

27/8/02

תיאוריית הקשר

מהפכת ההייטק לא היתה ממש מהפכה. הקשר בין צמיחה „ריאלית“ לבין הרווחים „הפינגסיים“ רופף, אם בכלל. מיוזגים והשתלטויות מניעים את הבורסות הדוהרות (כשהן דוהרות) ■ כמה מיתוסים על תקופות גאות ושפל

מאז תחילת שנות ה-2000 משוו השתבש בתהליכים האלה, והכול נראה כחולך הפוך: מהפכת ה„הייטק“ פסקה מלהרשים את קוני המניות; רמת ההשקעות ירדה; האופוריה התחלפה בדיכאון, והשוורים שהרימו בלהיטות את מחיר המניות למעלה, התגלו כערך של מיוא- שים הבורחים משריפה שחורכת את זנבם. מה שחשוב הוא שבשני המקרים, גם בגי- אות וגם בשפל, הטיעונים בנויים על אותו הי- גיון: קיים מבנה תשתית שהוא כלכלה „ריא- לית“, והגיאות והשפל בכיצועים „ריאליים“ משתקפים בעולם העל ה„פינגסי“. אם הכלכ- לה ה„ריאלית“ לא מפיקה מכירות של ממש וניירות הערך ממשיכים לעלות, פירושו של דבר שהולכת ונוצרת „בועה“. מוכרח בסופו של דבר להיות קשר בין השקעה „ריאלית“ לבין השקעה „פינגסית“. עד כאן האמונה, אבל כרגיל, חמציאות קצת שונה.

המציאות

ראשית, מהפכת ה„הייטק“ לא היתה בדיוק מהפכה. לכל היותר היא הציגה טכנר- לוגיות חדשות בקידום מכירת ניירות ערך. דבר אחד ברור: „הכלכלה החדשה“ לא הובי- לה לקפיצה כפריזון. בשנות ה-90 אמנם עלו מדדי הפריזון בארה"ב, אולם הם היו נמוכים יחסית לתקופות הגיאות בעבר. בסקטור הע- סקי של ארה"ב עלתה התפוקה לשעה בשנות ה-90 ב-2% לשנה בממוצע. זוהי עלייה נמוכה יחסית לעשורים של שנות ה-50 וה-60, בהם עלה הפריזון ב-3.5% בממוצע שנתי.

הונחן ניצן ושמשון ביכלר

האמונה

בשנות ה-90 סיפרו לנו האנליסטים על יצור חדש ושמו „הכלכלה החדשה“. על-פי הבשורה החדשה, הולך ושוקע העולם הריכוזי- זי הישן, שמבוסס על קונצנזים ביודוקרטיים גדולים, החולשים על תעשיות כבדות וחומי- רי גלם נדירים באמצעות ההגנה שמספקות ממשלות לא יעילות. את מקומה של הכלכ- לה הישנה תופסת כלכלה דינמית ותחרותית וחדשנית, שבה פועלים יזמים מוזן חדש, הלוא הם מהפכני ה„הייטק“ וממציאי ה„ידע“. בעולם אמיץ-חדש זה, בעלי ההון הגדו- לים של העבר פינו את מקומם ליזמים קטנים וזריזים המגייסים הון בבורסה וקשובים לטי- עמם של הצרכנים. משום כך בשנות ה-90 היה מקובל לחשוב, שהשגשוג בשוקי ההון היה תוצאה ישירה של הפיתוח המהיר של טכנולוגיות מתקדמות על רקע פריחתה של „הכלכלה החדשה“.

ההיגיון של בשורת „הכלכלה החדשה“ נראה מלבב ומשכנע: מהפכת ה„הייטק“ יצ- רה קפיצה ענקית בפריזון. כתוצאה מכך היא משכה אליה זרם ענקי לא פחות של השקעות ריאליות. שני התהליכים המקבילים האלה חוללו צמיחה כלכלית מהירה וצמיחה עוד יותר מהירה של רווחים. וכאשר הרווח עולה, ברור שמחירי המניות עולים ושוקי ניירות הערך גואים.

שנית, אכן היתה עלייה בהשקעות בשנות ה-90, אבל טוב, אם מודדים את ההשקעות כאחוז מהתוצר המקומי הגולמי, וההשוואה לעשורים קודמים אינה מעודדת: הן היו יותר נמוכות מאלו של שנות ה-70 ואפילו של שנות ה-80. יתר על כן, ההשקעות התרכזו בתחום צד למרי של טכנולוגיות תקשורת תיות ויצרו צפיפות, כפילויות ובזבוז במחקר ובפיתוח. לא היתה כאן פריצת דרך טכנולוגית שהפריחה בעקבותיה צרורות של המי צאות ופיתוחים בענפים מגוונים, כפי שאי רע בעת המהפכה החשמלית של שנות ה-20 והמהפכה האלקטרונית של שנות ה-50.

עובדה שלישית שכל משקיע "רציונלי" למד על בשרו, היא שהשגשוג של הרווחים הטכנולוגיים בשנות ה-90 נבע יותר מפריזון גבוה של רואי חשבון ואנליסטים, אבל לא ברור מדוע גילו זאת רק לאחר המפולת.

בשורה התחתונה: הרווחים והפריזון גדלו פחות מאשר רוב בני האדם הוטעו לחשוב, ואם היה גידול בכלכלה ה"ריאלית", לא היה לו שום קשר עם מה שמכנים "כלכלה חד-שה".

אם כן, מה קרה באמת? מה התרחש מאחורי ה"בום" של "הכלכלה החדשה"?

ההיגיון

מאז סיומה של מלחמת העולם השנייה ארה"ב היתה המנוע הראשי שהזין את צמיחת שוקי ההון בעולם. אבל כבר משנות ה-50 הקי שר בין הצמיחה ה"ריאלית" לבין הרווחים "הפיננסיים" היה מפוקפק. למעשה, הבורסה של ניו יורק ולאחריה של הנאסד"ק, לא תפחו בגלל הפעילות ה"ריאלית" של המפעלים התעשייתיים המרכזיים, אלא בגלל הפעילות הפיננסית של הפירמות ששלטו במפעלים האלה, ובעיקר, משום שהן שלטו בצמתים האר סטרטגיים של הייצור בארה"ב. הפעילות הפיננסית שחוללה את התנפחות הנכסים והמניות, נעשתה בעיקר באמצעות מנוע רב עוצמה ועתיר תחכומים: מיוזגים, השתלטויות ורכישות-הדדיות של גיירות-ערך.

הנה, ערך המיוזגים והרכישות בשנות ה-40 היה בסביבות 5% בלבד מתוך ערך ההשקעה הריאלית. אולם מאז משבר הבזרסה של שנות ה-70 הוא זינק מעלה והגיע בשנת 2000 עד 150%. למעשה, כאשר לא

מודדים בממוצעים נעים של 5 שנים, יוצא שב-1999 היה ערך המיוזגים והרכישות של המניות יותר מפי שלושה מערך ההשקעה הריאלית.

ואכן, השגשוג המפורסם של הבורסה האמריקנית בשנות ה-50 וה-60 בא יחד עם גל המיוזגים המפורסם לא פחות. בתחילת שנות ה-70 פסקו המיוזגים ועמם התחוללה המפולת המפורסמת של הבורסה מתקופת ניקסון. מאז תקופת רייגן בתחילת שנות השמונים, החל גל חדש של מיוזגים והשתלטויות, אלא שהפעם הוא לא הצטמצם רק לארה"ב. בסוף שנות ה-80 כבר היה ברור שמרובר בגל מיוזגים ורכישות ברמה גלובלית. הגל קיבל את תנופתו הגדולה עם נפילת ברית המועצות ופתיחת השווקים המתעוררים. בישראל הוא התבטא, לא רק באמצעות קניית נכסים במחירים גבוהים על ידי משקיעים זרים, אלא בעיקר באמצעות קניית עסקי הסטארטאפ בענפי המידע והתקשורת על ידי פירמות טרנסלאומיות. זה היה המנוע העיקרי של התנפחות מרדכי המניות בשנות ה-90 ברחבי העולם.

השבר והשוז

מאיוסף מבוקר של קטעי עיתונים המצב ברור: מאז שנת 2000 גל המיוזגים שכך ובשנת 2001 הוא כמעט ופסק. כמוכח, עם קץ הגל, קרסו הבורסות בעולם ועימם התנפצה אגדת "הכלכלה החדשה".

בשורה התחתונה: גל ארוך של 20 שנות מיוזגים הסתיים, ויהיה צורך בהמתנה מסוימת (מכנים זאת "מיתון") עד שתתפתח קדחת אופורית חדשה שתסמן גל חדש של מיוזגים גים בורסאיים. בבוא הגל הבא של מיוזגים ורכישות, האנליסטים יאלצו לשבור ראשם ולהמציא אגדה חדשה שתתרץ את הרווחים באמצעות מהפכה "ריאלית" חדשה כלשהי.

■ חכותבים הם מחברי הספר "מרווחי מלחמת לדיבידנדים של שלום" בהוצאת ברמל