ההפקדות. יתרת ההפקדות, 15%, הגיעה ממשקיעים מוסדיים, מה שמוכיח שהעניין בהשקעות הנושאיות מקיף מגוון סוגים של משקיעים, וכי הוא אינו נשלט על ידי משקיעים קמעונאיים.

(% Global X ETFs – הפקדות לערוצים נושאים בארה"ב)



מקור: Global X ETFs, הנתונים הם לתאריכים 1.1.2020 עד 31.12.2020



### מיתוס מס' 3: נושאות היא בסך הכל אריזה מחדש של מגזר הטכנולוגיה

במסגרת הסיווג הנושאי, אנו מזהים שלוש קטגוריות בעלות נושאים עוצמתיים: טכנולוגיה משבשת, אנשים ודמוגרפיה, סביבה פיזית. אכן, לטכנולוגיה יש תפקיד מרכזי בהשקעה הנושאת הנוכחית, כיוון שההתקדמות המהירה בתחומים כמו רובוטיקה, פינטק, קישוריות וניידות משנה את האופן שבו אנו משתמשים בטכנולוגיות בחיי היומיום שלנו. למרות זאת, השקעה נושאת היא ממש לא אריזה מחדש של מגזר הטכנולוגיה, מכמה סיבות:

**גישה ספקנית למגזר:** אנו מאמינים שההשקעה הנושאת המצליחה ביותר אינה כבולה למגזר מסוים. בין אם חברת רובוטיקה מסווגת כתעשייה, טכנולוגיית מידע או אפילו כשירותי בריאות אינה רלוונטית, כאשר העיקר הוא שהיא מובילה בפיתוח רובוטיקה.

**חפיפה נמוכה:** אפילו נושאים המדגישים אחזקות רבות יותר בטכנולוגיית המידע נוטים לחפיפה בשיעור נמוך עם מדדי מגזר הטכנולוגיה. הבדלים בקריטריונים לבחירה, תוכניות שקלול, שווי שוק נמוך לעומת גבוה וחשיפה בינלאומית תורמים לשיעור החפיפה הנמוך.

**מעבר לטכנולוגיה:** חשוב להכיר בכך שלמרות שהטכנולוגיה מהווה מנוע משמעותי, היא אינה המקור היחיד לשיבוש בכלכלה העולמית. שינויים בנתונים הדמוגרפיים ובהרגלי הצריכה, כמו גם קשרים מתפתחים עם הסביבה הפיזית, ממלאים גם הם תפקיד חשוב בהנעת נושאים מסוימים. לדוגמה, אוכלוסיות מזדקנות ברחבי העולם, בנייה מחדש והחייאה של תשתיות בארה"ב ותנועה מואצת להתרת השימוש בקנביס הן כמה דוגמאות שבהן הטכנולוגיה אינה תורמת משמעותית לפוטנציאל המשבש של הנושא. זו הסיבה שאנו מעודדים משקיעים להתבונן מעבר לטכנולוגיה כאשר הם שוקלים השקעות נושאיות.

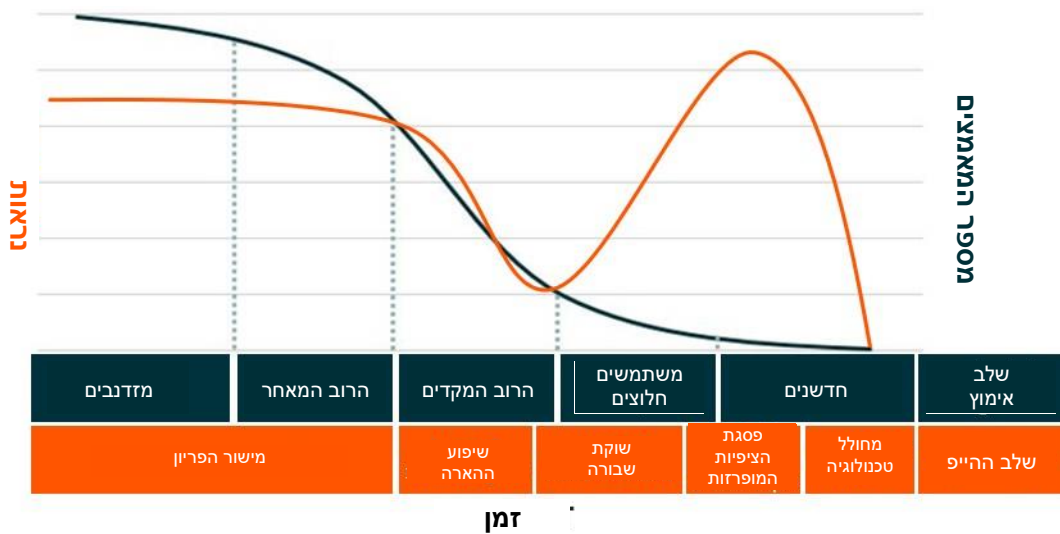
### מיתוס מס' 4: השקעה נושאת מעודדת ריצה אחרי "עצמים מבריקים" או עדריות באופנות מתחלפות

**תיאוריית הדיפוזיה של החידושים,** שאותה קידם הפרופסור אוורט רוג'רס, מסבירה איך השוק כולו מאמץ מוצרים או רעיונות חדשים. על-פי התיאוריה הזו, האימוץ מתחיל לאיטו בקרב קבוצה קטנה של יזמים בבדיקה של מוצר שיעילותו עדיין לא הוכחה. ככל שהמוצר משתפר, חדשנים משתפים בהתלהבותם והמוצר זוכה לקבלה רחבה יותר ומגיע למשתמשים החלוצים. משתמשים חלוצים מהללים אף הם את יתרונות המוצר, וצמיחתו מואצת ומגיעה לשוק ההמונים שבו הרוב המקדים והרוב המאחר מאמצים את הטכנולוגיה. לבסוף, המזדנבים או העיקשים מאמצים גם הם את הטכנולוגיה והצמיחה מואצת.

בניגוד לכך, על-פי תיאוריית מחזור ההייפ, אשר קודם על ידי חברת המחקרים של IT Gartner, הריגוש שיוצרת טכנולוגיה חדשה נוטה להקדים את האימוץ בפועל של הטכנולוגיה. ככל שמתפתחת טכנולוגיה חדשה, היא יוצרת נראות רבה יותר כי השוק מפנטז על הפוטנציאל שלה. המציאות נוטה לשקוע כעבור זמן, והנראות נוטה להתמתן עם האימוץ בפועל לאורך זמן.



### עקומת אימוץ לעומת מחזור הייפ



מקור: E.M. Rogers, Diffusion of Innovations, Gartner, Global X Research

חשוב להדגיש כי גם תיאוריית הדיפוזיה של החידושים וגם מחזור ההייפ הם תיאורטיים, וכי התרשים לעיל נועד להמחשה בלבד. המהירות, התזמון והיקף האימוץ בפועל ודרגת האימוץ בפועל של המוצר משתנים ממוצר למוצר. חשוב גם להבהיר שהייפ כשלעצמו אינו בהכרח דבר רע או דבר טוב. מוצר חדש שמקבל תשומת לב רבה עדיין יכול לעמוד בציפיות אלה ואף לעלות עליהן. תשומת לב חריגה בגודלה המוקדשת לחברת טכנולוגיה באמצעי התקשורת אינה בהכרח מובילה להערכתה בהערכת יתר. ולפעמים ההייפ יכול אפילו להיות מגשים נבואות משל עצמו, כאשר הוא גורם לנראות מובלטת למוצרים מסוימים ובכך מקדם אימוץ מהר יותר מאשר בדרך אחרת.

אך כפי שהוא קשור למיתוס מס' 4, הרעיון של "מירוץ אחרי עצמים מבריקים" מצביע על כך שהשקעה נושאת היא בעיקר משחק על מחזור ההייפ. נכון שחלק מהמשקיעים עשויים להיות מושפעים יותר ממודעות תקשורתית לנושאים מסוימים מאשר ממחקרים מקיפים. למרבה הצער, גישה כזו יכולה להוביל לכמה התנהגויות השקעה שליליות, ביניהן גישה קצרת טווח לנושאים, ריצה אחרי נושאים שאינם מתוקפים במחקר מקיף, או התמקדות בקבוצה קטנה בלבד של חברות פופולריות. אנו לא תומכים בגישה זו להשקעות נושאיות.

לדעתנו, ההשקעה הנושאית דורשת גישה מונעת-מחקר לזיהוי מגמות חזקות ברמת המאקרו, תוך התמקדות מדויקת ברשימה מקיפה של חברות העונות על היתרון של התממשות מגמה זו, ועליה להיות מוטמעת לטווח ארוך כדי למטב את ההזדמנות ליהנות מפוטנציאל הצמיחה שלה. הגישה צריכה להיות על עקומת האימוץ ולא על מחזור ההייפ.



## מיתוס מס' 5: הערכות השווי הנושאות עלו גבוה מדי

כתבנו בעבר כיצד להעריך נושאים משבשיים, ואמרנו שאנו מאמינים שיחס מחיר-מכירה (P/S) הוא שימושי יותר מיחס מחיר-רווחים (P/E) לחברות המצויות בשלב המוקדם, ואף ציינו את חשיבות ההבאה בחשבון של ציפיות צמיחה בהערכות שווי.

במהלך התקופה של השנה האחרונה, עד סוף ינואר 2021, השיאה משפחת ה-ETFs ב-Global X תשואות של בין 6.25% ל-129.50%, עם תשואה ממוצעת של 56.25%<sup>2</sup>. סביר שמשקיעים יסברו שתשואות חזקות על פני תקופה כה קצרה יובילו להערכות יתר. אכן, על בסיס מחיר למכירות, נושאים רבים יקרים יותר היום משהיו בזמן הזה לפני שנה. הערכות השווי הממוצעות עלו בשיעור של 25% במהלך תקופה זו. אולם בו זמנית, ממוצע הציפיות לצמיחה עתידית של מכירות עלה בשיעור של 16%, שכן נושאים רבים חוו אימוץ מהיר בזמן מערבולת המגיפה, דבר שגרם להאצת עקומת הצמיחה שלהם. המדד המועדף לניתוח "יוקר" של נושא מסוים, מחיר-למכירה-לצמיחה (PSG), עלה רק ב-7% בתקופה זו, כי הוא מביא בחשבון את היחס העולה של מחיר למכירות ואת הציפיות הגוברות לצמיחה.

בהתחשב בכך ששיעורי הריבית ירדו לאפס ולכך שמיליארדי דולרים של תוכנית עידוד פסקלית הוזרמו למשק, נושאים רבים מילאו תפקיד קריטי בעת שהייה בבית והפתיחה מחדש של הכלכלות, והביצועים החזקים בנושאים רבים בתקופה זו, עלייה של 7% בלבד ביחס PSG מצביעה על כך שהערכות השווי אינן מופרזות כפי שאפשר היה לחשוב. בנוסף לכך, יחס ה-PSG למדד S&P 500 נמוך רק בשיעור של 7% מהממוצע עבור משפחת הצמיחה הנושאת של Global X, זאת למרות הכפלת הגידול בהכנסות ככל שחברות מחלימות מהמגיפה.<sup>3</sup> בנוסף לכך, למרות ביצועים חזקים לאחרונה, נושאים רבים לא נראים בעלי ערך גבוה מדי ביחס לשווקים בכללותם.

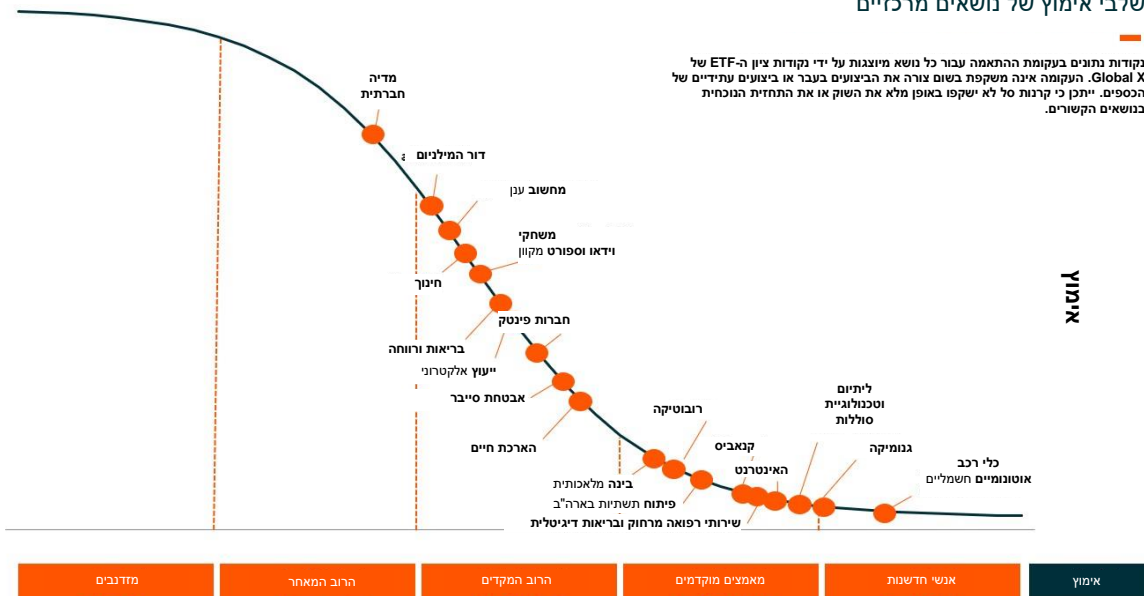
## מיתוס מס' 6: מאוחר מדי להשקיע בנושאי צמיחה גבוהה מסוימים

כפי שצוין קודם לכן בחלק זה, השקעה נושאת היא גישה ארוכת טווח לתפיסת גורמים משבשי מבנה. לכן, אנו מאמינים שביצועים גבוהים או נמוכים בעת האחרונה בנושאים יחידים הם לעתים קרובות יותר רעש, מאשר איתות לכך שנושא מסוים הוא 'עדיין מוקדם' או 'מאוחר מדי'. במקום זאת, אנו מעדיפים להסתמך על עקומת האימוץ, כולל על הערכה של השוק הכולל להשקעה לכל נושא ורמות חדירה נוכחיות. בתרשים שלהלן, צוות המחקר שלנו מעריך את רמות האימוץ של כל נושא באמצעות ניתוחים כמותניים ואיכותניים. עם זאת, חשוב לציין שהשוק הכולל להשקעה ומהירות האימוץ של כל נושא אינם זהים (כלומר, כל אחד מהם יפעל בהתאם לעקומות האימוץ שלו לאורך זמן). בנוסף לכך, שינויים בטכנולוגיה, בהרגלי הצרכנים, בתקנות ובגורמים אחרים יכולים להאיץ את האימוץ או למתן אותו, כמו גם להרחיב או לצמצם את השוק הכולל על פני זמן. משתמע מכך שעקומות האימוץ והחדירה הן דינמיות מטבען.



## שלבי אימוץ של נושאים מרכזיים

נקודות נתונים בעקומת ההתאמה עבור כל נושא מיוצגות על ידי נקודות ציון ה-ETF של Global X. העקומה אינה משקפת בשום צורה את הביצועים בעבר או ביצועים עתידיים של הכספים. ייתכן כי קרנות סל לא ישקפו באופן מלא את השוק או את התחזית הנוכחית בנושאים הקשורים.



כפי שאפשר לראות בטבלה זו, נושאים רבים מוערכים בשלב הרוב המקדים או קודם לכן, דבר המרמז על קיום מקום משמעותי לצמיחה עתידית, זאת על אף הביצועים הגבוהים שנרשמו לאחרונה.



1. תעודות סל של Global X, נתונים 1.1.2020 עד 31.12.2020
2. Bloomberg, נתונים מ-1 בינואר 2020 עד 31 בדצמבר 2020.
3. Bloomberg, Global X ETFs, נכון לתאריך 31 בינואר 2021.



השקעה כרוכה בסיכון, כולל אפשרות של אובדן הקרן. אין ערובה לכך שהאסטרטגיות שנדונו יצליחו. השקעות בין-לאומיות עלולות לכלול סיכון של אובדן הון כתוצאה מתנודות שליליות בערכי המטבע, מהבדלים בעקרונות חשבונאיים מקובלים, או מחוסר יציבות כלכלית או פוליטית במדינות אחרות. שווקים מתעוררים כרוכים בסיכונים מוגברים הקשורים לאותם גורמים, כמו גם לתנודתיות מוגברת ולנפח מסחר נמוך יותר. השקעות בעלות מיקוד צר עלולות להיות כפופות לתנודתיות גבוהה יותר.

חברות טכנולוגיות מידע עלולות להיות מושפעות מהתיישנות מהירה של מוצרים ומתחרות נמרצת בתעשייה. סיכונים כוללים שיבוש בשירות כתוצאה מכשל בחומרה או בתוכנה; הפרעות או עיכובים בשירות מצד צדדים שלישיים; הפרות אבטחה המערבות מידע פרטי, רגיש, קנייני וסודי מסוים המנוהל ומשודר; וכן חששות וחוקים בנוגע לפרטיות, תקנות מתפתחות בנושא האינטרנט ותקנות אחרות, מקומיות או זרות, שעלולות להגביל את הפעולות או להשפיע עליהן בדרכים אחרות. מגזרי שירותי הבריאות, הגנומיקה, הביוטכנולוגיה והמכשור הרפואי עשויים להיות מושפעים מתקנות הממשלתיות, מפטנטים שפג תוקפם, מהתיישנות מוצרים מהירה ומתחרות קשה בתעשייה. חברות קלינטק בדרך כלל מתמודדות עם תחרות קשה, מחזורי חיים קצרים של מוצרים ופוטנציאל להתיישנות מהירה של מוצרים. חברות אלה עשויות להיות מושפעות באופן משמעותי מתנודות במחירי האנרגיה ובהיצע ובביקוש של אנרגיה מתחדשת, תמריצי מס, סובסידיות ותקנות ומדיניות ממשלתיות אחרות. הסיכונים הקשורים בהשקעות בחברות מדיה חברתית כוללים שיבושים בשירות הנגרמים כתוצאה מכשל בחומרה או בתוכנה, הפרעות או עיכובים בשירות מצד שלישי, הפרות אבטחה המערבות מידע פרטי, רגיש, קנייני וסודי מסוים המנוהל ומשודר על ידי חברות מדיה חברתית, וכן חששות וחוקים הנוגעים לפרטיות, תקנות מתפתחות באינטרנט ותקנות זרות או מקומיות אחרות שעשויות להגביל או להשפיע בדרך אחרת על פעילותן של חברות כאלה. קיימים סיכונים נוספים הקשורים להשקעה בליתיום ובתעשיית כריית הליתיום.

