



תגובה לרב דוד טופורוביץ

ניתוח כלכלי של השקעה פסיבית במדד המניות

סקירה ביקורתית ומפורטת של הטענות שהועלו כנגד השקעה פסיבית לטווח ארוך במדד S&P

חשוב שתדעו – אני לא יועץ פנסיוני מוסמך. גם לא סוכן ביטוח או משהו בסגנון. אין לי אפשרות לייעץ לכם, בשביל זה צריך להכיר אותכם. אני רק מנסה לעשות סדר בבלגן, להסביר בשפה פשוטה מה כל אחד צריך לדעת. אם אתם צריכים ייעוץ מותאם אישית – תמיד עדיף לפנות לאיש מקצוע עם רישיון. i

א. ההשקפה התורנית: מהי "פשיעה" בהשקעה?

הרב טופורוביץ הביא בשם הגרי"ש אלישיב זצ"ל כי חובת ההשתדלות בעסקים מוגדרת כ"לא לפשוע". שאלה יסודית עולה: מהי פשיעה בהקשר של השקעות?

כידוע יש שלו דרגות בשומר.

פשיעה — הדרגה החמורה

אובדן כסף "כמעט בידיים" — סיכון חפץ במשהו שיש **וודאות** על מסוכנותו. זוהי ההגדרה המדויקת שעליה יש להתמקד. פשיעה אינה "כל סיכון", אלא סיכון שהסכנה בו ידועה ומוכחת מראש.

גניבה ואבידה

רשלנות מסוימת אך לא חמורה — כגון אי-ביצוע בדיקת נאותות בסיסית. האחריות קיימת אך מוגבלת.

אונס

נזק שנגרם עקב כוח עליון שאי-אפשר לצפותו או למנעו. בהקשר השקעתי: משבר עולמי בלתי צפוי לחלוטין. אין כאן אחריות מוסרית.

המסקנה ההלכתית המתבקשת: השקעה במחקה מדד סל רחב ומגוון, לטווח ארוך, עם היסטוריה מוכחת של עשרות שנים — אינה עונה על הגדרת "פשיעה" בשום אחד מן הפוסקים. להיפך, דווקא **אי-השקעה** בתנאי אינפלציה עלולה להיחשב כרשלנות כלפי עצמו ומשפחתו.

ב. הפרנויה הבריאה. של מי, ולמי?

המשקיע הפסיבי — מסגרת שונה לחלוטין

למשקיע הפסיבי לטווח ארוך, מתי יהיה "הפנצ'ר" **אינו רלוונטי כלל**. הוא בטוח שיהיו נפילות — אפילו גדולות — אך בטוח באותה מידה שבטווח של עשרות שנים, השוק מתאושש ועולה.

יתרה מזאת: מחקרים מראים שבודדים בלבד הצליחו לזהות משברים לפני שקרו, ובודדים מתוכם הצליחו "להכות את המדד" לאורך זמן. המסקנה הנגדית-אינטואיטיבית: **אולי עדיף שהמשקיע הפסיבי לא "ידע" כלל**.

משקיע הערך — הנוסע והמוסכניק

המשל שהביא הרב טופורוביץ — הנוסע שאינו יודע מתי יתפוצץ הגלגל — נכון ומדויק **עבור משקיע ערך** הבוחר מניות בודדות. הוא חייב לדעת מתי "לתקן את הפנצ'ר", כלומר מתי לצאת מהשוק ומתי להיכנס.

המשפטים היפים על "סיכון קיים" ו"פרנויה בריאה" — נכונים אולי לאותו משקיע ערך העסוק בניתוח חברות בודדות יומם ולילה.

ההבחנה בין משקיע ערך למשקיע פסיבי היא יסודית ומהותית. ערבוב בין שני המודלים יוצר מסקנות שגויות. טיעונים הנכונים למשקיע אחד עשויים להיות שגויים לחלוטין עבור משקיע מהסוג השני.



ג. ריכוזיות המדד.

בעיה אמיתית או יתרון מובנה?

הרב טופורוביץ העלה טיעון על ריכוזיות מדד ה-S&P 500 כסימן אזהרה. נבחן זאת מכמה כיוונים:

א. מדד שווה — אובדן ההיגיון הכלכלי

מדד הממושקל לפי שווי שוק (כמו S&P 500) אינו "עיוור" — הוא משקף את כוח הרווחיות האמיתי של כל חברה. חברה כמו אינבידיה שווה יותר לא "סתם" — היא פשוט **רווחית הרבה יותר**. לעומתה, Campbell Soup (מקום 471 במדד) שווה פחות כי רווחיה נמוכים יותר. מדד שווה-משקל היה מוותר על יתרון מבני זה.

ב. ריכוזיות — שיא היסטורי, אך מוצדק?

אמנם הריכוזיות היום גבוהה מהמוצע ההיסטורי. אולם, **מעולם לא היו חברות שהרוויחו כל כך הרבה** ביחס לאחרות. באפט עצמו השקיע כ-50% מברקשייר האת'וויי באפל בלבד — ולא נחשב ל"בלתי אחראי". הריכוזיות כשלעצמה אינה בועה.

ג. ה-S&P 500 כמדד נאסד"ק?

אחוז הטכנולוגיה במדד עולה — זה נכון. אך הסיבה פשוטה: **הרווחיות של חברות הטכנולוגיה גבוהה יותר**. חשוב לציין: מדד הנאסד"ק עצמו, שנפל ב-80% ב-2002, הצליח בטווח הארוך להניב תשואה גבוהה אפילו ממדד ה-S&P 500. ריכוזיות בטכנולוגיה אינה מפחידה כשהטכנולוגיה היא המנוע האמיתי של הכלכלה.

ד. פרדוקס ה"טרמפיסטים" האם ההשקעה הפסיבית מסוכנת לשוק?

אחת הטענות המרכזיות: המשקיעים הפסיביים הם "טרמפיסטים" הנוסעים על גב המשקיעים האקטיביים, ועלולים לשבש את מנגנוני התמחור. ננתח כל טענת-משנה:

1 ההשקעה "העיוורת" — ביקורת שגויה

ההשקעה הפסיבית אינה עיוורת לגמרי. הקרן קונה לפי **משקל שווי שוק** — הנגזר מכוחות השוק עצמם. זאת בדיוק כמו רכישת סל סטארט-אפים כאשר ידוע שאחד מהם יצליח, מבלי לדעת מי. אנחנו מסתמכים על **סטטיסטיקה**, כפי שעושים ברפואה, בחינוך ובמדעי החברה.

1

2 במקום לדמיין את קריית ספר, דמיינו קטר רכבת שמסיע אלפים

דמיינו רכבת עם קטר קטן ונהג אחד — הנהג מסיע אלפי נוסעים. הנוסעים אינם "מסוכנים" לרכבת — הם מטרחה. כך גם המשקיעים הפסיביים: הם נהנים ממנגנון התמחור האקטיבי, אך אינם פוגעים בו כל עוד האקטיביים ממשיכים לפעול.

2

ד. פרדוקס ה"טרמפיסטים" — המשך

מה יקרה כשכולם יהיו פסיביים?

1 תרחיש תיאורטי: אם כל ה-S&P 500 יהיה פסיבי בלבד — השוק לא יקרוס. הוא פשוט **לא יזוז**. האקטיביים הם הקובעים את המחיר. כל עוד האקטיביים פועלים (ויש להם תמריץ רב לכך), מנגנון "השוק היעיל" ממשיך לתפקד. הפסיביים קונים בכל מקרה — אך המחיר נקבע על ידי האקטיביים.

2.8 מיליארד מול 700 מיליארד

2 טופורוביץ טען: להורדת מחיר מניית אינבידיה, על האקטיביים למכור **2.8 מיליארד דולר** בחודש. מפחיד? מחזור המסחר החודשי של אינבידיה עומד על כ-**700 מיליארד דולר**. 2.8 מיליארד הם פחות מ-0.4% מהמחזור. וחשוב: בחודש הבא, אם משקל אינבידיה ירד — הקרנות הפסיביות עצמן יצטרכו למכור מניות. המנגנון דו-כיווני.

למה באמת הקרנות הפאסיביות הפכו לרוב?

3 המשקיעים הפסיביים כבר שנים רבות בשוק: קונים כשיש להם כסף, מוכרים כשצריכים אותו. אין כל סיבה לחשוב שיום אחד כולם יחליטו למכור בו-זמנית — ואם כן, יהיו מלא אקטיביים שימצאו זאת הזדמנות לקנות במחיר נמוך.

הקרנות הפסיביות הפכו לרוב לא בכדי — הוכח שהן בטוחות ויעילות יותר.

ה. סימני בועה — בחינה ביקורתית


מכפילי הרווח כיום גבוהים מהממוצע ההיסטורי. אולם, לאיזון יש שתי דרכים — ולא רק אחת.

עלייה ברווחים

רווחי החברות עולים עד שהמכפילים יחזרו לנורמה — מבלי שהמחיר ירד.

ירידת מחירים

קריסת שוק: המחירים יורדים עד שהמכפילים יחזרו לנורמה.

בשנים האחרונות חברות רבות מכות את תחזיות הרווח פעם אחר פעם. 

בשוק ההון תמיד סוחרים את העתיד. לא את העבר.

מכפיל שילר (CAPE)

טענה נכונה ואחראית. אולם, בגלל שרווחי החברות גדלים בצורה מסחררת מרבעון לרבעון — ייתכן שמכפיל שילר, המסתמך על ממוצע 10 שנים, כבר אינו כלי רלוונטי כפי שהיה בעבר.

מדד באפט — הגלובליזציה משנה הכל

הבורסה האמריקאית גדולה מה-GDP האמריקאי — נכון. אך הסיבה ברורה: **הגלובליזציה**. חברות אמריקאיות משווקות לכל העולם. מיקרוסופט, אפל, טסלה, קוקה-קולה — כל ילד בעולם מכיר אותן. הבורסה האמריקאית היא הבורסה של חברות הענק הגלובלי, לא רק של הכלכלה האמריקאית.

מחזורי מסחר — הסברים אלטרנטיביים

עלייה במחזורי המסחר: אפליקציות מסחר הנגישו את ההשקעה לכולם, ובוטים חכמים סוחרים מהר יותר בפערים קטנים. **רוב הקרנות החדשות** הן גרסאות זולות של קרנות קיימות, או קרנות פסיביות — ולא מכפיל סיכון. מינוף גבוה — טענה מוצדקת שיש לבחון.

✔ וורן באפט — המשקיע הגדול בעולם — כתב בצוואתו לאשתו (שאינה מומחית בשוק ההון): "שימי 90% במחקה מדד S&P 500". זוהי המלצתו האישית והפרקטית.

1. המלצות סופיות — בחינה ביקורתית ומאוזנת

השוק תמיד מתקן — אבל לכמה זמן?

טענה: ביפן לקח זמן רב; מדד הדאו ג'ונס ב-1929 לקח עשרות שנים. תשובה: **מדד הדאו ג'ונס רחב מדי ובעייתי כמדד**; מדד יפן הוא לאומי ולא גלובלי, ואינו דומה ל-S&P 500 הגלובלי. חשוב לציין: אברך המתכנן לחתן ילדים **בעוד חמש שנים** — S&P 500 אינו המקום עבורו. זהו טווח קצר מדי. ההשקעה הפסיבית מיועדת לטווחים של 15-30 שנה ומעלה.

ניסיונות לתזמן את השוק — טעות כמעט בהכרח

הרב טופורוביץ עצמו מסכים: ניסיונות לתזמן את השוק (market timing) **התבררו בדרך כלל כטעות**. ההיסטוריה מלאה בדוגמאות של מומחים שיצאו מהשוק בדיוק הרגע הלא נכון ופספסו את ימי הפתיחה הגדולים — שהם בדרך כלל אחרי ירידות חדות.

פסיכולוגיית העדר — הסכנה האמיתית

זו הנקודה שהרב טופורוביץ צדק בה לחלוטין: **פסיכולוגיית העדר היא הסכנה האמיתית**. המשקיע הפסיבי **חייב להבין**, לפני שהוא מתחיל, שיהיו נפילות — אפילו כואבות ומפחידות. עליו להכין את עצמו נפשית לאפשרות של ירידה של 30%-50% בשווי התיק, **מבלי לפעול**. מי שאינו מסוגל לכך — עדיף שישקיע בפחות סיכון. אך מי שמוכן — הנתונים ההיסטוריים כולם לצדו.

סיכום.

לאחר בחינת כל טיעוני הרב טופורוביץ, אשמח לסכם את הדברים.

ירידות בשוק ההון קרו קורות ויקרו. אין חולק על זה.

אין אנשים (כמעט, וגם זה ברוב המקרים ב'פוקס') שהצליחו לדעת **לפני** הנפילה מתי היא תהיה, אין לי סיבה לחשוב שפתאום הגיע נביא.

זכורני כותרת "האיש שצפה את קריסת השוק ב2008 צופה קריסה השנה" שחיפשתי את שמו של האיש, גיליתי שהוא צופה קריסה כל שנה ושנה. בתקווה שהשנה זה יצליח לו.

לטווח ארוך ירידות בשוק ההון מפצות בעליהחדה מיד אחריהן.

לאנשים שמחננים את ילדיהם **בשנים הקרובות** אולי שווה להעביר את ההשקעה לאג"ח.

מי שנשאר להשקיע במדד S&P צריך לזכור שיהיו נפילות והוא יצטרך להחזיק חזק ולא למכור. מי שזה לא מתאים לו, כדאי באמת שיעבור להשקעה אחרת.

אל תנסו לתזמן את השוק.

יוסי.