

המרוץ נגד הזמן של הכלכלה הישראלית

הספר נכתב מסוף מאי 2025 עד סוף יולי 2025.

את הספר הזה כתבתי כדי להביע את תשובתי לשאלה שסיקרנה אותי אינטלקטואלית: **מה המצב של מדינת ישראל?** אל התשובה הארוכה הזו הגעתי ללא צורך במחקר מקדים (שחלקו מובא כאן), מפני שידעתי את רוב הדברים עוד קודם לכן. והאינטואיציה הייתה מיידית. אני סבור שלרקע המתואר כאן יש חשיבות קונקרטית להבנת ההווה ולגיבוש מבט מפוכח לעתיד.

הספר נכתב במשך כחודשיים. התחלתי לכתוב אותו בסוף מאי (לפני מבצע עם "כלביא") וסיימתי בשבוע האחרון של יולי. מה שהניע אותי הוא הדיסוננס החד, כפי שאני ראייתו אותו, בין סימנים כלכליים מובהקים לבין סירובם של השווקים בישראל לתמחר מחדש את הנכסים בהתאם לנתונים. אבל - ייתכן שהם צודקים ואני טועה.

בספר הזה אני מבקש לבחון את מדינת ישראל כמו **עסק אחד בודד**. במבט מבחוץ, ישראל נראית מדהים: הבורסה הישראלית הניבה תשואה גבוהה מזו של הנאסד"ק האמריקאי בחמש השנים האחרונות; מחירי הנדל"ן זינקו לשמיים (גם אם נרשמות כעת ירידות קלות - הן כמעט חסרות משמעות ביחס לעליות שהיו); האיום האיראני נפגע קשות ונראה כי שחר חדש עולה על ישראל ועל המזרח התיכון כולו.

אבל במבט מבפנים - הסיפור מורכב בהרבה, וכנראה גם הרבה יותר מכוער. בספר הזה נדבר על **מדוע זה מסוכן לישראלים להשקיע רק ב-S&P 500**, האם קיימת בועת נדל"ן בישראל, ולמה דווקא בשעה שהבורסה הישראלית מתמחרת עתיד ורוד - לדעתי הזמנים הקשים עוד לפנינו.

הכלכלה הישראלית נמצאת במרוץ נגד הזמן. יריית הפתיחה כבר נשמעה - גם אם איש לא הבחין בכך. אבל **שעת השיא עוד לפנינו**. הספר הזה נכתב בעיקר כתשובה מלאה לחברי, כדי לעזור להם להבין את המצב בו אנחנו נמצאים, השבילים שעומדים לפנינו ול"הרגיש" (כי לא ניתן לכמת) את ההסתברות שהכלכלה והמדינה תצעד בכל שביל.

הספר הזה נכתב על ידי אלי"ש - איש ללא שם.
להערות, שאלות ויצירת קשר:

[/https://elesh.co.il](https://elesh.co.il) ✉ elesh.man.with.no.name@gmail.com

אני איני מוסמך לדבר. אין לי רישיונות או תארים. הכול כאן הוא דעתי האישית בלבד, נכתב למטרת בידור - במיוחד בשבילי. אין כאן ייעוץ, וכל אזכור של מניה או כלי השקעה כלשהו מובא לצורך הדיון והדוגמה בלבד.

אין לראות בדברים המלצה לפעולה. אל תפעלו על סמך שום דבר כאן אלא רק לאחר התייעצות עם גורם מוסמך.
הכותב אינו אחראי לדבר.

Don't Try This At Home

אל תאמינו לשום דבר שאני אומר - לכו תבדקו בעצמכם.

תוכן עניינים

10	דיסקליימר.....
12	אחרית דבר.....
21	הקדמה.....
25	פרק 1 – איך המוח שלי עובד.....
	פרק 2 - כלכלה פרה היסטוריה – על הקשר בין הבריאה, לחיידקים רובים ופלדה. התמצית של התמצית
36	של הפרה היסטוריה הכלכלית של העולם עד בועת הצבעונים בהולנד במאה ה-17.....
38	למה לקנות דירה מרגיש פסיכולוגית יותר בטוח – תוצאה של אבולוציית האנושות.....
40	שאלת המקום – למה ליהודים חשוב דווקא פה?.....
42	על התנתקות דתות ממרכיב המקום.....
44	פרספקטיבה נוצרית ומוסלמית.....
46	היהודים והעולם.....
48	היהדות והצלב.....
52	היהודים והעולם.....
56	זהב - הדבר הכי יקר שהוא גם הכי חסר תועלת.....
58	שיגעון הצבעונים ; (טוליפמאניה).....
60	ההבדל המהותי - על זהב צבעונים וביטקוין.....
63	היהודים והרנסאנס, האמנציפציה והמהפכה התעשייתית.....
66	פרק 3 - תקציר נקודתי היסטורי כלכלי של העולם מאז בועת הצבעוניים.....
67	המהפכה התעשייתית.....
68	הנשמה של העולם המודרני.....
68	הנס הקפיטליסטי האמריקאי.....
71	מה חשוב לי שיילקח מהפרק הזה.....
74	פרק 4 - כמה דברים חשובים מהמאה ה-20.....
75	קיינז.....
78	על תכנון קדימה.....

79	NIFTY 50
81	רפלקסיביטי
84	חשיבות שנות ה-70
88	העולם המודרני – עולם של ניידות ולא של להיות קשור בקרקע
89	בין ארה"ב וישראל יש את דובאי סין ויפן
91	יפן
92	סין – וסיבה נוספת לפערי העושר בכלכלות המערביות
95	על הבדלי הדמוגרפיה
96	מהפכת התוכנה מבית מייקרוסופט/על רווחיות
99	בעיה מהותית אצלנו (הישראלים) אבל לא הבעיה היחידה
102	פרק 5 – ה Balance sheet של הציבור הישראלי - נכסים
103	הקסם של פרספקטיבה
104	משנות ה-80 ועד השביעי באוטובר
106	סיכום חשוב מאוד של כמה נקודות קריטיות
109	ההשקעה שנקראת קניית דירה
110	הבנת המוצר
	דמי שכירות הם האופי העסקי, הפרדות הקשר בין שכירות לבין מחיר הנכס, הוא סיבה לשאלה,
112	למה?
115	מה זה Risk-Free Rate - הריבית חסרת הסיכון
117	ההחזר על ההשקעה
	מאפייני העסק שנקראת רכישת דירה, בין אם להשקעה או מגורים, ללא גורם הסיכון העיקרי
117	(המשכנתא)
123	על גידול אוכלוסין והשפעתו על שוק הנדל"ן
126	כמה מילים על הקרקעות
130	דירה על הנייר, חדשה מוכנה ויד שנייה
135	פרק 5 – ה Balance sheet של הציבור הישראלי - חובות

136	משכנתא משכנתא משכנתא.....
138	אומרים לי כל הזמן שנדל"ן זה בני אדם
139	אז מה עושה נדל"ן השקעה כל כך טובה?.....
141	מילה אחרונה על אופי השוק של נדל"ן.....
142	השחקן השני - ריביות.....
142	כשהבנק המרכזי מתערב זה אזהרת אינפלציה.....
145	הכסף החכם - והטמטום שלו
146	למה חבר שלי חושב שכל המערכת הכלכלית היא הונאה אחת גדולה ושבנקים ממציאים כסף..
149	הסיכונים עם הבנקים.....
151	קצת שיעורים ממקרים שבהם חברות שכולם "כילו לסמוך עליהם" לימדו אחרת.....
151	הרפתקאות וורן באפט – אם זה קורה לטוב ביותר, זה יכול לקרות גם לכם.....
155	קצת חשבונאות.....
158	הערה למשקיעי נדל"ן – איך ליישם עקרון משוק ההון.....
160	מבצעי המימון של הקבלנים ושאר shenanigans הישראלים.....
164	ניהול משכנתא אסטרטגי והכוח הנסתר של המינוף: מתי כדאי לבצע מחזור משכנתא, ואיך?
	מדוע נדל"ן מייצר תשואות חריגות ולמה תשלום של המשכנתא לחלוטין עשוי להיות החלום הלא
164	נכון
166	המהלך האסטרטגי: למחזר, לחלץ, לצבור ריבית דריבית, לשנמך (Downsize)
171	פרק 6 – ה Balance sheet של הציבור הישראלי - סיכון.....
172	המשך השיחה על ריביות.....
172	למה משקיעים לוקחים סיכון? מחיר הכסף, הון עצמי והשקעות
176	בחזרה לRory Sutherland.....
	המנגנון הפסיכולוגי - למה עשירים מסתכלים פחות על תשואות פוטנציאליות שהם מחפשים בית
178	למגורים או, למה תשואה משכירות גבוהה יותר, דווקא איפה שעניים יותר.....
180	Risk דבר אבסטרקטי לחלוטין שיש לו השלכות כל כך ממשיות שזה עולה בחיי אדם.....

181	תיאוריית השוק היעיל The efficient market hypothesis רעיון יפה בתיאוריה, מנותק מהמציאות.....
187	הטעות בסיווג תנודתיות כ"סיכון" והטעות בשם של ניתוח הטכני.....
190	ניתוח טכני – שם שגוי למוצר פסיכולוגי.....
194	כשהתמונה שההשוק בערך מתמחרת, מתגלה כסיפור אחר לחלוטין.....
195	למה כל אדם חייב ללמוד תיאורייה של מלחמה.....
199	הסיכון הגדול ביותר - אנחנו וסדרי העדיפויות האישיות שלנו.....
205	הסיכון האישי.....
206	כולם לוקחים את זה כמובן מאליו, המטרה הראשונה היא לשרוד, והסיכון הראשון הוא לא לשרוד.....
207	זה ברור שהסיכון הראשון הוא אתה.....
211	המיתוס של ההשקעה הפסיבית.....
212	המיתוס הישראלי על מחקה מדד אמריקאי (ולמה לאמריקאי זה אמיתי).....
214	לסיכום על סיכון כללי.....
217	הסיכון הייחודי בהשקעה בדירה בישראל.....
225	הצד הנוסף שרוכשי הנדל"ן בישראל לקחו על עצמם עוד סיכונים.....
229	מחשבות אחרונות על עם שלא יודע להעריך סיכונים, בין "עולם נורמלי" למציאות הישראלית ...
231	פרק 7 – ה Balance sheet של הציבור הישראלי – במבחן המציאות.....
232	אל תדאגו, לא שחכתי לדבר על מיסים.....
234	מה מייחד את שוק הנדל"ן הישראלי?.....
234	על ההבדלים המאסיביים עם שוק הנדל"ן האמריקאי, ולמה רוב האנשים שמשווים בין ישראל לארה"ב של 2008 עושה את השוואה הלא נכונה, ורוב הסיכויים שלא יודע איך לחשוב כמו שצריך בנוגע לכלכלות.....
240	בינתיים מאחורי הקלעים.....
244	הדילמה הבנקאית, מטוטלת בין פחד וחמדנות.....
245	למה נזילות היא חמצן, ולמה כסף הוא המצאה גאונית.....

247	פרדוקס הביצה האחת: ההבדל הקריטי בין ישראל לארה"ב
249	ההבדל המכריע מארה"ב
250	הפיל שבחדר - נכסים זה נחמד, אבל מה שחשוב הוא התזרים
253	חלק ג' – איפה אנחנו היום, וננסה להביט אל העתיד
255	פרק 8 - העולם החדש בו ישראל היא רק חלק קטן ממשחק גדול
256	סוף עידן ותחילתו של אחד חדש
258	המצב היום - הטוב, הרע והמכוער
263	הדה-גלובליזציה: שובו של המאבק בין הים ליבשה
263	תיאוריית הלב (Heartland): הים נגד היבשה
272	בשנים האחרונות יותר ויותר ישראלים נהרו עם כל העולם להשקיע בארה"ב
274	היחלשות הדולר והחברות האמריקאיות
274	החברות האמריקאיות הן בין לאומיות וחולשות על פני הרבה יותר תעשיות
277	ההימור על השוק האמריקאי והתרחבות מכפילי הרווח האמריקאים
279	הקמת סטארטאפים בארה"ב והפריחה במפרץ: נורות האזהרה של ה"סטארט-אפ ניישן"
280	גיוסי חוב בחו"ל והעלאת מיסים נוספות בישראל
282	התחזקות השקל
285	המשמעות של המכסים ושינויים בשרשראות אספקה על העושר של כל העולם
	פרק 9 – תזרים מזומנים. חזרה לערכים, על מה אנשים נלחמים -בכל עסק, שאלת התרבות היא
288	השאלה של איך הוא הולך לבצע את מה שנדרש ממנו לבצע
289	מדינת ישראל: למה היא קיימת? (הערך העליון)
292	ביטחון והכלכלה הישראלית
294	האשליה של הייצוא הביטחוני והבור השחור של התקציב
295	העלות הבלתי נתפסית (ולכן כולם מתעלמים ממנה) של מילואים
297	איך הממשלה מנסה למלא את החלל, ולמה כלכלית זה עובד, כרגע
299	המרוץ נגד השעון

301	בעיית ההי"ט של ישראל – ומהפיכת הבינה המלאכותית.....
308	למה אני כל כך חופר על ההי"ט.....
310	פרק 10 – עוד על ישראל.....
311	בעיות מבית הבינה המלאכותית.....
314	המודל העסקי הישראלי – תשטה בצרן הישראלי.....
314	ישראל היא מדינה עם כישרון נדיר: היכולת הלאומית להתעסק בטפל ולהזניח את העיקר.....
	המבנה של המשכנתא הישראלית ולמה הוא דומה להלוואות Sub Prime בארה"ב, למרות שמי
317	שלוך את ההלוואה שונה בתכלית.....
319	הקבלנים מחזיקים עדיין הרבה "נכסים" אצלם.....
321	דיפלציה.....
321	הסיכון הראשון - המערכת.....
322	הסכנה השנייה - המלכוד של כלכלה חזקה מובילה למטבע חזק מדי.....
323	סכנה שלישית – דיפלציה כתוצאה מבעיות בשוק הדיור.....
324	כשלהיות בזבזן דופק אותי – אבל זה שאנחנו בזבזנים מציל אותנו.....
326	האם העוצמה של הבנקים היא אשלייה או מגדל קלפים של מיחזורי חוב.....
328	על הגירה (זה לא סוד שהמצב בישראל גם פוליטית בעייתית) והגידול הקצת מדומה באוכלוסייה..
332	דיברתי על הזווית הדיפלצינית, נדבר על זווית הסטגפלציה (אינפלציה ללא צמיחה).....
335	אנומליית הביטוח והבנקים: אי של יציבות או אשליה אופטית?.....
335	קורס זריז בעסק של ביטוח.....
339	פרק 11 - Last Thoughts, but not on Woody Guthrie.....
342	התואר האמריקאי, החתן הסיני והדירה הישראלית – אנטומיה של בועות חברתיות.....
346	האם לשכור דירה זה לשרוף כסף על שכירות.....
346	מעשה בשלושה אנשים.....
	התערבות ממשלתית - "לזכות" בהגרלה במחיר למשתכן והבטחות לפיתוח בפריפריה. וממש קצת על
352	מילואימניקים, חרדים, ערבים, ושאר המגזרים.....
352	"You are not a lottery ticket" - Peter Thiel.....

353	השקעות הנדל"ן בטבעות הרחוקות - ערי הרפאים הסיניות בגרסה המקומית.....
356	מה שוקי ההון מסמלים לנו: מגדל הקלפים של הפיננסים והנדל"ן.....
356	הפרדוקס של חברות הביטוח: רודפים אחרי הכנסות, מאבדים רווחיות.....
357	המינוף הסמוי: הכל מוביל לנדל"ן.....
	שקיפות באפלה: הרשות לניירות ערך, דוחות הנדל"ן ופצצת הזמן של המימון (כולל תוספת לספר
360	שהוספתי בזמן העריכה. נכתב ב-22 בפברואר 2026).....
362	התרחיש השלילי.....
363	What Can Go Right.....
365	נקודות למחשבה.....
369	על התייחסות הממשלה והעם כעובדים ובעלי מניות.....
370	מתי יריית הפתיחה ולמה כדאי לשים לב.....
372	אחרית דבר.....

דיסקליימר

השקעה כרוכה בסיכון להפסד.

הספר הזה נועד לצרכים אינפורמטיביים בלבד - ואין לראות בו ייעוץ השקעות אישי או להסתמך עליו לצורך קבלת החלטות השקעה.

מטרתו להדגיש עד כמה השקעות הן דבר מסוכן, מורכב ולעיתים מטעה - וכדאי לפנות תמיד לגורם מוסמך, בעל רישיון וניסיון אמיתי.

אין לי רישיון, ואני צעיר מדי בשביל להגדיר את עצמי כבעל ניסיון. במילים אחרות - אני אדם חסר רישיון וללא ניסיון. יש לקחת כל דבר שנכתב כאן בעירבון מוגבל - וללכת לחקור בעצמכם. אני מצרף מקורות מידע ומעודד נטישה מהירה ככל האפשר של הספר הזה לטובת אותם מקורות מקוריים, שנכתבו או נאמרו על ידי אנשים חכמים, משכילים ומנוסים ממני.

ישנן כמה חברות, מנכ"לים או סקטורים המוזכרים כאן - שבהם אני מחזיק פוזיציה. הרכב התיק האישי שלי בוודאות ישתנה עם השנים - וייתכן שכבר השתנה בזמן שאת/ה קורא/ת את השורות האלה. לא תדעו על כך, ולכן אין לאיש להסתמך על תיק ההשקעות של אדם אחר. השקעות הן אחריות אישית של כל אחד - וכדאי מאוד להיוועץ בגורם מוסמך ובעל רישיון.

את כל הפוזיציות הללו בניתי במחירים שונים מאלה של היום, ואת רובן רכשתי במחירים נמוכים בהרבה. האחוזים שבהם האחזקות שלי מפוזרות בתיק משתנים, ישתנו, והם גם גורם משמעותי בהבנת ניהול תיק ודעות של משקיעים - אליהן אינכם נחשפים דרך הרשימה הסטטית הזו. לכן, בגדול - כדאי להתעלם מדעות בנוגע לעסק כלשהו ולהתמקד בעובדות. את העובדות צריך לבדוק בעצמכם ולהיוועץ עם גורם מוסמך בעל רישיון רלוונטי.

אני לא מפרסם כאן דבר, ולא ממליץ על דבר.

לגבי ביקורת - יש משפט באנגלית שאומר *"Hate the sin, love the sinner."* :

אני נמנע מלציין שמות. לצערי, היום קיימת מלחמה על חופש הביטוי - תביעות דיבה מוגשות כאן על כל שטות.

השקעות בניירות ערך כרוכות תמיד בסיכון להפסד. כל אזכור של נייר ערך או נתוני ביצועים הקשורים אליו אינו מהווה המלצה לרכוש או למכור אותו.

המידע הכלול בספר זה - לרבות כל מידע שניתן לגשת אליו דרך האתר - אינו מופנה למשקיע מסוים או לקבוצה כלשהי. הוא מובא לצורכי מידע כללי בלבד. מובן שאין לראות בשום דבר כאן ייעוץ פיננסי אישי או הזמנה לרכוש או למכור ניירות ערך כלשהם. ניתן להכיר אותי טוב יותר (וגם להבין מי אני ולמה

בחרתי להשתמש בשם הבמה שלי - שלא נועד להסתיר דבר) באתר:

Elesh.co.il

אחרית דבר

25/02/2025

האם הספר עדיין רלוונטי?

דבר מוזר לקחת את הסוף ולשים אותו בהתחלה, אבל במקרה הזה וכשמדברים על השקעות בנקודת זמן מסוימת זה הכרחי. מפני שנשאלתי לא פעם אחת ולא פעמיים, אפילו חודשיים או שלושה לאחר שסיימתי לכתוב את הספר האם זה עדיין רלוונטי. התשובה היא כן. אני בטוח שמה שכתוב פה בספר תמיד יהיה רלוונטי. הספר הזה הוא משקף תהליך חשיבה של השכלה ויכולת לפרשן מציאות לפי ההשכלה ומשקף את צורת ההסתכלות של משקיע שמתמחה בהשקעות בעסקים בודדים על כלכלה שלמה. יש בספר הזה את הבסיס להשקעות נדל"ן כמו גם להשקעות לעסקים בודדים. היסטוריה כלכלית ופיננסית ופסיכולוגית. אלה דברים שיהיו רלוונטיים תמיד. יש בספר הזה דוגמאות לאופן שבו מנהל השקעות מפרש בזמן אמת את ההתבוננות שלו על הדברים. הספר משקף את התמצית שנמצאת במחשבה של מנהל השקעות כאשר הוא מסתכל על נקודת זמן ועל נכס ספציפי. בדיוק כפי שרופא בחדר ניתוח מיישם במסגרת זמן נתונה שנים ארוכות של השכלה וניסיון, כך פועל מנהל השקעות. בספר הזה ניסיתי לתת את התמצית של אותו רקע השכלתי, כדי לאפשר להבין את נקודת המוצא שממנה מנהל ההשקעות מתבונן על המציאות. להשקעות יש נטייה לגרום לכולם להרגיש שגם הם יכולים לעשות את זה. לאורך כל ההיסטוריה הכלכלית המודרנית, האדם הפשוט מהרחוב החליט בנקודת זמן או אחרת שגם הוא יכול להרוויח כסף משווקים בגלל שהוא חושב שזה קל מפני שזה נראה פשוט.

Simple But Not Easy: An Autobiographical and Biased Book about Investing - Richard Oldfield

"It's not supposed to be easy. Anyone who finds it easy is stupid." - Charles T. Munger

לאורך ההיסטוריה, הרוב המוחלט של הציבור נכווה קשות מהשתתפות בבוועות פיננסיות. בכל פעם מחדש, אנשים משוכנעים שלהם זה לא יקרה כי הם מיוחדים או חכמים יותר; או לחילופין, הם מונעים מהמחשבה שהם בטוח לא פחות חכמים מאותו אחד שעשה הרגע "כסף קל". אך האירוניה מתגלה במלוא עוצמתה בקיצון השני: כאשר הבועה מתפוצצת ונוצרות הזדמנויות פז לרכוש בזול את אותם נכסים בדיוק, שהיו יקרים הרבה יותר רק רגע לפני כן, אותו ציבור משתתק מפחד. הם חוששים לקנות כי "המחיר ירד והוא עלול לרדת עוד", וזאת למרות שרק לפני חודש הם הסתערו על אותו נכס במחיר גבוה בהרבה. בשני מקרי הקיצון הללו, גם כשהם קונים ביוקר מתוך חמדנות וגם כשהם בורחים בזול מתוך פאניקה, הם תמיד מספרים לעצמם שהם כביכול משקיעים "טווח הארוך".

הספר הזה עוסק, בצורה תמציתית, בניהול סיכונים ובניהול תיקי השקעות (פורטפוליו). בדומה לנושאים הקודמים שהזכרתי, הוא מניח את התשתית המחשבית, הבסיס לאופן שבו צריך לגשת לתחומים הללו

ולחשוב עליהם. חשוב להבין שרבים מהעקרונות הללו בעולם ההשקעות משותפים לרוב המשקיעים, המנהלים, היזמים והסוחרים הגדולים באמת בהיסטוריה. אלו שבנו את הונם מתוך שכל והבנה, ולא בזכות "פוקס" או מזל עיוור. הדבר נכון גם לגבי הרעיון של ניהול סיכונים וניהול הון בעסקים (שכן כל עסק מנהל בראש ובראשונה הון אנושי ורק לאחר מכן הון פיננסי, שבאמצעותם הוא מפתח ומספק שירותים ומוצרים). את הרעיון הזה, לפיו עקרונות הבסיס הם תמיד זהים, גם אם היישום שלהם משתנה מאדם לאדם, היטיב להסביר וורן באפט במאמרו:

"The Superinvestors of Graham-and-Doddsville" – Warren Buffett

זה מאמר תגובה לתיאוריית השוק היעיל וליוג'ין פאמה. במאמר שלו באפט מסביר כיצד כל העובדים והתלמידים הרציניים של גרהאם ודייויד דוד הלכו כל אחד לדרכו ויישם בצורה שונה לחלוטין את עקרונות ההשקעה של גרהאם והצליח מעל ומעבר. במאמר הוא ממחיש את הרעיון הכי חשוב בהשקעות, העקרונות שהם היישום לא. את הרעיון הזה לא ניתן להמחיש טוב יותר בכך שגם ג'ף בזוס וגם וורן באפט מדברים על עיקרון זהה לחלוטין, וכל אחד מהם פירשן אותו והביע אותו בעולם ההשקעות והעסקים בצורה שונה לחלוטין.

"Our approach is very much profiting from lack of change rather than from change. With Wrigley chewing gum, it's the lack of change that appeals to me. I don't think it is going to be hurt by the Internet. That's the kind of business I like."

– Warren Buffett

"I look for businesses in which I think I can predict what they're going to look like in ten to fifteen years time" – Warren Buffett

"Coca-Cola is still selling a product that is very, very similar to one that was sold 110-plus years ago" – Warren Buffett

"I very frequently get the question: 'What's going to change in the next 10 years?' And that is a very interesting question; it's a very common one. I almost never get the question: 'What's not going to change in the next 10 years?' And I submit to you that that second question is actually the more important of the two -- because you can build a business strategy around the things that are stable in time. ... [I]n our retail business, we know that customers want low prices, and I know that's going to be true 10 years from now. They want fast delivery; they want vast selection. It's impossible to imagine a future 10 years from now where a customer comes up and says, 'Jeff I love Amazon; I just wish the prices were a little higher,' [or] 'I love Amazon; I just wish you'd

deliver a little more slowly.' Impossible. And so the effort we put into those things, spinning those things up, we know the energy we put into it today will still be paying off dividends for our customers 10 years from now. When you have something that you know is true, even over the long term, you can afford to put a lot of energy into it.” — Jeff Bezos

הבעיה המהותית של רוב האנשים זה שהם מעתיקים על עיוור ולא באמת מנסים להפנים להבין וליישם. ולכן אנשים מנסים לקנות מניות של חברות זהות למה שרכש וורן באפט או אותן חברות. ולכן הם הסתכלו על סטיב ג'ובס וניסו להתלבש כמוהו (כן היה טרנד כזה). ביזנס והשקעות זה אומנות. חייב להביא משהו מיוחד וייחודי, אבל העקרונות הם משותפים וזהים. זה לא אומר שרק סט עקרונות יחיד עובד. אלא סט רחב שלהם, שמתוכם שילוב מסויים מביא להצלחה. הספר הזה פורס לפניכם עקרונות ורעיונות שלא ישתנו במרחב הזמן. הוא בא להסביר ולשקף איך אני חושב ומסתכל על העולם ולוקח כדוגמא את מדינת ישראל והשקעות בה. בתאריך הזה חודשיים לתוך פברואר, למרות התחזקות השקל של שנה שעברה וה"זינוק" במניות בישראל, אני עדיין מחזיק תשואות גדולות הרבה יותר לאורך השנים (גם ב-2025 "היכיתי" גם כאשר לוקחים מט"ח בחשבון) למרות שנמנעתי מישראל לחלוטין. והיום שאני מסתכל על התיק שלי, אני מרגיש גם שרמת הסיכון שם נמוכה הרבה יותר מאשר בשווקים הישראליים. אם תקראו את הספר הזה תבינו למה, וגם תקבלו רעיון כללי מתי דעתי עלולה להשתנות ומה יהיו קווי החשיבה שיובילו לכך.

מנהל השקעות מצויין מסוגל לעשות 2 דברים שהמשקיעים שלו בקרן, או אפילו העובדים והשותפים שלו אינם מסוגלים לעשות היטיב כמוהו (גם אם הם יודעים יותר טוב ממנו על נושאים רבים). וזה פרשנות טובה יותר מכל השאר (לפעמים זה לדעת למי להקשיב), והיכולת להתנהג בהיפך ברגעי קיצון. אלה דברים שלא ניתן ללמד אבל אפשר לאמן. כלומר יש גבול עד כמה כל אחד יוכל להיות כזה, וגם איך להתנהל בהם. יש מקרים שצריך להתנהג כמו כולם ויש רגעים שלהיפך. גם פה יש עקרונות שהם חופפים ומתאימים לכל מימד זמן. הפרשנות הטובה ביותר מתבטאת בעיקר ביכולת להימנע מהתנהלות העדר ולהתייחס לנתונים ולא לתחושות פסיכולוגיות, ויתירה מכך, לדעת מתי יש זירה שהפרשנות שלנו אינה תהיה טובה יותר מאחרים ולהימנע מלשחק שם באופן אקטיבי.

“What an investor needs is the ability to correctly evaluate selected businesses. Note that word ‘selected’: You don’t have to be an expert on every company, or even many. You only have to be able to evaluate companies within your circle of competence. The size of that circle is not very important; knowing its boundaries, however, is vital.” — Warren Buffett

איך האוורד מארקס אומר "In the end it always goes back to Buffett".

בני אדם הם יצורים יהירים להפליא. הם אוהבים להסביר בביטחון מוחלט נושאים שאין להם בהם שום הבנה. זה מתחיל בפוליטיקה, אבל מגיע לשיאים אבסורדיים כשמדובר בהשקעות. תמיד משעשע אותי לראות רופא מומחה מסביר לי בביטחון על שוק ההון ועל כלכלה, תחום שהוא מעולם לא למד או חקר לעומק, בעוד שאם הייתי מעז להיכנס לחדר ניתוח ולהדריך אותו כיצד להחזיק את האזמל, הוא היה זורק אותי משם. הם מבליים שעה ביום בקריאת כותרות כלכליות, ומשוכנעים שהם יכולים להביס 90% מהמקצוענים בשוק. אותו הדבר לגבי אנשים מכל מקצוע באשר הם. גם על התופעה הזאת נדבר בספר. הסיבה שאני מציין "90% מהמקצוענים", היא משום ש-90% ממנהלי ההשקעות המקצועיים אכן מפגרים אחרי השוק. סטטיסטית, רובם המוחלט של המקצוענים בארה"ב, כולל בוגרי האוניברסיטאות הטובות בעולם, זוכי פרס נובל לכלכלה ומנהלי קרנות בבנקי ההשקעות הגדולים ביותר, משיגים ללקוחותיהם, לאחר ניכוי עמלות, תשואה הפסדית ביחס לתיק השקעות שמורכב מתיקים צמודי מדד הצמודים לכוון הקנייה. הסיבה העיקרית לכישלון החוזר הזה אינה חוסר אינטליגנציה, אלא היעדר משמעת וחוסר יכולת ליישם את עקרונות ההשקעה בעקביות לאורך זמן. המדד הטוב ביותר לזיהוי מנהל השקעות מצוין או מורה מצוין לפיננסים הוא זה: הוא לא יתמקד בלהדריך אתכם "איך לנתח", אלא ידבר איתכם על איך לחשוב. כשיסביר נושא מסוים, הוא יאיר אותו ממספר זוויות ראייה. כשתרצו ממנו תשובה קצרה של "כן או לא", הוא יתחיל לחפור ולסבך. הרוב המוחלט של בני האדם שונאים את זה; הם מחפשים פשטות. הם רוצים תשובה קלה ומוכנים לשלם 5,000 שקל ל"גורו" שיבטיח ללמד אותם איך לעשות מיליונים, תוך התעלמות מהאמת המרה והפשוטה, אם מישהו באמת מצא שיטה קלה להדפיס כסף, למה לו ליצור לעצמו תחרות? הרבה יותר הגיוני לגייס הון ולעשות את זה בעצמו. זה אינטרס של התעשייה לעודד אנשים לפעול, להגיד "גם אתה יכול". באופן היסטורי לתחום, הגדולים ביותר חולקים את מה שהם עושים כי הם גם אומרים "אני יכול להסביר לכם עד מחר מה אני עושה, אבל אין לכם סיכוי לעשות אותו דבר בעצמכם".

והסיבה המהותית שאני אומר את זה, זה שאני יכול להסביר לכם מה למדתי, ולהסביר לכם על מה אני חושב, ולתת לכם תמונת מצב ועל מה אני מסתכל, אבל איך אני מגיע למסקנה, איך אני מגיע לפרשנות, מתי אני מחליט לפעול ולמה דווקא כן המניה הזאת ולא אחרת אני לא יכול להסביר לכם. אני פשוט חושב שאני יודע. ואני אומר שאני "חושב" שאני יודע, מפני שאני אדע אם ידעתי רק עוד עשר שנים, וגם אז, כפי שהסברתי בספר, אי אפשר באמת לדעת אם צדקתי מהסיבות הנכונות. ברגע האמת כשמחליטים לפעול, יש הרבה סיבות למה כן ולמה לא. ודווקא ברגעים הקיצוניים ביותר, מנהל השקעות מצוין יודע במאה אחוז שהוא צודק והשאר טועים. הבעיה היא שלפעמים הוא טועה לגבי זה גם, או שהוא מוקדם מדי וחווה רגשית ופסיכולוגית קשה בפנים. את ההתמודדות הזאת גם אי אפשר ללמד, אלא רק לקבל תחושה סולידרית ממקרים אחרים שקרו בהיסטוריה ולהתנחם שגם אז חוו אותן דמויות היסטוריות חוויות דומות ולקוות שגם אצלנו זה ייגמר כשידנו על העליונה.

מאז שסיימתי לכתוב את הספר ועד סיום העריכה

כמה הפתעות שקרו מאז ועד היום. הופתעתי כמה מהר הסדקים בשוק הנדל"ן הופיעו. נדמה שהירידות בשוק הנדל"ן הם כבר עובדה מוגמרת, כמו כן שרשות לניירות ערך שמה לב סוף סוף לשורות של פעלולים שחברות בנייה עושות בדוחות שלהם שיתגלו לאחר נהלים חדשים של רשות שוק ההון פרסמה בתגובה שיתבררו רק במחצית השנייה של 2026. הופתעתי מהעובדה שעסקת חטופים, שבויי מלחמה וגופות מלאה התרחשה ומהמהירות שהיא התרחשה. הופתעתי מכמה מהר הלחימה והתמרונים "נפסקו". ובגלל הדברים שתיארתי אני מופתע מקצב ירידת האינפלציה במשק והעובדה שלדעתי מדינת ישראל בהתחלה של תהליך דיפלומטי. בספר, תיארתי גם אינפלציה וגם דיפלציה כאפשרויות והסברתי את הסיבות לכל אחד והסכנות בכל אחד ואיך הן תורמות ועוזרות אחת לשנייה לעשות בעיות כלכליות (כפי שדיפלציית מוצרים ושירותים מ-2008-2021 יצרה אינפלציית נכסים). גם בספר דיברתי על ההשלכות וההתמודדות האפשרית עם מה שאני מזהה אותו כיום כהתחלה של דיפלציית נכסים בישראל. הופתעתי מכמה מהר קטאר מורשית להיות מוערבת בנעשה בעזה. אם דברים מסויימים במקרים רבים לוקח להם זמן רב להתממש, פה הופתעתי מהמהירות. בנוסף הופתעתי פעם אחר פעם ביכולת המדינה של צה"ל בהובלה של בנימין נתניהו (וכן מגיע קרדיט כשמגיע). אני מאוד ביקורתי כלפי הממשלה ממספר רב של בחינות) להפתיע פעם אחר פעם את הצבא האיראני וההנהגה שלו שהראו שוב ושוב את ההירות וחוסר היכולת שלהם לחשוב אסטרטגית בטווח הארוך. שאלה קריטית תהיה למדינת ישראל איך לא להיכנס לאופוריה שלאחר 1967, להמשיך להיות עירניים חדים, ואיך למנף את ההצלחה הצבאית להצלחה דיפלומטית, כלכלית ולוודא שהערך העליון של מדינת ישראל, שמירה על חיי אזרחיה יתקיים.

צדקתי עד כה לחלוטין בשאלה התרבותית הישראלית

צדקתי כשהערכתי שהשבטיות הפוליטית תחזור לישראל ובגדול. פוליטיקאים רבים מהמרכז-שמאל ממשיכים להתבצר, כל אחד כראש של מחנה קטן ונפרד, ומסרבים להתאחד. צדקתי כשאמרתי שחברים רבים, שנשבעו ש"ביבי חייב ללכת ביום שאחרי המלחמה", יחזרו בסוף לתמוך בו או בליכוד פשוט כי לטענתם "אין אפשרויות אחרות". צדקתי כשהזרתי שהישראלים ימשיכו לקנות מחברות שניצלו את המלחמה כדי להעלות מחירים. הם ימשיכו לספוג בשקט את האכזריות של מערכות החינוך, התחבורה והבריאות – מערכות שרק ימשיכו להידרדר ביחס לנטל המס הכבד, שכן אחוזים הולכים וגדלים מתקציב המדינה מוסטים כעת לביטחון, לשיקום, ולתשלומי הריביות התופחים על החוב הלאומי. הציבור ממשיך גם היום להתהדר ב"מוח הישראלי", ב"אקזיטים" וב"שקל החזק", למרות שלרוב אין לו שום קשר להצלחות הללו, והוא אינו מבין את התמונה המקורו-כלכלית המלאה. מצבה המדיני של ישראל במערב כנראה מעולם לא היה גרוע יותר, אך העובדה הזו עדיין אינה זוכה להכרה או להפנמה מספקת בציבור. המצב הפנימי עדיין מאוד בעייתי, בדגש על נושא שנאת החינם במדינה. בין היתר היו

מספר מקרים רק לאחרונה של התנכלויות כנגד אוכלוסייה יוצאת ברית המועצות למרות שהיא נמצאת במספרים עצומים בישראל כבר למעלה מ-30 שנה. מתקיפות והתנכלויות בבתי ספר ועד עדויות כמו בזמן המלחמה האחרונה עם איראן שדיירת בבניין דרשה שדיירת אחרת דוברת רוסית תישאר מחוץ למקלט כי היא "לא סובלת את השפה".

במקביל, המערכת הפיננסית ממשיכה לטמון את ראשה בחול; היא מקווה שמחירי הדירות ירדו רק באופן זמני או שיישארו בקיפאון, ושזה יעצר שם. איזה תרחיש מבין השניים טוב או רע? זה כבר עניין של פרספקטיבה. אך מה שחמור באמת הוא שלשני התרחישים הללו יש השלכות עומק, שהן נגזרת של שאלה קריטית אחת "**ואז מה?**", זו שאלה שאף אחד מאנשי ה"מקצוע" אינו טורח לשאול, ובוודאי שאינו יודע לענות עליה. בינתיים חוסר התכנון האסטרטגי זועק לשמיים בכל חזית:

- **אין לישראל שום תוכנית מגירה** למקרה שבו ציר סוני יחליף את הציר השיעי כאיום המרכזי על המדינה.
 - **אין לישראל שום תוכנית פעולה** למקרה שבו השלטון בארה"ב, או אפילו הנהגת אחת משתי המפלגות שם, ייפול לידי גורמים אנטי-ישראליים, בין אם מדובר בפרוגרסיבים בשמאל או בבדלנים בימין.
 - **אין לישראל תוכנית** למקרה שבו מפלגות איסלאמיסטיות קיצוניות, הדוגלות בהשמדת ישראל, ישתלטו על מוקדי כוח באירופה. בישראל אומנם מרבים למלמל ש"אירופה מתאסלמת", אבל אין שום היערכות ליום שבו ישראל תמצא את עצמה מנותקת כלכלית ומדינית מאירופה בשל כך.
 - **אין לישראל תוכנית** למקרה של גל פיטורים המוני בהייטק, בין אם מהפכת הבינה המלאכותית (AI) תתגלה ככישלון מוחלט וחברות יצטרכו לקצץ עובדים כמו בכל משבר בתעשייה – או דווקא כהצלחה מסחררת שתייתר עובדים.
- היהירות, תרבות ה"יהיה בסדר", והבורות, עדיין שולטות בחברה הישראלית ביד רמה. בינתיים, החלקים הטובים של התרבות הישראלית, היזמות והחדשנות, הם אלו שמחזיקים את ראשה של המדינה מעל המים. אך לאחר 20 שנות שגשוג, ישנה סכנה אמיתית שהחלקים השליליים יהפכו למשקולת שתוביל למשבר כלכלי רציני, גם אם זמני. הבעיה העמוקה ביותר כאן היא לא שהצפי הוא לשיפור; הבעיה היא שיש **אפס שיח ציבורי ואפס תוכניות עבודה** למקרה שהמצב מידרדר.
- דבר נוסף שהתראתי עליו שוב ושוב, זה שלא ייתכן שיהיה עסקת חטופים מלאה ושחמאס יושמד. מאז שעסקת החטופים יצאה לפועל חמאס חזרה לשלוט ברצועה. איך זה שיפור של המצב הקודם? אין לי מושג. כל מה שאני יודע שהימצאות של כוחות וארגונים של מדינות אחרות יסבכו את היכולת של צה"ל לפעול בעתיד. כן יש לומר, שבנוגע לחיזבאללה ואיראן המצב השתפר פלאים, וזה הישג משמעותי.
- מדינת ישראל צבאית לפני 3 שנים פחדה מאוהל שחיזבאללה הקים בשטח מפורז. היום הפחד הזה לא קיים.

למה הספר הזה ניתן בחינם ? ולמה ערכתי ותרגמתי אותו בעצמי

חווית העריכה והתרגום של הספר בזמן אמת, בשעה שחלק מהתרחישים שכתבתי עליהם כבר התרחשו מול עיניי, הייתה מרתקת. ולא הייתי מבצע את תהליך העריכה הזה בעצמי אלמלא ה"תעוזה" של תעשיית ההוצאה לאור. והנה דוגמא נוספת לחשיבות של הבנה בעסקים. סטטיסטית, הרוב המוחלט של ספרים אינו עובר אפילו מכירה של 100 עותקים בצורה אורגנית. על אחת כמה וכמה בתחום כל כך רחב כמו השקעות וכלכלה, שבו כל אחד שרוצה להיות "גורו" כותב ספר, עוד יותר כעת בעידן ה-LLM. ישראלים לא קוראים הרבה ספרים בכלל, מה שמעיד על הסיבה שבשביל ספר שייחשב רב מכר היום בישראל מספיק למכור 5000 עותקים. המספר הזה ירד, בעבר הוא היה 20 אלף, עדות לכך שהציבור הישראלי קורא עוד פחות מבעבר. תג המחיר שקיבלתי בעבור תהליך ההפקה עוד לפני שיווק היה 70 אלף ש"ח, כן זה ללא "חבילות שיווק". כדי להרשים אותי ושאר ה"סופרים" שמגיעים לבית ההוצאה לאור, ההוצאה מוציאה כספים על כוסות קפה מעוצבים ושלל דברים נוספים מיותרים ומשתמשים בטקטיקות להרשים שהם מוצלחים כדי ש"נאמין להם" במה שאנחנו רוצים להאמין, שכתבנו ספר נהדר שימכור הרבה ושבאמת לא "כל ספר" יכול להתפרסם אצלם ושהם מוצלחים ומוכרים הרבה עותקים.

"You know why the Yankees always win, Frank? 'Cause they have Mickey Mantle?" "No, it's 'cause the other teams can't stop staring at those damn pinstripes." from the 2002 film Catch Me If You Can, spoken by Frank Abagnale Sr. (Christopher Walken) to his son.

הרוב המוחלט שכותבים ספרים מוכרים כמה עותקים לסביבה הקרובה שלהם שעושה להם טובה לקנות וכנראה שלא באמת קוראת. זאת בדיוק הסביבה בעבורה כתבתי את הספר, ולעולם לא הייתי גובה מהם שקל בעבור זה כי הספר נועד לעזור להם. הכרות עם תעשיית ההוצאה לאור מלפני כן לימדה אותי שהמקומות הללו לרוב מרוויחים את כספם מ"סופרים" שמקווים להצליח, שרובם המוחלט לא. כלומר, הסופר בעצם מממן את הפעילות ואם ספר רווחי אז זה "הדובדבן שבקצפת". זהה לחלוטין למרבית מנהלי השקעות שמרוויחים תחילה עמלה על "דמי ניהול, הפקדה" ואז מרוויחים אחוזים מהרווחים. הרוב המוחלט מהספרים שכן מצליחים למכור ספרים במספר רב, הם לא אנשים שאינם מוכרים כלל וכותבים ספר בפעם הראשונה, אלא רובם כבר מפורסמים מלפני כן. בנוסף במקרים רבים, כדי שספר יימכר איכות המסר יורדת. קריימר בריאיון שהוא עשה לפודקאסט של compound סיפר שספר שהוא כתב היה במקור 500 עמודים. כשהביא אותו להוצאה לאור, לאחר עריכה חתכו אותו ל-300. כששאל למה, הוא נענה שאם הספר יהיה ארוך מדי אנשים לא יקנו (יפחדו מהאורך) ויכול להיות שלא יסיימו גם אם יקנו ולכן לא יוכל להמליץ לחברים (שיווק). כשהוא בדק מה נמחק, הוא גילה שלדוגמא הוא סיפר על מצב מסויים של חברות וערך השוואות בין חמישה מהם. העורך החליט למחוק 4 מתוך חמשת הדוגמאות שלו לסיטואציה. הדוגמא הזאת משקפת ניגוד עניינים מהותי שקיים לפעמים בין מי שמעוניין למכור עותקים

לבין מי שרוצה לקבל בעבור כספו מסר כמה שיותר איכותי. את הקורא לא מעניין כמה ספרים נמכרו, מעניין אותו שהספר שהוא קורא יהיה איכותי ומלמד. אני לא רציתי להיות במצב שבו אני נמצא בניגוד עניינים אם אלו שבכלל יועילו בטובם לבזבז דקה מזמנם לקרוא משפט מהספר שלי. ולכן כשהבנתי ישר שהבחור הנחמד מאוד שהביאו כדי לדבר איתי על הספר היה איש מכירות ולא איש כלכלה, השקעות, או איש של ספרות קיבלתי החלטה באותו רגע (עוד לפני הצעת המחיר) שאני לא אהיה מעוניין. את הרקע שלו ביררתי בזריזות כי במקום לבצע לי KYC אני עשיתי לו (KYC = Know Your Client) ריאיון זריז. הרקע שלו היה מכירות. לא היה לו את הכלים לאמוד את איכות התוכן או אותי. זה בסדר, אלה חוקי המשחק. ולכן הם הוצאה לאור מצליחה.

"There's a reason successful books say 'best-selling author,' not 'best-writing author.'" – Robert Kiyosaki in the legendary masterpiece Rich Dad Poor Dad

רוברט קיוסאקי, יהיו הביקורות עליו אשר יהיו, עשה שירות אדיר לאנושות בכך שהוא הזניק את עולם הידע הפיננסי שקיים לנו ברשת ובספריות. בזכות הספר שלו, שאותו קראתי בחטיבה נפתח לי הראש אל העולם הזה. את אותו ספר השגתי בחינם מספריה עירונית. אני בן לדור שגדל על האינטרנט, שמאמין שידע צריך להיות זמין ונגיש ושאני עומד היום על כתפיים של אנשים שהרבה מהם נתנו לי מחמתם בחינם באינטרנט באתרים שלהם או בטייוב, וחלק בחרתי לקנות ספרים כדי שיהיו לי עותקים פרטיים (שאותם קניתי יד שנייה במחיר מוזל). כאשר אלה האלטרנטיבות אלי והם כולם בחינם: וורן באפט, ג'ף בזוס, סטיב ג'ובס, האוורד מארקס, מוניש פבראי, סטנלי דרקאנמילר, פול טיודור ג'ונס וביל אקמן, ועוד המון, איך אני יכול להיות חצוף מספיק ולדרוש אפילו שקל אחד בעבור ספר, שאני יודע שאני מוכר ללקוח מוצר נחות במחיר יקר יותר. ועוד לעשות זאת לחברים ומכרים שעלולים לקרוא מתוך תקווה שזה יעזור להם? אבל במקרים רבים זה בדיוק הסגנון הישראלי. בדיוק כמו שההוצאת ספרים, זלזלה באינטליגנציה שלי, והצמידה לפרויקט תג מחיר מופקע ודיברו איתי על "התחושה שלי" כשאחזיק ספר ביד ושאני אוכל להזמין חברים ומשפחה לאירוע ההשקה. דיברו איתי על כך שזה היה ההישג, בעוד שההישג האמיתי היה לסיים את הספר. הם קיוו שאני אחלום לקבל תמורה כספית, למרות שהתמורה היחידה שאני חולם עליה היא שמישהו בכלל יקרא את הספר ויתן לי ביקורת. הם קיוו שגם אני, כמו רבים אחרים, מנסה לקושש לעצמי עדת עוקבים דרך טייטל של "סופר", ולכן אסכים לשלם סכום גבוה ואקווה שבאמצעות שיווק אגרסיבי (כסף נוסף שאשלם להם) אחזיר לעצמי את עלות ההפקה. ההתנהלות שלהם הייתה מיקרו-קוסמוס לבעיה המהותית בעיניי בתרבות העסקים הישראלית, תרבות שלא תשתנה לעולם. החלטתי למנוע כניסה של כל גוף מסחרי לתהליך הזה מסיבה פשוטה: רציתי שהספר יהיה נגיש בחינם לחלוטין. עצם העובדה שאתם מקדישים מזמנכם לקרוא אותו היא כבר הימור והשקעה גדולה מספיק מצידכם, ולא רציתי להכניס למשוואה הזו שום משתנה כלכלי. הספר הזה נכתב

במטרה אחת: לעזור לחברים שלי. לתת להם מקורות מידע וכלים לחשיבה עצמאית, כדי שלא יעשו שטויות פיננסיות ולא ילכו שולל אחרי עוד "נביא שקר" תורן, ויתירה מכך, גם אני עלול להיות כזה. אני מדבר פה אליכם בדיוק כפי שאמר ירמיה הנביא, אני לא יכול לעצור את עצמי, זה כאש בוערת בעצמותי. הספר הזה נערך ותורגם באמצעות LLM, דבר שצריך להדאיג מאוד את כל מי שמתעסק בעריכה, תרגום או פרסונליזציה. לקח לי זמן כי הספר אינו עיסוקי העיקרי, ובעיקר בגלל שעברתי על כל מילה שהוא ערך או תרגם, כתבתי הרבה דברים מחדש והוספתי המון מידע היכן שהיה צריך מביקורות על הגרסא המקורית שאותה סיימתי לפני חצי שנה. השפה כאן מעורבבת בין ספה ספרותית למדוברת מפני שהרבה מהכתיבה שלי מבוססת מצב רוח או לחילופין הצורה בה אני רואה לנכון להעביר את המסר. אם ההוצאה לאור הייתה מבצעת את העריכה, לא היה גרסא מתורגמת, ולדעתי היה ספר הרבה פחות איכותי.

הקדמה

הספר הזה מוקדש לאישה שהיא האור של חיי, להולכים על 4 ששמים לי חיוך עם אהבתם האינסופית, ולגיבורים שלי שליוו אותי יד ביד בדרך עד כה, וממשיכים ללוות אותי כל יום.

"גם כי אלך בגיא צלמות לא אירא רע כי אתה עמדי"

לפניכם נפרס התהליך המחשבתי של משקיע שמתיימר להתמחות בהשקעות במניות של חברות בודדות והפעם אני מסתכל על העסק שנקרא מדינת ישראל.

היסטוריה, פילוסופיה ותיאוריה לגבי העבר מתוך ניסיון להבין את הווה והעתיד של העולם.

"עם שאינו יודע את עברו, ההווה שלו דל ועתידו לוט בערפל" – יגאל אלון.

הכרת עסק שנראה מעניין (ואותי חד משמעית מעניין ישראל).

במבט ראשוני נראה שיש לו אפסייד מזהיר, סטארט אפ ניישן עם קצב ילודה חיובי, דבר נדיר בעולם המערבי. לאזרחיה יש יכולות המצאה, עשו את הבלתי אפשרי (חזרו לארץ, החזירו לחיים שפה מתה), תמיד מנצחים במצב של מעטים מול רבים, דמוקרטיה (עם על פניו נראה שיש Rule of law), ועוד הרבה דברים שהולכים לטובתה.

בעסק, שנראה מעניין, ונראה שיש לו אפסייד יפה, צריך להסתכל על הספרים. צריך להבין מהם הנכסים שהעסק מחזיק, שעליו הוא בונה כנקודת הון, ואיתו הוא עובד ביחס לחובות. זה ה underbelly של העסק, כלומר, ואני מצטט את פיטר לינץ' 'You can't go bankrupt if you have no debt'. אבל אם יש, צריך להבין איך העסק שרץ מתכוון לשמר את תזרים המזומנים הנוכחי שלו כדי לעמוד בהתחייבויות ולהשקיע לטובת צמיחה.

- הנכס העיקרי של החברה הישראלית הוא נדלן למגורים, שהוא משמש את בסיס כל המערכת. הוא גם מהווה את גורם החוב הבסיסי של החברה הישראלית, שהיא המשכנתא.
- מקור תזרים המזומנים העיקרי, הוא תעשיית הטק.

על פניו, שתי דברים היו עובדה מוגמרת בעשור הקודם, והיה נדמה שלנצח הם יישארו כאלה. לקחת הלוואה ולפרוס עד אין סוף בריבית אפסית היה חכם, במיוחד לטובת נכסים. בנוסף היה נראה שהצמיחה בעולם הטק לא תיגמר לעולם ולכן ללכת לתחום היה נראה הדבר הבטוח והנכון לעשות. על המגדלים האלה, שוק הדיור ושוק הטק, נבנו בישראל הרבה מאוד תוכניות. השאלה החשובה ביותר מבחינת סיכון, היא האם המגדלים האלה עדיין יציבים?

בעשור הקודם במדינת ישראל היו 2 דברים שהם היו 100% בטוחים בעבור בני הדור הצעיר. תלמד לתכנת, ותקנה דירה. המונים עשו זאת, וזאת הייתה החלטה משתלמת מאוד. הם עשו המון כסף ממשכורת, והתעשרו מדירות למגורים, בין אם למגורים אישיים או להשקעה. המון גורמים גם נהנו משתי הטרנדים הללו, חברות בנייה, מכללות מקצועיות, קבלנים, בנקאים, ומורים לתכנות בין היתר. כל אלה יחד, פירנסו עוד עסקים ואנשים, ברים וברמנים, מסעדות ושפים, והטבעות הללו המשיכו.

ובמבט ראשוני, אני חושב, שהחגיגות האלה ייגמרו, גם אם כיום נדמה שחלקן לא נפסקו, וחלק נראה שהם רק התחילו להידלדל, אבל אני חושב שזה זמני.

המשימה שלי כמשקיע בדרך כלל, הוא לזהות כמה שיותר מהר שהעסק הוא לא בשבילי, או שקשה לי מדי להחליט להשקיע בו, ולכן אני להפסיק להתעניין בו. אני באופן היסטורי, השקעתי דווקא בעסקים בשעות מאוד קשות, וצדקתי בנוגע לכך שחשבתי שהשעה הקשה היא זמנית. ה Track Record שלי מצויין כרגע, אבל זה גם יכול להיות באופן זמני (נאסים ניקולס טאלב מזכיר לי זאת כל הזמן בספרו תעתועי האקראיות). אז גם שעת מלחמה, או כל דבר אחר שנראה בעיני רגעי הוא לא סיבה לפסימיות. העבודה של משקיע, ושל אנשי עסקים באופן כללי כאשר מסתכלים על עסק ספיציפי, הוא תחילה להבין איפה העולם נמצא היום, ואיפה העסק הספיציפי הזה נמצא ביחס לאותו עולם. אחרי זה, עולות שאלות כמו, האם העולם ימשיך כך לפחות בעתיד הנראה לעין באותו הדרך (ואיזה שינויים סביר להניח שיקרו מתישהו, קרי עליית ריביות ומה יישאר קבוע).

"I very frequently get the question: 'What's going to change in the next 10 years?'"

And that is a very interesting question; it's a very common one.

I almost never get the question: 'What's not going to change in the next 10 years?'"

And I submit to you that that second question is actually the more important of the two - because you can build a business strategy around the things that are stable in time. ...

[I]n our retail business, we know that customers want low prices, and I know that's going to be true 10 years from now.

They want fast delivery; they want vast selection. It's impossible to imagine a future 10 years from now where a customer comes up and says, 'Jeff I love Amazon; I just wish the prices were a little higher,' [or] 'I love Amazon; I just wish you'd deliver a little more slowly.'

Impossible.

And so the effort we put into those things, spinning those things up, we know the energy we put into it today will still be paying off dividends for our customers 10 years from now.

When you have something that you know is true, even over the long term, you can afford to put a lot of energy into it."

- Jeff Bezos

הסיבה לתחושות שלי היא שאני כן חושב שיהיה שינוי בדברים מסויימים בארץ, בגלל דברים אחרים שבאופן היסטורי לדעתי אף פעם לא משתנים. הקידמה האנושית אל תוך הטכנולוגיה, הרצון של עסקים מצויינים להיות יעילים יותר, והעובדה שריביות הן כמו כוח הכבידה למחירי נכסים, שרוב האנשים עושים שינויים קשים רק לאחר סבל עמוק, ושעובדי ציבור משנים דברים רק כש "The pitchforks are out". כל אלה לא יישתנו.

השאלות שמובילות אותי בהרבה מקרים במסע של להבין את העסק שנמצא לפני מובא לפניכם: האם העסק שלי בריא מספיק לעמוד לפחות בגל צונאמי הראשון שיצוץ משום מקום? האם המנהיגים של העסק, הם צוות חובלים טוב מספיק לנווט בתוך סערת הגלים שלאחר מכן? האם קיימת איכות מסויימת לעסק, מבחינת יכולת ביצוע, קרי - צוות מצויין עם תרבות שעומדת לצידו ועושה את ההבדל בינו לבין כל השאר?

אנחנו לא יודעים אף פעם מה יהיה מחר בעולם, ולא יודעים מה יקרה עם העסק, השאלה היא שאלה הסתברותית של מה יהיה קדימה. אבל ככל שהעסק בריא יותר מבחינת balance sheet, יהיה לו מספיק חמצן ודם לתחזק והלשקיע בצמיחה (תזרים מזומנים יציב וחיובי, שההשקעות לטובת צמיחה יגדילו את התזרים לאורך זמן) ותרבות מצויינת. אין הרבה עסקים כאלה ויש עסקים שאין להם ברירה אלא להיות כאלה.

למדינת ישראל אין ברירה בגלל שקיים סיכון קיומי אמיתי, ולכן מדינת ישראל חייבת לתפקד כמו ארגון מצויין.

אשתף שמעט לפני תחילת העשור הנוכחי, עוד ב-2018, סיפרתי למי שרק הקשיב לי בחו"ל שאני בטוח שישראל זה המקום להיות בו. ששנות ה-20, יהיו העשור של ישראל. מה שהתפתח לאחר מכן שם אותי בתמונה אחרת. גם התפתחויות בעולם העסקים וגם סוף עידן ריביות האפסיות. מה שעוד יותר שינה את התמונה בעבור ישראל הם מאבקים פוליטיים במדינה, וחוסר יכולת להתעלות במאבקים האלה היום

אלא אם ממש אנחנו עם סכין על הצוואר (כמו ב12 הימים של המלחמה עם איראן) הם חלק מהסיבות שגורמים לי להרגיש מעט אחרת.

אתם מוזמנים להצטרף אלי, בו אני מסתכל על האוקיינוס (העולם), על הספינה (המדינה), על ההנהגה, וצוות הספינה עצמו - בניסיון להבין מה מצב הספינה.

השורה התחתונה היא שישראל נמצאת במרוץ נגד הזמן כאשר האוייבת הגדולה ביותר שלה היא עצמה.

אתם תראו שאני מושפע מאוד מבחינת חשיבה על ידי דמויות מסוימות. אני אומר מראש שאני לא מנסה לחקות אותם. אני מנסה לקחת רעיון שאני מסכים איתו או שמתאים לי, ואני מאמץ אותו לסגנון האישי שלי. אני לא אוכל לעשות מה שוורן באפט עשה בקוקה קולה - זאת עובדה, והוא לא יכול לעשות מה שאני עשיתי במניות אחרות. כשהלכתי לפגישת משקיעים של ברקשייר באומהה התחלחלתי. חלק נרחב החליפו את המסר בשליח. הם הגיעו איתו לרמת פולחן האישיות. ומבחינת הרבה מהם מה שהוא עשה זאת הדרך היחידה והם מנסים לחקות אותו בכל רובד אפשרי – בסתירה מוחלטת למסר שלו.

יש אין סוף דרכים לגן עדן. יש כאלה שיעשו מליארדים כאקטיביסטים, שורטיסטים, כסוחרים. סטטיטית מספרם נמוך יותר מאלה שמחזיקים נכסים לטווח ארוך מפני שלהרוויח כסף על ידי רכישה והחזקה של נכסים מצויינים לטווח ארוך זה קל יותר. זה מתאים לי מפני שאני לא חושב שאני חכם מספיק לעשות משהו אחר. אני לא פוסל אף סגנון ואף אדם. אני כן אהיה סקפטי לגבי עומק החשיבה של אדם שעשה כל פעולה, ואנסה לבחון את צורת החשיבה שלו ואולי לעודד אותו ללמוד או לחשוב בכיוונים נוספים גם אם הפעולה שביצע זהה לשלי.

אתם תראו שמשו אחד שאני מהדהד זה בעיקר היכולת לפרגן לאחרים כשהם עושים כסף בדרכים שונות מאיתנו. זה ההגנה הכי טובה מהשקעה בבועה – שבועה מטבעה היא הסכנה הגדולה ביותר לכל משקיע ולכן העיסוק בה כל כך מרתק אותנו. ניהול נכון של תיק השקעות בבועה היא המפתח להתעשרות או התרוששות מהירה.

פרק 1 – איך המוח שלי עובד

למה אני כותב?

"ואמרתי לא אזכרנו ולא אדבר עוד בשמו והיה בלבי כאש בערת עצר בעצמתי ונלאיתי כלכל ולא אוכל" (ירמיה, פרק כ, פסוק ט).

בתור בדיחה שפתחתי פייסבוק עוד בכיתה ח' הפייסבוק ביקש ממני לבחור מקצוע אז בחרתי במקצוע מאוד חריג. להבדיל מכל פרח שהחליטה לכתוב "לא עובדת עובדים בשבילי" בחרתי באלטרנטיבה לא מובנית לאיש ושכנראה לא הופיע בפלטפורמה הזאת לפני כן. הסיבה - אני אדם הזוי. תתחילו להתרגל.

בדיחה אישית שלי שהחליטה להגדיר את עצמי בתור בדיחה כעובד ב"Prophet In God's Army" או בתרגום לעברית "נביא בצבא האלוהים". אלוהים כנראה קילל אותי, בכך שהוא לא מדבר איתי כמובן, אבל הוא נותן לי לחשוב דברים לבד, ולהתבשל איתם כל כך עד שאני לא נרגע ואני חייב להוציא אותם אל העולם. כלומר, אני לא מסוגל לעשות דבר אחר עד שאני לא משחרר את עול הדברים שיש לי לומר ושבדרך כלל אני סותם את הפה כי אנשים לא רוצים לשמוע ולא רוצים להקשיב. ומצד שני אני מקולל באותה הקללה הקלאסית המובעת במקרא - איש לא מקשיב כי אני לא מעניין אף אחד (או שלאנשים אין רצון להקשיב). לא להיות נביא אמיתי זאת ברכה, כפי שאנחנו רואים מלימודים של המקרא - להיות נביא מגיע עם אחריות גדולה וחיים חרא. ואני לא רוצה את האחריות ולא את המחיר שהנביאים שילמו, ועל כן אני שמח בזה שאיש לא מקשיב ובכך שאיש לא יקרא.

אני מציין את זה, כי אין לי מה למכור. זה דבר חשוב לציון. כי כל מי שבדרך כלל מדבר על הדברים האלה מנסה למכור משהו. כתבים כלכליים רוצים למכור מאמרים, עורכי העיתון רוצים למכור פרסומות. אנשים בפאנלים בחדשות רוצים חוזה כספי ופרסום. קבלנים רוצים למכור דירות. מתווכים רוצים שתקנו את השירות שלהם. פוליטיקאים מנסים למכור את עצמם בעד קולות. מנהלי השקעות רוצים למכור את השירות שלהם, מוכרי קורסים למינהם מנסים למכור את הידע הכללי שלהם במקום ליישם אותו בפועל.

כשאנשים שואלים אותי במה אני עובד או מה אני עושה למחייתי, אין לי תשובה קצרה ומתמצתת חוץ מלהגיד שאני אני. ולכן אני מתחיל להסביר לאט והם הולכים לאיבוד מהר, ואז הם קוטעים אותי ומנסים להגיד לי שהם מבינים ומתחילים לתאר לי משהו שזה ממש ממש לא זה. **ככל שאדם מונע מפחות אגו, יש יותר סיכוי שיקשיב. ולכן הרוב לא מקשיבים בכלל**, ואלה שכן קצת מקשיבים, התת מודע שלהם נפגש מהר מאוד עם העובדה שיש לאיש השיח שלהם מהצד השני אוקיינוס של ידע שהוא לא ברור

להם. אוקיינוס, לא ניתן להכניס לתוך קופסא, אז הם מהר מאוד כן מנסים להכניס אותי לתוך קופסאות שהם מכירים, ובכך הם מפסידים את מה שנמצא מולם.

הם כמו כמעט כולם, חושבים ב **Aristotelian logic** צורה שמאוד לא טוב לחשוב בה. היא לוגיקה שמנסה להגדיר כל דבר ולהכניס כל דבר לקופסאות. העולם לא עובד לפי הגדרה שהיא ברורה, ואנחנו רואים זאת בפיזיקה ובמדע כל הזמן. (רפרנס נוסף לספר מעולה Science and Sanity, by Alfred Korzybski, הוא מסביר איך השפה והחשיבה הקטגורית שלנו מעוותת את התפיסה שלנו לגבי המציאות).

למרות שהפיזיקה הניוטונית הספיקה לנו להנחית אנשים על הירח, אנחנו יודעים היום שהיקום לא עובד בצורה שהוא תיאר אותה, אבל מנגד אנחנו עוד לא יודעים בדיוק איך היקום עובד. אותו דבר עם קרני אור, ומהירות האור. אין לנו מושג מה זה פוטונים. לא באמת. המון מחקרים שאנחנו עושים מעידים על הסתברות מסויימת שמשו הוא כפי שנדמה לנו אבל אנחנו לא יודעים בוודאות. זה כמו שתרופה מסויימת מטפלת ב-90% מהמקרים אבל לא 100%, ואני חושב שאם תשאלו את הרופאים שלכם על תרופות מהו הNNT (זה אחוז המטופלים שהתרופה באמת עובדת עליהם... לדוגמא אקמול אחוז ההצלחה מאוד גבוה, תרופות אחרות שהם חזקות מאוד למחלות קשות יותר, האחוזים צונחים משמעותית במקרים רבים. בנוסף, האחוזים של התופעות לוואי עולה וגם חומרתם). הסתכלות על התרופה בהינתן נתונים מלאים עלולה במקרים מסויימים להפתיע אתכם ואולי מתוך ניהול סיכונים תבחרו אפיק אחר של טיפול מתוך האפשרויות שהרופא מציג בפניכם.

כמו כן - הנחות היסוד שלנו במקרים רבים מסמתכות על דברים שאינם מוחלטים, והם בעצם נבנים על משענת קנה רצוף שהופך לבסוף למגדל קלפים שקורס. הספורט של עולם ההשקעות ושל עולם העסקים הוא ספורט לאנשים שיכולים לחשוב באופן שאינו מקובע. כפי שנאסים ניקולס טאלב מציג - אם אתם רוצים לעסוק בעבודה שבה אתם רוצים לעשות פעולה מסויימת שכנראה תגיע לתוצאה שפחות או יותר ידועה מראש תהיו רופאי שיניים. ולפני שמישהו יגיד לי שגם בהשקעות יש מכשירים שהתוצאה שלהם ידועה מראש, כמו חשבון חיסכון שבו אולי ההחזר על הכסף המופקד ידוע, מה שחשוב אינו ידוע כלל והוא שימור כוח הקנייה שהוא הסיבה המקורית שבכלל ביקשתם את הריבית.

"It ain't what you don't know that gets you into trouble. It's what you know for sure that just ain't so."

Mark Twain.

הבעיה העיקרית שעולה לאנשים הרבה מאוד כסף קשור מאוד בשאלה האם ה ¹Feedback Loop קצר או ארוך. העובדה שלהשקיע במניות נראה פשוט והרי אנשים קונים או מוכרים מניות בלחיצת כפתור (מוזמנים לקרוא את Simple but not easy של ריצ'ארד אולדפילד). הבעיה העיקרית היא שלמדוד את ההחזרים בצורה אמיתית, אף אחד כמעט לא עושה ולדעת אם קיבלת החלטה טובה זה בלתי אפשרי. יתירה מכך feedback loop עלול לתת תחושה מהירה מאוד שאתה גאון.

"The stock investor is neither right or wrong because others agreed or disagreed with him; he is right because his facts and analysis are right."

Benjamin Graham, The Intelligent Investor

ומי שחושב שהמשקיע הנבון הוא ספר מורכב לא מכיר את הספר האמיתי והמקצועי של גרהאם. המבחן הראשוני והאמיתי למשקיע שטוען שהוא רציני בנוגע להשקעות (ולא מהווה מבחן בנוגע ליכולותיו), הוא אם הוא קרא את Security Analysis של גרהאם ושל David Dodd. אז פעם הבאה שגורם מקצועי יתלהב שהוא קרא את המשקיע הנבון, תשאלו אותו על Security Analysis. בהערה קטנה על הספר הזה, הוא מעורר אצל הקורא את החשיבה על Opportunity Cost.

העניין המורכב בהשקעות, הוא שיש כל כך הרבה משתנים שאנחנו לא רואים אותם וזוהי בעיה רצינית בפני עצמה. לכן תשמעו הרבה אנשים מאוד מאוד מצליחים שיגידו שהיה להם מזל. הם יעידו שקרה משהו ששינה את התמונה שהם לא תכננו עליה בכלל. וזה מאוד נכון גם לגבי. אם אנחנו מחליטים להיות משקיעים המתכננים להשיג החזרים הגבוהים משאר השוק, המטרה אם כך היא לשים את עצמנו במצבים בהם:

"Heads I win big, tails I do not lose much" Mohnish Pabrai

רוב האנשים לא באמת מקבלים את ההחלטה הזאת. הרוב המוחלט מקבל את ההחלטה להיות כמו כולם, מפני שהוא טוען מצד אחד ש"אי אפשר להכות את השוק. הציבור נוטה לרדוף אחרי החזרים שהשכנים שלו מבצעים ולקנות ולמכור את בית המגורים שלו כשכולם עושים זאת. הציבור נוטה לקנות גם מניות שאנשים אחרים קנו ועשו מהם כסף, בתקווה שהם ירוויחו כמוהם (אנחנו נדבר בהמשך למה להשקיע עם השוק במקרים רבים זה מצויין, אבל הכסף הגדול נעשה בקצוות כאשר במקרים נדירים אנחנו בוחרים את העמדה הנגדית לשוק). מצד שני, הציבור מסרב לוותר על הפנטזיות שלו להיות יותר עשיר מאחרים, ולפעמים מקבל החלטות שמביעות את הטענה הנובעת בתת מודע הגורסת כי הוא

¹ לולאת משוב - תהליך שבו הפלט (התוצאה) של מערכת מסוימת "חוזר" חזרה אל המערכת כקלט, ובכך משפיע על הפעולה הבאה שלה

מזהה משקיע מעולה (שאנחנו רואים אנשים פעם אחר פעם משקיעים בדברים שנגמרים בכותרות שליליות) למרות שגם הוא וגם מי שהוא נותן להם את הכסף לא יודעים לעשות כנראה DCF (ואם אתם לא יודעים מה זה, אתם חד משמעית בקטגוריה הזאת) פשוט.

אנחנו גם עדים לכך שכל אחד שלוקח קורס בהשקעות מנסה להוכיח שהוא כן מבין בהשקעות טיפה במקום לשתוק ולנסות להבין מה אני יכול ללמוד מהסיטואציה בשלב הזה בקריירה. כולם מחפשים את המניה הבאה בשיחות, במקום לנסות להבין צורות חשיבה.

הבעיה הגדולה ביותר לכולנו היא שאנחנו אף פעם לא יכולים לזהות מי צודק בנוגע לעתיד ומי לא.

“No amount of sophistication is going to allay the fact that all of your knowledge is about the past and all of your decisions are about the future.” - Ian Wilson, former GE executive

זה שיש למישהו קבלות מטורפות לא אומר שהוא ימשיך להשקיע בצורה מדהימה. זה בדיוק מה שקרה לSeth Klarman בעשור האחרון (ואם אני משתמש בשמות שאתם לא מכירים אני מציע את הכלים הבאים, גוגל, יוטיוב. גילוי נאות, אני בעל מניות באלפבית, אז שלא יאשימו במשהו, אתם מוזמנים לחפש בצ'אט ג'יפיטי או Yahoo).

Howard Marks מתאר את הפגישות שלו עם משקיעים כפגישות שבהם הוא שואל משקיעים מה הם מעדיפים יותר תשואה או פחות סיכון. המשקיעים עונים שהם רוצים את שתיהם, שלזה האוורד מארקס עונה “You can’t have both”. על פניו, בפעמים רבות בני אדם מבינים שדווקא איפה שיכול להיות הרווח הכי גבוה קיים סיכון גבוה יותר. הרי אם זה היה ברור שהרווח גבוה וההשקעה בטוחה השוק היה נוהר לשמה ומוריד את התשואה מהר מאוד כלפי מטה בגלל שכולם היו משקיעים ובכך מעלים את המחיר ביחס לתשואה והופכים את ההשקעה לפחות וודאית.

הדרך היחידה שבה אפשר באמת לנסות ליצור מצבים שבהם הסיכון לדעת המשקיע מאוד נמוך והאפסייד מאוד גבוה, חייב להיות מצב שבו המשקיע יודע יותר משאר הציבור, או מבין את הנתונים טוב יותר משאר הציבור, ולכן במקרים רבים אותו משקיע חושב אחרת מחבריו או לחילופין מציבור המשקיעים שלו. זה המשמעות של משקיע שהוא קונטרריין.

אחד החלקים המצחיקים ביותר שאנשים שבוחרים מנהל השקעות הוא שהם משגעים לו את השכל בשאלות על התיק ומפעילים לחץ, או לחילופין מאיימים או מושכים כספים. במקרה הגרוע ביותר עבורם

הם שמים את כל כספם עם מנהל השקעות שמבטיח להם את הבלתי אפשרי תשואה מטורפת ואפס סיכונים.

משחק ההשקעות הוא משחק הסתברותי בו אנחנו מנסים להבין מה הסיכוי שהסיכונים יתממשו ומה הנזק הפוטנציאלי במקרה שיתממש. מצד שני אנחנו מנסים להעריך מה הסיכוי לזה שדברים יתפתחו לטובה ומה הרווח הפוטנציאלי. העניין הוא שאנחנו כל הזמן מתעסקים בבלתי ידוע.

“Warren Buffett once told me about his two criteria for a desirable piece of information: it has to be important, and it has to be knowable” - Howard Marks

בגלל שאנחנו מתעסקים בעתיד אף אחד לא יודע שום דבר בוודאות. גם אנחנו וגם המשקיעים הטובים ביותר של ה-30 שנה הקרובות לא יודעים שהם יהיו כאלה. רק אחרי 30 שנה, נדע שמ-2025-2055 הם נתנו תשואה מדהימה. ולצערם, זה לא אומר שאחרי 30 שנה הם יוכלו לתת עוד שנתיים אפילו של תשואה עודפת (הסטטיקה לרעת משקיעי העל אחרי 20,30 שנות הצלחה, אבל במקרים רבים הם כבר מולטי מיליונרים או מליארדרים, אז הם רק צריכים להיות לא מטומטמים ולשמר את ההון שלהם). לכן אנחנו צריכים להיות מסוגלים לאמוד את המידע הנתון לנו ולהרגיש את המידע שלא ידוע לנו (הכוונה בלהרגיש את המידע שלא ידוע לנו, הוא באופן אינטואיטיבי, להבין שלמשוואה שיש לנו בראש, קיימים נעלמים שאנחנו אפילו לא יודעים שהם קיימים, על אחת כמה וכמה מה להציב משהו באותם נעלמים שאינם ידועים. כלומר צריך להבין שיש דברים שאנחנו לא יודעים אותם ועדיין לקבל החלטות לגביהם). עלינו לנסות להעריך איך דברים עלולים להתפתח.

“There are unknown unknowns” - Former U.S Secretary of Defense, Donald Rumsfeld

למרות שבארי בונדס (אולי) לקח סטרואידיים², הדבר המטורף באמת ביכולות שלו כשחקן בייסבול הייתה האינטליגנציה שלו. במשחק בו סטטיסטיקה והיסטוריה של מפגשים שולטת יותר מכולם (מוזמנים לראות moneyball או לקרוא את הספר כדי לקבל תחושה), מה שעשה אותו כל כך מסוכן זה היכולת שלו “To anticipate” מה מגיע (עשיתי paraphrasing מפליפה אלו בריאיון שלו מפרק 10 בהיסטוריית הבייסבול הסדרה הדוקו של קאן ברנס). משמעות Anticipate זה לא לחזות, אלא - להיות מסוגל להעריך את העתיד. הוא היה כל כך טוב בלהעריך מה בא שהוא לא ניסה לחבוט במשהו רע, וכשהגיע משהו טוב הוא לא פספס. הסטרואידיים (אם הוא לקח, כי אם אני זוכר נכון הוא טוען עדיין שלא או מתעלם מזה) רק עזרו לנזק שהוא עשה לקבוצה היריבה להיות יותר משמעותי.

² לא הוכח משפטית שהוא לקח סטרואידיים

וזו בעצם מה שנדרש, מכל משקיע, לנסות ולהעריך מה יהיה בעתיד, ולשאול את 2 השאלות הקשות 1 - מה הם הכשלונות שאני יכול להרשות לעצמי, 2 - ומה הם אלו שאני לא יכול להרשות לעצמי.

לדוגמא, סוג של כשלון שאנשים בוחרים שהם לא יכולים להרשות לעצמם הוא הסיכוי שהם עלולים להיזרק מהדירה אם לא ישלמו שכירות בזמן ולכן הם קונים דירה כי הם חושבים שזה בטוח יותר (נגיד כנגד אינפלציה במידה ותשלום המשכנתא מקובע). מעבר לכך שהם מניחים הנחות בנוגע לסיכונים. הם גם מצפים "להרוויח כסף" מהקנייה של הדירה למרות שהם מתעלמים ברוב המקרים מהעובדה שרוב הציבור שסביבם קונה דירות באותו השוק. הם רק מסתכלים על הפחד ליפול אחורה ולכן הם בחרו כנראה במכשיר השקעה שיספק תשואה ממוצעת בזמן שהם מצפים באורך קסם לקבל תשואה עודפת. מפני שהרוב המוחלט הוא לא *savvy investor* שהשקעות נדלן אצלו מקצועיות, הסיכוי שהם נמצאים בספקטרום הנמוך מהממוצע גבוה יותר. ולמרות שזאת ההחלטה האקטיבית שהם מקבלים, **הם מסרבים לקבל את העובדה שכנראה העושר שלהם יהיה בהתאם לממוצע ויחושב לפי היכולת שלהם לחסוך בכל חודש.**

ככל שהם בשלב נמוך יותר בספקטרום ההכנסות, גבוה יותר בהוצאות באופן יחסי להכנסות שלהם, ומתוך חישוב שיהיו כנראה אנשים אחרים שישקיעו באפיקים מניבים יותר, אזי לאחר כל מה שתיארת עכשיו הסבירות שהם יהיו במדד העושר הישראלי בחציון הנמוך יותר לגיל שלהם. זה לא מונע מהם להשתמש באותו מכשיר סלולרי של העשירון העליון (כל המחזיקי איפון פרו מקס), לקנות רכב חדש מהניילון (שכנראה מבחינת מחיר לרכב ועלויות קבועות יהיה בחלק הגבוה של רכבים), לטוס לחו"ל לאכול במסעדות וכל אלה. ואז, בדיסוננס קוגניטיבי מוחלט מהפעולות שלהם, הם עומדים בהלם שהם עניים (מבחינת נטו נכסים) יותר ממה שהם חשבו שיהיו ביחס לכלל הציבור.

הסיבה העיקרית שאנחנו נמצאים פה ברגע הזה, ושאני כותב את כל ההקדמה הארוכה הזאת עד כאן, היא שלמדינת ישראל ולציבור הישראלי היה *Tailwinds* מאסיביים שאני בספק שעודם קיימים. וכשהכלכלה כולה באה לקראתך, המציאות הרבה יותר סלחנית עם טעויות. אבל זה נגמר.

בעליות של כל הנכסים כולם מרגישים עשירים יותר. בעליות של כוח הקנייה של ציבור שלם, איכות החיים של כולם עולה. ויותר מהכל כולם חושבים שגם הם יכולים להיות בחלק העליון של מדד העושר, ושגם הם יכולים להתעשר בהחלטות כלכליות טובות. העניין הוא שעליות במחירי נכסים באופן כללי גורמים לכולם לחשוב שהחלטות שאינן בהכרח טובות הן כן טובות. בבוטת הדוט קום, כל אחד יכל לפתוח אתר אינטרנט בסיליקון וואלי ולהתעשר. זה לא אומר שהוא בהכרח יזם טוב. וזה אנקדוטה שאני מרגיש שרלוונטית לציבור הישראלי שזכה לשדרוג קבוע של איכות חייו בשתי העשורים האחרונים (לעומת חמש שנים בסיליקון וואלי באמצע סוף שנות ה-90).

"Sometimes people don't want to hear the truth because they don't want their illusions destroyed."

— Friedrich Nietzsche

ואני לא פה כדי למכור לכם איזה אמת, אלא רק לשותף אתכם באיך שאני חושב. בדיוק מה שאף אחד לא רוצה לדעת, כולם רוצים רק תשובה פשוטה ואת זה אי אפשר לתת. אני חושב שאני יודע באיזה צומת דרכים הכלכלה הישראלית והציבור הישראלי נמצא בו ויש לי תחושות לגבי לאיזה שביל נפנה. יש לי דעות לגבי איזה שביל כדאי לקחת (רמז הוא שונה מזה שהציבור יבחר ללכת בו בפועל). ואני חושב שאם הציבור פה יקח החלטות קשות הוא יקבל על זה תגמול בענק. וגם אם אנשים באופן אישי יתחילו לחשוב בצורה אחרת אני חושב שהם ירוויחו מזה באופן אישי. והמחיר הוא מעולה למה שיש לי לומר כי זה בחינם.

ובדיוק אולי בגלל שאני לא מוכר בעד כסף אנשים פחות רוצים להקשיב לי. זה נראה להם אולי מוזר ושיש פה קאצ' (נדבר על זה אחר כך שנדבר על משנתו של Rory Sutherland), או שיש להם אגו או דיסוננס קונטיבי וזה מפריע להם עם התחושה העצמית (וגם על זה נדבר די עכשיו). בכל מקרה, הנה אני עומד לפניכם, שופך את אשר על מוחי וליבי, ומנסה להסביר את השאלה הכביכול פשוטה, Where are we now? היכן נמצאת הכלכלה הישראלית. כל הנאמר פה הוא דעה בלבד, אין פה המלצות. יהיה פה הרבה מאוד מידע ואני מבקש מכם את מה שאדם בשם ירון בן עמי ביקש מהקבוצה שלי במכינה פעם

"אל תאמינו לאף מילה שאני אומר, לכו תבדקו בעצמכם".

המטרה היחידה שלי היא לגרום לכם לחשוב חשיבה רב מימדית, ביקורתית, שמפלחת את מימד הזמן, שעוברת בין שלל תחומים כמו פילוסופיה, ביולוגיה, היסטוריה, פסיכולוגיה, כלכלה, טכנולוגיה, סוציולוגיה פיזיקה ועוד... וזה למה אני אוהב את שווקי ההון. זה מקום בו אני לוקח את מה שלמדתי מתיאוריה של אחרים, ניסויים של אחרים (מלחמה לדוגמה היא מקום בו תיאוריות אסטרטגיות וטקטיות נבחנות במבחן המציאות שבו המחיר הוא הגבוה ביותר), פיתוח תיאוריות שלי, וניסויים שלי בעולם האמיתי. כלומר יש פה מקום שבו אפשר לבחון את כל מה שאני למדתי וכל מה שאני חושב שאני יודע.

אנחנו הולכים להתחיל באמת בהתחלה, לא כמו שמנסים באייטמים בחדשות להשכיל וחוזרים חמש שנים או עשור אחורה. אנחנו הולכים לקפוץ 100 אלף שנה אחורה ונרוץ מהר מהר מאוד קדימה. אי אפשר לדבר על הבורסה היום או מחר או על שוק נדלן או עלכלכלה בלי לדבר על בני אדם. ואם אין מספיק ידע גורף על ההיסטוריה האנושית ומצד שני על הפסיכולוגיה האנושית, אי אפשר לדבר על משבר הדיור בארץ, מחירי הנדלן, אגח ממשלתי, והכלכלה הישראלית.

אנקדוטה אחת שאביא לכל מי שהתגובה הראשונה שלו היא: "ממש לא צריך את כל הדברים האלה שאתה הולך לדבר עליהם כדי להבין איפה הכלכלה הישראלית נמצאת", נוגעת לאדם אחר, שלא בחר לעצמו בתור בדיחה את התואר 'נביא', למרות שכינתי דומה הודבק לו: **האורקל מאומהה** - וורן באפט.

אי שם בשנות ה-70 הוא כתב את המאמר היחיד שלו שאי פעם פורסם בעיתון בעל משקל. כותרת המאמר הייתה:

"HOW INFLATION SWINDLES THE EQUITY INVESTOR"

by Warren E. Buffett Fortune, Vol. XCV, No. 5, May 1977, 250-267. New York, NY: Time, Inc.

<http://csinvesting.org/wp-content/uploads/2017/04/Inflation-Swindles-the-Equity-Investor.pdf>

"איך האינפלציה משטה במשקיע ההון" בתרגום חופשי לעברית. וזה מקום טוב להציע - אל תמשיכו לקרוא את הספר הזה. לכו תקשיבו לכל פגישות המשקיעים של ברקשייר האתאוו. זה יהיה ניצול טוב יותר של הזמן שלכם.

https://www.youtube.com/watch?v=kgKEiP6L9EQ&list=PLq-w-W7JoGRI_hc1PKJaNA1kyxB69iq8

המאמר הנ"ל של וורן באפט היה אמור להתפרסם בעיתון אבל הוא התפרסם על 18 עמודים. הוא ניסה לענות על שאלה יותר פשוטה מאשר לאן הולכת כלכלה מסויימת. כששלח את המאמר הוא קיבל תגובה שהמאמר ארוך מדי ונאמר לו שהוא לא צריך לכתוב את כל מה שהוא יודע על השקעות, אלא רק לענות על השאלה וביקשו ממנו לקצר משמעותית. התגובה שלו הייתה שזה התשובה הכי קצרה שיכל לענות על השאלה. בשבילו לענות עם תשובה לשאלה פשוטה שאותה פשוט לשאול (איך משטה אינפלציה במשקיעי ההון) היה הרבה מאוד רבדים מורכבים. כמובן שהדברים שבאפט ידע שבאמת באמת רלוונטי יכל למלא עוד מאות עמודים רק על הנושא הזה ולא רק 18 עמודים. וכפי שאמר העיתון 18 עמודים זה מאמר ארוך מדי. הסיבה היא שמי שקורא מאמר, רוצה לקרוא במשך חמש-עשר דקות ולהמשיך את היום שלו. קורא המאמר לא **באמת** רוצה להבין, אלא רוצה פתרון זריז לבעיה שלו ולעבור הלאה. האדם המודרני לוקה בבעיה הזאת עוד יותר. עוד מימים ימימה, אנחנו כמו כל בעלי החיים בטבע (הנה אני מקדים את המאוחר) רצינו להוציא כמה שפחות אנרגיה ולשרוד. לדוגמא צריכת אוכל מרובה קלוריות בכמה שפחות מאמץ (וזה סיבה למה להזמין מהוולט כל כך ממכר). זאת הסיבה הפרימיטיבית מדוע

חשוב לנו לקנות בית למגורים בלי לדאוג מנדודים. הדברים האלה הם כל כך עמוקים בטבע האנושי, שהעסקים הכי טובים בעולם בנויים עליהם.

לכן אי אפשר לדבר על מטא (אינסטגרם, פייסבוק, וואטסאפ) בלי לדבר על רבדים סוציולוגיים – ובעיקר על רכילות.

אי אפשר לדבר על אפל, לואי ויטון, אמריקן אקספרס או פרארי מבלי לדבר על נושא הסטטוס, על פסיכולוגיה חברתית, על דומיננטיות, ויותר מהכול, על העמדת צאצאים.

אי אפשר לדבר על אמזון בלי להתייחס ליצר האנושי של מקסום תועלת, בעבר זה היה להשיג כמה שיותר קלוריות במינימום מאמץ, וכיום זה מתבטא בצריכת מוצרים ושירותים (כמו שירותי הענן שלה או ניהול חנויות באמזון) במינימום השקעה.

ואי אפשר לדבר על גוגל בלי לדבר על יצר הסקרנות, על הדחף האנושי להבין, לשאול, לפתור בעיות ולהתייעץ. זה בדיוק הצורך שגוגל נועדה לפתור: ידע.

מוזמנים לקרוא את הספר של סקוט גאלוויי, THE FOUR, שמסביר לעומק את הרבדים האלה.

<https://www.youtube.com/watch?v=GWBjUsmO-Lw&t=2233s>

(הרצאה שלו בנושא. כל הלינקים פה הם לא לינקים של אפיליאציה, כלומר אני לא מרוויח כסף מטראפיק. לכו חפשו בעצמכם באיזה מנוע חיפוש שתבחרו).

בספר שלפניכם יהיה הרבה מאוד רקע מכיוון שמאחורי כל החלטה שאנחנו מקבלים יש הרבה רקע. כל נקודה שאנו רואים היא תמיד תוצאה של תהליך.

לאמריקאים יש משפט קבוע על מי שהתפרסם בין-לילה:

"I was an overnight success ten years in the making."

אז למה בכלל חשוב לדעת על מוצא האדם?

כי ההחלטות שאנחנו מקבלים הן בראש ובראשונה אי-רציונליות.

גם כשהן חכמות, הן נשענות במקרים רבים על דפוסים אבולוציוניים שהתפתחו לאורך אלפי שנים.

הדפוסים האלה יושבים איתנו בחדר, לא משנה כמה נכחיש אותם או נתעלם מהם, והם באים לידי ביטוי בכל רגע של קנייה בסופר או רכישת דירה.

כמות האנשים שאומרים שלקנות בית זה "ביטחון", אך לא יודעים להסביר למה זה מרגיש להם בטוח פשוט מטורפת.

ומנגד, אם נסתכל היסטורית, נראה שבמצבים קיצוניים דווקא מה שנראה לנו הכי בטוח, מתגלה כלא-בטוח בכלל. הסכנה האמיתית אינה טמונה בשגרה, אלא דווקא ברגעים קיצוניים.

ניגע גם בכמה נקודות היסטוריות קיצוניות כדי לשפוך אור על ההווה. אנחנו נוטים לחפש בעבר מקרים זהים כדי להבין את ההווה. הבעיה היא שאף מקרה אינו זהה, אבל זה כן עוזר לזהות קווים מקבילים ממקרים אחרים שיכולים ללמד אותנו על הסיטואציה הנוכחית. נשים לב שערוצי חדשות אוהבים כל הזמן או להגיד לנו שזה unprecedented times (זמנים שמעולם לא קרו לפני כן), או לחילופין, להגיד לנו כמה זה דומה כל כך למקרה אחר זכור היסטורית. הם לא אוהבים לומר את האמת, שתמיד יש דברים דומים, ותמיד יש דברים שונים.

כדי להבין את ההווה, נשתמש בשני מקורות עיקריים:

1. הפסיכולוגיה והאבולוציה האנושית - מי אנחנו כבני אדם.
 2. ההיסטוריה הכלכלית האנושית - איך בני אדם פעלו, חשבו והגיבו במצבים שונים.
- נעשה זאת כדי להבין את התפלגות התוצאות האפשריות – לא כדי לחשב במדויק (כי אי אפשר באמת לכמת), אלא כדי להרגיש את ההסתברויות, להבין מה יכול לקרות, ומה ההשלכות של כל תרחיש. העולם שבו אנחנו חיים הוא עולם של **distribution of outcomes**, וצריך לזכור שאנחנו לעולם לא חושבים על כל האפשרויות - וסביר להניח שגם את ההסתברויות שכן אנחנו מניחים, אנחנו מעריכים לא נכון. אני ממליץ לקרוא על הנושא בספרים העוסקים ב־ **Decision Making Under Deep Uncertainty**, כי זה בדיוק העולם שבו אנחנו חיים ופועלים.
- אין לנו את היכולת ללמוד את העתיד, אבל יש לנו את היכולת ללמוד את העבר, או לפחות גרסאות שלו.

“History Doesn't Repeat Itself, but It Often Rhymes”

- Mark Twain

ומה ניסיתי לומר עד כאן? נסכם בכמה מילים: השקעות הן **משחק הסתברותי**, בכל רגע נתון אנחנו עומדים בצומת עם אינסוף אפשרויות, עטופים בענן של אי־ודאות עמוקה. משקיע מצוין הוא מי שלוקח בחשבון גם את המשתנים שהוא יודע שקיימים אך לא יודע את ערכם, וגם יודע להרגיש את הלא־נודע.

הוא מודע למגבלות שלו, מזכיר לעצמו להישאר צנוע, כי ספורט ההשקעות הוא ספורט שבו הכול יכול להשתבש, והשקעה שנראית מושלמת על הנייר יכולה למחוק את כל הרווחים מהר יותר ממה שאדם מסוגל לתפוס. עולם ההשקעות כולל בתוכו את כל הידע האנושי ואת כל הרגש האנושי. הוא דורש הבנה עמוקה בבני אדם, ובראש ובראשונה - **בעצמנו**.

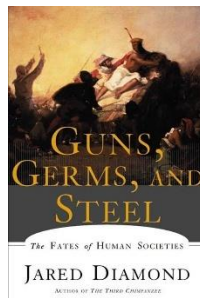
פרק 2 - כלכלה פרה היסטוריה – על הקשר בין הבריאה, לחיידקים רובים ופלדה. התמצית של התמצית של הפרה היסטוריה הכלכלית של העולם עד בועת הצבעונים בהולנד במאה ה-17

לפני הכל - כל מה שתקראו כאן הוא הרבה מאוד מידע לא מדויק, ואני מפציר בכם להטיל בי ספק. אל תקבלו דבר כמובן מאליו - לכו, חקרו, ואל תשאירו אבן על אבן. במהלך הקריאה (או ההאזנה, אם מדובר בהרצאה או ריאיון), הפעילו את גלגלי השיניים במוח, ונהלו דיאלוג פנימי עם עצמכם על מה שאתם לומדים. שאלו, ערערו, ספקו, ואימתו. תנצלו את ויקיפדיה - היא אולי לא מקור מושלם, אבל היא דלת כניסה נהדרת לעולם של ידע. שני מקורות מידע שאזכיר כאן יעזרו לכם קצת להיכנס לראש הנכון. ואולי, כמו שקרה לי, הם ישלחו אתכם למסע- אל עשרות מקורות נוספים, אל רעיונות חדשים, ואל שאלות שעדיין לא שאלתם.

The Psychological Significance of the Biblical Stories- The Book of Genesis
(Jordan Peterson)

https://www.youtube.com/playlist?list=PL22J3VaeABQD_Izs7y60I3lUrrFTzkpat

Jared Diamond - Guns, Germs, and Steel - Book



הקו המנחה של כל תהליך החשיבה הוא שאלה אחת גדולה - **מהי בעצם צומת הדרכים של מדינת ישראל?**

ולצידה שאלה שנייה, קטנה יותר, אישית יותר, ובעיניי חשובה הרבה יותר - **מה זה אומר לכל אחד ואחת מאיתנו.**

בתהליך הזה נדבר על תמחור סכנות של מלחמות ופיגועים, על שוק הדיור והנדל"ן, על ההיי-טק ועוד. אבל לפני שניגע בהווה ובתאריכים של היום, נצא למסע קצר מהעבר אל ההווה. ונתחיל בשאלה הבסיסית מכולן - **שאלת המקום.** למה בכלל התיישבנו מלכתחילה במקום אחד? לא רק אנחנו, הישראלים - אלא כל האנושות כולה. למה בני אדם החליטו בשלב כלשהו להפסיק לנדוד ולהיתקע במקום אחד?

למה לקנות דירה מרגיש פסיכולוגית יותר בטוח – תוצאה של אבולוציית

האנושות

מוצא האדם הוא מהקוף, או אם נרחיב - בני האדם הם בראש ובראשונה **בעלי חיים**. ואם תתבוננו בטבע, תראו שכל בעלי החיים מתמקדים במשימה אחת בלבד – **העמדת צאצאים**. הם מוכנים לסכן את עצמם שוב ושוב כדי להבטיח את המשכיות המין. אם תלמדו על תהליכי הרבייה של בעלי חיים בטבע תראו דפוס שבו בעלי חיים מוכנים להעמיד את עצמם בסכנה כאשר הם מנסים להתרבות. כלומר תהליך הרבייה הוא הגורם "האי רציונלי" החזק ביותר שמשחק בטבע. הפינגווינים, לדוגמה, צועדים מאות קילומטרים בתוך סופות שלג עזות באנטארקטיקה, לעיתים בטמפרטורות של מינוס 40 מעלות, רק כדי להגיע למקום שבו יוכלו להטיל את הביצה ולשמור עליה. הם עומדים דחוסים זה לצד זה במשך שבועות, כמעט בלי אוכל, כשהם מגנים על הביצה הקטנה שלהם מפני רוחות וקרח. דגי הסלמון, לדוגמה, יוצאים למסע מפרך - הם שוחים **נגד זרם נהרות**, מאות ולעיתים אלפי קילומטרים, דרך מפלים וזרמים סוערים, תוך שהם חומקים מטורפים (דובים, עיטים, ודגים אחרים) רק כדי להגיע למקום שבו נולדו ולהעמיד שם דור חדש. כל זה רק כדי להבטיח **שהגנים שלהם יעברו הלאה**. אבל כדי להעמיד צאצאים, צריך דבר אחד בסיסי – **לשרוד מספיק זמן כדי לעזור לדור הבא לשרוד בעצמו**. וזה דורש שני דברים: **מזון ומים שהם מספיקים גם כדי לגדל את הדור הבא**.

הגורם הזה היה הגורם שדחף בני האדם לצאת מאפריקה אל כל קצוות תבל לנדוד ולהתמקם באזורים שונים. כשאני אומר **התמקמו**, אני מתכוון לכך שהם המשיכו לנדוד – אך בתוך אזורים מוגבלים (כמו שבטים אינדיאנים בצפון אמריקה, שנדדו לפי עונות השנה). עם הזמן, בני האדם החלו **להשתקע** ולקבוע יתד בקרקע. הם הבינו שיותר יעיל, גם מבחינת אנרגיה וגם מבחינת ביטחון, להתאגד בקבוצות גדולות - יותר אנשים פירושו יותר כוח, ושיותר חכם **לגדל** את המזון במקום ללקט או לצוד אותו. שימו לב שאנשים רבים מתחילים לחשוב על רכישה של בית והשתקעות כאשר הם מתחילים לחשוב על הקמת משפחה.

להשתקע זה מרגיש בטוח יותר ונכון יותר כאשר רוצים להקים משפחה. העניין שזה לא תמיד היה נכון. שינויי אקלים קיצוניים, כמו בצורות של שבע שנים (רפרנס תנ"כי), גרמו לשבטים לנטוש את מקומם ולנדוד (כמו ירידת בני ישראל למצרים בסוף ספר בראשית). שבטים שהיו טובים יותר ביכולת לנוע ולהתאים את עצמם, שרדו טוב יותר.

ההיסטוריה האנושית מלאה בדוגמאות לשבטים נודדים שכבשו והשתלטו על יושבי קבע בדיוק כפי שמרדכי קידר מזכיר לעיתים קרובות כשהוא מדבר על אבן ח'לדון ומשנתו.

מכאן, אפשר להבין נקודה מהותית, **היותך בעל הקרקע או הנכס לא מבטיח ביטחון לעתיד**. להיפך, לעיתים תקיעת יתד בקרקע יכולה להיות מלכודת.

קחו לדוגמה את תל אביב, שנתפסת בעיני הציבור כבטוחה יותר מקריית שמונה המאוימת מטילים של חיזבאללה, עד שהגיעו כמה טילים מאיראן. יכול להיות שאוסף של רקטות של חיזבאללה מסוכן, אבל לפחות הציבור מוגן בתוך מרחב מוגן. כפי שגילינו במהלך מלחמת 12 הימים עם איראן, גם שהייה במרחב מוגן דירתי לא מגן מפגיעה ישירה של טיל איראני. בנוסף, הנזק לרכוש שאינו נפגע מפגיעה ישירה הוא אדיר. הציבור גם גילה שה"מדינה" לא משלמת כיאות על האובדן.

במובן הכלכלי, רוב הישראלים מאמינים שבטוח יותר **לקנות** דירה מאשר **לשכור**, אבל יש מצבים שבהם ההפך הוא הנכון. אדם ששוכר ורוצה לעבור דירה יכול לעשות זאת ברגע שהחוזה מאפשר לו. מי שגר בדירה בבעלותו תלוי ברצון של אנשים אחרים לגור בדירה שבבעלותו. התפיסה הציבורית ש"יותר בטוח כלכלית לקנות דירה בקריית שמונה מאשר לשכור שם" התנפצה במלחמה האחרונה בצפון. מי שקנה שם דירה, נתקל במציאות חדשה: חלק מהתושבים רוצים לעזוב, אחרים שתכננו לעבור לקריית שמונה שינו את דעתם, ויש גם כאלה שחזרו לגור שם אבל יעדיפו לשכור כי הם מתעדיפים עכשיו את האפשרות **לעזוב בכל רגע**. ההישרדות הפיזית נמצאת גבוה יותר בסולם הצרכים האנושי מאשר "ביטחון כלכלי". זאת הסיבה, לדעתי, שכל אוכלוסייה שחלק ניכר מהונה **לא נזיל ולא נייד**, ושנכסיה נמצאים באזורי מלחמה או סיכון אקלימי, צריכה לשקול החזקת נכסים **נזילים מאוד וניידים מאוד**. בזמן מלחמת העולם השנייה זה היה **זהב ויהלומים**. היום – אלה **מטבעות דיגיטליים**. דוגמה עכשווית לכך אפשר לראות באוקראינה. האלטרנטיבה היא החזקת נכסים מחוץ לאזורי סיכון. Sam Zell מספר באוטוביוגרפיה שלו איך אבא שלו הוציא את ההון הקטן של המשפחה מפולין והצליח להעביר אותו לארה"ב תחת סיכון אדיר. השיעור שהשואה לימדה את ניצולי השואה ואת אלה שברחו לפניה היא ש"רק הפרנואידים שורדים" (מחוזה לספרו של אנדרו גרוב שנושא את השם הזה).

"רק הפרנואידים שורדים" זה היה היסוד שעליו קמה מדינת ישראל, ושנשכח זמנית, מה שהוביל ל-7 באוקטובר. לאורך ההיסטוריה, היהודים למדו - ושוב שכחו - שכאשר מתרגלים לנוחות יתר, האלימות, המוות והאונס כבר בדרך. כפי שאמרתי לדוד שלי בביקור האחרון בארצות הברית, כשדיברנו על עליית האנטישמיות שם:

"Germany too was a wonderful place for the Jews from 1880 to 1930" -self quote.

כמו באבולוציה - מי ששורד הוא זה שמסתגל בצורה הטובה ביותר. בדיוק באותו אופן, בכלכלה - מי שמצליח לאורך זמן הוא זה שיודע להסתגל הכי מהר לשינויים. מי שמחזיק נכסים קבועים במקום "תקוע" במקום אחד. אם המקום הזה הופך לפחות רצוי (בגלל מלחמה, שינוי אקלים או משבר כלכלי מקומי) - הוא לא יכול לזוז. לעומת זאת, מי שההון שלו **נייד**, יכול לעבור למקומות שבהם קיימות יותר הזדמנויות. זו הסיבה שבהיסטוריה, דווקא הסוחרים והבנקאים - שההון שלהם היה **נזיל ונייד** -הצליחו לצבור עושר גדול יותר מאשר האדונים הפיאודליים, שכל העושר שלהם היה קשור לקרקע אחת, במקום אחד.

שאלת המקום – למה ליהודים חשוב דווקא פה?

לפני אלפי שנים, בני האדם תקעו יתד בקרקע. הם לא ידעו למה העולם פועל כפי שהוא פועל, ולכן ניסו להסביר אותו דרך הדת. בכל מקום נוצרה דת מקומית - כזו שמסבירה את טבע הסביבה, את התנאים שבהם חיים, ואת הקוד התרבותי שנדרש ממי ששייך לאותה קהילה. האסימון הזה נפל לי בשיחו שלי עם אבוריג'ינים כשגרתי באווסטבק האוסטרלי. בתקופה הזאת קראתי שוב את רובים חידקים ופלדה וביליתי זמן רב במחשבות על העולם, על האנושות, על חקלאות ועל הטבע. מערכת היחסים של האבוריג'ינים עם המקום נתן לי הבנה עמוקה יותר על דתות (שבאופן אינלקטואלי הכרתי היטיב עם ההכרות שלי בנושאים של היסטוריה, גיאוגרפיה ודתות) וגם על מה באמת מייחד את היהדות והיהודים (וזה ממש לא בגלל שהוא נבחר על ידי אלוהים).

כל הדתות ניסו לענות על השאלות הגדולות: למה אנחנו קיימים, איך הגענו לעולם, איך נוצר הכל, ומה המשמעות של כל זה. אלוהים הוא הטבע, והטבע הוא אלוהים (אני יודע שאני נשמע פה כמו ברוך שפינוזה) מהו הטבע? מהו אלוהים? אני לא יודע. ומי שטוען שהוא יודע – הוא או יהיר, או משוגע, או שקרן. ומי שטוען שהוא יודע **מה אלוהים רוצה** – הוא בדרך כלל כל השלושה יחד.

ואז אתם אולי שואלים – אם כך, למה אני מתפלל לפעמים ומניח תפילין פעם בשבוע? התשובה היא פשוטה: אני בן לעם היהודי. זו הצורה שבה אנחנו אומרים תודה לטבע ולאלוהים. זו הצורה שבה אנחנו מבקשים משהו מהעולם, ובעיקר מעצמנו.

הדרך שבה אני עובד את אלוהים ואת הטבע היא תוצאה של הניסיון האישי שלי, ושל המסורת שעברה אליי מדור לדור – מסורת שהשתנתה, התקלקלה, התאימה את עצמה, נשחקה, והשתמרה בזמנית. והמסורת הזאת קשורה למקום שבו היא נולדה.

לכן **יהדות ללא ארץ ישראל היא חלולה**. מטרת היהדות היא ללמד איך עם חי **בארץ מסוימת**. זו לא רק דת – זו הוראת חיים הקשורה לקרקע ספיציפית. זה הייחוד של היהדות.

ומכאן נקודה כלכלית פשוטה:

כל עוד מדינת ישראל קיימת, תמיד יהיו יהודים שירצו לחיות בה - ויהיו מוכנים **לשלם** ולהקריב כדי לעשות זאת. זוהי אחת מהרצפות התחתונות למחירי הדיור בישראל.

זה לא אומר שלרב מסוים יש בעלות על האופן שבו צריך לגור כאן. ה"איך" הוא שאלה שכל אחד מאיתנו צריך לענות עליה לעצמו.

אבל לפני שאנחנו מעמידים פנים שאנחנו אדוני המקום או בעלי הבית של הארץ המובטחת - צריך להרים את הראש, להתבונן סביב, ולזכור **איפה אנחנו נמצאים**. אנחנו קטנים. לא חשובים במיוחד. אבל **המקום הזה** - חשוב.

על התנתקות דתות ממרכיב המקום

הדת הראשונה שהתנתקה באופן משמעותי ממרכיב המקום הייתה הנצרות. עד אז, כמעט בכל תרבות, האלים היו מקומיים: אלי הנהר, אלי ההר, אלי היער, ויחד עם פולחני האבות – אותם אבות ששימשו בסיס לזכאות על הקרקע ולירושה (זו גם הסיבה העמוקה לכך שמערת המכפלה וסיפורי האבות הם יסוד בתודעה היהודית – הם מבססים את הקשר בין עם למקום פיזי מסוים). ספר בראשית מטרתו בעיקר להסביר למה דווקא ארץ ישראל (היא הארץ המובטחת ל"אבות"). שאר חומשי התורה מדברים על איך הגיעו בני ישראל אל אותה "ארץ" ותוך כדי מכילים אוסף של חוקים לגבי איך לחיות במקום. שאר התנ"ך הוא ספר שמשמעותו יותר היסטורית עבור עם, לגבי ההיסטוריה האישית שלו במקום. הספרים הדתיים הם חמשת חומשי תורה, שיוצרים את ההרכב הבא: למה כאן? איך הגענו לפה? ואיך אנחנו אמורים לחיות כאן? כל הדתות באותה תקופה עתיקה באו לענות על אותם השאלות.

הנצרות שברה את המוסכמה הזו. היא הפכה לדת שאינה תלויה במקום יחיד, אלא דת שמיועדת לכל העולם. אני לא נכנס כאן להינדואיזם, קונפוציאניזם ודתות המזרח – לא מפני שלא חקרתי אותן, אלא מפני שהן פחות רלוונטיות לשאלות שאנחנו עוסקים בהן כרגע וגם הן לא חלק מהעולם המערבי שבני על בסיס אלמנטים מסויימים מהיהדות.

היהדות, לעומת זאת, הייתה מלכתחילה דת מקומית. היא באה להסביר לעם מסוים איך לחיות במקום מסוים, בדרך מסוימת. אז למה, לכל הרוחות, היהודים לא התבוללו כשהם יצאו מהמקום הזה?

הסיבה היא פשוטה: **היהודים הם עם הספר**. זה באמת הדבר המיוחד אותנו.

ועם כל הכבוד לגאווה הדתית של "אותנו בחרת" שנאמר בקידוש בערב שישי – מדובר במשפט יהיר ושחצני מאוד. אנחנו העם הנבחר לא משום שאלוהים בחר בנו, אלא משום שאנחנו בחרנו את עצמנו.

הטקס שמקבע את הבחירה הזו הוא הבר מצווה. בתרבויות אחרות, טקס ה־Rite of Passage היה פיזי: כדוגמאות למי שראה וייקינגים: קבלת ה־arm ring דבר שהשתמר אצל הנוצרים הקתולים כטקס ה־communion.

ביהדות זה טקס הבר מצווה, שדורש מכל אחד שהוא בן השבט ללמוד לקרוא. האובססיה שלנו סביב הקריאה, איפשרה את העברת הזכרונות, הסיפורים, והניסיון שצברו דורות קודמים לדור החדש והצעיר.

הדבר הזה התבהר לי רק אחרי אותם שיחות ארוכות עם אבוריג'ינים במדבר האוסטרלי.

ששיטת עבודת האדמה שלהם הייתה לעבוד עם הטבע (שריפות יזומות וניהול היער, מבחינת איפה לשתול עצים ואיך ומתי לצוד כדי שהציד לא ייגמר) והם סיפרו לי על כך שהם יודעים שהיה ידע עצום על

הטבע שסביבם אבל הוא הלך לאיבוד. והסיבה שהוא הלך לאיבוד, כי הידע תמיד נשען על מבוגרים וזקנים שמתו. בגלל שחלק רב מהם כילדים נחטף או התייתם וגדל בבתי ילדים/יתומים, גדל שמה דור שלא למד מהזקנים וככה הידע נפסק.

תרבויות רבות העבירו את הידע מפה לאוזן. היהודים כתבו אותו (עם נוסף שיש לו מורשת כל כך ארוכה של כתיבה וקריאה הוא העם הסיני) ושמרו אותו בספרים שאותם לקחו לכל מקום ובכל שבוע בשנה לומדים על חלק אחר מהספרים הללו (פרשת השבוע).

ולכן המטען התרבותי היהודי, נשען על עבודה חקלאית, התנהלות חברתית ופולחן דתי, המיועדים לאיזור יחיד בעולם, ארץ ישראל. ובגלל זה שחזרנו לארץ ישראל, ידענו לזהות מקומות, וגם ידענו פחות או יותר איזה גידולים חקלאיים עלולים להתאים (הרי זה כתוב בתנ"ך).

היתרון הכלכלי של אותו ידע לקרוא ולכתוב הוא עצום. בעוד שתרבויות אחרות איבדו ידע חיוני כשמתו הזקנים, היהודים יכלו לצבור ידע לאורך דורות. זה אומר שבכל מקום שהגיעו אליו, הם הביאו איתם לא רק את הידע על עבודת האדמה של ארץ ישראל, אלא גם ידע מצטבר על מסחר, כספים, חוקים, ושיטות עבודה ממקומות אחרים שבהם חיו. כשהגיע יהודי לעיר חדשה, הוא לא התחיל מאפס - הוא הביא איתו ספרייה שלמה של ידע מעשי. זה מסביר מדוע יהודים הצליחו כל כך מהר להסתגל לתפקידים כלכליים מורכבים כמו בנקאות, מסחר בינלאומי, ומקצועות חופשיים - הם היו העם היחיד שיכול היה לשמר ולהעביר ידע מעשי בין דורות ובין יבשות. זהו הבדל מוחלט בין עם היהודי לעומת העולם הנוצרי הקתולי של ימי הביניים, שאת הקריאה ניסו לשמור אך ורק לגברים עשירים ואנשי הכנסייה. בין היתר, המאבק בין הפרוטסטנטים לבין הקתולים התחיל בהרבה מאוד מובנים סביב נושא תרגום ספרי קודש והנגשתם לכלל האוכלוסייה. בעוד שהיהודים השתדלו (באמצעות בר המצווה) להקנות השכלה לכלל האוכלוסייה שלהם, הנוצרים ניסו לשמר את אותו כוח על בקרב אוכלוסייה מצומצמת בלבד.

זהו הבדל מוחלט בין עם היהודי לעומת העולם הנוצרי הקתולי של ימי הביניים, שאת הקריאה ניסו לשמור אך ורק לגברים עשירים ואנשי הכנסייה. בין היתר, המאבק בין הפרוטסטנטים לבין הקתולים התחיל בהרבה מאוד מובנים סביב נושא תרגום ספרי קודש והנגשתם לכלל האוכלוסייה. בעוד שהיהודים השתדלו (באמצעות בר המצווה) להקנות השכלה לכלל האוכלוסייה שלהם, הנוצרים הקתולים ניסו לשמר את אותו "כוח על" בקרב אוכלוסייה מצומצמת בלבד.

פרספקטיבה נוצרית ומוסלמית

הנוצרים היו ההפך המוחלט מהיהודים לא רק בנושא של הוראת הקריאה והכתיבה, אלא גם בשאלת הקשר למקום. בעוד שהיהדות קשורה למקום אחד מסוים, הנצרות ניתקה את עצמה משאלת המקום היחיד, והפכה לדת אוניברסלית. היא איפשרה לאנשים מתרבויות ומאזורים שונים להשתייך לאותה מערכת אמונה וערכים.

מספיק להסתכל על שמות ימי השבוע באנגלית:

Thursday קרוי על שם האל הנורדי תור, ו Sunday-על שם פולחן השמש.

אבל אין מה להתנשא ולחשוב שהנוצרים "פחות טהורים". גם ביהדות יש רבדים פגאניים קדומים. למשל, אפשר לראות בטקס הנחת התפילין שרידים של מסורות טקסיות פגאניות רבות שקודמות לה.

המוסלמים מצאו מעין דרך ביניים בין האוניברסליות הנוצרית לבין הייחוד של היהדות. מצד אחד, האסלאם שואף לכך שכל העולם יהפוך מוסלמי. מצד שני, יש חשיבות כמעט קדושה לכל מקום שבו "רגל מוסלמית דרכה" - מה שמחייב נוכחות ושימור של זהות.

הנוצרים והמוסלמים ראו חשיבות בהפצת אמונתם גם בקרב מי שלא היו בני המקום שבו נוצרה הדת. היהדות, לעומתם, לא פעלה כדת מיסיונרית, אלא כשיטת חיים הקשורה לעם מסוים ולאֶרץ מסוימת.

מכאן נוצרו גם הבדלים היסטוריים מהותיים:

- האסלאם צמח מתרבות מדבר נוודית, תרבות שלא עובדת אדמה אלא נעה ממקום למקום.
- היהודים רצו להשתקע, אך בפועל לא הותר להם לעבד אדמה ברוב המקומות שאליהם הגיעו. ולכן כתוצאה מכך הכמיהה להשתקע סבבה סביב הרצון לחזור לארץ אחרת, שרק את אדמתה עבדו, ובכל מקום אחר שהגיעו אליו, הם לא הורשו לעבוד את האדמה המקומית, הם לא הורשו להיות חקלאים, הם לא הורשו להשתקע וליצור חיבור באמת עמוק עם הקרקע, חיבור שרק חקלאי יכול להבין. והנצרות, היא דווקא על תרבות כזאת השתלטה, תרבות שנועלת אדם למקום, שהפכה אותו לאריס.
- אני אחזור על זה שוב, הנצרות, לעומת זאת, השתלטה על תרבות חקלאית יושבת קבע, שבה רוב האנשים היו אריסים הכפופים לאדון הקרקע.

וכאן מתבהרת נקודה עמוקה:

בארצות מוסלמיות, שבהן המסחר והנדודים היו חלק טבעי מהתרבות, ליהודים היה לעיתים קל יותר להשתלב ולהצליח. תרבות סוחרת מכירה בערך של תנועה, של מעבר, של זיהוי הזדמנויות. לעומת זאת, באירופה הנוצרית, החקלאים היו כבולים לאדמה ולגבולות ברורים.

הם ראו את היהודים נעים ברחבי הממלכה (מפני שהיו רכוש של המלך, ולא של האדון המקומי), וראו בהם זרים ומאיימים. לעיתים הם היו ה"אורחים של המלך" עד שהגיע מלך חדש ששחט אותם וגירש אותם ולקח להם את כל הרכוש. בימי הביניים היה מחזור יחס ליהודים קבוע, היהודים מוזמנים לממלכה, יוצרים עוד עושר מקומי כללי אבל חלק מהאוכלוסיה מרגישה שהיא נשאת מאחור (נדבר על נושא החובות אחר כך) וברגע שה"סבלנות פקעה" שחטו את היהודים וגירשו אותם. אחרי כמה מאות שנים היהודים מוזמנים שוב והדבר חוזר חלילה.

היהודים נהנו מחופש תנועה, אך סבלו מחוסר היכולת לעבוד אדמה. הדבר אילץ אותם להיות יצירתיים כדי להתפרנס. וכך, לאורך דורות, הם הפכו **מאיכרים שלא רשאים לעבוד אדמה ל־אנשי מסחר ועסקים**. ומכאן נובע היתרון הכלכלי ההיסטורי שלהם.

הסיבה פשוטה: עובד האדמה מוגבל בהכנסתו לפי שטח הקרקע שלו ולפי מה שהטבע נותן לו. גם אם הוא החקלאי הטוב ביותר בעולם, הוא לא יכול לגדל יותר ממה שהקרקע שלו מאפשרת. איש עסקים, לעומת זאת, יכול להכפיל את עצמו - הוא יכול לעבוד עם עשרות חקלאים, לקנות מהם בכמויות גדולות, למכור בשווקים רחוקים במחירים גבוהים יותר, ולחזור על התהליך הזה אלפי פעמים. בנוסף, איש העסקים יכול ליצור ערך חדש - לקחת חיטה ולהפוך אותה ללחם, או לקחת צמר ולהפוך אותו לבגד. החקלאי תמיד יישאר עם החיטה והצמר. זו הסיבה שהיהודים, שנאלצו להיות אנשי עסקים ולא חקלאים, פיתחו יתרון כלכלי עצום על האוכלוסיות שסביבם.

החקלאי נשאר תמיד עם החיטה.
איש העסקים יוצר ממנה עולם שלם.

וכך, מתוך אילוץ ולא מתוך בחירה, היהודים פיתחו מומחיות במקצועות שנושאים את הפוטנציאל הגדול ביותר ליצירת הון.

היהודים והעולם

בני אדם, מאז תחילת האנושות, חוו בעיות דומות וחשבו בדרכים מתוחכמות איך לפתור אותן. הם זכרו את העבר בצורה כלשהי וניסו להכין את עצמם לעתיד. הכלכלה העולמית הייתה גלובלית כמעט תמיד. דרך המשי, לדוגמה, היא עתיקה מאוד. בכל מקום בעולם, בהתאם לאופי הטבע המקומי, נמצא ערך שונה. תוצאה: היה ניתן לנהל ארביטראז' בסחר – במקום אחד יש שפע של מצרך מסוים, ובמקום אחר הוא נדיר. בנוסף, המצאות שהתאימו לחקלאות או לאקלים באזור אחד יכלו לעבוד גם באזורים אחרים על אותם קווי רוחב גיאוגרפיים. רוב העולם העתיק התפתח לאורך ציר קווי הרוחב האירו-אסייתי שסובב את הים התיכון, עבר דרך מסופוטמיה והמשיך עד סין. זו הסיבה שעולמות אלה התפתחו מהר יותר לעומת האמריקות, למשל.

היהודים, כנוודים בתוך העולם העתיק הזה, נשאו עמם מצב ייחודי: המשאב שהם לא יכלו להחזיק בו היה אדמה. זה היה נכון משתי סיבות:

1. סיבה חיצונית – איסור על בעלות על קרקע, גירוש חוזרים, עוינות פוליטית וחברתית (גירוש ספרד היה רק אחד מתוך עשרות גירושין דומים).

2. סיבה רגשית-תרבותית – הזיקה לארץ ישראל כ"מקום היחיד".

הדבר אילץ את היהודים להיות סוחרים, מתווכים, בעלי מלאכה וממציאים. הם החזיקו ביתרון אחד מהותי: ניידות.

הם יכלו לעבור ממקום למקום בעקבות:

- פלישה (הונים, ויקינגים, ממלוכים וכו')

- מגפות

- שינויי אקלים

- קריסות כלכלה מקומית

מי שכל כישוריו הם עבודת אדמה והוא קשור לקרקע – לא יכול לזוז. גם אם ירצה, אין לו מיומנות אחרת. היהודי, לעומת זאת, נשא איתו מקצועות, ידע, מסורת ויכולת להקים מחדש מערכת חיים כמעט מכלום.

לכן, מעבר לזה שארץ ישראל "שמרה" על היהדות מבחינה מסורתית-רוחנית, היא שמרה ליהודים את היכולת להסתגל. היהודי למד להתקיים במצב זמני וכל שנדרש ממנו היה להחזיק מעמד עד "ביאת המשיח". אבל היהודים לא חזרו לארץ ישראל בגלל המשיח – אלא בגלל הציונות. אבל היהודים לא חזרו לארץ ישראל בגלל המשיח, אלא בגלל ה"ציונות". במילים אחרות, נמאס לנו לחכות שהמשיח יציל אותנו

מהגויים אז נציל את עצמנו, ונלך לקרקע היחידה שאנחנו מכירים (גם אם זה רק ברובד תרבותי רוחני). אבל לא עשינו את זה לפני המאה ה-19, לא באמת, קבוצות בודדות אולי עלו לארץ (יוצאי גירוש ספרד שהשתקעו בצפת) אבל לא כעם.

היהדות שרדה גם בגלל דבר נוסף: יהודים לא נקשרו לקרקע יותר מאשר הם נקשרו לדתם. כלומר - חלק היו מוכנים לעזוב הכל כדי להישאר יהודים.

זה מה שאיפשר תנועה. וזה מה שמנע השמדה תרבותית מוחלטת באירופה הנוצרית ובאסלאם. העולם הפגאני, אגב, לא ממש ניסה "למחוק" יהדות – כי כל עם, מבחינתם, מחזיק אל מקומי שלו. רק כשהעולם הפסיק לחשוב כל-עם-וארצו ונוצרו דתות אוניברסליות – החלו מאבקי הזהות הגדולים באמת.

היהדות והצלב

הפרק הזה לא היה קיים בגרסא המקורית שכתבתי, אבל לאחר הביקור האחרון שלי בארה"ב אני מבין כמה הוא הכרחי בעיקר בשביל יהודים אמריקאים, ומכיוון שהוא יהיה בגרסא המתורגמת לספר, אני אוסיף אותו גם כאן. גם סגנון הכתיבה הוא קצת אחר מפני שאני ארצה לרוץ על כמה עובדות ולתת את זה כרשימת נקודות שתסכם כמה דברים חשובים בהיסטוריה היהודית בעולם המערבי.

יש דיסוננס אדיר בין התפיסה של הישראלים לגבי יהודים ושאר העולם. ישראלים אינם מודעים עד כמה העולם בור לגבי היסטוריה יהודית, במיוחד היסטוריה של יהודים באותם המדינות. מצד שני זה נדמה להם שמן הסתם זה כן יהיה נושא מוכר בשל ההתעסקות החסרת פרופורציות במדינת ישראל.

קיים בעיה פסיכולוגית מהותית שכאשר דבר מה ברור לנו כמובן מאיליו אנחנו מניחים שגם אחרים יודעים זאת. זאת בעיה פסיכולוגית שישראלים סובלים ממנה בראש ובראשונה וככה גם יהודים שאינם ישראלים המאוד מעורבים בקהילות היהודיות ולכן הזכרונות הללו יותר חרוטים במוחם ובזהות שלהם.

ההתעסקות בשואה לדעתי מאפשרת לעולם המערבי לפטור עצמם מההתעסקות בהיסטוריה היהודית שלהם, שהיא עקובה מדם כמעט 2000 שנה. הם מטילים את מלוא האשמה על גרמניה שמרגישה בשל השואה מחוייבות לאיזה שהיא נאמנות למדינת ישראל. שימו לב, כי שלושת המדינות העויינות ביותר למדינת ישראל באיחוד האירופי הן אירלנד, ספרד וסלובניה. גם פולין לא בדיוק סימפטית. הסיבה טמונה בכך שהן מדינות עם זיקה עמוקה לנצרות הקתולית, שהאוייב שלה היה היהודים במשך למעלה מ-1000 שנים.

לאורך התקופה שבה יהודה התקיימה תחת שלטון רומי היה ליהודים **מעמד חריג מאוד**. הרומאים, שהיו עם של דת-מדינה פרקטית, הורשו לכל העמים להמשיך לעבוד את אלוהיהם, **בתנאי אחד**, שיוסיפו גם את האלים הרומיים לפולחן שלהם. אבל היה **עם אחד בלבד** שקיבל פטור: היהודים לא נדרשו להקריב קורבנות לאלילים הרומיים. היהודים הורשו לעבוד רק את אלוהי ישראל. דת אחת, אל אחד, ללא פשרות. זה הפטור הייחודי ביותר שהאימפריה הרומית נתנה למישהו אי פעם. זה מצוין (כדוגמא) במקורות רומיים בני התקופה - כולל אצל סוויטוניוס ב־חיי שנים-עשר הקיסרים ויוספוס פלביוס. באופן אבסורדי, המעמד הזה **הוא בדיוק מה שייצר את הקרע ההיסטורי** בין היהודים לנוצרים הראשונים. הנוצרים הראשונים היו למעשה קומץ **יהודים** שניסו לשכנע שהופעתו של ישוע מסמנת "עדכון גרסה" לברית הקיימת וטענו שישוע הוא המשיח. אבל היהדות הוותיקה ראתה בישוע עוד אחד מיני רבים של "משיחי שקר"—היסטורית, היו עשרות כאלה גם בתקופתו של ישוע שהיו אפילו פופולאריים ממנו. הסרט הטוב ביותר שמתאר דווקא את ההיסטוריה היהודית בנוגע ליהושוע מנצרת הוא סרט קומדיה בשם Life of Brian. ההבדל המהותי הוא שהנצרות החלה לפנות אל אנשים שלא היו

יהודים. וזה המקום שבו הסיפור מסתבך. כאשר הנוצרים הראשונים החלו להתאסף כקהילה, רבים מהם לא היו יהודים. הם היו יוונים, רומאים, סורים, מצרים ואחרים. ומפני שלא היו יהודים, **הם לא היו זכאים לאותו הפטור**. הם נדרשו כמו כל שאר העמים להוסיף את ישוע כ"עוד אל" לצד האלים הרומיים. וברגע שהם **סירבו**, ואמרו שיש רק אל אחד הם הפכו **למורדים פוליטיים**. זו הייתה הסיבה המרכזית **לרדיפת הנוצרים בימי רומא** הרבה לפני שהכנסייה הפכה לממסד רשמי.

והנה הדבר החשוב, הנוצרים הסתכלו על היהודים וראו:

- הם לא מקריבים לאלים הרומיים

- והם לא נרדפים על כך

בעוד שהנוצרים סובלים עינויים, הוצאות להורג, שריפה, צליבה.

ומכאן נולדה **המרירות ההיסטורית הראשונה**:

"ליהודים מותר. לנו לא".

לא האמונה לבד יצרה את השנאה.

הפער במעמד המשפטי עשה זאת.

זו הייתה תחושת קיפוח מצטברת שהפכה עם השנים לתיאולוגיה של אשמה.

כשהאימפריה הרומית התנצרה

כאשר הנצרות הפכה לדת הרשמית, הופיעו שני צרכים פוליטיים דחופים:

1. **לא ניתן להאשים את האימפריה בצליבת ישוע.**

2. **צריך להסביר למה היהודים לא קיבלו את ישוע.**

ולכן:

- ישוע הוצג כמי ש"נדחה" על ידי היהודים.

- היהודים הוצגו כמי ש"צלב" את ישוע.

- והפטור הרומי הפך להוכחה לכך שהם "עם עיקש ורשע".

העוינות הפוליטית של הנוצרים הפכה לדתית. התווסף לכך שהזיכרון האחרון ממלכת יהודה היה המרד שהביא לחורבן בית שני. למרות שהיה זה אחד מיני מרידות רבות, זה היה עוד סימן לכך שזה עם כפוי טובה. היהודים, לאורך רוב ההיסטוריה שלהם, **סרבו להתנצר**. מבחינתם, ישוע מנצרת לא היה "משיח", אלא **עוד אחד מני רבים** שהופיעו בתקופת סוף הבית השני. לכן, הסיפור הנוצרי על "בן האלוהים שנולד לאישה בתולה" נשמע להם זר ואף בלתי־רציונלי. הם הצביעו על כך שהם עצמם **הכירו את המקום, את החברה ואת התקופה**, בעוד שרוב הנוצרים הראשונים ניזונו מסיפורים שהועברו מפה לאוזן זמן רב

לאחר האירוע. כאשר חלק מהיהודים בכל זאת **התנצרו**, הם לא התקבלו באמת.

גם לאחר שרבים התנצרו הם הודרו מפני חשש שהתנצרותם "לא הייתה אמיתית. זה הוביל להקמת **האינקוויזיציה**, שמטרתה המרכזית הייתה **לרדוף את היהודים שכבר התנצרו**, מתוך פחד שהם מערערים את החברה מבפנים. כך התפתח עוד יותר הדימוי של היהודי הנוכל, התחמן והחמדן. רבים מהמומרים נתפסו כיהודים עשירים שהמירו את דתם כדי לשמור על הונם ולצבור כוח ושבסתר הם עדיין מקיימים את היהדות וההתנצרות כלפי חוץ נעשה כדי לשטות ולהתל בנוצרים. כך, לאורך מאות שנים התבסס באירופה דימוי עמוק:

- היהודי כמי שמסתיר את אמונתו וישקר כדי להשיג את מבוקשו ולכן אי אפשר להאמין לו.
 - היהודי כמי שחותר תחת מרות ושומר את נאמנותו בעצם למקום וישות אחרת שאינה המלך והממלכה בה הם גרו.
 - ומצד שני, היהודי כמי שרודף כוח וכסף ומוכן בשביל זה אפילו להמיר את דתו.
- זה לא היה דימוי נקודתי. זו הייתה **זהות של "האחר"** שנבנתה במשך כ-1,500 שנים.

מכאן מתחילה שרשרת אלף השנים של דם

בכל תקופת ימי הביניים, הנרטיב הנוצרי על יהודים היה פשוט וברור:

- הם אלו שלא הכירו באמת.
- הם אלו שאשמים.
- הם אלו שמסרבים לראות את האור.
- והם אלו שחייבים "להיעלם או להתקבל בכוח".

והנרטיב הזה הפך כלי תרבותי ופוליטי:

- במסעות הצלב
- בעלילות הדם
- בגירושים ההמוניים (אנגליה 1290, צרפת 1306 ו-1394, ספרד 1492, ועוד עשרות אחרות)
- בפוגרומים
- בטבחי המונים

הדבר שחיבר בין כולם היה אותו רעיון:

"היהודי אשם, היהודי עקשן, היהודי מסוכן". זה אפילו מופיע ברמת השיח התרבותי כמשמעות דו צדדית בעבור קהילה נוצרית ויהודית בעולם המערבי.

מסעות הצלב כביטוי מכיל שני סיפורים שונים לחלוטין

בעולם הנוצרי "She is on a crusade" משמעו - היא נלחמת למען מטרה צודקת.
בעולם היהודי:

"מסע צלב" = טבח, אונס, ביזה והעלאת קהילות שלמות על המוקד.

בעולם הנוצרי, "מסע צלב" הוא מסע מוסרי של צדק.

בעולם היהודי, "מסע צלב" הוא מסע של חורבן. הזיכרון הנוצרי הוא **רומנטי**. הזיכרון היהודי הוא **טראומטי**.

וזה חשוב:

כאשר מלמדים רק על השואה, ולא על **אלף ויותר שנים של אלימות שקדמו לה**,
העולם משוחרר מאחריות.

הוא יכול לומר לעצמו:

"הבעיה הייתה גרמניה. זה אירוע קיצוני. זה לא אנחנו". ובגרמניה יכולים להגיד, זה היה הנאצים, זה לא היה אנחנו. **האנטישמיות היא יסוד תרבותי, לא אירוע היסטורי.**

ואז מגיע הפער הגדול בהבנה המערבית שלא יודעת וההבנה הישראלית שבטוחה שכן יודעים אבל מדברים רק על השואה כי זה בעצם אירועי השיא, סמל של מה היה לפני. להרבה נוצרים זה נתפס כאירוע יחיד. וזה משמעותי בגלל התפיסה של ישראלים ויהודים לגבי ישראל לעומת התפיסה של אלה שאינם יהודים ואינם ישראלים (ונגיע לכך בהמשך)

כשמלמדים רק את השואה, העולם שוכח את כל מה שבא לפניה.

והשואה הופכת ל"אירוע גרמני חריג ובלתי צפוי", שיצרו בעצם ה"נאצים".

במקום שזה יוכר כמעמד ראוי, שזה שיא של תהליך שנמשך 1,800 שנה.

והעולם המערבי מרגיש חף מאשמה:

- "זה היה היטלר".
- "זה הנאצים".
- "זה לא אנחנו".

אבל זה היה העולם הנוצרי כולו - במשך אלף ומאות של שנים נוספות.

הדוגמה המובהקת לשטיפת הידיים היא בהקשר האמריקאי והדיון על "לבנים" ו"מדכאים"

בארה"ב, לבנים פרוגרסיביים מתנצלים על עבדות שחורה ו-Segregation (שהייתה דבר נוראי וגם לגבי עומק בעיית התופעה הרבה אמריקאים אינם משכילים מספיק. לדוגמת השימוש בpeonage כדי להמשיך

ולעבד שחורים והשימוש בבתי כלא כדי להמשיך את העבדות בצורה חוקית) ומסתכלים על היהודים (בעיקר ממוצא אשכנזי) כלבנים ולכן הם נתפסים כמדכאים.

אבל אותם לבנים פרוגרסיבים **לא יודעים** שבמשך זמן ארוך יותר, **אותם אבות תרבותיים-דתיים** שלהם

- טבחו ביהודים
- אנסו נשים יהודיות
- שרפו בתי כנסת
- החרים רכוש
- גירשו קהילות שוב ושוב

האבות שלהם עשו את כל אותו חטאים של הKKK למשך זמן ארוך הרבה יותר. והעובדה שיהודים נראים היום "לבנים" היא לא הוכחה לקרבה, אלא **עדות ל1800 שנים של אונס**. זו לא זהות אירופאית. זו **צלקת גנטית היסטורית**. אני לא ממעיט כלל בסבל של הקהילה השחורה בארה"ב. נהפוך הוא, אני לא חושב שיש מספיק הבנה עד כמה מה שהם עברו היה נוראי, אני רק מוסיף לכך שקיימת בורות מוחלטת בנוגע לקהילה היהודית (שלדוגמא הייתה מודרת לחלוטין מאוניברסיטאות בארה"ב עד לפני 100 שנים).

לכל אותם אמריקאים פרוגרסיבים לבנים, יש אבות קדומים נוצרים שטבחו ואנסו יהודים במשך למעלה מ1000 שנים, התנכלו להם והדירו אותם. הם לא יודעים על כך, וזה לא היה מעניין אותם בין כה וכה. אבל הבורות שלהם לגבי ההיסטוריה של היהודים באירופה היא משותפת לבורות של יהודים בישראל או יהודים בחו"ל באופן כללי.

היהודים והעולם

מאז תחילת האנושות, בני אדם התמודדו עם אותם האתגרים: איך לשרוד, איך לזכור את העבר, ואיך להתכונן אל העתיד. המסחר בין תרבויות החל הרבה לפני גילוי אמריקה, ודרך המשי היא דוגמה אחת לכך שהעולם היה גלובלי הרבה לפני שהומצאו מטוסים או מדינות מודרניות. בכל מקום היו משאבים שונים (כאן תבואה, שם מתכות, במקום אחר תבלינים) ולכן כבר אז היה הגיוני לנוע, להחליף, לסחור, ולזהות פערי ערך. רוב ההתפתחות התרבותית המהירה קרתה בציר האירו-אסייתי שסובב את הים התיכון והמשיך מזרחה עד סין, משום שבאותם קווי רוחב היו תנאי אקלים דומים שאפשרו מעבר של ידע

חקלאי, שיטות עיבוד ומסחר. באמריקות לדוגמה, ציר ההתפתחות היה צפוני-דרומי, עם שינויים אקלימיים חדים, מה שהאט את תנועת הידע.

בתוך העולם הזה, היהודים היו עם שנע בין מרכזים שונים, ובניגוד לרוב העמים, הם כמעט אף פעם לא הורשו להחזיק קרקע באופן מלא. לפעמים מתוך גזרה חיצונית, איסורים, גירושים. וכאשר אין קרקע להיאחז בה, נוצרת יכולת הסתגלות מסוג אחר. היהודי למד לנוע, לסחור, לייצר, להמציא, לעבוד במלאכות, להיות מתנווך ומנהל, להבין ערך ולא רק חומר. בעולם שבו רוב האנשים היו כבולים לאדמתם ולמזג האוויר של אותה שנה, היהודי היה יכול לקום, לעזוב, ולהמשיך במקום אחר.

זו הייתה ההמרה ההיסטורית המשמעותית ביותר: הקרקע הפכה מזיכרון לפוטנציאל. היהדות עצמה שמרה על הרעיון של חזרה עתידית לארץ ישראל, אבל כל עוד החזרה לא התאפשרה, המטרה הייתה לשרוד. לשרוד, ללמוד, לזכור, להעביר הלאה. לא למות ולהיעלם כמו עמים רבים אחרים שהעדיפו לעיתים רבות לקחת דת חדשה ולהשתלב עם שבט או עם כובש העיקר להישאר ולהיאחז בקרקע. כשאין לך יכולות מלבד לעבוד קרקע, ויש לך זיקה פיזית לקרקע אתה תישאר בקרקע כי זה כל מה שאתה מכיר. אם תקום ותעזוב לא תדע מה לעשות. ליהודים באופן מובנה היה פתרון לכך. ולכן יותר מאשר שארץ ישראל שמרה על יהדות היהודים, היא שמרה להם את היכולת להסתגל ולהתאים את עצמם למצב הקיים. כי כל מה שהיה על יהודי זה לשרוד עד ביאת המשיח והחזרה לארץ ישראל.

היהודים לא חזרו לארץ ישראל בגלל המשיח. הם חזרו בגלל הציונות. במילים אחרות: נמאס להם לחכות. נמאס להם להיות תלויים בחסדיהם של אחרים ולהסתכן בזה שאותם אחרים ישנו את דעתם. היהודים אמרו לעצמם: נמאס לנו לחכות שהמשיח יציל אותנו מהגויים אז נציל את עצמנו, ונלך לקרקע היחידה שאנחנו מכירים (גם אם זה רק ברובד תרבותי רוחני). אבל לא עשינו את זה לפני המאה ה-19, לא באמת, קבוצות בודדות אולי עלו לארץ (יוצאי גירוש ספרד שהשתקעו בצפת). אבל לא כעם.

רק כשהעולם השתנה גם המחשבה השתנתה.

משהו השתנה במאה ה-17

במאה ה-17 אירופה התחילה לעבור מהפכה. דרכי המסחר הימיות התחזקו, הכלכלה הפכה לאנרגטית ודינמית הרבה יותר, המדע החל לערער את סמכות הדת, החקלאות השתפרה, והחברה האירופית התחילה להשתחרר מהפיאודליזם. השינוי הזה איפשר ליהודים אלטרנטיבה אמיתית לחיים שלהם כיהודים בגלות. חלקם הפסיקו לחכות למשיח וויתרו על הקיום הלאומי שלהם כלאום בארץ משל עצמו. הם החלו לחשוב על היהדות כאך ורק דת שהכלים לגאולה עצמית כבר קיימים ונמצאים במקום מושבם והעמים האירופים ניסו לאפשר להם את זה באמצעות ניסוי היסטורי גדול. בתקופה זו נולדה

האמנציפציה, רעיון חדש שאמר ליהודים: תהיו אזרחים. תהיו "כמונו". אין צורך בגטאות, אין צורך בהפרדה.

רבים האמינו לזה. רבים באמת הפכו חלק מהחברה. הם הפכו למשכילים, לרופאים, למהנדסים, למוזיקאים, לקצינים בצבא, לפרופסורים. הייתה תקופה שבה יהודים גרמנים היו משוכנעים שהם גרמנים יותר מיהודים. היו יהודים צרפתים שהרגישו פריזאים עד לשד עצמותיהם. הם האמינו שהסיפור נגמר. שהם יכולים להיות חלק מהעם שבתוכו גרו. הם עזבו את המנהגים המסורתיים הלאומיים היהודים. הם התנצרו. הם נהגו כמנהגי המקום. ואז הגיעו פוגרומים. ופרשת דרייפוס בצרפת. ואז הגיעה השואה. וכל המסכות נפלו. וכל אלה קרו ליהודים בכל השרשרת, מאלה שחיו כיהודים בשכונות יהודיות, ועד אלה שהדבר הכי יהודי בהם היה סבא יהודי, האירופאים אמרו להם בפשטות, אם יש לך מספיק דם יהודי (שהוא סממן אתני) אתה לא אחד מאיתנו.

העולם אמר להם בפשטות שאינה משתמעת לשתי פנים: אתם תהיו יהודים בעינינו גם אם תשנו את שמכם, את שפתכם, את לבושכם ואת אמונתכם. וכאשר נהיה במצוקה, אתם תהיו הראשונים לשלם. זה לא השתנה גם היום. אחרי ה7 באוקטובר, יהודים בפריז נתקפים ברחוב, סטודנטים יהודים בקמפוסים אמריקאיים מפחדים לצאת מחדרים, ובתי כנסת בגרמניה זקוקים שוב לשמירה משטרתית. העולם מזכיר ליהודים שוב ושוב שהם אזרחים לא רצויים, לא בני בית.

וזה לא היסטוריה רחוקה. ברגעי משבר, זה קורה שוב. אחרי ה7 באוקטובר, יהודים בפריז נתקפים ברחוב, סטודנטים יהודים בקמפוסים אמריקאיים מפחדים לצאת מחדרים, ובתי כנסת בגרמניה זקוקים שוב לשמירה משטרתית. העולם מזכיר ליהודים שוב ושוב שהם אזרחים לא רצויים, לא בני בית. זו הסיבה שהציונות לא הייתה בחירה אידיאולוגית אלא **תגובת הישרדות** - ליהודים היה ברור שהם צריכים מקום משלהם, לא מתוך מתוך הכרה במציאות, שהגאולה היא אישית ולכל אחד יש משיח והוא פנימי. ולמרות שהתגובה האנטישמית הזאת הייתה הפתעה גמורה בעבור יהודים אמריקאים אבל לא הפתיעה כלל ישראלים יהודים שמכירים את מחזוריות התופעה משיעורי ההיסטוריה שלהם (ועל מערכת היחסים המיוחדת של ישראל עם ארה"ב, ועל המערכת היחסים המיוחדת של יהודים אמריקאים עם ארה"ב נדבר בהמשך).

וזאת הסיבה למה היהודים עלו לארץ ישראל. כי גם גילויי האנטישמיות החדשים היו נראים בעיניהם כבלתי נמנעים עוד לפני 200 שנה (למרות שלחלק היה תקווה שבארה"ב זה לא יקרה או שלפחות יהיה להם את הזכות להגן על עצמם פיזית, גם על כך נדבר). הזיקה של היהודים לארץ ישראל והפיכתה לגטו העולמי ליהודים היא הסיבה הראשונה לקו התמיכה של מחירי הדיור בישראל. ערך הקרקע בישראל היה

נמוך ביותר ביחס לכל המזרח התיכון- אדמה מוזנחת, אוכלוסייה דלילה, וחוסר השקעה עות'מנית, עד שהיהודים חזרו לכאן במאה ה-19. וככה העם, השורד הטוב הכל הזמנים, העם הסתגלתן ביותר בכל הזמנים שב לארץ מוצאו. אבל הוא לא עשה זאת עד שהעולם החדש איכזב אותו.

ואותו עולם חדש היה העולם שהתחיל להיבנות באירופה המערבית, שבו היהודים קיבלו את אותה אמנציפציה וזכויות החל מהמאה ה-17. העמים הללו הצליחו לצמוח ולשגשג (ביחס לאירופה המזרחית) ואזרחיהן לא היו עסוקים רק בלשרוד. הם היו עמים שיצאו אל העולם, שבנו קולוניות מעבר לים, ואיפשרו לנתינים שלהם להתנתק מהקרקע המקומית (להפסיק להיות אריסים), ולהחזיק הון שהוא נייד ולא תקוע בבלטות מקומיות. או במילים אחרות, זהב - המטבע האוניברסלי שאיפשר ניידות אמיתית והיה הבסיס לכלכלה המרכזת-ליסטית.

זהב - הדבר הכי יקר שהוא גם הכי חסר תועלת

בוא נתחיל מהקפיצה בזמן. עברנו מהעולם הפרה-היסטורי שבו כלכלה הייתה בעיקר חקלאות מקומית עם מסחר גלובלי מינימלי, אל תחילת ההיסטוריה הכלכלית המודרנית. מבחינתי, התקופה הפרה היסטורית נמשכת עד בערך המאה ה-17, עד הרגע שבו הולנד חוותה את בועת הצבעונים. משם, הסיפור עובר לעידן חדש לחלוטין, שממשיך עד שנת 1971 - כשהעולם ניתק את עצמו בפועל מהזהב.

בימי הביניים, המגפה השחורה הרגה בערך שליש מאוכלוסיית אירופה. זו לא הייתה רק טרגדיה אנושית. זו הייתה רעידת אדמה כלכלית. פתאום, היה מחסור אדיר בכוח עבודה. החקלאים והאריסים, שהיו קודם כבולים לאדמה ולעבודה ללא שכר, הפכו פתאום נדירים ויקרים. הם יכלו לדרוש כסף. האצילים היו חייבים להתחיל לשלם. החקלאות נחלשה, הערים התחזקו, ובתוך הערים צמחו בעלי מלאכה, תעשיות ראשוניות, וגם הדבר החדש והמסוכן ביותר בעבור הסדר הישן - כסף. הרנסאנס התחיל והאיץ והתחיל להביא איתו גם את המדע ואת היכולת לקרוא ולכתוב. התקופה הזאת הזניקה את השימוש בשטרות החוב והתחיל לתת כוח אמיתי לבנקים האירופאים (משפחת מדיצ'י המפורסמת למשל).

העולם התחיל לזוז. כסף זז אחרת מאדמה. הוא נייד. הוא לא קשור לעונות השנה. מי שהיה מוכן להתנתק מהקרקע ולהפוך לבעל מקצוע, לסוחר, לאיש מלאכה - יכל להתחיל לנוע. זה היה שינוי תרבותי עוד לפני שהיה שינוי כלכלי. ומכאן, היה רק עניין של זמן עד שאנשים יתחילו לחצות אוקיינוסים כדי לחפש עולם אחר. עם תקופת מגלי הארצות (כריסטופור קולומבוס, אמריגו ווספוצ'י ועוד) וכיבושי העולם החדש הגיע אוסף של חומרי גלם, ידע, ומוצרים אל אירופה. וכך, כשאירופה יצאה למסעותיה אל מה שייודע כ"העולם החדש", היא מצאה שם משהו שמשך בני אדם מכל קצוות האנושות ומאז שחר ההיסטוריה, זהב.

הנוצרים עם השנים התנתקו מהקיבעון המקומי (למרות שעדיין תראו באירופה המון מקומות שיש שמה מקומיים שיספרו שהם עובדים את אותו יקב מאות שנים), וחצו אוקיינוסים בשם המסחר, כמו שגילו את אמריקה כשניסו להגיע להודו. אנשים שהסכימו להתנתק מהקרקע ולנדוד, הפכו לכובשים, לשליטים, והרבה מאלה שנשארו על בטוח באיזור המקומי שהם הכירו השתרכו מאחור ברמה הכלכלית. אחד הדברים המשמעותיים של התקופה, היה כשהספרדים הפליגו מערבה והגיעו לדרום אמריקה, שם הם גילו את אל דוראדו (לא באמת), ערימות של זהב.

זהב זה דבר חשוב. (והנה אנחנו חוזרים רגע אחורה בזמן) בכל מקום בעולם ניסו להשתמש בדברים שונים כאמצעי חליפין ואחסון ערך. בחוף השנהב שבאפריקה השתמשו בצדפות, באי יאפ השתמשו באבני גיר ענקיות, בסין השתמשו בעצמות, ובמקומות רבים השתמשו במלח (מכאן המילה salary. שכר

החיילים בצבא הרומי היה במלח) תבלינים כמו פלפל שחור, קינמון וזעפרן היו יקרים כמו זהב ולעיתים אפילו יותר - מסעות שלמים אורגנו כדי להביא תבלינים מהודו ומהמזרח הרחוק לאירופה. משי, שנהב, ואבני חן שימשו גם הם כאמצעי לאחסון עושר.

במקומות שונים השתמשו בדברים אחרים כאמצעי ערך: צדפות בחופי אפריקה, אבני גיר ענקיות באי יאפ, בחוף השנהב שבאפריקה השתמשו בצדפות, באי יאפ השתמשו באבני גיר ענקיות, בסין השתמשו בעצמות, ובמקומות רבים השתמשו במלח (מכאן המילה salary - שכר החיילים בצבא הרומי היה קשור בחלקו לשווי המלח, למרות שהיום יודעים שזה לא היה שכר מלא, אבל המונח נשאר) תבלינים כמו פלפל שחור, קינמון וזעפרן היו יקרים כמו זהב ולעיתים אפילו יותר - מסעות שלמים אורגנו כדי להביא תבלינים מהודו ומהמזרח הרחוק לאירופה. משי, שנהב, ואבני חן שימשו גם הם כאמצעי לאחסון עושר.

אבל זהב התבלט מכולם מכמה סיבות קריטיות: **ראשית**, הוא לא מתכלה - לא נרקב כמו תבלינים, לא נשבר בקלות כמו צדפות, ולא מתחמצן כמו מתכות אחרות. **שנית**, הוא ניתן לחלוקה לכמויות קטנות מאוד מבלי לאבד ערך (תנסו לחלק סוסים לחצאים). **שלישית**, והכי חשוב - זהב הפך לאמצעי התשלום היחיד שהתקבל באופן טבעי **בכל מקום בעולם**. אם הייתם מגיעים עם פלפל שחור לסין, הם היו מבינים את הערך שלו. אבל אם הייתם מנסים לשלם בצדפות אפריקאיות בפרס, כנראה שהיו עורפים לכם את הראש.

זהב זה רעיון שחשוב מאוד להבין אותו. ערכו נובע בעיקר מתוך משהו יחיד - שמישהו אחר יהיה מוכן לשלם משהו אחר בשבילו, **בכל מקום ובכל זמן**. למרות שיש לזהב תכונות פיזיקליות ייחודיות (עמידות בפני חלודה, הולכת חשמל מצוינת, גמישות), הערך הכלכלי שלו הרבה יותר גבוה מהשימוש התעשייתי או הדקורטיבי. הוא בעצם כסף 'טבעי' שהאנושות כולה בחרה בו ללא תיאום מרכזי. כלומר לקרוא לנפט זהב שחור זה עלבון מוחלט לנפט, שהוא הרבה יותר שימושי לנו כאנושות. אבל מנגד, זהב זה משהו שהאנושות כולה, באופן בלתי מתוכנן, החליטה שזה אמצעי אחסון ערך אוניברסלי, שערכו נמדד ברמה הגלובלית, דרך דרכי מסחר במשך אלפי שנים.

היתרון הגדול ביותר של זהב היה הניידות והקבלה האוניברסלית שלו. סוחר יהודי יכול היה לקחת זהב מקורדובה לקונסטנטינופול ולדעת שיקבלו אותו בברכה. תבלינים היו יקרים אבל מתכלים, משי היה יפה אבל לא לכולם היה שימוש בו, אבל זהב - תמיד רצו.

זרימת הזהב מהעולם החדש לאירופה יצרה את התפיסה הכלכלית הראשונה של העידן המודרני - **מרקנטיליזם**. המרקנטיליסטים האמינו שעושר של מדינה נמדד בכמות הזהב והכסף שיש לה, ושכדי להתעשר צריך לייצא יותר מאשר מייבאים (מאזן סחר חיובי שאנחנו שומעים) כדי שזהב יזרום פנימה.

זו הסיבה שמדינות אירופאיות התחרו על קולוניות - לא רק בשביל השווקים, אלא בשביל הזהב עצמו. ספרד, שהייתה הקרובה ביותר למקורות הזהב, הפכה לעשירה ביותר לזמן קצר, אבל גם חוותה את אחת האינפלציות הראשונות במובן המודרני - כשיש יותר מדי "עושר", מחירי הסחורות עולים. תולדה של כך הייתה, שכל הזמן גם חיפשו את המוצר החדש, ה"זהב החדש". משהו שאפשר להביא מקום אחר לאירופה שיהיה ניתן למכור במחיר יקר יותר מעלויות הייבוא. כמו שדיברתי על כך לפני, תועלת מהותית לזהב, מלבד הנראות שלו בעולם העתיק לא כל כך היה, אבל עדיין היה לו ערך שמחירו עלה עם הזמן.

המרוץ למצוא את הזהב החדש הביא לבועה המודרנית הראשונה, (למרות שאני קורא לה היסטורית ולא מודרנית) היא בועת הצבעונים שקרתה בהולנד.

שיגעון הצבעונים ; (טוליפמאניה)

היה תופעה בתקופת תור הזהב של הולנד בשנים 1636–1637 שבמהלכה חלה גאות מתגברת במסחר בבצלי פרח הצבעוני, שהגיע לראשונה להולנד, ומחירים עלה באופן לא־פרופורציונלי לערכם. בשיא שיגעון הצבעונים, בפברואר 1637, הגיע מחירים של פריטים מסוימים ליותר מפי עשרה מההכנסה השנתית של בעל מלאכה מיומן. הבועה הכלכלית גברה עקב מסחר ממניעים ספקולטיביים, ובסוף חורף 1637 היא התפוצצה ומחירי בצלי הצבעונים ירדו בחדות.

שיגעון הצבעונים נחשב לבועה הספקולטיבית (או הבועה הכלכלית) הראשונה, ולעיתים משתמשים כלכלנים ואנשי שוק ההון במושג "שיגעון הצבעונים" (*Tulipmania*) "בתור דוגמה לבועה כלכלית".

- מתוך ויקיפדיה.

ההולנדים החליטו יחד, שלצבעונים יש ערך מסוים, ולאט לאט הם איבדו את השפיות. מפני שאנשים החליפו עבודה פרודוקטיבית, בעבור משהו שאינו פרודוקטיבי (צבעונים) שעלול להירקב ולכן אינו יכול לשמור על ערכו ברמה החומרית (צמחים נרקבים וזהב לא), ובנוסף, הצבעוני היה לו ערך גבוה רק בהולנד. ברגע שנגמר למי למכור את הפקעות, התפוצצה הבועה. זוהי ספקולציה שלא התבססה על משהו שעלול ליצור צמיחה אמיתית, אלא התבססה על הרעיון שמישהו אחר יקנה במחיר גבוה יותר. זו ספקולציה שמבוססת על עליית מחיר ולא עליית ערך. הערך המהותי של צבעונים הוא דקורטיבי.

בנוסף לעניין סביב הפריטים עצמם (צבעונים), נוצרה תעשייה שלמה סביב המסחר. אנשים החזיקו נכסים שעל הנייר היו שווים הרבה, ותחושת העושר הזמנית גרמה להם להוציא יותר ממה שכלו להרשות לעצמם. כאשר מחירים מקומיים מנופחים, זרים רואים הזדמנות ומביאים סחורות מבחוץ כדי למכור ביוקר. מקומיים חכמים מוכרים נכסים במחירים מנופחים ועוברים למקומות זולים יותר. בסוף, כשהבועה מתפוצצת, הכסף האמיתי כבר זז או החוצה, או לידיים אחרות.

אם יש אוכלוסייה מקומית שמתנהלת בצורה לא הגיונית כלכלית, יש יותר כסף שזולג החוצה. בין אם זה על ידי זרים, או על ידי מקומיים, שמכרו ביוקר מטורף והלכו לקנות במקום זול יותר, או שהחליטו פתאום להפסיק לבזבז ברגע הנכון, והם מצליחים לתזמן את השוק הנוכחי. כי לתזמן שווקים באופן קבוע זה כמעט בלתי אפשרי.³

הדבר הנוסף שקריסה כזאת עושה, זה ממיתה פסיכולוגית ונפשית אנשים. דברו עם מישהו שהיה שווה מאה אלף שקל, יום למחרת 20 מליון ואז אם הוא חוזר למאתיים אלף, הוא יהיה גמור נפשית. יהיה מאוד קשה לגרום לו להתקדם, להתחיל מחדש בהשקעות, או לבזבז כסף, מפני שהוא יהיה מרוכז בזה שהוא היה שווה לפני חמש דקות מליונים בשבילו ועכשיו כמעט כלום. וכך בועות לא רק מרוששות אנשים כלכלית, הן גם משתקות אותם פסיכולוגית לשנים. זה מסביר מדוע כלכלות שחוות בועות גדולות לוקח להן עשור ויותר להתאושש - זה לא רק שהכסף "נעלם", זה בגלל שהאנשים מפחדים להשקיע, לקחת סיכונים, או אפילו לצרוך.

מספר המחקרים שמראים שבני אדם מתפקדים יותר על הפסדים מאשר על רווחים גדול מאוד. זה כמו כל אחד שנלחץ מירידות אבל שכח שאנחנו חוונו עליות מטאוריות לפני כן. הכל שאלה של מאיפה אתה מתחיל למדוד וגם אופי המדידה. הבועה התחילה בגלל שגשוג כלכלי של ההולנדים והתפוצצות הבועה הכניסה את ההולנדים למשבר כלכלי שלקח להם שנים רבות להתאושש מהם. אם ההולנדים היו נמנעים מהבועה, הם היו ממשיכים לשגשג.

הצבעונים היא בועה שכל כך צרובה בהיסטוריה הכלכלית של העולם, מפני שהיא המחשה למשהו ללא מהות אמיתית שנובע מהרעיון שמישהו יקנה ממני מאוחר יותר במחיר גבוה יותר. בועה מאוד דומה

³ נדבר בהמשך על דוגמאות של אנשים שהצליחו לתזמן שווקים מספר פעמים, והם לא המשקיעים המפורסמים שכולם מכירים כמו קאת'י ווד, אלא דווקא אנשים שבדרך כלל הציבור הרגיל לא שמע עליהם (סטנלי דראקנמילר, ג'ורג' סורוס, פול טיודור ג'ונס, סקוט בסנט ועוד..), וגם בהרבה מקרים ציבור משקיעים משכיל יותר גם לא שמע עליהם (ג'סי ליברמור האגדי – שעליו נכתב הספר Reminiscences of a Stock Operator

(Edwin Lefèvre שנכתב על ידי

שהייתה בשנים האחרונות היא ב-2021 ו-2022 בכל shitcoin שהיה - מטבעות דיגיטליים ללא שימוש אמיתי שאנשים קנו רק בתקווה שמישהו אחר יקנה במחיר גבוה יותר. בדיוק כמו הצבעונים, הערך היה מקומי (קהילות אינטרנט ספציפיות) וכשנגמרו הקונים החדשים, הבועות התפוצצו. ולא אני לא כולל ביטקוין כשיטקוין, גם על זה נדבר אחר כך.

למה זה רלוונטי לישראל היום? כי בישראל יש שאלה, האם יש בועה בנדל"ן. המדינה חווה עכשיו בדיוק את אותו תהליך פסיכולוגי-אוכלוסייה שמרגישה עשירה בגלל עליית מחירי נכסים. השאלה היא האם אנחנו בבועה, או שהעליות מבוססות על יצירת ערך אמיתי.

ההבדל המהותי - על זהב צבעונים וביטקוין

ההבדל המהותי ביותר בין זהב לצבעונים הוא שאפשר היה לשלם עם זהב גם בסין. אם הולנדי כלשהו היה מגיע לפיליפינים, לאוסטרליה או לרוסיה ומנסה לשלם עם פקעת צבעונים – כנראה שהיו מבשלים אותו ביחד עם הפקעת. זהב, לעומת זאת, היה מתקבל בברכה. וזו אולי הטענה החזקה ביותר בעד ביטקוין כיום: הוא מתקבל בכל מקום על ידי האוכלוסייה המקומית. אפילו בסין, שבה הוא אינו חוקי, בוודאות יש מקומיים שיקבלו אותו.

בועת הצבעונים לא חשובה בפני עצמה, אלא בגלל מה שהיא ממחישה: מה קורה כשאנשים מתנתקים ממשוה שמקובל כאמצעי תשלום אוניברסלי, ומתחילים להשתמש במשהו חדש. הדבר השני שהיא מדגימה הוא הרעיון של בועה מקומית. וזה בדיוק ההבדל העצום בין צבעונים לבין ביטקוין, שמחזיק מעמד בכל מקום על פני הגלובוס. מחירו של ביטקוין לא תלוי בשימוש היומיומי שלו, אלא בתפוצה שלו. אנחנו לא משלמים בזהב ביום-יום, אבל אחוז גדול מהאוכלוסייה מחזיק בו ומסכים שיש לו ערך.

היתרון הגדול ביותר של ביטקוין על פני זהב הוא הניידות שלו. אדם יכול להסתובב עם מיליארדים המאוחסנים בארנק שהגישה אליו שמורה אצלו בראש. אין שום דרך אחרת לעשות זאת.

המחיר, כמובן, הוא סיפור אחר – וכאן נכנס נושא התמחור. לתמחר ביטקוין זו משימה קשה מאוד, בדיוק כמו לתמחר זהב, אם לא יותר. חלק מהמשתנים הם גודל האוכלוסייה המשתמשת וקצב הצמיחה שלה. מצד שני, להסתמך על נתונים כאלה כדי לתמחר סטארטאפים (במיוחד בתקופת הרשתות החברתיות) גרם למחיקת מיליארדי דולרים של משקיעים. השיטה הזאת כונתה חוק מטקלף:

"חוק מטקלף קובע כי הערך של רשת תקשורת פרופורציונלי לריבוע מספר המשתמשים המחוברים למערכת. (n^2) החוק נוסח לראשונה על ידי ג'ורג' גילדר ב-1993, ויוחס לרוברט מטקלף".

- מתוך ויקיפדיה.

העליות בזהב ובביטקוין בשנים האחרונות גורמות להרבה אנשים להזיל ריר ולרצות להשקיע – אבל במקביל להפחיד אותם. הנזילות הגבוהה של השווקים (ובמיוחד של ביטקוין) מאפשרת תנודתיות קיצונית כאשר דעת הקהל משתנה מהר, והירידות החדות שקורות ברגע גורמות לרבים להיבהל – תוך התעלמות מוחלטת מהעובדה שכל פעם שהירידות מסתיימות, המחיר מסתיים גבוה יותר מנקודת ההתחלה.

וכאן חוזר עניין התמחר: כשאתה יודע לתמחר, אתה יודע לזהות margin of safety רחב. אם אתה לא יודע לתמחר, וכל מה שאתה רואה זה עליות וירידות, זה כל מה שאתה יודע על הנכס - כלומר אתה לא יודע עליו כלום. אתה יודע רק מה מר מארקט חשב עליו אתמול.

והנקודה הסופית: לקנות משהו רק מפני ש"המחיר עולה" זו קנייה ספקולטיבית שמבוססת על עליית מחיר שאינה בהכרח קשורה לערך. לצפות שביטקוין ימשיך לעלות באותו קצב רק מפני שזה מה שהוא עשה בעבר – זו שטות מוחלטת. אדם חייב לשאול את עצמו למה הוא קונה משהו. ברור שריבוי ביקוש יעלה מחיר כשההיצע מוגבל. אבל חייבים לקחת בחשבון את המציאות. לצבעונים היה מספר מוגבל של אנשים שהתעניינו בהם. בכל בועה, בסוף פשוט נגמר למי למכור, או שהם לא רוצים לקנות את זה במחיר הזה, או שפשוט נגמר הנזילות, נגמר הכסף. זאת סיבה ענקית למה כשאנשים מסתכלים על מצב השוק היום כשיש לנו הרבה מאוד נתונים, הם מסתכלים על מצב הנזילות והמזומן שנמצא בידיים שלא אנשים.

והעניין הקריטי: ככל שתופעה ספקולטיבית נמשכת יותר זמן, כך עולה הסבירות שהספקולציה תהפוך למשהו קונקרטי - לא בהכרח רוח רפאים זמנית. ביטקוין ב־5 דולר היה הרבה יותר ספקולטיבי ממה שהוא היום. ככל שהשימוש בנכס גדל ומתפשט מהגבולות הצרים של קהילות קטנות אל העולם כולו, כך גם נקודת הרצפה שאלה המחיר ייפול כשהספקולציה תיגמר, היא תהיה גבוהה יותר. זה מאפשר ליותר אנשים להתעשר בדרך, ומצד שני מאפשר לאותו "נכס" להיכנס למיינסטרים התודעתי. תסתכלו על שעוני יוקרה, אמנות ויין.

בשורה התחתונה, יותר אנשים ויותר זמן הופכים משהו ליחסית בטוח יותר, אבל גם מבטיחים שבסופו של דבר תתרחש בו ספקולציה, רק בקנה מידה גדול בהרבה. כלומר, בסוף זה כמעט תמיד הופך למשחק כיסאות. גם אחרי 40 שנה. והמטרה של כל משקיע היא לא להיות זה שנשאר בסוף בלי כיסא.

היהודים והרנסאנס, האמנציפציה והמהפכה התעשייתית

מתוך הרנסאנס יצאו רעיונות פילוסופיים שהובילו את אירופה לבצע מספר מהלכים גדולים. אחד המרכזיים שבהם היה רעיון האמנציפציה ליהודים. לראשונה הובטחה ליהודים הבטחה פשוטה: "תשתלבו בחברה, תהפכו להיות משלנו, ולא נתערב במה שאתם עושים בבית." בתוך המהפכה התעשייתית וההשכלתית שחוותה אירופה, חלק מהיהודים גילו שלמרות ההבטחות, וגם למרות היציאה החלקית מהגטאות השנאה כלפיהם לא באמת נעלמה, אלא אם כן תתרחש התבוללות מוחלטת שתימשך כמה דורות. כלומר הישארות בגולה והיפטרות מהשנאה יכולה לקרות רק עם התנתקות מוחלטת מהעם היהודי, תהליך שלוקח מספר דורות ומי שמתחיל את התהליך לא יהיה זה "מסיים" את ההתנתקות. לכן, יותר משהיהודים החליטו לחזור לארץ ישראל מסיבות אידיאולוגיות ציוניות, רבים מהם עשו זאת מתוך תחושת חוסר שייכות וצורך בסיסי בהגנה עצמית, עוד גל של נדודים. והפעם, הם בחרו לנדוד למקום היחיד שבו ידעו איכשהו עבודת אדמה, ארץ ישראל. השיבה הזאת הייתה כרוכה בחקלאות, בבניית בתים, ובהקמת יישובים. וכך, מתוך כל ההיסטוריה הזו, היהודים ביקשו להיות "עם ככל העמים", בעלי קרקע, בעלי מדינה, והחליטו להקים את מדינת ישראל, שהיא למעשה הגטו העולמי של היהודים. רק שבניגוד לגטאות ההיסטוריים, שבהם על החומות עמדו גויים חמושים שמנעו מיהודים לצאת - כאן היהודים הם אלה שעומדים על החומות, עם נשק, ופניהם החוצה ולא פנימה. ישראל היא גטו מתוך בחירה, לא מתוך כפייה. והיא משמשת כמקום מפלט ליהודים מכל רחבי העולם.

המורשת הפסיכולוגית שמשפיעה היום על שוק הדיור

ניסיון האמנציפציה שנכשל, השואה, והגירוש של יהודי ארצות האסלאם לאחר מלחמת העצמאות של מדינת ישראל (שהיא בעצם מלחמת אזרחים של אזרחי פלסטין הבריטית), כל אלה גרמו לאוכלוסייה בארץ להבין באופן מוחלט, **אין ארץ אחרת**. או לחלופין, חלק גדול מהאוכלוסייה כאן ממילא כלא גיאוגרפית ופוליטית. ארץ ישראל היא מדינת פליטים ומספר עולים אידיאולוגים באמת מצומצם (אתה בעיני עולה אידיאולוגי אמיתי אם היה לך חיים חומריים נהדרים בארץ המוצא והמון ביטחון וויתרת עליהם בעבור הרעיון הציוני). הפליטות הוא הרקע האמיתי לשוק הנדל"ן הישראלי. זה מסביר יותר מכל מדוע לעולם לא תהיה כאן הגירה המונית החוצה, כפי שקרה בחלקים מאיטליה, ביוון, או במדינות הבלקן. רק מי שייקח על עצמו באמת ובתמים התבוללות מוחלטת והתנתקות אמיתית מעם ישראל והעם היהודי יהיה בטוח בגולה. הסיפור הכלכלי הישראלי מתחיל כאן: ליהודים שבחרו, או הוכרחו, להיות ישראלים **אין מקום אחר לגור בו**, ומצד שני יש מי שרוצה לפגוע בהם לא משנה מה. לא משנה כמה ייראו כמו עמים אחרים, ידברו כמו עמים אחרים, או אפילו יתבוללו לחלוטין, תמיד קיים הסיכון שאם מישהו יגלה שאתה יהודי, תהיה בסכנה. זה יוצר בישראל צורת חיים הישרדותית. אצל חלקים מהעם הדבר הזה מוציא יכולות מופלאות של הישרדות, פיתוח עצמי, יצירתיות ומוכנות למאבק (במיוחד

במערכת הביטחון, לצד ביטחוניות מוכרת, כמו בכל ארגון גדול). זה גם מה שמניע חלק עצום מהייצור המקומי: מאגר ידע טכנולוגי, מחקר ופיתוח, תעשיות ביטחוניות, ויכולת ליצור ערך יש מאין. מבחינה נדל"נית, ישראל היא מדינה קטנה. בגלי העלייה המסיביים היה כאן מחסור מתמשך במקומות מגורים. כך נוצרה תרבות שבה בעל הקרקע הוא בעל כוח. כל עוד מספר האנשים בארץ גדל, הביקוש עולה על ההיצע, והמחירים עולים. הדמוגרפיה הישראלית זינקה, אבל עדיין היה כאן מספיק שטח לכולם. בנוסף, רוב העולים עד שנות ה-2000 הגיעו כמעט ללא הון. אפילו עשירים מהעולם הערבי, מברית המועצות או מצפון אפריקה, איבדו את רכושם בדרך או נאלצו להשאירו מאחור. לכן, אף שהביקוש הגדל יכול היה לדחוף מחירי דירות כלפי מעלה, לעולים עצמם לא היו כוח קנייה. מי שדחף את המחירים למעלה הייתה דווקא השכירות - ולכן מחירי הנדל"ן עלו במקביל לשכירות. כלומר, זו הייתה עליית מחירים המבוססת על עליית הכנסה משכירות - לא על בועה ספקולטיבית. לכן באותן שנים לא הייתה תחושת "בועה". הביקוש לדירור הוביל לעלייה במחירי השכירות שהובילו עלייה במחירי דירות. אבל השאלה הגדולה היא: האם מגמה זו יכולה להימשך לנצח? האם יש גבול לכמות האנשים שירצו להגיע לישראל? האם הדינמיקה הדמוגרפית הזאת היא קבועה או זמנית?

הרבה אנשים שחוזרים על המנטרה "ביקוש והיצע", מניחים שהגידול הדמוגרפי הוא כוח בלתי-נמנע לנצח. אולי הם צודקים - אבל הם כמעט תמיד מתעלמים מהמספרים ומהמשמעויות העמוקות שלהם.

אני רוצה לחזור על הנושא שוב – יתרון ההון הנייד

בכל משבר בהיסטוריה, מי שהחזיק הון נייד היה בעמדה טובה יותר. נדל"ן אינו מבטיח שגשוג, כי הוא לא נזיל. לא כל היהודים בעלי האמצעים עברו לישראל. מרוקאים עשירים עברו לצרפת. יוצאי בריה"מ, לארה"ב ולקנדה. ההון הנייד אפשר להם לבחור חלופה טובה יותר. מי שכן הגיע לישראל היו המונים ללא הון, אבל כן עם זוג ידיים עובדות ועם יכולת ליצור עושר חדש מאפס. מי שטיפס מהר למעלה היה מי שהגיע עם ידע מתאים, ולא כל ידע שימושי כאן. מהנדס קרח לא בהכרח מועיל בישראל.

חשיבות ארץ ישראל לעם היהודי

זו נקודת המפתח שמבדילה את ישראל מכל מדינה אחרת: אין ליהודים ארץ אחרת. זה מה שיוצר את התחושה שהמחירים "תמיד יעלו". שטח מוגבל, מקום מפלט עולמי, ומחויבות היסטורית עמוקה. בכל פעם שיש גל אנטישמיות בחו"ל, מיד נשמעים קולות: "יהיה גל עלייה - מחירים יעלו". הם מתעלמים מכך שהאוכלוסייה כאן כבר עצומה, כך שהשפעה של עלייה היום תהיה קטנה בהרבה מאשר בעבר. בנוסף, כוח הקנייה של הישראלים היום הוא גבוה מאוד - ולכן אפקט הגירה גם של אוכלוסיות מבוססות לא בהכרח ירים מחירים בצורה דרמטית מפני שלא בטוח שיש להם כוח קנייה חזק יותר. הישראלי הממוצע היום הוא אדם עשיר מאוד במפה העולמית - ואם אינו עשיר, לפחות מתנהל כמו עשיר.

פרק 3 - תקציר נקודתי היסטורי כלכלי של העולם מאז בועת

הצבעוניים

בכל מאות השנים הללו, היהודים היו משהו קטן בתוך כל הדבר הזה שנקרא העולם. אחרי הצבעונים היו כמה בועות מפורסמות אחרות, הייתה בועה בצרפת שקרתה בעקבות ג'ון לואו, וה south sea bubble באנגליה, שקטלה אפילו את אייזיק ניוטון ורוששה אותו לחלוטין. הוא היה אדם בעל אמצעים שהשקיע בתחילת הבועה את הון, מכר את המניות ברווח אדיר, ולאחר מכן ראה שהבועה ממשיכה והשקיע מחדש את כל הון (capitulation) היא תופעה שקורית בבועות שבהם אנשים שידעו שיש בועה לא יכולים לסבול אנשים אחרים מתעשרים ונכנעים ליצרים שלהם, מתהפכים, וגם הם משקיעים את הכסף שלהם ונקלעים לבועה) שוב ובסוף הפסיד הכל והתרושש לחלוטין.

"I can predict the movement of heavenly bodies, but not the madness of crowds."

Sir Isaac Newton.

הסיפור של ניוטון מלמד משהו חשוב: אפילו הגאון הגדול ביותר בתקופתו לא יכול היה לעמוד בפני הפסיכולוגיה של בועות. הבעיה לא הייתה חוסר אינטליגנציה אלא חוסר משמעת. הוא ידע שצריך לצאת אבל הוא לא יכול היה לעצור את עצמו מלחזור פנימה. זה ממחיש שבהשקעות, משמעת ופסיכולוגיה חשובים יותר מאשר IQ גבוה.

"If you've got 160 IQ, sell 30 points to somebody else because you won't need it in investing. What you do need is the right temperament. You need to be able to detach yourself from the views of others or the opinions of others." – Warren Buffett

והסיבה שבועות קורות שוב ושוב היא שילוב של מגמות כלכליות אמיתיות שיוצרות עושר, יחד עם שני חטאים ביולוגיים-פסיכולוגיים: **חמדנות וקנאה**.

בועות תמיד מתחילות ממהו אמיתי: המהפכה התעשייתית הייתה אמיתית; האינטרנט אמיתי; מחירי נדל"ן באמת עולים כשיש יותר אנשים. אבל הבעיה מתחילה כשהמחירים רצים הרבה יותר מהר מהערך האמיתי, כי כולם רוצים "חתיכה מהעוגה" ואף אחד לא רוצה להיות זה שנשאר מאחור.

המהפכה התעשייתית

אנחנו מרגישים נורא כשאחרים מתעשרים סביבנו ואנחנו לא, ומצד שני אנחנו לא יודעים שובע - תמיד רוצים עוד. הרנסאנס הוחלף במהפכה התעשייתית, ופתאום היכולת ליצור יש מאין קיבלה ממד חדש שלא היה קודם. עכשיו היה אפשר להמציא דברים חדשים ולייצר עושר שמבוסס על פעילות, ייצור וחדשנות. אם לפני כן יצירתיות הייתה בעיקר אומנותית - ציור, פיסול, ספרות - הרי שברגע אחד היא הפכה גם לטכנולוגית ועסקית. במקום לצייר תמונה יפה, יכולת להמציא מכונת קיטור ולהעשיר את עצמך ואת כל הסביבה. המשמעות של "יצירתיות" השתנתה מביטוי אישי לכוח כלכלי.

מעל כל זה עמדה תרבות היררכית שבה עושר וכוח הגיעו בעיקר ממעמד אצולה וייחוס עתיק, עם נכסים שעברו בירושה. מולם קמה אוכלוסייה חדשה - הבורגנים, הנובו רישים, הכסף החדש. זה יצר קרע חברתי עמוק: האצולה הישנה שהתבססה על מסורת וירושה מול יזמים חדשים שהתבססו על חדשנות ויכולת עסקית. המאבק הזה הוליד את האידיאולוגיות המודרניות - שמרנות שמנסה לשמר את הישן מול ליברליזם שמעודד שינוי וחדשנות.

אני רוצה להדגיש, שלדעתי המהפכות הטכנולוגיות הרציניות במקרים רבים דווקא יוצרות מעין אבטלה במה שנחשב מקצועות צווארון לבן של התקופה. באירופה בתקופה שקדמה למהפכה התעשייתית כוח העבודה "המקצועי" היה בעלי מקצוע שהיו חברים בגildות, ולהם היה שוליות שעברו שנים על גבי שנים של הכשרה.

המהפכה התעשייתית השמידה מצד אחד את המקצועות הללו, והעבירה את עבודת הידיים אל פס הייצור. באופן כלכלי טבעי (אחד הרעיונות שקפיטליזם נשען עליו), הגיוני שיהיה ניסיון להחליף טכנולוגית את כוח העבודה היקר ביותר שאינו דורש יצירתיות וחדושים ועבודתו "מונוטונית".

אני יכול לשער, שחלק מהשינויים שחוו המדינות הללו בתוך עצמן, הוביל בין היתר לרצון ההתפשטות שלהם. במקרים רבים, את תהליך הקולוניזציה הובילו אנשי האליטות הישנות.

התהליך הזה, יצר שינויים אדירים במערכת הפוליטית הפנימית של מדינות אירופה, והאיץ את תהליך הקולוניזציה העולמית. מדינות שונות ניסו להגדיר מחדש את זהותן. הם ביצעו תהליך שבו הם עזבו את הסדר הישן, בו המבנה החברתי נשען בראש ובראשונה על הדת, וכמו כן על אצולה שירשה את כוחה מיכולות צבאיות. היכולת להילחם היה תכונה חשובה בשל כך שהרבה מההתעשרות שקרתה אז נבעה מכיבוש והחזקה של שטח וניצול משאביו. העולם החדש סבב סביב היכולת להמציא, לחדש, לייצר. העולם החדש היה עולם שנשען על רעיונות פילוסופיים ואידיאלים, ויצר לעצמו שכבת אליטה חדשה שמקורה היה בעולם העיסקי.

הנשמה של העולם המודרני

אירופה נסחפה למלחמות בתוך היבשת, ניסתה לשלוט בקולוניות רחוקות, ולבסוף שקעה במלחמת העולם השנייה. אחרי המלחמה נותרו שתי מעצמות בלבד. רוסיה קידשה את הפועלים והחקלאים. היריבה שלה, ארצות הברית, קידשה גם את העובדים וגם את היוצרים, אבל במקום לעצור בחקלאות ותעשייה בסיסית היא חגגה את היזמות, החדשנות, ואת יצירת העושר יש מאין.

המעצמה האירופאית היחידה שנשארה, אחרי מלחמת העולם השנייה, הייתה מעצמה שקידשה את שתי הכוחות הכלכליים של העבר. רוסיה חרטה על דגלה, את הפועלים ואת החקלאים. לבריה"מ היו מדענים ומהנדסים מצוינים, אבל הסביבה לא איפשרה להם ליהנות מהתחרות ומהזרימה החופשית של רעיונות שמאפיינת שוק חופשי. לכן לפריחה שלהם היה גבול מלאכותי, מעשה ידי אדם. אמריקה, לעומת זאת, לא רק קידשה ייצור - אלא גם את אלו שממציאים, שוברים מסגרות ויוצרים ערך חדש. זה היה המאבק שהגדיר את המאה ה-20: כלכלה שמבוססת על עבודה פיזית מול כלכלה שמבוססת על רעיונות.

ישראל, שנוסדה ממש בלב המאבק הזה, ירשה את שתי הגישות. מצד אחד - האידיאל הקיבוצי - סוציאליסטי של עבודה פיזית. מצד שני - הכישורים הטכנולוגיים, העסקיים והרעיוניים של המהגרים שהגיעו מחברות שבהן כבר התקיימו תעשייה, יזמות וידע. התמהיל הזה הפך את ישראל לחברה ייחודית שמצליחה גם בחקלאות וגם בהייטק.

ככל שישראל נכנסה עמוק יותר אל תוך כיסו של דוד סם - בכך שהפכה למדינה שתלויה כלכלית בארה"ב - גם התרבות האמריקאית חלחלה עמוק יותר. תבניות תרבותיות אמריקאיות חדרו אל תוך התרבות הישראלית (גם אם בגרסה משובשת ולעיתים קצת מצחיקה). החדירה התרבותית הזאת לא קרתה רק בישראל - אלא בכל העולם. בניגוד לארה"ב, **לדעתי לישראל אין את הפריבילגיה של בידור, פנאי ומותרות בשפע. אצלנו גורם הישרדות תמיד נמצא מעל הכל.**

הנס הקפיטליסטי האמריקאי

בתוך כל הרנסאנס והמהפכה התעשייתית, מעבר לאוקיינוס, קם לו עם - או אוסף של מדינות - בשם ארצות הברית. ההבטחה שלהם הייתה פשוטה: חברה ללא אפליית גזע, דת ומין (למרות שבפועל, לאורך כל ההיסטוריה האמריקאית, זו הייתה אמירה רחוקה מאוד מהאמת, אבל העיקר שזה מה שאנשים רצו להאמין בו). הפער בין החלום לבין המציאות היה עצום, עבדות, גירוש עמים ילידיים, אפליה כלפי מהגרים.

למרות זאת, הרעיון עצמו היה מהפכני: מוצא לא אמור לקבוע גורל, וכל אדם יכול "להמציא את עצמו מחדש". זה משך מיליוני מהגרים שהאמינו שבאמריקה הם יכולים להיות מי שהם בוחרים להיות. המסר היה ברור: אם אתה רוצה להיות חלק מהסיפור הזה - תהיה אמריקאי.

ברמה הרוחנית, ארצות הברית נבנתה מאנשים בעלי אופי מסוים, כאלה שמסוגלים לעלות על ספינה, לנחות בניו יורק, ולהתחיל חיים חדשים שמטרתם רווחה כלכלית אישית. אנשים שעלו על רכבת מערבה עד קנזס סיטי - התחנה האחרונה - ומשם המשיכו בכרכרות אל אוקלהומה ואל טקסס, למרות הסכנה האישית.

ולמרות שהייתה בה בִּלְת־הזהב, אמריקה לא קידשה רק את מחפשי הזהב, אלא גם את מי שיצרו את ה־ג'ינס, פריט עבודה שנולד מצורך אמיתי. אמנם בגד הוא רק בגד, אבל לג'ינס היה יתרון פרקטי, וזו הסיבה שאפשר היה לגבות עבורו יותר. Levi's שהמציאו את מכנסי הג'ינס, קיימים עד היום. אחלה סטארט־אפ שהפך לחברה שמחזיקה כבר למעלה מ־100 שנים.

המוטו האמריקאי היה, ברעיון אם לא בביצוע, שוויון הזדמנויות אבל לא שוויון תוצאות, והיכולת כמעט מיסטית שלהם להמציא תמורה יש מאין. לא רק לייצר מוצרים, אלא ליצור שווקים חדשים לגמרי. פורד לא רק בנה מכוניות, הוא המציא את קו הייצור שהפך אותן לנגישות להמונים. אדיסון לא רק המציא את הנורה, הוא בנה את היסודות לכל מערכת החשמל. זו יצירתיות עסקית: לא רק לפתור בעיה, אלא לחשוף בעיות שאף אחד לא ידע שיש לו.

הם נהנו, ועדיין נהנים, מהגירה חיובית של ידיים עובדות ושל אנשים חסרי אמצעים שמגיעים מתוך אמונה בחלום האמריקאי - אמונה שמאפשרת להם להתפתח ולצמוח. האמריקאים מקדשים את היזם, את האדם שהוא Self Made. אנדרו קרנגי שהתחיל כפועל רכבת והפך למגנט פלדה, ג'ון ד. רוקפלר שבנה אימפריית נפט מכלום. באירופה, האצולה תמיד ראתה בעשירים חדשים נובור־ישים - כסף חדש שאינו מלווה במעמד אמיתי. באירופה, מי שלא ירש את המעמד שלו היה שווה פחות, באמריקה, מי שיצר לעצמו את המעמד ולא ירש אותו הוא הגיבור.

האירופאים מקדשים את האריסטוקרטיה, ולכן התרבות האירופאית נשענת על העבר, וזו הסיבה שלדעתי, מלבד מכוניות, אתרים היסטוריים ובגדי יוקרה, אין להם הרבה מה להציע. **אירופה היא בעיני אנדרטה למה שהיה, וההיצמדות לעבר מבטיחה שההווה יהיה בעייתי ושהעתיד עלול להיות מוגבל.**

מי שקשר את עצמו לברית המועצות לא נהנה מהפיתוחים העתידיים. רוח האדם משפיעה על הדרך שבה כלכלה מתפתחת - והתערבות ממשלתית, לרוב, יוצרת משברים ולא מונעת אותם. בני אדם מונעים מתוך incentives, כלומר מתוך מה שיוצא להם מזה. במגזר הציבורי, התגמול לא קשור ישירות לתוצאה: פוליטיקאי שמבזבז כספי ציבור לא משלם מהכיס שלו, ואם הפרויקט נכשל - הוא כבר יהיה

בתפקיד אחר. במגזר הפרטי, אם אתה מבזבז כסף - אתה הולך לפשיטת רגל. זה יוצר פער אדיר ביעילות. מצד שני, המגזר הפרטי לא מספק תמורה לאנשים שלא יכולים לשלם, בזמן שהמדינה צריכה לדאוג גם למי שלא משלם עבור השירותים שהוא מקבל.

לכן, בדרך כלל, פוליטיקאים וכל מי שנמצא במגזר הציבורי (כולל צבאות) נוטים להיות פחות אחראים עם כספים. המדינה נתפסת בעיניהם כמקור ללא תחתית - תופעה שמופיעה גם בעסקים ענקיים עם עודף מזומנים, שבהם אנשים עושים דברים לא יעילים פשוט כי הם יכולים (אלפבית לדוגמה עם המון מההטבות המיותרות שנתנו לעובדים). כך, אנשים במגזר הציבורי מבצעים מהלכים שנשמעים טוב מבחוץ, אבל מי שיישא בתוצאות השליליות יהיה מי שיחליף אותם בעוד עשור. הצורך לקבל קרדיט עכשיו מוביל לחשיבה קצרת טווח.

בכלכלה של שוק חופשי, אלה שמובילים לאורך זמן הם האנשים שיודעים להסתדר עם פחות, כלומר להיות יעילים, והם משקיעים משאבים עודפים בדברים ארוכי טווח גם אם זה גורם להם להיראות מטומטמים או משוגעים היום. באופן טבעי, כלכלה המונעת על ידי אנשים כאלה תתעשר יותר, אבל הפער בין האליטות האלו לבין כלל האוכלוסייה יגדל. זו אחת האבחנות הגדולות של קיינס (שנרחיב עליה בהמשך): כלכלה חופשית יוצרת עושר רב יותר, אבל גם אי־שוויון גדול יותר. קיינס האמין שצריך איזון: לתת לשוק החופשי ליצור עושר, אבל לאפשר לממשלה להתערב כדי לצמצם אי־שוויון ולמנוע משברים. זה הוויכוח שמנהל את העולם הכלכלי עד היום.

ישראל נקלעה לדילמה מעניינת: מצד אחד היא רצתה להיות כמו אמריקה, מדינת הזדמנויות שמקדשת יזמות שאזרחיה יוצרים לעצמם איכות חיים גבוהה באמצעות שוק חופשי. מצד שני, הייתה לה מורשת סוציאליסטית חזקה מתקופת הקיבוצים. התוצאה היא מערכת היברידית: הייטק קפיטליסטי לצד מגזר ציבורי נפוח, חדשנות טכנולוגית לצד ביורוקרטיה כבדה.

הפרדוקס הישראלי הוא שאותה מדינה מצליחה להיות גם אחת הדוגמאות הטובות ביותר וגם אחת הגרועות ביותר של קפיטליזם בעת ובעונה אחת. מצד אחד, ישראל היא אולי המקום הטוב בעולם עבור אדם חכם ללא רקע כלכלי לטפס בסולם החברתי - מהגר חסר כל יכול להפוך למיליונר דרך יזמות טכנולוגית; הצבא והאקדמיה נותנות הזדמנויות. בתי הספר הכי טובים בישראל הם זולים מאוד עבור ה"תלמידים" חיל המודיעין או האוניברסיטאות הציבוריות (כמו הטכניון). בארה"ב אפילו ללמוד באוניברסיטה ציבורית עולה יותר ממוסד פרטי בישראל. מצד שני, שחיתות ממשלתית, ביורוקרטיה חונקת, נפוטיזם וקפיטליזם חברים יוצרים מעמד עליון סגור שמרחיק את הפער בין עשירים לעניים. התוצאה היא חברה שבה גאון צעיר יכול להקים חברת יוניקורן, ובאותו זמן משפחות שלמות - שבהן שני ההורים משכילים ועובדים - לא מצליחות להרשות לעצמן דירה, לא בגלל חוסר כישרון אלא בגלל מערכת

מעוותת שמעדיפה קשרים על פני יכולת. ולכן, בצדק, כל מגזר באוכלוסייה מרגיש שדופקים דווקא אותו - כי כולם פה דופקים את כולם, אז אין אחד שלא נדפק.

מה חשוב לי שיילקח מהפרק הזה

מה חשוב לי שיילקח מהפרק הזה

הכרות בסיסית של בועות שנובעות מתוך המחשבה שהמחיר עולה והתעלמות מוחלטת מתזרים המזומנים שהנכס מייצר, או לחילופין טעות ספקולטיבית באבחון של מתי שוק הקונים שיקנו את "הדבר הזה" במחיר גבוה יותר ייגמר. הכרות בסיסית עם כמה דברים אבולוציוניים שהם דומיננטים ברקע כשזה נוגע ספיציפית לשוק הנדלן (אני לדוגמא לא דיברתי על משהו שהוא מרכיב מרכזי בתיק ההשקעות שלי, התעסקות בסטטוס). אני מנסה להמחיש נקודות היסטוריות בהן משהו שאנחנו מאמינים שהוא נותן ביטחון (בעלות על הקרקע) במקרים רבים פוגע באלה עם דעה הזאת.

הבנת הקשר בין ניידות לעושר לאורך ההיסטוריה. מי שהצליח כלכלית לאורך זמן היה מי שיכל להתאים את עצמו לשינויים - סוחרים יהודים, מהגרים אמריקאיים, יזמי הרנסאנס. כולם החליטו לוותר על הביטחון הכביכול של הקרקע בעד הגמישות של הון נייד וכישורים ניידים. האירוניה היא שהדבר "הבטוח" (אדמה) הפך להיות המסוכן ביותר כשהמציאות השתנתה.

היכולת לזהות את ההבדל בין עליית ערך לעליית מחיר. בועת הצבעונים, בועת הדוט-קום, ו-shitcoins התבססו על עליית מחירים ללא יצירת ערך אמיתי. העקרון הזה רלוונטי מאוד לשוק הנדל"ן הישראלי כיום - האם העליות במחירים משקפות יצירת ערך אמיתי (יותר אנשים רוצים להיות פה, הכלכלה צומחת) או שזה ספקולציה טהורה.

התפיסה שהיהודים חזרו לארץ כתגובת הישרדות, לא כבחירה אידיאולוגית. זה מסביר מדוע ישראל היא "גטו מבחירה" ומדוע הקשר לקרקע כאן כל כך חזק פסיכולוגית. אבל זה גם מסביר מדוע עלינו לזכור שההיסטוריה מלמדת שאין דבר כזה "ביטחון קבוע" - תמיד צריך להיות מוכן להסתגל.

המטרה העיקרית, היא ליצור מעין נזילות מחשבתית, בו שום דבר לא נעול, וצורת החשיבה הנדרשת היא כזאת שהיא מצד אחד פרנואידית, וכל הזמן מטילה ספק בקיים, ודווקא מתוך השקפת העולם הכביכול פסימית הזאת, היא מה שמאפשרת התנהלות אופטימית, מפני שכשאתה מצפה כל הזמן לדברים גרועים שיקרו, כל ההפתעות הן לטובה.

ההבנה שבועות תמיד מתחילות ממשוה אמיתי. המהפכה התעשייתית הייתה אמיתית, האינטרנט אמיתי, הטכנולוגיה הישראלית אמיתית. הבעיה מתחילה כשהמחירים רצים הרבה יותר מהר מהערך

האמיתי, מונעים על ידי חמדנות וקנאה - "אני לא רוצה להישאר מאחור". זה הסיבה שקשה לזהות בועות בזמן אמת.

המנגנון של איך עושר "זולג החוצה" במהלך בועות. זרים רואים מחירים מנופחים ומביאים סחורות מבחוץ, מקומיים חכמים מוכרים ועוברים למקומות זולים יותר, ובסוף הכסף האמיתי כבר לא במקום. זה תהליך שקורה גם בישראל כשישראלים עשירים קונים דירות בברלין ובמיאמי.

אני רוצה לאתגר גם את התזה שנדל"ן זה תמיד טוב וזה תמיד בטוח. והסיבה שאני מנסה לעשות זאת, היא כי אני רואה קמפיינים להשקיע בנדל"ן בחו"ל ובכל מקום מלבישים אנשי מכירות את הסיפור שלהם. בגלל שטבוע בנו פסיכולוגית בישראל הרעיון שנדל"ן זה משהו בטוח, זה דווקא מסכן אותנו יותר. ככל שיש לנו משהו טבוע פסיכולוגית ותרבותית ברובד עמוק יותר, דווקא הרעיון הזה יכול להשאיר אותנו חשופים לפגיעה שלא ראינו באה. גם באיגרוף, האגרוף שיותר מסוכן הוא אגרוף מדויק שלא ראית בא ואתה לא מוכן אליו, ולא דווקא האגרוף החזק מאדם מאוד כבד שאתה מזהה אותו יוצא אליך.

הלקח מהאמנציפציה: יהודים האמינו שהם יכולים להשתלב באירופה, אבל גילו שבזמן משבר הם עדיין יהיו הראשונים להיפגע. דווקא גרמניה שהייתה המדינה שבה יהודים הכי השתלבו והכי שגשגו, הייתה זאת שהנצאיונל סוציאליים פרח ויצרה את שואת היהודים הגדולה ביותר בהיסטוריה. זה המורשת התרבותית הגדולה ביותר שלנו כעם על למה מדינת יהודים ולמה דווקא ארץ ישראל. **הפתרון הוא לא מעבר לחו"ל, אלא אם אתה מתכוון להתבולל ולהסתיר את יהדותך.**

הפרדוקס הישראלי: מדינה שמצליחה להיות גם הדוגמה הטובה ביותר וגם הגרועה ביותר של קפיטליזם בו זמנית. מצד אחד חדשנות ויזמות בהייטק, מצד שני שחיתות וקפיטליזם חברים. זה יוצר חברה שבה גאון יכול להקים יוניקורן אבל משפחות לא יכולות להרשות דירה.

ההתעסקות שלנו בנדל"ן בישראל היא בגלל היותו מקור החוזק וכמו כן גם הפגיעות של הציבור הישראלי. כלומר שוב, זה מה שאנחנו חושבים שהוא בטוח שהוא לא דווקא כזה. מה שעושה משקיעים מצויינים זה לא לעשות מה שכולם עושים ולהשקיע באותם אחוזים. מה שעושה משקיעים מצויינים זה ההבנה שמשהו הולך להיות מוצלח הרבה יותר ממה שכל אחד מדמיין ולהיות אגרסיבי מאוד, או לחילופין, לזהות שכנראה ההשקעה תהיה מוצלחת הרבה פחות ואז להימנע. אם אין לך זווית ראייה שהיא עמוקה יותר מכולם, ההחזרים שלך יהיו כמו של כולם. זה שמדינת ישראל היא מדינת היהודים הכל טוב ויפה. ולדבר איתי על כך שמספר העולים גבוה ממספר היורדים אולי ידוע לכולם. אבל אתה צריך להיות מסוגל להסביר לי, מדוע אלה שעולים, יהיה להם השפעה גבוהה יותר על מחירי הדיור (ובכך ידחפו אותם כלפי מעלה) לעומת היורדים (אני טוען שמה שחשוב זה לא כמה יותר עולים ביחס ליורדים, אלא משהו אחר באותה המשוואה).

והכי חשוב - ההבנה שההחלטות הכלכליות שלנו מונעות על ידי כוחות אבולוציונים עמוקים שאנחנו לא מודעים אליהם . לדוגמא, הרצון לקנות דירה לא נובע רק מחשבון כלכלי רציונלי, אלא מצרכים פרימיטיביים של ביטחון והעמדת צאצאים. להבין את הכוחות האבולוציונים והפסיכולוגים אלה הצעד הראשון להפוך להיות משקיע רציונלי יותר.

פרק 4 - כמה דברים חשובים מהמאה ה-20

קיינז

קיינז הוא אחד הכלכלנים המבריקים ביותר בהיסטוריה, ואולי הכלכלן הרציני היחיד שהוכיח את התיאוריות שלו גם כמשקיע מוצלח בבורסה (אני לא מכיר כלכלן אחד, כולל כלכלנים של בתי השקעות, שהיו שווים משהו בתור מנהלי תיקי השקעות). הוא ניבא את הבעיות הכלכליות שיובילו למלחמת העולם השנייה כבר בסוף מלחמת העולם הראשונה. הספר שלו *The General Theory of Employment, Interest and Money* משאיר אותי יושב עם הלסת שמוטה מכמה שהרעיונות שם מבריקים – הוא מצליח לבטא רעיונות שיקחו לי עמודים שלמים בקומץ מילים. זו בושה שאין לנו שיעורי כלכלה חובה בבית הספר, ושאינן שנת לימודים שמוקדשת רק לאדם הזה.

יש בדיחה בקרב אנשים שמגדירים את עצמם *חיות שווקים*, שאומרת שאין אף כלכלן שהתעשר מהשקעות. הסטריאוטיפ לגבי כלכלנים הוא שהם טובים בלנבא דברים שלא קורים. היחיד שמוסכם שהתיאוריה שלו פגשה את המציאות, והוכיח זאת בכך שהיה משקיע מצוין בבורסה, הוא ג'ון מיינרד קיינז.

מעבר לכל הרעיונות הגאוניים בספר, הוא מסביר רעיון שפשוט הרגשתי טיפש שלא הבנתי לפני – והוא פשוט להפליא. עליו אני רוצה להרחיב כאן. הרעיון הזה לא מדובר הרבה כמו חלקים אחרים בספר. בדרך כלל כולם מדברים על הרעיון שבזמן משבר הממשלה צריכה להזרים כסף למשק. בדימוי המפורסם שלו: לשלם לאנשים לחפור בור ואז לסתום אותו. הרעיון הוא שבמשבר, כולם חוסכים במקום לבזבז, וזה מעמיק את המיתון. אם הממשלה תבזבז במקומם, היא תשמור על תזרים הכסף בכלכלה. לא חשוב מה עושים בכסף – גם אם זה לחפור בורות – העיקר שהכסף זז, אנשים עובדים, מקבלים שכר. בגלל שהם מקבלים משכורת הם לא מפחיתים עד הסוף את ההוצאות שלהם ומוציאים אותו בעצמם בצורה של שוק יעיל.

כשבועת הספקולציה של ארה"ב התפוצצה ב-1929, הממשלה וכל המערכת הידקו חגורה פיננסית ולא הזרימו כסף – מה שהעמיק את המשבר (ונראה שזה בדיוק מה שקרה בסין בתחילת המשבר הכלכלי שפקד אותם בשנים האחרונות). אחד הדברים שהוציאו את ארה"ב מהמשבר היה כשFDR נבחר ב-1933 אחרי כמה שנים הרסניות, התחיל להזרים כספים לפרויקטים ממשלתיים גדולים, The New Deal, תהליך שהתעצם עוד יותר עם פתיחת מלחמת העולם השנייה. המורשת של קיינז עדיין איתנו: בכל משבר ממשלות מזרימות כסף (כמו בקורונה), והגזמה בכך גורמת לאינפלציה, תופעת לוואי של הכלכלה הניאו-קיינזיאנית.

אבל זה לא החלק שאני רוצה לעסוק בו. אני רוצה לעסוק ברעיון אחר, שולי לכאורה, אבל מבריק בקנה מידה מטורף, בעיקר כי הוא מתאר במדויק ומסביר יותר מכל דבר אחר את ה־wealth gap העולמי, שקורה במיוחד בארה"ב.

הרעיון הוא כזה בכל מצב שבו האנושות נמצאת, תמיד תהיה קבוצה מצומצמת של אנשים שתהיה מסוגלת לפתוח את פער העושר שלה משאר החברה. וככל שהחברה תהיה עשירה יותר, הפער הזה רק יגדל.

יש שלוש תכונות שמייצרות פערי עושר הולכים וגדלים:

ראשית, צרכים נמוכים. יש אנשים שפשוט צריכים פחות כדי להתקיים. הם יכולים לגור עם שותפים, לנסוע ברכב פשוט (מי לא מכיר את הראיון שבו ג'ף בזוס, כשהיה כבר שווה 10 מיליארד דולר, נוסע בהונדה פשוטה ונשאל למה לא במכונית יוקרה – והוא עונה שזו מכונית טובה ואין סיבה לנסוע במשהו אחר), לקנות בגדים לא ממותגים, הם ימשיכו לאכול פשוט.

<https://www.youtube.com/watch?v=OOmsLIZPaxA> – Jeff Bezos driving a 1996 Honda Accord at 10 billion dollars net worth

שנית, כישורים רלוונטיים לתקופה. יש אנשים שנולדו עם תכונות שהן מושלמות לתקופה שבה הם חיים. וורן באפט צוחק על כך הרבה: הכישרון שלו להשקעות הוא מושלם לתקופה שבה נולד. אם היה נולד 200 שנה מוקדם יותר הכישרון הזה לא היה שווה שום דבר.

שלישית, חשיבה ארוכת טווח. יש אנשים שנולדים עם יכולת יוצאת דופן לתכנן קדימה, לחשוב בטווחי זמן ארוכים מאוד. זוהי תכונה שנדירה ומנוגדת לטבע האנושי (מומלץ לשמוע את Scott Galloway בנושא).

שלושת הסיבות האלה מייצרות מצב שבו אנשים מסוימים מוציאים פחות, משקיעים אחוז גבוה בהרבה מהכנסתם לעומת אנשים אחרים בעלי אותה הכנסה בדיוק, ומסוגלים גם להרוויח הרבה יותר בגלל הכישורים הייחודיים שלהם לתקופה. התוצאה היא אדם שמתפקד כמו עסק: הוצאות נמוכות, הכנסות גבוהות, וכשהוא גם יודע להשקיע היטב – קצב ההתעשרות שלו נהיה אקספוננציאלי.

בחברה תמיד יהיו אנשים שיש להם אחת מהתכונות האלה, חלקם שתיים, ומספר קטן מאוד שיש להם את שלושתן. ככל שהחברה מתעשרת, מי שיש לו את התכונות האלה יהפוך לעשיר הרבה יותר מהשאר. כלומר: ככל שחברה מסוימת מתעשרת, חלוקת העושר תתרחב בהתאם להתפלגות התכונות הללו באוכלוסייה.

כשמשלבים את שלושת התכונות, מקבלים אנשים שמתנהלים כמו עסקים יעילים – הוצאות נמוכות, הכנסות גבוהות, והשקעה נכונה של העודפים. ככל שהחברה עשירה יותר, לאנשים האלה יש יותר עודפים להשקיע – ולכן הפער רק גדל. זה מסביר למה לא משנה מה נעשה כחברה – תמיד יהיו פערים.

היזמים, אנשי העסקים והמשקיעים הטובים ביותר הם אלה שיודעים להוציא פחות בטווח הקצר ולהקדיש יותר משאבים לטווח הארוך. הם חושבים אסטרטגית ומתאימים את עצמם טקטית. יש גבול לכמה אוכל מולטי-מיליונר יכול לאכול. אם הוא חי באותה רמת חיים כמו משפחה רגילה – יש לו אחוז גדול בהרבה מהכנסתו להשקיע. וכשהוא גם יודע להשקיע טוב – הצמיחה שלו רק מתעצמת.

ולמרות שחברה ככלל מתעשרת עדיין יהיו אנשים שיקבלו חלק גדול יותר ויותר מהעושר הזה. ומכאן נובע: תמיד יהיה אחוזון קטן שמתעשר מהר יותר. **מיסי עושר** הגיוניים בהרבה ממיסי הכנסה, כי הם פוגעים בצבירת הון, לא ביצירת הכנסה. הפער בקצב ההתעשרות מתחיל ברגע שאדם מתעשר יותר מההון שלו מכמה כסף הוא מצליח להכניס, וזה גדל בקצב אקספוננציאלי. מיסוי גבוה על הכנסה מנסה לאזן תכונה אחת בלבד. כשמטילים מס על עושר מצטבר, בעצם מאזנים את התוצאה.

הציבור לא מבין זאת ודוחף (באמצעות פוליטיקאים) למיסוי על הכנסה ומיסוי צריכה (מע"מ). הציבור גם חושב שבעלי עסקים הם עשירים ולכן תומך במס גבוה על עסקים, אך בפועל זה פוגע בעיקר ביזמים בתחילת דרכם. זו אחת הסיבות שבמדינה כמו שלנו, אותן משפחות וטייקונים נשארים בצמרת: המיסוי והרגולציה פוגעים בעסקים קטנים וחדשים. פיטר תיל ניסח זאת הכי טוב: ככל שעסק הוא מונופוליסטי יותר, כך הוא רוצה יותר רגולציה ומיסים, כי רגולציה ומיסים גבוהים פוגעים בעיקר במתחרים קטנים. לעסק גדול יש יכולת לשכור עורכי דין ולשבת על תקנים במשך חודשים, או לחילופין לתכנן מס, לקטנים אין את המשאבים לכך.

אתם אולי תגידו לי שאתם לא דוחפים את הפוליטיקאים להתנהג כך. אבל הזנחה של נושאים מסוימים היא בעצמה סוג של אישור למדיניות. בזמן שקבוצה בעלת אינטרס דוחפת חזק, רוב הציבור שותק. **פוליטיקאים כמעט תמיד ייכנעו למי שפועל – לא למי שמזניח. גם אם זה פוגע ברוב האוכלוסייה.**

על תכנון קדימה

מה שאני מבקש מכם לעצור ולחשוב עליו כרגע הוא דווקא נושא התכנון קדימה, התכונה האחרונה שדיברתי עליה, זו שמאפשרת לאדם להיות משקיע מצוין. התכונה הזו פשוט לא מובנת לרוב האנשים. במשך כמעט כל ההיסטוריה האנושית, בני אדם לא חיו מעבר לגיל מסוים, ולכן אנחנו מתוכננים, במשך עשרות אלפי שנים — להתמודד עם בעיות של עכשיו: איך אני משיג אוכל היום? איך אני שורד את העונה הבאה? איך אני מונע אסון מיידי? היכולת שלנו למדוד זמן, להבין עתיד, ולתכנן לטווח ארוך, לוקה בחסר.

למרות שהמודעות הפיננסית היום טובה בהרבה ושנשים כן חושבים על העתיד מגיל צעיר יותר, יש שתי בעיות.

הראשונה, אנחנו עדיין לא חושבים רחוק מספיק. אם מישהו חושב על טווח של 5 שנים, כנראה שהוא צריך לחשוב על 10. ואם הוא חושב על 10, אולי הוא צריך לחשוב על 20. הבעיה השנייה, היכולת שלנו לתפוס את הדינמיות של העולם מוגבלת. יש לנו נטייה לחשוב שהעולם שבו נחיה בעוד עשור יהיה דומה מאוד לעולם של היום. זה קורה תוך כדי התעלמות מוחלטת מהעובדה שגם אנחנו נשתנה משמעותית, וגם האנשים סביבנו. במשך אלפי שנים הדברים השתנו באיטיות, ולכן אנו עדיין מתנהלים פסיכולוגית כמו בעלי חיים, ציידים-לקטים, חקלאים. צריך לזכור: בתוך כל אחד מאיתנו פועלים מנגנונים קדומים שמעצבים את קבלת ההחלטות שלנו, והם כל כך טבועים בנו שאנחנו אפילו לא מבחינים בהם.

והיום מה שקורה הוא שהעולם באמת משתנה מהר, אבל התחושה שהוא משתנה מהר מדי נובעת מהפער האדיר בין הביולוגיה שלנו לבין הקצב הטכנולוגי. (אני מזכיר שוב את רעיון "קווי הרוחב" שהזכרתי, אותה תובנה גאונית של ג'ארד דיימונד על איך טכנולוגיות זזו בעבר רק בקצב שמתאים לאקלים ושיטות גידול. פעם יכול היה לקחת מאות שנים עד שסוס, מחרשה או סוג מסוים של דגן יגיעו למקום אחר. היום רעיון עובר מהודו לאיסלנד תוך דקה).

וכאן נכנס החלק הפסיכולוגי, ואחת הבעיות הכי מהותיות של הצרכן הישראלי:

“מה, לי לא מגיע?”

“מה, רק אני לא אטוס לחו"ל?”

הישראלי הממוצע רואה אנשים מסביבו טסים, קונים רכב חדש, משדרגים דירה — ושואל את עצמו: למה לא אני? במקום להשוות את חייו לדורות קודמים שחיו הרבה יותר קשה, הוא משווה את עצמו לשכנים העשירים ביותר. זה מוביל להחלטות כלכליות גרועות, רכישות שהוא לא באמת יכול להרשות לעצמו, רק כדי לא להרגיש “פחות” עכשיו. הוא לא מצליח לחשוב על העתיד הרחוק יותר.

אנחנו לא משווים את הבריאות והעושר שלנו לעבר אלא בעיקר לשכנים. ובגלל שבישראל יש משקל אדיר לשיקולים מעמדיים, אנשים מקבלים החלטות שלא בטוח טובות להם בטווח הארוך. רוב האנשים פשוט נכנעים ליצרים שלהם, חושבים בטווח קצר מדי, ומנסים "לעמוד בקצב" של הסביבה. אחרי מלחמת העולם השנייה, האמריקאים שחררו ג'יני מהבקבוק, הם יצרו דור שהיה מסוגל לנצל עולם חדש שנבנה מתוך ההריסות. היה להם דור שידע להשקיע לטווח ארוך וידע להיות צנוע.

Sam Walton, Hewlett & Packard, Andrew Grove, משפחת ווטסון - כולם הקימו עסקים והעסיקו את יוצאי "The Greatest Generation" יחד עם ה־ GI BILL נוצר דור שהפך לאחד הדורות המשכילים ביותר בהיסטוריה, הרבה מעבר להוריהם. אלה היו אנשים קשוחים, שנבנו מנטלית מהמקום הכי נמוך שאדם יכול להיות בו. אחרי שישנת שנתיים בבוא קפוא באירופה או על חול מלא יתושים באוקיינוס השקט — אתה לא צריך הרבה כדי להיות מאושר כשאתה חוזר הביתה.

NIFTY 50

הבועה הכי גדולה והכי רלוונטית לענקיות הטכנולוגיה של ימינו, הבועה שאין שום ספרים עליה, שאף אחד לא מדבר עליה מלבד מוניש פבראי(לעיתים רחוקות) והאוורד מרקס. האוורד מרקס אומר על זה תמיד (ואני paraphrasing, כלומר לא מצטט באופן מדויק אלא פחות או יותר חוזר על הרעיון)

"בתחילת שנות השבעים שנכנסתי לתחום ההשקעות, כולם השקיעו באותם 50 חברות. אלה היו החברות הכי טובות עם העתיד הכי ורוד, ולקנות מניות שלהם היה דבר בטוח, לא היה כזה דבר מחיר גבוה מדי. וכל מי ששם 100% מהכסף שלו ב-50 המניות האלה בתחילת שנות ה-70 תוך חמש שנים איבד 90% מההשקעה שלו".

מי היו ה־Nifty 50? אלה היו חברות כמו קוקה קולה, מקדונלדס, פולרואיד, IBM, וג'נרל אלקטריק - חברות שנחשבו בטוחות כמו אגחי ממשלה אבל עם צמיחה. הן נקראו - "one-decision stocks" קונים פעם אחת ומחזיקים לנצח. בעיית השוק הייתה שכולם השקיעו באותן חברות בדיוק, מה שדחף את מחיריהן לגבהים מטורפים.

המפנה הדרמטי הגיע ב-1973-1974 כשהשוק התמוטט. לא רק שהחברות האלה ירדו עם השוק - הן ירדו הרבה יותר מהשוק, כי המחירים שלהן היו כל כך מנופחים. מי שהשקיע ב-Nifty 50 ב-1972 חיכה 20 שנה עד שחזר לנקודת ההתחלה. חברות מצוינות הפכו להשקעות נוראיות בגלל מחיר כניסה שגוי.

האוורד מרקס טוען שזה שינה לגמרי את התפיסה בעולם ההשקעות, מכך שאין כזה דבר עסק טוב כל כך שהמחיר לא מעניין, אלא, שכל דבר יכול להיות השקעה טובה אם ורק אם המחיר טוב ביחס לנכס.

"לקנות אותן זה דבר בטוח, הן החברות הכי טובות בעולם, יש להן את העתיד הכי ורוד..." הסיפור חוזר על עצמו תמיד, משקיע מצויין הוא זה שמצליח לזהות את העסקים המצויינים האלה ורוכש במחיר מצויין ואילו אלה שמשקיעים בכל מחיר, בסוף קונים במחיר גבוה מדי.

נדל"ן ישראלי מזכיר לי את זה ברמת הרעיון. איך אומר לי כל נהג מונית ובעלים של חומוסייה, "תקנה דירה זה דבר בטוח, מחירי דירות עולים תמיד..." אותו קונסנזוס מסוכן, אותה תחושה של "אין כזה דבר מחיר גבוה מדי ביחס לרווחים אלא רק ביחס לכמה מישהו אחר שילם בעבור דבר דומה." וכשמדברים איתם על תשואה (דמי השכירות ביחס למחיר) הם טוענים שזה לא חשוב כי המחיר עולה.

אני לא טוען שזאת בועה... אני רק רוצה להדהד את השאלות שאני שואל את עצמי כל הזמן, האם זה בועה, הנה מה דומה ומה שונה.

אבל ויש חשיבות להגיד אבל, תמיד תמיד יש משתנים שהם שונים, והמשתנים הקטנים האלה, זה מה שעושה את כל ההבדל. ולא אני לא מנסה להגיד שמי שהשקיע בנדל"ן ישראלי, או בענקיות הטק הולך להפסיד 90% או אפילו 50% מהכסף שלו. מה שאני מנסה לומר, זה שקונסנזוס חברתי בדרך כלל מוביל לבועה.

יש לבועות שלושה מאפיינים קבועים:

קונסנזוס חברתי - "כולם יודעים" שזה השקעה טובה

התעלמות ממחיר - "זה כל כך טוב שלא משנה כמה זה עולה"

השלכת חוקי הכלכלה - "הפעם זה שונה, החוקים הישנים לא רלוונטיים"

העיקרון הנוסף שאף אחד לא מדבר עליו. כולם אוהבים להגיד כמה ג'ורג' סורוס הוא אדם רע כי הוא מתערב בפוליטיקה וארגונים כאלה ואחרים. אבל אם יש משהו אחד שהוא יודע מדהים, זה לזהות קונסנזוס חברתי שעומד להתפוצץ לאנשים בפנים.

תיאוריית הרפלקסיביות של סורוס אומרת שבשווקים, התפיסות מעצבות את המציאות, והמציאות מעצבת את התפיסות.

רפלקסיביטי

"When I see a bubble forming, I rush in to buy, adding fuel to the fire. That is not irrational." - George Soros

<https://www.youtube.com/watch?v=oCaCrWzFPYY&list=PL-Rlq65k6r6-3ZpHkgP0R1Xi8ZqWZnlfB&index=2>

סדרת הרצאות שלו, ואתם מוזמנים לקרוא את הספרים שלו (לרבות the alchemy of finance).
הרעיון של רפלקסיביטי הוא כזה. כאשר הציבור חושב שמהווה יקרה, הוא נוקט פעולות שגורמות לו לקרות.

דוגמאות:

- עלייה של מחירי מניות בבורסה. אם כולם חושבים שהמחיר של מניה יעלה למחיר מסוים, אז אנשים יתחילו לקנות את המניות של החברה עד שהיא תתחיל לעלות לאותו הכיוון. והנה למה אני לא מקשיב לצפי של מחיר של אנליסטים. אם אתם כל כך בטוחים שמנייה שנסחרת ב-120 דולר צריכה להגיע ל-160, למה אתם לא משקיעים את הכסף שלכם בזה? אנליסטים תמיד ולהבדיל ממנהלי תיקים של השקעות, ממליצים לאחרים אבל לא קונים בעצמם.
- אם השוק באופן כללי יאמין באמת ובתמים (ולא בגלל המלצת קנייה) שהמחירים של מניות יעלו, הם יקנו היום, ויגרמו לזה לקרות מהר יותר. בגלל זה אומרים תמיד ששווקים הם Forward

Looking הם מתמחרים את העתיד, לא את ההווה.

(2) עליה באינפלציה. אם אנשים חושבים שמחירי סחורות יעלו הם יתחילו לקנות היום. מי שמוכר את הסחורות רואה שהביקוש עולה אז יתחיל להעלות מחירים אנשים אחרים יראו שמחירים עולים אז ירצו לקנות, מה שידחוף עוד עליות מחירים. **זאת אחת הסיבות שהקורונה יצרה אינפלציה** - אנשים חששו ממחסור אז החלו לאגור נייר טואלט, מזון יבש, וכל מה שחשבו שיהיה בחסר. התנהגות זו יצרה בדיוק את המחסור שהם חששו ממנו.

(3) **דוגמה ישראלית - מחירי הדיור**. כולם "יודעים" שמחירי הדירות עולים תמיד, אז אנשים ממהרים לקנות לפני שיהיה עוד יותר יקר. הביקוש הזה דוחף את המחירים למעלה, מה שמוכיח שכולם צדקו.

(4) **בדרך כלל מה שקורה עם נכסים, שנוצרת בוועה, ובהגדרה של בוועה, המחיר הוא בשיא בדיוק כאשר הקונסנזוס עליו הוא הכי גבוה**. כלומר ככל שיש יותר אנשים משוכנעים באמיתות הדבר, המחירים עולים. זו הפרדוקס של הבועות - הן מגיעות לשיא דווקא כשכולם הכי בטוחים שהן יימשכו.

מה שמייחד את סורוס, ואת חבריו שעבדו איתו יחד, סטנלי דראקנמילר ופול טודור ג'ונס(מוזמנים לקרוא את More Money than God), זה היכולת שלהם לזהות את הדברים האלה ולדעת גם מתי להוציא את השקע מהתקע לפני הפסקת החשמל שנוצרת. למה הם מיוחדים? כי הם די שלושת הדמויות היחידות שידועות שמצליחות לתזמן שווקים בכל פעם. וזה דפוס קבוע שלהם, למרות שהם לא היחידים שמצליחים בכל אחד ואחד מהפעמים כלומר. כמו שהאורד מרקס אומר המון, ואני עושה פראפרייזינג שוב

"אנשים בדרך כלל מפורסמים בתחום שלנו כי הם צדקו פעם אחת ברצף בדיוק"

סטנלי דרקנמילר הוא משקיע שידוע שהוא בדרך כלל לא טועה, וג'ורג' סורוס היה אומר לו מתי כדאי להמר על כל הקופה. מלבדם, נדיר שמישהו באמת מצליח לתזמן את השוק יותר מפעם אחת. ולכן נהיה מוטו חברתי כולל שאף אחד לא יכול "להכות את השוק".

בדרך כלל מה שקורה זה שאנשים שנכנסו לבועה בתחילת הדרך, מבינים באיזה שהוא שלב שמהשו במחיר תלוש מהמציאות וואז הם מוכרים לקונים חדשים. וככה זה ממשיך עד שנגמר אנשים למכור להם במחיר גבוה יותר (יכול להיות שפשוט אין להם מספיק כסף), ואז מוכרים מתחילים למכור במחיר נמוך יותר, מה שיוצר את השפעת הרפלקסיביטי לכיוון השני. אנשים מחכים לקנות כי הם בטוחים שמחירים

יורדים, דבר שמכריח מוכרים להוריד מחירים אם הם רוצים לקנות. בטווח הרחוק החוויה הזאת יוצרת טראומות לאנשים, וזה משפיע על התנודתיות.

כלומר, ככל שיש יותר מנהלי השקעות שהיו בטוחים שהNIFTY FIFTY היה דבר בטוח, היה יותר סיכוי שזה יתקיים בטווח הקצר. וככל שהעלייה הייתה חריפה יותר, היה סיכוי גבוה יותר שזה ייגמר בדמעות. אבל לפעמים צריך גורם חיצוני, גפרור או ניצוץ, כדי להדליק את השריפה בכל היער.

"If everyone knew that stock market was going to crash next year, it would crash today and not next year"- Peter Lynch

רפלקסיביות עובדת בשני הכיוונים, הבעיה, זה לזהות מתי זה עובר מהילוך שישי להילוך אחורי. כמו שאופטימיות יוצרת עליות שיוצרות עוד אופטימיות, כך פסימיות יוצרת ירידות שיוצרות עוד פסימיות. זה מסביר מדוע התרסקויות הן כל כך דרמטיות - אותם אנשים שדחפו את המחירים למעלה מתחילים לדחוף אותם למטה.

הגפרור של הNifty 50-היה שינוי במדיניות הפד, משבר הנפט של 1973, וייטנאם, התמוטטות הנשיאות של ניקסון ואז האינפלציה. פתאום האמונה שהכלכלה האמריקאית בלתי מנוצחת נסדקה, וכל הקלפים קרסו. לאחר מכן היה נדמה שכל ידיעה חדשותית כלכלית היא שלילית.

דעתי בנושא, הוא כשהבועה מתפתחת השוק מסתכל על כל ידיעה רעה ומתעלם ממנה. בשיא, פתאום כמות הידיעות הרעות כבר כבד מדי ביחס לדברים הטובים והמחירים מתחילים לסגת לכיוון השני. עד שבתחתית, לא משנה כמה חדשות טובות יש, זה לא עוזר למחירים להתרומם.

הלקח לישראל: כשכולם בטוחים שנדל"ן עולה תמיד, שההייטק הישראלי בלתי מנוצח, ושכדאי לקחת משכנתא כי "זה נכס שעולה בערך" - זה בדיוק הזמן להיות זהירים. זה לא שכל ידיעה קטנה תגרום למפולת, אלא דווקא ההתרגלות שכל האטה או ירידה קלה יש (Buy the dip moment), מינימום מקומי, שאחריו עוקב שיא כל הזמנים חדש. כשבועה מתפוצצת ההפך קורה, כל ירידה, עוקב אחריה עליה קלה שהופכת להיות מקסימום מקומי ואז בירידה חדה יותר. ככל שבועה אורכת יותר זמן, הסיכוי שהבועה יצאה מפרופורציות גבוהה יותר.

חשיבות שנות ה-70

בזמן שהשינויים הדרמטיים התחוללו בארצות הברית בשנות השבעים, ברית המועצות החלה להיסדק. השיטה האמריקאית איפשרה מעבר היסטורי מכלכלה תעשייתית לכלכלה הנדסית, ומה שהתרחש בעשור הזה הפך לאחת מנקודות המפנה החשובות ביותר של הכלכלה המודרנית. בארצות הברית השתוללה אינפלציה גבוהה שכובתה רק באמצעות ריבית גבוהה עוד יותר. שני משברי הנפט, ב-1973 וב-1979, חשפו בפני האמריקאים את הסכנה בתלות פיזית בחומרי גלם. כשהמדינות הערביות הטילו אמברגו, זה טלטל את הכלכלה האמריקאית. באופן בלתי מתוכנן, הדבר הזה שינה את עתיד הכלכלה האמריקאית והוביל לכך שעתיד העושר לא היה טמון בנפט או (או במשאבי טבע, ובעקיפין גם לא בכמה זהב אתה מחזיק), אלא ברעיונות וטכנולוגיה.

באותו עשור החלה גם הדעיכה הכלכלית של ברית המועצות, בזמן שסין פתחה מחדש את דרכה לבמה העולמית. במשך מאות שנים, עד המאות ה-16 וה-17, הייתה סין אחת החברות המתקדמות בעולם. אולם בעקבות בידוד, מלחמות האופיום והחדירה האימפריאלית הבריטית, היא נגררה למאה שנים של השפלה כלכלית ותרבותית. יתירה מכך מאז דזה־דונג החריב את כלכלת סין במקום לרומם אותה במדיניות כמו "הקפיצה הגדולה קדימה" ו"מהפכת התרבות". רק אחרי מותו, ב-1976, החל דנג שיאו־פינג ברפורמות ששינו את סין. בתוך ארבעים שנה עברה סין ממדינה ענייה לכלכלה השנייה בגודלה בעולם.

העם הסיני היה תמיד עם סוחר, עם משכיל. חלק גדול מהעשירים בדרום־מזרח אסיה הם צאצאי מהגרים מסין. וכשסין קיבלה את ההזדמנות להתאושש באמצעות פתיחות למסחר עם ארצות הברית בשנות השבעים, היא טסה קדימה בכל הכוח. המעבר שלה מכלכלה חקלאית לתעשייתית ומשם להנדסית התרחש בקצב מסחרר. כלכלה הנדסית היא כלכלה שנשענת על ידע, עיצוב וחדשנות, במקום על חומרי גלם ופעולות פיזיות. מחשב ששווה אלפי דולרים עשוי מסיליקון ופולסטיק שערכם כמה דולרים בלבד; פלאי הנדסה, לרוב אינם צריכים חומרי גלם רבים ביחס לתועלת שניתן להוציא מהם.

כאן טמון היופי שבכלכלה האמריקאית: היכולת ליצור ערך יש מאין, מה שרורי סאת'רלנד מכנה "קסם".

ובגלל הרעיון, שפלא הנדסי מסוגל להוציא יותר מאותם חומרי גלם, אין היגיון לסחור בכסף המגובה על ידי זהב המוחזק על ידי מדינה. לא שאני טוען שזה מה שהוביל להחלטה של ניקסון, אבל בדיעבד זאת הייתה ההחלטה הנכונה. לפעמים אנשים לוקחים החלטות נכונות מהסיבות הלא נכונות.

העושר של עמים נמדד עד אז בקופת אוצרות המדינה, שישב בדמות זהב. מטבעות מטעם מדינה שאיתם ממשלות שילמו היו או מטבעות שהיו שוות כביכול את המתכת שעליהן הם הוטבעו, או, במידה

והודפס כסף מנייר היה זה הבטחה שאם תביא את הסכום הכספי הזה תקבל כך וכך זהב ביחס לערך השטר.

אבל ברגע שיש למדינה להציע משהו שאינו באמת רק חומר גלם ושינוי מצבם (רוב המפעלים לוקחים חומרי גלם ועושים פעולות פיזיות וכימיות כדי ליצור מוצר) אלא יכולת לייצר מוצרים ועושר שאינם לא דווקא חומרי גלם אז אין היגיון בכך שכלכלה של מדינה תתבסס על חתיכות של מתכת. תאספו את כל הזהב בארצות הברית, ותשוו בנוגע ליכולת של ארצות הברית לייצר עוד עושר, הזהב לא יכול לייצר עוד זהב, אבל האמריקאים יכולים לייצר עוד עבודות, עוד מוצרים, עוד רעיונות. זה מה שקרה בארה"ב - הייצור הפיזי עבר לסין ומקסיקו, אבל העיצוב, השיווק והמותגים נשארו באמריקה. אפל לא מייצרת אייפונים - היא מעצבת אותם. הערך נמצא ברעיון, לא בייצור.

במדינה שבה ערך אינו מוגדר על ידי המשקל הפיזי של החומר, אלא על ידי המשקל הרעיוני של המותג, מתאפשרת צמיחה אינסופית שאינה תלויה במכרות או בשדות. אמריקה הראתה לעולם שאפשר לייצר עושר באמצעות רעיון, באמצעות עיצוב, באמצעות סיפור. אותו תיק שעולה מאה דולר יכול להפוך לפריט של שמונה מאות דולר רק בזכות לוגו; אותו טלפון שניתן לייצר בעלות של שלוש מאות דולר נמכר באלף דולר בזכות חוויית משתמש ומיתוג. זה אינו חומר זו זהות.

אני יכול לקחת את אותו תיק שנמכר במאה דולר, לתקוע עליו סמל ולשכנע אתכם שבגלל שהבעלים של המותג שלי יושב בצרפת ולא באוסטרליה, הוא שווה יותר. אני יכול לעשות את זה עם סמארטפון, ולמכור לכם מכשיר של אפל במחיר גבוה יותר ביחס לעלויות הפיתוח והייצור מאשר טלפון של סמסונג או וואווי. או נעליים של אייר ג'ורדן לעומת אדידס. המבורגר של מקדונלדס מאשר בורגר אנץ'. זה קסם השיווק (מוזמנים לשמוע ולקרוא את Rory Sutherland). הם לקחו קפה רגיל ומכרו אותו כ'חוויה' בסטארבקס. הם לקחו נעלי ספורט רגילות והפכו אותן ל'סגנון חיים' עם נייקי. זה לא רק מוצר - זה זהות. והאמריקאים מומחי שיווק. יש להם 2 מכונות שיווק מטורפות, הוליווד ותעשיית המוזיקה. והם עשו לכל העולם Californication.

"It's understood that Hollywood sells Californication" (Californication, Red Hot Chili Peppers)

והראיה המוחלטת לכך הגיעה ב-1990, כאשר מקדונלדס פתחה סניף ראשון במוסקבה. מאות אלפי אנשים עמדו בתורים אינסופיים. הם לא באו בשביל המבורגר - הם באו לטעום את החלום האמריקאי.

McDonald's opens in hungry Moscow, but costs half-a-day's wages for lunch, 1990

(כן אני חנון, ולא יודע כמה דברים כאלה צפיתי וכמה דברים קראתי על תעשיית ה FAST FOOD וצפיתי בפועל בסניפים עובדים למרות שמעולם לא תכננתי להשקיע בזה שקל, רק רציתי להבין את התעשייה ואיך העסקים האלה עובדים. ואם אתם מושקעים במניות של מקדונלדס, ולא הכרתם את זה, אתם צריכים לשאול את עצמכם שאלה קשה. למה מישהו אחר, מכיר משהו שאני לא מכיר, על עסק שאני מושקע בו והוא לא. זה צריך להפריע לכם שמישהו יודע משהו שאתם לא יודעים, וזה אמור לגרום לכם לאש פנימית ללכת ולחקור המון).

זה לא היה רק על המבורגרים - זה היה על החלום האמריקאי. המוסקבאים עמדו בתור שעות כדי לטעום את הקפיטליזם. זה הוכיח שהכוח האמריקאי לא בטנקים אלא במותגים. אני בדעה שחברות כמו דיסני, מקדונלדס, סטארבאקס ועוד הם נכסים גיאופוליטיים אמריקאים, שחולשה שלהם היא היחלשות של ארה"ב.

הכלכלה המודרנית נולדה ברגע שבו ארצות הברית ירדה מסטנדרט הזהב ב־1971. הדולר הפסיק להיות שטר שמגובה במתכת ואימץ זהות חדשה: הבטחה לכוח היצירה של העם האמריקאי. אמריקה אמרה לעולם: תנו לנו הלוואות, אנחנו נשקיע את הכסף באנשים שלנו, הם ייצרו עושר, ואנחנו נחזיר לכם בריבית. הדולר הפך להיות מטבע שמגובה ביכולת היצרנית והחדשנית של האומה, לא במשקל הזהב שנמצא בכספת. כל העולם רוצה להשקיע בחברות אמריקאיות, ללמוד באוניברסיטאות אמריקאיות, לרכוש מותגים אמריקאיים. זה מה שמחזיק את המטבע האמריקאי, וזה מה שמאפשר את הכלכלה המודרנית.

בשביל להבין את הערך של הון של מדינה, שמגבה את המטבע שלה, צריך להבין **שכל מה שנמצא במדינה, שייך למדינה, מפני שהמדינה יכולה בכל רגע נתון להלאים את כל מה שיש בה**. העם מחליט מתי ואם בכלל, והוא עושה זאת על ידי השלטון ששולט בו.

מנקודה זו ואילך, כלכלות מודרניות עובדות כמו עסקים: הן מעודדות צמיחה כדי להגדיל הכנסות עתידיות ממסים. הן מנסות למצוא את האיזון בין השקעה לבין גביית רווחים. אבל בניגוד לעסק פרטי שנכשל ונסגר, ממשלה יכולה להדפיס כסף. התמריצים שונים לחלוטין. בעל עסק שמשלם לעובדים שאין בהם צורך, פושט רגל. ממשלה שעושה זאת, פשוט מגייסת עוד חוב. זה ההבדל שמסביר למה כלכלה אחת פורחת והשנייה קורסת. לאמריקאים יש אפשרות לגייס עוד חובות בעוד שמדינות אחרות לא. מצד שני, היכולת ללוות עוד ועוד יצרה התמכרות ותלות של ארה"ב בגיוס חובות.

אחד העמים שחשב שעדיף ללכת בדרך של שוק חופשי, ודי מהר, בדרך של יצירת עושר יש מאין, חבר לאמריקאים. נשמע מוכר? כן זה מדינת ישראל, שהחליטה לקשור את עצמה עם ארצות הברית, וחברה

אף היא למהפכה ההנדסית, והצליחה לייצר עושר מקומי יש מאין הכל פרי המוח הישראלי. היי טק. ישראל הצליחה לעשות במזרח התיכון מה שאמריקה עשתה בעולם - לייצא רעיונות במקום נפט. בעוד שהשכנים מוכרים מה שהם חופרים מהקרקע, ישראל מוכרת מה שהיא חושבת במוח. אל ההיי טק נגיע כשנדבר על שנות ה-2010.

אז האמריקאים ירדו מסטנדרט הזהב ב-1971 (ידוע גם בתור Bretton Woods system), בו כל דולר היה מגובה בזהב על ידי האמריקאים והפך להיות הבטחה, שאם תתן לאמריקאים דולר תקבל X שירותים. זה אפשר להם גם לגייס כספים על ידי הגדלת חובות, כי האמריקאים אומרים למלווים שלהם דרך האג"ח "תלוו לי כסף, אני אשקיע אותו בעם שלי, שמייצר עושר, אני אקח את האחוזים שלי דרך מיסים ואחזיר לכם את ההלוואה". הדולר, מגובה בתפוקה של העם האמריקאי. ככל שהם מייצרים יותר צמיחה, יש יותר רווחים שהממשלה יכולה למסות. זה מסביר מדוע הדולר עדיין המטבע הדומיננטי בעולם. כל העולם רוצה להשקיע בחברות אמריקאיות, לקנות מותגים אמריקאיים, ולשלוח את הילדים לאוניברסיטאות אמריקאיות. זה מה שתומך בדולר.

ולכן הכלכלה המודרנית היום, מבוססת על הרעיונות האלו בגדול. שלטון שבא לעודד צמיחה מתוך מחשבה שזה יחזיר תמורה גבוהה יותר בעתיד. המטרה שלו היא לקחת אחוזים (מיסים) מבלי לפגוע בצמיחה. תראו את זה כמו בעל עסק שרוצה שהעסק שלו יצליח הכי שיש אבל עדיין למשוך כספים לטובת בעלי המניות. הרעיון הוא למצוא את האיזון. יש פעולות שהוא יכול לנקוט בהם שלא יביאו לעושר נוסף כמו לקיחת רווחים מפעולות רווחיות ולהשקיע בפרויקטים לא מוצלחים, או לתת משכורות לעובדים שלא מועילים או לחילופין להשקיע בהשכלה לעובדים שתחזור אליו בכך שהם יפתחו את העסק. הבעיה היא שממשלות, בניגוד לבעלי עסקים, לא חוות כישלון באותה צורה. וזאת סיבה למה ממשלות אינן טובות בהקצאת משאבים. מפני שלהבדיל מעסקים, שבהם רק מי שטוב בהקצאת משאבים שורד, ממשלה שורדת באמצעות היכולת שלה ליצור את האשליה שהיא פשוט טובה מהאלטרנטיבה שלה.

העולם המודרני – עולם של ניידות ולא של להיות קשור בקרקע

בין ארה"ב וישראל יש את דובאי סין ויפן

שנות השבעים - היו עשור של אינפלציה עולמית. ב-1973 מדינות ערב החליטו על אמברגו נפט והשאירו צלקת עמוקה על האמריקאים. זה היה "עונש" על התמיכה של ארה"ב בישראל, והוא יצר supply shock. כשעוצרים את ההיצע של מוצר קריטי, המחיר שלו מזנק - ואיתו כל דבר שתלוי בו. באותה תקופה חלק עצום מהכלכלה האמריקאית היה מבוסס על תעשייה ושינוע סחורות, ולא הייתה אופציה לעבוד מהבית. כתוצאה מכך האמברגו הזניק את אחת מתקופות האינפלציה הקשות בהיסטוריה האמריקאית, ויצר עשור "אבוד" בבורסה.

אני רוצה להוסיף כאן הערה קטנה על דבר מסויים שאני חושב עליו הרבה מאוד. עוד בתחילת 2020 כתבתי מעין מאמר דעה שבו תיארתי שבבים commodities חדשים. במקרה ובאמת סין תפלוש לטיוואן, יהיה supply shock בתחום הזה גם. בעוד שהביקוש היום לשבבים עולה, במקביל קיים ניסיון לייצר ולספק עוד. במידה והאספקה תרד, אותם שבבים יחוו מצד אחד ביקוש גובר ומצד שני היצע שפוחת. מפני שאותם שבבים היום נמצאים בכל דבר (כפי שמתכות או חומרים אחרים נמצאים בהם), לא ניתן לקיים היום את הכלכלה (גם ללא פיתוחים חדשים) בלעדיהם. זה יוביל לאינפלציה כללית, לא רק בעבור הייפרסקיילרים למיניהם, אלא בכל רובד בכלכלה.

זה בדיוק הדרך בה אני מסתכל על הלקח משנות ה-70 ואיך הוא רלוונטי מאוד גם להיום - כשהאספקה של אלמנט מסויים שהכלכלה כולה תלויה בו נעצר בפתאומיות (נפט אז, או כדוגמא מכוניות בזמן הקורונה), המחירים יכולים לצאת משליטה ולהביא להתנהגות המונית קיצונית. מי שלא למד את השיעור של שנות ה-70 חזר על אותן הטעויות ב-2020-2023.

בשנות השבעים, בעקבות האינפלציה ולאחר עליות ריבית, הבורסה עברה מתנאים שבהם וורן באפט טען שהוא לא מצליח למצוא שום דבר ראוי להשקעה (תחילת שנות ה-70), למצב שבו שוק המניות התרסק במקביל לאינפלציה משתוללת. הבנק הפדרלי האמריקאי נלחם באינפלציה באמצעות העלאות ריבית, הצליח להוריד אותה - ואז הזניק אותה שוב עם הורדות ריבית מוקדמות מדי. בסופו של דבר, בתחילת שנות ה-80, פול וולקר, יו"ר הפד, ריסק את האינפלציה כשהעלה את הריבית לרמות דו-ספרתיות גבוהות. העלאת הריבית ל-18% עבדה כי היא גרמה למיתון כה עמוק שאנשים הפסיקו לצרוך ולקחת הלוואות. זה חיסל את האינפלציה - אבל גם יצר אבטלה מסיבית. הלקח: לפעמים הטיפול כואב יותר מהמחלה, אבל בלעדיו המחלה הורגת.

הווארד מרקס מסגר את חוזה המשכנתא הראשון שלו ותלה אותו במשרד - הריבית שם הייתה מעל 18%. ואנחנו בוכים על 6%. הסיפור הקטן הזה ריחף ברקע המאקרו של 2020-2023, ואולי גם במהלך

2024. ההיכרות שלי עם הסיפור ההוא, אני חייב לומר, עזרה לי לנווט בהצלחה (ולא רק בביטחה) כבר בתחילת מרץ 2020.

יפן

לאחר שהכלכלה האמריקאית החלה להתאושש (עד מפולת המניות המפתיעה של 1987 שלאחריה העליות המשיכו, וככה היה שוק שורי בארה"ב מ-1982 עד 2000), יפן - שהצטרפה למהפכה ההנדסית בשיא עוצמתה - צצה כמעט משום מקום והחלה לאיים באופן מסיבי על התעשייה האמריקאית. בשנות ה-80 וה-90 האמריקאים נבהלו באמת. הם חשבו שהיפנים עומדים לעקוף אותם מהר, ושדיברו על יפן מבחינה כלכלית כמו שמדברים היום על סין. יפן איימה על אינטל, על תעשיות הרכב, ועל שלל תחומים שעד אז היו "טריטוריה אמריקאית". כמה מהמקרים האלה היו ההשראה הישירה לספרו האוטוביוגרפי של אנדרו גרוב *Only the Paranoid Survive*.

ונכון שהייתה הערכת שווי מוזגמת של נכסים יפנים, ולכן הגיוני היה שתהיה קריסה לפחות זמנית במחירי הנכסים, אבל הסיבה המהותית מדוע ההתאוששות בוששה לבוא היא שבסופו של דבר יפן התנגשה בקר - לא בגלל טכנולוגיה, אלא בגלל תרבות ודמוגרפיה. שיעורי הילודה היו נמוכים מאוד, והמדינה מסרבת כמעט לחלוטין לעידוד הגירה. הדמוגרפיה הפכה למלכודת. כשאוכלוסייה מזדקנת ואין מספיק צעירים שיכולים לתמוך ולייצר, הכלכלה נכנסת לספירלה של קיפאון. אירופה ודרום קוריאה חוות היום תהליך דומה. ישראל, בזכות שיעורי ילודה גבוהים, נמנעת מהמלכודת הזאת.

במקביל, חוסר היכולת של היפנים "לחתוך בשומן העודף", כמו להיפטר מעובדים לא יעילים, דן את כלכלתם לשנים ארוכות של סטגנציה. במשך כמעט שלושים שנה שוק המניות היפני דרך במקום, למרות ניסיון אינסופי "להחיות" את המערכת באמצעות ריביות אפסיות והזרמות כספים של הממשלה. יפן פשוט נתקעה בזמן.

באותו הזמן, האמריקאים עשו משהו יוצא דופן: הם פתחו את שערי מערכת ההשכלה שלהם לכולם. הם הזמינו את מיטב המוחות בעולם ללמוד באוניברסיטאות האמריקאיות, ולא רק ללמוד, אלא גם להישאר. ארצות הברית הפכה למגנט של כישרון אנושי: גוגל, טסלה, ומאות חברות אחרות נוסדו על ידי מהגרים או ילדים למהגרים. ארה"ב קלטה לא רק מהגרי עבודה מהעולם השלישי, אלא את העילית האינטלקטואלית הגלובלית, את הצעירים המבריקים ביותר מכל היבשות.

האמריקאים, בניגוד לרוב האירופאים, הצליחו לשלב את המהגרים האלה בתוך הכלכלה והחברה שלהם. כמעט מכל מדינת מוצא אנשים נשארו בארה"ב. מדינה אחת בלבד הצליחה למשוך רבים מהם חזרה, סין.

סין – וסיבה נוספת לפערי העושר בכלכלות המערביות

הסינים חיבקו את המהפכה ההנדסית בכל הכוח, יצרו דור עצום של מהנדסים, והמון צעירים שאבו השראה מהאתוס היזמי האמריקאי והקימו אינספור חברות ועסקים. בתחילת הדרך, סין סיפקה לעולם את המנוע התעשייתי שלו. בזמן שבמדינות מערביות רבות מעמד הפועלים איבד את עבודותיו, את מקומם במעמד הביניים הגלובלי תפסו בני עמים אחרים - ורבים מהם היו סינים.

וכאן אני רוצה להדגיש רעיון שאני לא שמעתי איש אחר מבטא אותו, וזה אולי סיבה עיקרית למה אולי בכל מקרה כן כדאי לקרוא את מה שאני כותב. בכל רגע נתון יש מספר מסויים של עושר עולמי. הוא מחולק בין אנשים בכמויות שונות בעולם. ישנן מדינות עשירות מאוד, שבו אדם בעל עושר ממוצע יהיה בעשירון העליון במדינה ענייה. הגלובליזציה העבירה עבודות מסויימות למדינות אחרות, דבר שגרם באופן מסויים לתושבי אותה מדינה להיות עניים יותר או מחוסרי עבודה במידה ולא הצליחו לעשות את ההתאמה המקצועית. השינוי הפך עסקים מסויימים ליעילים יותר, דבר שאיפשר להם לשלם משכורות גבוהות יותר או לתת מענקי מניות גדולים יותר לעובדים שלהם שכן עשו את ההסבה המקצועית או שהמשרות שלהם לא עברו למדינות אחרות. זאת סיבה לדוגמא מדוע חברות מסויימות פיטרו עובדים בזמן שהעלו משכורות לבכירים. אותם עובדים מקומיים שאיבדו את מקום עבודתם, ירדו במעמדם היחסי במפה העולמית, בעוד שאותם אנשים במדינות נחשלות יותר שלפתע זכו בעבודות טובות יותר טיפסו במעמדם היחסי העולמי. הדרך היחידה, שבה רמת החיים של אנשים במדינות עולם שלישי יעלה בזמן שמעמד העושר העולמי של אזרחי מדינה מערבית ישאר במקום, הוא אך ורק אם מדינות עולם שלישי יישארו עניות יותר ביחס למדינות מפותחות. זהו בלתי אפשרי שמעמד כלכלי של אדם מסויים יעלה ללא שאדם אחר ירד במעמדו באופן יחסי. ייתכן שרמת החיים של בן העולם המפותח יישאר אותה רמת חיים, אבל הוא יצפה מהצד במנכ"ל שמתעשר יותר בגלל שהוא הצליח לנצל את חוסר היעילות בהתפלגות המשכורות העולמית, ובעלי המניות שלו מתגמלים אותו על כך.

וככה בזמן שאנשים שעבדו במפעלים בארה"ב איבדו את עבודתם לאנשים שעבדו במפעלים בסין, אותו מעמד תעשייתי ילד ילדים שהלכו ללמוד הנדסה. אבל מתחת לפני השטח נוצרה בעיה חדשה, בעיקר בגלל התערבות ממשלתית. דור שלם גדל תחת מדיניות הילד היחיד, שבה שני הורים יכלו להשקיע את כל המשאבים בילד אחד. משפחות רבות העדיפו בן, ולכן בנות ננטשו, נמסרו לאימוץ או שהריונות יזומים הופסקו. כך נוצרה בסין בעיה דמוגרפית ייחודית: עודף אדיר של גברים.

ובחברה שבה יש הרבה יותר גברים מנשים, גבר חייב להיות בעל נכסים כדי להיחשב "ראוי" לנישואים. במקביל, ממשלות מקומיות, שרצו לעודד צמיחה, דחפו להקמה של ערי נדל"ן בכל רחבי המדינה. מאחר

שאין לסינים מסורת עמוקה של השקעות בבורסה, הם הפנו את מיטב חסכוניהם אל בטון ובלטות, נדל"ן.

מיליוני סינים קנו דירות בערים ריקות, במקומות שאף אחד לא באמת רצה לגור בהם. הם בנו על כך שביום שבו הערים יתמלאו, מישו ייקנה מהם את הדירות ברווח. אבל זה לא קרה. במקום יותר אנשים שירדפו אחרי מספר מצומצם של נכסים, קרה ההפך, בגלל המשבר הדמוגרפי, מספר האנשים ילך ויצטמצם. ככה נוצר מצב של יותר דירות מאשר אנשים. וכשנדל"ן ממונף, גם ירידה קטנה במחיר הופכת למשבר עצום. ולכן משברי נדל"ן נדירים, אבל כשהם מגיעים, הם מכה קשה.

הממשלה הסינית רצתה לעודד צמיחה בכל מחיר, וכתוצאה מכך חילקה הלוואות זולות למי שלא היה צריך לקבל אותן בכלל. ממשלות מקומיות לקחו הלוואות ענק למימון פרויקטים חסרי שימוש. נוצר עודף היצע באזורים ללא ביקוש, ולעומת זאת חוסר חמור באזורים עם ביקוש אמיתי. זה יצר תחרות משוגעת על איכות חיים. מי שהיה לו כסף גר קרוב למרכזי תעסוקה. מי שלא, נתקע בפקקים בלתי נגמרים.

פקקי תנועה הם מפה של כישלון תכנוני. כשהאנשים הפרודוקטיביים ביותר במדינה מבזבזים שעותיים ביום בנסיעה במקום לייצר ערך, זו התאבדות כלכלית. בישראל, אדם שגר בהרצליה ועובד בתל אביב עלול לבזבז עשר שעות שבועיות על כבישים, יום עבודה שלם. זה אובדן זמן, אובדן ערך, ואובדן משאבים של האנשים שאנחנו הכי צריכים שייצרו. מי שיש לו כסף יכול לגור בדירות פאר קרוב למקום העבודה (בהשוואה בלב תל אביב) ומי שיש לו פחות כסף צריך לנסוע בתחבורה ציבורית או בפקקים (לדוגמא מפתח תקווה או נתניה).

כאן בדיוק מגיעה ההשוואה לישראל: תופעת רכישת הדירות ב"מחיר למשתכן" בפריפריה על ידי תושבי המרכז. דירות שיועדו לצעירים בקריית גת, עפולה או באר שבע — נקנות על ידי משקיעים מתל אביב שמניחים שמחירי הדירות יעלו "כי נדל"ן תמיד עולה". הם לא שואלים האם האזור בכלל יכול להתפתח, האם יש שם תעסוקה איכותית, האם יהיו שם תושבים אמיתיים.

זה שונה לחלוטין ממשקיע מרמת גן שיכול, במקרה הכי גרוע, לעבור לגור בפתח תקווה. אבל לעבור לגור באופקים? זו כבר בעיה אחרת לגמרי.

וזו בדיוק הדינמיקה שהרסה את סין: בנייה מסיבית במקומות שאין להם ביקוש אמיתי, אין שם עבודה, אין שירותים, אין קהילה. התוצאה בסין הייתה ערי רפאים, עשרות אלפי דירות חדשות עומדות ריקות, ומשקיעים שמחכים לקונים שלא יבואו לעולם.

בישראל, אם לא נזהר, נגיע לשם. המדינה תשקיע מיליארדים בתשתיות לערים שאף אחד לא באמת רוצה לגור בהן, בעוד שהמרכז, שבו יש ביקוש אמיתי, ימשיך לסבול ממחסור חמור בדירור.

בנייה מאסיבית בפריפריה, במיוחד במסגרת "מחיר למשתכן", וקניית דירות על ידי אנשים שלא גרים שם ולא מתכננים לגור שם, מזכירה בצורה מדויקת את בועת הנדל"ן הפריפריאלית של סין. ובועות שמבוססות על עולמות ריקים, על קרקע בלי קהילה ועל תקווה במקום מציאות, נוטות להסתיים באותה הדרך.

במידה והמדינה רוצה (ובצדק) לעודד הגירה לפריפריה, היא צריכה לעשות זאת על ידי תוכנית מסודרת שמתחילה בראש ובראשונה במקורות פרנסה. מתן הטבות מס רחבות לחברות טכנולוגיה או פיננסים היא דרך ליצור התיישבות מרצון של אוכלוסייה חזקה מאוד באיזורים שלא נשקלו על ידי אוכלוסיה הזאת לפני כן. זה בדיוק מה שדובאי ואירלנד עשו.

על הבדלי הדמוגרפיה

2 מדינות עם התפתחויות הנדסיות (יפן וסין) נמצאות במשבר דמוגרפי שיוצר משבר כלכלי בנוסף לבועה השקעית. אצל היפנים היה זה שוק המניות, אצל הסינים שוק הנדלן. דווקא שוק המניות הסיני שחוה נפילה מסיבית לדעתי לא היה בבועה. אני חושב שעלי באבא, טנסנט וביידו, למרות העליות שהמניות שלהן עברו זולות ממקבילותיהן האמריקאיות, פשוט ההתערבות הממשלתית עוד מרחפת ברקע יחד עם פלישה אפשרית של סין לטייוואן ולכן משקיעים לא מוכנים לשלם עבורן יותר נכון לרגע זה (ויכול להיות שכן בעתיד או שלא).

האירופאים – גם הם במשבר דמוגרפי, אבל להבדיל מיפן וקוריאה, וחד משמעית בשונה גם מסין לא הצליחו כל כך בחלק ההנדסי. או במילים של מוחמד אל עריאן, הגענו לעולם שבנוי בצורת הטוב הרע והמכוער. המצב של האמריקאים טוב, המצב של הסינים רע, אבל המצב של אירופה הרבה יותר גרוע, כל כך גרוע שזה ugly. המהגרים שהם הצליחו לייבא, לא הסכימו להשתלב כל כך. בעוד שהאמריקאים שילבו מצד אחד את המהנדסים והיזמים שהיגרו אליה, מנגד גם יחסית הצליחה לשלב את כוח העבודה הזול יותר שהיגר אליה. האירופאים לא הצליחו לא בזה ולא בזה. בעוד שהאמריקאים הרחיבו את מעגל התרבות שלהם לכל העולם כלל, האירופאים איבדו מקומות אחיזה של התרבות שלהם בתוך אירופה עצמה. העולם חווה אמריקניזציה בעוד שאירופה חוותה איסלמיזציה ואפריקניזציה.

ההבדל המכריע: אמריקה מציעה חלום - 'בוא תהיה אמריקאי'. אירופה מציעה רווחה - 'בוא תהיה מהגר באירופה'. אמריקה מושכת אנשים שרוצים להצליח, אירופה מושכת אנשים שרוצים קצבאות. התוצאה: אמריקה מקבלת יזמים, אירופה מקבלת אוכלוסייה שחלקה רוצה להשתלב וחלקה רוצה לשנות.

2 מדינות נהנו מגידול אוכלוסייה חיובי. ארה"ב וישראל. ארה"ב ואנשי החלום האמריקאי, ישראל ואנשי החלום הישראלי. ארה"ב נהנתה בתקופה הזאת בצמיחה מטורפת בקנה מידה שלא תיארה לעצמה, ואיתה ביחד גם ישראל. אני זוכר שבתור ילד בן 10, ב-2004, ישראל הרגישה לי כמו מדינה נחשלת. כל דבר שהיה בארה"ב הגיע לארץ באיחור רב אם בכלל. חמש עשרה שנים לאחר מכן, כבר לא היה הבדל. ישראל הדביקה את הפער. אני לא ידעתי את זה בתור ילד, אבל ישראל הייתה בדרך כבר להיותה אומת האקזיט, ולא אומת הסטארט אפ כפי שהיא קוראת לעצמה.

'אומת האקזיט' - מדינה שבה יזמים בונים חברות כדי למכור אותן, לא כדי להפעיל אותן עשרות שנים. זה המודל הישראלי: בנה, מכור לגוגל או פייסבוק, ותתחיל מחדש. זה יצר מחזור של יזמות שהפך את ישראל למעצמת טכנולוגיה (אבל לא מעצמה עסקית עולמית).

הסיבה המהותית שישראל הדביקה את הפערים מן העולם למרות העוני באוצרות טבע נובע מאותה סיבה שארה"ב הפכה להיות המוקד ההנדסי של העולם. דובאי, הייתה האמירות הענייה ביותר מבחינת

נפט, אבל בצורה חדת אבחנה, הם ניווטו את כל הרווחים מהנפט שהיה בהשקעה בתשתיות לתיירות ובניסיון להיות מוקד פיננסי, זוהי הנדסה כלכלית. ישראל לא הייתה בעלת נפט מלחתחילה, ולכן מהתחלה הייתה צריכה להבין לאן לנווט את מעט המשאבים שהיו לה. במקום הנדסה כלכלית (להיות מוקד פיננסי) הלכנו על הנדסת חשמל, תוכנה, אווירונאוטיקה ועוד... ועשינו זאת באמצעות צה"ל. צה"ל הפך למעין אוניברסיטה טכנולוגית חובה. יחידות כמו תלפיות, 8200, וממ"ם לוקחות את המוחות הטובים ביותר בגיל 18, מלמדת אותם בזירה שהיא בעלת ההשלכות הכי חמורות (טעויות בצה"ל עולות בחיי אדם ולא רק בכספי משקיעים), ומשחררות אותם בגיל 21 עם ניסיון שלא קיים באף מקום אחר בעולם בגיל כזה.

בסוף מלחמת העולם השנייה, לאחר שהאמריקאים גייסו אנשים מכל מקום וערבבו אותם זה עם זה (אבל שלא תטעו שחורים שירתו בנפרד מלבנים. סצינות מארוול שמראים אותם משרתים ביחד זה עוול היסטורי לשחורים שסבלו מאפליה גם בצבא) הם שלחו אותם ללמוד תארים, או לפחות נתנו להם את האפשרות עם GI BILL. המון אנשים שלפני זה לא חשבו על לימודים רכשו השכלה. הדבר הזה משותף גם ליוצאי הצבא שלנו, שאחרי השירות הצבאי מחליטים להתחיל בלימודים. מדינת ישראל מלאה בכמות בלתי רגילה ביחס לאוכלוסייה שלה באנשי השכלה גבוהה. זה אומר שליותר אנשים, יש את הכלים ליישם את הרעיונות היצירתיים שלהם, ולייצר מוצרים יש מאין, עסקים ללא הון כלכלי רציני, נטו רעיונות. ההתעשרות המאסיבית של ישראל בעשרים השנים האחרונות קשורה גם בקשר ישיר באחוז האוכלוסייה שהפך להיות משכיל. הרוב המוחלט של ההורים של בני המכינה שלי היו ללא השכלה אקדמאית, בעוד שרוב אנשי הקבוצה שלי מהמכינה שלי רכשו השכלה גבוהה.

המהפכה החשמלית סיפקה את הבסיס למחשב, ולטכנולוגיה מבוססת חשמל. אינטל הזניקה את העולם קדימה, שנה אחר שנה, תחת ההשפעה של moors law. המון המון מהקידמה הטכנולוגית שלנו הייתה מבוססת חומרה. החברות הגדולות ביותר, והמצליחות ביותר בשנות ה-80, מכרו לנו מכשירים, מלבד חברה אחת, שהייתה חברת תוכנה.

מהפכת התוכנה מבית מייקרוסופט/על רווחיות

שולי הרווח - האחוז מתוך ההכנסות שנשאר כרווח נקי. חברת תוכנה שמרווחת 40% מכל שקל שמכניס המוצר שלה נמצאת ביקום אחר לגמרי ממפעל רכב שמרוויח 5%. ההבדל הזה בין חומרה לתוכנה שינה את כללי המשחק הכלכליים מן היסוד.

עד שנות ה-70 רוב הקדמה הטכנולוגית נבנתה על חומרה: מכונות, שבבים, מתכות, מפעלים. מייקרוסופט הייתה מהחברות הראשונות שהבינו את היתרון המבני של תוכנה, אתה בונה מוצר פעם אחת, ומוכר אותו מיליוני פעמים כמעט ללא עלות נוספת. Windows נכתב פעם אחת, אך נמכר במיליארדי עותקים. מפעל מכונות חייב לייצר כל יחידה מחדש, עם חומרי גלם, כוח אדם, תובלה ואחסון. תוכנה שייכת לממלכה אחרת לגמרי. עלות הפיתוח הראשונית גבוהה, אבל העלות השולית של כל עותק נוסף כמעט אפסית. מכאן מגיעה הרווחיות העצומה של חברות תוכנה. זאת הסיבה המהותית למה הן אובססיביות לmarket share, ולמה היום, ההתרכזות ברווחיות בטווח הקצר בינונית פחות רלוונטית להן.

המעבר הזה מחומרה לתוכנה, התחיל בשקט בשנות ה-70 ושינה את מהלך ההיסטוריה הכלכלית. ככל ששפות התכנות נעשו פשוטות יותר והמחשבים האישיים נפוצו, צמח גל עצום של חברות תוכנה. השוק התמלא באפליקציות, בתוכנות, בתשתיות דיגיטליות, וכל אלה יצרו את הבסיס לכלכלת ההייטק של ימינו. עבור ישראל, זו הייתה מתנה: בניגוד לדטרויט או אוסקה, כאן לא צריך מפעל ולא צריך מאות עובדים. ארבעה חברים אחרי צבא יכלו להקים חברה בשורת קוד, ולבנות מוצר ששווה מיליונים. תוכנה ביטלה מחסומי כניסה. היא דמוקרטיזציה של יצירת ערך. היא אפשרה לצוותים קטנים ליצור אימפריות.

אבל בזמן שהטכנולוגיה השתנתה מלמטה, המערכת הפיננסית השתנתה מלמעלה. מאז שנות ה-80, ארצות הברית נכנסה לעידן של ירידת ריבית עקבית. הריביות הנמוכות איפשרו ליותר ויותר אנשים, וחברות לקחת הלוואות ובגלל ירידת ריביות, למחזר שוב ושוב את ההלוואות בריביות נמוכות יותר. זה מה שנקרא Kicking the can down the road. הצורך להיות רווחית מהר יותר הלך ופחת, וזה בשתלב היטיב עם האופי של חברות תוכנה.

הורדות הריבית הקבועות בארה"ב מאז שנות ה-80, איפשרו ליותר ויותר שחקנים פחות איכותיים להלוות כספים, ולשחקנים איכותיים להלוות יותר, מה שמכניס כמות כסף רחבה יותר לתוך כלל האוכלוסייה. בנקים פדרליים בעולם לקחו את קיינז, ומילטון פרידמן והזריקו לזה סטראוידים. בעוד שקיינז חשב שהממשלה צריכה לתמרץ את הכלכלה כדי להתחיל להניע את המערכת (כמו שהאמריקאים עשו תחת FDR) מילטון מצא שהמערכת הפיננסית האמריקאית פשוט קפאה במקום וזה מה שהוביל ל Great Depression. זה בעצם בעצם ההפך ממה שממשלות ובנקים מרכזיים עושים היום אבל בהגזמה. בנק מרכזי מספק נזילות (רעיון ממילטון) והממשלה מבזבזת יותר (רעיון מקיינז). אבל לתופעה הזאת התמכרנו, אחרי 2009 לא הצלחנו להעלות ריביות חזרה למקום נורמלי, ובקורונה ממשלות בזבזו כמו חולות נפש.

כך נוצרה הכלכלה המודרנית: מערכת שמבוססת על תקווה שמימון זול יוליד צמיחה, ושהצמיחה תרסן את האינפלציה. זה עבד שנים ארוכות, אבל לא מהסיבה שכולם חשבו. שתי תופעות דיפלציוניות הסוו

את המחיר האמיתי של הזרמת הכספים: הגלובליזציה, ובעיקר, "Just in time production" ששיפרה את יעילות הייצור; והקדמה הטכנולוגית, שהוזילה את רוב מוצרי הצריכה. שתי התופעות הללו איפשרו לבנקים המרכזיים להדפיס עוד ועוד כסף בלי שנראה אינפלציה על מדפי הסופר.

אבל הכסף זרם למקום אחר: לנכסים. נוצר עולם מפוצל: טלוויזיות וקפה נעשו זולים יותר, אבל דירות ומניות התייקרו מהר יותר. למה? מפני שהעובדים בוולמארט לא קנו מניות, ועובדי גוגל כן. הכסף החדש זרם בעיקר לידיים שכבר החזיקו נכסים, והם קנו עוד נכסים. זו הייתה אחת הסיבות המרכזיות להתרחבות פערי העושר בעולם.

בישראל התופעה הייתה קיצונית במיוחד. בין 2008 ל-2022 הכלכלה פרחת. הנכסים זינקו. השקל התחזק בגלל שהיצוא הישראלי שבר שיאים. מחירי הדירות טסו, אבל האינפלציה נשארה נמוכה, עד לקורונה והמלחמה. בארצות הברית זה עבד פחות טוב, כי הממשלה האמריקאית הגדילה את הגירעון לרמות שכבר עברו את הגבול.

כשמנגנון ההזרמה הזה מופעל יתר על המידה זה יוביל לבעיות כלכליות (The Wealth and Poverty of Nations) וכל מיני ספרים אחרים בנושא. אני אוהב שריי דליו לוקח מה שהמון אמרו לפניו ופשוט מנגיש קצת יותר ומתנהג כאילו זה מחשבה מקורית). עודף כספים מוביל לאינפלציה משתוללת שדלקת יותר ויותר בגלל הפסיכולוגיה של הציבור (רפליקסיביטי) ובמקביל הבנק מרכזי מעלה ריביות בצורה מטורפת כדי לדכא את האינפלציה, ומנגד ממשלה עושה כל מה שהיא יכולה להזרים את הכלכלה שלה אז היא מזרימה יותר מדי כספים למשק שהוא לא יעיל ולכן לא יוצר צמיחה (תסתכלו על האינפלציה ועל הריביות שיש היום בטורקיה).

משהו דומה קרה בישראל בשנות ה-80. הממשלה התערבה בבנק ישראל (מוזמנים לקרוא את הספר 'בנק ישראל' מאת דניאל ממן וזאב רוזנהק), הזרים כסף כדי לייצר תחושת צמיחה, והעבירה כספים למקומות שלא יוצרים פריז. באותו זמן, הבנקים דחפו את הציבור לקנות את מניותיהם כתנאי להלוואות מהלך שהוביל לשרשרת הרצת מניות מלווה באינפלציה. כשבועת הבנקים התפוצצה, מניות קרסו, וחשכונות של משפחות שלמות נמחקו יחד עם לחץ אינפלציוני מטורף על מחירי שכירות. זו הייתה טראומה לאומית. הישראלים איבדו אמון בבורסה, והעבירו את כל התקוות לדירות. דור שלם אמר לילדים שלו: "בורסה זה הימורים לקנות דירה זה בטוח."

הצללת הזאת ממשיכה לייצר את הפסיכולוגיה של שוק הדיור עד היום. ובסוף שנות ה-90 הגיעה גם העלייה הגדולה מברית המועצות, שהגדילה בבת אחת את הביקוש לדירות וחיזקה את הדפוס.

כל זה, מהפכת התוכנה, ירידת הריביות, הדפסת הכסף, הגלובליזציה, הישראליות הייחודית, נשזר לסיפור אחד. זהו הסיפור של מעבר העולם מתקופת המתכות והמכונות לתקופת הקוד, ההשפעה של פסיכולוגיה ונזילות במערכת.

בעיה מהותית אצלנו (הישראלים) אבל לא הבעיה היחידה

אחת הבעיות השורשיות בישראל היא רמת התחכום הנמוכה שבה אנחנו מבינים את ההיסטוריה הכלכלית שלנו. בעוד שבארצות הברית יש שכבות על גבי שכבות של ידע — עיתונים כלכליים ותיקים, ערוצי תקשורת רציניים, ספרות כלכלית אינסופית ותודעה היסטורית עמוקה — בישראל יש כמה עיתונים כלכליים שמרוב פוליטיזציה, לעיתים קרובות פשוט מעתיקים תוכן אמריקאי בלי להבין אותו בכלל. אנחנו מדברים על "קאטארגייט" כאילו "וטרגייט" היה שערורייה ישראלית; משלבים מושגים שלא שייכים לנו ורצים אחרי באזז מבלי להבין את ההקשר. זו אינפנטיליות כלכלית שמאפיינת חברה שלא באמת למדה את הסיפור של עצמה.

וזה מוביל לשאלה שמטריפה אותי:

איך יכול להיות שבכל דיון על מחירי הדיור או על הפחד מהבורסה, אף אחד, אבל אף אחד, לא מזכיר את שנות ה-80? שום מילה על קריסת מניות הבנקים. שום מילה על אינפלציה של מאות אחוזים. שום מילה על העובדה שהמדינה והמוסדות הפיננסיים גרמו לציבור להפסיד הכל — ואז הסתובבו כאילו כלום לא קרה. איך אפשר להבין את הפסיכולוגיה של הישראלי שלא משקיע בבורסה, בלי להבין מה הוא או הוריו עברו? איך אפשר להבין למה "דירה זה בטוח" הפך לדת, בלי לזכור מי גרם לכל העם לחשוב שהשקעות הן הימורים?

התשובה פשוטה: אנחנו פשוט לא מכירים את ההיסטוריה שלנו. וזה כשל תרבותי עמוק. ישראל, כמדינה וכחברה, סובלת מבינוניות בהרבה תחומים — גם במנהל ציבורי, גם בעיתונות, גם בחינוך כלכלי בסיסי. כן, אנחנו מדינה חכמה, אבל לא מדינה מתוחכמת. המזל היחיד שלנו? שיש לנו מהנדסים מדהימים.

וכאן אני חייב להיות כנה:

המהנדסים האלה, ורבים מהם חברים שלי, לפעמים באמת בלתי נסבלים. בשנים הטובות של ההייטק, כשהמשכורות השתוללו, לסטטוס "אני בהייטק" קם כת. אנשים שעד אתמול היו ילדים טובים מרעננה הפכו למיני-אלים שהיו בטוחים שהם המציאו את הגלגל. הם דיברו כאילו כל מי שלא מתכנת הוא אזרח סוג ב'. גם אני הרגשתי שזה תופס ממדים מופרכים, והאמת? לפעמים באמת עלה להם השתן לראש.

אבל, וצריך להגיד את זה בבהירות, אותם אנשים בדיוק הם הסיבה שהמדינה הזאת לא נראית היום כמו לבנון או ירדן. המהנדסים האלה הם אלו שיצרו תעשייה שמספקת כיום 15% מהתמ"ג הישראלי ו-50% מהיצוא. התעשייה הזאת שמה את ישראל על המפה. בלעדיה, היינו כלכלה מייבאת שרוצה להיות שווייץ אבל מתנהלת כמו אלבניה. ואם כבר מגיעה ביקורת, היא לא על ההייטקיסטים עצמם. היא על זה שהמדינה נשענת עליהם כמו נרקומן שמחפש עוד מנת חמצן. היא על כך שהממשלה והחברה לא מצליחות לייצר מנוע כלכלי נוסף. היא על כך שההצלחה של ההייטק היא לא "הצלחה ישראלית", אלא הצלחת קבוצה מצומצמת שמחזיקה את כל הכלכלה על הגב. ואז יש לאנשים אחרים את החוצפה לקרוא להם "מנותקים". האוכלוסייה הזאת, מקורה בכל שכבות האוכלוסייה הישראלית. ויש שם אנשים שגדלו בכל מעמד סוציו אקונומי ישראלי, ומכל מוצא. וגם הם וגם אנחנו לפעמים רואים רק יער כשצריך לראות עצים, ולפעמים רואים עצים כשצריך לראות יער.

אבל יש כאן נקודה עמוקה עוד יותר: הטענה ש"אני אוהב את העם אבל לא את המדינה" היא בדיחה עצובה. מאז השביעי באוקטובר נהיה אופנתי להגיד: "אני אוהב את העם, אבל את המדינה אני שונא." כאילו המדינה היא איזה מפלצת חיצונית, לא תוצר של הבחירות הקולקטיביות שלנו. זה חוסר הבנה בסיסי של מהי מדינה. העם = המדינה = המוסדות = הממשלה.

אנחנו בחרנו את האנשים שמנהלים אותנו.

אנחנו התרבות שהעמידה אותם.

אנחנו הדנ"א שממנו הם צמחו.

ואם אנחנו לא אוהבים את מה שאנחנו רואים — הבעיה לא "שם למעלה".

היא כאן. אצלנו. בתרבות, בהרגלים, בחוסר האחריות האזרחית, בויתור על חשיבה ארוכת טווח.

עם מקבל את המנהיגות שהוא ראוי לה, לטוב ולרע. וזה נכון גם למפגינים נגד ביבי וגם למצביעי ליכוד. כולנו ביחד יצרנו את התוצאה. כולנו אוכלים מהדייסה שבישלנו. שזה השביעי באוקטובר והמלחמה שלאחריה, שזה "יוקר המחיה". ולמרות הכל, המהנדסים הם אלו שהצילו אותנו כלכלית וטכנולוגית, ואלה שהולכים לעוד סבב מילואים כל פעם מקריבים את עצמם בעבור זה. וחלק מהם עושים גם את זה וגם את זה. הם אולי מעצבנים לפעמים, אולי מלאי חשיבות עצמית, אולי קצת מנותקים מהמחיר החברתי של ההצלחה שלהם, אבל הם חוללו את המהפכה הכלכלית הכי גדולה שהייתה כאן אי פעם.

הם הפכו את ישראל ממדינה שנראתה ב-2004 כמו חיקוי מאוחר של אירופה, למדינה שמדביקה את הפערים מול המעצמות. הם הפכו רעיונות לקוד, וקוד לכסף, וכסף לפריחה. הם יצרו את התעשייה היחידה בישראל שאינה תלויה בגז, בנדל"ן או במטבע משתולל. הם הפכו את העם הזה לאומה שיכולה לייצר ערך מכלום.

כולנו, כל אזרח במדינה הזאת, חייבים להם הרבה.

ואני מדגיש את כל זאת, כי בחלק ג' של הספר, אני הולך להסביר מדוע לדעתי שכבת האוכלוסייה הזאת הולכת לחטוף זעזוע, וזעזוע שהם יחטפו ישפיע על כל המדינה.

גם אותה שכבת אוכלוסייה מורכבת ברובה מאנשים שמקורם במעמד סוציו אקונומי גבוה יותר שגדלו בעיקר בין "חדרה לגדרה". זאת גם בעיה. הם מנותקים, לא כלכלית או מבחינת מוצא ועדה, אלא גיאוגרפית. המפלגות שמייצגות בעיקר את פלח האוכלוסייה הזו שוכח מבית שאן במשך 3 וחצי שנים ונזכר רק חודש לפני הבחירות. השכבת אוכלוסייה הזאת גם היא הולכת כמו עדר למרות שהיא רואה בעצמה אינטיליגנטית יותר (ואיך לא ישנאו אותם אם הם מתנשאים). המדינה שלנו התמלאה בשנאת חינוך, בפופוליזם, ובהזנחה.

המשפט חורבן הבית השני קרה בגלל שנאת חינוך לא בא בוואקום. כשהרומאים באו לעשות מצור על ירושלים קבוצה אחת של יהודאים שרפה המון מזון שהיה בידי קבוצות אחרות כי לא הקשיבו להם פוליטית אז הם רצו לשלוט באספקת האוכל. ירושלים נפלה בלי שהרומאים היו צריכים לעשות כלום. המלחמות בין היהודאים בתוך ירושלים הספיקו לעשות את שלהם לבד.

להאשים רשתות חברתיות זה לזרוק אחריות מתופעה אנושית היסטורית. זה לזרוק אחריות אישית מכל אחד ואחד ללמוד מההיסטוריה וליישם אותה.

"Those who cannot remember the past are condemned to repeat it" - George Santayana

פרק 5 – ה Balance sheet של הציבור הישראלי - נכסים

כמו שאמרתי בהתחלה, אם אנחנו רוצים להבין את מצבה של מדינת ישראל, צריך להתחיל לחשוב עליה כמו משקיע שבוחן עסק. זה המיינדסט שלי. השלב הראשון הוא להבין את ה"סיפור בגדול", מהו רעיון העסק, מה הוא עושה, איפה הוא עומד במרחב התחרותי. השלב השני הוא לצלול לתוך ה-Balance Sheet, להבין מה הנכסים ומה ההתחייבויות. בישראל, אחוז עצום מהאוכלוסייה מחזיק נדל"ן גם כנכס וגם כהתחייבות. מי שמחזיק שתי דירות עם משכנתא, ומי שמחזיק מניות בנקים דרך קרן הפנסיה שלו, למעשה מחזיק גם את ההלוואה על הדירה של עצמו. זהו מקור העושר וגם מקור הסיכון של הכלכלה כאן. ולכן, בחלק הזה ננסה להבין מה בכלל נדל"ן במובן הרחב שלו.

חשוב לזכור שכל שוק, מתנהג כמו מטוטלת. הוא נע בין תקופות של אופטימיות לבין תקופות של פסימיות, וטווח התנועה אף הוא משתנה, ולפעמים יכול להגיע לרגעים של אופטימיות מוגזמת הידועה גם בשם אופוריה, ועד לפסימיות מוגזמת שהיא כמובן פאניקה טוטאלית. נכסים יכולים להיות יקרים מדי ואז זולים מדי. והמטוטלת הזו יכולה להיתקע באחד הקצוות לזמן ארוך מאוד, ואז לזוז בפתאומיות. גם בתקופת הדוט קום, העליות לא היו קו ישר. ב-1998 היו כמה אירועים מפחידים בוול סטריט, רגעים שבהם ההרגשה הייתה שהבועה מתפוצצת - ואז היא התרחבה עוד יותר.

הקסם של פרספקטיבה

נקודה ששווה תמיד לחשוב עליה, שהאיש המבריק Rory Sutherland מטיף עליה

יש נקודה שהאיש המבריק Rory Sutherland מטיף לה בלי סוף, ושהיא מהחשובות להבנת כלכלה בכלל ונדל"ן בפרט. רורי מדבר המון על כך שמוצר מדהים הוא לפעמים עניין של פרספקטיבה בלבד. הוא אוהב להסביר את הקסם שבשיווק, לאו דווקא את איכות המוצר עצמו. אחת הדוגמאות האהובות שלו היא יין: אנשים מעדיפים יין ב-50 דולר על פני יין ב-10 דולר, גם אם מדובר בדיוק באותו יין. המחיר עצמו הופך להיות חלק מהחווייה. זו פסיכולוגיה פשוטה - מחיר גבוה משדר איכות, גם כשהוא לא אומר כלום על איכות אמיתית.

הדוגמה של רכבים אפילו חזקה יותר: רוב האנשים בטוחים שמרצדס ב-200 אלף שקל "טובה יותר" מיונדאי ב-80 אלף שקל, למרות ששתיהן מגיעות מנקודה A לנקודה B באותה בטיחות ובאותה יעילות. ועדיין, רוב האנשים לא נכנסים לסוכנות רכב ושואלים "מה הרכב הכי יקר שאני יכול להרשות לעצמי". אף אחד לא קונה רכב כך.

אבל בנדל"ן הכל מתהפך. זו קטגוריית הצריכה היחידה שבה אנשים מתחילים מהשאלה ההפוכה: לא "מה אני צריך", אלא "מה המקסימום שאני יכול לשלם". ואז הולכים לקנות את הדבר הכי יקר שהם יכולים לעמוד בתשלומים שלו. זו פסיכולוגיה אחרת, עמוקה ומושרשת. הבנק אומר לכם שאתם יכולים לקחת משכנתא של 2 מיליון - אז אתם מיד קופצים לחפש דירות ב-2 מיליון. לא דירות ב-1.5 מיליון שייתכן שהיו גורמות לכם להיות מאושרים באותה מידה, אולי אפילו יותר.

במילים אחרות, ברכישת דירה אנשים לא שואלים "מה הדבר הכי נכון לי כלכלית לטווח הרחוק", אלא "כמה אני מסוגל לשלם". והמעבר הזה - מהיגיון לתחושה, משיקול כלכלי לקריאת תקרה פסיכולוגית - הוא אחד הגורמים המרכזיים לכך ששוק דיור לא מתנהג באופן כל כך רציונלי. אדם לא שואל את עצמו איך אני הופך את זה להשקעה שהיא כמה שיותר משתלמת ביחס לשאר האפשרויות עם הכסף שלי והצרכים היומיומיים שלי וההשלכה הכלכלית שלהם. השאלות הללו התחילו לאחרונה, אבל הן עדיין לא רחבות מספיק במיינסטרים הישראלי.

עידן הריבית היורדת - והסוף שלו

משנות ה-80 ועד 2022 הייתה בארה"ב (ובשאר העולם גם) מגמה של ירידת ריבית כמעט רציפה. ארבעים שנה של ירידה יצרו דורות שלמים שהתרגלו לכך שכלל שעובר הזמן והריביות יורדות אחרי כל משבר, יותר ויותר כסף זורם מחסכונות ופקדונות אל נכסי השקעה. הכסף עזב את האג"ח והלך אל נכסי equity, קרי - מניות בבורסה, נדל"ן, ומניות בחברות פרטיות וסטארטאפים. התרגלנו לרעיון

שהמחירים של נכסים יכולים רק לעלות. בכל פעם שהייתה בעיה, הבנק המרכזי הוריד ריבית ו"הציל" את השוק.

אבל עכשיו, כשהריביות גבוהות והאינפלציה מאיימת, הפד לא יכול להוריד ריבית כפי שעשה בעבר. אני, במאמר דעה (את המאמרים אני מפרסם בקבוצה בוואטסאפ כל כמה זמן) הסברתי שהורדת ריבית רצינית מדי תזניק מחדש את האינפלציה, וזה האיום הגדול ביותר על הכלכלה (גם הישראלית וגם האמריקאית). חוסר היכולת של בנקים מרכזיים להוריד ריביות כפי שקורה בעבר אומר דבר אחד: **המשחק השתנה**. הריביות יישארו גבוהות יותר - ולפחות במובן מסוים, גם המחירים של הנכסים יאלצו להתיישר עם מציאות חדשה. ולכן כל אלה שמחכים להורדות ריבית, גם כשיגיעו, לדעתי לא יקבלו את הורדות הריבית שהם מייחלים להם.

משנות ה-80 ועד השביעי באוקטובר

במשך כל התקופה הזאת, משנות ה-80 ועד היום, ארה"ב צמחה בקצב מסחרר. חלק מהצמיחה היה אמיתי - יזמות, חדשנות, מהפכות טכנולוגיות - וחלק היה צמיחה "מלאכותית", שנבנתה על חוב זול ועל אשראי בלתי נגמר. חלק לא קטן מהעושר הזה חלחל לישראל דרך חברות ההייטק. תעשיית הטכנולוגיה המקומית התחברה לכלכלה אמריקאית שדהרה קדימה, ובעקבות זאת נפתח פער הולך וגדל בין עובדי ההייטק לשאר הציבור.

כך נוצרו למעשה **שתי כלכלות בישראל**:

האחת - ישראל של ההייטק, שבה מהנדס בן 30 יכול להרשות לעצמו דירת 4 חדרים בתל אביב, לשלם מחיר בלתי סביר ביחס לשכירות (בגלל זה אנשים השקיעו בתל אביב בגלל "עליית ערך" שהיא לא באמת עליית ערך אלא עליית מחיר); והשנייה - ישראל של שאר הציבור, שבה אחות, מורה או עובד מדינה אינם מסוגלים לקנות דירת 3 חדרים בפתח תקווה. כששתי הקבוצות מתחרות על אותן דירות – זה מרגיש לקבוצה השנייה שדירה זה דבר שאינו בר השגה.

קבוצה נוספת שנהנתה מהעושר החדש היא **המגזר הציבורי** ועסקים שעובדים איתו. הכנסות המדינה עלו, המשכורות עלו, הכסף זרם למכרזים, לשכר בכירים. בסופו של דבר, אותם אנשים העוסקים בתחומים הללו זרמו גם לשוק הדיור (משוער שבערך 20% אם לא יותר מסך הדירות בארץ שייכות לעובדים במגזר הציבורי). וכפוי, כשהכנסות עולות והאשראי זול אפשר לקנות דירה. הצמיחה בענף הנדלן, גרמה לגדילה בכל הסקטור הקשור לתחום. קבלנים, מתווכים ועוד... עודף הכסף הזה גם זלג לשאר הציבור בהוצאות כאלו ואחרות. וכולם רצו פה בארץ לקנות דירה. נדבר לרגע על השקעה בדירה, לפני שנדבר על כל הFOMO שהשתלט פה בכל פינה.

בזמן שקנייה של דירה הפכה לטירוף לאומי אף אחד לא עצר לרגע ועשה הערכה לפי DCF על ההשקעה בדירה. כל אחד ראה את השכן מתעשר מהדירה שקנה, ושומע כל הזמן "רוץ לקנות דירה עכשיו לפני שזה יהיה בלתי אפשרי". באופן היסטורי זה בדיוק איך בועות נוצרות.

בואו נשאל את הדבר שלא נעים לשאול: האם שוק הדיור בבוועה?

אני לא יודע - ולא ננסה לענות על השאלה הזאת ישירות, כי היא שאלה לא נכונה מלכתחילה. במקום זה, צריך להבין את הרקע, את המנגנון ואת הפסיכולוגיה.

אבל כמה נקודות שהיו חשובות מאוד לציין עד הרגע הזה ולהבין אותן ואת הרקע שלהן, שלא יישתמע לרגע שאני זורק הערות סרק

- רכישת נדלן למגורים היא משהו שנובע לפני הכל ממשהו עמוק ומאוד פרימיטיבי.
- רכישת נדל"ן היא משהו שנובע ממשהו תרבותי. בין אם בגלל טראומות לאומיות, או בגלל ניסיון לאומי. הרצון להיאחז בקרקע כלשהי מוחדר לנו למוח בבתי הספר, ומהמשפחה כזיכרון לאומי מ-2000 שנות גלות, ובין אם בגלל אירועים כלכליים שקרו ב-50 שנים האחרונות.

- הנקודות הללו הן עמוד תווך תחתון למחירים. אנשים יעשו הכל להיאחז במקום מגורים קבוע לפני שיארזו הכל או ישאירו דברים מאחור ויעברו לגור באוהלים ברחוב. דמיינו מה זה להיות אבא למשפחה ולבשר לילדים שלך שלכל אחד יש חדר פרטי שצריך לעבור לדירה קטנה יותר ועכשיו חלק צריכים לחלוק חדר.

- נדל"ן הוא נכס שהוכיח את עצמו. הוא מאפשר התעשרות ובשל המינוף שלו אפילו התעשרות מהירה.
- כוח הקנייה בישראל עלה משמעותית בשל תעשיית הטק.
- ריביות נמוכות נתנו תשואה עודפת לבעלי נכסים ממונפים שהיו מאוד אגרסיביים.
- מחזורים של שוקי נדל"ן בקלות נפרסים על פני 40, 50 שנה.

- ישראל מראה את כל הסימנים של בועה קלאסית
 - קונצנזוס שלקנות דירה זה נכון וחייב כמה שיותר מהר או שתצטער.
 - מינופים אגרסיביים. אנשים מינפו את קרנות ההשתלמות שלהם והפנסייה שלהם.
 - אסור להתעלם מהעובדה הרלפקסיבית שגם אם (זה אם גדול) מחירי הדיור היו לא הגיוניים לפני 5 שנים, העובדה שהמגמה הזאת נמשכה, הפכה דווקא את אותה החלטה שעל פניה אולי הייתה לא הגיונית להגיונית מאוד. כלומר, אי אפשר לדעת אם החלטה הייתה נכונה או לא ברמה האינטלקטואלית, גם לא בדיעבד. אבל חד משמעית בועה הופכת גם החלטות להשקיע שהיו טעויות אינטלקטואליות בתחילת הבועה להחלטות נכונות ברמה המציאותית (הבועה עצמה מתחילה כאשר הנכסים מאבדים קשר

לראשונה מתמחור הגיוני ביחס לנכס. גם אם נכס יקר ביחס לתזרים המזומנים הוא יכול להיות השקעה בעלת היגיון).

- קיים אפשרות שהדברים האלו השתנו (מאז השביעי באוקטובר) ואותם נבחן לאחר שאנחנו מבינים את הנכסים של העסק.
 - השינויים הם החובות עצמם – ריביות גבוהות יותר.
 - ההכנסות עלולות להינזק משמעותית, בראש ובראשונה בגלל הבינה המלאכותית וגם בגלל המלחמה.

מה שאנחנו הולכים לעשות, הוא להבין ביחד איך צריך להתייחס להשקעה בדירה ברמה הבסיסית ביותר וננסה להבין מה מבדיל בין מקצוענים בתחום לחובבנים בתחום (שזה רובנו). מקצוען זה מי שהשקעות נדל"ן היא מקצוע בעבורו, ואני לא כזה ואני בטוח שגם רובכם לא).

אחרי זה ננסה להבין האם התהליך הרציונאלי הוא תהליך רווח בארץ, נסתכל על הערכת הסיכונים של הציבור, אבל הכי חשוב, נבין מה היה המניע שגרם למחירי הדיור באמת לעלות, וננסה להבין מה צריך לקרות כדי שהמגמה הזאת תמשיך, ומה צריך לקרות כדי שהמגמה הזאת תתהפך. נבחן את הסיכונים, ועליכם להעסיק לעצמכם, מה התחושה שלכם לגבי זה. שיהיה לנו בהצלחה.

סיכום חשוב מאוד של כמה נקודות קריטיות

שני כוחות אדירים חיזקו במשך עשרות שנים את כוח הקנייה של אוכלוסיות בעולם, **התקדמות טכנולוגית וגלובליזציה**. שניהם דפלציוניים בטבעם, כלומר, הם מוזילים מוצרים ושירותים. השניים היו כה חזקים, עד שגם מאמצים קיצוניים של בנקים מרכזיים לייצר אינפלציה באמצעות הורדות ריבית אגרסיביות ו־QE בכמויות עצומות לא הצליחו להעלות מחירים כפי שציפו. זה הסביר מדוע במשך שנים האנשים נהנו ממוצרי צריכה זולים – מחשבים, טלוויזיות, טיסות לחו"ל – למרות שמדינות הדפיסו כסף בכמויות חסרות תקדים. אבל בצד השני של המאזניים נוצרה **אינפלציית נכסים**: מחירי דירות המריאו, מניות טיפסו למכפילי רווח לא סבירים, ועסקים פרטיים נמכרו במחירים שלא תאמו את הרווחים שלהם. היו אינספור סטארטאפים שהפסידו כסף באופן שוטף ובכל זאת נרכשו במיליארדים, לעיתים בתירוצים כמו "רוכשים את הטכנולוגיה" או "רוכשים את העובדים" - טיעונים שמחקר אחר מחקר הראה שהם לרוב פשוט לא כלכליים. אבל העולם הזה השתנה עכשיו, ובאופן עמוק.

ריביות עלו, ולכן כמות הכסף שנכנסת לנכסים תרד. עליית הריבית מייצרת שני שינויים גדולים:

- **פחות כסף רודף אחרי נכסים.** עכשיו ניתן להשיג תשואה גם מפיקדון, אג"ח, או כל כלי חוב. המשקיעים לא חייבים לרדוף אחרי נדל"ן או מניות בכל מחיר.
- **נכסים נהיים מסוכנים ויקרים יותר.** כשכסף יקר יותר, השקעות ממונפות פחות משתלמות, והסיכון לפשיטות רגל עולה. זה משנה את התמחור של כמעט כל נכס בעולם.

במשך 40 שנה אנשים חיו בעולם שבו "ריבית רק יורדת". עכשיו זה כבר לא נכון. זה שינוי עצום שמעטים מפנימים.

"Interest rates are to asset prices what gravity is to the apple," - Warren Buffett

גם העולם פחות גלובלי, ולכן הכל נהיה יקר יותר ופחות יעיל. מכסים של שלטון טראמפ זה רק עוד מסמר בארון הזה. הכיוון העולמי לאחר הקורונה הוא הפוך ממה שהכרנו:

- פחות סחר חופשי
 - יותר מכסים
 - שרשראות אספקה פחות יעילות
 - ייצור חוזר למדינות המקור (reshoring)
 - ויכול להיות מאוד, שאפילו איכות מוצרים תהיה נמוכה יותר. כלומר, זה שחברה מקומית תייצר מקרר במחיר גבוה יותר, לא אומר שהמקרר עצמו יהיה איכותי יותר.
- המשמעות פשוטה: **יותר יקר, פחות יעיל, פחות תמורה לכסף**. Less bang for your buck. זה פוגע ישירות בכוח הקנייה של הציבור, ומוביל לפחות צריכה, פחות חיסכון, ופחות השקעות.

ואלה שתי שינויים אדירים, לעולם שבו 40 שנה הורגל להפך, במיוחד בעשור וחצי האחרונים שבהם האינטרנט קירב את העולם להיות מחובר יותר מתמיד וריביות היו ברצפה. מי שהיה באמצע שנות העשרים שלו מ-2010 הרוויח בענק למרות הטראומה של 2008. הצעירים יותר (כמוני) נכנסו לעולם קשה יותר להשקיע בו. אבל מצד שני יש לנו הזדמנות אדירה. הדורות הקודמים הורגלו למצב שהוא לא נכון למציאות החדשה, ולרובם יהיה קשה מאוד להבין, שמשו השתנה, וסיכוי סביר שהם יעשו טעויות.

כשהאורד מרקס כתב את המאמר שלו Sea Change (שזה מושג שכולם השתמשו בו אחר כך לכמה חודשים כמו שכל הזמן יש טרנד בוול סטריס להשתמש במושג שנכנס לאופנה ואז אחרי כמה חודשים לא משתמשים בו. זה תופעה ממש מצחיקה) כולם שאלו אותו שוב ושוב מה זה אומר. והוא חזר שוב ושוב על אותו הסבר של ריביות גבוהות יותר. לא שאלו אותו על הסיכונים הכרוכים בכך ואיך לתמחר אותם (שזה ההתמחות שלו). הדבר השני שלא דובר עליו (כי אותו ספיציפית זה פחות מעניין) זה הנתק של הגלובליזציה שקוראת כבר לא מעט שנים, והחריפה עם הקורונה ועכשיו תופסת את מרכז הבמה עם מכסים. גם אם יבטלו את כל המכסים מחר, זה לא יוריד את העניין שהעולם הולך לכיוון גלובלי פחות.

כלומר, היו 3 דברים שגרמו לכל האוכלוסייה העולמית להתעשר 2 מהם בוודאות השתנו. ריביות נמוכות יותר הפכו לגבוהות, ושרשראות אספקה הפכו מסופר יעילות וזולות הפכו יותר יקרות. קיימת שאלה

מאסיבית האם הבינה המלאכותית תעשה את האפקט הדיפלציוני מספיק כדי להתמודד עם שתי המגמות שהתהפכו או אפילו תחריף את הבעיה, לפחות באופן זמני, בכך שהיא תיצור גל אבטלה גדול בעולם, דווקא בקרב עובדי צווארון לבן, שהם בדרך כלל, מעמד הביניים שהוא עמוד התווך העיקרי למחירי נדלן.

ההשקעה שנקראת קניית דירה

הנדבך הראשון, הוא בעצם הבנת ההשקעה. דירה = מוצר יחיד שמטרתו שיכון תושבים במיקום מסוים שתמחורו נובע תחילה בכוח הקנייה של האוכלוסייה המקומית.

נתחיל מעובדה בסיסית שלפעמים נשכחת: נדל"ן הוא אחת ההשקעות המושפעות ביותר ממאקרו. נגיע לזה עוד רגע, אבל לפני הכול צריך לומר משהו הפוך לגמרי ממה שהתקשורת מנסה לגרום לנו להאמין: **רוב הזמן, חדשות המאקרו כמעט לא משנות דבר.** ערוצי חדשות, פודקאסטים ועיתונים צריכים דרמה. הם רוצים שנחשוב שכל הודעת ריבית, כל ציוץ של נגיד, כל כותרת, משנים את המציאות. גם מקצוענים ומומחים רוצים שנרגיש ככה. הם מדברים על כך ששוק המניות או שוק האג"ח אומרים משהו, והם אמורים להיות כמו 'שאמנים' שיכולים להגיד לנו מה יהיה. ברוב המקרים זה סתם רעש. נדל"ן הוא נכס איטי, כבד ולא נזיל, ולכן רוב המאקרו פשוט נבלע עוד יותר מאשר בורסת המניות בתוך מגמות של שנים. כמו בשוק ההון: בטווח הקצר רואים את הסיפור ששולט בכותרת באותו השבוע; בטווח הארוך רואים טרנד. גם אם אין "גרף יומי" לדירה כמו למניה, יש כותרות כל יום, כי זו אובססיה לאומית. אבל הכותרות אינן המציאות הכלכלית. ועכשיו נתחיל להעמיק, שכבה אחר שכבה.

אנחנו הולכים לאט לאט לקחת את העניין שבנדל"ן שנראה לכאורה פשוט, ואז נוסיף עליו עוד ועוד רבדים של מורכבות.

השקעה בדירה להשקעה היא לפני הכל השקעה בעסק, שלעסק הזה יש שירות יחיד. מתן מגורים לאנשים באוכלוסייה מקומית מסוימת. חשבו על זה כמו מלון עם חדר אחד: המלון שלכם מתחרה עם כל המלונות האחרים באזור (שאר הדירות), הלקוחות שלכם (השוכרים) בוחרים לפי מחיר ואיכות, והרווח שלכם תלוי ברמת התפוסה. אם באזור יש עודף דירות - המחירים יורדים. אם יש מחסור - הם עולים ולכן נדל"ן זה משחק מאקרו. אתם תלויים באיזור שבו אתם מושקעים. בגלל שישראל הוא שוק קטן (בגודל של מטרופולין גדול בחו"ל) אז כל חלקי המדינה מאוד מושפעים ממרכז המטרופולין שזה, תל אביב וירושלים. אם אתם גרים בדירה/בית שבבעלותכם אתם צריכים לראות את זה כאילו אתם הלקוחות של עצמכם.

אם האוכלוסייה המקומית תהיה עשירה יותר, עם הזמן כוח הקנייה שלהם יעלה, ואיתו היכולת שלהם לשלם שכירויות גבוהות יותר. אם להיפך, והאוכלוסייה נהיית ענייה יותר, כוח הקנייה שלהם יורד, והם לא יוכלו לעמוד בתשלומי השכירויות הנוכחיים.

במקרה כמו בישראל, שהיה עלייה של המשכורת, ביחס למוצרים פיזיים לדוגמא (טלוויזיה), הכסף העודף הזה מתוך ההכנסה יכל ללכת גם לפנאי (כפי שקרה) אבל במקרים רבים הוא מעלה את האחוז

שמשק בית מוציא על דיור (שכירות או משכנתא). לחילופין, אם מוצרי מזון ומוצרים נוספים נהיים יקרים יותר, אזי האחוז שיכול להיות מוקדש לדיור ירד. העניין שלשלם את המשכנתא של עצמך מהווה מעין רעיון השקעתי או מעין מכשיר חיסכון, אז הגיוני למשק בית לפנות אחוז גבוה יותר מהוצאות שלו בעבור דיור אם הדירה היא בבעלותו.

העלויות הסמויות בבעלות דירה שאתם מתגוררים בה. אדם שחי בדירה בבעלותו ינטה לעשות שדרוגים בדירה שאילו היה משכיר אותה לאדם אחר כנראה שלא היה מבצע. בנוסף, אותו "בעל דירה" היה מסתדר בקלות גם עם המצב הנוכחי של הנכס. באופן פסיכולוגי (שבו אנחנו רואים נטייה מובהקת שאנשים מאמינים באמת ובתמים שדברים שהם בעלים שלהם וחד משמעית השקיעו בהם שווים יותר ממה שהם באמת) אנשים חושבים ששיפוצים, התאמות, ו"שדרוגים" מסויימים יעלו את הערך של הנכס למרות שיכול להיות שיהיו קונים פוטנציאליים שזה יעשה עבורם להיפך. ולכן, כשאדם מחזיק דירה בבעלותו הוא עלול להוציא עשרות רבות ואפילו מאות אלפים מתוך מחשבה שהוא משביח את הנכס, למרות שבפועל הוא לא יתוגמל כלכלית על השינוי, ולכן הוא אפילו מוציא יותר. אחד הדברים שעושים מקצוענים למקצוענים בתחום השבחת הנכסים הוא הכרות עם דברים שעלותם נמוכה ביחס ליכולתם למכור את אותו השדרוג במחיר גבוה בהרבה. ככל שהאיש פחות ופחות איש מקצוע, ויותר עושה שדרוגים ספיציפיים לטעמו, קיים סיכוי גבוה בהרבה שהוא יפול למלכודת הזאת. כל אחד ואחת מאיתנו חושב שיש לו טעם טוב.

הבנת המוצר

מגורים הוא מוצר חיוני, וכזה, גם בשיאם של משברים כלכליים, כמעט לא רואים פגיעה ישירה מיידיית במחירי הדיור. הבעיה היא שהיציבות המדומה הזאת מייצרת אצל אנשים תחושת ביטחון מוגזמת שנדל"ן הוא השקעה בטוחה לכל מצב. בקצה, זה עלול להוביל להשלכות פסיכולוגיות של שוק דיור שמוביל לניהול כושל של סיכונים, ובהמשך גם למשבר כלכלי וחברתי עמוק. לכן, לפני כל דבר אחר, צריך להבין את השוק שבו אנחנו פועלים כדי לא להיקלע בעצמנו לשוק כזה. הבעיה המאסיבית בשוק שאינו נזיל כמו נדל"ן, זה חוסר יכולת "לצאת" ממנו. לכן אדם צריך הכרות עמוקה עם השוק בו הוא בוחר לפעול. בגלל שזהו שוק המושפע ממאקרו, צריך להבין מי השחקנים הכלכליים שבו? לאילו "טבעות" כלכליות אנחנו משתייכים? להבנה מה הכוונה בטבעת כלכלית אני אשתמש במטאפורה שאני אוהב:

תחשבו על שלולית גדולה שעליה זרקתם אבן. מהמקום שבו האבן פגעה במים נוצרות טבעות הולכות ומתרחבות, וכל אחת מהן נחלשת ככל שהיא מתרחקת מהמרכז. כך בדיוק מתנהגת הכלכלה האזורית. לשם המחשה אני משתמש בחיפה, אבל דמיינו את זה כטבעות מטרופוליניות שאתם מכירים מקרוב. ה"אבן" שממנה הכול מתחיל בשביל ישראל נמצאת, מבחינה כלכלית, בכלל בסיליקון ואלי. הטבעת הראשונה בישראל היא תל אביב. אחריה ירושלים. ורק אחר כך הגל מגיע לחיפה. לחיפה יש כלכלה מקומית ותעשייה משלה, אבל מי שנותנים את הדחיפה הגדולה לעושר האזורי הם בעיקר מוקדים כמו אנבידיה (מלאנוקס) ביקנעם ומת"ם. ירושלים, לעומת זאת, היא מוקד ייחודי, שילוב נדיר של שתי כלכלות יציבות במיוחד: כלכלת המדינה וכלכלה דתית. פיטר לינץ' צחק פעם שכשהבורסה קורסת, אנשים מתחילים להתפלל. אבל בדיחה בצד, אלו שתי כלכלות שאינן נעלמות בתקופות משבר. משרות ממשלתיות נחתכות פחות, ודת אינה נעלמת גם כשהמשק כולו בחוסר ודאות. מוקד דתי הוא משהו שלרוב יציב אף הוא, מפני שאלוהים לא עוצר רק בגלל שיש מיתון. הדת הוא משהו קרוב כל כך אל האדם שאין הוא משחרר אותו אלא ברגעי משבר פנימיים, ובדרך כלל נאחז בו ברגעי משבר חיצוניים ("גם כי אלך בגיא צלמוות לא אירע רע כי אתה עימדי"). הדברים הללו תקפים לגבי ערי בירה ומרכזים דתיים בעולם (רומא שבאיטליה).

תיירות היא מקור הכנסה נוסף שמעשיר מדינות, אך בישראל, המנוע הרווחי באמת הוא הנדסה וטכנולוגיה. למרות שאנחנו יצואנית ענק בתחום הביטחוני, הרווחיות שם נמוכה בהרבה, ולכן גם המשכורות. חיפה, אם כן, נהנית מהצמיחה שמתחילה במוקדים אחרים ומחלחלת אליה, ובמקביל מקבלת תמיכה מהכלכלה המקומית: מפעלים, עסקים, תעשייה אזורית. מחירי הנדל"ן צריכים לעלות ביחס ישיר ליכולתה של הכלכלה המקומית לייצא, לייצר, ולהעלות פריז. אם מוקד כמו הקמפוס החדש של אנבידיה ביקנעם יוקם, תהיה לכך השפעה על מחירי הדיור ביקנעם ובסביבה.

יתרון המשקיע המקומי

היתרון הגדול ביותר של משקיע נדל"ן מקומי הוא שהוא חי את השטח. ככל שהמשקיע רחוק יותר מהאזור, כך עולה הסיכון לטעות בהבנת כוח הקנייה של האוכלוסייה המקומית. הגרוע ביותר הוא להשקיע במקום שלא מכירים כלל, ושאינו לנו שום הבנה של השטח, הדמוגרפיה, התעסוקה או הדינמיקה הכלכלית שבו. צ'ארלי מאנגר סיפר על חבר שלו, ג'ון אריאגה, אדם מבוגר שחי כל חייו בפאלו אלטו והפך למיליארדר נדל"ן מקומי. מוניש פבראי תיאר איך אם הייתם מצביעים שם על בניין אקראי, אותו אדם היה אומר לכם בדיוק מה השכירות המתקבלת בו, ומה מחירו בשוק. הוא היה קונה כשהשוק נמוך מדי, ומוכר כשהוא גבוה מדי, כי הוא הכיר את האזור ברמה אינטימית.

עמק הסיליקון נהנה מאוד מהגירה של אוכלוסייה עם כוח קנייה גבוה שרובם לא מקומיים (עברו למקום לצורכי עבודה), זה נתן לו יתרון מסיבי, כי הוא הכיר את השוק והם לא. ככל שאנחנו פחות מכירים אזור, כך קשה לנו יותר להבין מה באמת קורה שם. גם אם גדלנו בעיר מסוימת אבל לא חיים בה שנים, לא נדע את המצב כמו מי שחי שם היום. אפשר בהחלט להתייעץ עם חברים ומשפחה, אבל מי שמגיע לאזור "בגלל הזדמנות" בלי להבין את השטח כמעט תמיד משלם על כך ביוקר.

דמי שכירות הם האופי העסקי, הפרדות הקשר בין שכירות לבין מחיר הנכס, הוא סיבה לשאלה, למה?

יש כמה "מספרים" שנהוג להיעזר בהם כשמעריכים השקעות נדל"ן. אלו כללי אצבע שמאפשרים סינון מהיר ויעיל של עסקאות:

חוק ה-5% (שנתי) - כלל שמשמש לקבלת החלטה אם עדיף לרכוש נכס למגורים או לשכור באותו אזור. ממנו נגזרת גם היכולת של משקיע להבין כיצד תושבי האזור נוטים להתנהג מבחינה כלכלית ותרבותית. הכוונה היא פשוטה: אם השכירות השנתית מהווה סביב 5% מערך הנכס – הקנייה עשויה להיות משתלמת יותר. אם היא נמוכה בהרבה, ייתכן שהשכרה עדיפה. הסיבה, היא כי משקיעי נדל"ן לוקחים נגזרות של כמות הזמן של טיפול ותחזוקת הנכס, תחלופת דיירים, שיפוצים וכו'. נניח בדירה חדשה מהניילון, הסיכון בצורך בשיפוצים נרחבים נמוך מאוד יחסית לדירה ישנה, ולכן משקיע נדל"ן צריך לדרוש פרימיום גבוה יותר בעבור הסיכון שלו. מכיוון שהיכולת שלו להשכיר דירה ישנה במחיר גבוה יותר מאשר דירה ישנה לא אפשרית כל כך, הוא חייב לדרוש מחיר נמוך יותר באופן יחסי כאשר הוא רוכש את הנכס.

סייג אישי שלי – השאלה המאסיבית כאן בנושא התמחור, הוא גובה הריבית וגודל ההלוואה שלו עם משכנתא. במידה והריבית במשכנתא גבוהה מ-5%, תוסיפו על זה את סיכון השיפוצים, וזה הופך להיות נושא אחר לחלוטין. אנחנו נדבר על כל נושא המשכנתא כשנדבר על סיכונים.

חוק ה-1% (חודשי) - כלל בסיסי להשקעות נדל"ן מניב: דמי השכירות החודשיים צריכים להיות כ-1% מערך הנכס. מבחינה שנתית זה שקול לכ-12% הכנסות ברוטו. נשמע לכם מטורף נכון? אבל זה מספרים שהם מראים דוגמא לשוק הנדל"ן בארה"ב. אמנם הדינמיקה בשוק הישראלי לא מאפשרת זאת היום, בגלל התרחבות מאסיבית של מכפילי הרווח. ניתן לטעון שכל הטענות הישראליות הקלאסיות למה מחירי דירות צריכות לעלות הן בהחלט סיבה להתרחבות מכפיל הרווח, מפני שתמיד יהיה ביקוש לדיור והסיכוי שדירה תישאר ריקה אפסי (דבר שמוריד סיכון ולכן אנשים יהיו מוכנים לשלם יותר בעבור נכס

מסויים) אבל השאלה שצריכה לגרור אדם שמסתכל על דירה כזאת עם תשואה של 7% היא האם זה כבר מתומחר בנכס. =

המספרים האלה הם כלי עבודה שמאפשרים למקצוענים לפסול במהירות אינספור עסקאות, מפני שלעתים כבר מההתחלה ברור שאין טעם להמשיך לבדוק אותן. מצד שני, מקצוענים גם יודעים לזהות מקרים שבהם המספרים הנוכחיים אינם עומדים בכלל - אך עשויים להשתנות בעתיד. למשל: שכירות הנמוכה מ-1% מערך הנכס, אך קיים צפי לעלייה בכוח הקנייה המקומי, לכניסת אוכלוסייה חזקה יותר, או לשינוי דמוגרפי שיגדיל את הביקוש.

במצבים כאלה המשקיע מצפה לעליית ערך אמיתית. ואם מדובר באזור שבו האוכלוסייה החדשה היא כזו שנוטה לרכוש דירות ולא לשכור, אז היחס בין דמי השכירות למחיר הנכס ינוע בהדרגה לכיוון 5% שנתי במקום 12%. זהו בעצם התרחבות מכפילי הרווח. אנשים מוכנים לשלם פרימיום בעבור מגורים בדירה או בית בבעלותם.

משקיעי נדל"ן באזור כזה יעדיפו למכור את הנכס כשהיחס בין דמי השכירות לבין מחיר הנכס מצטמצם, משום שהתשואה השוטפת על ההון העצמי יורדת, בעוד שהרווח ממכירה הופך אטרקטיבי יותר. תזרים המזומנים מהשכרה תמיד נשאר חשוף לסיכונים כמו תקופות ריקות, שיפוצים בלתי צפויים ועוד.

אני מטיל ספק רב בכך שרוב משקיעי הנדל"ן בישראל - שאינם מקצוענים - אכן מנתחים עסקאות בצורה כזו. רובם אינם בונים מודלים, אינם מחשבים תשואות, ואינם מעריכים סיכונים לעומק. וזה אינו מקרי.

יש לנו את כל המרכיבים הקלאסיים של "כולם יודעים ש...":

- כולם יודעים שדירות תמיד עולות.
- כולם יודעים שעדיף לקנות מאשר לשכור.
- כולם יודעים שנדל"ן הוא השקעה בטוחה.

וכאשר משפטים כאלה נתפסים כאמת מוחלטת - אנשים מפסיקים לחשוב כמו משקיעים ומתחילים לחשוב כמו מאמינים.

כולם יודעים שנדל"ן זה השקעה בטוחה.

אני אתן גילוי נאות קצר: זה לא תחום ההתמחות שלי (ויש סיבות מהותיות לכך שנמנעתי מנדל"ן עד היום - זה תחום שקשה מאוד לייצר בו תשואה עודפת). מומחה נדל"ן אמיתי הוא אדם שבנה את הונו בעיקר דרך השקעות ויזמות בנדל"ן, ושפעל בתחום לאורך

שנים רבות. אבל כן אפשר להציג את הנקודות שבהן מקצוענים באמת מתבלטים. במדינת ישראל כל אחד עם 2 שנות ניסיון בשוק שורי החליט להפוך את עצמו למלווה משקיעים. למי שזה לא תחום ההתמחות שלו בכל תחום, לא רק בנדל"ן צריכה להיות מטרת מאקרו: ללכת עם השוק, ורק ברגעי קיצון לפעול נגדו. זו בדיוק הסיבה שהרעיון של אינדקסינג (השקעה לפי מדד) הוא רעיון כה חזק. חשוב להבין שההחלטה לנסות לייצר **אלפא** (תשואה עודפת) היא בעצם החלטה להתחרות מול מקצוענים. הם אלה שמחזיקים את רוב ההשקעות שמתחת לממוצע וגם את אלה שמעליו כי הם פועלים באופן אקטיבי ובמספרים גדולים. בתוך כל זה מפוזרים אנשים רגילים שניסו לקבל החלטות אקטיביות, שלחלקם היה מזל טוב, לחלקם מזל רע, חלקם קיבלו החלטות חכמות למרות היעדר ניסיון, וחלקם עשו טעויות בדיוק מאותה סיבה.

להבין קודם כל את הנכס

הדבר הראשון שצריך לשאול בהשקעה בנכס הוא: האם אני באמת מבין איך זה עובד? בשלב א' הבנו את העיקרון: דירה היא מוצר צריכה בסיסי. זהו גורם תומך משמעותי מאוד במחיר מלמטה. תומך נוסף הוא שזהו מוצר הצריכה היחיד שהערך שלו אינו מתכלה. אוכל מתקלקל, בגדים נקרעים, טלוויזיות מתיישנות, רק נדל"ן נשאר. זו הסיבה שהוא מהווה את **רמת הבסיס** של עולם ההשקעות. נקודת המוצא לשאלה החשובה:

האם אקבל את ההון שלי בחזרה?

או כפי שוורן באפט מתנסח:

"Before we think about return on the capital, we think about the return of the capital."

גם אם כל המערכת הכלכלית של מדינה כלשהי קורסת, ברוב המקרים תוכלו להמשיך להתגורר בבית - לפחות זמנית. לכן דירה נתפסת (במידה רבה של צדק) כהשקעה בטוחה יותר - **אם אין עליה משכנתא**. הכנסת משכנתא למערכת מסבכת את התמונה לגמרי, ונגיע לכך בהמשך, אך כעת חשוב להניח את הבסיס. מחיר הדירה אמור, עקרונית, לעלות בקצב האינפלציה. אז למה בהרבה תקופות היא עולה הרבה יותר? זו שאלה מצוינת.

עליית מחירים - מאיפה זה מגיע?

המחיר בשוק חופשי הוא תוצאה ישירה של **היצע וביקוש**. זה הסיבה שכולם אומרים כל הזמן למה מחיר הדירות אמור לעלות. ובגלל שכולם אומרים את זה, זה אמור להיות מתומחר כבר במחיר. קצב גידול האוכלוסייה מכתוב חלק עצום מהביקוש, וכך גם **התעשרות** האוכלוסייה. התעשרות האוכלוסייה הוא

הפקטור האמיתי בעליית מחירי הנדל"ן בישראל. בגלל שכמות מסוימת של אנשים מחזיקה יותר כסף ורודפת אחרי מספר מצומצם של מוצרים. ולכן האינפלציה בישראל השתוללה במקום אחר, בשוק הדיור, לעומת שאר הדברים ביום יום הישראלי. אז מה שונה בנדל"ן לעומת מוצרים אחרים?

הפסיכולוגיה.

רכישת דירה למגורים (ואפילו שכירות) מושפעת משאלה אחת:

מה המקסימום שאני מסוגל לשלם בחודש? וכאשר כוח הקנייה של הציבור עולה - הוא מוכן להקצות אחוז גבוה יותר ויותר מהכנסתו לטובת דיור. בגלל שלרכוש דירה נתפס כהשקעה, אנשים היו מוכנים לשלם יותר בעבור דירה למגורים באופן יחסי, מאשר להשכיר (אני הולך לדבר בקרוב על נושא המשכנתא, ועל תמחור סביב עליית ריביות). זו הסיבה שבאזורים מבוקשים, שבהם האוכלוסייה חזקה יותר -

שכר הדירה/תשלום המשכנתא גבוה הרבה יותר ביחס למשפחה באיזור פריפריאלי, גם עבור משפחות דומות. שתי משפחות של 4 נפשות יצרכו בערך אותה כמות אוכל. פערי ההוצאה אולי יהיו מאות או אלפי שקלים בשנה. אבל בהוצאות דיור? הפער יכול להגיע למספר עשרות אלפי שקלים בשנה, ואף יותר. אם אני משלם 2000 שקל יותר בחודש, זה שווה ל-24000 שקל בשנה.

לאחר שחושבים על לקבל את ההשקעה שלנו חזרה, אנחנו חושבים על החזר

הדבר השני שחושבים עליו בהשקעה הוא **ההחזר על ההון**. דיברנו על כך ועוד נדבר, אך חשוב להדגיש: השוואת השקעות נעשית מול **אלטרנטיבות**. כאשר משקיעים השקעה מסוימת, הדבר הראשון שאנחנו צריכים לחשוב עליו הוא Opportunity Cost, המחיר שאני משלם בעבור פספוס של הזדמנויות או אלטרנטיבות. האלטרנטיבה הבסיסית היא **ריבית הבנק המרכזי**. ככל שהריבית גבוהה יותר - עלינו לדרוש מהנכסים שלנו **החזר גבוה יותר**. עכשיו אני רוצה לחדד פה כמה דברים. בואו נדבר על מה זה Risk free raten, ואג"ח ממשלתי, ופיקדון בבנק.

מה זה Risk-Free Rate - הריבית חסרת הסיכון

שיעור קצצר בלבד - כי לנושא אפשר להקדיש ספר שלם

זה המונח הכי חשוב בעולם הפיננסי, והרוב בכלל לא יודעים להסביר אותו. הרעיון פשוט: זה שיעור התשואה שאתה יכול לקבל **בלי לקחת כמעט שום סיכון**. בעולם הפיננסי, הרעיון הוא שהדבר היחיד בלי סיכון הוא הממשלה של אותה מדינה כי היא תמיד יכולה להדפיס כסף. אולי הכסף הזה יהיה שווה פחות, אבל היא תמיד תוכל להביא אותו. בפועל כשמדברים על ה־ Risk-Free Rate מדברים על

התשובה על אג"ח ממשלת ארה"ב, הידועה גם בשם Treasuries, או בעברית "אוצר אמריקאי". אז תזכרו, אוצר אמריקאי = אג"ח ממשלת ארה"ב.

למה ארה"ב? כי היא נחשבת הלווה הכי אמינה בעולם. כיום אג"ח אמריקאי הוא הדבר הבסיסי בעולם הפיננסי, והשוק שלו הוא השוק הכי גדול בעולם. רוב הרזרבות של בנקים מרכזיים בעולם הוא באוצר אמריקאי. ארה"ב הייתה ועדיין נחשבת לממשלה הכי אמינה בעולם, כן גם כשאנשים כמו ביידן או טראמפ שולטים בהגה. מגבה את האוצר האמריקאי היכולת הצבאית והעסקית שלה, ולדעתי גם התרבותי שלה. בגלל שכולם סומכים על ממשלת ארה"ב, הם מוכנים להלוות לה כסף. מפני שממשלת ארה"ב תמיד תוכל "להדפיס את הדולרים" או לגבות אותם במיסים (ולכן יהיה להם ערך). נכון, שממשלת ארה"ב לא מדפיסה כסף בעצמה, הבנק הפדרלי הוא זה שאחראי לכך, אבל בפועל וראינו זאת בקורונה, הפד רכש באופן ישיר מהאוצר האמריקאי אג"ח (שהוא לעולם לא עושה זאת, הוא תמיד עושה זאת מהבנקים). המערכת הדולרית בנויה על כך שבאמצעות הדולר תמיד תוכל לבוא ולגבות שירותים ממשלת ארה"ב בעבור הדולרים שלך.

ולראשונה, ישנם לוויים מסחריים שמנפיקים אג"ח בריבית הקרובה מאוד לריבית של אג"ח האוצר האמריקאי. המרווח (ה spread-ביניהם צר במיוחד כרגע. זו דרך שבה השוק מאותת שמשקיעים מתחילים להרגיש שלווים מסחריים מסוימים כמעט אמינים כמו הממשלה הפדרלית עצמה.

לתופעה הזאת יש שתי פרשנויות אפשריות:

1. המשקיעים מתחילים לבטוח יותר ויותר בחלק מהחברות, עד לרמה שהסיכון התאגידי שלהן

נתפס כמעט כמו סיכון של ממשלת ארה"ב.

2. או שהמשקיעים מתחילים לבטוח פחות ופחות בממשלת ארה"ב, ולכן הפער בין האמינות של

הממשלה לבין זו של חברות מובילות מצטמצם.

המשמעות למשקיע הפשוט - זה הרף הבסיסי. זו הנקודה שממנה כל נכס אחר חייב "לשכנע אותך" לקחת סיכון. אם ה־ Risk-Free Rate הוא 5% כל השקעה אחרת חייבת להציע יותר מ-5%, אחרת אין שום היגיון לקחת עליה סיכון. זה הבסיס לכל תמחור של נכסים, מניות, חברות וגם נדל"ן.

וזה נעשה קשה יותר בתנאים של ריביות גבוהות:

- עסקים פחות רווחיים
- פחות כסף פנוי להשקעות עתידיות
- לבעלי בתים - החזר משכנתא כבד יותר

ההחזר על ההשקעה

ככל שהריבית שלהם גבוהה יותר, צריך לדרוש מהנכסים שלנו החזר גבוה יותר (רווחים נטו) שהוא דבר שהוא קשה יותר ויותר לעשות ככל שהריביות גבוהות יותר. מפני שעסקים פחות רווחיים, יש להם פחות כסף זמין להשקיע אולי בפרוייקטים לטווח הארוך, או מצד שני, לבעלי בתים יש החזר משכנתא גבוה יותר.

יש שתי סיבות לשלם יותר בעבור נכס מסויים מאשר נכס אחר. הראשון זה ביטחון בהחזרים. ככל שאני יותר סומך על העסק שהוא יעמוד ברף מסויים, אני מרגיש יותר בטוח. מקדונלדס מרגיש לי יותר בטוח מאשר המבורגרייה שחבר רוצה להקים מחר במרכז דיזינגוף סנטר. יש לאנשים יותר ביטחון שמישהו תמיד ירצה להשכיר בתל אביב מאשר בבית שאן (בגלל מקומות עבודה לדוגמא).

הסיבה השנייה היא, שאני חושב שהעסק יהיה רווחי יותר בעתיד, כלומר צפי לצמיחה ברווחים. אם אני חושב שבאיזור מסויים הולך להיות פיתוח של השכונה מטעם העירייה אולי שווה להשקיע בנדלן שמה, מפני שהאיזור יהיה אולי מבוקש יותר ולכן רווחי יותר.

יש דעה מוטעית לגבי סיכון ורווחים. More Risk More Reward כמו שכבר אמרנו הוא טעות. משקיעים מצויינים שמשקיעים בEquity שנדל"ן נמנה איתם, הם מחפשים Less Risk with possible much higher rewards.

"Heads I win big, tails I don't lose much" – Mohnish Pabrai

מאפייני העסק שנקראת רכישת דירה, בין אם להשקעה או מגורים, ללא גורם הסיכון העיקרי (המשכנתא)

הדבר הראשון שעלינו לעשות הוא לתמחר את ההכנסות שהנכס מסוגל לייצר, כלומר את **דמי השכירות**. צריך להיות מסוגלים להעריך כיצד ההכנסות עשויות להשתנות: האם הן יעלו או ירדו, ובאיזה קצב. מאחר שהשכירות היא נתון *ברוטו*, חלק בלתי נפרד מהתמחור הוא גם צד ההוצאות לאורך חיי ההשקעה.

בדרך כלל, בנכסים חדשים יש פחות תיקונים ואחזקה מאשר בנכסים ישנים, ולכן קיים **פרימיום ריאלי לחדש**, פרימיום שאמור לשקף את החיסכון בעלויות תחזוקה ובלאי לעומת נכס ישן מקביל. אבל מכיוון שבני אדם פועלים גם רגשית, לעיתים נוצר פרימיום פסיכולוגי: לפעמים אנשים מוכנים לשלם הרבה יותר

עבור חדש, מעבר לחיסכון על הוצאות בלאי, ולפעמים דווקא עבור ישן וייחודי (כמו באוהאוסים בתל אביב).

גם את הבלאי צריך לתמחר: להעריך את קצב ההתיישנות, עלויות השיפוץ העתידיות, ואת הפוטנציאל לשינויים במחירי חומרי הגלם והעבודה. מאחר שרובנו לא קבלני שיפוצים, קשה לנו לתמחר את זה לבד, והתייעצות מקצועית עולה כסף. גם הבחירה לא להתייעץ היא החלטה כלכלית: אם הערכת הסיכון מבחינתי שווה 500 ש"ח, אבל איש מקצוע יעלה 1,000 ש"ח - אולי לא משתלם. אם הוא עולה 200 ש"ח, אולי כן. יש יתרון בלקנות דירה למגורים: אין התעסקות עם בעל בית. מצד שני - אנחנו הופכים לבעל הבית, עם כל האחריות, הסיכונים, וההתעסקות. ואם יש גם משכנתא, הצטרפה למשוואה מערכת יחסים נוספת: הבנק.

מודלים פיננסיים - לשחק עם תרחישים

מאחר שכל הבנקים המרכזיים בעולם מכוונים ל-2% אינפלציה שנתית (ולדעתי בעשורים הקרובים היא תהיה גבוהה יותר, אולי לא בהרבה, אבל גבוהה בכל זאת), אני נוהג לתמחר שינויים במחירים דרך מודלים שונים:

- אינפלציה 2%
- אינפלציה 4%
- אינפלציה 1%
- וכן הלאה

אני מריץ את המספרים או כתחזית גורפת אחידה לכל השורות, או כתרחישים שונים. זה נותן לי תחושה איפה אני עומד מבחינת:

- מסים
- ריביות
- רווחיות נטו
- דרגות סיכון

המטרה של המודלים היא לזהות איזה שינויים כלכליים מהווים סיכון או הזדמנות בעבור הנכסים (גם מניות זה נכס, מזכיר לכם) שמעניינים אותי. להבין איך המספרים משתנים תחת תרחישים שונים, ולנסות להעריך, גם אינטואיטיבית, מה הסיכוי שכל תרחיש יתרחש.

הבנה של הדברים הללו הם מה שעזרו לי לבצע השקעות שהניבו תשואה גבוהה מאוד (יחסית לאלטרנטיבות) בחברת כריית מתכות ובבנקים, כאשר היה זינוק באינפלציה, וכמו כן גם זינוק בריביות. שתי התעשיות הללו מושפעות מאוד מתהליכים מאקרו כלכליים שמשפיעים על המצב העסקי.

לקח מארה"ב - איך פחת עובד ולמה זה רלוונטי לנו

אני לא מומחה מס, ולכן קחו את הדברים בעירבון מוגבל והתייעצו עם איש מקצוע. לנדל"ן יש יתרונות מיסוי רבים. המדינה בעצם מעודדת השקעה בנדל"ן ובכך דוחפת את מחירי הדירות כלפי מעלה. מצד שני, יש מקומות שבהם המיסוי טוב בהרבה, ודווקא שם יש משהו שאנחנו כן יכולים ללמוד ממנו, לא בגלל המס עצמו, אלא בגלל היכולת שלו להיעזר במיסוי במדינות אחרות כדי להבין תמחור ובלאי. בארה"ב, ניתן לרשום פחת על נדל"ן להשקעה כהוצאה מוכרת, גם כאשר מדובר בדירת מגורים להשכרה. הפחת נפרס על פני 27.5 שנים. מה זה בכלל "פחת"? פחת הוא ירידת הערך של נכס לאורך הזמן בגלל שימוש, התיישנות, בלאי, טכנולוגיה מיושנת וכו'. בחשבונאות פשוט לוקחים את מחיר הנכס בעת הרכישה, מחלקים ל-27.5 שנים, ואת הסכום השנתי הזה רושמים כהוצאה. כך "מורידים" חלק מההכנסה לצורכי מס, מה שמקטין את גובה המס שמשלמים בפועל. ומה קורה אחרי 27.5 שנים? אם לא מכרת את הנכס, הפחת מתאפס ומתחדש לעוד 27.5 שנים. אם כן מכרת לפני הזמן, רשות המסים האמריקאית אומרת: "עצור. רשמת פחת למרות שהנכס עלה בערכו". ולכן היא דורשת חזרה של המס שהיית אמור לשלם אילו לא הורדת את הפחת זה נקרא: Recapture, השבת פחת. שימו לב: לא מחזירים את כל הפחת, רק את המס שהיה צריך להיות משולם על אותו חלק מההכנסה שהופחתה מלאכותית. את תשלום המס על הפחת גם ניתן לדחות בנדל"ן להשקעה באמצעות דבר שנקרא 1031 אקסצ'יינג. ניתן לגלגל את הפחת לתוך נכס אחר אם הכסף מהמכירה משמש לקניית נכס/ים בשווי זהה או גבוה יותר בתוך תקופה מסויימת. נושא הפחת הוא סיבה נוספת למה נדל"ן להשקעה בארה"ב הוא אטרקטיבי. חשוב להבין שאם תושב ישראל משקיע כך בארה"ב יש לכך מספר מרכיבים נוספים שעד כמה שידוע לי אין מתווה מס ברור. ולכן ישראלי שרוצה להשקיע בארה"ב בנדל"ן צריך (ורובם לא עושים זאת) להתייעץ עם מומחה מס שמלבד ההתמחות שלו צריכה להיות על הקשר בין ארה"ב וישראל, אלא הוא גם צריך להכיר את הסוגייה הספיציפית הזאת. הסברתי על פחת כדי להגיע לדבר אחר בכלל. שהוא Cost Segregation. בארה"ב אפשר להזמין שמאי מומחה שמפרק את הבית לרכיבים: חשמל, צנרת, ריצוף, גג, מערכות HVAC ועוד. לכל רכיב נקבע ערך ונקבעה "תקופת חיים" שונה, לרובם התקופה קצרה בהרבה מ-27.5 שנים. זה מאפשר:

- לרשום פחת גבוה בהרבה בשנים הראשונות
- לחדש פחת על חלקים ספציפיים לאחר שמחליפים אותם
- ולהקטין את המס בצורה משמעותית.

זה כלי שמייצר תשואה מטורפת עבור מקצוענים.

הלוואות בלון, למה זה קשור?

בגלל שבתחילת הדרך נוצרים הפסדים *חשבונאיים גדולים* (בגלל פחת גבוה), אין צורך לנצל את הוצאות הריבית מיד. וכך ניתן לייצר תזרים חיובי גבוה בתחילת ההשקעה. אבל חשוב להבין, זה כלי מקצועני בלבד, והוא מגיע עם סיכונים חריגים (זה אחד הבעיות שלי עם עסקאות הלוואות הבלון שקרו בישראל בשנתיים האחרונות, המכונות 20-80. כלי השקעה שמשתמשים בו בעיקר מקצוענים משווק לאנשים רגילים).

למה לדעתי נושא הפחת וה- Cost Segregation רלוונטי לישראלים?

לא בגלל המס, כי בישראל אין פחת על נדל"ן למגורים, אלא בגלל ההבנה של בלאי ותוחלת חיים של רכיבים בבית. Cost Segregation משקף את הרעיון של ציפיות בלאי מרכיבים שונים בבית. דודים, חלונות, ריצוף, סיליקון בחדרי אמבטיה, לכל אחד יש אורך חיים משלו. כשאני באופן אישי קונה מוצר, יש לי ציפייה לאורך החיים שאני מקווה לקבל ממנו. וזה נותן לנו מודל לחשיבה: מה באמת מתקלקל בבית, כמה מהר, ומה העלות? זה כלי מחשבתי שיכול לעזור לכל משקיע בישראל להעריך עלויות תחזוקה עתידיות ולתמחר אותן כבר ביום הרכישה, גם אם החוק לא מאפשר לכתוב אותן כהוצאה מוכרת. בנוסף מה שקורה בפועל, יכול להוות מאין ראי על היכולת שלנו לאמוד הוצאות עתידיות.

כשאתה קונה דירה לעצמך למגורים, אתה חייב להבין שאתה כמעט תמיד משלם פרימיום, תוספת מחיר רגשית וכלכלית, שלא היה קיים אילו היית קונה את אותו הנכס כמשקיע בלבד. המשמעות היא פשוטה: ברוב המקרים, מי שקונה דירה למגורים **יניב תשואה נמוכה יותר** מאדם שקונה דירה ומשקיע בה מתוך ניהול קר ואובייקטיבי של מספרים.

ועכשיו, אני לא יכול להדגיש את זה מספיק:

יש רק שני דרכים להתעשר בחיים

1. להיות טוב, או בר מזל, או שתיהם ולהצליח בתור Enterprising Investor

כלומר, להשקיע באופן אקטיבי, לזהות הזדמנויות, לייצר ערך, ולהכות את השוק.

2. או להתעשר כי האחרים נכשלו, ואתה היית Defensive Investor, אתה פשוט לא עשית טעויות. בזמן שאחרים ניסו להיות "משקיעים חכמים מדי" ונפלו, אתה שמרת על עצמך, ניהלת סיכונים, לא רדפת פנטזיות, ולכן ניצחת. אבל אתה כנראה תתעשר לאט מאחרים. קורה שלפעמים יש מזל, וקניית במקום הנכון בזמן הנכון.

כאשר אתה קונה דירה באזור מגורך, ובמיוחד כשהדירה הזאת היא הנכס הגדול ביותר בתיק ההשקעות שלך (כמו אצל רוב האנשים בישראל), אתה כמעט בוודאות הולך לקבל תשואה ממוצעת. הדירה לא תהפוך אותך לעשיר. וזה בסדר גמור, בתנאי שאתה מבין את זה ומקבל את זה. אני מדגיש את זה כי כל כך הרבה ישראלים מדברים על "לקנות דירה" כאילו זה כרטיס לטו שמתבטיח עושר. זה לא. זה מתבטיח לך אם עשית את זה בצורה טובה, שאתה תחיה כמו כולם ולא תתקע מאחור. גם אם שוק הדיקו יקרוס מחר 25% בממוצע, זה קרס לכולם בשכונה וכולם באותה סירה. ממוצע, לטוב ולרע.

הדרך היחידה להיות "העשיר בשכונה" היא לא "לקנות דירה עכשיו למה המחירים הולכים לזנק" ולא "לתפוס פרויקט לפני פינוי-בינוי שאלוהים יודע מתי יקרה". רוב הסיכויים, שאם באמת יש הזדמנויות אמיתיות, המקצוענים שמהם. ואם מישהו בא לשווק לאדם פרטי, יש סיבה למה הוא לא הולך לאדם שזה המקצוע שלו. יהיה אנשים רגילים שיגיעו לדברים האלה לפעמים במזל כי הם כבר היו שמה, או שהם באמת נפלו על המציאה. יש ערימות של אנשים שעשו את טעות חייהם. ורוב הסיכויים שאתם מכירים אחד מהם, אבל מהבושה הוא לא יספר לכם בחיים.

הדרך היחידה של אדם כזה שקנה דירה רגילה בשכונה רגילה להיות העשיר בשכונה היא:

- לחסוך יותר מאחרים
 - להשקיע בצורה חכמה, עקבית, ומודעת לסיכונים
- רוב האנשים פוגעים בעצמם:

- הם לא חיים מתחת ליכולת שלהם
- הם לוקחים סיכונים מיותרים
- הם עושים ניסויים פיננסיים שלא מבינים
- הם רודפים אחרי "קומבינות"

וזו בדיוק הסיבה שאנחנו רוצים להיות Invincible, שלא ניתן לגרום לנו להפסיד. אם לא תפגע בעצמך לא תפסיד. ⁴That is how you win the Losers Game.

⁴ Winning the Loser's Game: Timeless Strategies for Successful Investing – Charles D. Ellis

על גידול אוכלוסין והשפעתו על שוק הנדל"ן

זה נושא ידוע אבל אני רוצה לחדד אותו. גידול אוכלוסין הוא אחד המנועים המשמעותיים ביותר בביקוש לנדל"ן, אך גם אחד הגורמים הכי לא מובנים לציבור. קל להסתכל על בנייה חדשה ולהתרשם שהעיר "צומחת". קל גם להניח שאם בונים יותר דירות, כנראה שיש ביקוש והמחירים בהכרח יעלו. אבל האמת הרבה יותר מורכבת: בנייה היא תגובה לביקוש, לא הגורם לעלייתו. זהו אחד הדברים הכי לא מובנים לאנשים, במיוחד בסוגיית הפינוי בינוי בישראל.

שיעור גידול – כמות לא מספיקה

כדי שאוכלוסייה של עיר באמת תגדל, היא צריכה לעמוד בשניים:

1. ילודה טבעית חיובית – מעל 2 ילדים לאישה, כאשר לפחות 50% מהאוכלוסייה היא נשים, וכולן

מביאות ילדים. זה המספר הנדרש לשימור עצמי בטווח הארוך. כלומר על כל אישה שאינה

מביאה ילדים, צריך 2 נשים שיביאו לפחות 3, או אישה אחת שתביא לפחות 4 ילדים לעולם.

2. שמירת האוכלוסייה המקומית + הגירה חיובית – אנשים שנולדו בעיר צריכים להישאר בה, ולא

לעזוב לאזורי תעסוקה גדולים יותר.

בישראל, שיעור הפריון הממוצע עומד על כ-3 ילדים לאישה, נתון גבוה באופן דרמטי לעומת העולם המערבי. זה מעניק רוח גבית מבנית לביקוש לדירור. אבל הביקוש הזה אינו מתחלק שווה בשווה. הוא מושפע מהיכן חיים בעלי ההכנסה הגבוהה, המשכילים, הצעירים, והאוכלוסיות שצורכות דירות מסוגים שונים. ילודה לבדה אינה מספיקה. גם אם יש שיעור ילודה גבוה, זה לא מבטיח עליית ביקוש מקומית. הסיבה? אם ילדים שנולדו בעיר עוברים לתל אביב, גוש דן או חו"ל, העיר לא צומחת, היא רק מייצרת צעירים למקומות אחרים.

איפה כן רואים צמיחה?

• במקומות שיש תעסוקה איכותית

• במקומות שיש נגישות תחבורתית גבוהה

• במקומות שיש חיי תרבות, בילוי, מסחר ומוסדות חינוך שמושכים אוכלוסיות חדשות.

זו בדיוק הסיבה שהסתכלות על "כמה דירות בונים" לא מעידה על ביקוש אמיתי. הבנייה היא תוצאה, לא סיבה. עיר שלא מושכת צעירים, בסוף דינה להתרוקן. צעירים הם הדלק של כל עיר: הם עוברים לשכונות

מתפתחות, צורכים שירותים, משתמשים בתחבורה ציבורית, עובדים בהיי־טק, בתרבות ובמסחר,

ומושכים אחריהם יזמים. אם עיר מאבדת צעירים, או משפחות צעירות, אין כמעט תרחיש שיציל אותה

כלכלית, גם אם בונים בה שכונות חדשות בקצב מסחרר. מכאן מגיעה המסקנה החשובה:

קצב גידול אוכלוסיית העיר הוא הנתון החשוב ביותר למשקיע נדל"ן, לא מספר המנופים.

משקיע איכותי מסתכל לא על בניינים, אלא על אנשים.

והנה החידוד - כדי להבין ביקוש אמיתי לדירות, צריך להבין "מי האנשים שהנכס שלי אמור לשרת". זו השאלה החשובה ביותר בנדל"ן. בלונדון כיום, משכירי דירות יוקרה עוברים שנים קשות. העיר מאבדת מיליונרים ומולטי-מיליונרים בקצב מואץ. מנגד, משכירי דירות זולות, אותם אנשים שמחתימים חוזים עם אוכלוסיות חלשות כמו מהגרים, נהנים מביקוש שלא היה כמותו. למה זה קורה? כי מה שחשוב הוא לא גידול האוכלוסייה הכוללת, אלא גידול האוכלוסייה של הלקוחות הרלוונטיים לנכס שלך. ולכן אם הדירה שבבעלותך משרתת את המעמד הסוציו אקונומי הגבוה, והוא עוזב את העיר, ואת מקומו תופסת אוכלוסייה חלשה, הדבר גם יוריד את ערך הדירות. לא בגלל שכנים לא טובים, אלא בגלל שאין אנשים עם כיסים עמוקים מספיק לרכוש את הנכס. בנייה לא מספרת את הסיפור, יזמים בונים בגלל שהם זיהו ביקוש, לא בגלל שהם רוצים "להעלות את העיר". אם נבנים הרבה בניינים, זה אומר שהיזמים מאמינים בביקוש עתידי. אבל משקיע חכם בודק: •האם היזמים צודקים או שההתלהבות מוגזמת? •כמה מהפריזמים הם היצע אמיתי וכמה "דירות להשקעה" שלא יאכלסו משפחות חדשות? •האם העיר באמת גדלה, או שמדובר ב"פיתוח על הנייר"? היכולת להקדים את היזמים, להבין היכן האוכלוסייה תגדל לפני שההיצע יתפוצץ, זו אומנות שיש רק למשקיעים הטובים ביותר.

על פינוי בינוי או שיווק של דירות מהפריפריה למשקיעים במרכז

אחד הסיבות שאנשים השקיעו בדירות באיזורים ישנים היא בגלל הציפייה שלהם לפינוי בינוי. מעבר לכך שיש תהליך ארוך עד שהדבר קורה, וגם יש סיכוי סביר שהפרימיום על כך כבר מתומחר במחיר ושאי אפשר למשקיע היה משקיע את הפרימיום הזה באלטנרטיבה הוא היה זוכה לתשואה גבוהה יותר. הבעיה הממשית עם פינוי בינוי היא שאנשים רבים חושבים שכשהבניינים הללו יבנו בהכרח הדירות שהם יקבלו יהיו שוות בצורה זהה לדירות דומות באותו איזור. הבעיה המשמעותית היא כזאת, הולך להיות גידול בהיצע של אותן הדירות. בנוסף, השכונות הללו עוברות "שדרוג" ודירות חדשות מחליפות ישנות. במידה והשכונה החדשה לא תצליח למשוך קונים חדשים מקומיים שיכולים לשלם את המחיר החדש, הדירות הללו אמורות להיות מתומחרות בצורה זהה, אלא קיים הפרדות מוחלטת במכפיל הרווח בין השכירות למחיר הרכישה. לרוב, שכונות ישנות שהן "מועמדות" לפינוי בינוי אינן מושכות מלחתחילה את אותם אנשים בעלי היכולת הסוציו אקונומי, אלא אם השכונה היא שכונה במיקום מרכזי בו אוכלוסייה חזקה מוכנה "לסבול" מבנים ישנים בשביל מיקום. ולכן כאשר יש שיווק בשלטי חוצות בלב איילון בתל אביב על דירות שבכלל נמצאות בקריות, זה דווקא צריך להיות נורת אזהרה למשקיעים לפי איך שאני רואה את הדברים. זה סימן שלא קיים ביקוש אורגני בעל אמצעים לדירות באותו האיזור.

כמעט כל משכיר דירות בישראל עובד לפי **ממוצע השוק**:

• שכירות סטנדרטית

• מינוף סטנדרטי

• השקעות סטנדרטיות

מי שרוצה להרוויח יותר מהממוצע, חייב לשלוט בדברים הבאים:

1. **הבנת קצב גידול האוכלוסייה של הלקוחות שלו** לא של כלל העיר.
2. **ניהול מינוף בריא** – לא יותר ממה שהנכס יכול לשאת.
3. **שיפור הנכס בזול** – לדעת להוציא שיפוץ שנראה מיליון שקל אבל עולה 70 אלף.
4. **הפיכת הנכס לאטרקטיבי ביחס לעלות** – לא ביחס לרגש.
5. **בחירת אזור בצמיחה אמיתית** – לא אזור "שבונים בו הרבה".

כמה מילים על הקרקעות

מחירי הקרקע בישראל נקבעים בעיקר דרך מכרזים. המדינה מוכרת, הקבלנים מתחרים, והמחיר נגזר ישירות מהיכולת של חברות הבנייה לשלם תוך שמירה על שולי הרווח שהן רוצות להשיג בפרויקט. זו נקודה קריטית: קבלנים הם עסק, והמטרה שלהם היא רווח. הם יתחרו על קרקע בדיוק לפי מה שהם מאמינים שיוכלו להרוויח ממנה.

מרווח התמרון שלהם נקבע על פי שני גורמים:

1. מצב הענף והבריאות הפיננסית של המתחרים – אם יש מעט מתחרים, או שהם חלשים, המחיר שהם יצטרכו להציע ירד.
2. שולי הרווח שהם מצפים להשיג – ככל שהם מאמינים שיוכלו להרוויח יותר (כי המחירים יעלו, או כי ההיצע נמוך), הם יציעו מחיר גבוה יותר לקרקע.

שתי הנקודות הללו לא אומרות שהוזלה של מחיר הקרקע יוריד את מחירי הדיור. שולי הרווח של הקבלנים הם המחיר שהציבור ישלם. ואני הולך עכשיו להסביר את האמירה הזאת.

נתחיל בשאלה הראשונה, האם רק לבצע הגדלת היצע הקרקעות תוריד מחירים? תיאורטית כן (וזאת דעה רווחת מעוד בציבור הישראלי), בפועל לא. אם המדינה תשחרר הרבה קרקעות בבת אחת, התחרות על כל מכרז תרד, והמחירים של הקרקעות ירדו. בפועל, זה הרבה יותר מורכב. הכנסות הקרקע זורמות לקופת המדינה, ולכן הורדת מחיר הקרקע היא בעצם הורדה של מקור הכנסה ציבורי. היא מפחיתה את התקציב הכללי ודורשת יותר מסים. כלומר, גם אם מחיר הדירה ירד, הציבור ישלם את ההפרש במקומות אחרים במיסוי. במובן מסוים, שמירה על ערך הקרקע הגבוה נתפסת בישראל כאינטרס לאומי. אבל גם אם הקבלנים יקנו את הקרקע בזול יותר, לא בטוח שההנחה תגיע לציבור. לדעתי, הסיכוי גבוה שהיא לא תגיע. למה?

כי גם הקבלנים וגם העובדים שלהם רוצים להתעשר. הם רוצים לשמור על שולי רווח גבוהים. אם הם יצליחו להשיג קרקע בזול יותר, אין להם שום אינטרס להוריד את מחיר הדירות. הם פשוט ישמרו לעצמם את הפער. זוהי תופעה ידועה בכלכלה: כאשר השוק מוכן לשלם מחיר מסוים, היצרן לא יוזיל סתם כך. אנחנו רואים זאת בכל תחום, ממזון, דרך מכשירי חשמל ועד מוצרי יוקרה. יבואניות מביאות סחורה בזול יותר, השקל מתחזק, מחירי חומרי גלם בעולם יורדים, אבל מחיר המוצרים בישראל לא יורד. למה? כי הצרכן הישראלי מוכן לשלם. כל עוד הביקוש לא נשבר, אין לשחקנים אינטרס להוריד מחיר. ראינו את זה בברור בסיפור השוקולד: מחירי הקקאו ירדו, השקל התחזק, אך המחירים בישראל כמעט לא זזו. הציבור המשיך לקנות, ולכן החברות שמרו על רווחיות עודפת.

למה תחרות פנימית לא מורידה מחירים?

הסיבה פשוטה: שחקנים קיימים כבר מחזיקים מלאי, דירות קיימות שהם חייבים למכור.

אם קבלן יוריד מחיר עכשיו על פרויקט חדש עקב קרקע זולה, הוא יפגע בשולי הרווח על המלאי הקיים שלו. לכן, הם יעשו כל מאמץ לשמור על מחיר אחיד לכלל הדירות בשוק, החדש והישן.

מכאן נוצר מצב כמעט בלתי אפשרי:

- הם רוצים לשמור על הרווחיות של הפרויקטים שכבר בביצוע

- ולכן הם לא יורידו את המחיר של הפרויקטים החדשים

התוצאה: גם אם המדינה תוזיל קרקע, אף אחד לא מבטיח שהמחיר יתגלגל לציבור.

איך יכולה להיווצר ירידת מחירים? כמעט תמיד, ירידות מחירים אמיתיות מגיעות רק מכיוון אחד: שחקן חדש שפועל באופן אגרסיבי. זה הרעיון של שוק פתוח ותחרות. שחקן שאין לו מלאי שהוא חייב להגן עליו. אין לו מאות יחידות יקרות בספרים שקנייתן התבססה על תמחור גבוה. הוא יכול להיכנס לשוק, לרכוש קרקע בזול, ולמכור בזול. זה בדיוק מה שעשה רמי לוי כשהתחיל למכור עופות בשקל. זה מה שרובניהוד בארה"ב עשתה לשאר הברוקראז'ים עם עמלות מסחר של 0.

"Your margin is my opportunity" – Jeff Bezos

במקרים רבים, שחקן שהוא כבר רווחי בזירה מסוימת לא רוצה להיכנס למלחמת מחירים. ירידה ברווחיות על אותו נתח שוק משמעותו רווחים קטנים יותר. בעוד שלשחקן חדש, גם אם הוא פחות רווחי מהמתחרות, אם הוא מגדיל את השוק שלו, יהיה לו רווחים גדולים יותר.

כאשר חברות נכנסות למלחמת מחירים זה זוכה לכינוי – Race to the Bottom תחרות על מחיר כדי לקחת נתח שוק. החברות הוותיקות לא יכולות לרדת למחירים כאלה, ולכן שחקן חדש מסוגל "לטרף את הקלפים. בנדל"ן מעוד קשה לשחקנים חדשים להכנס לזירה הזאת. למה? כי דרוש הון עצום, סיכון גבוה, ויש מערכת רגולטורית כבדה. כמעט בלתי אפשרי להיכנס מבחוץ ולשבור את השוק כמו שעשה רמי לוי בענף המזון. במקרים רבים גם הרגולציה כאן הכרחית. אנחנו לא נרצה שהסטנדרטים של איכות הבנייה תרד. מה שכן, אפשר לזרז את התהליכים הבירוקרטיים בהרבה.

אז איך אפשר להשפיע על מחירי הדירות, בלי הצורך להעלות מיסים במקומות אחרים, ובלי הגורם המשמעותי ביותר הוא לא המחיר של הקרקע, אלא מספר היחידות שניתן לבנות על אותה קרקע. ככל שיש זכויות בנייה רבות יותר, העלות למ"ר של הקרקע יורדת. זה גורם לירידה אפקטיבית במחיר הדירות, לא המחיר ששילמו על הקרקע עצמה. הבעיה שלנו היא גם תזמון ההיצע, המדינה והרשות המקומית לרוב מזהות ביקוש באיחור ומאשרת תוכניות באיחור.

משקיע נדל"ן פרטי גם חייב להבין את השכונה, את המכרזים ואת השחקנים בשוק:

•מה קורה בתעסוקה באזור

•האם יש מחסור בדירור אמיתי

•האם יש פיתוח עירוני אמיתי (לא רק בניינים חדשים)

•האם מגיעים שחקנים חדשים לענף

•האם העירייה מגדילה זכויות בנייה

•האם יש פרויקטים גדולים ב-pipeline

יש מקרים רבים שאנשים לא בודקים את תוכניות המתאר והשימוש המיועד לקרקעות. אני מכיר מקרה שבו אנשים רכשו דירות בבניין ולאחר כמה שנים התחילו לבנות להם בניין מול העיניים וחסם להם את הנוף לים. הם רכשו דירה כי הם חשבו שיהיה להם "נוף תמידי לים". עשרות דיירים לא בדקו את ייעוד הקרקע במגרשים שהיו צמודים לבניין שלהם. מה קרה לאנשים שקנו דירות ליד פרויקטים של מחיר למשתכן כשאלפי דירות זולות יצאו לשוק בבת אחת? הערך של הדירות בשוק החופשי נשחק בדיוק בגלל שצניחת מחיר לא מחייבת הורדת מחיר רשמית. מספיק היצע חדש.

והנה יש לנו ניגוד אינטרסים נוסף, בין שחרור קרקעות נוספות לבנייה, בנייה לגובה. אנשים רבים לא מעוניינים בכך. כמו קבלנים, הוספה של יחידות רבות עלול לפגוע בכיס הפרטי שלהם, או "לפגוע להם בנוף". זה מוביל לתופעת NIMBY באנגלית - Not in my back yard.

ופה נכנס הקושי הפוליטי, למרות שזה באמת הפתרון. הגדלה דרמטית של מספר היחידות לכל מגרש. זו הנקודה הכי חשובה בפרק: כמות היחידות שמותר לבנות על הקרקע חשובה יותר ממחיר הקרקע. הגדלה חדה של מספר היחידות מייצרת הרבה יותר דירות מאותו שטח. זה יוצר:

•התייעלות ליזם – יותר דירות על אותה קרקע, פחות עלות ליחידה והוא יכול להרוויח יותר.

•שחיקה טבעית במחיר ליחידה

•פיזור עלויות הבנייה

•אפשרות ליצור היצע גדול באמת

עם בנייה כזאת יש מספר בעיות. הראשונה, שהבנייה של גורד שחקים מורכבת יותר, ודורשת שחקנים גדולים שמסוגלים לעשות זאת. יש צמצום של התחרות בין השחקנים שבכלל יכולים לשחק (כלומר חזרנו שוב לבעיה מקודם של עודף היצע קרקעות), ולכן האפשרות היחידה לכך היא לאפשר מיזוגים בין הרבה חברות קטנות.

הבעיה הנוספת והמורכבת יותר היא כדי לבנות פי 2–3 יחידות על אותה קרקע, צריך תשתיות.

• חניות

• דרכי גישה

• תשתיות חשמל, ביוב, מים

• תחבורה ציבורית

• נתיבים חדשים

• תכנון עומסים

• אזורי מסחר ותעסוקה

• גני ילדים ובתי ספר

זה דורש תוכנית ארוכת טווח לעשור קדימה לפחות. מפני שהצפיפות בנקודה מסוימת תזנק משמעותית ביחס למה שהעירייה רגילה להתמודד איתו באותו איזור או בכלל. זה דורש תכנון עם הסתכלות ארוכת טווח, דבר שהוא קשה כאשר אדם צריך להיבחר כל כמה שנים ויכול להיות שכל עבודות התשתית הללו יהיו מאוד לא פופלאריות בטווח הקצר. בדיוק כמו שהבנייה של הרכבת הקלה בתוך תל אביב "הרסה רחובות" או שכונות ויצרה המון בעיות בטווח הקצר. צריך בשביל השינוי הזה הירתמות גורפת של כלל הציבור שיגבה את נציגיו לעשות דברים שהם קשים בטווח הקצר ומשתלמים בטווח הארוך, ומצד שני לדעת למנות אנשים עם יכולות מתאימות לתפקידים הציבוריים האלה שיוכלו לתכנן ולבנות את התשתיות לפני שהקבלנים יכולים בכלל לבנות את הבניין הראשון. הציבור צריך להיות שותף פעיל. אבל אם מרבית הציבור באיזור הזה כבר בעלים של דירות, אין לו אינטרס לתמוך בזה בכלל. היום הציבור מתלהב מהרווח מהדירה שלו, ומתעלם מהעובדה שהילדים שלו לא יוכלו לגייס את ההון כדי לרכוש בעצמם (ולכן הם עוזרים להם ואני מדבר מאוחר יותר על איך שההתנהגות הזאת עלולה להוביל להשמדה כלכלית של ההון המשפחתי).

הדרך היחידה לבצע שינוי אמיתי היא:

1. להסכים לכאב קצר טווח לטובת רווח ארוך טווח
 2. לדרוש מנהיגות שמסתכלת קדימה עשור ולא קדנציה
 3. למנות אנשי מקצוע אמיתיים שינהלו את התכנון לפני שהקבלן הראשון יוצק בטון
- כלומר: התשתיות חייבות להיבנות לפני, לא אחרי הקמת השכונה, ויש המון שכונות בארץ שאוכלוסו ללא תשתיות מספקות.
- לסיכום, אם ישראל רוצה מחירי דירות שפויים, היא לא צריכה עוד מכרזים, היא צריכה אסטרטגיה אמיתית, תכנון אמיתי, ושוק עם הרבה יותר תחרות והרבה יותר שחקנים. לשחרר קרקע לא יפתור את הבעיה.

דירה על הנייר, חדשה מוכנה ויד שנייה

רוב האנשים לא באמת מבינים את המשמעות של רכישת דירה על הנייר. בעיניי, מדובר לא ברכישת דירה, אלא ברכישת אופציה. הקבלן, מצדו, מחזיק התחייבות. אמנם בספרי החשבונות הוא יכול לרשום שהדירה נמכרה וכך לאזן את האשראי מול הבנק, לשחק עם תזרים המזומנים שנותר ולשלם לקבלני המשנה. אבל בעבור הרוכש, העסקה נראית אחרת לגמרי.

כדי להבין את זה, צריך להתחיל בהבחנה הפשוטה בין דירה חדשה מוכנה לבין דירת יד שנייה. כמו רכב חדש, גם דירה חדשה מפתה יותר. היא מגיעה במצב פיזי טוב יותר, עם בלאי נמוך, ובמבט ראשון אמורה לספק שנים ארוכות של שקט. לעומת זאת, דירת יד שנייה עשויה להיות עסקה כלכלית טובה יותר מבחינת היחס בין המחיר לבין ה־utility (השימוש) שהיא מספקת, אך היא גם נושאת בתוכה סיכוני תחזוקה ושיפוצים. ובכל זאת, בשני המצבים האלה, הרוכש מקבל דירה מיידית בתמורה לכספו. הוא יודע בדיוק מה הוא מקבל ומה המחיר.

דירה על הנייר היא סיפור אחר לגמרי. זו ציפור אחת ביד תמורת שתיים על העץ. הרוכש נותן לקבלן כסף היום, ומקווה שאכן יקבל מוצר מוגמר בעתיד. הזמן הזה, שבין התשלום לבין קבלת הדירה, הוא סיכון ממשי. ולכן באופן טבעי, מחיר של דירה על הנייר אמור להיות נמוך משמעותית מדירה חדשה ומוכנה וזהה. הרוכש מאבד את התמורה המיידית שיכולה הייתה לשרת אותו, אפילו בפיקדון בנקאי. מנגד, הקבלן מקבל כסף שהוא זקוק לו עכשיו. הפער הזה הוא לב העסקה. גם האיחורים במסירה הם חלק בלתי נפרד מהסיכון. כל חודש עיכוב שווה כסף. לכן הקבלן מחויב, בצדק, לפצות על כך. רוכש חכם חייב להצמיד את עלות העיכוב לריבית שהוא מחשיב כריבית הבסיסית שלו - הריבית חסרת הסיכון. רובם מתייחסים לריבית בנק ישראל, ואני באופן אישי משתמש בריבית ההיסטורית הממוצעת של ה־S&P 500 (וזה בסדר בשבילי כי אני אמריקאי, ולא פוסל מעבר לבית קטן בארקנסו או אוקלהומה במקרה שעלות המחיה בישראל תשאיר אותי מאחור). כל השקעה שאני עושה צריכה לספק החזר על ההון העצמי שמצדיק את הסיכון ואת הזמן. השקעה ממונפת בנדל"ן מחייבת להתבונן לא על עליית המחיר, אלא על ההחזר על ההון העצמי - אחרת אין הוגנות בהשוואה לנכסים לא ממונפים כמו מניות. הורדה של המחיר, ב־10% או 15% בפריסייל כפי שהיה נהוג, הוא הגיוני סך הכל, אם הרוכש מתמחר שהרווח העודף על הכסף שלו ברכישת הדירה ישקף פרימיום כדאי ביחס לאפשרויות האחרות. הבדיחה לדעתי היא כזאת, הקבלן מכריח את הרוכשים להשתתף איתו בסכנת האינפלציה באמצעות מדד תשומות הבנייה. לרוכשים בסביבה אינפלציונית נמוכה זה עוד סביר, אבל במידה והסיכון האינפלציוני גבוה, הם עלולים למצוא את עצמם משלמים הרבה יותר ממה שהם חשבו שישלמו, ובכך יגלו שהוצאות תשלומי המשכנתא שלהם יזנקו. הסכנה הגדולה ביותר בשביל הרוכשים על הנייר היא כזאת, הם נכנסים לתזרים מזומנים שלילי לעיתים עם תשלומי המשכנתא שאמנם גדלה בכל שלב של

הבניה. מי שקונה דירה מוכנה ("דירת מלאי" שעמדה ריקה) משלם את "מחיר השוק הנוכחי" של מוצר מוגמר וזמין מידית. הוא חוסך את תשלומי השכירות שהיה משלם בתקופת ההמתנה, והוא לא חשוף למדד תשומות הבנייה. הנוחות והביטחון הללו מתורגמים למחיר גבוה יותר.

מעבר לעיכובים, קיימת סכנה ממשית בהרבה - פשיטת רגל של הקבלן. יש שני תרחישים עיקריים: קבלן שסובל ממשבר נזילות ואינו מסוגל למחזר הלוואות, או קבלן שקורס לחלוטין בתוך משבר רחב. בתרחיש הראשון בדרך כלל נכנסים להסדר ונמצא קבלן מחליף, אך הדבר לוקח זמן ומייצר אי-ודאות. בתרחיש השני - כמו מה שראינו בסין עם Evergrande או בארה"ב לאחר 2008 - הרוכשים נותרים עם התחייבויות ללא כיסוי. לא תמיד יש קבלן שמסוגל להיכנס לנעליים, במיוחד בזמן משבר פיננסי שבו כל השוק סובל מבעיות נזילות. כאן יש יתרון אדיר לרכישה מחברה ציבורית שמפרסמת דוחות. שקיפות היא חלק מהגנת המשקיע. רוכש שלא בודק דוחות כספיים של קבלן גדול מבצע טעות בסיסית. בשוק נדל"ן יש מחזוריות, ויש רגעים שבהם מספר קטן של טעויות עלול להפוך לאסון. אם זה יקרה בישראל ייתכן שהמדינה תיאלץ להתערב כדי למנוע משבר מערכתי - כי משבר נדל"ן פוגע בכלכלה כולה, לא רק ברוכשים ובקבלנים.

"If money isn't loosened up, this sucker could go down" President George W. Bush

במידה ודבר כזה יקרה, בסביבה עם סכנת אינפלציה, אזי הג'ני עלול לצאת מהבקבוק בקנה מידה רחב. המשמעות למשקיע ברורה: כל סיכון נוסף ברכישת דירה על הנייר חייב להיות מתורגם למחיר. הרוכש צריך לדרוש הנחה משמעותית, לא קוסמטית. אבל מפני שהשוק אינו רציונלי, והקונים לא מנתחים סיכונים כמו משקיעים מקצועיים, יהיה רגע (אם לא כבר קרה) שקבלנים ימשיכו למכור דירות על הנייר במחירים גבוהים ללא הצדקה. הציבור לא יתמחר כראוי את הסיכון, ולכן ישלם על כך ביוקר. כששוק נמצא בעליות הוא סלחן בצורה קיצונית. טעויות נראות הצלחות. גם אלה שלוקחים סיכונים מטורפים שלא היו מודעים להם נהנים מהאפסיד. בזמן שמשקיעים מנוסים מפחדים - אחרים צוברים ביטחון שווא. ולכן מי שמבין צריך להפריד בין Noise לבין Signal. לדעת לשמוח בשביל מי שהרוויח בלי להרגיש טיפש. ומעל הכול, לישון בשקט בלילה.

הסכנה האמיתית מגיעה ברגעי הקצה - כאשר כוח הקנייה נשחק, האבטלה עולה, המשכורות נשחקות באינפלציה, והבנקים מתקשים לתת משכנתאות. היעדר קונים כי Housing Affordability במחירים נוכחיים נעלם לחלוטין (לרוב זה נמדד כאשר עלות מגורים היא עד 30% מההכנסה נטו של משק בית), בעיית נזילות של בנק שלא יכול לתת משכנתאות. מי שנקלע לסיטואציה הזאת, זה סיטואציה שהורסת את החיים.

"Only when the tide goes out do you discover who's been swimming naked."

— **Warren Buffett**

כשהרגע הזה יקרה, והוא יקרה מתישהו, יהיו אנשים שקנו נדל"ן שיהיו בסדר. יהיו כאלה שיהרס להם החיים, כולל קבלנים. **ולחלק זאת תהיה הזדמנות של פעם בחיים.** במידה ולא תהיו נזילים כדי לנצל את התחתית, עדיין תוכלו להנות הRESET שזה יעשה למחירים. בפרפרייזינג לפיטר לינץ "הרבה יותר בטוח וטוב לקנות את הOut of the dip".

אני לא טוען שיש בועה שתתפוצץ בחודש הבא. כן יש סימנים לסדקים. וכן קיימת האפשרות שהכלכלה הישראלית תתאושש עוד לפני שהסדקים יהפכו לשברים (שזה מה שרוב הכלכלנים ו"המקצוענים" טוענים, למרות שאני פסימי בהרבה). אבל כל משקיע חייב לחשוב כמו אדם שמתכונן לקצוות - לא ליומיום. אני כן חושב שעל משקיע לחשוב על הסיכונים הקיימים במצב של נקודות קצה בשווקים. אבל חשוב לו לזכור:

"Far more money has been lost by investors trying to anticipate corrections, than lost in the corrections themselves."

Peter Lynch

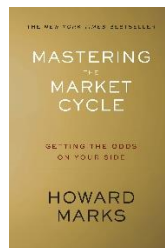
https://www.youtube.com/watch?v=rf_f8GV0yYM&t=1474s



Peter Lynch 1994 Lecture (WITH TIMESTAMPS)

מאוד מאוד קשה לזהות שנמצאים בנקודת קצה. לHoward Marks יש ספר מצויין בנושא:

.Mastering The Market Cycle: Getting the Odds on Your Side:



ואני מבטיח לכם הסבר (למה לדעתי) על מדוע הקבלנים והבנקים עושים המון תרגילים לא להוריד מחירים, כולל עסקאות 20-80 בפרק הבא.

פרק 6 – ה Balance sheet של הציבור הישראלי - חובות

משכנתא משכנתא משכנתא

אני ממליץ לכולם לראות את ההרצאה מאוניברסיטת Yale על ההיסטוריה של פיננסים בנדל"ן (רוברט שילר האגדי). זו הרצאה שמסבירה איך התפתחו כלי המימון שאנחנו משתמשים בהם היום:

https://www.youtube.com/watch?v=y_IMH8erqds&t=2180s



10. Real Estate



YaleCourses
1.65M subscribers

Subscribe

Like



Share

Ask



עד 1929 בארה"ב, משכנתא הייתה בעצם... הלוואת בלון. כן, בדיוק כמו ה-20-80 של היום. הלווה היה מקבל מימון גבוה, ואז בבת אחת נדרש להחזיר את מלוא הקרן. כשהבועה התפוצצה והמשבר הגדול הגיע, מאות אלפים קרסו. האמריקאים למדו בדרך הקשה: מבנה הלוואה יכול למוטט משק שלם אחרי הקריסה והמשבר הכלכלי האמריקאי, הם החליטו שהלוואות מהסוג הזה הן מסוכנות מדי לאנשים רגילים, ולכן המציאו את המשכנתא מחדש, שהיא המשכנתא המוכרת לנו כיום. המשכנתא היום היא ארוכת שנים, שאמורה להיות עם תשלום חודשי קבוע. והינה אנחנו, מאה שנה אחרי, חוזרים לאותן הנחות מסוכנות. מבחינה מאקרו-כלכלית, מבצעי קבלנים כמו ה-20-80 לא שונים בהרבה מהמשכנתאות המסוכנות של תחילת המאה הקודמת. הן דוחפות סיכון קדימה בזמן, מסתירות אותו מאחורי שיווק נוצץ, ומייצרות אשליית נגישות. אבל האמת הפשוטה היא זאת: משכנתא היא ההוצאה המרכזית שמלווה אותנו לאורך כל חיי ההשקעה בנדל"ן. והיא גם הסיכון המרכזי לפשיטת רגל.

פשיטת רגל - כשהכסף נגמר

רוב האנשים חושבים שפשיטת רגל היא מצב שבו "אין כסף". זה לא מדויק. פשיטת רגל מתרחשת כשהמזומן נגמר בזמן הלא נכון. זה יכול לקרות לכל אחד. אפילו למיליארדר על הנייר. אתה יכול להחזיק בנכסים ששווים הון עתק, אבל אם אינך נזיל ביום שבו צריך לשלם את ההחזר, אתה גמור. זהו שיעור חשוב שבעולם ההשקעות לא תמיד מלמדים: נזילות זה חמצן.

"Cash is an option on the future" - Sam Zell

והבעיה עם חוסר נזילות היא שהיא מגיעה בדיק ברגע הגרוע ביותר. כששוקי ההון נופלים, כשנדל"ן קופא, כשאבטלה עולה דווקא אז הכי קשה למכור נכסים או למחזר חובות. זו גם הסיבה שחברות Private Credit מחפשות דווקא עסקים מצוינים עם מאזנים גרועים. למה? כי הן יודעות שאפשר לבנות מחדש לוח תשלומים, לפרוס חובות, ולתת לעסק לחזור לנשום. הרי הבעיה היא מזומן, לא בהכרח רווחיות. ישנם 2 סוגים של פשיטת רגל בעולם העסקי. אחד, שבו פשוט מסדרים מחדש את לוח התשלומים, אולי נפטר מכמה עסקים או סוגר אותם. אבל העסק יוצא עם תזרים מזומנים בריא יותר. הסוג השני הוא מה שרואים בסרטים. אתה צריך למכור הכל, יש הגבלות רציניות על שימוש בבנק כרטיסי אשראי, הורדות מהמשכורת אוטומטית.

שוכר מול קונה – מי באמת חופשי יותר?

התפיסה הישראלית היא כזאת: "שכירות זה לשרוף כסף". אבל האמת? גם שכירות וגם קנייה הם חובות. רק מבנים שונים. שוכר מתחייב לשנה, במקרה הרע. במקרה טוב יש לו סעיף יציאה או אפשרות למצוא מחליף. אני תמיד מוודא שיש לי אפשרות לצאת תוך חודש או חודשיים בלי למצוא "מחליף". אדם שקנה דירה? הוא מתחייב ל-20-30 שנה. אין יציאה. אין הפסקה. אין "שינוי כיוון" קל בחיים. אתה רוצה לעבור עיר? זה סיפור. והפער הזה הוא מהותי. שוכר יכול להתאים את ההוצאה להכנסה. קונה חייב להתאים את חייו למשכנתא. ברגע שבו קורה משהו – ירידה בהכנסה, אבטלה, עליית ריבית, דירה שלא מצליחים להשכיר, הקונה הופך פגיע פי כמה מהשוכר. וזה מביא אותנו ל- Wild Card האמיתי של הנדל"ן הישראלי.

משכנתא ישראלית – הפיל שבחדר

בישראל המשכנתא אינה קבועה ל-30 שנה כפי שהיא בארה"ב. ואין דרך לייצב אותה לאורך עשרות שנים. זו נקודה שאנשים לא מפנימים מספיק. בארה"ב, מיליוני משפחות קיבעו ריבית של 2%-3% לשנים ארוכות בתקופת הקורונה. החיים ממשיכים. השכר עולה, הריבית לא זזה, התשלום נשאר קבוע.

בישראל? הריבית של בנק ישראל עולה, ותוך שבועות המשכנתא מתייקרת. לא בעוד שנתיים, לא בעוד חודשיים, תוך שלושים יום. זה הופך את הנכסים בישראל לרגישים חריגים לשינויים במשק. כל העלאת ריבית מייצרת גלי הדף אלפי אחוזים גדולים יותר מאשר בארה"ב או אירופה. וזה מוסיף רובד נוסף של סיכון להשקעות נדל"ן בישראל. יותר גרוע מזה בסביבה של ריביות נמוכות, כאשר הסבירות היא שריביות יעלו מתישהו, שיווקו לרוכשים באופן אגרסיבי על ריבית משתנה. ככל שיש ריבית משתנה, זה מסחר באופציה, כי זה הימור על כיוון הריביות בעתיד.

יש הרבה מספרים בנדלן, ונגענו בהם מלמעלה בקטנה. העבודה היא הרבה עבודת אקסל. לבנות משוואה, ולשחק עם המספרים. להבין מה המספרים בהם המשוואה חיובית לטובתנו, להבין באיזה מספרים המשוואה לרעתנו.

הסיכונים, הם הסיבות שהמספרים פתאום יפנו לרעתנו. ולחשב את הסיכונים, זה האומנות.

נכס יכול להיות עסקה טובה על הנייר, אבל הכל יכול להתהפך בגלל שינוי ריבית, ירידה בהכנסה, דייר שהחליט לא לשלם, או משבר זמני שגורם לבעיית נזילות. לכן השקעה בנדל"ן אינה רק "קניית דירה" זו משוואה, ולכל משוואה יש משתנים. והסיכונים? הם בדיוק מה שמסובב את המשוואה פתאום נגדך. והאומנות האמיתית של המשקיע היא לא להמר על העתיד, אלא להבין את הסיכונים, לחשב אותם, ולדעת לחיות איתם.

אומרים לי כל הזמן שנדל"ן זה בני אדם

זה בדרך כלל נאמר לי כדי להגיד שזה לא תחום של טבלאות אקסל, וזה מה שנקרא שטויות במיץ או בלבולי ביצים. זה שטויות כי האמירה הזאת מתעלמת מהעובדה שכל דבר בעולם הוא נושא של בני אדם, אבל להבדיל מהשקעות בסטארט אפים או בחברות מסויימות שלא ניתן לכמת כל כך לטבלת אקסל, דווקא פה אפשר. אני לא בא לזלזל בכלל באופרטיביות של התחום הזה. הוא מאסיבי וקריטי. אבל זה לא ישנה כמה אופרטור טוב אתה, יש מצבים שבהם משקיעים מכניסים את עצמם לעסקה שהיא אבודה מראש והם פשוט לא ידעו זאת לפני. לכן, ככל שאדם יושב לפני כן על המספרים, הוא מקטין את ההסתברות שהוא הכניס את עצמו לעסקה נוראית מפני שהוא נמנע ממנה מלכתחילה.

"I could have been more aggressive throughout my career" – almost any conservative investor who has lasted over 20 years, ignoring the fact that that behavior probably is what kept him from losing more than he would have gained from a more aggressive nature

נכון שקיים בתחום הזה רובד של משא ומתן והיכולת לפתור בעיות של הצד השני בעבור עלות מינורית שלנו, היכולת לנהל בעלי מקצוע, היכולת להבין ברמת המוצר והשיווק כיצד להשכיר שוכרים או רוכשים שישלמו את מיטב כספם בעבור הנכס או השימוש בו, אבל זה תחום שדווקא טבלת אקסל יכולה להיות שימושית מאוד, אפילו הכרחית בתחילת דרכו של משקיע. ככה משקיע מצויין עם ניסיון יזהה דברים ברגע אחד בלי הצורך לשבת לחשב כי הוא עשה זאת בעבר על מצבים דומים. כפי שזוהה באפט אומר, השקעה מצויינת קופצת אליך מהדף.

התרחיש הישראלי - כשהכוכבים הסתדרו

כשאין הוצאות על משכנתא זה נהיה מאוד זול ומאוד רווחי להשקיע בנדל"ן. במיוחד שאנחנו יודעים שהביקוש יגדל (צמיחת אוכלוסיה - מדינת ישראל היא המדינה המערבית עם קצב גידול האוכלוסיה הגדול ביותר) וגם שאנחנו יודעים שהכלכלה הישראלית תצמח (הייטק) ומחירים של דברים אחרים יוזל (גלובליזציה).

אז מה עושה נדל"ן השקעה כל כך טובה?

המינוף. בנדל"ן, יותר מכל תחום השקעה אחר שזמין לאדם פרטי, המינוף הוא הכלי שמאפשר להפוך תשואה מתונה לרווח דרמטי. ככל שהנכס ממונף יותר כלומר, ככל שחלק גדול יותר ממחיר הרכישה מגיע מהבנק ולא מהון עצמי – כך ההחזר על ההון העצמי גדל בצורה אקספוננציאלית. ניקח דוגמה פשוטה:

נכס שנרכש במיליון ש"ח עם 20% הון עצמי ו-80% משכנתא. אם מחיר הנכס עולה ב-20%, ערכו הופך ל-1.2 מיליון ש"ח. אבל תשומת הלב צריכה להיות למה שמעניין אותנו באמתשזה ההחזר על ההון העצמי. ההון העצמי היה 200 אלף ש"ח. כעת הוא שווה 400 אלף ש"ח (לפני עלויות עסקה). כלומר: **תשואה של 100% על ההון**, למרות שהנכס עצמו עלה "רק" ב-20%. זו בדיוק העוצמה של מינוף נכון. ולמה רוב האנשים לא עושים זאת בהשקעות אחרות כמו מניות?

פשוט:

1. חברות עצמן כבר ממונפות, ולכן לקחת הלוואה לקניית מניה הוא "מינוף על מינוף" – מסוכן בהרבה.
2. דיור הוא מוצר צריכה בסיסי. אנשים כמעט לעולם לא "מורידים צריכה" וחוזרים לגור עם ההורים. הביקוש קשיח, ולכן המינוף בטוח יותר. לכן גם שכירות על 5% מהנכס, ועלייה אפילו רק של 2% בשנה במחיר הדירה, יכולה לייצר תשואה גבוהה מאוד על ההון העצמי, במיוחד במינוף של 80%. ככל שקצב עליית מחירי הנדל"ן גבוה יותר – התשואה על ההון גדלה באופן חד.

ככל שהמינוף קטן יותר, התשואה על ההון נשחקת בהתאם. ולכן כל מי שמנסה לשכנע אתכם להשקיע במניות בגלל שהיסטורית הן עלו יותר ביחס למחירי הדירות אבל לא משווה את הדבר האמיתי שזה החזר על הון עצמי, הוא אחד מ-2 דברים. או שהוא לא מבין בזה בעצמו, או שהוא מנצל את זה שאתם לא מבינים מספיק כדי לשכנע אתכם בנרטיב שלו.

המינוף שעובד לטובתך יכול לעבוד נגדך

הסכנה המרכזית לא מגיעה מירידת ערך הנכס, אלא ממקום הרבה יותר בסיסי: הפער בין גובה השכירות לבין החזר המשכנתא. משום שנדל"ן קשור באופן הדוק לשוק האשראי, השחקן המשמעותי ביותר הוא לא הקבלן, לא היזם, ולא השוכר, אלא הריבית. שוק הנדל"ן לא זז בלי שוק ההלוואות. ולכן, אי אפשר לדבר על נדל"ן בלי שיחה רצינית על ריביות, על רגישות הריבית, ועל האופן שבו כל שינוי קטן גורם לשינוי גדול מאוד בתזרים המזומנים של המשקיע. מינוף הוא כוח אדיר, הוא מגדיל תשואות בתקופות יציבות או עליות מתונות. אבל באותה נשימה, הוא גם זה שעלול להפוך השקעה טובה על הנייר לסיכון קיומי ברגע שהריבית עולה, השכירות נתקעת, או שהכנסה אישית משתנה.

מילה אחרונה על אופי השוק של נדל"ן

זהו שוק הרבה הרבה פחות נזיל. גם כי מסובך יותר למכור נכס, וגם כי אנשים מנטלית לא מתכוונים לארוז הכל ולשנות דירה או לחזור לבית של ההורים כל פעם שהם חושבים שתהיה ירידת מחירים. הנקודה שלי כאן היא שהאופי של שוק מניות ואג"ח הוא שוק נזיל, שיוצרת תנודתיות גבוהה בהרבה, אבל גם מאפשרת לעשות משהו שבהרבה מאוד מקרים לא נכון לעשות, וזה למכור את הנכסים כאשר המשקיעים מפחדים.

"time in the market beats market timing" - Kenneth Fisher

הישארות בתוך ההשקעה מונעת ממשקיעי נדל"ן לעשות טעויות בגלל שנגרמות בגלל חשיבה לטווח קצר. זה יוצר "השקעה בכפייה" שהרוב המוחלט של הזמן עובד לטובת המשקיע. אבל יש גם צד שני למטבע, חוסר הנזילות הזה יכול להפוך לקללה כשהמצב באמת מידרדר:

- מאוד קשה להתגמש כשהנסיבות האישיות שלך משתנות (מפוטרים, גירושים, מחלה)
- אתה תקוע עם נכס ששעלול לשאוב מזומן בזמן שתצטרך מזומן

היתרון המאסיבי אבל הוא ההשקעה בכפייה שאני רוצה שתחשבו עליו. אדם ששם את כל הונו בדירה מושקע באחוזים גבוהים מאוד (90% לעיתים). רוב האנשים שאני מכיר לא מסוגלים להיות מושקעים ככה בשווקי מניות, ואג"ח לעיתים רבות לא מניב תשואה באותו הקצב כמו מניות או נדל"ן ממונף. השורה התחתונה היא שבהרבה מקרים להיות מושקע בנדל"ן הוא מצויין למשקיעים לא מהסיבות שהם חושבים עליהם. הוא מכריח אותם להיות מושקעים בזמנים פחות טובים. מהכרות עם שווקים פיננסיים נזילים אנחנו יודעים שרוב האנשים מוכרים דווקא כשהמחירים הכי נמוכים, וקונים כשמחירים גבוהים. נדל"ן מאפשר להם לישון טוב יותר מפני שהם לא רואים את ערך הנכס שלהם יורד ועולה כל יום.

"The stock market is a mechanism for transferring wealth from the impatient to the patient" - Warren Buffett

לי באופן אישי, דווקא נזילות של שווקים היא דבר מצויין, מפני שברוב התיק שלי, אני מחפש לקנות דברים היטיב (לדוגמה צלילת אמזון ל160 דולר למניה באוגוסט 2024). זה מה שמאפשר לייצר תשואה עודפת, דבר שהוא קשה מאוד לעשות בשווקי נדל"ן, בגלל חוסר הנזילות שלהם. לכן, אם אדם מבחין שהוא מתקשה להחזיק בתיק שהוא ברובו מנייתי, ירידות בבורסה מפריעות לו לישון, הגיוני מאוד שיפנה לנדל"ן כחלק גבוה מתיק ההשקעות שלו, מפני שזה יגן עליו קודם כל מעצמו.

השחקן השני - ריביות

השחקן השני ברקע שלנו, בנוסף לכלכלה המקומית ואיך שהיא בנויה (המאקרו) והנכס הנדל"ני עצמו (המיקרו), הוא הריבית שזהו המחיר מחיר ההלוואה, או מחיר הזמן שבו הכסף שאתה מלווה לי נמצא אצלי (מומלץ (The Price of Time: The Real Story of Interest by Edward Chancellor).

ממשלות יכולות ללוות מאיתנו כסף (אג"ח ממשלתי), בנקים (בפקדונות), ושניהם מציעים לנו החר יחסית בטוח. היו תקופות שבהן אג"ח קונצרני של חברות מסוימות, (כלומר לתת הלוואה לעסק. יש לזה הרבה מאוד גרסאות, preferred stock, convertible bonds וכו') נתן ריבית נמוכה יותר מאשר ריבית ממשלתית באותה התקופה (לדוגמא IBM לעומת ממשלת ארה"ב לפני כמה עשרות שנים טובות).

הריבית נמדדת בשוק חופשי לפי הביקוש לחוב מאותו גורם. יש מצבים מלאכותיים בו בנק מרכזי מתערב בשווקים וקונה את האג"ח הממשלתי ישירות מהממשלה. בפועל, ברוב המקרים גופים מוסדיים ובנקים קונים מהממשלה את האג"ח, ואז הבנק המרכזי קונה מהם חלק מהאג"ח (QE). יש כאן הרבה מאוד הנדסה פיננסית.

Quantitative Easing - QE, ככה בעצם כסף מודפס במובן המודרני. הפד קונה אג"ח ממשלתי ואג"ח משכנתאות מהשוק. בעדיפות מהבנקים. ככה הוא מזרים כסף לבנקים ולמערכת. כניסה של שחקן כל כך גדול לשוק האג"ח דוחף את הריביות כלפי מטה בזמן שכמות הנזילות במערכת עולה.

Quantitative Tightening - QT, הפד מפסיק לקנות אג"ח, או אפילו במקרה קיצוני למכור אג"ח כדי להוציא את הכספים מהמערכת.

ריבית הפד - Federal Funds Rate, זה הריבית לטווח הכי קצר בארה"ב, הלוואות של יום אחד בלבד.

כשהבנק המרכזי מתערב זה אזהרת אינפלציה

כאשר יש התערבות גבוהה של הבנק המרכזי שמוריד ריביות בצורה מלאכותית, זה סימן אינפלציוני. שאינפלציה בתחילתה מזניקה פעילות כלכלית כי אנשים מרגישים עשירים יותר ומתחילים לבזבז יותר והכלכלה מתחממת. המטרה של הבנק המרכזי היא להספיק לעצור את הזרמת הכסף המלאכותית בזמן, כך שהכלכלה תמשיך לנוע בכוחות עצמה מבלי להתחמם יותר מדי. זוכרים את קיינס? זה בדיוק זה: דחיפה מלאכותית שנועדה להצית תהליך אמיתי. במצב רגיל, הריבית והאינפלציה פחות או יותר באותו אחוז, ולכן פיקדון בבנק שומר על כוח הקנייה. קוראים לזה גם הרייט הניטרלי. מה גובה הריבית שצריך כדי שאינפלציה תהיה ביעד ותישאר במקום. מאחר שבנקים מגובים על ידי המדינה (עד סכומים מסוימים), להפקיד בהם את הכסף היום נחשב כמעט באותה רמת סיכון כמו אג"ח מדינה. (SVB –

סיליקון וואלי בנק לא היה אמור להיות בקטגוריה הזאת, כי מרבית הכספים אצלו לא היו מבוטחים על ידי הFDIC, ולכן התחיל Bank Run עליו לפני מספר שנים שהפך למשהו שהיה בכותרות). עיקרון בנקאי בסיסי שחשוב לזכור:

בנקים לוקחים הלוואות לטווח קצר ונותנים הלוואות לטווח ארוך.

הרעיון של לקיחת סיכון מעבר ל"הלוואה בטוחה" היא כאשר משקיע לוקח סיכון מעבר להצמדת הכסף לריבית ממשלתית, הוא דורש פיצוי גבוה יותר, כלומר החזר גבוה יותר. מכאן מגיע המשפט המפורסם:

"High risk high reward" – a common thing that everyone knows when it comes to investing (And I have issues with this saying)

אבל זה נכון בעיקר בשוק האג"ח. בעולם המניות, יזמות ונדל"ן, השאיפה היא ההפך משקיע מצוין דווקא מחפש את המצבים שבהם הסיכון נמוך בהרבה מהפוטנציאל. אני מאמין ש

"The potential for high reward is when everyone else is suffering from an illusion of higher risk than there actually is" – self quote

המשפט המפורסם של פיטר לינץ "You can't go bankrupt if you have no debt", היה בדיוק מה שהדהד לי בראש עם Palantir שהמנייה שלהם צנחה ל8 דולר למניה, וברגע שהם הודיעו כי הפכו לרווחיים (ושהרבה מאוד מההכנסה הזאת היא מגובה על ידי ממשלת ארה"ב ואני באופן אישי חושב שאם יהיו קיצוצים של השלטון אני לא חושב שיקצצו אצלם), המשוואה הייתה לי פשוטה, מצד אחד אני יכול להרוויח בגדול, מצד שני אני לא חושב שאפסיד יותר מדי. רכשתי מה שנקרא Hand over fist עד 20 דולר למניה, עם מחיר ממוצע למניה של 15 דולר (רכשתי מניות כל הדרך למטה מ20 ל8, וכל הדרך חזרה למעלה ל20).

פה אנחנו מתחילים **לשחק משחקים סובייקטיביים**. יש כמה אפשרויות. הלוואות לעסקים אחרים, יזמות, או השקעה בעסקים של אנשים אחרים. לרוב הדברים הללו קורים באג"ח קונצרני, דירה להשקעה, ומניות בבורסה, או בקרנות VC, Private Equity וכו'... (לכל מי שמושקע דרך קרנות פנסיה, קרן השתלמות ודירה... זה פחות או יותר איך הוא מושקע). ביזמות יש עסק שאדם פתח, או שהוא עצמאי, והוא גם נכנס תחת הקטגוריה הזאת, של משקיע (בנוסף לכסף הוא משקיע זמן).

מפני שלתת הלוואה, המשקיע מצד אחד מקבע את ההחזר שלו, אבל מקבל את הנכסים שנשארים במצב פשיטת רגל, לרוב זה נחשב השקעות בטוחות יותר מרכישת מניות העסק. כלומר הוא מוגן יותר

מהתרחיש הגרוע ביותר. על מניות או נדל"ן, המשקיע לרוב מחפש משהו שנקרא Equity risk premium. מפני שהמשקיע מסכן (יותר מאשר נותן ההלוואה) את ההון האישי שלו, ולכן הוא צריך "לדרוש" תמורה שהיא הולמת. למרות שתמיד אנחנו בהשקעה חושבים קודם כל על

"Thinking about return of the capital comes before thinking about return on the capital"

עשיתי פרפרייזינג כאן למשהו שוורן באפט אמר בוודאות בפגישת משקיעים (מפני שהקשבתי למעל 30 קשה לי לזכור בדיוק איזה אחד. ולא מצאתי את הציטוט המדויק באינטרנט).

כלומר, כשאנחנו משקיעים כסף אנחנו קודם כל מצפים לקבל את הכסף שלנו חזרה.

ככל שאנחנו לוקחים על ההון העצמי סיכון גבוה יותר אנחנו מצפים לרווח שהוא גבוה יותר.

נדלן למגורים הוא דומה ברמת הרעיון לכל מוצר צריכה חיוני אחר, ולכן מי שמספק אותו בטוח יחסית בצריכה שלו, ולכן ההחזר על ההון העצמי אמור להיות מאוד נמוך. לכן עליות המחירים בנדלן בדרך כלל צמודות לעלייה בכוח הקנייה של הציבור. ולכן הדרך היחידה לקבל החזר על ההון העצמי שדומה לכל של שאר סוגי הנכסים שהן equity ולא נתינת הלוואות, הוא כמעט ורק בזכות מינוף.

המקרה החריג של ישראל ב-15 השנים האחרונות

מה שקרה בישראל, הוא שכוח הקנייה של הישראלי הממוצע עלה מאוד ביחס למחירים של מוצרים שמקורם מחוץ לישראל (תסתכלו על טיסות וחופשות בחו"ל לעומת לפני עשרים שנה, המספר המועט של אנשים שהיו עושים חופשות בחו"ל ועכשיו זה נחשב משהו בסיסי. צריכה של מותגים, מספר הטלוויזיות, מחשבים, לפטופים שיש לכל משפחה...). זה פינה לישראלים מקום בתוך ההוצאות שלהם שהיו יוצאות על דברים אחרים, לנתב יותר ויותר כסף למקום המגורים שלהם. מפני שזה דבר כל כך בסיסי, יש לעליית מחירי שכירות Pricing Power מטורף שהוא שני רק למים, חשמל, ואוכל בסופר. מפני שיש דברים שהם יחסית בטוחים, ההחזר עליהם אמור להיות נמוך. מפני שאם יש משהו שהוא בטוח וגם מחזיר החזר גבוה מאוד, כולם ירצו להשקיע בזה, ולכן בשוק חופשי זה יעלה את מחיר הנכס ויוריד את ההחזר ביחס למחיר הנכס כלפי מטה (ייכנסו עסקים לאותו תחום ויצרו יותר תחרות, או אם זה הלוואה אז מישהו אחר פשוט יציע ריבית טיפה יותר נמוכה, או מישהו יציע לקנות אחוז מהעסק בסכום טיפה יותר גבוה...). זה הרעיון של שוק קפיטליסטי.

ברגע שקיימת הזדמנות שמניבה תשואה גבוהה ביחס לסיכון, הכסף "מריח" אותה, זורם אליה, ומעלים את התשואה המיוחדת הזאת מהר מאוד. העיקרון הזה נכון בשוק ההון, בשוק האשראי, ובעיקר בנדל"ן.

הסיבה שזה כל כך בוהק בנדל"ן שנדל"ן זה דבר שהוא מאוד ויזואלי לאנשים והרבה יותר קל לאנשים להבין אותו.

הכסף החכם - והטמטום שלו

משהו נפוץ ש"הכסף החכם" עושה (כינוי למשקיעים שחושבים שהם מתוחכמים, שבפועל בדרך כלל מעיד על הטמטום שלהם, ובעוד רגע נבין למה), הוא לקחת נכסים שהסיכוי שישתבשו נמוך ולכן הריביות עליהם נמוכות יחסית ואז למנף אותם בצורה קיצונית. והסיבה שאני אומר שזה מהלך מטומטם שה"כסף החכם" עושה, היא כי מספיק שמשו קטן ישתבש, וזה כמעט מפיל מערכת פיננסית שלמה. מ-Portfolio Insurance (שהחריפה את ירידת המחירים המטורפת שהייתה ביום אחד ב-1987, עוד משהו שאף אחד בישראל לא מדבר עליו), דרך LTCM, ועד ה-GFC מה שהאמריקאים קוראים לו *Great Financial Crisis* ולא "משבר הסאב־פריים".
למה?

כי למרות שמקור האש התחיל במשכנתאות סאב־פריים, הבעיה האמיתית הייתה המינוף האדיר על הנכסים הללו. הנכס האמיתי היה *המשכנתאות עצמן*, שהוחזקו באמצעות מכשירים פיננסיים, ואז נוספו ביטוחים על הנכסים האלה, וזה יצר מפלצת. כשהמינוף קרס, נהיה משבר נזילות עצום ו"נמחק" כסף מהמערכת. כשכסף "נמחק" מהמערכת מה שנפגע זה Money Supply. וזה דבר קריטי שכל מי שרוצה להשקיע בנדל"ן חייב להבין. למה? כי בנדל"ן ההשקעה כמעט תמיד ממונפת, ותלויה במערכת פיננסית שגם היא ממונפת. להבדיל ממניות, שם החברה יכולה לתפקד גם בלי שהמשקיע יקבל מימון, בנדל"ן הכלי המרכזי שלך הוא משכנתא. ולכן חייבים הבנה הרבה יותר מעמיקה של המערכת הפיננסית שמאחורי הקלעים. הנקודה הקריטית שאני רוצה שתעצרו עליה:

אם מחר אנשים לא יוכלו לקחת משכנתאות בגלל בעיית נזילות בבנקים, ומישהו יהיה חייב למכור את הדירה שלו, המחיר של הדירה אמור לרדת, והרבה. כי אין קונים בלי אשראי, ואנשים לא קונים דירות במזומן. הפתרון הקלאסי לבעיות נזילות בבנקים הוא החדרת נזילות בחזרה למערכת ע"י המדינה או הבנק המרכזי אבל זה כבר יוצר בעיות אחרות כמו אינפלציה, בועות, ועיוות מחירים.

למה חבר שלי חושב שכל המערכת הכלכלית היא הונאה אחת גדולה ושבנקים ממציאים כסף

"Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon, in the sense that it is and can be produced only by a more rapid increase in the quantity of money than in output".

Milton Friedman

אחד הסיבות למה בנק מרכזי מתקשה לעיתים לשלוט באינפלציה היא בגלל שאינפלציה קשורה לדברים שלא בשליטתו, וגם מה שכן בשליטתו לוקח כמה חודשים לראות את ההשפעה של הפעולות שלו. ולכן הוא מאוד מתקשה לשלוט באינפלציה מפני שהמעט כלים שיש באמתחתו הם כלים מאוד קהים. בעשור הקודם לא הצליחו להגיע לאינפלציה של 2% (שהוא מספר שרירותי שנבחר על ידי הבנק הניוזילנדי לפני שנים) מכיוון מטה. האניפלציה הייתה נמוכה מ-2%. היום הכלכלה העולמית מתקשה להחזיר את האניפלציה חזרה לכיוון ה-2% שוב, הפעם מלמעלה (כלומר להוריד את האינפלציה למטה).

לבנקים מרכזיים יש כמה כלים מאוד קהים, כלומר כלים שאינם חדים על מנת לבצע את הניתוח שהם מנסים לעשות לכלכלה המקומית שלהם. הם משתמשים בQT וQE (תעשו חיפש באינטרנט בבקשה כל מי שההסבר הקודם לא הספיק) בנוסף להורדת והעלאת ריביות. QT וQE הם בעיקר כלים שבהם בנק מרכזי מכניס או מוציא נזילות למערכת, כלומר משפיע על כמות הכסף שנמצא במחזור. הוא עושה זאת על ידי רכישת נכסים או מט"ח או כל דבר אחר ומכניס שקלים למערכת הכלכלית העולמית או להפך. בריביות הוא בעצם משפיע על ריבית מאוד מאוד קצרת טווח שמולה הוא מתנהל מול הבנקים באותה המדינה.

סוגי היצע כסף

הבנק המרכזי בישראל-בנק ישראל מגדיר את היצע הכסף לפי רמות שונות:

- M0 - מזומן שנמצא בידי הציבור + רזרבות של הבנקים בבנק ישראל.
 - M1 - מזומן בידי הציבור + חשבונות עו"ש (עובר ושב).
 - M2 - כולל פיקדונות שקליים קצרי מועד (למשל, פק"מ).
 - M3 - פיקדונות נוספים לזמן ארוך וחשבונות חיסכון שאינן נזילות.
- בישראל, המדד המרכזי שמשמש למדידת היצע הכסף הוא בדרך כלל M1 או M2 .
- 2 נקודות חשובות להבנה:

1. בנק ישראל שולט על היצע הכסף באמצעות מדיניות מוניטרית, הוא קובע את גובה הריבית במשק, קרי הריבית על מקורות בנקאיים בין לילה (Over night Rate), שמשפיעה על ריבית הפריים וריביות על הלוואות וחסכונות.

כשהוא מרחיב את היצע הכסף הוא מוריד את הריבית, באופן טבעי הציבור והעסקים לוקחים יותר הלוואות, מה שמכניס יותר כסף למחזור. כשהוא מצמצם את היצע הכסף הוא מעלה ריבית, וככה באופן טבעי לציבור יש פחות נטייה ללוות כסף, מה שמקטין את כמות הכסף הזמינה.

2. הבנקים המסחריים - כאשר בנק נותן הלוואה ללקוח, הוא עושה זאת באמצעות לקיחת הלוואה מלקוחות (כספים בעו"ש ופקדונות) או מהלוואות מבנקים אחרים או מהבנק המרכזי. כלומר, חלק גדול מהיצע הכסף נוצר למעשה על ידי פעילות הבנקים, ולא רק על ידי הדפסת שטרות.

הקסם של יצירת הכסף. "ההונאה" – איך שקל אחד הופך לעשרה

ברמת העיקרון, על כל שקל שבנק ישראל מכניס למערכת, הוא בעצם יוצר 10 יש מאין. זה קונספט שחבר שלי אמר לי פעם "הם ממציאים כסף". העניין הוא שאם כן, אנחנו כולנו ממציאים כסף. אבל בגדול זה מה שקורה, בנק ישראל רוכש אג"ח ממשלתי מבנק ישראלי. הבנק לוקח את הכסף ומלווה לX לקנות דירה מקבלן. הקבלן לוקח את הכסף ומפקיד בבנק. חשבון הבנק שלו מציג שהכסף שמה ונזיל וזמין, אבל בפועל הוא לא, כי הבנק לוקח נניח 80% ממנו ומלווה לאדם אחר, שהולך ומשלם איתו משכורות שמתפזרות בבנקים. שוב הבנקים האלה מציגים לכל אחד מהעובדים שקיבלו משכורות שיש להם בעובר ושב סכום מסוים, רק שבפועל הם מלווים אותו לאנשים אחרים וכן הלאה...

בגדול מה שקורה, שעל שקל שיש במערכת, יש 10 אנשים שחושבים שהשקל הזה נמצא אצלם. היחיד שהשקל הזה באמת אצלו, הוא מי שמחזיק אותו בשטר, במזומן. אותו שטר הוא התחייבות של המערכת הפיננסית של אותה מדינה כלפי אותו אדם. תקבל שירותים בעד השטר הזה ממדינת ישראל. תפקיד הבנקים, הוא להעריך כמה כסף ימשכו מהם בכל יום, יעבירו, וגם יכנס, לוודא שיש להם מספיק רזרבות לעמוד בכל ההלוואות שהם לקחו (מבנקים אחרים כולל הבנק המרכזי, או מהציבור דרך אג"ח וניירות ערך אחרות), לוודא שהנכסים שיש להם לא יאבדו מערכם (אג"ח משכנתאות וכו'). לכן יש פחד כשבנק יפשוט רגל, הכסף שמופקד בו לא שמה (זה מה שמכונה פאניקה כאשר יש "ריצה על הבנק". כיום מדינות מבטחות הפקדות בבנקים עד סכומים מסויימים), כי בפועל רובו לא. תפקיד הבנק המרכזי הוא גם לפקח על הבנקים שלא יסכנו את עצמם יותר מדי.

למה זה לא הונאה - זה פיצ'ר, לא באג

החשיבות של בנקים, הוא כביכול לתת לגורמי מקצוע את היכולת להעריך למי לתת הלוואות ולמי לא. אשראי הוא מנוע הצמיחה האמיתי של הכלכלה העולמית המודרנית. נותנים ליזם (איש העסקים) 100

אלף שקל, מפני שאנחנו סומכים עליו שידע לפחות לייצר מספיק החזר ביחס לריבית כדי שיוכל להחזיר את ההלוואה + הריבית. אנשים שמשקיעים, סומכים על היזם (איש העסקים) שידע לייצר תשואה עודפת הגבוהה מהריבית עם הכסף. ג'ורג' סורוס בספרו The Alchemy of Science מדבר על כך מזווה של סוחר. אבל אנחנו רואים באופן היסטורי, זמינות באשראי היא מקור להתרחבות כלכלית, והידוק של אשראי זמין יוצר משבר כלכלי.

הסיכונים עם הבנקים

הבעיה המרכזית בעולם הבנקאות מתחילה כאשר בנקים לא מתמחרים סיכון כמו שצריך. כשהם נותנים הלוואות רעות וצוברים הפסדים, נוצר מצב שבו אין להם מספיק נזילות כדי לעמוד בהתחייבויות שלהם. סיכון נוסף וחמור הרבה יותר הוא מצב שבו הם ממנפים את הסיכון הזה עוד ועוד, בנק אחד נותן הלוואה, ומשעבד אותה לבנק אחר כ- Collateral (בטוחה). הבנק השני מציג את הלוואה כ"נכס" בספר הדוחות שלה. וככה נבנה מגדל קלפים פיננסי (אגב *Collateral*, הוא גם שם הסרט המצוין עם טום קרוז וג'יימי פוקס). אנחנו, הציבור, באמצעות הבנק המרכזי, סומכים על כך שהבנקים יהיו שמרנים, כמעט פרנואידים, בהערכת איכות הלוואות שהם נותנים ומחזיקים. כי אם הם ייקחו סיכון גדול מדי המערכת כולה בסכנה. בגדול, תפקיד הבנקים פשוט:

• לתת שירות לקוחות סביר כדי שהלקוחות לא יברחו

• לתת הלוואות לא-גרועות כדי לא להתפוצץ, כלומר לא להגזים.

האמת? אני לא מכיר אדם אחד שמרוצה משירות הלקוחות של הבנק שלו. לפעמים נראה שהמודל הישראלי הוא בואו כולנו ניתן שירות גרוע, לאן כבר הם ילכו? ובכל זאת, היתרון ההיסטורי של הבנקים בישראל היה שמרנות קיצונית. זו בדיוק הסיבה שהמערכת הבנקאית הישראלית עברה את 2008 בלי פגיעה משמעותית. אבל וזה "אבל" גדול ההיסטוריה מראה שבנקים (לאו דווקא ישראלים) נוטים ליפול לאותה מלכודת שוב ושוב כשיש "חגיגה" בשווקים, הם נעשים גרידיים. הם נותנים הלוואות גרועות, מתמחרים סיכון נמוך מדי, והבונסים שמנים. למה לא? הבונוס של השנה נכנס עכשיו, ואם הבנק יקרוס עוד חמש שנים זה כבר לא עליהם. בכירי הבנקאות האמריקאית 2005–2007 הרוויחו מאות מיליוני דולרים, אף אחד מהם לא החזיר דולר אחד למשקיעים שנמחק להם כל ההון. ואף אחד לא נענש. זו בדיוק הסיבה שהמערכת כל כך שבירה: מתחת לפני השטח יש הרבה כסף שלא באמת קיים, והוא יכול להיעלם ברגע. ההפסדים בהלוואות "ראשוניות" אלה שהיו הבסיס למינופים על מינופים יוצרים תגובת שרשרת. לכן משבר הנדל"ן ב-2007 הפך למשבר פיננסי עולמי ב-2008.

הספירלה האמריקאית — למה זה עבד... עד שלא עבד

מ-1980 ועד 2007, הריביות בארה"ב רק ירדו. מה זה מאפשר מחזור משכנתא בריבית נמוכה יותר.

כל פעם שהריבית ירדה:

• התשלום החודשי נהיה נמוך יותר

• יותר אנשים יכלו לקנות בתים

• מחירי הבתים עלו

•מי שנתקע ולא יכול לשלם פשוט מכר ברווח ושילם את ההלוואה

•כולם נראים חכמים

זה יצר אשליה קטלנית: "אף אחד לא יכול להפסיד על נדל"ן". "המחירים תמיד עולים".
מה קורה כשבנק "לומד" שאין הפסדים? הוא נותן יותר ויותר סיכון, ליותר ויותר אנשים, בתנאים יותר ויותר מתירניים. זו התנהגות רפלקסיבית קלאסית בדיוק כמו כל בועה בהיסטוריה. הפרדוקס:
ככל שנכס נראה בטוח יותר, הבנקים נותנים עליו יותר הלוואות, מה שהופך אותו לפחות בטוח.

"The worst loans are given in the best of times" – old Wall Street proverb

למה זה רלוונטי לישראל של היום

בישראל היום אנחנו רואים בדיוק את אותו דפוס פסיכולוגי, משפטים כמו אלה שלפניכם הם ידע כללי שכולם היו יודעים: "מחירי הדירות תמיד עולים", אף אחד לא מפסיד על דירה בישראל", "במקרה הכי גרוע נמכור ונחזיר את המשכנתא". אבל אם מספיק אנשים מתקשים לשלם והולכים לבנק לעשות מחזור והבנק מסכים, כי זה הפתרון היחיד שלהם, הציבור בעצם משעבד את עצמו לעוד 30 שנה קדימה כדי להקטין תשלום חודשי. מחזור משכנתא בקנה מידה גדול במדינה שבה הריביות גבוהות זה אירוע משמעותי. הוא בעצם "קונה זמן" למערכת, אבל גם דוחה את הסיכון למועד מאוחר יותר, שבו המשבר עלול להיות גדול יותר. זה בדיוק הדרך בה שוק משכנתאות יכול להיות רותח בזמן שמכירת דירות מדשדשת. הבנקים לוקחים הימור, שכוח הקנייה של הציבור ישתפר ולא יחמיר.

"If something cannot go on forever, it will stop". – Herbert Stein

קצת שיעורים ממקרים שבהם חברות שכולם "יכלו לסמוך עליהם" לימדו אחרת

הרפתקאות וורן באפט – אם זה קורה לטוב ביותר, זה יכול לקרות גם לכם

בשנות השמונים ברקשייר הייתה לקוחה מרוצה של סולומן בראדרס והפכה להיות בעלת מניות של בנק ההשקעות. אבל כדי להבין את הסיפור שם, צריך שנתחיל קצת בשיעור נוסף איך עובד גיוס האג"ח של משרד האוצר האמריקאי. כאשר ממשלת ארה"ב צריכה לגייס כסף למימון פעילותה, היא מנפיקה אג"ח (Treasury Bills, Notes, Bonds). השיטה שבה משתמשים נקראת מכרז הולנדי (Dutch Auction) או "מכרז מחיר אחיד". זה עובד בשלושה שלבים:

1. ההכרזה: משרד האוצר מודיע כמה כסף הוא רוצה לגייס (למשל, 10 מיליארד דולר באג"ח ל-10 שנים).

2. הגשת ההצעות (Bidding): המשתתפים, שהם לרוב בנקים גדולים המוגדרים כ"עושי שוק ראשיים" (Primary Dealers), "משקיעים מוסדיים וגם הציבור, מגישים הצעות משני סוגים:

- הצעה לא תחרותית (Non-Competitive Bid): המשקיע אומר: "אני רוצה לקנות אג"ח במיליון דולר, לא משנה לי מה יהיה המחיר/הריבית שייקבעו". משקיעים אלו מקבלים עדיפות עליונה ומובטח להם שיקבלו את הסחורה.

- הצעה תחרותית (Competitive Bid): המשקיע אומר: "אני מוכן לקנות אג"ח ב-100 מיליון דולר, אבל רק אם התשואה (Yield) תהיה לפחות 4.5%".

3. קביעת המחיר (The Clearing):

- תחילה, משרד האוצר מוריד מהסכום הכולל את כל ההצעות הלא תחרותיות.
- את היתרה הוא מתחיל לחלק למציעים התחרותיים, החל מאלו שהסכימו לקבל את התשואה הנמוכה ביותר (כלומר, הציעו את המחיר הגבוה ביותר עבור האג"ח).
- האוצר ממשיך לרדת ברשימה, ולקבל הצעות עם תשואות גבוהות יותר ויותר, עד שכל הסכום המבוקש גויס.

4. התוצאה (Uniform Price): התשואה הגבוהה ביותר שהתקבלה כדי להשלים את הגיוס נקראת "Stop-out Yield". כל המשקיעים (גם אלו שהסכימו לתשואה נמוכה יותר וגם הלא-תחרותיים) מקבלים את האג"ח באותה תשואה סופית זו.

כדי למנוע ממשקיע יחיד להשתלט על השוק ולבצע מניפולציות במחיר, משרד האוצר קבע חוק שאוסר על גוף אחד לרכוש יותר מ-35% מכמות האג"ח המונפקת במכרז בודד.

פול מוזר

פול מוזר היה אחד מצוות ההנהלה הבכירה של החברה, והיה אחראי על מסחר במחלקת האג"ח הממשלתי. הוא עבר על אותו כלל של 35%, בכך שב-1991, באחד מהמכירות הפומביות הוא רכש 35% ואז רכש עוד כמות אדירה בשם של לקוחות ללא ידיעתם ואז העביר את השליטה לידי החברה. זה גרם למחירי האג"ח לזנק ולעשות רווחים גדולים. הסקנדל היה שהמנהלים שלו גילו את העבירה שהוא ביצע ולא עשו דבר, ולאחר מכן הוא עשה את אותו התרגיל שוב, והפעם נתפס. מלוא כובד השערורייה היה בכך שהמנהלים ידעו ולא עשו דבר. משרד האוצר האמריקאי רצה לשלול מהבנק גם את הזכות שלו להשתתף במכירות הפומביות שהיה מהווה הסוף של בנק ההשקעות. באפט הצליח לשכנע את משרד האוצר להתיר לבנק ההשקעות להמשיך להתקיים ולמנות אותו בתור יו"ר והמנכ"ל בפועל באופן זמני. השימוע שעשה בקונגרס לאחר מכן הביא אותו להביא את אחד הציטוטים המפורסמים שלו:

"Lose money for the firm, and I will be understanding. Lose a shred of reputation for the firm, and I will be ruthless" - Warren Buffett

השיעור מכך הוא כזה, גם במקום עם השם הכי טוב שיש, הכי יוקרתי שיש, יכול להיות תפוח רקוב אחד שיעשה מתוך חמדנות דבר שיצור בעיה גדולה. אבל השיעור היותר מעניין בשבילי, שוורן באפט שיתף בהרפתקאות שלו בסולומון בראדרס הוא הסיפור הבא.

"It's a plug number"

בסיפור אחר של וורן באפט כשהיה בדירקטוריון, הוא גילה מספר בדוח המאזן שלא הבין את משמעותו. כששאל לגבי משמעות המספר הוא קיבל את התשובה הבאה:

"I was told that It was a plug number, without it, it just doesn't balance" – Warren Buffett

בכל פעם שערכו מחדש את הספרים, הנהלת החשבונות של החברה שמה מספר אחר כדי שהדו"ח יתאזן. בנק ההשקעות הזה היה חברה עם אלפי עובדים, מהמתוחכמות בעולם, מחזיקה שורה בספרים שהיא לא יודעת להסביר. יתירה מכך, חברת הבידוק החיצונית שבדקה להם את הספרים, לא שמה לב.

General Re

בשנת 1998, באפט רכש את חברת ביטוח המשנה הענקית General Re תמורת כ-22 מיליארד דולר. כולם, כולל מר באפט חשב שזאת חברת ביטוח שמרנית ויציבה. מה שהוא לא ידע, זה שבתוך החברה

הענקית הזו הסתתרה חברת בת קטנה בשם General Re Securities (GRS). נוהלה על ידי סוחרים שסחרו בנגזרים פיננסיים מורכבים מאוד. החברה הזאת, הציגה רווחים יפים שכמובן בעבורם הסוחרים קיבלו תגמול יפה מאוד. בנוסף, הרווחים האלה הופיעו בספרים של General Re, מה שהעלה כמובן את "ערך" החברה. הבעיה בחוזים שהיו זה שהיו שם טריידים לתקופות ארוכות קדימה. התופעה הייתה כזאת, גם הם וגם הסוחרים בצד השני ביצעו טרייד 'נגדי' ורשמו את הטרדיד כמוצלח גם אם היה באמת פג רק עשורים קדימה. כששאל אותם איך הם יודעים שהטרדיד רווחי, הם הסבירו לו על השיטה לתמחור שלה נתנו "Mark to Model", שינוי של "Mark to Market" שבו ניירות ערך נמצאות בספרים לפי המחיר שלהם באותו רגע בשוק. בגלל שאין "מחיר שוק" יומיומי לחוזה ייחודי ומסובך ל-30 שנה, הסוחרים הכניסו נתונים לאלגוריתם שבעצם נתן להם את הרווח אותו הם רצו, ואז את המספר הזה הם דיווחו כרווח. וורן באפט פירש את זה ככה, הסוחרים קבעו את ההנחות במודל בצורה אופטימית כדי לרשום רווחים מידיים, לקחת בונסים שמנים באותה שנה, ולהשאיר את הסיכון (שיתפוצץ רק בעוד שנים) לבעלי המניות. הוא כינה את השיטה שלהם לתמחר את הרווח "Mark to Myth". הניסיון של וורן באפט לסגור את ה"קטסטרופה" הזאת עלתה מאות מליונים.

השיעורים הקטנים הללו הם שיעורים שהמוסר השכל עמוק יותר מאשר בהסתכלות רדודה. וורן באפט תפס את המקום שלו בכך שממוצע הרווחים האדיר שלו, לאורך כל כך הרבה עשורים, מחזורי אשראי ומחזורי עסקיים, בכל כך הרבה סוגי נכסים שונים אינו בר השוואה עם אף אחד. ואפילו הוא, שנחשב אולי לאדם הטוב ביותר שאפשר לחשוב עליו בנושא הביטוח או חברות פיננסיות מצא את עצמו במצבים שלא דמיין לפני. בפגישות המשקיעים של ברקשייר, הוא וצ'ארלי חלקו חוויות שצריכות לסמר שערות של משקיעים, מתחזיות שלא היו קשורות למציאות, לכל מיני מקרים מטורפים אחרים שהם נחשפו אליהם לאורך השנים. אם המשקיעים הטובים ביותר מצאו את עצמם עם השקעות שהיו בעיתיות בלשון המעטה, על אחת כמה וכמה אנחנו בני התמותה חייבים להיזהר. אי אפשר לסמוך על כך שאדם כלשהו בגלל שהוא עובד באיזה מוסד יוקרתי עושה את עבודתו נאמנה או לא, כפי שכינה באפט את מוזר, "pyromaniac" (פירומן). אי אפשר לסמוך על כך שגורם חיצוני עבר על הספרים כמו שצריך. הביטו בסיפורי כמו שצריך. הביטו בסיפורי Wirecard ו-Enron. הסתכלו מה קרה ל-GE אחרי שג'ק וולש עזב אותה. מי שהיה מוכר כמנכ"ל הטוב בכל הזמנים ועשה הון תועפות וזכה לחבילת פרישה מטורפת בנה חברה שערכה היה רחוק מאוד מלהיות מה שחשבו שהיא שווה, ובעלי המניות שהיו נאמנים לו הפסידו כמעט הכל. העיקר שג'ק וולש אמר שהעבודה שלו תימדד לאחר העזיבה שלו בכמות הזמן שהוא היה מנכ"ל. לא היה צריך 20 שנה כדי לראות איך החברה שהוא ניהל הייתה בכביש המהיר לגהנום. אם החברות הללו שהיה להם את השם הטוב ביותר, שנוהלו על ידי האנשים האמינים ביותר, היו חלק מקנוניות, איך אתם יכולים לסמוך על אנשי המקצוע שאתם לוקחים הקשורים בפיננסים בלי להבין טוב יותר בעצמכם, כדי שתוכלו לבדוק ולאמת את המידע שאתם מקבלים.

קצת חשבונאות

בשוק הנדל"ן של התקופה האחרונה, אנו עדים להצפה של מבצעי שיווק אגרסיביים מצד קבלנים. המוכרים שבהם הם עסקאות ה-20/80" (תשלום של 20% בחתימה והיתרה במסירה), או "הלוואות קבלן" שבהן היזם מסבסד עבור הרוכש את תשלומי הריבית על המשכנתא לתקופה של שנתיים או שלוש. לעיתים, מוצע פטור מלא מהצמדה למדד תשומות הבנייה (שהסברתי לכם לפני איך זה לגלגל על הלקוח את סיכון האינפלציה). המטרה של המבצעים הללו ברורה: לגרום לרוכש להרגיש שהעסקה כדאית ושהוא "חוסך" כסף, או אפילו מרוויח לא מעט כסף ברגע העסקה. כאילו, הרווח שלו מובטח, הוא מרגיש שהוא קונה דירה שהוא יכול למכור אותה עוד שנתיים במיליון 200 כאשר קנה ב900 אלף. הרי "השוק עוד רגע יתאושש" כי "הריביות ירדו" וה"מלחמה תיגמר". אך כאן הרוכש חייב לעצור ולשאול את עצמו שאלה פשוטה: קבלנים אינם עוסקים במתן אשראי. הם חברת בנייה, לא בנק. אם הם מציעים מימון או סבסוד, יש לכך סיבה. הרוכשים נוטים להסתכל על "כמה הדירה עולה בסוף" ומסיקים שבגלל המבצע היא זולה יותר, אך כדי להבין את התמונה המלאה, צריך לצלול למושג שנקרא "ערך ספר" (Book Value).

ערך ספר

בחשבונאות, ערך בספרים הוא שוויו של נכס כפי שהוא מופיע במאזן החברה (מעניין לציין שאין למושג חשוב זה ערך בוויקיפדיה בעברית). זהו המרכיב הקריטי ביותר כשבוחנים נכסים וחובות. בפשטות, ערך הספר של נכס הוא הסכום שיתקבל אם "ננזיל" אותו (נמכור אותו) ברגע זה. ערך הספר של עסק שלם הוא מה שקורה אם מוכרים את כל נכסי, בניינים, פטנטים, מכונות, משתמשים במזומן כדי לסגור את כל ההלוואות, ומה שנותר הוא השווי.

עבור אדם פרטי, "מחיר הדירה" תלוי ברגע הקנייה במשוואה הקלאסית: הון עצמי + משכנתא (חוב). ביום שאחרי הקנייה, אם יגיע שמאי להעריך את הנכס, הוא ינסה לקבוע את "ערך הספר" האמיתי שלו. השמאי משתמש בכלים מקצועיים, אך את המחיר האמיתי תגלו רק אם תנסו למכור. אם הדירה נמכרת יותר יקר ממה שקניתם ההון העצמי שלכם גדל. אם היא נמכרת בפחות, איבדתם הון עצמי. בתרחיש הגרוע ביותר, אם הדירה נמכרת בפחות גובה המשכנתא, אתם נשארים חייבים כסף לבנק גם אחרי שמכרתם את הבית.

LTV

לרוב, אנשים נמנעים מלמכור נדל"ן בהפסד אלא אם הם חייבים. בשוק חופשי ונזיל, אפשר לסמן מדי יום את ערך הנכסים לפי נכונות השוק לשלם. שמאי הבנק מנסה לעשות זאת, אך מכיוון שאף נכס נדל"ן אינו

זהה לחלוטין לאחר, נדרשת התאמה. ישנו הבדל תהומי בין שמאי של הבנק לבין שמאי פרטי. השמאי של הבנק לא בא לתמחר את הנכס עבורכם, אלא להגן על הבנק מפני הלוואה "לא טובה". מהי הלוואה לא טובה? בניגוד למה שנהוג לחשוב, זה לא בהכרח הלוואה לאדם בסיכון גבוה. הלוואה גרועה היא כזו שהמלווה (הבנק) תמחר בה את הריבית בצורה שגויה ביחס לסיכון. הסיכון הגדול ביותר לבנק במשכנתא הוא להיתקע עם הנכס ולהיאלץ למכור אותו בהפסד. הבנק חושש מתרחיש של גל פשיטות רגל שיוביל אותו להחזיק במלאי דירות ענק ("חורים" בספרים). ככל שהבנקים בטוחים שתרחיש כזה הוא בלתי אפשרי, כך גדל הסיכוי שהוא יתממש. הבנק מסתכל על ה – LTV (Loan to Value) – שיעור המימון ביחס לשווי הנכס. זהו למעשה מדד ל"כרית הביטחון" של הבנק. אם דירה עולה מיליון ש"ח והבנק נתן 750 אלף ש"ח, (75% LTV) המשמעות היא שישנם 250 אלף ש"ח של הון עצמי שמשמשים כבולם זעזועים. בתרחיש שבו הלווה לא משלם והבנק נאלץ למכור את הנכס, ה LTV-מבטיח שגם אם מחיר הדירה ירד ב-10% או 15%, הבנק עדיין יצליח להחזיר לעצמו את מלוא סכום ההלוואה מהמכירה. הסיכון הגדול מתרחש בשווקים בועתיים: אם אנשים לקחו מימון מקסימלי לפי שווי מנופח, וירידת המחירים תהיה חדה יותר מכרית הביטחון (למשל ירידה של 30%), הבנק מוצא את עצמו עם בטוחה ששווה פחות מהחוב ("משכנתא תת-מימית"), מצב שבו גם מכירת הנכס לא תכסה את ההפסד. הבנק משתמש על הערכת השמאי כדי לוודא שיש לו כרית ביטחון מספיק גדולה לעשות offset לסיכון.

DSCR

הבנק גם מעוניין בDSCR של הלווה. מעבר לשאלת "כמה הנכס שווה?", לבנק יש דאגה דחופה ויומיומית יותר: "האם ללווה יש אוויר לנשימה כדי לשלם לי בכל חודש?". כאן נכנס לתמונה מדד ה Debt Service Coverage Ratio (DSCR), או בעברית, יחס כיסוי החוב. בפשטות, המדד הזה בודק את היחס בין ההכנסה התפעולית נטו – NOI) בין אם זו משכורת של אדם פרטי או שכר דירה מנכס מניב - לבין סך תשלומי החובות. אם ה DSCR-עומד על 1, זה אומר שההכנסה מכסה בדיוק את החוב, ואין שום מרווח לטעות. הבנקים, ששונאים סיכון, מחפשים בדרך כלל יחס גבוה יותר (למשל 1.25 ומעלה) אצל משקיעים או יחס החזר שלא עולה על 30%-40% מהנטו אצל משקי בית), כדי להבטיח שגם אם הריבית תעלה, או הדירה תעמוד ריקה חודש אחד, הלווה עדיין יוכל לעמוד בתשלומי החוב. הבעיה הגדולה בשוק הנוכחי היא שעליית הריבית "הרגה" את ה-DSCR. בגלל האופי של הריבית המשתנה, ההחזר החודשי התנפח משמעותית, בעוד שההכנסות (משכורות או שכר דירה) לא עלו באותו הקצב. זה יוצר מצב מסוכן שבו הלווה אולי מחזיק בנכס ששווה מיליונים "בספרים", אבל תזרימית הוא חנוק ועלול להגיע לחדלות פירעון, מה שיאלץ את הבנק לממש את הנכס, בדיוק התרחיש ממנו הוא מנסה

להימנע. כיום אנחנו עדים לכך שבעלי דירות מוסיפים כסף לשכירות כדי לכסות את המשכנתא בעוד שלפני כן הם לא היו צריכים לעשות זאת.

באופן כללי, משכנתא נחשבת הלוואה בטוחה לבנק כי יש נכס משועבד, ויש "כרית ביטחון" בדמות ההון העצמי של הרוכש (לרוב לפחות 20%). גם אם הנכס חוזר לבנק, הוא יכול למכור אותו ב-20% פחות ועדיין להחזיר את הקרן. לכן, שמאי הבנק לרוב יעריך את הנכס בצד הנמוך של הסקאלה – ליתר ביטחון. אבל חשוב לזכור: שמאי הוא לא משקיע שמנתח תזרימי מזומנים. הוא לא באמת יודע מהו ה-Intrinsic Value (הערך הפנימי) של הנכס. הוא מבצע הערכה המבוססת על תמחור יחסי (Relative Valuation) כלומר הוא מנחש את Book Value על סמך עסקאות דומות.

וקצת בשביל אנשי מניות – Current Ratio

אני אנצל את זה שנדל"ן הוא דבר יחסית פשוט לרוב האנשים להבין אותו כדי להסביר כמה דברים בדוחות חשבונאיים. הסברתי כבר בעבר ששכירות היא כמו חוב. כשאדם שוכר, הוא מתחייב לעמוד בהתחייבות שלו כלפי המשכיר. זאת הסיבה שאדם שמשכיר יבקש לראות תלושי שכר, כדי לראות האם המשכיר יוכל לעמוד בהוצאות השכירות. זאת הסיבה למה הוא מבקש גם בטחונות, זה ה-collateral שלו. אם נשווה רגע את עולם הנדל"ן ונעבור לנתח דוחות של עסקים, נגלה שגם שם חובות מסווגות ל-2 סוגים. חובות שוטפים (טווח של שנה) וחובות ארוכי טווח מעל שנה. למרות ששכירויות בדוחות חשבונאים לא נכנסים תחת סעיף החובות, אני אוהב לשים אותם שמה (משהו שלמדתי מאסוואט דמודארן). עכשיו אנחנו כמשקיעים רוצים לוודא שהעסק בו אנחנו משקיעים יעמוד בהתחייבויות שלו ולא יפשוט רגל. ולכן מעניין אותנו היכולת של העסק לעמוד בהתחייבויות שלו. כלי למדידה של זה הוא Current Ratio או בעברית - היחס השוטף. תחשבו על Current Ratio כמו DSCR של העולם העסקי. העקרון זהה לחלוטין: אנחנו לוקחים את כל מה ש"נזיל" ויכול להפוך לכסף מזומן בתוך שנה (הנכסים השוטפים, שאצל אדם רגיל זה לרוב ההכנסה שלו), ומחלקים אותו בכל מה שהחברה חייבת לשלם בתוך שנה (ההתחייבויות השוטפות). ככה זה נראה:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{נכסים שוטפים (Current Assets)}}{\text{התחייבויות שוטפות (Current Liabilities)}}$$

נכסים שוטפים זה מזומן, מלאי, והכנסות שצפויות להיכנס בשנה הקרובה (מכירות שקרו, או חובות שחייבים לנו). ההתחייבויות השוטפות זה Current Debt שדיברנו עליו קודם, וכל שאר החובות

שחייבים להייות משולמים השנה כמו ספקים, משכורות, חשבונות, תשלומי הלוואות (וכמו שאמרתי אני אוהב להוסיף כאן את השכירות שצריך לשלם). אני אוהב להכניס לכאן כל דבר שאני יודע שחייב להיות הוצאה השנה ולהוסיף עוד לכך. ואני אציין בנושא הזה דבר אחד נוסף. יש חוקים שרואי חשבון עוקבים אחריהם בגלל שצריך להיות מדווח בצורה מסויימת. אנחנו יכולים לפרשן לעצמנו את הנתונים בצורה שהיא שונה מאשר מה שמוצג.

"If options aren't a form of compensation, what are they? If compensation isn't an expense, what is it? And, if expenses shouldn't go into the calculation of earnings, where in the world should they go?" – Warren Buffett on GAAP Accounting

כשעושים את החישוב, בדיוק כמו ב DSCR המספר 1 הוא "קו פרשת המים", אם לחברה יש יחס שוטף של 1, זה אומר שיש לה בדיוק דולר אחד בקופה (או במלאי) על כל דולר שהיא חייבת לשלם. לעומת זאת, כשאנחנו רואים חברה עם יחס שוטף של 2 אנחנו יודעים שעל כל דולר של חוב, יש לה שני דולרים בצד, ויחס של 0.5, על כל דולר של הוצאות בקרוב יש רק חצי דולר. יחס שוטף גבוה זה מקביל ל DSCR גבוה ובריא בנדל"ן. יש עסקים שאוהבים להתנהל עם יחס שוטף גבוה. יש עסקים שאוהבים להתנהל עם יחס שוטף נמוך. זה לא אומר שאחד יותר טוב מהשני. זה טעות קלאסית של אנשים שלומדים חשבונאות. אפל לדוגמא, מתנהלת מאז שאני קורא דוחות (שזה כבר לא מעט שנים) עם יחס שוטף נמוך מ-1. היא יכולה לעשות את זה כי היא משיגה את הכסף הנדרש בקלילות. זה כמו מליארדר שאין לו הכנסה כלל, שיושב לו מליארדים במניות, הוא יכול בלחיצת כפתור לגייס את הכסף לשלם את מה שהוא צריך.

הערה למשקיעי נדל"ן – איך ליישם עקרון משוק ההון

מאחר שמשקיעי נדל"ן משכירים את הנכסים שלהם, הם חייבים להבין את מצבו הפיננסי של הדייר. זו הסיבה שאני חושב שהרעיון להאשים בעלי דירות ב"אפליה על רקע הכנסה" הוא פשוט הזוי. זה ברור מאליו שמשכיר יעדיף דייר מבוסס יותר כלכלית (אם כי רוב המשכירים יעדיפו דייר אמיד פחות שישמור על הנכס בקנאות, על פני דייר עשיר שיהרוס אותו).

כשמנסים להעריך את הכנסת הדייר, חובה לקחת בחשבון תרחיש של הרעה במצבו הכלכלי. אם מדובר בשכיר שמפוטר מעבודתו, הוא לרוב יהיה זכאי לדמי אבטלה. לעומת זאת, אם הדייר הוא בעל עסק או עצמאי, ההכנסה שלו עלולה להיחתך בפתאומיות בכל רגע נתון. זו בדיוק הסיבה שבנקים וגופים מלווים מעדיפים להעניק הלוואות לשכירים, וזו גם הסיבה שבעלי עסקים רבים בוחרים להוציא לעצמם תלוש משכורת (להעסיק את עצמם כשכירים בחברה שלהם) כדי להקל על קבלת אשראי. משכיר חייב תמיד

לחשוב על הביטחונות שבידיו (כמו פיקדון) ולשקלל את הסיכונים הכרוכים בדייר. סינון הדיירים (Screening) הוא המשימה החשובה ביותר של בעל הנכס. משקיע הנדל"ן צריך לחשוב על המצב הפיננסי של עצמו, אבל כמשכיר, עליו לחשוב גם על המצב הפיננסי של הדייר שלו. גם אם אין לו משכורת, אבל יש לו מספיק כסף בחסכונות לממן מחייה 5 שנים קדימה, זה שוכר בריא מאוד (להיזהר מזיופים של תלושי משכורת או דו"ח מהבנק). בדיוק כפי שבעסקים יש ערך למוניטין (Goodwill), כך גם לאישיות הדייר יש ערך כלכלי ממשי: אם הוא שומר על הנכס שלכם, הוא למעשה חוסך לכם כסף.

Valuation

זה הזמן להכיר את אסוואת' דאמודרן המכונה The Dean Of Valuation. הספרים וההרצאות שלו (כמו בערוץ היוטיוב המצורף) מומלצים מאוד למי שרוצה להבין פיננסים לעומק.

<https://www.youtube.com/watch?v=znmQ7oMiQrM&list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUpsCbQ-JGtbl9>

הספרים שלו מעולים, והם קשים. וחד משמעית מתאימים למי שרוצה להבין פיננסים של תאגידים. אבל בפרק בקורס שנתתי את הקישור (וערוץ היוטיוב שלו בחינם ושופע תוכן לימודי) הוא מסביר על תמחור של נכס בהסתמך על נכסים דומים.

עכשיו תמחור רלטיבי, הוא שיטת התמחור שרוב האנשים משתמשים בה בנדל"ן. אישה שרוצה למכור דירה מוכרת ב-200 אלף יותר ממה שהשכן שלה מכר (מתוך דוגמא מתוכנית של כאן 11). תמחור נדל"ן מסתמך בעיקר על השאלה "בכמה נמכר נכס דומה באותו מיקום". הבעיה היא שאם שוק הדיור נמצא בבוועה שעומדת להתפוצץ, הערכת השמאי (שמתבססת על העבר הקרוב) תהיה שגויה מהיסוד, והבנק יישאר חשוף לסיכון. הסיכון לבנק הוא לא רק בהפסד על הלוואה בודדת, אלא בבעיית נזילות. הבנק "חי" על הפער שבין הלוואות קצרות מועד (פיקדונות הציבור) להלוואות ארוכות טווח (משכנתאות). אם לווים רבים מפסיקים לשלם בבת אחת, הבנק נקלע למשבר תזרימי. לכן, הבנק יעדיף תמיד למחזר משכנתא ולעשות הכל כדי לקבל כסף, ולא להיתקע עם נכסים.

מבצעי המימון של הקבלנים ושאר shenanigans הישראלים

The Shenanigans והערפל הנוסף שעלול להטעות את הבנקים

המצב בישראל מורכב אף יותר מכיוון שרבים לקחו הלוואות על חשבון קרנות השתלמות ופנסיה (שמושקעות בעצמן במניות נדל"ן ובנקים) כדי להגדיל את ההון העצמי לדירה. זה יוצר מעגל שמנפח את רווחיות הבנקים וחברות הנדל"ן, מעלה את ערך המניות שלהם, ומאפשר ללווה הבא לקחת הלוואה גדולה עוד יותר. בנוסף, נפתח מקצוע חדש של מלווי משקיעים שלימדו אנשים איך לקחת הלוואות משלימות. הורים רבים ומשפחות עזרו לילדים עם הון עצמי לקניית דירה. בכך הם "הקדימו את הביקוש", דבר שעלול להשפיע בצורה לא מודעת לציבור ה"מקצוענים" על המשוואה האמיתית של ביקוש והיצע (הביקוש וההיצע הוא הטענה המרכזית של אנשים שוריים בנוגע לשוק הנדל"ן למה המחיר בהכרח ימשיך לעלות). הבעיה מבחינת הבנק, כאשר זוג מגיע עם הון עצמי שלא הוא חסך, הוא שהוא מאבד ראיות לגבי "יכולת החיסכון" של הלווה. באופן היפותטי, הסכום החודשי שהלווה חסך, יחד עם השכירות שהוא שילם אמורים לתת לבנק אומדן לגבי הרגלי הלווה בנוגע להוצאות הדיור שלו. לכן לווה ששכר דירה לאורך השנים, נותן לבנק יותר רקע על אופי הלווה מאשר זוג שחי ביחידה אצל ההורים "כדי לחסוך". בנוסף, קבלנים רבים משעבדים נכסים מניבים שלהם לטובת מימון פרויקטים חדשים. ירידת ערך מסכנת את כל המגדל הזה. את כל המערכת הזאת מתדלק העובדה שאנשים עומדים בתשלומים של ההלוואות שלהם. ככל שגילויי העריות של "הלוואות משלימות להון עצמי" ושלל הנדסות הפיננסיות שאנחנו לא מודעים אליהן (ותמיד יש לפחות תפוח רקוב אחד) יותר ויותר סבוכות, מערבות יותר שחקנים, או במקרה הגרוע ביותר, שחקן מאוד גדול ומאוד חשוב, התוצאה יכולה להיות הרסנית יותר. ביום שזה ייפסק, שתזרים המזומנים של מספיק משקי בית כבר לא יעמוד בכך, זה עלול לייצר בעיה הרסנית הרבה יותר ממה שאנחנו מודעים. בגלל האינפלציה, כוח הקנייה של הציבור נשחק מכיוון הוצאות הבית שלו. מהכיוון השני, בגלל העלייה של הריביות DSCR יורד, שהוסיף לשחיקה של כוח הקנייה של הציבור. בעלי דירות מנסים לגלגל את העלייה של המשכנתא אל ציבור שמאבד את היכולת שלו לחסוך. בעלי דירות לא מצליחים לחסוך כדי למכור את הנוכחית ולהוסיף הון עצמי כדי לרכוש את הדירה הבאה. נוצר מצב כזה, DSCR יורד, היכולת לחסוך קטנה, שעלולה לפגוע בביקוש עתידי. במידה והמשפחה הישראלית הממוצעת תפסיק לעזור באותו הקצב, כשלישראלים יגמר מאיפה להלוות עוד הון עצמי לרכישת דירה, אנחנו עלולים לראות זינוק של הLTV. זה תסריט הבלהות של הבנקים. מכאן, שהבנקים והקבלנים עלולים להיות תקועים בין הפטיש לסדן במקרה הגרוע. בגלל האופי הלא נזיל של נדל"ן אין להם את האפשרות להוריד את הפלסטר מהר וכואב כמו שניתן כשזה מגיע למניות ואג"ח.

ההבדלים בין נכסים בדו"ח מאזנים והתרחיש הקיצוני

בשוק ההון (מניות ואג"ח), המצב שונה כי קיים מנגנון Mark to Market, סימון שווי הנכסים בכל יום ובכל רגע. כלומר לסמן כל יום מה ערך הנכסים לפי מה שהשוק היה נותן להם בכל יום. על בסיס זה, ניתן לקחת הלוואה כנגדם מבנק השקעות, דבר הנקרא מסחר Margin. בנק ההשקעות לוקח את אותם נכסים Collaterals, כלומר הם משועבדים לטובת הלוואה. והמשקיע יכול להשקיע את זה בנכסים אחרים. זה שונה ממשכנתא בעבור אותו הנכס.

אם לקחת הלוואה כנגד תיק מניות וערך התיק ירד משמעותית, הבנק יכול לבקש מהלווה לתת לו עוד נכסים או מזומן כנגד הלוואה. במידה והוא לא עושה זאת מהר מספיק, הבנק מבצע מיד Margin Call (גם לזה אין עמוד בוויקיפדיה בעברית, ואנשים תוהים למה אני חושב שהם צריכים ללמוד מושגים באנגלית...). הבנק מוכר את הנכסים שלך בכפייה כדי לכסות את החוב. זה לדוגמא מה שקרה ב-26 במרץ 2021 לארקגוס שביצעו לו Margin Call.

https://en.wikipedia.org/wiki/Archegos_Capital_Management

בנדל"ן, בגלל חוסר הנזילות, אי אפשר לבצע Margin Call מידי לקבלנים במידה והם שיעבדו נכסים מניבים שכבר קיימים לבנק (יש בשוק לא מעט דירות קבלן להשכרה לטווחים של 5 שנים...). בנוסף, שחרור של מספיק דירות כאלה לשוק בבת אחת עלול ליצור בדיוק את הסכנה הגדולה יותר לבנקים במידה ושחקן מספיק רציני נכנס לקשיים. ולכן הם לא מעויינים בהורדת מחירי הדירות גם כשהן בשליטת הקבלן כי הסכנה זהה. כאשר יש ירידת מחיר בדירות ה-LTV מזנק. לכן הבנקים יעשו הכל כדי לעזור לקבלן במצוקה. וכאן אנחנו חוזרים למבצעי ה-20/80. לקבלן יש במאזן "מלאי" (דירות) ו"חובות" (לבנק). כדי להמשיך לקבל אשראי, הקבלן חייב להראות מכירות ולשמור על שווי המלאי בספרים. אם הקבלן יוריד את מחיר הדירה באופן רשמי, הוא פוגע בערך של כל המלאי שנותר לו, מה שמרע את מצבו במאזן מול הבנק. לכן, לקבלן יש תמריץ אדיר "להנדס" את העסקה: להשאיר את מחיר הדירה (הנומינלי) גבוה, אבל לתת הטבות מימון (כמו פטור ממדד או סבסוד ריבית) שהן שוות ערך להנחה ריאלית. כך, הדירה נמכרת, הקבלן מקבל תזרים, אבל ב"ספרים" המחיר נותר גבוה והבנק נשאר רגוע. זה לא קשור רק לדירה שקניתם, זה קשור לשמירה על הערך של כל הדירות האחרות שהקבלן עדיין צריך למכור וכל הדירות המשועבדות שלו.

חשוב להבין שירידה חדה בערך נדל"ן לא רק פוגעת ברווחיות הבנקים, אלא היא מסכנת באופן מוחשי את תיק הלוואות שלהם, ופוגעת בנזילות שלהם.

לכן כשלקבלנים יש דירות (גם אם על הנייר) שהם עוד לא מכרו, יש להם בספרים חובות (לבנקים) ומלאי, עם ערך ספר מסויים שהם עוד לא מכרו אותם. גם פה הבנקים לא בעסק של להחזיק מלאי דירות, אלא הם רוצים כסף. הקבלן בשביל לקבל המשך מימון לפרוייקט הזה (או לאחרים) צריך להוריד מהספרים שלו את המלאי, ולקבל אינפוזיה של מזומן מקונים בשביל להתקדם בבנייה או לחילופין לחזק את הספרים שלו (או אפילו לשלם לבנק בעבור הלוואה כלשהי). כדי להתקדם עם הבנייה (למיטב זכרוני) קבלן רוצה למכור 70% מהדירות שלו על הנייר, אבל נניח שהמספר הזה נמוך יותר, הוא עדיין צריך למכור יותר מ-0 כדי להתקדם, ואם הוא מתקשה, טבעי לחשוב שהוא עלול להוריד מחיר. מצד שני הורדה של מחירי הדירות פוגע גם בספרי החשבונות שלו, וגם של הבנקים.

וזה תמריץ מצויין, למצוא פטנטים (כמו כל מיני מבצעים) שמורידים את מחיר הדירה באופן ריאלי, אבל מבחינת הספרים מותיר אותם זהה. זה לא קשור לדירה הזאת, זה קשור לכל האחרות. ולכן לדעתי הם גם נושאים לכל ירידה בריביות. שתקל קצת על הלווים שתכניס אפילו עוד קצת ביקוש לשוק.

יש ממש דעה רווחת בשוק שיש מזימה לשמור את מחירי הדירות על הנייר גבוהים כדי להרוויח הרבה מאוד כסף על חשבון הציבור. העניין הוא שאם הקבלנים ו/או הבנקים לקחו סיכונים שאנחנו לא מודעים אליהם, הם מוכרחים לעשות זאת, מפני שירידה במחיר הדירות הוא לא סכנה לרווחים אלא סכנה קיומית.

מפני שחברות נדל"ן מתנהלות עם חובות, הן חייבות תזרים מזומנים קבוע. עסקאות ה-20-80 הללו ודומותיה, מאפשרות לחברות הללו לקבל הזרקת מזומן קריטית כרגע והמשך מימון מהבנק.

למה הבנקים חוגגים בזמן שהמכירות נעצרות

בסביבה הנוכחית, משקי בית ישראלים ממהרים למחזר משכנתאות, לא כדי לחסוך כסף, אלא כדי לשרוד. הם מבצעים פריסת חוב, או איחוד הלוואות. הם לוקחים משכנתאות שנותרו להן 20 שנה בריבית נמוכה יותר ומותחים אותן מחדש ל-30 שנה בריבית גבוהה יותר, פשוט כדי להקטין את ההחזר החודשי ולקבל מעט אוויר לנשימה. עבור הבנקים, זה מכרה זהב בתחפושת של גלגל הצלה. ראשית, הם מייצרים הכנסה מיידית מעמלות המיחזור של המשכנתא. שנית, וחשוב מכך, הם זוכים לתמחר מחדש את החוב. הם לוקחים לקוח ששילם ריבית נמוכה, ונועלים אותו בהלוואה חדשה בריבית גבוהה משמעותית ולתקופה ארוכה יותר. המהלך הזה מגדיל בצורה מאסיבית את סך הריבית שהבנק יגבה לאורך חיי ההלוואה. המצב הזה יוצר אנומליה מרתקת בשוק: עלייה בנפח המשכנתאות במקביל לירידה במכירת דירות. במצב נורמלי, נפח המשכנתאות אמור לעקוב אחר מכירות הבתים. כשהקווים מתפצלים

בגרפים, כשרואים מיליארדים במשכנתאות חדשות אבל פחות מפתחות שנמסרים לרוכשים, זה סימן שהכסף לא מממן צמיחה, הוא מממן הישרדות.

כשהבנקים מאפשרים את המיחזור הנרחב הזה, הם למעשה מגדילים את ההימור על שוק הנדל"ן הישראלי. הם מהמרים שאם יתנו ללווים מתקשים "רצועה ארוכה יותר" (תשלומים נמוכים יותר כרגע), הם יצליחו לגשר על הפער עד שהכלכלה תשתפר. זהו המקור לשם הספר, בגלל הסיבה הזאת אני טוען שהכלכלה הישראלית נמצאת במרוץ נגד הזמן. אם השוק יתאושש, הבנקים יצאו מזה עם רווחים גבוהים יותר ותיק אשראי גדול יותר. אבל אם הם טועים, אם כוח הקנייה של הישראלים ימשיך להישחק או לחילופין, שמחירי הדירות ירדו (או שתיהם) הם חשפו את עצמם להפסדים גדולים משמעותית מאותם לוויים שכבר היו על סף חדלות פירעון, רק במועד מאוחר יותר ועם נטל חוב כבד הרבה יותר. מנגד, ירידה גדולה מדי במחירי הדירות, יפגע ביכולת הצמיחה שלהם בעתיד, מפני שהם לא יוכלו להקצות כמות אשראי כדי לתחזק את קצב הצמיחה מפני שהם נושאים בספרים שלהם סיכון גדול יותר בגלל שערך Collateral קטן יותר.

ניהול משכנתא אסטרטגי והכוח הנסתר של המינוף: מתי כדאי לבצע מחזור משכנתא, ואיך?

נדל"ן הוא אחת מזירות ההשקעה הבודדות הזמינות למשקי בית רגילים שבהן מינוף (Leverage) הוא לא רק מותר, אלא אף מעודדים אותו. המשכנתא היא המנוע שהופך תשואה "צנועה" לתשואה יוצאת דופן, אך היא גם אותו מנוע שעלול להרוס את היציבות הפיננסית של המשפחה כאשר משתמשים בו לרעה, לא מבינים אותו נכון, או מתזמנים אותו בצורה שגויה. כדי להבין נדל"ן, עליכם להבין את המשכנתא. וכדי להבין את המשכנתא, עליכם להבין מינוף, מחזורי ריבית, ואת ההתנהגות האמיתית של הון עצמי (Equity) לאורך זמן. החלק הזה צולל לעומק השאלה איך המינוף עוזר למשפחות, ולמה סגירה מלאה של המשכנתא על הבית שלכם עשוי להיות אחת ההחלטות הפיננסיות הכי פחות יעילות, וכיצד משקי בית מתוחכמים יכולים להאיץ את יצירת העושר על ידי ניהול אסטרטגי של המשכנתא לאורך עשורים, **תוך כדי הבנה מלאה של הסיכונים.**

מדוע נדל"ן מייצר תשואות חריגות ולמה תשלום של המשכנתא לחלוטין עשוי להיות החלום הלא נכון

הסיבה שנדל"ן עזר למיליונים לבנות עושר היא לא כי "נדל"ן תמיד עולה". הסיבה היא: מינוף + ביקוש יציב יחסית = צמיחת הון מואצת. אם אתם קונים נכס ב-1,000,000 ₪ עם הון עצמי של 200,000 ₪ (20% מקדמה), והנכס עולה ב-20%, הוא שווה כעת 1,200,000 ₪. ההון העצמי שלכם הכפיל את עצמו מ-200,000 ₪ ל-400,000 ₪. זוהי תשואה של 100% על ההון שלכם, למרות שנכס הבסיס עלה רק ב-20%. זהו הקסם המתמטי של המינוף. אדם אחר שבעלים של נכס זהה, שמוחזק ללא משכנתא, התשואה שלו היא 20% לעומת ה-100% שלכם. מספרית זה זהה, אבל מבחינת אחוזים, זה הבדל של פי 5. אם נשווה זאת למניות, מדד ה-S&P 500 עולה יותר לאורך זמן מאשר נדל"ן, אבל בדרך כלל לא קונים מניות עם מינוף של פי 5. חברות בעצמן ממונפות, כך שהוספת מינוף משלכם שקולה למינוף על גבי מינוף, דבר מסוכן ולעיתים קרובות חסר אחריות לכולם, כפי שציינתי מוקדם יותר, המון מקצוענים עשירים מאוד איבדו את כל הונם וההון של המשקיעים שלהם באמצעות מסחר על מניות עם מינוף.

נדל"ן הוא ייחודי כי הביקוש הוא 'קשיח' וניתן לחיזוי בדרך כלל, אנשים כמעט ולא "מפחיתים את הצריכה" של דיור, חוזרים לגור אצל ההורים יחד עם המשפחה שלהם, או מקטינים את גודל הדירה או לחילופין עוברים לגור באוהלים (כפי שקרה בארה"ב לאחר הקריסה של שוק הנדל"ן בארה"ב). בנקים מאפשרים מינוף גבוה בריביות נמוכות. אתם שולטים בנכס גדול עם הון קטן. שילוב שלוש הכוחות

הללו הוא הסיבה שמשקי בית בנו הרבה מהעושר שלהם באמצעות בתים למרות שיעור עליית הערך הממוצע והבינוני.

הצד האפל: אני מזכיר המינוף עובד לשני הכיוונים

מינוף שמכפיל את ההון שלכם בזמנים טובים יכול גם למחוק אותו בזמנים רעים. הסכנה האמיתית היא לא ירידת מחירי הדירות – היא לחץ תזרימי:

- שכר הדירה לא מכסה את המשכנתא
- שיעורי הריבית עולים
- ההכנסה יורדת
- הנכס עומד ריק (Vacancy)
- עלויות תיקונים מזנקות במפתיע

כשכוח הקנייה של המשק בית נפגש עם ריביות עולות המשקיע הופך לשביר. במידה וההכנסה יורדת, המשקיע נכנס לתזרים מזומנים שלילי שמובילה בסופו של דבר למכירות חיסול (Distress Sales). בנדל"ן, הרוצח האמיתי הוא לא המחיר. הוא הנזילות של בעל הנכס.

להבין את מחזורי הריבית

ריביות זזות בדרך כלל בארבעה שלבים:

1. **ירידת ריבית:** תשלומי המשכנתא אמורים להפוך לזולים יותר (בישראל יש מרכיבים נוספים). משקיעי נדל"ן עם כיסים עמוקים יקנו במזומן בשלב זה כי הוא נוטה להתרחש בזמן מיתון כשהתיאבון לסיכון נמוך, או שאנשים יושבים על הגדר ומחכים שהריביות ירדו. בדרך כלל, בשלב זה ניתן לקנות נכסים בזול. אנשים שלווים עכשיו עלולים למחזר שוב בתחתית המחזור אם זה ישתלם להם.
2. שלב התחתית: הריביות מתייצבות בתחתית. זהו הזמן הטוב ביותר במחזור לנעול מימון לטווח ארוך. זה הזמן שמשקיעי נדל"ן ימחזרו נכסים קיימים. זה גם הזמן שבו השווקים נוטים להתחמם הכי הרבה. רוכשי דירות רבים משדרגים בשלב זה, ותחילת החלק הזה היא רגע ה"ציאה מהשפל" שפיטר לינץ' מתאר בציטוט המפורסם שלו.
3. עליית ריבית: מתרחש בדרך כלל בגלל שהכלכלה מתחממת יתר על המידה או בגלל פסימיות של מלווים. מכיוון שהריביות עולות, התשלומים מזנקים בהלוואות חדשות או במסלולים משתנים. כושר ההחזר (Affordability) קורס.
4. שלב השיא: המחירים מדשדשים או יורדים. משקי בית מרגישים לחץ מקסימלי.

סאם זל, בספרו Am I Being Too Subtle, מסביר שהמחזור הכלכלי ומחזור האשראי משפיעים על שווקי הנדל"ן באיחור.

משקי בית שמבינים את המחזור הזה לא סתם "קונים בית". הם מתזמנים ובונים את המשכנתא שלהם כך שתתיישר עם החלקים הטובים ביותר של המחזור. הם יושבים ומחשבים בתחתית המחזור האם כדאי למחזר עכשיו את הבית שבבעלותם. משפחה צריכה לשבת ולהבין האם הגיוני להוציא החוצה חלק מההון (אם נניח 80% כבר שולם). זה יגדיל את התשואה על ההון (ROE) בבית הנוכחי שלהם, ויאפשר להם לקבל ROE גבוה יותר על ההון שהוציאו. עם זאת, זה מביא עמו דרגת סיכון גבוהה יותר מבית ששולם במלואו מבחינת מינוף, אם כי אתם מפחיתים חלק מהסיכון על ידי היותכם מפוזרים יותר (צריך להיזהר מפיזור-יתר הפוגע בתשואה, או – 'di-worsification' מונח שטבע פיטר לינץ).

המהלך האסטרטגי: למחזר, לחלץ, לצבור ריבית דריבית, לשנמך (Downsize)

אסטרטגיה זו אינה מתאימה לכולם. היא לא מתאימה לאנשים שלא יכולים לשאת צורה זו של סיכון. היא לא מתאימה לאנשים עם ניהול כספי לקוי. אבל עבור משקי בית ממושמעים פיננסית, היא יכולה להגדיל דרמטית את העושר בטווח ארוך. משפחות נוטות להגיע לבית ה"סופי" כשהן מגדלות את משפחתן. שם ככל הנראה יבלו את 15-20 השנים הבאות. כשהילדים עוזבים את הבית, או שאנשים יוצאים לפנסיה, הם מחפשים לשנמך (לעבור לבית קטן/זול יותר). אסטרטגיה זו עובדת רק עבור אנשים שסביר שיעברו לנכס זול יותר.

האסטרטגיה:

- קונים בית עם משכנתא.
- לאורך זמן, המשכנתא נשחקת (Amortizes) והבית עולה בערכו.
- ההון העצמי שלכם גדל, אבל התשואה על ההון שלכם (ROE) מתכווצת.
- אתם ממחזרים תקופתית, מגדילים את המשכנתא ומושכים הון החוצה.
- אתם משקיעים את ההון שחילצתם ב:
 - נכס נוסף, או
 - קרנות מדד (Index Funds), או
 - השקעות מגוונות
- לקראת הפרישה, אתם משנמכים:
 - מוכרים את הבית הגדול
 - פורעים את המשכנתא שנותרה

○ קונים את הדירה הבאה עם ההון שנשאר מהדירה הקודמת ככה שאתם לא צריכים להתמודד בפנסיה עם תשלום משכנתא חודשי.

○ שומרים את ההון המושקע שצבר ריבית דריבית במשך עשורים

למה זה עובד?

- אתם משאירים את המשכנתא לעבוד עבורכם במקום שההון העצמי עושה תשואה נמוכה יותר.
 - ההשקעות החיצוניות שלכם צומחות מהר יותר מעליית הערך של הבית.
 - כשמשנמכים, מכירת הנכס הגדול מנקה את ההלוואה שנותרה.
 - ההון שחילצתם והשקעתם ממשיך לצבור תשואה לנצח.
- התובנה המרכזית: אתם לא נהיים עשירים מלשלם את המשכנתא שלכם. אתם נהיים עשירים מההון שלא היה כלוא בתוך המשכנתא.

סיכונים שחובה להכיר (אדבר על סיכון בהרחבה בפרק הבא)

אסטרטגיה זו היא עוצמתית, אבל מסוכנת אם לא מבינים אותה.

1. סיכון כוח הקנייה - אם כוח הקנייה של משק בית נשחק, תשלומי משכנתא גבוהים יכולים להיות קטלניים.
2. סיכון ריבית (במיוחד בישראל) - רוב המשכנתאות בישראל אינן בריבית קבועה ל-30 שנה כמו בארה"ב. ריביות עולות יכולות להרוס את תזרים המזומנים.
3. סיכון ההשקעה האלטרנטיבית - ההשקעה האחרת שלכם עם ההון שחילצתם עלולה להיות לא מוצלחת בעליל.
4. סיכון משמעת - אם ההון שחולץ משמש לצריכה במקום להשקעה, האסטרטגיה קורסת.
5. משבר נזילות - בתקופות של מיתון, אבטלה, או מחנק אשראי, מחזור עשוי להיות בלתי אפשרי.

אסטרטגיה זו דורשת:

- הכנסה יציבה לטווח ארוך
- אופק זמן ארוך
- משמעת
- הבנה פיננסית
- יכולת רגשית לסבול תנודתיות
- נזילות לגיבוי

ללא אלה, האסטרטגיה הופכת להרסנית ולא לבונה.

מינוף בתחתית מחזור הריבית

הרגע העוצמתי ביותר במחזור חיי המשכנתא הוא תחתית מחזור הריבית. כשהריביות בתחתית ניתן תיאורטית (ואנשים מתוחכמים עושים זאת במציאות):

- לנעול מימון לזמן ארוך ככל האפשר חוקית
- לרכוש נכסים איכותיים במימון זול יותר
- להימנע מחשיפה לריבית משתנה
- לבנות נזילות לקראת עידן עליית הריבית הבא
- למחזר אם אפשר (כדי להפחית ריבית או להאריך תקופות קבועות)

זהו הזמן שבו הון נבנה בשקט. משקי בית שמבטיחים מימון זול לטווח ארוך נהנים מעשור או יותר של:

- תזרים מזומנים צפוי
- יעילות מינוף גבוהה
- עליית שכירויות ביחס לתשלומים
- הגדלת ההון העצמי בסיכון נמוך

כשהריביות עולות, התשואה על נדל"ן ממונף מזנקת לשמיים עבור אלו שנעלנו ריביות נמוכות קודם לכן.

למה רוב משקי הבית מפספסים את זה לגמרי

האדם הממוצע:

- מתמקד בתשלום החודשי, לא במחזורי הריבית
- פוחד מחוב באופן לא רציונלי
- משלם את המשכנתא מהר מדי
- לא משקיע מחדש הון שחולץ
- מגיב רגשית במקום אסטרטגית
- מתייחס לבית כסנטימנטלי במקום פיננסי
- **וזו הנקודה הגדולה:** לוקח על עצמו יותר סיכון אשראי עם התחייבויות אחרות, ויכול ללוות פחות. אנשים נוטים לקנות מכוניות יפות ויקרות יותר אחרי שהם קונים את הבית שלהם, מכיוון שהם לא צריכים לחסוך יותר למקדמה ההיא. הם יקנו דברים באשראי, יעשו שדרוגים עם כספים שלוו, או יעשו דברים מטופשים כמו לקנות רכבים במימון. שום טעות פיננסית אינה נפוצה כמו הלוואה לקניית רכב. במיוחד רכבי יוקרה. אז אם אתם מרגישים קנאה במישהו אחר שנוהג ברכב שאתם יכולים לקנות במימון, הניחו שהוא אידיוט ושאתם חכמים יותר ממנו. זה מיד יגרום לכם להרגיש טוב יותר. זה נדיר שמישהו קונה רכב בתשלום מזומן יחיד. בן דוד שלי עשה את

זה עם ה-BMW-שלו, וזה נדיר. אתם רוצים את רכב היוקרה הזה? אתם יכולים לחסוך את הכסף שהייתם מוציאים על תשלומי הרכב בחשבון חיסכון; לקבל עליו ריבית, ואז כשיש האטה כלכלית לקנות אותו במזומן ובזול. זה מה שבן דוד שלי עשה. הוא בחור חכם.

הצרות של הדור שלי

לרוב בני הדור שלי לא היה את העושר האישי, העזרה המשפחתית, החינוך הפיננסי או שהם לא היו בשלב בחיים כדי לשים את ההון הראשוני או להיות שם מנטלית כדי לנצל את המחזור הקודם. בשלב זה לא ברור אם הדיור יהפוך לבר-השגה יותר בעתיד הקרוב עד הבינוני. אדבר על כך יותר בחלק השלישי של הספר.

איך לחשוב כמו משק בית אסטרטגי

אם אתם רוצים ליישם את הפרק הזה בתבונה, תשאלו את עצמכם:

- האם יש לי תוכנית לטווח ארוך למשכנתא שלי, או שאני "זורם"?
- האם אני מבין איך ההון העצמי שלי מתנהג לאורך זמן?
- האם אני עוקב אחרי מחזורי הריבית?
- האם יש לי את המשמעת להשקיע הון שחולץ במקום לבזבז אותו?
- האם יש לי תוכנית שנמוך (Downsizing) עתידית מציאותית?
- האם אני מבין את רגישות תזרים המזומנים שלי לשינויי ריבית?
- האם אני יודע מהו תרחיש הקיצון שלי?

משק בית שמתייחס למשכנתא שלו כנכס אסטרטגי, ולא כנטל, משחק משחק שונה לגמרי.

מחשבות לסיכום

נדל"ן מתגמל את אלו שמבינים מינוף, ומעניש את אלו שמשתמשים בו בצורה עיוורת. למעשה, אם אתם בוחרים לא לשחק, משחקים בכם. לא משנה איך תסתכלו על זה, אתם חלק מהמכונה הכלכלית. משק בית משפחתי לא יכול להרשות לעצמו לא לחשוב על הדברים האלה. מחזור ריבית ישפיע על העסק שלכם, המעסיק שלכם, ההשקעות שלכם. לכן להיות משקיע פסיבי זה מיתוס. אין חיה כזו. כולם לוקחים החלטות פיננסיות אקטיביות לגבי איך הם בוחרים לתפעל את תזרים המזומנים שלהם, איך לנהל את המאזן שלהם. כמה חוב הם יכולים לנהל מבלי לפשוט רגל כדי להגדיל עושר. עושר הוא לא רק פיננסי. הוא איכות החיים שלכם, הזמן שאתם מבליים. עושר הוא סובייקטיבי. אם אתם רוצים לנהוג ברכב יוקרה (אני יודע שהייתי ביקורתי לגבי זה), לטייל יותר מאחרים או כל דבר אחר, זה בסדר גמור, רק תבינו את

ההשלכות. תבינו את העלות של הזדמנויות אחרות. אף אחד הוא לא משקיע פסיבי, כולם אקטיביים, הם פשוט אולי לא יודעים את זה. יש רק 2 סוגים של משקיעים, היזמי (Enterprising) והמגנתי (Defensive). החלק הזה על 2 סוגי המשקיעים, הוא הסיבה למה המשקיע הנבון הוא הספר הכי חשוב לכל מי שחושב על השקעות בתחילת הדרך. להבין האם אתה משקיע יזמי או דפנסיבי ולבנות את אסטרטגית ההשקעות שלך לשארית חייך. זה למה חילקתי לאנשים בעבר את הספר במתנה. זה למה אמרתי לכולם לקרוא את 100 העמודים הראשונים. הוא מדבר על זה. וכל מי שנתתי לו עותק, בין אם הבין את זה או לא, היה מישוהו שחשבתי שצריך לנהל לרגע את הדיאלוג הזה עם עצמו. ה-2 דברים האחרים והחשובים ביותר מהספר, בנוסף לסיווג המשקיעים, על תנודתיות ועל מרווח הטעות, על שתיים נדבר בפרק הבא, כשנדבר על סיכון.

כל האנשים צריכים לדעת שהמשכנתא היא לא משהו לפחד ממנו. היא לא משהו שצריך "להיפטר ממנו" מהר ככל האפשר. זהו המכשיר הפיננסי החזק ביותר שהמשפחה הממוצעת תשתמש בו אי פעם. בשימוש נבון, היא יכולה:

- להכפיל הון עצמי
- לשפר ביטחון פיננסי לטווח ארוך
- ליצור עושר משפחתי אמיתי

בשימוש שגוי היא יכולה לעשות נזק אדיר.

פרק זה אינו עוסק בלקיחת יותר סיכון, הוא עוסק בהיכרות עם הסיכון שאתם וכלכלה שלמה נושאים. אז חשבו כיצד להשתמש בו בתבונה במקום בצורה רגשית כדי שתוכלו להשיג את התועלת המקסימלית מניהול חייכם מפרספקטיבה פיננסית. המשחק של הנדל"ן הוא לא על הבית. הוא על המימון. וחלק עצום מהכלכלה סובב סביב שתי קבוצות הנכסים הללו. הבית, והמשכנתא. כשמשקיעים ומלווים לוקחים על עצמם יותר מדי סיכון, יכול לקחת לכלכלה שנים להתאושש. חלק ממשקי הבית נהרסים, אבל משקי הבית שמבינים מימון מנצחים.

פרק 7 – ה Balance sheet של הציבור הישראלי - סיכון

"At all times, in all markets, in all parts of the world, the tiniest change in rates changes the value of every financial asset." -Warren Buffett

המשך השיחה על ריביות

"Interest rates are to asset prices what gravity is to the apple" - Warren Buffett

למה משקיעים לוקחים סיכון? מחיר הכסף, הון עצמי והשקעות

אז ריביות קובעות לנו את המחיר על הכסף בזמן שההלוואה ניתנה, כלומר על הזמן שבו לוקח ההלוואה משאיל את הכסף עד שיחזיר את כולו ביחד עם הריבית. אם הוא מאחר בתשלומים, הריבית מתווספת על אותו הסכום המקורי (The principal) ועליו לוקחים ריבית לפי הריבית שנקבעה.

מדוע משקיעים בוחרים להסתכן?

למשקיעים אין סיבה להשקיע בעסק, אם הם לא חושבים שיש להם סיכוי טוב (הסתברות) לקבל החזר על הסיכון שהם נוטלים על ההון העצמי שלהם, ש[ההחזר על ההון העצמי] גבוה מריביות שיכולים לקבל ממתן ההלוואה (שנחשב פעילות בטוחה יותר). וככה זה, עם נדל"ן או השקעה בעסק (שמתבטא במניות). ההבדל המשמעותי ביותר בין השקעה באג"ח, לבין השקעה ב-equity (נדל"ן, מניות, או עסקים פרטיים. מניות זה להשקיע בעסק ציבורי) הוא החזרים משתנים, כלומר בהשקעות equity ההחזר הוא בלתי ידוע. ב-2 משפטים. השקעת Equity היא השקעה בה אנחנו לוקחים 100 אחוז מהסיכון ומתכננים לקבל רווח בלתי מוגבל. השקעת "הלוואה" (שהיא כוללת כסף בעו"ש, פיקדון, קרן כספית, אג"ח...) היא השקעה בה אנחנו מורידים את הסיכון אבל בתמורה אנחנו מקבעים את הרווח המקסימלי במספר ידוע מראש.

כמשקיעי אקוויטי, אנחנו רוצים לקבל על הסיכון וחוסר הוודאות פרימיום ביחס לאג"ח. מה הכוונה? באג"ח (או כל הלוואה אחרת. לשם ההקלה נכניס בקטגוריה אג"ח כל סוגי ההלוואות שקיימות כולל מהשוק האפור) כפי שאמרנו, המשקיע מגביל באיזה שהוא אופן את כמות הרווח שהוא אמור לקבל. לא משנה מה, המשקיע לא יקבל יותר מהסכום הזה (ואילו יש סיכוי שיקבל רק חלק מהרווחים להם הוא מצפה, לא יקבל רווחים כלל, יקבל חלק מההון אותו הוא מלווה, או עלול לא לקבל כלום בסוף). בחיים לא קורה מצב שעסק אומר "היה לי שנה כל כך מדהימה בא-לי לתת לבנק אקסטרה על ההלוואה שהוא נתן לי כי הוא גברי". זה ההבדל בהשקעה באקוויטי. בנדל"ן קיים התקווה שנוכל להעלות את דמי השכירות, או שהעסק שלנו יצמח או יתייעל וכך יהפוך לרווחי יותר עם הזמן. בהשקעה שאנחנו בעלי הנכסים, אם הנכסים מרוויחים יותר כסף, יש להם יותר כסף עודף לתת לבעלי המניות, כלומר, בעל הנכס מקבל יותר כסף ככל שהעסק מוצלח יותר.

The equity risk premium – מכפיל רווח וספקולציה

אני מזכיר, כי דיברנו על כך בפרק הקודם, במילים פשוטות - כמה אקסטרה תשואה אני צריך לקבל כדי שאהיה מוכן לוותר על הביטחון של האג"ח הממשלתי ולהיכנס לבז' של המניות? ה"אקסטרה" הזו, ההפרש בין התשואה שאני מצפה לקבל במניות לבין הריבית הבטוחה. לכל אדם זה סובייקטיבי, נניח ומכשיר ה"הלוואה" שאדם רוצה לתת הוא אג"ח קונצרני, אז הפרימיום זה התשואה העודפת שהוא היה רוצה לקבל בשביל להחזיק את המניות ולא להשקיע באג"ח. באופן טבעי, כאשר ריביות עולות הפרימיום שהמשקיע צריך לדרוש גבוה יותר ולהיפך. מפני שכשריביות עולות קיים סיכון גבוה יותר שהעסקים יצליחו לתת תשואה נמוכה יותר או לא יתנו תשואה כלל, ולכן משקיע חייב לדרוש פרימיום שהוא גדול יותר בגלל שמגמת הסיכון שלו גדלה, ובנוסף, יש לו אלטרנטיבה משמעותית אמיתית. זה אחד הסיבות למה באופן היסטורי, כשריביות עולות שוק המניות ושוק הנדל"ן יורדים.

פה נכנס מרכיב הספקולציה/ מכפילי רווח. באנגלית, אני לא יודע למה, אבל תחום ההשקעות היחיד שיש לו אוצר מילים טוב לתחום שלו זה Equity Investors במניות. נדלן, שלרוב מושך בארה"ב בהרבה מקרים אנשים קצת פחות מתוחכמים (אבל לאו דווקא פחות חכמים) לוקחים מושגים ומלבישים אותם על דברים שמפספסים את המטרה, בעוד שמשקיעים בשוק האג"ח שהם "משקיעים חכמים", מסבכים עם המילים שלהם יתר על המידה. בעברית המצב גרוע יותר. מכפיל רווח, או Price to Earnings ratio הוא היחס בין מחיר הנכס ברגע מסוים ביחס לסך הרווחים שלו באותו השנה (שימו לב שבעברית, המילה יחס לא מוזכרת). מכפיל רווח, משמעו בשביל דירה שקנית אותה היום ב-100 אלף שקל, ותביא לך 5000 שקל נטו בשנה (לאחר מיסים וכל ההוצאות), יש לה PE או מכפיל רווח (וזאת הפעם האחרונה שאשתמש במונח הזוועה הזה) של 20. יש רק 2 סיבות שמישהו יקנה נכס עם PE גבוה יותר מהנכס השני.

- 1) הוא מאמין שהגדילה בקצב הצמיחה ברווחים של החברה שלכאורה "יקרה יותר" (PE גבוה יותר) יהיה גבוה יותר.
- 2) הוא סומך יותר על הנכס ה"יקר" יותר שיתן לו לאורך כמות של שנים את הרווחים שהוא נותן היום. כלומר העסק לא יפשוט רגל, יעמוד בהתחייבויות שלו וכדו'. כלומר, הוא סומך יותר על היכולת של הנכס להמשיך לספק את התשואה שהוא נותן היום (Earnings are sustainable).

המשוואה של כל משקיע

אנחנו חיים ביחס בין 2 הדברים הללו אמון בהשקעה לבין הציפייה לרווח. הרי אם היה משהו בטוח שיכול להכניס יותר כסף, כולנו נרצה אותו. מפני שאנחנו כולנו מרגישים בטוחים יותר או פחות בצורה שונה ובזמנים שונים, ויש לנו יכולות לזכות בחסר באופן ביולוגי (שאת זה ההיסטוריה מראה לנו שוב

(ושבו) להיות מסוגלים להעריך היטב צמיחה או סיכון, אנחנו רובנו מבצעים הערכה שגויה. המשקיעים הטובים ביותר, הם אלה שמצליחים להפסיד פחות, כלומר להעריך סיכונים טוב יותר, ולזהות במקרים החריגים את ההשקעות שבהם שאר האוכלוסייה טועה כלפי מטה ביכולתם לצמוח.

כפי שמספר מוניש פבראי על וורן באפט, שבהסתכלות לאחורה האורקל מאומהה (כינוי לוורן באפט) אמר ש4% מההשקעות עשו את כל ההבדל. כלומר, התפקיד של 96% מההשקעות שלו, היה לא להפריע/לאפשר לו לעשות את אותם 4% האחרות. ובמילים של מוניש פבראי,

"If god can only do 4%, what does that say about us mere mortals" – Mohnish Pabrai.

לכולנו יש דעות למה עסק יצמח יותר או פחות. מפני שבחלק השני של הספר הזה אנחנו מתעסקים בנדלן, אז נדגים עכשיו באמצעות דירות. הבעיה הרפלקסיבית היא כזאת, התהליך מתחיל בזה שחלק קטן מאוד של האנשים, מזהה שבנכס מסויים יעלה הרווחיות. הם רואים שיש יותר ויותר אוכלוסייה חזקה יותר שעוברת לאיזור (gentrifying) ולכן בעלי הדירות באיזור יכולים להעלות שכירויות.

שלב 1: המשקיעים שמזהים. המשקיעים הראשונים מתחילים לרכוש דירות ולהעלות את השכירות. בעלי דירות ותיקים יותר מתחילים להעלות את השכירות גם הם.

שלב 2: האפקט ממגנט. האוכלוסייה עם המעמד הסוציו-אקונומי החזק יותר מושכת עוד ועוד אנשים מאותה אוכלוסייה, שיוצרת ביקוש גבוה יותר להשכיר דירות. מסעדות, ברים, בתי קפה ועוד עסקים מתחילים להיפתח באיזור כדי לשרת את האוכלוסייה החדשה עם כוח הקנייה החזק יותר.

שלב 3: הספקולטורים מגיעים. משקיעים חדשים (אבל חדשים פחות) רואים עלייה במחירי השכירויות ובזה שמשקיעים ותיקים יותר מתחילים למכור דירות במחיר גבוה יותר אומרים לעצמם "זה מקום עם מחירים עולים וכדאי להשקיע", ולכן הם רצים לקנות שמה דירה.

שלב 4: הציפיות עוברות את המציאות. מה שקורה, הוא שאנשים מסתכלים על העלייה בדמי השכירות בעבר הלא רחוק ומחליטים (לפעמים בצדק) שהעלייה תמשך ולכן הם מוכנים לשלם מחיר גבוה יותר ביחס לשכירות מפני שהם מאמינים שעם הזמן השכירות תמשיך לצמוח ותדביק את הפער.

שלב 5: השיפור האמיתי. הפעילות הגוברת באזור גורמת לבעלי דירות מסוימים לשפץ את הנכס (כדי להגדיל את האטרקטיביות ולהיות מסוגלים לגבות יותר), ויזמים מעוניינים לבנות במקום גם. שוק הדיור באותו מקום בפועל בהחלט הפך להיות בעל ערך גבוה יותר. מצב הנכסים השתפר, והמצב הכלכלי של הלקוחות השתפר (מפני שאוכלוסייה חזקה יותר עברה לגור באזור).

שלב 6: הבועה מתחילה לאט לאט. הציבור באותו אזור נכנס למעין קומה תודעתית, בה מפסיקים להתייחס כל כך לקצב הצמיחה של השכירויות ומתחילים להסתכל רק על עליית המחירים.

בינתיים, אותם משקיעים ראשונים שזיהו את הדפוס מוכרים את הנכסים שלהם, או שמחליטים להחזיק את הנכסים מתוך ההבנה שגם אם מחירי הנכסים ייחתכו מחר, הם עדיין הרוויחו די והיותר על ההשקעה שלהם. לעומתם בסיטואציה הזאת, המשקיעים החדשים עלולים לקבל כווייה משמעותית (ובנדלן לאבד יותר מאשר שהשקיעו כי זה ממונף).

הטעות הגדולה ביותר של משקיע הנדל"ן הישראלי הממוצע

זוהי הטעות הגדולה ביותר שאני שומע כשאנשים מדברים איתי על נדל"ן בישראל. הם מדברים על עליית ערך, אבל הערך תלוי אך ורק בשכירות שהנכס יכול להכניס. ולכן ככל שיש התנתקות בין המחיר לקנות לבין המחיר לשכור, מה שקורה הוא צמיחה ב-PE, לדוגמה, התרחבות מכפילים שהופכת מ-PE של 20 ל-PE של 40. ולכן במצב כזה אין עליית ערך אלא עליית מחיר. הערך עולה רק אם הרווחים שהנכסים מניבים עולה. אמריקאים משתמשים בביטוי למצב הנ"ל כ-Price Appreciation, לפעמים, קורה שהעליית המחירים נבלמת או מאטה משמעותית, והצמיחה ברווחים ממשיכה עד שלבסוף מדביקה את הפער. לכן יש את הטענה שMarkets are forward looking. יש מקומות שבהם יש היגיון רב ש-PE לדירה יהיה גבוה יותר מאשר PE של נכסים אחרים. תל אביב בישראל היא דוגמה קלאסית מפני שאפשר להניח שבישראל תמיד יהיה מי שירצה לגור בתל אביב. מבחינת עבודה, חיי חברה או תרבות. אבל לפעמים השוק טועה בפרימיום שהוא מוכן לשלם בעבור הנכס. והתחושה שהשוק תמיד צודק היא מה שגורמת לבועות. כי אם השוק תמיד צודק, אז כל מחיר מוצדק. ואז אנשים קונים דירות במחיר שלא מתקיים לפי שום מתמטיקה, רק בגלל ש"השוק יודע". הצורה הטובה ביותר להבחין בשבילי, כאשר אני מדבר או מקשיב לאנשים בתחומי ההשקעות זה אם הם מדברים על השוק כגוף יחיד יודע כל. הם לוקחים את הרעיון שהשוק יעיל בממוצע כאילו הוא יעיל כל הזמן.

חוק ה-5% בא לידי ביטוי כאן-מכפיל רווח של 20

זה האומדן הקלאסי לhousing affordability בעבור אוכלוסייה ממוצעת ממעמד הביניים. בסביבת ריבית היסטורית בריאה (משכנתאות בסביבות ה-5%), יוצא שהאדם שגר בנכס משלם את המשכנתא באותו מחיר שהיה עולה לשכור את הנכס. מכפיל הרווח של 20 משקף צמיחה בקצב "בריא" של אינפלציה של 2-3% במחיר הנכס. מכפיל רווח של 20 משקף ביטחון גבוה מאוד ב"ציבות הנכס" (אופי של נדל"ן) יחד עם צמיחה בערך שתעמוד בקצב האינפלציה. בנוסף בעל הדירה שגר בנכס עצמו, שומר לעצמו את עליית ההכנסה שלו שהוא ביחס גבוה יותר (בדרך כלל) מהעלייה במשכנתא שלו. בנוסף, מפני שהוא משלם יותר ויותר מהמשכנתא, סכום הקרן יורד, ונתח גדול יותר ויותר מתשלום המשכנתא הופך להון העצמי שלו בנכס.

ככל שאוכלוסייה עשירה יותר בשכונה "טובה יותר", סביר לראות את מכפיל הרווח מתרחב, כי בעלי הנכסים מקבלים תמורה שהיא מעבר לרק השימוש בנכס עצמו. ה"זכות" להגיד שהוא גר שם (status signaling), בתי ספר יותר טובים. מעניין שדווקא בישראל במקרים רבים דווקא שכונות כאלה הן פחות בטוחות מפני תופעת הפריצות וגם תופעת הפרוטקשן.

בחזרה ל־Rory Sutherland

חשוב לחזור לנקודה שנגענו בה, כי היא קריטית להבנת הפסיכולוגיה של השוק: נדל"ן הוא מוצר צריכה שהלקוחות ניגשים אליו בצורה שונה לחלוטין מכל מוצר אחר. הסיבה המרכזית לכך היא שזהו מוצר הצריכה היחיד שאנו רוכשים, שבאופן היסטורי וברוב המקרים (למעט במצבי קיצון כלכליים) המחיר שלו, גם אם לא בהכרח הערך הריאלי שלו, עולה עם הזמן. לכן, כשאנשים קונים נדל"ן, הם בונים על כך שיוכלו למכור אותו מחר במחיר גבוה יותר. המחשבה הזו היא שדוחפת אנשים למתוח את הגבולות ולהוציא "קצת יותר כסף", מתוך התירוץ שהכסף הזה יחזיר את עצמו, ואולי אף יותר מכך. הבעיה בפסיכולוגיית הקנייה: "כמה הכי הרבה אני יכול?" - כשרוב האנשים מחפשים לקנות או לשכור דירה, נקודת המוצא שלהם היא המחיר הגבוה ביותר שהם יכולים להרשות לעצמם. זה עומד בניגוד מוחלט להתנהגות הצרכנית הרגילה שלנו. כשאנחנו נכנסים לחנות רגילה, אנחנו משווים מוצר יקר למוצר זול יותר, ומנסים להבין אם פער המחירים באמת משקף ערך נוסף. בנדל"ן, לעומת זאת, אנשים נוטים לחפש נכסים שמגרדים את תקרת התקציב שלהם מלכתחילה. אדם שיש לו תקציב של X לרכישה בתל אביב, לעיתים נדירות יעצור ויגיד: "יודעים מה? אני מעדיף להוציא פחות ולגור בגבעתיים, או לקנות דירה פחות 'שווה' בתל אביב ולשמור את ההפרש". אנשים קובעים את התקציב ובוחרים לפי המחיר המקסימלי שהם מסוגלים לשלם, ולרוב לא שוקלים אופציות זולות יותר שישאירו להם עודף. יקר וזול הם מונחים יחסיים; השאלה האמיתית היא המחיר שאתה משלם ביחס לערך שאתה מקבל מ-X-לעומת Y.

מלכודת ה"זה שלי"

ואל תגידו לי "קניתי דירה שאני חי בה, זה שונה". בואו נבחן את זה: במידה ואתם באמת חוסכים כסף כי ההוצאה החודשית על המשכנתא נמוכה משכירות בנכס מקביל, האם אתם באמת משקיעים את כל הסכום העודף הזה? האם הכסף הזה לא יוצא בסופו של דבר על שיפוצים ושדרוגים כדי להתאים את הנכס ספציפית לגחמות שלכם, רק בגלל ש"אתם גרים שם וזה שלכם?" תחושת ה"שלי" מול "של בעל הבית" היא מנוע כלכלי רב עוצמה. היא גורמת לאנשים שאני מכיר לסבול בדירה שכורה ולא לתקן תקלה פשוטה על חשבונם, בעוד שבעל הדירה שלהם משקיע את המינימום האפשרי. אותו היגיון בדיוק עובד הפוך כשהם הופכים לבעלי דירה: פתאום הברזים נפתחים, והם

מוציאים כסף יתר על המידה על "הדירה הנכספת" הוצאות שלא מחזירות את עצמן כלכלית, אלא רק רגשית, ורוב הסיכויים שהתועלת הרגשית היא לא שווה את הסכום. לפרמיה על השקט הנפשי יש ערך כלכלי אמיתי לבעלות על דירת מגורים: הוודאות. כל עוד אתם גרים בדירה בבעלותכם ויש לכם יכולת לשרת את המשכנתא, אתם מנטרלים את הסיכון שבעל הבית יעלה את שכר הדירה, יחליט למכור את הנכס מעל הראש שלכם, או לא יחדש חוזה. רכישת דירה מספקת רמת וודאות גבוהה בנוגע למגורים, וזה מאפשר להרבה מאוד אנשים לישון בשקט בלילה. וחשוב לזכור: סכנה לנפש (סטres וחוסר וודאות) היא גם סכנה כלכלית. אתם תהיו הרבה פחות פרודקטיביים בעבודה ובעסקים אם אתם לא ישנים טוב בלילה מחשש שהחוזה שלכם מסתיים בעוד חודשיים ואתם מקווים שבעל הדירה יסכים שתישארו בנכס בלי להעלות שכירות.

הערת הכותב

אני בטוח ששמתם לב שאני חוזר על הרבה דברים שוב. יש לכך מספר סיבות. סיבה ראשונה, אף אחד לא מצליח ללמוד משהו בפעם הראשונה שהוא לומד אותו, חד משמעית אם הוא לומד המון דברים חדשים. אני חילקתי את הספר לחלקים, לפרקים ולתתי פרקים, להקל על הקורא ככה שהוא יוכל לקחת הפסקות בצורה נוחה כשהוא מסיים כל חלק. מפני שכשמדברים על נושא ההשקעות או על כלכלה יש כל כך הרבה מרכיבים. לכן, כדי שנוכל לערוך את הדיונים הבאים כמו שצריך, אני חייב לוודא שיישור הקו נעשה כמו שצריך. בנוסף, אני מוסיף בכל פעם דברים נוספים שלפני כן לא ציינתי מפני שהיו חסרים מרכיבים אחרים שעוד לא דיברנו עליהם.

המנגנון הפסיכולוגי - למה עשירים מסתכלים פחות על תשואות פוטנציאליות שהם מחפשים בית למגורים או, למה תשואה משכירות גבוהה יותר, דווקא איפה שעניים יותר לנדל"ן יש יתרון אחד עצום כשאתה הבעלים, זהו מוצר צריכה בסיסי. העובדה הזו מאפשרת למנף את ההשקעה בצורה אגרסיבית, מפני שתזרים המזומנים (שכירות) הוא יחסית יציב וניתן לחיזוי. כשאתה מוכר נדל"ן, אתה מוכר לקהל שמונע ממנטליות של "כמה הכי הרבה אני יכול לשלם". ככל שמוכרים לאוכלוסייה עשירה יותר, במיוחד כשהנכס מיועד למגורים ולא להשקעה, הקונים פחות ופחות מסתכלים על התשואה משכירות.

זו בדיוק הסיבה לפער הגדל בין מחירי הדירות לשכירות באזורי יוקרה. כשאדם אמיד רואה שהשכירות גבוהה מדי ביחס למחיר הנכס, הוא פשוט יקנה. לכן, באופן פרדוקסלי, באזורי הביקוש הגבוהים (שם גרה אוכלוסייה עם הון עצמי גבוה), התשואות באחוזים יהיו נמוכות יותר. ברגע שהפער בין השכירות למחיר הדירה נסגר מספיק, אנשים יעדיפו לקנות כי יש להם את ההון לכך. האנשים העשירים, להבדיל ממעמד הביניים, רוב ההון שלהם לא יושב בבית שהם גרים בו, ולכן, הם לא צריכים תשואה באותו רמה כמו שהם צריכים משאר התיק שלהם.

לעומת זאת, בפריפריה או באזורים חלשים יותר, התשואה באחוזים גבוהה יותר. למה? כי הפער בין לשכור ובין לקנות הוא תהום שהתושבים המקומיים מתקשים יותר לגשר עליה (אין להם את ההון העצמי). לכן, גם אם השכירות גבוהה ביחס למחיר הדירה, לאוכלוסייה המקומית אין יכולת לקנות את הנכס, ואין לחץ חזק כלפי מעלה על מחירי הקנייה כמו באזורי הביקוש.

Valuation לפי הספר: איך משקיעים אמורים לעבוד (בתיאוריה)

משקיע מקצועי אמור לעבוד בצורה מתודית: לקחת את ההון שלו, למפות את אפשרויות ההשקעה, ולהריץ מודל "היוון תזרים מזומנים" (DCF - Discounted Cash Flow) כדי להבין את השווי האמיתי ביחס לרווחים הצפויים. מעבר למספרים היבשים, הוא אמור לבנות מודל הסתברותי לכל תרחיש, המבוסס על מידע ידוע וגם על "מידע לא ידוע". המידע הלא ידוע הזה הופך בסופו של דבר למרכיב של "תחושת בטן" או אינטואיציה, וזו הסיבה שהשקעות ברמה הגבוהה נחשבות לאומנות יותר מאשר למדע. הווארד מארקס אמר פעם בכנס של גולדמן זאקס: "אני יכול לדבר על מה שאני עושה עד מחר, אבל אין שום סיכוי שתצליחו לעשות את זה גם."

"If you can't imitate him, don't copy him" – Yogi Berra

לכל אחד מאיתנו יש ספקטרום הבנה שונה, ספקטרום אפשרויות זמינות שונה, ויכולת שונה להתמודד עם סיכונים. אי אפשר פשוט לעשות "העתק-הדבק" מאסטרטגיה של מישהו אחר. לכן, בעיניי, אין כזה דבר משקיע פסיבי. כל אחד חייב לשבת מול האפשרויות שלו ולחשוב באופן אקטיבי איזה תרחיש נראה לו הסביר ביותר עבורו.

"No amount of sophistication is going to allay the fact that all of your knowledge is about the past and all of your decisions are about the future." – Ian Wilson, former GE executive. Maybe my favorite quote of all time

האפקט של קפה ושאר ההוצאות על העתיד הכלכלי

מכיוון שהשקעה לעולם לא מנותקת מהחיים עצמם, כל החלטה כלכלית, גם אם היא נראית קטנה, היא החלטת השקעה. לקנות קפה בחוץ באופן קבוע יקר יותר ב-1000%, וזה אומר שיהיה לי פחות כסף להשקיע. בטווח הקצר זה נשמע זניח, אבל בטווח של עשור, זה ישפיע על היכולת שלי לקנות את אותו קפה. למה? כי סביבי יש אנשים שכרגע מכינים קפה בבית ולוקחים אותו איתם לדרך ומשקיעים את החיסכון (ובגלל שהם חוסכים כנראה באפיקים רבים, החיסכון הוא לא שקלים בודדים אלא אלפים בשנה ואפילו יותר). בעוד עשר שנים, אותם אנשים (שהתעשרו מהריבית דריבית) יתחילו לצרוך את הקפה בחוץ, ידחפו את המחיר שלו למעלה, ויוציאו אותו אל מחוץ להישג ידי. הם התעשרו, ואני נשארתי במקום. ומשהו שאנשים שונאים יותר מכל, זו ירידה באיכות החיים. הקפה הזה הוא מוטיב להמון דברים אחרים (פשוט אין הרבה דברים שהmarkup עליהם הוא 1000%, אבל הרבה מאוד דברים כאלה פער המחיר הוא גדול משמעותית במובן הכמותי).

כאן אנחנו חוזרים לסקוט גאלוויי (Scott Galloway). הוא טוען שבחבורה של 5 גברים שמרוויחים אותו שכר, תמיד תמצאו אחד שעשיר משמעותית מהאחרים, ואחד שמצבו גרוע משמעותית. ההבדל הוא לא בהכנסה, אלא בהתנהלות: מי חסך, מי השקיע, ומי בזבז. (אני אוסיף שלפעמים לאחד מהם פשוט היה מזל עם ביטקוין או אנבידיה, אבל זה היוצא מן הכלל שמעיד על הכלל).

הכלל הפשוט (והקשה) ביותר

אין שום סיבה בעולם להשקיע במשהו אחד, אם קיים משהו אחר שאני יודע שיתן לי רווחים טובים יותר, אלא אם יש פער בסיכון. זה נשמע טריוויאלי, אבל זה הכלל שהכי קשה ליישום. למה? כי תמיד יגיע מישהו ויגיד: "תקשיב, יש לי השקעה שתיתן לך 20% בשנה בלי סיכון" או יותר גרוע, הם ישכנעו אתכם שאם לא תשקיעו בזה, זה הסיכון. כלומר כולם משקיעים בדירות, תמחר ותקנה עכשיו לפני שהמחיר יהיה גבוה מדי ולא תוכל לקנות דירה. בנקודה הזו, אתם צריכים להיות מספיק חכמים כדי להבין שאחת

משתיים: או שהוא משקר, או שהוא אידיוט שלא מבין את הסיכון של עצמו. אדם חכם הוא אדם שמדבר על סיכונים. אדם שאומר "אין סיכון" או שהוא טיפש, או שהוא חושב שאתם טיפשים. בנדל"ן הישראלי היום, הרבה אנשים משוכנעים שהם מצאו את הנוסחה: תשואה טובה בלי סיכון. השאלה הגדולה היא לא האם הסיכון קיים, אלא האם הם לקחו לעצמם מקדם ביטחון גדול מספיק או התכוננו אליו נפשית. כלל אצבע חשוב, כל מי שאומר כסף על הרצפה, תבדקו את זה, אבל תקחו משנה זהירות.

Risk דבר אבסטרקטי לחלוטין שיש לו השלכות כל כך ממשיות שזה עולה בחיי אדם

"It ain't what you don't know that gets you into trouble. It's what you know for sure that just ain't so." - Mark Twain

אחד הדברים שאני אוהב, זה לשמוע מראיינים שואלים את נאסים ניקולס טאלב מה הוא חושב שיהיה הברבור השחור הבא. הוא עונה להם תמיד, אם הייתי יודע, זה לא היה ברבור שחור. הדבר הזה הוא פרדוקס, מפני שהמושג הזה מביע את הרעיון שאתה לא יודע מה יהיה הדבר הרע שיפתיע אותך ויהרוס לך את כל התוכניות.

"everyone has a plan until they get punched in the face" – Mike Tyson

אני מאוד ממליץ לכולם בנושא הזה של סיכון להקשיב להאורד מרקס. אז באמת עדיף שתפסיקו לקרוא פה ותלכו להקשיב לו ולקרוא אותו, או את נאסים ניקולס טאלב. למי שעשה את הטעות ועדיין ממשיך לקרוא את המילים שלי, בואו נמשיך.

למה אנשים מוכנים לקבל תשואה נמוכה יותר?

הסיבה היחידה שמישהו יסכים להשקיע במשהו שצפוי לתת לו החזר⁵ נמוך יותר, היא בגלל שהוא מאמין שהדבר הזה **בטוח** יותר. המרכיב המרכזי שדוחף את מחירו של נכס כלפי מעלה (ובכך מוריד את התשואה הפוטנציאלית שלו) הוא תפיסת ה"סיכון הנמוך".

קחו לדוגמה מניות של רשת סופרמרקטים גדולה. זו השקעה שנחשבת "בטוחה" יחסית, מפני שאנשים תמיד יצטרכו לאכול, גם במיתון. בגלל שהביטחון גבוה, המשקיעים מוכנים להסתפק בשולי רווח צרים יותר ובתשואה שנתית נמוכה יותר בהשוואה לסטארט-אפ טכנולוגי מסוכן.

איך זה עובד בשוק האג"ח?

בשוק האג"ח המשוואה הזו פוגשת אותנו בצורה הכי טהורה: ככל שאפשר לסמוך יותר על מי שלוקח את ההלוואה (הלווה), כך הריבית שהוא יצטרך לשלם תהיה נמוכה יותר. כאן נכנס לתמונה **דירוג האשראי**. הדירוג הוא בעצם ציון שמביע עד כמה "בטוח" לתת לך הלוואה. זה לא אומר שחברות הדירוג כמו *Moody's* או *Standard & Poor's* תמיד צודקות (הן טעו בענק ב-2008), אבל הן מייצגות קונסנזוס שציבור המשקיעים מסכים להתיישר לפיו.

מעבר לדירוג היבש, בנקים ומשקיעים מתוחכמים משתמשים במודלים מורכבים כדי לחשב סיכון. למי שרוצה לצלול לעומק ההיסטוריה והפילוסופיה של הסיכון, אני ממליץ בחום על הספר *"Against The Gods"* של פיטר ברנשטיין. אבל ברמת הרעיון, שוק האג"ח הוא זה שקובע את "המחיר" הבסיסי של הסיכון בשוק. זה עובד לפי היצע וביקוש: ככל שאג"ח מסוימת נחשבת בטוחה ואטרקטיבית יותר, יותר אנשים רוצים לקנות אותה, המחיר שלה עולה, והתשואה (הריבית) עליה יורדת, עד לנקודה שבה המשקיעים אומרים "זה כבר יקר מדי בשביל התשואה הזאת".

תיאוריית השוק היעיל *The efficient market hypothesis* רעיון יפה בתיאוריה, מנותק מהמציאות

⁵ אני משתמש במילה "תשואה", למרות שבעברית זה נשמע כמו משהו שצומח בשדה. הכוונה היא ל-*Return*, או ההחזר על ההשקעה. הבנתי בשיחה עם חבר שכשאני אומר "החזר" אנשים חושבים על החזר כספי מחנות, אז בואו ניישר קו: תשואה = החזר = כמה כסף עשיתם באחוזים על הכסף שהשקעתם.

"Most institutional investors in the early 1970s, on the other hand, regarded business value as of only minor relevance when they were deciding the prices at which they would buy or sell. This now seems hard to believe. However, these institutions were then under the spell of academics at prestigious business schools who were preaching a newly-fashioned theory: the stock market was totally efficient, and therefore calculations of business value, and even thought itself, were of no importance in investment activities. We are enormously indebted to those academics: what could be more advantageous in an intellectual contest: whether it be bridge, chess, or stock selection than to have opponents who have been taught that thinking is a waste of energy?"

- Warren Buffett in a letter to shareholders

כאן נכנס לתמונה אחד הרעיונות המפורסמים ביותר במימון, שהוא גם אחד המזיקים ביותר למשקיעים. האב הרוחני של התיאוריה הזו הוא פרופסור יוג'ין פאמה (Eugene Fama) מאוניברסיטת שיקגו, שאף זכה בפרס נובל לכלכלה על עבודתו זו. בשנות ה-60 וה-70, פאמה טען טענה שנשמעת הגיונית מאוד על הנייר: בשוק יש המון משקיעים חכמים, רציונליים ותחרותיים. לכן, מחיר המניה בכל רגע נתון משקף באופן מלא ומיידי את כל המידע הקיים עליה. לפי פאמה, אם כולם יודעים שמניה שווה 100 דולר בעוד יומיים, אבל היא נסחרת היום ב-80 דולר, המשקיעים יתנפלו עליה מיד וידחפו את המחיר ל-100 דולר כבר עכשיו. המסקנה שלו: אי אפשר למצוא "מציאות", כי המחיר תמיד נכון. השוק תמיד יעיל. היום אנחנו יודעים שזאת טענה מאוד מאוד מטומטמת (ולכן מי שמאמין בה עדיין הוא אידיוט).

למה התיאוריה הזו קורסת במבחן המציאות?

עם כל הכבוד לפרס הנובל של פאמה, העולם האמיתי לא עובד כמו המודלים באוניברסיטת שיקגו. הנה ארבע סיבות למה השוק רחוק מלהיות יעיל:

1. הגורם האנושי (אנחנו לא רובוטים): ההנחה שכולם רציונליים היא בדיחה. אנחנו אומרים שהציבור מטומטם, ולפעמים שהוא חכם, אבל בטוח שהוא אמוציונלי. פחד ותאוות בצע מניעים את השווקים הרבה יותר מאקסלים. אנשים מוכרים בפאניקה בתחתית וקונים בטירוף בשיא. השוק הוא סכיזופרני, לא יעיל.
2. מידע לא שווה ידע. גם אם נניח שכולם רציונליים, לא לכולם יש את אותו המידע. יש אנשים שמבינים תעשיות מסוימות לעומק, ויש כאלה שקוראים כותרות בעיתון. יש אנשים שגרים ליד המפעל ויודעים מה קורה, ויש אנשים שגרים בצד השני של העולם. יתרה מכך, יש גבול לכמות המידע שאדם יכול להכיל. זה שהדו"ח הכספי זמין לכולם באינטרנט ("מידע נגיש"), לא אומר

שכולם קראו אותו, ובטח לא אומר שכולם הבינו אותו. כמה פעמים קראתם פסקה למבחן ארבע פעמים והמוח שלכם פשוט לא קלט? זה קורה גם למשקיעים בוול סטריט.

3. הפרשנות שונה. מידע הוא לא עובדה מוחלטת, מידע דורש פרשנות. שני משקיעים יכולים לראות את אותו נתון בדיוק (למשל: "החברה פיטרה 10% מהעובדים"). האחד יראה בזה סימן למצוקה וקריסה, והשני יראה בזה צעד התייעלות מבריק שיגדיל רווחים. מי צודק? השוק לא יודע להחליט "ביעילות" באותו רגע.

4. זמן תגובה. לא לכולם יש את היכולת לפעול באותה מהירות. קרן גידור עם מחשבי-על וסיבים אופטיים מגיבה למידע במיליוניות השנייה. מנהל תיק בשביל קרן פנסיה מחכה לאישור ממנהל או וועדת השקעות שתאשר לו. הפער הזה יוצר עיוותים.

במשך שנים האקדמיה לימדה את התיאוריה שהשוק יעיל. הם קראו לוורן באפט אנומליה, עד שבסוף הם התקפלו והתחילו ללמד השקעות איך שהוא רואה את העולם. המציאות היא שהשוק מלא בטעויות, והשוק יכול לטעות במשך הרבה זמן.

"Markets can remain irrational longer than you can remain solvent." - John Maynard Keynes

וזה בדיוק המקום שבו משקיעים יזמיים עושים כסף. משקיעים דפנסיביים אמורים להתעלם מהשוק, ולהמשיך להשקיע בסכום קבוע בקצב קבוע, ולהתייחס אל השוק רק במקרה קיצון יחיד. כשאף אחד לא מוכן לקנות שום דבר.

הבעיה הנוספת, שאנשים מתחילים להאמין בחוכמת ההמונים. הרעיון לחכמת ההמונים היא פשוטה. יש דעה נכונה. חלק פסימיים מדי וחלק אופטימיים מדי והם מבטלים זה את זה ואז אדם נשאר עם תשובה 'חצינית'/'ממוצעת' (תלוי מה השאלה שנשאלת) שהיא די מדויקת. זה נכון במקרים רבים בשוק רציונלי. הבעיה היא כאשר אי רציונליות אוחזת בציבור. ואנחנו יודעים בוודאות שזה יקרה. בגלל זה דיברתי בחלק הראשון של הספר כל כך הרבה על בועות היסטוריות. במקום תיאוריית השוק היעיל, וחוקי "שוק אחרים" הנה חוק שכדאי לזכור אותו תמיד. מתישהו כל בנאדם מתנהג בצורה אי רציונלית ומטומטמת. על אחת כמה וכמה כאשר נמצאים בקבוצה גדולה.

"Insanity in individuals is something rare, but in groups, parties, nations, and epochs, it is the rule" - Friedrich Nietzsche

ולכן לכל אלה שרוצים להסתמך על חוכמת ההמונים, שמפחדים להישאר מאחור, שסובלים מFOMO תזכרו את זה. בגלל שהפחד להישאר מאחור, הפחד לרדת לתחתית הסולם הסוציו אקונומי, הוא פחד

וסיכון קדום, ואמיתי, אבל הכניעה לפחד הזה עלולה להוביל אתכם בדיוק למה שאתם מפחדים ממנו, או יתירה מכך, לא לשרוד.

הפרדוקס המסוכן: כשהשוק "יעיל" מדי

הבעיה הגדולה באמת עם "תיאוריית השוק היעיל" היא שהיא יוצרת פרדוקס הרסני, אם השוק תמיד צודק, סימן שכל מחיר הוא מוצדק. אם כל מחיר הוא מוצדק, הרי שאין דבר כזה "בועה". ואם אין בועה אנשים מפסיקים להיזהר ממנה (כפי שקרה עם ה-Nifty 50). וזה בדיוק הרגע שבו נוצרות הבועות הגדולות והמסוכנות ביותר.

בישראל של היום, רוב האנשים פועלים תחת ההנחה שמחירי הנדל"ן הם "יעילים". כלומר, משקפים באופן מלא את המציאות הכלכלית. הם מניחים שהשוק יודע את כל התשובות רק בגלל ש"דירה דומה נמכרה במחיר זהה לפני חודש". אבל הם לא עוצרים לשאול את השאלות הקשות באמת:

- מה יקרה אם הריביות יישארו גבוהות למשך עשור?
 - מה יקרה אם קטר ההייטק יתכווץ משמעותית?
 - מה אם כוח הקנייה שעוזב את המדינה (Relocation) יהיה גדול מזה שנכנס אליה?
 - מה יקרה כשנידרש להעלאות מיסים כואבות למימון הגירעון?
- בדיוק במקומות האלו מחכה הברבור השחור. הסיכון הגדול ביותר הוא לא מה שאתה יודע שאתה לא יודע. הסיכון הגדול ביותר הוא מה שאתה בטוח שאתה יודע, אבל הוא פשוט לא נכון. בנדל"ן הישראלי, יש המון דברים שכולם "יודעים בוודאות" – וקיים סיכוי מהותי שלפחות אחד מהם הוא אשליה מוחלטת. תזכרו:

"Never forget the six-foot-tall man who drowned crossing the stream that was five feet deep on average." – Howard Marks

הפתרון החלקי: ממוצע העלות הדולרי (DCA)

ההנחה שהשוק יעיל בממוצע (ולא בכל רגע נתון) היא רעיון חזק, שמתאים מאוד למשקיעים דפנסיביים כדי לנצל את שיטת **Dollar Cost Averaging (DCA)**. השיטה פשוטה: השקעה של סכום קבוע בנכס מסוים, בכל פרק זמן קבוע, לאורך שנים רבות. בשיטה הזאת, יוצא שלפעמים אנחנו קונים כשיקר, ולפעמים כשזול, והדברים מאזנים זה את זה. זוהי שיטה מצוינת לנטרול סיכונים פסיכולוגיים. אנחנו גם מוציאים את "סכנת התמחור" מהידיים שלנו. זה פתרון אידיאלי לאדם שיש לו חיסכון, והוא משותק מפחד שהשוק ירד מחר בבוקר. אם הוא יניח שהשוק יעיל וישקיע את כל הונו במכה אחת ושבוע לאחר מכן השוק יחווה קריסה שתימשך שנתיים, הוא יחטוף טראומה. אבל ב-DCA הוא ממזער את הסיכון של נפילה מיידית. המחיר? הוא מוותר על הפוטנציאל של עליות חדות על כל ההון שלו מהרגע הראשון.

השקעות זה עסק של פשרות, אנחנו חייבים לבחור איפה אנחנו רוצים להיות על הסקאלה שבין ודאות גבוהה (High degree of certainty) לבין פוטנציאל להזדמנות.

"I think it's helpful to take an organized approach to what I call the "twin risks." What I'm talking about here is the fact that investors have to deal daily with two possible sources of error. The first is obvious: the risk of losing money. The second is a bit more subtle: the risk of missing opportunity. Investors can eliminate either one, but doing so will expose them entirely to the other. So most people balance the two. What should an investor's normal stance be regarding the two risks: evenly balanced, or favoring one or the other? The answer depends mostly on one's goals, circumstances, personality and ability to withstand risk (and on the same things with regard to one's clients, if any). And separate and apart from his normal posture, should the investor alter the balance from time to time? And if so, how? I think investors should try to appropriately adjust their stance if they (a) feel they have the requisite insight and (b) are willing to expend effort and bear the risk of being wrong. They should do this based on where the market is in its cycle. In short, when the market is high in its cycle, they should emphasize limiting the potential for losing money, and when the market is low in its cycle, they should emphasize reducing the risk of missing opportunity." - Howard Marks

הבעיה הגדולה: אי אפשר לעשות DCA על דירה

הבעיה המאסיבית היא שיש השקעות שבהן הפריבילגיה הזו לא קיימת. אי אפשר לקנות "חצי חדר כל חודש". ברכישת נדל"ן, אתה נכנס "All-in". אתה שם את כל ההון שלך (וגם הון של הבנק) במחיר של רגע נתון אחד. לכן, הקונספט שהשוק "יעיל" מסוכן שבעתיים בנדל"ן, כי הוא מסיר מהמשקיע את האחריות לבדוק האם המחיר של אותו רגע בודד הוא הגיוני, או בועתי. מהצד השני, לאנשים שאומרים אני לא אקנה דירה, ולכן זה לא מעניין אותי בכלל, יש לי מסר חד בשבילם, החיים משתנים, אנשים משתנים. כמות המקרים שרואים פוסט בסגנון "אישתי החליטה שהגיע הזמן שנקנה בית משלנו" הוא אומדן שגם אם אחד מבני הזוג באמת ובתמים לא רוצה לרכוש בית, יש סבירות שדעת בן הזוג השני (שלפני כן היה מסונכרן בדעתך) ישתנה.

אחד הדרכים הטובות להסתכל על העולם הוא בתור Distribution of outcomes. יש ספקטרום של אפשרויות כיצד דברים יתפתחו. הרבה מאוד אנשים מנסים למצוא מספר הסתברותי כדי לנחש מה הסיכוי שמשהו יקרה באופן מסוים, אבל הסיכוי שזה מדויק הוא אפסי, כי תמיד קיימים יקומים אלטרנטיבים שלא נוכל לחשוב עליהם. מה שכן אפשרי הוא לקבל רעיון כלשהו.

הטעות בסיווג תנודתיות כ"סיכון" והטעות בשם של ניתוח הטכני

במשך עשרות שנים, פקולטות למימון ומנהל עסקים לימדו סטודנטים שסיכון נמדד על ידי תנודתיות, או בכינוי בטא (Beta). הרעיון פשוט ומטומטם, אם המחיר של נכס קופץ בחדות למעלה ולמטה, הוא "מסוכן". אם הוא זז באופן מתון, הוא "בטוח". בטא של מניה היא מדד סטטיסטי שמודד את התנודתיות (Volatility) של נכס ספציפי (מניה) ביחס לתנודתיות של השוק כולו.

<https://www.youtube.com/watch?v=wwXDB9dMdEo&list=PLU14u3cNGP63ctJIEC1UnZ0btsphnnoHR>

(הקורס במתמטיקה פיננסית של אוניברסיטת MIT. התחום התפתח משמעותית).

במילים פשוטות, בטא בודקת כמה המניה תנודתית ביחס להתנהגות הכללית של הבורסה.

- (1) בטא = 1 : המניה זזה בדיוק כמו השוק. אם השוק עולה ב-1%, המניה עולה ב-1%. (למשל: תעודת סל על המדד).
- (2) בטא < 1. למשל 1.5, זה אומר שהמניה תנודתית יותר מהשוק ב-50%. אם השוק עולה ב-1%, המניה נוטה לעלות ב-1.5%. אבל אם השוק יורד ב-1%, המניה יורדת ב-1.5%. (לרוב: מניות טכנולוגיה, שבבים, חברות צמיחה).
- (3) בטא > 1. למשל 0.5, המניה פחות תנודתית מהשוק. אם השוק מתרסק ב-10%, המניה תרד רק ב-5%.
- (4) בטא שלילית (נדיר): המניה זזה הפוך מהשוק. כשהשוק נופל, היא עולה (תעודות שורט נגד השוק).

במשך שנים לימדו שתנודתיות שווה סיכון, ועדיין עד היום, יש הרבה שמאמינים או מדברים ככה, וזאת שטות מוחלטת. תנודתיות היא לא סיכון. סיכון הוא האפשרות לאובדן פרמננטי של ההון (להפסיד את הכסף ולא להחזיר אותו). תנודתיות היא בסך הכל שינוי במחיר בטווח הקצר. תנודתיות מסוכנת אך ורק אם אתה ממונף, ובסיכון לMargin Call, או במסחר מסויים באופציות.

"The stock market is there to serve you, not to instruct you" - Warren Buffett explaining Benjamin Graham's gift to the world, The Intelligent Investor, and its chapter about Mr. Market

למה בטא זה מדד "טיפשי" לסיכון?

1. היא מסתכלת רק אחורה: בטא מחושבת על סמך היסטוריה (לרוב 3-5 שנים אחורה). העובדה שמניה הייתה יציבה בעבר, לא אומרת כלום על הסיכון שהחברה תפשוט רגל מחר בבוקר.

2. היא מענישה על עליות. אם מניה מזנקת בחדות כלפי מעלה כי החברה הצליחה, הבטא שלה עולה (כי התנודתיות גדלה). לפי האקדמיה, המניה נהייתה "מסוכנת יותר". לפי משקיע ערך, המניה פשוט הניבה רווח.

3. נניח שמניה ירדה ב-50% בלי שום סיבה מוצדקת.

- לפי בטא: המניה נהייתה תנודתית מאוד ולכן היא מסוכנת יותר.
- בפועל, אם דבר לא השתנה בעסק עצמו, המניה נהייתה זולה יותר משמעותית ביחס לשווי שלה ולכן היא בטוחה יותר.

כלומר, בטא מודדת "כמה הכיסא מתנדנד", אבל היא לא מודדת "האם הכיסא עומד להישבר". משקיע חכם דואג משבירת הכיסא, לא מהנדנד.

וורן באפט, כשהוא מסביר את משנתו של המנטור שלו בנג'מין גרהאם (מחבר "המשקיע הנבון"), מחדד את זה בצורה הטובה ביותר כשהוא טוען שתנודתיות היא החברה הכי טובה של המשקיע. השוק, אותו מפורסם, הוא שותף לא יציב. יום אחד הוא באופוריה ומציע לקנות מכם את הנכס במחיר מופקע, ויום למחרת הוא בדיכאון ומציע למכור לכם את אותו נכס במחיר רצפה. הכלל של גרהאם ובאפט הוא פשוט, מר שוק נועד לשרת אותנו, לא להורות לנו. משקיע טוב אוהב תנודתיות, כי היא זו שמייצרת את ההזדמנויות לקנות בזול ולמכור ביוקר. מי שפוחד מתנודתיות, לא מבין מה הוא קנה.

איך עובדים עלינו בעיניים עם מספרים - עוד דוגמא לכך שהעיתונות אוהבים להוליך אותנו שולל עם כותרות

כמה פעמים ראיתם את השטות הזאת של "מדד הפחד" בכותרות? ה-VIX הוא מדד לתנודתיות במניות ה-S&P500. הוא מודד את קצב השינוי במחירים של מניות. זה לא סקר שבו שואלים אנשים אם הם מפחדים.

אז טעות ראשונה שאנחנו מנסים למנוע הוא המחשבה שפחד קשור בתנודתיות, כי אנחנו יודעים שזה לא נכון. מחיר של מניות יכול להיות מאוד תנודתי גם באופוריה כשמחירים עולים או אפילו נשברים יחסית במקום.

הבלגן עם "בטא" - כשמדד התנודתיות הופך ל"מדד הסיכון"

במקצוע ההשקעות ניסו להפוך את המונח בטא שהוא מדד לתנודתיות ביחס לשוק של נכס כדרך לכמת את הסיכון בהשקעה. בטא של 1 זה תנודתיות שווה לשוק. מעל 1 זה יותר תנודתי פחות מ-1 זה פחות תנודתי. המשתנה הזה משווק לציבור משקיעים כדרך למדוד סיכון, למרות שהדבר הוא ההפך הגמור. מחיר מניה/דירה שתעלה בקצב פי שתיים יהיה לה בטא של 2. המחיר של דירה אחרת יעלה בקצב נמוך פי שתיים מהשוק הבטא שלה יהיה חצי. ושימו לב, אמרתי מחיר, לא ערך, כי Intrinsic Value הוא סך הרווחים שהנכס יכניס עד יומו האחרון, ומלבד אג"ח זה בלתי אפשרי לדעת.

למה משקיעים מעולים אוהבים תנודתיות

“Charlie (Munger) and I would much rather earn a lumpy 15 percent over time than a smooth 12 percent.” – Warren Buffett

נהפוך הוא, משקיע מעולה יעדיף תנודתיות. זה מאפשר לו לנצל מחירים נמוכים מדי כדי לרכוש נכסים בזול ומנגד למכור נכסים במחיר גבוה. באופן אירוני, רוב האוכלוסייה עושה בדיוק את ההפך, ולכן בתנאים קיצוניים יש או יותר מדי מוכרים או יותר מדי קונים. אני באופן אישי, הצלחתי באמצעות מניות שעלו בקצב נמוך מהשוק בממוצע, להשיג תשואה גבוהה מהממוצע של השוק מפני שקניתי היטב. כלומר, קניתי במחירים יחסית נמוכים למניה. והנה מה שלבאפט היה להגיד בנושא:

<https://youtu.be/KmQk4zkrdzU?si=aEisX2H4GdNM5Gam>

הסיכון האמיתי

הסיכון האמיתי הוא לא תנודתיות - הסיכון האמיתי הוא לקנות משהו שהוא לא שווה את המחיר שאתם משלמים עליו.

- מניה של חברה מעולה שהמניה שלה תנודתית = סיכון נמוך
- מניה של חברה גרועה שהמניה שלה "יציבה" = סיכון גבוה
- דירה באזור מבוקש במחיר הוגן = סיכון נמוך
- דירה באזור מבוקש במחיר מנופח = סיכון גבוה

בפעם הבאה שתראו כותרת על "מדד הפחד" או יגידו לכם שהשקעה "בטוחה" כי היא לא תנודתית, תזכרו: העיתונות רוצה קליקים, לא להסביר לכם איך השקעות באמת עובדות.

התנודתיות היא לא האויב שלכם - האויב שלכם הוא לשלם יותר מדי על משהו שלא שווה את זה.

“Price is what you pay, value is what you get” – Warren Buffett

אני מזכיר שגם Intrinsic Value הוא סך הרווחים שהנכס יכניס עד יומו האחרון, ומלבד אג"ח זה בלתי אפשרי לדעת.

אחד הדרכים הטובות להסתכל על העולם הוא בתור Distribution of outcomes. יש ספקטרום של אפשרויות כיצד דברים יתפתחו. הרבה מאוד אנשים מנסים למצוא מספר הסתברותי כדי לנחש מה הסיכוי שמשהו יקרה באופן מסוים, אבל הסיכוי שזה מדויק הוא אפסי, כי תמיד קיימים יקומים אלטרנטיביים שלא נוכל לחשוב עליהם. מה שכן אפשרי הוא לקבל רעיון כלשהו.

ניתוח טכני – שם שגוי למוצר פסיכולוגי

מכאן אנחנו מגיעים למושג הידוע בתור ניתוח טכני - Technical Analysis. בעיניי, גם באנגלית זה מושג שגוי ומטעה. זה לא צריך להיקרא "ניתוח טכני", אלא

Analysis of the historical market opinion regarding an asset's price at a specific time and an attempt to project the market's opinion into the future

אין לי שם קצר וקולע יותר, אבל התיאור הזה מדויק. דברים "טכניים" באמת הם עובדות יבשות ומספריות שניתן לכמת. למשל: הררי מזומן שיושבים בעו"ש של הציבור ("כסף על הגדר") וזמינים להשקעה במקרה של ירידות – נתון טכני שתומך במחירים מלמטה; או זרימת כספים קבועה לקרנות פנסיה שדוחפת מחירים מעלה בסגנון Dollar Cost Averaging. מה שהסוחרים עושים עם הגרפים – מנסים לפרשן לאן הציבור יקח את המחיר – זה כבר לא טכני. זה פסיכולוגי נטו.

הניתוח הפסיכולוגי במובן הקלאסי עובד כך: סוחרים מביטים על גרפים ומנסים לנחש את התנהגות העדר. הבעיה היא שלעיתים קרובות מנסים לעשות זאת בוואקום, ללא קונטקסט לאירועים, לפסיכולוגיה המאקרו-כלכלית, למצב העסקים עצמם. הם מותחים קווים על גרפים, ומתנהלים לפעמים כמו ששאמנים היו מסתכלים לתוך מדורה כדי להבין מה יקרה. אני כנראה פותח פה חזית רצינית, אבל אני קראתי ולמדתי את השיטות הללו, ושומע אין ספור פעמים שאנשים אומרים על דפוס מסויים שהוא מדהים. הבעיה היא משולשת. הרבה מהדמויות הללו הן לא עקביות ובשם "מנטורים" מוכרים לחסידיהם שירותי חיזוי. כמו כל איש מכירות מצויין או מנהיג של כת, כל נבואה שלא מתגשמת מוצאת את התירוץ הבא. הבעיה השניה, זוהי שיטה שנוטה למשוך מהמרים. וכמו כל מהמר, יש פה ושם אנשים שהימרו והצליחו. הבעיה השלישית, יש אנשים שכן משתמשים בחלק מהדברים הללו כדי להצליח. נתחיל מזה שמספרם ספור וקטן הרבה הרבה יותר ממשקיעים שרוכשים ומחזיקים. הם נוטים להיות אנשים מאוד חכמים, מאוד משכילים, שמסוגלים להכניס אל חוט המחשבה המון משתנים שונים. אני ממליץ להקשיב לשיחה של סטנלי דראקנמילר ופול טיודור ג'ונס כדי להבין את אופי השחקנים הרציניים.

https://www.youtube.com/watch?v=S_x0n5BS1Pw&t=1646s

הם משחקים במגרשים מאוד נזילים, והקשרים שלהם עוזרים להם לנצל את השוק לכיוונים שונים. הם בדרך כלל עושים את הכסף הגדול שלהם מהימור מאוד אגרסיבי אחד לכמה זמן. בין אם השחקנים האלה עובדים אצלם, או בסיטאדל, רוב הסיכויים שזה לא אתם (כי אם כן לא הייתם קוראים את הספר הזה). האדם הפשוט יסתבך במקום הזה מתישהו.

היתרון המאסיבי של אלה שמשתמשים בשיטות הללו או נותנים להם מקום, הם לא תקועים בקיבוען המחשבתי של אנשי הדת השנייה, "ערך עמוק" (Deep Value), שמפספסים שינויים בעולם ולא מצליחים להתאים את עצמם במקרים רבים. הרבה מהם חשבו עוד ב-2016 שהשוק מוערך יתר על המידה, וכמו ג'רמי גרנטהאם מחכים כבר עשור לקריסה הגדולה.

צ'ארלי מאנגר המליץ ללמוד עסקים בדרך אחרת לגמרי (מעבר לתרגול יזמי בפועל):

1. לבחור עסק ספציפי.
 2. ללמוד את ההיסטוריה והכלכלה של התקופה בה העסק פעל.
 3. ללמוד את הסקטור הספציפי.
 4. ורק אז ללמוד על העסק עצמו, ובמקביל לראות איך השווקים תמחרו את המניה והאג"ח שלו באותה תקופה.
- וכאן מגיעה ההערה שלי, כשעושים את זה, אני מאמין, המוח מתחיל לזהות דפוסים "בגרפים" בתת מודע, שעלולים לתת את "יכולת" השאמן הנחספת שחלק זכו להיוולד ולפתח אותה (כמו פול טיודור ג'ונס). יכולת שאני לא טוען בכלל שיש לי.
- כשמשלבים את הראייה הזו, מבינים מושגים "טכניים" בצורה אחרת. למשל, "קו תמיכה" (Support Line). בניתוח הטכני זה קו בגרף. במציאות, זה פשוט מחיר שהשוק הגיע לגביו לקונצנזוס שזהו "המחיר הכי נמוך" שהנכס ראוי לו כרגע. במחיר הזה, כמות הקונים עולה על כמות המוכרים, והביקוש דוחף את המחיר למעלה. בגלל זה אני תמיד אומר לאנשים:
- "זה כמו במניות, אתה נמדד בכמה יותר גבוה אתה נופל כל פעם"*
- כלומר, כל פעם שקו התמיכה מתייצב במחיר גבוה יותר מהפעם הקודמת, זו הוכחה שיש הסכמה בשוק שהערך הבסיסי של הנכס עלה. אחד החוקים הבסיסיים שמלמדים בניתוח טכני שקו תמיכה הוא קו "התנגדות קודם". התעסקות רבה עם "קווים" כאלה אותם מנתחים טכניים אוהבים להגיד שהשוק מעכל בעצם תמחר מחדש של אותו הנכס. כאשר קו ההתנגדות נפרץ, הם ממהרים לקנות מתוך מחשבה שהמחיר יעלה, ובכך מייצרים אירוע רפלקסיבי. השאלה שמתעוררת היא האם יש מספיק אנשים בתוך המומנטום הזה כדי לדחוף את המחיר ולפרוץ את הקו בפועל – וזוהי למעשה שאלה של נפח מסחר (Volume).
- הבעיה המאסיבית בהתעסקויות הללו, זה שמצד אחד הם מניחים שהשוק יעיל, בגלל שהם בונים על כך שמחיר נוכחי כולל בתוכו דעות פסיכולוגיות על ידע, מצד שני, הם מניחים שהם יכולים לצפות את התנהגות השוק כלפי מידע לא ידוע. הבעיה המאסיבית, כשמגיע פיסת מידע חדשה מהקופסא שמשנה לחלוטין את המחשבה הפסיכולוגית של השוק ביחס למחיר הנכס בצורה משמעותית שלא היה ניתן

לצפות בגרפים. אותם שאמנים מוצאים תירוצים חדשים לחסידיים למה החיזוי שלהם היה שגוי ובצורה משכנעת לחלוטין נותנים להם נבואה חדשה.

משקיעים שמתעסקים בעסקים, לא צריכים ברמת העיקרון להתייחס לדעת השוק לגבי הנכס. מה שצריך לעניין אותם זה המצב של העסק עצמו. הבעיה העיקרית של משקיעים שקוראים לעצמם "משקיעי ערך", רבים מהם מתרכזים יותר ברב (מלשון רבי בבית כנסת) מאשר במשנה (כמו 6 סדרי משנה). הם מנסים לחקות את וורן באפט וצ'ארלי מאנגר, במקום לקחת את אותם העקרונות וליישם לעולם החדש (כפי שהוא מנסה להסביר שיש לעשות במאמרו המפורסם The Super Investors of Graham and Doddsville).

בשווקים בהם אין "עסק" אלא כל מה שיש הוא תמחור יחסי, קרי מט"ח, מתכות וכו', הסגנון היחידי שיכול להועיל הוא ניתוח של פסיכולוגיית השוק (מה שמכונה ניתוח טכני) ונתונים טכניים (מצב גיאופוליטי וכו') והבנה איך זה הולך להתבטא באותם שווקים. אז בפעם הבאה שינסו לשכנע אתכם לעשות ניתוחים טכניים על מניות, אני ממליץ להסתכל על גרפים ארוכי טווח ותגלו שכמעט כל "חוק" או דפוס כמו "צלב הזהב" של ניתוח טכני נשבר מתישהו (אני ממליץ מאוד על הספר *A Random Walk Down Wall Street* של ברטון מלכיאל שמרחיב על כך).

הדעה הפסיכולוגית והתוצאה הסופית

אני כן חושב שדעות פסיכולוגיות שמתבטאות במחיר הן רלוונטיות מאוד, בעיקר במצבי קיצון. כשיש תנודתיות גבוהה ותמחור מחדש של נכסים, אני משתמש בפסיכולוגיה של השוק כדי להבין: האם השוק אופטימי מידי (חמדנות) או פסימי מידי (פחד)? לכן, כששואלים אותי "אתה עושה ניתוח פונדמנטלי?" או "אתה משקיע ערך?", אני לא יודע איך לענות. מה שאני עושה זה לקחת את כל המידע – הטכני, הפסיכולוגי, הכלכלי והעסקי – מעביר אותו דרך המוח שלי, ומחשב תוצאות אפשריות. בסוף התהליך יוצאת אחת משלוש מסקנות:

1. "זה ברור כשמש" (הזדמנות).
2. "זה קופץ לי מהדף" (סכנה/הזדמנות).
3. "זה מסובך מדי / לא יודע. (Too Hard)"

מדינת ישראל היא חד משמעית מצב שאני לא הייתי משקיע מפני שזה מסובך מדי מפני שבהשקעות אני משקיע פאסיבי (כפי זה מתואר באנגלית) משקיע פאסיבי הוא אדם שבוחר את ההשקעות שלו אבל מעבר להצבעה השנתית של בעלי המניות לא לוקח פעילות אקטיבית בתור בעל מניות. בישראל אנשים תרגמו את זה ללהשקיע במדד ולא לעשות כלום. בעולם ההשקעות (שמתנהל באנגלית) משקיע פאסיבי לא מנסה לעשות שינויים גם כאשר הוא משקיע בחברה ספיציפית.

“...management in place (we can't supply it)”- Warren Buffett

משקיע אקטיבי (שנקרא משקיע אקטיביסט, או משקיעים בקרנות פרטיות בסגנון פרייבט אקוויטי) מנתח גם עסקים שלדעתו מסובכים, ובודקים מה השינויים שעסק צריך כדי להתייעל ולהשתפר. אני לובש פה את הכובע של משקיע פרייבט אקוויטי/אקטיבי.

למרות שאני לא הולך לקחת פה שום מהלך השקעתי או אקטיבי, מצב בו כביכול מכריחים משקיע להתעלם מהעניין שזה "מסובך מדי" הוא בתחומים האלה.

אחד העקרונות שקשה מאוד לאנשים להבין, או הרנדומליות שבה דברים מתפתחים. ב Bloomberg לפני שנה שנתיים התעסקו הרבה בשאלות:

- 1) “Is good news bad news for markets?”
- 2) “Is good news good news for markets?”
- 3) “Is bad news good news?”
- 4) “Is bad news bad news?”

ההתעסקות הזאת הייתה הרבה סביב מתי הבנק הפדרלי האמריקאי יוריד ריביות. אותו בנק פדרלי שהאינפלציה שיטה בו (מלשון Fooled).

מעבר לכך שוורן באפט כתב על איך אינפלציה עושה לכולנו Swindle לכולנו ההצלחות שלנו והכשלונות שלנו יש אפקט מאחורי הקלעים שאנחנו לא יודעים איך הוא הושפע. ולכן יש אפקט רנדומלי לחלוטין באיך דברים התפתחו. הספר המדעים של טאלב Fooled by Randomness מתעסק הרבה בשאלה של כשאתה מסתכל לאחור, האם אתה באמת רואה Method to the madness (היגיון בתוך השיגעון) או שאתה פשוט עובד על עצמך? האם הצלחת בגלל מזל ולא בגלל יכולת? האם נכשלת בגלל מזל ולא בגלל יכולת?

הבעיה המאסיבית שאנחנו מוצאים את עצמנו בה שוב ושוב היא שהמתדולוגיה הנדרשת לכל נכס בכל סיטואציה הוא שונה לחלוטין. עסקים בבורסה הם שונים זה מזה, אפילו דירות להשקעה שונות בתכלית מבחינת הסיכונים שלהן כמו דירה על הנייר לעומת דירה שרוכשים יד שנייה שצריכה שיפוץ מאסיבי. הסיכון הוא לא לדעת לזהות את המתדולוגיה הנכונה כדי לאבחן את ההשקעה, אלא לדעת לבצע את תהליך ניתוח ההשקעה היטב. יש פה המון מרחב לבצע בו טעויות, ולכן בהשקעות תמיד כדאי

להיזהר. הסיכון הגדול ביותר הוא לא סתם להפסיד כסף, אלא לא לדעת להתאים את המתודולוגיה הנכונה לנכס הנכון (ואני ממליץ שוב לקרוא את ספריו של אסוואט דאמודארן). אי אפשר לנתח דירה על הנייר באותה שיטה שמנתחים מניית דיבידנד או דירה יד שנייה לשיפוץ. יש פה מרחב עצום לטעויות, ולכן, בהשקעות, תמיד כדאי להיזהר, ולאהוב את התנודתיות שעוזרת לך לקנות בזול.

כשהתמונה שההשוק בערך מתמחרת, מתגלה כסיפור אחר לחלוטין

מכירים את זה שבסרט יש פתאום טוויסט בעלילה? כפי שאמרנו, בהשקעות קוראים לזה ברבור שחור, בישראל קוראים לזה ל"התעורר מהקונספציה". הדברים האלה קוראים בחיים שלנו כל הזמן. יש לנו תמונה של העולם והיא נשברת.

הדוגמה הקלאסית - גירושים

הדוגמה הקלאסית ביותר, היא בגידה בחיי זוגיות. ידוע שאחוז מאוד מאוד גבוה של אנשים שמתגרשים. אבל המון המון אנשים מתחתנים מתוך אמונה שלהם זה לא יקרה. הם לא מתכננים בכלל על מה יהיה אם כאשר שמשו יקרה. אחוז מאוד קטן של אנשים עורך הסכם זוגיות או הסכם ממון לפני הנישואים. זה מראה שוב על כך שהתגובה של השוק היא לא רציונלית. מפני שבשוק יעיל כולם היו לוקחים את זה בחשבון מפני שבישראל יותר מ-25% מזוגות נשואים מתגרשים, ואתה לא יודע אם אתה תהיה בקטגוריה הזאת. זה הופך להיות תהליך הרבה יותר יקר והרבה יותר מורכב והרבה יותר מכוער במהלך הגירושים. ולהרבה אנשים זה שוק טוטאלי שבת הזוג רוצה להתגרש, או שמגלים שבן הזוג בוגד.

הטעות שהרוב עושים

כשאני מדבר עם אנשים על הסכמי ממון, לרוב אני מקבל את התשובה, למה שתחשוב על כישלון של הנישואים. העניין שכולם משקרים לעצמם שהאהבה שלהם היא אהבת אמת כמו בסרטים. שהזוגיות שלהם היא מהאגדות. והראיות מעידות אחרת. וזה לא קשור לאיך נפגשו אם דרך אפליקציה או בבר, רבע יתגרשו, רבע היו צריכים להתגרש. העבודה של כולנו, היא ניהול הסיכונים שלנו בחיים, ועל כן נדרש מאיתנו לתכנן כל הזמן על כך שהבלתי רצוי יקרה. צריך להיות מוכנים לבלתי צפוי.

“to expect the unexpected” – Oscar Wilde

בשווקים, כאשר מסתבר שהתמונה הרבה יותר שחורה ממה שהיא נדמית, אנשים בבהלה מוחלטת מנסים להנזיל נכסים. הם נתפסים כמו המלך שגילה לפתע שהוא עירום. חלק מתמחר סיכון הוא לחשוב תמיד על המקרה הגרוע. פרנואידים (אני פרנואיד כרוני) נרגעים דווקא כשמשו רע קורה. מפני שכל עוד משו רע לא קורה, הם בטוחים שמשו רע יקרה, ומחפשים ללא הרף את פיסת המידע שתאשר להם

שהם לא משוגעים לחלוטין. בספרו אנדרו גרוב (Only the Paranoid Survive) מדבר על הצורך כל הזמן להיות על המשמר מפני הדבר הבא שעלול לקרות. הוא מדבר באופן שיטתי על הצורך להיות מחובר לקרקע, עם המנהלים הזוטרים (כמו קצינים בדרגת מ"מ, או מ"כים) ולהבין מה העובדים הפשוטים (החפ"שים, החיילים הפשוטים) רואים בשטח.

המקום הטוב ביותר שבו לומדים על סיכונים, על התמודדות עם משברים, על קריסה של תוכניות לומדים בשדה הקרב.

למה כל אדם חייב ללמוד תיאורייה של מלחמה

"Plans are useless, but planning is indispensable"- General Dwight D. Eisenhower

יש אלמנט במלחמה שמוציא מהאנשים את האלמנטים הכי בסיסיים שלהם. ואלה האלמנטים הפרימיטיביים שדיברנו עליהם בהתחלה. כשיש לך אסטרגיה כללית, ואתה מחלק אותה לטקטיקה, אתה גם מתכנן איך תגיב לשיבושים טקטיים בדרך. נסיגה טקטית בבורסה, היא למכור נכס שלא היה שמה התפתחות כמו שציפית, ולשבת על הגדר ולצפות בנכס הזה מתוך מחשבה שכשמשו יתאים יהיה הזמן לחזור למשחק.

מאז דזה טונג בזכות נסיגות טקטיות כבש את סין במלחמת האזרחים שלה והפך אותה לקומוניסטית. זה בדיוק מה שהרוסים עשו בכל פעם שפלשו אליהם (למעט המונגולים) כדי לתת לגנרל חורף להצטרף למלחמה. וכמה פעמים קרה שבחבורה בחור מציע לבחורה לצאת איתו והיא מסרבת, ולאחר כמה זמן וכמה ישיבות הוא מציע לה שוב לצאת ובינתיים דעתה השתנתה והיא אמרה כן?

כולם הבינו שצריך לקרוא את "The art of war" של סאן צו כי זה פופלארי, אבל לא חוקרים עוד קצת לעומק ומגלים שיש הרבה ספרים עם השם הזה (בדיוק כמו שיש המון סרטי Django). ולמה לא קוראים ספרים מעבר, ולמה כל החברה הישראלית שלנו, שהיא חיה על חרבה לא לומדת את הנושא הזה יותר. לא קוראים ולא לומדים. ובאותו האופן כשאנשים ניגשים להשקעות הם מגיעים בלי איזה תוכנית למה יקרה כשמה שתוצאה לא יקרה.

"I like to say, 'Experience is what you got when you didn't get what you wanted.' -

Howard Marks

וזה הא"ב זה של ניהול סיכונים. תוכנית ליום שאחרי. בהשקעות הדבר החשוב ביותר, הוא Live to play another day. ואם זה כל כך ברור מה שאני אומר אז למה כל כך הרבה אנשים מאבדים את כל מה שיש להם בהשקעה כזאת או אחרת?

התיאוריה של מלחמות וההיסטוריה שלהם מלמדת שוב ושוב על איך דברים מתפתחים אחרת, ואיך אנשים פועלים וחושבים, ואיך משהו שעל הנייר נראה בלתי אפשרי קורה. בהיסטוריה רואים מספר רב מספיק של פעמים איך צבא קטן שמנוהל היטב מנצח צבא גדול הרבה יותר כאשר הוא בוחר באסטרגיה שהיא טובה לו מאשר לאחר.

ככה בדיוק אלכסנדר מוקדון כבש את האימפריה הפרסית. ככה ליאונידיס ו־300 הספרטנים עצרו את Xerxes. ככה המכבים ניצחו את הסלווקים (הידועים בתור היוונים) שאת המלחמה הזאת אנחנו חוגגים ומציינים בחנוכה.

ככה עסק קטן לפעמים מביס עסק גדול. ככה צוות קטן של פיתוח תוכנה מביס לפעמים צוותים גדולים של תאגידים. בספר 'The Mythical Man-Month' – Fred Brooks שבפיתוח תוכנה נחשב לתנ"ך של ניהול פרויקטי תוכנה (שרוב המהנדסים הישראלים לא קראו אותו) הוא מתאר את מה שלימים יקרא חוק ברוקס:

"Nine women can't make a baby in one month" – Fred Brooks

הוא מדבר שלפעמים בפיתוח מסויים של תוכנה, יש מספר שאם תעבור אותו בכמות צוות הפיתוח, זה לא יועיל ועלול אף לפגוע בפיתוח עצמו. ואת כל הדברים האלה צריך לקחת בחשבון שמשקיעים. יכול להיות שתקנו דירה על הנייר והקבלן יפשוט רגל באמצע (כפי שקרה בסין עם אוונגארד), או שיגיע עסק חדש משום מקום וישנה את כל חוקי המשחק לחלוטין (כפי שאמזון עשתה לקניונים). ולפעמים דברים לא יקרו בקצב שתרצה שהם יקרו. ובציטוט דומה שממחיש את הרעיון הזה גם:

"No matter how great the talent or efforts, some things just take time. You can't produce a baby in one month by getting nine women pregnant." – Warren Buffett

הגנרלים הגדולים ביותר בהיסטוריה, הם אלה שגם כשהפוטעו, והדבר קרה לעיתים נדירות, היה להם תוכנית מגירה. עכשיו אני לא אומר שצריך לחיות בפרנויה מוחלטת שמשהו רע יקרה עכשיו. החוכמה היא להבין שבדרך כלל משהו רע לא קורה, ופשוט לנסות למזער את הסיכוי שמשהו רע יקרה לנו.

"I predict one day Amazon will fail. Amazon will go bankrupt..."

If we start to focus on ourselves instead of focusing on our customers, that will be the beginning of the end, we have to try and delay that day for as long as possible."

Jeff Bezos

לכן צריך להתכונן לזה שמשהו רע יקרה או לפחות לחקור את האפשרות לכך. לכן כשנותנים הלוואה מוודאים שיש נכסים לשעבד. כשמשיקיעים בעסק מחפשים מנכ"ל שאנחנו סומכים עליו שכשהסערה תהיה מטורפת הוא יצליח להשיט את הספינה בבטחה. כשקונים דירה על הנייר מקבלן מוודאים (במיוחד אם הוא חברה נסחרת ציבורית) שהסיכוי שיפשוט רגל נמוך מאוד ושלא תתקעו עם תוכניות. איך אנשים אומרים לי כל הזמן "זה חברת בנייה אמינה, היא נסחרת בבורסה". גם אוורגרנד הסינית נסחרה בבורסה. ולפני שתגידו לי אה הם סינים, יש המון חברות שנסחרו בבורסה והתבררו כהונאות או כחתולים בשק, והשאירו לקוחות ומשיקיעים שלהם בלי כלום. קרה לנו מספיק בארץ עם מקרים שהתבררו כהונאות בבורסה. והעונשים בסין למי שהם תופסים הרבה הרבה יותר גרועים.

כשקונים דירה במינוף מוודאים שגם אם חס וחלילה אחד מבני הזוג יהפוך להיות מובטל בזמן שהריבית עולה (וסביר להניח ששתי הדברים האלו יקרו יחד, מפני שלעליות ריבית יש השפעה ישירה על היכולת של עסקים במשק להעסיק עובדים) עומדים בהוצאות המשכנתא. מתכוננים לזה שדירה להשקעה יכולה לעמוד ריקה הרבה זמן. מתכוננים נפשית למלחמה וששוכרים עלולים לעזוב את הנכס. כן כן, לצפות לזה שמשהו רע יקרה, ולא, המדינה לא אמורה להרים את הכפפה על דברים כאלה. יזמים לוקחים סיכונים, גם את סיכון המלחמה.

ניתן דוגמא. אני מדגיש כדי שדברי לא יתפרשו בצורה שהיא לא נכונה. תושבי קריית שמונה צריכים לדרוש תוכניות לשיקום קריית שמונה, עוד לפני שיש מלחמה. במדינת ישראל מלחמה על גבול היא שאלה של מתי, ולכן התוכניות צריכות להיות מוכנות, וההטבות צריכות להיות כדאיות לתושבי קריית שמונה לגור שמה.

"Si vis pacem, para bellum" / "Igitur qui desiderat pacem, praeparet bellum"

"If you want peace, prepare for war" / "Therefore, let him who desires peace prepare for war"

- Publius Flavius Vegetius Renatus (On Military Affairs)

הצד השני

אי אפשר לצפות מזה שהמדינה תיקח את הסיכון הכלכלי ולא תגבה אותו אחר כך במיסוי גבוה יותר. והדברים האלה חייבים לקרות מראש. יש טעות מחשבתית בכך שמתכוננים למשהו רע והוא לא קורה זה בזבז. זאת טעות, אתה חייב כל הזמן לוודא את עצמך ולהיות מוכן למשבר, כי זה וודאי, שמשהו רע יקרה בסוף, אבל אם נתכונן, יש סיכוי סביר שנגיד

"תודה לאלוהים שזה הצרות שלי" (ציטוט עצמי שלי. באופן כללי, הקול שאנחנו הכי אוהבים לשמוע, הוא של עצמנו)

אם כך, הסיכון של ברבור שחור הוא סיכון משמעותי, שצריך לחשוב עליו כל הזמן, מתוך המחשבה שאנחנו לא יודעים מהו והוא יפתיע אותנו. לחשוב על סיכונים הוא בדיוק ההפך מלדאוג, מפני שבמחשבות על סיכונים אנחנו פותרים אותם מראש, ומתרגלים את היכולת שלנו להתמודד עם בעיות. במלחמה, האוייב כל הזמן מנסה להפתיע, הצורה שבה לוחמים במקרים רבים התמודדו עם הפתעות יכול להיות מקור להרבה מאוד לקחים.

*"Don't worry about the future
Or worry, but know that worrying
Is as effective as trying to solve an algebra equation by chewing Bubble gum
The real troubles in your life
Are apt to be things that never crossed your worried mind
The kind that blindsides you at 4 p.m. on some idle Tuesday" - Mary Schmich*

שתי הקטבים, הם תמיד גרסא שונה של אותו דבר

כמו שפאשיסטים קיצוניים וקומוניסטיים קיצוניים עשו בסופו של דבר את אותם הדברים לבני העם שלהם שלא הסכימו איתם, ככה פרוגרסיביים קיצוניים או נואו נאציים קיצוניים הם בסופו של דבר משתמשים באותם אמצעים קיצוניים, אלימות ואנרכיה. כמו שהקוטב הצפוני והקוטב הדרומי מכילים טמפרטורה זהה, ככה אופטימיות או פסימיות יתר על המידה מובילים לאותה התוצאה, אי עשייה.

"I think extreme optimism and extreme pessimism ... they're somehow the same thing. Extreme pessimism means nothing can be done, and extreme optimism means nothing needs to be done..."

– Peter Thiel

הסיכון הגדול ביותר - אנחנו וסדרי העדיפויות האישיות שלנו

דור שלם גדל בבועה. כשאנשים שואלים למה יש היום כל כך הרבה כעס וזעם ברחובות, התשובה לדעתי פשוטה: מדובר בדור שחונך על ברכי סרטי דיסני, שבהם הסוף תמיד טוב. ההורים שלנו שינו באוזנינו שאנחנו מושלמים בדיוק כמו שאנחנו, ושנוכל להיות כל מה שרק נרצה. אבל ככל שמתבגרים, מגלים את האמת הלא נעימה: אנחנו לא מיוחדים, ובדרך כלל – אנחנו לא מקבלים את מה שאנחנו רוצים.

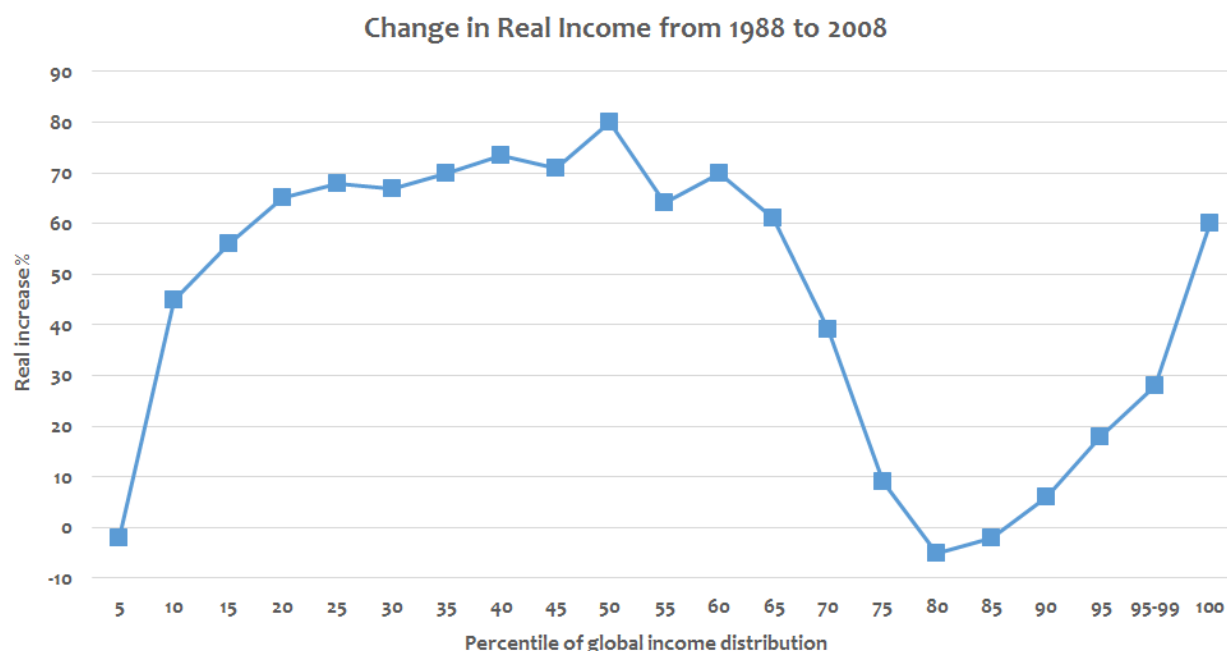
רבים קנו את השקר של "אל תדאג, תעשה תואר והחיים יסתדרו מעצמם". זוהי תסמונת "מדליית ההשתתפות" – המחשבה שעצם ההגעה למגרש מזכה אותך בפרס. כשהבועה הזו מתפוצצת, והם מתעוררים למציאות שונה ממה שהובטח להם, הם מחפשים את מי להאשים. מהצד השני, רבים אחרים שוקעים בייאוש ומאמינים שהמשחק מכור מראש ואין טעם לנסות.

כדי להתמודד עם הפער הזה בין הפנטזיה למציאות, אנשים נופלים שוב ושוב למלכודת הדיסוננס הקוגניטיבי. **דיסוננס קוגניטיבי הוא מצב של אי-נוחות פנימית שנוצרת כשיש סתירה בין האמונה או הרגש שלנו לבין המציאות שאנחנו רואים בעיניים** (לא רק הדוגמא שהצגתי לפניכן). הפתרון הבריא היה צריך להיות: להשתנות, ללמוד, או לפחות לנסות להבין לעומק את הצד השני כדי להבין טוב יותר את עצמנו. אבל מה רובנו עושים בפועל? ממציאים נרטיב חדש שמצדיק את המחשבה הקודמת שלנו. אנחנו משקרים לעצמנו כדי לא לשנות הרגל או דעה, ואת הכעס אנחנו מפנים החוצה, כלפי "האויב". אני אתן דוגמה מהפוליטיקה הישראלית (ואני מדגיש מראש: הדוגמאות מאוזנות לא מתוך פוליטיקלי-קורקט, אלא מתוך ייאוש עמוק מרמת השיח בשני הצדדים):

- הצד הביביסטי: כשאדם שתומך בנתיניהו נתקל בעובדה שהוא היה ראש הממשלה בזמן האסון של ה-7 באוקטובר, הדיסוננס מכה בו. כדי ליישב את הסתירה, הוא ממהר לטעון: "אם היה שם מישהו אחר, המצב היה גרוע הרבה יותר". כך האמונה נשמרת שלמה.
 - הצד של "רק לא ביבי": כשאדם שדורש שכולם יתפטרו וילכו הביתה נתקל באפשרות של פיטורי ראש השב"כ (שהיה אחראי גם הוא למחדל), הוא לפתע בולם. הטיעון הופך להיות: "ביבי עושה את זה ממניעים אישיים, אסור לפטר אותו עכשיו". פתאום "כולם צריכים ללכת" הופך ל"רק מי שאני שונא צריך ללכת".
- אותו מנגנון בדיוק עובד בארה"ב סביב דונלד טראמפ. העובדות לא משנות, כי המטרה היא לא האמת – המטרה היא להגן על האגו שלנו מפני ההודאה שטעינו.

אחד ה"שקרים" שהיה בעשורים האחרונים, לאחר קריסת חומת ברלין, הוא שנגמר המלחמות. שכל בני האדם זהים, ושגלובליזציה היא דבר מדהים. אם מסתכלים על העולם כעל מערכת דירוג מעמדית,

נחשפים לאמת המרה על ההשלכות של הגלובליזציה. במשך עשורים, עצם העובדה שנולדת למשפחה ממעמד הביניים באמריקה הבטיחה לך מקום גבוה בדירוג הפיננסי העולמי. אבל הגלובליזציה הזיזה את הלוחות הטקטוניים. המעמד הפיננסי של מעמד הביניים המערבי צנח, פשוט כי אנשים שאפתניים במדינות אחרות טיפסו למעלה ותפסו את מקומם. זו אינה ביקורת פוליטית על הגלובליזציה; זו פשוט עובדה לגבי ההשלכות שלה. לכל דבר שמייצר תוצאות חיוביות יהיו גם תוצאות שליליות. אנחנו חיים במערכת יחסית. שום דבר לא ממחיש זאת טוב יותר מאשר "עקומת הפיל (Elephant Chart)" המפורסמת של הכלכלן ברנקו מילנוביץ.



הגרף, שעוקב אחר צמיחת ההכנסה הגלובלית לאורך עשורי השיא של הגלובליזציה, נראה בדיוק כמו פרופיל של פיל:

- הגב (המנצחים): העלייה המאסיבית במרכז הגרף מייצגת את מעמד הביניים הצומח באסיה (בעיקר סין והודו). ההכנסות שלהם זינקו, מה שחילץ מאות מיליונים מעוני.
 - החדק (המנצחים): קצה החדק, שמצביע בחדות כלפי מעלה, מייצג את עשירי העולם שניצלו את השווקים הגלובליים לטובתם.
 - השקע (המפסידים): אבל בדיוק בין הגב לחדק, בבסיס החדק, שוכן עמק עמוק של קיפאון (סטגנציה). מי יושב בשקע הזה? מעמד הביניים המערבי.
- בזמן שהעולם הריע ל"גב" וקינא ב"חדק", האנשים ב"שקע" ראו את השכר הריאלי שלהם קופא במקום. הם אלו ששילמו את המחיר. על כל מי שמטפס, מישהו אחר נופל. אלו שחשבו שהמקום שלהם מובטח רק מעצם זכותם מלידה, מגלים עכשיו שהקרקע נשמטת תחת רגליהם.

זה קרה להם, זה יכול לקרות לכם.

באופן היסטורי, היחידים שיכלו להבטיח לעצמם ביטחון אישי אמיתי היו אלו שהיה להם את היכולות הכלכליות לכך. זה אומר לגור באזור ללא זיהום אוויר; לממן לעצמך שירותים רפואיים פרטיים כשהמערכת הציבורית קורסת; לגור באזור ללא פשיעה כדי שהילדים שלך לא יפגעו מכדורים תועים. אנשים בפריפריה זועקים בצדק על שירותי רפואה לקויים, אבל העשירים באותה פריפריה יכולים לממן לעצמם את הרופאים הטובים ביותר. כסף הוא כוח.

אני לא חושב שהגירה מישראל היא הפתרון ליהודים שרוצים לשמור על זהותם לטווח הרחוק, אבל אם תהיו עשירים מספיק, יהיה לכם את האופציה להגר לכל מדינה שתמצאו. עשירים תמיד הצליחו לחמוק טוב יותר מזוועות המלחמה. כסף ומשאבים מאפשרים לאדם לקחת שליטה על הגורל שלו ולא להיות קורבן של הנסיבות.

תפסיקו להאשים את המערכת זה קל להגיד "ההורים לא לימדו אותי". זה קל להגיד "מערכת החינוך לא חונכה אותי". זה קל להגיד "הסבים שלי לא הורישו לי כלום".

אבל בואו נהיה כנים, איך ההורים שלכם יכלו ללמד אתכם משהו שהם בעצמם מעולם לא ידעו? איך הסבים שלכם, שהיה להם פחות מכלום, יכלו לתת לכם הון? ולגבי מערכת החינוך? תפקידה הוא שימור מעמדות והסללה לעבודה כשכירים. מי שלא מבין את זה, משקר לעצמו.

צריך להודות באמת. כולנו נולדנו לתוך "חבילת בסיס" שונה. כל אחד מאיתנו קיבל סט קלפים אחר בפתיחת המשחק. כישורים מולדים, יכולות פיזיות ומנטליות, אבל גם חסרונות, חולשות, פחדים, ומשפחה וסביבה ספציפית שעיצבו אותנו כילדים (לטוב ולרע). יש מי שהתחיל את המירוץ 50 מטר קדימה, ויש מי שהתחיל במינוס. אבל וזה האבל הגדול, נקודת הפתיחה היא לא נקודת הסיום. האחריות הבלעדית שלנו, כאנשים בוגרים, היא למפות את החסרונות הללו ולמלא את החלל בעצמנו. אם לא קיבלתם חינוך פיננסי בבית, לכו ללמוד אותו. אם גדלתם בסביבה שפופה וחסרת אמביציה, חפשו סביבה חדשה שתדחוף אתכם למעלה. אף אחד לא יבוא להשלים לכם את הפערים האלה. זה התפקיד שלכם לשדרג את הגרסה של עצמכם, יום אחרי יום, למרות (ואולי דווקא בגלל) המקום שממנו באתם.

"The world ain't all sunshine and rainbows. It's a very mean and nasty place, and it will beat you to your knees and keep you there permanently if you let it." – Sylvester Stallone (Rocky Balboa)

המערכת ומי ששולט בה, או מקורב אליה רוצה שהמצב ישאר איך שהוא. איזה אדם רוצה שהילדים שלו יגדלו למעמד סוציו-אקונומי נמוך ממנו? איזה הורה משלים בשוויון נפש עם העובדה שהילדים שלו אולי לא יצליחו לקנות דירה? כמעט כל הורה מוכן לוותר על עצמו בשביל הילדים שלו. הוא רוצה שהם יזכו להשכלה שהוא לא קיבל, שיטיילו בעולם, שיהנו מהחיים. לכן, אותם חברים לכיתה שגדלתם איתם, שההורים שלהם במעמד גבוה משלכם, רוצים (גם אם בתת מודע) שהפער הזה יישמר לטובת הילדים שלהם. וזה בסדר. זה הטבע האנושי.

ובארה"ב כפי שהגלובליזציה פגעה בעובדי מפעלים במעמד הפועלים, היא גם פגעה במעמד הביניים. באוניברסיטאות העלית בארה"ב כשהן החליטו לקבוע מכסות לקבלת סטודנטים לפי הגזע שלהם, כדי להגדיל את הקבלה של סטודנטים "שחורים", מספר הסטודנטים השחורים בהחלט זינק, אבל רובם לא הגיעו מארה"ב שיכלו לשלם את שכר הלימוד המלא. וככה בני מעמד סוציו אקונומי גבוה יותר (שלא היו עשירים מספיק לתת תרומה כספית מיוחדת לאוניברסיטה) מצאו את עצמם גם הם נדחקים בשם הגלובליזציה וההכלה, אבל גם הם מאשימים את הצד השני, רק לא את המוסדות שלהם בגלל השייכות המשותפת לאותו הצד הפוליטי.

אפשר לפנטז שכלל הציבור ישפר את רמת חייו יחד, ושהמדינה תמסה את העשירים ותחלק לעניים. אבל המציאות לא עובדת ככה. בזמן שאתם מחכים לצדק חלוקתי, מישהו אחר שנולד למעמד שלכם, או נמוך מכם, עובד קשה ומשפר את מצבו.

בזמן שאתה זורם בחיים העולם משתנה. המקצוע שהלכתם ללמוד באוניברסיטה כי "הכווינו אתכם" עלול להיכחד מחר בבוקר. אם אתם "זורמים עם החיים", אתם נותנים לחיים לנהל אתכם במקום לנהל אותם. ההתנהלות הפסיבית הזאת תהיה הסוף שלכם. הכל טוב ויפה כל עוד המזל לצידכם, אבל במוקדם או במאוחר המזל מתהפך. במציאות הישראלית זה מוחשי עד כדי סיכון חיים.

- אם תהיו עניים, תגורו בבניין ישן ומתפורר בלי ממ"ד. כשיש אזעקה, כל מה שנשאר לכם זה להתפלל.

- אם יהיה לכם קצת יותר כסף, יהיה לכם ממ"ד.

- אם תהיו עשירים, תבנו בית עם מקלט תת-קרקעי ממוגן ומאובזר.

להיות עשיר יותר מגדיל סטטיסטית את הסיכויים שלכם לשרוד, פיזית וכלכלית. תוכלו לרכוש כלים טובים יותר, יעוץ איכותי יותר, הגנה טובה יותר. הגורל אולי ידוע מראש, אבל הרשות נתונה לכם לבחור איזה מבין הגורלות האפשריים יהיה שלכם.

אני מבטיח לכם, אם זה לא קרה כבר, יום יבוא ואתם תצטערו. תצטערו שלא השקעתם יותר, שלא הייתם ערים מספיק, שהתעוררתם באיחור. תכעסו על עצמכם שלא היה לכם את הכוח והמשאבים לשנות משהו או לעזור למישהו יקר לכם. העולם לא מחכה לכם. מי שלא מתעורר בזמן, נשאר מאחור.

הכתובת תמיד על הקיר לרוב, הטעויות שהורגות אותנו הן לא ההפתעות המוחלטות, אלא הדברים שהכתובת הייתה מרוחה על הקיר ופשוט בחרנו לא להסתכל. סמכנו על "מומחים", על "המדינה", על "המערכת", ולא בדקנו אותם. לא וידאנו שהם ראויים לאמון העיוור שלנו.

"People hate to think about bad things happening so they always underestimate their likelihood." - A quote I love from the film The Big Short

הדברים ההרסניים ביותר עבור אדם (ועבור אומה) הם הדברים שאנחנו בטוחים שהם נכונים – והם פשוט לא.

- "היטלר לא באמת מתכוון לפתוח במלחמה כוללת."
 - "החמאס מורתע ורוצה שקט כלכלי."
 - "הבנקים אחראים ולכן מחירי הנדל"ן לעולם לא ירדו" (ארה"ב, 2006).
- כשאתם תוקעים את הראש בחול ומאמינים לסיפורים שנוח לכם לשמוע, החיים שלכם לא בשליטה שלכם בכלל. הם בידיים של מישהו אחר, וזו הפוזיציה המסוכנת ביותר שאפשר להיות בה. ולכן שייכות למפלגה מסויימת היא בעייתית, להגדיר את עצמך כמשקיע ערך או סוחר לפי ניתוח טכני היא בעייתית. מפני שבאופן פסיכולוגי, אתה תתקשה להתבטא נגד האנשים ב"קבוצה שלך", או לחילופין תמצא תירוצים בכך שפשוט תגיד שהצד השני גרוע יותר. או במקרה הכי גרוע, לא באמת תתעמק במה ש"אנשי הקבוצה או המפלגה שלך" אומרים, עושים ומאמינים גם אם רוב מהותם נוגדת לחלוטין את העקרונות שלך.

זה תופעה שקורית לנו ביום יום, ובכל פעם שאנחנו מגיעים עם התשובה הזאת, אנחנו מעמיקים את הבור העמוק של הדעה שלנו שמזמן אינה אובייקטיבית. אנשים שאני סומך עליהם משנים את דעתם בהתאם לנסיבות. אנשים שאני לא סומך עליהם נשארים בדעה לא משנה מה. וזה רוב האנשים, נכנסים למשבצת ולא יוצאים ממנה אלא אם קורה משהו איום ונורא שמרסק את תפיסת העולם שלהם. הסיבה העיקרית היא חוסר הרצון להודות בטעות. כי אם אני טועה לגבי משהו שיש לי דעה כל כך חזקה לגביו, אז במה עוד אני טועה?

כשמישהו מנסה להבין איך הקהילה הLGBTQ תומכת בחמאס, שאם רק היו יכולים היו שוחטים את כולם, זה ההסבר, ויש סיכוי סביר שגם אתם מתנהגים בצורה אי רציונלית בגלל השתייכות מפלגתית זזה ותמיכה עיוורת או ללא ביקורת.

המסר שלי כאן, למרות שאני מבין שהוא קצת לוט בערפל הוא כדלקמן, לכל אחד מאיתנו יש סט ערכים, השקפת עולם ומטרות בחיים. לפעמים הם סותרים זה את זה, לפעמים הם לא מציאותיים. אנחנו צריכים בכל רגע נתון לשאול את עצמנו האם הציפיות שלנו מוגזמות? האם השקפת העולם שלי מציאותית? האם הערכים שלי תואמים את השאיפות שלי (לדוגמא צעיר שהולך ללמוד תואר במדעי המדינה ומטרתו היא לעבוד עם נוער בסיכון אבל בו זמנית הוא חולם לקנות בית פרטי עם בריכה)?

הסיכון האישי

בעולם ההשקעות, אין שני נושאים שקשה יותר לדבר עליהם (או ליישם אותם) מאשר השאלה מתי למכור, והשאלה מהו סיכון? נאסים ניקולס טאלב הקדיש לנושא הסיכון שני ספרי מופת. הראשון, תעתועי האקראיות (Fooled By Randomness) עוסק בתפקיד הסמוי שיש למזל בהצלחה שלנו או של אחרים, תפקיד שאנחנו נוטים להדחיק. טאלב מזכיר שם מפני היהירות שמגיעה בעקבות הצלחות עבר, ומפני הקנאה באחרים שהצליחו, שגורמת לנו להעתיק את ה"שיטות" שלהם בצורה עיוורת. באחד הפרקים הזכורים בספר, הוא מספר על סוחר שמרן שקינא בשכן שלו, סוחר גם הוא, שלקח סיכונים עצומים, עשה הררי כסף לתקופה קצרה וחי ברמת חיים ראוותנית. לקראת סוף הספר, הבועה מתפוצצת ואנחנו מגלים שאותו שכן מוצלח איבד כמעט הכל. הספר השני של טאלב, הברבור השחור, משלים את התמונה ומדבר על הסיכון של הלא נודע המוחלט, האירועים שאף מודל לא צפה. אבל טאלב לא לבד. כל ענק השקעות תקף את המילה "סיכון" מזווית אחרת (כמה דוגמאות, וכל אחד מהם עשה יותר מרק מה שכתבתי כאן):

- בנג'מין גרהאם דיבר על סיכון התמחור (לשלם יקר מדי או להאמין לשוק).
- ג'סי ליברמור דיבר על הסיכון של להיות בצד ההפוך של השוק (לקח שנכתב בדם של שורטיסטים רבים).
- דיוויד סוונסן (מנהל התיק האגדי של ייל) התמקד בסיכון שבבחירת מנהל הקרן הלא נכון.
- רוברט שילר וג'ון קנת גלברייט דיברו על בועות, תנודתיות והפסיכולוגיה של ההמון. הבעיה היא שרובם מתייחסים לסיכון כאל אירוע נקודתי או טכני.

וורן באפט אמנם נגע בסיכונים רבים במכתביו, אבל עד כמה שידוע לי, רק אחד נוטה לצלול לעומק הפילוסופיה של הסיכון באופן עקבי: הווארד מארקס. אין מורה טוב ממנו לנושא, בעיקר בגלל העיסוק שלו: ניהול אג"ח זבל (Distressed Debt). העבודה שלו היא, בהגדרה, מתן הלוואות בסיכון גבוה. בעולם הזה, הוא חייב לחשוב כמעט אך ורק על המקרה הגרוע (Downside) כי מהמקרה הטוב הוא לא יהנה (באג"ח, הרווח המקסימלי מוגבל לריבית שנקבעה). ניהול אג"ח הוא "משחק שלילי" (מושג שגרהאם ודוד תבעו ב-Security Analysis). אם מתוך 100 חברות, רק 10 יפשטו רגל, התפקיד של המנהל הוא לא למצוא את המנצחות הגדולות, אלא פשוט לא להשקיע באלו שיקרסו.

הפער הגדול שאני מזהה הוא שכל ענקי ההשקעות הללו לא עוסקים בשאלה שמטרידה את האדם הרגיל: "מה זה אומר לגביי?". הם מדברים על ניהול סיכונים ברמת התיק, התמחור או הפסיכולוגיה של השוק, אבל הם מפספסים את המצב האישי הייחודי של כל משקיע. הווארד מארקס נגע בזה פעם בריאיון, כשהציג סקאלה של 0 עד 100 (כאשר 100 הוא סיכון מקסימלי). הוא הסביר שההחלטה איפה

למקם את עצמך על הסקאלה תלויה במשתנים כמו גיל, עושר, הכנסה, היחס בין ההון לצרכים השוטפים, מספר התלויים בך (ילדים/הורים), הקירבה לפנסיה והיכולת המנטלית לספוג תנודתיות. הוא הוסיף בכנות שאי אפשר לקבוע נוסחה אחידה, ושאי אפשר לדעת איזה הרכב תיק מתאים לכל רמת סיכון, ושבסוף, המספר הזה זה עניין של מיינדסט.

כל הפרמטרים שמארקס מנה הם קריטיים, אבל צריך להבין שלאנשים שונים, המילה "סיכון" אומרת דברים שונים לחלוטין. זה לא רק עניין של מתמטיקה (תשואה מול סיכוי להפסד). האופי של האדם רלוונטי הרבה יותר מהאקסל שלו:

- אם לאדם יש נטייה להמר, הוא עלול להפריז ביכולת שלו להתמודד עם סיכון.
- אם אדם מושפע מאוד מהסביבה החברתית שלו, (FOMO) הסיכוי שהוא יתמיד בתיק השקעות שמתאים לו אישית הוא אפסי ברגע שירגיש שהוא "נשאר מאחור" בזמן שחבריו מתעשרים.
- הכוונה שלי היא שלא מספיק למדוד את כמות הסיכון, אלא את אופי הסיכון. שני אנשים יכולים להחזיק בתיק זהה לחלוטין, אבל עבור האחד הסיכון הוא נסבל, ועבור השני הוא הרסני.
- יותר מכך, גם סוגי נכסים משנים את אופיים בהתאם למיקום ולמצב.
- עבור אדם בארה"ב, השקעה בנדל"ן נחשבת (בדרך כלל) לבטוחה ויציבה.
- עבור אדם שגר באוקראינה על הגבול הרוסי, נדל"ן הוא הנכס המסוכן ביותר שיש. עבורו, זהב או ביטקוין, שנחשבים "ספקולטיבים" במערב, היו עוגן ההצלה הבטוח ביותר.
- אף ספר השקעות קלאסי לא מדבר על הניואנסים הללו, שלדעתי הם קריטיים.

מילה אחרונה לפני שנצלול לעומק: תוך כדי כתיבת הספר הזה, הבנתי שתרגום הרעיונות הללו לפרקטיקה של בניית תיק אישי (Asset Allocation) דורש ספר בפני עצמו. הספר הנוכחי נועד למטרה ספציפית: להסביר על מה אני מסתכל כשאני בוחר שלא להצטרף לאופוריה סביב שוק הדיור הישראלי, ומדוע אני לא מסכים עם השוק שמתמחר עתיד ורוד והתאוששות מהירה. אני אגע בנקודות כואבות, ואני מציע לכם לקחת רגע ולנהל שיחה כנה ומלאה עם עצמכם לא רק על הכסף, אלא על מי שאתם.

כולם לוקחים את זה כמובן מאליו, המטרה הראשונה היא לשרוד, והסיכון הראשון הוא לא לשרוד

כולם לוקחים את זה כמובן מאליו, אבל בעולם הפיננסי (כמו בטבע), החוק הראשון הוא הישרדות.

"The first rule of investing is don't lose money. The second rule? Don't forget the first, that's all the rules" – Warren Buffett

"Live to fight another day" - an old English proverb

במילים אחרות: המטרה היא להישאר במשחק מספיק זמן. אני לא יודע למה אנשים לא מבינים את זה מספיק. זה נשמע טריוויאלי, אבל היישום של זה רחוק מלהיות כזה. אנחנו משתמשים במשפטים האלו בהשקעות כדי להסביר למה אסור ליטול סיכון שאי אפשר לעמוד בו (סיכון של פשיטת רגל). אבל כעם שההישרדות שלו מוטלת בספק בכל רגע נתון, אנחנו נוטים להתעלם מכך באופן תדיר בחיי היומיום הכלכליים שלנו.

יש חוק בלחימה: מי שנתקע במקום, מת. זה נכון בדיוק באותה מידה בעולם הכלכלי. אם האינפלציה תגיע, השווי הריאלי של הכסף שלכם יישחק. אם תגיע דפלציה, הנכסים שלכם יאבדו מערכם, ואם אין לכם נכסים בדפלציה, כנראה שתאבדו את העבודה שלכם. כך או כך, עמידה במקום היא מתכון לאסון. כסף הוא כוח, וכוח הוא ביטחון כמו שהתעשרות היא עניין יחסי. כמות המשאבים בעולם מוגבלת, והכסף בכל רגע נתון מתחלק בצורה אחרת (משחק סכום אפס בחלק מהמקרים). אנשים אחרים רוצים לטפס בסולם הסוציו-אקונומי, וזה אומר לפעמים שהם מטפסים מעליכם.

הפתרון היחיד, הוא כל הזמן ללמוד, כל הזמן להתאמן, כל הזמן להשתפר ולכן, הסיכון הראשון הוא הזנחה. כשאתם מזניחים משהו, הוא נרקב

זה ברור שהסיכון הראשון הוא אתה

לכל אחד מאיתנו יש מטען גנטי ויש לנו מטען תרבותי ויש לנו את המצב הביולוגי שלנו בגוף. לאיך שאנחנו מרגישים, ההורמונים שיש לנו בגוף ישפיעו על ההחלטות שלנו. צריך ללמוד גם את הסוציולוגיה של החברה שסביבנו וההשפעה הפסיכולוגית של הסביבה שלנו ושל התרבות שלנו (דבר שג'ורדן פיטרסון מביע היטב בסדרת ההרצאות שלו על ספר בראשית). הוברמן שהוא ביולוג שהתפרסם מדבר כל הזמן על ההשפעה של דברים על המוח שלנו.

אני לא הולך להגיד לכם להפסיק לראות פורנו או להפסיק לשתות אלכוהול. אני כן מציע ללמוד איך ההשפעה של דברים שאנחנו עושים משפיעים עלינו באופן אישי. כולנו שונים, ואנחנו מגיבים אחרת לחומרים שונים ושגרה אחרת. עם השנים גם הגוף שלנו משתנה.

סיכון מאוד גדול, הוא לא לקחת את הדברים האלה בחשבון כשמקבלים החלטות.

הפסיכולוגיה הייחודית של הנדל"ן הישראלי

לזכור שלנדל"ן יש עניין פסיכולוגי שייחודי לו. שמחירי הנדל"ן עלו היא פסיכולוגית, ההרגשה שלהשתקע ולהכות יתד בקרקע זה בטוח (הטבע האנושי מאז ימי השבטים הנוודים), המחשבה שליהודים אין ארץ

אחרת (אם כבר לקנות בית פה, תמיד יהודים ירצו לגור בארץ ישראל), האזרחים הערבים, דרוזים וכו' של המדינה שנמצאים פה עוד מלפני הקמתה, ובאמת אין להם זיכרון משפחתי של מקום אחר (כמו מוצא אצל היהודים).

גם האופי שבו אנחנו מחפשים לקנות בית לגור בו מקום לשכור אותו, אנחנו בדרך כלל נסתכל על מה הכי הרבה שאני יכול לשלם, שזה דפוס שונה לחלוטין מכרטיסי טיסה שבדרך כלל אנשים מחפשים מה הכי פחות שהם יכולים לשלם.

כמה נקודות שהן מתאימות למחשבה בישראל:

- הלחץ החברתי - הורים לוחצים לקנות דירה ("מתי אתה קונה דירה?"). כל החברים קנו, כל המשפחה שואלת מתי תקנה, אנשים מרגישים שהם במעמד חברתי גבוה יותר כשהם אומרים "יש לי דירה".
- הביולוגיה מתערבת : מגיעים לגיל שפיזית מרגישים צורך להשתקע. לחץ החיים מתגבר, כשאתה לחוץ הגוף מייצר קורטיזול. זה משפיע על יכולת קבלת החלטות. אנשים עם לחץ פיננסי מקבלים החלטות גרועות יותר.
- המלכודת הפסיכולוגית : ברגע שקנית, אתה חייב להאמין שזו הייתה החלטה טובה. אחרת תיאלץ להודות שהתחייבת על 25-30 שנה למשהו שמפסיד לך כסף
- לכן אנשים ממציאים הצדקות במקום לבחון את המציאות.

והמציאות היא שרוב הישראלים שקנו דירה בשנים האחרונות עשו זאת מסיבות פסיכולוגיות וחברתיות, לא כלכליות. ואז הם משכנעים את עצמם שזה היה כלכלי.

אני אהיה הראשון לסתום את הפה שלי כשיציגו לי עבודה אפילו חצי מקצועית/רצינית של קבלת החלטות ובחינת השקעות. אני בטוח שהרוב לא עשו את זה, ואני מדבר על הרוב. לא אלו שבאמת ישבו ועשו את העבודה כמו שצריך (ולחפש דירה אחת בין דירות בלי להשוות לסוגי השקעות אחרים זה לא מספיק).

זה בסדר גמור לקנות דירה מסיבות רגשיות. אבל בואו לא נשקר לעצמנו שזו השקעה טובה במידה והיא לא השקעה טובה או שבדק בית רציני לא נעשה.

אני מציע פה תמיד לכל אחד לשבת עם עצמו ולהבין מי הוא ומה הוא, ומה הרצונות שלו. בתור מחשבה אני מציע להסתכל הפסוק המפורסם "לך לך מארצך וממולדתך ומבית אביך אל הארץ אשר אראך". הרעיון בפסוק הוא התעסקות במה הכי קל לוותר עליו עד הכי קשה.

כמה דוגמאות: אנשים שלא רוצים למות לפני שטיילו בכמה שיותר מדינות בעולם, אנשים שרוצים לעזור לילדים שלהם כמה שיותר, כל אחד יש לו בשרשרת מה הוא רוצה. והשאלה הנמדדת היא כמה אתה מוכן לסבול בשביל זה.

עקרון השרידות - הבסיס לכל השאר

הדבר הכי בסיסי באנושות הוא הישרדות. מעבר לעקרון השרידות, הטעות הראשונה שאני לא יכול להרשות לעצמי היא אי-יכולת להתפרנס כלל. בגלל זה ההמלצה הראשונה שוורן באפט וצ'ארלי מאנגר נתנו לכל אדם שמשקיע בתחילת דרכו היא: השקע קודם כל במקצוע שלך. אני לוקח בעניינים האלה את שרשרת העקרונות שלי לכל מקום. המחשבה פה היא חד-משמעית לשרוד, ולכן צריך לוודא תמיד שיכולים לשרוד יום נוסף. אני עובד שוב ושוב על היכולות שלי להתפרנס. החל מעבודות פיזיות, דרך להישאר עם אצבע על הדופק על שלל מקצועות, רכישת כלים, ואפילו לעשות תואר "על הדרך". הפרנסה היא אבן יסוד שמשרתת את היכולת שלי לשרוד ולדאוג לאנשים שלי. אני אומר את זה תמיד: קחו לאדם הכל, אבל רק לא את היכולת שלו להתפרנס. הפרנסה היא התקווה של האדם והיא הבסיס לשפיות שלו.

יהירות יתרה, ופסימיות כבדה

נגעתי בזה לפני כן, אבל אני נתקל בזה שוב ושוב. אני כנראה אגע בזה מתישהו בחוויות האישיות שלי (אולי לא בספר הזה), אבל אגע בזה לרגע כאן. בשיחות שלי עם אנשים, לרוב אני נתקל בזלזול (שכמובן, אם אתם קוראים את הספר הזה, אתם כבר לא מזלזלים בי). אנשים תמיד התעלמו ממה שיש לי לומר בגלל שלא היו לי את ה"קבלות" או כל שאר הדברים הנוצצים כדי לגרום להם לחשוב שאני חכם או מוצלח. אני תמיד ניסיתי לדבר בצורה משכילה ורציונלית, ואנשים, במקום לשפוט אותי לפי הדברים שיש לי לומר, שפטו אותי בגלל דברים אחרים. אנחנו נוטים לחשוב באופן טבעי שאנחנו טובים מאחרים, שאנחנו חכמים מהם. אנחנו מוכנים לקבל את העליונות של אדם אחר רק כשזה ברור לחלוטין (בספורט זה ניכר באופן מיידי), או שאנשים אחרים שאותם אנחנו מעריכים רומזים לנו או אומרים לנו שכדאי להקשיב. אחרת, אנחנו נוטים לבטל את הצד השני; אנחנו פשוט לא מקשיבים לו, וחושבים בזמן שהוא מדבר על מה שאנחנו רוצים לומר. ולכן נושא ההתעשרות הוא דבר נוסף שברור לנו לחלוטין כשרואים אותו, כמו בספורט. למרות שאנחנו יודעים שיותר כסף לא בהכרח אומר שלאדם האחר יש סט יכולות גבוה יותר, אלא זה פשוט Proxy (מדד מייצג) לכך. לכן אנחנו נוטים להפריז ביכולות שלנו, או לחשוב שלהתעשר זה קל, או ש"כי אדם אחר הצליח אז ברור שגם אני יכול", ומתנהלים בצורה יותר מדי אגרסיבית שמובילה בסוף לאבדון.

לאחר מכן אנשים מתייאשים ושוקעים לפסימיות יתרה, ולא עושים כלום כי הם מאמינים שהמשחק מכור, ש'דפקו אותם', ומחפשים את מי להאשים. עד ששוב, מגיע אדם אחר שמבטיח להם שפיצח את השיטה וש"ככה העשירים עושים ופשוט אף אחד לא גילה לכם", ושוב המעגל חוזר. מהצד השני, חסידי

ה"השקעה הפאסיבית" מעודדים גישה הפוכה: "אי אפשר לנצח את המדד, מי שראיתם מתעשר היה לו פשוט מזל. אתם יותר חכמים ולכן אתם אפילו לא תנסו, וכשהם יפסידו את כל הכסף אתם תהיו עשירים."

הטעות הטבעית - הפחד להישאר מאחור

טעות מאסיבית שאנשים מחליטים שהם לא יכולים להרשות לעצמם – והיא טבעית לחלוטין – היא להישאר מאחור. הם מעדיפים לטעות יחד עם כולם מאשר לקחת את הסיכון שיתקעו מאחור. הם מפחדים לטעות בטעות של אובדן כוח הקנייה. זוהי אחת הסיבות העיקריות למה אנשים מחליטים לקנות דירה: כי המחירים עולים, והם מרגישים שהרכבת עומדת לצאת מהתחנה.

מקרה מבחן - החבר שלי מתל אביב

חבר הגיע אלי השבוע ודיברנו על השקעות. אני לא יועץ השקעות, ולכן אני מזכיר לו ולחברים שלי את זה תמיד: שאני לא מקצוען והם צריכים להתייעץ עם מקצוען מוסמך עם רישיון מהמדינה. אני כן משתף, אבל רק איך אני חושב על העניין. הוא, כמו כולם, מגיע אלי בציפייה או תקווה לקבל תשובה (שאסור לי לתת, ואני אף פעם לא נותן כי זה כל כך סובייקטיבי ואישי, אז אני לא חושב שאפשרי לתת). במקום זה, הוא מקבל עוד יותר שאלות. טבע האדם הוא להיסגר באותו הרגע (כי זה גורם לו להבין שאפילו שהוא ידע ממש קצת, רק עכשיו הוא מבין כמה מעט הוא בעצם ידע. ואני אומר לכם את האמת, עוד לא התחלנו לגעת אפילו בקצה הקרחון). הוא רוצה לגור בתל אביב, לא משנה מה. כלומר, להבדיל ממני, מגורים במקום אחר בישראל לא אופציה מבחינתו. מצד שני, למרות שיש לו אפשרות לעבור לחו"ל, הבסיס שלו למעבר כזה רעוע. (עבור אלו שבכלל המעבר לחו"ל לא בא בחשבון מבחינתם, זו דוגמה עוד יותר חשובה). הוא לא מהנדס תוכנה, ולא עוסק במקצועות הללו. לכן הטעות העיקרית שהוא לא יכול להרשות לעצמו היא לא לעמוד בקצב של תל אביב. מבחינת כוח קנייה, יש לו לחץ כפול: גם להעלות את המשכורת בקצב של התל-אביבים, וגם להתעשר בקצב שלהם. זה דבר שקשה לעשות כאשר מסביב יש אקזיטים ומשכורות עתק של תאגידים, במיוחד אם אתה לא מהנדס תוכנה או איש עסקים. ולכן, לאדם שחי בתל אביב – היכן שקיים באופן לא פרופורציונאלי ריכוז גבוה של אנשי סייבר והייטק – יש היגיון רב להשקיע בסל של חברות סייבר. במקרה הגרוע, שבו ענף הסייבר יחווה "חורף", אז האנשים סביבו ינזקו גם הם (וכוח הקנייה היחסי שלו יישמר). מצד שני, אם הסייבר ימשיך לנסוק, הוא יוכל להצמיד את ההון שלו ואת כוח הקנייה שלו בצורה יותר מדויקת לאוכלוסייה שסביבו. מנגד, לאדם שהוא מהנדס בחברת סייבר, שגם ככה חלק נכבד מכוח הקנייה שלו צמוד לסייבר דרך המשכורת והאופציות, כדאי אולי להימנע מלהיות מושקע עוד יותר בסייבר (אלא אם הוא יודע מתוך היכרות מקצועית שיש הזדמנות יוצאת דופן שתגדיל את קצב ההתעשרות שלו). לאדם שרואה קשיים בתעשייה שלו, ויתרה מכך – חושש לפרנסה שלו – צריך לחשוב היטב אם להיות מושקע עוד יותר בתחום הזה בתיק ההשקעות שלו.

"One of the lessons your management has learned—and, unfortunately, sometimes re-learned—is the importance of being in businesses where tailwinds prevail rather than headwinds." - Warren Buffett, in a Letters to Shareholders

דרך לנסות לזהות האם אתה עלול לסבול מFOMO שיוביל לאבדון, אם אתה תמיד מתלבש לפי האופנה החדשה, או נוטה לעשות דברים בדומה לכולם. מצד שני, אם אתה אדם שאוהב לעשות הכל שונה מאחרים גם אם זה קצת פחות פרודקטיבי, או לחילופין כשאתה עושה משהו ואז אחרים מעתיקים זה מפריע לך, אתה עלול לסבול מעודף "קונטרריות". כלומר, אתה תמצא את עצמך הולך נגד העדר (או השוק) גם כשהוא צודק.

המיתוס של ההשקעה הפסיבית

משהו לקחת בחשבון רק כי המון אנשים לא חושבים עליו שאני חושב שמאוד חשוב לציין. נהיה טרנד של "השקעות פסיביות" שבו ממליצים לאנשים "תקע את הכסף של ב500SNP וזאת השקעה פסיבית כי אף אחד לא מנצח את השוק לאורך זמן ובלה בלה בלה".

שלל ההחלטות האקטיביות שה"משקיע הפסיבי" לוקח בלי לשים לב שזה אקטיבי

- נניח שזה נכון שזה פסיבי להשקיע בסל מחקה מדד, אבל מרכיב מאוד חשוב זה כמה אחוזים כל דבר לוקח מתיק ההון. זה כבר החלטה אקטיבית.
- החלטה אקטיבית נוספת, לקשור את כוח הקנייה שלך עם שוק מסוים, על אחת כמה וכמה כשהוא לא השוק המקומי שלך. נניח בחור שגר בתל אביב. בגלל שתל אביב קשורה בדרך בסיליקון וואלי, הוא חייב לקחת את זה בחשבון בהשקעות שלו. לקנות דירה שצפויה לפינוי בינוי בחיפה עלולה לא להחזיק את הקצב של הנאסדק 100. עליות מניות טכנולוגיה הרבה יותר רלוונטיות לאינפלציה התל אביבית מאשר למחירי נדלן בחיפה. The ripple effect במקרה הזה הוא ככה $nasdaq100 >$ אינפלציה תל אביבית $<$ מחירי נדלן בחיפה (זה מאוד מאוד גס) אבל חד משמעית לא להיפך. אם הוא בוחר להשקיע בנדלן בחיפה, הרווח שלו חייב לפחות לעמוד בקצב של שאר ההתעשרות בתל אביב, הוא חייב לייצר תשואה עודפת. מנגד, זה מאפשר לו אולי להיות פחות מושפע מחברות שיושבות בעמק הסיליקון ומספקות לו סוג של גידור. בחירה ב500SNP גם לא כל כך מועילה לו, מפני שתל אביב לא מושפעת Altriam באותו הרמה כמו שתהיה מושפעת מחברות סייבר קטנות שנסחרות בכלל בשוק הפרטי. יותר מהכל, נניח ומחר הכלכלה האמריקאית קורסת, וישראל עושה Pivot לסין, או שהכלכלה הישראלית צומחת בקצב הרבה יותר גבוה, את הכסף שהוא השקיע הוא הצמיד לכוח קנייה בארה"ב, וכוח הקנייה שלו יישחק ביחס לכוח הקנייה של אנשים שהשקיעו בישראל. בשבילי, שאני מוכן לעלות בכל רגע

לעלות על מטוס לכיוון אחד לארה"ב אם ממש הייתי חייב כי אני לא שורד פה כלכלית, זה דבר קל יותר בהרבה לקשור את הגורל שלי עם הכלכלה האמריקאית ולהשקיע ב-SNP500.

אבל אל תחשבו שהתל אביבי מוגן אם הוא שם כסף בנאסדק 100 ומשקיע סכום קבוע כל חודש.

- אם תל אביב הופכת לבירת הסייבר העולמית וקצב ההתעשרות בתל אביב גבוה מהנאסדק 100 הוא בבעיה.

- אם הנאסדק 100 קורס ואיכשהו תל אביב עושה Pivot להיות מושפעת איכשהו מסין שממריאה, הוא שוב פעם באותה הבעיה.

- ההחלטה של לקשור את עצמנו למקום מסוים, ולהגיד שלא משנה מה אני לא יכול לא לעמוד בקצב המקומי, דורשת אצבעות על הדופק של אופי ההתעשרות המקומי.

ברגע שאדם מחליט לחיות באיזור מסוים זוהי החלטה אקטיבית שגם היא משפיעה באופן ישיר על רמת הסיכון בתיק, ולכן סיכון הוא דבר אבטסרקטי ויחידני. השימוש בשפה של פאסיבי ואקטיבי נותן למשקיעי המדד תחושה שהם לא צריכים לחשוב על סיכון כלל. הבעיה צצה כאשר אחרי שנה או שנתיים הם רואים שמדד אחר שיותר קשור לכוח הקנייה שלהם (נניח מדד בתל אביב) ביצע תשואה עודפת, או בגלל שינויי מט"ח הם לא זכו לתשואה שציפו לה. הם לא הבינו מלתחילה את ההחלטה שקיבלו, ולכן צפויים לחזור על אותם טעויות שוב ושוב. מרדף אחרי המדד שהצליח יפה יותר שנה שעברה. זה מקרה נפוץ שקרנות שכן מצליחות להביס "מדד" לאורך עשור ויותר מגלות שהמשקיעים שלהם הניבו תשואות נמוכות בהרבה, מהסיבה העיקרית שהם "יצאו" מהקרן בשנה קצת פחות טובה ו"חזרו" לאחר שנה טובה.

המיתוס הישראלי על מחקה מדד אמריקאי (ולמה לאמריקאי זה אמיתי)

מאיפה הקטע הזה של השקעות פסיביות ותשקיעו ב-S&P500 נובע:

מהמלצות של וורן באפט או Jack Bogle, לקהל משקיעים אמריקאי, שתלוי בכלכלה האמריקאית. ולכן עבורם זה השקעה "פסיבית" יותר. כלומר אם ישראלי לוקח את ההחלטה האקטיבית לקשור את עתידו בכלכלה האמריקאית, הוא לוקח את ההחלטה ההסתברותית שהכלכלה הישראלית תמשיך להיות offshoot של הכלכלה האמריקאית, ושישראל לא תעבור להיות פתאום מדינת חסות (כן אני משתמש במונח הזה) של הכלכלה הסינית לדוגמא. הוא לוקח הימור שהתשואה העודפת של שוק המניות האמריקאי, יניב תשואה גבוהה יותר מאשר קרן מחקה מדד ישראלית בשילוב עם ביצועי המט"ח של השקל ביחס לדולר.

בקיצור

אין דבר כזה השקעה פסיבית באמת. כל החלטה היא החלטה אקטיבית:

- להשקיע ב-S&P500-החלטה אקטיבית לקשור את הגורל שלך לכלכלה האמריקאית
- לקנות דירה בישראל = החלטה אקטיבית לקשור את הגורל שלך לכלכלה הישראלית
- לא לעשות כלום = החלטה אקטיבית לאבד כוח קנייה לאינפלציה ולרדת במעמד הסוציו אקונומי

דוגמא לשאלות שכל אחד צריך לשאול את עצמו:

1. איפה אני רוצה לחיות ב-20 השנים הבאות?
2. לאיזה כלכלה אני צריך לקשור את כוח הקנייה שלי?
3. איזה טעויות אני יכול להרשות לעצמי ואיזה לא?
4. מה הכי חשוב לי - ביטחון או צמיחה?

"For about a year, I've been sharing my realization that there are two main risks in the investment world: the risk of losing money and the risk of missing an opportunity. You can completely avoid one or the other, or you can compromise between the two, but you can't eliminate both." - Howard Marks

לפני שמחליטים איפה לשים את הכסף, צריך להחליט איפה "לשים את החיים", או לפחות מה רוצים מהם ומכך לגזור את ההחלטות.

לסיכום על סיכון כללי

קיימים מספר סיכונים עיקריים:

(1) אנחנו - הסיכון הגדול ביותר.

אנחנו לא יודעים את מה שאנחנו לא יודעים. האגרוף הכי מסוכן הוא זה שאנחנו לא רואים. זה המשמעות של הברבור השחור. הידיעה שבכל רגע אנחנו מצפים לזה שאגרוף כזה יגיע מקל על ההתמודדות איתו, וזה מה שהכרחי ליכולת שלנו להתאושש ממנו. בגלל זה קריטי להבין שאנחנו לא יודעים. נדרשית היכרות עצמית עמוקה עם המרכיב הפסיכולוגי שלנו, לדעת איך ניפגש עם דברים כשהם יקרו. כלומר, צריך לעשות שתי דברים, ללמוד פסיכולוגיה, ולהעמיד את עצמנו שוב ושוב במצבים שונים לחלוטין, כדי ללמוד איך אנחנו מתמודדים איתם, ואני לא דווקא מדבר על דברים שקשורים להשקעות. לדוגמא צריך לעשות שוב ושוב דברים שמפחידים אותנו, ולראות שאחרי שזה קורה, הכל בסדר. בין אם זה רכבות הרים או לרכב על אופנוע, לריב מכות(שזה פחות מומלץ למבוגרים אבל בתור ילד זה היה חוויה מקשיחה לעתיד) או לעשות ספארינג עם אנשים גדולים חזקים ומאומנים מאיתנו, לקבל אגרוף לפנים ולראות שהכל בסדר. להתרגל לצאת מהאיזור נוחות, כי כשיהיה רע, זה יהיה מפחיד, לא משנה כמה עשיר תהיה.

הדבר השני הוא להבין שאנחנו לא משכילים מספיק ולא מנוסים מספיק. אז ללמוד ללמוד ללמוד, לשאול שאלות כל הזמן. לזכור כל יום שאנחנו מטומטים, אבל אם נתנהל היום היטיב, נלמד משהו אחד לפחות. בעסק שאנחנו מתכוונים להשקיע בו, צריך לשאול את עצמנו מה אני יכול ללמוד עליו עוד? על התחום שלו? על העובדים והמנהלים שלו? על המתחרים שלו? ועל עצמנו איך נגיב לדברים שונים שקורים בו או בתחום שלו?

(2) התרבות של החברה שסביבנו. התרבות ההתנהגותית של כולם היא מה שמביאה עלינו כחברה את האגרופים הלא צפויים האלה. כלומר, שאננות, בינוניות, שחיתות וכו'. בסוף, בכלכלה, החרא צף. מה שקרה בארה"ב בשוק הנדל"ן, שוק המשכנתאות, שוק הנגזרות של המשכנתאות, שוק האשראי, ושוקי הביטוח היה שרשרת שכן קורית הרבה לאורך ההיסטוריה. רעיון טוב שמוצע למספר מצומצם של משקיעים מתוחכמים עם כיסים מאוד עמוקים מתפתח ובסוף עובר לקרנות שמשקיעות הון שהוא לא שלהם. בגלל שההשקעה החדשה מתגלה כמצויינת, בדק הבית הולך ופוחת, ומצד שני מוכנים להשקיע בדברים פחות ופחות אחראיים. איכות ההשקעות עצמן (מאותו הסוג) יורד, ומתגלגל לציבור גדול יותר ויותר של משקיעים פחות ופחות מתוחכמים עד שהוא מתפוצץ ועולה באש כאשר בעלי הנכסים מגלים לפתע שמכרו להם זבל ולא נשאר למי למכור.

בתוך כל השרשרת הזאת יש הרבה בינוניות (אנשים לא בודקים מה הם רוכשים גם אם יש להם את היכולות והכלים לכך) וגם שחיתות (כי אנשים באופן מודע מוכרים זבל ומבצעים מניפולציות על הנכסים).

התרבות האישית שלנו היא חלק מהעניין. מה ההרגלים שלי? האם אני שואף למצוינות? האם אני מאתגר את עצמי ואת הסובבים שלי? השאלה היא אם אני הייתי הולך לאיש מקצוע שיעשה את מה שאני הולך לעשות עכשיו, מה היה הציפייה שלי ממנו, והאם אני עומד בסטנדרטים האלה בעצמי?

"Winning is not a sometime thing; it's an all the time thing. You don't win once in a while... you don't do things right once in a while... you do them right all the time.

Winning is a habit."

Vince Lombardi

גם בעסק שאנחנו משקיעים בו, אנחנו צריכים לשאול האם מצוינות היא התרבות המקצועית בעסק, כי אם לא, בסוף מישהו מצויין יגיע ויביס את העסק בשוק.

(3) המספרים. אנשים בדרך כלל מתעצלים לעבור כמו שצריך על המספרים. ולכל עסק ולכל השקעה יש מספרים שהשמעות שלהם שונה. מה שמבדיל איש עסקים מרואה חשבון זה הקונטקסט. איש העסקים אמור להבין טוב יותר את משמעות המספרים לעומת רואה החשבון. כמה דוגמאות:

בחברות צעירות מה שצריך לשאול הוא האם יש חובות? האם הם בדרך להיות רווחיים, או האם יש להם את האפשרות להפוך להיות רווחיים אם יאטו קצת את קצב ההשקעה במצב שהשוק הפוטנציאלי שלהם יחוה "חורף"? מה קצב הצמיחה הנוכחי? מה גודל השוק הפוטנציאלי? והאם יש להם את היכולת להתרחב לשווקים (מוצרים ושירותים ואיזורים) נוספים? לבנקים זה איכות ההלוואות שהם נתנו (נמצא ב balance sheet שלהם), ה credit spreadn (היחס בין הריבית שהם לוויים את הכסף ביחס לריבית שהם מלוויים את הכסף), כמה מהר bank run יכול להתרחש והיכולת שלהם להתמודד איתו (עתודות מזומן). לנדל"ן קצב גידול האוכלוסייה הוא דבר קריטי, ועוד יותר בקרב אוכלוסייה שהיא האוכלוסייה שמייצרת את רוב הצמיחה. תשימו לב שהמדינות באירופה שהנדל"ן בו זול הוא מדינות שהרבה

צעירים עזבו אותן (לדוגמא יוון). יש כמובן מספרים נוספים, אבל בסופו של דבר השקעות הוא שאלה של DCF שמובאת בקלאסיקה

"A bird in the hand is worth two in the bush"

(Aesop)

השקעה טובה היא השקעה שהמספרים קופצים אליך מהדף. שכאשר מריצים מודלים שונים של תסריטים שונים שעלולים לקרות ואיך הם ישפיעו על המספרים, הדף אומר משהו אחד:

"Heads I win big, tails I do not lose much" Mohnish Pabrai

ובהשקעה, השאלה הכי חשובה האם אקבל את ההון העצמי שלי חזרה? והשאלה השנייה היא מה ההחזר על ההון העצמי שלי? ברגע שמכניסים מינוף לתמונה אפילו קצת, יש הבדל מהותי בין הרווח על הנכס (לאחר הוצאות, לאחר רווחים מעליות מחירים במכירה בתוספת עם החזר מזומנים במשך ההחזקה) לבין ההחזר על ההון העצמי.

לכן כשמישהו מדבר איתי על תשואה של דירה ממונפת, והוא לא מתייחס להחזר על ההון העצמי שלו אלא פשוט לכמה שכירות זה ביחס למחיר הדירה, אני יודע ישר, שהוא לא מבין את ההשקעה שלו, כי הוא לא מבין את ההחזר האמיתי שלו (שהיא גבוהה יותר ממה שהוא חושב במידה וההוצאות שלו נמוכות). תזכרו, השוק יעיל בממוצע. והמשקיעים המצויינים מנצלים את הנקודות שבהם השוק מאבד מהיעילות שלו. הם קונים כשכולם בטוחים שזה נכס גרוע (ולפעמים הם צודקים אבל יש מקרים שהם טועים) ומוכרים כשכולם בטוחים שזה ההשקעה הכי טובה שיש.

נקודה חשובה בנוגע לבועות או שאנשים חושבים שיש בועה

המשקיעים המצויינים נוטים לא להשתתף לקראת סוף הבועה. הם מפסיקים להשקיע עוד, או אפילו מוכרים חלק מהנכסים. בבועת הדוט קום, חלק מהמשקיעים הכי טובים פיגרו אחרי השוק מ-1998. 2001. זה קשה מאוד נפשית שאנשים סביבך מתעשרים מאוד מהר. במיוחד כשאתה יודע יותר מהם. אחד הסימנים לשלב האחרון של הבועה הוא כשאנשים כאלה נשברים ומצטרפים. התרופה הכי טובה לזה שכולם סביבך מתעשרים, היא לשמוח בשבילם. אם החלטת שזה לא נכון לך, תדבוק בזה. אבל אל תנהל מול זה מלחמה. שב עם עצמך ותנסה להחליט עבור עצמך איזה אפיק השקעה נכון לך. אם תעשה את זה היטב, אתה תימנע מלהפסיד בבועות, או תהיה מושקע כאשר אחרים מפחדים לקנות ויתברר שצדקת בנוגע לחוסנו של העסק או הכלכלה, ואתה קנית כשהמחירים היו נמוכים. המשחק הוא לקנות היטב. זה מתאפשר רק כשלא מתעסקים בדשא של השכן. וזה עוזר קצת אהבת חנינם. יש המון דרכים

לעשות המון כסף, זה שמישהו מצא דרך שלא התאימה לך זה בסדר גמור. ואין מה לעשות, לפעמים צריך גם מזל בחיים.

הסיכון הייחודי בהשקעה בדירה בישראל

עכשיו, כשהבנו מהו סיכון ברמה העקרונית, הגיע הזמן לצעוד לתוך שדה המוקשים שנקרא "השקעה בדירה בישראל". היכולת לנתח את הסיכונים הללו היא הנשק היחיד שלנו מול העדר. היא זו שתאפשר לנו לזהות סכנה כשכולם רואים "הזדמנות של פעם בחיים" (בזמן בועה), או לזהות הזדמנות כשכולם בטוחים שהשמיים נופלים (בזמן משבר).

לצורך הדיון, אני רוצה שנניח בצד את הגורמים הסובייקטיביים והרגשיים. בואו נתעלם לרגע מפרמיית המחיר של ממ"ד מול "בלי ממ"ד". כל אדם מתמחר את הביטחון האישי של משפחתו ואת הנוחות של לא לרדת למקלט בפיג'מה בצורה אחרת, וזה לגיטימי. בואו נתעלם גם מניתוח גיאוגרפי של אזורי סיכון ביטחוני, איזורים עם צמיחה, קיטון באוכלוסיה וכו'.

אנחנו כאן כדי לדבר על סיכון בהקשר של כסף, ועל האופי הספקולטיבי שהשתלט על המדינה. אנחנו נצלול לתוך משולש הסיכונים שבין הרוכש, הקבלן, הבנק וה Spread (המרווח הפיננסי) שבין דירה "על הנייר" שתימסר בעוד שנים, לבין דירה חדשה מוכנה, לבין דירה יד שנייה.

הסגנון בחלק הזה יהיה מעט שונה: אני אציג את הטענות הקלאסיים שאני שומע שוב ושוב מאנשי מכירות, יזמים ו"ועצים". אלו טענות שנשמעים הגיוניים, אבל בפועל הם אלו שמסתירים את ההימור הספקולטיבי. למה? כי מי שמנסה למכור לכם את הטענות האלה נמצא בניגוד עניינים מובנה. המטרה שלו היא להרוויח עמלה או למכור מלאי, והמטרה שלו היא להצדיק לכם (ולעצמו) את העסקה.

אבל רגע לפני שמודדים את הסיכון, צריך לשאול: מה ההשקעה הזאת אמורה לפתור? התשובה הקצרה היא: הגנה מאינפלציה. אנחנו משקיעים הון כדי שהחסכונות שלנו לא יישחקו, ומקווים שערך הנכס יעלה מעבר ל"ריבית חסרת הסיכון" (אג"ח ממשלתי).

הבעיה המאסיבית מתחילה בכך שהציבור הישראלי אינו יודע לתמחר סיכונים. רוב הרוכשים לא מבינים את גודל ההימור שהם לוקחים. הם מובלים על ידי אנשי מקצוע שאמורים "לעזור" להם, אך בפועל האינטרס שלהם הוא לסגור עסקה כמה שיותר מהר. הלקוח נשאר לבד במערכה, בלי להבין האם הסיכונים מתאימים לו, ובלי שום תוכנית מגירה למקרה שההימור ישתבש. (וכדי להבין את זה, לוקח זמן, על אחת כמה וכמה כשאתה עושה זאת עבור אדם אחר).

המשכנתא הישראלית – ניהול תיק חוב (ולא חוב יחיד)

המשכנתא בישראל היא מוצר פיננסי ייחודי, ושונה מאוד ממה שמקובל בארה"ב. בארה"ב, הסטנדרט הוא פשוט ריבית קבועה ל-30 שנה. הריבית הזאת מושפעת יותר מכל דבר אחר מתשואת האג"ח הממשלתי (Treasury) ל-10 שנים. רוכש הנדל"ן האמריקאי לוקח הימור חד וברור: הוא מהמר שרכישת הנדל"ן תניב לו תשואה גבוהה יותר (לאחר הוצאות) מהשקעות אג"ח לאורך אותו הזמן (מושקע ריבית דה ריבית). גם את החישוב הזה הוא יכול לעשות ברמה התיאורטית בלבד, כי אף אחד לא באמת יודע לאן הריבית תלך.

"There's nobody whose predictions on interest rates I would pay attention to, even myself, even Charlie."— Warren Buffett

אפילו יו"ר הפד לא יודע איפה הריבית תהיה בשנה הבאה. אבל למרות חוסר הוודאות, אפשר להשתמש בהיגיון בריא ובדפוסים היסטוריים. ב-2020-2021 אדם היה צריך לשאול את עצמו: "האם הריביות היום נמצאות בשפל היסטורי?" אם התשובה היא כן, הסיכוי הסביר הוא שהן יעלו בעתיד. אותו הדבר נכון לגבי אינפלציה. לחילופין, בסביבת ריבית גבוהה מאוד (שבה אנחנו רואים האטה אמיתית באינפלציה), אותו "היגיון" בא לעזרתנו שוב, אבל בכיוון ההפוך. ההימורים נוגעים לשני משתנים שיש ביניהם קו תיאורטי ברור:

1. אינפלציה עולה $\Rightarrow$ כדאי להשקיע בנכסים ריאליים (נדל"ן/סחורות) כדי להגן על כוח הקנייה.
 2. דיפלציית נכסים / מיתון $\Rightarrow$ עדיף להחזיק אג"ח (כדי לקבע תשואה ולהרוויח מעליית ערך האג"ח כשהריבית תרד).
 3. צפי לעליית ריבית $\Rightarrow$ כדאי לקנות נכסים היום, כדי לקבע מימון זול לפני שהוא נעלם.
 4. צפי לירידת ריבית $\Rightarrow$ כדאי לקנות אג"ח היום, וכשהריביות ירדו, אפשר למכור אותן בפרמיה (רווח הון) ולקנות נכסים בזול.
- הרצף באופן היסטורי הוא כזה: ירידת ריבית $\Rightarrow$ אינפלציה תעלה $\Rightarrow$ ריביות יעלו $\Rightarrow$ אינפלציה תרד $\Rightarrow$ ריביות ירדו $\Rightarrow$ אינפלציה תעלה, והמחזור ממשיך. המחזור הזה הוא סיבה העיקרית למה בנקים מרכזיים זוכים לביקורת מצד כלכלנים מסויימים שטוענים שהבנקים המרכזיים מקצינים את המחזור בכך שהם פועלים בצורה אגרסיבית מדי, או מאוחרת מדי, או שתיהם.
- הבעיה בארה"ב הייתה שהריביות נשארו נמוכות מדי לזמן רב מדי. היום, עלייה לרמה שהיא סבירה מאוד בראייה היסטורית, משבשת דפוסים כלכליים קלאסיים. זאת הסיבה למה עליות הריבית שהיו לא הביאו ישר למיתון (דבר ששיטה בכמעט כל הכלכלנים והמשקיעים). העובדה שרוב החברות "נעלו" ריביות אפסיות, והעובדה שהבורסה האמריקאית נשלטת על ידי חברות עם שולי רווחים גבוהים מאי פעם (שמאפשר להם להתמודד בקלות עם חזרה של ריביות לנקודות סבירות מאוד ברמה ההיסטורית)

איפשר להם בעצם להתמודד עם עליות הריבית היטיב. זה מה שהיה שונה הפעם (ואפשר להגיד לי שבראייה לאחור זה ברור, אבל אני צדקתי לגבי זה בזמן אמת...).

בחזרה לענייננו, במילים פשוטות: קניית נכסים לעומת קניית אג"ח היא הימור נגד הריבית ובעד האינפלציה. כלומר, זוהי ציפייה שהריביות יעלו (ולכן ערך האג"ח ירד). בינתיים, נדרשת הגנה מאינפלציה, ולכן קונים נכסים. (זו בדיוק הסיבה שבנקים מרכזיים מעלים ריבית כשיש אינפלציה גבוהה, כדי לדכא אותה. כתוצאה מכך, ערכי הנכסים בדרך כלל יורדים כי אנשים מוכרים אותם ומפנים את המשאבים העודפים לאג"ח שמציע פתאום תשואה אטרקטיבית).

מלכודת האג"ח והחשבונאות (Mark to Market)

כשמחזיקים אג"ח קצר (לשנה או שנתיים), הסיכון נמוך כי אפשר לתת לו להגיע לפדיון ולא לשערך אותו למחיר השוק. בנקים רבים (כמו בנק אופ אמריקה) בנו על זה. הבעיה הגדולה נוצרת כשמחזיקים אג"ח ארוך טווח (למשל לעשור) שנקנה בריבית נמוכה מאוד. המשקיע נתקע עם נייר שמניב תשואה אפסית למשך עשור, בזמן שהיום הוא יכול לקנות אג"ח דומה שמניב ריבית גבוהה בהרבה. מצב זה גורם להפסד הון משמעותי "על הנייר". בתקופות כאלה, הכסף החכם מעדיף לוותר על האג"ח ולברוח לנכסים (כמו נדל"ן). מצד שני, כשהריביות גבוהות, הרעב לאג"ח עולה והתיאבון לנדל"ן יורד.

ישראל: ניהול תיק גידור לכל משק בית

בישראל, המשכנתא היא למעשה תיק של חוב, המורכב מ"מסלולים" שונים. כל מסלול חשוף לסיכון כלכלי אחר. אני עדיין בהלם שזה המצב בארץ. מוצר החוב הנפוץ ביותר כולל בתוכו סיכונים שדורשים חשיבה כלכלית עמוקה בנוגע לנושאים בלתי ידועים, ואלה משווקים אל הציבור הפשוט. אני הולך עכשיו להסביר לכם את המורכבות של המשכנתא הישראלית, ואת המצב אליו מכניסים את עצמם משקי הבית הישראליים. הנושא מסובך באופן תאורטי, על אחת כמה וכמה במציאות.

מבנה התיק הוא למעשה אסטרטגיית גידור. בחירת ה"משקל" של כל מסלול היא בחירה אקטיבית: לאיזה הימור מאקרו-כלכלי אנחנו רוצים לחשוף את עצמנו? כשאדם לוקח משכנתא בישראל, הוא מהמר על המאקרו-כלכלה של המדינה ל-30 השנים הבאות. נתחיל דווקא מהחלק ה"בטוח" – המסלול הקבוע. נניח שנקודת המוצא היא סביבת ריבית נמוכה (כפי שהיה בישראל ב-15 השנים האחרונות). קל"צ (קבועה לא צמודה)

- המנגנון: סגרת ריבית, התשלום החודשי קבוע, והחוב יחוסל במלואו בתאריך שנקבע.

- הסיכון: ששילמת "פרמיה" יקרה מדי (ריבית גבוהה ביחס לשוק העתידי), והפסדת הזדמנות לחסוך אם הריביות במשק ירדו. בנוסף, קיימת סכנה של עמלת פירעון מוקדם (קנסות יציאה) אם תרצה למחזר כשהריבית תרד.

בגלל שהריבית בישראל הייתה בשפל היסטורי, האינטרס המובהק של רוכשי הנדל"ן היה להגדיל ככל הניתן את החלק הזה במשכנתא ושל הבנק לצמצם אותו (בתיאוריה. נגיע לפרקטיקה בסוף) ולכן הבנק מחפש דרכים לתמרץ לקוחות להימנע מקבועה בריבית נמוכה. החלק המתעתע הוא שהריביות נשארו נמוכות לזמן רב כל כך, שזה הרדים את כולם. וורן באפט עצמו אמר עוד ב-2014 שהוא לא מבין איך הריביות נשארות ברצפה כל כך הרבה זמן מבלי לייצר אינפלציה.

המסלולים המשתנים: לנהל סיכונים שקשה לראות

עכשיו נדבר על המסלולים שבהם הסיכונים פחות ברורים לעין, ולכן קשים יותר לניהול. כאן אנחנו נכנסים ללב המערכת הבנקאית ולהבנת האינטרסים שמניעים אותה. ניתן לחלק את הסיכונים הללו לשתי קטגוריות: סיכון של מחיר הכסף (הריבית), וסיכון של ערך הכסף (האינפלציה).

א. מסלול הפריים (ריבית משתנה לא צמודה)

המנגנון: הריבית מורכבת מריבית בנק ישראל (שנקבעת ע"י הנגיד) + מרווח קבוע של 1.5%. הסיכון: סיכון תזרימי מיידי. השינוי הוא מהיר וחד. אם הנגיד מעלה את הריבית היום בערב, בחודש הבא ההחזר החודשי שלכם עולה. האינטרס של הבנק (ולמה הוא דוחף לשם כשהריבית נמוכה): כשאנחנו לוקחים משכנתא, אנחנו בעצם מוכרים לבנק "אג"ח". הבנק קונה מאיתנו זרם תשלומים עתידי.

במסלול קבוע: הסיכון הוא על הבנק. אם הריבית בשוק תעלה, ה"אג"ח" שהבנק מחזיק (המשכנתא שלכם) מאבד מערכו (Mark to Market), כי הבנק תקוע עם הלוואה שמניבה לו מעט, בזמן שמחיר הכסף בחוץ יקר. כשהריביות יורדות מספיק, הלקוח יכול למחזר את המשכנתא בריבית נמוכה יותר. לכן הבנק קובע קנסות על "פריעה מוקדמת". בתרחיש שבו הריביות בשוק צונחות, ללקוח יש תמריץ כלכלי אדיר "למחזר" את המשכנתא (לקחת הלוואה זולה ולסגור את היקרה). עבור הבנק, זה "אסון", הוא בנה על רווח גבוה לשנים קדימה ופתאום הלקוח "בורח". כדי למנוע את זה, הבנק לוקחים עמלת פירעון מוקדם (קנסות יציאה). הקנס הזה נועד לפצות את הבנק בדיוק על הרווח שהוא מפסיד בגלל ירידת הריבית. במסלול הפריים: הבנק מגלגל את סיכון הריבית על הלקוח. לכן, בסביבת ריבית נמוכה לבנק יש אינטרס מובהק שתקחו פריים. ככה הוא מגן על עצמו מירידת ערך הנכסים שלו. מצד שני, כשהריביות כבר גבוהות מאוד והצפי הוא שהן ירדו (או שהאינפלציה תרד), הבנק פחות נלהב לשווק את המסלול המשתנה (פריים), ויעדיף לנעול את הלקוח בריביות קבועות גבוהות כדי ליהנות מתשואה גבוהה גם כשהשוק ירד.

ב. מסלולים צמודי מדד

המנגנון: קרן ההלוואה (סכום החוב עצמו) צמודה למדד המחירים לצרכן. הסיכון: שחיקת ההון העצמי. אם המדד עולה, החוב גדל נומינלית. יכול להיווצר מצב אבסורדי שבו אתם משלמים משכנתא במשך 5 שנים, אבל בגלל האינפלציה, אתם חייבים לבנק היום יותר כסף ממה שלקחתם בהתחלה. האינטרס של הבנק: אינפלציה היא האויב של המלווים. אם הבנק נותן לכם מיליון שקל, והאינפלציה משתוללת, המיליון שקל שתחזירו לו בעתיד שווים הרבה פחות מבחינת כוח קנייה. הבנק כדי לא לספוג את שחיקת הערך הזו מציע את ההצמדה למדד, ככה הוא מגלגל את סיכון האינפלציה במלואו על הלווה. הוא מבטיח לעצמו שערך הכסף הריאלי שלו יישמר, לא משנה מה יקרה במשק. אנחנו, הלווים, במסלול הזה משמשים כמעין "חברת הביטוח" של הבנק כנגד האינפלציה.

הבנק אינו האויב (הוא השותף המודאג ביותר של הלווה)

לפני שצוללים לטכניקות המכירה ולניגודי האינטרסים, חשוב לנפץ מיתוס ולהבהיר נקודה קריטית: הבנק אינו מעוניין בכישלונו של הלקוח. למעשה, מלבד הלקוח עצמו, אין גוף בעולם המעוניין יותר מהבנק שהלווה יעמוד בתשלומים. עבור הבנק, אם לקוח מגיע לחדלות פירעון זה כישלון יקר ומסובך. הליכי גבייה, עורכי דין, הוצאה לפועל ומימוש נכסים בכינוס נכסים, כל אלו עולים לבנק הון תועפות וגוזלים זמן ניהולי יקר. לכן, הכלל הראשון בניהול משברים אישיים הוא פשוט, במידה והלווה מזהה קושי תזרימי, האינטרס המובהק שלו הוא לפנות לבנק באופן יזום. אין טעם לחכות לרגע. לבנק יש אינטרס עליון, זהה לזה של הלווה, למנוע הגעה לפשיטת רגל. לבנקאים יש ארגז כלים שלם (תקופת "גרייס", דחיית תשלומים, מחזור משכנתא, פריסה מחדש) שנועד למטרה אחת, להשאיר את הראש של הלווה מעל המים, כדי שימשיך לשלם ריבית עוד שנים רבות. הבנק יעשה שמיניות באוויר כדי לא להגיע למימוש הנכס. בנק ובנקאים טובים, מטרתם שהלקוח יגדל ויצמח כלכלית ככה שיוכלו להנות מהמשך עסקים עם הלקוח לאורך השנים.

איך הדינמיקה בין הבנק ללקוח מובילה לבחירה במסלולים המסוכנים?

השאלה הנשאלת היא אם הבנק והלקוח שותפים לאינטרס ההצלחה, מדוע בסופו של דבר נבחרים תמהילים בעלי רמת סיכון גבוהה? התשובה נעוצה במפגש שבין הרצון של הלקוח למקסם את יכולת הרכישה שלו בהווה, לבין הפתרונות שהמערכת הבנקאית יודעת להציע במסגרת המגבלות. בנוסף, קיים ניגוד אינטרסים מסויים בסופו של דבר, הבנק מעוניין לגדר את עצמו מסיכונים ומצד שני למקסם רווחים לכן מצד הבנק קיים אינטרס מובהק, לגלגל סיכונים על הלקוח (עלויות ריבית ואינפלציה כדוגמא) ולמקסם רווחים בטווח הארוך. ללקוחות קיימים אינטרסים נוספים. מנגד לעובדה שמטרת הלקוח היא לא לנטול את הסיכונים עבור הבנק, ולהקטין את "הרווחים" לבנק על חשבונם. עבור רוב משקי הבית, המספר

הקובע הוא ההחזר החודשי המידי. הפער בין החזר של 6,000 ש"ח במסלול בטוח ל-4,500 ש"ח במסלול משתנה, הוא לעיתים ההבדל בין תחושת מחנק לתחושת רווחה בשטף. הלקוח הרציונלי-לכאורה בוחר באופציה שמשאירה לו יותר כסף פנוי בסוף החודש. זוהי החלטה לגיטימית של ניהול תזרים, אך המחיר שלה הוא דחיית ההתמודדות עם העלות האמיתית של הכסף לעתיד, לעיתים בצורה של קרן שלא יורדת בקצב הרצוי. ולכן הבנקים מציעים לפעמים תשלום חודשי נמוך יותר ללקוחות ובתמורה הלקוחות נוטלים על עצמם יותר סיכונים. לעיתים קרובות, השילוב של מסלולים משתנים הוא הדרך היחידה לגשר בין מחיר הדירה להכנסות הלווים. הנחיות בנק ישראל מגבילות את ההחזר החודשי המותר (יחס החזר). לדוגמה: זוג המרוויח 20,000 ש"ח נטו ורוצה לרכוש דירה, עלול לגלות שבמסלול קבוע ובטוח ההחזר החודשי גבוה מהמותר, והבנק מנוע מלאשר את ההלוואה. במצב כזה, הבנקאי מציע פתרון, שילוב מסלול "משתנה צמודה". הריבית ההתחלתית הנמוכה במסלול זה מורידה את ההחזר החודשי הממוצע, ומאפשרת לזוג לעמוד בקריטריונים ולקבל את המשכנתא. עבור הלקוח, המסלול הזה הוא הכלי שמאפשר את קיום העסקה.

כפל המשמעות: "גמישות" מול "חשיפה לריבית"

במקרים רבים כשהבנק מציג מסלול ריבית משתנה, הוא מדגיש את היתרון הגדול שלו גמישות. במסלולים אלו קיימות "תחנות יציאה" המאפשרות ללווה לפרוע את המשכנתא או למחזר אותה ללא קנסות יציאה (עמלות פירעון מוקדם). עבור הלקוח, הידיעה שהוא לא "נשוי" לריבית ויכול לצאת ללא קנס היא יתרון משמעותי. עם זאת, חשוב לזכור שזוהי חרב פיפיות: אותה נקודה שמאפשרת ללקוח לצאת, מאפשרת לבנק לעדכן את הריבית כלפי מעלה בהתאם למצב השוק. מה שנתפס כהטבה של גמישות, הוא גם המנגנון שחושף את הלווה לסיכוני הריבית. תרחיש נפוץ מאוד בבניית תמהיל הוא הסתמכות על כספים עתידיים. אני מכיר מספר מקרים בהם הלקוחות ויועץ המשכנתא בנו תוכנית שבה המסלול הצמוד והמסוכן נלקח לטווח קצר, מתוך כוונה לסגור אותו תוך 3 שנים לאחר השחרור של קרן השתלמות או שיחרור של פיקדון. זוהי תוכנית לגיטימית "על הנייר". הראיה החזקה ביותר שזה נפוץ היא שהבנקים יצרו מוצר מדף ייעודי לתרחיש הזה. בכל בנק למשכנתאות יש מסלול מובנה שנקרא "הלוואת גישור" (או בולט/בלון) לתקופה של 3 שנים או יותר במקרים מסויימים. אם זה לא היה נפוץ, הבנקים לא היו משקיעים בבניית המוצר, המערכות והשיווק שלו. בפועל, המציאות מלמדת שפעמים רבות התוכניות משתנות. במועד השחרור, משקי בית רבים עלולים לייעד את הכסף לשימושים אחרים (אירועים, שיפוצים, רכב), והמשכנתא, תישאר כפי שהיא. הטבע האנושי נוטה להאמין שהעתיד יהיה טוב יותר. לקוחות נוטים להניח שהכנסתם תעלה בקצב מהיר יותר מהאינפלציה, או שהריביות יישארו נמוכות כפי שהיו בעבר. הבנק, כגוף עסקי, מציג את האפשרויות הקיימות על השולחן. כאשר הלקוח ניצב בפני האפשרויות, הוא נוטה כמעט תמיד לבחור בנתיב שמאפשר לו את העסקה הטובה ביותר בטווח המידי (ההחזר הנמוך), מתוך אמונה שיוכל להתמודד עם השינויים בעתיד. המערכת הבנקאית

אינה כופה על הלקוח מסלולים מסוכנים, אלא מציעה מוצרים שנותנים מענה לביקוש העיקרי של הציבור, היכולת לרכוש דירה כאן ועכשיו, בתזרים חודשי אפשרי. הסיכון הוא תוצר לוואי של הרצון לגשר על הפער שבין מחירי הדיור הגבוהים לבין רמת ההכנסה הנוכחית. מפני סיבות שדיברנו עליהן רבות בספר עד עכשיו, בני אדם גרועים מאוד במחשבה על העתיד הרחוק ונוטים להתרכז יתר על המידה על הטווח הקצר.

באופן היסטורי מה קורה באיזה סביבה, ומה הסיכון שהרוכשים הישראליים לא לקחו בחשבון

באופן היסטורי, סביבת אינפלציה גבוהה מביאה לסביבת ריביות גבוהה שמובילה לסביבת אינפלציה נמוכה (ודיפלציית נכסים) שמביאה לסביבת ריביות נמוכה ואז חוזר חלילה. בגלל שהזיכרון של הציבור קצר, והוא לא מבין את הסיכונים עד הסוף, הוא נוטה לבצע את ההחלטה ההפוכה מזאת שאידיאלית עברו כדי להתמודד עם הסייקל הבא. בישראל, כמעט אף אחד לא לוקח מסלול אחד בלבד. הרוב המוחלט לוקחים תמהיל, שילוב של המסלולים שהזכרנו למעלה (למשל: $1/3$ פריים, $1/3$ קל"צ, $1/3$ משתנה צמודה). בגלל שאנחנו מכירים את הקשר שבו אינפלציה שעולה יוצרת מצב שבו הריבית תעלה, הלקוח בעצם חושף את עצמו לסיכונים שמגיעים יחדיו למרות שהוא חושב שהוא מפחית סיכון. הרעיון התיאורטי הוא "פיזור סיכונים" (כמו בתיק מניות), אבל בפועל, התמהיל הפך לכלי שיווקי שנועד לייצר אשליה של זול, ובוא זמנית לגלגל על ציבור הלקוחות סיכון. הישראלי במשך שנים, התרגל לכך שריבית לא עולה, ולכן לא הכיר את הסיכון שריביות עלולות לעלות, ואינפלציה לא גרמה לקרן לעלות. באותה מציאות, קם לו דור חדש של מלווי משקיעים, ויועצי משכנתאות וכו'. דור שלם שלא ידע את פרעה. הדור הזה שאף לקחת כמה שיותר סיכון (כי על סיכון לא משלמים) כמה שפחות קל"צ וכמה שיותר פריים וצמודה.

הבעיה הגדולה יותר נוצרה בעקבות שינוי רגולטורי של בנק ישראל, בעבר הוגבל מרכיב הפריים ל- $1/3$ מהמשכנתא. כשהגבלה הוסרה (וניתן היה לקחת עד $2/3$ בפריים) בתקופה שבה הריבית הייתה אפסית, אנשים רבים בנו תמהיל שנשען בכבדות על הפריים (כי הוא היה הכי זול באותו רגע) ועל מסלולים צמודי מדד, כי ההחזר ההתחלתי שלהם נמוך מאוד. התוצאה לא איחרה לבוא, הם יצרו תמהיל שההחזר החודשי הראשוני שלו היה נמוך ומפתה, ואיפשר להם לקנות דירות יקרות יותר מכפי שהם באמת יכלו להרשות לעצמם (מנגנון הפסיכולוגי, מה הכי הרבה שאני יכול לשלם). הם התעלמו מכך שהתמהיל הזה עלול להיות "פצצה מתקתקת". ברגע שהריבית עלתה, החלק של הפריים (שהיה הרוב) הקפיץ את ההחזר החודשי. במקביל, האינפלציה הרימה ראש והחלק הצמוד ניפח את סך החוב ככה אנשים מצאו את עצמם משלמים משכנתא שנים והחוב לא ירד או מצד שני משלמים החזר חודשי גבוה יותר, ובמקרה הכי גרוע, שתיהם. מי שלקח "תמהיל אגרסיבי" כשל בניהול סיכונים הקרבת היציבות

העתידיית לטובת נוחות רגעית בהווה. דווקא בשנים שכולם היו יותר אגרסיבים, זה היה הזמן לקחת קל"צ (ריבית קבועה ולא צמודה למדד).

נעבור שוב על תרחישי הסיכון: מה קורה כשהמדד והריבית משתנים?

- תרחיש א': ריבית בנק ישראל עולה (סיכון הפריים) - זה משפיע ישירות על התזרים החודשי.
- המסלול הנפגע: פריים (ומסלולים משתנים אחרים במועד השינוי).
 - האפקט: נניח שלקחת מיליון ש"ח בפריים. על כל עלייה של 1% בריבית בנק ישראל, ההחזר החודשי שלך יקפוץ בערך ב-500-600 ש"ח (תלוי באורך ההלוואה).
 - הסכנה: חוסר יכולת לעמוד בתשלום החודשי. זה מה שקרה ב-2023-2024 כשהריבית טסה למעלה. אנשים שהתחילו עם החזר של 4,000 ש"ח מצאו את עצמם עם 6,000 ש"ח. החוב הכולל לא גדל, אבל הנטל החודשי חונק.
- תרחיש ב': מדד המחירים לצרכן עולה (סיכון האינפלציה)
- זה משפיע על סך החוב, זה הרבה יותר מסוכן כי אנשים לא מרגישים את זה בכיס מיד, אלא בטווח הארוך.
- המסלול הנפגע: כל המסלולים הצמודים (ק"צ, מ"צ).
 - נניח שיש לך חוב של מיליון ש"ח במסלול צמוד, והמדד עלה ב-3% בשנה (אינפלציה סבירה וקצת גבוהה). הבנק מוסיף 30,000 ש"ח לקרן החוב שלך לפני שהוא מחשב את הריבית.
 - הסכנה: אתה משלם כל חודש, אבל החוב לא קטן. אתה שוחק את ההון העצמי שלך. אם ערך הדירה יורד במקביל (מה שקורה לעיתים כשהריבית עולה), אתה יכול להגיע למצב שבו החוב שלך גדול מערך הבית

ניהול אסטרטגי, דבר שלציבור אין ולכן הוא קונה את הביטוח של אתמול

ברמה האסטרטגית, המטרה של לווה מתוחכם היא לקבע את הריבית (לעבור למסלול קל"צ) בדיוק ברגע שלפני שהריביות מתחילות לטפס. אם הלווה לא מאמין ביכולתו לתזמן את השוק, הדבר הנכון לעשות הוא לשלם את ה"פרמיה" העודפת של המסלול הקבוע (כשהריבית עוד נמוכה) עבור השקט הנפשי וההגנה העתידיית. הכלל הוא פשוט, ביטוח קונים כשהם שקט, לא כשהסופה כבר משתוללת. אולם, הפסיכולוגיה האנושית פועלת הפוך, והבנקים מודעים לכך היטב. בסביבת ריבית גבוהה (כמו זו של 2023-2024), כאשר הבנק מעריך שהריביות עתידות לרדת בטווח הבינוני, יש לו אינטרס מובהק לנעול את הלקוחות בריביות קבועות וגבוהות. מבחינת הבנק, עדיף שהלקוח ישלם 5% קבוע ל-20 שנה, מאשר שייקח מסלול פריים שירד ל-3% בעוד שנתיים.

כאן נוצר "האסון הכפול" של הלווה הממוצע, אנשים שקיבלו "כוויה" מהזינוק בהחזר החודשי במסלולים המשתנים, מגיעים לבנק בטרומה. באופן טבעי, הם מחפשים יציבות בכל מחיר. קל מאוד למכור לאדם מפוחד מסלול קבוע ויציב, גם אם הוא יקר להחריד. כך קורה שהלווה הלא-מתוחכם **"נדפק" פעמיים**:
1. בפעם הראשונה, כשהריבית עלתה והוא היה חשוף לפריים.

2. בפעם השנייה, כשהוא קיבע ריבית גבוהה בשיא, בדיוק לפני שהיא אמורה לרדת.
מי שנפלו לכך בסביבת ריביות גבוהה היא אנשים שהגיעו למחזר משכנתאות, לאחד הלוואות, או לווים חדשים ששמעו מניסיונם המר של אנשים אחרים. הסטטיסטיקה של בנק ישראל מספרת את הסיפור הזה בדיוק. ברגע שריבית בנק ישראל זינקה והפריים הגיע לאזור ה-6%-6.25%, המסלול שהיה ה"זול" והפופולרי ביותר, הפך בן לילה ל"יקר" ומכביד תזרימית. התגובה הציבורית הייתה מיידית וחדה:

- נטישת הפריים: ראינו קריסה בביקוש למסלול הפריים. אם בשיא הוא היווה כ-40%-50% מהתמהיל הממוצע, משקלו בתיקים החדשים צנח לכיוון ה-30% ואף פחות.
 - הנהירה לקל"צ: במקביל, חלה עלייה דרמטית בלקיחת מסלולים בריבית קבועה לא צמודה.
- הציבור בחר לקנות את המשכנתא שהייתה שומרת עליו מהסיכון שהוא **כבר חווה** בעבר, ובכך מנע מעצמו את ההזדמנות להוזלה עתידית.

איך הציבור הצליח להמשיך לקנות דירות במחירים עולים עם ריביות כל כך גבוהות? זה בדיוק מה ששאלתי את עצמי כשראינו מחירי נדל"ן מזנקים לאחר השנה הראשונה של המלחמה. התשובה היא מתיחת איברים פיננסית. כדי להתמודד עם הריבית הגבוהה ועדיין לעמוד בהחזר חודשי סביר, הישראלים לא הפסיקו לקחת משכנתאות, הם פשוט האריכו אותן למקסימום האפשרי (30 שנה). פריסת התשלומים לאורך זמן רב יותר הורידה את ההחזר החודשי, אך ניפחה את סך הריבית שישלמו לבנק בסוף הדרך. זו הסיבה שראינו את מחירי הנדל"ן ממשיכים לעלות, גם בסביבה מאקרו-כלכלית שאמורה הייתה ללחוץ אותם למטה.

הצד הנוסף שרוכשי הנדל"ן בישראל לקחו על עצמם עוד סיכונים

הקבלן/היזם הישראלי

מחיר הבסיס, בתמחור צריך להתחיל ביד שנייה. What you see is what you get. בעיני, הדירה האידיאלית היא אחת שעומדת כמה שנים בודדות, אם היו ליקויי בניה אולי חלק היו מתגלים, ובתקווה שהדיירים הקודמים שמרו על הנכס היטיב. אדם שקונה דירה יד שנייה, כדאי מאוד שיביא איש מקצוע שיבדוק את מצב הנכס. אדם לא צריך להתבייש כאשר הוא עושה את הצעד הכלכלי הגדול ביותר בחייו. הוא צריך לבדוק כל ברז וכל מתג וכל פינה שעלולה להיות בה עובש. הסיכוי לבלאי גבוה **ביוס** לדירה בת כמה שנים בודדות נמוך, ופערי המחיר אמורים להיות משמעותיים מספיק כדי לבצע offset אל אותו

הבלאי. בנוסף, מהכרות אישית שלי, המון פעמים אנשים שקנו על הנייר מקבלן מצאו את עצמם בתביעות כאלה ואחרות אחרי שהדיירים אכלו את הבניין וליקויים כאלה ואחרים התגלו. זה מצב שבו דייר אחר הריץ פיילוט על חשבונכם. בנוסף, אם הם ביצעו שדרוגים כאלו ואחרים בנכס, הם כנראה שאפו להרוויח אותם חזרה בגלל "השבחה" זה ההזדמנות דווקא לרכוש נכס מושבח ב"פחות" כי הם יצרו לו בלאי.

בישראל קרה הדבר ההפוך, דווקא מחירי הבסיס שאחזו בשוק, זה מה המחיר הכי גבוה בנכס שלי. שזה דירה חדשה מקבלן (אלא אם הוא מכר עכשיו במחיר מסובסד שזה הופך להיות המחיר האמיתי. מפני שכשאותן דירות ישתחררו לשוק לאחר תקופת ההפשרה, הן יורידו את ערך הדירה שהוא יד שנייה). בדירה חדשה מקבלן אנחנו לא תמיד יודעים מה נקבל, ואיזה הפתעות שליליות יחכו מעבר לפינה.

פה מתחיל משחק האחריות בדירות חדשות מקבלן

להתחיל להתרוצץ אחרי אנשי מקצוע שכבר קיבלו את כספם ומבחינתם כבר ביצעו עבודה, הוא קשוח. בישראל בצורה תרבותית גורפת יש נטייה לבצע מלחמת התשה ללקוח מתוך תקווה שיתייאש. לרוב, במקרים בהם המספרים מצדיקים את הנושא בעבור הלקוח, הדבר מתגלגל לבית משפט. זמן ומחיר נפשי הוא לרוב דבר שאף אחד לא שואל את עצמו מה העלויות שהוא מוכן לשאת בעבור עצמו. הוא רואה את המילה אחריות ומניח שבמידה ויצטרך הצד השני יעמוד בהסכם כפי שרוכש הנכס מבין אותו. במציאות, הניסיון של כל ישראלי היא שהדבר אינו עובד ככה באופן גורף וגם אם יש אחריות הגוף השני מוצא דרך עדיין לחייב בשביל משהו. אבל כשכולם כבר החליטו לקנות את הדירה עוד לפני שהם ראו את המילה אחריות, הסיכוי שיחשבו על המשמעות נמוך. אנשים נוטים למכור את הרעיון שהמקרים הללו נדירים, או בגלל זה צריך לקנות מקבלן גדול ומוכר. יש לי דוגמא מצויינת על מקרה של בניין שהתנהל בתביעות עם אחד הקבלנים הגדולים במשך קרוב לעשור. ישנם קבלנים שמאחרים במסירה. בישראל יש תרבות אופטימית, "מה הסיכוי שזה יקרה גם לי?" לעומת ההשקפה של איש השקעות אמיתי "אם זה קרה להם זה יכול לקרות גם לי", ולכן הוא ישאל את הקבלן, הנה סיכון שלי, תוריד לי את המחיר של הדירה כדי שיתאים לסיכון שאני לוקח.

סיכון אינפלציה, "מדד תשומות הבנייה" – איך ציבור שלם נוטל סיכון שממנו הוא בכלל ניסה להתמגן

דיברנו על כך שסיבה עיקרית להשקיע הון הוא שימור של כוח הקנייה, או לחילופין הגנה מאינפלציה. בישראל, קרה דבר אבסורדי (ועדיין קורה) במשך שנים רבות. כשאדם רכש דירה על הנייר, גם הקבלן גלגל עליו את סיכוני האינפלציה. מה זה "מדד תשומות הבנייה"? בניגוד למדד המחירים לצרכן (שבדק

כמה עולה סל קניות ממוצע של עגבניות, דלק ושכירות), מדד תשומות הבנייה בודק כמה עולה לקבלן לבנות את הדירה. הוא מורכב מ:

- מחירי הברזל והבטון.
 - שכר הפועלים (שעולה דרמטית כשאין פועלים פלסטינים וצריך להביא עובדים זרים).
 - שינוע, דלק וצידוד.
- המדד הזה היסטורית נוטה להיות תנודתי יותר ממדד המחירים לצרכן. בשנים מסוימות הוא זינק ב-6% 5% בשנה (כמובן שאם פחות זה לא אמור להפחיד אותנו). בעבר, הקבלן היה מצמיד את כל הסכום שעדיין לא שולם למדד. זה היה אבסורד, כי מחיר הדירה מורכב גם מהקרקע (שהמחיר שלה לא משתנה אחרי החוזה) וגם מהרווח היזמי. למה שתשלם התייקרות בטון על מחיר הקרקע, ותכסה את סיכון האינפלציה של היזם? החוק החדש קבע שמותר לקבלן להצמיד למדד רק 40% ממחיר הדירה. אבל נחזור לרגע למה שקרה לפני כן במדינה שהיה מטורף. האירוניה פה הייתה כפולה ומכופלת, אנשים קונים מגן, מפני אינפלציה, אבל בתקופת הבנייה הם הופכים להיות סופגי האינפלציה של הקבלן. הרוכשים מימנו את ההגנה מפני הסיכון של כולם חוץ משל עצמו. הנחת היסוד של המשקיע הייתה כזאת "יש אינפלציה, הכסף בבנק נשחק. אני אקנה דירה כי מחירי הנדל"ן עולים עם האינפלציה". המציאות בתקופת הבנייה, אנשים לא החזיקו נכס (כי הנכס לא מייצר תזרים מזומנים בכלל), אלא מחזיק חוב. לכן רוכש הדירה מפסיד תזרים מזומנים חיובי מיידי (עלות האפשרויות הנוספות, cost of opportunity) בשביל התקווה שיהיה לו "עליית ערך" בדירה שתפצה אותו על כך. בינתיים הקבלן מגלגל עליו במחיר את אותו סיכון אינפלציוני. הרוכש רואה את עליית מחירי הדירות וחושב שהוא "הרוויח", בינתיים מה שהרוכשים לא מבינים, שחלק נכבד מעליית המחיר הוא מממן באמצעות תשלומי המשכנתא שלו. הדבר פחות משמעותי בסביבה אינפלציונית וריבית נמוכה, אבל משמעותי במיוחד כאשר האינפלציה עולה. התשואה המובטחת שאותה הוא יכול לקבל באג"ח ממשלתי גבוהה הרבה יותר, בו בזמן שהוא בתזרים מזומנים שלילי בתשלומי המשכנתא. בו זמנית, העלות הכללית של הנכס גדולה יותר, שתביא לכך שכל עלויות המשכנתא שלו במשך החוב יהיו גבוהים יותר מפני שהוא צריך ללוות יותר. בסביבה שבה מחירי הדירות עלו כל הזמן אנשים יכלו להתעלם מכך כי הם הרגישו טוב עם עצמם. הם הסתכלו על כך שמחיר הדירה שקנו לפני שנתיים עלה, ולכן הם מרגישים שהם "הרוויחו" וימשיכו להרוויח כי הם מצפים ממחירי הדירות להמשיך ולעלות באותו הקצב. בסביבה שבה מדד תשומות הבנייה יעלה, ומחירי הדירות ירד, הדבר נהיה קשה הרבה יותר להתעלם ממנו. אם הרוכש לקח משכנתא במסלול צמוד מדד כדי לממן את התשלום לקבלן שצמוד למדד תשומות הבנייה, הוא לוקח על עצמו סיכון אינפלציוני כפול:

1. מול הקבלן: החוב על הדירה גדל כי המדד עלה.
2. מול הבנק: החוב על הכסף שלקח כדי לשלם לקבלן גדל כי המדד עלה.

המשקיע הופך להיות חברת הביטוח של העסקה כולה. הוא מבטח את הקבלן מפני התייקרות חומרי גלם, והוא מבטח את הבנק מפני שחיקת הכסף. ומי מבטח את המשקיע? אף אחד. הוא נשאר רק עם התקווה ש"מחירי הדירות תמיד עולים" בקצב מהיר יותר מכל העלויות האלו יחד. כשקונים דירה על הנייר עם הצמדה למדד, זה לא השקעת נדל"ן קלאסית. זה חוזה עתידי (Futures Contract) שבו הרוכש מתחייב לקנות נכס במחיר לא ידוע, כשהוא חשוף לסיכון של עלויות הייצור. הוא מקווה שהוא במקרה הגרוע ימכור את הנכס במחיר גבוה יותר, או באותו המחיר, בלי להבין שערך הנכס עלול להיות נמוך יותר. במקום שהנדל"ן יהיה "חוף מבטחים" מהסערה הכלכלית, מי שרכש על הנייר בתקופת מעבר כזאת, מוצא את עצמו בסירה הכי מחוררת בים. חוב גדול ממה שהוא ציפה לו, ונכס ששווה פחות ממה שהוא שילם עבורו. רוכשים רבים שרכשו על הנייר, מעולם לא חזרו אחורה כדי לראות האם "עליית הערך" הייתה כפי שהם ציפו לה לאחר כל השקלולים שהיה צריך לקחת במבט לאחור.

הטריק השיווקי הנוכחי: "הנדסה פיננסית" במקום הורדת מחירים

אנחנו נמצאים כיום בשוק של קונים (בגלל הריבית הגבוהה והמלחמה). לקבלנים יש "מלאי על המדף" והם נואשים למכור כדי לייצר תזרים מזומנים. על פי חוקי הכלכלה היבשים, היינו אמורים לראות ירידת מחירים חדה. בפועל, המחיר "הרשמי" נשאר קפוא, ולפעמים עלה. למה? כי הקבלנים והבנקים שבויים נמצאים במרחב בעייתי.

- הקבלן: לא יכול להוריד מחיר רשמי כי זה יפגע בשווי המלאי שנותר לו, ירגיז רוכשים קודמים (שעלולים לתבוע או לבטל), ובעיקר – יפגע בדו"ח המאזן שלו. ירידת שווי נכסים תפגע ביכולת שלו לגייס חוב חדש ותציג אותו כחדל פירעון.
 - הבנק המלווה: באופן פרדוקסלי, גם הבנק לא רוצה שהמחיר הרשמי ירד. המשכנתאות והאשראי שהבנק נתן מגובים ע"י שווי הדירות (LTV) אם המחיר הרשמי יורד, שווי הביטחונות של הבנק נשחק, והוא יצטרך לבצע "הפרשות להפסדי אשראי" שיפגעו ברווחי הבנק.
- לכן, הפתרון הוא הטבות "מתחת לשולחן כמו ה"" פטור ממדד", שדרוג מטבח חינוך, או תנאי תשלום של 90/10 (שלם 10% עכשיו והשאר בסוף). ההטבה הנפוצה ביותר כיום היא "פטור ממדד תשומות הבנייה". הקבלנים מוכרים לציבור את הפחד מהעבר (המדד זינק בעבר), אבל בפועל, בסביבת אינפלציה יורדת, הקבלן לוקח כאן סיכון מחושב וקטן יחסית. הוא "מוכר" לציבור ביטוח יקר נגד סופה שכבר כנראה חלפה, ובתמורה שומר על המחיר הנומינלי של הדירה גבוה.

מחשבות אחרונות על עם שלא יודע להעריך סיכונים, בין "עולם נורמלי" למציאות הישראלית

בעולם השקעות רציונלי ("עולם נורמלי"), דירה "על הנייר" אמורה להימכר בדיסקאונט משמעותי (הנחה עמוקה) ביחס לדירה יד-שנייה במצב מצויין, או דירה יד ראשונה מוכנה באותו אזור. למה? כי הקונה לוקח על עצמו סדרה של סיכונים כבדים:

1. סיכון ביצוע: שהקבלן יפשוט רגל, יברח, או סתם יאחר בשנתיים במסירה.
 2. סיכון מימוני: חשיפה לשינויי ריבית ואינפלציה בתקופת הבנייה.
 3. אי-ודאות: חוסר יכולת לראות ולמשש את המוצר הסופי (ליקויי בנייה, תכנון לקוי).
- לכן, המשקיע הרציונלי היה אמור לומר לקבלן: "אתה רוצה שאקנה על הנייר? תן לי הנחה שמגלמת את כל הסיכונים האלו". בישראל היוצרות הללו התהפכו. אנשים הסתנוורו ממונחים כמו "פריסייל" (Pre-Sale) והנחות של 10%-20% (על הנייר), והיו בטוחים שהם עשו את עסקת חייהם. הם לא הבינו שההנחה הזו היא "פיקציה" חשבונאית:

- בחישוב ריאלי, עלויות המימון (ריבית משכנתא + הצמדה למדד בתקופת הבנייה) אכלו את רוב ה"הנחה", אם לא את כולה.
- במקרים רבים, בסוף, הם שילמו על דירה "על הנייר" מחיר גבוה יותר מדירה מוכנה ממול, רק בגלל תנאי תשלום נוחים?

הנקודה הכואבת ביותר היא שהרוכשים לא רק שלא קיבלו פרמיית סיכון, אלא הם הפכו להיות ספקי האשראי הזול של הקבלנים. כשאדם קונה דירה בפריסייל, הוא בעצם נותן לקבלן הון כדי לבנות. במקום שהקבלן ייקח הלוואה מהבנק בריבית עסקית גבוהה (פריים + מרווח סיכון), הוא מקבל כסף מהרוכשים. הרוכשים שילמו לקבלן על הזכות שיש להם לממן עבורו את הבנייה. נכון, היו אנשים שרכשו במחזור הזה (מחירי נדל"ן עלו הרבה מאוד זמן) והרוויחו יפה. אבל חשוב להבדיל בין חוכמה לבין מזל. מי שהרוויח, עשה זאת בעיקר כי השוק כולו עלה ולא כי העסקה הייתה מתומחרת נכון מבחינת סיכונים. באותה מידה, הם יכלו ליפול על קבלן שפשט רגל או על עיכוב של 5 שנים, והרווח היה נמחק כלא היה.

בישראל, רבים מנסים להתווכח איתי על הנקודה הזו בניסיון להצדיק את עיוות השוק המקומי. הטענה הרווחת היא: "בלי מכירה מוקדמת (Pre-Sale) הקבלן לא יוכל לקבל מימון ולבנות כלל." התשובה שלי לכך חדה וברורה: הביטו ברווחי העתק שרשמו חברות הבנייה והבנקים בעשור האחרון. הרווחים האסטרונומיים הללו לא נוצרו יש מאין; הם נצברו משום שהציבור הישראלי לא ידע לדרוש את התמורה הראויה לסיכון שנטל על עצמו. לחלופין, ייתכן שזו התרבות העסקית בישראל, שמאלצת את הלקוח להילחם על המובן מאליו. כך או כך, בשורה התחתונה, החגיגה הזו התאפשרה אך ורק מפני שהציבור הישראלי התנדב לממן אותה מכיסו.

פרק 8 – ה Balance sheet של הציבור הישראלי – במבחן המציאות

אל תדאגו, לא שחכתי לדבר על מיסים

אחת הסיבות המרכזיות להשקעה בנדל"ן, מעבר לעליית הערך והשכירות, היא **יתרון המיסוי**. המדינה, ולא רק בישראל, מתעדפת באופן גורף את משקיעי הנדל"ן באמצעות חוקי המס. יש לכך סיבות פוליטיות עמוקות. בארה"ב, למשל, לובי הקבלנים ואיגודים מקצועיים מחזיקים בכוח פוליטי עצום שמשפיע ישירות על חברי הקונגרס והסנאט. כל ניסיון לשנות חקיקה לרעת ענף הבנייה מטורפד במהירות (ראינו זאת לאחרונה בדיונים סביב רפורמות המס של טראמפ). אך יש גם סיבה חברתית: העולם המערבי קידש את רעיון הבעלות על נכס כערך חיובי ליציבות האזרח. לכן, שיטת המס בנויה כדי לדחוף אנשים להשקיע בבלוקים ובטון, לעיתים על פני אפיקים יצרניים יותר. לפני שנצלול להטבות הספציפיות, חשוב להבין עקרון בסיסי בניתוח דוחות, שמשליך ישירות על הכיס שלנו כמשקיעים פרטיים.

"I think that, every time you see the word EBITDA, you should substitute the words 'bullshit earnings'." – Charlie Munger

EBITDA = Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization

רווח לפני ריבית, מיסים, פחת והפחתות. (מנכ"לים בוול-סטריט, ופרשנים כמו סקוט גאלאווי (שנוטה להלל חברות על בסיס מטריקות שלא תמיד מחזיקות מים), אוהבים להשתמש בנתון הזה כי הוא גורם לחברה להיראות רווחית יותר ממה שהיא באמת.

למה זה "Bullshit"? כי זה מתעלם מהוצאות אמיתיות:

1. ריבית. כסף עולה כסף. להתעלם מהריבית זה כמו להתעלם מכוח הכבידה.
2. מיסים. השותף השקט (המדינה) תמיד לוקח את חלקו.
3. פחת ירידת ערך של נכסים מוחשיים כמו מכונות.

"Does management think the tooth fairy pays for capital expenditures?" - Warren Buffett

למה אני מספר לכם את זה בפרק על נדל"ן? כי רוב משקיעי הנדל"ן החובבים מחשבים את התשואה שלהם בדיוק כמו EBITDA. הם לדוגמא, מתעלמים מהפחת (תיקונים, שיפוצים, בלאי של הדירה). כמשקיעים נבונים, אנחנו חייבים להסתכל על השורה התחתונה האמיתית, גם בהשקעה בנדל"ן (ובית למגורים שלנו הוא עדיין השקעה) וגם כשמשקיעים במניות. אותנו צריך לעניין השורה התחתונה. כל אדם הוא עסק בפני עצמו, המנהל שני משאבים עיקריים. הזמן שלו (ההון האנושי) וההון הפיננסי שלו. אנחנו מנהלים אותם בחיים שלנו, ותפקידנו לנהל את חלק ההכנסות (ממקצוע) ואת ניהול ההון. וכמו שכמשקיע מה שמעניין אותנו זה השורה התחתונה בעסק, מה באמת הרווחים שלו, ככה אנחנו

צריכים להתייחס לדברים בעצמנו. יש יתרונות מאסיביים בנדל"ן, וחשוב להכיר אותם כדי לנצל אותם. אני לא פה לתת עליהם הסבר או הרצאה.

ממהיכרות שלי בישראל יש הטבות מס מטורפות לנדל"ן שאין ב Asset Classes אחרים (תתייעצו עם מומחה מס, ומה שמובא כאן אינו המלצה או ייעוץ):

1. פטור ממס על הכנסה על שכירות: (עד תקרה של כ-5,600 ש"ח נכון ל-2024). זהו אחד המקלטים האחרונים להכנסה פטורה ממס בישראל.
 2. מסלול 10%: אפשרות לשלם מס מופחת של 10% בלבד על הכנסות משכירות מעל התקרה (ללא הכרה בהוצאות), שיעור נמוך דרמטית ממס הכנסה שולי על עבודה.
 3. פטור ממס שבח. במכירת דירה יחידה (בכפוף לתנאים), הרווח ההוני פטור ממס. בשוק ההון, לשם השוואה, משלמים 25%.
 4. קיזוז הוצאות: במסלולים מסוימים ניתן להכיר בהוצאות שיפוץ, פחת ותחזוקה כדי להקטין את חבות המס.
 5. יש גם אפשרויות של קרנות השתלמות ועוד מגוון אפשרויות שהמדינה נותנת. צריך להסתכל על כולן היטב. כמו שעסקים טובים יכולים לנהל הנדסה פיננסית מעולה שתביא תוצאות מצויינות גם אדם פרטי יכול.
- חשוב מאוד להתייעץ עם רואי חשבון ומומחי מס בעלי רישיון מהמדינה. המון אנשים מסתמכים על דברים שהם שומעים ובסוף מוצאים את עצמם עם חובות לרשות המיסים. הממשלה יכולה גם לשנות את הכללים. מה שנכון היום, יכול להשתנות מחר בהחלטת אוצר. "ההגנה" הפוליטית חזקה, אך לא הרמטית. תכנון מס הוא אומנות שדורשת אנשי מקצוע (רואי חשבון ויועצי מס) בעלי רישיון ואחריות. אל תחסכו בנקודה הזו.

מה מייחד את שוק הנדל"ן הישראלי?

על ההבדלים המאסיביים עם שוק הנדל"ן האמריקאי, ולמה רוב האנשים שמשווים בין ישראל לארה"ב של 2008 עושה את ההשוואה הלא נכונה, ורוב הסיכויים שלא יודע איך לחשוב כמו שצריך בנוגע לכלכלות

כמה מילים על שורטים, האובססיה ל"ביג שורט" וההבדל בין סרט למציאות

אחת הטעויות הנפוצות ביותר בשיח הכלכלי בישראל היא ההשוואה האוטומטית בין שוק הנדל"ן המקומי לבין משבר הסאב-פריים בארה"ב של 2008. רוב האנשים שעושים את ההשוואה הזו לעיתים קרובות חסר להם כלי החשיבה הנכונים לניתוח מאקרו-כלכלי, או שהם נעצרים בתהליך מחשבתי בדיוק איפה שזה עלול לפגוע בהם. אך מעבר לניתוח היבש, יש כאן עניין פסיכולוגי-תרבותי עמוק יותר, כולם רוצים להיות מייקל ברי (שכבר ראיתי עיתונאים ישראלים מכנים אותו בכינוי ה"ביג שורט" כינוי שאף אחד לא קורא לו מחוץ לישראל, וזה קצת פתטי בעיני).

⁶ The Big Short - הספר, ועוד יותר הסרט, נהיו מאוד מאוד מיינסטרים. הם פישטו בצורה מאוד מאוד טובה, טרייד מאקרו ספיציפי שכמה מנהלי השקעות עשו. החלק החשוב ביותר שקורה שמה, זה קבלת תמונה לפריימווארק של איך מגבשים החלטה לקחת טרייד באופן מסויים, ואיך זה מרגיש להיות בתוך התהליך של קבלת ההחלטה, במיוחד כשאתה רואה את העולם משתגע סביבך בקטע טוב ורק אתה תופס את הראש ואומר אין פה היגיון. אבל הסרט יצר עיוות מסוים בתפיסת המציאות. מכיוון שמדובר ביצירה קולנועית דחוסה של שעתיים, הצופים שוכחים שהתהליך הזה נמשך במציאות שנים ארוכות ומייסרות. מצבים לא הגיוניים בשוק יכולים להימשך הרבה יותר זמן ממה שההיגיון הבריא מסוגל לקלוט. בנוסף יש פתגם עתיק בוול סטריט שהאוורד מרקס חולק בספרו The Most Important Thing (وهוא רחוק מלהיות הראשון שאמר אותו)

"Being too far ahead of your time is indistinguishable from being wrong."

פיטר לינץ אומר גם, שלחלק מההשקעות שהוא השקיע לקח 5,7 שנים להתברר כמוצלחות. לדברים יכול לקחת זמן, אבל לפעמים יותר מדי זמן, זה לטעות גם. הכל תלוי האם ההחזר בסוף היה גדול ביחס לשוק. לאלה שעושים שורט אין את הפריבילגיה הזאת.

"The market can remain irrational longer than you can remain solvent." - John Maynard Keynes

⁶ Screenplay By Charles Randolph and Adam McKay Based Upon the Book by Michael Lewis

"Far more money has been lost by investors preparing for corrections, or trying to anticipate corrections, than has been lost in the corrections themselves" – Peter Lynch

דבר ראשון אני מאחל בהצלחה לכל מי שרוצה לעשות שורטים, ולמי שלא יודע, זה סוג של הימור כנגד נכס מסויים. בהימור הזה, הבעיה תחילה שהתמורה (כמה שאפשר להרוויח) הוא סופי (הרווח המקסימלי פר מנייה הוא מחיר המנייה ומוגבל ביכולת הסוחר להתמנף על הפוזיציה), והפוטנציאל הפסד הוא אינסופי.

"But being short something where your loss is unlimited is quite different than being long something that you've already paid for." – Warren Buffett

זו הסיבה העיקרית שאני נמנע משורטים. אני מעדיף להיות בעלים של עסקים ולא להמר על כישלונם. אני גם משתדל להימנע מוויכוחי סרק של "האם השוק יקרוס?". אם אני לא שם כסף על הדעה שלי ("Skin in the game"), הדעה שלי חסרת משמעות. אני פועל בעולם בינארי פשוט: אני מבין או אני לא מבין. כשאני בוחן חברה, אני קודם כל שואל: האם אני מבין את העסק? אם התשובה היא לא, אני עובר הלאה. אם אני מבין, אני בודק את המציאות הפיזית של החברה, אחר כך את המספרים, ורק בסוף את המחיר. אני מחפש דבר אחד נדיר, סתירה עמוקה בין הערך למחיר, שמעניקה לי מרווח ביטחון (Margin of Safety). ההבדל ביני לבין ה"שורטיסט":

- הוא מחפש מקומות בהם המחיר גבוה בצורה לא הגיונית (כדי להמר נגד).
 - אני מחפש מקומות בהם המחיר נמוך בצורה חריגה (כדי לקנות).
- בעיניי, כשהשוק יקר ואין הזדמנויות ("חריגות כלפי מטה"), זה סימן לשבת על הגדר, לא סימן להמר על התרסקות. תנודתיות ושינויי מגמה במאקרו הם רעשי רקע. אני מחפש חברות בודדות. המצב האידיאלי הוא משבר שיוצר הזדמנויות, שבו אני יכול לרכוש את החברות הטובות ביותר במחירים מגוחכים. מאז 2008, נוצר דור שלם של משקיעים ופרשנים (כמו נוריאל רוביני, הידוע בכינוי דוקטור דום, או ג'רמי גרנתהאם וכו'...) שמנסים לנבא את המשבר הבא ולעשות את "השורט הגדול". הם מחפשים את האפוקליפסה. בשבילי? הרבה יותר כיף ורווחי להיות בצד האופטימי, להשקיע בעסקים שאני אוהב ומבין, ולצמוח יחד איתם, במקום לקוות שהעולם יישרף. חלק מניהול התיק שלי כולל המשך רכישה של מניות החברות שבבעלותי במחירים סבירים, מתוך ההבנה שעסק מצוין יפתיע לטובה יותר מאשר לרעה.

כדי להבין את המורכבות של עולם השורטים, בואו ננתח דוגמה חיה שמתרחשת לנגד עינינו, שמפגישה שני ענקים עם תפיסות עולם הפוכות. באופן קלאסי, "שורטיסטים" (בייחוד המפורסמים שבהם כמו ג'ים צ'יינוס, האיש שחשף את הונאת אנרון) מחפשים אחד משני דברים: הונאה חשבונאית, או ניתוק מוחלט בין מחיר המניה לבין הנכסים שהיא מחזיקה בפועל. פיטר לינץ' הסביר פעם (ואני עושה כאן פרפרייזינג), שמשקיעים חכמים בדרך כלל לא עושים שורט על מניה כשהיא בשיא (\$100), אלא מצטרפים לחגיגה ("Pile on") כשהיא כבר התרסקה ל-\$8 בדרך ל-\$0. למה? כי ב-\$8 ברור שהחברה גוססת, בעוד שב-\$100 היא יכולה לטוס ל-\$200 ולמחוק אותך מחוסר נזילות.

מייקל סיילור ביצע את אחד המהלכים הנועזים ביותר בהיסטוריה של שוק ההון המודרני. השיטה שלו עובדת כך: החברה מנפיקה אג"ח להמרה (Convertible Notes) בריבית אפסית. המלווים נותנים לו כסף, ובתמורה מקבלים אופציה, או לקבל את הכסף חזרה בעתיד, או להמיר את החוב למניות של החברה. סיילור לוקח את הכסף הזה וקונה איתו ביטקוין. כשמחיר הביטקוין עולה, מחיר מניית MSTR עולה, הוא מנפיק עוד אג"ח, יותר כסף נכנס, מחיר הביטקוין יורד, ואז קונים עוד ביטקוין. השימוש במניה הוא מעבר לרכישת ביטקוין עם מינוף, אלא זה מסחר שמסתמך על תנודתיות הביטקוין.

ג'ים צ'יינוס נכנס לתמונה מהצד השני. הטענה שלו אינה בהכרח שהביטקוין ילך לאפס. הטענה שלו היא מתמטית: מניית מיקרו-אסטרטג'י נסחרת בפרמיה (Premium) לא הגיונית ביחס לשווי הביטקוין שהיא מחזיקה, ובנוסף התנודתיות בשילוב המזומן שנמצא בקופת החברה לא יספיק כדי לפצות על כך בעתיד. כלומר, אם יש לחברה ביטקוין בשווי 100 דולר למניה, המניה נסחרת ב-200 דולר. צ'יינוס שואל, למה שמשקיע ישלם 2 דולר על כל 1 דולר של ביטקוין, כשהוא יכול היום לקנות תעודת סל (ETF) של ביטקוין ישירות ללא הפרמיה הזו. המשקיעים כיום חושבים שדולר בידיים של סיילור שווה לשתיים בידיים של אנשים אחרים. השורט של צ'יינוס הוא הימור על התכנסות. הוא מהמר שהפרמיה תיעלם, והמחיר של המניה יחזור לשקף את השווי האמיתי של הנכסים. מצד אחד יש איש שמהמר על הערך הביטקוין העתידי, התנודתיות שלו בדרך לשמה ועל פסיכולוגיית ההמונים, ומצד שני משקיע ערך שמסתכל על הנייר ורואה מספרים שלא מסתדרים.

שורט הוא לא רק הימור נגד חברה, לפעמים שורטיסט מוצא את עצמו משחק נגד משקיעים חזקים אחרים. הדוגמה המפורסמת ביותר היא "מלחמת הרבלייף". ביל אקמן, מנהל קרן גידור, עשה שורט של מיליארד דולר על הרבלייף בטענה שמדובר בפירמידה שמנצלת מהגרים ואוכלוסייה חלשה ושמניית החברה תלך לאפס. מולו עמד קארל אייקאן, משקיע אקטיביסט מפורסם גם הוא (ושונא מושבע של אקמן), שהחליט לקנות את המניה אחרי שביל אקמן ביצע את השורט עליה רק כדי "לסחוט" את אקמן החוצה (Short Squeeze). התוצאה? אייקאן ניצח, המניה עלתה, ואקמן נאלץ לסגור את הפוזיציה בהפסד עצום. בעיניי, שורטים הם כלי למקצוענים שיודעים לנהל סיכונים ברמה כירורגית. העובדה

שפלטפורמות מסחר (כמו רובין-הוד או אפליקציות בארץ) מגישות אופציות ושורטים לציבור הרחב בתוך ממשק שנראה כמו משחק מחשב, היא בעייתית ואף מסוכנת. המקרה של אלכס קירנס (Alex Kearns) בחור אמריקאי צעיר (בן 20) שסחר באופציות בזמן הקורונה זה דוגמא שתהפוך לקלאסית על כך. הוא פתח את האפליקציה וראה לתדהמתו יתרה שלילית של 730,000 דולר. בפועל, זה היה רישום זמני טכני של אופציה מורכבת, (Spread) והוא לא באמת היה חייב את הסכום הזה. אבל הלחץ, הבושה וחוסר ההבנה של המכשיר הפיננסי הובילו אותו להתאבד. שורט הוא לא סתם "הימור שירידות יגיעו". זהו מכשיר פיננסי שבו:

1. הרווח מוגבל (מקסימום 100%).
 2. ההפסד התיאורטי הפוטנציאלי הוא אינסופי
 3. אתה משלם ריבית על השאלת המניה כל זמן שהפוזיציה פתוחה.
- למרות שהסרט *The Big Short* הוא יצירת מופת שאני מאוד אוהב, אנשים מתרכזים יותר מדי ב"שורט" עצמו, באקט ההימורי והסקסי, ומפספסים את העבודה האפורה, הסיזיפית והמסוכנת שעומדת מאחוריו. אל תנסו להיות מייקל ברי בבית. דרך נוספת לבצע שורט על אירוע מסוים, כדי להגביל את ההפסד הוא פשוט לקנות ביטוח בעבור האירוע. ככה ההפסד מוגבל ומי שרוכש את הביטוח משלם עבור הביטוח לאורך תקופת הביטוח. זה מה שביל אקמן עשה בתחילת הקורונה.

החלק הכי חשוב בסרט

הסצינה הכי חשובה בסרט THE BIG SHORT, היא לדעתי בתחילתו, הסצנה שמביעה תופעה שהובילה למשבר, אינה סצינה שבה הבנקים קורסים, אלא דווקא סצנה קצרה בתחילתו. זו הנקודה בה מייקל ברי (והוא הוכיח את עצמו גם כמשקיע מאקרו מספר פעמים שזה דבר מאוד מאוד נדיר. הוא לא חייב להיות צודק כל הזמן) מזהה לראשונה שמשוה בסיסי איבד היגיון.

MICHAEL BURRY

Did you find it odd that when the tech bubble burst in 2001 the housing market in San Jose, the tech center of the world, went up?

YOUNG ANALYST

Huh. I guess. I mean, no. It's housing. It's always AAA rated, low risk.

MICHAEL BURRY

Yes.... That's the idea..."

למה הרגע הזה כל כך חשוב? כי מייקל ברי מזהה כאן אנמליה (חריגה מהנורמה). ההיגיון הכלכלי הפשוט אומר: אם תעשיית ההייטק מתרסקת (בועת הדוט-קום ב-2001), אז מחירי הדיור בלב ליבה של התעשייה (סאן חוזה, עמק הסיליקון) אמורים להתרסק יחד איתה, כי לאנשים אין כסף או עבודה לשלם משכנתא. העובדה שהם עלו, הייתה תמרור האזהרה הראשון שהשוק מנותק מהיסודות הכלכליים (Fundamentals) ומונע על ידי משהו אחר לגמרי, בועת אשראי והנחות שגויות על "ביטחון מוחלט" בשוק הדיור. כדי להבין את הקשר לישראל, צריך להבין מושג בסיסי בכלכלה, יתרון יחסי גיאוגרפי. כל כלכלה מקומית נשענת על תחום התמחות מרכזי ("הקטר" שלה):

- ניו יורק, לונדון, הונג קונג: מרכזים פיננסיים עולמיים.
- אוסטרליה: מחצבים ומשאבי טבע.
- עמק הסיליקון וישראל: טכנולוגיה, הנדסה וחדשנות.

כשאנחנו מנתחים את המשבר של 2008 בארה"ב, רבים מפספסים את הנקודה המרכזית. זה לא היה רק משבר של "משכנתאות גרועות", אלא תוצאה של שינוי מבני עמוק בכלכלה האמריקאית. כפי שנאמר בסרט:

"And America barely noticed as its number one industry became boring old banking."

דיברנו על כך שנדל"ן הוא דבר ראשון משחק של כלכלה מקומית, ולכל כלכלה מקומית, יש כלכלה מרכזית שהיא תחום ההתמחות שלה, Geographic Comparative Advantage (מוזמנים לקרוא את העבודות של דייוויד ריקרדו ופול קרוגמן). למדינת ישראל, בדומה לעמק הסיליקון בארה"ב, תחום ההתמחות הוא הנדסה, בעוד שניו יורק, לונדון, הונג קונג הם מרכזים פיננסיים.

אוסטרליה, היא דוגמא מובהקת, בה שתי תעשיות די מחזיקות מדינה שלמה. זה ניכר גם, בגלל שהעובדים האוסטרלים נוטים לנהור לתחומים הללו, ענף הבנייה וענף המכרות. אתם תראו שמשורות של מהנדסים ורופאים במקרים רבים תופסים מהגרים, המקומיים רוצים ללכת לתחומים שהזכרתי לפני. ענף הבנייה, והנדל"ן, יותר אולי מכל תחומים אחרים, הם תחומים שכולם בנויים על סמך חובות. כל מדינה, שהנדל"ן תופס בה מרכיב כל כל כך משמעותי, נהנה/סובל מבנקים מאוד מאוד חזקים. הונג קונג הייתה משמעותית, וגם סינגפור, כמקומות פיננסיים למזרח, והונג קונג הייתה ועדיין מרכז הכניסה לכלכלה הסינית. לונדון, הייתה מערכת הכניסה הבנקאית באירופה, והיוותה שאר הכניסה לכל מקלטי המס שנמצאים תחת ה commonwealth הבריטי. כשהאמריקאים חזרו ממלחמת העולם השנייה, הם בנו מחדש את החלום האמריקאי, בדמות בית גדול בפרברים, והחלו באופן שיטתי להכניס את הרעיון ואת החלום שלכל אחד חייב בית משלו. יש רק עוד מדינה אחת עם כל כך הרבה שטח, שיכולה לאפשר את אותו החלום, ושתרבותית גם נשענת על אותם תכנים תרבותיים, וזאת אוסטרליה. נשמע פשוט? כן.

תסתובבו עם רכב בפרברים אוסטרלים וזה נראה ארה"ב. אמרתי את זה הרבה פעמים, הדרייבר הוא תרבותי, בדיוק כמו שבישראל הנהירה לנדל"ן היא תרבותית. האמריקאים במאה הקודמת נשענו על מפעלים, בניית תשתיות, ואנרגיה, ככל שהגענו לסוף המאה ה-20, התחומים האלה הוחלפו בתעשייה אחת עיקרית (נדל"ן ובנקאות שבאים בדרך כלל יחד), שקיבלה תדלוק גדול מתעשייה שתתפוס יום אחד את המושכות של ארה"ב לחלוטין (טכנולוגיה).

בגלל שריביות היו מאוד גבוהות בארה"ב לאורך שנות ה-80, האמריקאים לא רצו להשקיע בנדל"ן, והם השקיעו יותר ויותר בבורסה. העושר, שפיתוחים טכנולוגיים יצרו, וירידה במתיחות הביטונית, קריסת ברית המועצות, וכו', הגדלת הגלובליזציה, (שכל אלה מנועים דיפלוציונים) איפשרו לאמריקאים להוריד ריביות בתהליך ולהזרים עוד כסף למשק שלהם, שייצג את הצמיחה והביקוש (גם לצריכה וגם להשקעה) בארה"ב. בסוף שנות ה-80 ובשנות ה-90 עד אולי אמצע שנות ה-2000, היה גל של M&A בבנקים בארה"ב (אתם מוזמנים לקרוא על הקריירה של ג'ימי דיימון ואיך הגיע לתפקיד בג'יי פי מורגן, וגם על המנטור שלו סאנדי ווייל שבסוף תקע לג'ימי סכין בגב). הפיכת ארה"ב למוקד הפיננסי העולמי, היכולת של הבנקים האמריקאים לספק הלוואות, לעשות דיברסיפיקציה של סיכונים, ושגעת הטריידינג וההשקעות של שנות ה-90 (עם כל העמלות שהם הרוויחו מכל IPO וכל טרייד שקרה במהלך בועת הדוט קום) איפשרו להם לתפוס מקום הולך וגדל בכלכלה האמריקאית, עד שהם הפכו להיות אולי התעשייה האמריקאית הגדולה ביותר בתחילת שנות ה-2000.

"Irrational Exuberance" - Alan Greenspan

בתחילת שנות ה-90 הריביות בארה"ב היו נמוכות, והבורסה האמריקאית הייתה בהתרוממות, עד שב-96, טבע אלן גרינספן, את המושג של irrational exuberance (התלהבות אי רציונלית), בנוגע לבורסות, וזה כשעוד היינו רק בתחילת בועת הדוט קום. למרות שהיו עליות ריבית קלות, גורמי הצמיחה של גלובליזציה ואינטרנט היו מאסיביים מספיק כדי באמת ובתמים לייצר צמיחה, עד ששתי משברים, משבר פיננסי באסיה ב-1998 (יש אחלה סרט שנקרא Default) והמשבר של LTCM (ספר חובה לקריאה שנקרא When Genius Failed) יצרו שרשרת של הורדת ריביות שהתחלפו מהר מאוד בהעלאת ריביות אל תוך פיצוץ בועת הדוט קום. שם, התרחשה הורדת ריביות אגרסיבית.

הצורה שבה החלק הזה מתקשר לי לישראל הוא פשוט צירוף של כמה דברים. שוק עבודה קשה בהי טק לג'וניורים, פגיעה בצמיחה עתידית בעקבות המלחמה, שחיקת כוח הקנייה של ישראלים ובתחילת 2024 בכל זאת, מחירי הדיור עלו לשיא כל הזמנים. יתירה מכך, כשראינו האטה בשוק הדיור (שעדיין הייתה בשיא, תוך כדי כל אותם מבצעים) ושהיה נראה לרגע שהמדינה אולי תפסיק לפמפם כסף למערכת דרך משכורות המילואמניקים (מהלך שיוריד את קצב האינפלציה שהיא מלאכותית) ועלול ליצור מצב דיפלוציוני (שיתבטא בראש ובראשונה בדיפלציית מוצרים ונכסים) מחירי מניות הבנקים וחברות הביטוח שקשורות בקשר הדוק אחד לשנייה, ולענף הנדל"ן והבורסה הישראלית זינקו לשיאים חדשים

ש"חוזים" חזרה למכירות מאסיביות ועליות מחירים בשוק הנדל"ן. ברגע שבו אני באופן אישי חשבת שצריך להזהר בשנה שנתיים הקרובות, המערכת הפיננסית הישראלית שידרה אופטימיות ותמחרה בעקבות האופטימיות הזאת את הנכסים בבורסה הישראלית בשיאים חדשים.

בינתיים מאחורי הקלעים

העושר והשגשוג העצום שהאמריקאים צברו בסוף המאה ה-20 חיפש בית. הכסף תמיד מחפש תשואה, וכשהדלת אחת נסגרת, הוא פורץ דלת אחרת. כדי להבין את הדינמיקה הזו, צריך להבין את ההיסטוריה התרבותית-פיננסית של ארה"ב, ובפרט את הפער הדורי והגיאוגרפי. בדור של הסבים שלי (ילידי שנות ה-30 עד ה-50), היה הבדל תהומי באופי ההשקעה בין החוף המזרחי לחוף המערבי:

- החוף המזרחי (ניו יורק, בוסטון): הקרבה הפיזית והתרבותית לזול-סטריט יצרה "תרבות מניות" שם, הכסף הלך באופן מסורתי לבורסה.
- החוף המערבי (קליפורניה): בשל המרחק מהמרכז הפיננסי, אבל בעיקר בגלל הגידול הדמוגרפי המסחרר והמרחבים, התרבות הייתה מוטת נדל"ן.

ההבדל הזה נשמר עד שנות ה-90. העליות המטורפות של בועת הדוט-קום טשטשו את הגבולות וגרמו לכולם, מניו יורק ועד לוס אנג'לס, לקנות מניות טכנולוגיה. כולם רצו להיות חלק מהעיתיד.

הטראומה של 2000-2002: כש"העיתיד" מתרסק

ואז הגיעה ההתפכחות. קריסת בועת הדוט-קום שלחה את הנאסד"ק, ממרץ 2000 ועד אוקטובר 2002, לירידות של 78% במהלך 3 שנים. אנשים נוטים לשכוח את המימד הכי קשה של המשבר הזה, **הזמן**. לא היה מדובר היה בנפילה חדה ומהירה (כמו בקורונה ב-2020), אלא בדימום איטי שנמשך למעלה משנתיים. דמיינו את התחושה: השוק יורד ב-10%, אתם קונים עוד ("Buy the Dip"), ואז הוא יורד בעוד 20%, ואז בעוד 10%. במשך שנתיים וחצי, כל פעם שחשבתם שזה התחתית, גיליתם שיש עוד קומה למטה. הטראומה הזו יצרה צלקת עמוקה. הציבור האמריקאי, שאיבד את האמון בבורסה, חיפש "חוף מבטחים". הוא רצה נכס שאפשר לראות, למשש, וש"תמיד עולה". הוא רץ לנדל"ן. זו הקרקע הפורייה שעליה צמחה בועת הסאב-פריים.

הפסיכולוגיה של "הסכין הנופלת" (ניסיון אישי: מטא)

כאן אנחנו מגיעים למבחן האופי של המשקיע הבודד. הרגע שבו משקיע נמדד באמת הוא לא כשהתיק עולה, אלא כשהעסק שאתה מושקע בו ומאמין בו נחתך בברוטליות, ואתה נדרש לפעול בניגוד לאינסטינקט ההישרדותי. אקח דוגמה אישית (זו אינה המלצה, אלא ניתוח פסיכולוגי אישי שלי מאירוע עבר). ב-2021, הייתי מושקע במניית מטא (פייסבוק). ראיתי אותה נחתכת מ-320 דולר ל-200 דולר. אחרי רכישה, היא המשיכה להיחתך עד לאזור ה-100 דולר. להמשיך לרכוש לתוך הירידות האלו, פעולה

שמכונה בוול-סטריט "לתפוס סכין נופלת" (Catching a falling knife) זה אקט שרוב המשקיעים לא מסוגלים לעמוד בו נפשית. אני הייתי מסוגל לבנות את רוב הפוזיציה שלי ב-100 דולר למניה, וישנתי מצוין בלילה. למה? כי הייתה לי הבנה עמוקה של העסק (Conviction) ופער ברור בין המחיר לערך. יש גישה אחרת, של פיטר לינץ', שטוען (בפרפרייזה): *"Don't buy the dip, buy the out of the dip"*: כלומר, אל תנסה לנחש את התחתית; תן לאבק לשקוע, תראה שהמגמה משתנה, ורק אז תיכנס. זו גישה לגיטימית ובטוחה יותר. הרי הסכנה הגדולה ב"תפיסת סכינים" היא שאתה עלול להיתפס ב Value-Trap (מלכודת ערך), מניה ש"זולה" מסיבה טובה, ותישאר "זולה" (לדעתנו) לנצח (או תפשוט רגל). ג'סי ליברמור (שהיה סוחר על טרנדים בבורסה) אם היה יכול היה מטיף לראות שהשוק מאשר את המחשבות שלך בעליות ורק אז לרכוש. אני באופן אישי פועל אחרת: אני פשוט שואל את עצמי "האם אני אוהב את המחיר הזה ביחס לשווי החברה?". אם התשובה היא כן, אני קונה, גם אם כולם בורחים. אבל כל אחד צריך לעשות מה שנכון למבנה האישיות שלו.

כאן עולה שאלה ענקית לגביי: האם יש לי יכולת אמיתית, או שזה היה סתם מזל עיוור? האם ידעתי מספיק על החברה? האם הניתוח שלי היה מבוסס ויציב? ואם כן, האם אני, או אתם, נהיה מסוגלים לשחזר את ההצלחה הזו בסיטואציה דומה בעתיד, או שפעולה כזו רק תוביל להפסדים נוספים? לעולם לא נדע באמת.

מניות הבנקים של ישראל, מופע שנות ה-80, והמקביל האמריקאי שלו

החברים הישראלים שלי אוהבים תמיד להזכיר שהדור של ההורים שלהם איבד את האמון בבורסה בגלל טראומת "ויסות מניות הבנקים" בשנות ה-80. לאורך שנות ה-70 ותחילת שנות ה-80, ישראל סבלה מאינפלציה גבוהה מאוד (הפר-אינפלציה) שהגיעה בשיאה ל-400%. הישראלים היו זקוקים לדרך להגן על ערך כספם. במקביל, הבנקים הגדולים (פועלים, לאומי, דיסקונט, המזרחי) רצו לגייס הון בקלות. כדי לעשות זאת, הם יצרו מנגנון של תמיכה מלאכותית במחיר המניה (הידוע כ"ויסות מניות הבנקים"). הבנקים הבטיחו במרומז שמחיר המניה שלהם רק יעלה, וינצח את האינפלציה. הבנקים השתמשו בהון העצמי שלהם (וכן בהון של קרנות הנאמנות וקרנות הפנסיה שניהלו) כדי לרכוש את המניות של עצמם מדי בוקר. אם היו יותר מוכרים מקונים, הבנק נכנס לתמונה וקנה את ההיצע העודף, ויכל למכור מאוחר יותר במחיר גבוה יותר. אך מעבר למניפולציה במחיר עצמו, הבנקים השתמשו בשיטות כפייה אגרסיביות ולעיתים אף בלתי חוקיות כדי לתדלק את הביקוש למניות. אם בעל עסק או אדם פרטי הגיע לבנק לבקש הלוואה, בין אם להרחבת מפעל, רכישת רכב או כיסוי המינוס (אוברדרפט), מנהלי הבנק היו מתנים את קבלת ההלוואה. הבנקאי היה אומר למעשה: "אנחנו נאשר לך הלוואה של 100,000 שקלים, אבל רק בתנאי שתשתמש ב-20,000 שקלים מתוכם כדי לרכוש את מניית הבנק". פרקטיקה זו

הפכה את הציבור הרחב ואת המגזר העסקי לשותפים בכפייה בתוכנית המניפולציה של הבנקים, מה שהעמיק את המשבר כשהמגדל הקלפים קרס לבסוף.

בשנת 1983, הציבור החל לחשוש מפירות מאסיבי של השקל. אנשים מיהרו למכור את מניות הבנקים שלהם כדי לקנות דולרים. הדבר הוביל ל"ריצה אל הבנק" (Bank Run, Panic) לקריסת הבורסה הישראלית ולפירות נוסף בשקל. כתוצאה מכך, בוצעו רפורמות מרחיקות לכת. הממשלה הסכימה לרכוש את מניות הבנקים מהציבור (במה שנודע כ"הסדר המניות"). למעשה, מדינת ישראל הלאימה את הבנקים הגדולים כדי להציל את כספי החוסכים (הממשלה הפריטה מחדש את הבנקים כעשור לאחר מכן בהפרטה שלא הייתה קפיטליסטית אמיתית). המשקיעים לא איבדו את כל כספם, אך ספגו ירידת ערך משמעותית (סביב 17-35% באופן מיידי), וכספם היה נעול למשך שנים באג"ח ממשלתיות. בהמשך לתהליך ההבראה, השקל הישן בוטל והממשלה יצרה את השקל החדש (ש"ח), ורפורמות משמעותיות יושמו בבנק ישראל (הבנק המרכזי). לקריאה נוספת ולהעמקה באירוע היסטורי זה, אני ממליץ על ספרם של דניאל ממן וזאב רוזנהק, "בנק ישראל: כלכלה פוליטית בעידן ניאו-ליברלי". בזמן אותה אינפלציה, אנשים ראו את מחירי השכירות שלהם מזנקים לשמיים (וגם מחירי הנדל"ן עלו אף הם), וכך נתפס בציבור ש"נדל"ן בטוח ומניות זה מסוכן".

בגלל המכה ההיא, דור שלם פנה להשקיע אך ורק בנדל"ן ("בלוקים ובטון לא מתאדים"). זה הגיוני וטבעי. אבל מה שלא תמיד מבינים, זה שאותו תהליך בדיוק קרה לאמריקאים, פשוט 20 שנה מאוחר יותר. כשבועת הדוט-קום התפוצצה בארה"ב (2000-2002) והבורסות צנחו, טריליוני דולרים של עושר "על הנייר" נמחקו. אבל הכסף שנשאר לא נעלם, הוא פשוט נדד. הכסף עבר מ Asset Class אחד (מניות) לאחר (נדל"ן). הריביות שירדו כדי להציל את המשק, רק האיצו את המעבר הזה. האמריקאים, שחטפו כווייה מהנאסד"ק, קנו קירות ובטון.

כאן אנחנו חוזרים לתובנה של מייקל ברי. יש היגיון בכך שהנדל"ן בעמק הסיליקון יעלה במהלך שנות ה-90, כשיש אקזיטים מטורפים ומשכורות עתק. אבל שנתיים-שלוש אחרי התפוצצות הבועה? זה כבר לא הגיוני. כשמהנדסים מפוטרים והחברות נסגרות, לא סביר שאנשים "ישפרו דיור". ההיפך הוא הנכון, הם אמורים למכור בתים ומקרה הגרוע לעבור לגור במרתף של ההורים. העובדה שהמחירים המשיכו לעלות בזמן שההכנסות נחתכו, הייתה האנומליה הגדולה.

נדל"ן הוא קודם כל תזרים (Cash Flow)

כדי להבין את הסיכון, צריך להבין איך נדל"ן עובד. בגלל המינוף הגבוה (המשכנתא), נדל"ן הוא השקעה תזרימית. הבנק נותן לנו משכנתא לא רק על סמך ההון העצמי שאנחנו מביאים (שתפקידו העיקרי הוא להיות "כרית ביטחון" לבנק), אלא בעיקר על סמך היכולת שלנו לשרת את החוב חודש בחודשו.

נכס שנמצא בבנייה, או נכס שעומד ריק ולא מושכר, הוא נטל תזרימי (Current Debt – A Liability). בזמן שהוא לא מייצר תועלת כלכלית (שכירות נכנסת או חיסכון בשכר דירה למגורים), הוא מייצר עלות כלכלית כבדה (ריביות ותשלומי משכנתא). כדי שזה יהיה משתלם, הציפייה היא שהתועלת העתידית תכסה על הבור הנוכחי. אבל כאשר המשקיעים נמצאים במצב שבו התזרים שלהם בסכנה (מיתון, פיטורים בהייטק, מלחמה), היכולת להחזיק את הנכס הזה קורסת. זו הסיבה שהשקעת נדל"ן נחשבת "בטוחה" יותר לעובדי מדינה עם קביעות, כי תזרים המזומנים שלהם מובטח, והסיכון לקיצוץ בהכנסה כמעט אפסי.

המלכודת האמריקאית: מגדל הקלפים של הריבית המשתנה

הסרט *The Big Short* חושף שהשגשוג בנדל"ן האמריקאי נבנה על יסודות רעועים של "Teaser Rates", ריביות פיתוי. אנשים לקחו משכנתאות עם החזר חודשי נמוך מאוד לשנתיים הראשונות, מתוך ידיעה ברורה שהריבית תזנק לאחר מכן. על מה הם בנו? על ההנחה שמחירי הנדל"ן תמיד עולים. התוכנית הייתה פשוטה:

1. קח משכנתא זולה.
 2. בעוד שנתיים, כשהריבית אמורה לקפוץ, ערך הבית כבר יעלה.
 3. תעשה מחזור משכנתא (Refinance) על בסיס השווי החדש והגבוה יותר, ותפרוס את החוב מחדש בתנאים נוחים.
- זה עבד מצוין כל עוד המחירים עלו והריביות ירדו. אבל ברגע שמחירי הדיור נעצרו (או ירדו מעט), אי אפשר היה למחזר את המשכנתא. הלווים נתקעו עם החזר חודשי שקפץ פי 3, ולא יכלו למכור את הבית כי הוא היה שווה פחות מהחוב. כמו כדור שלג, הבעיה התגלגלה ממחזיקי הבתים אל המתווכים, סוכני המשכנתאות והבנקים, שכל פרנסתם הייתה תלויה בגלגל הזה שימשיך להסתובב.

ובישראל של היום? דומה אבל שונה

בישראל, המצב מורכב. מצד אחד, חלק נכבד מתמהיל המשכנתא הישראלי (כמו מסלול הפריים) הוא בריבית משתנה, ותשלומי המשכנתא אכן זינקו דרמטית עם עליית הריבית האחרונה. מצד שני, יש הבדל מהותי בפרופיל הלווה, בארה"ב של 2008 נתנו הלוואות (NINJA (No Income, No Job, No Assets. בישראל, הציבור שלוקח משכנתאות הוא ברובו אנשים עובדים, עם כוח קנייה חזק יותר, ועם רגולציה שמגבילה את אחוזי המימון. עם זאת, גם לווה חזק יכול לקרוס אם מותחים אותו מעבר לקצה היכולת התזרימית שלו לאורך זמן.

הדילמה הבנקאית, מטוטלת בין פחד וחמדנות

כפי שהאורד מארקס מתאר זאת פעמים רבות, העולם הפיננסי נע תמיד כמטוטלת בין שני קטבים רגשיים, פחד וחמדנות. התנודה הזו מסוכנת במיוחד כשהיא מתרחשת בתוך המערכת הבנקאית, הלב הפועם שמזרים חמצן (כסף) לכלל המשק.

שלב החמדנות: כש"הנכסים" מנותקים מהמציאות

בצד החמדני של המטוטלת, הבנקים נוטים לנהל את מאזניהם על בסיס הערכת יתר של הנכסים שבידיהם. חשוב לזכור: הנכס המרכזי של הבנק הוא החוב של הציבור ושל העסקים (המשכנתאות וההלוואות), שרבים מגובים בבטוחות (הבית). כאשר הבנקאים שבויים בקונספציה ש"נדל"ן רק עולה", הם מתמחרים את הסיכון בחסר (כלומר הם ממעיטים במחשבה על סיכון). כאן נכנסת לתמונה "בעיית הסוכן", כולם מתעשרים, אז גם הבנקאים רוצים להתעשר. המנהלים רוצים את הבונוס השמן השנה (על בסיס ביצועים קצרי טווח), ולעזאזל בעלי המניות של השנה הבאה. זוהי אופטימיות יתר בשילוב עם תמריצים לטווח הקצר שמובילים למינוף יתר.

אפקט ההדבקה, Contagion, מושג שמחומד אל עריאן דיבר עליו הרבה כשהתחיל סיפור SVB

הסכנה הגדולה היא שהבנקים הם הצנרת של הכלכלה. סתימה בצנרת הזו לא נשארת בבנק; היא מובילה לסתימה בכל המערכת. כשהבנקים נקלעים לבעיה, הם מפסיקים לספק נזילות. עסקים רגילים (שצריכים אשראי שוטף לספקים ולמשכורות), קרנות פנסיה וחברות ביטוח, כולם נפגעים. במצב כזה, נוצרים "חורים שחורים" במאזנים, מה שמחייב לרוב (בסופו של דבר) התערבות ממשלתית (Bailout) והזרמת כספי מיסים כדי למנוע קריסה מערכתית. בינתיים נוצר "מחנק אשראי", וקיים אובדן אמיתי של נזילות מהמערכת.

שלב הפחד: מחנק האשראי (Credit Crunch)

כשהמטוטלת מתהפכת, היא עפה בעוצמה לצד השני. הפחד בנקאי הוא המראה (Mirror) של החמדנות. במצב של פאניקה, הבנקים "סוגרים את הברזים". הם מפחדים או לא יכולים לתת הלוואות גם ללווים טובים. התוצאה היא מחנק אשראי, המשק נחנק מחוסר נזילות. פעילות כלכלית בריאה נעצרת לא כי העסקים גרועים, אלא כי אין להם "חמצן" תזרימי. זהו מעגל שמחריף את המשבר.

עקרון הרפלקסיביות (Reflexivity) בפעולה

שוב אנחנו פוגשים את העקרון של ג'ורג' סורוס: הציפיות משנות את המציאות, שבתורה משנה את הציפיות.

- בשלב החמדנות - הציפייה ש"יהיה בסדר" והריביות יישארו נמוכות גורמת לבנקים לתת עוד אשראי, שמנפח את מחירי הנכסים, שמצדיק מתן עוד אשראי.

- בשלב הפחד- החשש שהריביות לא ירדו מספיק מהר, או שלציבור לא יהיה כסף לשלם גם בריבית נמוכה ושערך הבטחונות שלהם ירד, גורם לבנקים לעצור אשראי, מה שמפיל את מחירי הנכסים, ומצדיק את הפחד.

זהו בדיוק השיעור ההיסטורי שלמד בן ברננקי (שהיה יו"ר הפד ב-2008) מחקירת השפל הגדול, The Great Depression, של שנות ה-30. המסקנה שלו הייתה שהטעות הקריטית ב-1929 לא הייתה עצם המשבר, אלא התגובה של הבנק המרכזי. הם לא סיפקו מספיק נזילות כשהפחד השתלט. הם נתנו לבנקים לקרוס ולכמות הכסף במשק להתכווץ. ב-2008, ברננקי יישם את הלקח הזה הפוך: ברגע שהפחד הגיע, הוא הוריד ריביות באגרסיביות והזרים טריליונים למערכת (QE), מתוך הבנה שתפקיד הבנק המרכזי הוא להיות "המלווה של המוצא האחרון" ולשבור את מעגל הפחד לפני שהוא מחריב את הכלכלה הריאלית.

למה נזילות היא חמצן, ולמה כסף הוא המצאה גאונית

משחר ההיסטוריה, עוד לפני המצאת המטבע, התקיים באנושות שוק אשראי כלשהו. למעשה, החוב קדם לכסף. זהו גם, למרבה הצער, מקור עתיק לעבדות, אנשים שלא עמדו בחובותיהם הפכו לעבדים. בשלבים מאוחרים יותר (כמו באנגליה של המאה ה-19), היו בתי כלא לבעלי חוב. מי שרוצה להעמיק בהיסטוריה המרתקת הזו *Debt: The First 5000 Years* של דייוויד גרייבר הוא ספר התחלה טוב, ואחריו אפשר להמשיך לניאל פרגוסון (*The Ascent of Money*) או *The Price of Time* שהזכרתי קודם. ההיסטוריה מלמדת אותנו שיעור עקבי: יש קשר ישיר בין מצב האשראי לבין בריאות הכלכלה. שוק אשראי הדוק מדי חונק את הצמיחה, ושוק אשראי רפוי מדי מוביל לבועות (וזה נכון גם לשנות ה-20 של המאה הקודמת) ואינפלציה.

הקסם של האינפלציה הקלה (2%-3%)

"כסף" הוא מנגנון קל מאוד לבנקים מרכזיים להוסיף "נזילות" למערכת. בעולם של סחר חליפין, התהליך ליצירת עוד נזילות הוא ארוך מאוד (בין אם זה להרביע כבשים או לכרות זהב הוא ארוך). כסף מאפשר מנגנון מהיר. כשיש נזילות בשוק, גלגלי הכלכלה מסתובבים מהר יותר. רוב הבנקים המרכזיים בעולם, כולל הפד ובנק ישראל, סימנו לעצמם יעד אינפלציה של כ-2%. מאיפה הגיע המספר הזה? מהחלטה כמעט אקראית של הבנק המרכזי של ניו-זילנד לפני כמה עשורים. שר האוצר שם זרק מספר, הנגיד אימץ אותו, וזה עבד כל כך טוב שכל העולם המערבי נהר אחריהם. רמה כזאת של אינפלציה יוצרת אשליה חיובית, שיוצרת מציאות חיובית. כמות הכסף עולה בהדרגה, המשכורות עולות נומינלית, אנשים מרגישים עשירים יותר (Money Illusion) ולכן צורכים יותר. זה גם מספק מרחק ביטחון מדיפלציה, זה נותן לבנק המרכזי "כרית ביטחון" מפני סכנה ענקית, ירידת מחירי נכסים.

"Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon, in the sense that it is and can be produced only by a more rapid increase in the quantity of money than in output" - Milton Friedman

מילטון פרידמן הסביר שאינפלציה לא נוצרת סתם בגלל ש"מחיר הנפט" עלה או כי בעל המכולת חמדן, אלא כי כמות הכסף בסירקולציה גדלה מהר יותר מכמות המוצרים. כשיש עודף כסף במערכת, כולם מרגישים שיש להם יותר, והם מוכנים לשלם יותר. עסקים מזהים את הכוח הזה ומעלים מחירים, חלקם מתוך הכרח (כי חומרי הגלם התייקרו) וחלקם מתוך הזדמנות (כי הלקוח מוכן לשלם). כשהאינפלציה חוצה את רף ה-3-4%, הקסם פג והופך למעמסה. ההתייקרות מורגשת בסופרמרקט ובתחנת הדלק, והיא פוגעת קודם כל בשכבות החלשות שאין בבעלותן נכסים (כמו נדל"ן או מניות) שמגדירים את האינפלציה. זאת הסיבה למה אני סקפטי לגבי זה שפשוט העלאת מחירים בגלל מיסים (כמו מכסים במקרה טראמפ) תיצור אינפלציה. מחירים עולים במקומות מסויימים פשוט ידכאו ביקוש לאיזורים אחרים וככה הם יאזנו זה את זה. החשש שלי הוא כזה, במידה והיקף המזומן יעלה בו זמנית עם העלאת מיסים כמו מע"מ, אזי עליית המחירים יחד עם "אי ירידה" בביקוש, עלולה לרמוז לבעלי עסקים שביכולתם אולי להעלות מחירים יותר. במידה כזאת, אם היקף הכסף או האשראי הזמין יעלה (כמו בהורדת ריביות או QE) ג'יני האינפלציה עלול לבצבץ שוב מהבנק לרפני שהבנק המרכזי ישים לב או יצליח להגיב אליו בהתאם.

דיפלציה

דיפלציה (ירידת מחירים) נשמעת נהדר לצרכן ("המחירים יורדים!"), אבל היא הרסנית לכלכלה. כשאנשים מצפים שהמחירים ירדו מחר, הם דוחים את הקנייה של היום. למה לקנות מקרר ב-5,000 ש"ח אם בחודש הבא הוא יעלה 4,500? הציפייה הזו עוצרת את הפעילות העסקית, עסקים מפטרים עובדים, לאנשים יש פחות כסף, והמחירים יורדים עוד יותר. זהו ספירלת מוות כלכלית. תפקיד הבנק המרכזי הוא כמו להיות אחראי על "המנגל" עם ה"נף-נף" בעל האש. המטרה שלו היא לשמור על הגחלים בטמפרטורה מושלמת.

מחורבות הנדל"ן לצמיחת הטכנולוגיה

המשבר של 2008 ריסק את הנדל"ן האמריקאי, ואיתו את הדומיננטיות המוחלטת של המערכת הבנקאית המסורתית ("הכלכלה הישנה"). אבל מתוך ההריסות האלו צמחה הזדמנות חדשה. הפד הזרים טריליונים של דולרים (QE) כדי להציל את המערכת. הנזילות העצומה הזו, בשילוב עם ריבית אפסית, חיפשה נאשיות אחר צמיחה. איפה הייתה צמיחה כששאר העולם דשדש? בטכנולוגיה.

אבל זה איפשר לעמק הסיליקון ול MAG 7, או FAANG או כל כינוי אחר, (חבר זרק לי בטעות 5 BIG גם לפני שבוע אבל נזרום עם כל כינוי שיש כי אפשר להמציא בלי סוף) לפרוץ קדימה ולקחת את קידמת הבמה (שלדעתי) הם באמת ראויים אליה. הרבה מאוד מהנזילות שהפד סיפק כדי לשקם את הבנקים זרם לחברות הטכנולוגיה הללו. הן נהנו מגישה לכסף זול שאפשר להן להשקיע במו"פ, לרכוש מתחרים ולבנות אימפריות גלובליות. למעשה, ניתן לומר שהנזילות שהוזרמה כדי להציל את הבנקים של וול-סטריט, היא הדלק הסילוני שהזניק את עמק הסיליקון לראשות טבלת השווי העולמית. בנוסף טאלאנטיים שפנו בעבר לענף הבנקאות, כעת פנו לחברות הטק ולסטארטאפים טכנולוגיים.

פרדוקס הביצה האחת: ההבדל הקריטי בין ישראל לארה"ב

יש נקודת דמיון גדולה בין ישראל לעולם המערבי בנושא הריביות והגלובליזציה, אבל יש הבדל תהומי אחד: מקור העושר. העושר הישראלי הנוכחי נשען כמעט כולו על "ברז" אחד – רווחי ההייטק. הברז הזה מזרים כסף לא רק לכיסי המהנדסים, אלא זולג למטה ומחזיק את כל המשק: את הנדל"ן, המסעדות, נותני השירותים והצריכה הפרטית. אם הזרימה הזו תיחלש, אנחנו עלולים לראות אפקט דומינו שיקריס מגדל שלם, שרבים לא מבינים עד כמה היסודות שלו שבריריים. לאמריקאים לדוגמה, יש כמה תעשיות, אולי לא באותו גודל כמו בנקאות או טכנולוגיה, אבל יש להם ענפים נוספים כמו אנרגיה, שהם מעצמה אדירה, או חברות תרופות ענקיות.

שאלת הסתברות, לא נבואת זעם

חשוב לי לדייק: אני לא טוען ששוק הדיור הישראלי עומד לקרוס מחר בבוקר. אני לא נביא. השקעות הן עניין של הסתברויות. יש ספקטרום שבה היחס בין הסיכון, לבין הסיכוי לרווח וכמו כן גודל הרווח הפוטנציאלי נע בין עסקה שהיא הזדמנות פז או התאבדות פיננסית. האופטימיות המוגזמת ("יהיה בסדר", "נדל"ן תמיד עולה") היא בדיוק הרעל שמגדיל את הסיכון הזה.

"לאחת הבעיות הכואבות שלנו יש שם, שם פרטי ושם משפחה - זהו צירוף שתי המילים "יהיה בסדר". צירוף המילים האלה, שרבים מאיתנו שומעים בחיי היומיום של מדינת ישראל, הוא בלתי נסבל. מאחורי שתי המילים האלה חבוי בדרך כלל כל מה שלא "בסדר": יהירות ותחושת ביטחון עצמי מופרז, כוח ושררה, שאין להם מקום. ה"יהיה בסדר" מלווה אותנו כבר זמן רב, שנים, והוא סממן לאווירה הגובלת בחוסר אחריות ברבים מתחומי חיינו. ה"יהיה בסדר", אותה טפיחת כתף חבר'מנית,

אותה קריצת עין, אותו "סמוך עליי", הוא סממן לחוסר סדר ומשמעת, למקצועיות שאיננה, לבטלנות שישנה. אווירת ה"חפיף" היא, לצערי הרב, נחלת ציבורים רבים בישראל, לאו דווקא בצה"ל. היא אוכלת בנו בכל פה. ואנחנו כבר למדנו בדרך הקשה והכואבת ש"יהיה בסדר", פירוש שהרבה מאוד לא "בסדר". – יצחק רבין, טקס סיום מחזור של בית הספר לפיקוד ומטה, 2 באוגוסט 1992

סם זל (Sam Zell) טען שנדל"ן חוטף את המכות תמיד באיחור ביחס לכלכלה. התוספת שלי לכך היא ש"תחושת העושר" של הציבור, והיכולת שלו לתמרן את תזרים המזומנים שלו, היא קריטית. כשיש תחושת עושר, זה מתדלק אינפלציית נכסים (המחירים עולים). אבל כשיש דיפלציית נכסים (המחירים יורדים), זה פוגע מיד במאזנים של כולם. פתאום אי אפשר למחזר משכנתא, אי אפשר לגייס חוב, והנזילות במשק נעלמת. זה מחריף את המיתון. את האפקט של תחושת העושר גם (התוספת שלי היא שהשפעת האפקט) רואים באיחור. כשאדם מסתכל על ההון האישי שלו, הוא צריך בכל רגע נתון לתמחר אותו ב-15%-20% פחות לפחות. כשהוא חושב שהשוק יקר בהגזמה או בועתי, להגדיל את המספר הנ"ל.

ארבע שאלות המפתח לעתיד ישראל

כדי להבין לאן אנחנו הולכים, אנחנו חייבים לשאול את עצמנו ארבע שאלות קשות וכנות. אלו לא שאלות פילוסופיות, אלא שאלות ניהול סיכונים:

1. מבחן המשקיע: האם אני סומך על כך שמשקיע הנדל"ן הישראלי הממוצע פעל באופן רציונלי ותמחר את הסיכונים כראוי? (או שהוא קנה "על עיוור" כי כולם קנו?)
2. מבחן המערכת המקצועית: האם אני סומך על הבנקים והקבלנים שהם ניהלו את הסיכונים שלהם בחוכמה, ולא הסתנוורו מהבונוסים קצרי הטווח?
3. מבחן השלטון: האם אני סומך על הפוליטיקאים והפקידים לייצר כאן איכות חיים (ביטחון, תשתיות, חינוך, בריאות) שתשכנע את הציבור החזק להישאר? האם הם משקיעים במנועי הצמיחה של המחר (מחקר, חינוך) כדי שנוכל לשרוד גם אם ההייטק ייחלש?
4. מבחן העם: האם אנחנו, כחברה, עומדים בסטנדרטים של מצינות? האם אנחנו מסוגלים לעשות את מה שנדרש כדי לשרוד בג'ונגל הכלכלי העולמי?

אנחנו נתחיל דווקא עם השאלה הרביעית והכואבת מכולן. הכלכלה שלנו מבוססת טוטאלית על צוואר בקבוק של תעשייה אחת שמייצרת את העושר העודף לכלל האוכלוסייה בארץ. התעשייה הזאת תלויה במדינה אחת עיקרית, כאשר החברות שלה מחזיקות את התעשייה הישראלית. כלומר התעשייה שלנו אינה רק תלויה במדינה זרה אלא בחברות הגדולות ביותר שלה בתחום שלהן. אותן חברות מתעסקות כרגע בעיקר ביכולת שלהן להחליף את כוח העבודה שלהן (שעובדי ההיי-טק שלנו נמנים איתם)

באוטומציה. כלומר, קיים סיכון ממשי, לעבודות של המהנדסים והמתכנתים שלנו, שחלק מהם, לא יעבור את ה-cut. הבעיה העיקרית שלנו, שזה עלול לקרות בתקופה רגישה מאוד, בתקופה שבה התזרים מזומנים הכי נדרש, והוא עלול להיפגע. ולסיכום ההבדל המאסיבי בין ארה"ב לבין ישראל של 2008, שאבן היסוד למשבר הנדלן האמריקאי היה ענף הנדלן האמריקאי. סקטור, שהעובדים שלו לא יעלו על מטוס ויעברו למדינה אחרת, וסקטור שלא היה תלוי במדינה אחרת.

ההבדל המכריע מארה"ב

אבן היסוד של שוק הנדלן הישראלי (שאין בו משבר כרגע ואפשרי שלא יהיה בו אם נפעל באיכות מצויינת מספיק) הוא בתעשייה אחרת, שהעובדים שלה (הייטקיסטים) יכולים לקום וללכת למדינה אחרת, מפני שהפרנסה שלהם גם ככה מבוססת על מדינה אחרת. לכן אנחנו פגיעים, כי כל הביצים שלנו בסל אחד.

המחשבות שלי על הייחוד המסוכן של ישראל:

זה ההבדל הכי חשוב בכל הדיון הזה. בארה"ב ב-2008, הבעיה הייתה שהענף שקרס (נדל"ן) היה גם הענף שתמך בעצמו. זה היה כמו נחש שאוכל את הזנב שלו. היה להם אלטרנטיבות אחרות להישען עליהן.

בישראל, המצב הרבה יותר מסוכן:

1. התלות המוחלטת בהיי-טק כ-25% מהתמ"ג הישראלי מגיע מהיי-טק. זה לא רק סקטור - זה הבסיס לכל העושר במדינה. המהנדסים והמתכנתים הם שקונים את הדירות היקרות, שכולם רוצים לשכור להם, הם אלה שמחזיקים את כל השוק. הם גם משקיעים בדירות להשקעה בפריפריה. הם מבזבזים כסף על מותרות (מסעדות, ברים, בתי קפה, חנויות חשמל ואלקטרוניקה ועוד..) ובכך העושר זולג אל שאר המשק שגם הוא משקיע בנדל"ן או משתמש בהכנסות שלו מאנשי ההיי טק לשלם שכירות או משכנתא.
2. הניידות הגבוהה - קבלן בנייה אמריקאי לא יכול לעבוד במקסיקו. אבל מתכנת ישראלי יכול לעבור לעבוד בגוגל בסן פרנסיסקו חודש הבא.
3. איום על משרות – בין אם בשל שקל חזק מדי, או לחילופין בגלל הבינה המלאכותית, יש איום ממשי על חלק מהעבודות האלה. הן עלולות או לעבור למהנדסים/מתכנתים במדינות אחרות, או ביטול תקנים טוטאלי ואת התפקיד שאותו מתכנת/מהנדס ביצע יחלקו בין מהנדסים ומתכנתים אחרים שהופכים להיות יעילים יותר באמצעות הבינה המלאכותית.
4. הכלכלה שלנו תלויה בגורמים חיצוניים

- התזמון של הקריירות תלוי בחברות אמריקאיות
- ההשקעות תלויות במשקיעים זרים
- השווקים תלויים בכלכלה העולמית

- והכל יכול להשתנות בין לילה

5. החולשה כפולה בגלל שענף מאוד דומיננטי בישראל, הנדל"ן, תלוי בדיוק באותם האנשים. אם מהנדס בגוגל מחליט לעבור לפאלו אלטו, הוא לא רק לא קונה דירה בישראל - הוא גם מוכר את זו שיש לו.

השאלה המפחידה

מה יקרה אם חלק מעובדי ההיי-טק יחליטו לעבור לחו"ל? מה יקרה אם הבינה המלאכותית באמת תחליף אחוזים גבוהים של מתכנתים? מה יקרה אם חברות אמריקאיות יחליטו שישראל יותר מדי מסוכנת או יקרה מדי? זה לא אומר שזה בהכרח יקרה. אבל זה אומר שכשאנשים אומרים "בישראל זה שונה" - הם צודקים. זה הרבה יותר מסוכן. במקום ביצה אחת בהרבה סלים, יש לישראל הרבה ביצים בסל אחד. וזה סל שיכול ליפול. יש דמיון אחד מפחיד: כשההייטק בישראל מאבד כוח (פיטורים, סגירת חברות, ירידה בהשקעות), הגיוני שמחירי הנדל"ן ירדו - במיוחד בתל אביב שתלויה בהייטק. אבל במקום זה, המחירים ממשיכים לעלות או נשארים במקום. אנשים, ירידה של 5% במחירים, או תקיעה במקום של מחירים, אחרי עליות כל כך גדולות במחירי הדירות זה אפילו לא מכה בכנף.

הפיל שבחדר - נכסים זה נחמד, אבל מה שחשוב הוא התזרים

בסוף היום, בניין לא משלם במכולת ומניות לא משלמות שכר דירה. מה שקובע את השרידות הכלכלית הוא התזרים (Cash Flow). לכן, כשאני מנתח את השוק הנוכחי, אני שם בצד את סיפורי ה"עושר" ומתמקד בארבעה נתונים קריטיים:

1. מגמת חציון השכר: (חשוב יותר מהממוצע) – האם הישראלי הרגיל מרוויח יותר, או שהפערים גדלים?

2. מגמת השכר הממוצע: כדי להבין את כוח הקנייה הכללי והשפעת ההייטק.

3. קצב הגידול במשרות ההייטק: האינדיקטור המוביל לצמיחה עתידית ולכניסת כסף חדש למשק.

4. אחוז האבטלה "האמיתי": הנתון הכי מתעתע כרגע.

הבועה הסמויה: "כלכלת המילואמניקים"

אחת השאלות המטרידות ביותר היא מה יקרה ביום שאחרי המלחמה. כרגע, עשרות אלפי אנשים מוגדרים כ"מועסקים" או מקבלים תגמול מהמדינה כי הם במילואים. המדינה למעשה מסבסדת את התזרים שלהם. אבל מה יקרה כשהמדים יירדו? האם המשרות שלהם באזרחות עדיין מחכות להם? האם העסקים העצמאיים שלהם שרדו? אנחנו עלולים לגלות בבת אחת שכבה רחבה של אנשים שאיבדו את יכולת ההשתכרות, בדיוק ברגע שהתמיכה הממשלתית נפסקת.

המעגל הרפלקסיבי המסוכן: מינוף הפנסיות

זהו אולי הסיכון המערכתי הגדול ביותר, והוא עובד כמו מעגל קסמים שמזין את עצמו (לטוב ולרע):

1. ישראלים רוצים לקנות דירה ואין להם מספיק הון עצמי.
 2. הם לוקחים הלוואה על חשבון קרן ההשתלמות או הפנסיה (עד לא מזמן בריבית אפסית).
 3. הכסף הזה זורם לשוק הדיור ומנפח את רווחי חברות הנדל"ן והבנקים.
 4. מניות הנדל"ן והבנקים עולות בבורסה.
 5. קרנות הפנסיה (שמושקעות בבורסה הישראלית) עולות בערכן.
 6. התוצאה: הציבור מרגיש עשיר יותר ויכול לקחת הלוואה גדולה יותר על חשבון הקרן שגדלה.
- אבל מה קורה כשהמעגל מסתובב לאחור? ירידה בנדל"ן תפגע בבורסה, שתפגע בפנסיה, שתגרור "קריאת כיוון" (Margin Call) להלוואות שנלקחו, מה שיחייב אנשים למכור נכסים.

מה מסתתר מתחת לשטיח?

הר המזומן של הישראלים הוא כרית ביטחון חשובה, אבל אני לא יודע איך השוק יגיב לתרחיש של קיפאון ארוך או ירידת מחירים של 10-15%. ברמה האינטלקטואלית, אני סקרן (וגם חושש) לדעת מה יושב בספרים של חברות הבנייה, הקבלנים והבנקים. האם יש שם שערוכים אופטימיים מדי? האם יש שם "בורות תזרימיים" שמכוסים כרגע על ידי אשראי זול או הנחות רגולטוריות של תקופת מלחמה?

"Only when the tide goes out do you discover who's been swimming naked." - Warren Buffett

החרב והמגן: הריכוזיות של השוק הישראלי

לשוק הישראלי יש תכונה ייחודית: הוא קטן, ריכוזי ומחובר לעצמו.

- החיסרון: סיכון הדבקה (Contagion) גבוה. חברות הביטוח, הבנקים וחברות הנדל"ן שלובים זה בזה. נפילה של טייקון נדל"ן אחד מזעזעת את המאזן של הבנק, שפוגעת בפנסיה של הציבור.
- היתרון: יכולת שליטה וניהול משבר. בגלל שהשוק קטן, הרגולטורים (בנק ישראל, האוצר) יכולים לזהות בעיות מהר ולבצע "טיפול שורש" נקודתי. יש לנו בנק מרכזי מקצועי מאוד, עם רזרבות מט"ח אדירות (מעל 200 מיליארד דולר), שיכול לספק נזילות בעת צרה.

השורה התחתונה: דאגה למעמד הביניים

אני לא דואג לעשירים. לישראלים בעלי הון יש מספיק נזילות לנצל הזדמנויות במשבר. הדאגה האמיתית שלי היא למעמד הביניים ומטה. זה הציבור שרוב הונו "כלוא" בדירה היחידה שלו (ארבעה קירות שלא מייצרים תזרים), ושההכנסה שלו תלויה ב-100% במשכורת החודשית. אם הציבור הזה יחטוף מכה כפולה – גם פיטורים (פגיעה בתזרים) וגם ירידה בשווי התיק הפנסיוני/דירה (פגיעה בנכסים) – הוא יהיה בבעיה קשה מאוד, כי אין לו "שומנים" לשרוף. על אחת כמה וכמה אם הוא תלוי דרך קרנות

הפנסייה וקרנות ההשתלמות שלו לשוק הישראלי שאחוז מאוד מאוד גבוה שלו קשור בנדל"ן בצורה ישירה או עקיפה.

חלק ג' – איפה אנחנו היום, וננסה להביט אל העתיד

"עם שאינו יודע את עברו, ההווה שלו דל ועתידו לוט בערפל" - יגאל אלון

אז מה עשינו עד כה? התיזה המרכזית שלי היא שמדינת ישראל נמצאת במרוץ נגד הזמן. אני בוחן את המצב דרך משקפיים של משקיע. לו הייתי חובש את כובע "המשקיע הפסיבי" (Silent Investor) "שרק מחפש מקום שקט לשים בו את הכסף, מדינת ישראל הייתה נכנסת מיד לערמת ה"Too Hard Pile"-(סל ה"מסובך מדי" של וורן באפט). הייתי מדפדף הלאה.

אני רוצה רגע לנקות טעות נפוצה בהבנה של המשקיע הישראלי. כשאומרים בארץ "השקעה פסיבית", הרוב מדמיינים קנייה עיוורת של מדד (כמו ה S&P500) והירדמות לשלושים שנה. אבל ההגדרה המדויקת שונה, משקיע פסיבי הוא פשוט משקיע שאינו אקטיביסט; הוא יכול להיות אדם שמחזיק בתיק מרוכז של עשר מניות בלבד, אבל הוא מתנהל כ"משקיע שקט" שאינו מנסה לנהל את החברה. המונח שהישראלים באמת מחפשים הוא "משקיע דפנסיבי" (משקיע מתגונן). הבלבול הזה בין המושגים הוא תופעה מוכרת אצלנו, ישראלים נוטים לקחת מילים באנגלית ולהעניק להם פרשנות מקומית שלפעמים יוצרת אי דיוקים. כחסידי של חשיבה של מופשטות, אני נזהר מאוד משימוש במילים או ביטויים שעלולים לייצר צורת חשיבה שגויה לגבי נושא מסויים. אבל, בואו נניח שאנחנו מסתכלים על המדינה בכובע של משקיע אקטיבי (Activist Investor), או משקיע Private Equity, כזה שמוכן לצלול לבוך כדי להבין את המנגנון ולנסות לאתר איפה השעון שבור ומה נדרש לתקנו. בשלב הראשון (הנרטיב), בחנו את האירועים ההיסטוריים ואת סיפור הרקע למצב הנוכחי של המדינה. זה נתן לנו את הקונטקסט.

בשלב השני המאזן (Balance Sheet), הסתכלנו על הנכסים שהציבור הישראלי מחזיק. אנחנו יודעים שהתיק של הציבור מוטה בצורה דרמטית לנדל"ן למגורים, בין אם לשימוש עצמי ובין אם להשקעה. בהתאמה, דיברנו על מקור ההתחייבויות (החובות) הגדול ביותר הוא המשכנתאות. הצבענו על הסכנה הכרוכה בנכסים שמתומחרים במחיר גבוה מאוד ביחס לתזרים המזומנים שהם מסוגלים לייצר. הפער הזה חושף את התלות הקריטית של המערכת כולה במקור תזרימי חיצוני אחר, ההייטק הישראלי. כמו כן, נגענו בפסיכולוגיה של השוק ובסכנות הטמונות באופטימיות יתר.

פרק 9 - העולם החדש בו ישראל היא רק חלק קטן ממשחק גדול

סוף עידן ותחילתו של אחד חדש

העולם עובר מפאזה של תנודתיות נמוכה ויכולת חיזוי גבוהה, לעולם כאוטי של תנודתיות גבוהה ויכולת חיזוי נמוכה. זהו אינו סתם "שינוי מזג אוויר", אלא שינוי אקלים מוחלט. ניתן לראות את קריסתו של הקונצנזוס הגלובלי שהתעצב לאחר נפילת ברית המועצות, ואת סופו של "הסדר העולמי" המערבי שנבנה בקפדנות לאחר מלחמת העולם השנייה. ההנחות הנוחות שהנחו משקיעים במשך עשרות שנים, שהגלובליזציה היא תהליך בלתי הפיך, שבנקים מרכזיים יכולים לפתור כל משבר בהורדת ריבית, ושאררה"ב תמיד תהיה שם כדי לגבות את בעלות בריתה, כולן עומדות היום למבחן, ורבות מהן נכשלות. ב-1991, כשברית המועצות התפרקה, נראה היה שאמריקה לקחה את כל הקופה. דמוקרטיה ליברלית וכלכלת שוק חופשי ניצחו, וההגמוניה האמריקאית הפכה למוחלטת. הנרטיב היה שכל העולם יתכנס בסוף למודל אחד: מערבי-אמריקאי. עבור משקיעים, זה היה גן עדן. הכללים היו יציבים, נתיבי הסחר היו פתוחים ובטוחים (בחסות הצי האמריקאי), והסיכון הגיאופוליטי נדחק לשוליים. עבור האירופאים, ההגמוניה האמריקאית הייתה סידור חלומי שאיפשר להם לחיות בתוך בועה. הם נהנו ממה שנקרא "דיבידנד השלום": היכולת להפסיק להשקיע בצבא ובביטחון (כי יש את נאט"ו שארה"ב מממנת), ולהפנות את כל המשאבים לבניית מדינת רווחה מפנקת. במשך עשרות שנים נבנה "הפרויקט האירופי" אוטופיה של 35 שעות עבודה בשבוע, פנסיות מוקדמות וביטחון סוציאלי עוטף. במבט לאחור, יש משהו אירוני בנוסטלגיה של פוליטיקאים ופרשנים מהצד השמאלי של המפה, שרק לפני עשור היללו את המודל הסוציאל-דמוקרטי האירופי כמודל לחיקוי. מה שהם פספסו, או בחרו להתעלם ממנו, הוא שהמודל הזה נשען על יסודות רעועים, כמו דמוגרפיה מתכווצת, איכות החיים הגבוהה מומנה בחלקה על ידי צמצום ילודה (חיסכון בהוצאות משפחתיות), מה שיצר בור דמוגרפי עתידי. הם הביטו בהגירה כפתרון קסם, ההסתמכות על מהגרים זולים שיניעו את גלגלי הצמיחה ויעבדו בעבודות שהמקומיים לא רצו. הגנה אמריקאית בחינם, כלומר, היכולת להזניח את הביטחון הלאומי. כיום, החשבונית מוגשת לתשלום. המשבר הסוציאלי באירופה מתפוצץ. המהגרים שינו את "אופי החיים האירופאי הרגוע", והכלכלה הסוציאל-דמוקרטית עולה על שרטון. האוכלוסייה, שהתרגלה לסטנדרט חיים מסוים, מסרבת לוותר על מדינת הרווחה, למרות שהיא כבר בדרך לפשיטת רגל. המסקנה הכואבת מתחילה לחלחל, שוק קפיטליסטי חופשי ותחרותי הוא לא הבעיה, אלא כרגע כרטיס היציאה היחיד מהשקיעה. במקביל לשקיעה האירופית, עליית סין ערערה את הסדר העולמי. כדי להבין את קצב השינוי: ב-1990 הכלכלה הסינית הייתה בגודל של הכלכלה האיטלקית. היום היא נושפת בעורפה של ארה"ב. זהו זינוק חסר תקדים בהיסטוריה האנושית בתוך 30 שנה בלבד. אולימפיאדת בייג'ינג ב-2008 הייתה נקודת המפנה. זה לא היה רק אירוע ספורט; זו הייתה מסיבת היציאה של סין (Coming out party) והצהרה

לאומית: "חזרנו למרכז הבמה, ואנחנו כאן כדי להישאר". זה הרגע שבו ארה"ב הבינה שסין אינה עוד "מפעל זול", אלא יריב אסטרטגי מסוכן. מאותו רגע, העולם נכנס למלחמה קרה חדשה. אבל אז הגיע המבחן האמיתי: הקורונה. המגפה חשפה את הסדקים במודל הסיני הריכוזי. מדיניות "אפס קורונה", שנראתה בהתחלה כהצלחה של משטר חזק, הפכה למלכודת מוות כלכלית. אי אפשר לסגור את העולם לשנתיים ולצפות שהכלכלה תמשיך לתפקד. התוצאה הייתה הרסנית: הצמיחה האטה דרמטית, אבטלת הצעירים זינקה, וחשוב מכל – שוק הנדל"ן הסיני, שהיווה כ-30% מהתמ"ג והיה הבסיס לתחושת העושר של מעמד הביניים, קרס. העולם כיום מפוצל. אין יותר "שוק גלובלי אחד" הרמוני. יש גושים מתחרים, חומות מכס עולות, ושרשראות אספקה שמתפרקות ונבנות מחדש על בסיס אינטרסים פוליטיים ולא כלכליים נטו.

המצב היום - הטוב, הרע והמכוער

לדעתי, לארי סאמרס ומוחמד אל אריאן הם שני הכלכלנים הבודדים (שאינם אנשי השקעות) שהוכיחו את עצמם 5 שנים האחרונות. כל השאר, הראו פעם אחר פעם שהם כמו טייס עיוור המונע על ידי האידיאולוגיה שלו יותר מאשר מחשבה קוהרנטית. לארי סאמרס מאז שטרמפ נבחר לנשיאות (ואפילו בזמן הריצה שלו) מאוד מתפקס יותר על הפוליטיקה והשלכותיה, ולכן לשיחה הבאה אנחנו נתעלם ממנו (למרות שאני חושב שהוא ראוי להזכיר את שמו מתוך כבוד. הרבה מהנקודות החשובות שלו ליוו את קבוצת הוואטסאפ שאותה פתחתי בתחילת הקורונה שפתחתי כדי לשתף חברים במקורות מידע מאשר שישקיעו בבורסה בגלל הייפ). מוחמד אל אריאן עושה לדעתי עבודה מצויינת כאשר הוא מדבר על השווקים הגלובליים היום, הוא מתאר את המצב הגלובלי כמצב שנע בין הטוב, הרע והמכוער. חשוב להבין שהמצב הזה הוא זמני, ויכול להשתנות:

הטוב - ארה"ב

ארה"ב עדיין מובילה בכל המדדים שחשובים באמת, יסודות כלכליים חזקים, מנהיגות טכנולוגית, הגמוניית הדולר, שווקי הון עמוקים, שלטון החוק, יכולת למשוך כשרון והון גלובליים.

ארה"ב היא המדינה היחידה בעולם שיכולה לייצר גירעון תקציבי של טריליונים, לייצר גירעון מסחרי עצום, ובכל זאת להישאר החזקה ביותר. שוק האוצר האמריקאי (אג"ח ממשלתי אמריקאי) הוא השוק הגדול ביותר בעולם. אנחנו מדברים על 26 טריליון דולר של חוב ממשלתי אמריקאי שנסחר כל יום, מה שהופך אותו לגדול פי כמה מכל שוק מניות בעולם. זה לא רק נייר - זה הבסיס לכל השאר. כל ריבית בעולם מתחילה מהאוצר האמריקאי. כל השקעה מסוכנת נמדדת יחסית לאוצר האמריקאי. כל בנק מרכזי בעולם מחזיק את החלק הגדול של הרזרבות שלו באוצר האמריקאי. זה הסיבה למה המסחר העולמי נעשה בדולרים. זה אומר שארה"ב יכולה ליצור כסף מאוויר ולקנות דברים אמיתיים. כשהפד מדפיס דולרים, כל העולם בעצם מסבסד את זה. כי אם אתה מדינה שמוכרת נפט, אתה חייב לקבל דולרים. אם אתה חברה שרוצה לסחור בינלאומית, אתה חייב בדולרים. אם אתה מדינה שרוצה לקנות טכנולוגיה אמריקאית, אתה חייב בדולרים. זה אומר שביקוש לדולרים תמיד יהיה גבוה, מה שאומר שאמריקה יכולה להרשות לעצמה גירעונות שאף מדינה אחרת לא יכולה.

"Our currency, but your problem," - Treasury Secretary John Connally (1971)

זה כמו להיות הבנק המרכזי של העולם - אתה קובע את הכללים. יצא על זה ספר חדש השנה Our Dollar, Your Problem של Kenneth Rogoff.

היא המובילה הטכנולוגית. הבינה המלאכותית, הענן, הרכבים האוטונומיים, חברות החלל הפרטיות הן אמריקאיות. לא בגלל שהאמריקאים חכמים יותר (אם כי יש הרבה כשרון), אלא בגלל שיש לארה"ב את

המערכת הכי טובה בעולם ליצירת חדשנות. יש לה אוניברסיטאות שמושכות את המוחות הטובים ביותר מכל העולם, יש להם קרנות השקעה עם מיליארדי דולרים שמחפשות את הרעיון הבא, ויש להם תרבות שמעודדת כישלון כחלק מהלמידה. שווקי ההון העמוקים והנזילים בעולם הם של ארה"ב, ומאפשרים לה להיות המקום המרכזי בעולם שבו מגיעים לגייס כספים ולממן רעיונות. חברה שרוצה להיות מוערכת במיליארדי דולרים חייבת להיכנס לשוק האמריקאי. למה? כי רק שמה יש מספיק כסף גדול, מנוסה, ומתוחכם כדי להעריך ולממן חזונות גדולים. קרן השקעה באמריקה יכולה להשקיע מיליארד דולר בסטארטאפ שעדיין לא הרוויח דולר אחד, מתוך אמונה שהוא יהיה הדבר הבא. אין מקום אחר בעולם עם האמון, הכסף, והניסיון לעשות את זה בקנה מידה כזה. ה Venture Funds הכי גדולים ומפורסמים הם אלה שבדרך כלל גם מושכים את הרעיונות הכי טובים וזוכים להשקיע בהם. סקויה, אנדרסן הורוויץ, קליינר פרקינס, פאונדרס פאנד הם בין השמות הבולטים שכל סטארט אפ חולם להיות מגובה על ידיהם.

שלטון החוק הוא דבר נוסף שגורם לאנשים לבטוח בארה"ב למרות כל הבעיות הפוליטיות. כשחברה פרטית תובעת את הממשלה האמריקאית - היא יכולה לנצח (פלנטיר תבעה וניצחה את ממשלת ארה"ב בבתי המשפט). כשמשקיע זר משקיע במניה אמריקאית, הוא יודע שאף פוליטיקאי לא יוכל לגנוב לו את הכסף בלילה. בתי המשפט עובדים, החוקים מכובדים (ברובם), והמערכת החוקתית מחזיקה מעמד גם בלחצים. זה לא אומר שהמערכת מושלמת, אבל זה אומר שהיא צפויה. ובעולם של אי ודאות, וודאות שווה המון כסף. יש לה את היכולת למשוך כשרון והון גלובליים. האנשים המוכשרים ביותר בעולם רוצים ללמוד ולעבוד בארה"ב ולחיות את החלום האמריקאי. הם רוצים להקים עסקים בארה"ב. האנשים העשירים בעולם רוצים להשקיע בשווקים האמריקאיים. לא בגלל שאמריקה כופה על אנשים לבוא - בגלל שזה המקום שבו התמורה הכי טובה. זה המקום שבו הכישרון הכי מתגמל, שבו הרעיונות הופכים למציאות, ושבוא אפשר להשיג דברים שלא אפשר להשיג בשום מקום אחר. ההבטחה היא החלום האמריקאי, אם תעבוד קשה, אם תעיז, אם תהיה מצויין, תזכה לחיות חיים באיכות הגבוהה ביותר שיש להציע. בית גדול עם גינה, מכוניות איכותיות, תשתיות מצוינות לילדים (ספורט ולימודים), בידור. חשוב לציין, שהחולשה הפוליטית בארה"ב היא שהחלום האמריקאי הזה נהיה קשה יותר ליותר ויותר אנשים להגשים אותו. לימודים נהיו יקרים מאוד, ולקנות בית היום קשה מאוד ביחס למה שהיה בעבר. אבל החלום הזה עדיין קיים. מעל הכל, ארה"ב יכולה לעשות זאת בגלל שכולם צריכים אותה. הצבא של ארה"ב מגן על שבילי הסחר הגלובליים. הטכנולוגיה שלה מפעילה את כל האינטרנט. הבעיה של ארה"ב, והיא מתחילה לתפוס מקום יותר ויותר גדול בפוליטיקה, זה שתשלומים לחובות מתחילים להיות גדולים יותר מאשר התשלומים על הביטחון.

הרע - סין: אתגר המעבר של הענק המתעורר

הבחירה לסווג את סין תחת הקטגוריה "הרע" במודל של אל-אריאן אינה נובעת משיפוט מוסרי, אלא מניתוח קר של הסיטואציה הכלכלית המורכבת בה היא נמצאת. סין אינה "מדינה רעה", אלא מעצמה שנמצאת בנקודת המפנה המאתגרת ביותר בהתפתחות שלה. זהו סיפור על מדינה שחוללה את הנס הכלכלי הגדול ביותר בהיסטוריה האנושית - חילוץ מאות מיליונים מעוני והפיכה למפעל של העולם בתוך דור אחד, וכעת נתקלת ב"תקרת הזכוכית" של המעבר למדינה מפותחת.

הפרדוקס הסיני הוא שהמודל הריכוזי והמתוכנן להפליא, שאפשר לה לבנות ערים, גשרים ותשתיות במהירות שהמערב רק יכול לחלום עליה, נתקל כעת בחיכוך כשהוא מנסה לעבור לשלב הבא, כלכלת חדשנות. בעוד שכלכלת ייצור דורשת משמעת וסדר מופתי, כלכלת חדשנות פורחת על חופש יצירתי, לקיחת סיכונים ונכונות לקבל כישלונות. בתוך המתח הזה, הממשל ביצע מהלכים שיצרו טלטלה משמעותית. דוגמה בולטת לכך היא היחס המשתנה לסקטור הטכנולוגי. דווקא בתקופה שבה משבר הנדל"ן החל להעיב על הצמיחה המסורתית, וההיגיון הכלכלי היה נשען על מנועי צמיחה חדשים כמו הטכנולוגיה כדי לחלץ את המשק, בחר הממשל להדק את האחיזה הרגולטורית סביב ענקיות האינטרנט מתוך רצון לקדם "שגשוג משותף". המקרה המפורסם של ג'ק מא, מייסד עליבאבא, ש"נעלם" מעין הציבור לתקופה ארוכה לאחר שמתח ביקורת, שלח מסר מצנן לשווקים ומחק ערך עצום מחברות הפאר הסיניות. עם זאת, נראה כי כיום, לאחר שהנזק הכלכלי התברר, המטוטלת מתחילה לנוע חזרה. הממשל בבייג'ין מאותת לאחרונה על חידוש התמיכה בסקטור הטכנולוגי ועל סיום ה"קראק-דאון", מתוך הבנה פרגמטית שבלי ה"עליבאבות" וה"טנסנטיות", יהיה קשה מאוד לחלץ את הכלכלה מההאטה. זהו תהליך של ניסוי וטעייה בזמן אמת של מעצמה שמנסה לאזן מחדש את עצמה.

בתוך המציאות המשתנה הזו, סין מתמודדת גם עם אתגר דמוגרפי משמעותי. האוכלוסייה מתבגרת במהירות, והממשל משקיע מאמצים כבירים כדי לעודד ילודה מחדש. במקביל, משהו עובר על הדור הצעיר. בדומה למקביליהם במערב, גם הצעירים הסינים שואלים שאלות נוקבות על המרוץ הכלכלי האינסופי. תופעות כמו "לשכב שטוח" (Tang Ping) ו"ילדים מקצועיים", צעירים שמעדיפים להישען על תמיכת ההורים ולנהל את משק הבית במקום להשתעבד למרוץ העכברים התאגידי, מעידות על שינוי פסיכולוגי עמוק בכלכלה שהורגלה לצמיחה המבוססת על עבודה קשה ושאפתנות.

בגזרת הנדל"ן, המצב מורכב לא פחות ואולי אפילו הרבה יותר. המשבר הנוכחי בסקטור הוא אמנם כואב, אך צריך לתת קרדיט לממשל הסיני על הנכונות האמיצה לפוצץ בועות מסוכנות ("שלושת הקווים האדומים") לפני שיהפכו לאסון גדול יותר. ההנהגה בבייג'ין מבינה שצמיחה המבוססת רק על מגדלים ומינוף אינה בת-קיימא, והם מנסים להסיט את הספינה הענקית הזו לעבר צמיחה איכותית יותר, גם במחיר של כאב בטווח הקצר. הבעיה המאסיבית בפיצוץ הבועה, זה שנוצר בסין אי אמון בהשקעות,

והציבור חוסך ואינו משקיע כפי שהשקיע בעבר. הדבר הוביל לספירלה דיפלציונית שהממשל מתקשה להתאושש ממנו.

למרות הקשיים, אי אפשר לדבר על סין מבלי להתפעל מהיכולות הטכנולוגיות שלה. הסטיגמה הישנה ש"סין רק מעתיקה" עברה מהעולם. המהנדסים הסינים הם מהטובים והחרוצים בעולם. בסופו של דבר, הסיבה שסין מסווגת כ"רעה" במונחי השקעה כרגע היא אי-הוודאות והדיפלציה שאופפת אותה. זו מעצמה עם פוטנציאל אדיר והון אנושי משובח, אך השילוב בין ההאטה המבנית, השינויים הרגולטוריים התכופים והניסיונות לתקן תוך כדי תנועה, הופכים אותה לחידה. הסיכון אינו שסין תקרוס, אלא שהכללים משתנים תוך כדי משחק, ובעולם ההשקעות, חוסר היכולת לחזות את המהלך הבא הוא לעיתים הגורם המרתיע ביותר.

המכוער (אירופה)

קיפאון מבני, ירידה דמוגרפית, רגולציה מוגזמת, תלות באנרגיה, פיצול פוליטי, וחוסר יכולת להסתגל או להתחרות ביעילות עם ארה"ב או סין. ובמקום להשקיע בעתיד, האירופאים השקיעו בנוחות. במקום להמציא את הדור הבא של טכנולוגיות, הם המציאו מאות תקנות על איך לייצר אותן. במקום לבנות חברות טכנולוגיה, הם החליטו לקנוס את החברות האמריקאיות. במקום לעודד יזמות, הם בנו מערכות בירוקרטיות שהופכות כל חדשנות לכאב ראש. התוצאה: מתוך 50 החברות הכי יקרות בעולם, 6 (נכון לרגעים אלה) הן אירופאיות. 2 של מותגי יוקרה, 2 של תרופות (שהתרופות שלהן מקבלות תיעדוף בתוך אירופה) אחת לניהול נכסים ורק אחת טכנולוגית שכל הלקוחות שלה מחוץ לאירופה. כל הענקים הטכנולוגיים הם אמריקאיים או סיניים. האירופאים נשארו עם הבנקים הישנים, תעשיות הרכב שמתקשות להתמודד עם המעבר לחשמל, וחברות אנרגיה שהתבססו על גז רוסי. זה פחות מפריע להם. מה שגרוע מבחינתן - הם איבדו את היכולת להגן על עצמם. כשרוסיה פלשה לאוקראינה, אירופה גילתה שהיא לא יכולה לעזור לשכנה בלי עזרה אמריקאית. אין להם מספיק תחמושת, אין להם מספיק ציוד, ואין להם את היכולת הלוגיסטית. גרמניה, הכלכלה הגדולה באירופה, חיה עשרות שנים בהסתמכות על אנרגיה רוסית זולה ועל הגנה אמריקאית. ופתאום היא מגלה שהיא תלויה בדיוק באותם אנשים שהיא רוצה להילחם בהם ושהאמריקאים לא יקפצו לעזור עם כל דבר כפי שחשבו לפני כן. בסקר אחרון באיטליה, הרוב המוחלט של הצעירים הצביע שייסרב להתגייס במידה ותפרוץ מלחמה.

התוצאה: אירופה הפכה למוזיאון יפה של מה שהיה פעם. יש לה ערים מהממות, תרבות עשירה, ומוסדות דמוקרטיים מפותחים. אבל אין לה את הכוח לעצב את העתיד של עצמה. כשאמריקה וסין

בתחרות על מי יקבע את הכללים של הטכנולוגיה, הבינה המלאכותית, והכלכלה הדיגיטלית, אירופה יושבת בצד ומתעסקת אך ורק ברגולציה עליהם ואיך למסות ולקנוס אותם.

החלום האירופי – מדינת הרווחה והכללה ללא Accountability

מודל הרווחה האירופי התפוצץ לאירופאים בפנים. אני זוכר איך שהייתי במכינה קדם צבאית הטיפו לי לפני 13 שנה פוליטיקאים על כמה שהמבנה הסוציאל דמוקרטי האירופאי מדהים. במדינה בה אין לך מה לדאוג כי המדינה תדאג לך, אף אחד לא דואג לכלום. במקרה כזה גם אף אחד לא יכול להיות אשם כי כולם אשמים אז לא מאשימים אף אחד. יוצא מצב שאף אחד לא לוקח אחריות, לא על העתיד שלו ולא על העתיד של אף אחד. איכות חיים, קבלה תרבותית שבו תרבות הנימוס שולטת, ומדיניות של נעזור לחלשים גם אם הם מגיעים עם כוונות לא טהורות הביאו את אירופה שישנה שנ"צים על חשבון זמן עבודה להתעורר למציאות שלקופות הציבוריות אין איך לממן את המדינות, מהגרים רבים שבמקום לנסות להשתלב מנסים לשנות את המדינות עצמן ולקחת עליהן בעלות, והן התעוררו לגלות שהן במצב כלכלי קשה מאוד כשהם תלויים לחלוטין במעצמות שמתחילות תהליך של התפצלות. זכויות ללא חובות הוא מקור לאסון בכל מקום שהוא. תראו איך ילד מפונק שמקבל כל דבר שהוא רוצה, ללא משמעת או אחריות יתפתח. זה לא ייגמר טוב.

ובתוך כל הפיצול הגלובלי הזה, אירופה נשארת ללא אסטרטגיה ברורה. היא לא יכולה להתחרות עם אמריקה טכנולוגית, לא יכולה להתחרות עם סין בייצור, ולא יכולה להתחרות עם אף אחד בהגנה. הדבר היחיד שהיא עושה טוב זה להעביר חוקים שמונעים מהאזרחים שלה להשתמש בחידושים. זה לא בדיוק מתכון להצלחה בעולם שמשתנה במהירות. המבנה של האיחוד גם אינו מאפשר להם להתקדם בגלל שכל מדינה יכולה להטיל וטו על כל דבר. יוצא שהן כולן מתחילות לחוקק חוקים לעצמן ולדאוג לעצמן.

לכן מוחמד אל עריאן קורא לארה"ב החולצה המלוכלכת הנקייה ביותר. בהנחה שאתם נמצאים בנסיעה, אחרי שבוע שבו לבשתם את כל הבגדים שיש לכם ואתם צריכים לחזור וללבוש בגד מלוכלך כלשהו, אתם תבחרו את החולצה הכי נקייה מתוך כל החולצות המלוכלכות שיש. אתם לא בוחרים בה כי היא הבחירה הכי טובה שיכלתם לדמיין (היא מלוכלכת) אבל היא יחסית נקייה יותר מכל האחרות. ארה"ב היא היום הרע במיעוטו, או התפוח היחיד שאינו רקוב (אבל אינו טרי) מתוך סל תפוחים רקובים. לכן העולם, ממשיך בלית ברירה לבחור בארה"ב, למרות שיש כמה טרנדים שמחלישים את אותה הבחירה.

הדה-גלובליזציה: שובו של המאבק בין הים ליבשה

ההתעשרות העולמית המאסיבית של העשורים האחרונים הביאה איתה פרדוקס. אותו "חוק קיינזיאני" שדיברנו עליו בתחילת הדרך, חזר במלוא כובד משקלו: הגלובליזציה הגדילה את העוגה באופן דרמטי, אבל חלוקת הפרוסות לא הייתה שווה. בעוד העולם כולו התעשר בממוצע, קבוצות ספציפיות התעשרו הרבה יותר, ונוצרו פערים בלתי נתפסים שסדקו את הקונצנזוס החברתי. הסדקים האלו הם הרקע הכלכלי שמביא אותנו לשינוי הגיאופוליטי הגדול: המעבר מאינטגרציה (גלובליזציה) לפרגמנטציה (התפצלות).

Heartland - הים נגד היבשה

ההתעשרות העולמית המאסיבית של העשורים האחרונים הביאה איתה פרדוקס. אותו "חוק קיינזיאני" שדיברנו עליו בתחילת הדרך, חזר במלוא כובד משקלו: הגלובליזציה הגדילה את העוגה באופן דרמטי, אבל חלוקת הפרוסות הייתה מעוותת. בעוד העולם כולו התעשר בממוצע, קבוצות ספציפיות התעשרו הרבה יותר, ונוצרו פערים בלתי נתפסים שסדקו את הקונצנזוס החברתי. הסדקים האלו הם הרקע הכלכלי שמביא אותנו לשינוי הגיאופוליטי הגדול: המעבר מאינטגרציה (גלובליזציה) לפרגמנטציה (התפצלות). הלפורד מקינדר דיבר עוד לפני יותר מ-100 שנה על שתי סוגים של אימפריות. אימפריות יבשתיות (סין, רוסיה) ואימפריות ימיות (ארה"ב). אימפריה ימית שולטת בנתיבי סחר ימיים, ובחופים. נשים לב שציר רוסיה, סין ואיראן הוא ציר יבשתי. לא ניכנס להשלכות מלחמה גיאופוליטיות של התנגשות של שתי אימפריות כאלה ומה עלול להיווצר. מה שאנחנו כן רואים זה איזה שהיא הפרדות בין עולם הסחר הימי, לעולם הסחר היבשתי.

בעולם של חזרת סין למסחר העולמי (לאחר מלחמת וייטנאם בשנות ה-70) וביתר שאת עם קריסת ברית המועצות, ראינו איזה שהיא הגמוניה עולמית. ארה"ב שלטה ועדיין שולטת בנתיבי הסחר הימיים, והאימפריות היבשתיות הורידו הילוך, בין אם באגרסיביות שלהן בייצוא המהפיכה הקומוניסטית ובין אם באגרסיביות שלהן בהתנגשות עם האימפריה הימית. ארה"ב שעוד מתחילת דרכה החליפה את מסע הצלב במניפסט דסטיני, נכנסה ביתר שאת לאמונה של ייצוא הדמוקרטיה והשיטה האמריקאית, גם לתרבויות שאין הדבר מתאים להם בכלל, הם נשאו את האמונה שאם הקומוניזם נכשל, כנראה שהשיטה שלהם היא הנכונה. הגישה הזאת נכשלה. בין אם בסומליה, עירק, או באפגניסטן, ארה"ב הייתה עדה לכך שייצוא הרפובליקה לא עובד כשהמקומיים לא מעוניינים בה.

תהליכים כלכליים שהגדילו פערים בארה"ב, וייבוא של רעיונות אירופאים על ידי האליטה האמריקאית האינטלקטואלית, גרמה עם הזמן לאוכלוסיות קצה ודיעותיהן הפוליטיות לחדור לתוך המיינסטרים האמריקאי. עם שימוש גובר של האינטרנט שבו אפשר להתעסק עוד יותר בדשא של השכן. ניצול של אותם אמצעים טכנולוגיים שימשו גורמים עוינים להפיץ רעיונות מפלגים בארה"ב. הסדקים בחלום

האמריקאי שהלך מלהיות אפשרי לכולם לאפשרי למי שנולד לאותו מעמד, הביאו לחולשה במערכת הפוליטית האמריקאית. שתי המפלגות האמריקאיות העיקריות נכנסו לאט לאט אל מלחמת פנים. משמאל Woke ומימין הבדלנים. הטרנד הגדיל ביתר שאת את חברת הציר של "אין לנו שום דבר משותף, מלבד ההתנגדות לארה"ב" לפעול הן בגלוי, והן בסייבר ולחתור תחת ארה"ב. אותו ציר התחיל לשים לחץ דווקא על המונופול של ארה"ב בשליטת דרכי הסחר, בין אם דרך המשי החדש, או המרוץ המחודש לשליטה באוקיינוס הארקטי, תוך כדי ליבוי מסרים שמטרתם יצירת תסיסה פנימית בארה"ב. לדעתי - לטראמפ יש אדם מצויין שמיעץ לו, עוד מהקדנציה הראשונה, שהוא מאחורי הקלעים ושותף להשקפת העולם של מקינדר. לי אין מושג מי הוא.

טראמפ מתעסק רבות בנתיבי הסחר הימיים עוד מהקדנציה הראשונה. העולם רואה זאת באופן הומוריסטי ולא מבין את המשמעות. הסיבה שתוארת היא המקור לציוצי סיפוח קנדה וגרינלנד, כיבוש תעלת פנמה, והסיבה שיש ניסיונות לקרב את פוטין ורוסיה לארה"ב ולהרחיקם מסין. זאת עוד סיבה למה הוא עויין במיוחד לאיראנים. הציר שבין רוסיה איראן וסין הוא האימפריה המונגולית של ג'נגס חאן שהעולם אוהב לשכוח ממנה שהייתה האימפריה הגדולה בעולם מאות שנים שרק התפוררות שלה גרמה לה להיעלם. תשימו לב למערכת היחסים המיוחדת שיש בין כל המדינות שבינהן, ואיך תרבותית הן רגילות להיות תחת השפעת אותן אימפריות קרובות, וחד משמעית לא להתעמת איתן.

קונספירציות "הצינור הסעודי" והחומה המצרית

אני רוצה להתעכב רגע על אחת מתיאוריות הקונספירציה הפופולריות ביותר שצצו לאחר ה-7 באוקטובר: הטענה שחמאס תקף כדי לטרפד את הסכם הנורמליזציה עם סעודיה, שכל מטרתו כביכול הייתה יצירת אלטרנטיבה לתעלת סואץ, צינורות נפט לאשדוד ורכבות משא לנמלי חיפה בדרך לאירופה. אני לא יודע לחשב כרגע אם שינוע כזה היה מהיר או זול יותר, אבל הרעיון שכל מהות ההסכם והגיאופוליטיקה האזורית מסתכמת ב"נפט וסחורות", הוא בעיניי רובד שטוח ומרודד של המציאות. מי שחושב כך, מתעלם מהפיל הגדול ביותר בחדר, מצרים. אם הייתה אי פעם סיבה אמיתית למצרים לצאת למלחמה נגד ישראל (וגם נגד סעודיה), היא יצירת "מסלול עוקף סואץ". צריך להבין, מצרים היא מדינה ענייה עם צבא חזק שמתעצם בקצב מסחרר. ההתעצמות הזו לא קורית בחלל ריק; היא נובעת מכך שמבחינת קהיר, יש שני איומים קיומיים על עצם הישרדותה של המדינה:

1. חסימת הנילוס. האיום מדרום, בדמות סכר התחייה האתיופי (או מהלכים בסודן), שיכולים לייבש את מקור המים היחיד של מצרים.
2. ייבוש תעלת סואץ. האיום הכלכלי-אסטרטגי. התעלה היא לא רק מקור הכנסה של מיליארדי דולרים; היא תעודת הביטוח של מצרים והסיבה שהמעצמות בכלל מתעניינות בה.

שמעתי תיאוריות נאיביות לפיהן במסגרת ההסכם הסעודי-ישראלי-אמריקאי, היו "משלמים למצרים שוחד" או פיצוי קבוע כתחליף להכנסות מהתעלה. אני לא רואה תרחיש כזה קורה במציאות. מדינות ריבוניות, בטח כאלו עם גאווה לאומית כמו מצרים, לא מוכרות נכסים אסטרטגיים תמורת קצבה סיעודית. למצרים זה מסוכן מדי לסמוך על תשלום קבוע ממעצמות שיכול להיפסק ברגע של משבר דיפלומטי. יתרה מכך, מהלך כזה הופך את ישראל לאויב שגזל את הפרנסה המצרית. בפעם הראשונה שיהיה איום על העברת התשלום, או שישראל תרגיש בטוחה מדי, מצרים תתקוף, לא כדי לכבוש את תל אביב, אלא כדי להשמיד את התשתיות האלטרנטיביות ולהכריח את העולם לחזור ולעבור אצלה בתעלה. יצירת מסלול עוקף מצרים, בהכרח גוררת החרפה דרמטית, ואולי אף מלחמה, ביחסים שלנו עם השכנה מדרום. מצרים כרגע היא "שומרת הסף" של נתיב הסחר הימי, ולכן היא קשורה בטבורה לארה"ב ולאירופה (האימפריות הימיות). אבל האיום הגדול יותר על מצרים הוא לא רק צינור ישראלי, אלא התחזקות "ציר היבשה" עליו דיברנו - סין, רוסיה ואיראן. אם הציר הזה יצליח לבסס נתיבי סחר יבשתיים יעילים ("החגורה והדרך") שיעבירו סחורות ונפט מהמזרח לאירופה דרך אסיה ורוסיה (נניח גם דרך טורקיה), תעלת סואץ תהפוך ללא רלוונטית. לכן, האינטרס המצרי הוא דווקא לשמר את ההגמוניה הימית המערבית, כל עוד היא עוברת דרכם. ישראל, במהלך פזיז של הקמת נתיב עוקף, עלולה למצוא את עצמה דוחקת את מצרים לפינה מסוכנת מאוד. גיאופוליטיקה היא משחק עדין, והמחשבה שאפשר פשוט "להעביר צינור" בלי לזעזע את שיווי המשקל האזורי, היא פשטנית במקרה הטוב ומסוכנת במקרה הרע.

הכישלון של מאניפסט דאסטיני, ההתעייפות של ארה"ב מתפקיד השוטר העולמי וחידרת המסרים האנטי אמריקאים אל תוך ארה"ב

Manifest Destiny הוא תנועה שנגעה להתרחבות ארה"ב מערבה שנולד במאה ה-19 כדי להצדיק את ההתפשטות האמריקאית מחוף לחוף, אבל השרידים שלה הם מה שהובילו להתערבות הגוברת והולכת של ארה"ב. In the shadows of the American Century (שנכתב ע"י אלפרד מקוי) The Assault on American Excellence (של אנתוני קורנמן) הם שתיים מתוך שלל ספרים ועדויות שמתארות את המגמה שהתרחבות ההשפעה, וגם החתירה של ארה"ב למצוינות ודומיננטיות יצרו בעצמם חלק מהטרנדים שמכרסמים מבפנים בחלק מהרעיונות האמריקאים ביותר. שני הספרים הללו שצינתי מגיעים מזוויות מנוגדות. אחד מבקר את ניסיונות ההשפעה האמריקאיות שלא צלחו, והשני מבקר את התפשטות תנועת הWoke באוניברסיטאות. הספר של מקוי כיצד השאיפה האמריקאית הבלתי נלאית לדומיננטיות גלובלית יצרה בומרנג. מצד אחד, "החלק השמאלי" רואה את ניסיונות האמריקאיים להביא ערכים אמריקאים ליברליים (כמו חופש ושוויון) כהתרחבות אימפריאלית ואת החתירה למצוינות כניסיון דיכוי של אחרים. דווקא רעיונות אידיאולוגיים שפעם היו מקור גאווה, יצרו טרנדים נגדיים שמכרסמים את החברה האמריקאית. תנועת הWoke שלדוגמא מעבירה את האחריות מהאדם לגבי גורלו (שהוא אכן יסוד

במיתוס האמריקאי) אל הסביבה שמקיפה אותו. תנועת ה Woke מאשימה את ארה"ב בכך שהיא מנסה להיות השוטר העולמי בסבל העולמי (ולכן זה הולך יחד עם מסרים נגד המשטרה והמערכת שהם כביכול האשמים בדיכוי החלשים). כלומר תנועת ה Woke הפרוגרסיביים, שמבצעת דקונסטרוקציה (פירוק) לאבן היסוד הכי חשובה במיתוס האמריקאי, האחריות האישית. הנרטיב החדש גורס שהאדם אינו אדון לגורלו. אם נכשלת, זה לא בגללך - זה בגלל "המערכת", "המבנה החברתי" או "הפריבילגיה" של מישהו אחר. התנועה הזו מאשימה את ארה"ב בכך שהיא המקור לסבל העולמי, ולכן כל ניסיון שלה להשליט סדר הוא פסול מיסודו (אימפריאליזם). זה מתחבר ישירות למסרים נגד המשטרה בתוך ארה"ב (Defund the Police) שרואה במשטרה ככלי דיכוי בתוך שיקגו או מיניאפוליס ולכן זה ברור להם שצבא ארה"ב הוא כלי דיכוי בעיראק או באוקראינה. זוהי אידיאולוגיה ששוללת את זכותה של ארה"ב להפעיל כוח, פנימה או החוצה. התוצאה היא אירונית. החלק האירוני ביותר הוא, שהחלק במפלגה הדמוקרטית שנוטה למרכז סותם את פיו ולא מעלה ביקורת כלפי אותו גוף בגלל שיתופיות הקולות. זה בדיוק איך דמויות שהן נוטות לאסלאם מובהק שנוגד זכויות להט"ב נמצאים באותה קבוצה פוליטית איתם. המפלגה הדמוקרטית יותר מכולם מסתכלת על נושא הקבוצות, ולא מטילה ביקורת על בני הקבוצה שלה. נוצר מצב מאוד מורכב, המפלגה הדמוקרטית מוכנה לתת כספים רבים ותמיכה רבה לגורמים, ארגונים ומדינות שאינן אמריקאיות, וטוענת בו זמנית שאין זה זכותה של ארה"ב לקדם את האינטרסים שלה על הגלובוס, למרות שערעור מעמדה של ארה"ב בעולם כמעצמה ויצירת וואקום למדינות אחרות היא בדיוק מה שתערער את יכולותיה של ארה"ב בטווח הרחוק. בנוסף, זה בסדר מבחינת אמריקאים שמיעוטים במדינות אחרות ידוכאו באכזריות על ידי ממשל (כמו איראן) ועל ידי ארגוני טרור (כמו החמאס) מפני שהם אויבים של ארה"ב, בעוד שמדינת ישראל שהיא בעלת ברית של ארה"ב נתפסת כמדכאת לא משנה איך הם יתייחסו לקבוצות מיעוט במדינת ישראל.

בקצה השני של המפה הפוליטית, נמצאים אנשים שהיו מוחלשים אולי במעמד בחברה האמריקאית כפועלים במפעל או במכרה, אבל עדיין מצבם היה טוב יותר מאשר של הודים או סינים מעבר לים. אותו מעמד פועלים, אנשי מכרות והאוכלוסייה המשותפת שלהם היא זאת ששולחת את הילדים שלהם לצבא. הם ראו לנגד עיניהם איך הילדים שלהם שילמו את המחיר הפיזי והנפשי, בזמן שהם שילמו את המחיר הכלכלי (כראות עיניהם) לכך שהפעילות מעבר לים של ארה"ב הביאה הטבות בעיקר לעמים שמעבר לים, בעוד שלהם (כראות עיניהם) זה רק הביא סבל. הם ראו איך הילדים שלהם חוזרים בארונות או עם פוסט-טראומה מעיראק ומאפגניסטן, בזמן שהאליטות בושינגטון ובניו יורק גרפו את הרווחים מהסחר

הבינלאומי. מבחינתם, "האימפריה האמריקאית" היא הונאה: היא הביאה הטבות לזרים (הגנה על אירופה, פיתוח סין), והביאה סבל והזנחה לאזרח האמריקאי הפשוט. התוצאה היא בדלנות (Isolationism) אגרסיבית: "שישרפו כולם, אנחנו דואגים רק לעצמנו".

באופן פרדוקסלי, שתי תנועות הקיצון הללו זולגות במהירות למיינסטרים ומשתלטות על המפלגות הגדולות (הדמוקרטים והרפובליקנים). אנחנו עדים לתחייה של דינמיקה שהייתה קיימת בארה"ב לפני 100 שנה, בשנות ה-20 וה-30 של המאה הקודמת:

- אז, בקצה השמאלי, הייתה המפלגה הקומוניסטית האמריקאית שביקשה לפרק את הסדר הקיים. היא בעצם יצרה דימוי מבוסס על "גניבת אדמות" שבהם כל ארה"ב האדמות שלה גנובות מאינדיאנים. וכמו שהצבא האמריקאי אז ומתיישבים לבנים גנבו אדמות, ככה הצבא האמריקאי עושה מחוץ לארה"ב. ככה אלה שהולכים באופן עיוור אחרי התנועה הפרוגרסיבית בגלל "זכויות אדם" מוצאים את עצמם תומכים בארגוני טרור שכל מהותם הוא נגד זכויות אדם, בגלל שהם רואים בהם כמקבילים לאינדיאנים של פעם. וככה השקפת העולם הקומוניסטית התגלגלה מבורגנים ואצילים לגברים לבנים, ומפועלי מפעל וחקלאים לנשים וגברים שאינם לבנים.
- בקצה הימני, הייתה התנועה הבדלנית America First המקורית, שראתה במלחמות אירופה "בעיה שלהם" וסירבה להתערב. התנועה הזאת, יחד עם תנועות קצה אחרות בצד הרפובליקני משתלבת יחד היום עם דוקטרינה שבחלקה באה להילחם בתנועה הפרוגרסיבית (כהגנה של אותם גברים לבנים כלפי התנועה שסימנה אותם כאויבי האנושות), ותנועה של טוהרת דת או שנאת זרים יהיו אשר יהיו.

בשתי התנועות, אז והיום, יש יסודות של גזענות, שנאת האחר, וביטול מוחלט של מי שאינו משרת את האינטרס הצר שלהן. בבסיס הטקטיקות של האחר הוא ביטול מוחלט של "זכותו לדבר". בין אם זה הריסת השם שלו ולא בטיעונים שלו "שימוש בביטויים כמו מיזוגן, גזען וכו'..." או במקורות שלו "הוא לא נאמן, הוא משלהם..." במאה ה-20, מה שקטע את הדינמיקה ההרסנית הזו ואיחד את אמריקה מחדש היה ההלם של פרל הארבור ומלחמת העולם השנייה. השאלה המפחידה כיום היא: האם אמריקה תזדקק לעוד קטסטרופה עולמית כדי להיזכר מי היא, או שהפעם הפירוק הפנימי הוא בלתי הפיך?

הבעיה המהותית היא כזאת, קיימת סתירה מוחלטת בין האינטרסים של אותם קבוצות לדרכי הפעולה שלהם. הקבוצה שכביכול רוצה שוויון וזכויות פועלת נגד השלטון שפעל הכי הרבה כדי לקדם אותם (ויש לי עם זה בעיות רבות. להביא ערכים ושיטות שלטון שאינן מתאימות תרבותית לעמים מסויימים הן רעיונות בלתי ישימים במיוחד שהשלטון האמריקאי הוא בור כשזה נוגע לעמים אחרים ולצורת החשיבה שלהם). מצד שני, כדי לשמר איכות חיים גבוהה לאמריקאים, במידה רבה נדרשת העליונות

האמריקאית. העליונות האמריקאית ביחס למדינות אחרות הוא מה שמאפשר לארה"ב להשיג אשראי זול (כי יש ביקוש לאג"ח שלהם) וככה להשקיע בתשתיות ובתנאים מסויימים בארה"ב. קיים היום בזבז רב מפני שהשלטונות בארה"ב הלכו והתרחבו יתר על המידה מבחינת הוצאות בעשורים האחרונים ולא נראה שהם בכלל מעוניינים לקצץ הוצאות למרות שהדבר הכרחי.

אלה שמובילים את התנועות הללו לא מטומטמים. הם מנצלים את היכולת שלהם לשלהב את הציבור שלהם כדי לקדם את האינטרסים האישיים שלהם. מספיק מבט אחד בהתעשרות של פוליטיקאים לאחר שהם נבחרים כנבחר ציבור, במיוחד אלו ש"מייצגים אוכלוסיות מוחלשות" כדי להבין שמה שטוב לפוליטיקאי במקרים רבים לא טוב לציבור שלו.

In Between America First and Virtue Signaling

האמריקאים שלא נמצאים בקיצון, מבינים שארה"ב נהנתה מאוד מהמעמד שלה כה-אימפריה העולמית, ומנסים למצוא דרך לייעל את המצב הקודם, שהיה כישלון (בדמות בוש ואובמה, אחד בנחת הזרוע והשני באמונה ב"טיב האנשים") לבין לספק את האוכלוסייה בקצה של המפלגה שלהם. לכל צד של המרכז יש את המפלגה אליה הוא נוטה, ובגלל חוסר היכולת לעשות דברים בצורה Bi פרטיזנית (של שתי המפלגות) ולהתעלם מאותו קיצון במפלגה, כל צד של המרכז נאלץ לעשות דברים כדי לרצות את הקיצוניים של מפלגתו.

בצד הדמוקרטי הם עוסקים בVirtue Signaling שזה הסיבה הראשית למה אנשים בחלק השמאלי של המפה מנסים לקפוץ על כל דבר שנראה להם כהגנת החלש וכל דבר כזה אפשרי. הם מנסים לשדר שהם ערכיים. כך ממשל ביידן לא סיפק למדינת ישראל פצצות ב2 טון והמשיך לתת פצצות במשקל קל יותר, בגלל שזה כותרת פחות רעה. אנשים שלא יודעים כלום על פצצות חושבים יותר כבד יותר הרוגים. למרות שההפך הוא הנכון, ודווקא הפצצות הכבדות יותר היו מונעות מספר הרוגים גבוה יותר. העיקר עבור הדמוקרטים זה איך הדברים נראים.

זאת הסיבה למה מדינת ישראל צריכה לאסור על ריאיונות של שרים בממשלה וח"כים של מדינת ישראל לעיתונות זרה. הם מסוכנים כאשר הם מתרכזים בצדק העצמי שלהם ולא באיך שהדברים נשמעים. האוייב של המדינה מנצל את הריאיונות כדי להוכיח שאנחנו מרושעים כפי שהם מתארים אותנו. מצד שני, ממשלת ישראל נתפסת פעם אחר פעם כגורם שאי אפשר לסמוך עליו עם סודות. הדלפות קורות על ימין ועל שמאל. שרים וח"כים יוצאים בהכרזות לתקשורת על בסיס כלום ושום דבר. בזמן שבמדינות באיזור שום דבר לא נאמר ללא אישור של הראש, בארץ הראש תמיד מתעסק בכיבוי שריפות.

כל מי שגורם למדינה שלו להיראות רע במפה העולמית מסכן אותה או לחילופין מסכן את עצמו. אני בטוח שאם ג'ק מא היה נפגש ב-4 עיניים עם פקידי ממשל בסין לא היה בעיה. בסופו של דבר גם הם וגם הוא רוצים את רווחת העם הסיני. ולכן בישראל אם הם רוצים להוביל לשינוי מדיניות שיעשו זאת מבפנים. מי שינסה להוביל לשינוי מדיניות של ישראל בעזרת החוץ עלול להביא עליה רעה גדולה יותר.

אנחנו רואים גם בהיסטוריה היהודית העתיקה, שכאשר היה מריבה על מי שולט ביהודה, מי שהלך למלך זר או אימפריה זרה חזקה, הביא לשיעבוד עמוק יותר של העם ולסוף מר.

מהצד השני, לישראל, זה אומר שהימים של לסמוך על אמריקה באופן עיוור עברו. ישראל צריכה להדגיש איך היא משרתת אינטרסים אמריקאים כדי לקבל עזרה מארה"ב. מהצד השני, זה אינטרס מובהק של מדינת ישראל להיות גורם מקשר אם מתאפשר בין סין ורוסים ומדינות אחרות באיזור. המערב צריך להיות בעולם שבו אמריקה עוזרת כשזה נוח לה, ולא עוזרת כשזה לא נוח לה. זה עולם הרבה יותר מסוכן, הרבה פחות צפוי, והרבה יותר יקר. ולכן הוא דורש מהאזרחים תפקוד ברמה גבוהה יותר. יותר מצוינות ופחות בינוניות.

ולמשקיעים זה אומר שהעולם הישן מת. הכללים שעבדו 30 שנה לא יעבדו יותר. אי אפשר יותר לסמוך על כך שהסחר יהיה חופשי, שהדולר יהיה חזק, שאמריקה תשמור על הסדר. אי אפשר לסמוך על כך שחברה שמייצרת בסין ומוכרת באמריקה תוכל להמשיך לעשות את זה. אי אפשר לסמוך על כך שמדינה קטנה תוכל לסמוך על מדינה גדולה.

בעולם החדש, כל אחד לעצמו. מי שלא מבין את זה, ימצא את עצמו בצד הלא נכון של ההיסטוריה.

ומי שלא מתכוון לזה עכשיו, יגלה את עצמו לא מוכן כשההלם יגיע. זה הזמן לכולנו, לקרוא את 33 אסטרטגיות של מלחמה, 48 חוקים של כוח (שתי הספרים של בראיין גרין) ולצלול עוד בתוך מחילות הארנב שהוא יוצר(הספרים שלו מלאים במקורות אחרים ששווה ללכת לחקור אותן). כל עם צריך להיות חכם יותר, בעיקר ישראל, ומוכן יותר לעולם החדש שאנחנו נמצאים בו.

הצנרת הפיננסית: כש"הסברה" הופכת לבומרנג אסטרטגי

דבר נוסף שהופך את הניתוח של אל-אריאן למבריק במיוחד לדעתי הוא הדגש שלו על "הצנרת" של המערכת הפיננסית הגלובלית. הוא טוען שבעוד כולם מתמקדים בכותרות- שיעורי אינפלציה, תנועות שוק המניות, מתחים גיאופוליטיים - השינוי האמיתי קורה בתשתית של הפיננסים הגלובליים. מערכות תשלום הופכות לנשק, שרשראות אספקה עוברות "re shoring", והדומיננטיות של הדולר מאתגרת בשקט דרך הסדרים חלופיים.

השורש לשינוי הזה נעוץ, שוב, באותה תרבות של Virtue Signaling (איתות מוסרי) של ממשל ביידן. הממשל האמריקאי רצה "להיראות" תקיף מול רוסיה, אך ללא המחיר של מלחמה חמה. הפתרון היה להפוך את המערכת הפיננסית לכלי נשק: ניתוק רוסיה ממערכת ה-SWIFT והקפאת הנכסים של הבנק המרכזי הרוסי. בטווח הקצר, זה נראה כמו ניצחון מוסרי ומהלך מבריק. בטווח הארוך, זה היה גול עצמי אסטרטגי. המסר שנשלח לכל מדינה בעולם, במיוחד מדינות שאינן בעלת ברית עיוורת של ארה"ב (סין, סעודיה, ברזיל, הודו) היה חד, הדולרים שלכם בטוחים, רק כל עוד אתם מצייתים למדיניות החוץ של וושינגטון.

התוצאה הישירה הייתה שכל הבנקים המרכזיים בעולם החלו בתהליך שקט של ניהול סיכונים, הורדת החשיפה לאג"ח אמריקאי (שניתן להקפאה) ומעבר לנכס היחיד שאינו תלוי באף אחד אחר ועדיין אמין (זהב). התהליך הזה יצר לחץ מבני על הריביות בארה"ב. כשיש פחות קונים זרים לחוב האמריקאי (בגלל הסיכון הפוליטי), ארה"ב נאלצת להציע ריבית גבוהה יותר כדי למשוך משקיעים. זה מעלה דרמטית את תשלומי הריבית של הממשל עצמו, ומגדיל את הגירעון עוד יותר. המעגל השלילי הזה הוא בדיוק מה שהוביל את סוכנות הדירוג מודי'ס להוריד את התחזית לדירוג האשראי של ארה"ב. השקעה באג"ח אמריקאי, שנחשבה פעם לנכס חסר סיכון מתחילה לגלם בתוכה פרמיית סיכון אמיתית. בנוסף המצב הפיסקלי של ארה"ב הוא אנומליה מסוכנת. תחת ממשל ביידן (ונראה שזה דפוס שימשיך, ואף יחריף, תחת טראמפ), ארה"ב מנהלת גירעון של תקופת מלחמה או מיתון עמוק, בזמן שהכלכלה שלה צומחת ומתפקדת לכאורה מצוין. ההתנהלות הזו הבהילה את האליטה העסקית, זו הייתה הסיבה שרבים מהם תמכו בטרמפ מלכתחילה. התקווה שהוא, כאיש עסקים, יביא קיצוץ בהוצאות. כעת, האכזבה מחלחלת. אפילו דמויות כמו אילון מאסק, שדחפו לייעול הממשל, מוצאים את עצמם במסלול התנגשות עם הפופוליזם הכלכלי שלא מוכן לסגור את הברז).

כלכלית, יש רק 4 דרכים למדינה לסגור חובות ברמה כזו:

1. פשיטת רגל.
 2. צנע - העלאת מיסים וקיצוץ שירותים.
 3. אינפלציה. שחיקת ערך החוב, הדרך הקלה לפוליטיקאים, אך הרסנית לאזרחים.
 4. צמיחה מטורפת, שהיא הדרך האידיאלית.
- טראמפ בונה על צמיחה דרך דה-רגולציה. אבל כדי שזה יעבוד, הוא חייב גם לקצץ בבזבזים. כרגע, נראה שהוא בוחר בדרך הקלה: הוצאות גבוהות ומיסים נמוכים, מה שמשאיר את האינפלציה כאופציה הריאלית היחידה למחיקת החוב. מעבר לגירעון, שני גורמים נוספים מאיימים להחליש את הדולר:

1. מכסים והסתגרות: באופן אירוני, כשירה"ב מפסיקה לייבא מהעולם (בגלל מכסים), העולם מחזיק פחות דולרים, ולכן אין לו את אותו התמריץ לקנות חובות ונכסים אמריקאים. זהו מעגל שמחליש את הביקוש הגלובלי למטבע.
2. השיח שגובר סביב סיום כהונתו של ג'רום פאוול, והחשש שטראמפ ימנה "נגיד בובה" שיוריד ריבית באופן מלאכותי כדי לעזור לו פוליטית, שומט את הקרקע מתחת לאמינות הדולר. מטבע פיאט מבוסס על אמון; אם הבנק המרכזי הופך לסניף של הבית הלבן, האמון קורס. העובדה שרוסיה ואיראן מצליחות לשרוד כלכלית מחוץ למערכת הדולרית היא הוכחה חיה (ומדאיגה עבור וושינגטון) שהשד אינו נורא כל כך ואפשר להסתדר בלי האמריקאים. המגמות הללו דוחפות משקיעים לחפש אלטרנטיבות לערך. המגמות הללו דוחפות את מחיר הזהב למעלה ולדעתי גם את מחיר הביטקוין. בעוד שזהב הוא הגיוני מאוד לבנקים מרכזיים וביטקוין פחות (מפני שיהיה קשה יותר לשדוד 10 מליארד דולר של זהב מהפדרל ריזרב מאשר לפרוץ בסייבר ולשדוד ביטקוין באותו ערך) אבל לאדם הפרטי ביטקוין הגיוני הרבה יותר לשעות אנרכיה, בשל הרעיון שהוא נייד, נזיל, ואי אפשר לדעת שיש לאדם מליארד דולר בביטקוין בארנק שיושב לו על הטלפון שהוא לוקח ממקום למקום. אבל אם הוא ינסה לקחת איתו 200 מליון דולר במטילי זהב, אתם תשימו לב מאוד מהר. העולם שבו סיכון גיאופוליטי הופך למנוע העיקרי של הקצאת נכסים, שבו תנודתיות היא הנורמה החדשה, ושב דפוס הקורלציה המסורתית בין מחלקות נכסים מתפרקים, הוא העולם החדש בו אנחנו נמצאים.

בשנים האחרונות יותר ויותר ישראלים נהרו עם כל העולם להשקיע בארה"ב

ניסיתי גם להשקיע בחברות ישראליות אינדיבידואליות בבורסה הישראלית, ומהר מאוד זה נכנס לערימת הקשה מדי. כל חברה שלדעתי אני אוכל ממש להבין אותה נסחרת בארה"ב. יש לי סיבות נוספות, אבל מחשש שהמילים שלי יחזרו להתנגם בי יום אחד, אני אשמור אותן לעצמי.

הבורסה בישראל היא מקום מאוד ריכוזי, במדינה שבה הכוח והכסף מרוכזים אף הם. כל האליטה של ישראל מכירה זה את זה, וקיימת תרבות נרחבת בתאגידים הגדולים במשק, שבו בעלי השליטה לדעתי חולבים באופן חוקי לחלוטין את העסק הציבורי (עסק שנסחר בבורסה הוא ציבורי) לטובתם ולטובת מקורביהם, או לחילופין, ההנהלה הראשית מנצלת את קירבתם לראשי המוסדות שמחזיקים את המניות כדי לעשות דברים שלדעתי הם מפוקפקים מאוד.

ראינו התנהלות של ראשי סופר מרקט שנסחרת בבורסה ששיחקו בדוחות כדי להעניק בונוסים. לא קרה להם דבר ברמה האישית. משקיעים עשירים עם כיסים עמוקים השתלטו על החברה הזאת ו"ניקו" אותה מאותם בכירים. הם כנראה ניחשו שיש עוד דברים מתחת לשטיח, כי החברה הציגה רווחיות גבוהה יותר תוך שנה והמנייה שלה זינקה.

ראינו מספר פעמים איך בחברות שיש להן גרעין שליטה יש 10 בני משפחה שעובדים בעסק. תשוו את זה עם וולמארט, החברה היחידה שיש לה משפחה עם בעלות כל כך גדולה על מניות ואין אף בן משפחה יחיד שעובד בחברה ומושך משכורות עתק. הילדים של ג'ף בזוס לא עובדים באמזון. אחד ההחלטות של בחירת השקעה בעסק, ומדדי המניות בארה"ב הן עסק לכל דבר, הוא בחירה של הנהלה מצוינת שדואגת לבעלי המניות שלה. כלומר האינטרסים של כולנו. אני חושב שיש מקום להשקיע בעסק שיש בו בעל מניות עם כוח מאוד גדול ושליטה (אני מושקע בכאלה). אני חושב שאם מישהו ברמה האישית סומך על אותו בעל שליטה, זה אפילו חכם מאוד. יש מישהו שאתה סומך עליו שאתה יודע שהוא האיש הכי חזק בעסק. בסוף בעל שליטה בעסק שאנחנו מושקעים בו הוא שותף שלנו לעסק.

הבעיה האמיתית היא שהריכוזיות הזאת בישראל היא תוצאה בלתי נמנעת של מדינה קטנה עם כלכלה מרוכזת. כשיש רק כמה עשרות חברות גדולות ואלפי אנשים במעגלי ההנהלה, הקשרים האישיים הם פשוט בלתי נמנעים. השאלה האמיתית היא איך אנחנו מתמודדים עם המציאות הזאת.

וורן באפט ואחרים מצאו הזדמנויות בארה"ב גם בסביבה שנראתה ככה. חברות שנסחרו בפחות מהנכסים שלהן, עסקים שהשוק זרק לפח אבל עדיין היה בהם עוד כמה שאיפות של ערך. הוא היה הולך פיזית למקומות, ביקר במפעלים, בעסקים, דיבר עם מנהלים, קרא דוחות של חברות קטנות שאף אחד לא הכיר. באותה תקופה המידע לא היה זמין לכולם, והקפיטליזם האמריקאי עדיין לא היה יעיל כמו היום. מי שהיה מוכן לעשות את העבודה הקשה יכול היה למצוא "Dollars for 50 cents".

אני בטוח שההזדמנויות האלה קיימות כאן בישראל, והן נגישות יותר מאשר בארה"ב. אפשר לנסוע פיזית לראות את המפעלים, לדבר עם המנהלים, לבדוק את הספרים. השוק קטן, פחות יעיל, יש פחות אנליסטים שמכסים חברות קטנות. זה בדיוק הסוג של סביבה שבה באפט צמח. אבל אני לא עושה את זה בעצמי, ויש לי את הסיבות שלי.

הסיבה המשמעותית ביותר שאני פשוט לא מבין ישראלים. אני חושב שהצורה בה ישראלי צריך לחשוב היא שונה מאיך שהוא חושב, אני חושב שהישראלי הממוצע צריך לפעול בצורה שונה מאיך שהוא פועל. הדעות הסובייקטיביות האלה מביאות אותי למצב שבו פעם אחר פעם אני נתפס במצב שבו אני מביט באנשים סביבי ולא מבין את הפעולות שלהם, וזה היה מעיב על היכולת שלי לצפות איזה עסק ישראלי יצליח יותר. ההכרה שלי בכך שזה מחוץ לאיזור "הנוחות" שלי היא סיבה נוספת להיזהר מהפרשנות שלי בנוגע לכלכלה הישראלית.

היחלשות הדולר והחברות האמריקאיות

החברות האמריקאיות הן בין לאומיות וחולשות על פני הרבה יותר תעשיות

כשאנחנו מנתחים חברות רב-לאומיות אמריקאיות, אנחנו רואים גופים שחולשים על הרבה יותר תעשיות וגיאוגרפיות ממה ששחקן מקומי יכול בכלל לחלום עליו. קחו תרחיש שבו הדולר נחלש ב-10%. עבור ענקיות אמריקאיות מסוימות (כמו מטא או אלפבית), הדבר הזה דווקא מתרגם לזינוק משמעותי בשורת הרווח, שכן ההכנסות הבינלאומיות שלהן שוות פתאום יותר דולרים. החברות הללו מוגנות הרבה יותר מהשפעות מט"ח מאשר חברות אחרות. עסקים אחרים, במיוחד אלו שעוסקים רבות בייבוא וייצוא, מחזיקים מחלקות פיננסיות מתוחכמות שסוחרות במטבעות ובנגזרים כדי לגדר את עצמן מפני תנודות חדות. הן מעדיפות תזרים מזומנים יציב וקבוע, על פני ניסיון להמר על תנודות מטבע, מתוך ידיעה ברורה שהן עלולות להיכוות מכך. כשמשקיעים בחברות בודדות שעוסקות ב Commodities (סחורות) או חשופות מאוד למטבע זר ספציפי או לשוק מסוים (למשל Fortescue Metals Group האוסטרלית שחשופה מאוד לסין), קריטי לנתח את החלק הזה בדוחות שלהן ולהחליט: האם הן מנהלות את הסיכון הזה בצורה אחראית? מעבר למטבע, החברות הגדולות בארה"ב הרבה יותר מגוונות גיאוגרפית ותעשייתית מחברות בשווקים קטנים יותר. אפל מוכרת באסיה, אירופה, אמריקה הלטינית ואפריקה. מיקרוסופט משרתת לקוחות ממשלתיים, עסקיים ופרטיים בעשרות מדינות. אמזון מפעילה מרכזי נתונים, מסחר אלקטרוני ושירותי לוגיסטיקה בכל יבשת. המשמעות היא חוסן פיננסי, כשמשר פוגע באזור אחד או בתעשייה אחת, החברות האלה לא קורסות, הן פשוט מתאימות את עצמן ומעבירות משאבים למקומות שעובדים טוב יותר. אפשר להסתכל על זה כמו רכב שעולה על מהמורה בכביש, יש אולי נזק קטן לרכב, זה מכריח את הנהג להאט עד שהוא חוזר לאותו מהירות, אבל זה לא מרסק את הרכב. אם נשווה את החוסן הזה לזה של חברה ישראלית טיפוסית, החברה הישראלית הממוצעת תלויה באופן קריטי בשוק המקומי, או במקרה הטוב, מחזיקה דריסת רגל במספר מצומצם של שווקים באירופה או בארה"ב. המבנה הזה יוצר "נקודת כשל בודדת". אם קורה משהו דרמטי בישראל (מלחמה, אי-יציבות פוליטית), או אם אחד משווקי הייצוא הבודדים שלה נכנס למיתון, כל המודל העסקי עלול להתערער בן לילה. אם רגולציה ספציפית משתנה בגרמניה או שמכס חדש מוטל בארה"ב, יצואן ישראלי יכול לאבד 50% מההכנסות שלו ברגע. זה לא אומר שחברות ישראליות לא יכולות להיות השקעות מעולות, רבות מהן אכן כאלו. אבל זה אומר שפרופיל הסיכון שלהן שונה לחלוטין. הוא בינארי ומרוכז, במקום להיות ליניארי ומפוזר. אז ישנה מלכודת המטבע. עבור כלכלה מקומית, תנודות שער החליפין הן חרב פיפיות שחותכת עמוק בשני הצדדים:

- אם הדולר נחלש (והשקל מתחזק): זה אסון ליצואנים הישראליים (כמו חברות ההייטק). הן מרוויחות בדולרים אבל משלמות משכורות ושכירות בשקלים. פתאום, עלויות התפעול שלהן במונחים דולריים מזנקות, וזה מוחק להן את שולי הרווח, ומוריד את רווחיות החברה בשקלים.

- אם הדולר מתחזק (והשקל נחלש): זה פוגע ביבואנים ומזניק את יוקר המחיה המקומי (אינפלציה), כי הכל – מדלק ועד מכוניות – נהיה יקר יותר להבאה לישראל.
- הגידור הטבעי של הענק האמריקאי הדינמיקה הזו מסבירה למה השקעה בחברות רב-לאומיות אמריקאיות מעניקה יתרון ייחודי למשקיע שאינו אמריקאי. כשאתה משקיע בחברה כמו אפל, קוקה-קולה או פרוקטר אנד גמבל, אתה למעשה קונה גם גידור טבעי נגד תנודתיות מטבע. למה? כי החברות האלו פועלות בכל מקום. אם הדולר נחלש, הרווחים שלהן ביורו (מאירופה) וביין (מיפן) שווים פתאום יותר כשהם מומרים חזרה לדולרים בדוחות הכספיים. זה דוחף את מחיר המניה למעלה, ומפצה את המשקיע הזר על הירידה בערך המטבע האמריקאי. אם הדולר מתחזק: הרווחים הבינלאומיים אולי נראים נמוכים יותר חשבונאית, אבל ערך המניה עצמה – שנקובה במטבע הרזרבה של העולם – עולה עבור המחזיק הזר. השקעה בחברות רב-לאומיות אמיתיות מספקת למשקיע הגנה מפני התנודות האלימות של כל מטבע בודד, ומעניקה שכבת יציבות שחברה מקומית פשוט לא מסוגלת להציע. יתרה מכך, הענקיות הללו יכולות להיכנס לתעשיות חדשות ולנצל הזדמנויות צמיחה שפשוט לא קיימות בשווקים קטנים. דמיינו חברה ישראלית שרוצה להתחיל לעסוק ברכבים אוטונומיים או בחקלאות חלל. השוק המקומי פשוט לא מספיק גדול כדי להצדיק את ההשקעה. בנוסף, למרות מה שאנשים חושבים, הרגולציה בארה"ב פחות מסובכת ביורוקרטית מאשר ברוב המדינות. כן, יש הרבה חוקים, אבל הם ברורים, קבועים, ויש להם פרשנות משפטית עקבית. השוק האמריקאי נותן לחברות יכולת לתכנן לטווח ארוך, ויש בו מספיק הון ולקוחות כדי להצדיק השקעות במיליארדי דולרים. זו הסיבה שסטארטאפים ישראלים שרוצים לפעול בתחומים כאלה בונים לרוב על השוק האמריקאי, ומקווים במקרים רבים שחברה אמריקאית תרכוש אותם. הרבה יותר קל להקים את אותו העסק בארה"ב, גם אם הפיתוח עצמו נעשה בארץ. בישראל, הבנקים מהווים יותר מ-20% ממשקל המדדים המובילים (כמו ת"א 125, ולהערכתי בערך 50% קשור בצורה ישירה ועקיפה אל שוק הדיור הישראלי). אתם יכולים להגיד לי עד מחר שהשוק האמריקאי מרוכז ב"חברות טכנולוגיה", אבל כל מי שמכניס את החברות הללו תחת מטרייה אחת הוא מטורף לחלוטין. אנבידיה, AMD, וכל תעשיית השבבים צריכה לקבל יחס של Commodities (סחורה בסיסית). זהו צורך תעשייתי בסיסי שעליו רצה כל הכלכלה המודרנית. נטפליקס היא חברת בידור. אמזון היא קמעונאית, היא הבעלים של הנדל"ן המסחרי הגדול בעולם, דרך ספקים צד שלישי בחנות שלה וחוות השרתים של AWS, היא ספקית תשתיות (נכנסת אפילו לאינטרנט לווייני), חברת לוגיסטיקה, והיא נכנסת חזק מאוד לתחום הרפואה. יש בבעלותה חברת הסעות אוטונומית (Zoox) שהטכנולוגיה שלה הכי מתאימה להחליף אוטובוסים, שאטלים ורכבים תעשייתיים.
- לעומת זאת, הבורסה הישראלית הרבה יותר מרוכזת. ועבור כל אלה שההון שלהם תלוי גם ככה בשוק הדיור (כי יש להם דירה), הבורסה הישראלית תסבול עמוקות אם שוק הנדל"ן הישראלי ייפגע משמעותית. כלומר, גם כשהישראלים מנסים "לגוון" את תיק ההשקעות שלהם מעבר לדירה שיש להם,

על ידי השקעה במדד המקומי, הם בעצם חושפים את עצמם לשוב לאותו סיכון בדיוק – שוק הנדל"ן הישראלי (שכן הבנקים מושפעים ממנו ישירות). אם אתם מאמינים בשוק הנדל"ן פה יותר מאשר בשווקי ההון בארה"ב לאחר שחשבתם על כך לעומק, אז ההשקעה כאן היא מהלך מושכל. אבל אם מישהו משקיע בישראל נטו כי "מחירי הדירות עלו והבורסה פה עלתה", זו התעלמות מוחלטת מהשורה הקטנה והחשובה שכל מנהל השקעות אומר כל הזמן, הצלחה קודמת לא מעידה על העתיד.

ההימור על השוק האמריקאי והתרחבות מכפילי הרווח האמריקאים

צריך להבין, שהחשיפה של ישראלים לשוק האמריקאי פוגע בכיס של אלו עם אינטרסים בישראל. יש פחות שקלים שרודפים אחרי המניות שלהם. סביר להניח שיהיה המון לחץ ושיח ציבורי למזער את הנהירה הזאת, ולכן ממהרים לפרסם איך התחזקות השקל פגעה עמוקות באלה שהשקיעו בארה"ב, תוך התעלמות מוחלטת מההבדל בביצועים בין 2 השווקים (שכן ב-5 השנים האחרונות הייתה לטובת תל אביב 125%), שזה דבר שהוא יותר משמעותי מאשר שינוי במטבע בחודש או חודשיים. לא היו כתבות שהיללו את המשקיעים שהשקיעו בארה"ב כאשר השקל התרסק ל-4 משהו כנגד הדולר. הבורסה התל אביבית ביצעה ביצועים מצויינים ב-5 שנים האחרונות נכון לרגע זה. אתם יכולים להחליט בצדק או לא, זה שלכם.

ההחלטה להשקיע בקרנות פנסייה היא הסתכלות של עשורים קדימה. הבחירה בקרנות השתלמות לדעתי נובעת בהרבה מקרים מענייני אמון, כלומר כמה סומכים על סוכן הביטוח או הגוף המוסדי. אני חושב שזה נושא הרבה יותר מעניין מאשר רק ענייני המטבע. הסברתי מוקדם יותר בנושא הסיכונים, שכאשר מישהו משקיע בחברות אמריקאיות, הוא מצמיד את כוח הקנייה שלו לארה"ב ולוקח סיכון לעומת כוח הקנייה בישראל. דבר נוסף שצריך לקחת בעירבון מוגבל שזה נוגע לכל מוצרי הפנסייה וקרנות ההשתלמות, זה שרובן לא מושקעות 100% במניות ב"מסלול מנייתי" Themen של התיק יכול להיות שם יפה, אבל בפועל יכול להיות לא קשור לכך באמת, מה שמשנה הוא איך תיק מורכב ומה האחוזים של כל דבר בתיק. הרבה קרנות בורסה ישראליות מושקעות גם באג"ח. במקום לתת לאנשים לפתוח קרן IRA לניהול אישי ולהשקיע את כל הקרן במדד כלשהו שיוצר גם ככה פיזור בין למעלה מ-100 עסקים, מכריחים אנשים להשקיע בלפחות 10 סלים שונים, וזה רק במקרה שחסכת מספיק כדי לנהל בעצמך או הפקדת סכום גדול בנוסף שהחברה שמנהלת את הקרן יכולה לקחת דמי ניהול על לא לנהל כלום. וחס וחלילה שאחד מהם עלה קצת יותר מהאחרים, במידה והערך של השקעה אחת עוברת את ה-10 אחוז, אתה חייב למכור. כלומר, מכשיר ה-IRA הישראלי מעודד היפראקטיביות ולא פסיביות. אם לא תרצה לשחק את המשחק הזה דרך IRA ותשים את הביטחון שלך בכל אותם חברות שמספקות לך את הניהול של התיק, תמצא שהרכב התיק שונה מאוד ממה שחשבת (יש את הבחור הזה מיכה סטוקס שמדבר על כך שעושה שירות לציבור וכל הכבוד לו)

"Know what you own" Peter Lynch

אני חושב שאנשים החליטו להשקיע בארה"ב מתוך אמונה בעסקים האמריקאים שהם מצויינים ובגלל שיש הרבה יותר מידע נגיש על השווקים האמריקאים והחברות שלהם.

זוהי מעבר ל- RULE OF LAW איכותי ושמירת אינטרסים של בעלי המניות, יש פה את הרובד של איכות העסקים והחברות. ישראל היא לא המדינה היחידה שאזרחים שלה יותר ויותר השקיעו בארה"ב. זה ככה בכל העולם. מכל העולם אנשים השקיעו אחוז גבוה יותר בארה"ב. יותר כסף רדף אחרי פחות חברות, מה שדחף את מחירי העסקים האמריקאים גבוה יותר, ולכן באופן טבעי, מכפילי הרווח עלו בארה"ב, ואם אתם חושבים שהעסקים שמה בהחלט טובים יותר, אז הם התרחבו בצדק. משקיע שמחפש להשקיע בעסקים איכותיים ירצה להשקיע איפה שהעסקים הם האיכותיים ביותר. העולם כולו השתתף בטרייד הזה, לא רק ישראלים. להסתכל על בנק בישראל ולהסתכל על בנק אמריקאי ולהסתכל רק לאיזה עסק יש מכפיל רווח יותר גבוה ולהגיד זה יותר זול או יותר יקר בגלל מכפיל רווח מעיד על חוסר הבנה שמכפיל הרווח על עסק אומר את דעת השוק לגבי החברה והרווחים העתידיים שלה. עם חברה למשל לפתע משקיעה אחוז גבוה מאוד מהרווחים שלה במשהו שיגדיל באופן משמעותי את הרווחים בעתיד שלה, דבר שיגדיל את ההוצאות בטווח הקרוב ומקטין את הרווחים, מכפיל הרווח עלול לעלות המון אבל מסיבה שעלולה להגדיל מאוד את הרווחים העתידיים שלהם. השוק יכול להחליט שדווקא במכפיל רווח כזה, המחיר ממש זול, יקנו הרבה וידחפו את מחיר המנייה למעלה. כלומר, מכפיל הרווח יגדל עוד יותר.

דוגמא נוספת על מכפילים. כשהייתה קריסה במניות בזמן הקורונה, ברקשייר האת'אווי הייתה חייבת לדווח על ירידות במחיר המניות שלהם כאילו זה הפסדים (למרות שהם לא הפסידו שמה דולר). למרות שהמנייה של ברקשייר נחתכה, הרווחים של ברקשייר נחתכו הרבה יותר, דבר שגרם לזה שמכפיל הרווח של ברקשייר זינק באופן יחסי. לדעת וורן באפט (וגם לדעתי באותה התקופה) המנייה של ברקשייר אולי שיקפה מכפיל רווח גבוה יותר, אבל היא הייתה זולה להחריד. המנייה של ברקשייר עלתה מאותה נקודת תחתית באופן משמעותי, מפני שכאשר השוק התחיל לתמחר את הנכסים הציבוריים של ברקשייר כמו שצריך, "העליות" במחירי המניות האלה התבטאו ב"רווחים" (לא ממומשים בדו"ח של ברקשייר) מה שגרם למכפיל הרווח להיות קטן הרבה יותר למרות שמחיר המנייה עלה. מי שלא הכיר את ברקשייר והיה מסתכל רק על מכפילי רווח לא היה מבין את כל הסיפור.

מספרים בלי קונטקסט הם רק מספרים. הצורה ש"מלמדים" על מכפילי רווח בכל מיני קורסים על השקעות זה שצריך להסתכל על עסקים מאותו הסקטור ולהסתכל על מכפילי רווח ולהגיד זה יקר או זה זול. השווקים לא טיפשים, למרות שלפעמים הם נסחפים בדלוזיה, ויש סיבה למה המחיר הוא כזה ביחס לעסק מאותו התחום. צריך היכרות עם העסק ולדעת לפענח האם המחיר מוצדק או שגוי ביחס לרווחים העתידיים של כ לעסק בנפרד.

השאלה לכולם:

האם הם השקיעו בארה"ב כי הם חושבים שהעסקים שמה טובים יותר, או בגלל FOMO ופוסטים של "משפיעני השקעות"? כי אם זה בגלל הסיבה הראשונה, זה החלטה חכמה (גם אם אולי טעיתם). אם זה

בגלל השנייה, זה עלול להיות בעייתי כשהאופוריה תיגמר. אם אתה משקיע שמה כי "כולם עושים את זה", אתה לא משקיע - אתה מהמר על כך שהאופנה תימשך. ואם אתה לא יודע למה אתה משקיע, אתה גם לא תדע מתי להפסיק.

סימן מדאיג זה מה שקרה כשהשקל התחזק לאחרונה. פתאום אנשים התחילו להיכנס לפאניקה. "איבדתי כסף", "אולי כדאי למכור", "אולי השוק האמריקאי זה בועה". אנשים שהשקיעו כי היה להם conviction שהעסקים האמריקאיים טובים יותר לא היו מתבלבלים משינוי בשער החליפין לכמה חודשים. הם היו אומרים "בסדר, כרגע זה שווה פחות בשקלים, אבל אני מאמין בעסקים שאני מחזיק". או לחילופין, הם לקחו את הסיכון הזה בחשבון כשהחליטו להשקיע בשוק אחר במטבע אחר. אנשים שהשקיעו מ FOMO-מתחילים מיד לפקפק בהחלטה שלהם. אותו דבר לגבי המכסים. מי שמשקיע בחברות מצויינות בטוח כי הספינה שהוא השקיע בה תפליג טוב יותר מהמתחרות בכל אוקיינוס, ובהנהלה שתנווט את הספינה טוב יותר בכל סערה.

הקמת סטארטאפים בארה"ב והפריחה במפרץ: נורות האזהרה של ה"סטארט-אפ ניישן"

ישנן סיבות רבות ומצוינות מדוע יזמים מעדיפים להקים את העסקים שלהם בארה"ב. זה מתחיל ביתרונות מיסוי אדירים (כמו פטור ממס על הרווחים הראשונים, עד 20 מליון דולר לדעת, במימוש מניות סטארטאפ תחת תנאים מסוימים), ממשיך בעובדה ששם יושבות קרנות ההון-סיכון הגדולות בעולם. בישראל, כולם התרגשו מהמיסים שהמדינה תגבה מעסקת וויז וגוגל, רק כדי לגלות בדיעבד שהסכום שנשאר בארץ עלול להיות קטן משמעותית מהציפיות, המדינה בונה על מיסוי של הנכסים האינטלקטואליים, דבר שוויז תרצה להוכיח ששייכים לחלק מהעסק שבארה"ב. בסופו של יום, למשקיעים וליזמים זה "כאב ראש" להשקיע במדינה שיש בה יותר רגולציה, פחות משאבים, ובעיות גיאופוליטיות תמידיות. במקביל, אנחנו רואים תנועה הפוכה במפרץ הפרסי/ערבי. משאבים אדירים מושקעים דווקא באיחוד האמירויות ובערב הסעודית. המדינות הללו מקבלות גישה גוברת למיטב הטכנולוגיה האמריקאית והופכות ליעדים עם נרטיב ארוך טווח וחיובי. שבישראל מורגש שיש פה רכבת הרים בין טוב לרע, בין אופוריה למלחמה. אנחנו עדים גם ליותר ויותר קרנות שמחליטות לא להשקיע בישראל כלל בגלל סיבות פוליטיות (קרן ההשקעות של מדינת קוויבק בקנדה היא רק דוגמא אחת). בינתיים מדינות המפרץ פועלות בדיוק בכיוון ההפוך. הן משקיעות מיליארדי דולרים כדי להביא את הכישרון אליהן. דובאי הפכה למרכז הפיננסי של המזרח התיכון. סעודיה בונה ערים עתידניות ומזמינה את הטכנולוגיה הכי מתקדמת בעולם. האמירויות מציעות תנאי מס מטרופים וביורוקרטיה מינימלית.

ישראל, שהייתה אמורה להיות "סטארט-אפ ניישן", מאבדת חלק מהיוקרה שלה למדינות שלפני 20 שנה לא היה להן מושג מה זה טכנולוגיה. מדינות שהיו שרויות בחושך מבחינה טכנולוגית, כרגע מושכות המון

מהתשומת לב העולמי. משקיע רציונלי מסתכל על זה ושואל את עצמו שאלה פשוטה: איפה הכסף שלי יהיה בטוח יותר? איפה יש יותר יציבות? איפה יש פחות סיכון פוליטי? והתשובה היא לא ישראל.

האיום המשולש: למה "המהנדס הישראלי" כבר לא תעודת ביטוח?

- חשוב לסייג: כסף עדיין נכנס לישראל, בעיקר לתחומי הסייבר, שבבים, וה Deep Tech. הנרטיב לפיו המהנדסים הישראלים הם "יחידת עילית" עושה את שלו. המהנדס הישראלי יצירתי ומחושל. הסיפור הזה עדיין קיים, אבל הוא עומד בפני שלושה איומים קיומיים שעלולים לשנות את התמונה:
1. ארביטראז' ה AI-ועלות העבודה - המהנדס הישראלי הוא מהיקרים בעולם (ואם השקל יתחזק עוד הוא יתייקר). בעבר, הפרמיה הזו הייתה מוצדקת בגלל פער האיכות. אבל היום, הסכנה היא שבעתיד בטווח הבינוני מהנדס במזרח אירופה או בהודו, שמצויד בכלי בינה מלאכותית מתקדמים, יוכל לסגור את הפער הזה מבחינת עלות-תועלת.
 2. פצצת הזמן של הג'וניורים - חברות מסרבות לגייס ג'וניורים (חסרי ניסיון) ורוצות רק "טאלנטים" מוכנים. זה יוצר צוואר בקבוק מסוכן. מכיוון שלא מכשירים היום את המהנדסים הצעירים, בעוד 5-10 שנים יהיה מחסור קטסטרופלי במהנדסים בכירים (Seniors) וראשי צוותים. אנחנו אוכלים את הזרעים במקום לשתול אותם, וזה יוביל למחסור חמור בכוח אדם איכותי בעתיד.
 3. משבר האמון ("הדלת האחורית") -אולי הסיכון המסוכן מכולם הוא המיתוג של הסייבר הישראלי. ככל שישראל נתפסת כגורם פוליטי שנוי במחלוקת או לא יציב, מדינות זרות וחברות ענק מתחילות לחשוש מהתקנת מוצרי סייבר ישראליים בליבת התשתיות שלהן. החשש הוא כפול: חשש מ"דלתות אחוריות" וריגול, או סתם רצון להימנע מ"כאב ראש" פוליטי וחרמות. אם התווית "Made in Israel" תהפוך מתו איכות לתו אזהרה, מנוע הצמיחה המרכזי של המשק הישראלי עלול להיעצר.
- השאלה הגדולה היא מה ישראל עושה כדי להפוך את המגמה? כיצד המדינה יכולה לחזור להיות מקום עם נרטיב חיובי ויציב? שכן ללא שינוי כיוון, ישראל עלולה למצוא את עצמה במציאות שבה המוחות המבריקים ביותר שלה עוברים למדינות אחרות, והחברות המצליחות ביותר שלה רשומות ומנפיקות בבורסות זרות, כשהקשר שלהן לישראל נותר סנטימנטלי בלבד.

גיוסי חוב בחו"ל והעלאת מיסים נוספות בישראל

המדינה צריכה לגייס עוד ועוד כסף דרך חובות ומיסים כדי לממן את ההוצאות הגדולות שלה, שלא היו בתוכניות המקוריות, ובעיקר את הוצאות הביטחון. מי שמממן את זה – זה הציבור. כשאנשים שואלים "איפה המדינה?" ואיך היא לא עוזרת להם במשהו מסוים, לפעמים ההבנה החסרה היא שבגדול הציבור לא מתעניין בזה מספיק, ולכן המערכת לא מתעסקת בזה. זה לא שהנושא לא חשוב בשיח הציבורי, הוא

פשוט לא חשוב מספיק כדי להוציא מפגנים לרחובות כפי שקרה בנוגע לבג"צ. נושא שלא עניין איש לפני 3 שנים, הפך למרכז העניינים. בינתיים, תיקים של פרוטקשן בכל רחבי המדינה נסגרו בגלל "חוסר עניין לציבור" (כפי שראינו בתחקירים של "כאן חדשות"). אז במקום שהמערכת תתייעל כנדרש ותהדק את החגורה גם ברגעים שהכלכלה מצויינת, היא מגדילה את הגירעון שלה, העיקר לא לגעת בהוצאות הקיימות. המדינה היום נאלצת בנוסף להתנהל עם הוצאות גדולות בהרבה מהרגיל, ולכן היא צריכה לגייס את הכספים הללו. המקור הראשון הוא מיסים גבוהים יותר. כשהמדינה מעלה מיסים, היא בעצם אוכלת מהעוגה הכלכלית במקום להגדיל אותה. יש להבין את המנגנון שבו כל שקל שהמדינה לוקחת היום כמס נוסף, הוא שקל שנלקח מהצריכה הפרטית ומההשקעות של המגזר העסקי. כשלציבור יש פחות כסף פנוי בארנק (בגלל מע"מ, מס הכנסה וכו'), הוא צורך פחות שירותים ומוצרים והעסקים מרוויחים פחות, או לחילופין מקטין את שיעור החיסכון וההשקעות, שמקטין את כמות הכסף הזמין לשווקים פיננסיים. כשעסקים מרוויחים פחות כסף, הדבר הראשון שהם עושים זה לעצור תוכניות התרחבות, להקפיא גיוסי עובדים ולקצץ בהשקעות. זה אפקט הדומינו של גיוסי מס עודפים; בטווח המיידי זה אולי סוגר "חור" בתקציב של השנה הנוכחית, אבל זה חונק את מנועי הצמיחה של השנה הבאה. באופן היסטורי, דווקא גיוסים נרחבים של מס קורים בתקופות נהדרות כלכלית, בהן יש הרבה מאוד מימושי רווחי הון, מימוש רווחים בנדל"ן, עלייה של משכורות וכו'. כשזה קורה בתקופה שהיא קשה יותר, והמדינה מגייסת מיסים באופן אקטיבי מתוך הכרח, הדבר משול לאיכר האוכל את הזרעים שלו בחורף כי הוא רעב, הוא אולי ישבע היום, אבל לא יהיה לו מה לקצור ולמכור בקיץ הבא. התוצאה היא משק שמתכווץ בדיוק בזמן שהוא צריך לצמוח כדי להחזיר את החובות. לפיכך, יש להתייחס בזהירות לנתונים חיוביים לכאורה בטווח הקצר. אם הגירעון הממשלתי מצטמצם, או צומח בקצב נמוך מהתחזיות, והדבר אינו נובע מצמיחה אורגנית של הפעילות העסקית אלא אך ורק כתוצאה מהכבדת נטל המס, זוהי עלולה להתברר כאחיזת עיניים זמנית. המספרים בדוחות המדינה ייראו טובים יותר לרגע אחד, אך הבסיס הכלכלי שעליו הם נשענים נשחק. זהו החלק החשוב: את ההשפעות האמיתיות של הגדלת נטל המס ושחיקת מנועי הצמיחה, רואים רק בעתיד בטווח הבינוני, לאחר שנתיים-שלוש, ולא בטווח המיידי. כאן מגיע החלק הבעייתי: אם הצמיחה תאט (וכפי שהוזכר בהקשר להיי-טק, זהו תרחיש אפשרי), הממשלה הישראלית עלולה למצוא את עצמה במלכודת, פחות מיסים נכנסים, ויותר הוצאות על אבטלה ותמיכות לציבור. אפשרות אחת תהיה להגדיל עוד יותר את שיעור המס על הציבור. אפשרות שנייה היא שהמדינה תצטרך לגייס יותר ויותר חובות. החובות הללו לא נלקחים כדי לממן צמיחה, אלא כדי לממן מצב קיים או לתקן בעיות שנוצרו שאין להן קשר לצמיחה במדינה. במקום להשקיע בתשתיות, המדינה תצטרך לחדש את מלאי התחמושת של צה"ל (דבר חשוב מאוד כשלעצמו, ויש הטוענים שיש להגדיל עוד יותר את התקציב אך במקביל לדרוש Accountability, אך חשוב להבין שזה יבוא על חשבון דברים אחרים). יש צורך לשלם כרגע משכורות למילואימניקים, פיצויים לאנשים שבתייהם נהרסו בטילים ושיקום

של אזורים שלמים בארץ. יש להשקיע הון עתק רק כדי לחזור לאותה נקודה. לאחר מכן, כל שקל שילך למימון החוב הממשלתי הוא שקל שלא הולך להשקעה פרטית שיכולה לייצר צמיחה אמיתית. זה כמו להעביר כסף מכיס ימין לכיס שמאל, רק שבדרך חלק נעלם. אם מוסיפים לכך את העובדה שהצעירים המוכשרים ביותר (אלה שאמורים לשאת את הנטל המיסוי בעתיד) יכולים פשוט לקום ולעבור לחו"ל כשהמיסים יהפכו לבלתי נסבלים, או שרמת החיים במרחב הציבורי תרד (בגלל צפיפות וחוסר השקעה בתשתיות), מתקבל מתכון לבעיה חמורה. בסופו של דבר מישו צריך לשלם את החשבון, והשאלה היא אם יהיה מי שירצה לעשות את זה כשיגיע הזמן. ההוצאות הגדולות מאוד בשל המלחמה הארוכה עם חמאס בעזה, וחיזבאללה בלבנון, המלחמה הקצרה עם איראן, והעובדה שהיא יכולה להתלקח בקלות בעתיד שוב, אל מול הסכנות הביטחוניות האחרות של ישראל (כדוגמת טורקיה ומצרים), מכריחות את המדינה להשתמש במשאבים רבים לטובת נושאים אלו, ולא דווקא לטובת דברים שמורגשים על ידי הציבור ביום-יום. למרות שהאזרח לא מרגיש את הטיל שלא נורה עליו בשל "ההרתעה" החדשה, הוא חד משמעית ירגיש את נטל המיסוי הגדול יותר ואת הירידה באיכות החיים במרחב הציבורי (לדוגמה פקקים), מכיוון שהכסף הזה לא הושקע בתשתיות, או גרוע מכך, הושקע בדברים שלא מייצרים צמיחה אלא מעודדים חוסר תפוקה.

התחזקות השקל

התזה של טראמפ פשוטה: כדי להחזיר את הייצור הביתה ולסגור את הגירעון המסחרי המפלצתי של ארה"ב, המוצרים האמריקאים חייבים להיות תחרותיים. כאשר הדולר חזק מדי ביחס ליורו, ליואן או לין היפני, הסחורה האמריקאית – ממכונות של פורד ועד ציוד מכני כבד – הופכת ליקרה מאוד עבור הקונה הזר. התוצאה היא פגיעה בייצוא ואובדן נתח שוק לטובת מתחרים זולים יותר. מנגד, דולר חזק הופך את הייבוא לארה"ב לזול ומשתלם. זה בדיוק מה שטראמפ מנסה למנוע. שאיפתו היא להחליש את הדולר באופן שיחייב את הצרכן האמריקאי והחברות האמריקאיות לקנות תוצרת מקומית, פשוט כי האלטרנטיבה המיובאת תהפוך ליקרה מדי. מבחינתו, פיחות בערך המטבע הוא כלי נשק במלחמת הסחר, שנועד "לאזן את מגרש המשחקים" מול סין ומדינות אחרות שחשודות בעינוי במניפולציות מטבע שנועדו להוזיל את הייצוא שלהן. בהשקפת העולם הכלכלית שלו הוא נעול על מאזן המסחר.

הצדדים הטובים של העניינים עבור ישראל הם די ברורים במבט ראשוני. התחזקות השקל נתפסת כבשורה חיובית מיידית עבור הצרכן הישראלי ועבור קובעי המדיניות המוניטרית. היתרונות הללו

מורגשים כמעט בכל כיס במדינה ומהווים "בלם זעזועים" משמעותי מפני מגמות עולמיות שליליות. ישראל היא "כלכלת אי" הנשענת בכבדות על ייבוא. כמעט כל מוצרי הצריכה הבסיסיים והמותרות, מכוניות, מוצרי חשמל, ביגוד, חומרי גלם לתעשייה ואפילו חלק ניכר מהמזון, מיובאים מחו"ל ונקנים בדולר או ביורו. כאשר השקל מתחזק, כל דולר עולה פחות שקלים. המשמעות היא ירידה ישירה בעלויות הייבוא. היבואנים משלמים פחות על הסחורה, ובתנאי תחרות תקינים, ההוזלה הזו מתגלגלת (גם אם בעיכוב) לצרכן הסופי. זהו כוח שדוחף את המחירים למטה ומגדיל את ההכנסה הפנויה של משקי הבית. מה שקרה בשנתיים האחרונות, זה שבמקרים רבים, את התחזקות השקל לא הרגיש הציבור הישראלי בכיס, אלא אם הוא טס לחו"ל. העסקים הישראליים מעולים בלגלגל עלויות לצרכן הישראלי, ולא ממחרים כלל להוריד אותם. היתרון, במידה והצרכן הישראלי ייסדק, הוא שיש מרווח תמרון להורדת מחירים, הסכנה היא יצירת גלגל רפלקסיבי דיפלציוני. אבל בזירה אינפלציונית שבה הממשלה נאלצה להזרים כספים רבים לשוק, הוא שהתחזקות המטבע מהווה בלם לאינפלציה. הדבר יאפשר לבנק ישראל מרחב תמרון גדול יותר להוריד ריביות כדי להגדיל צמיחה או לחילופין פחות להעלות ריביות כדי לרסן את האינפלציה, שכן המטבע עצמו עושה חלק מהעבודה השחורה. מחירי האנרגיה העולמיים (נפט, פחם) נקובים בדולרים. מחיר הדלק בתחנה ותעריף החשמל בישראל מושפעים ישירות משער החליפין. שקל חזק מוזיל מיידית את עלויות האנרגיה למשק. מכיוון שאנרגיה היא הוצאה בסיסית לכל עסק ומפעל, הוזלה זו מקטינה את הוצאות התפעול של המגזר העסקי כולו ומונעת עליות מחירים משניות. חלק מהחוב הקודם של מדינת ישראל הוא במטבע זר. כאשר השקל מתחזק, הערך השקלי של החוב הדולרי מתכווץ. כל עוד גיוסי החוב במטבעות זרים אינו גדל בקצב זהה (או יותר) מהתחזקות השקל, המשמעות היא שהמדינה צריכה לגבות פחות מיסים (במונחים שקליים) כדי להחזיר את אותו החוב החיצוני. זהו שיפור מידי ביחס חוב-תוצר של המדינה ובחוסן הפיננסי שלה. בסופו של דבר הציבור הישראלי מרגיש "עשיר יותר" במונחים גלובליים. כוח הקנייה של הישראלים בחו"ל גדל משמעותית, חופשות בחו"ל הופכות זולות יותר, ורכישות באתרי איקומרס בינלאומיים (כמו אמזון ועלי אקספרס) הופכות משתלמות יותר. הדבר מאפשר רמת חיים גבוהה יותר ותחושת רווחה צרכנית, שבתורה יכולה לעודד אופטימיות ופעילות כלכלית.

אין טוב בלי רע

החלק הראשון שהוא בעייתי הוא שחלק ניכר מהחוב הלאומי הוא חוב זר. ברגע שהמדינה לוקחת חוב במטבע זר, היא מכניסה שכבה נוספת וקריטית של סיכון. תלות לא רק בביצועי המשק המקומי, אלא גם בתנודות שער המטבע. המשוואה עובדת לשני הכיוונים בצורה אכזרית: אם השקל ייחלש (דבר שקורה בדרך כלל כשהמדינה נתפסת כמסוכנת יותר ביטחונית או כלכלית), החוב הזר "מתנפח" מיד במונחים שקליים, והמשמעות היא שצריך לגבות עוד יותר מיסים מהציבור רק כדי לשרת את אותו החוב. מנגד,

התחזקות השקל מחייבת את המדינה בגיוס נומינלי של יותר דולרים כדי לכסות את ההוצאות השקליות. כלומר, אם השקל חזק ב-10%, המדינה צריכה לגייס 10% יותר דולרים כדי לקבל את אותה כמות שקלים שהייתה צריכה קודם. כך או כך, הוצאות ממשלתיות תופחות מחייבות בסופו של דבר נטל מס כבד יותר על המשק. המוצא היחיד ממלכודת זו הוא צמיחה יזמית אגרסיבית שתגדיל את העוגה כולה – תמריץ שעסקים זקוקים לו נואשות, אך ספק אם הממשלה הנוכחית ערוכה לספק אותו.

הפרדוקס של הייצוא לכאורה, שקל חזק מקל על החזר החוב הזר. אבל כאן טמון ה-Trade Off – הקלאסי של הכלכלה: התחזקות חדה של השקל היא מכה קשה למנוע הצמיחה המרכזי של ישראל – ההייטק והייצוא. כשהשקל מתחזק, העובד הישראלי הופך ליקר משמעותית עבור החברות הבינלאומיות המשלמות בדולרים. בתקופה הנוכחית, כשתעשיית הטק העולמית נמצאת במגמת התייעלות אגרסיבית ושימוש גובר בבינה מלאכותית שמחליפה כוח אדם, התייקרות עלות המהנדס הישראלי (בגלל שער המטבע) עלולה להיות הקש שישבור את גב הגמל. חברות יעדיפו לצמצם פעילות בישראל או לפטר עובדים, והמדינה תפסיד בטווח הארוך הרבה יותר ממה שהרוויחה בטווח הקצר מהקלת נטל החוב. אני מדבר על ההשלכות השליליות, כי לאדם הממוצע יש ניחוח של גאווה כשהוא מדבר על כמה שהשקל חזק. למטבע חזק יש כמובן גם חסרונות. תסתכלו על הכלכלה האנגלית ותגידו לי אם העובדה שהפאונד כל כך חזק מעיד על כך שאנגליה מקום נהדר להשקיע בו.

התערבות בנק ישראל ו"רפלקסיביות" בתחילת המלחמה עם איראן, בנק ישראל ביצע מהלך אגרסיבי ומכר 300 מיליון דולר מיתרות המט"ח. המטרה הייתה למנוע קריסה של השקל מתוך פחד וכאוס. המהלך הזה הוציא מהמשק שקלים (והקטין מעט את האינפלציה) והציף אותו בדולרים. אבל מה שקרה לאחר מכן הוא דוגמה קלאסית לעיקרון **הרפלקסיביות** של ג'ורג' סורוס: הפעולה של "הלווייתן" (בנק ישראל) בשוק יחסית קטן ונקודתי כמו הדולר-שקל, יחד עם ההצלחה המפתיעה במלחמה מול איראן, יצרו מומנטום אדיר. השוק עבר במהירות מפאניקה (דולר מעל 4 שקלים) לאופוריה (דולר סביב 3.35 שקלים). שחקנים נוספים בשוק זיהו את הכיוון של השחקן הגדול ואת שינוי הסנטימנט הביטחוני, והצטרפו לחגיגה, מה שיצר תגובת שרשרת של התחזקות השקל.

זרימת ההון העולמית והאינפלציה הדביקה יש להוסיף למשוואה את המגמה העולמית של 2025: לראשונה מזה שנים, כסף רב יצא מארה"ב והושקע בשאר העולם. היחלשות הדולר הגלובלית דחפה משקיעים זרים לחפש אלטרנטיבות, וישראל נהנתה מחלק מהזרם הזה. הלחץ הזה חיזק עוד יותר את השקל. אך בטווח הארוך, המציאות מורכבת. ישראל היא משק מוטה ייצוא באופן קיצוני. כדי לשרוד עם מטבע חזק, התעשייה הישראלית חייבת לשדרג את האיכות והפריון שלה באופן מתמיד כדי להצדיק את העלות הגבוהה. במקביל, הצרכן הישראלי לא נהנה מפירות השקל החזק באופן מיידי. היבואנים לא

ממהרים "לגלגל" את ירידת הדולר לצרכן ולהוריד מחירים, כך שיוקר המחיה נותר גבוה למרות שהמטבע התחזק. המסקנה הברורה היא שבכלכלה, כמו בטבע, שינויים קיצוניים הם מסוכנים: התחזקות מתונה ואיטית של המטבע עדיפה לאין ערוך על פני התחזקות חדה ותנודתית, שעלולה לרסק מגזרים שלמים לפני שיספיקו להסתגל.

המשמעות של המכסים ושינויים בשרשראות אספקה על העושר של כל העולם

תחילה צריך להבין שהמשמעות של מכסים בעבור העולם כולו, הוא השפעה שהיא אנטי צמיחתית. ואני מבין שצריך להסביר פה עוד כמה נקודות אולי שחשוב להבין.

א. העולם אחרי שלל ניסויים כלכליים הבין שהשיטה הקפיטליסטית הכלכלית היא השיטה היחידה שעובדת. מעבר חד אך לא מוחלט הרים מאות מיליוני סינים מעוני מוחלט אל מעמד ביניים עליון בקנה מידה עולמי. שינוי קל במגמה הזאת לכיוון אנטי קפיטליסטי ריסק חלק מהכלכלה שלהם ומונע מהרבה מאוד דברים להתרומם. דמוקרטיה לרוב ביחד באה עם קפיטליזם, מפני שחופש הבחירה לראשות המדינה באה בד בבד עם היכולת לבחור מה לרכוש.

"No one pretends that democracy is perfect or all-wise. Indeed, it has been said that democracy is the worst form of government except all those other forms that have been tried" - Winston Churchill

- ב. יותר מיסוי גורר בדרך כלל פחות צמיחה.
 - ג. ככל שאוכלוסייה מתעשרת יותר הפערים גדלים בעושר.
 - ד. באופן היסטורי ברגע שהפערים האלה גדולים מדי, הפיכות פוליטיות קורות.
 - ה. ולכן דבר חשוב בכלכלה קפיטליסטית היא Redistribution של אותו עושר על ידי השלטון לטובת הכלל. כאשר השלטון מגזים בלקיחת העושר מאלה שיוצרים ונהנים באחוז גבוה ממנו, זה חונק את הצמיחה, וכאשר הוא מתעדף טייקונים מסויימים יותר מדי, זה מוביל לבעיות. ככל שמדינה היא כוח בעולם והשלטון חזק בקנה מידה עולמי, המציאות סלחנית יותר.
- זכרו את הנקודות האלה ובוא נסתכל קדימה:
- אנחנו חוזרים אחורה באיזה תזה פוליטית, חזרה לכלכלה יותר מרכנטליסטית. בה בוחנים ייצוא כאיזה גורם כלכלי סופר חשוב והכמות של "זהב" בבנקים מרכזיים של מדינה, בתור משהו בעל ערך.

Milton Friedman Speaks: Free Trade: Producer vs. Consumer

<https://www.youtube.com/watch?v=qJCeoFxrDn0>

בכל מדינה, יש מאבק בין הצרכן ליצרן. המאבק הזה היום עובר שינוי במדינות שונות בהיבטים שונים. הקורונה שהדגימה כמה שברירים שרשראות אספקה, וההכרה שמלחמה אולי תגיע יוצרת את העובדה שכל מדינה בודקת את מה היא צורכת ומשנה את שרשראות האספקה ואת הייצור שלה. אפשר לדבר על מה טוב בזה, איך כדאי לעשות את זה וכו', אבל נקפוץ אל מה זה אומר בתור משקיעים וצרכנים.

דבר ראשון, זה אומר שמוצרים הולכים להתייקר עוד יותר. הכלכלה המודרנית מתבססת יותר על שירותים מאשר מוצרים, אז ההשפעה לא תהיה מאסיבית כמו שזה היה יכול להיות לפני שנים. באופן כללי, זה מס בסגנון של מע"מ, כלומר הוא מס רגרסיבי. באופן יחסי, מכסים בארה"ב יפגעו יותר בעניים. לחברות כמו אמריקן אקספרס (שאני בעל מניות שלה, אבל יש לה דברים אחרים שמדאיגים אותי) לדוגמא, שפונים באופן כללי ללקוחות עשירים יותר, ובכלל לכלכלת שירותים, הדבר כנראה יורגש פחות באופן יחסי. המגמה הזאת תורגש מאוד בעסקים שמתעסקים בהרבה חומרי גלם. באופן יחסי, בעולם הבנייה, אנחנו כנראה נראה לחץ על עלייה במחירי הבנייה.

סגירת גבולות, שהיא מגמה שהעולם הולך אליו (ארה"ב עם מקסיקו, ישראל והפלסטינאים) בנוסף לעלייה במחיר חומרי בנייה, יביא לעליית מחירים של שיפוצים ובנייה באופן כללי אבל מצד שני יצמצם ביקוש. ולפני שיגידו לי בישראל שזה עוד סיבה למה מחירי הנדל"ן יעלו, אני חוזר שוב לכמה נקודות חשובות.

הציבור צריך להיות מסוגל לשלם. אם עלויות הבנייה מזנקות לרמה שבה המחיר הסופי לצרכן הופך לבלתי אפשרי, העסק לא ימכור והפרויקט ייעצר. השוק לא יכול לנצח את המתמטיקה של תלוש המשכורת. במקרים כאלה, או שהענף נכנס לקיפאון (סטגפלציה), או שהממשלה מתערבת בסבסוד מסיבי על חשבון משלם המיסים כדי למנוע קריסה. השילוב של הורדת ריבית, או QE ברגע שקורה שינוי מבני שמייקר עלויות מאפשר לעסקים לגלגל את ההתייקרויות במקרים רבים על הצרכנים בצורה שמתחילה אינפלציה. זאת הסיבה העיקרית למה דעתי עם המכסים של טראמפ בארה"ב כל עוד הפד לא יזרים כספים אל תוך המערכת יתר על המידה, אינפלציה אמיתית לא תקרה. בנוסף, בעבור קבלנים באשר הם, גם אם יש לקוחות אבל אין עובדים, אין מוצר ושירותים. כלומר אם קבלן לא מצליח למצוא עובדים לבנות, הבניין לא יבנה. צריך לשבת ולחשוב, איך השינוי העולמי הזה ישפיע על העסקים ועל הכלכלה שבה אנחנו מושקעים.

נקודה קריטית נוספת היא שוק העבודה. כפי שמסעדים לא מצאו עובדים אחרי הקורונה, ענף הבנייה בישראל איבד את מנוע הבעירה המרכזי שלו – הפועלים הפלסטינים. אנחנו עלולים למצוא את עצמנו במצב פרדוקסלי: מצד אחד, ביקוש קשיח לדירות. מצד שני, מחסור חריף בידיים עובדות ועלויות חומרים מזנקות. התוצאה? העובדים הישראליים שייכנסו לענף ידרשו (ובצדק) משכורות גבוהות בהרבה, מה

שייקר את המוצר הסופי עוד יותר. זהו מתכון ללחץ פוליטי אדיר על המדינה לסבסד דיור, כי "היד הנעלמה" של השוק תתקשה למצוא נקודת שיווי משקל שהציבור יכול לעמוד בה. המצב שלפנינו הוא פאזל רב-ממדי. המעבר מכלכלה גלובלית יעילה לכלכלה לאומנית ומפוצלת, מייצר חיכוך, אינפלציה ואתגרים שאנחנו רק מתחילים להבין. זהו עולם שבו הפוליטיקה מכתיבה את הכלכלה, ולא להיפך.

פרק 10 – תזרים מזומנים. חזרה לערכים, על מה אנשים נלחמים - בכל עסק, שאלת התרבות היא השאלה של איך הוא הולך לבצע את מה שנדרש ממנו לבצע

הפלישה הרוסית לאוקראינה העירה את העולם המערבי לאפשרויות המלחמה החמה. את האירופאים לחזית עם רוסיה, ישראל בניהול המערכה מול איראן, ואת ארה"ב אל מול סין בנוגע לטייוואן. העובדה שטראמפ מוביל את America First ומכריח את האירופאים לדאוג לעצמם, בשילוב עם הרעיון שמקנן במוח האירופאים שרוסיה עלולה לפלוש למדינות נוספות אחרי אוקראינה, מוביל למגמת התחמשות באירופה. האירופאים נאלצים להתחיל לשחק משחק כפול כפי שקורה בארה"ב, מצד אחד להציג עזרה לחלשים, ומצד שני לקחת את מה שהם צריכים. ככה יוצא מצב כפול בו מדינות גם מגנות את ישראל וגם רוכשות ציוד צבאי מישראל. תשימו לב, שחלק רחב של המדינות שהן הכי ווקאליות נגדנו, למשל אירלנד וספרד, הן אלו שהכי רחוקות גיאוגרפית מרוסיה, ובד בבד יש שמה תרבות של נצרות קתולית עתיקה שירשה אנטישמיות עמוקה (כולל סלובניה, שממדינות הבלקן היא הכי רחוקה מרוסיה ושם יש היסטוריה די שחורה עם יהודים שבגלל זה הם כמעט ולא גרו שמה לאורך ההיסטוריה).

ישראל חייבת להבין שהארנק האירופי אמנם נפתח, וזה אכן הזדמנות. היום אנחנו רואים כתבות כמעט כל שבוע על צמיחה אדירה בייצוא הבטחוני, אבל הכספים שנשפכים מהווים גם איום אסטרטגי בטווח הארוך, כי היא רוצה שזה יופנה גם לייצור עצמי. הכסף הזה יצמיח בטווח הבינוני חברות ביטחוניות אירופיות חדשות ומתחרות חזקות שיקומו בגרמניה, צרפת ואפילו במזרח אירופה. ישראל נהנתה עד כה מיתרון טכנולוגי וניסיון מבצעי, אך אם היא תספק לפוליטיקאים האירופאים יותר מדי סיבות לשנוא אותה, היא עלולה לגלות שהם ישתמשו בכסף הזה כדי לפתח אלטרנטיבות ולהתנתק מהתלות בטכנולוגיה הישראלית. האתגר של ישראל כפול: לא לתת תירוצים לחרם על המדינה, ובמקביל להישאר תמיד צעד אחד לפני המתחרים מבחינת יכולות.

מדינת ישראל: למה היא קיימת? (הערך העליון)

הדבר החשוב ביותר לכל עסק שרוצה להיות בנוי לנצח הוא הגדרת "הלמה" שלו. עבור מדינת ישראל, מטרת העל היא פשוטה, אכזרית ומקודשת: לשמור על האזרחים ממוות.

אם מזקקים את המהות הישראלית, הערך העליון הוא קדושת החיים והישרדות. עם כל הכבוד לאזרחים הלא-יהודים (המוסלמים, הדרוזים, הנוצרים וכו' שהם חלק בלתי נפרד מהמרקם הישראלי), המניע ההיסטורי להקמת המדינה הישראלית היה הטרגדיה היהודית. היהודים הגיעו לכאן מתוך הבנה כואבת שאין להם פריווילגיה לסמוך על אף גורם זר שישמור עליהם. ההיסטוריה לימדה את העם היהודי שיעור בדם. הדבר הזה יוצר משבר אמון גם עם אוכלוסיות מקומיות באשר הם. מצד אחד יהודים נאמנים למדינה כל עוד היא לא פוגעת בהם מעל רף מסוים. מצד שני, המקומיים שאינם יהודים שואלים את עצמם שאלה חשובה, היכן אתם נאמנים, כי אם אתם מוכנים לקום וללכת לארץ אחרת אם יהיה כאן רע (במיוחד שאתם מתפללים עליה ומדברים עליה בכל שישי ושבת), אז איך אפשר לסמוך עליכם להילחם על המדינה הזאת בכל מחיר? זה הטענה הנפוצה ביותר כנגד יהודים. לכן במקרים רבים כדי לנסות להשתייך, אותם יהודים מראים איך לא רק אינם תומכים במדינת ישראל ובמדיניותה, אלא מתנגדים אליה. הם מתנגדים לישראל לא בגלל שהם מרגישים שייכים למקום מגורם הנוכחי, אלא הפוך, הם אינם מרגישים שייכים בתת מודע ולכן בניסיון להשתלב נהיים קיצוניים בדיעותיהם כנגד ישראל.

באופן טבעי, הגיוני שמיעוט שחוה נרדפות יהיה חשדן כלפי הסביבה בה הוא נמצא במיוחד אם קיימת היסטוריה גזענית כנגדו. חבר שלי, אדם שחור ממוצא אמריקאי, אמר לי פעם על איך הוא מסתכל על אנשים לבנים:

"I know what you are thinking, but I will give you the benefit of the doubt"

– Naf

חלקנו שתינו חוויות שבהם חווינו גזענות. אני הותקפתי מספר פעמים (עם נשק חם וקר) במדינות זרות כאשר גילו שאני ישראלי, או על כך שאני יהודי. הוא סיפר על החוויות שלו שפתאום הגזענות יצאה החוצה בסיטואציות. המשפט הזה שלו, מזקק את החוויה היהודית והישראלית. גם כשישראל מושיטה יד לשלום, בירכתי התודעה תמיד קיים החשד, הזיכרון של הרדיפה. ישראלים שהותקפו בחו"ל רק בשל מוצאם מכירים את התחושה הזו היטב. הגזענות והשנאה מתפרצות ברגעים לא צפויים, וההבנה הזו היא דלק לקיום הישראלי.

היהודים באשר הם, הבינו שהמשיח לא מגיע, אז החליטו לחזור לארץ ישראל לבד. ומדינת ישראל היא הגטו העולמי ליהודים, רק בפעם הראשונה בהיסטוריה, על חומות הגטו כלי הנשק מופנים כלפי החוצה (לשמור את האויבים בחוץ) ולא כלפי פנימה (לשמור את היהודים בפנים).

לכן, הרעיון הציוני, לפני שיקום הארץ, וקיום חיים יהודים/עבריים הוא ביסודו עצם היכולת של יהודים לשרוד, ושהישרדותם תלויה בעצמם ולא בגורם חיצוני. זאת הסיבה העיקרית למה נשק גרעיני (אם קיים) קריטי לקיומה של מדינת ישראל. מפני שהיא מחזיקה את האיום כלפי העולם שחושש שישראל במנטרה – "אם המדינה שלנו תושמד, אנחנו ניקח איתנו את כל העולם הזה אל העולם הבא". לכן הערך העליון של מדינת ישראל חייב להיות עיקרון השרידות. לשרוד. לכן זהו כישלון של כל ישראלי, על כל נפש ונפש שמתה במדינה הזאת שלא לצורך (ולפעמים זה אומר להקריב 1 כדי להציל 100, זה הרעיון שלוחמים לוקחים איתם לקרב. הם מסכנים את עצמם כדי לשמור על משפחתם).

ואני מזכיר לכל אלה, בעיקר היהודים שאוהבים להגיד מוות לערבים, ובדרך כלל הם אנשים המדגישים את יהדותם (כי אחרי הכל מה מבדיל אותם מערבי ישראלי הוא בראש ובראשונה הדת) כי

"גר היית בארץ נוכריה" (שמות ב כב)

והתורה חוזרת שוב ושוב על הרעיון שצריך לדאוג

"לגר, ליתום ולאמנה" (דברים כד).

ואמנם אזרחי ארץ ישראל אינם "גר" כי הם אזרחי הארץ, אבל הפרשנות היא לדאוג גם למהגרים ולמיעוטים.

וזאת הסיבה למה מקרי הרצח במגזר הערבי לעניות דעתי הם בעיה דתית של יהודים (מתוך התורה), ועבירה חמורה על הערך העליון של מדינת ישראל. ערך החיים.

ההבדל בין ערך החיים, כערך עליון לעומת עמים אחרים הוא עצום. ואנחנו רואים את זה בעולם. מדינות שבהם יש ערך עליון יש להן כיוון ברור למה הם מכוונים. לאמריקאים יש מצפן שמצוין ב Star Spangled Banner.

"Land of the free, home of the brave" -

הערך העליון אצל האמריקאים הוא חופש והם יודעים שלהילחם על חופש לוקח אומץ.

"Freedom isn't free"

ערך החופש הוא מה שמוביל אותם. לפעמים לטוב ולפעמים לרע. הסיבה לכך שמותר בחוקה האמריקאית לשאת נשק הוא מתוך הרעיון שאם על המדינה משתלט דיקטטור ששולט באמצעות הצבא, העם יכול להתארגן נגדו. ערך עליון של מדינות דת, כמו איראן הוא איסלאמיזציה של העולם. של צפון קוריה, שמירה על המשטר וכו'... אצלנו הוא ערך החיים, ולכן נושא הביטחון הוא מעל הכל.

יהודים שהם אנשים דתיים, יכולים לקיים זיקה שהיא דתית בגולה ולטעון שהם מחכים למשיח, דבר שמתחבר עם הנרטיב הנוצרי איוונגליסטי הדתי. אצל אדם דתי, דת היא הערך העליון. היהודים בגולה שמתקשים יותר עם הסביבה המקיפה אותם במקרים רבים הם דווקא היהודים בזירה החילונית. היהודים בגלות היום אינם יודעים אף הם האם הם יהודים מבחינה דתית או אתנית. יש קושי מובהק בלהסביר שהם

"indigenous people to an indigenous land that is Israel."

בארה"ב יש להם קושי מובהק להסביר לעמיתיהם משמאל בשפת woken שקולוניאליסטים מזרחיים פרסיים ועיראקים, וקולוניאליסטים מערביים רומאים היגלו אותם והם חוזרים לארץ שנגנבה מהם, "Stolen Land". ומפני שאין כזה דבר הגירה לא חוקית, אז ההגירה חזרה של יהודים אל ארץ ישראל והתיישבות בה חוקית אף היא. הקושי שלהם להסביר לימין שחלק רב מהמהגרים היהודים לישראל רואים זאת כהגשמה של manifest destiny בלתי מזוינת, שמטרתה הבאת ערכים דמוקרטיים והוויה של אינטרסים אמריקאים מובהקים בארץ ישראל, ואלה שחיים בארה"ב רואים בעצמם כאמריקאים לכל דבר ולא מרגישים שייכות ישראלית כלל (היום הרוב המוחלט של היהודים החילוניים קשרם לישראל רופף בלשון המעטה).

אדם חייב בשביל עצמו להחליט מה הערך העליון שלו ושזה יהיה המצפן שלו, על אחת כמה וכמה שזה מגיע למדינה או כל ארגון. התפיסה הזאת, המעמידה "ערך עליון" במרכז, אינה המצאה פילוסופית מופשטת שאני המצאתי, אלא עקרון ברזל בניהול אסטרטגי שנחקר לעומק בספר המכונה "נבנו לנצח" (Built to Last) של ג'ים קולינס וג'רי פוראס. הספר, שחקר חברות שהצליחו לשרוד ולשגשג במשך עשרות שנים לעומת מתחרות שנעלמו, הגיע למסקנה חד-משמעית. הם טבעו את המונח חברות חזון (Visionary Companies) והם טענו שהחברות ששומרות בקנאות על "אידיאולוגיית ליבה", שאינה משתנה לעולם, במקביל לכך שהן מעודדות קידמה ושינוי בכל שאר התחומים. הערך העליון הוא השורשים והגזע של העץ. הדוגמה המובהקת ביותר ליישום העיקרון הזה בצורה מודעת, היא אמזון של ג'ף בזוס. לאחר התפוצצות בועת הדוט-קום בתחילת שנות ה-2000, המנייה של אמזון התרסקה. הפרשנים בוול סטריט צחקו על החברה וכינו אותה "Amazon.bomb". הלחץ מצד המשקיעים לשנות כיוון כדי לייצר רווחים מהירים היה עצום. באותם ימים קריטיים, בזוס הזמין את ג'ים קולינס למטה

החברה לשיחות עומק. התובנה שחולצה מאותם מפגשים הייתה ברורה, במקום להיבהל ממחיר המניה או לנסות לרצות את השוק בטווח הקצר, אמזון חייבת להיאחז בערך העליון שלה בקיצוניות כמעט פנאטית. עבור אמזון, הערך שבזוס בחר היא אובססיה ללקוח. בזוס החליט להתעלם מרעשי הרקע ולהתמקד אך ורק בבניית המנגנון שישירת את הלקוח בצורה הטובה ביותר (מחירים נמוכים, משלוחים מהירים), מתוך ידיעה ברורה שאם הוא "נבנה לנצח" סביב הערך הזה, התוצאות הפיננסיות יגיעו. בהשראת מסקנות "מטוב למצוין" גם של קולנס, בזוס תיאר באיור את ה"flywheel" המפורסם של אמזון. באותו אופן בדיוק, מדינת ישראל חייבת להתייחס לערך "קדושת החיים" והשרידות כפי שאמזון מתייחסת ללקוח: זהו המצפן היחיד שאינו נתון למשא ומתן, וכל החלטה אסטרטגית, פוליטית או צבאית חייבת להיגזר אך ורק ממנו, גם כשיש רעשי רקע ולחצים מבחוץ. המשמעות הישירה היא כזאת, גם אם לאוייב יש גופה, אם המחיר של להחזיר אותה היא שחרור מחבלים שעלולה להוביל למוות של ישראלי יחיד נוסף, חשוב ככל שיהיה השבת מתים לקבורה, זה פחות חשוב מאשר לשמור על אזרחים חיים ובריאים.

ביטחון והכלכלה הישראלית

ביטחון ואבטחה הן הוצאות שקיימות בכל עסק, ותפקידן הבלעדי הוא לשמור על התפקוד השוטף של הארגון ולמנוע קריסה. בדיוק כפי שלעסקים רבים יש ביטוח מפני שריפות, הוצאות סייבר, מאבטחים או כספות, כך גם למדינה. ההבדל המהותי הוא שלמדינה אין חברת ביטוח חיצונית, ולכן היא נדרשת למנוע את האיומים בעצמה ולבטח את עצמה. את הפרמיה הזו היא משלמת באופן שוטף באמצעות תקציב הביטחון, כאשר הכסף מגויס מתוך האנשים שעובדים עבורה – שהם בו זמנית הלקוחות שלה, בעלי המניות שלה ומקור ההכנסה שלה דרך מיסים (כלומר הלקוחות ובעלי המניות הם האזרחים). חשוב להבין את ההבחנה הקריטית בין סוגי ההוצאות: הוצאות אבטחה אינן הוצאות של "פרודקטיביות" ואינן מייצרות פיתוח יש מאין. חלק מתקציב המדינה, כמו חינוך, תרבות, ספורט ותשתיות, נועד לפתח את המדינה ולהגדיל את העוגה העתידית. גם רווחה ועזרה לצעירים ונוער בסיכון הן השקעות שנועדו להעביר אוכלוסיות מסקטור נתמך לסקטור פרודקטיבי בעתיד. לעומת זאת, בריאות, משטרה וביטוח לאומי נועדו לשמר את הפרודקטיביות הקיימת באמצעות סדר ושקט נפשי, אדם שהוריו בריאים או שיש לו ביטחון ברחוב, פנוי יותר לעבוד וליצור. הביטחון הכללי של המדינה שומר על הסדר מבחוץ; זוהי עבודת שימור קיומית. מדינה שלא תוקפים אותה מבחוץ אך קורסת מבפנים, לא תפתח, אך מצד שני, המדינה הפרודקטיבית ביותר לא תתקיים אם יירצחו בה אזרחים ללא מענה. לכן, שירותי הביטחון הם שירות חיוני, אך הם אינם מגדילים את עוגת התקציב. כל מי שטוען שייצוא ביטחוני הוא מנוע צמיחה,

מבלבל בין תוצר לוואי לבין המטרה העיקרית. הגדלת נתח הביטחון בעוגה התקציבית חייבת לבוא על חשבון דברים אחרים, בדיוק כמו חברה עסקית שנאלצת לקצץ בתקציב המחקר והפיתוח (R&D) כדי לממן הגנה ממתקפות סייבר. כשהמשאבים מוסטים מפרודקטיביות להגנה, הצמיחה בהכרח לא תהיה מקסימלית. במציאות הנוכחית, ההכנסות מהייצוא הביטחוני לא מתקרבות להחזיר את הכסף על ההוצאות הביטחוניות של המדינה. הכלכלה הישראלית, בדומה לזו האמריקאית, היא כלכלה מבוססת צריכה. זו הסיבה שגם תחת מלחמה ממושכת, המשק לא קרס מיידית, שכן אנשים המשיכו להוציא כסף. תשלום המשכורות למילואימניקים משמש כפתרון זמני למניעת משבר, כל עוד הצריכה נמשכת, אך הבעיה מתעוררת כשהמצב מתמשך לאורך זמן. כאן נחשף הפרדוקס הישראלי: ישראל היא מדינה שנוצרה כדי לשרוד והישרדותה מאוימת תמידית, אך התנהלה כאילו היא מדינה מערבית רגילה ויציבה. העובדה שהמשבר הפיננסי של 2008 פסח על ישראל, ושגשוג תעשיית הטק ב-15 השנים האחרונות, חיזקו את אשליית הנורמליות והשכיחו את העובדה שמדובר ב"וילה בג'ונגל" הדורשת תחזוקה יקרה. כדי להבין את סוגיית המילואים והגיוס לעומק, יש להסתכל עליה דרך משקפיים של עלות אלטרנטיבית. מדינת ישראל קיבלה החלטה היסטורית שהיא מוכנה לאבד את התפוקה הכלכלית של צעירים בגילאי 18-21. מנקודת מבט כלכלית טהורה, גיוס נער בן 18 לצבא הוא המהלך המשתלם ביותר למדינה. עלותו למערכת נמוכה (מגורים, אוכל, דמי כיס), והמס שהמדינה "מפסידה" מכך שהוא לא עובד הוא אפסי, שכן ללא הכשרה או ניסיון הוא היה משתכר שכר מינימום. לעומת זאת, גיוס מילואים הוא נטל כלכלי כבד. איש מילואים הוא לרוב אדם עובד ומנוסה, והמדינה נאלצת לשלם לו שכר גבוה ולספוג את אובדן המיסים והתוצר שהוא היה מייצר למשק. המשוואה הכלכלית היא אכזרית אך ברורה: גיוס של חרדי או סרבן מצפון בן 18 לשירות סדיר, זול פי כמה וכמה מגיוס של 12 אנשי מילואים לחודש בשנה. שלוש שנות השירות הסדיר הן נקודת האיזון הרציונלית בין העלות המינימלית למדינה לבין התועלת המבצעית, בעוד שהסתמכות יתר על מילואים שוחקת את המנוע הכלכלי של המשק. מדינת ישראל קיבלה החלטה שהיא מוכנה לאבד את התפוקה של משרתי הצבא והשירות הלאומי שלה ברמת המיסוי בעבור שנות השירות שלהם במדי צבא או בתפקידים באשר הם. להרבה מאלה לוקח עוד שנה שנתיים להתאפס. עובדים בעבודה מזדמנת, עושים טיול, יושבים בבית מנסים להבין מה לעשות הלאה. לחלק לוקח זמן גם להתאפס חזרה. המדינה עושה משהו שמשתלם לה, היא לוקחת כוח עבודה שהוא כנראה יהיה זול (מפני שאם יעבוד ללא השכלה או הכשרה גם ככה קבלת המיסים ממנו תהיה נמוכה) ומצד שני מעבירה אותו בביזנס שהוא כבר יכול להתחיל לעבוד בו. אני תמיד מסביר לכולם, שהדבר שהשירות הצבאי כלוחם בסדיר נותן, הוא שהלוחם לעולם לא יעבוד קשה יותר, ולעולם לא יקבל תמורה נמוכה יותר בעבור עבודתו. ולכן לקחת אדם בן 18 לצבא זה הדבר הכי מתשלם כלכלית למדינה לעשות. מפני שהכסף שהיא "מאבדת" ממיסוי הוא סכום נמוך יחסית, והעלויות שלו נמוכות. זאת הסיבה למה גיוס של חרדי או סרבן מצפון בן 18 לעומת 12 מילואימניקים (שכולם נותנים חודש) היא לפני הכל

מהלך שמשתלם כלכלית. שלוש שנות שירות ללוחם קרבי, אמור להיות (למרות שיש דברים שנבחרים באופן שרירותי והם עובדים) המספר שבו הגיעו אליו באופן רציונלי שהוא אידיאל האיזון בין הפקת מיסים אפשריים מהאדם המשרת לבין התועלת שאפשר להפיק ממנו. המדינה משלמת על הכשרה, נותנת מגורים אוכל שירותים רפואיים ודמי כיס. המדינה מחזיקה איכשהו את האזרחים בכך שמעבר לכמות זמן מסויימת עלולים להתמרד (יש משתמטים והמון אנשים שמנסים להשתחרר מהצבא גם ככה).

האשליה של הייצוא הביטחוני והבור השחור של התקציב

כדי להבין את המגבלות הכלכליות של מערכת הביטחון, יש לצלול אל השורה התחתונה של הדוחות הכספיים. עלויות כוח האדם בארגונים ביטחוניים הן מהגבוהות במשק, וזאת עוד לפני שמשקללים את העלויות האסטרונומיות של מחקר ופיתוח, (R&D) ניסויים בשטח והכשרת הון אנושי. המדינה, בניסיון להחזיר חלק מההשקעה העצומה הזו, פונה לייצוא של היכולות הללו החוצה. אך כאן טמונה מלכודת כלכלית: רוב המוצרים הביטחוניים – מיירטים, טנקים, חימוש מתקדם – הם פתרונות "חומרה" הדורשים חומרים פיזיים יקרים, קווי ייצור מורכבים ולוגיסטיקה כבדה. בניגוד לחברת תוכנה (SaaS) בסקטור הפרטי, שם העלות השולית לייצור עותק נוסף של התוכנה שואפת לאפס וה Profit Margin (שולי הרווח) הוא עצום, בתעשייה הביטחונית כל יחידה נוספת עולה הון לייצר. הרווחיות, בהגדרה, נמוכה יותר. יתרה מכך, המדינה מוגבלת מאוד ביכולתה לבצע מוניטיזציה של הפיתוחים הללו. היא אינה יכולה למכור לכל המרבה במחיר מחשש לזליגת טכנולוגיה למדינות עוינות או הפרת מאזנים גיאופוליטיים. נוצר מצב לא טבעי שבו הממשלה מזרימה את מיטב כספה למקומות שאינם המודל העסקי הרווחי ביותר שלה, אלא למקומות ההכרחיים לקיומה. כמובן, ישראל אינה גרה בוואקום אלא באחת השכונות הקשות והאלימות בעולם, וההשקעה הזו היא תנאי סף לקיום החיים הפיזיים במדינה. עם זאת, הנקודה הקריטית היא זו: אי אפשר לבנות על התעשייה הביטחונית שתהיה הקטר שיוביל את הצמיחה הכלכלית של ישראל או את העלייה באיכות החיים, כפי שמצפים מסקטורים אזרחיים כמו הייטק או תעשייה מתקדמת. המספרים פשוט לא מסתדרים. לתעשייה הביטחונית אין את היכולת המתמטית להחזיר למדינה את הכספים הנדרשים לקיום הצבא ושאר הוצאות הביטחון השוטפות. אם הייצוא היה מכסה את ההוצאות, הרי שהגירעון ותקציב הביטחון לא היו נושא לדיון ציבורי כואב כל כך. כפי שצוין, זוהי משוואה של "שמיכה קצרה". ככל שהוצאות הביטחון תופסות נתח גדול יותר מהעוגה הממשלתית, הן באות בהכרח על חשבון מנועי צמיחה אזרחיים: חינוך, תשתיות, מחקר אקדמי, בריאות ותרבות. כל שקל שהולך לברזל, נגרע מהחוסן המנטלי והחברתי של הציבור. המצב הזה דורש מהציבור הישראלי לקבל החלטה קשה, כזו שעד כה המערכת הפוליטית והחברתית נמנעה מלדון בה באומץ: האם הציבור מוכן לשלם ב"מטבע" של ירידה באיכות החיים תמורת תוספת ביטחון? בהנחה שהמשק

יחזור לתפוקה של לפני ה-7 באוקטובר, האם האזרח מוכן למיסוי גבוה יותר באופן קבוע כדי לממן ביטחון איכותי יותר? האתגר הניהולי מחריף אף יותר כשבוחנים את המבנה הארגוני של המערכת. צה"ל, ולצידו החברות הממשלתיות הביטחוניות, פועלים במקרים רבים כ"קופסה שחורה". בניגוד לחברה עסקית החשופה לביקורת בעלי מניות ולשקיפות פיננסית, גופים אלו נהנים ממעטה חשאיות המקשה על ניהול יעיל ובקרה אמיתית. בתוך צה"ל בפרט, קיים בזבוז אדיר של משאבים, הנובע לא פעם מחוסר מקצועיות משווע בדרגי הניהול הלוגיסטי והתקציבי, ומתרבות ארגונית שאינה מתגמלת חיסכון. כסף רב נשפך ללא מדידה של תפוקה מול תשואה (ROI) פרויקטים מנוהלים בחוסר יעילות, וכוח אדם יקר ערך מבזבז. חוסר היכולת של הדרג המדיני ומשרד האוצר "לפתוח את המכסה" של הקופסה הזו ולראות לאן באמת הולך כל שקל, הופך כל ניסיון התייעלות למשימה כמעט בלתי אפשרית. האלטרנטיבה היחידה להעלאת מיסים חונקת היא התייעלות אגרסיבית ושבירת הקופסה השחורה. הבעיה המבנית בישראל היא הימנעות כרונית מקיצוץ ב"שומנים" ובמגזרים שאינם תורמים לפרודקטיביות. דוגמה מובהקת וכואבת היא תקציבי האברכים והשיבות. ישנו עיוורון מסוים, גם בקרב מצביעי ימין וליכוד, להשלכות המקרו-כלכליות העמוקות וארוכות הטווח של מימון אי-עבודה. כאשר המדינה מממנת אורח חיים שאינו מייצר צמיחה, היא מקטינה את המקורות הזמינים לביטחון ולרווחה. מעבר לקיצוצים, נדרשת דרישה ציבורית בלתי מתפשרת ל Accountability (דין וחשבון) ולרמה מקצועית גבוהה יותר במגזר הציבורי ובצה"ל. הציבור חייב לדרוש תשואה טובה יותר על כספי המיסים שלו, ולוודא שכל שקל שמושקע בביטחון או באזרחות מניב את התוצאה המקסימלית, ולא נבלע במנגנונים בירוקרטיים מנופחים, בזבזניים ולא שקופים.

העלות הבלתי נתפסית (ולכן כולם מתעלמים ממנה) של מילואים

העלות הכלכלית האמיתית של מערך המילואים היא כמעט בלתי נתפסת בהיקפה, וזו בדיוק הסיבה שהמערכת מעדיפה להתעלם ממנה ולהתמקד רק ב"עלויות הישירות". כשמנתחים את ההוצאה הביטחונית דרך המשקפיים של כוח העבודה, מגלים שהמדינה מבצעת כאן מעין פיגוע כלכלי כפול לעצמה. כאשר מהנדס תוכנה, רופא, יזם או מנהל פרויקטים נתלש ממקומו ומגויס לתקופה ממושכת, הנזק הוא דו-סיטרי: מצד אחד, המדינה מגדילה את הוצאותיה באופן דרמטי כשהיא נדרשת לשלם לו שכר, לצייד אותו ולכלכל אותו; מצד שני, היא גוזרת על עצמה אובדן הכנסות עצום. היא מפסידה לא רק את המיסים הישירים שהייתה גובה על עבודתו השוטפת באותם חודשים, אלא גם, וזה החלק הקריטי, את המיסים העתידיים שהיו נגזרים מה"צמיחה העודפת" שאותו עובד היה מייצר אילולא נקטעה עבודתו.

כדי להבין את עומק הבור הזה, צריך להבין כיצד עובד עסק או מוח יוצר. עסק אינו מפעל ליניארי שניתן לכבות ולהדליק כמו מתג של אור; הוא דומה יותר לכדור שלג במדרון או לרכבת משא כבדה. הוא נבנה על מומנטום. כשהמומנטום הזה נקטע בבת אחת, ההשפעה אינה מוגבלת רק לזמן ההיעדרות, אלא מהדהדת זמן רב אל תוך העתיד. כל מי שעוסק בעבודה קוגניטיבית מורכבת, כתיבת קוד, אסטרטגיה או יצירה, מכיר את הקושי לחזור ל-"Zone" אפילו אחרי חופשה קצרה של כמה ימים. נדרש זמן כדי לטעון מחדש את ההקשר, להבין איפה היינו ולחזור לקצב. במקרה של מילואים, אנו לא מדברים על ימים, אלא על נתק של שבועות וחודשים, והחזרה אינה מחופשה בקריביים אלא משדה קרב.

ה"עלות הסמויה" הזו מורכבת משלושה זמנים שאינם מופיעים בדו"חות האוצר: הזמן שלפני, הזמן שתוך כדי, והזמן שאחרי. עוד לפני הגיוס, ברגע שהצו מגיע, התפוקה צונחת. הראש כבר לא בעבודה, אלא בלוגיסטיקה של הבית, בחרדה, בפרידה מהילדים ובחוסר הוודאות. בזמן השירות עצמו, הנתק הוא מוחלט. אך המחיר הכבד ביותר משולם בזמן ה"אחרי", תקופת ההתאוששות והחזרה לשגרה. מילואימניק שחוזר הביתה הוא אדם שצריך לאחות את הקרעים, גם בעסק שנעצר, וגם בנפש שנסדקה. הוא חוזר פיזית, אך מנטלית הוא לעיתים עדיין קרוע בין המראות שראה לבין הדרישות של הלקוחות, האישה והילדים. הפחד התהומי מ"מה יקרה בפעם הבאה", והשחיקה המצטברת, יוצרים "עיכוב" מערכתי. הפרויקטים לא סתם נדחים; הם מאבדים את הרלוונטיות שלהם. החדשנות נחנקת.

זוהי נקודה שקשה לדבר עליה בקור רוח, אך הניתוח הכלכלי מחייב זאת: המחיר הנפשי הוא פקטור מאקרו-כלכלי. הטראומה, החרדה, ובמקרים הטרגיים ביותר ההתאבדויות של גיבורים שלא עמדו בנטל, הם לא רק טרגדיה אנושית נוראה אלא אובדן של הון אנושי יקר ערך. המשק מאבד את טובי בניו, תרתי משמע, הן פיזית והן תפקודית. אדם שסובל מפוסט-טראומה לא מטופלת הוא אדם שהפרודקטיביות שלו נפגעת לשנים קדימה ולפעמים נגדעת לחלוטין בין אם זה אובדן כושר עבודה, או במקרים קיצוניים בהתאבדויות. לכן, חשוב להבהיר בצורה חדה: גם מי שלא לבש מדים, וגם מי שלא חווה את המלחמה על בשרו, ישלם את המחיר הזה. החשבונית על אובדן המומנטום, על קריסת העסקים ועל הטיפול בנפגעי הנפש תוגש לכל אזרח בישראל. היא תפגוש את כולם ללא יוצא מן הכלל, בירידה באיכות החיים, בשירותים ציבוריים קורסים, ובכיס המתכווץ כתוצאה ממיסים שנועדו לממן את הבור הזה.

"When somebody congratulates Amazon on a good quarter, I say thank you. But what I'm thinking to myself is—Those quarterly results were fully baked three years ago. So today I'm working on a quarter that will happen in 2020, not next quarter. Next quarter is done already and it's probably been done for a couple years."

— Jeff Bezos

הציטוט הזה של בזוס הוא מה שאני מרגיש שאף אחד במדינה הזאת לא רוצה להבין. כשכולם חוגגים את האקזיטים או הגיוסים של השנה האחרונה, הם מפספסים שזה תוצאה במקרים רבים של מעשים שנעשו מספר שנים לפני כן, ומה שמדאיג אותי באופן אישי, הוא כשהתקופה העתידית תגיע בו המהלכים היזמיים שהיו אמורים לקרות במציאות מקבילה בשנות המלחמה הזאת ולא קרו, התוצאות של אותם מעשים יעדרו מהמציאות הנוכחית ומה שיוותר הוא וואקום. כלומר צניחה או האטה בגיוסים, באקזיטים ובהקמה של סטארטאפים. במילים אחרות, ירידה בצמיחה.

איך הממשלה מנסה למלא את החלל, ולמה כלכלית זה עובד, כרגע

הממשלה ביצעה אקט של אין-ברירה: גיוס מילואים מאסיבי ומתמשך. המשמעות הכלכלית המיידית היא זינוק בהוצאות (שהן יקרות להחריד) במקביל לצניחה בהכנסות. כדי להבין את הדינמיקה הזו, נחזור לשתי דברים שהזכרנו:

1. תחלופת עבודה: מדינת ישראל החליפה כוח עבודה שעוסק בקידום (פיתוח, הייטק, ייצור) בכוח עבודה שעוסק בשימור (שמירה, לחימה). כוח עבודה משמר אינו מייצר הכנסות ממיסים.
2. הוצאה לא-פרודקטיבית: המדינה הגדילה את ההוצאות לא בתחומים מניבי צמיחה (כמו תשתיות או חינוך), אלא בתשלומי שכר, תחמושת וציוד מתכלה. הכסף "נשרף" במובן הכלכלי.

הפתרון הראשון: מיסים

הממשלה נאלצה להפעיל את הכלי השנוא ביותר על פוליטיקאים - העלאת מיסים. אף נבחר ציבור לא רוצה לשלוח יד לכיס של הבוחר, אבל המתמטיקה ניצחה את הפוליטיקה. כדי לממן את ההוצאות, המדינה חייבת להגדיל את נתח הגבייה שלה מהאזרח. למהלך הזה יש שתי השלכות מקרו-כלכליות מיידיות:

1. שחיקת כוח הקנייה: כשהמס עולה, ההכנסה הפנויה יורדת. הציבור נאלץ לבצע החלטה קשה: לצמצם הוצאות (מה שמוביל להאטה כלכלית ואף לדפלציה, כפי שרואים בסין), או "לאכול" את החסכונות כדי לשמור על רמת החיים. הציבור הישראלי, שאינו ממהר לרדת באיכות חייו, נוטה לאופציה השנייה. התוצאה היא שאחוז החיסכון וההשקעה – אלו שאמורים לייצר את הצמיחה העתידית – יורד, בעוד שהאינפלציה נותרת דביקה כי הביקושים לא נעצרים.
2. מעגל הקסמים האינפלציוני. כשהממשלה מכניסה למשק כסף שלא היה לה (באמצעות הדפסה או גירעון), היא מגדילה את היצע הכסף.

"inflation is always and everywhere a monetary phenomenon," - Milton Friedman

יותר כסף שרודף אחרי אותה כמות סחורות שווה אינפלציה.

השילוב של שתי הדברים הללו מייצרים אינפלציה בזמן הקרוב בתוך המלחמה, וברגע שזרימת הכספים הממשלתיים עם סיום המלחמה תיגמר, יוצר דיפלציה. מפני שהוזרם המון כסף לתוך מערכת שפחות מייצרת, יותר כסף שפחות מושקע (כי לא מייצר צמיחה עתידים) והולך לטובת צריכה. כשזרם הכסף נפסק, הכספים שנשאבו ממיסים בקצב גבוה יותר מאשר בעבר, נעלמים מהמערכת בת ביד שהצמיחה שלא נוצרה יוצרת בור נוסף. זה יהיה תפקיד הממשלה ובנק ישראל לדעת להגביל את האינפלציה ולמנוע את הדיפלציה.

הפתרון השני: גיוס חוב

מכיוון שמיסים לבדם לא יכולים לכסות את הבור, הממשלה פונה לשוק ההון לגייס חוב. כאן נכנסת לתמונה הריבית. כשהמדינה מגייסת סכומים אדירים, היא דוחפת את הריביות כלפי מעלה באופן טבעי (ביקוש לכסף מעלה את מחירו). במצב נורמלי של האטה, בנק מרכזי מוריד ריבית כדי לעודד צמיחה. אך כרגע, בגלל הלחץ האינפלציוני, בנק ישראל כבול. הריבית הגבוהה מתגלגלת ישירות למשקי הבית: רוב המשכנתאות בישראל צמודות ברובן או בחלקן לריבית הפריים. כשהמדינה משלמת יותר על החוב שלה, משפחה ישראלית משלמת יותר על הדירה שלה, מה שמקטין עוד יותר את היכולת לחסוך ולהשקיע.

הברומטר של האמינות: דירוג האשראי

הממשלה מנסה להלך בין הטיפות: למצוא את נקודת האיזון העדינה בין העלאת מיסים (שחונקת את הצמיחה) לבין גיוס חוב (שמייקר את הריבית). התקווה היא לשמור את שניהם נמוכים ככל האפשר. כאן נכנס לתמונה דירוג האשראי. זהו הברומטר שבו גופים חיצוניים אובייקטיביים מעריכים את אמינות הלווה. דירוג גבוה שווה סיכון נמוך וריבית זולה. דירוג נמוך אומר למשקיעים: "יש כאן סיכון, תדרשו פרמיה". הורדות הדירוג שישראל חווה הן לא סתם ציונים בתעודה; הן תגי מחיר. כל הורדת דירוג משמעה שהמדינה תשלם מיליארדים נוספים רק על ריביות – כסף שנזרק לפח במקום ללכת לביטחון או לחינוך. באופן היסטורי סוכנויות הדירוג אינן טובות בהערכת אשראי אמיתית, אבל הן נחשבות לסטנדרט המקובל.

המשכנתא על העתיד: שתי הבעיות הגדולות

המצב הנוכחי יוצר שתי בעיות מבניות שיפגשו את מדינת ישראל בעתיד הקרוב והרחוק:

- 1) נטל החזר החוב- כמו משפחה שלקחה הלוואה ענקית לשיפוץ קוסמטי שלא מניב הכנסה, המדינה תצטרך להחזיר את הכסף. תשלומי הריבית העתידיים ינגסו בתקציב המדינה וימנעו השקעות במנועי צמיחה אמיתיים. במקום להשקיע בחינוך טכנולוגי (שייצר את המהנדסים הבאים), נשלם ריבית לאג"ח שנמכר ב-2024. הדבר דומה ברעיון למקרה של משפחה שהייתה חייבת לשפץ במקום לשלם מורים פרטיים לילדים. חינוך זה משהו שמדינה מקווה שייצר צמיחה, זה למה הורים משלמים היום כסף כדי שילדים ילמדו לתכנת כי הם מקווים שישתבצו בחברות היי טק.

2) תקרת הזכויות של הצמיחה - העלאת מיסים מקטינה את התמריץ לעבוד וליצור, מה שמאט את קצב הצמיחה. אם המשק לא יצמח בקצב מהיר יותר מקצב גידול החוב, המדינה תידרש לנתח הולך וגדל מהעוגה רק כדי לשרת את החובות שלה. זהו מתכון לסטגנציה (קיפאון).

הערה על הפריבילגיה האמריקאית

חשוב להיזהר מהשוואות לארה"ב. גם האמריקאים מתמודדים עם ה Deficit- (הגירעון) הידוע לשמצה שלהם, ומסרבים פוליטית לבצע את הצעדים הנדרשים (קיצוץ הוצאות והעלאת מיסים). אך לאמריקאים יש פריבילגיה שלאף אחד אחר אין, הם האימפריה הגדולה בעולם, והדולר הוא מטבע הרזרבה העולמי. הם יכולים להרשות לעצמם חוסר אחריות פיסקלית לתקופה ארוכה בגלל העוצמה הכלכלית והצבאית שלהם. לישראל, מדינה קטנה המוקפת אויבים ונתונה לסיכון קיומי, אין את כרית הביטחון הזו. השוק לא יסלח לישראל כפי שהוא סולח לאמריקה.

המרוץ נגד השעון

כעת אנו מגיעים למרכיב הקריטי ביותר במשוואה, שרבים נוטים להתעלם ממנו: **מרכיב הזמן**. ככל שהמצב הביטחוני והכלכלי הנוכחי נמשך זמן רב יותר, המשק הישראלי לא רק מאבד את התפוקה הנוכחית של משרתי המילואים, אלא שוחק את הפוטנציאל העתידי שלו. הזמן פועל כאן כריבית דריבית שלילית. את הבעיה המבנית של אובדן ימי העבודה כבר ניתחנו. אך לאורך ציר הזמן, מתפתחות תופעות לוואי הרסניות נוספות:

1) **אשליית העושר והחטא האינפלציוני**. כסף זורם למשק כרגע למטרות שימור ולא צמיחה. ממשלת ישראל הזרימה משכורות עתק למילואימניקים ולמפונים, ואנשים רבים – באופן טבעי ואנושי – השתמשו בכסף הזה כדי לחיות "כרגיל" או אפילו להגדיל צריכה כפיצוי רגשי ("הדחף לברוח"). אך כלכלית, זוהי מלכודת. הציבור שופך שמן על מדורת האינפלציה בלי להבין שהוא כורת את הענף עליו הוא יושב. הכסף הזה מגיע ללא כיסוי של ייצור אמיתי. כשהתמיכה הממשלתית תיגמר (והיא תיגמר), אותם אנשים יפגשו מציאות קשה: פיטורים (כי המעסיקים לא יוכלו לשרוד לאורך זמן עם תקנים ריקים או חוסר יעילות), יוקר מחיה שזינק, וחסכוניות שנשחקו. הממשלה, במקום לעודד חיסכון והשקעה, למעשה "מכריחה" או מתמרצת אנשים לבזבז באמצעות מענקים ייעודיים וכספים שמחליפים הכנסה מעבודה. התוצאה: לחץ אינפלציוני כלפי מעלה, שמונע מבנק ישראל להוריד ריבית ומחייב את הציבור לשלם ביוקר על חובותיו. ואם רק נסיף דבר על מענקים ייעודיים, במקרים רבים המענקים מוגבלים לעסקים מקורבים.

2. **החרם השקט ומחירי הבידוד.** ככל שהזמן עובר, הלחץ החיצוני יחלחל לכיס של האזרח הישראלי. פגיעה בסחר עם מדינות שהפכו עוינות (טורקיה) או סנקציות שקטות מצד האיחוד האירופי, מייקרות את הייבוא ופוגעות בייצוא. המשוואה לאורך זמן עלולה להפוך לכך שישראל כקולקטיב תכניס פחות מט"ח ותוציא יותר על כל מוצר. המשק יהפוך עני יותר עם הזמן.
3. **מבחן היזמות והפריון** לישראל יש זמן שאול, והוא תלוי בשני גורמים עיקריים שיקבעו אם המשק יצא מהבוץ או ישקע בו.

היזמות

היכולת של יזמים ישראלים להקים עסקים חדשים שיש בהם צורך אמיתי, בארץ ובחו"ל, ולייצר מנועי צמיחה חדשים יש מאין.

הפריון (Productivity)

היכולת של העובד הישראלי הממוצע להיות "שווה את הכסף", לייצר ערך גבוה שמצדיק את העסקתו, בין אם בחברה ישראלית ובין אם כפרילאנסר גלובלי.

הכשל הממשלתי: העדפת המקורבים על היצרנים

כאן נתקלים בבעיה המבנית הקשה ביותר של הממשלות בישראל לדורותיהן: המדינה בנויה באופן שלא מעודד יזמות ולא מתגמל עבודה קשה. מערכת המס בישראל היא רגרסיבית מאוד (נטל מע"מ כבד, מיסוי גבוה על עבודה יצרנית), ואינה מצ'פרת את מעמד הביניים היצרני שנושא את האלונקה. ההיפך הוא הנכון: המערכת בנויה כך שהקצוות, הטייקונים בעלי ההון מצד אחד, והאוכלוסיות שאינן משתתפות בשוק העבודה מצד שני, נהנים באופן יחסי הרבה יותר מהשכבה האמצעית, הפרודקטיבית, שמדינת ישראל כולה תלויה בהישרדותה. אם ישראל לא תשנה כיוון ותתחיל לתגמל באגרסיביות יזמות, השקעה ועבודה יצרנית, על חשבון שימור מונופולים ותמיכה באי-עבודה, המרוץ נגד הזמן הזה אבוד מראש.

יש למדינת ישראל זמן

והזמן הזה תלוי בשתי גורמים עיקריים. ביכולת של יזמים לפתוח פה עסקים חדשים שיש בהם צורך, בארץ ובחו"ל. הגורם השני הוא היכולת של העובד הישראלי הממוצע להיות שווה את הכסף להעסיק אותו, בין אם זה חברה ישראלית או חברה זרה.

הבעיה העיקרית של מדינת ישראל מבחינת הממשלה (ולא רק הזאת אלא של כולן) שישראל מדינה שמאוד לא מעודדת יזמות, אינה מעודדת התעשרות של מעמד הביניים, בעלת מיסוי רגרסיבי מאוד מבחינת עושר ומע"מ, ואינה מצ'פרת עובדים פרודקטיביים. ההיפך הוא הנכון. במדינת ישראל הטייקונים או לחילופין אלה שאינם תורמים לעוגה כלל הם נהנים בצורה יחסית הרבה יותר גדולה מהשכבה שהמדינה שלנו תלויה בה.

בעיית ההיי טק של ישראל – ומהפיכת הבינה המלאכותית

החוליה הראשונה של המדינה היא תעשיית ההיי טק. אם זה חברות ישראליות שמייצאות לחו"ל או מייעלות דברים בישראל, או הציבור המועסק על ידי חברות טק בינלאומיות (לדוגמה עובדי אפל ואנבידיה בישראל), החברות הישראליות עלולות להיות מוחרמות, או לחילופין, שלמעסיקים בחו"ל ימאס שיש להם מהנדסים שנעלמים להם. נכון שעלה לכותרות העובדה שאנבידיה רוצה לפתוח מחקר פיתוח ולהחזיק 5000 עובדים. אם זה יצא לפועל ייקח לזה המון זמן. בינתיים תפנית שלילית בעולם הטק האמריקאי יכול לטרפד או לדחות זאת עוד יותר. בנוסף אם תוכניתו של טראמפ תצליח לטווח הרחוק, על ידי כך שבאופן מהותי ישתלם להחזיק עובדים בארה"ב מאשר מחוץ לארה"ב, או שעובדים ישראלים יתייקרו מדי ביחס לתועלת שהם מבינים, עלול להיווצר משבר תעסוקה עמוק יותר בתעשיית הטק.

בינתיים, ישראל תלויה במה שקיים, שנמצא תחת לחץ מאסיבי מפני שיש משהו אחד שמודלי הAI מאוד טובים בו, וזה לכתוב קוד. בספר (Intellectuals and Society) של Thomas Sowell הוא מפריד בין 2 סוגים של אנשים בעולם. אינטלקטואלים (שלא ניתן למדוד את העבודה שלהם כל כך) לעומת אלה שכן ניתן למדוד את העבודה שלהם (כמו מהנדסים). המודלים האלה מתאימים במיוחד לאלה שכן ניתן למדוד את תפוקתם, ופחות לאינטלקטואלים (מפני שהם נוטים להזות ולהמציא דברים). על אחת כמה וכמה שזה תקף לתכנות, שבו כתיבת קוד שגוי ניתן לגילוי מהיר (למי שעובד בשיטה של Test Driven Development. למי שרוצה להכיר את זה טוב יותר יכול לקרוא את Test-Driven Development: By Example של Kent Beck). זה מאט היום מי שיועד לכתוב קוד מהר (אתה צריך לחכות עד שהמודל יסיים את העבודה), והרבה פעמים הטקסט המשלים לא מנחש היטב או שלוקח יותר זמן לגלול ולבחור מאשר להקליד. אם המהפכה הזאת תקרה, המודלים ילכו וישתפרו מאוד. וכפי שדיברנו על כך, החברות עם הכיסים הכי עמוקים בעולם בעלות אינטרס שהמהפכה הזאת תתממש. לתכנת עלול להפוך להיות מקצוע שיסאר רק למי שממש טוב וממש פרודקטיבי, ועובד שנעלם לחודשיים בשנה הוא פרודקטיבי פחות (שלא נדבר על ימי מחלה וימי חופשה נוספים, וכל ההפסקות שלוקחים עובדים).

מדינת ישראל תלויה באופן יוצא דופן בכוח עבודה שמגויס למילואים באופן תדיר. מדובר באנשים איכותיים מאוד, אבל המציאות היא שמעסיקים בחו"ל רואים את היעדרותם מהעבודה בעין לא פשוטה. ואם בעולם כבר יש חשש שהמודלים של AI יחליפו משרות, הרי שבישראל החשש הזה מתעצם, לא רק בשל האוטומציה, אלא גם בשל הפחתת הפרודוקטיביות הנלווית למילואים. בשורה התחתונה, בזמן שמודלי הבינה המלאכותית משתפרים ללא הפסקה, העובד הישראלי נאלץ להתמודד עם עומסים אישיים, אי-ודאות ביטחונית, ומגבלות חיצוניות שמורידות את התפוקה שלו ביחס לתחרות הגלובלית, וכל זה בזמן שהוא נאלץ לקחת הרבה הפסקות. **העובד הישראלי אם כן נדרש להיות פרודקטיבי יותר ממה שהוא היה אי פעם.**

כלומר, יש להסתכל על הקוקטייל שמתבשל בתעשיית הטק הישראלית.

(1) הרפורמה/מהפיכה משפטית. היא גלגול של הפגנות בעד ונגד ביבי מאז 2018. ההתעסקות המטורפת של הציבור בדברים שלא עניינו אותו בכלל שנה לפני כן, והעובדה שאנשים רצו לארה"ב וסיפרו להם שעוד רגע יהיה בישראל צפון קוראיה אז שלא ישקיעו פה, צריך להדהד ברקע, כי זה סיבה אחת שאנשים נמנעים מלהשקיע במקומות. בין אם זה נכון או לא, אני חסר ידע בנושאים משפטיים מספיק כדי לדון בנושא ולכן אני נמנע מלהביע דעה. הבעיה המאסיבית של ישראל, היא שיותר מדי אנשים גיבשו דעה על סמך כמה כתבות, או לחילופין, נתנו לדעתם הפוליטית להשפיע על שיקול הדעת שלהם. בעיית הנתניהו של ישראל, זהה לבעיית טראמפ בארה"ב, **צד אחד מסרב להכיר שיש דברים בעייתיים בקווי האופי של נבחריו, וגם בדרך שהם נוקטים, והצד השני מסרב להכיר בעובדה, שלפעמים ביבי צודק, ושבלתי אפשרי שכל דבר שהוא עושה או ממשלתו מונעת מתוך מניעים אישיים. כל הסיפור הזה, משפיע לרעה על איך מסתכלים על השקעות בישראל, מפני שrule of law הוא מוטיב שחוזר הרבה מאוד כשמשיקיעים מסתכלים על השקעות בינלאומיות** (וסיבה מהותית ברצף סיבות למה כל כך הרבה משקיעים זרים משקיעים בארה"ב). **התסיסה הזאת עלולה לזלוג אל תוך הבחירות והיום שאחרי הבחירות הבאות. אותי באופן אישי, זה מה שמדאיג, היום שאחרי הבחירות הבאות.**

ואני רוצה שזה יהדהד. כל הספר הזה, מדבר על סיכונים שקורים ברקע ועלולים להתממש לאחר התקציב שיתקבל על ידי הממשלה שתיבחר בבחירות 2026. זאת אומרת, **אם** יהיה משבר כלכלי עמוק, להערכתי הוא יתברר רק ב2027.

(2) התפוצצות The Everything Bubble של 2021. תקופת הקורונה החריפה את הסבות המקצוע של אנשים להפוך להיות מתכנתים. כשאנשים לא בוחרים ללכת למקצוע מסויים מלכתחילה בגלל אהבה, אלא עושים זאת בגלל "כסף" או מחוסר ברירה, לרוב אלה לא אנשים עם תשוקה אמיתית ועמוקה לתחום. האומדן למישהו שהוא ברמה שהיא מעל הממוצע, בהרבה מקרים היא עבודה קשה בתוספת כישרון. וקשה מאוד לעבוד קשה במשהו שלא אוהבים ולא נמשכים אליו מלכתחילה. יתירה מכך, ככל שהעבודה היא פשוטה יותר, וניתנת להחלפה עם כוח עבודה זול במדינה אחרת, יש סבירות רבה יותר שהמשרות יעברו לאיזור אחר, כלכלי יותר. זה אחת הסיבות למה גלובליזציה היא דיפלציונית מבחינת צריכה, אבל מחריפה את הפערים הכלכליים בקהילות מקומיות. המצב בזמן הבועה, יצרה באופן גורף, ענף שכוח העבודה שלו ברוב הסיכויים over saturated, ואם התחום הזה יצטמצם יותר, או כוח העבודה יתייקר, זה עלול להזניק את מספר האנשים שיאבדו את מקום עבודתם. אנחנו כבר רואים ירידה במספר הסטודנטים למדמ"ח. לא בטוח שכוח העבודה הזה ימצא משרות בעלי הכנסה עם אותו גובה הכנסה אלטרנטיבי.

(3) המלחמה. מסטארטאפים שלא נפתחים כי היזמים במילואים (קרה לי באופן אישי, התחלתי לעבוד על משהו עם שותף וזה טורפד כי הוא נשלף לחודשי מילואים ארוכים) ומתעסקים בלשרוד (צמיחה שלא תקרה והאובדן שלה בלתי נראה), למשרות שיעלמו ברגע שיהיה חוקי לפטר, להחלטות שיוחלטו בתאגידים להעביר את העבודות למדינה אחרת, או לא לנסות להשלים משרה שהפנתה. כל אלה ועוד השלכות נוספות, הולכים למשוך כלפי מטה את היקף המועסקים על ידי התעשייה הזאת בארץ. כבר זמן רב שלאנשים קשה למצוא עבודה בתעשייה, אלא אם הם עם הרבה ניסיון, הבעייה העיקרית, היא שהמהנדסים והמפתחים בעלי הניסיון של

עוד כמה שנים אמורים להיות ג'וניורים היום, אבל הג'וניורים לא מצליחים למצוא משרה כדי לצבור ניסיון.

(4) בעיית הג'וניורים שנובעת מבעיות בתרבות הישראלית

על הבעיות בתרבות הישראלית אפשר לדבר המון אבל פה מאוד מאוד חשוב לציין אותה בנקודה הספיציפית של ג'וניורים, תולדה של עם שלדעתי (ובאופן היסטורי הרבה לפני קום המדינה) הממוצע שלו מסתכל קצר ולא רחוק.

a. לחץ החיים, נהנתנות, ויוקר המחיה – לקיחת סיכונים היום קשה יותר ללכת לעבוד בשביל שכר נמוך, ללמוד, ולהתפתח. הישראלי הממוצע נכנס לשוק העבודה בגיל יחסית מבוגר ובלי ניסיון. המרוץ להתחיל את החיים למשפחה דירה וילדים ניכר מאוד. זה מכריח אנשים בשלבים צעירים מבחינת קריירה, אבל אולי מבוגרים מבחינת נקודת חיים, לקבל החלטה שדורשת כסף עכשיו. אנשים צעירים נמצאים בשלב בחיים שבו הם מרגישים צורך להכיר בני זוג ולהתחיל את החיים, או מחפשים משהו יציב, מביא ליציאות רבות לברים, מסיבות ומסעדות. זהו רגע שבו קיים צורך ביולוגי אמיתי, שמשפיע על התנהלות לוגית שמתאימה דווקא לשלב הזה של הקריירה, תעבוד הרבה מאוד, ותחסוך את הרוב. באופן כללי, התרבות הנהנתנית בנוסף ליוקר המחיה, מוסיפה לחץ רב להכניס כסף כן ועכשיו. מאז תחילת המלחמה, הגיל שבו אנשים נכנסים למעגל העבודה גבוה יותר (שירות ארוך יותר, מילואים בזמן לימודים ועוד...), והלחץ הפנימי מאסיבי יותר לייצר תועלת עכשיו. הבעיה הראשונה שמתעוררת מזה, היא שזה מונע מ"ג'וניורים" ללכת לעבוד בשביל משכורות נמוכות יותר במקומות "יציבים" (כדי ללמוד ממהנדסים עם ניסיון) או ללכת לעבוד בסטארטאפ, לצבור ניסיון בהרבה מאוד דברים שונים, ולהיות בסביבה מאוד מאוד דורשנית שלא משלמת היטב.

בארה"ב, יש תרבות מאוד גדולה של חבר'ה צעירים בזמן או ישר אחרי התואר הראשון לפתוח סטארטאפ. התרבות הזאת קיימת בארץ חד משמעית, אבל מאוד נפוץ פה סטארטאפים שדווקא מי שפותחים אותם הם "סניורים" ולא חבורה צעירה וחסרת ניסיון שדווקא חוסר הניסיון שלה מאפשר להם לשבור קונסנצוזים, לזוז מהר ולתכנת כל היום כל הלילה ולישון במשרד ומול המחשב. **זה לא הגיל שבאמת פוגע אלא ההתחייבויות מסביב**, וככל שאתה מבוגר יותר, או עם חיים מלאים יותר חברתית, ההתחייבויות רציניות יותר והן פוגעות בזמן שאתה יכול לעבוד. גם הפחד להיות עם אופציות שלא שוות כלום, חוסר שקיפות של יזמים כלפי העובדים שלהם בנוגע לאופציות מניות וסבבי הגיוס מחריפים את החשדות לפני שהולכים לעבוד במקומות כאלה או בכלל להקים עסקים כאלה זה מפחיד והאילווצים מבחין מחריפים את הפחד.

בגלל העובדה שישראלים נכנסים למעגל העבודה בשלב מאוחר, וממהרים (באופן יחסי למקביליהם בחו"ל) להקים משפחה, הם מגיעים לשלב בחיים עם פחות חסכונות, נכסים, ועם הוצאות גבוהות יותר ביחס לשלב שלהם בקריירה (מה שיוצר לחץ כלפי מעלה של מחירים). זה במיוחד נכון לגבי עבודה בסטארטאפים, שדורשים מחויבות, הקרבה, וסיכון כלכלי. המבוגרים לא יכולים לקחת את הסיכון, כי יש חשבונות לשלם ופיות להאכיל. והצעירים – נכנסים לשוק עם חובות, לחצים ודרישות מיידיות. **כך נוצר מצב בו החדשנות עלולה להתחיל להיחנק.**

b. מחסום הג'וניורים – בעיית התרבות של "אל תהיה פראייר"

הלחץ, שדיברנו עליו בסעיף הקודם, יוצר את העובדה שהרבה אנשים עוברים עבודות כל שנתיים שלוש, כי זה עובדה ידועה לכלל: הדרך הכי טובה לאנשים לשדרג משכורת ותנאים היא לעבור למקום עבודה אחר. ההתנהלות הזאת מפחידה מנהלים להעסיק ג'וניורים ולהכשיר אותם, כדי שלא יברחו להם לאחר תקופת ההכשרה. זה בעיקר נובע מהרצון לא לצאת פריימרים.

המעבר בין עבודות נפוץ מאוד גם בעמק הסיליקון, אבל לאמריקאים ועמים אחרים יש שתי יתרונות מאסיביים שאין לישראל איך להתחרות איתם (מלבד חיל המודעין או השתמטות), להכנס לשוק העבודה בגיל צעיר (ואפשר להרוויח פחות כסף), והם גם עושים התמחויות ללא תשלום, או לקחת סיכונים אדירים כסטארטאפ עם ים חובות (במקרה הכי גרוע נהיה בני 24 נכריז פשיטת רגל, ונמצא עבודה עם כל הניסיון שצברנו, במקרה בקצה השני, מקבלים את AirBNB. מי שרוצה להכיר את הרפרנס, שילמד על איך אייר בי אנד בי קמה, ושיבין שזה דבר מאוד נפוץ עם הרבה חברות בארה"ב, למרות שרובן לא מצליחות).

מעסיקים מצידם פוחדים להשקיע במישהו שלא יישאר. הם רוצים "קבלות". התוצאה – ויתור מראש על עשרות מועמדים טובים. המשק כולו משלם על כך מחיר עתידי, כי אין מספיק סניורים שיבנו את הדור הבא. **ניר צוק מפאלו אלטו נטרווקס מזהיר בדיוק מהדבר הזה: פשוט ייגמר לישראל הסד"כ האיכותי.**

העובדה שמסתכלים רק על תועלת כרגע ולא ארוכת טווח מבחינת התעשייה, היא בעיה מהותית בתרבות הישראלית. תרבות של לבנות אקזיטים ולא לבנות ווינרים. תרבות של לבנות חדי קרן ולא דרקונים. הג'וניורים של היום הם הסניורים של מחר. לא תמיד המועמד שנראה הכי טוב על הנייר הוא באמת הכי טוב בפועל, זה משהו שרק ניסיון ועבודה כתף אל כתף יכולה להעיד. התרבות הישראלית של לא לצאת פראייר, אז לא נכשיר מישהו רק בשביל שיעזוב. המעסיק הישראלי צריך להבין שהמהנדס האחרון שהחברה העסיקה עזב

בדיוק מקום אחר, כלומר הם עושים את זה אחד לשני. שוק העבודה "מבין" את זה, אבל במקום להעלות שכר לעובד שלהם שהכשירו שיהיה זהה גם לזה של עובד חיצוני, הם מעלים בפחות. שזה בעיני טירוף, הייתי מתגמל אנשים אקסטרה על נאמנות.

התרבות של העובדים לשחק משחק הכיסאות, ולחפש דשא ירוק יותר, ומצד שני חוסר רצון לתגמל על נאמנות, ולשדרג משכורות ותנאים של עובדים כל עוד הם נמצאים מאשר לשלם את אותו הדבר (ואפילו יותר כי צריך לשלם משכורות למגייסות ומפסידיים זמן יקר על ראינות עבודה) למי שיצטרך למלא את הכיסא (כי אנחנו יודעים, למרות שערך כמו נאמנות לצוות שאתה עובד איתו ואמונה בדרך הם דברים שראויים לקבל תגמול עודף). כל אלה יוצרים את העובדה, שאף מנהל לא רוצה להיות פראיר, ועובדים יוצרים את הפחד מלהעסיק להכשיר ולאבד. אבות אכלו בוסר ושיני בנים תקהנה. אז נכון שאלה יצרו את הבעיות של הג'וניורים של היום ולא של אלה מלפני שלוש שנים, אבל זה יחזור לפגוע בהם כאשר לא יהיה להם את מי להעסיק, או לחילופין, למי למכור את הדירה שלהם, מפני שכמות האנשים עם כוח קנייה רלוונטי לא קיים עוד.

זהה הנקודה שאני מנסה להגיע אליה עד עכשיו, **הסיכון של מדינת ישראל כיום הוא סיכון תזרימי**, מפני שהסיכון מבחינת balance sheet הוא סיכון חוב הדורש תזרים מזומנים קדימה שמתוח ל-30 שנה ואיבד כל קשר עם מציאות ההכנסות, ובvaluation קלאסי, היה דורש קצב צמיחה אדיר מבחינת כוח הקנייה של ישראלים (גם אם מחירי הדירות בארץ היו תקועות במקום).

הבעיה שמתחילה להיווצר פה:

המבנה הקיים של השוק, שבו ג'וניורים לא מקבלים הזדמנות אם אין להם ניסיון קודם, יוצר לולאה שלילית: אין ניסיון -> אין משרה -> אין ניסיון.

עלול להיווצר שתי בעיות גדולות לכלכלה הישראלית. כוח העבודה בישראל מבחינת כמות מהנדסים איכותיים ועם ניסיון ירד. נטו בשל שלא מעסיקים מספיק חסרי ניסיון חדשים. זה ישפיע על עסקים ישראלים שיצטרכו לגייס כוח עבודה במקום אחר.

הבעיה השנייה, היא שאחוז האנשים שהם מרוויחים מעל הממוצע ירד. כלומר החציון ירד באופן יחסי לממוצע, או במילים אחרות הפער בין חציון השכר וממוצע השכר הולך לגדול בקצב גבוה יותר מאשר היה בעבר. אני מחזיר אתכם לזה שקיינז דיבר על כך שבחברה שמתעשרת יותר אלה שהם "מרוויחים" יותר ועשירים יותר נוטים להתעשר בקצב גבוה יותר. בגלל שאחוז כל כך גבוה של ישראלים עבד בטק, התופעה הזאת הייתה רחבה יותר. במידה

והסקטור הזה יצומצם ללא חלופה שקולה אחרת (זה שאותם אנשים ימצאו עבודות אחרות אבל אם שכר רלטיבי נמוך יותר או עם קצב עלייה בשכר נמוך יותר אינן חלופות שקולות) או שפערי השכר גם בתחום הזה ילכו ויגדלו אז הדבר הזה עלול להשפיע על הכלכלה הרחבה באופן שישנה את מאזן הכוחות במשק הישראלי.

c. המסלול האלטרנטיבי, להשתמט או לצבור ניסיון על חשבון הצבא (כל המורים פרטיים וחוגים 8200) יוצרים איזה שהוא משבר חברתי מתחת לפני השטח, ויוצרים קליקות בתוך הציבור. יש לי מספר חברים שבחרו במסלול במודיעין ולא במסלול של להיות לוחם (עוד לפני יותר מ-15 שנה) כי הם יותר דאגו לעבודה מאשר מה שהם חשבו שיהיה מועיל יותר למדינה. אני לא הולך להיכנס פה להחלטות האישיות של אנשים, אבל כן אני אתייחס לעובדה שכשמגייסות מחפשות אנשים לתפקיד, הם יזמנו מישהו מ-8200 חסר ניסיון רלוונטי (נגיד שכל מה שעשה זה לתרגם ערבית), כי הוא מהקליקה, על פני מישהי אולי כישרונית יותר שלא תקבל הזדמנות כי היא החליטה להתגייס לקרק"ל או שצה"ל שיבץ לכיפת ברזל.

תשאלו מגייסים אם יצא להם פעם מרואיין מ-8200 שהגיע בטי שירט ובטוח שהשמש זורחת לו מהתחת, ולא אמר להם מה הוא עשה כי זה "סודי" והאמין שזה שהוא היה ב-8200 זה מספיק לו לקבל את המשרה. על פניו, לא בעיה מאסיבית, לפחות לא הייתה עד היום. היקף המשרות גדל כל כך עם הזמן, ככה שהחברה היותר כישרונית ויותר מתאימים היו מצליחים למצוא בסוף תפקיד, לצבור ניסיון ולהפוך לסניורים המדהימים של מחר. היום, מצד אחד הלחץ לכסף עכשיו, מונע מאנשים ללכת אולי למשרה טובה יותר ומתאימה יותר כי היא משלמת פחות מדי, מצד שני, למשרות אחרות יש תחרות גבוהה מאוד, ושם יש פחד לתת לאדם ללא ניסיון רלוונטי או **קשרים** את ההזדמנות. המלחמה מצמצמת את היקף המשרות בין כה וכה בעתיד הקרוב, ודוחפת כלפי מטה את המשכורות של הג'וניורים עוד יותר, שלא רוצים ולא יכולים להיות פראירים. עוד לא שמעתי על מקרה שבו מישהו ניגש למשרה והציע להעלות את השכר שלו בהתאם להתחייבות לעבוד אצל החברה לתקופה של 5 שנים.

הדבר הכי טוב שמישהו יכול לעשות בשביל עצמו, הוא למצוא עבודה כלשהי, לא משנה מה היא משלמת בהתחלה, העיקר לצבור ניסיון פרקטי כלשהו. **זה בעצם שדרוג בפרודקטיביות ביחס לעלויות.**

ולכל מי שממליץ לעשות פרויקטים בצד. אל תמליצו לעשות סתם פרויקט. תמליצו לפתח מוצר, לבנות משהו שצריך. לעשות משהו ללא פרקטיות לעולם האמיתי זה לא עוזר. לפחות אם לא תצליח למצוא עבודה, יהיה לך אולי משהו עם בשר ביד שתוכל אולי להפוך להיות מעסיק בעצמך. **זה יזמות וחדשנות.**

d. הבעייה של המעסיקים שהם לא רוצים לשלם למישהו ללא ניסיון שכר נורמלי רק בשביל שינטוש אחרי שנתיים ברגע שהבנאדם נהיה בעל ערך. זה מובן, אז הם מנמיכים מאוד

את המשכורות או בכלל מוותרים על המשרות. היום אם תרצה להעסיק מישהו תצטרך להוכיח שעובד אחר באמצעות מודל בינה מלאכותית לא יכול לסגור את החלל (כפי שהתחיל בשופיפיי). בכך הם אולי מפספסים מועמדים טובים וגם אולי נמנעים לפתח את הסניורים של המחר שהמשק יצטרך. ניר צוק מהדהד את ההתרעה הזאת כל הזמן. אני מכיר מספר אנשים שהם חומר אנושי מדהים שהם על סף הלוותר על למצוא עבודה כרגע כי הם מחפשים כבר שנה והם מתייאשים. בינתיים המודלים משתפרים. וזה הפעם הראשונה בהיסטוריה שאני מכיר, שהנהנים הגדולים ביותר מפיתוח טכנולוגי משפר תפוקה, הם היוצרים שלו. אם יש משהו אחד שהמודלים האלה כולם מצויינים בו, זה בכתיבת קוד. לעניות דעתי, התפקידים שייעלמו הם התפקידים דווקא של ההמהנדסים הבינוניים ולא הגרועים או הטובים ביותר. המהנדסים ומתכנתים בישראל, הם ברובם ברמה הבינונית, חלק קטן יותר הוא מצויין. אי אפשר להיות מתכנת או מהנדס גרוע בישראל כי התפקיד של אותו אדם נמצא בהודו או בנגלדש איפה שהוא זול יותר. המודלים יאפשרו להם לצמצם פערים.

שתי הנקודות האלה הם מסוכנות לגבי כוח העבודה של המדינה עוד מספר שנים.

מדינה היא עסק לכל דבר, ומי שלא מסתכל על זה ככה, לא מבין שכל העצים ביחד יוצרים יער, ויער מורכב מעצים, אלא הוא רק מסוננור מירוק בעיניים ואין לו שום מושג על מה הוא הוא מסתכל.

אם הציבור הישראלי לא יבין את עומק הבעיה, ולא ייצר מדיניות אקטיבית, פתרונות חכמים ותמיכה אמיתית במי שעדיין מנסה להיכנס למעגל הזה – ישראל תאבד לא רק את היתרון הכלכלי היחסי של ישראל, אלא גם את היכולת שלה לבנות לעצמה עתיד איכותי.

הגירה שלילית של מהנדסים וגורמים פרודקטיביים בישראל מסוכנת יותר מהכל.

אם אלה המייצרים את הצמיחה הכלכלית וגם מהווים חלק מכוח המילואים משמעותי יעזוב, ישראל בסכנה. והציבור הזה, שהוא נמנע עם כל הקשת הפוליטית מבחינת המפלגות שהוא מצביע אליו, אבל מצד שני מהווה את עמוד השדרה של ישראל יחליט שהוא צריך לדאוג לאינטרס שלו קודם כל, ויהגר החוצה או יחליט להפסיק להתייצב למילואים, הבעיה תהיה קשה.

למה אני כל כך חופר על ההיי טק

הסיבה שאני מתעסק בסקטור הזה כל כך, כי דווקא הוא נמצא תחת סיכון, ודווקא הוא הכי חשוב בארץ בפער.

תחשבו על כל הברים ומסעדות שמשרתות את הציבור הזה. בנייני משרדים שעלולים לאבד עוד 5% או 10% מהתפוסה שלהם תוך כדי בנייה של בנייני משרדים אחרים שיגיעו לשוק. כל העבודות של מגייסים שמגייסים לתעשייה הזאת. מתווכים, עורכי דין, רואי חשבון, ומנהלי השקעות שמספקים שירותים לתעשייה הזאת ולאנשיה. בעיה בסקטור הזה, יזלוג לסקטורים אחרים במשק.

בעיה מספיק גדולה, תזלוג אל תשלומי האשראי של המשק וההוצאות שלהם, ובהכרח תזלוג אל תוך המערכת הפיננסית.

להגיד יהיה בסדר, עוד שנייה הריבית תשתפר, עוד שנייה המלחמה תיגמר עלולה להתברר כנכונה. או שאנחנו עלולים לגלות ביום בהיר אחד, שמהו רציני יותר קורה לנו, פשוט התעלמנו מהסימנים. ג'יימי דיימון, מנכ"ל ג'יי פי מורגן אכל במסעדה יוונית עם ההורים שלו כשקיבל טלפון מאלן שוורץ, מנכ"ל בר סטרנס:

"Jamie, I need \$30 billion tonight, otherwise we're going to go bankrupt in Asia in the morning." - Alan Schwartz

ג'יימי ענה לו שגם הוא לא יודע איך להשיג 30 מליארד דולר. דיימון הקפיץ את הצוות שלו למשרד. לימים הוא יספר:

"We did six months of work in two days, and bought Bear Stearns that night," – Jamie Dimon

הסיבה שג'יי פי מורגן הייתה זאת שקיבלה את הטלפון ולא להיפך היא זאת:

*"I knew that if the sh*t had hit the fan early on, we would've had a real problem.. Don't over celebrate the rising tide, be prepared for the tide to go out... I don't care if it happens [or not]... I want to know if it happens that we survive to serve our client" – Jamie Dimon*

זה שוב מצב שבו מנהל מצויין חי במציאות של רק הפרנואידים שורדים. השאלה שאני שואל את עצמי כרגע, האם החברה הישראלית חושבת על כל זה וזה מתומחר במחירי הנדל"ן ובבורסה הישראלית? או שהישראלים מסרבים להסתכל על הסימנים?

פרק 11 – עוד על ישראל

בעיות מבית הבינה המלאכותית

"In software the difference between the average developer and the best is 50:1; Maybe even 100:1. Very few things in life are like this, but what I was lucky enough to spend my life doing is software. So I've built a lot of my success on finding these truly gifted people, and not settling for 'B' and 'C' players, but really going for the 'A' players." –
Steve Jobs

עמק הסיליקון נחוש להשקיע את מה שצריך, כדי שאנחנו נרחיב את Frontiers של הבינה המלאכותית, להמשיך ולהתפשט הלאה אל תוך הגילוי/המצאה (שהן היינו הן במקרה זה) של יכולות מיחשוב שיכולות לבצע פעולות במקום תהליך חשיבה ופעולה של אדם. לעסקים הללו יש מוטיבציה כפולה, שזהו דבר נדיר לאין שיעור בהיסטוריה האנושית. יש להם את תמריץ ההתייעלות (לחסוך כספים ולהיות מהירים יותר), ואת תמריץ הרווחים. זה נשמע כמו הגביע הקדוש של כל חידוש לכל עסק, יותר רווחים ופחות הוצאות באופן יחסי. במילים בודדות An increase in the profit margin. אפשר לנהל שיחות ארוכות למה תוכנה הוא עסק כל כך רווחי ביחס לעסקים אחרים, אבל פה יש גורם משמעותי. עובדי "המפעל" הכי יקרים בעולם, הם מתכנתים ומהנדסים. הדבר הראשון שהמודלים האלה ממש טובים בו, הוא בתוכנה, מפני שהרבה מאוד ממנה חוזר על עצמה. יש ל"עזרים" הללו יכולות לקצר זמן עבודה רב, ולהגדיל את התפוקה של מתכנת מעולה, ולצמצם את הפער באופן דרסטי בין אחד גרוע לאחד בינוני (למצוא באגים עכשיו לוקח הרבה פחות זמן כשיש לך מישהו "שעובר לך על הקוד" במהירות). חברות הטק הגדולות, הן הישויות עם הכיסים העמוקים ביותר (מלבד מדינות) והן משקיעות את כל הקופה. הסכנה עבורן היא לא להוציא 5 מליארד דולר שירוויחו אותו חזרה תוך שנה, אלא הסכנה עבורן שזה יהיה טכנולוגיה כל כך אקספוננציאלית שאם הם לא ירוצו באותו הקצב כמו כולם ייפתח פער שהם לא יצליחו לסגור. זה כמו קבוצת רוכבים בטור דה פראנס ששוברת קדימה ושאר הרוכבים לא מדביקים את הפער עד סוף המירוץ. יש שתי קצוות לתרחיש. נתחיל מהתרחיש הגרוע בשביל ענקיות הטק, וגרוע בטווח הקצר למתכנתים אבל טוב מאוד בשביל מתכנתים לטווח הארוך. בתרחיש הזה, אנחנו ניתקע בקיר בפיתוח של יכולות של בינה מלאכותית, מה שאומר שחברות הטק מבזבזות היום מליארדים לחינם. הן יצטרכו לרצות את בעלי המניות שלהן, והן עלולות לקצץ במקומות מסויימים. הקיצוצים הללו, יאטו את Acquisitions, את ה IPOs ויפחית גיוסי כספים לסטארטאפים, ובגדול, נחווה את חורף הטק שהיינו אמורים להיכנס אליו באוקטובר 22, שבסוף באופן יחסי, היה כמו שבוע גשום באמצע הקיץ.

בתרחיש הנ"ל, סביר ששוק העובדים בענף הטק יחמיר לתקופה קצרה בינונית ואז ישתפר כי יסתבר שאין תחליף לכוח האדם. חשוב לציין שמצבת כוח האדם של אלפבית עלה בשנה האחרונה. השאלה האם זה הורגש גם בארץ?

בתרחיש הקיצוני השני, המודלים יהיו כל כך טובים שהם יוכלו להחליף את רוב המהנדסים והמתכנתים, ושזה יקרה בתהליך הדרגתי. חברות התוכנה לא יעסיקו עובדים חדשים ותוך כדי שהמודלים ישתפרו הם יסירו שכבה אחר שכבה של מסה שהפכה מבחינתם להיות שומן עודף. כפי שציינו, הקהל הראשון שצריך לחשוש מהסיפור הזה, הוא קהל המתכנתים. העילויאיים בשוק יודעים מי הם, והם יודעים שאין להם תחליף. יש מספיק אנשים בארץ, שמרוויחים משכורות של 30-60 ברוטו שכרע רועדות להם הביצים. הם מתבדחים על זה עם חברים אבל החשש אמיתי. ולכן, אין שום היגיון לאנשים שחוששים שיהיו ללא עבודה, ויצטרכו לחפש את עצמם מבחינת קריירה להמשיך להוציא כסף כפי שעשו אתמול (וירידה ברמת חיים זה דבר קשה. לא כולם יכולים להסתכל לבת זוג בעיניים ולהגיד שלא טסים השנה, או להגיד אני יודע שהתרגלתי למלונות 5 כוכבים אבל נצטרך לחפש משהו זול יותר). רכישת דירה אם כן, תחת המצב הזה, בעיני הוא טירוף מוחלט. התחייבות לשנים קדימה לדירה שלא יודעים אם אתה תוכל לעמוד בתשלום המשכנתא, או שתוכל להשכיר באותו הסכום הוא שיגעון טוטאלי. אמנם יש ירידה מורגשת בכמות האנשים שיוצאים ומבלים, אבל רק עכשיו אנחנו שומעים על האטה בשוק הדיור, וירידות קלות במחירי הדירות ה"יד 2" (שאני מנחש שהן בלי ממ"ד), אבל בינתיים בתל אביב יש עלייה בדמי השכירות, בעיקר בגלל הדירות עם הממ"ד. הירידה במחירי הדירות בתל אביב, היא הייתה הגיונית עם עלייה בדמי השכירות, בתוך שוק שבו היה צפי שיעלה השכירות אבל זה לא עלה מספיק (דיברנו על תמחור רווחים עתידיים. אם הרווחים לא צומחים כפי שבעלי המניות ציפו יכול להיות שיהיו כאלה שירצו למכור, גם אם במחיר נמוך יותר כי הם לא מאמינים בעתיד העסק). אבל זה לא נושא הסיפור. יש פה משהו שיוצר לי דיסוננס קוגניטיבי שאני פשוט לא מבין מה קורה בשוק הדיור הישראלי. נושא הממ"ד ברור לי. מה שקצת לא ברור לי שאיך יש אנשים שמסוגלים להוציא אחוז עוד יותר גבוה על דיור בהוצאה חודשית (שכירות) שהיא אמנם התחייבות קצרת טווח (12 חודשים זה קצר) בתוך כזה מצב של אי וודאות. ונניח שהם העלו את ההוצאה החודשית שלהם מ-25% ל-30%. את זה אני עוד מסוגל לעכל. מה שאני לא מבין זה איך אנשים המשיכו לקנות דירות ובתים בשנה האחרונה, ואיך הקבלנים מצפים עדיין למכור דירות במצב הנוכחי. ההימור שלי שמה שהעסקים הישראליים חושבים (קבלנים, בנקים וכו') הוא שגם אם יהיה ירידה קלה במחירים היא תהיה קצרה ותיעצר. אני לא חושב שהם מסתכלים על 2027, שזה השנה שמעניינת אותי. אבל התוודאתי מספר פעמים, אני לא מבין את הצרכן הישראלי וגם לא את העסקים הישראליים. בעיקר בגלל שהשיטה הישראלית נראית לי כזאת, תעבוד על הצרכן בעיניים, ועד שהוא יקלוט ויכעס עליך, הוא יתעצבן ממישהו אחר וישכח ממך.

"שיטת המצליח" היא תופעה ישראלית.

המודל העסקי הישראלי – תשטה בצרכן הישראלי

ישראל היא מדינה עם כישרון נדיר: היכולת הלאומית להתעסק בטפל ולהזניח את העיקר מעבר לכך, התפתח כאן מודל עסקי ציני ומתוחכם שמתבסס על חולשה פסיכולוגית של הצרכן הישראלי: הפחד לצאת פראייר ברמה המיקרו-טקטית, שמוביל לכך שהוא יוצא הפראייר הגדול ביותר ברמה המקרו-אסטרטגית.

משל "הקוקייה" חזירות בחסות המדינה

סאגת חברת התעופה הלאומית-לשעבר (שנקרא לה כאן "הקוקייה") היא מקרה בוחן מושלם לדינמיקה הזו. היא מדגימה כיצד הציבור הישראלי, בהתנהגותו, מחריף את סבלו במו ידיו. כזכור, בעיצומו של משבר הקורונה, המדינה חילצה את הקוקייה מקריסה באמצעות כספי המיסים של כלנו. הציבור היה שם בשביל החברה בשעתה הקשה. אך שנתיים לאחר מכן, כשהגלגל התהפך ואזרחי ישראל מצאו עצמם במצור אווירי תחת מלחמה, הקוקייה לא השיבה טובה תחת טובה. להיפך: היא ניצלה את הוואקום בשמיים ואת החרדה הציבורית כדי להקפיץ מחירים לרמות אסטרונומיות. במקום שהממשלה תרים טלפון להנהלה ותציב גבול ברור ("רוצים להרוויח? אין בעיה, תעלו ב-50 דולר לכרטיס, לא ב-500"), היא נתנה לחגיגה להימשך. במשך שנת 2024 כולה, הקוקייה רשמה רווחיות שיא, שתורגמה – איך לא – לתגמולי עתק לבכירים. האינטרס של המנכ"ל והנהלה היה ברור: למקסם רווחים כאן ועכשיו, על גבם של הציבור, כי הבונוס השנתי נגזר מכך. רק בסוף השנה, אחרי שהלימון נסחט עד תום, המוסדות נזכרו להתערב ולרסן את חגיגת השכר. בינתיים, הקוקייה ניסתה למזער נזקים תדמיתיים עם קמפיין ציני על "טיסות חילוץ" – כאילו החזרת נוסעים ששילמו מחיר מלא על כרטיס היא אקט של פילנתרופיה ציונית, ולא חובה חוזית בסיסית. הטרגדיה היא לא בחזירות של החברה, אלא בתגובה של העם: זעם בפייסבוק, וגיהוץ כרטיס האשראי בקופה. הציבור הישראלי מתלונן, בוכה ומשלם.

תרבות ה"לא לצאת פראייר" שמייצרת פראיירים

הרשים אותי (האמת שלטובה מבחינת התובנה) שבפודקאסט של מנהלי קרן גידור המשקיעה בישראל מציינים את "האופי הצרכני הישראלי" כיתרון השקעה. במילים פשוטות: הם בונים על כך שהצרכן הישראלי יבלע כל צפרדע. מחאות העבר (הדיוור ב-2011, המילקי, הקוטג') הוכיחו דפוס קבוע: התפרצות זעם רגעית, ואחריה השלמה וכניעה. ההבדל התהומי בין הצרכן האמריקאי לישראלי נעוץ בגישה למחיר:

האמריקאי: קובע לעצמו Value (ערך) מראש. אם המחיר בחנות תואם לערך, הוא קונה. אם זה יקר מדי, הוא פשוט לא קונה. הוא מצביע ברגליים.

הישראלי: מחליט שהוא חייב לקנות. כל האנרגיה שלו מושקעת בחיפוש הדיל הכי זול באופן נקודתי ("איפה אפשר לחסוך 5 שקלים?"), גם אם המוצר כולו יקר ב-30% מערכו הריאלי. הוא יתווכח על השקלים, ויפסיד את האלפים.

ההבדל התרבותי הצרכני הגדול ביותר בין אמריקאים לישראלים הוא שאמריקאי מחליט מראש כמה משהו שווה לו מבחינת מחיר, ואם הוא ייכנס לחנות וזה בטווח שלו הוא יקנה. הוא לא יחפש את החנות הכי זולה שיש בשביל זה. אם זה יקר מדי, אז הוא יחפש בחנויות אחרות ויניח ולא ימצא, הוא לא יקנה. ההרגל של ישראלים הוא לחפש בכל החנויות את זה שיותר זול באופן נקודתי, גם אם המחיר יקר מדי. הוא מחליט מראש שהוא הולך לקנות לא משנה מה.

הסכנות לישראלי הן משמעותיות יותר מאשר לאזרח ארה"ב ולכן הוא צריך להיות שמרן יותר בהרגלי הקנייה שלו מאשר אמריקאי אבל במקרים רבים ההיפך הוא הנכון.

הדוגמה הטובה ביותר להרגלי הצריכה של ישראלים ומצד שני, לחוסר היכולת של החברה הישראלית להתארגן היטב היא הבנקים. לעליות הריבית לקחו זמן להתגלגל אל הלקוחות, דבר שאיפשר לבנקים להנות מ Spread מאוד גבוה. כלומר, הם יכלו לתת הלוואות בריביות גבוהות הרבה יותר ממה שנדרשו לשלם לציבור. הם הצליחו להימנע מהמצב הבעייתי מבחינת רווחיות ש Bank of America הכניסו את עצמם אליה. Bank of America החזיקו הרבה אג"ח ממשלתי של ארה"ב בריבית נמוכה מאוד, ובשביל להימנע מהפסדים בטווח הקרוב (ע"י מכירה של האג"ח בהפסד) הם החליטו לתת לזמן ההלוואה לפקוע ולקבל את הכסף חזרה. SVB ניסתה לעשות את אותו הדבר אבל התחיל Bank Run שהיה יוצר פשיטת רגל שלו (הפד התערב והמקרה טופל). בארה"ב כשעלו הריביות שוקי האשראי קפאו למשך שנה לפחות. עסקים לקחו הלוואות ארוכות טווח בזמן ריבית נמוכה, ונמנעו עד לא מזמן לקחת הלוואות נוספות (זאת הייתה אחת הסכנות שפחדו שיקרה בארה"ב). שעסקים יצטרכו לקחת הלוואות חדשות בריביות גבוהות יותר ולא יעמדו בהוצאות). שוק הנדל"ן בארה"ב קפא עד רגע כתיבת שורות אלה ב-9 ביולי 2025.

מלכודת הנדל"ן: קבלנים שנעלמים

השיטה לא עוצרת בסופרמרקט או בבנק; היא מגיעה לשיאה ברכישה הגדולה ביותר של הישראלי – הדירה. בשוק הנדל"ן הישראלי, קבלנים פיתחו שיטת פעולה. לאחר מסירת הדירה, כשמתגלים ליקויים האחריות הופכת למרדף משפטי. במקום לתקן, קבלנים רבים "מושכים" את הדיירים בבתי משפט, מתישים אותם בירוקרטית ומנצלים את פערי הכוחות. הם יודעים שהאזרח הקטן יתייash הרבה לפני שהסוללה המשפטית שלהם תתעייף. זוהי "שיטת המצליח" בגרסת הטורבו: תמכור יקר, תספק מוצר בינוני, ותתחמק מאחריות. והציבור? ממשיך לקנות "על הנייר" ולממן את המנגנון שדופק אותו.

הציבור מתרץ למה לקנות דווקא מקבלן גדול זה אומר שהאחריות שווה משהו " הוא נסחר בבורסה", הם מותג "יש להם שם". וכשהקבלן הזה מתחמק מאחריות הם משתמשים באותה סיבה כדי להסביר לאנשים למה הקבלן לא עומד באחריות "הם גדולים עם עורכי דין איך תרדוף אחריהם".

הישראלי הממוצע צריך להיות הצרכן השמרן והזהיר בעולם, לאור הסיכונים הביטחוניים והכלכליים הייחודיים לו. בפועל, הוא מתנהל בהפקרות צרכנית, מובל על ידי "פחד מהחמצה (FOMO) "ורצון לא לצאת פראייר, ובכך מאפשר למונופולים ולחברות הגדולות לחגוג על חשבונם, פעם אחר פעם. ולאחר שהוא מכניס את עצמו לבור, הוא מתרץ תירוצים לא כדי ללמוד לקח, אלא כדי להצדיק את המצב שלו ולא להרגיש כמו אידיוט. ישראלים רבים מפחדים להיות "הפראייר" היחיד שלא קנה נדל"ן, פחד שמוביל לעיתים למצבים של השמדת כספים במקרים של עוקץ, או רכישה של נכסים במחיר מופקע.

המבנה של המשכנתא הישראלית ולמה הוא דומה להלוואות Sub Prime בארה"ב, למרות שמי שלוקח את ההלוואה שונה בתכלית

המשכנתא הישראלית היא יצור כלאיים ייחודי, ולמרות ההבדלים המהותיים באיכות הלווים, המבנה שלה מזכיר באופן מטריד את המנגנון שהוביל למשבר הסאב-פריים בארה"ב ב-2008. כפי שדיברנו, הלב הפועם של משבר 2008 לא היה רק חדלות הפירעון, אלא ה"הלם" של הלווים כאשר הריביות המשתנות זינקו והם לא יכלו למחזר נכס ב"ערך" גבוה יותר או למכור אותו ברווח. זה בדיוק מה שקרה בישראל, רק בשינוי אדרת. בארה"ב, הסטנדרט הוא ריבית קבועה ל-30 שנה. הלווה יודע בדיוק כמה ישלם ביום הראשון וכמה ביום האחרון, לא משנה מה יעשה הפדרל ריזרב. בישראל, לעומת זאת, הרגולטור והבנקים דחפו את הציבור למסלולי "פריים" (ריבית משתנה), שהיו זולים מאוד כשהריבית הייתה אפסית. אבל כשהריבית עלתה, המלכודת נסגרה. ישראלים רבים גילו שתשלומי המשכנתא שלהם זינקו באלפי שקלים בחודש, הרבה מעבר למה שתכננו ב"סטרס טסט" המשפחתי שלהם. כדי לשרוד, משפחות רבות נאלצו לרוץ לבנקים ולבצע "מיחזור משכנתא". אבל בניגוד למיחזור שנעשה כדי לחסוך, כאן המיחזור נעשה מתוך מצוקה. כדי להקטין את ההחזר החודשי, הם פרסו את ההלוואה מחדש ל-30 שנה. משפחה שנותרו לה 15 או 20 שנה לסיום המשכנתא, מחקה את ההתקדמות שלה והוסיפה לעצמה עשור של תשלומי ריבית. זהו בדיוק ההבדל בין ארה"ב של 2008 לישראל של 2024: בארה"ב, המשכנתאות ניתנו לאוכלוסייה מוחלטת (Sub-Prime) שלא יכלה לעמוד בתשלום ברגע שהוא עלה, ולכן הם זרקו את המפתחות והלכו (מה שיצר את כדור השלג של קריסת השווקים). בישראל, המשכנתאות ניתנו לכלל האוכלוסייה, כולל מעמד הביניים והעשירונים העליונים. לאנשים אלו יש יכולת ספיגה גבוהה יותר; הם "אוכלים" את החסכונות, מקצצים בצריכה, וממחזרים חובות – העיקר לא לאבד את הבית.

הבנקים: המנצחים הגדולים של הריבית

באופן אירוני, מצב זה שידרג את תיק הנכסים של הבנקים. עליית הריבית אפשרה להם להחליף הלוואות ישנות וזולות בהלוואות חדשות ויקרות, או פשוט ליהנות מההצמדה האוטומטית של מסלולי הפריים. הרווחיות שלהם זינקה. במקביל, שוק הדיור הישראלי המשיך להציג מצג של עלייה (או יציבות) נומינלית. הנהירה לדירות עם ממ"ד והיעדר היצע יצרו רצפה למחירים "על הנייר". זה מאפשר לבנקים להמשיך לתת הלוואות על בסיס שווי נכסים גבוה, ולקבלנים "לגלגל את הכדור קדימה" באמצעות מבצעי מימון אגרסיביים (כמו "שלם 10% עכשיו והשאר במסירה"), בתקווה שהציבור ימשיך לקנות.

אנחנו נמצאים בין מצב של *Silicon Valley Bank* ל-*Bank of America*

אין ספק שמבצעי קבלן כאלה ואחרים הם פחות רווחיים לקבלנים ומהווים ירידה ריאלי של בערך הנכסים, העניין הכי חשוב, בשבילם, שזה לא על הנייר. כל עוד הציבור ימשיך את הפעילות הכלכלית הרגילה

שלו, ויאפשר ירידה ערך ריאלית של הנכסים בצורה מתונה, חברות הקבלן הללו והבנקים יוכלו להתמודד עם קצת פחות רווחים או הפסדים מינוריים. זה מצב Bank of America. השנה, שבארה"ב העניינים התחממו חזרה ב-2024, ושווקי האשראי חזרו לתפקד, Bank of America פחות רווחי, בעוד שבנקים אמריקאים אחרים נהנים מרווחים גבוהים יותר (לדוגמא Citi וJPMORGAN). גילוי נאות, אני בעל מניות בשתיים הללו, ועשיתי זאת לאחר ישיבה על דוחות של בנקים רבים כשהגעתי למסקנה שעליות ריבית בארה"ב יביאו לרוויחיות גבוהה יותר של הבנקים האמריקאים. בחרתי בשתיים הללו מפני שהיה להם היחס הכי נמוך של חוב ביחס לעודף המזומן שלהם. כלומר היה להם אפשרות לתת הרבה הלוואות בריבית גבוהה יותר, ובנוסף הם לא החזיקו הרבה נכסים יחסית שהניבו להם ריבית מאוד נמוכה שהייתה משתקפת בהפסדים כפי שהיה ברור בBank of America. אני רחוק מלהיות היחיד שזיהה זאת, היה על זה מספר כתבות אפילו בביזפורטל בשנים האחרונות, הם כתבו יותר על הנושא של BOA והאג"ח הגרוע שהחזיקו ופחות על הבנקים שאני רכשתי). כשאני אומר שאנחנו במצב של Bank of America זה אומר שהבנקים והקבלנים מקווים, שהזמן יעשה את שלו והכלכלה פה תחזור לצמוח. במקרה הכי גרוע יהיה זרימה שתחליש לתקופה ואז תחזור ותתחזק.

המצב המסוכן שאני לא שומע אותו מספיק בשיח כדי להשביע את רצוני

השאלה היא האם המצב האמיתי של הכלכלה הישראלית היא שהיא עברה ממודל BOA למודל SVB בשוק הנדל"ן. מה יקרה אם הציבור לא רק יפסיק לקנות דירות מקבלנים, אלא יתחיל למכור בעצמו מתוך לחץ תזרימי? זהו החלום הרטוב של מובילי מחאת הדיור, אך בפועל זהו תרחיש בלהות מקור-כלכלי שיוביל לדיפלציה (ירידת מחירים רוחבית). במצב כזה:

- אפקט העושר (Wealth Effect) מתרסק, אנשים מרגישים עניים יותר כי הבית שלהם שווה פחות, ולכן מפסיקים לצרוך. המשק קופא.
- מלכודת החוב - החוב לבנק (המשכנתא) נשאר קבוע, אבל הנכס שמשועבד כנגדו שווה פחות.
- בנק הוא עסק פיננסי, לא חברת נדל"ן. הדבר האחרון שבנק רוצה זה למצוא את עצמו עם "מלאי" של אלפי דירות מעוקלות. נכס מעוקל דורש תחזוקה, מיסים וניהול. כאשר בנק נתקע עם נכס, השמאי אמנם מעריך את השווי, אבל השווי הזה הוא נגזרת של השוק. אם הבנק לחוץ למכור (כדי להחזיר נזילות), הוא השחקן שמוכר הכי בזול. מכירה המונית של נכסים על ידי בנקים היא האירוע שמרסק את מחירי הנדל"ן לתהום ויוצר משבר פיננסי מערכתי. זהו ה"כדור שלג" שאסור לישראל להתגלגל אליו.

הקבלנים מחזיקים עדיין הרבה "נכסים" אצלם

"Margin Call" של בטון: כששווי הבטוחות מתאייד

כדי להבין את עומק הסיכון בשוק הנדל"ן הישראלי, צריך להציץ למאזנים של חברות הקבלן. קבלנים בישראל אינם רק בונים; הם מחזיקים במלאי אדיר של "נכסים". לא מדובר רק בקרקעות, אלא בדירות גמורות, פנטהאוזים יוקרתיים ושטחי מסחר שטרם נמכרו. בינתיים, הקבלנים משכירים אותם ומציגים אותם כנדל"ן מניב, אך המטרה האמיתית של הנכסים הללו היא פיננסית: הם משמשים Collaterals כנגד האשראי העצום שהקבלנים לוקחים מהבנקים כדי לממן את הפרויקט הבא. כאן טמונה המלכודת. המודל בנוי על הנחה סמויה שמחירי הנדל"ן תמיד יעלו, או לכל הפחות ישמרו על ערכם. אבל מה קורה כששווי הנכס יורד?

הקבלה לשוק ההון: המינוף הפיננסי (Margin)

בשוק המניות, סוחרים משתמשים ב Margin (אשראי למינוף) כדי לקנות מניות עם כסף שאין להם, כשהם משעבדים את תיק ההשקעות שלהם כבטוחה. תרחיש האימים של כל סוחר נקרא Margin Call. זהו רגע שבו הבנק או הברוקר מזהה ששווי הבטוחות (המניות) ירד מתחת ל LTV והוא חושש שהלווה לא יוכל להחזיר את החוב. בנקודה זו, הבנק לפעמים נותן הזדמנות להוסיף עוד מזומן או בטחונות נוספים עד מועד מסוים אבל לפעמים אין לו זמן. בכל מקרה בין אם הוא נתן הזדמנות או לא, ברגע שהבנק או הברוקר מרגישים סיכון הם מבצעים Firesale (מכירת חיסול), מוכרים את הנכסים של הלווה בתוך שניות, בכל מחיר שקיים בשוק, ("At Market") כדי להציל את הכסף שלהם. לסוחר אין שליטה על האירוע; הוא מתעורר בבוקר ומגלה שהתיק נמחק.

המלכודת הנדל"נית: כשאי אפשר למכור בלחיצת כפתור

בשוק הנדל"ן, הסיטואציה דומה, אך הביצוע שונה ומסוכן יותר בגלל היעדר נזילות. כאשר שווי הדירות יורד, הבנק שמממן את הקבלן רואה ששווי הבטוחות שלו נשחק. היחס בין החוב לבין שווי הנכס (LTV) עולה לאזור המסוכן. הבנק עשוי לדרוש מהקבלן להזרים הון עצמי (כסף) או לשעבד נכסים נוספים. במקרים קיצוניים בלבד הבנק נאלץ להשתלט על הנכסים (כינוס נכסים). אבל כאן הבעיה: נדל"ן אינו מניה. הבנק לא יכול למכור בניין שלם בשניות. אין "Order Book" שאפשר לזרוק אליו סחורה. מכירת חיסול של נדל"ן היא אירוע אלים ואיטי. כונס נכסים שרוצה להיפטר מדירות מסוגל לחתוך מחירים ב-20% או 30% כדי למכור מהר אם הבנק חייב את הכסף. ברגע שזה קורה בפרויקט אחד משמעותי, זה קובע את "מחיר השוק" החדש לכל האזור. השמאי של הפרויקט ממול נאלץ לעדכן את השווי כלפי מטה, ופתאום גם הקבלן השכן נכנס לבעיית בטחונות. זהו אפקט דומינו.

הפסיכולוגיה של השוק הדובי: המדרגות והמעלית

דיברנו על כך שבשווקי נדל"ן המחזורים ארוכים יותר, ולכן ההתאוששות גם ארוכה הרבה יותר.

פתגם עתיק בוול סטריט - "Markets go up in an escalator and go down in an elevator"

בשוק הנדל"ן, בגלל חוסר הנזילות, המעלית הזו נוטה להיתקע בין הקומות בירידה, כלומר, הירידה היא חדה ביחס לעלייה אבל גם נמשכת יותר זמן ביחס לשוק המניות. תיקון מהיר של חודשיים (כמו ב-2022 בבורסה) אינו שוק דובי; זהו "תיקון". שוק דובי בנדל"ן הוא תהליך שחיקה של שנים. מכיוון שמחזורי הנדל"ן ארוכים וכבדים יותר משוק המניות, ההתאוששות ממנו היא איטית להחריד. אם בשוק המניות התאוששות יכולה לקחת חודשים, בנדל"ן היא לוקחת עשור (רושיר שארמה בספרו The Rise and Fall of Nations מדבר על כך שבמקרה הכי הכי אופטימי 5 שנים זה המינימום). אם יוצר מצב שהבנקים בישראל יתחילו לבצע מעין "Margin Calls" משלהם לקבלנים הממונפים, הציבור יגלה שהמעלית יורדת מהר מאוד, ואין כפתור עצירה.

דיפלציה

דיפלציה היא תופעה כלכלית מבלבלת. בניגוד לאינפלציה שמרגישים מיד בארנק, דיפלציה מתחילה בשקט יחסית כי המחירים יורדים. יתירה מכך, זה אירוע משמח לצרכנים. הבעיה מתחילה כשזה קורה לא ברבעון אחד, אלא שתיים ומתחיל להתגלגל. ישנם כמה אפשרויות שיכולות להוביל לכך. הראשונה, בעיה שהמדינה יצרה לעצמה. נתחיל עם היסודות המוניטריים.

"inflation is everywhere and always a monetary phenomenon" – Milton Friedman

"אינפלציה היא תמיד ובכל מקום תופעה מוניטרית", גם דיפלציה היא צד אחר של אותו המטבע בדיוק. אינפלציה מתרחשת בגלל גידול בהיצע הכסף (מילטון פרידמן) וגידול באשראי (ג'ורג' סורוס) (יש תופעה מעניינת של בנקים שנותנים הלוואות של עשרות אלפי שקלים בלי ריבית אם תנתב את המשכורת שלך אליהם), וכך יש יותר מדי כסף שרודף אחרי אותה כמות סחורות. המשמעות היא שהכסף קונה פחות; המטבע "נחלש", לעומת זאת, דיפלציה היא ההפך הגמור, צמצום היצע הכסף. במצב כזה, הכסף הופך לנדיר יותר ולכן הוא קונה יותר כי כולם צריכים אותו, ולכן נותנים יותר בשבילו. המטבע למעשה "מתחזק" מבחינת כוח הקנייה שלו.

הסיכון הראשון - המערכת

הטריגר האפשרי הראשון הוא תיקון יתר של הממשלה, כלומר הבעיה עלולה להתחיל בגלל המדיניות הממשלתית. הממשלה הזרימה סכומים אדירים למשק בתחילת המלחמה (מענקים, פיצויים, הוצאות ביטחון), מה שליבה את האינפלציה. כמשקל נגד, בנק ישראל העלה ריביות/ החזיק אותן גבוה לאורך זמן. מתוך רצון לסגור את הגירעון ולממן את ההוצאות הללו, נעשו פעולות שהגדילו את המיסוי על האזרחים בו זמנית עם פעילות אסרטיבית יותר של רשות המיסים. באופן היפותטי, אם הממשלה שאבה חזרה יותר מדי כסף מהמערכת באמצעות מיסוי כבד מדי היא עלולה לייבש את הנזילות בשוק. נוצר מצב שבו יש פחות מדי כסף בכיסים של האזרחים לצריכה, ופחות מדי הון אצל העסקים להשקעה. המעבר החד הזה, מהזרמה מסיבית לשאיבה אגרסיבית, הוא מתכון ליצירת דיפלציה תוך כדי שיש מחנק אשראי (בגלל שהצניחה בכמות הכסף קורית לפני שהבנק המרכזי יוריד ריביות).

מקור הסיכון הכפול הוא בנק ישראל ורשות המיסים

1. הבנק המרכזי, שעדיין מצולק מהאינפלציה, יחשוש להוריד את הריבית מהר מהר מדי. אם הריבית תישאר גבוהה בזמן שהמשק כבר נכנס להאטה ולדיפלציה, זה יעמיק את המיתון ויקשה על עסקים להתאושש.

2. אגרסיביות יתר של רשות המיסים - אם המדינה תמשיך בקו של "שליפת כספים" אגרסיבית דווקא מהאוכלוסייה היצרנית (ההייטק, העסקים הקטנים, מעמד הביניים) כדי לסגור את הבור התקציבי, היא תפגע במנועי הצמיחה היחידים שיכולים להוציא את המשק מהבוץ. שאיבת נזילות מהמגזר היצרני בזמן האטה היא כמו הקזת דם לחולה אנמי.

הסכנה השנייה - המלכוד של כלכלה "חזקה" מדי מובילה למטבע חזק מדי

בתוך הסיטואציה הזו, מסתתר סיכון מורכב נוסף: האפשרות שהדולר ייחלש משמעותית מול השקל (או שהשקל יתחזק), גם בגלל עוצמה כלכלית ישראלית, וגם בגלל תנודות גלובליות וחולשה של הדולר בעולם. על פניו, שקל חזק נתפס כדבר חיובי לצרכן (ייבוא זול, טיסות זולות). אך למשק הישראלי, התלוי בייצוא, זהו אתגר תחרות. תעשיית הטק הישראלית מוכרת בדולרים אבל משלמת משכורות בשקלים. כשהדולר נחלש, עלות המהנדס הישראלי במונחים דולריים עולה. עבור חברה גלובלית, מרכז הפיתוח בתל אביב הופך פתאום ליקר משמעותית בהשוואה למרכזים מקבילים באירופה או בארה"ב, מבלי שהתפוקה השתנתה. זה לא אומר שסוגרים את השאלטר מחר בבוקר, אבל זה בהחלט גורם לחברות לחשוב פעמיים לפני גיוס עובדים חדשים בישראל, ומעודד אותן להסיט צמיחה עתידית למקומות זולים יותר. עבור מפעלים בפריפריה שמייצאים מוצרים נוספים, התחזקות השקל היא פגיעה ישירה ברווחיות. בניגוד להייטק, שם יש מרווח נשימה מסוים, בתעשייה המסורתית כל אחוז בשער המטבע הוא קריטי. שקל חזק מדי מקשה עליהם להתחרות במחירים בשוק העולמי. בנוסף התחזקות המטבע היא תוצאה ישירה של 2 דברים. הראשון, ירידה בכמות שבה הציבור הישראלי מוציא על מוצרים יקרים יותר שמקורם בחו"ל. קנייה של מקרר חדש למשפחה שמתקשה בתשלומי משכנתא נדחית. החלק השני, הוא גידול בהשקעות בארץ בבורסה הישראלית בצורה מהירה מאוד. כסף רב זרם לבורסה הישראלית מחו"ל לאחר מבצע עם כלביא, כחלק מטרנד של sell America ולקנות International stocks בגלל אמונה שהשוק האמריקאי יקר וReversion to the mean. ישראל בעלת ההייטק החזק, צריכה להיזהר שלא להפוך ליקרה מדי עבור עצמה. הלחץ על העסקים המקומיים במקביל, שקל חזק הופך את הייבוא לזול ומשתלם יותר. חברות בינלאומיות יגבירו את הייצוא לישראל, והשוק עלול להיות מוצף בסחורות מיובאות במחירים תחרותיים. עבור היצרן המקומי ועסקים קטנים, זו עלולה להפוך לתחרות קשה יותר. הם מתמודדים עם עלויות ייצור מקומיות גבוהות (ארנונה, חשמל, מילואים), בעוד המתחרים מחו"ל נהנים ממטבע זול שמזיל את מוצריהם על המדף הישראלי. כך נוצרת תמונת מצב מורכבת, הצרכן אולי נהנה מכוח קנייה גבוה יותר למוצרי ייבוא, אבל הבסיס היצרני של המשק נשחק, ושוק העבודה עלול להצטמצם כתוצאה מכך.

סכנה שלישית – דיפלציה כתוצאה מבעיות בשוק הדיור

הבעיה המרכזית בדיפלציה היא הפסיכולוגיה של הקונים. זהו מצב של "המתנה". אנשים עם כסף נזיל מעדיפים לשבת על הגדר, למה לרכוש נכס היום, אם הוא יהיה זול יותר מחר? התוצאה היא האטה בפעילות הכלכלית. חברות מרוויחות פחות, שווי המניות שלהן מתעדכן כלפי מטה, והציבור מרגיש שחסכונותיו (בפנסיה ובנדל"ן) שווים פחות ("אפקט העושר השלילי"). כשאנשים מרגישים פחות אמידים, הם צורכים פחות, והמעגל מזין את עצמו. זה לא חייב להיות פיצוץ, אלא פשוט דעיכה איטית של מנועי הצמיחה, כפי שרואים בכלכלה הסינית כיום. במידה והמצב בשוק הנדל"ן יחמיר, ויתגלגל משם גם לבורסה, אנחנו עלולים לראות את מקור העושר הישראלי תחת לחץ בבת אחת. הסיכון הזה גדול בעיקר בגלל הקשר הישיר בין הבורסה הישראלית לשוק הנדל"ן הישראלי. במידה כזאת אנחנו עלולים לראות אפקט הפוך של אפקט העושר. הציבור הישראלי יקצץ בצריכה באופן חד, עסקים רבים יאלצו להגיב בהורדת מחירים כדי לייצר תזרים מזומנים. המעבר הזה, משוק של צרכנות מטורפת "למרות המלחמה" לשוק של "מכירות חיסול", עלולה לשנות לגמרי את התמונה. ולדרוש התערבות אגרסיבית של בנק ישראל.

במידה ובנק ישראל או הממשלה פועלים במשק, לוקח לדברים זמן להשפיע. ולכן גם אם הם יתערבו, יקח לזה זמן לחלחל לכל הכלכלה. אני רוצה להוסיף שנדיר שמשוהו קורה בגלל תופעה אחת. לרוב זהו שילוב של מגוון תופעות שונות שכל אחת מתרחשת בקנה מידה כזה או אחר. זאת טעות לומר שדבר קרה בכלכלה רק בגלל דבר יחיד, למרות שבמקרים רבים זה מאוד מפשט דברים ומקל את השיח.

כשלהיות בזבזן דופק אותי – אבל זה שאנחנו בזבזנים מציל אותנו

כפי שהזכרתי, הדבר הגרוע ביותר לכלכלה הוא להיתקע במקום, קיפאון הוא מוות לעסקים. לכן הדבר הכי חשוב אחרי השביעי באוקטובר, היה לחזור לתפקוד כללי כמה שיותר מהר. כשהמערכת התחילה לצאת מההלם, וזה לקח כמה חודשים, היה לי ברור שגם מיסים גבוהים יותר יידרשו (לממן את המלחמה והנזקים שלה), וגם הוצאות ביטחון שוטפות יהיו גבוהות יותר. בגלל מבנה הצבא שלנו, שמבוסס על מילואים, היה ברור לי שאינפלציה גבוהה בדרך. המשוואה היא קלאסית:

1. צד הכסף - הממשלה מכניסה כמויות אדירות של כסף למערכת (פיצויים, מענקים).
2. צד הסחורות - כמות השירותים במשק לא תגדל (ואף תקטן בגלל מחסור בעובדים), ובגלל פגיעה בשרשרת האספקה (החרם הטורקי והחות'ים), מחיר המוצרים יעלה.

זה היה הזמן לפעול, בחודשיים-שלושה הראשונים של הקיפאון, כשבעלי עסקים רק רצו להיפטר מסחורה ואף אחד לא חשב על מעבר דירה. זה היה הרגע לשדרג דיור לדירה עם ממ"ד במחיר שפוי, לקבע שכירות לזמן רב, או להקדים הוצאות גדולות. מי שפעל כך (וזה לא מקרה של הסנדלר הולך יחף, ביצעתי את הפעולות הללו בעצמי), הקדים את "צונאמי הבזבז" שהגיע אחר כך. בזמן שאנחנו חתכנו הוצאות באופן מאסיבי והגדלנו השקעות, הציבור סביבנו עבר ממצב של הלהלם למצב של FOMO.

הציבור מציל את המשק

השדרוג של המענקים הממשלתיים יחד עם תחושת "חיים רק פעם אחת", יצרו אווירה של שחרור רסן. בקיץ 2024 המונים יצאו לחופשות בחו"ל, רכשו מוצרים והביאו לגל מאסיבי של ביקושים ועליית מחירים. הקושי של העסקים לא היה מחסור בלקוחות, אלא מחסור בעובדים שישרתו אותם. כאן נכנס הלקח שלמדו החברות הגדולות מהפגיעה בשרשרת האספקה (עוד מהקורונה) והמנטליות של הצרכן הישראלי לימדה אותן שניתן לגלגל את העלויות לצרכן בלי חשש. זאת אחת הסיבות למה הבורסה הישראלית במצב כל כך טוב – החברות הישראליות מצוינות בגלגל עלויות, והציבור הישראלי מצוין בלשלם אותן.

הבזבזנות של הכלל מצילה את הפרט

ההתנהלות הישראלית הכללית, זו שלא הידקה חגורה אלא המשיכה לצרוך, הצילה את הכלכלה הישראלית מדיפלציה ומיתון. הבזבזנות הציבורית שמרה על תזרים מזומנים (Cash Flow) במשק, אפשרה לעסקים לעמוד בהתחייבויות ולמחזר הלוואות. נוצר כאן מצב אירוני, מי שנפגע הכי הרבה מהאינפלציה הם השכבות החלשות, שכוח הקנייה שלהן נשחק. לעומת זאת, מי שהידק חגורה מוקדם ופעל בחוכמה, נהנה יותר, אבל הוא חייב לברך על כך שהאנשים סביבו הידקו פחות. הבזבזנות שלהם היא המנוע ששומר על הכלכלה (ועל תיק ההשקעות שלו) בחיים.

האם העוצמה של הבנקים היא אשלייה או מגדל קלפים של מיחזורי חוב

העובדה שהציבור הישראלי המשיך לבזבז ולשמור על תזרים מזומנים (גם אם הוא נשחק), יצרה עבור הבנקים מראית עין של יציבות, אך בפועל היא אפשרה להם פשוט לקנות זמן. אנחנו עדים לאנומליה מעניינת בנתונים: מצד אחד, יש ירידה בהיקף העסקאות הריאליות בענף הנדל"ן (פחות דירות נמכרות). מצד שני, אנחנו רואים עלייה בהיקף המשכנתאות ה"חדשות". איך זה ייתכן? התשובה היא מיחזור. העלייה הזו היא לא תוצאה של צמיחה או של זוגות צעירים שקונים דירה, אלא של משפחות שרצות לבנק כדי לפרוס מחדש את החובות שלהן כדי לשרוד את החודש.

השטות של "כושר ההחזר"

שמעתי לאחרונה מנהל קרן גידור ישראלי מתלהב בפודקאסט על "החוסן של הבנקים הישראליים". הטיעון המרכזי שלו היה: "הבנקים בישראל שמרניים, הם קודם כל מסתכלים על כושר ההחזר של הלווה, ולכן התיק בטוח". מה שהפריע לי, זה שהוא לקח כמובן מאליו את ההנחה ש"כושר ההחזר" הוא קבוע סטטי. בכלכלה צומחת זה נכון סטטיסטית, אנשים מתקדמים בעבודה, המשכורות עולות, וכושר ההחזר משתפר. אבל בכלכלה שנחלשת? ההפך הוא הנכון. כושר ההחזר הוא הנתון הראשון שנשחק. כשמהנדס עובר ממישרה מלאה לחל"ת, או כשבעל עסק קטן סוגר חודש חלש, "כושר ההחזר" המהולל שלו מתאייד. להסתמך על תלוש השכר של 2023 כדי לחזות את כושר ההחזר ב-2026 זה כמו לנהוג בכביש מהיר כשאתה מסתכל רק במראה האחורית.

לגלגל את הפחית

המערכת כולה נמצאת כרגע במצב של "גלגול הפחית במורד הרחוב". הבנקים, הקבלנים והרוכשים משחקים משחק מסוכן של משיכת זמן, בתקווה שהכלכלה תתאושש לפני שהפצצה תתפוצץ. הדוגמה המובהקת ביותר היא עסקאות הקבלן של "שלם 20% עכשיו, והיתר (80%) במסירה בעוד 3 שנים". מאיפה לעזאזל יביאו הרוכשים את ה-80% הנותרים ביום המסירה? ההנחה הסמויה של כולם היא כזאת: "עד אז הריבית תרד, הדירה תהיה שווה יותר, ונוכל לקחת משכנתא זולה או למכור את הדירה ברווח". אבל מה אם לא? מה אם ביום המסירה הריבית עדיין תהיה גבוהה, ומחיר הדירה בשוק יהיה נמוך ממחיר החוזה? הבנקים יסרבו לתת משכנתא מלאה (כי שווי הבטוחה ירד), והרוכשים יתקעו עם התחייבות של מיליונים שאין להם איך לכסות. זהו מתכון לחדלות פירעון המונית.

אסטרטגיית התקווה

"I'd define skepticism as not believing what you're told or what 'everyone' considers true. In my opinion, it's one of the most important requirements for successful investing. If you believe the story everyone else believes, you'll do what they do."

Usually you'll buy at high prices and sell at lows. You'll fall for tales of the "silver bullet" capable of delivering high returns without risk. You'll buy what's been doing well and sell what's been doing poorly. And you'll suffer losses in crashes and miss out when things recover from bottoms. In other words, you'll be a conformist, not a maverick (an overused word these days); a follower, not a contrarian." – Howard Marks , (2008) – *The Limits to Negativism*

נראה שבישראל, "תקווה" הפכה לאסטרטגיית השקעה. יש איזו ציפייה קולקטיבית שעוד רגע תהיה עסקה עם חמאס, החטופים יחזרו, סעודיה תחתום על שלום, וההייטק יחזור להתפוצץ. בינתיים, הבנקים מציגים דוחות כספיים חזקים ומחלקים דיבידנדים שמנים. אבל הבעיה שלי היא שאני לא בטוח שהדוחות האלה משקפים את העתיד, אלא את העבר. אני חושש שהסיכונים האמיתיים, המלחמה המתמשכת, השחיקה בהייטק, ומלכודת הנדל"ן - לא באמת מתומחרים במניות הבנקים. השוק מתמחר "תרחיש מושלם" של יציאה מהמשבר. אם התרחיש הזה לא יתממש במלואו, הנפילה מהגובה הזה תהיה כואבת מאוד. אולי אני טועה וכל מה שאני אומר הוא פסימיות מוגזמת, אבל כשאני מסתכל על המספרים, התחושה שלי היא שהשוק חי בניתוק מסוים מהמציאות הכלכלית בשטח. כלומר, אני סקפטי כשכולם משוכנעים. הסגנון שלי הוא כזה שפועל כשכולם פסימיים, ובוחר שלא להשתתף כשכולם אופטימיים. שורטיסט עושה בדיוק ההפך, וקוואנטים וקרנות גידור מנסות לשחק לשתי הכיוונים.

על הגירה (זה לא סוד שהמצב בישראל גם פוליטית בעייתית) והגידול הקצת מדומה באוכלוסייה

הרבה מהציבור שהוא לא מרוצה (וכל העם לא מרוצה), וזה לא משנה למה הוא לא מרוצה, הוא ציבור שיש לו יכולות ואמצעים כלכליים להגר מישראל החוצה. האנשים שיש להם את היכולת, האמצעים והכישורים להגר מכאן, הם בדיוק אלה שמחזיקים את המדינה על הכתפיים: אנשי ההייטק, הרופאים, המהנדסים שרובם משרתים במילואים. השילוב הקטלני של שחיקה באיכות החיים, אובדן תחושת הביטחון, ותסכול עמוק מכך שהמדינה לא "רואה" אותם, דוחף אותם החוצה. זה כבר לא "רק קפלניסטים" מי שחושב שמדובר בתופעה של "שמאלנים מתל אביב", טועה ומטעה. אני שומע קולות אחרים לגמרי. חבר ילדות שלי, ליכודניק מהפריפריה שהצביע לבן גביר בבחירות האחרונות, התקשר אליי לאחרונה עם תהייה מצמררת: "לאיזה מקום הבאתי את הילד שלי? אולי עדיף שנעבור לחו"ל?". האמירה השחצנית של פוליטיקאים מסוימים, "נסתדר בלעדיהם" או "מי שרוצה ללכת שילך", היא מתכון להתאבדות לאומית. המדינה לא יכולה להרשות לעצמה לאבד את האנשים האלה. כשמשווים את נתוני העלייה, צריך להיזהר. הרבה מהעולים מארה"ב הם פנסיונרים שמגיעים לכאן בגלל ביטוח הבריאות המצוין והזול. להשוות עולה בן 70 שצורך שירותי בריאות, לישראלי בן 30 שעוזב בדיוק בשיא כושר ההשתכרות, המיסוי והמילואים שלו זה טירוף. במונחים כלכליים, המדינה מחליפה נכס מניב בהתחייבות. לכן, הנתונים על "גידול האוכלוסייה" הם בחלקם פיקציה סטטיסטית. מה שלא פיקציה הוא קצב הילודה הגבוה, אבל גם הוא דורש משאבים אדירים.

להיות Contrarian: לראות את מה שהשוק מפספס

החזרים גבוהים בהשקעות יכולים לקרות רק באמצעות שתי דרכים. Superior Insight או להיות Contrarian.

"There's only one way to describe most investors: trend followers. Superior investors are the exact opposite. Superior investing, as I hope I've convinced you by now, requires second-level thinking—a way of thinking that's different from that of others, more complex and more insightful." – Howard Marks

האדם עם Superior Insight הוא זה שמסתכל על כל הנתונים שכולם מסתכלים ומסתכל על נתונים שלא מסתכלים ואומר שהגורמים בשוק לא מבינים מספיק לעומק עד כמה דבר כזה יהיה משמעותי או לא. לדוגמא אם מישהו רכש מניות של Nvidia ב-200 דולר למניה (לפני שהמניה נחצתה) וכשהיא עלתה ל-700 דולר (שזה יוצא נכון לרגע זה שהמחיר של Nvidia הוא 172 דולר למניה שגם ב-700 דולר המחיר היה זול יותר מפי 2) הוא רכש עוד מתוך מחשבה שהשוק לא מבין עד כמה זה משמעותי התהליך

שאנחנו נכנסים אליו. Contrarian הוא להיות במצב שבו אתה בטוח שהשוק טועה, שהדוגמא היא
בסרט The Big Short.

“Most people probably took away from The Black Swan the same lessons I did (and the lessons mentioned in “The Aviary”): “unlikely” isn’t the same as “impossible,” and it’s essential for investors to be able to get through the low spots.

Of course, it’s improbable events that brought on the credit crisis. Lots of bad things happened that had been considered unlikely (if not impossible), and they happened at the same time, to investors who’d taken on significant leverage. So the easy explanation is that the people who were hurt in the credit crisis hadn’t been skeptical – or pessimistic – enough.

But that triggered an epiphany: Skepticism and pessimism aren’t synonymous. Skepticism calls for pessimism when optimism is excessive. But it also calls for optimism when pessimism is excessive. I’ll write some more on the subject, but it’s really as simple as that.

Contrarianism – doing the opposite of what others do, or “leaning against the wind” – is essential for investment success. But as the credit crisis reached a peak last week, people succumbed to the wind rather than resisting. I found very few who were optimistic; most were pessimistic to some degree. Some became genuinely depressed – even a few great investors I know. Increasingly negative tales of the coming meltdown were exchanged via email. No one applied skepticism, or said “that horror story’s unlikely to be true.” Pessimism fed on itself. People’s only concern was bullet-proofing their portfolios to get through the coming collapse, or raising enough cash to meet redemptions. The one thing they weren’t doing last week was making aggressive bids for securities. So prices fell and fell – the old expression is “gapped down” – several points at a time.

The key – as usual – was to become skeptical of what “everyone” was saying and doing. One might have said, “Sure, the negative story may turn out to be true, but certainly it’s priced into the market. So there’s little to be gained from betting on it. On

the other hand, if it turns out not to be true, the appreciation from today's depressed levels will be enormous. I buy!" The negative story may have looked compelling, but it's the positive story – which few believed – that held, and still holds, the greater potential for profit." – Howard Marks

הבאתי את הציטוט הנ"ל מהסיבה הפשוטה. כל אחד צריך לבחור את סגנון המשחק שמתאים לו. והנקודות הללו הם מה שהובילו אותי לבחור את הסגנון שאני בחרתי אותו. חשוב תמיד לזכור מה המשקפת דרכה הכותב מסתכל על העולם ומסביר.

לא כל האזרחים צריכים להיות שווים

המדינה חייבת להתייחס לאזרחים מבחינת גידול אוכלוסייה בתור אזרחים מועילים ומועילים פחות. אנחנו לא יכולים להרשות לעצמנו אחרת (על כמה רעיונות לעשות זאת אני אציין אחר כך). אדם שצורך יותר משאבים ממה שהוא מייצר לא יכול להיות שווה ערך בהתייחסות המדינה לאדם ששירת בצבא או שירות לאומי שירות מלא, ומשלם מיסים, הוא חשוב יותר למדינה והיא חייבת לשמר אותו. היא חייבת לתת לו תחושה שהיא מעריכה אותו, היא חייבת לתת לו תחושה שהיא רואה אותו, ולא לתת לו תחושה שהוא אידיוט שהוא נותן מעצמו. הוא יסרב להגיע למילואים לא בגלל שפוליטיקאי אמר לו, אלא בגלל שהוא יפחד על לאבד את מקור הפרנסה שלו. הוא ישכנע את הילדים שלו לא להיות לוחמים מפני שאין לזה שום טעם וערך אם בסוף יורקים אותך החוצה (זה לא אני, אם היה לי ילדים אני מקווה שהייתי רוצה שיהיו לוחמים כי אני רואה בזה ערך חשוב הן לתת למדינה והן ממה שהלוחם מפיך).

הציבור החרדי (על הערבי אני אדבר עוד מעט) חייב להתעורר ולהבין שאם האנשים האלה יעזבו, וזה בדיוק מי שיהיה לו את היכולת לעזוב, התוצאה הסופית של הדרדרות המדינה (הן מבחינת איכות חיים, אבל כלכלית ומבחינת יכולות הצבא) תהיה שחיטה של האוכלוסייה שלהם על ידי האוייבים שלנו. האסון הקיומי הוא שם כל הזמן, ואני משתגע שאנשים נזכרו שהוא קיים רק בשביעי באוקטובר. אם אחד מכם, השתמש במושג של מלחמת אזרחים פעם אחת, או לחילופין התלהב מהמערכון של ארץ נהדרת עם שאולי, הוא צריך להתבייש. מלחמת אזרחים אחת הייתה, קוראים לה בישראל מלחמת השחרור (בין אזרחי פלסטינה הבריטית).

וכל אזרחי ישראל שאינם יהודים, מרגישים ולדעתי בצדק, שהם אזרחים סוג ב'. אנחנו מזניחים אותם. זה ברור כשמש לכל אחד שאם הרציחות שהולכות במגזר הערבי היו קורים אצל יהודים היה נעשה יותר בנושא. או כמו שבג'דידה מאכר לא אספו זבל שבועות בגלל כנופיות פרוטקשן. הקהילה הדרוזית נפגעה עמוקות עם חוק הלאום.

השיטה הישראלית צריכה לקדש את מי שמקדש את החזון הציוני. הוא שמירה על האזרחים ומי שעובד בשירות העם והמדינה (משטרה, שב"ס, צה"ל, כבאות, רפואה וכו'), חקלאים, מילואמניקים וכד'. ניתן לעשות זאת עם שיטת הניקוד הסינית שנותנת ניקוד לאזרחים. יש אזרחים ששווים יותר, ויש כאלה ששווים פחות. אני לא עושה מילואים, אני שווה היום למדינת ישראל פחות מאשר אדם שמתנדב במד"א 20 שנה. המדינה צריכה להחליט את מי ואת מה היא מתעדפת, והיא צריכה לתעדף את מי שתורם לה. אנחנו רואים ירידה משמעותית בישראלים שחוזרים לישראל (למרות האניטשמיות בעולם שהיא בשיא) ואנחנו רואים דיבור הולך וגובר של אנשים שאומרים בשביל מה לי להיות כאן. הם חווים היום ירידה באיכות החיים, ומרגישים ללא ערך.

הפעולה שהממשלה שלנו נוקטת כרגע, היא להמשיך ולהזרים כספים למשק (כמו השוברים לבתי מלון) ולקוות שזה יגשר על התקופה שבה היא תפסיק את המילואים המאסיביים. בינתיים חברה של הבת זוג שלי עודכנה כי היא תצטרך לעשות חודשיים וחצי של מילואים עוד 4 חודשים מהיום. היא הייתה מ"כית בקרקל. זה עליה של 150% ממה שהיא הייתה עושה פעם, וזה מתחיל להיות השנה השלישית ברציפות של עומס של ימי מילואים כזה. פחות פרודקטיביות, יותר כסף מהמדינה שזורם יותר ויותר למקומות צריכה בסיסיים מה שהופך את האינפלציה ליותר ויותר דביקה. לדעתי המתכון שמתבשל כרגע הוא המשך הגדלת האינפלציה ככל שהזמן עובר במתכונת הנוכחית. ולדעתי יש סכנה דיפלציונית גבוהה כשהמלחמה תיגמר והדרישה למילואמניקים תיפסק. ופה אני Contrarian כי זה בסתירה למה שהציבור המקצוען בארץ חושב שיהיה. הם בטוחים שתיגמר המלחמה המדינה תחזור לצמיחה שהיא זכתה בו לפני כן. לא הייתי שם יותר מדי משקל על הדעה שלי, כי אני לא שם על זה כסף. אני נמנע כי זה לא בוחק לי מספיק, אבל זאת דעתי האינטלקטואלית הלא ניתנת למדידה.

"It's true that the investing herd is often wrong. In particular, it behaves more aggressively the more prices rise, and more cautiously the more they fall – the opposite of what should happen. But doing the opposite of what the crowd does isn't a sure thing either. Much of the time there isn't anything dramatic to either do or avoid. Contrarianism is most effective at the extremes, and then only for those who understand what the herd is doing and why it's wrong. And they still have to summon the nerve to do the opposite." – Howard Marks

דיברתי על הזווית הדיפלומטית, נדבר על זווית הסטגפליציה (אינפלציה ללא צמיחה)

כשאנחנו בוחנים את ההשלכות של אינפלציה גבוהה ודביקה יותר, הנובעת מאותן סיבות מבניות שדיברנו עליהן, אנחנו חייבים להבין שאינפלציה איננה רק נתון סטטיסטי יבש של הל"מ"ס, אלא כוח שוחק שמשנה התנהגות אנושית וכלכלית. התהליך הזה צפוי להוביל לירידה עקבית ומתמשכת בהוצאות של הישראלים על כל מה שאינו צריכה בסיסית, כמו בילויים, חופשות ומסעדות, מה שיגרור את העובדים בענפים הללו למעגל של אובדן הכנסה וצמצום צריכה משלהם. כדור השלג הזה עלול להחריף באופן משמעותי את תופעת ה"חזרה לגור עם ההורים", שכן בעלי הדירות, הסובלים בעצמם משחיקת האינפלציה והחזרי משכנתא תופחים, ירגישו צורך ממשי להעלות את שכר הדירה, אך יתקלו בביקוש הולך וקטן מצד ציבור שפשוט אינו מסוגל לעמוד במחירים החדשים.

התוצאה הבלתי נמנעת של התהליך הזה היא שהציבור שבעבר יכול היה לחסוך ולרכוש דירות, ימצא את עצמו מחוץ למשחק, מה שיפעיל לחץ כלפי מטה על מחירי הנדל"ן הריאליים או יוביל לקיפאון מתמשך. האנשים הראשונים שיטעמו את הטעם המר של תיקון השוק, או את ה"לקרדה", יהיו דווקא אותם משקיעים ממונפים שרכשו נכסים "על הנייר", ואשר בתרחיש של ירידת מחירים יראו כיצד ההון העצמי שלהם נמחק כליל בתוך נכס שלמעשה, בגלל המינוף הגבוה, נשאר שייך באמת ובתמים לבנק. במבט רחב יותר, אינפלציה גבוהה יותר גוררת בהכרח סביבת ריבית גבוהה יותר, המייצרת אבטלה, מאטה את הילודה בשל יוקר המחיה, ומאיצה את ההגירה של האוכלוסייה החזקה.

יש שיאמרו שזהו תרחיש בלהות קיצוני, אבל אני מציע להמתין ולראות מה יקרה כשגל הפיטורים המאסיבי הראשון בהייטק יגיע מארה"ב. כאשר מיתון אמריקאי רציני יפגוש את מהפכת הבינה המלאכותית, אנו עלולים לראות חברות ענק שמנצלות את המשבר כדי לפטר מהנדסים ועובדי מעטפת שפשוט אינם נחוצים עוד, מכיוון שה AI-מסוגל להחליף חלק ניכר מעבודתם. זו אינה תחזית עתידנית רחוקה; במקומות כמו Shopify מנהל שרוצה לגייס עובד נוסף כבר נדרש כיום להסביר מדוע לא ניתן לבצע את המשימה באמצעות בינה מלאכותית, שיח שבישראל עדיין לא מדברים עליו בחדשות, אך בארה"ב ובארץ הוא כבר המציאות בחדרי הישיבות.

הסכנה הפסיכולוגית הגדולה ביותר טמונה בתגובה של הציבור הישראלי לשינוי כיוון בשוק הנדל"ן. במידה ונראה ירידה אמיתית במחירים, בשילוב עם אינפלציה דביקה שאולי אף תדרוש העלאות ריבית נוספות, הציבור פה עלול "לאבד את זה" פשוטו כמשמעו. הסיבה לכך היא שהמשק כולו מושתת על האקסיומה שמחירי הדירות יכולים רק לעלות, ולכן שינוי מגמה שיימשך מספר שנים עלול ליצור כדור שלג רפלקסיבי לצד השני, שבו הציפייה לירידות מחירים מייצרת ירידות נוספות ומעמיקה את המיתון.

אל תוך הקלחת הזו נכנס הקוקטייל המסוכן של ממשלה שמוציאה יותר ויותר כספים במקביל לקיטון בהכנסות ממיסים, מה שיוצר משבר עמוק הדורש קבלת החלטות מהירה ואגרסיבית. הקוקטייל של ממשלה שמוציאה יותר ויותר כספים עם קיטון בהכנסות שלה (מיסים) ייצור משבר עמוק יותר במערכת, ושעה כזאת דורשת החלטות מאוד קשות שצריכות להתקבל מהר.

"If money isn't loosened up, this sucker could go down!"

George W. Bush

אמירה שהנשיא בוש אמר ב-2008 כדי לזרז את קבלת ההחלטות בסנאט והקונגרס האמריקאי בנוגע להזרים כספים למערכת הפיננסית. האמירה הזאת לטענת וורן באפט, היא האמירה הכלכלית החשובה בהיסטוריה.

אצלנו אנו עדים לתרבות של קבלת החלטות איטית וסיסטמית, שבה החלטות קריטיות נדחות שוב ושוב, אנחנו לא מצליחים להחליט אם עסקה או מתקפה שאנחנו נוהגים לתת לה את השם הפוליטיקלי קורקט, תמרון. זוהי תרבות שבה תוכניות לתשתיות לאומיות, כמו שדות תעופה חדשים, נמרחות על פני שנים ועולות מיליארדים מעבר למתוכנן. ואי אפשר להאשים רק את הממשלה, כאשר חלקים נרחבים בציבור, מתוך שנאה יוקדת למנהיג כזה או אחר, פועלים בחוסר רציונליות שפוגע במדינה עצמה. הדבר היחיד שיכול באמת להבריא את המערכת הוא שינוי תרבותי עמוק, שהוא אמנם קריטי, אך כריאליסטי אני סקפטי מאוד לגבי הסיכוי שיתרחש.

בסופו של יום, בין אם המטבע יהיה חזק ובין אם חלש, הציבור הישראלי הוא זה שישלם את המחיר. אנחנו רואים כבר שנים מגמה של עליית מחירים, ולמרות זאת הציבור ממשיך לרכוש, בעיקר הודות לכספים הרבים שהממשלה מזרימה למשק בדמות משכורות מילואים ומענקים. אולם המבחן האמיתי של הכלכלה הישראלית יגיע כמה חודשים לאחר שהברז הממשלתי הזה ייסגר, כשהגיוסים המאסיביים ייפסקו והתקציב הכואב של אחרי הבחירות יכנס לתוקף אז נגלה "מי שוחה ערום".

הסכנה האינפלציונית היא שעד מועד הבחירות הבא יהיו יותר מדי הורדות ריבית אל מול ממשלה שתוציא יותר מדי כספים בשנת הבחירות.

אנומליית הביטוח והבנקים: אי של יציבות או אשליה אופטית?

זה לא סוד שישראלים לא מאמינים במערכת בכלל, אבל יש כמה מוסדות שישראלים מאמינים בהם ברמה הכלכלית, והם שתיהם קשורים במותן אל שוק הדיור הישראלי. בנקים וחברות ביטוח. לדעתי זה בגלל שב2008, כשכל העולם קרס בסקטורים האלה, בישראל הם נותרו יציבים וחזקים.

קורס זריז בעסק של ביטוח

וורן באפט עשה לכולנו שירות לציבור בזה שהוא לימד את כולנו על תחום הביטוח. ביטוח מורכב משתי עסקים, נתחיל בחלק שכולם מכירים (שהוא מאוד קשה). חברות ביטוח אוספות כסף מלקוחות ושמות אותם ביחד. הביטוח עובד בשיטה שבה כאילו כל האנשים שמשלמים את כספי הביטוח בעצם מבטחים עם כספם זה את זה וחברת הביטוח כאילו Facilitates את העניין. הם צריכים לתמחר את פרמיית הביטוח ככה שהיא תהיה גבוהה מספיק כדי לכסות תשלומים עתידיים (שהיא לא יודעת כמה הם יהיו ולא יודעת מתי) ומצד שני שלא יהיה גבוה מדי כדי שיריב יוכל לתמחר במחיר נמוך יותר ולקחת את הלקוחות. אסור אם כן להיכנס למלחמת מחירים עם יריבים כלפי מטה (Race to the bottom) מפני שאז כולם עלולים לפשוט את הרגל.

וורן באפט כשהיה בשנות ה-20 לחייו למד את התחום הזה ממנכ"ל geico. הוא גילה אותם בכך שהוא חיפש איפה המודל לחיקוי שלו בנג'מין גרהאם בדיקטוריון, והוא גילה שגרהם חבר דירקטוריון בגייקו. הוא נסע אליהם למשרדי החברה ביום שבת (או ראשון) ושאל את השרת אם יש מישהו בבניין. השרת אמר לו שכן יש אדם יחיד ושלח אותו לאיזה קומה וחדר כלשהם. האיש היחיד הזה היה במקרה המנכ"ל שהסביר לבאפט במשך מספר שעות את תחום הביטוח. באפט הבין מצויין מההרצאה הזאת את גאייקו, שאת המניות שלה הוא ירכוש, ולאחר מכן השתלט באמצעות ברקשייר ברגעי משבר שלהם. מלבד גאייקו הוא לא הסתדר יותר מדי עם עסק הביטוח, עד שהגיע אג'יט ג'יין.

אז נסכם לרגע את הקטע הזה, ביטוח מרוויח בחלקו הראשון מכך שהוא גובה יותר כסף ממה שיצטרך לשלם יום אחד חזרה. החלק השני של הסיפור הוא העובדה שביטוח מחזיקים את הכסף של המבוטחים לאורך זמן. לזה קוראים Float (הכסף שנשאר אצל חברת הביטוח עד שהוא מוחזר). כלומר משלמים לך להחזיק את הכסף להשקיע אותו לטובתך האישית עד שתצטרך להחזיר את הכסף. זה כאילו נותנים לך הלוואה כדי להשקיע ומשלמים לך בשביל התענוג הזה.

מילה קטנה על פחת - פחת זה בדיוק ההפך, אתה משלם היום, ויכול לרשום את זה בתור הוצאה רק בשלבים מאוחרים יותר. זאת הסיבה שוורן באפט לא אוהב רווחים שמסתמכים על פחת (הוא אמר זאת בפגישות משקיעים של ברקשייר) "Depreciation is negative float". כפי שאמרנו, בנדל"ן זה קצת אחרת.

פה נכנס וורן באפט לתמונה, וזה מה שעשה את ברקשייר לחברת הביטוח הכי טובה בעולם. בצד אחד, בחלק של תמחור הפרמיות, ואולי אפשר להגדיר את זה כענף הביטוח בכלל מנהל אג'יט ג'יין שהוא אולי הכי טוב בלתימחר את הביטוח ולנהל את החלק הזה של העסק. אבל באפט מתעסק עם Float. נחזור על זה שוב, חברת ביטוח לוקחת את הכסף שיושב אצלה בינתיים ומשקיעה אותו. המצב שנוצר הוא כזה, חברת הביטוח בכאילו לוקחת הלוואה מהציבור (שאותו יום אחד תצטרך להחזיר לאינדיבידואלים), משלמים לה על הזכות לתת לה את ההלוואה, והיא משקיעה אותו בינתיים. חברת הביטוח צריכה לוודא שתמיד יהיה לה מספיק מזומן לכסות את מה שתצטרך. בדרך כלל משקיעים את הכסף הזה (שצריך אותו בטווח הקרוב) באג"ח ממשלתי קצר טווח. השאר, וזה הדובדבן שבקצפת, מנהלים תיק השקעות שהמטרה שלו לייצר עוד רווחים. חברות ביטוח זה עסק מצויין, אבל אם זה היה כל כך קל, יותר היו עושים אותו. זה תחום שהוא מאוד מאוד קשה. לאחרונה מניות של חברות הביטוח זינקו בצורה מטאורית. אפילו וזה חלק מאוד גדול, בחמש שנים האחרונות חלקם ב-400% או 700%. נסתכל לרגע על 5 השנים האחרונות. האם פעילות חברות הביטוח צמח כל כך ביחס לשלל האוכלוסייה? ישראלים החליטו כולם לשלם ביטוח מאוד יקר על כל דבר? האם האוכלוסייה הישראלית גדלה כל כך הרבה? האם משק בית בישראל כוח הקנייה שלו התחזק עד כדי כך שהוא יכול לעמוד בתשלומי חברת הביטוח? כנראה שלא. חברות הביטוח בישראל הן עסקים גדולים. קשה לי לחשוב שהשוק הישראלי טעה כל כך בלתימחר אותו. אני יכול להבין טעויות תמחור בזמן משבר כלכלי, או אם היה איזה פיתוח טכנולוגי שהגיע להן משום מקום, או שהן נכנסו לשוק חדש וכו'. אבל כל זה לא קרה. אז התשובה למאפה כל הרווחים האלה הגיעו הם כנראה לא מתחום הביטוח.

תחום ההשקעות

הבורסה הישראלית ביצעה 125% בשנים האחרונות, יותר מהנאסדק. האם זה יכול להסביר לבד את הרווחים? לא. בנוסף בשנים 2020-2023 הריביות היו נמוכות. הן לא הרוויחו כל כך הרבה מהאג"ח שהחזיקו. חברת ביטוח לא יכולה לבנות פורטפוליו שהוא 100% מניות. יתירה מכך, אנחנו יודעים שאחוז גדול יותר של הציבור השקיע בבורסה האמריקאית. כלומר, היה פחות אנשים שרצו אחרי מניות בישראל. חברות הביטוח יחד עם הבנקים, מהוות חלק מתוך הבורסה הישראלית והן אחראיות לחלק ניכר מביצועיו. בנוסף יש לחברות הביטוח בישראל את תחום ניהול קרנות ההשתלמות פנסיה וכו'. הן לוקחות 1% מהunderlying assets במקסימום. הן גם נותנות אשראי לחוסכים בקרנות. ועכשיו הגענו לתחילת השאלות העמוקות.

השאלות

אנחנו יודעים שאנשים לקחו הלוואות כנגד קרנות (שמושקעות במניות ישראליות, ביניהן הן גם הבנקים ובאג"ח קונצרני ישראלים) ולקחו משכנתא (עם אותו הון עצמי שהלוו כנגד הקרן). המשכנתא שהם לקחו, עשו את הבנק רווחי יותר, מה שהעלה את ערך תיק ההשקעות של אותו "חוסך".

זה רק מצב אחד. אנחנו יודעים שכוח הקנייה של הישראלי נשחק, שהתמיכה הממשלתית תיעצר מתישהו, שעלולה להיות העלאות מיסים נוספות, ובינתיים? שוק הרכבים החדשים, המקום בו חברות הביטוח מרוויחות הכי הרבה מביטוח לרכבים נתקע לחלוטין. מניות חברות הביטוח משקפות אופטימיות גבוהה מתמיד. הבנקים לא מדברים על הפחד שלהם מפשיטות רגל של לקוחות ולא מדברים על כך בפגישות משקיעים שהם משאירים מלאי מזומן גדול יותר כדי להתגונן מפני הפסדים. הבנקים, וחברות הביטוח מושקעות בנדל"ן גם אם בעקיפין, ואנחנו רואים סימנים שמראים חולשה של השוק הזה. גם אם מחירי הדירות יכולות לזנק לשמיים, אם קבלנים לא יוכלו להשיג מספיק עובדים כדי להשלים בנייה בזמן, הם ייפשו רגל. אנחנו היום עדים לכך שאין לקבלנים מספיק עובדים. הביקוש לרכישת דירות יורד, לא בשל חוסר רצון, אלא בשל חוסר יכולת. דמיינו מה יקרה אם ישראלים יירגעו מהג'וק שנדל"ן רק עולה כשיגלו שהוא גם יכול לרדת?

מניות הבורסה אמנם משקפות אופטימיות אבל היא בהתעלמות מוחלטת מכך ששעת המבחן של ישראל תיגמר בתוך 2027. אני רוצה להזכיר משהו אחד ממש חשוב. האינתיפאדה פרצה בשנת 2000, מבצע חומת מגן היה במרץ 2002. המיתון העמוק הורגש ב-2003. אני לא שומע היום שום שיחה על מיתון בארץ, רק קבלנים שנזכרים שלא היה תקופה כל כך קשה בשבילם מאז 2003. בינתיים הבורסה משקפת עם עליות המחירים האחרונות אופטימיות, מבצעי הקבלנים מעידים שהם צופים כי הציבור יוכל לעמוד בתשלום 80-20 בסוף התקופה.

אני נזכר בדברים של Sam Zell אמר על נדל"ן. אני חושב על כל מה שאני יודע, ומה שאני חושב שאני יודע, ומסתכל על תחום שאני לא מקצוען בו, ומקשיב לאנשים שכן מקצוענים בו, ואני לא מבין לא מה שקורה בתחום ולא את המקצוענים. איך אפשר בנשימה אחת להגיד שיש בועת נדל"ן, שהקבלנים בישראל התמנפו יתר על המידה ולומר לאחר מכן שהבנקים בישראל מצויינים ותיקי חברות הביטוח במצב טוב. הבנקים וחברות הביטוח הם מי שמספקות את האשראי לחברות הנדל"ן והן גם רוכשות את המניות שלהן ואחת של השנייה.

וזה מביא אותי לזה שאני עומד היום ומאוד מאוד מבולבל מהדברים שאני רואה.



פרק 12 - Last Thoughts, but not on Woody Guthrie

*"When yer head gets twisted and yer mind grows numb,
When you think you're too old, too young, too smart or too dumb" – Bob Dylan, 'Last Thoughts on Woody Guthrie'*

- כשאני מביט קדימה על הנתונים, אני רואה הרבה עננים באופק. חלקם ענני סערה כהים, חלקם ענני נוצה חולפים. ייתכן שהרוח תדחף את הסופה הזו היישר אלינו, וייתכן שהיא תתפזר עוד לפני שתגיע לקו החוף. אבל האמת היחידה שאיני יכול להתכחש אליה היא שהעננים הללו קיימים. הדיסוננס הקוגניטיבי שלי נובע מכך שרוב המומחים והמקצוענים בישראל מדברים כאילו השמיים כחולים לחלוטין. כאילו אדם יכול לשלוט באיתני הטבע ולהבטיח שמשב הרוח יסיט את הסכנה. השווקים מתמחרים נכסים בישראל כאילו אין עננים כלל, כאילו הסיכון הוא אפס. המצב הזה משאיר אותנו עם שתי אפשרויות בלבד:
1. יש בועה. אנשי המקצוע והשוק הישראלי נשבו בקונספציה עמוקה כל כך, שהם רואים רק מהמורה קטנה בכביש שמיד אחריה הכביש נותר חלק. הם מכחישים שעלול להיות משהו נוסף לאחר המהמורה.
 2. אני טועה. וכל הידע האינטלקטואלי ושיטות הניתוח שפרסתי בפניכם לא רק שלא הובילו אותי להיות צודק, אולי אפילו הטעו אותי. על אם כל הספר הזה מיותר או בעל ערך תחליטו אתם במקרה הזה.

תהליך מול תוצאה

הבעיה המהותית בעולם ההשקעות היא שאי אפשר באמת לדעת בזמן אמת אם צדקת. ייתכן שתהליך החשיבה שלך היה מבריק, אבל אירוע אקראי ("ברבור שחור" או סתם מזל רע) יצר תוצאה הפוכה. לחילופין, ייתכן שהניתוח היה מטופש לחלוטין, אבל התוצאה הייתה חיובית בזכות מזל עיוור. וורן באפט אמר פעם ש-4% מההחלטות שלו עשו את כל ההבדל. המתמטיקאי והמשקיע ג'ים סיימונס (מקרה המדליון האגדית) ציין שהם צדקו בכיוון השוק ב-51% מהפעמים וטעו ב-49% מהפעמים – וזה הספיק להם לייצר תשואות פנומנליות של מעל 30% בשנה. השקעות וכלכלה הם לא מונעות על ידי משוואות מתמטיות מדויקות; הן אומנות (רוב הפירמות שמשתמשות בנוסחאות מתמטיות לא מייצרות בסוף תשואה עודפת). אף אחד לא יכול לדבר על העתיד כעובדה מוצקה, ושום דבר שהיה נכון אתמול לא מבטיח שיהיה נכון מחר. הדבר היחיד שיש למשקיע להיאחז בו הוא התהליך. ההימור הגדול הוא שהתהליך הזה מחזיק ביתרון סטטיסטי אמיתי; שהוא מסוגל להטות את התפלגות התוצאות לטובתנו

מספיק פעמים כדי לייצר אלפא. זהו התנאי היחיד כדי להגיע אל הארץ הנכספת – להביס לא את 'השוק', אלא את היריב המוחשי ביותר: כוח הקנייה של הקהילה שבה אנחנו רוצים לחיות. בהשקעות, הפוקוס חייב להיות על הסימנים בדרך, אך אסור להתייחס אליהם כאל נתון דטרמיניסטי. לכל סימן יש ספקטרום של משמעויות. המקצוע הזה הוא אבסטרקטי וזורם. לעיתים רחוקות מאוד, השקעה "קופצת מהדף" בצורה כל כך ברורה שאתה משוכנע בה ב-100%, וגם אז – יש סבירות שאתה טועה. יש משפטים שנשמעים כמו אקסיומות אבל ערכן לא שווה, כמו "אי אפשר לפשוט רגל בלי חובות" (פיטר לינץ') או "המילים הכי מסוכנות הן 'הפעם זה שונה'" רק כפי שסר ג'ון טמפלטון לימד אותנו, שלפעמים זה כן שונה.

הפוזיציה של הדובר מבהירה את מידת הביטחון שלו בנאמר

רמת הביטחון של המשקיע משתקפת לא במילים שלו, אלא בתיק שלו. אדם שמחזיק 50 מניות במשקלים זהים משחק משחק סטטיסטי רחב; הוא לא לוקח סיכון מהותי על אף רעיון בודד. לעומתו, אדם שמחזיק 10-15 מניות לוקח סיכון משמעותי ("תיק מרוכז"), ולכן הוא חייב דעה נחרצת וביטחון גבוה מאוד בכל אחת מהן. המסע המחשבתי שעברנו בספר הזה נועד לאתגר את האקסיומה "האם השוק צודק?". שרשרת החשיבה שלי הובילה אותי למסקנה שאני לא מסכים עם השוק הישראלי, ולכן בחרתי לא להשתתף בו. כאן נכנסת הצניעות (או ההירות): למזלי, בשנים האחרונות הבסתי את השווקים (כולל הישראלי) בפער ניכר (כן גם כשלוקחים בחשבון את הבדלי המט"ח). כדי שהשוק הישראלי "ידביק" אותי וינצח אותי, אני אצטרך לעבור קטסטרופה בתיק שלי, או שישראל תצטרך לעבור נס כלכלי חסר תקדים. אם השוק הישראלי צודק ואני טועה, הוא "יעניש" אותי על ההירות שלי בכך שאפספס את העליות. וזה בסדר. אני פועל רק במקומות שבהם יש לי ביטחון גבוה. בהשקעות לא צריך להיות צודק ב-100% מהמקרים (כמו משקיעי VC שמספיקה להם הצלחה אחת מתוך 20), אלא צריך להימנע מטעויות פטאליות.

הביטחון שלי בידע האינטלקטואלי ובדרך בה אני מיישם אותו גבוה מספיק בכדי שאני אשקיע זמן ניכר כדי להציג אותו לפניכם. ולכן גם לכך יש ערך מסויים באומדן מידת הביטחון שלי בדעות שלי.

התהליך והתוצאה

באופן כללי, בכל נקודה שבה נשמעתי שלילי בתהליך המחשבתי כאן, בנוגע למדינת ישראל, הוא מצב שבו בהשקעה שאני בדרך כלל מבצע אני לא מצליח למצוא את הדבר השלילי "בסיפור" ואז השאלה היא שלי האם זה מתומחר או לחילופין אולי יש משהו שלילי אבל כולם מפריזים בהשלכות השליליות שלו או מתעלמים מהן. What could go right. הספר הזה מתאר את הסיבות הרבות למה אני בחרתי להיות שחקן צד בשוק הישראלי. בצורה אמיתית וכנה, אילו הייתי משקיע שבוחן את הסיפור הזה, הייתי נעצר בשלב

מוקדם מאוד מאוד בתהליך ומפסיק להסתכל מפני שהסיפור מורכב מדי. בגלל שאני חי במציאות הזאת והתהליך המחשבתי הזה קרה כל יום, אז המסקנה שלי הייתה מיידית. יותר מדי צרות באופק והתעלמות מוחלטת מהסיכונים על ידי השווקים. יש סיכוי שהשוק צודק בנוגע לתוצאה אבל אני משוכנע בלב שלם שהוא טועה בנוגע לתהליך.

"Markets can remain irrational longer than you can remain solvent."

- John Maynard Keynes

ככל שניסיתי לפשט אותו יותר בעבור הקורא זה מורגש לחלוטין שהתמונה העתידית אינה מתבהרת. המשכתי במסע הזה שאותו התחלתי מפני שזה היה משחק אינטלקטואלי מעניין, וניסיתי באמת ובתמים להציג לחברים שלי את המחשבות שלי בנוגע לאיפה מדינת ישראל נמצאת ואיך הגעתי לדעות הללו. האיך הוא הכרחי, מפני שכפי שדיברתי לפני כן, תהליך החשיבה הוא מה שמשנה. התוצאה יכולה פעם או פעמיים לצאת הפוכה מתהליך חשיבה מצויין, אבל אני מאמין שתהליך חשיבה מצויין בטווח הרחוק מייצר תשובה עודפת בהתאם לאסטרטגיה בה היא נמצאת. בסופו של דבר, אני משוכנע שבסוף הכלכלה הישראלית תפגע בקיר, אבל הנס הישראלי שמצוי בתוכו חוסן מנטלי גבוה ויכולת הנדסית ויזמית מצויינת יכולות לבעוט את הפחית קדימה בהמשך הכביש עוד זמן.

מקרים קלאסיים

הסיבות למשבר העתידי הן קלאסיות. התנהגות פסיכולוגית בועתית, חוסר רצון או יכולת להסתכל על סיכונים מעבר למהמורה אחת (כל מי שמדבר על כך שמחירי הדיור בארץ הם בועתיים מתעלם כיצד שרשרת הדומינו הזאת תפעל), ותמחור שיאי כל הזמנים בנכסים ישראלים שאינו מסתדר כלל עם המפה העתידית. אני מבין היטב למה לא היה משבר עד עכשיו (גם סיבות קלאסיות כמו הזרמת כספים מנטליות ותרבות צריכה). ואני גם מבין איך ייתכן שלא יהיה משבר בטווח המיידי. אבל מה שאני לא מסוגל להבין, זו ההתעלמות הגורפת מהאפשרות שהוא יקרה. השוק ושכבת הפיננסים משדרים "עתיד ורוד", וכשכבר מדברים על בועת הנדל"ן, מתייחסים אליה כאל בעיה נקודתית שתחלוף, תוך התעלמות משרשרת הדומינו ההרסנית שהתפוצצות כזו עלולה להפעיל.

התואר האמריקאי, החתן הסיני והדירה הישראלית – אנטומיה של בועות

חברתיות

נהוג לחשוב ששוק הנדל"ן הישראלי הוא מיוחד. "אין לנו מספיק קרקעות", "אנחנו מדינה קטנה", "תמיד ירצו לקנות דירה". אבל כשמביטים החוצה, מגלים שהפסיכולוגיה שמניעה את הטירוף הזה אינה המצאה ישראלית. היא מזכירה להפליא שני משברים עולמיים אחרים שנראים, על פניו, לא קשורים: משבר חובות הסטודנטים בארה"ב ובועת הנדל"ן בסין. המכנה המשותף? לחץ חברתי שמתחפש להחלטה כלכלית רציונלית, וכסף "טיפש" שמתדלק את המדורה.

השיעור האמריקאי: כשמחיר הופך ללא רלוונטי

בארה"ב, אחת הבעיות החברתיות-כלכליות החמורות ביותר היא חובות הסטודנטים. שכר הלימוד שם הוא אסטרונומי, במיוחד באוניברסיטאות פרטיות או למי שלומד מחוץ למדינה שלו מעבר לכך שזה אחד המגיפות התרבותיות המטומטמות שאני יכול לחשוב עליהן, ששולחים ילדים בני 18 בעיקר לחוויה תחת התירוץ שזה משתלם כלכלית בטווח הארוך, הנכונות של כל אותם "צרכנים" לשלם מחיר מאוד גבוה היא מטורפת. בודדים האוניברסיטאות והתארים שיביאו לפערי שכר מבחינת אחוזים באותו בחינה של האלטרנטיבה הזולה ביותר + עבודה. בעידן האינטרנט של היום הדבר חמור עוד יותר, אבל שכר הלימוד המשיך לטפס.

"You wasted \$150,000 on an education you coulda got for \$1.50 in late fees at the public library." - Will Hunting (played by Matt Damon) In the movie Good Will Hunting

שתי דברים תרמו לזינוק בשכר הלימוד. הדבר הראשון, הוא בעצם צמיחה בכמות ההורים שממנים לילדים שלהם את שכר הלימוד באוניברסיטה (מקביל לעזרה מההורים לרכישת דירה). הדבר השני הוא העלאת היכולת של סטודנטים לקחת חובות גדולים שילוו אותם שנים רבות (לקיחת משכנתא והלוואות משלימות בריביות נמוכות כדי להתמנף כמה שיותר ואז במקום לחפש תשלום חודשי מקסימלי כדי להקטין את החוב מחפשים תשלום חודשי מינימלי).

תחילה, שתי הדברים הללו, נועלים את מעמד הביניים והמעמדות הנמוכים יותר (שהוא בארה"ב כל מי ששווה להערכתי נטו עד 3 מיליון דולר) במעמד הכלכלי שלו (אדם יכול להיות שווה נטו חצי מיליון דולר באוקלהומה ולהיות ברמת חיים זהה לחלוטין עם מישהו שגר בפרברים של ניו יורק סיטי). מפני שהוא חייב "לחסוך" כסף בעבור עתיד הילד שלו, זה מכריח כספים להיות מושקעים לא בצורה שהיא ארוכת טווח וכנראה תניב תשואה גבוהה הרבה יותר לאורך זמן.

כלומר, ההורים חייבים "לחסוך" הון ללימודים באפיקים "בטוחים" מדי או, במקום להשקיע לטווח ארוך בצורה שתניב תשואה כמה שיותר גבוהה בטווח הארוך. מצד שני, אלה שההורים שלהם לא יכולים

לעזור להם עד כדי כך, בוחרים לקחת הלוואות כדי לשלם את שכר הלימוד, מתוך אותו מחשבה, זה תואר, צריך לעשות את זה אם רוצים להתקדם בחיים. הם לא יושבים לחשב ROI (החזר על ההשקעה), הם פשוט קונים את החלום, או עושים את "הדבר הנכון" במחיר מופקע.

הגרסה הישראלית

בישראל, עושים בדיוק אותו דבר, רק עם בטון במקום דיפלומות. הורים נותנים לילדים "מתנה" – הון עצמי לדירה. הכוונה טובה, הלב רחב, ואני בהחלט לא שופט; עדיף לתת ביד חמה ובחיבוק כשההורים בחיים, מאשר להוריש כשהידיים קרות בקבר. אבל יש כאן מלכוד כלכלי: רוב המשפחות מתנות את המתנה ביעוד שלה. "הכסף הזה הוא רק לדירה". בכך, ההורים מעלים באופן מלאכותי את הביקוש לדירות. הם מזרימים הון לשוק ספציפי, ללא קשר לשאלה האם המחיר באותו רגע הוא הגיוני או בועתי. אם ההורים היו נותנים לזוג הצעיר חצי מיליון שקל ואומרים "תעשו עם זה את הדבר הכי חכם כלכלית לעתיד שלכם", יש סיכוי שחלק היו משקיעים בשוק ההון, פותחים עסק, או קונים נכס זול יותר להשקעה. אבל כשהכסף "צבוע" לדירה למגורים, הוא מתדלק את המחירים ודופק את אלה שאין להם הורים עשירים. מה שהפעולה הזאת עושה, היא מכניסה לשוק ביקוש היום במקום שהביקוש הזה יהיה מאוחר יותר, כלומר They are pulling forward demand.

ההבדל בין משפחות עשירות שיוצרות Dynasty לעומת משפחות שנלחמות את המלחמה האחרונה

ההבדל המשמעותי ביותר, בין משפחות עשירות שיוצרות Dynasty לעומת משפחות שנלחמות את המלחמה האחרונה, הוא ניהול הון משפחתי ביחד, לטווח ארוך, בצורה רציונלית המונעת מתוך הגדלת ההון המשפחתי לדורות.

ואני אתן דוגמא אישית. אני משוחח עם הסבים שלי כל הזמן על השקעות, והם משקיעים נוראים. הסיבה, מצד אחד הם חושבים על להשאיר ירושה לילדים שלהם (שזה לתכנן הון לאחר מותם, כלומר אפיק השקעה לטווח ארוך יותר מהחיים שלהם עצמם) אבל כל ההתעסקות שלהם בהשקעה היא לנסות ולמקסם כמה שיותר כספים לטווח הקצר. וזה לעומתי שכל מה שאני חושב עליו זה לטווח הארוך. מה שקורה בפועל, זה שגם בטווח הקצר, יש לי החזרים שהם רק יכולים לחלום עליהם. **חשיבה לטווח ארוך נותנת לטווח הקצר להפגיע לטובה, מפני שעסק מצויין בדרך כלל ההפתעות שלו הן חיוביות, וכשהוא מתקשה, הוא מוצא איך לפתור את הבעיה. עסק גרוע לרוב ההפתעות שלו רעות.** כלומר, כנראה שאם כולם יירגעו, ולא יילחצו לעזור לילדים רק אם הם קונים דירה, הם יאפשרו גם לילדים שלהם ושל כולם לקנות דירה בעצמם, ובאופן כללי יעשו טוב יותר למשפחה שלהם אם יקבלו החלטה שהיא הכי חכמה כלכלית למשפחה מתוך מחשבה רציונלית ולא החלטה שהיא מאה אחוז ריגשית. יכול להיות שההחלטה תתקבל שלקנות דירה זה באמת דבר טוב לעשות.

בסין, אחד הגורמים המרכזיים לבועת הנדל"ן המפלצתית היה תרבותי נטו: לחץ חברתי על גברים להיות בעלי דירה כדי להיחשב "ראויים לנישואים". בלי נכס, אין כלה. זה יצר ביקוש מלאכותי אדיר מצד משפחות שקנו דירות לבנים שלהן רק בשביל הסטטוס. בישראל, אנחנו רואים גרסה מעודנת (אך מלחיצה) של זה. הורים לוחצים על הילדים לקנות דירה לפני החתונה, כשהמשפחה של הצד השני "חייבת להשתתף". זה מוביל ללחצים סביב הסכמי ממון (שאני בעדם עקרונית, אך לא כשהם נכפים על ידי הורים כחלק מעסקה כלכלית), ולתחושה שזוג ללא דירה הוא זוג "לא מסודר".

אם המשפחות בישראל היו פועלות ברציונליות של מנהלי קרנות גידור ולא ברגשות של משקיעי ריטייל מבוהלים, המציאות הייתה נראית אחרת. לו היו משחררים את התנאי של "הכסף לדירה בלבד" ומאפשרים לדור הצעיר לקבל החלטות הקצאת הון חכמות, היינו רואים שני דברים קורים: מחירי הדיור היו מתקררים, וההון המשפחתי הכולל היה צומח הרבה יותר. אבל כל עוד הציבור שבוי בדעה ש"דירה = ביטחון" (כמו שהאמריקאים שבויים ב"תואר = הצלחה"), הציבור הישראלי ימשיך לתדלק את המדורה ששורפת את העתיד הכלכלי של הילדים האחרים או של הנכדים שלהם.

למשפחה עשירה להוציא אחוז קטן מההון שלה בעבור דירה, לימודים או כל דבר אחר גם אם התמורה הכלכלית אינה אידיאלית הוא דבר זניח. למשפחות ממעמד הביניים, זה מעכב אותן באופן יחסי למשפחות העשירות יותר. אחד הדברים החשובים בניהול תיקים הוא לא רק מה מחזיקים, אלא אחוז האחזקה. בנוסף, המשפחות העשירות אם הן מתנהלות נכון, אמורות לנצל אחוז נמוך יותר מההון המשפחתי ביחס לאוכלוסייה בעבור צריכה (ככה נמנעים מפעולה lifestyle creep). לכן, הקצאת אחוז גבוה יותר מהפורטפוליו בעבור השקעות בעלות תשואה נמוכה יותר מחריפה את הפערים. ההשפעה של pull forward of demand יצרה מצב שבו הביקוש לדירות נעשה באופן מעט מלאכותי גבוה יותר לתקופה ממושכת. עליות המחירים המוקדמות בגלל יצירת הביקוש "המוקדם" הוסיפה למדורת המחירים העולים והזינה את עצמה כמו כדור שלג. באופן טבעי, בסופו של דבר הביקוש המתודלק הזה, דוחף את מחירי הדירות מחוץ היכולת של זוגות או משפחות לרכוש אותן בעצמן, וגם מחוץ ליכולת של יותר משפחות לעזור. אם הדבר עוד לא קרה, הוא יקרה מתישהו. בסופו של דבר, משפחה "תפסיד" יותר כסף על יותר דירות. אנשים אוהבים לומר לי תמיד שמי שקנה לפני עשור הרוויח, אבל בהשקעות אנחנו לא חוגגים את ההשקעה שהייתה לפני עשור. אנחנו שואלים את עצמנו האם לקנות היום דירה תניב לתוצאה הרצויה בעוד עשור נוסף. הקדמת חלק מהביקוש העתידי יצרה מציאות שבו חלק מהביקוש העתידי האורגני הוא בכלל מאחורנו (מפני שהביקוש האורגני הוקדם הוא כבר לא יהיה קיים בעתיד), ודחיית יכולתם של אנשים רבים לקנות בעתיד (כי הם יצטרכו לצבור X משכורות נוספים כדי לחסוך להון ראשוני לדירה) יוצרת כיס אוויר של היצע וביקוש למחירי הדיור. הבעיה בכיס אוויר בשווקים, הוא שבגלל הרפלקסיביות הוא עלולה להוביל לפגיעה מהותית לאורך זמן (בהתאם לשוק הספיציפי).

השאלה היא לא שאנשים ירצו תמיד לקנות דירה (והם לא ירצו אם הם יחשבו שהם יפסידו הרבה כסף) היא מתחילה בהאם הם יכולים לקנות את הדירה הבאה. ולפעמים הם גם צריכים למכור קודם את הדירה הנוכחית, ואם לא יצליחו אין את הדירה הבאה. המטרה שלי בספר הזה, הוא לתת לכם את הנקודות למחשבה שאני חושב עליהם מתוך תקווה שגם אני וגם אתם נעשה דברים מתוך מחשבה עמוקה ונדע להימנע מטעויות ולאתר הזדמנויות. ואני מקווה שהנקודה הזאת של היצע וביקוש מובנת ומוסיפה רובד נוסף למחשבה של "כולם תמיד ירצו לקנות דירה".

האם לשכור דירה זה לשרוף כסף על שכירות

ישנה אקסיומה הצרובה עמוק בנפש הישראלית, אמת שאין לערער עליה בשיחות סלון: "לשלם שכירות זה לזרוק כסף לפח. עדיף לשלם משכנתא, כי לפחות הבית נשאר שלך". המשפט הזה נשמע הגיוני, אך אבל מאחוריו יש כישלון לוגי ומתמטי עמוק שמראה שאנשים לעולם לא ישבו על המספרים. "העובדה הזאת שכולם יודעים" מתעלמת מכך שבכל סיטואציה כלכלית שבה אדם אינו מחזיק במלוא הסכום, הוא שוכר משהו. כמו שהשוכר שוכר את הנכס מבעל הבית, הרוכש שוכר את הכסף מהבנק. המחיר של שכירת הכסף כפי שאמרנו נקראת "ריבית". והריבית, היא כסף ש"נזרק" לפח בדיוק באותה המידה כמו דמי השכירות. הוא מתנדף, הוא אינו מקזז את החוב, והוא אינו מוסיף ולו לבנה אחת לקירות הבית. אני הולך להשתמש בחלק הבא במספרים עגולים. אני ממליץ לכם לשבת בבית ולעשות plug in עם המספרים שלכם בבית. לאחר שנשחק את משחק המספרים הבא, נדבר איך זה רלוונטי לנו אסטרטגית.

מעשה בשלושה אנשים

נניח לפנינו דירה ששוויה 2 מיליון ש"ח. הרוכש הפוטנציאלי אינו מגיע בידיים ריקות; הוא חסך, עמל, וגייס הון עצמי מכווץ של 400 אלף ש"ח (20% הון עצמי). את היתרה, 1.6 מיליון ש"ח, רוכש א' ייקח כמשכנתא ל-20 שנה, ורוכש ב' ל-30 שנה. שניהם בריבית של 5%. מנגד, התשואה על השכרת הדירה הזו עומדת על 2.5% בלבד. באופן טבעי, הרוכש עם המשכנתא ל-20 שנה, רוכש א', ישלם את התשלום הגבוה ביותר מהתזרים החודשי שלו למגורים. בגלל האופי של Amortization, חלק ילך לתשלום על הקרן, כלומר מגדיל את ההון האישי של משלם המשכנתא בכל חודש. רוכש ב' ישלם תשלום נמוך יותר, והשוכר את התשלום הנמוך ביותר על מגורים. לניסוי המחשבתי שלנו, נוסיף שמי שמשלם פחות למשכנתא או לשכירות – חייב להשקיע את ההפרש בדיוק באותה אגרת חוב של אפל (תשואה של 4.5%). נוסיף פרמטר נוסף של אינפלציה שתהיה זהה לשוכר ולבעלי הנכסים, 2.5%. בואו נציב את השחקנים על הלוח:

1. רוכש א' - משלם 10,560 ש"ח לבנק. כל שקל הולך למשכנתא. אין לו שקל פנוי להשקעה נוספת. הוא שם את כל הביצים בסל הנדל"ן.
2. רוכש ב' - משלם משכנתא מופחתת של כ-8,590 ש"ח (פריסה ל-30 שנה). את העודף, כ-1,970 ש"ח, הוא קונה באג"ח בכל חודש.
3. השוכר - משלם שכירות התחלתית של 4,166 ש"ח. את העודף (כ-6,394 ש"ח בחודש!) ואת ההון העצמי ההתחלתי (400,000 ש"ח) הוא משקיע באג"ח.

מנגנון ה-Amortization

המנגנון קובע כיצד מתחלק התשלום החודשי הקבוע בין שני רכיבים:

1. תשלום הריבית - העלות על יתרת החוב שטרם נפרעה.
 2. תשלום הקרן - החלק שמקטין את החוב בפועל ומגדיל את ההון העצמי.
- העיקרון המנחה הוא שהריבית מחושבת תמיד על יתרת החוב הנוכחית. ככל שיתרת החוב גבוהה יותר, מרכיב הריבית בתשלום יהיה גבוה יותר.

חודש מספר 1

בחודש הראשון, שני הרכיבים מחזיקים בחוב זהה של 1,600,000 ש"ח. הריבית השנתית היא 5%. לכן, תשלום הריבית הראשוני זהה עבור שניהם:

ההבדל בין הרכיבים נובע מהסכום שמשולם מעבר לכיסוי הריבית.

רוכש א' (20 שנה)

- סך תשלום חודשי 10,560 ש"ח.
 - מרכיב הריבית 6,666 ש"ח.
 - מרכיב הקרן (נטו להקטנת חוב) 3,894 ש"ח.
- המשמעות היא כ-37% מהתשלום מופנה להקטנת החוב.

רוכש ב' (30 שנה)

- סך תשלום חודשי 8,590 ש"ח.
 - מרכיב הריבית 6,666 ש"ח.
 - מרכיב הקרן (נטו להקטנת חוב) 1,924 ש"ח.
- המשמעות היא ש-22% בלבד מהתשלום מופנה להקטנת החוב.

הדינמיקה לאורך זמן

מכיוון שרוכש א' מקטין את הקרן בסכום גבוה יותר (3,894 ש"ח) בחודש הראשון, יתרת החוב שלו בחודש השני נמוכה יותר בהשוואה לרוכש ב'. כתוצאה מכך, בחודש השני, תשלום הריבית של רוכש א' יורד בצורה חדה יותר, מה שמשחרר חלק גדול יותר מתוך התשלום הקבוע (10,560) לטובת הקטנת הקרן. תהליך זה מאיץ את עצמו מחודש לחודש. השוואה לאחר 5 שנים (60 חודשים):

רוכש א' (20 שנה):

- יתרת החוב ירדה ל-1.3 מיליון ש"ח.
 - תשלום הריבית החודשי ירד לכ-5,400 ש"ח.
 - תשלום הקרן עלה לכ-5,100 ש"ח.
- בשלב זה, היחס בין תשלום ריבית לקרן כמעט שווה. קצב סילוק החוב הואץ.

רוכש ב' (30 שנה):

- יתרת החוב ירדה ל-1.46 מיליון ש"ח בלבד.
 - תשלום הריבית החודשי עדיין גבוה: כ-6,100 ש"ח.
 - תשלום הקרן עלה במתינות לכ-2,400 ש"ח.
- גם לאחר 5 שנים, רוב התשלום החודשי עדיין מופנה לכיסוי הריבית, וקצב צבירת ההון העצמי נותר איטי. לסיכום המגנן, הפער בצבירת ההון נובע מכך שרוכש א' משלם ריבית על קרן הולכת וקטנה בקצב מהיר, בעוד רוכש ב' משלם ריבית על קרן שנותרת גבוהה לאורך זמן רב יותר.

מתי והאם קצב צבירת ההון של הרוכשים עוקף את השוכר ?

- אני מזכיר, לניסוי המחשבתי שלנו, הוספנו שמי שמשלם פחות למשכנתא או לשכירות – חייב להשקיע את ההפרש בדיוק באותה אגרת חוב של אפל (תשואה של 4.5%). נוסף פרמטר נוסף של אינפלציה שתהיה זהה לשוכר ולבעלי הנכסים, 2.5%.
- בתחילת הדרך, השוכר צובר הון בקצב המהיר ביותר בשל ההפקדה החודשית הגבוהה. עם הזמן, תשלומי הריבית של הרוכשים קטנים (לטובת הקרן) והשכירות עולה, מה שמשנה את המגמה.
- **רוכש א' (משכנתא ל-20 שנה):** נקודת האיזון בתזרים מתרחשת בשנה ה-7.3 עד שלב זה, השוכר חוסך יותר כסף בכל חודש מאשר הסכום שרוכש א' מצמצם מהחוב שלו. החל מהשנה ה-8, רוכש א' מתחיל לצמצם את החוב בקצב מהיר יותר מהיכולת של השוכר לחסוך.
 - **רוכש ב' (משכנתא ל-30 שנה):** בשל פריסת התשלומים הארוכה, מרכיב סילוק הקרן נמוך משמעותית. נקודת האיזון מתרחשת רק בשנה ה-16.4 עד אז, השוכר מפנה בכל חודש סכום גדול יותר להשקעה מאשר הסכום שבו קטן החוב של רוכש ב'.

תמונת מצב תקופתית הון עצמי נטו:

הנתונים מבוססים על עליית ערך נכס של 2.5%, תשואת אג"ח של 4.5%, ואינפלציית שכירות של 2.5%.

שנה 5

בשלב זה הפערים זניחים.

- רוכש א' (20 שנה) 922,000 ש"ח.
- רוכש ב' (30 שנה) 920,000 ש"ח.
- השוכר 910,000 ש"ח.

שנה 10

השכירות עלתה ל-5,320 ש"ח, מה שמקטין את ההפקדה החודשית של השוכר. תשלומי המשכנתא נותרו קבועים.

- רוכש א' (20 שנה) 1.56: מיליון ש"ח.
- רוכש ב' (30 שנה) 1.55: מיליון ש"ח.
- השוכר 1.50: מיליון ש"ח.

שנה 15

השכירות עלתה ל-6,020 ש"ח.

- רוכש א' (20 שנה) 2.33: מיליון ש"ח.
- רוכש ב' (30 שנה) 2.30: מיליון ש"ח.
- השוכר 2.20: מיליון ש"ח.

שנה 20 (סיום המשכנתא של רוכש א')

רוכש א' סיים לשלם את המשכנתא. רוכש ב' ממשיך לשלם לעשור נוסף. השכירות עומדת על 6,800 ש"ח.

- רוכש א' (20 שנה) 3.27: מיליון ש"ח.
- רוכש ב' (30 שנה) 3.21: מיליון ש"ח (הון בנכס + תיק אג"ח).
- השוכר 3.02: מיליון ש"ח (תיק אג"ח בלבד).

סיכום הנתונים ומחשבות

אני רוצה להתמקד לרגע דווקא בתקופה הראשונה, בטווח של ה-4-5 שנים הראשונות. אני כאן בעיקר כדי לערער על הנרטיב השחוק ש"לשכור דירה זה לשרוף כסף" – נרטיב שנועד בעיקר לייצר לחץ פסיכולוגי ולדחוף אנשים לעסקאות נדל"ן פזיזות.

1) **הנחות שמרניות מול מציאות היסטורית** - בסימולציה שלנו הנחנו שהשוכר משקיע באג"ח "בטוח" עם תשואה של 4.5%. זוהי הנחה שמרנית מאוד. נכון, אי אפשר להסתמך על ביצועי העבר, ואני האחרון שיגיד למשקיעים "תראו, ה S&P 500 עשה 10% בממוצע אז זה בטוח" (מדד הייחוס שאני מעדיף לעבוד איתו הוא 7%). תבדקו את ממוצע ההחזרים של המדד הזה לאחר קריסה ולא בשיא כל הזמנים). אבל, אם השוכר היה חושף את הכסף שלו למדדי המניות ומשיג תשואה גבוהה יותר מאותם 4.5%, לרוכשים היה לוקח הרבה יותר זמן להדביק את הפער – אם בכלל. בניסוי שלנו, נקודת האיזון הגיעה סביב השנה ה-4. זה אומר שיש סיכוי לפחות סביר שאדם צעיר שמחליט לחכות עם הרכישה ולצבור הון נזיל, עושה לעצמו טובה פיננסית אדירה.

2. **העלויות השקופות של הרוכש** - המודל שלנו היה "נקי", אבל המציאות מלוכלכת יותר. לרוכש יש הוצאות כניסה שמתאדות ברגע החתימה: מס רכישה, עורך דין, מתווך, ושדרוגים הכרחיים לנכס.

כלומר, בראייה אמיתית, גם אם יש לו נכס ששווה 2 מיליון על הנייר, הוא הוציא עליו בפועל יותר. השוכר אולי מתמודד עם חוסר ודאות לגבי חידוש חוזה, אבל הוא שומר על גמישות פיננסית ויכולת תגובה – הוא יכול בכל רגע נתון לקחת את הכסף ולרכוש את הדירה שהרוכשים קנו, לעיתים בעמדת כוח טובה יותר.

3. מלכודת הטווח הקצר והמינוף - יתרון המינוף (המשכנתא) הוא תלוי סיטואציה. הוא בא לידי ביטוי חיובי בעיקר בשנים הראשונות, כשההון העצמי קטן ביחס לנכס. אבל שימו לב למלכודת, אם אדם רוכש דירה ומתכוון למכור אותה תוך 5 שנים (כדי "לשדרג"), הוא עלול לקבור את עצמו בבור ביחס לשוכר בלי לשים לב. בשנים הללו הוא שילם לבנק כמעט אך ורק ריבית (כסף לפח), ושילם עלויות עסקה גבוהות בכניסה וביציאה. אם הוא מוכר, הוא חייב לדעת לגלגל את המינוף לנכס הבא בצורה חכמה, אחרת הוא פשוט קבר את עצמו בבור של הוצאות מימון ומיסים, מבלי ליהנות מפירות סילוק הקרן.

4. שחיקת המינוף והאלטרנטיבה - במידה והרוכש מחזיק בנכס לאורך כל חיי המשכנתא, יתרון המינוף מתנדף עם הזמן (כי החוב קטן וההון העצמי גדל, אז התשואה על ההון יורדת). כדי לנצל באמת את יתרון הנדל"ן, הכרחי לבצע מחזורי משכנתא והתמנפות מחדש (Refinancing) לאורך הדרך, כפי שדיברנו בפרקים הקודמים. ללא הפעולות האקטיביות האלו, בנקודת הקצה של 20 שנה, הפערים בין הרוכש לשוכר אינם דרמטיים ותלויים כמעט בלעדית בעליית מחיר הנכס. בראייה היסטורית, שוק המניות האמריקאי הביס את הנדל"ן בפער ניכר בטווחי זמן של 20 שנה. שוכר ממושמע שהשקיע במדדים האמריקאים היה מנצח בנזק-אאוט את רוכש הדירה הממוצע (אני לא מכיר מספיק את היסטוריית הבורסה הישראלית).

כללי אצבע לסיכום (דעתי האישית)

אנסה לזקק את התובנות לכמה רעיונות פשוטים:

1. 7 שנים: אם אתם לא מתכוונים לגור בדירה יותר מ-7 שנים, בסבירות גבוהה מאוד שעדיף לכם לשכור. עלויות הכניסה והיציאה, יחד עם תשלום הריבית הגבוה בשנים הראשונות, הופכים את הרכישה ללא משתלמת. לשבת על המספרים. ריבית נמוכה מצמצמת את כמות הזמן, ריבית גבוהה מאריכה אותו. תשואת השכירות על דירה גבוהה, גם היא מצמצמת את כמות הזמן, ככל שהתשואה נמוכה יותר היא מאריכה אותו.
2. מס משמעת עצמית: אם אתם יודעים שאין לכם את המשמעת לחסוך ולהשקיע את ההפרש בין השכירות למשכנתא, רכישת דירה היא אופציה מצוינת עבורכם. לא בגלל התשואה, אלא בגלל הפסיכולוגיה. המשכנתא היא מנגנון "חיסכון כפוי" (Forced Savings) "שמכריח אתכם להגדיל את ההון שלכם בעל כורחכם. זהו המקביל הנדל"ני להפרשות לפנסיה – מנגנון הגנה מפני בזבזנות.

3. מלכודת ה-30 שנה: מי שלוקח משכנתא ל-30 שנה רק כדי "לנשום" בתזרים, ולא יודע לקנות נכסים במחיר הזדמנות (מתחת למחיר השוק), כנראה עושה את הטעות הכלכלית הגדולה ביותר שלו בטווח הארוך. הוא משלם את המחיר היקר ביותר על הכסף, וצובר הון בקצב האיטי ביותר.

4. בהסתכלות כלכלית רצינית, המצב הישראלי הוא מצב קיצוני. נדיר מאוד, שהריבית כל כך יותר גבוהה מתשואת השכירות. ככל שהריבית נמוכה יותר ביחס לשכירות, עדיף לרכוש, וככל שהריבית גבוהה יותר ביחס לשכירות עדיף להשכיר. הדבר החשוב ביותר ברכישה או בהשכרה הוא היחס בין השתיים. בתקופה שהריביות כמעט אפסיות עדיף בדרך כלל לרכוש. הכל תלוי סיטואציה. המצב בארה"ב הוא שונה מיישראל כמו שהמצב בין תל אביב שונה מחיפה או באר שבע, אבל מה שזהה לכל מקום בעולם, הוא המשוואה המתמטית שאליה מכניסים את המספרים הייחודיים למקום ולזמן ולפיה אנחנו יכולים וצריכים לקבל את ההחלטות לפי סדר ההעדפות שלנו והיכולת הנפשית שלנו להתמודד עם סיכונים וקשיים מסויימים.

בסופו של דבר, המסקנה היא שצריך לשבת על המספרים והכל זה תלוי סיטואציה.

התערבות ממשלתית - "לזכות" בהגרלה במחיר למשתכן והבטחות לפיתוח בפריפריה. וממש קצת על מילואימניקים, חרדים, ערבים, ושאר המגזרים

כל התערבות של המדינה בשוק הדיור היא, הלכה למעשה, החלטה ציבורית לסבסד נכסים עבור קבוצות אוכלוסייה שהמדינה החליטה ש"חשוב" לעזור להן. ייתכן שיש לכך הכרח לאומי, אך בפועל, המנגנון הזה סובל מבעיות עמוקות של שקיפות, הוגנות, ועיוותים כלכליים.

חלוקת השלל בחדרים סגורים

מעבר לחלוקת היתרי בנייה ותמחור קרקעות למגזרים כאלה ואחרים, אנו עדים למציאות שבה המדינה מעניקה תמיכה מסיבית למגזרים ספציפיים – ולרוב הדבר נעשה במחשכים. ההחלטות הללו מתקבלות בתוך ועדות כנסת סגורות, ללא שיקוף נתונים וללא שיח ציבורי ער ושיקוף על אופן הקצאת המשאבים. ההיעדר של שיח כזה מאפשר לפוליטיקאים לתעדף לעיתים אוכלוסייה שאינה נושאת בנטל הכלכלי או הביטחוני. אם היינו פועלים, למשל, בשיטת "דירוג האשראי החברתי" הסינית, ספק אם קבוצות מסוימות היו ראויות לקבל פתרונות דיור מסובסדים לפני שהיו מקבלות על עצמן השתתפות פעילה יותר בחברה הישראלית. אי אפשר להזניח תושבים מסוימים ולכעוס עליהם שהם אינם משתלבים (כפי שקורה לא פעם ביחס לאוכלוסייה הערבית. אנחנו עדים לכך ששיטות השילוב הנוכחיות לא עובדות. לכן צריך כנראה לבטל את חלקן ולנסות אחרות). אך מנגד, אי אפשר גם לפטור בתירוצים סקטורים שמקבלים עזרה עצומה (כמו המגזר החרדי) ואינם נותנים תמורה יחסית, רק בטענה ש"גם אחרים לא משרתים" (וכן גם פה צריך לנסות שיטות אחרות). אם המדינה הייתה מפרסמת בשקיפות את תקציב הדיור המחולק פר תושב לפי מגזר, סביר להניח שהיינו נחשפים לנרטיב מטלטל מאוד. בינתיים, העיתונים מפרסמים כותרות שטחיות והציבור עובר הלאה. מי שמשלם את המחיר ונדחק לסוף התור הוא בעיקר מעמד הביניים הצעיר. אלו שמשרתים בסדיר ובמילואים, עושים שירות לאומי, מחזיקים את המגזר הציבורי (כמו מערכת הבריאות), ומשלמים את רוב המיסים. המפגש הכמעט יחיד של הציבור הזה עם "עזרה" מהמדינה מסתכם בתקווה קלושה לזכות בהגרלת "מחיר למשתכן".

"You are not a lottery ticket" - Peter Thiel

שיטת ההגרלות לוקחת את שוק הדיור, שמלכתחילה כיום רגיש לשאלות של "מזל" (האם נולדת להורים שיכולים לעזור לך בהון עצמי או לא), והופכת אותו למשחק לוטו בחסות המדינה. האבסורד מתחיל כבר בטרמינולוגיה: המדינה קוראת לזה "לזכות". המילה הזו ממסגרת את הדירה כפרס פילנתרופי

שהשלטון מעניק לאזרח, בעוד שבפועל מדובר בפתרון טלאי שנולד מתוך ייאוש שלטוני, במטרה להרגיע את הציבור ולמנוע מעיר אוהלים חדשה לצוץ בשדרות רוטשילד.

מסובסדים בעל כורחם, עיוות השוק והנזק ההיקפי

גורם המזל בהגרלות יוצר כאוס כלכלי. יש הבדל של שנות אור בין אדם שזוכה בדירה באזור שבו הוא חי ורוצה לגדול, לבין אדם שזוכה בדירה בעיר שהוא אינו מוכן לדרוך בה. המציאות הזו הופכת את הפרויקטים הללו, הלכה למעשה, למיזם של **דירות להשקעה בסבסוד ממשלתי**. הזוכים מקבלים על הנייר נכס עם שולי רווח גבוהים משמעותית משל שכניהם שקנו דירות בשוק החופשי. מכיוון שאין להם כוונה לגור שם, והם נהנים מ"כרית ביטחון" של סבסוד ממשלתי, הם יכולים להרשות לעצמם לחתוך מחירים באגרסיביות כדי להשכיר או למכור את הנכס לאחר תקופת ההקפאה. (תמיד משעשע אותי שאנשים רצים להגיד לי אתה לא יכול למכור לתקופה מסוימת. לזה אני תמיד עונה, אח שלי, מתי שיהיה אפשר, משחק שולי הרווח עדיין מתקיים, זה רק עניין של זמן). כאשר מדובר באזורי פריפריה או שכונות שאין בהן ביקוש טבעי מסיבי, התוצאה לדעתי תהפוך להרסנית. המדינה יוצרת ביקוש מלאכותי גבוה בטווח הקצר (אנשים קונים רק כי "זכו". ותזכרו שקצר זה 5 שנים), שמוביל להיצע עודף בטווח הארוך. גם במקומות שכן נחשבים "איזורי ביקוש", כמו הרצליה ונתניה, הזוכים חותכים מחירים, מתחרים זה בזה, ולעיתים קרובות מוצאים את עצמם עם דירות ריקות שקשה למצוא להן דיירים. מספר המקרים הללו הולך וגדל בשנים האחרונות. מי שעוד נפגע מהעיוות הזה הם משקיעי הנדל"ן הרגילים והמשפחות שקנו דירות באותם אזורים במחירי שוק. הם לא הבינו את גלי ההדף של "מחיר למשתכן", וגילו בוקר אחד שהדירה שלהם שווה הרבה פחות, או שהם אינם מסוגלים להתחרות במחירי השכירות של עשרות ה"זוכים" שקיבלו הנחת ענק מהמדינה ונואשים למצוא שוכר.

השקעות הנדל"ן בטבעות הרחוקות - ערי הרפאים הסיניות בגרסה המקומית

כדי להבין את השלב הבא בפסיכולוגיה של שוק הדיור הישראלי, כדאי להעיף מבט לסין. אחת התופעות המרתקות וההרסניות של הכלכלה הסינית בעשורים האחרונים הייתה תופעת "ערי הרפאים" – מטרופולינים שלמים שנבנו באזורי ספר, עמוסים במגדלי מגורים, שנותרו ריקים מאדם. הסיבה לא הייתה דמוגרפית, אלא פיננסית: אזרחים סינים ממעמד הביניים, שחיפשו אפיק השקעה בטוח, קנו דירות במקומות שמעולם לא התכוונו לגור בהם, רק כדי "לחנות" את הכסף בבטון. הדירות נקנו כנכס פיננסי, לא כמוצר צריכה. בישראל, אנו עדים לגרסה מקומית של התופעה הזו. ככל שמחירי הדיור במרכז הארץ (בטבעות הפנימיות של גוש דן) זינקו מחוץ להישג ידם של משקיעי מעמד הביניים, הם החלו לנדוד ל"טבעות הרחוקות" – ערי הפריפריה בצפון ובדרום. התוצאה זהה לזו הסינית: יצירת ביקוש מלאכותי עצום בטווח הקצר (מצד משקיעים שקונים רק כדי להחזיק בנכס), אשר מוביל להיצע עודף

בטווח הארוך באזורים שבהם הגידול הדמוגרפי או התעסוקתי האורגני אינו תומך בהכרח בכמות הבנייה.

תמרור האזהרה של "בני המקום" – מה זכייה בהגרלה רחוקה מעידה על ה"זכייה"

אינדיקטור מובהק לעיוות הזה ניתן למצוא בנתוני ההגרלות של "מחיר למשתכן" ותוכניות הסבסוד הממשלתיות. המדינה, ככלל, מעניקה עדיפות באחוזים מסוימים ל"בני מקום" בכל הגרלה. אך כאשר אנו רואים פרויקטים שלמים בטבעות הרחוקות שבהם מספר גדול מהזוכים אינם בני המקום, אלא זוגות צעירים מאזור המרכז שניגשו להגרלה רק כדי לזכות בהטבה הפיננסית, הדבר מהווה תמרור אזהרה כלכלי, חסר שם ביקוש מקומי. חשוב לי כאן "חוק אצבע" בסיסי **ביקוש אינו מוגדר לפי מי שהיה רוצה לקנות, אלא אך ורק לפי מי שרוצה וגם יכול (מסוגל פיננסית) לקנות**. יש שינסו לתרץ זאת ולטעון שהביקוש המקומי דווקא קיים, אלא שהוא פשוט אינו עומד בתנאי ההגרלות, שכן תוכניות אלו מיועדות מראש ל"רוכשי דירה ראשונה" ולא למשפרי דיור.

"Let's talk 'dugri'" – Benjamin Netanyahu

בואו נדבר דוגרי, בעלי דירות קיימות ממילא לא ימהרו לשדרג לדירות "מחיר למשתכן", משום ששני סוגי הנכסים נחשבים לרוב לדירות פתיחה בסיסיות (Starter homes) ולא לשדרוג אמיתי. מעבר לכך, אי אפשר להישען על הפנטזיה שקיימת בפריפריה אוכלוסייה צעירה ועשירה שפשוט "לא עומדת בתנאים" לקנות כי הם עוד לא התחתנו (תנאי להשתתפות בהגרלה למי שמתחת לגיל 35). המציאות הדמוגרפית והכלכלית מראה שצעירים המרוויחים משכורות גבוהות מספיק כדי לממן רכישת דירה, אפילו דירה שמחירה נמוך יותר ונמצאת בטבעות החיצוניות, מרוכזים לרוב דווקא באזור המרכז, היכן ששוק התעסוקה מאפשר את רמות השכר הללו. לכן, אם תושבי העיר המקוריים אינם ניגשים להגרלות, או שאינם מסוגלים לממן אפילו דירה מסובסדת בעירם, המשמעות היא שהביקוש האורגני שם חלש. ככל שמספר הזוכים החיצוניים (אלו שאין להם שום כוונה לגור בנכס) גדול יותר, כך גדל הסיכון שהביקוש המקומי פשוט אינו קיים ברמות המחירים הללו. ביום שאחרי, המשקיעים הללו עלולים לגלות שאין להם למי להשכיר או למכור, משום שהאוכלוסייה המקומית אינה יכולה לעמוד במחירים. הדינמיקה הזו בדיוק היא שמעצימה את החשש שלי ליצירת ערי רפאים מודרניות.

אשליית הגידור: שחיקת כוח הקנייה

המוטיבציה המרכזית של אותם משקיעים "חיצוניים" היא פסיכולוגית: הפחד להישאר "מחוץ למשחק". הם קונים דירה בפריפריה מתוך מטרה להצמיד את כוח הקנייה שלהם למדד מחירי הדיור. אך יש כאן כישלון חשיבה פיננסית מהותי שעליו דיברנו מוקדם יותר בספר. אדם שגר בשכירות בתל אביב או ברמת גן, ורוכש דירה להשקעה בדימונה או בקריות, מבצע "גידור" פגום. קצב צבירת העושר ועליית ערך הקרקע במרכז הכלכלי (היכן שהוא צורך את המגורים שלו) גבוה היסטורית, במספרים מוחלטים, מקצב

עליית הערך בפריפריה. ככל שעוברות השנים, עלות המחיה והדיור של אותו אדם במרכז עולה בקצב מהיר יותר מהתשואה ועליית הערך של הנכס שלו בפריפריה. בפועל, במקום להגן על כוח הקנייה שלו, הוא חווה שחיקה איטית ומתמשכת ביכולת שלו לקנות בעתיד נכס באזור שבו הוא באמת רוצה לחיות. בעיני, אין ראיות טובות יותר להיעדר הביקוש האורגני מאשר שלטי החוצות הענקיים הפרוסים לאורך נתיבי איילון בלב תל אביב, שם מפורסמים פרויקטים נדל"ניים בקריות שמצפון לחיפה או בעיירות בדרום, המכוונים לכיסים של "משקיעי נדל"ן" במרכז. השימוש בפרזנטורים מפורסמים, שחקנים, בדונים ופוליטי ריאליטי, כדי לשווק את הפרויקטים הללו הוא שלב נוסף בניתוק שבין נדל"ן לכלכלה רציונלית. חברות היזמות פונות לקהל שחלקו בקושי ביקר בחיים בעיר הזאת ומקווה שהוא ישקיע שמה את חסכונו. כדי לייצר אמון הן משתמשות בפנים מוכרות מהטלוויזיה, או נותנות לו הנחה גדולה ב"פרי-סייל" כדי לייצר מעט באז תקשורת. זוהי מניפולציה שיווקית קלאסית, אין שום קשר בין ההצלחה של שחקן על המסך או זמר על הבמות לבין היכולת שלו לנתח אם השקעה כלכלית באזור מסוים היא טובה, להעריך תשואת שכירות עתידית או סיכוי עודף היצע. ובכל זאת, הציבור קונה אשליה של ביטחון, במקום לדרוש נתונים מיקרו-כלכליים יבשים. באופן היסטורי, לרוב שימוש בסלבים העיד דווקא על "השקעות פיננסיות" שנגמרות בדמעות. מספיק מבט לארה"ב ב-2021 בבועת הקריפטו שהתחוללה שם.

אופקים כמקרה מבחן

דוגמה חיה לדינמיקה הזו מתרחשת בימים אלו בערים כמו אופקים. בעשור האחרון נרשמה נהירה של משקיעים מהמרכז או מערים דרומיות אחרות לעיר, מתוך ציפייה לעליות מחירים (בעקבות פיתוח תשתיות, רכבות והבטחות לפיתוח האזור). הערוץ הציבורי (כאן 11) הקדיש מספר תחקירים ואינטורים לתופעה המתחוללת שם, שבמהלכה מחירי הדירות זינקו ביחס לכוח הקנייה של האוכלוסייה המקומית המקורית. אופקים משמשת בעיני כעת כמקרה מבחן בזמן אמת. ככל שהיצע הדירות (שנבנו ברובן עבור משקיעים וזוכי הגרלות מבחון) יוצא לשוק השכירות, תיאוריית "ערי הרפאים" עומדת למבחן. האם העיר תצליח למשוך אוכלוסייה חזקה ושוכרים שיצדיקו את מחירי הרכישה? או שמא המשקיעים יגלו שהם מתחרים זה בזה על מעט מדי שוכרים מקומיים שיכולים לשלם, ויאלצו לחתוך מחירים או להשאיר דירות ריקות? בשנים הקרובות, המספרים יגלו האם הנהירה לפריפריה הייתה החלטה של משקיעים חכמים שהקדימו את זמנם, או טעות של עדר שקנה בטון במקום הלא נכון.

מה שוקי ההון מסמלים לנו: מגדל הקלפים של הפיננסים והנדל"ן

רעיון ידוע הוא ששוקי ההון מסתכלים קדימה. הם מתמחרים היום את מה שהכלכלה צפויה לעשות מחר. עליות דרסטיות במחירי מניות מסמלות לרוב ציפייה לשיפור ריאלי בכלכלה. אך כאשר אנו בוחנים את הסקטור הפיננסי הישראלי – חברות הביטוח והבנקים – עולה החשד שהעליות הללו לא מספרות סיפור של צמיחה בריאה, אלא של מינוף מסוכן.

הפרדוקס של חברות הביטוח: רודפים אחרי הכנסות, מאבדים רווחיות

בואו נסתכל על חברות הביטוח. אנחנו רואים את המניות שלהן עולות, אבל מבט לתוך הפעילות הביטוחית עצמה (הליבה) מגלה תמונה מורכבת. קחו לדוגמה את ביטוחי הרכב: מצד אחד, מאז תחילת המלחמה חלה ירידה בגניבות ובנסועה, מה שהקטין את התביעות והגדיל זמנית את שולי הרווח. מצד שני, קצב רכישת הרכבים החדשים ירד, מה שפוגע בשורת הכנסות. כאן נכנסת למשוואה האמרה המפורסמת של ג'ף בזוס *"Your margin is my opportunity"*. שולי רווח גבוהים מושכים תחרות. חברות הביטוח, שפועלות בשוק ריכוזי שבו הדרך היחידה לגדול היא "לגנוב" לקוחות זו מזו, מגדילות את הוצאות השיווק כדי להילחם על נתח שוק. ייתכן שההבטחה להגדלת הכנסות היא זו שדוחפת את המניות למעלה, אך השוק מפספס נקודה קריטית: בשוק רווי, עלייה בהכנסות (דרך מלחמות שיווק ומחירים) פוגעת לרוב ברווחיות הכוללת. זה מצב קלאסי בו יש ניגוד עניינים מובנה בין ההנהלה הבכירה לבין בעלי המניות (שרובם הם הציבור דרך כספי הפנסיה). הנהלות אוהבות להציג צמיחה בהכנסות, כי זה מצדיק משכורות עתק ובונוסים שמנים (שלא כל כך בולטים ככל שההכנסות גדולות יותר, מפני שההוצאות הללו זניחות יותר. כלומר ככל שההכנסות גדולות יותר בעשרות מליונים, הגדלת שכר המנכ"ל במליון או שתיים נוספים אינם תופסים את תשומת הלב). את בעלי המניות זה לא אמור לעניין; אותם מעניינת שורת הרווח הנקי העתידית, ואם הם חושבים שהיא תעלה בעתיד, הגיוני שישלמו יותר בעבור אותם מניות היום, כלומר ידחפו את מחיר המניה כלפי מעלה ככה שמכפיל הרווח יקפוץ באופן שהוא זמני מפני שהוא יצטמצם חזרה כאשר הרווחים יגיעו (זאת הסיבה למה אנליסטים ומנהלי הון מסויימים מסתכל על Forward P/E). כשאני מסתכל על הפעילות הביטוחית הטהורה, בסביבה של שחיקת כוח הקנייה קשה לראות מנועי צמיחה רווחיים אמיתיים (צריך שיותר אנשים יטוּסו לחו"ל וירכשו ביטוחי נסיעות. צריך שיותר אנשים יקנו מכוניות חדשות ויקרות יותר שתשלומי הביטוח יזנקו...)

המינוף הסמוי: הכל מוביל לנדל"ן

אם הפעילות הביטוחית הקלאסית אינה ההסבר לעליות, התשובה חייבת להימצא בצד השני של המאזן, תיק ההשקעות. לחברות הביטוח ולגופים המוסדיים יש חשיפה עצומה, ישירה ועקיפה, לשוק הישראלי ובפרט לשוק הנדל"ן. הם מחזיקים במניות אחת של השנייה, באג"ח קונצרני של חברות בנייה, בנכסי נדל"ן מניב, וחשוב מכל, הם מעניקים הלוואות המגובות בנדל"ן. בשנים האחרונות ראינו זינוק מסוכן בתופעה שבה הציבור לוקח הלוואות גישור כנגד קרנות השתלמות וקופות גמל (שהמוסדיים מנהלים) רק כדי לייצר "הון ראשוני" מלאכותי לרכישת דירה. המעגל הזה – שבו כסף ממונף מהפנסיה מתדלק את מחירי הדיור, שמצידם מעלים את שווי הנכסים בספרי חברות הביטוח – עובד נפלא כל עוד המחירים עולים. אבל מה קורה כשהמוזיקה נעצרת? קיפאון או ירידה בשוק הדיור לא רק יחתכו את שווי הנכסים הריאליים, אלא ייצרו גלי הדף בשוק האג"ח הקונצרני (יזמים שיתקשו להחזיר חובות) ובתיקי ההלוואות.

המעגל של דמי ניהול, ההשקעות המקומיות והלוואות

כדי להבין איך המערכת הזו מזינה את עצמה, צריך להסתכל על מודל רווח מרכזי נוסף של הגופים המוסדיים (חברות הביטוח ובתי ההשקעות), גביית דמי ניהול. הגופים האלו מייצרים את ההכנסות שלהם כאחוז מסוים מסך הנכסים שהם מנהלים (AUM - Assets Under Management) כלומר, עמלות מדמי ניהול (וצבירה והפקדה) מתוך הפנסיות, קופות הגמל וקרנות ההשתלמות שלנו. בכל חודש מוזרמים אליהם מיליארדי שקלים בהפקדות חובה של הציבור. לאן הכסף הזה הולך? חלק גדול ממנו נשאר בישראל. בין אם בגלל דרישת הציבור, דרישת הרגולטור, או העדפות של מנהלי השקעות. המוסדיים רוכשים מניות ואיגרות חוב (אג"ח) של הבנקים, של חברות הנדל"ן, ואפילו של חברות פיננסים וביטוח אחרות.

הזרמת ההון העקבית הזו לשוק המקומי יוצרת שני עיוותים מרכזיים:

1. **מינוף זול לחברות המקומיות בגלל דרישות רגולטוריות.** אחד הפודקאסטים של קרן גידור שמתמחה בשוק הישראלי מדבר על כך כל הזמן, שכספי הפנסיה מספקים אשראי ומינוף זול מאוד לחברות בארץ (ובעיקר ליזמי נדל"ן). המשקיע הקטן, דרך הפנסיה שלו, מסבסד בפועל את עלויות המימון של החברות הגדולות בישראל. כל זה קורה בזמן שמנהלי ההשקעות יכלו להפנות את הכסף לחו"ל ולרכוש אג"ח איכותי לא פחות, עם תשואה גבוהה יותר (למשל של ממשלת ארה"ב או חברות גלובליות גדולות). כלומר, החברות הציבוריות הגדולות בישראל, נהנות מאשראי זול יחסית.
2. ככל שיותר כסף פנסיוני נכנס לשוק הישראלי, כך גדל הביקוש למניות המקומיות – כולל מניות של הבנקים וחברות הביטוח עצמן. הביקוש הזה דוחף את מחירי המניות כלפי מעלה. כשהמחירים עולים, השווי הכולל של תיקי ההשקעות של הציבור גדל. וכשהתיק תופח? חברות הביטוח גובות יותר דמי ניהול בשקלים, והרווחיות שלהן מזנקת בהתאם. צמיחת הרווחים מושכת משקיעים

נוספים, שדוחפת את מחירי המניות כלפי מעלה, דבר שמגדיל עוד יותר את שווי התיקים המנוהלים. חוסכי פנסיה וקרנות השתלמות רואים את גדילת שווי התיקים ומנתבים למסלולים הללו יותר ויותר כספים שמוסיפים עוד לגלגל הזה. הרווחים מתיקי ניהול צומחים והביקוש לנכסים ישראלים עולה... בנוסף ככל ששווי התיקים הללו גדל, אנשים יכולים לקחת הלוואות גדולות יותר ויותר כנגד הנכסים הללו לשמש כ"הון עצמי" לרכישת נכסים אחרים כמו נדל"ן. הדבר מעלה את מחירי הדיור, מגדיל את רווחי הקבלנים, רווחי הבנקים, ובכך את שווי החברות הללו בבורסה, שמעלה את שווי תיקי הפנסיה וקרנות ההשתלמות ומאפשר ל"חוסך" הבא, לקחת הלוואה גדולה יותר כנגד שווי תיק גדול יותר. הבעיה שזה עלול לקרות גם לכיוון השני.

בפשטות, המוסדיים קונים את המניות של הסקטור הפיננסי והנדל"ני שבו הם עצמם פועלים, מנפחים את שווי השוק המקומי עם הכסף של הציבור, וכך מגדילים לעצמם את ההכנסות על "תשואה" שהם עצמם ייצרו. אבל הקונספט הזה דיברנו עליו לפני כן, שנקרא "רפלקסיביות", עובד באותה עוצמה גם בכיוון ההפוך. ביום שבו השוק המקומי יחוה האטה ריאלית אמיתית, למשל, אם קיפאון בשוק הדיור יפגע ברווחי הבנקים והיזמים, מחירי המניות והאג"ח המקומיים ירדו. ירידה בשווי הנכסים תכווץ מיד את סך התיקים המנוהלים, מה שיחתוך את ההכנסות של חברות הביטוח מדמי ניהול ויפגע במנייתן. בנוסף, אם הציבור יבהל ויתחיל לנתב כספים למסלולים שאינם בישראל, המוסדיים יאלצו למכור נכסים. המכירה הזו תייצר לחץ נוסף על השוק הצר, תוריד את המחירים עוד יותר, ותאיץ את המגמה השלילית. במילים אחרות: השגשוג הפיננסי הנוכחי נשען **לדעתי** במידה רבה על מנגנון שמנפח את עצמו. כשהוא מטפס כולם מרוויחים, אבל כשהמגמה תתהפך המבנה הזה עלול להאיץ את הנפילה.

האם הבנקים עיוורים, מתעלמים או יודעים משהו שאני לא יודע? סיכון חבוי ורווח גלוי

חברות הביטוח הן רק חלק. הלב הפועם של הסיכון נמצא במערכת הבנקאית. הבנקים בישראל מדווחים על רווחי שיא, אך ההשערה שלי היא שחלק ניכר מהרווחיות הזו נשען על הימתחות מכפילי הרווח של שוק הדיור. הבנקים גובים ריביות גבוהות יותר על הלוואות ומשכנתאות, שמטבען הפכו למסוכנות יותר (בגלל סביבת הריבית והמינוף הגבוה של משקי הבית). אך בגלל הדוגמה (האמונה) הבלתי-מעורערת ש"מחירי הדירות בישראל תמיד עולים", הבנקים (ואולי גם הרגולטור) לא באמת הפנימו את רמת הסיכון החדשה. במקום להאט את קצב חלוקת האשראי לנדל"ן ולרתק עתודות הון (כריות ביטחון) גדולות יותר להפסדי אשראי, הם ממשיכים לחגוג. השוק מסתכל על הבנקים ורואה מכפילי רווח "P/E) זולים" כביכול. אך לעניות דעתי, התמחור היקר לא נמצא במניית הבנק עצמה, אלא בנכסי הבסיס שהבנק מחזיק (תיק המשכנתאות והאשראי ליזמים). השוק פשוט אינו מתמחר נכון את הסיכון הגלום בנכסים הללו. כלומר, במקרה של הפסדים בתיק האשראי, הרווחים הנוכחיים ייחתכו. לכן באופן היסטורי כאשר יש חשש מהפסדי אשראי, משקיעים חוששים שהרווחים הנוכחיים יחתכו ומתמחרים מחדש את מחיר החברה ביחס לרווחים, כלומר, מכפיל הרווח מצטמצם. בנוסף, חלק גדול מרווחי הבנקים כעת נובע

מעמלות טכניות, קנסות פירעון מוקדם, עמלות מחזור משכנתא ותשלומים חד-פעמיים של לקוחות שמנסים לברוח מהריבית הגבוהה. אלו רווחים חד-פעמיים, לא צמיחה יציבה. מה כל זה אומר לי? הכלכלה הישראלית בנתה מעין מגדל קלפים פיננסי שקומת הבסיס שלו יצוקה כולה משוק הדיור. בעיה מבנית בנדל"ן לא תישאר מתוחמת למתווכים וקבלנים. היא תזלוג ישירות לתוך המאזנים של גופי הפנסיה, חברות הביטוח והבנקים שניפחו את הבועה. זהו תרחיש קיצוני, אך ההיסטוריה הכלכלית מוכיחה שוב ושוב: כשהסיכון המערכתי מגיע אל הבנקים, ממשלות נאלצות להתערב כדי למנוע קריסה. ובסופו של דבר, מי שישלם את החשבון דרך מיסים, חילוצים או שחיקת הפנסיות, יהיה, כמו תמיד, הציבור.

ההיסטוריה של בועות

ההיסטוריה הכלכלית העולמית שעליה דיברנו הרבה מאוד בחלק הראשון של הספר מלמדת אותנו סיפור חשוב על בועות. אם במדינת ישראל יש או תהיה בועת נדל"ן, כמעט כולם יהיו שבויים בה. מפרשנים כלכליים באולפנים וגם מגישת החדשות, עובדי מדינה גם במשרד האוצר, דמויות מפתח בבנק ישראל, מנהלי בנקים, קבלנים, מנהלי השקעות וכמובן גם הציבור הרחב. השיא של הבועה הוא כאשר הקונצנזוס הוא הגדול ביותר שאין בועה, ומתבטאת בכך שכמעט כולם כולל מיטב הכלכלנים מתרצים בעיות כמהמורות קטנות וזמניות. בגלל העובדה ששווקים הם יעילים בממוצע, ומכיוון ששווקים יכולים להתנהל גם בצורה לא יעילה לאורך זמן, להיות בדעת מיעוט כנגד קונצנזוס, היא דבר **שרוב הזמן** לא משתלם ולא כדאי. היעילות הממוצעת של השוק מוכיחה שהקונצנזוס לרוב צודק, ומצד שני, היכולת של שווקים להיות לא יעילים לאורך זמן גורמת לכך שגם כאשר הcontrarian צודק, פעמים רבות הוא פושט רגל בדרך, או משתרך מאחורה מדי כך שגם כאשר התיקון קורה, היה מוטב לו מלחתחילה להיסחף אל תוך הבועה גם.

"Far more money has been lost by investors preparing for corrections, or trying to anticipate corrections, than has been lost in corrections themselves". – Peter Lynch

התובנה הזו מציבה אותי בנקודה מורכבת מולכם, הקוראים. יש סיכוי סביר שאני טועה בניתוח שלי. יתרה מכך, גם אם אני צודק בכיוון, ייתכן שעד שהתיקון יגיע, העמידה על הקווים ואי-ההשתתפות במומנטום תעלה לי הרבה יותר כסף בטווח הרחוק (בגלל שקבעתי שלהשקיע בישראל קשה לי מדי, ואני משקיע במקומות אחרים אבל אני קשור בכוח הקנייה בישראל מבחינת מחייה, אם ערך הנכסים בישראל יעלה בקצב גבוה בהרבה אני "הפסדתי" מבחינת כוח קנייה כי כוח הקנייה שלי יישחק). התיקון שאני "מחכה" לו עלול לא להגיע בזמן הקרוב, וגם אם יגיע, הוא עשוי להיעצר בנקודת מחיר גבוהה מזו של

היום. אין דבר קשה ויומרני יותר מלנסות לתזמן את השוק, ואין דבר מסוכן מזה מלבד לנקוב בשנה ספציפית, כפי שאני עושה כשאני מצביע על שנת 2027, לאחר העברת התקציב הראשון של הממשלה הבאה. הדרך שלי לגדר את הסיכון שאני טועה היא להסתייג מנבואות זעם מוחלטות ומוודאות מוחלטת. הדבר המרכזי שאני מצביע עליו אינו בהכרח קריסה מובטחת, אלא **תמחור שגוי של סיכון**. יתירה מכך, גם אם אני צודק לחלוטין לגבי הסיכונים, במידה וישראל תצליח לייצר את הנס שעליו אני מדבר בקטע הבא, אנחנו לעולם לא נדע שצדקתי בנוגע לסיכונים. כלומר, הדבר החשוב ביותר להסתכל עליו בכל הספר הזה, הוא תהליך החשיבה ולא התוצאה. ובתהליך החשיבה שאותו פרסתי לפניכם בספר הזה, אני לא יכול לראות אחרת מכך שהשוק הישראלי, ורוב המומחים המסקרים אותו, סובלים מסוג של עיוורון – לעניות דעתי מתוך מנגנון הגנה פסיכולוגי עמוק שהוא המנגנון הפסיכולוגי שיוצר בועות. רובם המוחלט מושקע בנדל"ן בישראל ישירות או בעקיפין (בבורסה הישראלית שלדעתי 50% ממנו קשורה בנדל"ן בצורה עקיפה וישירה) ולכן הם לא רוצים להאמין שיש בעיה ארוכת טווח ומהותית בשוק הנדל"ן הישראלי. הם אינם מעריכים נכונה את ההסתברות הסטטיסטית להתממשותם של הסיכונים הכלכליים הללו. בשוק ההון – מפחיתים בסיכונים ומפריזים בציפיות הרווח. בשוק הנדל"ן – מפריזים במידת הביקוש האורגני (וכזכור: ביקוש אינו מוגדר רק על ידי מי ש"רוצה", אלא על ידי מי שרוצה וגם יכול לשלם), תוך התעלמות מהקושי ההולך וגובר של הצרכן הישראלי העתידי. שחיקת כוח הקנייה אומרת שאם המחירים ימשיכו לעלות, הם יתנתקו לחלוטין מהיכולת של הציבור לממן אותם. במצב כזה, מכפילי הרווח הנוכחיים של הדירות (יחס שווי הדירה לעומת דמי השכירות שאפשר לגבות עליה) יהפכו לחסרי הצדקה כלכלית לחלוטין.

שקיפות באפלה: הרשות לניירות ערך, דוחות הנדל"ן ופצצת הזמן של המימון (כולל

תוספת לספר שהוספתי בזמן העריכה. נכתב ב-22 בפברואר 2026)

בביקורות שערכה הרשות לניירות ערך בשנת 2025 נחשפה מציאות מטרידה, התגלו פערים מהותיים בין הדיווחים הפיננסיים של מספר חברות נדל"ן לבין השווי האמיתי של נכסיהן. בפרסומים צוין כי "הרשות לא נוקבת בשמות החברות ושמות השמאים שנקטו בפרקטיקות 'בלתי סבירות', אבל מדובר בממצאים חמורים מאוד שחייבו מעורבות אגרסיבית." (מתוך ישראל היום באפריל 2025). ההחלטה הזו מעלה תהייה קשה ופרדוקס מהותי. תפקידה המרכזי של הרשות לניירות ערך הוא להבטיח שקיפות, כדי שבעלי המניות, כלומר, הציבור הרחב, שמושקע בין היתר גם דרך קרנות הפנסיות וקרנות ההשתלמות שלו, ידעו בדיוק מה מתרחש בחברות שבהן הם מושקעים. קשה להבין כיצד הרשות יכולה, בזמנית, לתקן את המעוות מבלי לחשוף את שמות החברות. הרי אם הדוחות יצטרכו להיות מתוקנים לאחר פערי הדיווח ייחשפו ממילא, ואיתם גם שמות החברות. גרוע מכך, אם הרשות תבחר לקנוס את החברות עצמן

בגין הדיווחים המטעים, היא למעשה קונסת את בעלי המניות על עבירה שהם כלל לא ידעו על קיומה (ושוב שמות החברות יתגלו). נוצר מצב אבסורדי שבו הציבור גם סובל מההסתרה וגם משלם את הקנס. עקרון "שלטון החוק" שבו חלק רחב מהאטרקטיביות של שוק הון כזה או אחר מבוסס על מערכת האכיפה שתגן על המשקיעים. מי שצריך לתת את הדין באופן אישי הם אותם נושאי משרה, מנהלים ושמאים (ואני לא מדבר על מאסר או אפילו קנס. אבל לפחות לעדכן את בעלי המניות שיוכלו לקבל החלטה בנוגע להמשך העסקתם) שחתמו על הדיווחים הבעייתיים, ולא לסגור את האירוע בחדרים חשוכים שמותירים את הציבור באפלה. (זאת התוספת מה22 בפברואר 2026) ואני מוסיף שהיום, כחצי שנה לאחר שכתבתי את הפסקה הקודמת, לא התפרסם שום דבר נוסף בנושא.

קונים זמן (נכתב ב22 בפברואר 2026)

הבעיה עמוקה אף יותר. לפי דיווח ב"גלובס", בכנס השנתי של מחלקת התאגידים הציגה הרשות שורה של "טעויות" מהותיות שנמצאו בדוחות של חברות הנדל"ן – החל מהערכת יתר בוטה של הכנסות ועד אי-הכללה של עלויות מימון כבדות (טריק חשבונאי שמאפשר להסתיר את הריביות הגבוהות שהיזמים משלמים). בתגובה, הרשות הודיעה כי היא עובדת על "מתווה גילוי חדש" שיוצג לציבור בחציון הראשון של 2026. הלו"ז הזה מעלה שאלות קריטיות לגבי החציון השני של 2026 ולקראת שנת 2027: האם החברות יידרשו לדווח לפי הכללים המחמירים (והאמיתיים) רק ב-2027? ייתכן שהעיכוב הזה נועד בסך הכל "לקנות זמן" לשוק. לאפשר לחברות להסדיר נשימה, לקוות שהריביות ירדו, ולהעלים בעיות מהותיות שיפתרו בינתיים מבלי שיצופו על פני השטח. אך מנגד, מדובר בהימור מסוכן. אם הבעיות לא ייפתרו אלא רק יחמירו, המתווה החדש עלול להיות הטריגר שיחשוף את הבורות השחורים במאזנים בבת אחת, וייצור פאניקה אדירה בשוק באמצע 2027. חשוב לזכור, שבין שחור ללבן יש את כל צבעי הקשת, וככה גם המון אפשרויות אחרות שיקרו. ואיפה הבעיות הללו כבר מתחילות לצוף מעל פני השטח? אצל צרכן הקצה. אותן הכנסות מנופחות שחברות הנדל"ן מדווחות עליהן נשענות לא פעם על עסקאות אוויר ו"מבצעי קבלן" מסוכנים. בסוף דצמבר 2025, משרד האוצר חשף נתון מטלטל, שצוטט גם ב"גלובס": כ-6% מהעסקאות לרכישת דירות חדשות "על הנייר" בשנת 2023 (כלומר העסקאות נחתמו ב2023) בוטלו לחלוטין על ידי הרוכשים. התופעה הזו בולטת במיוחד במחוז הדרום, אזור המאופיין בשיעור גבוה מאוד של מבצעי מימון אגרסיביים מצד הקבלנים (תשלום של 10% או 20% בחתימה, והשאר באכלוס). המשמעות היא ברורה: אנשים רכשו דירות במחירי שיא באמצעות מינוף שלא יכלו לעמוד בו, מתוך פנטזיה למכור את הדירה ברווח לפני תום הבנייה, או מתוך תקווה שהריביות ירדו. כשהמועד התקרב והם לא הצליחו להשיג משכנתא להשלמת העסקה, הם נאלצו לבטל. הנפגעים העיקריים מהמנגנון הזה הם לרוב לא היזמים (ששומרים את דמי הרצינות ואת הפיצוי, קרי קנס הביטול, ואז יכולים למכור את הדירה מחדש), אלא הרוכשים עצמם. צעירים ומשפחות שנאלצים לשלם קנסות

ולהפסיד את ההון הראשוני ששמו בתחילת העסקה, וכעת נותרים בלי כלום. בינתיים רוכשי דירות אחרים תובעים קבלנים על כך שכיום קבלנים מנסים למכור דירה זהה במחיר ריאלי נמוך יותר ממה שהרוכשים קנו ב"הנחות" בפרי סייל.

התרחיש השלישי

כעת נאגד את רשימת הנקודות והסיכונים שעליהם הרחבנו לאורך הספר. כשהם נבחנים בנפרד, כל אחד מהם מהווה אתגר; אך השילוב שלהם יחד עלול לייצר "סערה מושלמת" עבור הכלכלה הישראלית.

1. מלכודת החוב והמס (המשקולת הממשלתית) - ככל שהמלחמה ושיקום העורף מתארכים,

הממשלה נדרשת להוצאות אדירות. כדי לממן זאת, היא חייבת להגדיל את החוב הלאומי או להעלות מיסים (ובפועל, היא עושה את שניהם). הגדלת החוב היום משמעותה תשלומי ריבית גדולים יותר מחר, שידרשו קיצוץ בשירותים אזרחיים והעלאות מיסים עתידיות נוספות. כמו שאומר הפתגם: "אבות אכלו בוסר, ושיני בנים תקהינה". הכסף שהמדינה מזרימה כעת כ"אקמול" עלול לחנוק את הצמיחה בעשור הקרוב.

2. סכנת הסטגפלציה: אינפלציה פוגשת האטה - הממשלה מזרימה כספים לשוק כדי למלא את החלל

של הפגיעה בפרודקטיביות (עסקים סגורים, מילואים, מפונים). התוצאה הקלאסית של כסף רב שרודף אחרי פחות סחורות ושירותים היא אינפלציה דביקה. כדי להילחם באינפלציה, בנק ישראל יתקשה להוריד ריביות (ואולי אף יאלץ להעלותן). כאן טמונה הסכנה האמיתית: שילוב של אינפלציה יחד עם ירידה בפרודקטיביות והאטה בצמיחה יוצר סטגפלציה. המחלה הכלכלית הקשה ביותר לריפוי, שבה יוקר המחיה מזנק בזמן שהמשק ממותן והאבטלה עולה.

3. אשליית הנזילות ואיום הדיפלציה ב"יום שאחרי" - ישנו גם תרחיש הפוך וקיצוני לא פחות: מה

יקרה כשהמלחמה תיגמר וברז תקציבי הביטחון והמענקים ייסגר בבת אחת? באותו רגע, נגלה שהאינפלציה והמיסים כבר "שתו" את חסכוניות הציבור. אם רשות המיסים תמשיך לשאוב נזילות מהשוק לצורך כיסוי הגירעון בדיוק כשההזרמות הממשלתיות ייפסקו, הציבור יישאר ללא כסף פנוי. הצמיחה שהתרחשה בזמן המלחמה תתגלה כמלאכותית, הביקושים יתרסקו, ומחירי נכסים עלולים להתחיל לרדת בחדות (דיפלציה). השאלה היא האם בנק ישראל יזהה את נקודת ההיפוך הזו בזמן ויוריד ריבית לפני שהמשק ייכנס לסחרור.

4. מיתון צווארון לבן ומשבר בהייטק - המשק נמצא בצומת דרכים מסוכן בגלל מהפכת הבינה

המלאכותית. אנחנו עלולים לראות גלי פיטורים בשני תסריטי קיצון: או שה AI-תתגלה כהצלחה מסחררת שתייתר מתכנתים רבים (או משרות צווארון לבן כמו אנליסטים), או שההשקעות העצומות ב-AI יתבררו כבועה שתתפוצץ ותגרור אחריה את תעשיית התוכנה והחומרה כולה. בנוסף, קיים החשש

הדמוגרפי: "ברירת מוחות" והגירה שלילית של עובדים חיוניים ומוכשרים (העשירון העליון שמשלם את רוב המיסים במשק). התוצאה תהיה ירידה בשכר החציון של המשק. כשאנשים שהתרגלו לשכר גבוה יאבדו אותו או ירוויחו פחות (ריאלית, בגלל האינפלציה), כוח הקנייה הכללי יישחק, מה שיפגע מיידית ברווחיות של כלל העסקים בארץ.

5. התנפצות מגדל הקלפים של הנדל"ן - כפי שהסברנו, שוק הדיור הישראלי מתוח עד הקצה. אם כוח הקנייה של הציבור יישחק (בגלל אינפלציה, מיסים או אבטלה), היכולת שלו להמשיך לשלם מחירי דיור אסטרונומיים תיעצר. זה יתגלגל לקיפאון או ירידה במחירי הדירות. הבעיה היא שנדל"ן אינו סקטור מבודד. ירידה בשוק הדיור תגרור פיטורים של מתווכים, קבלנים, שמאים, פועלים, ואנשי פיננסים. גרוע מכך, ככל שמחירי הדירות היום מנותקים יותר מערכן הכלכלי האמיתי (תזרים השכירות שהן מייצרות), כך הנפילה עלולה להיות כואבת יותר.

6. אפקט העושר השלילי - כלכלה מונעת מפסיכולוגיה. רוב העושר של הישראלי הממוצע "כלוא" בדירה שלו ובקרן הפנסיה וההשתלמות שלו (שמושקעת גם היא בנדל"ן ובבנקים, כפי שראינו). אם מחירי הנדל"ן והבורסה המקומית ירדו, הציבור ירגיש עני יותר, גם אם לא מכר שום נכס. התופעה הזו, המכונה "אפקט העושר השלילי", גורמת לאנשים לסגור את הארנקים, לצמצם צריכה פרטית, ולבטל חופשות ומסעדות. צמצום הצריכה פוגע בעסקים, שפוגעים בתעסוקה, מה שמעמיק את המיתון.

7. הבידוד הכלכלי (החרם השקט) - ולבסוף, ישנו הסיכון הגיאופוליטי. ה"שם הרע" וגל העוינות כלפי ישראל בעקבות המלחמה (וההליכים המשפטיים בחו"ל) עלולים לתת את אותותיהם הכלכליים. לא מדובר בחרם רשמי ומוצהר, אלא בחרם שקט וטכני: חברות זרות יעדיפו שלא לייבא מישראל, משקיעים זרים ידירו רגליים מישראל וגופים בינלאומיים יצמצמו שיתופי פעולה. העולם יעשה איתנו עסקים רק היכן שזה הכרחי ואין לו תחליף, אך יימנע מישראל בכל מקום שבו יש לו אלטרנטיבה – אפילו אם האלטרנטיבה הזו יקרה יותר עבורו.

8. האוייב הבא – לאחר המלחמה עם איראן יש אווירת אופוריה במשק הישראלי כאילו כל האיומים הבטחוניים הוסרו, אך בפועל אין זה הדבר כלל. משטר האיתוללות עוד חי בועט ונושם ולמדינת ישראל קיימים איומים נוספים שאליהם המדינה תצטרך להיערך ולהתכונן.

What Can Go Right

אם יש דבר אחד שיכול "להציל את המצב" ולייצר צמיחה אמיתית במשק, אלה יזמות וחדשנות, שיתבטא בהקמה של סטארטאפים, עסקים חדשים ומוצרים טכנולוגיים פורצי דרך. עם זאת, הבעיה המרכזית היא שמדינת ישראל מענישה את היזמים שפועלים בתוכה באמצעות מערכת מיסוי ורגולציה שאינה הוגנת.

אין מדובר בתאגידי הענק, אליהם המדינה דווקא מפגינה ידידותיות רבה, אלא בסטארטאפים ובאנשים פרטיים שפותחים עסקים. זה מתחיל בתשלומי הביטוח הלאומי: יזמים ועצמאיים משלמים שיעורים גבוהים יותר, אך זוכים לרשת ביטחון קטנה משמעותית מזו של השכירים. זהו שיעור כואב שרבים מהם למדו על בשרם במהלך חמש השנים האחרונות. במקביל, הרגולציה הכבדה בישראל מתעדפת תאגידים עשירים, שנהנים מהיעדר תחרות ומסתדרים היטב עם הבירוקרטיה, משום שיש להם את הכיסים העמוקים לממן סוללות של עורכי דין ורואי חשבון שיתמודדו עם הסיטואציה. כתוצאה מכך, לסטארטאפים טכנולוגיים יש כיום תמריץ אדיר להירשם ולפעול בארה"ב. ליזם שמקים את החברה שלו בארה"ב יש יתרון מיסויי עצום: תחת קוד המס האמריקאי (סעיף 1202-QSBS) מיליוני הדולרים הראשונים בעת אקזיט או מכירת מניות (לרוב עד 10 מיליון דולר או פי עשרה מההשקעה) עשויים להיות פטורים לחלוטין ממס רווחי הון – מנגנון שפרופ' סקוט גאלווי (Scott Galloway) מרבה לדבר עליו כדבר עצום לחדשנות. בארה"ב יש יותר הון זמין והרבה פחות רגולציה. מנגד, ישראל מענישה חדשנות בכך שהיא מטילה מס כבד על מדענים ומהנדסים, ומשתמשת בכספים אלו כדי לממן אוכלוסיות שלמות שאינן תורמות כלכלית לחברה (אברכים שלומדים תורה הם דוגמה אחת לכך). לשם השוואה, בארה"ב קיימות קהילות ענק של חרדים שפורחות ומשגשגות מבחינה כלכלית, וזאת משום שהן אינן נשענות על קצבאות מדינה. לבסוף, המערכת הישראלית מענישה גם את המשקיעים הקטנים. בארה"ב, קיימות מדרגות מס פרוגרסיביות: משקי בית עם הכנסות נמוכות או ממוצעות משלמים מס מופחת משמעותית (ולעיתים נהנים מפטור מוחלט של 0% מס) על דיבידנדים ורווחי הון לטווח ארוך. לעומת זאת, בישראל, המאופיינת כבעלת אוריינטציה "סוציאליסטית" יותר, המיסוי על ההון הוא שטוח. המדינה למעשה מענישה את "המתעשרים החדשים" ומשמרת את כוחם של העשירים הישנים, גם אם המדיניות הזו חוסמת את צבירת ההון של מעמד הביניים ומונעת התעשרות גדולה יותר של כלל האוכלוסייה. בנוסף היום מדינות המפרץ מנסות למשוך אליהן את התאגידים האמריקאים שהם מעסיקים גדולים, ומדינת ישראל צריכה לחשוב באופן אסטרטגי כיצד לשמור עליהן כמעסיקות במדינה. ולמרות כל המכשולים המבניים הללו, הנתון המדהים ביותר בכלכלה הישראלית הוא החוסן האנושי שלה. פעם אחר פעם, כנגד כל הסיכויים, היזמים והמהנדסים הישראלים מוכיחים יכולת הישרדות והצלחה פנומנלית. דרך מלחמות, מבצעים צבאיים מתמשכים, ועד למגפות עולמיות כמו הקורונה, ההון האנושי הזה מסרב לעצור. הוא ממשיך לייצר חידושים טכנולוגיים מדהימים שמשנים את העולם. הרוח היזמית הזו, שמסרבת להיכנע לבירוקרטיה מקומית או למשברים ביטחוניים, היא הכוח האמיתי והאורגני שממשיך לדחוף את כלכלת ישראל קדימה ולשמור אותה רלוונטית וצומחת בזירה הגלובלית.

נקודות למחשבה

אני לא יכול לחלוק איתכם חלק מהדעות שלי, מפני שאיני מוסמך ובנוסף אני רואה ירידה דרסטית ביכולת הביטוי של האוכלוסייה בישראל. זה חלק מהמשחק בישראל שנהיה משחק ישיר של מאבקי כוחות ובא בעיקר על חשבון האנשים הרגילים שלא יכולים להחזיק צבא עורכי דין או להרשות להם את הזמן בהתעסקות בשטויות. בינתיים אנחנו רואים איך דמויות חזקות כן יכולות לעשות ככל העולה על רוחם. אני חושב, שמה שאני נותן פה בחלק מהמקרים זה superior insight, עומק מחשבתי שאני לא מרגיש שהוא קיים בשיח במדינה, לא בכתבות או בריאיונות של גורמים במשק.

ניהול סיכונים: עיוורון האופטימיות ובועת הנדל"ן

זה ניכר לעין שהשוק הישראלי מפגין התנהגות קלאסית של בועה: בהלה המונית לרכישת דירות להשקעה בכל מחיר. השאלה המעניינת היא באיזה שלב של הבועה אנחנו נמצאים – האם בשלב שבו משקיעים כמו ג'ורג' סורוס היו שופכים דלק למדורה כדי לרכוב על המומנטום, או בשלב שבו הם כבר מחפשים את דרכם החוצה בזהירות? אני רואה סביבי חוסר הבנה מוחלט לגבי המושג "ניהול סיכונים". ישנו נתק בין היכולת לזהות מה מסכן את הנכסים, לבין היכולת לתמחר הסתברויות של תרחישי קיצון עתידיים. הבורסה המקומית (והמרוכזת מאוד בבנקים, ביטוח ונדל"ן) משקפת שיא של אופטימיות, בשעה שאת מבחן הלחץ האמיתי של הכלכלה הישראלית – טרם התחלנו. מנטליות ה"יהיה בסדר" חולשת על הכל. לקיחת משכנתא ל-30 שנה היא, בבסיסה, הימור ממונף של משק בית על פוטנציאל ההשתכרות העתידי שלו. לקיחת "הלוואות בלון" ו"הלוואות קבלן" מתוך מחשבה ש"בעוד שלוש שנים אלוהים גדול, ובמקרה הכי גרוע נמכור ברווח" – היא הימור עיוור על כך ששוק הנדל"ן ימשיך להתנהג בדיוק כפי שהתנהג בעשור האחרון. חשוב להבהיר: אינני טוען שהמצב פה מסוכן כמו שהיה בבועות הנדל"ן בארה"ב או בסין. בהחלט ייתכן שמדינת ישראל תינצל מכל התרחישים, שלא תהיה קריסה, ושהמשק ימשיך לטוס קדימה בעזרת נס כלכלי או טכנולוגי. אך גם אם לא יקרה כלום, זה לא אומר שההחלטות שאנשים מקבלים היום אינן מסוכנות ואינן שגויות מבחינת תוחלת הסיכון. הטרגדיה היא שאם הבועה תמשיך להתנפח, הדבר רק יעצים את ההתנהגות האי-רציונלית, כי הציבור יקבל חיזוק חיובי לכך שהימורים מסוכנים משתלמים. כפי שאמרתי לא פעם: שוק עולה הוא שוק סלחן מאוד לטעויות. אבל ברגע הקריסה הוא חסר רחמים.

המצב פה לא מסוכן להערכתי כפי שהיה בבועות הנדל"ן בסין ובארה"ב

אבל זה לא אומר שאין סכנה כלל. גם אם לא יקרה כלום ולא יהיה קריסה והמשק ימשיך לטוס קדימה, זה לא אומר שהסתברות המצבים עכשיו לא הייתה מסוכנת, ושבאמת ייתכן שיקרה פה נס. מה שיהיה

יותר מסוכן זה שזה כנראה יעצים עוד יותר התנהגות אי רציונלית בעתיד, מפני שלעשות החלטות מסויימות השתלם, גם אם הם היו טעויות מבחינת חישוב הסתברויות סיכונים.

כפי שאמרתי הרבה פעמים, שוק שעולה הוא מאוד מאוד סלחן, אבל ברגע הקריסה, הוא חסר רחמים.

כאשר יש התנהגות אי רציונלית של שחקנים צריך וחשוב מאוד להבין למה. אף אחד עדיין לא הצליח להסביר לציבור מה מרוויחים הקבלנים מהלוואות קבלן והבנקים בכך שהם משאירים באופן מלאכותי את מחירי הדיור למעלה. אף אחד, עד שאני עשיתי את זה פה בספר הזה. המשחק הזה, שהוא משחק חשבונאי נטו, נועד לקנות זמן כדי שהשוק יעשה את שלו. ההימור השתלם ל Bank of America בעיקר בגלל שהציבור לא משך כספים, לא היה משבר כלכלי בארה"ב, הם החזיקו המון המון מזומן באופן כללי והם היו ערים למצב מהרגע הראשון. Silicon Valley Bank היה במנטליות של יהיה בסדר, עד שהיה מאוחר מדי. תחושת הבטן שלי היא שתרבותית תחושת היהיה בסדר נמצאת גם בבנקים, ומהמעט שאני שומע ברחוב, הם ממשיכים להתנהל כאילו מה שהיה הוא שיהיה קדימה, ואפילו נטולות מעט סיכונים. למרות השם שיצא להם על שמרנות בגלל דברים שהיו לפני 17 שנה, הם מתנהלים כאילו זה המצב היום. אני משוכנע לחלוטין שהכוח שלהם הלך והתחזק במדינה, בעיקר בגלל היכולת שלהם למנוע תלונות בבנק ישראל בכך שקודם כל צריך להתלונן לבנק. זהו רק סימן אחד שהכוח שלהם הלך וגבר. בעוד שהבנקים האמריקאים תיקשרו בזמן העלאות ריבית עם הציבור, התריעו על כך ש"סערה מתקרבת" (כפי שאמר ג'יימי דיימון) ושמרו מזומן להפסדי אשראי והידקו את חגורת האשראי, אנחנו עדים למגמה הפוכה של הבנקים שלנו, שמספקים ללקוחות חדשים הלוואות ללא ריבית, ומסתמכים על יכולת הכנסה שהייתה בחודשים האחרונים כאילו היא הבטחה שהיא תימשך בחודשים הבאים. **הבנקים שלנו בונים על זה שמחר יהיה טוב לפחות כמו היום**, דבר שאנחנו יודעים שבניהול סיכונים נכון, הפרנויה צריכה לחשוב שההיפך הוא הנכון. **הבורסה הישראלית מאוד מרוכזת בין חברות נדל"ן חברות ביטוח והבנקים. ולכל אלה שמזיינים לי את השכל שרובן של חברות הנדל"ן בבורסה לא מתעסקות בכלל בדיור** הם אידיוטים. למי ישכירו חנויות בקניונים כאשר אין קונים לקנות בגדים חדשים? 2008 חיסל קניונים בארה"ב מפני שלחנויות היו הוצאות מובנות, בעוד שלחנויות אינטרנטיות לא היה. הפסקה בצריכה של קונים יצרה משבר רציני בחברות ריטייל, והחיפוש למבצעים חיזק מאוד חנויות אינטרנטיות. **למי ישכירו משרדים** כאשר הפעילות הכלכלית תרד, כאשר כל חברות התוכנה בישראל יצטרכו 10% פחות עובדים? הבעיה מוחרפת בשל נתק תקשורת ביין ההנהגה הכלכלית לציבור. אין לנו כוכבים פיננסיים כמו בארה"ב שישמשו כמצפן. אין שקיפות מצד גורמי המאקרו (את נגיד בנק ישראל שומעים בעיקר בכנסים סגורים שאינם משודרים לציבור). את החלל הזה ממלאים "משפיעני רשת" פיננסיים, שלרובם יש אג'נדה כלכלית ברורה, קשרים מסחריים עם גופי השקעות, וקורסים בתשלום. רובם צעירים מדי מכדי שתפיסת עולמם תיבחן דרך משברים היסטוריים אמיתיים. ההבדל ביני

לבינם בעיקר הוא שעל הדעות שלי אני לא גובה תג מחיר ולא חושב שאני ראוי לגבות בעבור הדעות שלי מחיר.

החציון מול הממוצע, מחיר אל מול תזרים

כשאני כן שומע תקשורת עם הציבור, אני שומע על כמה יתרות מט"ח יש לבנק ישראל, מה העושר הממוצע בעם וכל מיני נתונים סטטיסטיים שרלוונטיים למאקרו. הבעיה היא שהממוצע בין מליארדר אחד שיש לו מליארד יחיד ועוד 99 אנשים ששווים 0 שקל הוא 10 מליון שקלים.

מה שאני מתפקס עליו בספר הזה להבדיל מכל השאר הוא לא הנכסים אלא התזרים. אני לא מתפקס על הממוצע אלא על החציון. מפני שכשמסתכלים על מכלול גדול, אלה הנתונים שיותר חשובים במקרה של נדל"ן לציבור רחב.

הסכנה המשמעותית במקרה של חדלות פירעון של קבלן היא לאלה שקונים דירות על הנייר. אני מנחש שבתרחיש קיצון בגלל חוזקות מטורפות שיש במשק היא תוגבל ותטופל מהר מאוד. אני פשוט לא יהיה מופתע כלל, אם יהיה בנק אחד או קבלן שייתפסו באופסיידס בגלל תזרים מזומנים או תמחור מחדש אמיתי של נכסים שייצור בעיות מימון של קבלנים. המטרה של הספר הזה הוא לתת מסגרת חשיבה איך לוודא ש"לי זה לא יקרה" ולא לסמוך על המזל, הגורל או אלוהים. נניח ו-5% ממדינת ישראל קנה דירה בשנים האחרונות ויראה שירידת המחיר שחקה את ההון האישי שלו בנכס, המטרה בספר הזה היא להבהיר על מה הייתי מסתכל כדי לא להיות אחד מאותם 5% אנשים.

הבעיה הכללית של שוק הנדל"ן שלנו היא שאנשים מסתכלים על עליית מחיר כעלייה בערך הנכס ללא צפי לעלייה מקבילה בשוק השכירות. בשוק נדל"ן בריא, מחירי נדל"ן עולים מעט עד שיותר משתלם לשכור. לאחר מכן הביקוש להשכיר עולה, מה שמעלה את מחירי השכירות עד שלרכוש נדל"ן יותר משתלם, והנדנדה הזאת ממשיכה. ברגע שיש האצה באחד מהשניים לאורך זמן ממושך, זה צריך להדליק נורה כלשהיא. בפודקאסט שבו התראיין מנכ"ל של חברה שקשורה בשוק הדיור הוא נשאל לגבי מה עושה מישהוא משכבות האוכלוסייה החלשות יותר שההורים שלו לא יכולים לעזור עם הון ראשוני ועם תשלומי המשכנתא החודשיים, הוא ענה בהתלוצצות.

"נולד מחדש להורים עשירים" – מנכ"ל של חברה שמתעסקת בשוק הדיור ומוטב ולא אגיד את שמו

ולאחר מכן המשיך הלאה ודיבר על כמה חשוב לקנות עכשיו כדי לעלות על הגלגל. מלבד שזאת אמירה מזעזעת, למרות שהוא נשמע לי כן אדם חכם מאוד, זה אמירה שמשקפת בעיה מהותית של המדינה

קדימה, גם ברמה הפוליטית אבל היא משקפת איזה שהיא תפיסה של העם שחייב לקנות דירה לא משנה מה. חייב להבדיל בין עסקים של ווליום לבין עסקים של שולי רווח גבוהים. בנקים ברובם הם עסקים של נפח, אלא אם יש בנק שהוא מיועד לאוכלוסייה עשירה. אם היה בנק כזה בישראל, יכול להיות שהייתי מביט בו בעין מאוד מעוניינת מפני **שהאוכלוסייה העשירה בישראל היא אוכלוסייה עשירה מאוד**. הבעיה היא החצי התחתון. הוא החצי שקונה בכל מחיר העיקר לקנות, הוא החצי של העם שלוקח הלוואות כנגד תיקי השקעות, הוא החצי שלוקח הלוואות משלימות.

"המאבק הפיננסי" בין 2 סוגים של כלכלות

להבדיל מארה"ב, סין, או אוסטרליה, נדל"ן אינו שוק העבודה העיקרי של בעלי הנכסים. כלומר, הישראלים שהם בעלי הדירות, לרוב לא עובדים בענף הבנייה. בעוד שמדינות שציינתי למעלה, הרבה מהאנשים כן. זה עושה את הסכנה לכלכלה הישראלית קטנה יותר במידה ויהיה ירידה במחירי הדירות, מפני שיכולת ההשתכרות של רוב המשק לא תלויה בתחום הזה. **אבל היא כן תלויה בענף הטק**. וזה אחד הדגשים העיקריים שלי פה. בעוד שכולם בארץ מתעסקים בעיקר בירידת מחירי הדירות, **אני מתעסק בתזרים המזומנים שמונע כרגע קריסה של שוק האשראי**. הכלכלן רושיר שארמה בספרו *The Rise and Fall of Nations* מציין שתי קצוות שונות לכלכלות ולבועות. בועה שהיא מצויינת שהיא קורית היא בועת טכנולוגיה, כי למרות הירידות לאחר מכן במניות, או עלייה באבטלה, כן יש צמיחה אמיתית והמדינות יוכלו למנף זאת בהמשך. המדינות שיש להם גם שכבת אוכלוסייה עשירה שמתעסקת בפיתוחים טכנולוגיים, היא שכבת אוכלוסייה עשירה שממנת את אותם פיתוחים ובכך משדרגת בטווח הארוך את חיי אזרחיה. בקצה השני, הוא שם בועת נדל"ן שהיא בועה הרסנית בעיקר בגלל נושא האשראי. היא יכולה לחסל כלכלית משקי בית, לפצוע אותן אנושות, ולזלוג למקומות אחרים בכלכלה (פגיעה ב-Money Supply ובנזילות השווקים ופגיעה אמיתית בפעילות עסקית שוטפת). ארה"ב עוד לא התאוששה לגמרי מ-2008. מספיק לטייל בערי האוהלים שנמצאים בארה"ב בערים גדולות שלא היו שמה לפני כן כדי להבין עד כמה אירוע כזה יכול להיות נורא. בנוסף, הוא מדבר על שכבת אוכלוסייה עשירה מאוד שלוקחת "מס" על שימוש במוצרים ושירותים בסיסיים והכרחיים (כמו מזון, בנקים, תשלומים), אינם מחדשים ויוצרים פיתוחים טכנולוגיים, מונעים תחרות, מנצלים את קירבתם לגורמי כוח כדי להוסיף עוד רגולציות ולמנוע תחרות, והציבור נשאר כלוא לחלוטין. העובדה שישראל מדינת אי, מחזקת מאוד את אותה שכבת אוכלוסייה עשירה שהיא הסוג שרושיר אומר פוגעת בעמים. **ישראל היא מקרה נדיר מאוד** שבו למדינה יש גם את הסוג הטוב ביותר וגם הרע ביותר (לפי רושיר שארמה והמחקרים שהוא ביצע בנושא).

על התייחסות הממשלה והעם כעובדים ובעלי מניות

ההפך מאהבה זה הזנחה- והאזרחים בישראל הזניחו את המדינה

אני רוצה להציג שלוש דוגמאות למודלים ולשינויים תפיסתיים שיכולים לשנות את הדרך שבה המערכת מתנהלת:

- 1. האזרח הוא "שותף/שכיר": מודל תגמול מבוסס-ניקוד** - הזכרתי מוקדם יותר את שיטת הדירוג החברתי הסינית. למרות הקונוטציה השלילית, יש היגיון כלכלי מסוים בבסיס הרעיון. המטרה היא להתייחס לכלל אזרחי המדינה כאל "שותפים" או עובדי מדינה ברמה כזו או אחרת, ולתגמל אותם באמצעות שיטת ניקוד שקופה. נקודות יוענקו בעבור שירות ביטחוני או לאומי (לפי דרגות שונות), המשך שירות מילואים, או התנדבות בתחומים שהמדינה מגדירה כאינטרס לאומי עליון. לכל תרומה כזו יכולה להיות השפעה כלכלית ישירה – למשל, חייל ששירת שירות קרבי משמעותי יזכה להטבת מס עתידית או להנחה במס רווחי הון. אין לי תוכנית קונקרטית מפורטת, אך במדינה שבה הפחד הפסיכולוגי הגדול ביותר של האזרח הוא לצאת "פראיר", חובה לייצר מערכת שמתגמלת את ה"עובדים" המצטיינים שלה איש איש בתחומו ולפי רמת תרומתו. עם זאת, חשוב להפנים כלל ברזל: בכל מקום שבו קיימת תועלת אישית כלכלית, פוטנציאל השחיתות גובר (דוגמה כואבת לכך היא תעשיית תווי החנייה המזויפים לנכים שהציפה את המדינה). לכן, כל מנגנון תגמול ממשלתי חייב להיות מלווה בתהליכי פיקוח ובקרה קפדניים – (Audit) בדיוק כפי שרשות התחרות או הרשות לניירות ערך מפקחות על המגזר העסקי. הציבור מצידו חייב לעקוב ולדרוש שקיפות מלאה לגבי חלוקת ההטבות הללו.
- 2. "אסיפת בעלי המניות" לפני העברת התקציב** (שהממשלה אמורה לתקצב לפי התוכנית השנתית של כל משרד ממשלתי לשנה הקרובה בהתאם ליכולות המדינה) – כדי לאשר תקציב, יש להתייחס למדינה כאל חברה ציבורית. לקראת אישור התקציב השנתי, על המדינה לקיים שורת ימי דיווח פומביים שישודרו ישירות לציבור. במהלך ימים אלו, כל משרד ממשלתי יידרש להציג לעם את עשייתו בשנה החולפת, לפרט את הישגיו וכישלונותיו ביחס לתחזיות ולתוכניות שהציג בשנה הקודמת, ולפרוס את תוכנית העבודה שלו לשנה הקרובה (שעל בסיסה הוא דורש תקציב). מיד לאחר מכן, מבקר המדינה יציג את ממצאי הביקורת שלו על תפקודו של אותו משרד ספציפי. בהמשך, ראש הממשלה (המתפקד כ"מנכ"ל" המדינה) יציג את החזון הכולל של ממשלתו בפני כלל האזרחים. לסיכום התהליך, נשיא המדינה – המשמש מעין "יו"ר הדירקטוריון" המעניק את המנדט להקמת הממשלה - ימסור ביקורת אובייקטיבית משלו על הפעילות השוטפת, כנציגם של "בעלי המניות" (האזרחים).
- 3. שיטת המפלגות ההפוכה** - בעולם העסקים, בעלי מניות של חברה מגבשים חזון ומגייסים מנכ"ל שתפקידו להוציא אותו לפועל. כך בדיוק צריכה להיבנות המפה הפוליטית. מפלגה אמורה לצמוח מתוך "בייס" אזרחי חזק שהגדיר לעצמו קווים אדומים, ושוכר מנהלים (פוליטיקאים) כדי לבצע את

רצונו. המודל הזה כבר עובד מצוין עבור קבוצות אינטרס צרות שמתפקדות בהמוניהן למפלגות כדי לקדם אג'נדות ספציפיות. אולם, עבור רוב הציבור הרחב, השיטה עובדת הפוך לחלוטין: הפוליטיקאים הם אלה ש"צדים" את הציבור. הציבור, מצידו, לא עוצר כדי להגדיר לעצמו מראש מה באמת חשוב לו ולא לומד את נושאי הליבה לעומק. אילו האזרחים היו מתנהלים כבעלי מניות אקטיביים, הם היו דורשים, למשל, מהפכה במערכת הבריאות שתמנע מצב שבו רופא מנתח מטופלים לאחר 16 שעות עבודה רצופות (תנאים שמעלים דרסטית את הסיכוי לטעות אנוש, שכן איש אינו יכול לתפקד אידיאלית ללא שינה). הציבור היה מבין שמערכת החינוך היא מנוע הצמיחה העתידי של המדינה ודורש להציב אותה בראש סדר העדיפויות. הציבור היה כופה השקעות ענק בתשתיות שהיו מונעות את הקטסטרופה התחבורתית. במקום זאת, השתרשה בישראל דינמיקה אבסורדית: הישראלי ממרר בבכי בפקק בדרך חזרה מהעבודה, שוכח מזה לחלוטין ברגע שהוא נכנס הביתה, ונזכר בכך מחדש רק כשהוא עומד באותו הפקק, באותה השעה, ביום למחרת.

מתי יריית הפתיחה ולמה כדאי לשים לב

יריית הפתיחה למרוץ הזמן של הכלכלה הישראלית נפתחה ב-7 באוקטובר. אבל מבחינת סדקים רציניים במשק אם יהיו, אני חושב על 2027, או תלוי מתי נצא לבחירות.

אני משער שלא יהיה העלאת מיסים עד אחרי הבחירות הבאות. ואני משער שלא יהיה שינויים בשיטת המיסוי במדינה, ואני משער שלא יהיה שינוי מאסיבי על מה המדינה מחליטה להוציא כספים. ואני משער שאחרי שיעבירו את התקציב הראשון של הבחירות הבאות, ונטל המיסוי החדש לאחר אותם בחירות יתגלה, נגלה ממה הכלכלה הישראלית עשויה, והאם היא מסוגלת להתמודד עם פחות צמיחה ויותר מיסים.

אז אני לא תולה תקוות בפוליטיקאים, ואני גם לא תולה תקוות ברוב העם. העם שלנו ליבו נמצא במקום טוב, אבל המוח לא לצערי במקרים רבים. אם המוח שלו היה במקום הנכון יחד עם הלב שלו, הפוליטיקאים שלנו בעל כורחם היו צריכים להתנהל בצורה מצויינת כדי לשרוד.

אבל אני רוצה לקחת רגע להודות ולהצדיע לכל מי ששירת במילואים והתנדב, ועשה, ותרם למדינה. וכל מי שהלך והפגין בעבור משהו (כל עוד הוא לא פגע באזרחים אחרים כמו חסימת כבישים) אני מעריך אתכם שאכפת לכם.

אבל את התקווה שלי אני תולה בשכבה דקה של אנשים במדינה, שהם השכבה המצויינת, שאת שמם אנחנו לא יודעים, שהם כשרוניים, מוכשרים ועובדים קשה מאוד ומקריבים המון קורבן אישי (גם אם מהנדסים מולטי מליונרים שעובדים אל תוך הלילה על פרויקט שבזכותו תאגיד כמו אמזון מכניס כספים

למשק. הם מקריבים המון). ואני מתפלל לאלוהים שלא יישבר להם הזין ושלא יחליטו לנטוש את הספינה. אז זה הזמן להגיד להם תודה.

וכל מי שהקדיש לי רגע, הקשיב לדברים האלה, שכתבתי קודם כל בשביל עצמי (כי אני אגואיסט), והגיע עד כאן. תודה שהחלטתם שיש לי דברים לומר שהם ראויים לבזבז עליהם את הזמן. אבל אני מבקש מכם בקשה אחרונה, לכו לשמוע את פגישות המשקיעים של ברקשייר החל מ-1994. להתראות עד הפעם הבאה.

אחרית דבר

25/02/2025

האם הספר עדיין רלוונטי?

דבר מוזר לקחת את הסוף ולשים אותו בהתחלה, אבל במקרה הזה וכשמדברים על השקעות בנקודת זמן מסוימת זה הכרחי. מפני שנשאלתי לא פעם אחת ולא פעמיים, אפילו חודשיים או שלושה לאחר שסיימתי לכתוב את הספר האם זה עדיין רלוונטי. התשובה היא כן. אני בטוח שמה שכתוב פה בספר תמיד יהיה רלוונטי. הספר הזה הוא משקף תהליך חשיבה של השכלה ויכולת לפרשן מציאות לפי ההשכלה ומשקף את צורת ההסתכלות של משקיע שמתמחה בהשקעות בעסקים בודדים על כלכלה שלמה. יש בספר הזה את הבסיס להשקעות נדל"ן כמו גם להשקעות לעסקים בודדים. היסטוריה כלכלית ופיננסית ופסיכולוגית. אלה דברים שיהיו רלוונטיים תמיד. יש בספר הזה דוגמאות לאופן שבו מנהל השקעות מפרש בזמן אמת את ההתבוננות שלו על הדברים. הספר משקף את התמצית שנמצאת במחשבה של מנהל השקעות כאשר הוא מסתכל על נקודת זמן ועל נכס ספציפי. בדיוק כפי שרופא בחדר ניתוח מיישם במסגרת זמן נתונה שנים ארוכות של השכלה וניסיון, כך פועל מנהל השקעות. בספר הזה ניסיתי לתת את התמצית של אותו רקע השכלתי, כדי לאפשר להבין את נקודת המוצא שממנה מנהל ההשקעות מתבונן על המציאות. להשקעות יש נטייה לגרום לכולם להרגיש שגם הם יכולים לעשות את זה. לאורך כל ההיסטוריה הכלכלית המודרנית, האדם הפשוט מהרחוב החליט בנקודת זמן או אחרת שגם הוא יכול להרוויח כסף משווקים בגלל שהוא חושב שזה קל מפני שזה נראה פשוט.

Simple But Not Easy: An Autobiographical and Biased Book about Investing - Richard Oldfield

"It's not supposed to be easy. Anyone who finds it easy is stupid." - Charles T. Munger

לאורך ההיסטוריה, הרוב המוחלט של הציבור נכווה קשות מהשתתפות בבוועות פיננסיות. בכל פעם מחדש, אנשים משוכנעים שלהם זה לא יקרה כי הם מיוחדים או חכמים יותר; או לחילופין, הם מונעים מהמחשבה שהם בטוח לא פחות חכמים מאותו אחד שעשה הרגע "כסף קל". אך האירוניה מתגלה במלוא עוצמתה בקיצון השני: כאשר הבועה מתפוצצת ונוצרות הזדמנויות פז לרכוש בזול את אותם נכסים בדיוק, שהיו יקרים הרבה יותר רק רגע לפני כן, אותו ציבור משתתק מפחד. הם חוששים לקנות כי "המחיר ירד והוא עלול לרדת עוד", וזאת למרות שרק לפני חודש הם הסתערו על אותו נכס במחיר גבוה בהרבה. בשני מקרי הקיצון הללו, גם כשהם קונים ביוקר מתוך חמדנות וגם כשהם בורחים בזול מתוך פאניקה, הם תמיד מספרים לעצמם שהם כביכול משקיעים "טווח הארוך".

הספר הזה עוסק, בצורה תמציתית, בניהול סיכונים ובניהול תיקי השקעות (פורטפוליו). בדומה לנושאים הקודמים שהזכרתי, הוא מניח את התשתית המחשבית, הבסיס לאופן שבו צריך לגשת לתחומים הללו

ולחשוב עליהם. חשוב להבין שרבים מהעקרונות הללו בעולם ההשקעות משותפים לרוב המשקיעים, המנהלים, היזמים והסוחרים הגדולים באמת בהיסטוריה. אלו שבנו את הונם מתוך שכל והבנה, ולא בזכות "פוקס" או מזל עיוור. הדבר נכון גם לגבי הרעיון של ניהול סיכונים וניהול הון בעסקים (שכן כל עסק מנהל בראש ובראשונה הון אנושי ורק לאחר מכן הון פיננסי, שבאמצעותם הוא מפתח ומספק שירותים ומוצרים). את הרעיון הזה, לפיו עקרונות הבסיס הם תמיד זהים, גם אם היישום שלהם משתנה מאדם לאדם, היטיב להסביר וורן באפט במאמרו:

"The Superinvestors of Graham-and-Doddsville" – Warren Buffett

זה מאמר תגובה לתיאוריית השוק היעיל וליוג'ין פאמה. במאמר שלו באפט מסביר כיצד כל העובדים והתלמידים הרציניים של גרהאם ודייויד דוד הלכו כל אחד לדרכו ויישם בצורה שונה לחלוטין את עקרונות ההשקעה של גרהאם והצליח מעל ומעבר. במאמר הוא ממחיש את הרעיון הכי חשוב בהשקעות, העקרונות שהם היישום לא. את הרעיון הזה לא ניתן להמחיש טוב יותר בכך שגם ג'ף בזוס וגם וורן באפט מדברים על עיקרון זהה לחלוטין, וכל אחד מהם פירשן אותו והביע אותו בעולם ההשקעות והעסקים בצורה שונה לחלוטין.

"Our approach is very much profiting from lack of change rather than from change. With Wrigley chewing gum, it's the lack of change that appeals to me. I don't think it is going to be hurt by the Internet. That's the kind of business I like."

– Warren Buffett

"I look for businesses in which I think I can predict what they're going to look like in ten to fifteen years time" – Warren Buffett

"Coca-Cola is still selling a product that is very, very similar to one that was sold 110-plus years ago" – Warren Buffett

"I very frequently get the question: 'What's going to change in the next 10 years?' And that is a very interesting question; it's a very common one. I almost never get the question: 'What's not going to change in the next 10 years?' And I submit to you that that second question is actually the more important of the two -- because you can build a business strategy around the things that are stable in time. ... [I]n our retail business, we know that customers want low prices, and I know that's going to be true 10 years from now. They want fast delivery; they want vast selection. It's impossible to imagine a future 10 years from now where a customer comes up and says, 'Jeff I love Amazon; I just wish the prices were a little higher,' [or] 'I love Amazon; I just wish you'd

deliver a little more slowly.' Impossible. And so the effort we put into those things, spinning those things up, we know the energy we put into it today will still be paying off dividends for our customers 10 years from now. When you have something that you know is true, even over the long term, you can afford to put a lot of energy into it.” — Jeff Bezos

הבעיה המהותית של רוב האנשים זה שהם מעתיקים ולא תלמידים. ולכן אנשים מנסים לקנות מניות של חברות זהות למה שרכש וורן באפט או אותן חברות. ולכן הם הסתכלו על סטיב ג'ובס וניסו להתלבש כמוהו (כן היה טרנד כזה). ביזנס והשקעות זה אומנות. חייב להביא משהו מיוחד וייחודי, אבל העקרונות הם משותפים וזהים. זה לא אומר שרק סט עקרונות יחיד עובד. אלא סט רחב שלהם, שמתוכם שילוב מסויים מביא להצלחה. הספר הזה פורס לפניכם עקרונות ורעיונות שלא ישתנו במרחב הזמן. הוא בא להסביר ולשקף איך אני חושב ומסתכל על העולם ולוקח כדוגמא את מדינת ישראל והשקעות בה. בתאריך הזה חודשיים לתוך פברואר, למרות התחזקות השקל של שנה שעברה וה"זינוק" במניות בישראל, אני עדיין מחזיק תשואות גדולות הרבה יותר לאורך השנים (גם ב2025 "היכיתי" גם כאשר לוקחים מט"ח בחשבון) למרות שנמנעתי מישראל לחלוטין. והיום שאני מסתכל על התיק שלי, אני מרגיש גם שרמת הסיכון שם נמוכה הרבה יותר מאשר בשווקים הישראליים. אם תקראו את הספר הזה תבינו למה, וגם תקבלו רעיון כללי מתי דעתי עלולה להשתנות ומה יהיו קווי החשיבה שיובילו לכך.

מנהל השקעות מצויין מסוגל לעשות 2 דברים שהמשקיעים שלו בקרן, או אפילו העובדים והשותפים שלו אינם מסוגלים לעשות היטיב כמוהו (גם אם הם יודעים יותר טוב ממנו על נושאים רבים). וזה פרשנות טובה יותר מכל השאר (לפעמים זה לדעת למי להקשיב), והיכולת להתנהג בהיפך ברגעי קיצון. אלה דברים שלא ניתן ללמד אבל אפשר לאמן. כלומר יש גבול עד כמה כל אחד יוכל להיות כזה, וגם איך להתנהל בהם. יש מקרים שצריך להתנהג כמו כולם ויש רגעים שלהיפך. גם פה יש עקרונות שהם חופפים ומתאימים לכל מימד זמן. הפרשנות הטובה ביותר מתבטאת בעיקר ביכולת להימנע מהתנהלות העדר ולהתייחס לנתונים ולא לתחושות פסיכולוגיות, ויתירה מכך, לדעת מתי יש זירה שהפרשנות שלנו אינה תהיה טובה יותר מאחרים ולהימנע מלשחק שם באופן אקטיבי.

“What an investor needs is the ability to correctly evaluate selected businesses. Note that word ‘selected’: You don’t have to be an expert on every company, or even many. You only have to be able to evaluate companies within your circle of competence. The size of that circle is not very important; knowing its boundaries, however, is vital.” – Warren Buffett

איך האוורד מארקס אומר "In the end it always goes back to Buffett".

בני אדם הם יצורים יהירים להפליא. הם אוהבים להסביר בביטחון מוחלט נושאים שאין להם בהם שום הבנה. זה מתחיל בפוליטיקה, אבל מגיע לשיאים אבסורדיים כשמדובר בהשקעות. תמיד משעשע אותי לראות רופא מומחה מסביר לי בביטחון על שוק ההון ועל כלכלה, תחום שהוא מעולם לא למד או חקר לעומק, בעוד שאם הייתי מעז להיכנס לחדר ניתוח ולהדריך אותו כיצד להחזיק את האזמל, הוא היה זורק אותי משם. הם מבליים שעה ביום בקריאת כותרות כלכליות, ומשוכנעים שהם יכולים להביס 90% מהמקצוענים בשוק. אותו הדבר לגבי אנשים מכל מקצוע באשר הם. גם על התופעה הזאת נדבר בספר. הסיבה שאני מציין "90% מהמקצוענים", היא משום ש-90% ממנהלי ההשקעות המקצועיים אכן מפגרים אחרי השוק. סטטיסטית, רובם המוחלט של המקצוענים בארה"ב, כולל בוגרי האוניברסיטאות הטובות בעולם, זוכי פרס נובל לכלכלה ומנהלי קרנות בבנקי ההשקעות הגדולים ביותר, משיגים ללקוחותיהם, לאחר ניכוי עמלות, תשואה הפסדית ביחס לתיק השקעות שמורכב מתיקים צמודי מדד הצמודים לכוון הקנייה. הסיבה העיקרית לכישלון החוזר הזה אינה חוסר אינטליגנציה, אלא היעדר משמעת וחוסר יכולת ליישם את עקרונות ההשקעה בעקביות לאורך זמן. המדד הטוב ביותר לזיהוי מנהל השקעות מצוין או מורה מצוין לפיננסים הוא זה: הוא לא יתמקד בלהדריך אתכם "איך לנתח", אלא ידבר איתכם על איך לחשוב. כשיסביר נושא מסוים, הוא יאיר אותו ממספר זוויות ראייה. כשתרצו ממנו תשובה קצרה של "כן או לא", הוא יתחיל לחפור ולסבך. הרוב המוחלט של בני האדם שונאים את זה; הם מחפשים פשטות. הם רוצים תשובה קלה ומוכנים לשלם 5,000 שקל ל"גורו" שיבטיח ללמד אותם איך לעשות מיליונים, תוך התעלמות מהאמת המרה והפשוטה: אם מישהו באמת מצא שיטה קלה להדפיס כסף, למה לו לגדל לעצמו תחרות? הרבה יותר הגיוני לגייס הון ולעשות את זה בעצמו. זה אינטרס של התעשייה לעודד אנשים לפעול, להגיד "גם אתה יכול", ואני בא ואומר אתם לא יודעים לאן אתם נכנסים. ואם אתם מחליטים לנסות, לפחות תבינו את הסיכונים.

והסיבה המהותית שאני אומר את זה, זה שאני יכול להסביר לכם מה למדתי, ולהסביר לכם על מה אני חושב, ולתת לכם תמונת מצב ועל מה אני מסתכל, אבל איך אני מגיע למסקנה, איך אני מגיע לפרשנות, מתי אני מחליט לפעול ולמה דווקא כן המניה הזאת ולא אחרת אני לא יכול להסביר לכם. אני פשוט חושב שאני יודע. ואני אומר שאני "חושב" שאני יודע, מפני שאני אדע אם ידעתי רק עוד עשר שנים, וגם אז, כפי שהסברתי בספר, אי אפשר באמת לדעת אם צדקתי מהסיבות הנכונות. ברגע האמת כשמחליטים לפעול, יש הרבה סיבות למה כן ולמה לא. ודווקא ברגעים הקיצוניים ביותר, מנהל השקעות מצוין יודע במאה אחוז שהוא צודק והשאר טועים. הבעיה היא שלפעמים הוא טועה לגבי זה גם, או שהוא מוקדם מדי וחווה חוויה רגשית ופסיכולוגית קשה בפנים. את ההתמודדות הזאת גם אי אפשר ללמד, אלא רק לקבל תחושה סולידרית ממקרים אחרים שקרו בהיסטוריה ולהתנחם שגם אז חוו אותן דמויות היסטוריות חוויות דומות ולקוות שגם אצלנו זה ייגמר כשידנו על העליונה.

מאז שסיימתי לכתוב את הספר ועד סיום העריכה

כמה הפתעות שקרו מאז ועד היום. הופתעתי כמה מהר הסדקים בשוק הנדל"ן הופיעו. נדמה שהירידות בשוק הנדל"ן הם כבר עובדה מוגמרת, כמו כן שרשות לניירות ערך שמה לב סוף סוף לשורות של פעלולים שחברות בנייה עושות בדוחות שלהם שיתגלו לאחר נהלים חדשים של רשות שוק ההון פרסמה בתגובה שיתבררו רק במחצית השנייה של 2026. הופתעתי מהעובדה שעסקת חטופים, שבויי מלחמה וגופות מלאה התרחשה ומהמהירות שהיא התרחשה. הופתעתי מכמה מהר הלחימה והתמרונים "נפסקו". ובגלל הדברים שתיארתי אני מופתע מקצב ירידת האינפלציה במשק והעובדה שלדעתי מדינת ישראל בהתחלה של תהליך דיפלומטי. בספר, תיארתי גם אינפלציה וגם דיפלציה כאפשרויות והסברתי את הסיבות לכל אחד והסכנות בכל אחד ואיך הן תורמות ועוזרות אחת לשנייה לעשות בעיות כלכליות (כפי שדיפלציית מוצרים ושירותים מ-2008-2021 יצרה אינפלציית נכסים). גם בספר דיברתי על ההשלכות וההתמודדות האפשרית עם מה שאני מזהה אותו כיום כהתחלה של דיפלציית נכסים בישראל. הופתעתי מכמה מהר קטאר מורשית להיות מוערבת בנעשה בעזה. אם דברים מסויימים במקרים רבים לוקח להם זמן רב להתממש, פה הופתעתי מהמהירות.

צדקתי עד כה לחלוטין בשאלה התרבותית הישראלית

צדקתי כשהערכתי שהשבטיות הפוליטית תחזור לישראל ובגדול. פוליטיקאים רבים מהמרכז-שמאל ממשיכים להתבצר, כל אחד כראש של מחנה קטן ונפרד, ומסרבים להתאחד. צדקתי כשאמרתי שחברים רבים, שנשבעו ש"ביבי חייב ללכת ביום שאחרי המלחמה", יחזרו בסוף לתמוך בו או בליכוד פשוט כי לטענתם "אין אפשרויות אחרות". צדקתי כשהזרתי שהישראלים ימשיכו לקנות מחברות שניצלו את המלחמה כדי להעלות מחירים. הם ימשיכו לספוג בשקט את האיכות הירודה של מערכות החינוך, התחבורה והבריאות – מערכות שרק ימשיכו להידרדר ביחס לנטל המס הכבד, שכן אחוזים הולכים וגדלים מתקציב המדינה מוסטים כעת לביטחון, לשיקום, ולתשלומי הריביות התופחים על החוב הלאומי. הציבור ממשיך גם היום להתהדר ב"מוח הישראלי", ב"אקזיטים" וב"שקל החזק", למרות שלרוב אין לו שום קשר להצלחות הללו, והוא אינו מבין את התמונה המאקרו-כלכלית המלאה. מצבה המדיני של ישראל במערב כנראה מעולם לא היה גרוע יותר, אך העובדה הזו עדיין אינה זוכה להכרה או להפנמה מספקת בציבור.

במקביל, המערכת הפיננסית ממשיכה לטמון את ראשה בחול; היא מקווה שמחירי הדירות ירדו רק באופן זמני או שיישארו בקיפאון, ושזה יעצר שם. איזה תרחיש מבין השניים טוב או רע? זה כבר עניין של פרספקטיבה. אך מה שחמור באמת הוא שלשני התרחישים הללו יש השלכות עומק, שהן נגזרת של שאלה קריטית אחת "ואז מה?", זו שאלה שאף אחד מאנשי ה"מקצוע" אינו טורח לשאול, ובוודאי שאינו יודע לענות עליה. בינתיים חוסר התכנון האסטרטגי זועק לשמיים בכל חזית:

- אין לישראל שום תוכנית מגירה למקרה שבו ציר סוני יחליף את הציר השיעי כאיום המרכזי על המדינה.

- **אין לישראל שום תוכנית פעולה** למקרה שבו השלטון בארה"ב, או אפילו הנהגת אחת משתי המפלגות שם, ייפול לידי גורמים אנטי-ישראליים, בין אם מדובר בפרוגרסיבים בשמאל או בבדלנים בימין.
 - **אין לישראל תוכנית** למקרה שבו מפלגות איסלאמיסטיות קיצוניות, הדוגלות בהשמדת ישראל, ישתלטו על מוקדי כוח באירופה. בישראל אומנם מרביתם למלמל ש"אירופה מתאסלמת", אבל אין שום היערכות ליום שבו ישראל תמצא את עצמה מנותקת כלכלית ומדינית מאירופה בשל כך.
 - **אין לישראל תוכנית** למקרה של גל פיטורים המוני בהייטק, בין אם מהפכת הבינה המלאכותית (AI) תתגלה ככישלון מוחלט – או דווקא כהצלחה מסחררת שתייתר עובדים.
- היהירות, תרבות ה"יהיה בסדר", והבורות, עדיין שולטות בחברה הישראלית ביד רמה. בינתיים, החלקים הטובים של התרבות הישראלית, היזמות והחדשנות, הם אלו שמחזיקים את ראשה של המדינה מעל המים. אך לאחר 20 שנות שגשוג, ישנה סכנה אמיתית שהחלקים השליליים יהפכו למשקולת שתוביל למשבר כלכלי רציני, גם אם זמני. הבעיה העמוקה ביותר כאן היא לא שהצפי הוא לשיפור; הבעיה היא שיש אפס שיח ציבורי ואפס תוכניות עבודה למקרה שהמצב מידרדר.

דבר נוסף שהתראתי עליו שוב ושוב, זה שלא ייתכן שיהיה עסקת חטופים מלאה ושחמאס יושמד. מאז שעסקת החטופים יצאה לפועל חמאס חזרה לשלט ברצועה. איך זה שיפור של המצב הקודם? אין לי מושג. כל מה שאני יודע שהימצאות של כוחות וארגונים של מדינות אחרות יסבכו את היכולת של צה"ל לפעול בעתיד.

למה הספר הזה ניתן בחינם? ולמה ערכתי ותרגמתי אותו בעצמי

חווית העריכה והתרגום של הספר בזמן אמת, בשעה שחלק מהתרחישים שכתבתי עליהם כבר התרחשו מול עיניי, הייתה מרתקת. ולא הייתי מבצע את תהליך העריכה הזה בעצמי אלמלא ה"תעוזה" של תעשיית ההוצאה לאור. והנה דוגמא נוספת לחשיבות של הבנה בעסקים. סטטיסטית, הרוב המוחלט של ספרים אינו עובר אפילו מכירה של 100 עותקים בצורה אורגנית. על אחת כמה וכמה בתחום כל כך רווי כמו השקעות וכלכלה, שבו כל אחד שרוצה להיות "גורו" כותב ספר, עוד יותר כעת בעידן ה-LLM. ישראלים לא קוראים הרבה ספרים בכלל, מה שמעיד על הסיבה שבשביל ספר שייחשב רב מכר היום בישראל מספיק למכור 5000 עותקים. המספר הזה ירד, בעבר הוא היה 20 אלף, עדות לכך שהציבור הישראלי קורא עוד פחות מבעבר. תג המחיר שקיבלתי בעבור תהליך ההפקה עוד לפני שיווק היה 70 אלף ש"ח, כן זה ללא "חבילות שיווק". כדי להרשים אותי ושאר ה"סופרים" שמגיעים לבית ההוצאה לאור, ההוצאה מוציאה כספים על כוסות קפה מעוצבים ושלל דברים נוספים מיותרים ומשתמשים בטקטיקות להרשים כדי ש"נאמין להם" במה שאנחנו רוצים להאמין, שכתבנו ספר נהדר שימכור הרבה ושבאמת לא "כל ספר" יכול להתפרסם אצלם ושהם מוצלחים ומוכרים הרבה עותקים.

"You know why the Yankees always win, Frank? 'Cause they have Mickey Mantle?" "No, it's 'cause the other teams can't stop staring at those damn pinstripes." from the 2002 film Catch Me If You Can, spoken by Frank Abagnale Sr. (Christopher Walken) to his son.

הרוב המוחלט שכותבים ספרים מוכרים כמה עותקים לסביבה הקרובה שלהם שעושה להם טובה לקנות וכנראה שלא באמת קוראת. זאת בדיוק הסביבה בעבורה כתבתי את הספר, ולעולם לא הייתי גובה מהם שקל בעבור זה כי הספר נועד לעזור להם. הכרות עם תעשיית ההוצאה לאור מלפני כן לימדה אותי שהמקומות הללו לרוב מרוויחים את כספם מ"סופרים" שמקווים להצליח, שרובם המוחלט לא. כלומר, הסופר בעצם מממן את הפעילות ואם ספר רווחי אז זה "הדובדבן שבקצפת". זהה לחלוטין למרבית מנהלי השקעות שמרוויחים תחילה עמלה על "דמי ניהול, הפקדה" ואז מרוויחים אחוזים מהרווחים. הרוב המוחלט מהספרים שכן מצליחים למכור ספרים במספר רב, הם לא אנשים שאינם מוכרים כלל וכותבים ספר בפעם הראשונה, אלא רובם כבר מפורסמים מלפני כן. בנוסף במקרים רבים, כדי שספר יימכר איכות המסר יורדת. קריימר בריאיון שהוא עשה לפודקאסט של הcompound סיפר שספר שהוא כתב היה במקור 500 עמודים. כשהביא אותו להוצאה לאור, לאחר עריכה חתכו אותו ל-300. כששאל למה, הוא נענה שאם הספר יהיה ארוך מדי אנשים לא יקנו (יפחדו מהאורך) ויכול להיות שלא יסיימו גם אם יקנו ולכן לא יוכל להמליץ לחברים (שיווק). כשהוא בדק מה נמחק, הוא גילה לדוגמה שבספר הוא סיפר על מצב מסויים של חברות וערך השוואות בין חמישה מהם. העורך החליט למחוק 4 מתוך חמשת הדוגמאות שלו לסיטואציה. הדוגמא הזאת משקפת ניגוד עניינים מהותי שקיים לפעמים בין מי שמעוניין למכור עותקים לבין מי שרוצה לקבל בעבור כספו מסר כמה שיותר איכותי. את הקורא לא מעניין כמה ספרים נמכרו, מעניין אותו שהספר שהוא קורא יהיה איכותי ומלמד. אני לא רציתי להיות במצב שבו אני נמצא בניגוד עניינים אם אלו שבכלל יועילו בטובם לבזבז דקה מזמנם לקרוא משפט מהספר שלי. ולכן כשהבנתי ישר שהבחור הנחמד מאוד שהביאו כדי לדבר איתי על הספר היה איש מכירות ולא איש כלכלה, השקעות, או איש של ספרות קיבלתי החלטה באותו רגע (עוד לפני הצעת המחיר) שאני לא אהיה מעוניין. את הרקע שלו ביררתי בזריזות כי במקום לבצע לי KYC אני עשיתי לו (KYC = Know Your Client) ריאיון זריז. הרקע שלו היה מכירות. לא היה לו את הכלים לאמוד את איכות התוכן או אותי. זה בסדר, אלה חוקי המשחק. ולכן הם הוצאה לאור מצליחה.

"There's a reason successful books say 'best-selling author,' not 'best-writing author.'" – Robert Kiyosaki in the legendary masterpiece Rich Dad Poor Dad

רוברט קיוסאקי, יהיו הביקורות עליו אשר יהיו, עשה שירות אדיר לאנושות בכך שהוא הזניק את עולם הידע הפיננסי שקיים לנו ברשת ובספריות. בזכות הספר שלו, שאותו קראתי בחטיבה נפתח לי הראש אל העולם הזה. את אותו ספר השגתי בחינם מספריה עירונית. אני בן לדור שגדל על האינטרנט,

שמאמין שידע צריך להיות זמין ונגיש ושאני עומד היום על כתפיים של אנשים שהרבה מהם נתנו לי מחמתם בחינם באינטרנט באתרים שלהם או בטיוב, וחלק בחרתי לקנות ספרים כדי שיהיו לי עותקים פרטיים (שאותם קניתי יד שנייה במחיר מוזל). כאשר אלה האלטרנטיבות אלי והם כולם בחינם: וורן באפט, ג'ף בזוס, סטיב ג'ובס, האוורד מארקס, מוניש פבראי, סטנלי דרקאנמילר, פול טיודור ג'ונס וביל אקמן, ועוד המון, איך אני יכול להיות חצוף מספיק ולדרוש אפילו שקל אחד בעבור ספר, שאני יודע שאני מוכר ללקוח מוצר נחות במחיר יקר יותר. ועוד לעשות זאת לחברים ומכרים שעלולים לקרוא מתוך תקווה שזה יעזור להם? אבל במקרים רבים זה בדיוק הסגנון הישראלי. בדיוק כמו שההוצאת ספרים, זלזלה באינטליגנציה שלי, והצמידה לפרויקט תג מחיר מופקע ודיברו איתי על "התחושה שלי" כשאחזיק ספר ביד ושאני אוכל להזמין חברים ומשפחה לאירוע ההשקה. דיברו איתי על כך שזה היה ההישג, בעוד שההישג האמיתי היה לסיים את הספר. הם קיוו שאני אחלום לקבל תמורה כספית, למרות שהתמורה היחידה שאני חולם עליה היא שמישהו בכלל יקרא את הספר ויתן לי ביקורת. הם קיוו שגם אני, כמו רבים אחרים, מנסה לקושש לעצמי עדת עוקבים דרך טייטל של "סופר", ולכן אסכים לשלם סכום גבוה ואקווה שבאמצעות שיווק אגרסיבי (כסף נוסף שאשלם להם) אחזיר לעצמי את עלות ההפקה. ההתנהלות שלהם הייתה מיקרו-קוסמוס לבעיה המהותית בעיניי בתרבות העסקים הישראלית, תרבות שלא תשתנה לעולם. החלטתי למנוע כניסה של כל גוף מסחרי לתהליך הזה מסיבה פשוטה: רציתי שהספר יהיה נגיש בחינם לחלוטין. עצם העובדה שאתם מקדישים מזמנכם לקרוא אותו היא כבר הימור והשקעה גדולה מספיק מצידיכם, ולא רציתי להכניס למשוואה הזו שום משתנה כלכלי. הספר הזה נכתב במטרה אחת: לעזור לחברים שלי. לתת להם מקורות מידע וכלים לחשיבה עצמאית, כדי שלא יעשו שטויות פיננסיות ולא ילכו שולל אחרי עוד "נביא שקר" תורן, ויתירה מכך, גם אני עלול להיות כזה. אני מדבר פה אליכם בדיוק כפי שאמר ירמיה הנביא, אני לא יכול לעצור את עצמי, זה כאש בוערת בעצמותי. הספר הזה נערך ותורגם באמצעות LLM, דבר שצריך להדאיג מאוד את כל מי שמתעסק בעריכה, תרגום או פרסונליזציה. לקח לי זמן כי הספר אינו עיסוקי העיקרי, ובעיקר בגלל שעברתי על כל מילה שהוא ערך או תרגם, כתבתי הרבה דברים מחדש והוספתי המון מידע היכן שהיה צריך מביקורות על הגרסא המקורית שאותה סיימתי לפני חצי שנה. השפה כאן מעורבבת בין שפה ספרותית למדוברת מפני שהרבה מהכתיבה שלי מבוססת מצב רוח או לחילופין הצורה בה אני רואה לנכון להעביר את המסר. אם ההוצאה לאור הייתה מבצעת את העריכה, לא היה גרסא מתורגמת, ולדעתי היה ספר הרבה פחות איכותי.

