



אריה ליבוביץ

ניסן תשפ"ו



הקדמה חשובה:

כותב המאמר, אינו מוסמך, ואינו בעל רישיון לתת יעוץ בתחום של השקעות. גם אינו מומחה ואין לו ניסיון בתחום השקעות כספיות. מאמר זה נועד לעורר כיווני חשיבה ושיח אינטלקטואלי מתוך מטרה להגביר מודעות וידע. העושה פעולה כספית לאור מאמר זה, עושה זאת על דעת עצמו, ועל אחריותו האישית.

מאמר זה נכתב בהשראת פודקאסט אותו קיימתי עם הרב דוד טופורוביץ שליט"א. מומחה בהשקעות בשוק ההון האמריקאי שהאיר את עיני בנושא חשוב זה.

מומלץ להאזין לפודקאסט המלא באתר קול הלשון – כינוסים יד שמשון. בערוץ יו טיוב של גמ"ח יד שמשון. בטלפון הישיר שמספרו 073-3718085. כמו כן, בקו המידע של גמ"ח יד שמשון שמספרו 07-99-11-20-30.

▲ **משרד:** רחוב רשב"י 4, דירה 33. קומה 2-.
מודיעין עילית. כניסה ראשית מהחניה.
☎ **טלפון:** 08-9743095 ☎ **פקס:** 08-9743096
@דוא"ל: 9743095@gmail.com

מענה טלפוני: בימים א-ה בין השעות 08:00-14:00

זמני קבלת קהל:

יום א': 13:15-14:00 , 22:00-23:15 **יום ב':** 22:00-23:15

יום ד': 13:15-14:00 , 22:00-23:15

מבוא – מדד S&P-500

עולם ההשקעות הקלאסי, הזמין לכל אדם, נחלק לשתי אפשרויות עיקריות. נדל"ן או שוק ההון.

במאמר זה נתמקד בהשקעה בשוק ההון. או ליתר דיוק, בסכנות הטמונות בהשקעה בשוק ההון האמריקאי בעת הזאת. (ניסן תשפ"ו – אפריל 2026)

כשאנו רוצים לבחון את כדאית ההשקעה בשוק ההון, האפשרות הראשונה, הנוחה והזמינה היא להביט על העבר. לבחון את ההיסטוריה. על בסיס הנתונים והביצועים שאנו רואים אל מול עינינו, לקבל את ההחלטה לגבי העתיד.

אם נביט על ההיסטוריה, בדגש על המדד הכי מפורסם ונחשק בעולם ה-S&P-500, התוצאה מרשימה ביותר. מדובר על רווח שנתי של כ-15% בעשור האחרון. ומאז החל המדד את קיומו לפני כ-70 שנה, הרווח השנתי הממוצע עומד על 10%. אולי אף יותר.

אמנם, רווחים אלו אינם צמודים למדד, כך שהרווח הנקי נשחק מחמת האינפלציה. כ-3.5% לשנה. הוא גם ללא חישוב מס (25% בניכוי השחיקה מעליית המדד). אבל עדיין, מדובר ברווח עצום.

10% תשואה שנתיים, משמעותם הכפלה של הכסף בכל 7 שנים. מי שהתמיד בהשקעה זו עשרים שנה, קיבל בסופם כ-7 שקלים לכל שקל שהושקע בתחילה. ובאם הפריש בכל עשרים השנים, בכל חודש שקל נוסף, קיבל בסופם כ-700 שקלים (בניכוי דמי ניהול, אך לא אינפלציה או מס).

נתונים אלו מלמדים, ששוק ההון האמריקאי היווה את מנוע הצמיחה העולמי, החברות ששינו את העולם, ברובם מקורם בשוק האמריקאי. הרווחים הפנטסטיים שהציגו החברות, במיוחד אותם 500 חברות המסוקרות במדד S&P, הביאו רווחים אמיתיים למשקיעים בהם.

הסיכון גם הוא נמוך. זאת לאור הפיזור המורחב, כספי ההשקעה מושקעים ב-500 חברות שונות שהם הכי טובות והכי רווחיות באמריקה.

תנאי הקבלה למדד הינם נוקשים ביותר. שווי שוק מינימאלי של כ-20 מיליארד דולר, רווחיות עקבית, נזילות גבוהה ועוד.

כך גם אם חלק מהחברות הפסידו, חברותיהם וודאי הרוויחו. חברי ועדת המדד עוקבים בדריכות אחר שווים ורווחיותם של החברות, וככל שאלו משנים מגמה מצמיחה לנבילה, אלו נפלטות מהרשימה, ובמקומם נכנסות חברות טובות יותר.

בשנים האחרונות, לאור הרווחים העצומים, ולאור המודעות הציבורית הגוברת למשמעות כספים המניבים 10% רווח שנתיים, החלו רבים להשקיע בשוק ההון האמריקאי.

עיקר הכספים שהושקעו, הינם כספי הפנסיות של החוסכים. שם נמצא הכסף הגדול. הרווחים הגדולים. בהם גם בא לידי ביטוי הכי חזק אפקט הריבית דריבית. שהרי מדובר בחיסכון ארוך טווח.

מעבר לכך, החלו רבים לפתוח תוכניות חיסכון המושקעות במדד S&P. אחרים העתיקו את כספי החיסכון לכל ילד לחברות המושקעות במדד זה. היו אף שהגדילו עשות, נטלו הלוואת משכנתא עליה שילמו כ-5% ריבית, והשקיעו את הכסף במדד, בתקווה שיניב להם לפחות כ-15% לשנה.

ואכן המדד לא אכזב. בשלושת השנים האחרונות (2023-2025) עלה המדד השנתי בכ-23% לשנה. מי שהשקיע בתחילת השלוש שנים האלו, הרווח המצטבר בתוספת אפקט הריבית דריבית כ-85%. (למשקיע הישראלי, הרווחים היו נמוכים יותר בשל הפרשי שער השקל מול הדולר).

עד עתה, התמקדנו באפשרות הבחינה הראשונה. זהו הקו המוביל של רוב יועצי ההשקעות הפנסיונים. אם נשאל את סוכן הביטוח או הסוכן הפנסיוני במה כדאי להשקיע, קרוב לוודאי שיצביע בבטחון רב על מדד S&P-500 כמוצר המועדף והכדאי ביותר. יציג לנגד עיניו את הגרפים המציגים את התשואות, באמצעותם יוכיח את דבריו.

אך חשוב להביא גם זווית אחרת. היא פחות אופטימית, פחות זוהרת, קצת יותר עמוקה ופחות מובנת, אך יתכן ויש בה אמת גדולה. על כגון

משקיעים אקטיביים

נפתח בהקדמה קצרה, מהי השקעה במניות. (הדברים נכתבים בצורה פשטנית ולא מדויקת)

אחת הדרכים באמצעותם חברות ועסקים יכולות לגייס הלוואות מהציבור, באמצעות הנפקת מניות. רוכשי המניות נעשים שותפים בחברה. ככל שהחברה מצליחה, שווי המניה גדל, ממילא גם הרווח של המשקיע גדל.

בשלב הפקת המניות, מחיר המניה מוצע לציבור הרחב במחיר פתיחה שנקבע ע"י הבנק שמנפיק את המניה. ככל וההנפקה הצליחה, המניות כבר הופקו ויש להם בעלים, מעתה ואילך, שווי המניה נקבע אך ורק על ידי הציבור, לפי ההיצע והביקוש.

הצורה הפשוטה אמורה להוביל שתהיה התאמה בין שווי החברה למחיר המניה. ככל שהחברה מפרסמת דוחות כספיים רווחיים, הביקוש לרכישת המניות גובר, מה שמעלה את מחיר המניה. ככל שהחברה מפרסמת דוחות שליליים, אמון המשקיעים פוחת, יש יותר היצע מביקוש, המחיר יורד.

אך בפועל אין זה בהכרח כך.

ישנם חברות שנסחרות ב'חסר'. כלומר, הדוחות הכספיים מצוינים, הכדאיות זועקת לשמים, ובכל אופן, מסיבות כאלו ואחרות, הביקוש לרכישת המניה נמוך מה שמשפיע על מחירה. מאידך, ישנם חברות שנסחרות ב'יתר'. כלומר, מבחינת הדוחות הכספיים, המצב לא נראה טוב. אך המשקיעים נותנים אמון, סבורים שבהמשך החברה תחל להרוויח, מה שגורם לביקוש גבוה, וממילא מחיר המניה עולה.

נחדד את הדברים. הדוחות הכספיים, הם אלו שמשקפות את הרווח האמיתי אותו השיגה החברה. אך אין להם השפעה ישירה על שווי

המניה. מחיר המניה נקבע על ידי הציבור לפי היצע וביקוש.

לשם המחשה, נזכר בתחילת תקופת הקורונה. באותם ימים, התגלה מחסור גדול של מסכות פנים. סוחרים ממולחים העלו את מחירה של מסכה בודדת לחמשה ואף עשרה שקלים. מחיר זה לא שיקף את השווי האמיתי של המסכה. שוויה נותר אגורות בודדות, אך מחיר המסחר שלה, לאור ההיצע והביקוש גדל באלפי אחוזים.

סוד ההצלחה בהשקעה בשוק ההון הוא: לקנות בזול ולמכור ביוקר. לשם כך נדרש המשקיע הנבון לאתר את החברות הנסחרות בחסר ולרכוש את מניותיהן. במקביל, לזהות את אלו שנסחרות ביתר, ולברוח מפניהם.

האיש הפשוט, שאינו מבין בהשקעות, שאינו יודע לקרוא דוחות כספיים ולחשב את ההלימה בינם לשווי המניות, יפנה לבתי השקעות, ירכוש את שירותיהן שיאתרו בעבורו את המניות הכדאיות לרכישה.

להחזיק בית השקעות עולה הון. נדרש לגייס צוות של רואי חשבון, כלכלנים, אנליסטים שונים, שיבחנו לעומק את הדוחות הכספיים, יפגשו עם מנכ"לי החברות, יסיירו בבית העסק, ילמדו כל חברה ויבחנו את כדאיותה. ככל שהמומחים מקצועיים יותר, כך גדל המחיר להעסיק אותם.

את העלויות משלמים המשקיעים. בבתי השקעות אלו, מצוי שדמי הניהול כ-2% משווי התיק, ועוד 20% מהרווחים. מדובר בסכום משמעותי שגוזל נתח נכבד מהרווחים.

מעתה ואילך נקרא למשקיעים אלו 'משקיעים אקטיביים'. משקיעים פעילים ויוזמים.

השקעה פסיבית

לפני כ-50 שנה, עלה בליבו של ג'ון בוגל רעיון פשוט וגאוני. אמר לעצמו, אפתח בית השקעות במינימום הוצאות. במקום להעסיק צוות

של כלכלנים ואנליסטים שגובים מחיר יקר, והמון שעות עבודה, אעקוב אחר בחירת בתי ההשקעות האחרים, אלו שכן מעסיקים מומחים שונים, ואשקיע באותם חברות. בלי לבדוק כלום. מה שמתאים למשקיעים המומחים האקטיביים מתאים גם לי.

ואיך אדע באלו חברות בחרו אותם משקיעים אקטיביים להשקיע. אעקוב אחר מדד s&p-500.

מעטה ואילך, למשקיעים מסוג זה, נקרא 'משקיעים פסיביים'. פסיבי - הוא ההפך של האקטיבי. הוא לא יוזם בעצמו, אלא נגרר ומושפע על ידי אחרים.

המשקיע הפסיבי, בוחר שלא להפעיל כל שיקול דעת בהשקעותיו. הוא אינו מתעניין במצב הכלכלה, מצב החברה, באלו חברות הכספים מושקעים. הוא מגלה חוסר אכפתיות לגוף ומהות ההשקעה. לא מעצלות, לא מחוסר הבנה, אלא בדעה צלולה, מתוך בחירה, כדרך חיים, כאסטרטגיית השקעה, מתוך הבנה, שיותר רווחי לטווח הארוך לא ליזום פעולה. רק להיצמד למשקיעים האקטיביים.

מהו מדד s&p-500

כאן נעצור לרגע, ונבין מהו מדד s&p-500.

אחת החברות המפורסמות בעולם כולו היא חברת s&p. זהו שם של חברה. מדובר בשתי חברות שהתמזגו לחברה אחת, ומכאן שמה. חברה זו, איננה בית השקעות, היא אינה ממליצה ללקוחותיה באלו מניות כדאי להשקיע. היא חברה המספקת נתונים, דירוגים ומדדים.

אחת מהדירוגים שהיא מספקת, מי הם 500 החברות הציבוריות הכי גדולות, הכי יציבות והכי מרווחיות בארה"ב. זהו מדד s&p-500.

הם גם מחשבים את החלק היחסי של כל חברה במדד בהתאם לגודלה והערכת שווי השוק שלה. כלומר, הם לא אומרים נתייחס לכל החברות בשווה, ונתן לכל אחת משקל של 0.2% במדד. הם בוחנים כל חברה

בנפרד, ונותנים משקל שונה בהתאם לשווי שוק המניות שלה. בהמשך נבין מה הם ההשלכות של חישוב זה.

מובן שהם גם מסכמים את הרווח המסתכם של כל החברות גם יחד. לכן כשאומרים שמדד s&p-500 עלה ב-10%, הכוונה, בשקלול של כל החברות גם יחד, הרווח הממוצע הוא 10%. יתכן וחלק מהחברות הרוויחו מעבר לכך, אחרות נחלו הפסדים. רק שבסיכום כולל, הממוצע עמד על 10%.

נחدد נקודה שחשוב שנשים אליה לב.

הדרך באמצעותה הם קובעים שהחברה יכולה להימנות במניין 500 החברות הגדולות, זהו באמצעות בחינת הדוחות הכספיים שלה. החברה חייבת לעמוד בתנאי סף רבים הבוחנים את רווחיותה ואיתנותה הפיננסית בשביל לעבור את המשוכה של כניסה למדד.

לאחר שהחברה נכנסה למדד, מתחילה מדידה נוספת. מהו החלק היחסי שלה במדד. מדידה זו, אינה קשורה לדוחות הכספיים. היא בודקת משהו אחר לגמרי. מה שווי החברה ביחס ליתר החברות שבמדד. מדידה זו, לפי שווי שוק המניות שלה.

ומה קובע את שווי שוק המניות, - הציבור. בהתאם להיצע וביקוש.

משמעות הדבר. ככל והחברה נסחרת ב"יתר", הציבור מאמין בחברה, בפוטנציאל הצמיחה שלה, סומך על המנכ"ל, בטוח בהצלחותיו, ובשל כך מוכן לשלם על מניות החברה יותר מכפי שווים האמיתי. הרי שמציאות זו מגדילה את החלק והאחוז של החברה במדד הכולל ביחס לכל יתר החברות. בו בזמן, שאם היו קובעים את גודל החברה בהתאם לדוחות הכספיים והרווחיות האמיתית שלה ולא לפי שווי שוק המניות, היא היתה מקבלת דירוג נמוך יותר.

נסכם: חברת s&p אינה חברת השקעות הבוחנת את כדאיות ההשקעה במניות החברה בהתאם לרווחיותה. היא מסקרת מי הם 500 החברות הכי גדולות בשוק האמריקאי זאת באמצעות בחינת הדוחות הכספיים. בנוסף, היא גם מסקרת את החלק היחסי של כל חברה במדד הכולל לפי גודל שוק המניות שלה. מחיר המניה נקבע על ידי הציבור לפי היצע וביקוש.

קרן מחקה

כעת נחזור לגיון בוגל שהקים את קרן ההשקעה הפסיבי הראשון בהיסטוריה, שמצמידה את ההשקעות בצורה מדויקת למדד, לא פחות ולא יותר. בלי שום התערבות ושיקול דעת, בשם וואנגרד.

הוא הציע למשקיעים, השקיעו אצלי את חסכוניכם, אני אשקיע בכל אחת מאותם 500 חברות הכי גדולות במשק, סכום חלקי לפי החלק היחסי של אותה חברה במדד.

אני לא בודק כלום. לא קורא דוחות כספיים, לא מתעניין במה הם משקיעים, לא מפעיל שום שיקול דעת. אני נצמד לשוק. אם ועדת s&p קבעה שכל אותם 500 חברות הם הכי גדולות, אני משקיע בכל אחת מהם.

הן, אם הם נמנים ברשימת החברות הגדולות, וודאי המשקיעים האקטיביים השקיעו בהם. בזכות אותם השקעות יש להם מחזור כל כך גדול, בגינם הצליחה החברה לעמוד בדרישות של ועדת s&p. מה שטוב למשקיעים האקטיביים טוב גם לי. אתפוס עליהם טרמפ, ארכב על הידע שלהם, כך ארוויח בלי להשקיע משאבים.

כמה אשקיע בכל חברה. לא באופן שווה 0.2% לכל אחת מהם. אלא לפי החלק היחסי שלה במדד. חברה שגדולה יותר, תקבל יותר, חברה קטנה, תקבל פחות. כך אני צמוד ב-100% לתוצאות המדד. שהרי אם בסיכום כולל, כל החברות יחד הניבו תשואה של 10%. אם אני משקיע בכל חברה בדיוק לפי גודלה היחסי, הרי בהכרח שהתוצאה תהיה, שהרווחים שאשיג למשקיעים אצלי, יהיו זהים בהתאם לתוצאות מדד s&p-500.

משפט מפורסם שאמר 'אל תחפש את המחט בערימת השחת – תקנה את כל הערמה'.

לזה קוראים 'קרן מחקה'. כלומר, היא כמו מראה. לא יוזמת ופעולת בצורה אקטיבית. רק נצמדת באופן מדויק לנתונים אותם מפרסמת

חברת s&p, ובכך נעשית שותפה בכל אותם חברות באחוזים שיש לה במדד, ובכך מחקה את התוצאות.

אם מישהו אומר אני משקיע ב-s&P. אין הכוונה שקונה את המניות של חברת s&p. אלא באמצעות קרן מחקה רוכש מניות של כל 500 החברות, באופן זהה במדויק לגודל החברה, בהתאם לנתונים אותם מפרסמת חברת s&p.

פסיביים מול אקטיביים

סוג השקעה זו שהחל כקוריוז, שרבים זלזלו והתנגדו לו התברר כמהלך מבריק ביותר. הרווחים אותם השיגו קרנות ההשקעה הפסיביות עלו על התשואות אותם השיגו המשקיעים האקטיביים. וכך זה עד היום.

ניתן למנות מספר סיבות לכך. בהם דמי הניהול המופחתים. אם בקרנות אקטיביות דמי הניהול יכולים להגיע ל-2% משווי התיק, הרי שבקרנות הפסיביות דמי הניהול 0.1% ומטה מכך. בקרנות אקטיביות יש יותר פעולות של מכירה וקנייה. כך שיש יותר עמלות. בקרנות פסיביות פחות. הרי נצמדים למדד ולא זזים. ישנם סיבות נוספות. כך או כך אין חולק שאלו הם התוצאות.

הבשורה פרסה כנפים, סכומי ההשקעה בקרן וואנגרד זינקו לשמים. אם בעת ההשקעה הראשונית הסכום שגויס עמד על 12 מיליון דולר, הרי שכיום בתחילת שנת 2026 הקרן מחזיקה כ-12.5 טריליון דולר!!! כל טריליון, הינו מיליון מיליוני דולרים. סכום בלתי נתפס. רק בשביל לשבר את האוזן, סכום זה גדול יותר מהתוצר הלאומי הגולמי (תמ"ג) של גרמניה, יפן והודו ביחד.

במקביל, לאור הצלחת וואנגרד, קרנות נוספות החלו להציע השקעות פסיביות, נכון להיום, סך הנכסים המנוהלים בקרנות פסיביות בכל העולם מוערך בכ-26.5 טריליון דולר. סכום המתקרב לתמ"ג של כל ארצות הברית בשנה אחת.

במקביל להצלחת ההשקעות הפסיביות, החלה נגיסה בהשקעות

האקטיביות. יותר ויותר אנשים משכו את כספיהם מהקרנות האקטיביות והעבירו לפסיביות. אומרים הם לעצמם, למה להשקיע באקטיבי ולשלם עמלות גבוהות, בו בזמן שהפסיבי עם העמלות הנמוכות מביא תוצאות טובות יותר.

בשנת 2024 הוכה עולם ההשקעות בתדהמה. סך ההשקעות הפאסיביות השתווה להשקעות האקטיביות. אך המגמה לא נעצה. להיפך, היא תופסת תאוצה.

כיום, בתחילת שנת 2026, סך ההשקעות הפאסיביות מוערך ב-63% אל מול סך ההשקעות האקטיבי שעומד על 37%. כלומר, ההשקעות הפסיביות כמעט פי שנים מאלו האקטיביות. מהפכה של ממש.

נתונים אלו, הם ביחס לחברות ההשקעה בארה"ב. גם אינם משקללים את המשקיעים הפרטיים. מה עושים המשקיעים בכל העולם, ומה עושים הפרטיים, אין בידי נתונים. אך מסתבר שאלו זורמים עם המגמה הכלל עולמית.

מטוס ללא טייס

עד עתה סקרנו את ההצלחה. הבנו את המהפכה שהתחוללה, כאשר המגמה ברורה, הפסיביים גוברים על האקטיביים. כעת ננסה לחשוב האם נתונים אלו, עלולים לטמון בתוכם גם סכנה ויש לנקוט פעולה. או שזוהי מגמה ברוכה ואין מה לחשוש מפניה.

נפתח במשל: בעיירה קסומה, חיו להם בשלווה מאה משפחות. לכל אחת וילה קטנה, ורכב בחניה. אחד התושבים, שנקלע למצוקה כלכלית, חשב על רעיון מהפכני. הן להחזיק רכב עולה לא מעט כסף. הדלק, הביטוחים, התיקונים, ירידת הערך ועוד. אמכור את רכבי, ואעצור טרמפים. כולם חיים בהרמוניה, ודאי ישמחו לעזור לי. כך עשה. ואכן קיבל תועלת גדולה חיסכון אדיר בהוצאות.

אחד השכנים ששם לב לתופעה ניסה לברר את פשרה. התשובה שקיבל הפתיעה אותו. אכן רעיון גאוני. גם הוא סובל ממצוקה כלכלית.

גם הוא ימכור את רכבו, וגם הוא יעצור טרמפים. גם הוא ראה ברכה מרובה בצעד מבריק זה. שכן שלישי הצטרף ליוזמה הברוכה. לאחריו הרביעי, החמישי, השישי, וכך התופעה התרחבה.

נשאל את עצמינו, באם חמישים אחוז מתושבי העיירה ימכרו את רכבם, האם גם אז יהיה ניתן להמשיך לעצור טרמפים ולהנות מהחיסכון. מסתבר שלא. הן כל תושב שמוכר, לא רק שמפחית רכב נוסף שיכול היה להסיע טרמפים, הוא עצמו נזקק גם הוא לנסוע בטרמפים.

כעת נחזור לעולם ההשקעות. הן למדנו - מי קובע את מחיר המניות, אלו הם ציבור המשקיעים. ככל שהמשקיעים מביעים אמון במניה מסוימת, הביקוש גובר, והמחיר עולה.

ככל שהמשקיעים האקטיביים הם אלו שמובילים את השוק, הם נותנים את הטון, הם קבועים את המחיר, הם מזהים את החברות הנסחרות ביתר ובורחים משם, הרכבת מונהגת על ידי נהג מקצועי ומנוסה, המפעיל קור רוח ושיקול דעת, הנסיעה זורמת. בהחלט יכולים המשקיעים הפסיביים להיגרר אחריהם, ולהנות מנסיעה חינם. טרמפ.

אך ככל והמשקיעים הפסיביים הם אלו ששולטים בשוק, הם אלו שמזרימים את הכספים ורוכשים את עיקר המניות, הם אלו שיוצרים את הביקוש, בגינם המחיר עולה. והם הרי קונים בלי כל מחשבה. באידיאולוגיה. כדרך חיים. הם צמודים לנתוני חברת S&P על גודל של כל חברה (שכאמור נקבע לפי שווי שוק המניות ולא לפי הרווח האמתי המפורט בדוחות הכספיים), ומשקיעים בה בהתאם. אנו עלולים למצוא את עצמינו במטוס ללא טייס. הטייס נעלם.

עלול להיות מצב, שאותם חברות שהיו בעבר מאוד רווחיות, נקלעו לקשיים. הם עדיין מרוויחות, אבל לא כמו בעבר. יש שינוי מגמה. איש מקצוע היה ממליץ להפחית את רכישת המניות. אבל הטייס העיוור לא מודע לכך. הוא מצהיר בגלוי שאף אם ידע שזה כך לא יעשה דבר. הוא ימשיך להשקיע בהתאם לאחוז החברה במדד.

ככל שתמשיך התופעה, עלול להיווצר נתק מוחלט בין שווי החברה למחיר המניה. שווי החברה יורד, אבל מנגד מחיר המניה מזנק. בכל

חודש מוזרמים כספים חדשים, בכל חודש נרכשים עוד ועוד מניות של החברה, בעיוורון מוחלט, ממילא גודל החברה והנפח של בשוק גדל, וכך בחודש הבא שוב יקנו מניות, והפעם בסכום גדול יותר. שהרי משקל החברה במדד הוסיף לגדול. כדור של שלג.

כל עוד המשקיעים האקטיביים היו רוב השוק, היה למשקיעים הפסיביים כלב שמירה. היה מי שהוביל את השוק בחכמה, כשזיהה סכנה מכר את המניות, הקטין את גודל החברה, ובהתאמה גם המשקיעים הפסיביים הקטינו גם הם את היקף השקעתם. אבל כשהמשקיעים הפסיביים הם הרוב. והמגמה תופסת תאוצה. מי יודע מה ילד יום?

אינבידיה לדוגמא

נתן דוגמא להמחשה. נדבר על החברה שמככבת בראש הרשימה. חברת אינבידיה. בחרנו בה, לא בגלל חשש ספציפי מחברה זו, אלא רק לשם המחשה, כי היא מדורגת במקום הגבוה ביותר.

לפני כשנתיים, בחודש מרץ 2024, החלק היחסי של החברה במדד עמד על 4.5%. כיום, שנתיים מאוחר יותר, החלק של חברת אינבידיה במדד עומד על 7.3%. קפיצה ענקית במושגים בלתי נתפסים.

נשאל את עצמינו מה גרם לחברה זו להפוך למפלצת כזו ענקית. האפשרות שכולנו היינו מקווים, שאכן לאור מהפכת ה-AI והשבבים שהיא מייצרת, הכפילה החברה את הכנסותיה, הרווחיות גדלה מאוד, וממילא גם אמון המשקיעים. אם כך הכל מושלם.

אך יתכן גם אפשרות אחרת.

נערוך חישוב קטן. לפי הערכות, קרנות ההשקעה הפסיביות, השקיעו במניות שבמדד S&P במהלך שנת 2025 לבדה, סכום שבין 800-350 מיליארד דולר. בשביל לפשט את החישוב, נצא מתוך הנחה שהסכום שהושקע עומד על 500 מיליארד דולר. ממוצע.

בכל שנה יש כ-250 ימי מסחר בבורסה. לפי חישוב זה, בכל יום, המשקיעים הפסיביים הזרימו כסף חדש לחברות שבמדד, סכום של שני מיליארד דולר.

מאחר וההשקעות הפסיביות מחולקות באופן אוטומטי לכל חברה לפי גדולה, הרי שחברת אינבידיה, שהחלק היחסי שלה במדד עמד בשנת 2025 על כ-7%, נהנתה בהכרח מביקוש קשיח של 140 מיליון דולר בכל יום.

מה קורה למניה שפותחת כל יום של מסחר בביקוש ענק שכזה בלי שהם צריכים להוכיח למשקיעים כלום. לא משנה אלו דוחות כספיים הנפיקה, אלו מתחרים נוגסים ברווחיה, שום נתון שיוצג לא ישפיע על זרימת ההשקעות. היא נהנית מביקוש קשיח ובטוח. המחיר עולה.

הן בשביל שהמחיר ירד, נדרש שההיצע יהיה יותר מהביקוש. אם הביקוש הוא 140 מיליון דולר, חייב להיות שההיצע יעמוד על סכום גבוה יותר. כל עוד הביקוש גבוה מההיצע המחיר עולה.

כל עוד המשקיעים האקטיביים היו רוב השוק, ניתן היה לקוות שבאם היו מזהים שהמנייה נסחרת ביתר, היו מוכרים בסכומי עתק, הדבר היה מוריד את מחיר המנייה, החברה היתה מקבלת נפח קטן יותר במדד, וממילא המשקיעים הפסיביים גם הם היו מקטינים את השקעותיהם.

אך כיום, כשהמשקיעים האקטיביים מהווים רק שליש מסך הכספים המושקעים, ומנגד, המשקיעים הפסיביים נהנים מהמון כסף חדש שזורם בכל חודש לשוק, אלו הם כספי הפנסיה של המוני שכירים ועצמאיים שהעתיקו את כספי הפנסיה שלהם להיות מושקעים באופן פסיבי בשוק ההון האמריקאי, מה ישמור על איזון נכון בין שווי החברה למחיר המנייה.

התוצאה הצפויה, המשך עליות שערים, החברה עתידה לגדול עוד יותר, האחוז שלה במדד יגדל. בחודש הבא, המשקיעים הפסיביים ירכשו עוד יותר מניות בחברה, הם הרי מחויבים לרכוש מניות לפי אחוז החברה במדד, הביקוש יוסיף ויגדל. וכך, עלולה להתפתח בועה.

כהמשך לדוגמא ממסכת הפנים בזמן הקורונה. נבדיל בין שני סוגי

זהו החשש הראשון מהשקעה ב־s&p בעת הזאת.

ריכוזיות

חשש נוסף אותו מציינים רבים, זהו הריכוזיות של השוק.

אחד המעלות העיקריות של השקעה במדד זה, הוא הפיזור על פני 500 חברות שונות. כשאנו שומעים שכספי ההשקעה שלנו מפוצלים בין 500 חברות, אנו נרגעים. אם השקענו \$100, הרי כל חברה קיבל 20 סנט. זהו סיכון מופחת.

אכן, קיים מדד שכזה, 'המשקל השווה', גם הוא באמצעות חברת s&p. לפי מדד זה, כל חברה מקבלת 0.2% מכל כסף שנכנס, בלי כל הבחנה מה גודלה היחסי במדד. כמה מפתיע, גם מדד זה הניב רווחים הנעים סביבות ה-10%.

אך כשאומרים וממליצים על השקעה ב־s&p לא מתכוונים למדד זה, אלא למדד המפורסם יותר, שנותן אחוז שונה לכל חברה. אם כך, השקעה בהתאם למדד זה, משמעותה שהפיזור הוא לא שוויוני 0.2% לכל חברה. אלא בכל חברה אחוז שונה.

אמנם, שיטת חישוב זה נהוגה כבר שנים רבות, מה שמעלה את התמיהה - מה איכפת לי כמה אחוזים יש לכל חברה. הן מה שמעניין הוא מבחן התוצאה. ואם לפי ההיסטוריה המדד עולה בכל שנה 10%, שישברו הם את הראש לעצמם ויחשבו כמה מניות לקנות מכל חברה.

אך חשוב שנשים לב לשינוי שמתחולל גם בחלק זה. נבדוק את עצמינו האם סוג הפיזור הקיים כיום מניח את דעתנו, או שמא מעלה תהיות לגבי ההמשך.

לפני כשלושים שנה, בשנת 1995, החלק היחסי של עשרת החברות הגדולות, כולם ביחד, עמד על 13.5% מהמדד. הם גם היו מפוזרות על פני 7 סקטורים שונים.

מן הסתם היו משקיעים פקחים. עם פרוץ השמועה על המגפה שהחלה בסין, ראו את הנולד, הבינו שהחומה הסינית, עם כל עוצמתה ופלאיה לא תוכל למנוע מהמגפה לפרוץ החוצה, לכל העולם. אלו רכשו קונטיינר ענק של מסכות פנים במחיר אפסי, מתוך הערכה שעם הגעת המגפה לישראל יתגלה מחסור במסכות. ואז ימכרו כל מסכה בחמשה או עשרה שקלים. אלו הרוויחו הון. התעשרו בין רגע.

אך מסתבר שהיו משקיעים מסוג שונה. אלו גילו את פוטנציאל ההשקעה במסכות כאשר מחיר המסכה כבר זינק לעשרה שקלים. הם גילו שבתוך ימים בודדים המחיר זינק באלפי אחוזים. אמרו לעצמם, הנה מצאנו השקעה נפלאה. אם המחיר עלה מעשר אגורות לעשרה שקלים בחודש ימים, בחודש הבא המחיר יגיע לחמישים שקלים - לפחות. רכשו קונטיינר ענק של מסכות פנים, שילמו על כל מסכה בודדת שני שקלים, 'מחיר מציאה' באותם ימים.

אך כמה מצער שכאשר החלו למכור גילו, שהיתה זו בועה. לחץ זמני ולא שווי אמיתי. כעת גם בעשר אגורות למסכה בודדת לא הצליחו למכור.

השאלה העיקרית שאנו צריכים לשאול ולברר, האם לאור נתונים אלו, יש מקום לחשוש שהתפתחה, או שעתידיה להתפתח בועה. כי כל בועה - סופה להתנפץ. במוקדם או במאוחר. ייקח שבוע שבועיים, חודש חודשיים, אולי גם שנה שנתיים. לאורך ההיסטוריה, כל הבועות התנפצו.

כשזה כבר קורה, מאוחר מלהימלט. בימים בודדים עלולות להיות קריסה של עשרות אחוזים בשערים. לאחר הקריסה, ההמלצה הרווחת היא לא למכור. שלא לקבע הפסדים. אם יש מקום לדיון ובירור האם כדאי לעשות משהו, זהו טרום הקריסה.

באם אכן מתפתחת לה בועה, כל עוד ימשיכו המשקיעים הפסיביים להזרים כספים, מחיר המניה יוסיף לעלות ואף אחד לא ישים לב שמשוה לא תקין. אך זהו סוג של פירמידה. משמעות הדבר, ככל ויבוא יום, ומאיזה שהיא סיבה יפסיקו המשקיעים הפסיביים להזרים כספים,

הנה הפירוט: אקסון מוביל (נפט) 2.1%. קוקה קולה (אוכל) 1.9%. ג'נרל אלקטריק (תעשיית מנועים) 1.5%. מרק (תרופות) 1.2%. פרוקטר אנד גמבל (ייצור מוצרי בית) 1.1%. ג'ונסון אנד ג'ונסון (תרופות) 1.1%. מייקרוסופט (תוכנה) 1.1%. וולמרט (קמעונאות) 1.1%. IBM (מחשבים) 1%. אינטל (צ'יפים/מחשבים) 1%.

כיום, איניבדיה לבדה 7.3%. אחריה חברת אפל עם 6.64%, ולאחריה חברת גוגל עם 6.39%. כך שהחלק של שלשת חברות אלו לבדם למעלה מ-20% מהמדד.

10 החברות הראשונות, שרובם ככולם עוסקים בשיווק טכנולוגיה שפרצה לחיינו בשנים האחרונות, אלו לבדם מחזיקות 40% מהמדד. כלומר, כל \$100 המושקע באותם 500 חברות, במקום שכל חברה תקבל עשרים סנט, הרי שעשר חברות קיבלו \$40, וכל 490 החברות הנוספות קיבלו \$60.

זה כבר אינו הפיזור שהיה בעבר. משהו השתנה. צריך לחשוב האם ניתן להקיש את מה שהיה בעבר למה שיהיה בעתיד. במיוחד לאור החשש הקיים מתרחיש בועה כאמור. פריצה של מתחרה מסין או כל טכנולוגיה חדשה שתשנה את העולם עלולות להשפיע על נתח נכבד מכספי השקעתינו.

האם האקטיביים בורחים?

חשש נוסף, שהוא כבר רמוז קודם לכן, שינוי תמהיל המשקיעים בשוק ההון, הוא לא רק בהגדלת המשקיעים הפסיביים – הוא גם בהקטנת המשקיעים האקטיביים.

בשנת 2024 החלק שלהם בשוק הכללי (לא רק S&P) עמד על 47%. בשנת 2026 על 41%.

למה הם נסוגים. מדוע הם מקטינים את השקעותיהם במניות. התקווה של כולם, כי הם בעצמם עוברים להשקעות פסיביות. לאור הרווחים העצומים, הגיעו אף הם למסקנה שעדיף להשקיע פסיבי מאקטיבי.

אבל יתכן משהו אחר לגמרי. ואם אכן כך, זהו תמרור אזהרה נוסף.

אחד המשקיעים הכי מפורסמים בעולם הינו וורן באפט. כיום הוא בן 95 ועדיין שולט בחברת ההשקעות מהגדולות בעולם 'ברקשייר האת'ווי' שהקים. אם המשקיעים ב-S&P הרוויחו כ-10% לשנה, הרי שהשותפים בחברת ברקשייר של באפט הרוויחו כמעט כפול.

משפט מפורסם שאמר: הכלל הראשון בעסקים: "אל תפסיד כסף". הכלל השני הוא: "אל תשכח את הכלל הראשון".

בימים אלו קרן ההשקעות שלו מחזיקה סכום של 370 מיליארד דולר במזומן. לא ממש מזומן. אלו מופקדים באג"ח בטוחים, בריבית נמוכה, עם יכולת פדייה מיידיים. אבל הם אינם מושקעים במניות.

מדוע? האם לא שמע על אפשרויות ההשקעה בקרנות מחקות S&P-500? האם לא ראה את הגרפים המצביעים על רווחים של 15% שנתיים?

יתכן והוא יודע דברים שאחרים לא יודעים. אפשר והוא יודע שהשוק יקר מאוד, הוא חושש מקריסת שערים, ומי כמוהו יודע, שבזמן נפילות שערים, כשכולם רק מפסידים, הסוחרים הממולחים, אלו שנמצאים עם יתרת מזומנים, הם אלו שמרוויחים בענק.

אם כך נסיף לחשוש, שמא הירידה של האחזקות המשקיעים האקטיביים בשוק אינה מהסיבה שעברו להשקעות פסיביות. יתכן והם מחקים את וורן באפט שנחשב מורה דרך למיליונים בעולם כיצד משקיעים בתבונה. ואם כך, אפשר והקטנת אחזקותיהם במניות בשל החשש שהשוק נסחר ביתר. וכעת הזמן לצבור מזומנים, להמתין להזדמנויות. ככל שיקרסו השערים, הם אלו שיקפצו וירכשו מניות במחירים אפסיים.

מכפיל הרווח

תמרור אזהרה נוסף עליו מצביעים מומחים, הינו 'מכפיל הרווח'.

אחד הדרכים לבדוק האם יש התאמה בין מחיר המניה לשווי החברה, הוא באמצעות שיטת חישוב הנקראת 'מכפיל רווח'.

משמעות הדבר. בוחנים כמה שנים של רווחים כפי שמשקפים מהדוחות הכספיים, נדרשים עד שיגיעו הרווחים לשווי של המניה. מכפיל של 10 משמעותו: החברה מייצרת תשואה של 10% לשנה יחסית לשווי המניה. נדרשים רווחים של עשר שנים להגיע לשווי המניה. מכפיל רווח של 20 אומר, שהחברה מניבה 5% משווי המניה, כך שנדרשים 20 שנים של רווחים להגיע לשווי המניה.

מכפיל רווח קטן מלמד שמחיר המניה נמוך. מכפיל רווח גדול, מצביע על כך שמחיר המניה יקר. סוחרים מחפשים מניות הנסחרות במכפילי רווח נמוכים.

מכפיל רווח שנחשב תקין והגיוני הוא סביב 16-17.

לאורך השנים, היו כמה קריסות שערים ידועות. בשנת 1929. ב-2000. ב-2008. וב-2021.

המכנה המשותף לכולם, באותם שנים, טרום הקריסה, מכפילי הרווח היו גבוהים. ב-1029 עוד לא היה מדד S&P. אך בשנת 1999 טרום הנפילה, מכפיל הרווח של מדד S&P עמד על 33. ב-2008 עמד מכפיל הרווח על 27. וב-2021 על 25.

ועל כמה עומד מכפיל הרווח כיום.

מכפיל הרווח של כל מדד S&P, עומד על 29!!!

מכפיל הרווח של שבעת המופלאות, כאשר הכוונה לשבע חברות הטכנולוגיה הגדולות ביותר עומד על 40-35!!!

ואם נביט על חברת אינבידיה שהרבנו לסקר במאמר זה, הרי שמכפיל הרווח שלה עומד על כ-70!!! מכפיל רווח העתידי, שמחשב את תחזיות האנליסטיים לרווחים עתידיים שהחברה תניב בשנה הקרובה, גם הוא עומד על כ-40.

משמעות הדבר, לפי חישוב מכפיל הרווח, שהשוק נמצא כעת בנקודת

רתיחה היסטורית. המרחק בין השווי האמיתי של החברה לבין המחירים בהם נסחרים המניות שלה גדולים. מה שמעלה את החשש שהם אינם הוגנים. המניות נסחרות ביתר. אולי אף בסוג של בועה. וקיים חשש לקריסת שערים.

מומחים מצביעים על הוכחות נוספות. לא נפרט אותם במסגרת מאמר זה. אך כאשר מעמיקים בהם מתעורר חשש שאכן יש דבריו בגו. אפשר וזה הזמן להפסיק להביט בגאווה על הגרפים המסקרים את ההיסטוריה והעבר שלכל הדעות הצליח מעל ומעבר, ולחשוש מפני העתיד.

המשפט הבנאלי שהשוק 'יודע לתקן את עצמו', נשמע חיוור וחסר צבע אל מול האיום הממשי. ככל שהחשש אמיתי, חבל לספוג את החבטה. גם אם השוק ידע לתקן את עצמו, עלול לקחת לו שנים רבות.

מה הם ההמלצות.

כאמור, מאחר ואינני מוסמך ואין לי את הכישורים והידע, לא אדע לתת המלצות. חשוב שכל אדם יפנה ליועץ השקעות מוסמך, יציג את הנתונים המצורפים, ישמע את חוות דעת המומחה הן על מהימנותם והן על משמעותם.

בשיחות שקיימתי עם מומחים שונים, היו והמליצו, על אף כל האמור, לא לעשות דבר. להמשיך להשקיע פסיבי, להכיר בכך שתתכן נפילה, אבל השוק יתקן את עצמו, ובסוף יגיע לאיזון. הם הוסיפו והדגישו, גם לשיטתם, ההמלצה היא ביחס להשקעות לטווח הארוך דוגמת פנסיה, אך כספים המיועדים לטווחי זמן קצרים מסוכן מאוד להשקיע במניות.

נקודה נוספת אותה הדגישו, לא להישבר. גם אם יהיו נפילות, להחזיק חזק ולא לברוח. מי שימכור בהפסדים, יקבע את ההפסדים לעד. הסיכוי לתקן את הנזקים, בהתמדה לאורך שנים. הבעיה, שהמלצה זו אינה שווה לכל נפש. קשה מאוד לראות את תיק ההשקעות נחתך

בעשרות אחוזים ולא לקום ולברוח. מי שאין לו את החוסן הנפשי לכך, שישקול שוב את התאמתו להשקעה במניות.

מומחים אחרים המליצו ללמוד מוורן באפט. מה שטוב לו כנראה טוב לרבים מאיתנו. כאשר הכיוון הכללי בעת הזאת, לעזוב את שוק המניות, ולעבור לאפיקים סולידיים דוגמת אג"ח ממשלתיות. עדיפה ציפור קטנה ביד, מאלף על העץ.

מדובר בפעולה פשוטה. נכנסים לאתר של החברה בה מנוהלים הכספים, ומבקשים להעביר למסלול אג"ח. ישנם מסלולי אג"ח בכשרויות מהודרות. בתום ימים בודדים הכספים נמצאים במקום מבטחים.

זאת יש לדעת, מסלולי אג"ח אינם מומלצים לאורך זמן. אלו מתאימים לזמני משבר, כל עוד קיים חשש לירידות חדות בשערי המניות. כאשר השוק מגיע לאיזון, המלצת המומחים להצמיד לשוק המניות.

היו שהציעו להעתיק את הכספים למדד המשקל השווה, בו הכספים מושקעים באופן שווה בכל ה-500 חברות. כך הפיזור הכי גובה. הסיכון הכי נמוך. ומצד שני, הכסף מושקע במניות.

יש שהמליצו להשקיע במדד העולמי MSCI. מדד זה עוקב אחרי 1,500 חברות מ-23 מדינות בעולם. הפיזור רחב יותר. התשואות שהניב בשנים האחרונות גבוהות ביותר.

מה שמוסכם על כולם. שלא ליטול הלוואות בנקאיות נושאות ריביות לטובת השקעה במדדי המניות. קל וחומר שלא למנף בכל מיני פטנטים ורעיונות מקוריים של מינופים באמצעות נטילת הלוואה מחברת השקעות והשקעה של כספי הלוואה בחברה אחרת.

זוהי סכנה עצומה, וכדאי לשקול אותה היטב עם מומחים בעלי מוניטין.

בהרכת הצלחה ורוח בריכה.

