



**איש־קרנות ריגור**  
מאיפה יש כל־כך הרבה כסף?

ואנחנו מנסים להאמין שאחרי הצורך האחרון של הגיירות לא יבואו נוספות; אבל הן באות, והן הפסיכולוגיה עוברת עלינו שעות נוספות וזה נכון גם בענייני כספים ואולי, עד כמה שהדבר יראה מוזר, בעיקר בענייני כספים.

הנה, האמנו שאתא ג' זה הדבר הכי בטוח בעולם, אף־על־פי שבאיוזה שהוא מקום פירפרה לנו הבטן שזה לא יכול להיות, ומאיפה יש לריגור־פישמן כל־כך הרבה כסף להעלות את שערן ב־30 נקודות כל יום, ושכולם ירוויחו. האמנו, כי רצינו להאמין ועוד סיכוב ועוד אחד ואז באה המפולת של המניות החופשיות. לפני שנה, רק שנה, אכלנו אותה.

ואז עם מה שנותר עברנו למניות־הבנקים שבכל יום, בכל שבוע, בכל חודש, נתנו יותר מהמדר. איש לא חשב, איך, לא היה כראי לחשוב. עד שהתחילו השמועות לעבור שעות נוספות שהנהדנה יבוא פיתוח גדול, והתחילו לברוח אל המט"ח ולמכור את הבנקאיות. הבנקים החזיקו מעמד עד למיליארד הרולר הראשון שלונו בחו"ל, והפסידו את הקרב. אנחנו הפסדנו את ממוננו, כעל כורחנו.

**האג"ח שכמעט קרס**

**פ**ה נכנס לעסק אורח חדש. הקודם, אי־הוודאות, נשאר במקומו, ואילו הצטרף. חוסר האמון, אם לוקחים את שני המרכיבים האלה ובוחשים היטב, אפשר לקבל גם ניסים וגם קטסטרופות. על הדבר השני אין צורך, כמו שכתוב בעיתונים, להרבות דיבור. אחד מהם הוא אינפלציה של 200% בשנה, עם סיכוי לאינפלציה של 300% בשנה זו.

לקרות רק אצלנו. יש רק דבר אחד בטוח: אי־הוודאות. במדינות מתוקנות יש שני דברים בטוחים: המוות והמיסים. אצלנו נדחקו שני אלה למקום שני ושלישי ואומרים, ואני לא אחראי למה שאומרים, שאצלנו גם המיסים פשוט את הרגל, וזה קורה תמיד כשהממשלה מתחילה לפשוט יד, ולגלגל את חובותיה.

**ועוד שאלה**

**ק**חו, למשל, קרנות־נאמנות. איך זה שרווחי הקרנות, כולן, קטנים במעט ובהרבה מהתשואה הכוללת של ניירות־הערך שכרשותן, והם אמורים להיות מומחים ואף נוטלים דמי־ניהול.

איך זה שעשרות ואולי מאות אלפי משקיעים ממשיכים להחזיק ביחידות של קרנות־נאמנות למרות שלמשל, קניית פת"ם ישירות, או אג"ח צמודות לרולר, טובות מהן. או למה ממשיכים להחזיק את הכסף בקרנות. למה מחזיקים מאות מיליארדים של שקלים באג"ח של ממשלת ישראל כאשר יש, ויש השקעות טובות יותר. התשובה היא: אי־ודאות. משגעים אותנו כל יום שלישי והמישי בגזירות, בתוכניות, בהצעות, ברמזים ובשליפות מן המותן. ובאווירה כזו רוצים שנתנהג בהיגיון.

**פראירים**

**ה** אריץ הזו שהיתה, פעם, מלאה בעובדי ארמה, כך מספרים, מלאה היום פראירים.

**ל**פני שאנחנו יושבים ומסבירים למה בריוק מתכוונת הכותרת, יש לנו כמה שאלות טובות למי שמוכן להשיב. למשל, איך זה שמניות־הבנקים נפלו חלל כאשר נתנו תשואה ריאלית, מעבר למדר, של 17% עד 20%, ואותן מניות, שהפכו איגרות־חוב ממשלתיות צמודות לרולר, נושאות תשואה רולרית של 24% ולא־יש לא היה חפץ בהן, עד ש...

איך זה שרצים לקנות מניות־נפט על־סמך גילוי בארי־נפט שתפוקתה היומית אינה מספיקה להאיר רבע רחוב קצר ברמת־גן ושערה עולה ב־45% איך זה שאגרות־חוב של ממשלת ישראל, שיו"ר המועצה המייעצת של בנק־ישראל מעיד עליהן שהן טובות מהמניות של בנק צייז מנהטן בניו־יורק, שכראשו עומד ג'ון ד' רוקפלר...

איך זה שאגרות־החוב של ממשלת ישראל מידרדרות, למרות שמאחרי הבנק האמריקאי עומדים דולארים ומאחרי האג"ח הישראליות שקלים ולמרות שבנק־ישראל, בינתיים, יכול לעשות מה שרוקפלר לא יכול — להרפס שקלים כאוות נפשו. ובכל זאת כורחים אל הרולר, או השווא, או הצמוד לו ולא אל השקל? או למי אתם מאמינים: לרוקפלר או לאברם שפירא?

**שאלת המפתח**

**ה** השאלה הטובה ביותר היא, כמוכן, איך זה שביום חמישי שעבר, ועד האותו היום, מאז המפולת של מניות־הבנקים, ולמרות מאמצים של

איגרות־חוב הנושאות תשואה שנתית של 18%. הבנק הבינלאומי — 20%. ועכשיו מתברר שמה שלא רצינו לרכוש בתשואה דולארית של 24% לפני שבוע, עכשיו אנחנו מוכנים לרוץ לסניפי הבנק ולרכוש ב־20%. ובצדק, פסיכולוגיה כן. ועוד משהו. צריך רעיון שיוקיי טוב, וזה מה שעשה מנכ"ל הבנק צדיק בינו, והצלחה. ולא רק זה. בינתיים ניצלו גם מניות הבנקים

**פסיכולוגיה בגרוש:**

**דולר פלוס 20% לשנה**

שבהסדר, שהיו מועדות לשחיקה נוספת. היה דרוש השכמ"ג (שיכבת־מגן) של הבנק כדי שנאמין להתחייבויות הממשלה, שאת ההתייבויות שלה לגבי המניות הבנקאיות קנה הבנק במחיר נמוך, המתיר לו רווח נאה אחרי שימכור לנו התחייבויות אלה שקודם לא רצינו להביט לעברן.

**הנס הבא בתור**

**ב**ין ארבע מאות ניירות־הערך, מניות ואופציות, הנסחרים היום בבורסה, יש לפחות 100 מניות ששווי השוק שלהן היום הוא 10% עד 20% מערכן הניכסי. ותשימו לב, אני לא מדבר על מכפיל. אני מדבר על הערך הממשי שמייצגות המניות. ותראו, לא קונים. נותנים לכם 90% ר־80% הנחה אמיתית ואין קונה. פסיכולוגיה, גם כן. צריך לבוא מישו עם רעיון גאוני ולמכור לנו אותה סחורה בהנחה של 50% במקום 90% ואז נרוץ. עד שיימצא הגאון התורן, ימשיך השוק לרדת. והנה חזרנו להתחלה.

**מה שבטוח**

**ב**ינתיים, עד שחוסר־האמון ואי־הוודאות ייעלמו, צפויים לנו עוד כמה אירועים קשים בתחום הרגיש של שוק־ההון. למשל, פיתוח גדול; למשל, דולריזציה בלי דולארים. למשל, פער גדל בין המדר לשער של הרולר. מה עושים? מה שעשו אבות־ינו, אלא שבמקום לרכוש זהב וסור, רכשו דולארים, שגם הם אסורים. וכבר נאמר, מעשה אבות סימן לבנים. ואם הציטוט לא כל־כך מדויק, הכוונה טובה.

לפני כמה שבועות שאל אותי מישו אם מדינה יכולה לפשוט רגל. זה תלוי, בדרך כלל לא, היא יכולה להיות במצב של פשיטת־רגל אך לא לפשוט אותה. להסביר את העניין זה קצת מסובך, אבל שמעתם פעם על פשיטת־רגל של מדינה? לא. אבל להיות קרוב למצב זה, זה עוד יותר גרוע. אנחנו בשלב זה עוד לא הגענו לקרוב לוודאי לא נגיע.

אם זה כך, אז למה כותרת אחת בעיתון וכתבה קצרה בטלוויזיה חוללו את הבריחה מן האג"ח של ממשלת ישראל? התשובה היא: חוסר־האמון, כמו כל דבר אחר, איננו תוצאה עקיפה או ישירה, נניח מאפו של ד"ר משה מנדלבאום, נגיד בנק ישראל, או וקנו הקצר של ח"כ אברום שפירא. ולכן גם לא חשוב מה שהם אומרים, או אפילו עושים. לא מאמינים להם. וזו הסיבה המיידית למה שקרה באגרות־החוב של ממשלת ישראל.

**תרגיל אמיתי**

**ע**ל רקע זה של אי־ודאות וחוסר־אמון גדלים, נפלה הצעת הבנק הבינלאומי. התוצפה וההעזה חברו כאן יחד. בא בנק, לא מהגדולים, ומציע להשקיע באמצעותו שקלים מדולדלים, כשהוא, הבנק, מבטיח תשואה, ובמיקרה זה רווחיהן הפטורים כולם ממס, של 19.6% לשנה בשוה ערך רולארי, או לחליפין 1.5% לחודש תשואה דולארית.

נכון, זה פי חמישה ממה שנותן הפת"ם. או אם נציג את זה בקנה מידה בינלאומי: התשואה הדולארית הגבוהה ביותר שניתן לקבל באיוזה שהוא שוק פיננסי בעולם כולו. אפילו ממשלת מקסיקו, הנוקקת נאשיות לדולארים, הציעה



**מנחם־בנ־נר**  
היה דרוש שכמ"ג

עובדים עלינו, כל מי שיכול. הנה, כיסחו לנו שלישי מהמשכורת ועוד לא הספקנו לצעוק וכבר מורידים עלינו "בוחטה" של גזירות חדשות.

הבנקים והאוצר כאחד, מניות־בנקים הפכו מילת־גנאי. מניות הנושאות בקירבן את קללת ההפסד הגדול של ה־6 באוקטובר; איך זה שלפתע הפכו מבוקשות ביום ראשון זה? דבר לא השתנה. למען הריוק, מה שקרה הוא רעיון מבריק בעטיפה חדשה של אמון. מה שקורה אצלנו במה שקרוי שוק־ההון, יכול



**נגיד מנדלבאום**  
שמעתם על פשיטת־רגל של מדינה?