

26 ינואר 2009

"הכל בעיני המתבונן" – הפרשנות לשוק תלויה בזווית הראיה

הספורט החדש הוא לנסות לקבוע איפה אנחנו נמצאים בתוך המשבר: בשיא, לפני השיא ואולי לאחריו. התשובות לשאלה הזו משמשות משקיעים שונים כקו מנחה לגבי התנהגות שוקי המניות בעתיד הקרוב. "המינימום המקומי" (אם נשאל את המונח מתחום המתמטיקה) שהיה בנובמבר הביא לתחושה שכבר ראינו את התחתית. הדבר הביא למצב בו גופי מחקר מנסים להציג סימוכין - למה כבר ראינו את התחתית, או להבדיל למה אנחנו לא בתחתית.

בחרתי להציג מספר מדדים שונים ונתוני עבר המסבירים, במספרים, איפה אנחנו במצב הכלכלה כיום. בחרתי דווקא בנתונים המייצגים דעות שאנשים אוהבים לצטט כסיבות לעמדתם, ואני אראה מספרים ופרשנות לאותן הדעות. כמובן, שכפי שנראה, כמעט כל נתון ניתן לראות בשתי צורות.

1. ראלי של שוק דובי – או תחילת גל עליות מתמשך?

בכל תקופת מיתון בעבר היה ראלי של שוק דובי. לפעמים ההבדל בין ההגדרה של ראלי לבין ההגדרה של "מלכודת דובים" היא פשוט הראייה בדיעבד. האם עלייה של 25% בשנת 1932 סימנה את היציאה מהמשבר של 1929? או האם זה היה ראלי של שוק דובי. רק בדיעבד היה אפשר לתת תשובה.

מחזור עליות בשוקים דוביים – דוגמאות מהעבר

שינוי בשוק המניות	משך הראלי בחודשים	תקופה
49%	5	נובמבר 1929 - ארה"ב
35%	1	אוקטובר 1931 - ארה"ב
25%	2	ינואר 1932 - ארה"ב
10%	5	ינואר 1997 - יפן
23%	2	מרץ 2001 - יפן
29%	3	פברואר 2002

סיכום מספר תקופות מראה שביפן היה ראלי ממוצע של 35%. בשנת 1993, למרות הנפילות המתמשכות בשוק הדיור (נפילות של 15% בשנה) היה ראלי של כ-60%. גם ב-1929, היה ראלי של 49% בוול סטריט.

מי שמסתכל במשקפיים ורודים יגיד שזו ההוכחה שמי שלא נמצא בשוק המניות בתקופות האלו, מפסיד חלק גדול העלייה, ובעצם מקבע את ההפסד. הפסימיים יגידו שאחרי הכל - זה עדיין שוק דובי, ועדיין צריך להיות בחשיפות נמוכות.
איך נכריע? לא נכריע. רק בראייה לאחר נדע להגיד האם ראינו את התחתית, או האם זה רק ראלי בשוק דובי.

2. ירידת המרווחים על האג"ח הלא מדורג

אחד מהמדדים המשמשים לקביעה האם אנו בתהליך של הפשרת השווקים הפיננסים הוא מרווחי האג"ח. בחינת האג"ח הלא מדורג והתייחסות אליו כסממן לשנאת סיכון והרגעות שוק האשראי, מראה את המהלך שעשו שווקי ה-High Yield בחו"ל בתקופה האחרונה.

אינדקס מחירי High Yield



האופטימיים יגידו: אגרות החוב עברו תגובת יתר, והחזרה של המשקיעים אליהם מראה על יציאה מתונה מהמשבר. הפסימיים יגידו: מדובר סה"כ על תיקון קל בלבד. לדוגמא, המדד לעיל תיקן רק כ-18%, עליו לתקן עוד כ-30% על מנת לחזור לרמתו ההיסטורית.

איך נכריע? מרווחי האג"ח הינם מדדים חשובים להחלטה לגבי רמת שנת הסיכון והלחץ בשווקים הפיננסים. לדעתי, חלק מאגרות החוב אכן עברו תגובת יתר, והירידה במרווחים הינה צעד צפוי. קשה לדעת מהתכווצות המרווחים האם השווקים הפיננסיים נעים בכיוון הנכון.

3. כמות הכסף החופשי בשוק

כסף חופשי הינו אחד מהטיעונים המרכזיים אצל המצדדים בראלי מהיר. על פי טענה זו, כמות הכסף החופשי בשווקים נמצאת בשיא של כל הזמנים, ולכן כאשר הכלכלה תשתפר, יהיה ראלי מהיר. מי שלא יהיה בשוק המניות בתקופה זו, יאבד חלק גדול מהתשואה שהיה יכול לקבל.

ניתן להסתכל על הנתון הזה בשתי צורות:

א. כמות הכסף בקרנות הכספיות.

ב. כסף חופשי בחשבונות מסחר (אנחנו מצאנו נתונים רק לגבי חשבונות מסחר בניו-יורק).

כיום, הקרנות הכספיות בארה"ב הגיעו ל-40% משווי השוק – זהו שיא של כל הזמנים. לראשונה מאז 1993, הקרנות הכספיות שוות יותר מהקרנות המנייתיות. בנוסף, ניתן לבחון כמה כסף נזיל קיים בחשבונות מסחר. חשבונות המסחר מורכבים ממזומן ומאשראי. נאמר ולמשקיע יש 100 ש"ח בחשבון, ו-20 מתוכם מושקעים בניירות ערך כלשהם. למשקיע זה יש 80 ש"ח מזומן למסחר, וסכום מסויים באשראי הלוקח את כל הסכום כבטחונות.

כסף פנוי למסחר בחשבונות מסחר בניו-יורק



הגרף שהרכבתי לעיל, מורכב הן מהמזומן והן מהאשראי. האופטימיים יגידו: כמות הכסף הנזיל בשוק הינה עצומה. הקרנות הכספיות הינן בשיא כל הזמנים, ושווי השוק שלהן גדול משווי השוק של הקרנות המנייתיות (כל הנתונים נכונים לארה"ב). כשסכומי כסף אלה יכנסו לשוק - יהיה צונאמי של ביקושים. הפסימיים יגידו: אחרי ירידה של כ-50% בשוקי המניות, אין פלא ששווי השוק של הקרנות הכספיות גדול מזה של המנייתיות. בנוסף, ירידת שווי הביטחונות והמינוף בחשבונות המסחר, הוריד באופן חד את כמות הכסף שהייתה פנויה להשקעה לפני המשבר.

איך נכריע? אם נחלק את הגרף לעיל למזומן ולאשראי, נראה שאכן המזומן נמצא בשיא כל הזמנים, אבל ירידת הכסף הפנוי במינוף (מצוינת על ידי הירידה החדה בסוף הגרף) הורידה את הכסף באופן משמעותי. בנוסף, לרוב, כסף לא עובר מנכס חסר סיכון (קרנות כספיות) למניות באופן חד. הכסף עובר באופן הדרגתי. לכן סביר להניח שלפני שנראה תחילת גל עליות מתמשך בשוק המניות, נראה גל עליות בשוק האג"ח הקונצרני. רק ירידה בתשואות האג"חים הקונצרניים, יחד עם כמות כסף גדולה פנויה, יהיו סממן אפשרי לראלי בשוק המניות.

4. החדשות הרעות כבר לא מפתיעות

אחד מהטענות המרכזיים למצדדים בראלי הוא שהשוק כבר לא מגיב לחדשות רעות. טיעון נוסף הוא שהחדשות הרעות כבר "מתומחרות". סיטי יצר מדד "הפתעה" בו הוא בוחן את ההבדל בין הקריאה בפועל, לבין צפי האנליסטים. מדד שלילי, משמעותו שהקריאה בפועל הייתה נמוכה מהצפי והדבר מראה על אופטימיות יתר של האנליסטים. מדד חיובי מראה שהקריאה בפועל גבוהה מקונצנזוס התחזיות, ולכן השוק מתמחר מצב מאקרו רע יותר מהמצב בפועל.

מדד "הפתעה" של סיטי - ארה"ב



האופטימיים יגידו שישנה עלייה ברורה במדד בחודש האחרון. הדבר מראה שהשוק מתמחר מצב רע יותר מהמצב בפועל, ולכן יש הזדמנות בשוק המניות. הפסימיים יגידו שאמנם המדד במגמת עלייה, אבל הוא עדיין שלילי.

איך נכריע? התקרבות של המדד לאפס תהווה אינדיקאטור בעל משמעות חזקה יותר.

הדוגמאות לעיל מראות כיצד כמעט כל נתון ניתן להציג כחיובי או שלילי. וכמעט כל בעל דעה ניתן לסתור באמצעות הנתונים שלו עצמו. מטרתי הייתה לתת ביסוס מספרי-מקצועי לחלק מהדעות שנשמעות לאחרונה, ולעזור להבין את הנתונים שמאחוריהן. העובדה שהנתונים אינם חד ערכיים מביאה לאי ודאות גדולה. הסביבה הפיננסית והכלכלית בתקופה הקרובה צפויה להיות תנודתית, והדבר היחיד שיש לגביו ודאות הוא שאי הוודאות תגבר.