

רווח שהוא הפסד

רוב האנשים אינם מביאים בחשבון את האינפלציה כשהם מנסים לשים על הדירה תג מחיר ולמכור אותה. מבחינתם, אם נומינלית הם לא מפסידים - וישנו פער חיובי בין מחיר הקנייה למחיר המכירה, זה מספיק טוב / גיל שלמה

תופעה שהשניים כינו "אפקט בת יענה". הם מצאו כי אנשים מעדיפים להשקיע בפק"מ ולא במק"מ, גם כאשר האחרון עדיף מבחינה פיננסית, רק כדי לא להתמודד עם ירידה אפשרית בשווי החזקתם. כמוכן שאם מק"מ מוחזק עד מועד פרייוו, התשואה ידועה ומובטחת, אבל התנודות בדרך מלחיצות אותם.

טיירין וסטפנס מתמקדים בעבודתם בשנאת הפסד נומינלי, ושוק הדיור הוא שדה ניסוי מתאים משום שדירה היא מוצר שמוחזק, לרוב, די זמן כדי לתת לאינפלציה להצטבר לשיעור משמעותי.

תעות נומינלי

לנסיינים בניסוי שערכו החוקרים הרנים הוצגו שמונה עסקאות ולגבי כל אחת מהן סופקו שלושה נתונים: מחיר קנייה, מחיר מכירה וסך האינפלציה בתקופה שבין הקנייה למכירה. למעשה, מדובר היה בארבעה צמדדים של עסקאות ובכל צמד קובע ההפסד הריאלי, אך התשואה הנומינלית הייתה שונה. בכל צמד השוני נגע באינפלציה - פעם היא הייתה גבוהה, ופעם נמוכה. אך רק במקרים שבהם האינפלציה הייתה גבוהה היא הצליחה "למסך" את ההפסד הריאלי הנתון, ונרשם רווח נומינלי (ראו ההבדלים בין טוני לרוני

לחברים שעשה "מכה" של 100 אלף שקל.

הפסד מחושב

המעניין הוא שרוכנו נגדיר את העסקה של רוני כרווחית. נייר עבודה שחיברו פרופ' ז'אן-רוברט טיירין (Tyran), חוקר בעל שם מהמחלקה לכלכלה באוני' קופנהגן, ותלמיד המחקר תומס סטפנס, מראה זאת בבירור.

כותרת עבודתם - "לפחות לא הפסדתי כסף; איך שנאת הפסד נומינלי מעצבת את הערכתנו בנוגע לעסקאות נדל"ן" - מעידה על מסקנתם: אנו נוטים להתרגש הרבה פחות מהפסד ריאלי, ובלבד שהוא "מחושב" לרווח נומינלי. ד"ר אורלי שדה, מבית ספר

12 החודשים שהסתיימו באוקטובר 2012 עלו המחירים

בישראל ב-1.9%. מחירי הדירות - שאינם נכללים במדד המחירים לצרכן - עלו באותם חודשים ב-3.7%, כמעט פי שניים. זו אחת הסיבות לתחושה שבין יוקר המחיה הרשמי לבין יוקר המחיה בפועל המרחק גדול מדי. אבל אפילו אינפלציה "על אש קטנה", כזו שעולה ב-2% בשנה בלבד, יכולה, אם נותנים לה די זמן, "להפוך" הפסד ריאלי לרווח נומינלי. ומסתבר שיש לכך השלכות לא קטנות על שוק הדיור. ניקח לדוגמא את רוני, שקנה דירה בשווי מיליון שקל ומכר אותה כעבור 15 שנים ב-1.1 מיליון שקל. נומינלית, הרווח של רוני עומד על 10% מסך השקעתו המקורית.

אך סביר להניח כי במרוצת השנים שבהן החזיק בדירה, המחירים במשק לא קפאו על מקומם. די באינפלציה של 2% בשנה (שהיא בקירוב ממוצע ציפיות שוק ההון הישראלי שנה קדימה) לתקופה של 15 שנה (הזמן הממוצע שהאמריקנים למשל מחזיקים בית) כדי לקבל אינפלציה מצרפית של 30%. במונחים ריאליים, העסקה התמימה לעיל הסבה לרוני הפסד ריאלי של 15% (ראו תרשים), בזמן שהוא אולי השוויץ

ד"ר שדה: "מחירי הבתים לא עולים או יורדים לנו 'בפנים'. אדם יכול לשכנע את עצמו שמחיר הבית שלו אך פעם לא יורד"

למנהל עסקים באוניברסיטה העברית, ערכה ביחד עם פרופ' דן גלאי מחקר על



ההפסד הנמוכה ביותר נמצאה בקרב צעירים, היא עלתה לשיאה בגיל 51, ושבה וירדה. משכילים יותר, ועשירים יותר, סולדים פחות מהפסדים נומינליים.

מבעד למסך

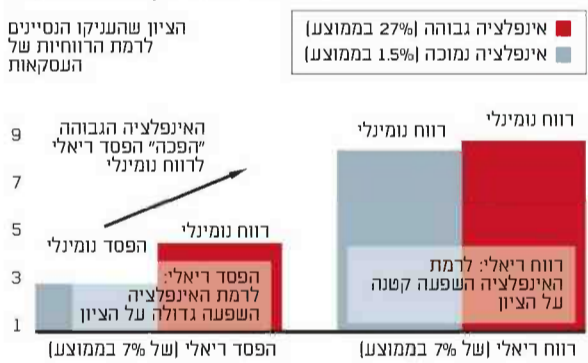
בשלב השני של הניסוי ביקשו החוקרים לראות כיצד יתייחסו הנסיינים לרווח ריאלי אשר מלווה פעם באינפלציה גבוהה ופעם באינפלציה נמוכה (ראו תרשים עליון).

גם פה התוצאה מפתיעה: במקרה של רווח ריאלי חיובי, כלומר בלי לראות הפסד מול העיניים, הצליחו הנסיינים לראות מבעד למסך האינפלציה - והיא כמעט לא השפיעה על הציון שהעניקו לעסקאות. אם הרווח הריאלי שהוצג להם עמד על 7% הם כמעט לא התרשמו משיעור הרווח הנומינלי. ההיפך ממה שקרה במקרה של הפסד ריאלי.

הכוח שיניא אנשים מלטעות היא הנכונות של הנסיינים "לחשוב שוב" ולא "לירות מהמותן" - והוא חזק מההשפעה המצרפית של רמת האינטליגנציה ומספר שנות הלימוד.

לא עוצמת המעבד שיש במוחנו ("מערכת 2") קובעת, אלא היכולת להתנגד לתגובה

ממוצע הערכות הנסיינים לגבי עסקאות הנדל"ן



הפסד ריאלי זהה - בתנאי שוק שונים

העסקה של טוני	
קניית דירה [1997]	1,000,000 ש'
מכירת דירה [2012]	850,000 ש'
שיעור האינפלציה	0%
הפסד נומינלי	-15%
הפסד ריאלי	-15%

העסקה של רוני	
קניית דירה [1997]	1,000,000 ש'
מכירת דירה [2012]	1,100,000 ש'
שיעור האינפלציה	30%
רווח נומינלי	10%
הפסד ריאלי	-15%

אינטואיטיבית ושגויה שתשלוף "מערכת 1" במוחנו, לטובת תשובה אשר מבוססת על שיקול דעת וכובד ראש מבית היוצר של "מערכת 2". הגנה שאלה קלאסית ממבחן CRS: מחבט וכדור עולים יחד 1.1 שקל. המחבט עולה שקל אחד יותר מאשר הכדור. כמה עולה הכדור? רבים "יירו" במהירות הבזק 10 אגורות ולא 5 אגורות שהיא התשובה הנכונה. בפילוח על פי גיל, שנאת

אינטליגנציה פלואידית (דינמית) גבוהה יותר, ייטו לסלוד פחות מהפסד נומינלי, כאשר ההפסד הריאלי מקובע. אינטליגנציה דינמית מודדת את החשיבה הלוגית והיכולת להתמודד עם בעיות חדשות. אך במידה מובהקת יותר מדובר בתופעה קוגניטיבית. נמצא קשר הפוך חזק בין שנאת הפסד נומינלי לבין תוצאות מבחן CRS. מדובר במבחן שמעריך את היכולת לדכא תשובה ספונטנית,

בתרשים משמאל למטה). במפתיע, יותר מ-60% מהנסיינים הושפעו בצורה עקבית, כלומר בכל העסקאות שעל רווחיותן הם התבקשו לחוות דעה, מדרך ההצגה הנומינלית. במילים אחרות, עבור הפסד ריאלי בגודל נתון, שיעור גבוה ביותר של משיבים תפסו עסקאות עם רווח נומינלי כ"רווחיות" הרבה יותר מאשר אותה עסקה ממש לו הסבה הפסד נומינלי. סטפנס אומר לנו כי ייתכן שמחיר הקנייה הנומינלי משמש לאנשים כנקודת ייחוס, שמולה הם בוחנים את החלופה של מה היה קורה אילו שמרו על הכסף במזומן. נגיד שוב - מבחינה כלכלית טהורה חשובה התשובה הריאלית. רק שישית מהמשיבים, כ-16%, הבינו זאת, ותשובותיהם לא הוטו אל מול ההצגה הנומינלית. אם להשליך על עולם הנדל"ן, נראה כי מי ש"מורווחים" נומינלית על דירתם ייטו כנראה למכור את דירתם ביתר קלות, וירגישו טוב יותר עם עצמם, בהשוואה למי שמופסדים נומינלית. נשאלת השאלה אם אלו גם אלו בדקו את הרווח, או ההפסד, במונחים ריאליים.

האינטואיציה מטעה

עוצמת היכולת של הצגה נומינלית להשפיע על הבחנה בהפסד ריאלי תורגמה למדר אשר מייצג, עבור כל נסיין, את מידת החריגה מהתשובה "הנכונה", שהיא הענקת ציון זהה לשתי העסקאות. נמצא כי אנשים בעלי

בית למכירה. שונאת הפסד נומינלי (צילום: בלומברג)

טיירין וסטפנס: "בפעם הבאה שתמצאו עצמכם חושבים לפחות לא הפסדתי כסף", עצתנו לכם: חישוב שוב

האינטואיטיבית שמסגרת "מערכת 1". "בפעם הבאה שתמצאו עצמכם חושבים לפחות לא הפסדתי כסף", עצתנו לכם: חשבו שוב". כך טיירין וסטפנס. סטפנס אינו פוסל אפשרות שבחיי היום-יום אנשים יקרישו יותר מחשבה לניתוח עסקאות מאשר בניסוי. אך לדבריו ניסוי שנערך ב-2001 הצביע על השפעה של הפסדים נומינליים על התנהגות מוכרי הבתים, "איננו קובעים כי התנהגותם נגרמה בגלל האפקט הפסיכולוגי שאנו מדרגו, אבל היא עקבית עמו".