

הממו האחרון מאת הווארד מארס

טבת תשפ"ה

שלו' וברכה

כא' שמתעסק בשוק ההון, כל תקופה אני מקבל טלפון/מייל מאנשים (בדרך"כ אברכים שלא מבינים בהשקעות ובשוק ההון בפרט) בקשר להשקעה ב-S&P500. בשבוע האחרון התקשרו אלי שני אנשים כאלה, כאשר א' אמר לי שהוא מחפש להשקיע רק במניות בטוחים, ואמר לי שהוא רוצה להשקיע באנבידיה, שברור לו שרק תמשיך לעלות.

משפט זה, הדליק אצלי מיד נורה אדומה "מהבהבת". וכתוצאה ישירה של משפט זה החלטתי לתרגם את המזכר האחרון של הווארד מארקס על הנושא של בועה במדדים.

מי שלא יודע מי זה הווארד מארקס, שיחשוב פעמיים האם מתאים שישקיע על עיוור בתחום שהוא לא מבין. ובכל זאת כמה פרטים על הבנ"א. הווארד מארקס נחשב לא' מגדולי המשקיעים של הדור האחרון, ידוע מאד בשל ה"ממוס" (MEMO) שהוא כותב מידי פעם. ידוע שווארן באפט אמר פעם, "שכשמיגע ממו חדש מהווארד מארקס, אני עוזב הכל וקורא את הממו".

היום הוא מנהל את קרן ההשקעות אוקטרי OakTree שהקים יחד עם ברוס קארש. כיום החברת השקעות שלו מנהלת מעל 200 מילארד דולר. הווארד מארקס לא משקיע במניות אלא באג"ח וכדור, אבל אין כמעט משקיעים עם הניסיון והידע שלו בשוק ההון.

את תחילת הקריירה שלו, ועיקר ההצלחה שלו, שעשתה לו שם ברחבי העולם, היה השקעות באג"ח זבל שלמד ממייקל מילקין, שהיו נחשבות לבלתי ניתנות להשקעה.

לא ידוע בדיוק כמה השיעור צמיחה שנתי המצטבר שלו, אבל הדיבורים המקובלים הם, תשואה שנתית ממוצעת של כ-20% במהלך העשורים האחרונים.

אז לתועלת הציבור, תרגמתי את הממו האחרון שלו, שמדבר על נושא של בועות. כולי תקוה שיהיה בזה תועלת לציבור הרחב.

נ.ב. התרגום נעשה ע"י צ'אט ג'י פי טי, עברתי על הדברים מלמעלה, אבל מעבר לכך איננו לוקח אחריות. את הממו אפשר לקרוא כאן.

בתצפית על בועה

בדיוק לפני 25 שנה פרסמתי את המזכר הראשון שזכה לתגובה מהקוראים (לאחר שכתבתי במשך כמעט עשר שנים ללא תגובה כלשהי). המזכר נקרא *bubble.com* והנושא היה ההתנהגות הלא-רציונלית שלדעתי התרחשה בנוגע למניות של חברות טכנולוגיה, אינטרנט ומסחר אלקטרוני. למזכר היו שני יתרונות: הוא היה נכון, והוא היה נכון מהר. אחד מהעקרונות הראשונים שלמדתי בתחום ההשקעות בשנות ה-70 המוקדמות הוא ש"להיות מוקדם מדי זה כמו להיות טועה". במקרה הזה, לא הייתי מוקדם מדי.

היום המשמעותי הזה מעניק לי הזדמנות לכתוב שוב על בועות, נושא שמעסיק מאוד כיום. חלק ממה שאכתוב כאן יהיה מוכר לכל מי שקרא את המזכר שלי מדצמבר על התמונה המאקרו-כלכלית. אך מאחר שמזכר זה נשלח רק ללקוחות של Oaktree, אני אשתמש שוב בחלקים שמתייחסים לנושא הבועות.

מאחר שאני משקיע באג"ח והפסקתי לנתח מניות לפני כמעט חמישה עשורים, ומאחר שמעולם לא העמקתי בתחום הטכנולוגיה, לא אומר הרבה על החברות הלוחטות של היום והמניות שלהן. כל ההערות שלי יהיו כלליות, אך אני מקווה שהן יהיו רלוונטיות בכל זאת.

במהלך העשור הראשון של המאה הנוכחית, משקיעים חוו הזדמנות להשתתף – ולהפסיד כסף – בשתי בועות מרהיבות. הראשונה הייתה בועת הטכנולוגיה-מדיה-טלקום ("TMT") בסוף שנות ה-90, שהחלה להתפוצץ באמצע שנת 2000. השנייה הייתה בועת הדיור באמצע שנות האלפיים, שהובילה ל-(א) הרחבת המשכנתאות ללווי סאב-פריים שלא יכלו או לא רצו לתעד הכנסות או נכסים, (ב) מבנה הלוואות אלו לכדי ניירות ערך מגובי משכנתאות ממונפים ומדורגים, וכתוצאה מכך (ג) הפסדים מסיביים למשקיעים בניירות אלו, בעיקר למוסדות הפיננסיים שיצרו ושמרו על חלקם. בעקבות חוויות אלו, רבים כיום דרוכים במיוחד לגבי בועות, ואני נשאל לעיתים קרובות אם ישנה בועה סביב מדד S&P 500 וקבוצת המניות המובילות בו.

שבע המניות המובילות במדד – S&P 500 המכונות "השביעייה המופלאה" – הן אפל, מיקרוסופט, אלפבית (חברת האם של גוגל), אמזון, אנבידיה, מטא (בעלת פייסבוק, ווטסאפ ואינסטגרם), וטסלה. אין צורך להיכנס לפרטים על הביצועים של מניות אלו; כולם מודעים לתופעה. די לומר שמספר קטן של מניות שולט במדד S&P 500 בשנים האחרונות ואחראי על חלק לא פרופורציונלי מהרווחים שלו. תרשים של מייקל סמבלסט, האסטרטג הראשי של J.P. Morgan Asset Management, מראה ש:

שווי השוק של שבעת המרכיבים הגדולים ביותר במדד S&P 500 היוו 32-33% מסך שווי השוק של המדד בסוף אוקטובר;

אחוז זה הוא בערך כפול משיעור החברות המובילות לפני חמש שנים;

ולפני הופעת "השביעייה המופלאה", החלק הגבוה ביותר של שבע המניות הגדולות ביותר ב-28 השנים האחרונות היה בערך 22% בשנת 2000, בשיא בועת ה-TMT-

חשוב גם לציין שבסוף נובמבר, מניות אמריקאיות ייצגו למעלה מ-70% ממדד MSCI World, האחוז הגבוה ביותר מאז 1970, על פי תרשים נוסף של סמבלסט. לכן, ברור ש-(א) חברות אמריקאיות שוות הרבה יחסית לחברות באזורים אחרים ו-(ב) שבע המניות האמריקאיות המובילות שוות סכום מוגבר יחסית לשאר המניות האמריקאיות. אך האם זו בועה?

מהי בועה?

מונחי השקעה באים והולכים. הקולגות הצעירים שלי ב-Oaktree משתמשים כיום בהרבה מונחים שלפעמים אני צריך לבקש תרגום עבורם. אבל "בועה" ו"קריסה" היו בשפה הפיננסית מאז שהתחלתי בעסקי ההשקעות, ואני מדמיין שהם יישארו שם גם לדורות הבאים. כיום, התקשורת המיינסטרימית משתמשת בהם באופן רחב, ואנשים נוטים לראות אותם כנתונים להגדרה אובייקטיבית. עבורי, עם זאת, בועה או קריסה הם יותר מצב נפשי מאשר חישוב כמותי.

לדעתי, בועה לא רק משקפת עלייה מהירה במחירי מניות, אלא היא תופעה זמנית המאופיינת – או אולי טוב יותר, נובעת – מהמאפיינים הבאים:

שפע בלתי רציונלי גבוה (בהשאלה ממונח של יו"ר הפד לשעבר אלן גרינספן).

הערצה מוחלטת לחברות או נכסים מסוימים ואמונה שהם לא יכולים להיכשל.

פחד עצום מפני הפסד אם לא משתתפים ("FOMO"), והאמונה שנוצרת שאצל מניות אלו "אין מחיר שהוא גבוה מדי".

לא קיים מחיר שהוא גבוה מדי" בולט לי במיוחד. כאשר אינך מסוגל לדמיין שום פגמים בטיעון ואתה מפוחד מהמחשבה שהשותף למשרד, חבר למשחק גולף, גיס או מתחרה שלך יחזיקו בנכס המדובר ואתה לא, קשה להגיע למסקנה שיש מחיר שבו לא כדאי לקנות. (כפי שציינו צ'ארלס קינדלברגר ורוברט אליבר במהדורה החמישית של *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, " לראות חבר מתעשר).

כדי לזהות בועה, אפשר לבחון פרמטרים של הערכת שווי, אבל אני מאמין זה זמן רב שאבחנה פסיכולוגית היא יעילה יותר. בכל פעם שאני שומע "לא קיים מחיר שהוא גבוה מדי" או אחד מהגרסאות שלו – משקיע ממושמע יותר עשוי לומר, "כמובן שיש מחיר שהוא גבוה מדי, אבל אנחנו לא שם עדיין" – אני רואה בכך סימן בטוח לכך שצומחת בועה.

בערך לפני חמישים שנה, אדם מבוגר נתן לי את אחת האמרות האהובות עליי. כתבתי עליה מספר פעמים במזכרים שלי, אבל לדעתי, אין די בכך. מדובר ב"שלושת השלבים של שוק השוורים":

השלב הראשון מגיע בדרך כלל בעקבות ירידת שוק או קריסה שהותירה את רוב המשקיעים מפוכחים ומדוכאים. בשלב זה, רק כמה אנשים חריפים במיוחד מסוגלים לדמיין שיש שיפור באופן.

בשלב השני, הכלכלה, החברות והשוק מצליחים, ורוב האנשים מקבלים שהשיפור אכן מתרחש.

בשלב השלישי, לאחר תקופה שבה החדשות הכלכליות נהדרות, החברות מדווחות על רווחים עולים, והמניות מזנקות, כולם מסיקים שהדברים יכולים רק להשתפר לנצח.

ההסקנות החשובות אינן נוגעות לאירועים כלכליים או תאגידיים, אלא לפסיכולוגיה של המשקיעים. זה לא עניין של מה שמתרחש בעולם המאקרו, אלא איך אנשים רואים את ההתפתחויות. כאשר מעט אנשים חושבים שיכול להיות שיפור, מחירי ניירות הערך לא משקפים הרבה אופטימיות. אבל כאשר כולם מאמינים שהדברים יכולים רק להשתפר לנצח, קשה למצוא משהו במחיר סביר.

בועות מסומנות על ידי חשיבה בועתית. אולי למטרות עבודה נוכל לומר שבועות וקריסות הן תקופות שבהן אירועים קיצוניים גורמים לאנשים לאבד את האובייקטיביות ולראות את העולם דרך פסיכולוגיה מעוותת מאוד – או חיובית מדי או שלילית מדי. כך תיאר זאת קינדלברגר במהדורה הראשונה של *Manias, Panics, and Crashes*:

... "כאשר חברות או משקי בית רואים אחרים מרוויחים מרכישות ספקולטיביות ומכירות חוזרות, הם נוטים להצטרף. כאשר מספר החברות ומשקי הבית העוסקים בפעילויות אלו גדל, ומשלב בתוכו חלקים מהאוקלוסייה שבדרך כלל מרוחקים מהשקעות מסוג זה, ספקולציה לשם רווח מובילה הרחק מהתנהגות נורמלית ורציונלית למה שתואר כ'מאניות' או 'בועות'. המילה 'מאניה' מדגישה את חוסר הרציונליות; 'בועה' מנבאת את הפיצוץ." (הדגשה במקור)

לדעתי, זו הקיצונית הפסיכולוגית שמסמנת בועה. לעיתים קרובות, כפי שמציין קינדלברגר, ניתן להסיק זאת מהשתתפות רחבה באופנת ההשקעות של הרגע, במיוחד בקרב אנשים שאינם בתחום הפיננסים. האגדה מספרת ש-J.P. Morgan הבין שיש בעיה כאשר האיש שמצחצח את נעליו התחיל לתת לו טיפים על מניות. שותפי ג'ון פרנק אומר שהוא ראה זאת בשנת 2000, כאשר שמע את האבות במשחק הכדורגל של בנו מתפארים במניות הטכנולוגיה שלהם, ושוב ב-2006, כאשר נהג מונית בלאס וגאס סיפר לו על שלושת הדירות שהוא רכש. כשמרק טוויין לכאורה אמר, "ההיסטוריה לא חוזרת על עצמה, אבל היא מתחרזת לעיתים קרובות", זה סוג הדברים שהוא דיבר עליו.

הדבר החדש, החדש

אם חשיבה בועתית היא בלתי רציונלית, מה מאפשר למשקיעים להתרחק מהמחשבה הרציונלית, כמו דחף של חללית שמתחררת מהמגבלות שהכבידה מטילה ומשיגה מהירות בריחה? התשובה הפשוטה: חידוש. תופעה זו נשענת על ביטוי השקעה ישן ונכבד: "הפעם זה שונה".

בועות קשורות תמיד להתפתחויות חדשות. היו בועות במניות ה-"Nifty Fifty"-בשנות ה-60 (עוד על כך בהמשך), חברות דיסקים קשיחים בשנות ה-80, מניות/TMT אינטרנט בסוף שנות ה-90, וניירות ערך מגובי משכנתאות סאב-פריים בשנים 2004-06. מאניות אלו, יחסית חדשות, הלכו בעקבות מסורת של תופעות כמו (א) הטירוף בהולנד בשנות ה-30 של המאה ה-17 סביב הצבעונים שהוכנסו לאחרונה, ו-(ב) בועת הים הדרומי באנגליה של 1720, הנוגעת לעושר שהובטח להגיע ממונופול מסחר שהכתר העניק לחברת הים הדרומי.

בנסיבות רגילות, אם מניות של תעשייה או מדינה מסוימת זוכות להערכות גבוהות באופן יוצא דופן, היסטוריונים של השקעות מסוגלים להצביע על כך שבעבר מניות אלו מעולם לא נמכרו ביותר מ $x\%$ -מעל הממוצע, או על פי מדד דומה. בדרך זו, תשומת לב להיסטוריה יכולה לשמש כחבל קשירה, השומר על קבוצת מניות מועדפת על הקרקע.

אך אם משהו חדש, כלומר אין היסטוריה, אז אין דבר שימתן את ההתלהבות. אחרי הכל, הוא בבעלות האנשים המבריקים ביותר – אלו שמופיעים בכותרות ובטלוויזיה – והם עשו הון. מי יהיה מוכן לשים מחסום רטוב על המסיבה הזו או לוותר על הריקוד הזה?

ההסבר טמון לעיתים קרובות בסיפורו של הנס כריסטיאן אנדרסן "בגדי המלך החדשים". נוכלים מוכרים למלך חליפת בגדים נפלאה שלכאורה רק אנשים חכמים יכולים לראות. בפועל, אין שום חליפה. כאשר המלך צועד בעיר בעירום, האזרחים הוששים לומר שאינם רואים את החליפה, שכן הדבר יסמן אותם כלא חכמים. זה נמשך ללא בדיקה עד שילד צעיר יוצא מהקהל ובתמימותו מציין שהמלך עירום. רוב האנשים יעדיפו להשתתף באשליה משותפת שמעשירה את המשקיעים בכסף רב מאשר לומר משהו מנוגד ולהיראות כמו טיפשים. כאשר כל השוק או קבוצת ניירות ערך מתפוצצים ורעיון מופרך הופך את תומכיו לעשירים, מעטים יסכנו את עצמם בכך שיקראו עליו תיגר.

הטבילה שלי באש

אומרים שניסיון הוא מה שאתה מקבל כשלא קיבלת את מה שרצית, ואני קיבלתי את הניסיון המעצב ביותר שלי בהתחלה של הקריירה שלי. כפי שעוד רבים מקוראי המזכרים שלי יודעים, הצטרפתי למחלקת מחקר המניות בבנק הפדרל סיטי (כיום סיטי) בספטמבר 1969. כפי שהיה עם רוב הבנקים הגדולים, סיטי השקיע בעיקר ב-"Nifty Fifty"-מניות של החברות הטובות והצומחות ביותר באמריקה. חברות אלו נחשבו לטובות כל כך ש-(א) שום דבר רע לא יכול לקרות להן ו-(ב) אין מחיר גבוה מדי למניות שלהן... ממש כך.

שלושה גורמים תרמו להתלהבות של המשקיעים מהמניות האלו. ראשית, הכלכלה האמריקאית צמחה חזק אחרי מלחמת העולם השנייה. שנית, החברות הללו נהנו מהמעורבות שלהן בתחומים של חדשנות כמו מחשבים, תרופות ומוצרי צריכה. ושלישית, הן ייצגו את הגל הראשון של "מניות צמיחה", סגנון השקעה חדש שצמח כטרנד בפני עצמו. ה-Nifty Fifty היו אובייקט של הבועה הגדולה הראשונה במשך כ-40 שנה, וכיוון שלא הייתה כזו במשך זמן רב, המשקיעים שכחו איך נראית בועה. כתוצאה מהפופולריות שהוענקה להן, אם היית קונה את המניות האלו ביום שהתחלתי לעבוד ושומר עליהן חזק במשך חמש שנים, היית מאבד למעלה מ-90% מהכסף שלך... בחברות הטובות ביותר באמריקה. מה קרה?

ה-Nifty Fifty הוצבו על פדסטל, ומשקיעים נפגעים כאשר משהו נופל ממנו. שוק המניות כולו ירד בכחצי ב-1973-74. והתברר שהמניות האלה נמכרו במחירים שבפועל היו גבוהים מדי; במקרים רבים, יחס המחיר לרווח שלהן ירד מהטווח של 60 עד 90 לטווח של 6 עד 9 (זו הדרך הקלה לאבד 90%). יתרה מכך, דברים רעים אכן קרו לכמה מהחברות בתנאים בסיסיים.

המפגש המוקדם שלי עם בועה אמיתית גרם לי לפתח כמה עקרונות מנחים שליוו אותי במשך 50 השנים הבאות:

1. זה לא מה שאתה קונה, אלא מה אתה משלם, שבאמת חשוב.
2. השקעה טובה לא באה מקנייה של דברים טובים, אלא מקנייה של דברים במחיר טוב.
3. אין נכס כל כך טוב שלא יכול להפוך למחיר גבוה מדי ולכן מסוכן, ויש מעט נכסים כל כך רעים שלא יכולים להיות זולים מספיק כדי להיות מציאה.

הדברים יכולים רק להשתפר

הבועות שאני חוויתי כולן היו קשורות לחדשנות, כפי שצינתי למעלה, ורבות מהן היו או מוערכות יתר על המידה או לא מובנות עד הסוף. המשיכה של מוצר חדש או דרך חדשה לעשות עסקים בדרך כלל ברורה, אך המהמורות והפגמים לעיתים מוסתרים ונחשפים רק בזמנים קשים. חברה חדשה עשויה לעקוף לחלוטין את קודמותיה, אך משקיעים שלרוב אין להם ניסיון בתחום החדש הזה, לא תמיד מבינים שגם משתתף חדש ומבריק יכול להימחק. המפריעים יכולים להימחק בעצמם, אם על ידי מתחרים מיומנים או אפילו טכנולוגיות חדשות יותר.

בשנותיי הראשונות בעסקים, הטכנולוגיה נראתה כמתפתחת בהדרגה. מחשבים, תרופות ומוצרים חדשניים אחרים השתפרו מעט בכל פעם. אבל בשנות ה-90, החדשנות הגיעה בשטף גדול. כש Oaktree-נוסדה ב-1995, התעקשתי שאני יכול להסתפק ב WordPerfect-לעיבוד תמלילים ו Lotus 1-2-3-לגיליונות אלקטרוניים. אך כשעברנו למשרד הנוכחי שלנו ב-1998, ויתרתי על ההתנגדות ואפשרתי לצוות ה IT-שלנו להתקין דוא"ל ואינטרנט) וכמובן, WordPerfect פינה מקום ל Word, ו Lotus 1-2-3-לפינה ל (Excel-באותה תקופה, המשקיעים היו בטוחים ש"האינטרנט ישנה את העולם". זה בהחלט נראה כך, וההנחה הזו גרמה לביקוש אדיר לכל מה שקשור לאינטרנט. מניות המסחר האלקטרוני יצאו להנפקות במחירים גבוהים לכאורה ואז שילשו את ערכן ביום הראשון. הייתה ריצה אמיתית אחרי זהב.

בדרך כלל יש גרגר של אמת שמאחורי כל המניה והבועה. פשוט זה לוקח את זה רחוק מדי. ברור שהאינטרנט בהחלט שינה את העולם – למעשה, אנחנו לא יכולים לדמיין עולם בלעדיו. אבל רוב חברות האינטרנט והמסחר האלקטרוני שזינקו בבועה של סוף שנות ה-90, בסופו של דבר נהפכו לחסרות ערך. כשבועה התפוצצה בימיי הראשונים בהשקעות, ה Wall Street Journal-היה מפרסם טבלה בעמוד הראשי עם מניות שהיו ירדו ב-90%. אחרי בועת TMT, המניות הללו איבדו 99%.

כשמשהו נמצא על פדסטל הפופולריות, הסיכון לירידה הוא גבוה. כאשר אנשים מניחים – ומעריכים – ציפיה שדברים יכולים רק להשתפר, הנזק שנגרם מהפתעות שליליות הוא עמוק. כשמשהו חדש, המתחרים והטכנולוגיות המפריעות עוד לא הגיעו. ייתכן שיש שם הצדקה, אבל אם זה מוערך יתר על המידה, זה יכול להיות יקר מדי, ולהתפוגג כאשר המציאות תוקפת. בעולם האמיתי, העצים לא צומחים לשמיים.

הדיון הקודם התמקד בסיכון של הערכת יתר של כוח בסיסי. אך האופטימיות לגבי כוחו ופוטנציאל החדש לעיתים גורמת לטעות להיות מיותרת דרך הערכת מחיר מניה גבוהה מדי.

כפי שצוין למעלה, עבור משהו חדש, אין הגדרה היסטורית מה תהיה הערכת מחיר ראויה.

בנוסף, הפוטנציאל של החברות עדיין לא הפך לרווחים יציבים, כלומר הדבר שמוערך הוא ספקולציה. בבועת TMT, לחברות לא היו רווחים, ולכן יחס P/E היה לא רלוונטי. וכסטארט-אפים, הם לעיתים לא היו בעלי הכנסות להעריך.

כתוצאה מכך, הומצאו מדדים חדשים, ומשקיעים שנתנו אמון מצאו את עצמם משלמים מכפלה של "קליקים" או "עיניים", בלי קשר אם מדדים אלו יכולים להתפוך להכנסות ורווחים.

משתתפי בועה לא יכולים לדמיין שיש איזשהו צד שלילי, ולכן הם נוטים להעניק הערכות שמניחות הצלחה.

בפועל, זה לא נדיר שמשקיעים מתייחסים לכל המתמודדים בתחום חדש ככאלה שיכולים להצליח, בעוד שבמציאות, רק מעטים מהם יכולים לשגשג, או אפילו לשרוד.

בסופו של דבר, עם משהו חדש ומסעיר, משקיעים יכולים לאמץ מה שאני קורא לו "מנטליות של כרטיס לוטו". אם סטארט-אפ מצליח בתחום חם יכול להחזיר 200%, זהו שווה להשקיע בו אפילו אם יש רק סיכוי של 1% שהוא יצליח. ומה לא יש לו סיכוי של 1% להצלחה? כשמשקיעים חושבים כך, אין כמעט גבולות למה שהם יתמכו בו או את המחירים שהם ישלמו.

ברור שמשקיעים יכולים להיתפס בריצה לקנות את החדש והחם. שם מגיעה הבועה.

מה המחיר המתאים לשלם עבור עתיד מזהיר?

אם ישנה חברה למכירה שתעשה מיליון דולר בשנה הבאה ואז תסגר, כמה הייתם מוכנים לשלם עליה? התשובה הנכונה היא קצת פחות ממיליון דולר, כך שתהיה לכם תשואה חיובית על ההשקעה שלכם.

אבל מניות מוערכות לפי "מכפילי – p/e" כלומר, מכפילים של הרווחים בשנה הבאה. למה? כי, ככל הנראה, הן לא יעשו רווחים רק בשנה אחת; הן ימשיכו להרוויח כסף לעוד שנים רבות. כשאתם קונים מניה, אתם קונים חלק מהרווחים של החברה בכל שנה בעתיד. מחיר ה-S&P 500 היה ממוצע של כ-16 פעמים הרווחים בתקופה שלאחר מלחמת העולם השנייה. זה בדרך כלל מתאר את המשמעות "אתם משלמים עבור 16 שנים של רווחים". למעשה, מדובר ביותר מזה, כי תהליך ההיוון גורם לכך שמיליון דולר של רווחים בעתיד שווים פחות ממיליון דולר כיום. הערך הנוכחי של חברה הוא הערך הנוכחי המהווה של הרווחים העתידיים שלה, כך שמכפיל p/e של 16 אומר שאתם משלמים על יותר מ-20 שנות רווחים (תלוי בשיעור הריבית שבו מוהנים הרווחים העתידיים).

בבועות, מניות חמות נמכרות במחירים הרבה יותר גבוהים מ-16 פעמים הרווחים. זכרו את 60 עד 90 פעמים עבור ה-Nifty Fifty! משקיעים ב-1969 שילמו עבור הרווחים של חברות – גם לאחר שנתנו להן קרדיט לצמיחה משמעותית ברווחים – עשורים רבים קדימה. האם הם עשו זאת באופן מודע ואנליטי? לא, לא זכור לי. משקיעים חשבו על מכפיל p/e כמספר פשוט... אם הם חשבו על כך בכלל.

החברות המובילות כיום ב-S&P הן, במובנים רבים, הרבה יותר טובות מהחברות הטובות ביותר בעבר. יש להן יתרונות טכנולוגיים עצומים. יש להן היקפים גדולים, נתחי שוק דומיננטיים, ולכן מרווחי רווח גבוהים מהממוצע. ומאחר ומוצריהן מבוססים על רעיונות ולא על מתכות, עלות הייצור של יחידה נוספת נמוכה, כלומר רווחיות השוליים שלהן גבוהה באופן לא רגיל.

החדשות הטובות יותר הן שחברות המובילות היום לא נסחרות לפי מכפילי p/e שמשקיעים השתמשו בהם עבור ה-Nifty Fifty. אולי המובילה המנצצת ביותר מבין השבע היא Nvidia, המובילה בתחום עיצוב השבבים לבינה מלאכותית. המכפיל הנוכחי שלה עבור הרווחים העתידיים הוא בסביבות ה-30, תלוי באיזה תחזית רווחים אתם מאמינים. בעוד שזה כפול מהמכפיל הממוצע של p/e ב-S&P 500 – לאחר מלחמת העולם השנייה, זה זול לעומת ה-Nifty Fifty. אבל מה מכפיל כזה אומר? ראשית, שהמשקיעים חושבים ש-Nvidia תהיה בעסקים לעשורים קדימה.

שנית, שהרווחים שלה יגדלו במהלך עשורים אלה. ושלישית, שהיא לא תוחלף על ידי מתחרים. במילים אחרות, המשקיעים מניחים ש **Nvidia-תציג התמדה**.

אבל התמדה לא מושגת בקלות, במיוחד בתחומים טכנולוגיים גבוהים שבהם טכנולוגיות חדשות יכולות לצוץ ומתחרים חדשים יכולים לעקוף את המובילים. חשוב לציין, למשל, שרק חצי מהחברות ב Nifty Fifty (כפי שמנוי בויקיפדיה – אין רשימה מוסכמת) נמצאות כיום ב S&P 500. הנתון הזה כנראה נראה גרוע יותר ממה שהוא באמת, שכן מיזוגים ורכישות גרמו לחלק מהשמות הישנים להיעלם, ולא בגלל כישלונות. כוכבים מובילים מ-1969 שחסרים כיום ב S&P-500 כוללים את Xerox, Kodak, Polaroid, Avon, Burroughs, Digital Equipment, והחביב עליי, Simplicity Pattern (כמה אנשים היום תופרים את הבגדים שלהם).

עוד אינדיקציה לכך שהתמדה קשה להשגה, ניתן לראות בשמות עשרים החברות המובילות ב S&P 500. בתחילת 2000, לפי אתר finhacker.cz, עשרים החברות הללו היו הנציגות החזקות ביותר במדד:

- Microsoft
- Merck
- General Electric
- Coca-Cola
- Cisco Systems
- Procter & Gamble
- Walmart
- AIG
- Exxon Mobil
- Johnson & Johnson
- Intel
- Qualcomm
- Citigroup
- Bristol-Myers Squibb
- IBM
- Pfizer
- Oracle
- AT&T
- Home Depot
- Verizon

בתחילת 2024, לעומת זאת, רק שש מהן היו עדיין בעשרים המובילות:

- Microsoft
- Johnson & Johnson
- Walmart
- Procter & Gamble
- Exxon Mobil
- Home Depot

חשוב לציין כי מתוך שבעת החברות המובילות כיום, רק Microsoft הייתה בין עשרים המובילות לפני 24 שנה.

בבועות, משקיעים מתייחסים לחברות המובילות – ומשלמים עבור המניות שלהן – כאילו מדובר בחברות שעתידות להישאר מובילות במשך עשורים. חלקן אכן שורדות כחברות מובילות, וחלקן לא, אבל השינוי נראה יותר כמו הכלל מאשר ההתמדה.

שוק ההון בכללות

בבועות הגדולות ביותר, הן לרוב מתחילות בהמצאות חדשות, בעיקר טכנולוגיות או פיננסיות, והן משפיעות בתחילה על קבוצה קטנה של מניות. אך לפעמים, הן מתפשטות לשווקים שלמים, כשלהט סביב קבוצת המניות הבועתיות מתפשט לכלל השוק.

בשנות ה-90, ה-S&P 500 הרקיע בעיקר על ידי (א) הירידה המתמשכת בשיעורי הריבית משיאם בשנות ה-80, ו- (ב) חזרתה של ההתלהבות מהמניות שאיבדה את קסמה בשנות ה-70. החדשנות הטכנולוגית וצמיחת הרווחים המהירה של חברות ההייטק הוסיפו להתרגשות. עלייה בפופולריות של המניות נתמכה גם על ידי מחקר אקדמי חדש שהראה שמעולם לא הייתה תקופה ארוכה בה ה-S&P 500 לא עקף את התשואות של אגרות חוב, מזומן ואינפלציה. השילוב של גורמים חיוביים אלו הוביל את המדד לרווח שנתי ממוצע של יותר מ-20% במשך העשור. מעולם לא ראיתי עוד תקופה כזו בחיי.

אני תמיד אומר שהדבר המסוכן ביותר בעולם הוא האמונה שאין סיכון. באותו אופן, הקנייה החמה שהושפעה מהתצפית שבמניות לא היה ביצוע גרוע לאורך זמן גרמה למחירים לעלות למקום שבו הם היו צפויים לרדת. לדעתי, זהו עקרון ה"רפלקסיביות" של ג'ורג' סורוס. המניות נפגעו בהתפוצצות בועת ה-TMT, וה-S&P 500 ירד ב-2000, 2001 ו-2002 הירידה הראשונה שלוש שנים ברצף מאז 1939, במהלך השפל הגדול. כתוצאה מהביצועים הגרועים הללו, המשקיעים עזבו את המניות בקבוצות, מה שהוביל את ה-S&P 500 להציג תשואה מצטברת של אפס במשך יותר מ-11 שנים, מהשיא בבעת ה-2000 ועד דצמבר 2011.

לאחרונה, אני מוצא את עצמי חוזר על ציטוט שאני מייחס לוורן באפט: "כאשר משקיעים שוכחים שהרווחים של חברות גדלים ב-7% בשנה, הם נוטים להסתבך." זה אומר שאם רווחי חברות גדלים ב-7% בשנה והמניות (שייצגו נתח מהרווחים של החברות) עולות ב-20% בשנה במשך זמן מה, בסופו של דבר המניות יהיו כל כך יקרות ביחס לרווחים שלהן שהן יהפכו למסוכנות. (לאחרונה שאלתי את וורן על מקור הציטוט, והוא אמר לי שהוא לא אמר את זה. אבל אני חושב שזה מצוין, אז אני ממשיך להשתמש בזה.)

הנקודה היא שכאשר מניות עולות מהר מדי – לא פרופורציונלית לצמיחה ברווחי החברות הבסיסיות – לא סביר שהן ימשיכו להעריך. למיידל סמלסט יש תרשים נוסף שממחיש את הנקודה הזו. הוא מראה שלפני שנתיים, היו רק ארבעה מקרים בהיסטוריה של ה-S&P 500 שבו המדד חזר על עלייה של 20% או יותר במשך שנתיים ברציפות. בשלושה מתוך ארבעה מקרים (מדובר במדגם קטן, חשוב לציין), המדד ירד במהלך תקופת השנתיים שלאחר מכן. (ההחרגה הייתה בשנים 1995-98, כאשר בועת ה-TMT החזקה גרמה לירידה להיתעכב עד 2000, ואז המדד איבד כמעט 40% בשלוש שנים).

בשנתיים האחרונות, זה קרה בפעם החמישית. ה-S&P 500 עלה ב-26% ב-2023 וב-25% ב-2024, התשואה הטובה ביותר בשתי שנים מאז 1997-98. זה מביא אותנו לשנת 2025. מה צופן העתיד?

הסימנים הזוהרים כיום כוללים את אלו:

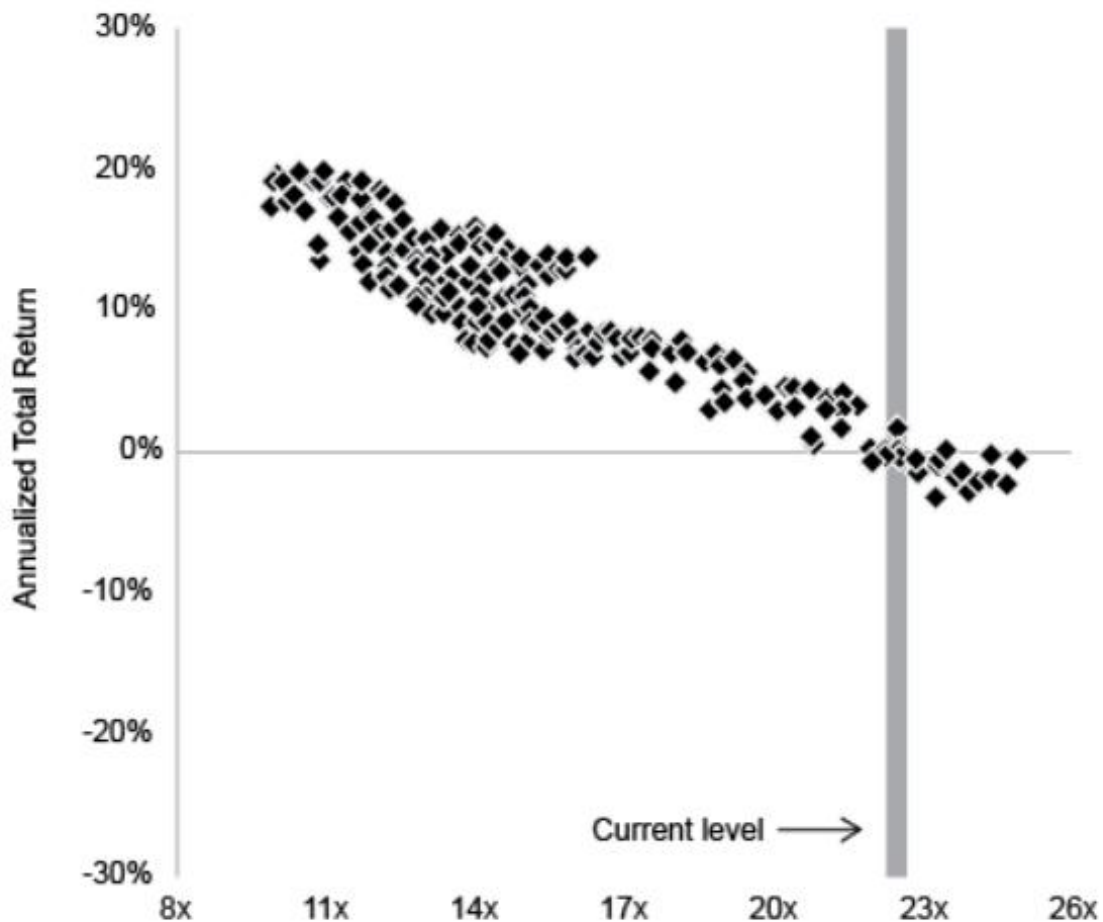
- האופטימיות ששלטה בשווקים מאז סוף 2022,
- הערכת שווי גבוהה מהממוצע של ה-S&P 500, והעובדה שמניות ברוב הקבוצות התעשייתיות נמכרות במכפילים גבוהים יותר ממניות בתעשיות דומות בשאר העולם,

- ההתלהבות מהמכונה החדשה של בינה מלאכותית, ואולי ההארכה של פסיכולוגיה חיובית זו לשדות טכנולוגיים אחרים,
- ההנחה הגלויה שהחברות השבעה המובילות ימשיכו להצליח, ו
- האפשרות שחלק מההערכה של ה-S&P-נגרמה מרכישה אוטומטית של מניות אלה על ידי משקיעים במדדי מניות, מבלי לקחת בחשבון את ערכן הפנימי.

ולבסוף, אם אני כבר כאן, למרות שזה לא קשור ישירות למניות, אני חייב להזכיר את הביטקוין. לא משנה אם יש לו ערך או לא, העובדה שמחירו עלה ב-465% בשני השנים האחרונות לא מצביעה על זהירות יתר.

אני מוצא לעיתים קרובות שכאשר אני כמעט מוכן לשחרר מזכר לפרסום, משהו קורה שדורש לכלול אותו, וזה קרה שוב. ביום האחרון של 2024, קיבלתי משהו משני מקורות שמתאימים לתיאור הזה:

S&P 500 forward P/E ratios and subsequent 10-year returns



הגרף, מ J.P. Morgan Asset Management-מציג ריבוע עבור כל חודש מ-1988 ועד לסוף 2014, כלומר ישנם כמעט 324 תצפיות חודשיות (27 שנים \times 12). כל ריבוע מראה את יחס ה-P/E-קדימה על ה-S&P 500-באותו זמן ואת התשואה השנתית המצרפית בעשר השנים הבאות. הגרף מעלה מספר תצפיות חשובות:

יש קשר חזק בין הערכות התחלתיות לבין תשואות מצרפיות בעשר שנים הבאות. הערכות התחלתיות גבוהות מובילות באופן עקבי לתשואות נמוכות יותר, ולהפך. ישנם וריאציות קלות בתצפיות, אך אין חריגות משמעותיות.

יחס ה P/E-הנוכחי נמצא בצורה ברורה בחלק העליון של העשירון של התצפיות.

במהלך תקופת ה-27 שנים הזו, כאשר אנשים קנו את ה S&P-ביחס P/E שמתאים למכפיל הנוכחי של 22, הם תמיד הרוויחו תשואות בעשר שנים שבין 2% פלוס ל-2% מינוס.

בנובמבר, מספר בנקים מובילים פרסמו תחזיות לתשואות בעשר שנים עבור ה S&P 500-שנעו בין אחוזים בודדים נמוכים ועד אמצע הסקאלה. הקשר הנ"ל הוא הסיבה לכך. אין זה אמור להפתיע שהתשואה על השקעה תלויה במידה רבה במחיר ששולם עבורה. מסיבה זו, ברור למשקיעים שלא להיות אדישים להערכת השוק הנוכחית.

ייתכן שתאמרו, "להשיג פלוס-או-מינוס 2% לא יהיה הדבר הכי גרוע בעולם," וזה בהחלט נכון אם המניות יהיו במקום במשך עשר השנים הבאות תוך עליית הרווחים של החברות, מה שיחזיר את המכפילים לקרקע. אך אפשרות אחרת היא שהתיקון במכפיל יתמשך בתוך שנה-שנתיים, מה שיביא לירידה חדה במחירי המניות כמו שראינו ב-1973-74 וב-2000-02. במקרה כזה, התוצאה לא תהיה חיובית.

אלה הדברים שעליהם צריך לדאוג. להלן טיעוני הנגד:

יחס ה P/E-על ה S&P 500-גבוה, אך לא משוגע,

ה"שבעה המפוארים" הם חברות מדהימות, ולכן המכפילים הגבוהים שלהם עשויים להיות מוצדקים,

אני לא שומע אנשים אומרים, "אין מחיר גבוה מדי";

והשווקים, למרות שהם יקרים ואולי מלאים בבלופים, לא נראים לי משוגעים.

כפי שאמרתי בתחילת המזכר הזה, אני לא משקיע במניות, וכמובן שאני לא מומחה בתחום הטכנולוגיה. לכן, אינני יכול לדבר באופן סמכותי אם אנחנו בתוך בועה או לא. אני רק רוצה להציג את העובדות כפי שאני רואה אותן ולהציע איך אתם יכולים לחשוב עליהן... בדיוק כפי שעשיתי לפני 25 שנה.

אני מקווה שתמשיכו לקרוא גם בעשרים וחמש השנים הבאות!

2 בינואר, 2025