

האדם שמטלטל את המשקיעים | האם הרב טופורוביץ צודק? | #12

הופק מפרוג • קישור למקור • 1 פוסטים



הבהלה עכשיו מיותרת. הזהירות - כבר מאתמול מתבקשת.

קל לצאת מהפודקאסט האחרון, בין ר' דוד טופורוביץ לר' יוסלה מינצברג באחת משתי התחושות.

אפשר לגלגל עיניים ולומר: עוד נביא זעם, עוד אזהרה מפני בועה, עוד תחזית לקריסה שתיזכר רק אם במקרה תתממש.

ואפשר להקצין לקצה השני, לפתוח את האזור האישי בפנסיה, לראות את הכסף יושב במסלול מחקה מדד S&P 500 ולהתחיל לחשוב שאולי הכסף שאמור להישאר שם עוד שלושים שנה יושב בתוך מכונה חלודה ומקולקלת שעוד רגע מתפרקת.

אני חושב ששתי התגובות לא מגיבות נכון לסיטואציה.

טופורוביץ' מעלה שאלות אמיתיות וחשובות: האם הגידול העצום בהשקעה פאסיבית משנה את הדרך שבה השוק מתמחר מניות? מי קובע את המחיר כאשר יותר ויותר כסף נכנס לפי נוסחה קבועה, בלי לבדוק אם חברה מסוימת זולה או יקרה? והאם ייתכן שאסטרטגיה שעבדה מצוין כשהפאסיבי היה שחקן קטן, יתנהג אחרת כשהפאסיבי הפך לשחקן גדול?

על השאלות האלה בהחלט שווה להתעכב.

בנוסף הוא מעלה כמה אזהרות חשובות ונכונות, שעליהם כמעט ואין ויכוח: לא ממשכנים בית כדי להשקיע, כסף שיידרש בשנים הקרובות אינו שייך כולו למניות, ותיק של מאה אחוז מניות אינו מתאים לכל אדם. גם הטענה שהשוק האמריקאי יקר ראויה לדיון רציני.

הבעיה מתחילה במעבר מהטענות הסבירות האלה, מהשאלות הנכונות, ומהאזהרות שפשוטות לכל בר דעת, למסקנה אחרת לגמרי: שההשקעה הפאסיבית **כבר קלקלה את השוק, שקריסה של 70%-90% כמעט מוכרחת**, ולכן נכון **לצאת עכשיו לאג"ח ולחזור לאחר המפולת**. זה כבר ממש רחוק מניהול סיכונים שקול. זו תחזית ותזמון שוק.

בעיה תיאורטית אינה הוכחה לקריסה

טופורוביץ' מרבה לדבר על האפשרות ש"הפאסיביים השתלטו על השוק".

הבה נקצין אל הקצה הדמיוני שבו איש אינו מנתח חברות וכולם קונים רק לפי נוסחה מסוימת, כמו קרן שמחקה את מדד ה-S&P500 שקובעת לכולם מה הם יקנו, אף אחד לא בודק חברות ואף אחד לא מגיב לתמחור, ברור שיש בעיה. מישו צריך להכניס מידע לתוך המחיר. מישו צריך לקנות כשהמחיר נמוך מדי ולמכור כשהוא גבוה מדי. במצב כזה ייתכן מאוד כי גילוי המחירים של כל מניה אכן נפגע. **אין ויכוח על כך**.

השאלה הרלוונטית היא כמה מסחר אקטיבי נדרש כדי לתמחר שוק, והאם המסחר הקיים היום כבר אינו מספיק. במהלך הפודקאסט לא הוצגה ראייה אחת שמראה שהגענו לסף כזה, -ראיה מבוססת שמראה שהשוק כבר לא יעיל בתמחור מחירים.

"ישנם כמה מומחים שטוענים שמודל ההשקעות שלהם כבר לא עובד", אבל זו אינה טענה שהשוק לא יעיל, אלא תירוץ יפה של מנהל השקעות, למה הוא לא מצליח להכות את השוק.

אחרי כל הביקורת הזאת אני גם לא רוצה ללכת לקצה השני ולהעמיד פנים שאין שום בעיה תיאורטית בכסף הפאסיבי. יש.

הפלח הפאסיבי גדל מאוד במהלך השנים. זו עובדה.

יכול להיות שחלקו האמיתי גדול יותר ממה שרואים רק בקרנות אינדקס רשמיות, משום שגם מנהלים שמוגדרים אקטיביים נצמדים לעתים למדד בצורה מאוד הדוקה.

זרימות אוטומטיות יכולות להשפיע על מחירים.

כניסה ויציאה ממדדים יכולה ליצור עיוותים זמניים.

יש בהחלט אפשרות שבעת משבר, כאשר הרבה משקיעים פועלים באותו כיוון, המבנה הזה יחריף תנועות.

אני לא מזלזל בזה בכלל.

גם הטענה שכוחות השוק תמיד יתקנו הכול מיידית היא נוחה מדי.

לכן אני לא חושב שהדיון של מייק גרין הוא הזיה ולא חושב שצריך להתעלם ממנו.

אני רק חושב שהמרחק בין "יש כאן סיכון מבני שצריך לחקור" לבין "המנגנון כבר התקלקל ולכן צריך לצאת מהשוק" עדיין גדול. היסטוריית השוק מלאה באנשים שהיו צודקים מוקדם מדי.

כדי לשכנע שהפאסיבי כבר שבר את מנגנון התמחור הייתי רוצה לראות משהו יותר ישיר. למשל, הוכחה שמחירי מניות מגיבים פחות למידע על ערך המניה, ככל שהבעלות הפאסיבית עולה. שהעיוותים הולכים וגדלים ואינם נסגרים. שההון האקטיבי כבר אינו מסוגל לתקן אותם.

לא מספיק בעיניי להביא מנהלי השקעות אקטיביים שאומרים שמה שעבד להם פעם כבר לא עובד.

יכול להיות שהם מזהים שינוי אמיתי במבנה השוק. ויכול להיות שהיתרון שלהם נשחק.

יכול להיות שהסגנון שלהם נמצא בתקופה חלשה. ויכול להיות שהשוק פשוט השתנה.

למנהל אקטיבי יש פוזיציה בוויכוח הזה להצדיק את הדשדוש שלו. זקן ואינה לפי כבודו...

התמחור נפגע בגלל הפאסיביים?

חשוב להבין דבר פשוט: מחיר נקבע בעסקאות השוליות. לא בהצבעה של כל דולר שיושב במניות. מניה יכולה לשבת שנים בתוך קרן מדד, ובכל זאת מחירה ייקבע בידי הקונים והמוכרים הפעילים שסוחרים בה. ואם סטייה מהערך נעשית גדולה יותר, גם הרווח האפשרי למי שיתקן אותה גדל.

זה אינו מבטיח שוק מושלם, אך הוא מסביר מדוע עצם הגידול בבעלות הפאסיבית אינו מוכיח שמנגנון התמחור נשבר.

נניח ש-80% ממניות חברה מוחזקות על ידי אנשים שלא עושים שום דבר, ורק 20% נסחרות בידי משקיעים אקטיביים. אותם 20% יכולים בהחלט לתמחר את כל החברה.

אבל אני גם לא חושב שהמשפט הזה סוגר את הדיון.

כי עדיין חשוב כמה כוח יש לאותם 20% לעמוד מול זרימות גדולות שאינן רגישות למחיר. אם מיליארדים כנסים אוטומטית לסל מסוים, והצד שחושב שהסל יקר מוגבל בכסף, בשורט וביכולת שלו לחכות, הזרימה יכולה להשפיע על המחיר גם אם היא אינה מבוססת על מידע חדש.

אז לומר "המחיר נקבע בשוליים ולכן אין שום משמעות לגודל הפאסיבי" נראה לי קל מדי.

אבל גם הכיוון השני קל מדי. מזה שהפאסיבי גדל ומזה שהוא עשוי להשפיע על מחירים, עדיין לא נובע שגילוי המחירים כבר נשבר או שאנחנו עומדים מול קריסה קרובה של 80%.

הטענה ההגיונית למדי שמסבירה מדוע השוק לעולם לא יגיע למצב בו כולם משקיעים בצורה פאסיבית, שמבוססת על נוסחה קבועה, ולא על ערכן של החברות, היא שאם חברה טובה תיסחר בחצי משוויה רק בגלל זרימות פאסיביות, שממשיכות להזרים קצת כסף אל אותה מניה בעוד שהיא שווה הרבה יותר, יהיה משתלם מאוד להיות אקטיבי. כסף חדש יגיע, אסטרטגיות חדשות ייבנו, ומישהו ינסה לאסוף את הכסף שמונח על הרצפה. אני תוהה מה הסיבה שמנהל קרן גידור או משקיע בודד לא ירצו לקנות כזו מניה.

אם יטען הטוען שהמצב הנוכחי בעת הזאת הוא עד כדי כך חמור, שלא משתלם לקנות מניה בשווי פחות בהרבה ממה שהיא שווה באמת, כי אנחנו מניחים שלא יהיה אפילו מי שיקנה את המניה מהקונה הראשון במחיר רב יותר, כי היא לא במדד, או כל טענה אחרת, הרי שבמקרה כזה היינו צריכים לצפות בוורן באפט

או במשקיעי ערך אחרים נוטשים את התחום. וכפי שאסביר מיד.

רבים שואלים, הרי טופורוביץ מציג קרן סל של מומחים הטוענים שאנו בעיצומה של בועה פאסיבית אשר מעוותת את המסחר בשווקים, ופוגעת בתמחורן של המניות, יש לך מומחים שטוענים אחרת? זו השאלה.

התשובה לשאלה זו היא כה פשוטה, אם כנים דבריו, והמצב חמור עד כדי כך, כפי שהוא מתאר שמשקיעים בשוק חוששים לעשות שורט על השוק מרוב עוצמתה של הבועה, **אני תוהה מדוע הבורסה פעילה**, מדוע היא איננה ננעלת על סורג ובריח, מדוע כל המשקיעים בעולם והמומחים שטופורוביץ מחשיב, אינם סוגרים את קרנות הגידור שלהם, הרי ממ"נ, שורט אי אפשר לעשות, ולהשקיע נכון גם אי אפשר.

המשמעות המוחלטת והבסיסית של שוק בו המחירים יכולים רק לעלות, ללא יכולת לירד, היא שאין שוק. אין.

מה בדיוק אמר אבי ההשקעה הפאסיבית.

בדבריו של טופורוביץ ישנם אי אלו פרטים שצריך לדייק אותם, וכדלהלן:

טופורוביץ מספר: "הוא עצמו הודה שכשזה יגיע ל-75% זה יהיה מסוכן".

זה הציטוט שטופורוביץ מצוטט בשם ג'ון בוגל - אבי ההשקעה הפאסיבית.

נראה כי ג'ון בוגל **צוטט באופן הפוך**. בראיון מ-2017 הוא אכן אמר ששוק של מאה אחוז מדדים לא יתפקד. אבל כאשר נשאל היכן מתחילה הסכנה, התייעוד המקורי מספר כי הוא אמר שלדעתו שיעור המדדים יכול להגיע ליותר מ-75% מן השוק בלי ליצור סיכון מהותי.

בראיון נטען ע"י טופורוביץ שהוא אמר ש-75% הם כבר קו מסוכן. אלה שתי אמירות שונות, והתייעוד מגלה כי קיים חוסר דיוק מובהק בין המציאות לאופן בו הוא הציג את הדברים.

אפשר לחלוק על בוגל. בהחלט.

אפשר לומר שהוא לא העריך נכון את ההתפתחויות שיבואו בהמשך.

אבל אז צריך לומר: בוגל חשב כך, ואני חושב שהוא טעה.

אי אפשר להשתמש בו כראיה לכך שגם הוא חשב ש-75% הוא אזור אסון, כאשר בפועל הוא אמר משהו כמעט הפוך.

זה כן מלמד אותנו שגם בוגל עצמו ידע שהפאסיבי תלוי בקיומו של האקטיבי. פשוט.

אבל מזה עדיין לא למדנו איפה בדיוק עובר הגבול.

סיפורי ההיסטוריה, והעובדות, - שלא מוכיחים כלום.

סיפור ה'ניפטי פיפטי' (-חמישים הכוכבות) מלמד שחברות מצוינות עלולות להיות השקעות גרועות במחיר מופרז.

אבל, וזה אבל גדול: "ניפטי פיפטי" היה כינוי לא רשמי לקבוצה טרנדית ומרוכזת של מניות, לא מדד רחב שמתעדכן ומחליף חברות. השוואה ביניהן לבין מדד של מאות חברות עם מנגון ניקוי פנימי שנותן מקום למנצחות, ומראה את הדלת החוצה -לחלשות, אינה הוכחה שהשקעה פאסיבית תיעלם. או כל דבר דומה.

גם וורן באפט לא נסוג מהצוואה שלו, כפי שנרמז. באספת המשקיעים בשנת 2024, לאחר שנשאל במפורש על הריכוז במדד, הוא אמר שהסעיף בצוואתו המורה על 90% בקרן S&P500 זולה ו-10% באג"ח ממשלתי קצר הוא **הסעיף היחיד שלא שינה בצוואתו מיום שכתב אותה**. נכון, הוא הסביר שהסכום גדול ושמטרתו שקט נפשי, ולכן אין להפוך זאת להמלצה אישית לכל אדם. אבל אי אפשר להציג את תשובתו כחזרה מהמדד, והכרזה רשמית שלו על קריסת שיטת ההשקעה הפאסיבית. ההיפך המוחלט הוא הנכון.

עוד חוסר דיוק: ההשוואה לקריסת אקס-איי-וי (XIV) מטעה!. אותו מוצר לא היה מדד מניות רגיל, אלא שטר חוב (תעודת סל) הפוך על חוזי תנודתיות, שהתאפס מדי יום ונועד **למסחר קצר** בידי משקיעים מתוחכמים.

(במסמכי ההנפקה שלו נכתב במפורש שמחזיק לטווח ארוך עלול לאבד את רוב כספו או את כולו.) זה רחוק מאוד ממנגנון שדומה לקרן רחבה ולא ממונפת המחזיקה מאות חברות. ועצם ההשוואה לוקה באי הבנה לטעמי.

60% - אוקיי. אבל מתוך מה?

אחת הטענות החוזרות שלו היא שכבר כ-60% מהשוק האמריקאי מנוהל באופן פאסיבי.

אמנם הנתון המדויק קטן בהרבה: ביוני 2026, 63.8% מהנכסים **בקרנות מנייתיות** אמריקאיות המשקיעות בתוך ארה"ב היו בקרנות מחקות מדד. נתון ה-63.8% מתאר את חלקן של הקרנות מחקות המדד מתוך כלל הקרנות המנייתיות האמריקאיות, לא את חלקן בכלל שוק המניות.

אמנם הנתון החשוב, הוא לא איך הכסף שנמצא בקרנות מתפלג. לפי איגוד חברות ההשקעה האמריקאי, (ICI) כלל הקרנות המפוקחות יחד, אקטיביות ופאסיביות, החזיקו בסוף 2025 **רק ב-33% מהמניות האמריקאיות**.

נתון ה-33% מתייחס לכל הקרנות המפוקחות יחד, אקטיביות ופאסיביות, ולכן גם הוא אינו אומדן לחלקו של הפאסיבי בשוק כולו.

המסקנה היא שהמספר 60% אינו מוכיח ש-60% משוק המניות האמריקאי כבר מוחזקים באופן פאסיבי. חשוב לומר כי גם נתון ה-33% לא אומר שהפאסיבי הוא רק שליש מהשוק, כי יש החזקות מחקות מחוץ לקרנות הרשומות.

הטיעון הזה הוא איננו הערת שוליים. כל הטיעון על "השתלטות הכסף הפאסיבי על השוק" נשען במידה רבה על ערבוב בין שיעורו בתוך תעשיית הקרנות לבין שיעורו בבעלות על שוק המניות כולו!

כאשר אנחנו מדברים על הפאסיביים שהשתלטו על השוק, אין ידיעה ברורה מה השיעור המדויק של הכסף הפאסיבי בשוק, כי קשה עד בלתי אפשרי לכמת זאת לכמות נכונה ומדויקת, ההנחה שלו מתבססת על חישוב חלקי בלבד.

השוק יעיל?

הדיון הארוך בתחילת הפודקאסט על השוק היעיל קצת מפספס לדעתי את הנקודה.

נכון שיוג'ין פאמה עצמו אומר שהשוק היעיל הוא תיאוריה, שהוא אינו נכון באופן מושלם, ושהוא בוודאי אינו חוק טבע.

אבל זה לא גילוי מרעיש במיוחד.

כמעט שום מודל כלכלי רציני אינו נכון בכל שנייה ובכל מצב. השאלה היא לא אם המודל מושלם, אלא אם הוא מספיק טוב כדי להסביר משהו שימושי.

גם באפט עצמו שהוא משקיע אקטיבי. שודאי לא מאמין שכל מחיר בשוק תמיד נכון. ובכל זאת הוא כתב את מה שכתב, ולא שינה.

יותר מזה - כל הטיעון בעד השקעה פאסיבית בכלל לא חייב להישען על הטענה שהשוק מתומחר תמיד בצורה מושלמת. כלומר שאי אפשר לנצח את המדד.

ברור שיש מנהלים שניצחו לאורך זמן.

גם אין לי צורך להסביר את באפט כקוף שהיה לו מזל ארבעים שנה ברצף.

הבעיה של המשקיע המצוי אחרת לגמרי.

הוא צריך לזהות מראש מי מאותם מנהלים באמת מוכשר, מי פשוט נהנה מתקופה שמתאימה לסגנון ההשקעה שלו, מי היה בר מזל, ומי ימשיך לנצח גם אחרי שהכסף הגדול יזרום אליו.

וגם אחרי שהוא מצא אחד כזה, הוא צריך להישאר איתו בתקופות שבהן אותו מנהל מפגר אחרי המדד. וזה קשה מאוד.

השוק יקר, אבל זה לא אומר לנו כמעט כלום!

יש אצל טופורוביץ' טענה אחרת שבעיניי הרבה יותר חזקה ופשוטה.

השוק האמריקאי יקר.

בשביל הטענה הזאת לא צריך את מייק גרין, ולא צריך לדבר על קריסת המנגנון לעולמי עולמים.

זה נראה בבירור במכפילי הרווח השונים.

ואנגורד עצמה העריכה ביולי 2026 ששוק המניות האמריקאי נמצא ברמות תמחור גבוהות מאוד ביחס להיסטוריה, וגם התחזית שלה לתשואה ממוצעת בעשור הקרוב נמוכה בהרבה ממה שמשקיעים התרגלו לקבל בשנים האחרונות.

זו בעיניי אזהרה הרבה יותר מבוססת.

מי שמסתכל על חמש עשרה השנים האחרונות ומניח ש-S&P500 ייתן בעתיד 10%-12% בשנה עלול להתאכזב.

המדד יקר. הציפיות גבוהות. והרבה מאוד חדשות טובות כבר מגולמות במחירים.

אבל גם כאן צריך לעצור לפני הדהירה אל המסקנה. יקר לא אומר שהשוק עומד לקרוס.

שוק יקר יכול להמשיך להיות יקר. הוא יכול לעלות עוד שנתיים או חמש. הרווחים יכולים לצמוח לתוך המחיר. המכפיל יכול לרדת לאט לאורך שנים בלי מפולת.

תמחור אומר לנו משהו קטן על התשואה הסבירה לטווח ארוך.

שוק יקר אינו שעון עצר למפולת!

בשלושים השנים האחרונות, מכפיל שילר היה מעל הממוצע ההיסטורי בכ-97% מהחודשים. אפילו רף מחמיר יותר של מכפיל 20 היה מגדיר את השוק כיקר בכ-95% מהתקופה.

כלי שמורה למשקיע להתרחק מהמניות כמעט כל הזמן אינו מספק לו תזמון שימושי. וכן הכלי הזה לא יכול להוות כדור בדולח טוב מספיק בשביל להעריך תזמון.

הוא עשוי לרמוז על תשואה ארוכת טווח נמוכה יותר, אך אינו יודע לומר אם המפולת תגיע בחודש הבא, בעוד חמש שנים, או רק לאחר עלייה גדולה נוספת.

ולפעמים הוא גם טועה!

ההבחנה הזו קריטית. משקיע אינו יכול להסתפק באמירה ש"השוק יקר". כדי להרוויח מכך עליו לדעת גם מתי לצאת, כמה זמן להמתין ומתי לחזור.

מכפיל שילר אינו מספק אפילו לא אחת משלוש התשובות האלה.

כבר ב-2016 הצביעה הסולידית על האבסורד, במשך כרבע מאה, השוק האמריקאי הוגדר כ"זול" לפי מכפיל שילר רק בחלק קטן מהזמן. בכל יתר התקופה הוא היה כביכול יקר, ובכל זאת מדד 500 החברות הגדולות בארה"ב עלה מרמה של כ-330 נקודות לכ-2,130 נקודות באותו הזמן.

משקיע שהיה ממתין בסבלנות לחזרת המכפיל לממוצע ההיסטורי היה מחמיץ חלק עצום מהעלייה.

הדפוס השגוי נמשך גם לאחר מכן. מכפיל שילר אותה במשך רוב העשור האחרון כי המניות יקרות, דווקא בעשור שבו הן הניבו תשואות חריגות בגובהן. ב-15 השנים שהסתיימו בספטמבר 2025 הניב המדד תשואה כוללת ממוצעת של 14.6% לשנה. בחישוב מצטבר, כל דולר שהושקע בתחילת התקופה הפך לכ-7.7 דולרים לפני מס ועלויות!

המכפיל של שילר לא נראה כמו כלי שהיה מועיל למי שישב מחוץ לשוק והמתין שהמחירים "יחזרו לשפיות" ושהשוק יוזל.

מה שמלמד אותנו, כי לפעמים, בתקופות צמיחה משמעותיות, המניות מכות את המכפילים.

אל תפרשו את דבריי שהמחיר אינו חשוב. מניות הנרכשות במכפיל גבוה צפויות, ככלל, להניב תשואה עתידית נמוכה יותר ממניות הנרכשות במכפיל נמוך. אך לכל כלל יש יוצא מן הכלל.

מכפיל שילר אף התריע היטב על התמחור הקיצוני ערב בועת האינטרנט (דוט-קום). אלא שגם אז הוא לא סיפק תאריך תפוגה לבועה. השוק יכול להישאר יקר, להפוך ליקר יותר ולהניב רווחים גדולים לפני שיגיע התיקון.

לאחר מכן נותרת השאלה הקשה לא פחות: מתי לחזור.

לכן גם ואנגארד, שמשתמשת בהערכות שווי לצורך תחזיות ארוכות טווח, מדגישה שהמכפילים הם מנבאים חלשים של ביצועי השוק בטווח הקצר ואף הבינוני, ושאינן להשתמש בהם כסיבה מרכזית לשינוי הקצאת הנכסים. הערכת שווי היא אולי עוד דרך להעריך את התשואה העתידית לטווח הארוך, אבל בשום אופן לא אינדיקטור להערכת מפולת בשווקים.

המסקנה הסבירה משוק יקר היא להנמיך ציפיות, לפזר רחב, להימנע ממינוף ולהחזיק שיעור מניות שמתאים ליכולת לספוג ירידות. המסקנה שאפשר למכור עכשיו, להמתין לקריסה של 70% או 80% ואז לחזור בדיוק בזמן, היא תחזית שוק לכל דבר.

אבל צריך גם לדעת, כי תשואת בעל המניה תלויה גם בצמיחת הרווחים, בדיבידנדים ובמכפיל שבו ימכור בעתיד. הערכת שווי חשובה מאוד, אך היא לא שטר אג"ח עם תשואה ידועה.

יש הבדל גדול בין לומר "ייתכן והתשואה העתידית תהיה נמוכה יותר" לבין לומר "אני יודע שכדאי לצאת

עכשיו".

פה בדיוק נגמרת הערכת השווי ומתחילה תחזית.

הסיכון הגדול.

מכאן אני מגיע לנקודה שבכלל אינה קשורה למבנה השוק, ולשלל העיוותים כביכול שטופורוביץ מציג. ולדעתי היא אחת הנקודות הכי טובות שטופורוביץ' מעלה.

התנהגות המשקיע.

הרבה אנשים בטוחים שהם יעמדו בירידה של 50% או 60%.

על הנייר זה נשמע פשוט.

אבל ירידה כזאת לא מגיעה עם שלט שאומר "מבצע, עכשיו זול". ממש לא.

היא מגיעה עם חדשות רעות, אבטלה, ירידה בהכנסות, מומחים שמסבירים שהפעם המערכת באמת נשברה, חברים שכבר מכרו, והרגשה שהפעם אולי באמת אין תחתית.

מי שלא מסוגל לעמוד בזה לא צריך תיק של 100% מניות, גם אם הוא בן 25 ויש לו אופק של ארבעים שנה.

עד כאן אני מסכים.

מה שאני לא מבין הוא איך מתוך הטענה הזאת מגיעים לפתרון שדורש מהמשקיע הרבה יותר משמעת והרבה יותר תזמון.

הרי לפי ההצעה הוא צריך למכור היום.

אחרי שהוא מכר, הוא צריך לראות את השוק אולי ממשיך לעלות.

אחרי שנה של עליות הוא צריך לא להתחרט.

אחרי שנתיים הוא צריך לא לרדוף אחרי המחיר.

נניח אחר כך מגיעה הירידה.

כשהירידה כבר גדולה, וכל הכותרות נראות נורא, הוא צריך להחליט שעכשיו דווקא הגיע הזמן לחזור.

ופה השאלה שלי פשוטה.

אם אותו משקיע לא מסוגל להחזיק מניות בזמן ירידה, למה שהוא יהיה מסוגל לקנות מניות באותו זמן בדיוק?

אם בירידה של 60% הוא אמור להיבהל ולמכור את מה שכבר יש לו, מדוע שכאשר הוא יושב באג"ח הוא ירגיש פתאום בטוח מספיק לקחת את הכסף ולהכניס אותו לשוק שנראה באותו רגע כמו אסון?

זה דורש אפילו יותר חוזק נפשי.

תזמון שוק דורש בדרך כלל שתי החלטות נכונות.

מתי לצאת. ומתי לחזור.

גם אם אתה צודק לגמרי לגבי התמחור, אפשר להפסיד לא מעט אם יצאת מוקדם מדי, אם חזרת מאוחר מדי, או אם חיכית ל-S&P ב-2,500 נקודות והשוק נעצר ב-3,200 והתחיל לעלות משם.

המשפט "עדיף לצאת שנתיים מוקדם מאשר שבועיים מאוחר" נשמע מצוין.

הבעיה היחידה היא שאיש לא יודע אם אלה באמת שנתיים בוודאות.

אולי אלה שבע שנים.

אולי עשר.

אולי השוק יעלה עוד 60% לפני שיקרה משהו.

ואולי אכן בעוד שנה הכול יתפרק.

שנייה.... מה אני צריך לעשות עכשיו?

מחד, לא להתעלם מהסיכון. ומאידך, לא לבצע מהלכים פזיזים בגלל פודקאסט.

כסף לחתונה בשנים הקרובות יכול להימצא בקרן כספית, או באג"ח איכותי וקצר המתאים למועד הצורך. כסף לעשרות שנים יכול לכלול מניות, אבל לא בהכרח מאה אחוז, ולא בהכרח רק ארה"ב. מי שמוטרד מהריכוז במדד האמריקאי יכול לפזר למדד עולמי רחב ולשלב אג"ח לפי יכולתו לסבול ירידות, -לא כתחנת המתנה עד שהזעם יתממש, אלא כחלק קבוע שיעזור למשקיע להחזיק מעמד גם בתקופות סערה.

מדד במשקל שווה יכול להפחית ריכוז, אבל יש שיאמרו שהוא דווקא הגדלת סיכון, משום שהוא מגדיל את משקלן של חברות קטנות יותר, ועלול לפגר לפעמים במשך שנים.

זה מוסכם - אין מינוף, אין הבטחת תשואה שנתית, ואין כסף שצריך בקרוב בתוך תיק מנייתי.

טופורוביץ צודק בנקודה ההתנהגותית. משבר אמיתי קשה הרבה יותר מגרף היסטורי משעמם. אבל המסקנה מכך אינה שמי שעלול להיבהל צריך למכור הכול היום ולנסות לזהות את התחתית. זו משימה קשה יותר, לא קלה יותר. מי שאינו מסוגל לסבול ירידה של 50% צריך להקטין מראש את שיעור המניות לרמה שיוכל להחזיק, לא להחליף תוכנית קבועה בניחוש כפול.

ובעיקר, לא בונים תוכנית שמחייבת שתי נבואות מוצלחות: למכור לפני הירידה ולחזור לפני העלייה. בראיון עצמו הודה טופורוביץ שאם המשקיע יחכה לירידה של 80% והשוק יעצר ב-70%, הוא עלול להישאר בחוץ. זו בדיוק אחת הבעיות בתזמון השוק.

טופורוביץ' מעלה שאלות טובות, ואפילו שאלות שראוי שהמשקיע הפאסיבי יכיר ולא יפחד לשאול.

אני גם מסכים איתו שהשוק האמריקאי יקר לפי מכפילי הרווח, ושממשקיע שמניח שהעשור הבא ייראה כמו הקודם עלול להיות מופתע.

אמנם לא השתכנעתי מהמסקנה שהמנגנון של תמחור המניות כבר נשבר, ובוודאי לא מהוודאות שבה עוברים מכאן לתרחיש של קריסה עמוקה וליציאה מהשוק.

אפשר להאמין שהשוק יקר בלי לדעת מתי הוא ירד.

ואפשר להכיר בכך שתיתכן קריסה קשה בלי לבנות את כל התיק על היכולת שלנו לצאת לפניה ולחזור אחריה.

אבל הדרך מהשאלות שהוא שואל **למסקנה המעשית שהוא מציג** -עדיין ארוכה.

באם תרצו להבין עוד דברים, תוכלו לעשות זאת כאן...

 זו ההזדמנות שלי להודות לכל אלו שטורחים להשאיר את זה -