

האם בטווח הארוך עדיף אג"ח על מניות? מחקר של 150 שנה גילה את התשובה

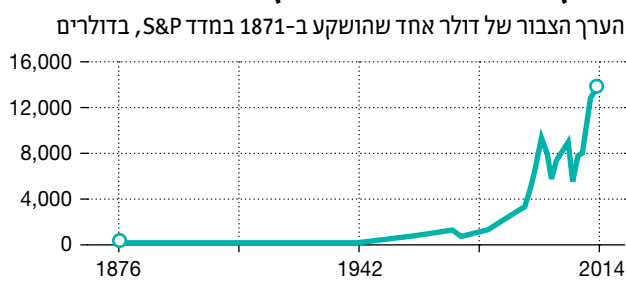
לפי מהלכיו האחרונים, משרד האוצר גורס שלצעירים מוטב להשקיע בשוק המניות, כי בטווח הארוך הסיכון בכך נמוך. האם הוא צודק?

התשובות העתידיות מההיסטוריה? בכל דיווח של קרן נאמר כי תשובות העבר אינן מבטיחות תשובה בעי תיד. ומקובל כקירוב סטטיסטי שהמניות נעות מתקופה לתקופה באופן מקרי ובלתי־תלוי במה שהיה בתקופה הקודמת. אם כך, אולי הממצאים שלנו הם מקריים? מי אמר שההיסטוריה תחזור על עצמה? האם יכול להיות שזה כמו קובייה מאוזנת שנופלת פעמים רבות על המספר 6? הדרך לענות על שאלה זו היא בדיקת ההסתברויות. בקובייה מאוזנת, הסיכוי הממוצע לקבל 6 הוא 1/6. אם היא נופלת על מספר 6 הרבה יותר מאשר שישית מהפעמים, המי דגם אינו מייצג את המציאות.

אחת הדבר לגבי מחירי המניות. כמו בקובייה, גם למודד המניית יש הסתברויות ידועות – ממוצע של 6.8% וסטיית תקן של 16.9%. בעי זרת הסתברויות אלה, ערכנו בדיקה סטטיסטית. היא הביאה לתוצאות קרובות למה שמצאנו על סמך ההיסטוריה של וול סטריט: הסיכוי לכך שתשובת המניות ל-20 שנה תהיה מתחת ל-2% הוא קטן מאוד. ממצאים אלו מתקפים את המסקנה שלנו – בטווח של 20 שנה, הסיכון במניות הוא סביר בהחלט – אך לא בטווח של עשר שנים.

הכותב הוא יועץ כלכלי; לשעבר המשנה לנציג בנק ישראל

מה קרה לדולר אחד שהושקע על פני 144 שנה?



שה, רק בארבע שנים מתוך 126 שנה של החישוב, יש תשובה מתחת 2% – סיכוי קטן של 3.2%. הנקודה הנמוכה ביותר היא תשובה של 1% למי שמשקיע ב-1981. אם כך, התשובה העדיפה של שוק המניות מכסה גם את הסיכון. מעניין שאין אף שנה שבה יש ממש הפסד: כלומר תשובה מתחת לאפס. כשמחשבים אותו דבר לעשר שנים רואים תמונה אחרת: יש הרבה שנים שבהן יש תשובה מתחת ל-2%, ויש אפילו שנים שבהן לא מקבלים בחזרה את ההשקעה.

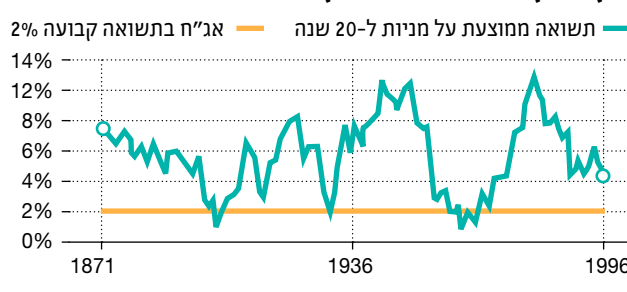
המסקנה המפתיעה היא שצורכים קים אנשי רשות שוק ההון הצעירים יכולים להשקיע לטווח של 20 שנה ויותר, שהוא הרבה פחות מסוכן, המבוגרים אינם יכולים להישאר בשוק ההון – זה מסוכן מדי, ולכן הם צריכים להיות בהשקעה סולידית. ובכל זאת, האם ניתן ללמוד על



בורסט וול סטריט ב-1860 איור: FPG/Getty Images

לכל שנה השקעה ל-20 שנה, כדי כפראות בין שיא לשפל. השאלה הכלכלית היא אם לא עדיף להשקיע באג"ח ממשלתיות או קונצרניות, שנותנות תשובה ריאלית של 2% בשנה, ולא לשאת בסיכון של שוק המניות. האם התשובה העדיפה מכסה גם את הסיכון? כדי לענות על שאלה זו, ביצענו

רק במקרים נדירים השקעה באג"ח היתה עדיפה



תואמים לפי מדרר המחירים האמריקאי, כלומר, הם נתונים ריאליים, שבהם מקוונות השפעת האינפלציה. הם כוללים את רווחי ההון בתוספת הדיווידנדים הממוצעים. בדיקה שנעשתה הראתה שמדר זה קרוב מאוד למדר דאו ג'ונס.

בטווח הקצר, השוק תנודתי מאוד, ולא רק במשברים גדולים נרסח 2008. ואולם בטווח הארוך, שוק המניות עושה תשובה מצטברת פני טסטית. דולר אחד של 1871 עושה 14,282 דולר במזנוחים ריאליים עד 2016. התשובה הריאלית הממוצעת בשוק המניות בכל התקופה (וגם בחלקים שונים של התקופה) היא 8.2% לשנה. אבל אין שום פנסיונר שחוסך 140 שנה. מה קורה בטווחים של עשר או 20 שנה? אפילו בגי רף האופטימי הזה רואים כי משנת 2000 ואילך, שוק המניות מרדל

משקיע מחשבה אביה ספיבק



משרד האוצר, באמצעות שות החדישה לשוק ההון והיסכון, שולח לנו מסר ברור. הוא מעביר את כל סכסוד ההיסכון מכל הגיי לאים אל הגיל המבוגר. מעל גיל 50 חלק נאה מתיק הנכסים – 30% יהיו בתשובה החלומית של 4.8% צמוד. לפנסיונרים תהיה הגנה של 60% על התיק.

עם אינפלציה נורמטיבית של 2%, מדובר בתשובה של 6.8%. מתחת לגיל זה אין שום הגנה דומה על תיק הנכסים. לפי משרד האוצר, הצעירים יכולים להשקיע בשוק ההון, כי בטווח הארוך השוק פחות מסוכן. אבל המבוגרים כבר נמצאים בטווח הקצר – עשר שנים עד מועד הפרישה מגיל 60 ואילך לפי תקנוני קרנות הפנסיה.

האמנם צודק משרד האוצר? האם באמת כדאי להשקיע בשוק המניות בטווח הארוך? בדקנו את נתוני שוק ההון האמריקאי, שיש לו ותק מספיק ארוך. נתוני שוק ההון, מדר סטאני דרד אנד פורס (S&P500), מתחילים מ-1871 – כמעט 150 שנה של נתונים על 500 החברות הגדולות בשוק המניות האמריקאי. הנתונים שיוצגו להלן הם נתוני השוק המי

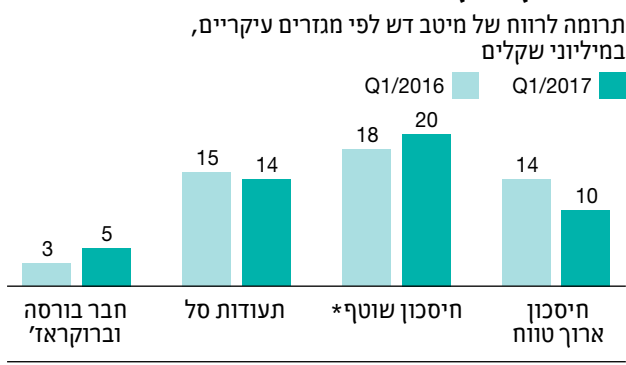
מיטב דש: ההכנסות גדלו ב-23% – אך הרווח עמד במקום

הרווח הנקי של בית ההשקעות ברבעון הראשון של 2017 הגיע ל-26 מיליון שקל, בדומה לתקופה המקבילה אשתקד • הכנסות החברה גדלו ל-223 מיליון שקל, לעומת 182 מיליון שקל בתקופה המקבילה אשתקד • בית ההשקעות דיווח כי יחלק דייווידנד בסך 10 מיליון שקל

XIO. לקראת סוף 2016 סוכם על מכירת בית ההשקעות לקרן XIO לפי שווי של 1.5 מיליארד שקל. כיום החברה נסחרת בבורסה לפי שווי של מיליארד שקל. למרות סיכומי הרכישה עם הקרן, הקרן לא הגישה בקשה לקבלת היתר שליטה מהמפקחת על שוק ההון, דורית סלינגר. בעקבות כך, שלח בית ההשקעות מכתב לקרן, שבו הודיע כי מדובר בהפרות של החוק, וכי אי-תיקונם עד תחילת יוני ייחשב הפרת ההסכם. לגבי סיכויי התממשות העיי סקה כותבים בחברה: "גם אם יתוקנו הפרות הסכם המיזוג על ידי קבוצת XIO, אין כל ודאות כי יתקבלו מלוא האישורים הר" גולטוריים הנדרשים לשם השל" מת העסקה".

20 מיליון שקל ברבעון הראשון של 2017, לעומת תרומה של 18 מיליון שקל בתקופה המקבילה אשתקד. בתחום תעודות הסל מרכות חברת תכלית נתח שוק של 29.4%. סך ההכנסות של התחום הסתכם ב-31 מיליון שקל ברבעון, בדומה להכנסות בתקופה מקבילה אשת" קד. בתרומה לרווח, תרמו תעודות הסל רווח של 14 מיליון שקל, לעור מת רווח של 15 מיליון שקל בתקור" פה המקבילה אשתקד. סך הנכסים המנוהלים בחברה בסוף הרבעון הראשון של 2017 היה 126 מיליארד שקל, לעומת 122 מיליארד שקל בסוף 2016. דו"חות החברה מתפרסמים כשבועיים לפני פקיעת האולטי" מטום של בית ההשקעות לביטול עסקת המכירה לקרן ההשקעות

החיסכון ארוך הטווח תרם פחות לשורת הרווח



תיקי ההשקעות הסתכמו הכנסות החברה ברבעון ב-55 מיליון שקל, לעומת הכנסות של 44 מיליון שקל בתקופה המקבילה אשתקד. החברה ציינה כי הגידול בהכנסות נרשם הודות לגיוסים בקרנות המסור" תיות ב-2016. קרנות אלה משל" מות דמי ניהול גבוהים יותר. גם בתרומת המגזר לרווחי החברה חל גידול. המגזר תרם לרווחי החברה

עסקת המיזוג עם איילון פני סיה וגמל שנחתמה ברבעון השני 2016 הגדילה את הכנסות החברה ברבעון ל-83 מיליון שקל, לעור מת הכנסות של 71 מיליון שקל בתקופה המקבילה אשתקד. חברת הגמל והפנסיה מנהלת 48.6 מיי ליארד שקל בעבור כמיליון לקר חות. קרנות הפנסיה הממוזגות מנהלות יותר מ-6.5 מיליארד שקל, וקופות הגמל וההשתלמות מנהלות יותר מ-42 מיליארד שקל. הגידול בהכנסות לא תור" גם לגידול בתרומה לרווחי המג" זר. תחום זה תרם 10 מיליון שקל לרווח ברבעון הראשון של 2017, לעומת תרומה של 14 מיליון שקל בתקופה המקבילה אשתקד – ירי" דה של 28%. בתחום קרנות הנאמנות וניהול

הכנסות מיטב דש גדלו ב-23%, אך לא הביאו לשיי נוי בשורת הרווח. ההסבר לכך הוא שהעלייה בהכנסות החברה לזותה גם בעלייה בהוצאותיה: הוצאות השיווק, התפעול, ההנהלה וההוצאות הכלליות הסתכמו ברבעון הראשון של 2017 ב-168 מיליון שקל, לעומת 138 מיליון שקל בתקופה המקי בילה אשתקד. העלייה בהוצאות ברבעון הראי שון נובעת בעיקרה מאיחוד פעיי לות הגמל של איילון, החל ב-1 בינואר, ואיחוד לראשונה של סור כנות הביטוח פנינסולה בע"מ החל ברבעון השלישי של 2016. במגזר החיסכון ארוך הטווח,