

# היסטוריה קצרה של אופוריה פיננסית

פרקים א'-ב' • תרגום לעברית

הכלכלן הנודע ג'ון קנת' גאלבריית' כתב הרבה ספרים, המפורסמים שביניהם הם, המפולת הגדולה **1929**, והיסטוריה קצרה של אופוריה פיננסית, הספר השני מתאר בקצרה את הבועות הגדולות של ה-400 שנים האחרונות, תרגמתי לעברית את השני הפרקים הראשונים של הספר הזה, שבהם הסופר מציע בפני הקורא מה הסימפטומים והסיבות שגורמות לבועות.

כאשר אתם שומעים את הטיעונים נגדי, בסגנון, "אני מבלבל את המח", "אני דעת יחיד", "אני נביא זעם", "AI ישנה את העולם", "אני לא מבין את העוצמה של הטכנולוגיה החדשה", "אני הורס את הפרנסה של אברכים", וכל סוגי הטענות מעין אלו. רק תבינו שכל הדיבורים מעין אלו נאמרו ונשנו לפני כל פיצוץ של בועה, ע"י ההמון הנבער נגד אלו שהתריעו על המפולת שהולכת להגיע. אתם חיים את אותו סרט שחוזר על עצמו כבר מאות שנים.

⚠ התרגום נעשה ע"י בינה מלאכותית, ואני לא ערב על דיוק התרגום.

פרק ראשון

## האירוע הספקולטיבי

## כל אדם כשהוא לבדו הוא בדרך כלל אדם הגיוני וסביר — אבל כחלק מהמון, הוא מיד הופך לטיפש.

— פרידריך פון שילר, כפי שצוטט על ידי ברנרד ברוך

מקובל להסכים שכלכלה של שוק חופשי נוטה שוב ושוב לתקופות של ספקולציה. אירועים כאלה — גדולים וקטנים, שכוללים שטרות כסף, ניירות ערך, נדל"ן, אמנות ונכסים אחרים — הם חלק מההיסטוריה במשך שנים ומאות שנים. אבל מה שלא נותח מספיק, הם הדברים המשותפים לכל האירועים האלה, הדברים שמסמנים את חזרתם הוודאית, ולכן יש להם ערך מעשי גדול בכך שהם עוזרים להבין ולחזות אותם מראש.

לא רגולציה ולא ידע כלכלי מקובל הם אלה שמגנים על האדם הפרטי או על המוסד הפיננסי כאשר האופוריה חוזרת. אותה אופוריה שמובילה להתפעלות מהעלייה בערך הנכסים והעושר, לריצה להשתתף בחגיגה שמעלה עוד יותר את המחירים, ולבסוף לקריסה ולתקופה הכואבת והעגומה שמגיעה אחריה.

ההגנה היחידה היא הבנה ברורה של המאפיינים המשותפים לכל אותן התפרצויות של מה שחייבים לתאר בזהירות כסוג של טירוף המוני. רק כך המשקיע יכול לקבל אזהרה ולהינצל.

אבל יש מעט מאוד דברים שבהם אזהרה כזאת מתקבלת בצורה כל כך לא רצויה. בטווח הקצר יאמרו שזו התקפה, שנובעת או מחוסר הבנה או מקנאה בלתי נשלטת, נגד התהליך הנפלא של ההתעשרות. ובטווח הארוך יותר, יחשבו שהיא מעידה על חוסר אמונה בחוכמה הטבעית של השוק עצמו.

המאפיינים הברורים יותר של אירוע ספקולטיבי מובנים לכל מי שמוכן להבין. איזשהו מוצר או התפתחות שנראים חדשים ומושכים — צבעונים בהולנד, זהב בלואיזיאנה, נדל"ן בפלורידה, או התוכניות הכלכליות המפוארות של רונלד רייגן — תופסים את הדמיון הפיננסי, או אולי נכון יותר לומר, את מה שנחשב לדמיון פיננסי.

המחיר של הדבר שבו מתבצעת הספקולציה עולה. מניות, אדמות, יצירות אמנות ונכסים אחרים, כאשר קונים אותם היום, שווים יותר מחר. העלייה הזאת והאפשרות לרווח מושכות קונים חדשים. הקונים החדשים מבטיחים עלייה נוספת. עוד אנשים נמשכים פנימה; עוד אנשים קונים; העלייה ממשיכה. הספקולציה שמזינה את עצמה יוצרת לעצמה מומנטום.

ברגע שמזהים את התהליך הזה, הוא נהיה ברור מאוד, במיוחד בדיעבד. כך גם, אם כי בצורה יותר סובייקטיבית, הגישות הבסיסיות של המשתתפים. הגישות האלה מתחלקות לשני סוגים.

**יש את אלה שמשוכנעים שמהו חדש שגורם לעליית מחירים שולט כעת במצב, ולכן הם מצפים שהשוק יישאר גבוה וימשיך לעלות, אולי בלי סוף. מבחינתם, העולם נכנס לעידן חדש, עולם של תשואות גדולות והולכות ושל ערכים שעולים בלי גבול.**

ויש את אלה, שנחשבים מתוחכמים יותר ובדרך כלל גם מעטים יותר, שמזהים או חושבים שהם מזהים את מצב הרוח הספקולטיבי של התקופה. הם נכנסים כדי לרכב על גל העליות. הם משוכנעים שהכישרון המיוחד שלהם יאפשר להם לצאת בזמן, לפני שהספקולציה תסתיים. הם יקבלו את הרווח המקסימלי כל עוד המחירים ממשיכים לעלות, וייצאו לפני הנפילה.

**אבל בתוך המצב הזה כבר מובנית הקריסה הבלתי נמנעת. ומובנת גם העובדה שהיא לא יכולה להגיע בצורה עדינה או הדרגתית. כשהיא מגיעה, היא נראית כמו אסון.**

הסיבה לכך היא ששתי הקבוצות של המשתתפים מתוכננות לבריחה פתאומית. משהו — ולא באמת משנה מה, למרות שתמיד יתווכחו על זה — מפעיל את ההיפוך הסופי. אלה שרכבו על גל העליות מחליטים שעכשיו הזמן לצאת. ואלה שחשבו שהעליות יימשכו לנצח מגלים פתאום שהאשליה שלהם נשברה, וגם הם מנסים למכור.

**וכך מגיעה הקריסה.**

**וכך גם הכלל שנתמך בניסיון של מאות שנים: כל אירוע ספקולטיבי מסתיים לא בלחישה אלא בפיצוץ. נראה את הכלל הזה חוזר שוב ושוב.**

כל זה, כפי שאמרתי, ברור למדי. מה שפחות מובן הוא הפסיכולוגיה ההמונית של מצב הרוח הספקולטיבי. כאשר מבינים אותה באמת, מי שזוכה להבין אותה יכול להציל את עצמו מהאסון.

אבל בגלל הלחץ של פסיכולוגיית ההמון, מי שיינצל יהיה היוצא מן הכלל. הוא יצטרך לעמוד מול שני כוחות חזקים: הראשון הוא האינטרס האישי החזק שמתפתח סביב האמונה האופורית, והשני הוא הלחץ של דעת הקהל ושל הדעות הפיננסיות שנחשבות עליונות, שמופעלות כדי לתמוך באמונה הזאת.

שני הדברים האלה מוכיחים את האמירה של שילר שההמון הופך אדם בעל היגיון סביר לטיפש, דבר שמולו, כפי שאמר גם שילר, "אפילו האלים עצמם נאבקים לשווא."

למרות שרק מעט אנשים שמו לב לאינטרס האישי בטעות שמלווה אופוריה ספקולטיבית, זה בכל זאת דבר הגיוני מאוד. מי שמעורב בספקולציה חווה עלייה בעושר — מתעשר או נהיה עוד יותר עשיר.

אף אחד לא רוצה להאמין שזה מקרי או לא מגיע לו. כולם רוצים לחשוב שזה תוצאה של התבונה או האינטואיציה המיוחדת שלהם. לכן עצם העלייה בערך הנכסים משתלטת על המחשבות של מי שמרוויחים ממנה. במובן מאוד מעשי, הספקולציה קונה את השכל של המעורבים בה.

זה נכון במיוחד לגבי הקבוצה הראשונה — אלה שמשוכנעים שהמחירים ימשיכו לעלות לנצח. אבל גם הטעויות של אלה שחושבים שיוכלו לנצח את המשחק הספקולטיבי מתחזקות באותה צורה.

כל עוד הם בפנים, יש להם אינטרס כספי חזק להאמין בחוכמה האישית המיוחדת שלהם, שאומרת להם שיהיו עוד עליות.

במאה הקודמת, אחד מהמשקיפים החדים ביותר על תקופות האופוריה היה וולטר בג'הוט, עיתונאי פיננסי ועורך מוקדם של העיתון "האקונומיסט". ממנו קיבלנו את האמירה ש"כל האנשים הם הכי פגיעים להאמין לדברים כשהם הכי מאושרים."

בנקאים ובתי השקעות בשנת 1929 תקפו את פול מ. וורבורג, בנקאי וממייסדי הבנק הפדרלי המרכזי של ארצות הברית, בגלל האזהרות שלו מפני קריסה.

מה שמחזק מאוד את האינטרס לשמור על האופוריה הוא הגינוי שמופנה מצד הציבור המכובד והעולם הפיננסי כלפי מי שמעז להביע ספק או התנגדות.

אומרים עליהם שהם לא מסוגלים להבין, בגלל דמיון לקוי או חוסר יכולת שכלית אחרת, את הנסיבות החדשות והרווחיות שמחזיקות את העלייה במחירים. או שמפקקים במניעים שלהם.

בחורף של 1929, פול מ. וורבורג, הבנקאי המכובד ביותר של תקופתו ואחד מהמייסדים של הבנק הפדרלי המרכזי, דיבר נגד "הספקולציה חסרת הרסן" שהתרחשה אז, ואמר שאם היא תימשך תהיה בסוף קריסה הרסנית והמדינה תיכנס למיתון קשה.

התגובה לדבריו הייתה קשה ואפילו אכזרית. אמרו שהוא מיושן בדעותיו; שהוא "מחבל בשגשוג האמריקאי"; ואולי אפילו שהוא עצמו מחזיק פוזיציית שורט בשוק. הייתה בתגובה הזאת גם נימה אנטישמית ברורה.

מאוחר יותר, בספטמבר של אותה שנה, רוג'ר בבסון, דמות מוכרת של התקופה שעסקה בסטיסטיקה, תחזית שוק, כלכלה, תיאולוגיה וחוקי כוח המשיכה, חזה במפורש קריסה ואמר "זה עלול להיות נורא." הוא חזה ירידה

של 60 עד 80 נקודות במדד דאו ג'ונס, ושכתוצאה מכך "מפעלים ייסגרו... אנשים יאבדו את עבודתם... מעגל הרסני ייכנס לפעולה והתוצאה תהיה מיתון עסקי קשה".

התחזית של בבסון גרמה לירידה חדה בשוק, והתגובה נגדו הייתה אפילו יותר זועמת מהתגובה נגד וורבורג.

**העיתון Barron's כתב שלא צריך לקחת אותו ברצינות בגלל "חוסר הדיוק הידוע לשמצה" של התחזיות הקודמות שלו. בית ההשקעות הגדול Hornblower and Weeks אמר ללקוחותיו במשפט דרמטי במיוחד: "לא ניכנס לפאניקה ונמכור מניות בגלל תחזית הינם על ירידה קשה בשוק מצד סטטיסטיקאי מפורסם."**

אפילו פרופסור אירווינג פישר מאוניברסיטת ייל, מחלוצי מדדי המחירים ואחד הכלכלנים החדשניים ביותר של תקופתו, יצא בחריפות נגד בבסון.

זה היה שיעור לכולם: עדיף לשתוק ולתמוך בשקט במי שנהנים מהחזון האופורי שלהם.

*תחזית הקריסה של רוג'ר בבסון בשנת 1929 הביאה עליו ביקורת קשה מצד בתי ההשקעות הגדולים של התקופה.*

מבלי להסתכן יותר מדי בהאשמה של שבח עצמי, אני יכול להזכיר כאן ניסיון אישי.

בסוף החורף של **1955**, ג'יי ויליאם פולברייט, שהיה אז יושב ראש ועדת הבנקאות והמטבע של הסנאט, ערך שימועים לגבי עלייה ספקולטיבית מתונה בשוק המניות. יחד עם ברנרד ברוך, ראש הבורסה של ניו יורק באותה תקופה, ועם מומחים נוספים אמיתיים או לכאורה, הוזמנתי להעיד.

נמנעתי מלחזות קריסה. הסתפקתי בכך שהזכרתי לוועדה באריכות מה קרה רבע מאה קודם לכן, והמלצתי להעלות משמעותית את דרישות הביטחונות — כלומר את ההון העצמי שנדרש לקניית מניות במינוף.

בזמן שהעדתי, השוק ירד בצורה משמעותית.

התגובה בימים שלאחר מכן הייתה קשה. כל בוקר הדוור הגיע עם ערימה של מכתבים שגיננו את דבריי. הקיצוניים שבהם איימו במה שה-CIA הייתה מאוחר יותר מכנה "פעולה ביצועית", והעדינים יותר אמרו שמתפללים למותי הראוי.

כמה ימים לאחר מכן שברתי את הרגל בתאונת סקי, ועיתונאים שראו אותי עם גבס דיווחו על כך. עכשיו התחילו להגיע מכתבים מספקולנטים שאמרו שהתפילות שלהם נענו. במידה מסוימת עשיתי משהו למען הדת.

תליתי את המכתבים החריפים ביותר בחדר סמינרים בהרווארד כדי ללמד את הצעירים.

בהמשך השוק התאושש, והדואר שלי חזר להיות רגיל.



במקרה אחר, רלוונטי יותר, בסתיו 1986, תשומת הלב שלי הופנתה לבנייה הספקולטיבית שהתרחשה אז בשוק המניות, להימורים של מסחר ממוחשב ומסחר במדדים, ולהתלהבות סביב השתלטויות ממונפות, רכישות ממונפות וטירוף המיזוגים והרכישות.

הניו יורק טיימס ביקש ממני לכתוב מאמר בנושא, ושמחתי לעשות זאת.

לצערי, כאשר המאמר הושלם, עורכי העיתון חשבו שהוא מפחיד מדי. הבהרתי שהשווקים נמצאים במצב אופורי קלאסי ושקריסה היא בלתי נמנעת, אף שנמנעתי מלנבא מתי בדיוק.

בתחילת 1987, מגזין Atlantic פרסם בשמחה את מה שהטיימס סירב לפרסם. אבל עד הקריסה של 19 באוקטובר באותה שנה, התגובה למאמר הייתה מועטה ושלילית.

אחת ההערות הארסיות יותר הייתה: "גלברייט' לא אוהב לראות אנשים עושים כסף."

אבל אחרי 19 באוקטובר, כמעט כל מי שפגשתי סיפר לי שקרא את המאמר והעריך אותו. ביום הקריסה עצמו התקשרו אליי בערך 40 עיתונאים ופרשני טלוויזיה מטוקיו, מארצות הברית, מפרזי וממילאנו כדי לשמוע את

ברור שבגלל טבעה של האופוריה הפיננסית והאינטרס הקשור בה, המבקר צריך לחכות עד אחרי הקריסה כדי לקבל הכרה או מחיאות כפיים.

“

**לסיכום: האירוע האופורי מוגן ומוחזק בחיים על ידי הרצון של מי שמעורבים בו להצדיק את הנסיבות שמעשירות אותם. והוא מוגן גם על ידי הרצון להתעלם, להשתיק או לגנות את מי שמביע ספק.**

לפני שאמשיך לסקור את הספקולציות הגדולות של העבר, אני רוצה לזהות עוד את הכוחות שמתחילים, מחזקים ומאפיינים את האירוע הספקולטיבי, וכאשר הם חוזרים — הם תמיד מעוררים מחדש הפתעה, התפעלות והתלהבות.

כל זה נראה שוב ושוב, כמעט בלי שינוי, לאורך ההיסטוריה שאותה אני מתאר כאן.

... .

4

פ ר ק ש נ י

## המכנים המשותפים

בפרקים הבאים אסקור את אירועי הספקולציה הגדולים של העבר — של שלוש מאות השנים האחרונות. כפי שכבר צוין, אותם מאפיינים חוזרים שוב ושוב. יש לזה חשיבות מעשית גדולה. מי שמזהה אותם אמור לקבל אזהרה. ואולי חלק אכן יזהרו.

אבל כפי שהפרק הקודם הראה, הסיכוי לכך לא גדול, כי בתוך כל אירוע ספקולטיבי מובנית האופוריה — בריחה המונית מהמציאות — שלא מאפשרת לחשוב ברצינות על מה שבאמת קורה.

שני גורמים נוספים, שכמעט לא מדברים עליהם, מחזקים את האופוריה הזאת.

❖ הראשון הוא הקצרנות הקיצונית של הזיכרון הפיננסי. כתוצאה מכך, אסונות פיננסיים נשכחים במהירות. וכך, כאשר אותן נסיבות או נסיבות דומות מאוד חוזרות שוב, לפעמים רק כמה שנים לאחר מכן, דור חדש — "בדרך כלל צעיר ותמיד מלא ביטחון עצמי" — מקבל אותן בהתלהבות כהמצאה פיננסית מבריקה וחדשנית.

יש מעט מאוד תחומים שבהם להיסטוריה יש כל כך מעט חשיבות כמו בעולם הפיננסיים. ניסיון העבר, אם בכלל זוכרים אותו, נחשב למפלט של אנשים פרימיטיביים שלא מסוגלים להבין את הנפלאות של ההווה.

❖ הגורם השני שמחזק אופוריה ספקולטיבית וקריסה מתוכנתת מראש הוא הקשר המטעה בין כסף לבין אינטליגנציה.

לא נעים לומר את זה, אבל חייבים לקבל את זה, כי ההבנה הזאת יכולה להגן על אנשים ומוסדות מפני אסון.

המצב ברור מאוד: בכלכלת שוק חופשי קיימת נטייה חזקה להאמין שככל שלאדם יש יותר כסף — כהכנסה או כנכסים — כך התפיסה הכלכלית והחברתית שלו עמוקה יותר, וכך החשיבה שלו חכמה יותר.

כסף נחשב למדד להצלחה קפיטליסטית. יותר כסף פירושו יותר הצלחה ויותר חוכמה.

בנוסף, בעולם שבו לרבים קשה להשיג כסף, וסכומי הכסף שיש להם קטנים ולא מספיקים, אדם שיש לו הרבה כסף נראה כמעט כמו נס. ולכן אנשים מניחים שהוא חייב להיות גאון מיוחד.

ההשקפה הזאת מתחזקת גם בגלל הביטחון העצמי והתחושה של עליונות שמפגינים אנשים עשירים.

אין תחום שבו מזלזלים באדם הפשוט בצורה חדה יותר מאשר במשפט: "אני חושש שאתה פשוט לא מבין בעניינים פיננסיים."

אבל למעשה, ההערצה הזאת לעושר שוב מוכיחה את קצרנות הזיכרון ואת חוסר ההבנה של ההיסטוריה. לא פעם, בעבר וגם בהווה, אדם עשיר הוא פשוט אדם שלא התייחס ברצינות למגבלות החוק, ובזמנו אולי אפילו מועמד לכלא עם אבטחה מינימלית.

או שהכסף עבר בירושה, וידוע היטב שחוכמה לא עוברת בצורה אמינה מהורים לילדים.

בדיקה רצינית של אותו "גאון פיננסי" הייתה פעמים רבות מגלה מסקנה אחרת לגמרי.

אבל בדרך כלל אין אפשרות לבדוק זאת, כי העושר עצמו מגן עליו מביקורת.

...

5

**לבסוף, אנחנו נוטים באופן אוטומטי לייחס אינטליגנציה יוצאת דופן למנהלים של המוסדות הפיננסיים הגדולים — בנקים, בתי השקעות, חברות ביטוח וברוקרים.**

ככל שהם שולטים ביותר נכסים וכסף, כך מניחים שהתפיסה שלהם עמוקה יותר.

אבל בפועל, הרבה פעמים האנשים שמגיעים לראש הארגונים הגדולים הגיעו לשם דווקא כי הם היו הכי צפויים והכי פחות מאיימים מבחינה ארגונית.

אחר כך מעניקים להם סמכות שגורמת לעובדים שלהם להסכים איתם, ולמעריצים שלהם למחוא כפיים, וכך כמעט לא נשמעת ביקורת.

לכן הם מוגנים היטב גם כאשר הם טועים בצורה חמורה.

עוד גורם פועל כאן: במשך שנים רבות, בגלל הרגל, מסורת והצורך של לווים, אנשים שמלווים כסף זוכים ליחס מיוחד של כבוד. והכבוד הזה הופך אצלם לתחושת עליונות שכלית.

אם מתייחסים אליי כך, כנראה שאני חכם.

כתוצאה מכך, היכולת לבחון את עצמך — שהיא אולי הדבר הכי חשוב לשמירה על מעט היגיון — נמצאת בסכנה.

זה לא דיון תיאורטי בלבד.

בשנות ה-70, דווקא הבנקים הגדולים ביותר בניו יורק היו אלה שהיללו את עצמם על כך שהם ממחזרים את כספי הנפט הערביים, ובסוף נתנו הלוואות הרסניות לאמריקה הלטינית, אפריקה ופולין.

אנשים מפוקפקים אינטלקטואלית, שהיו קרובים לנכסים גדולים, העבירו כספים דרך בנק קטן ומגוחך בשם Penn Square Bank באוקלהומה סיטי לתעשיית הנפט הספקולטיבית שסביבו.

ובדאלאס וביוסטון הם מימנו את האסונות של בועת הנפט והנדל"ן בטקסס.

ובשנות ה-80, בכל רחבי ארצות הברית, הם יזמו וניצלו את אסון מוסדות החיסכון וההלוואות.

בפרקים הבאים נראה שוב ושוב כיצד הציבור מתלהב מה"גאון הפיננסי הגדול".

וההתלהבות הזאת נובעת מגודל הפעילות הפיננסית ומההרגשה שאם כל כך הרבה כסף מעורב — בטח עומדת מאחוריו חוכמה עצומה.

## רק אחרי הקריסה האמת מתגלה.

מה שנראה קודם כחוכמה יוצאת דופן מתברר כקשר מקרי ולא מוצלח לנכסים.

לאורך ההיסטוריה, התוצאה עבור אותם אנשים הייתה בדרך כלל בושה, נפילה אישית, היעלמות מהציבור, גלות, התאבדות, או בזמנים מודרניים — לפחות תקופה לא נעימה בכלא.

**הכלל חוזר שוב ושוב: גאונות פיננסית מגיעה לפני הנפילה.**

כעת אני עובר למאפיינים הספציפיים של האירוע הספקולטיבי.

**בכל אירוע כזה מופיעה תמיד התחושה שיש משהו חדש בעולם.**

מאוחר יותר אלה היו חברות המניות המשותפות, מה שאנחנו קוראים היום תאגידים.

ובארצות הברית, לפני הקריסה הגדולה של 1987, הייתה האמונה שהשווקים מתאימים את עצמם לחזון הכלכלי החופשי והבטוח של רונלד רייגן, לשחרור הכלכלה מידי הממשלה, ממסים, מרגולציה ומחוקי אנטי-מונופול.

## גם השימוש במינוף חזר בהתלהבות — הפעם דרך אג"ח זבל שמימנו השתלטויות ממונפות.

בכל אירוע ספקולטיבי יש גאווה גדולה ב"גילוי" של מכשיר פיננסי חדש או הזדמנות השקעה חדשה.

מי שמזהה זאת ראשון נחשב לחכם במיוחד.

והתחושה הזאת מתחזקת כאשר עוד אנשים רצים לחקות אותו.

האמונה שגילו משהו חדש ומיוחד מחזקת את האגו של המשתתף, וגם את חשבון הבנק שלו — לפחות לזמן מה.

אבל ניסיון העבר מלמד כלל חשוב מאוד: העולם הפיננסי כמעט לא באמת ממציא דברים חדשים.

מה שמוצג שוב ושוב כחדשנות פיננסית הוא כמעט תמיד וריאציה קטנה על רעיון ישן, שהפך להיראות חדש רק בגלל שאנשים שכחו את ההיסטוריה.

עולם הפיננסים ממציא מחדש את הגלגל שוב ושוב — לפעמים בגרסה פחות יציבה.

כל "חדשנות" פיננסית כוללת בסופו של דבר יצירת חוב שמגובה בצורה כזאת או אחרת בנכסים אמיתיים.

כך היה כבר כשהבנקים הראשונים גילו שהם יכולים להדפיס יותר שטרות כסף מכמות הזהב שהייתה להם בכספת, מתוך הנחה שלא כל המפקידים יבואו למשוך את כספם יחד. נראה היה שאין גבול לכמות החוב שאפשר ליצור על בסיס כמות קטנה של מזומן אמיתי. אבל הגבול התגלה ברגע שיותר מדי אנשים רצו את כספם באותו זמן. כל החדשנות הפיננסית שבאה אחר כך הייתה בעצם אותו רעיון — יצירת חוב גדול יותר מהנכסים שתומכים בו.



## כל משבר פיננסי כלל חוב שיצא מפרופורציה ביחס ליכולת האמיתית לשלם אותו.

לעיתים אפילו אין שום חידוש אמיתי.

בשנות ה-20 נוצרו חברות החזקה ענקיות. בעלי המניות הנפיקו אג"ח ומניות בכורה כדי לקנות עוד מניות. כל עוד המחירים עלו — כל הרווח זרם לבעלי המניות.

זה הוצג כנס פיננסי.

בפועל זה היה פשוט מינוף.

בשנות ה-80, בטירוף המיזוגים והרכישות, משתלטים תאגידיים ובנקאי השקעות הנפיקו כמויות אדירות של אג"ח כדי להשתלט על חברות.

גם זה הוצג כחדשנות פיננסית.

אבל למעשה זה שוב היה מינוף — אפילו המונח עצמו לא היה חדש.

אותן אג"ח נשאו ריבית גבוהה כדי לפצות על הסיכון, וגם זה נחשב אז להמצאה מבריקה, למרות שקראו להן "אג"ח זבל."

מייקל מילקן מבית ההשקעות דרקסל ברנהאם למברט, שהיה מוביל בתחום אג"ח הזבל, נחשב לגאון פיננסי.

אבל גם אם מילקן היה איש מכירות ומקדם עסקאות מוכשר במיוחד, הרעיון שחוב מסוכן צריך לשלם ריבית גבוהה לא ממש משתווה להמצאת הנורה החשמלית.

שוב — אותו גלגל, רק בגרסה שברירית יותר.

.....

7

המאפיין האחרון והמשותף לכל אירוע ספקולטיבי — בשוק המניות, בנדל"ן, באמנות או באג"ח זבל — הוא מה שקורה אחרי הקריסה.

## תמיד מגיע זמן של כעס, האשמות וביקורת.

הכעס מופנה כלפי אותם אנשים שקודם נחשבו לגאונים פיננסיים.

חלקם, מתוך אמונה שהם מעל הכללים, גם עברו על החוק, וכעת הנפילה שלהם ולעיתים גם המאסר שלהם מתקבלים בסיפוק מוסרי.

גם המכשירים והשיטות הפיננסיות שזכו קודם לשבחים — כסף מנייר, ניירות ערך מפוקפקים, מסחר במידע פנים, מניפולציות בשוק, מסחר ממוחשב — נבדקים פתאום מחדש.

מדברים על רגולציה ורפורמות.

אבל כמעט אף פעם לא מדברים על הספקולציה עצמה ועל האופטימיות המטורפת שעמדה מאחוריה.

וזה אולי הדבר הכי מדהים: אחרי בועה פיננסית, המציאות עצמה כמעט נעלמת מהדיון.

יש לכך שתי סיבות.

ראשית, הרבה מאוד אנשים ומוסדות היו מעורבים. מקובל להאשים אדם אחד או חברה אחת בטיפשות או בחמדנות, אבל לא נעים להאשים קהילה שלמה, ובטח לא את כל העולם הפיננסי.

**אבל הטיפשות ההמונית הייתה ברורה. רק שלא נעים לומר זאת, כי זה סותר את ההנחה שכסף שווה אינטליגנציה.**

הסיבה השנייה היא כמעט דתית.

בתפיסת השוק החופשי המקובלת, השוק נחשב למערכת חכמה וניטרלית, שלא אמורה לייצר טעויות מבפנים.

לכן תמיד מחפשים סיבה חיצונית לקריסה, אפילו אם היא מופרכת.

גם זה אינו דיון תיאורטי בלבד.

אחרי קריסת **1987** כמעט אף אחד לא ייחס חשיבות לספקולציה העצומה שקדמה לה.

במקום זאת האשימו את הגירעון הממשלתי.

גם דוחות של הבורסה בניו יורק, רשות ניירות הערך האמריקאית ווועדה נשיאותית מיוחדת כמעט לא התייחסו לספקולציה עצמה.

בשוק החופשי, השוק עצמו הוא כמעט דבר קדוש. אי אפשר להודות שיש לו נטייה פנימית לטעות.



יש הרבה סיבות להתעניין בהיסטוריה של בועות פיננסיות.

יש עניין דרמטי בלראות טירוף המוני, במיוחד מרחוק.

יש גם תחושת סיפוק בדיעה שכל בועה מסתיימת באותה דרך.

אבל יש בכך גם ערך מעשי גדול.



**אם מזהים את הסימנים המוקדמים כאשר הם חוזרים — וישובו  
— יש אולי סיכוי קטן שאנשים פגיעים יקבלו אזהרה בזמן.**

לשם כך אני עובר עכשיו לסקור את אירועי הספקולציה הגדולים של העבר ואת המאפיינים המשותפים שלהם.

◆ סוף הפרק השני ◆