

איזו תשואה הניבו המניות ב-109 שנים

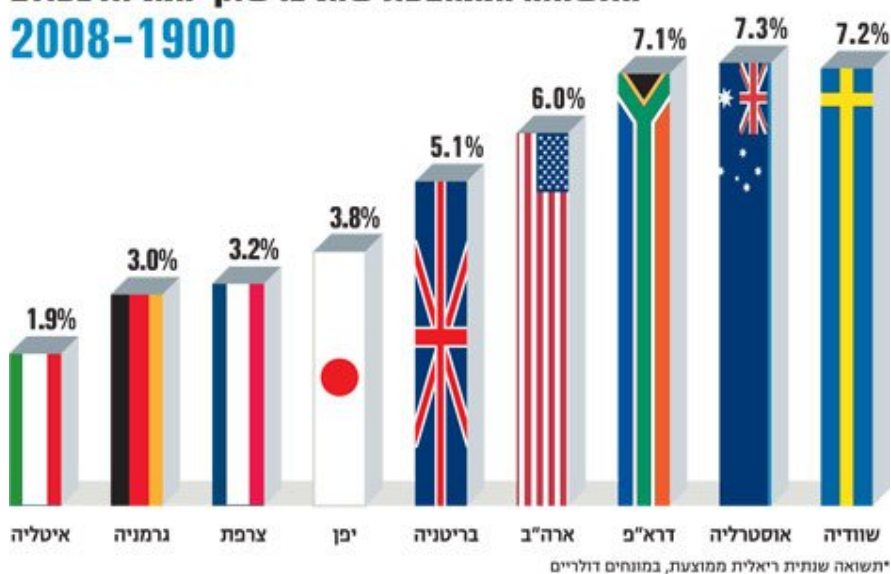
08:56 | 22.11.2009 | אלי מלכי

2008 היתה שנה גרועה מאוד למשקיעים במניות. הירידות בשווקים הביאו לכך שמשקיעים רבים החלו לפקפק בעקרונות המקובלים של השקעה לטווח ארוך. בעיתונות צוטטו מדי פעם פרשנים שטענו ש"תם עידן המניות" או ש"פיזור ההשקעות כבר אינו עוזר".

האם הטענות האלה מבוססות? אחד הממצאים של זוכי פרס נובל דניאל כהנמן ועמוס טברסקי הוא שאנו נוטים להסיק מסקנות על סמך מדגמים קטנים מדי. במקרה של שוק המניות, מדגם מספק צריך לכלול תקופת מדידה ארוכה ככל האפשר. ניתן לעשות זאת באמצעות בסיס הנתונים שבנו שלושה כלכלנים בריטיים - אלרוי דימסון, פול מרש ומייק סטאוטון - שכולל נתונים של שוקי מניות ב-17 מדינות, מתחילת 1900 ועד היום.

התשואה הממוצעת שהניבו שוקי המניות בעולם

2008-1900



שווקים אלה היו כ-90% משוק המניות העולמי, במונחי שווי שוק במשך 109 השנים האחרונות (-1900 2008). בסיס הנתונים כולל נתונים מלאים לגבי מחירי כל המניות ב-17 השווקים, וכן נתונים לגבי הדיווידנדים שחולקו.

בעזרת בסיס הנתונים שלהם מחשבים דימסון, מרש וסטונטון בכל שנה את התשואות בכל אחד מהשווקים, וכן את התשואה של מדד מניות עולמי שמשקלל את 17 השווקים. בהסתכלות היסטורית על שוק המניות העולמי ניתן לראות שב-109 השנים האחרונות היו שישה משברים פיננסיים ממושכים, שמתוכם שניים התרחשו בעשור האחרון.

שניים מתוך ששת המשברים נבעו משתי מלחמות העולם, אך מתברר שהשפעתן של המלחמות האלה על שוקי המניות היתה קטנה בהרבה מהשפעתם של משברים שסיבתם היתה כלכלית גרידא.

נתון מעניין שעליו מצביעים דימסון, מרש וסטונטון הוא ששיעור הירידה בשווקים השונים לא היה אחיד. ב-1929-1931 היתה הירידה הריאלית המצטברת של שוק המניות העולמי 54%, אך הירידה הריאלית המקבילה של שוק המניות האמריקאי היתה גבוהה בהרבה (79%). ב-2000-2003 היתה הירידה הריאלית המצטברת בשוק המניות העולמי 44%, אך שוק המניות הגרמני ירד בשיעור גדול יותר (65%).

במשבר הנוכחי ירד שוק המניות העולמי ב-54% במונחים ריאליים, אך הפעם הירידה הקיצונית ביותר היתה בשוק האירי (70%). כלומר, אף שנראה שבעתות משבר המתאם בין השווקים עולה, מתברר שקיימת שונות גדולה בין השווקים גם כשהם יורדים.

בפרספקטיווה של 109 שנים (1900-2008) הניב שוק המניות העולמי תשואה ריאלית שנתית של 5.2%. במדידה קודמת, שנערכה בסוף 2005 וכללה 106 שנים, היתה התשואה הריאלית השנתית 5.8%. ההשוואה הזאת מעניינת מכיוון שבסוף 2005 היו השווקים במגמת עלייה, בעוד שבסוף 2008 הם היו בתחתית.

לאור זאת, ניתן לומר שבפרספקטיווה של יותר מ-100 שנה התשואה הריאלית השנתית של שוק המניות העולמי היתה 6%-5%. זוהי תשואה גבוהה מאוד ביחס לתשואה הריאלית של אג"ח ממשלתיות, שב-100 השנים האחרונות היתה קצת פחות מ-2%. אם ננטרל מהמדידה את המדינות שסבלו מהיפר-אינפלציה בתחילת המאה ה-20, התשואה הריאלית של אג"ח ממשלתיות היתה 2.5%-2% - עדיין נמוכה משמעותית מהתשואה של שוק המניות.

כאשר בוחנים את התשואות לפי מיקום גיאוגרפי בולטות לעין כמה מדינות שבהן התשואות של שוק המניות היו נמוכות מאוד. כאלה הן למשל בלגיה (תשואה שנתית ממוצעת של 1.9% מ-1900 עד 2008), איטליה (1.9%), גרמניה (3.0%) וצרפת (3.2%). לתשואות הנמוכות האלה יש כנראה כמה סיבות. אחת מהן, למשל, היא שיעורי האינפלציה הגבוהים שנרשמו בחלק מהן בתקופות מסוימות.

בגרמניה למשל שררה בין שתי מלחמות העולם היפר-אינפלציה שחירבה את התשואה הריאלית של מניות ואג"ח. ואכן, אם בודקים את שוק האג"ח באותן מדינות מגלים שהתשואות באג"ח היו נמוכות עוד יותר - בבלגיה היתה תשואה שלילית של 0.2%, ובאיטליה תשואת האג"ח היתה מינוס 1.8%.

בנוסף, התשואות שחישבו החוקרים הן ריאליות במונחים דולריים. במדינות שבהן המטבע המקומי נחלש מאוד מול הדולר (כמו שקרה למשל ללירטה האיטלקית), התשואה הדולרית של שוק המניות נמוכה מאוד. זאת, אף שבמונחי מטבע מקומי התשואה יכולה להיות גבוהה יותר באופן משמעותי.

10 שנים אינן טווח ארוך

בניגוד ליציבות התשואות בטווחי זמן של יותר מ-100 שנה, בטווחי זמן קצרים יותר הפגינו שוקי המניות תנודתיות חריפה. בתשע השנים שבין 2000 ל-2008 היה שיעור הירידה השנתי של שוק המניות העולמי 4.5% במונחים ריאליים.

מרכיבי התשואה הריאלית

מדינה	תשואה שנתית 2008-1900	תשואת דיווידנד ממוצעת	רווח הון ריאלי ממוצע
בלגיה	1.9%	3.9%	-2.0%
איטליה	1.9%	4.0%	-2.1%
גרמניה	3.0%	3.7%	-0.7%
צרפת	3.2%	3.9%	-0.7%
ספרד	3.5%	4.1%	-0.6%
נורווגיה	3.8%	4.0%	-0.2%
שווייץ	4.1%	3.5%	0.6%
יפן	3.8%	5.4%	-1.6%
אירלנד	3.5%	4.7%	-1.2%
דנמרק	4.6%	4.7%	-0.1%
הולנד	4.7%	5.0%	-0.3%
בריטניה	5.1%	4.6%	0.5%
קנדה	5.9%	4.5%	1.4%
ארה"ב	6.0%	4.3%	1.7%
דרום אפריקה	7.1%	6.0%	1.2%
אוסטרליה	7.3%	5.8%	1.5%
שוודיה	7.2%	4.1%	3.1%
מדד עולמי	5.2%	4.2%	1.0%
חציון	4.1%	4.3%	-0.2%
מקסימום	7.3%	6.0%	3.1%
מינימום	1.9%	3.5%	-2.1%

תשואה שנתית ריאלית ממוצעת, במונחים דולריים

עם כל זאת, הירידה לא היתה אחידה בין השווקים: שיעור הירידה השנתי הריאלי של שוק המניות באירלנד היה 9.5%; לעומתו, שוק המניות בדרום אפריקה עלה בשיעור ריאלי שנתי של 7.2%. מתברר שגם במה שמכונה "העשור האבוד של שוק המניות", המשקיעים בדרום אפריקה, אוסטרליה ונורווגיה השיגו תשואות ריאליות חיוביות.

לעומת "העשור האבוד", העשור שלפניו (1990-1999) היה "תור הזהב" למשקיעים במניות. שוק המניות העולמי עלה בשיעור ריאלי שנתי של 7.9%, אך גם בתקופה זו העלייה לא היתה אחידה. למשקיעים בשוק היפני נגרם הפסד בשיעור ריאלי שנתי של 5.8%. לעומת זאת, שוק המניות ההולנדי הניב למשקיעים בו תשואה ריאלית שנתית חיובית של 17.5%. המסקנה מכך היא שאסור למשקיעים להמעיט בחשיבותו של הפיזור הגיאוגרפי, הן כאשר השווקים עולים והן בתקופות שבהן הם יורדים.

השנות הרבה בין שני העשורים האחרונים ממחישה שבשוק המניות עשר שנים אינן טווח ארוך. ב-19 השנים שבין 1990 ל-2008 קיבלו המשקיעים בשוק המניות העולמי תשואה ריאלית של 1.8%. בהשוואה לאג"ח ממשלתיות, גם ב-19 השנים האחרונות ההשקעה בשוק המניות העולמי לא השתלמה.

הגורם העיקרי לתשואה הנמוכה בתקופה זו היה שוק המניות היפני, שהניב תשואה שנתית ריאלית שלילית של 5.8%. לעומת זאת, אם מאריכים את תקופת המדידה ל-29 שנה (1980-2008), התשואה הריאלית השנתית של שוק המניות העולמי עולה ל-5.7% - קרוב מאוד למוצע ארוך הטווח שלה על פני 100 שנה.

בפרספקטיווה של כ-30 שנה, ההשקעה במניות השתלמה גם לאחר המשבר הפיננסי החמור ביותר זה 80 שנה. לשם המחשה, השקעה שמניבה תשואה של 2.5% בשנה, שהיא התשואה הריאלית שהיתה לאג"ח ממשלתיות, מכפילה את עצמה לאחר 30 שנה במונחים של כוח קנייה. לעומת זאת, השקעה למשך אותה

תקופת זמן שמניבה תשואה ריאלית של 5.5% בשנה, שהיא התשואה הריאלית הממוצעת שהיתה לשוק המניות העולמי בטווח הארוך, גדלה פי חמישה במונחי כוח קנייה.

בזכות ההשקעה החוזרת

ממה נובעת התשואה של מניות? תנודות המחירים החריפות של שוקי המניות גורמות לנו לחשוב שעיקר התשואה של מניות נובעת מעלייה במחיריהן. ואולם ניתוח מרכיבי התשואה על פני תקופה של 109 שנים מראה תמונה אחרת לחלוטין. מסתבר שבכל שוקי המניות, ללא יוצא מן הכלל, המרכיב העיקרי של התשואה שהניבו המניות היה השקעה חוזרת של הדיווידנדים.

עליית מחירי המניות תרמה לשיעור התשואה הריאלי של שוק המניות העולמי רק 1% בשנה, ואילו 4.2% נבעו מתשואת הדיווידנדים. יתרה מזו, אם מנטרלים את ההשפעה של ארה"ב, שבה רווח ההון הריאלי השנתי היה גבוה באופן חריג (1.7%), רווח ההון החציוני של כל השווקים היה אפס, ותשואת הדיווידנדים היתה למעשה הגורם היחידי שקבע את התשואה של שוק המניות העולמי.

איש אינו יכול להבטיח שההיסטוריה תחזור על עצמה, אך מדגם של 109 שנים ניתן תמונה טובה יותר ממדגם של 10 או 20 שנים. ההיסטוריה של שוק המניות העולמי ממחישה את העקרונות שצריכים ללוות משקיעים לטווח הארוך:

1. יש צורך בסבלנות ובהתמדה. ככל שעובר הזמן גדל הסיכוי שתשואת המניות תתכנס לממוצע ארוך הטווח שלה, שהוא גבוה משמעותית מהתשואה של אג"ח ממשלתיות.

2. חשוב לשמור על פיזור רחב בין אפיקי ההשקעה, גם כשהשוק עולה וגם כשהוא יורד. ההיסטוריה מלמדת שקשה מאוד לחזות מי יהיו השווקים שיעלו או שייפלו.

3. כדאי לשים דגש על דיווידנדים; התנודתיות החריפה של מחירי המניות מסתירה את העובדה שבטווח הארוך התשואה של שוקי המניות הושגה באמצעות השקעה חוזרת של הדיווידנדים.

הכותב הוא עורך האתר INBEST. אין לראות בכתוב המלצה למכירה או רכישה של ניירות ערך או ייעוץ השקעות כלשהו

היסטוריה של משברים פינוסיים

בכמה ירד מדד המניות
העולמי במצטבר (ריאלית):

-12%

המדינה שסבלה מהירידה
החדה ביותר:

-66%
גרמניה



1918-1914

מלחמת העולם
הראשונה

בכמה ירד מדד המניות
העולמי במצטבר (ריאלית):

-54%

המדינה שסבלה מהירידה
החדה ביותר:

-79%
ארה"ב



1931-1929

השפל הגדול

בכמה ירד מדד המניות
העולמי במצטבר (ריאלית):

-18%

המדינה שסבלה מהירידה
החדה ביותר:

-96%
יפן



1945-1939

מלחמת העולם
השנייה

בכמה ירד מדד המניות
העולמי במצטבר (ריאלית):

-47%

המדינה שסבלה מהירידה
החדה ביותר:

-73%
בריטניה



1974-1973

משבר הנפט

בכמה ירד מדד המניות
העולמי במצטבר (ריאלית):

-44%

המדינה שסבלה מהירידה
החדה ביותר:

-65%
גרמניה



2003-2000

התמוצצות בוטת
הטכנולוגיה

בכמה ירד מדד המניות
העולמי במצטבר (ריאלית):

-53%

המדינה שסבלה מהירידה
החדה ביותר:

-70%
אירלנד



2008-2007

המיתון הגדול