

אינדיקטורים למצבו של שוק המניות

מחקרים רבים שנערכו במהלך עשרים השנים האחרונות הראו שהמחירים בשוק המניות סוטים במשך תקופות ארוכות מערך כלכלי סביר. כלכלנים הראו שיחסי ערך ממוצעים של מדד כללי לשוק המניות יכולים להיות אינדיקטורים למידת הסטייה של המחירים מהערך הכלכלי של החברות שכלולות במדד. בסקירה זו אנו מציגים שני אינדיקטורים כאלה שמתייחסים לשוק המניות האמריקאי.

[מאמר בנושא שני האינדיקטורים שמוצגים להלן התפרסם גם ב- ECONOMIST](#)

ה Q- של טובין:

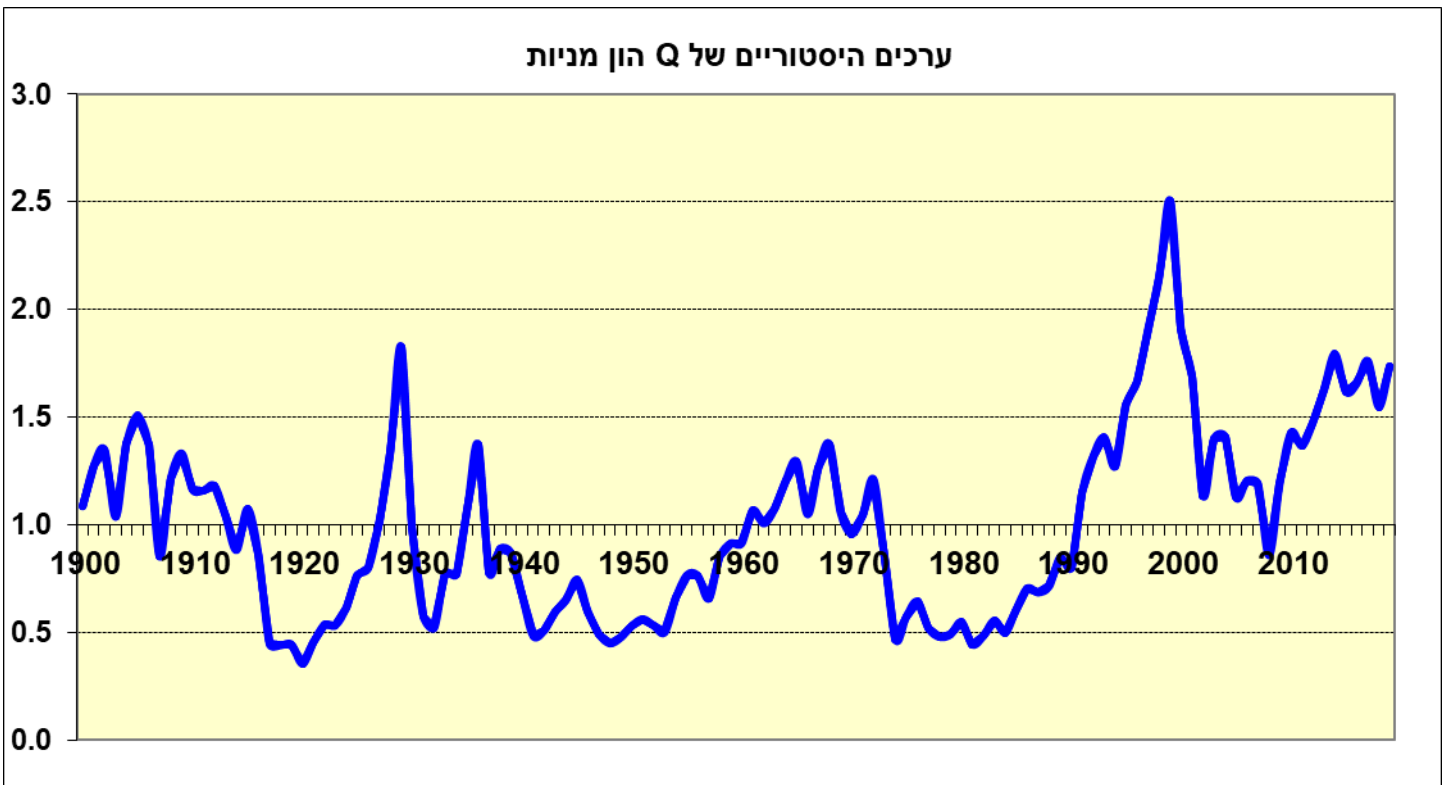
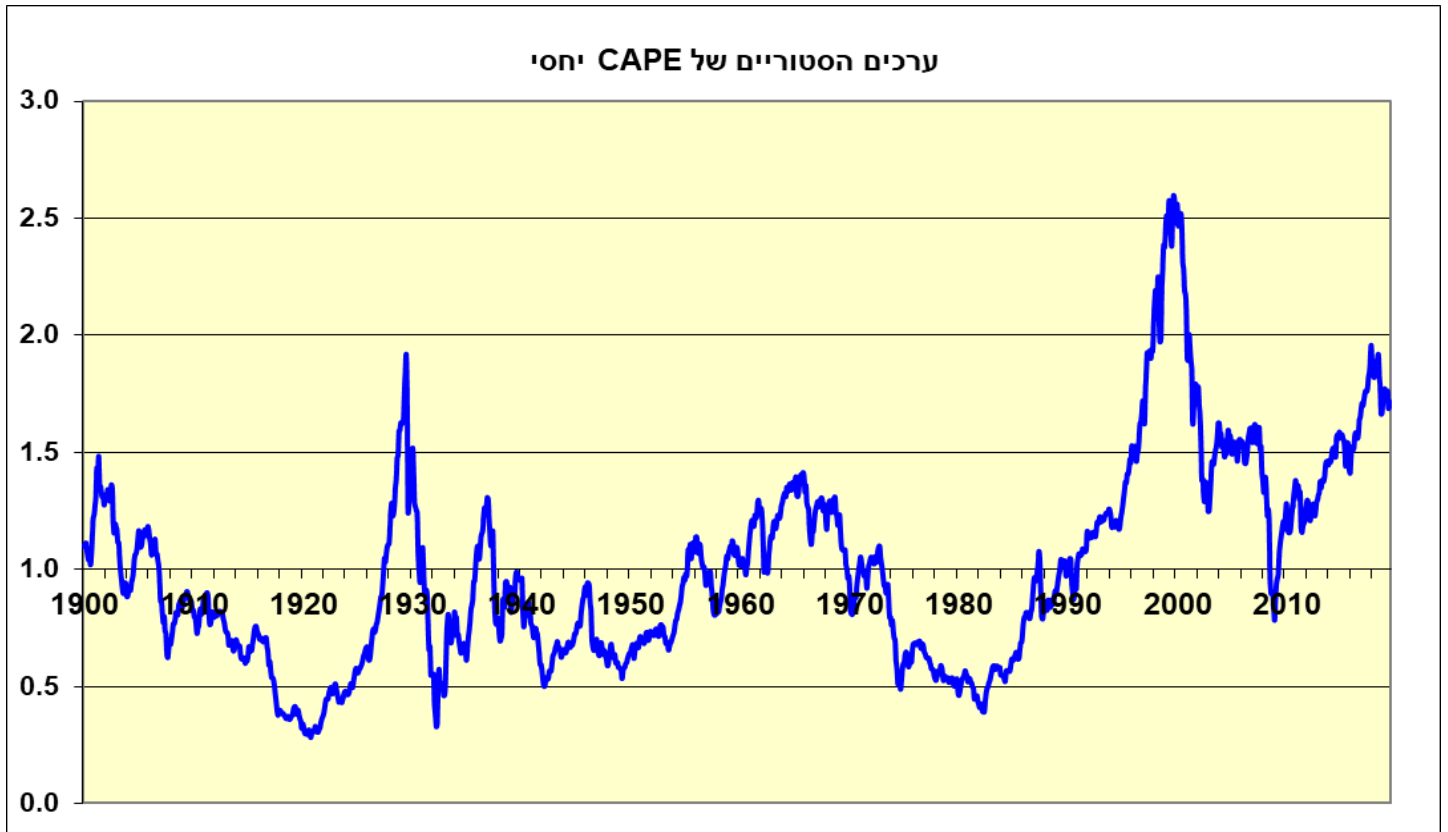
יחס הערך שנקרא ה-Q של טובין הוצג כבר בסקירה קודמת שלנו (היי Q) והוא שווה ליחס בין ערך השוק של סך נכסי החברות לבין העלות הכרוכה בהחלפתם. המכנה של Q מתקבל באמצעות התאמה של ערך הנכסים, כפי שהוא מופיע במאזני החברות, למחירי השוק. המונה של Q מתקבל באמצעות החלפת סעיף ההון העצמי במאזן בערך השוק של מניות החברה. בגרסה פשוטה יותר מחושב Q כיחס שבין סך ערך השוק של כל החברות במשק לבין השווי הנקי של נכסיהן במחירי שוק. בגרסה זאת, שנקראת Q של הון מניות (Equity Q) המכנה מחושב כהפרש שבין סך ערך הנכסים במחירי שוק לבין סך החוב של כל החברות במשק. למעשה Q של הון מניות דומה באופן החישוב שלו למכפיל ההון המוכר לנו. ההבדל בין Q של הון מניות למכפיל ההון הוא רק במכנה, שמשקף את השווי הנקי של נכסי החברות במחירי שוק במקום את השווי הנקי שנגזר ממאזני החברות. הבנק המרכזי בארה"ב (Federal reserve) מפרסם כל רבעון אומדן לשווי הנקי של נכסי כל החברות הלא פיננסיות בארה"ב במחירי שוק, ובמקביל את שווי השוק של מניותיהן, ובכך מאפשר לחשב את Q של הון מניות לגבי השוק האמריקאי. כאשר Q גדול מ-1 השווי הנקי של נכסי החברות נמוך יותר משווי השוק של מניותיהן, כלומר מחירי המניות גבוהים מידי ביחס לערכן הכלכלי של החברות. במקביל, כאשר Q קטן מ-1 מחירי המניות זולים ביחס לערכן הכלכלי של החברות.

מכפיל רווח מנוכה מחזוריות (CAPE – Cyclically Adjusted P/E)

מכפיל הרווח הרגיל של מדד מניות נוטה להגיע לערכים קיצוניים בתקופות של ירידות בשוק, כפי שהצגנו כבר בסקירה קודמת) שוק המניות האמריקאי - יקר או זול?). כתוצאה מכך כלכלנים שעוקבים אחרי התנהגותו של שוק המניות מסתייגים ממנו וטוענים שהוא איננו אינדיקטור אמין לרמת המחירים בשוק. רוברט שילר, כלכלן מאוניברסיטת ייל, מחשב מכפיל רווח מנוכה מחזוריות (CAPE) למדד S&P 500 באמצעות היחס בין ערך השוק הראלי (מתואם לאינפלציה) של החברות במדד לממוצע נע של רווחיהן הראליים (גם הם מתואמים לאינפלציה) בעשר השנים האחרונות. שיטה זו הוצגה לראשונה ע"י בנג'מין גרהם, אבי תורת השקעות הערך, שטען שגם עבור חברה בודדת היא עדיפה על מכפיל הרווח הרגיל.

היחס בין ערכו של מכפיל הרווח מנוכה מחזוריות לערכו הממוצע לאורך זמן (CAPE יחסי) נותן אינדיקטור דומה ל-Q של הון מניות. כאשר CAPE היחסי גדול מ-1 מחירי המניות גבוהים מידי ביחס לערכן הכלכלי של החברות, וכאשר CAPE היחסי קטן מ-1 מחירי המניות זולים ביחס לערכן הכלכלי של החברות.

בשני התרשימים שבעמוד הבא אנו מציגים את הערכים ההיסטוריים של Q של הון מניות ושל CAPE יחסי לגבי מדד S&P 500 שעוקב אחרי 500 החברות הגדולות ביותר בארה"ב, החל מ-1900 ועד היום.



התרשימים ממחישים בבירור שלמרות ששני יחסי הערך מסתמכים על נתונים שונים שבאים ממקורות שונים, במהלך 112 השנים האחרונות הם נתנו אינדיקציה כמעט זהה לגבי מצבו של שוק המניות האמריקאי. דוגמה ליכולת החיזוי של Q של הון מניות, לגבי מדד S&P 500 מוצגת בסקירה היי Q.

מהו מצבו של שוק המניות האמריקאי היום?

יחסי CAPE מצב השוק עפ"י			של הון מניות Q מצב השוק עפ"י																																																																
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">ערכי מכפיל רווח מנוכה מחזוריות (CAPE) בשנה האחרונה</th> </tr> <tr> <th>חודש</th> <th>CAPE</th> <th>CAPE יחסי</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2018.10</td><td>31.0</td><td>1.82</td></tr> <tr><td>2018.11</td><td>30.2</td><td>1.77</td></tr> <tr><td>2018.12</td><td>28.3</td><td>1.66</td></tr> <tr><td>2019.01</td><td>28.4</td><td>1.67</td></tr> <tr><td>2019.02</td><td>29.5</td><td>1.74</td></tr> <tr><td>2019.03</td><td>29.6</td><td>1.74</td></tr> <tr><td>2019.04</td><td>30.1</td><td>1.77</td></tr> <tr><td>2019.05</td><td>29.2</td><td>1.72</td></tr> <tr><td>2019.06</td><td>29.3</td><td>1.72</td></tr> <tr><td>2019.07</td><td>30.0</td><td>1.76</td></tr> <tr><td>2019.08</td><td>28.7</td><td>1.69</td></tr> <tr><td>2019.09</td><td>29.2</td><td>1.72</td></tr> <tr><td>2019.10</td><td>28.8</td><td>1.70</td></tr> </tbody> </table>			ערכי מכפיל רווח מנוכה מחזוריות (CAPE) בשנה האחרונה			חודש	CAPE	CAPE יחסי	2018.10	31.0	1.82	2018.11	30.2	1.77	2018.12	28.3	1.66	2019.01	28.4	1.67	2019.02	29.5	1.74	2019.03	29.6	1.74	2019.04	30.1	1.77	2019.05	29.2	1.72	2019.06	29.3	1.72	2019.07	30.0	1.76	2019.08	28.7	1.69	2019.09	29.2	1.72	2019.10	28.8	1.70	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">ערכי Q של הון מניות</th> </tr> <tr> <th>שנה</th> <th>Q של הון מניות</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2013</td><td>1.63</td></tr> <tr><td>2014</td><td>1.79</td></tr> <tr><td>2015</td><td>1.62</td></tr> <tr><td>2016</td><td>1.66</td></tr> <tr><td>2017</td><td>1.76</td></tr> <tr><td>2018</td><td>1.55</td></tr> <tr><td>2019</td><td>1.74</td></tr> </tbody> </table>		ערכי Q של הון מניות		שנה	Q של הון מניות	2013	1.63	2014	1.79	2015	1.62	2016	1.66	2017	1.76	2018	1.55	2019	1.74
ערכי מכפיל רווח מנוכה מחזוריות (CAPE) בשנה האחרונה																																																																			
חודש	CAPE	CAPE יחסי																																																																	
2018.10	31.0	1.82																																																																	
2018.11	30.2	1.77																																																																	
2018.12	28.3	1.66																																																																	
2019.01	28.4	1.67																																																																	
2019.02	29.5	1.74																																																																	
2019.03	29.6	1.74																																																																	
2019.04	30.1	1.77																																																																	
2019.05	29.2	1.72																																																																	
2019.06	29.3	1.72																																																																	
2019.07	30.0	1.76																																																																	
2019.08	28.7	1.69																																																																	
2019.09	29.2	1.72																																																																	
2019.10	28.8	1.70																																																																	
ערכי Q של הון מניות																																																																			
שנה	Q של הון מניות																																																																		
2013	1.63																																																																		
2014	1.79																																																																		
2015	1.62																																																																		
2016	1.66																																																																		
2017	1.76																																																																		
2018	1.55																																																																		
2019	1.74																																																																		

הנתונים האחרונים שהתפרסמו לגבי Q של הון מניות מתייחסים לסוף חודש יוני 2019. עפ"י נתונים אלה המחירים בשוק המניות האמריקאי היו גבוהים בכ- 74% מערכן הכלכלי של החברות שבמדד. חישוב ה-CAPE שמבצע שילר הוא עדכני יותר ומתייחס לנתונים של סוף אוקטובר 2019. לפי CAPE ערך השוק של מדד S&P 500 היה גבוה ב- 70% מערכן הכלכלי של החברות שכלולות בו.

מגבלות השימוש ביחסי הערך

- שני יחסי הערך יכולים לתת אינדיקציה רק למגמה של שוק המניות בטווח הארוך ולא לתנודות קצרות טווח.
- יחסי הערך מחושבים רק עבור שוק המניות האמריקאי ואינם נותנים אינדיקציה לגבי שווקים אחרים.
- האינדיקציות שנתנו שני יחסי הערך בעבר לא תמיד הועילו למשקיעים. כך למשל, למרות שבין השנים 1991 ו-2008 היו שני יחסי הערך גבוהים משמעותית מ-1, עדיין התשואה הממוצעת מהשקעה במדד מניות בארה"ב (6.2%) הייתה גבוהה יותר מהתשואה שהייתה מתקבלת מהשקעה באג"ח של ממשלת ארה"ב (4% - 5%).