

מסמך מחקר / אזהרת סיכון

# הסכנה בשוק ההון

מאמר ביקורתי על השקעה פסיבית, סיכוני בועה,  
וסכנת מינוף

מסמך מידע בלבד - אינו מהווה ייעוץ השקעות, שיווק  
השקעות או המלצה לפעולה בניירות ערך.

אייר תשפ"ו

## מוקדי הסיכון שהמסמך מדגיש

---

### השקעה פסיבית

האסטרטגיה של השקעה פסיבית ב-SP נמצאת בשיא בועתי של 50 שנה.

### מינוף

בשום פנים ואופן, לא לקחת הלוואות ומינוף בכל צורה שהיא.

### עמידות נפשית

מי שלא חווה מפולות פעמים רבות - אין לו ערבון שישרוד בלי למכור בהפסד.

## הבהרה חשובה: אין לראות במאמר ייעוץ השקעות

המידע הכלול במאמר זה, הינו למטרות אינפורמטיביות בלבד ואינו מהווה ייעוץ השקעות, שיווק השקעות או ייעוץ מכל סוג שהוא. הכותב אינו יועץ השקעות מוסמך ואין לראות באמור המלצה לביצוע פעולה כלשהי בניירות ערך או בכל נכס פיננסי אחר. כל הפועל על סמך המידע עושה זאת על אחריותו הבלעדית. ייתכנו טעויות, והמידע עשוי להשתנות ללא הודעה מוקדמת.

## למי מיועד מאמר זה?

ניתן לחלק את הציבור שמשקיע בשוק ההון לשלש סוגים, סוג א' אנשים ישרים שלא מבינים כ"כ בשוק ההון, אבל מבינים שעצם זה שיש אובססיה של הציבור להשקיע ב-SP, זה הוכחה מספקת שמשהו לא תקין, והגיע הזמן לברוח מה-SP. אנשים מסוג זה לא צריכים את המאמר הזה, כי הם כבר השתנעו. בצד השני של המטבע נמצאים סוג ב' של החסידים השרופים של הכת הפסיביים, שלא ישנו את דעתם אא"כ משה רבינו שלמה המלך ואליהו הנביא ע"ה ינבאו להם שהם הולכים להפסיד את המכנסיים, גם להם מאמר זה לא מיועד, משום שהם בחיים לא ישנו את דעתם. מאמר זה מיועד לאנשים באמצע, שתאוות הממון לא מסנוורת את עיניהם, והם באמת מחפשים להבין מהי דרך השכל אשר יבחרו בה, אלא שהם מבולבלים בגלל כל הטענות המבלבלות ש"המומחים" החרדים לעיני השקעה פסיבית, הגיבו על דבריי.

## להלן סיכום מתומצת של דבריי בראיון עם ר' אריה ליבוביץ וכנס של יד שמשון ניסן תשפ"ו.

א' האסטרטגיה של השקעה פסיבית ב-SP נמצאת בשיא בועתי של 50 שנה. ויש עובדה היסטורית שמעולם לא היה אסטרטגיית השקעות שיש לה את כל ה-3 מרכיבים דלהלן, א' שכאז"א יכול ליישם אותה, ב' בצורה עיוורת, ג' ושזה יעבוד לנצח. כי ברגע שכ"א יכול ליישם

אותה בצורה עיוורת, באיזה שהו שלב כולם יתחילו ליישם אותה, וממילא יגבר הביקוש שיגרום לעליה במחיר, וא"א להרוויח כסף בהשקעות רק אם קונים בזול ומוכרים ביוקר.

**ב'** הבורסה בארה"ב, וה-SP בפרט, והנאסדאק עוד יותר מכולם, בבועה ענקית. הבועה של שנת 2000 היתה בעיקר במניות של אינטרנט וכדו', הבועה של 2008 היתה בעיקר בנדל"ן, אבל בשני הבועות הללו לא היתה גם בועה של השקעה פסיבית. אבל כעת אנו במצב ששני הבועות קיימות בו זמנית.

**ג'** מי שלא חווה על בשרו מפולות בתיק ההשקעות שלו או בשוק ההון "הרבה" פעמים, אין לו שמץ של מושג מה רגשות הפחד והתסכול שעוברים גם על משקיעים גדולים במצבים הללו, וממילא יש לו אפס ערבון שהוא יצליח לשרוד מפולת רצינית בשוק ההון בלי למכור בהפסד, או לעשות שטויות.

**ההמלצה הגורפת שלי לכל מי שמשקיע בצורה אקטיבית, או חושב להשקיע בצורה אקטיבית - תברחו מזה כמו אש!!!**

**דגש מיוחד: סיכון מינוף**

**גם מי שרוצה להמשיך להיות מושקע ב-SP, בשום פנים ואופן, לא לקחת הלוואות ומינוף בכל צורה שהיא, וק"ו שזה פשיעה גמורה בעת הזו למשכן דירה בשביל להשקיע בשוק ההון!!!**

**אני עומד בהמלצה שלי, להעביר את כל החסכונות, לאג"ח ממשלתי קצר מועד**

פרק 01

## **האם אני דעת יחיד**

מי שמבטל את טענותיי מכח הטענה שאני דעת יחיד, אפי' אם עובדתית זה היה נכון שאני דעת יחיד, זה עדיין מראה שהגישה הזו אינה גישה נבונה להשקעות, וודאי לא כשזה נוגע לשוק ההון. ההסתמכות על דעת הרוב כקריטריון לנכונות בהשקעות עומדת בסתירה לעצה שכתובה בחז"ל של לקנות בזול ולמכור ביוקר. (ברכות ס"ג א' דרש בר קפרא זלת קבוץ קנה מינה עיי"ש ברש"י, וע"ע מדרש תנחומא פר' משפטים ריש סי' ה'), שהרי שום סחורה לא זולה אא"כ הרוב לא רוצים

לקנות אותה, שהרי אם הרוב יקנו אותה היא לא תהיה זולה, וגם אח"כ כשהוא מוכר ביוקר הוא דעת יחיד שהרי הרוב רוצים לקנות והוא הולך נגד העדר ומוכר. ואדרבה בעצת חז"ל הזה מבואר שהדרך הטובה ביותר להרוויח בהשקעות זה ע"י שהולכים נגד העדר ולא עם העדר.

וגופו של טענה שאני דעת יחיד, זה נכון רק כלפי המון העם שהולך עם העדר ורצים להשקיע בשוק ההון, אבל יש הסכמה כמעט גורפת מקיר לקיר בין רוב המשקיעים הזקנים והנבונים ששוק ההון יקר מאד מאד, ואנו עומדים לפני א' מהקריסות הגדולות ביותר בהיסטוריה של שוק ההון.

הטענה שאני דעת יחיד יכולה לשמש כאמצעי פסיכולוגי להרגעת אי-נוחות, אך אין לה משקל ענייני. וכפי שאומרים: "לאמת לא אכפת מהרגשות שלך".

על אף הניסיון הרב שצברתי במשך קרוב ל-20 שנה בשוק ההון, הדעות שלי בנושאים הללו לא באו כהעתק הדבק ממה שמעתי מאחרים (ושמעתי הרבה), אלא אדרבה רוב רובו של הנתונים כו' חפרתי ומצאתי והגעתי למסקנה מכח עצמי, לאחר שנתיים של מחקר, ורק בגלל פרסום הדברים בתקופה האחרונה, הלכתי לבדוק מה עוד מומחים אחרים חושבים (חוץ מהמומחים שכבר ידעתי שחושבים כמוני), וגיליתי שהדעות שלי הם פחות או יותר הקונסנסוס של גדולי המשקיעים בעולם. ברור שיש שחושבים אחרת אבל לא מדובר במשקיעים גדולים, עם רקורד מוכח של הצלחה בשוק ההון לאורך עשורים. למשל מישהו ציין לטום לי כא' שמאמין שהשוק עוד יכפיל את עצמו, וייתכן שכך יקרה באמת כי אף א' לא יכול לנבאות איך השוק יגיב בעתיד, הבעיה שטום לי הוא הליצן התורן שמתראיין לתקשורת, ואין שום מידע אם הבנ"א אי פעם הרוויח כסף מהשקעות כי רוב הקריירה שלו הוא היה אסטרטג השקעות ולא משקיע בעצמו, וכל מה שיש לנו זה ETF 3 שהוא פתח לפני כמה חודשים. בקצב הזה יבואו ליצנים ויגידו שגם ג'ים קריימר וקת'י ווד הם מומחים.

ועדיין חששתי שמא אני מטעה את הציבור ומציג חששות וסיכונים לא נכונים, או שיש מומחים שלא מסכימים עם הטענות וסיכונים הללו, אז במשך שבועות ארוכים השקעתי עשרות או יותר שעות של מחקר וחיפוש, לברר האם יש משקיעים גדולים שלא מסכימים עם הנתונים והסיכונים שאמרתי לציבור הרחב, ולא רק שלא מצאתי כאלה מומחים, אלא אדרבה בשבועות האחרונים הקשבתי לעשרות ראיונות של משקיעים גדולים מכל הסוגים והמינים, משקיעי ערך, ספקולנטים, משקיעי קוונט, משקיעי מומנטום, משקיעי מאקרו, רק לבדוק האם יש מומחה בר דעת שחולק עלי, ולא רק שלא מצאתי כאלה מומחים, אלא אדרבה גיליתי שיש אנשים שהרבה יותר קיצונים ממני.

מי שחושב שאני איזה נביא זעם קיצוני, שילך להקשיב למשקיעים וותיקים שהרוויחו הרבה מאד כסף בחיים שלהם, (ואני לא מדבר על אנשים מטורללים כמו רוברט קיוסקי), אני לא מתרגש ממה שיש לכל זקן לומר, ויש גם זקנים כסילים, ואני גם לא אומר שאני מסכים עם כל הטענות והתחזיות שלהם, אני רק אומר שאני עוד מתון לעומת אנשים אחרים.

מי שמבין אנגלית ויש לו גישה, שילך לשמוע מה האנשים דלהלן אומרים על המצב בשוק כיום באופן כללי ועל הסכנה הגדולה שיש כיום בהשקעה ב-SP, כל א' מהשמות דלהלן מדבר על הבועה הענקית בשוק ההון, וצופה, או משבר כלכלי חמור ביותר, או מפולת ענקית בשוק ההון, או שניהם יחד:

משקיעים מפורסמים שהרוויחו הרבה כסף בחייהם - הווארד מארקס, סת' קלארמן, טרי סמית' (מכונה הוורן באפט האנגלי), ג'פרי גונדלך (ירש את הכינוי מלך האג"ח מביל גרוס מ-PIMCO), ביל גרוס, דייוויד איינהורן, קריס בלומסטרן, קריס דייוויס (א' מזקני מנהלי קרנות הנאמנות בארה"ב, והוא גם ח"ד בחברת ברקשייר של וורן באפט), מייקל בארי (המשקיע המפורסם שחזה את המשבר של 2008, והרוויח ע"ז מליונים), מייק גרין, הארי קרישנאן (מגדולי המתריעים על השקעה פסיבית כיום), קרל אייקון (הבר פלוגתא של ביל אקמן), ג'רמי גראנתהאם, ג'ים רוג'רס, פאול טודר ג'ונס (מגדולי הספקולנטים של הדור הזה שהתראיין לאחרונה ממש על הבועה הגדולה בשוק ההון) מוניש פאבראי (לפני כחודש התראיין, ואמר מפורש שבדרכי הוא ממליץ לאנשים להשקיע פסיבית ב-SP, אבל ב-2025 א"א להשקיע ב-SP, אולי ב-2035 זה יהיה הזמן לחזור ולהשקיע ב-SP, זה המילים שלו, לא שלי).

משקיעים/מנהלי קרנות/מליארדים פחות מוכרים בציבור הרחב אבל זקנים שראו הרבה בחיים: רוברט ארנוט (מהמומחים הגדולים בעולם לענייני מדדים, שהמציא את מדד RAFI ועוד מדדים) אריק ספרוט, ריק רול, ג'ורג' נובל, ריצ' ברנסטין, אדוורד דאוד, אדריאן דיי, מארק ספיצינאגל.

כלכלנים/חוקרים: הנרי דנט, ג'ים ריקארדס, דייוויד רוזנברג, מרטין ארמסטרונג, בן האנט.

והרשימה עוד ארוכה מאד, ולא הזכרתי כלל את נביאי הזעם שמנבאים מפולות כבר עשרים שנה, כמו ריי דליו, ג'ים גראנט, פיטר שיף, מארק פאבר, איגון ואן גרייארז, דאג קייסי וכדו', אלא רק את השמות הגדולים, שכל החיים שלהם משקיעים בשוק ההון, ורק לפני מפולות מתריעים על בועות.

דוגמא מהשטח של משקיעים שנאלצו לפעול בגלל שהשוק כ"כ מעוות כיום - ריקי סנדלר סגר את החברת השקעות שלו בימים האחרונים, כאשר הסביר שהשוק כ"כ מעוות, ולמשקיעים כבר לא מעניין להשקיע בחברות טובות, וללכת שורט על חברות דפוקות, ואסטרטגיית השקעות שלו פשוט לא יכולה לעבוד בשוק הנוכחי השבור לחלוטין.

לפני כחצי שנה דייוויד איינהורן התראיין עם מייק גרין, והסביר שהוא שינה את אסטרטגיית ההשקעות שלו, משום שהשוק כ"כ מעוות שכבר א"א להשקיע בחברות טובות וזולות, כי המשקיעים הפסיביים והמון העם כבר לא מעניין אותם להשקיע בחברות טובות וזולות, ולכן הוא עבר לאסטרטגיה של וורן באפט.

לפני כמה ימים טרביס פרנטיס מנהל חברת השקעות באסטרטגיית מומנטום התראיין, והסביר את האסטרטגיה שלו, שאמנם השוק מעוות לחלוטין בגלל שהשקעה פסיבית נהפכה לכזו מפלצת, אבל זה לא מפריע לו בתור משקיע מומנטום, כי הוא פשוט רוכב על הגל של המשקיעים הפסיביים.

בן האנט שצופה משבר כלכלי חמור ביותר, אמר לאחרונה שהוא היה מאד שורט לאחר פרוץ המלחמה עם איראן, אבל לאחר הזעזוע הראשוני הוא חזר ללונג, בגלל שהוא יודע שהכוחות שמניעים את שוק כיום יחזרו להיות אופטימים, והוא פשוט רוכב על הגל של האנשים שלא מבינים מה באמת קורה בכלכלה.

ודרך אגב אדוורד דאוד נשאל לאחרונה, אם הוה היה צריך להשקיע את כל כספו באפיק א', איפה הוא היה משקיע, והוא השיב, מזומן ואג"ח ממשלתי קצר מועד.

הסיבה שציטטתי חלק מהאנשים הנ"ל, משום שהם מקיפים עוד הרבה נושאים מורכבים, שרוב הציבור שאליהם מיועד מאמר זה לא יבינו בכלל, וכל הנתונים שדיברתי עליהם בראיון ובכנס נוגעים רק לענין ה-SP, וכן האסטרטגיה של השקעה פסיבית שנהפכה למפלצת מעוותת, אבל בכלל לא באתי לגעת בנקודות של מאקרו כלכלה בארה"ב ורחבי העולם, כמו עליה בשערי הריבית שהורגת חברות שצריכות לגלגל חובות שלוו בעבר ברבית אפסית, הגרעון בתקציב הממשלה בארה"ב, יחס חוב תמ"ג, אינלפציה, פטרו דולר, כלכלה מתפלצת, מחזור האשראי, מחזור נזילות, מדיניות פיסקלית ומוניטרית. כמו"כ לא נגעתי במצב הגיאופוליטי והסוציאקונומי השברירי בארה"ב ובעולם. וכן לא נגעתי בחששות הכבדים שיש כיום בחברות הון פרטיות. ואני לא נכנס למה שגיים ציינוס (גדול השורטיסטים של הדור האחרון) הגדיר את העידן הזה, כ"תור הזהב של רמאות".

כמו"כ לא נגעתי בנושא של תזרים מזומנים של החברות הטכנולוגיה הגדולות בארה"ב, והקריאה ההולכת וגוברת שהחברות טכנולוגיה הטובות ביותר, עוברות ממודל קל נכסים למודל עתיר נכסים, בגלל ההוצאות הון הגדולות שלהם בעקבות הריצה ל-AI. (בעוד כולם מתייחסים ליחס מחיר רווח של 7 הנפלאות, הם מתעלמים מיחס מחיר תזרים מזומנים חופשי, שעומד על מכפיל של פי 50 או יותר). כמו"כ אני לא מתייחס לבהלה של בניית דאטה סנטרים, שמייצרת גם בריחת הקצאת הון למשאבים נצרכים, וגם בעיה חמורה של מחסור בחשמל. בכלל אני מתעלם מכל הנושא של AI שכבר משנה את העולם, אבל גם יהרוס הרבה מאד חברות טובות (כמו שקורה בפועל בסקטור של חברות SAAS שהמניות צנחו כמו משוגע, ובימים אלו יש "ריצה על הבנק" פשוטו כמשמעו, על חברות הון פרטיות שהשקיעו בחברות SAAS). פשוט לכל בר דעת שאם AI תשנה את העולם ותביא בעקבותה צמיחה עצומה, שזה יהיה על חשבון עשרות אלפי חברות או יותר שיפשטו את רגל, בדיוק כמו שאמזון גרמה לשינוי בהרגלי צרכנים לקנות אונליין, אבל הצמיחה וההצלחה של אמזון היתה על חשבון עשרות אלפי חברות שפשטו את הרגל (יש

השערה שמעל 100,000 חנויות נסגרו ברחבי העולם בגלל אמזון ושינוי ההרגל לקנות אונליין, ולאחרונה ממש חברת מחקר פרסמה תחזית שעד 2030 עוד 40,000 חנויות יסגרו). ממליץ לשמוע את ההיגיון הפשוט והאנליטיקה הנפלאה שאנדי קונסטאן אומר על AI.

בראיון עם ר' אריה ליבוביץ אמרתי, ששוק ההון מאד דינמי, וא"א להסתמך על מה שמשקיעים גדולים אמרו לפני עשר או עשרים שנה, אלא צריך לבדוק מה הם ממליצים היום. הדוגמא הקלאסית והחזקה ביותר, זה וורן באפט בעצמו שבמשך שנים המליץ לאיש הפשוט להשקיע ב-SP בצורה פסיבית, ולפני כשנתיים כבר לא הסכים לומר אם הוא עדיין ממליץ על כך. גם מוניש פאבראי אמר לפני חודש, שבמשך שנים המליץ לאיש הפשוט להשקיע במדדים, והיום הוא לא ממליץ לאיש הפשוט לעשות כך.

במשך שבועות ארוכים, השקעתי עשרות שעות של מחקר לבדוק האם יש משקיעים גדולים שכיום ממליצים לאיש הפשוט להשקיע בצורה פסיבית ב-SP ולא מצאתי אף א'. יתירה מכך שאלתי 5 AI שונים את השאלה הבאה - האם יש משקיע מכל סוג שהוא (ערך, קוונט, מומנטום, ספקולנט, מאקרו) שבמשך 20 שנה הרוויח יותר מה-SP או עכ"פ תשואה דומה ל-SP, שבשנתיים האחרונות ממליץ לאיש הפשוט להשקיע ב-SP בצורה פסיבית, וכולם ענו לי שהם לא מצאו כזה משקיע (חוץ מג'ימיני שבלבל את המח, וכל שם שהוא העלה ביקשתי מקור, וכשבדקתי את המקורות זה היה בדיוק הפוך ממה שהוא טען, ובסוף נאלץ להודות לי שהוא טעה). המשכתי לשאול האם יש מישהו כזה שהמליץ על כך בחמש שנים האחרונות, והיחיד שמצאתי זה צ'ארלי מאנגר בוועידה השנתית של הדיילי ג'ורנל ב-2023, שבהקשר לשאלה אחרת לחלוטין אמר, שה-SP זה ברירת מחדל טובה, (הקשבתי לשאלה שהוא נשאל ומה שהוא השיב 4 פעמים, ומי שיכול שישמע מה שאמר בעצמו, ויבין כמה שקשה להסתמך למעשה על מה שאמר בהקשר לנידון שעליו נשאל). אז זהו המשקיע הגדול היחיד שמצאתי שעדיין המליץ ע"ז, וזה היה לפני 3 שנים, אם הוא היה ממליץ על כך היום, א"א לדעת.

פרק 02

## תבחרו היטב לאיזה יועצים להקשיב

התלבטתי רבות אם לכתוב את הדברים הבאים, שמא אנשים יפגעו ממני, או שיאשימו אותי שאני בא לדבר סרה על אנשים אחרים, בסופו של דבר האמת הכריעה, חייבים ליידע ולהסביר את הנקודה החשובה הזו לציבור, משום שיש כאן עשרות או מאות מיליוני שקלים על הפרק, ובתים רבים יכולים להחרב בגלל שטויות שאנשים עושים, ובפרט לאלה שממנפים את התיק שלהם. אין מה לעשות צריך להגיד את האמת וליידע את הציבור, ושכ"א יחליט למי הוא רוצה רוצה להקשיב. וכמש"כ וצדקים ילכו בם ופשעים יכשלו בם.

מה שגילית בתקופה האחרונה לאחר הראיון שלי עם ר' אריה ליבוביץ ולאחר הכנס של יד שמשון, שיש בציבור החרדי כל מיני "מומחים" לעניני שוק ההון, שרחוקים מאד מלהיות מומחים לעניני שוק ההון, אודה ולא אבוש שהם בקיאים במסלולי פנסיה הרבה יותר ממני, אבל בגלל שאדם מבין במסלולי פנסיה, ואף בקי בכל משפט שג'ק בוגל אמר בחייו, זה לא אומר שהוא מבין בהשקעות, ובעסקים, ובשוק ההון. אני לא בא להכליל כי אני לא מכיר אותם, אני מדבר על הקולות החזקים שנשמעים בקול דממה רבה בפורומים החרדים.

סיפור קצר – לפני כעשור קניתי דירה, ולקחתי יועצת משכנתאות מוצלחת מאד להשיג לי משכנתא טובה, הייתי מאד מרוצה מהשירות שלה, ואכן היא השיגה לי משכנתא מאד טובה, והמלצתי עליה לאנשים אחרים. היא ניסתה לשכנע אותי לקחת חלק נכבד מהמשכנתא בפריים מאחר ובזמנו זה היה יותר זול מאשר ריבית קבועה. שאלתי אותה שאלה פשוטה, "האם את יודעת את ההיסטוריה של האינפלציה ביפן ב-30 שנה האחרונות?" היא ענתה לי שהיא לא יודעת. שאלתי אותה, "אם אין לך ידע וניסיון של עשרות שנים בנושא של אינפלציה ושערי ריבית, איך את מייעצת מה כדאי לעשות במשכנתא ל-20-30 שנים הבאות?", היא לא ידעה מה לענות על זה. אמרתי לה, "ייתכן שאת יועצת משכנתאות מאד מוצלחת, אבל עם כל הכבוד את בכלל לא מכירה את המושג של שערי ריבית של +15% כמו שהיה בשנות השמונים, ואת אפ'י לא מכירה את ההיסטוריה של שערי ריביות בעולם, ומה נקרא שערי ריבית נורמליים במושגים היסטוריים". לא הקשבתי לה, אלא לקחתי את המקסימום האפשרי בריבית קבועה, ולא עוד, אלא שאת החלק של המשכנתא הצמוד לפריים לוויתי לטווח קצר, ואילו את החלק של הריבית הקבועה פרסתי ע"פ טווח יותר ארוך של שנים. אז לא היה לי את הידע והניסיון בכלכלה והשקעות כמו שיש לי היום, אבל דבר א' היה ברור לי, שאם יש לי אפשרות לקבע את המשכנתא ברבית מצחיקה במושגים היסטוריים, אין לי שום סיבה להמר על כך שהרבית תמשיך להיות כ"כ נמוכה בעשורים הקרובים. סוף הסיפור היה, שאמנם במשך כמה שנים שילמתי רבית קצת יותר גבוהה מאילו הייתי לוקח יותר צמוד לפריים, אבל כשהרבית עלתה לאחר הקורונה, ההחזר החודשי שלי עלה רק בכ-10%. זה היה ההחלטה העסקית הנבונה ביותר שעשיתי בחיי (נכון לאז), שחסכה לי סכומי עתק. לעומת זאת חבר שלי שהתריתי בו בחומרה שינהג כמוני, ולא הקשיב לי, אלא לקח את המקסימום של המשכנתא צמוד לפריים, ההחזר החודשי שלו עלה בכ-40%.

## מטרת הסיפור כפולה ומכופלת

א' לא כל מה שהיה ימשיך להיות, 40 שנה של שוק דובי בשוק האג"ח, ו-13 שנה של ריבית אפסית, במהירות די מסחררת הגיעו לסיומם. ב' מי שאין לו ידע רחב וניסיון רב של עשרות שנים, אפ'י לא יודע מה הוא לא יודע, ואיזה חורים בהשכלה יש לו. א' מהמשפטים המפורסמים בעולם ההשקעות הוא: "לא מה שאתה לא יודע מכניס אותך לצרות - אלא מה שאתה בטוח שאתה יודע, שפשוט לא נכון, מכניס אותך לצרות". ג' יועצי משכנתאות מבינים במשכנתאות אבל לא בכלכלה, יועצי פנסיה מבינים במסלולי פנסיה אבל לא בכלכלה ועסקים והשקעות ושוק ההון.

אני מרגיש מחוייבות לנסות ליידע ולהסביר לציבור הרחב את העובדות והנתונים והסיכונים שקיים כיום בשוק ההון בכלל ובהשקעה פסיבית ב-SP בפרט. ברור שכל טענה ונתון והסבר וסיכון שאכתוב יתפרשו ע"י הצד השני בדרכים שונות ויעוררו התנגדות. אך הבעיה המרכזית בגישה שלהם שהיא לוקה בחסר במהותה בכמה ענינים:

א. חוסר הבנה מספקת של שוק ההון ברמה עמוקה ומקצועית

ב. חוסר הבנה רחבה בכלכלה ועסקים

ג. היעדר ניסיון ממשי במשברים כלכליים ומפולות

ד. הסתמכות על טענות חלקיות או לא מבוססות

התוצאה היא שהגישה הזו עלולה להטעות את הציבור, לא מתוך כוונה רעה אלא מתוך מגבלות של ידע, הבנה וניסיון.

בעיה נוספת בגישה זו, היא חוסר הבחנה בין מקורות מידע, כאשר שיטה חרטה על דגלה להרוויח כסף ע"י השקעה עיוורת, וחלק מהדרישה העקרונית של הגישה, זה בדוקא לא להיות "מבין", חוסר ההבנה המקצועית הזו גורמת לכך, שלעיתים נעשה שימוש במידע ממקורות לא נכונים, או על סמך מודלים שהם נכונים בתיאוריה אבל מופקעים מהמציאות בשטח.

שמעתי ראיון לאחרונה עם א' שמנהל מחלקת קוונט בפידלטי קרוב ל-30 שנה, שאמר שאין שום דבר שנותן לבנ"א הבנה על משברים כמו מלשמוע ממשקיעים שחוו את זה על בשרם, הוא הביא דוגמא שהוא מדבר עם מנהלים ויועצים זקנים בפידלטי שחוו על בשרם את המשברים של שנות ה-70, וכל הנתונים בעולם לא נתנו לו את ההבנה האמיתית על המשברים הללו, כמו לשמוע מהזקנים את כל הניואנסים הקטנים, ומה עבר עליהם אז.

שמעתי ראיון נוסף לאחרונה עם שני יועצי השקעות שכבר 30 שנה בתחום, שהסבירו כמה הכנות נפשיות הם מכינים את עצמם, לקראת המפולות הבאה בבורסה, כי הם יודעים שהם יצטרכו הרבה כוחות נפש לתמוך בלקוחות שלהם לא לעשות שטויות במפולת הבאה.

פרק 03

## מה הצורת חשיבה הנכונה למי שלא יודע מה האמת ועל מי להסתמך

השאלה שכל בר דעת שלא מבין בשוק ההון אמור לשאול את עצמו היא, מאחר ואני לא מבין בזה, איך אדע למי להקשיב? השאלה הזו שאלה קשה ומקיפה הרבה נושאים בחיים, מה עושה אדם שצריך ייעוץ בתחום שהוא לא מבין, ולא יודע מי מומחה לתת מענה לשאלה שלו.

בנוגע לניד"ד האם כדאי להשקיע ב-SP והמסתעף, הייתי ממליץ לחשוב על הנקודות דלהלן:

דבר ראשון זה לא חכם להתייעץ עם מי שלא מבין טוב מאד בשוק ההון וכלכלה, וודאי שלא להתייעץ עם אדם שלא חוה משבר כלכלי ומפולות בשוק ההון.

דבר שני הייתי ממליץ לכ"א לזכור את מאמר חז"ל (מגילה ל"א ב') תניא רשב"א אומר אם יאמרו לך זקנים סתור וילדים בנה סתור ואל תבנה מפני שסתירת זקנים בנין ובנין נערים סתירה וסימן לדבר רחבעם בן שלמה ע"כ. יועץ שאין לו שערות לבנות מול יועץ שאין לו שערות שחורות, זה בכלל לא בר השוואה, ולא רק שזה לא בר השוואה, אלא העצות של הילדים הללו הם בגדר סתירה, והעצות של הזקנים הללו הם בגדר בנין. הילדים ממליצים לבנות את הונכם ע"י סיכון עצום, והזקנים ממליצים לסתור ולהעביר את הכספים לאפיקים בטוחים עם תשואה נמוכה. הילדים מגיעים בטענה שנשמעת פשוטה, של מה שהיה ימשיך להיות, ומנגד אני מציג בפניכם דברים של זקנים ונבונים שראו הרבה בחיים, והם עצמם המליצו על שיטה זו בעבר, ואומרים שכיום הם כבר לא ממליצים עליה יותר.

דבר שלישי אני ממליץ לכ"א שמתלבט בנושא הזה לעשות חשבון כלכלי פשוט – אם הזקנים צודקים, הרי שכל מי שיישאר מושקע ב-SP עלול להפסיד 50-80% מכספו, ואף יכול להפסיד את כל כספו אם הוא ממונף, אבל אם הוא יעביר את כספו למקום בטוח נניח אג"ח ממשלתי קצר מועד, לא רק שמסתמא לא יפסיד כלום, אלא מסתמא גם ירוויח מעט. ואם הילדים צודקים והוא יישאר מושקע ב-SP אז אולי ירוויח 5% בשנה יותר ממה שירוויח אם כספו יהיה מושקע במקום בטוח, ואולי לא. האם זה נשמע הגיוני שאדם שלא יודע מה לעשות, ומזהירים אותו שהמצב מאד מסוכן כרגע, וזקנים וחכמים מתריעים על הסכנה הגדולה הקיימת, יהמר על סכומים גדולים של כסף, כאשר אפשרות א' תניב רק תשואה קטנה, אבל מונעת את הסיכון

להפסדים עצומים, או לסכן את רוב כספו בשביל להרוויח עוד כמה אחוזים? האם זה נשמע כצעד שבר דעת אמור לעשות? לענ"ד לסכן כ"כ הרבה כסף בשביל הסיכוי אולי להרוויח עוד כמה אחוזים, זה בגדר פשיעה גמורה בחובת ההשתדלות.

#### דגש מיוחד: סיכון מינוף

**הדבר החמור ביותר בעסק הזה, זה לקחת הלוואות בשביל להשקיע בשוק ההון, בזמנים רגילים זה פשיעה גמורה למי שלא מומחה גדול בשוק ההון, וק"ו בזמנים שהשוק במחירים כ"כ מופקעים. והדבר החמור ביותר זה למשכן את הדירה בשביל להשקיע בשוק ההון. מי שעושה כך, מהמר על עתידו הכלכלי הגשמי והרוחני שלו ושל כל בני ביתו, הנושא הזה הוא בגדר הצלת נפשות ממש, פשוטו כמשמעו. הילדים ה"מומחים" בציבור החרדי, אולי הסתכלו על גרפים, אבל כל המיליוני בתי אב שפשטו את הרגל בכל המשברים הכלכליים החמורים לא מופיעים בגרפים.**

כולם יודעים שצ'ארלי מאנגר היה שותפו של וורן באפט, אבל מה שפחות ידוע, שהיה לו פעם שותף שלישי שקראו לו ריק גהרין, שהיה משקיע אגדי בפנע"צ. מה קרה לו? הוא היה רגיל להשקיע במינוף, וכשהגיע המפולות של 1973 הוא נמחק לגמרי, ובאפט קנה את כל חלקו של שותפו בחברת ברקשייר. ללמדך, שאפי' משקיעי על, נופלים כשהם משקיעים במינוף, ק"ו מי שלא מומחה בתחום שזה פשיעה מוחלטת להשקיע במינוף, וקובבשק"ו שזה איסור מוחלט ופשיעה גמורה למשכן דירה בשביל זה.

לענ"ד מי שיכול להשפיע על אנשים לא למשכן את הדירה בשביל להשקיע בשוק ההון, ולא עושה כן, עובר על לא תעמוד על דם רעך!!

פרק 04

## למה אברכים נופלים בהשקעות

א. יש פלא עצום שצריך להבין אותו, איך יכול להיות שהציבור החרדי בכלל ואברכים בפרט שהם אנשים כ"כ חכמים ואינטלגנטים נופלים כ"כ הרבה בהשקעות? הרבה הסברים נאמרו בענין "הם לא מבינים בעסקים" - "הם לא יודעים שיש גנבים ורמאים בעולם" - "הם רוצים להתעשר מהר" כו' כו'. כל הסיבות נכונות, אבל זה לא מיישב את הקושיא העצומה, כאשר מציגים את השאלה בצורה יותר מעמיקה.

אציג את השאלה בצורה יותר מעמיקה - איך ייתכן שהאנשים הכי אינטלגנטיים בעולם, שבכל תחומי החיים (חיי נישואין, חינוך ילדים, חיי משפחה וחברה, מורל, אתיקה, כו' כו') הם באלפיון העליון ביחס לכל מין, דת, עם, וגזע, שקיים בכל מדינה ומדינה בעולם. ואילו כשזה מגיע להשקעות, הם באלפיון התחתון יחד עם המטומטמים הגדולים ביותר? איך זה יכול להיות?? הרי זה פלא עצום??!! כאשר מציגים את השאלה באור הזה, התשובה בסגנון של הם לא מבינים בהשקעות כו' לא מספיק, שהרי בכ"כ הרבה תחומים בחיים הם מבינים הרבה יותר טוב מרוב האנשים בעולם.

אני חושב שפיצחתי את שורש הסיבה - דאדרבה הסיבה שהם נופלים זה בגלל שהם כ"כ חכמים ואינטלגנטיים, וכל חייהם הם רגילים לדון ולהתווכח ולהכריע בין בלימוד הת' הקדושה, ובין בשאר עניני העולם, ע"פ הגיון צרוף ורק עם ראיות שכליות מוצקות.

וכאן מונח המכשול - א"א לשכנע בן אדם חכם שהוא טועה, רק מכח הטענה של "אתה חסר ניסיון ואתה לא מבין איך העולם עובד". בנ"א חכם ישתכנע או יבטל את דעתו שמא הוא טועה, רק ע"י הסבר הגיוני שהוא יכול לנתח עם שכלו. אברך לא יהסס לומר שהוא לא מבין ברפואה, או כל תחום אחר שהוא לא מבין, כי הוא יודע שזה חכמה שלוקחת שנים ללמוד. אבל כשזה מגיע להשקעות, אם יבוא אדם חכם בעל ניסיון ויאמר לאברך שמה שהוא חושב שזה השקעה טובה, זה פשוט טעות בסיסית שנובעת מחוסר ידע הבנה וניסיון, והעולם לא עובד כך, האברך לא ישתכנע בלי לשמוע הוכחות חותכות שהוא טועה.

וזה בדיוק הבעיה, שאברכים לא יודעים שלוקח כ-10 שנות ניסיון לפחות להיות "מבין" בהשקעות, ורק אחרי שרואים עוד עסקאות ועוד עסקאות, איזה הצליחו ואיזה כשלו, מבינים איך העולם עובד, ובשוק ההון לוקח עוד יותר זמן להיות "מבין", בגלל שזה הרבה יותר מורכב מהשקעות רגילות ויותר בטוחות.

הכלל הגדול הוא - בגרות והבנה בהשקעות, לא מגיעה משכל אלא מניסיון

היסוד הזה מפורש בחז"ל, שלכל דיני התו' בנ"א נהיה גדול ובר דעת בבר מצוה, חוץ מדבר א' בלבד עד כמה שידוע לי, וזה קטן בנכסי אביו, שחז"ל אומרים (ב"ב קנ"ה א') שצריך לחכות עד גיל 20 וקודם לכך נחשב קטן. גם לגאון מוילנא ז"ל שידע לייצר גולם לפני גיל בר מצוה, היה אסור למכור לפי ההלכה בנכסי אביו לפני גיל עשרים.

אברכים חכמים וכשרוניים לא מבינים כלום בשוק ההון, אבל הם משתכנעים בקלות למשל כשמראים להם איך השקעה פסיבית בשוק ההון עבד נפלא בעבר, זה נתון עובדתי שהם יכולים לנתח היטב עם שכלם הבהיר, אבל הם ממש לא מבינים את כל ההסברים וחששות וסיכונים שמציגים להם על ההוה או העתיד.

מי שמבין את הנ"ל ומפנים את זה, ייגש לכל הסוגיא של השקעה פסיבית בשוק ההון במבט שונה לחלוטין, הוא ישאל את עצמו, האם בתור א' שלא מבין, ולא יודע מי כן מבין, ועל מי אני יכול לסמוך, מותר לי לסכן את הכסף שלי? האם אני יכול לסמוך על שיקול דעתם של כל מיני אנשים שנחשבים למומחים בשוק ההון, שאין להם אפ"י שיערה לבנה א', ומכירים רק זוית א' של שוק ההון, ויש להם סה"כ כמה שנים בודדות של ניסיון בשוק ההון, והם מעולם לא חוו משבר כלכלי ומפולות בשוק ההון?

פרק 05

## תגובה קצרה לאנשים ישרים שהתבלבלו מהתשובות הרועמות של כת הפסיביים

לפני שאני מגיב על כמה תגובות, אני רוצה לצטט את המשפט המפורסם של המשקיע האגדי ג'ון טמפלטון, שה-4 מילים המסוכנות ביותר בשוק ההון הם, "הפעם זה שונה" (בעברית זה 3 מילים ובאנגלית 4 מילים). המשפט הזה נהפך לאבן יסוד בשוק ההון, שמי שחושב שהפעם זה שונה ממה שהיה בהיסטוריה, עלול להפסיד הרבה מאד כסף. כשמגיעים עם נתונים, שלכל אורך ההיסטוריה כל פעם שהבורסות הגיעו לערכים מפלצתיים כמו עכשיו (מכפילי רווח, מכפילי תזרים מזומנים, מכפילי נכסים, מכפילי CAPE שילר, וכן הלאה), זה נגמר בקריסות מאד גדולות. כל מי שאומר הפעם זה שונה, מחכה לו הפסדים גדולים מאד.

כמדומני שקראתי פחות או יותר את רוב התגובות שנכתבו נגד הדברים שאמרתי בראיון ובכנס, והאמת היא שממש לא מתחשק לי לכתוב את הקטע הבא, אני מרגיש כמו מבוגר שמתווכח עם תינוקים, שצריך להוכיח את צדקת דבריו. והאמת היא שאני בכלל לא בא בקטע הבא להתווכח עם ה"מומחים", אלא שאני מודע שיש אנשים ישרים שבאמת מבולבלים, וחושבים שהשתיקה שלי זה הוכחה שאין לי תשובה על דבריהם.

ניתן לחלק את התשובות של ה"מומחים" ל-5 קטגוריות.

**א'** דברים שאמרתי שהם בכלל לא הבינו. ב' תשובות חסרת תוכן, כמו טופורוביץ מבלבל את המה. ג' תשובות שפשוט לא נכונות עובדתית וכדו' הנובעות מבורות מוחלטת. ד' תשובות נכונות חלקית, שלא מיישבות בכי הוא זה את הסיכונים ועובדות (לדוגמא הנושא של התמ"ג דלהלן). ה' תשובות נכונות, אבל יש גם תשובה נגד (כמו שמי שחזק ישרוד, אבל מה לעשות שרוב מוחץ לא מסוגל לשרוד 10 שנים של הפסד).

לשם דוגמא, בכנס של יד שמשון נשאלתי למה אני מתנגד להשקעה פסיבית ב-SP לעת עתה, כאשר וורן באפט בעצמו כ' בצוואה שלו להשקיע את הכספים של אשתו 90% ב-SP ו-10% באג"ח ממשלתי, והשבתי, שבכנס השנתי של ברקשייר ב-2024 באפט נשאל שוב על הנושא

הזה, האם זה עדיין כתוב בצוואה שלו להשקיע ב-SP בצורה פסיבית, כאשר ה-7 הנפלאות הם כ-25% מה-SP (כיום המשקל שלהם עוד יותר גדול), ובאפט השיב שזה שאלה מעניינת, והמשיך לומר שבקשר לצוואה של אשתו, הוא השאיר את הקטע הזה בצוואה כדי שלא יהיה מריבות ותביעות משפטיות בין היוורשים. א' מהכת של השקעה פסיבית השיב על דבריי שוורן באפט בעצמו היה מתפוצץ מצחוק אילו היה שומע את הטענה הזו, הבעיה היא, שלא רק שהוא לא הקשיב למילים שאמרתי, אלא הוא אפ'י לא הלך לבדוק מה באפט אמר בעצמו.

### תרגום מתומצת מדברי באפט

תרגמתי כאן את דבריו של באפט בצורה מאד מתומצתת, לאחר שהוא נאם במשך 10 דקות על הנושא של צוואות - מר באפט היקר, בעבר ציינת ש-90% מהירושה לאשתך יושקעו בקרן מחקה S&P 500 בעלות נמוכה ו-10% באג"ח ממשלתיות קצר מועד. כיום מניות ה-"Mag 7" מהוות מעל 25% מהמדד לפי שווי שוק, מה שנראה כהימור גדול על טכנולוגיה. האם היית שוקל להקצות חלק מהכסף לקרן מחקה SP שווה-משקל?

באפט: זו שאלה מעניינת. אני מעדכן את הצוואה בערך כל 3 שנים, אבל את הסעיף לגבי אשתי לא שיניתי. היא תקבל סכום גדול מאוד, הרבה מעבר לצרכיה, וזה לא משנה לה בכי הוא זה אם היא תכה את המדד או לא. העיקר שיהיה לה מספיק כסף לכל צרכיה, המטרה היא לתת לה ביטחון ושקט נפשי, בלי צורך של מנהלי העיזבון "לנצח את השוק" או לחשוש מתביעות. כ-99% מההון שלי מיועד לפילנתרופיה. ילדיי (בני 70, 69 ו-65) אחראים על חלוקת הכספים, והם בוגרים ומתאימים לכך. בצוואה עושים את המיטב, אבל אי אפשר לצפות הכול. ראיתי אנשים עשירים רבים, לעיתים כסף גדול יוצר מתחים משפחתיים. יש שמנהלים זאת היטב ויש שלא. עורכי דין ממליצים לא לעדכן צוואה בתוספות קטנות אלא לכתוב חדשה. לדוגמה, ג'יי פאול גטי, שהיה מהעשירים בעולם, כתב כמה צוואות ואף השתמש בהן כדי לבטא יחסו לאנשים, מה שלא בהכרח הוביל לאושר משפחתי. לכן עדיף צוואה פשוטה וברורה שמשרתת את המטרות העיקריות: לדאוג למשפחה, להעניק יציבות, ולא לסבך יתר על המידה.

דוגמא נוספת - בראיון ובכנס הבאתי את מדד באפט, שטוען שהבורסה יקרה כשהשווי שלה עוקפת את התמ"ג של המדינה. (קדם לבאפט הכלכלן הנודע מילטון פרידמן, שטען ששווי החברות של מדינה לא יכולות לעקוף את התמ"ג של המדינה לאורך זמן). השיבו ה"מומחים" שכיום זה שונה בגלל שהרבה מרווחי חברות ה-SP מגיע מרחבי הגלובוס ולא רק מארה"ב. טענה שנשמעת חזקה, נכון? אממה, שה"מומחים" לא חושבים שיש צורך לבדוק נתונים שיגבו את הטענה שלהם. ומה לעשות שלפי המחקר של חברת אפולו, 500 החברות של ה-SP כיום

מרוויחות פחות כסף מרחבי הגלובוס מאשר ב-2011, וסה"כ מרוויחות כמה אחוזים בודדים יותר מאשר ב-2002 (השינוי הגדול החל בתחילת המאה כאשר סין נכנסה ל-WTI). אז לומר שכיום השתנה משהו ב-SP שלא היה לפני 20 שנה, פשוט לא נכון מבחינה עובדתית. נוסף על כך, גם לפי טענתם העיקרון של פרידמן ובאפט לא השתנה, אלא צריך לקחת את התמ"ג של ארה"ב ושאר המדינות שמשם הם מרוויחות ולהשתמש באותה נוסחה. כך שאם נניח לצורך דוגמא, שחברות ה-SP מרוויחות 50% מההכנסות מארה"ב ו-50% מאירופה, השווי של ה-SP יהיה יקר אם יעקוף את השווי של 50% מהתמ"ג בארה"ב ו-50% מהתמ"ג של אירופה. וכמו שאמרתי בראיון, כיום הבורסה בארה"ב עקפה את השווי של התמ"ג בארה"ב סין האיחוד האירופי ואנגליה גם יחד.

ואם כבר עושים את החשבונות הללו, בא נקח את הנושא הזה שלב א' קדימה. משקיע נבון אמור לבדוק את התזה שלו בחישובים מתמטיים ובדיקת נתונים, ולחשוב האם התוצאה הצפויה רציונלית או לא. אז בא נעשה חשבון פשוט מה יהיה השווי שוק של ה-SP בעוד 20 שנה, למי שמשקיע היום באמונה עיוורת שהשקעה זו תניב לו 8-10% תשואה שנתית.

שווי השוק של ה-SP ב-7,200 נקודות הוא כ-65 טריליון דולר. אם ה-SP יצמח ב-10% בעשרים שנה הבאות, השווי שוק שלו יהיה כ-437 טריליון דולר. אם נוסיף דיבידנדים שנתיים של כאחוז בודד, אז המספר יהיה קצת פחות. אם ה-SP יצמח ב-8% בעשרים שנה הקרובות השווי שוק שלו יהיה כ-303 טריליון דולר.

התמ"ג הגלובלי כיום הוא כ-125 טריליון דולר (ה-SP נסחר כיום בשווי של יותר מחצי התמ"ג הגלובלי). ב-20-30 שנה האחרונות, התמ"ג הגלובלי צמח נומינלי ב-4-5%. ורק בשנים האחרונות שהממשלות הזרימו טריליונים לשוק והיה אינפלציה מאד גבוהה, הצמיחה היתה 6-7%. אם נניח שב-20 שנה הקרובות התמ"ג הגלובלי יצמח ב-5%, שווי התמ"ג הגלובלי יהיה כ-334 טריליון דולר, ואם תצמח ב-4% השווי יהיה כ-276 טריליון דולר.

בחשבון מתמטי פשוט, מי שמשקיע כיום ב-SP באמונה עיוורת שזה יצמח ב-10% שנתי, הוא מהמר שבעוד 20 שנה ה-SP לבד, חוץ מכל שאר החברות הפרטיות והציבוריות בכל העולם, יהיה שווה 100-160 טריליון דולר יותר מאשר התמ"ג של כל העולם לפי קצב הצמיחה של העשורים האחרונים. ורק אם התמ"ג הגלובלי יצמח ב-6.5% ה-SP לבד יהיה שווה פחות או יותר כמו התמ"ג הגלובלי. ומי שמשקיע כיום ב-SP באמונה עיוורת שזה יצמח ב-8% שנתי, הוא מהמר שבעוד 20 שנה ה-SP לבד, חוץ מכל שאר החברות הפרטיות והבורסות בכל העולם, יהיה שווה כ-30 טריליון דולר פחות מהתמ"ג של כל העולם לפי קצב הצמיחה של העשורים האחרונים.

מקובל לומר שהרווח הממוצע של ה-SP לאורך עשרות שנים הוא 6-8%, אז בא נעשה חשבון מתמטי כמה יהיה המכפיל מחיר/רווח של ה-SP בעוד עשרים שנה, למי שמאמין באמונה עיוורת שהיא תצמח 8-10%. נכון לעדכון האחרון המלא, ה-500 חברות של ה-SP הרוויחו

כ-2.109 טריליון דולר ב-12 חודשים האחרונים. אם נניח שהרווחים ימשיכו לצמוח 8% שנתי, הרווחים של ה-SP בעוד 20 שנה יהיו כ-9.9 טריליון דולר. מי שמאמין שה-SP יצמח ב-10% בעשרים שנה הבאות ויגיע לשווי שוק של 437 טריליון דולר, אז ה-SP ייסחר במכפיל רווחים של כ-43. אבל אם הרווחים של ה-SP יצמחו רק 6% שנתי, בעוד 20 שנה ה-SP ירוויח כ-6.76 טריליון דולר, וייסחר במכפיל רווחים של 65. וזה עוד בהנחה שהרווחים של השנים האחרונות הם נורמליות, ולא יוצאות מהכלל, כמו שקורה תמיד בשיא של שוק שורי.

אם נשתמש במכפיל CAPE שילר, וכרגע ה-SP נסחר במכפיל רווחים של פי 40, פירושו של דבר שהרווח הלא מחזורי של ה-SP הוא 1.625 טריליון דולר, גם אם רווחי ה-SP יצמחו ב-8% שנתי, בעוד 20 שנה ה-SP ירוויח רק כ-7.6 טריליון דולר. מי שמהמר שבעוד 20 שנה ה-SP יגיע לשווי שוק של 437 טריליון דולר, ה-SP ייסחר במכפיל רווחים של קרוב ל-60, ואם הרווחים יצמחו רק 6% בשנה, רווחי ה-SP יגיעו ל-5.2 טריליון דולר בעוד עשרים שנה, ובשווי שוק של 437 טריליון דולר, ייסחר במכפיל רווחים של 85.

דגש מרכזי: השקעה פסיבית

**הצורה הרציונלית שה-SP תניב 8-10% תשואה שנתית בעשרים שנה הבאות, פחות או יותר היא בתרחיש הבא – ה-SP יצנח 80-90% בשנים הקרובות, היא תשאר ברמה הזו במשך 10-15 שנה, ובשנים האחרונות תעלה בכמה מאות אחוזים, והמשקיע יחזיק מעמד לכל אורך השנים הללו, וימשיך להשקיע כל חודש את אותו סכום של כסף. שכ"א יחשוב היטב האם הוא יהיה מסוגל לשרוד כזה תרחיש.**

דוגמא נוספת של בורות מוחלטת – בראיון עם ר' אריה ליבוביץ, ציטתתי שג'ון גלבריית שהיה מגדולי הכלכלנים של הדור הקודם, כ' בספר שלו שא' מהתסמינים של הבועה ב-1929, היה העליה המטורפת של המחזור במניות. ואמרתי בראיון שבדקתי את כל הנתונים של המחזור במניות מ-2010 ועד היום, ואנו רואים איך שבעשור שבין 2010-2020 לא היה שום עליה במחזור המניות. ומהקורונה והלאה בשנים האחרונות, היה עליה של פי 4-5 במניות של TAPE C שזה מניות שנסחרות בנאסדאק, וכן היה עליה של כ-200% בני"ע של TAPE B שזה ני"ע של תעודות סל, שכולם רצים בהמוניהם לקנות, ואילו במניות של TAPE A שזה מניות זקנות וותיקות בקושי היה עליה במחזור.

אחד מה"מומחים" פרך את דבריי, שזה לא הוכחה לבועה ופעילות מוגברת, בגלל שיש הרבה ספליטים (פיצול, למשל שהופכים כל מניה א' לעשר מניות או כמות אחרת של מניות) במניות שגורמות לעליה במחזור של מניות, דהיינו שאותה כמות של כסף שפעם סחרה נניח במיליון מניות של חברה X, עכשיו נהפכה לעשר מיליון מניות. אקח את הדוגמא הזאת, להראות לאיש הפשוט את רמת הבורות של ה"טענה" הזו.

**א'** גם אם נניח שהטענה נכונה, הטוען עדיין חייב להודות שא' מגדולי הכלכלנים טען שעליה במחזור במניות זה תמרור אזהרה שקורה לפני פיצוץ של בועה. אז כל מה שהוא יכול לטעון, שאולי בזמננו יש סיבה אחרת, אבל לבוא ולפרוך את הטענה הזו כאילו זה שטויות, זה פשוט בורות שחולקת על א' מגדולי הכלכלנים.

**ב'** גם הטוען חייב להודות, שהסיבה שמחזור המניות הכפיל את עצמו ב-Tape A,B,C תוך חודש בין פברואר למרץ 2020 בפרוץ הקורונה לא היה בגלל פיצול מניות, אלא בגלל עליה מטורפת במחזור עקב הקריסות בבורסה. אז שוב גם הטוען חייב להודות שהגורם הראשי לעליה במחזור, זה פעילות גבוהה.

**ג'** ה"טענה" הזו לא חשבה לרגע א', שכמו שיש ספליטים יש גם ריברס ספליט (דהיינו שהופכים כל עשר מניות למניה א' וכדו'), אז גם אם הטענה צודקת, מאיפה הטוען יודע שהעליה במחזור המניות בגלל ספליטים, לא קוזזו במניות שעשו בהם ריברס ספליט.

**ד'** זה מעורר גיחוך, כשאדם זורק סברא בלי לבדוק נתונים, בנ"א נבון שטוען טענה ינסה להוכיח את צדקת דבריו, אבל ה"מומחה" הזה לא הרגיש צורך לבדוק נתונים, אלא הסתפק בזריקת טענה. אבל אני כן הלכתי במשך שעות רבות לבדוק את הנתונים. ובשביל לברר את הנתונים, הורדתי את כל ה-5,000+ ני"ע שנסחרים ב-TAPE C. העליתי את הנתונים ל-AI שקודד בשבילי קוד לבדוק את כל הנתונים של החמש שנים האחרונות ביהו פיינס, כמה ספליטים וריברס ספליטים נעשה בתקופה הזו, ובמשך חצי שעה המחשב עבר על כל הנתונים, וזה הנתונים שהוא הציג (אם הם נכונים או לא, אני לא יודע).

סה"כ ספליטים בחמש שנים האחרונות בכל הני"ע הנסחרות בטייפ סי: 195.

סה"כ כל הריברס ספליטים בחמש שנים האחרונות בכל הני"ע הנסחרות בטייפ סי: 1,281.

סה"כ חברות שעשו ספליטים בחמש שנים האחרונות בכל הני"ע הנסחרות בטייפ סי: 169 (יש חברות שעשו יותר מספליט א' בתקופה הזו).

סה"כ חברות שעשו ריברס ספליט בחמש שנים האחרונות בכל הני"ע הנסחרות בטייפ סי: 798 (יש חברות שעשו יותר מריברס ספליט א' בתקופה הזו).

האם יש בר דעת שחושב, שבעוד המחזור של הני"ע ב-TAPE C לא נעו ולא זזו במשך עשור בין 2010-2020, קפצו פי 4-5 תוך חמש שנים בגלל ש-169 חברות עשו סה"כ 195 ספליטים, לעומת 1,281 ריברס ספליטים בקבוצה של מעל 5,000 ני"ע??!!

הבאתי את השלש דוגמאות הנ"ל שהם פשוט נתונים ועובדות יבשים שכ"א יכול לבדוק ולחשבן. מה שאני בא להגיד, שמגיעים "מומחים" עם בלבולי מח וקשקושי הבל כ"כ גדולים, שהם אפי' לא יודעים עד כמה הם מקשקשים בשכל. וע"ז הדרך אני יכול לעבור טענה טענה שהם טענו, ולכתוב חוברת שלימה שפורכת את כל דבריהם א' לא'.

כמדומני שהבנתם את הרעיון, יש קבוצה של "מומחים" שרוב הידע שלהם בשוק ההון, קשור פחות או יותר להשקעה פסיבית, ולא עוד אלא שהגישה העקרונית שלהם זה לא להבין בחברות, רק להשקיע על עיור, ופתאום הם מומחים, לשוק ההון, לכלכה, לעסקים, ולהכל בכל מכל כל. ולעומתם עומדים קבוצה ענקית של משקיעים זקנים בעלי ידע וניסיון רב, שמכירים את כל הברגים של המערכות, וצועקים שהבורסות בבועת ענק, ושהאסטרטגיה של השקעה פסיבית נהפכה למפלצת מעוותת שסופה לקרוס, וזה לא רק דיבורים שלהם מן השפה ולחוץ, אלא הם מנתבים בגלל זה מליארדי דולרים שהם מנהלים.

פרק 06

## הטענה של הפסיביים שמי שיהיה חזק ישרוד

אזהרת מינוף

**מינוף אינו רק מגדיל תנודתיות; בתרחיש של ירידה חדה הוא עלול להפוך הפסד זמני למחיקה כפויה וקבועה של ההון.**

התגובה העניינית היחידה שה"מומחים" להשקעה פסיבית טוענים, שכל הדיבורים על משברים ובועות כו', פשוט לא רלוונטים למשקיע הפסיבי שמשקיע לטווח הארוך. הטענה הזאת נכונה על הנייר ועל הגרף, ומבחינה פרקטית בזמנים כתיקונם, היא טענה די טובה ועצה די הוגנת לאחוז די מכובד של הציבור הרחב, אבל נכון להיום, היא עצה מאד לא הוגנת לרוב מוחץ של הציבור בגלל הסיבות הבאות.

**א'** ככל שבועה יותר גדולה המפולת שאח"כ יותר גדולה, ומאחר ושוק ההון והאסטרטגיה של השקעה פסיבית נמצאים בבועה אסטרונומית, הסבירות של מפולת ענקית גבוהה מאד, ויש סבירות גבוהה מאד שהמפולת תהיה גם חריפה מאד ולא רק תיקון של 30-50%, וגם תמשיך שנים רבות. מי שחי בהזיה שהוא יהיה חזק וישרוד כאלה משברים, שילך לשמוע מה גדולי המשקיעים העידו על עצמם, כמה שהיה קשה להם להשקיע לאחר המשבר של 2008.

הווארד מארקס מגדולי המשקיעים של הדור האחרון, בשנים שלפני המפולת של 2008, הבין שהולך להיות מפולת ענק, ולשם כך הכין מראש קרן של כ-11 מליארד שיהיה מוכן להשקעה לאחר המפולת. הוא העיד על עצמו שלאחר המפולת הם ממש פחדו להשקיע מרוב שהנתונים היו מזעזעים, והם באמת לא ידעו האם זה חכם להשקיע, והוא סיפר כמה פעמים, שעיקר הדחף שנתן להם את הכח להשקיע היה חשבון כלכלי פשוט, שאם העולם יקרוס אז מה זה משנה אם הכסף במזומן או במקום אחר, ב"כ הכל לא יהיה שווה כלום, ואם איך שהוא העולם יצליח לצאת מהמשבר, אז זה הזמן הכי טוב להשקיע. אברך צעיר שלא חווה מפולות ומשברים כלכליים, שחושב שהוא יצליח לשרוד בקלות, כששועלים זקנים מעידים כמה שזה היה קשה להם, פשוט חי בדמיונות.

יש יהודי צדיק ויקר מאד בארה"ב בשם ר' נפתלי הורוביץ (יש לו ספר באנגלית You Revealed, כמדומני שתורגם גם לעברית וליידיש, לא קראתי את הספר אבל שמעתי מהרבה אנשים שזה שינה להם את החיים), שמנהל תיקי השקעות של מליונרים. הוא סיפר פעם, שמישהו טען כנגדו פעם בהרצאה, שיועצי ומנהלי השקעות כמוך גובים עמלות גבוהות באופן לא מוצדק, מילא כשאתם מרוויחים ללקוחות שלכם כסף מגיע לכם משכורת שמינה, אבל איזה הצדקה יש שתקחו עמלות כשהלקוח שלכם מפסיד כסף, ר' נפתלי ענה לו שזה בדיוק הפוך, כי בזמני עליות בשוק כ"א יכול להרוויח כסף ואין צורך כ"כ במנהל תיק השקעות, אבל בזמני נפילות, זה קריטי שיהיה ללקוחות שלהם מלווה שירגיע אותו וימנע מהם לעשות שטויות.

אמרתי את זה בראיון עם ר' אריה ובכנס, ואחזור על זה שוב ושוב, מי שלא חווה על בשרו הרבה מאד פעמים, איך שמניה או התיק שלו יורד, יום אחרי יום, שבוע אחרי שבוע, חודש אחרי חודש, שנה אחרי שנה, יש לו אפס גדול ומאופס של ערבון שהוא ישרוד מלעשות שטויות בזמנים של משבר כלכלי או קריסות בבורסה. ומי שחושב שיועץ פנסיה שגם לא חווה כזה משבר בחיים שלו, יהיה לו לעזר ותמיכה בזמנים הללו, חי בדמיונות.

**ב'** גם אם יש כמה אנשים שיכולים לשרוד את המצבים הללו, רוב מוחץ של אברכים שאין להם יכולת כלכלית לשרוד משברים כלכליים, יצטרכו למשוך את החסכונות שלהם (ואודה בפה מלא שהטענה הספיציפית הזו לא נוגעת לפנסיה וכדו' שא"א למשוך, אבל שאר הטענות כן נוגעות לפנסיה שאפשר להעביר את הכספים למסלולים אחרים).

**ג'** הטענה של "תהיה חזק ותשרוד", היא עצה מאד לא הוגנת לאנשים ששורצים בפורומים, כי עצם זה שהם שורצים שם מראה בדיוק כמה הם לא פסיביים באמת. ומה לעשות שכל ה"מומחים" שממליצים בפורומים הללו, בעצם מייעצים את העצה הלא הוגנת לאנשים הללו בפורומים הללו. וגם אברכים שלא שורצים בפורומים, עצם העובדה שהציבור החרדי חי חיי קהילה אדוקים, וכולם מדברים עם כולם בכולל וחדר מורות וכדו', יהיה הרבה יותר קשה

לאברך הקלאסי לשרוד משבר כלכלי ומפולת חמורה, כאשר כל החברה מדברת על ההפסדים הגדולים, ועל הפחד הגדול שלהם.

**ד' ומי שממונף בתיק שלו, הסיכון עולה בעשרות מונים, שיאבד את כל כספו.**

**ה'** וכ"ז בהנחה שהקרנות הפסיביים יחזיקו מעמד במפולת הבאה, אבל לענ"ד יש סיכוי רציני ביותר שהרבה קרנות פסיביים לא יחזיקו מעמד במפולת הבאה, ויצטרכו לסגור את הקרנות הללו. לא אאריך כאן רק על קצה המזלג: בעקבות הביקוש ההולך וגובר להשקעה פסיבית, נוצר תחרות ענקית בין חברות השקעות, שהכריח אותם להוריד עמלות בצורה דרסטית. ולא עוד אלא שהרבה חברות שינו את המודל העסקי שלהם, ובמקום להרוויח מעמלות הם מרוויחים מהלוואה ברבית למשקיעים. בא נניח לצורך המחשה שתהיה מפולת של 80% ב-SP כמו שהיה בנאסדאק ב-2000, ולדאו ג'ונס ב-1929 ולניקיי היפני בשנות ה-80, גם בלי בריחת הון של המשקיעים, הרווחים של הקרנות מעמלות יחתכו ב-80%, ואם נוסף על כך תרחיש ריאלי לחלוטין ש-50% מהכסף יברח, הרווח לחברות מעמלות יחתך ב-90% או יותר. יש סבירות גבוהה מאד שיהיו חברות שפשוט לא יהיה רווחי בשבילם להחזיק קרנות פסיביים, וימכרו למשקיעים את תיק ההשקעות שלהם בעל כרחם, וגם החזקים ששרדו ימצאו את עצמם בצב שמכרו את התיק שלהם בהפסד של 80% נגד רצונם. כמו"כ הרווחים של החברות מהלוואה ברבית יעלמו כמעט לחלוטין, כמו שלכל אורך ההיסטוריה מינוף בשוק ההון יורד דרסטי לאחר מפולות בשוק ההון ומשברים כלכליים. וכ"ז עוד לפני הסיכון שייתכן הפסדים עצומים ופשיטת רגל של הספונסרים בקרן סינטטית, או רה-היפותקציה בקרן פיזית, ואכמ"ל.

ניתן לפנות אלי בכתובת [hbh000bsd@gmail.com](mailto:hbh000bsd@gmail.com) ואשתדל לעזור במה שאני יכול.