

- 168 מומחי מאקרו בשיחה על העתיד
- 174 מניות לעשו: תמונת מצב
- 180 במה להשקיע? המניות החמות
- 186 למה המלצת מכירה היא זן נדיר
- 190 הסכנה שבשווקים מתעוררים
- 192 מבחן 10 השנים: בנק הפועלים
- 198 הפסיכולוגיה שמאחורי ההשקעה
- 202 שוק הנדל"ן ברתיעה עדינה
- 206 סביוני נצר סירני, נס ציונה



עשרה ימים במאי

זירת המסחר ביום חמישי 6 במאי 2010. לא ברור מה גרם למפולת

תצלום: בילומברג

שניים לטנגו

נניח כי "לקחת פוזיציה", כלומר קניית מכשיר פיננסי הנסחר בשוק כלשהו ומחירו הלך בכיוון המנוגד לזה שציפית לו וספגת הפסד. אם זה הסיט הגדול ביותר שלך לגבי הבורסה (או כל זירת מסחר אחרת), הרי שאתה נאיבי או פשוט לא מבין את הסיכונים הנלווים למסחר בשווקים פיננסיים. ירידת מחירים מוגדרת בעגה המקצועית בתור "סיכוני שוק". מחירו של כל נכס סחיר נקבע בשוק. מאחר שמחיר הנכס שלך ירד, סיכון השוק התממש ואתה הפסדת - הפסד על הנייר, כל עוד אתה לא מוכר את הנכס, והפסד ממשי, אחרי שמימשת אותו.

אבל זה לא הכול, דברים הרבה יותר גרועים יכולים להתרחש להשקעתך. ההנחה הסמויה של כל משקיע הוא שיש צד שני מוכן ומוזמן לעסקה שהוא רוצה לבצע. אתה רוצה לקנות דולרים לצורך נסיעה לחו"ל? אתה מניח שיש מישהו שמוכן למכור לך דולרים בשוק המט"ח, ובמחיר הקרוב למה שאתה מצפה לשלם. כנ"ל לגבי המניה של בוק שרכשת דרך הבורסה ועכשיו אתה מעוניין למכור אותה שם. וכך לגבי כל נכס פיננסי - אתה מניח שהשוק ימלא את תפקידו הבסיסי ביותר וישמש מקום מפגש (בימינו, אלקטרוני) בין קונה מרצון למוכר מרצון.

אלא שהדבר אינו מובן מאליו. המושג "מחסור בנזילות" מתייחס למצב שבו אין מוכר או קונה לנכס שאתה רוצה לסחור בו. סיכון הנזילות הזה מתעורר לעתים נדירות, ולכן נוטים להתעלם מקיומו, עד שהוא פתאום צץ, כמעט תמיד בעיתוי הכי בעייתי - בעת משבר. בעצם, המשבר צפוי לגרום להיווצרות בעיית הנזילות.

של ברוקרים רבים מלענות לטלפונים. הם פשוט לא הרימו את שפופרת הטלפון כדי לענות ללקוחות המבוהלים, שרצו למכור, למכור ולמכור. הגורם השני היה העדר קונים. גם אם הברוקר הואיל לענות ואף רשם את הפקודה והעביר אותה לביצוע, לא היה מישהו שהיה מוכן לקנות, אלא במחיר הנמוך באחוזים רבים - אפילו עשרות אחוזים - מהמחיר האחרון שנרשם לעסקה האחרונה באותה מניה.

כיום זה נשמע פרהיסיטורי לספר על פקודות המועברות בטלפון ונרשמות על פיסות נייר ("טיקטס", בעגת הסוחרים). כיום הכל כמובן ממוחשב יותר, ואין את כל השטויות האלה ואין ממה לדאוג - כך לפחות נוטים לחשוב רבים וטובים. בעניין הזה הם נאיביים וטיפשים. המפולת ההיא נגרמה, לפי רוב הדעות, על ידי מערכת ממוחשבות שרכנן הופעלו שיטות מסחר משוכללות (בסטנדרטים של הימים ההם). קריסת המערכות בעקבות גל מכירות עצום, שחג מאוד מהקיבולת שלהן, היה הגורם המרכזי בעוצמת המפולת המפורסמת ההיא.

אך למה להרחיק לסיפורים היסטוריים מלפני יותר מ-20 שנה? בואו נדבר של מה שקרה ביום חמישי 6 במאי. באותו יום, קצת אחרי השעה 14:30, שעות ניו יורק, ירד מדד הדאו ג'ונס תוך חצי שעה בקרוב ל-1,000 נקודות - כ-10% מערכו. מה קרה ואיך זה קרה? בתחילה נטען שהמפולת הפתאומית האחרונה נגרמה על ידי תקלה טכנית של מישהו באחד המוסדות הגדולים. אך תוך כמה ימים התברר שלא היתה תקלה כזו. כמו כן, שירותי הביון שללו את האפשרות שמדובר במתקפת סייבר מצד גורם זר על הבורסה האמריקאית. כיוון אחר שהוצע כבלוגוספירה דיבר על מפולת מלאכותית ומכוונת, שנגרמה, לפי התפיסה המחתרתית הזו, על ידי אותם כוחות אפלים השולטים בשוק ומסוגלים לגרום לו לעלות או לרדת בהתאם לצרכיהם. הכוונה, בדרך כלל היא לגולרמן סאקס ולמוסדות פיננסיים בולטים אחרים.

מי שלא מאמין בתיאוריות קונספירציה, נאלץ להסיק שמדובר בהתפתחות חריגה בתוך השוק. כלומר, מקורה של הירידה

ההשקעות המוכר, וכדי לדרבן אותם לנסות ולהמציא מערך משופר בעל עקרונות אחרים.

הפגיעה במערך הישן הקיפה כמעט את כל ההיבטים של הפעילות בתחום ההשקעות. בכתבה זו נתמקד בשלושה מהם: התפקוד כפועל של השווקים, ההתייחסות המקובלת לסוגים השונים של הנכסים הפיננסיים והתשתית התיאורטית לפעילות בשווקים הפיננסיים.

2008 - או, למזער, חדלו לתפקד בעיתוי קריטי.

לצד המאמץ לשקם את העולם האבוד של טרום הקריסה ב-2008 - מאמץ שבמרכזו עומדת התערבות ישירה בשווקים מצד גורמים ציבוריים בהיקף ובעוצמה תקדימיים - השחקנים הגדולים בתחום ההשקעות התעלמו לחלוטין מההשלכות התיאורטיות והמעשיות הנובעות מאירועי ספטמבר-נובמבר 2008. ואולם עכשיו, לאחר שנה של התאוששות כלכלית ופיננסית, נראה כאילו השרים של המשבר הקודם חוזרים.

די באיום מהותי של משבר נוסף, לא כל שכן בסימנים מדאיגים להתפתחות, כדי לאלץ את העוסקים בתחום להכיר בפגמים התיאורטיים והמעשיים של מערך

מאת **פנחס לנדאו**

אלו הם עקרונותיי ואם אינך אוהב אותם - או אז יש לי גם אחרים". אמירה זו, אחת הציטטות הקלאסיות מפיו של הקומיקאי גראוצ'ו מרקס, מתארת היטב את השינוי שעובר עולם ההשקעות כיום. מרקס התכוון אמנם ללעוג לאידיאליסטים חסרי עמוד שדרה, אבל הצורך בשינוי העקרונות הכלכליים אינו נובע מאופורטוניזם צר, אלא מהניסיון הכואב עד כה של המשקיעים. העקרונות ששימשו אורים ותומים עבור כל ענפי ההשקעות במשך יובל שנים והיו נר לרגליהם של משקיעים, יועצים ומנהלי כספים בכל רחבי העולם, קרסו בפתאומיות במשבר הפיננסי של

חשבתם שמפולת בשווקים היא הדבר הכי גרוע שיכול לקרות להשקעה שלכם? טעיתם. המיני-מפולת בוול סטריט ותוכנית החילוץ לגוש היורו היו תזכורת רועמת למה שכולם מתעלמים ממנו בשנתיים האחרונות: המשחק השתנה, אבל אף אחד לא יודע מה הכללים החדשים

על רקע המשבר היווני שהגיע לשיא חדש באותם ימים, הופיע גל חכירות עצום ללא קונים, ומערכת המחירים קרסה. למעשה, כל שיטת קביעת המחירים בבורסה חדלה לתפקד

הדרסטית היה בגל עצום של מכירות לגיטימיות ששיקפו תחושת פאניקה פתאומית, שאחזה במשקיעים ושפגעה כמעט בכל השווקים הפיננסיים בריזמנית (על רקע המשבר היווני שהגיע לשיא חדש באותם ימים). מול גל המכירות העצום לא נמצאו קונים, ומערכת המחירים קרסה. למעשה, כל שיטת קביעת המחירים בבורסה חולה לתפקד.

וכאילו לא די בכך, רבים מבין אתרי המסחר הממוחשבים קרסו גם הם. הדבר מנע ממשקיעים מבוהלים למכור, ולמעשה גם הציל אותם, שהרי המחירים החזירו לעצמם את רוב הירידה תוך זמן קצר מאוד. הקריסה מנעה גם ממשקיעים מתוחכמים לקנות ולנצל את ההזדמנות החולפת. לענייננו, אין זה משנה מהו ההסבר הנכון למפולת. הלקח הוא חד וברור: גם כיום - ואולי רחוקא כיום בשל השליטה של מערכות ממוחשבות במסחר השוטף - המשקיע הקטן חייב להתחשב בסיכוני נזילות. עלול להיווצר מצב שבו הוא לא יוכל למכור את אחזקותיו, מפני שהשוק לא יתפקד ברגע שהוא זקוק לו.

קלפים מסומנים

בכל זאת, כדאי להרחיב את הדיבור לגבי המקרה האחרון, מפני שהמשמעויות שלו מפחידות. המפולת הזאת מבליטה מציאות חמורה - יש שיגידו שערווריתית - לפיה המסחר במניות בארה"ב ובשווקים אחרים מתרכז והולך במספר קטן של מניות ומתבצע על ידי מספר קטן של שחקנים. בתי ההשקעות הגדולים - גולדמן סאקס, מורגן סטנלי ודומיהם - מחזיקים במחשבי על בעלי עוצמה אדירה, הממוקמים סמוך מאוד לבניין הבורסה. היתרונות של כוח

המחשוב ושל הקרבה פיזית (כן, גם בעידן של תקשורת "מיידיה") מעניקים לשחקני הענק יתרון של כמה שברירי שניות בביצוע הפקודות שלהם.

היתרון המזערי הזה בזמן נוצר אמנם בהשקעה של הון תועפות, אבל הוא מייצר עבורם הון גדול בהרבה. הוא מאפשר להם לקטוף מרווח מזערי במונחי מחיר, על נפח מסחר עצום המתקיים בקומץ קטן של מניות, כמו מניות סיטיבנק ובנק אוף אמריקה, שבמהלך השנה האחרונה ריכזו כדי 40%-50 מסך המחזור היומי הממוצע בבורסת ניו יורק. כך לפחות נטען על ידי המבקרים הרבים של גופי הענק, כאשר הנושא הועבר לחקירתן של הרשויות.

האם גם כאן מדובר בתיאוריית קונספירציה נטולת יסוד? מי יודע. לפני שאנחנו מבטלים אותה בהינף יד, כדאי להתייחס לנתונים הרשמיים על הפעילות בבורסה וסביבה לאורך תקופת ההתאוששות ממאוס 2009 המסחר היומי אכן התרכז ברשימה קצרה למדי של מניות, בעוד שהמחזור הכולל רועך והולך (לפחות עד שהשוק רשם תפנית למטה בסוף אפריל שנה זו). בנוסף, מסחר זה מתרכז אצל הגופים הגדולים, בעוד שהציבור הרחב מושך את ידיו משוק המניות לאחר המפולת.

ביטוי מובהק ליציאת הציבור משוק המניות ניתן למצוא בענף קרנות הנאמנות, שהיה פעיל מאוד כל עוד נמשכה הגאות בשוק המניות לפני המפולת של 2008 - 2007. כפי שניתן היה לצפות, במהלך המפולת נמשכו סכומים גדולים מהקרנות המנייתיות, אם כי לאחר התפנית בשוק במאוס 2009, לא נרשמה תפנית מקבילה בטעם הציבור. המשיכות אמנם פסקו, אבל

מגפה זו של כרסום באמון אינה מוגבלת לשוק המניות, היא קיימת ביתר שאת בשוק האג"ח ובחלק הסולידי ביותר שלו - שוק האג"ח המחשלתי

כסף חדש לא זרם לקרנות המנייתיות. אדרבה, ההשקעה בקרנות כאלה, הן בארה"ב והן באירופה, היתה שלילית לאורך 2009, ורק בחודשים הראשונים של 2010 - לקראת סוף תקופת ההתאוששות - נהפכה ההשקעה לחיובית, אך ממותנת למדי. לאורך שנת ההתאוששות, הציבור הזרים כסף בהיקף גדול לקרנות האג"חיות, הנתפסות כסולידריות, בעוד שהוא מדיר את רגליו מתחום המניות - שהיה התחום החם, התוסס והפופולרי בשנות הגיאות עד ל-2008.

מה עומד מאחורי התנהגות הציבור? הסבר אחד הוא שהציבור פשוט ספג מכות כל כך קשות במהלך המפולת של 2008, שהוא נוהר ביותר בכל הקשור למניות. הסבר שני, שאינו בהכרח סותר ואולי דווקא משלים את הראשון, הוא שציבור המשקיעים חושש כל כך מהשוק, מפני שהוא חושד בגופים הגדולים והדומיננטיים, שהם פועלים רק לטובתם הם ובניגוד לטובתו הוא.

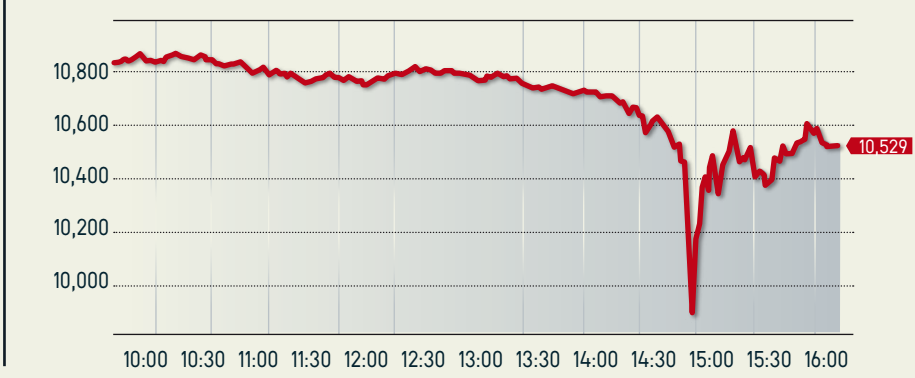
חשדות אלו מתחזקים עם כל פרסום של פרשיה חדשה אודות הגופים הגדולים והדרכים שבהן הם רימו את לקוחותיהם. התוספת "לכאורה", המבטאת את הספק המהותי מהבחינה המשפטית ביחס לטענות אלה, אינה תופסת מבחינת הציבור, המעדיף להתייחס לגופים הגדולים כאשמים כמעט בכל מקרה, וללא קשר להכרעה המשפטית.

סכנה: מכשיר נמול סיכון

השינוי לרעה - למעשה ההידרדרות החמורה - ביחסו של ציבור המשקיעים והציבור הרחב כלפי המערכת הפיננסית הממוסדת הוא הבעיה המרכזית עמה היא נדרשת להתמודד כיום. מדובר במשבר אמון

**מודעה
עמ' 161**

1,000 נקודות בחצי שעה
מיני מפולת במדד הדאו ג'ונס ב-6 במאי השנה



שמתפשט מתחת לפני השטח ומתעצם עם הזמן. מקובל שהתשתית של כל מערכת פיננסית היא האמון, ולכן השחיקה בו היא תהליך מסוכן ביותר, בעל פוטנציאל הרסני. ואולם מגפה זו של כרסום באמון אינה מוגבלת לשוק המניות, לשחקנים בו ולזירות המסחר שלו. הוא קיים גם, ואולי ביתר שאת, בשוק הגדול והחשוב יותר – שוק האג"ח. והוא מושרש שם כה עמוק עד שאפילו החלק הסולידרי ביותר והאמין ביותר שלו – שוק האג"ח הממשלתי – סובל ממשבר אמון חריף.

שוק אג"ח חשוף לסיכוני שוק ולסיכוני נזילות, אבל חשוף בעיקר לסוג סיכון נוסף הרובץ במיוחד עליו – סיכון האשראי. מאחר שאיגרת חוב היא סוג של הלוואה, ובכל הלוואה קיים סיכון שהלווה לא יפרע את חובו (וזהי ההגדרה של "סיכון אשראי"), הרי שבהכרח כל משקיע בשוק האג"ח עוסק בפועל בהענקת אשראי, או ברכישת הלוואה שכבר ניתנה על ידי מישהו אחר, ובכך הוא חושף את עצמו לסיכון אשראי. כדי להקל על הגורמים המלווים דרך שוק האג"ח, פותחו מנגנונים שמטרתם להבחין בין דרגות שונות של סיכון אשראי – מי יותר או פחות מסוכן ממי בתור לווה, כלומר אצל מי הסיכוי קטן או גדול יותר לקבל חזרה את הכסף שהושאל, יחד עם תשלומי הריבית לאורך חייה הלוואה. מנגנונים אלה הם מערכות דירוג האשראי. אין זה המקום המתאים לפתוח מחדש את הדיון הכאוב בתפקודן של חברות דירוג האשראי בשנים שלפני המשבר. יותר רלוונטית לענייננו העובדה שכל שיטת דירוג שהיתה ושישנה קובעת לעצמה "עוגן" ברמות גורם שהוא האמין ביותר ובעל הסיכוי הגבוה ביותר להחזיר את הכספים שלו. גורם זה, בהקשר לכל מדינה ריבונית נתונה, הוא המדינה עצמה.

כתוצאה מכך, במדרוג הפנימי של הלווים בתוך כל מדינה, החובות של המדינה עצמה (על זרועותיה השונות) זוכה לדירוג הגבוה ביותר – AAA – או כל כינוי מקביל. החל מרמה זו משתלשל מטה הסולם של הגורמים המקומיים האחרים. כלל ברזל הוא ששום גורם בתוך מדינה מסוימת אינו יכול לזכות בדירוג גבוה יותר מזה המוענק למדינה עצמה.

קביעה זו נראית הגיונית למדי. כל גורם עסקי תלוי בהתפתחויות במצבו העסקי; כל גורם ממשלי מלבד המדינה – כגון עירייה, סוכנות ממשלתית וכדומה – תלוי במדיניות של המדינה כלפיו. רק המדינה סוברנית ויכולה לכפות את דעתה ורצונה על כל הגורמים האחרים בתוך מדינה. לכן, היא יכולה לגבות מסים מכל הסקטורים האחרים (משקי בית ופירמות למיניהן), וגביית המסים יכולה לממן את החזר החוב שלה. כוח ייחודי זה מקטין את סיכון האשראי של מדינה הלווה כסף, כל עוד הגורמים השולטים בה אינם נוקטים במדיניות מכוונת של אי-פירעון חובות (מצב נדיר, מסיבות מובנות).

אבל במציאות של כלכלה גלובלית עם פעילות של חברות רב-לאומיות שמשתרעת על פני מדינות שונות, האם עדיין ניתן לטעון שחברה עסקית תמיד מהווה לווה מסוכן יותר ממדינה? הרי חלק מהמדינות הן בעלות שלטון רופף ואינן מנהלות מדיניות תקציבית מרוסנת. לעומתן, יש חברות עסקיות בעלות נכסים גדולים, שמצב הרווחיות שלהן איתן. יתירה מזאת, נכון להיום לא רק מדינות "מתפתחות" אלא גם מדינות שמוגדרות "מפותחות" נתפסות כמסוכנות בתור לווים, כך שאפילו חברות דירוגי האשראי נאלצות להוריד את רמת הדירוג שלהן. האם גם עתה בלתי סביר שחברה שפועלת במדינה עם דירוג אשראי

כללי המשחק בהשקעות באג"ח, עמוד התווך של כל תיק השקעות, השתנו ללא הכר. הכללים הישנים אינם תקפים, אבל טרם המציאו כללים חדשים להחליפם

נמוך תהיה – ואף תוגדר רשמית – בטוחה יותר מהמדינה עצמה? השאלה הזאת עלתה כבר לפני שנים רבות בהקשר אמריקאי, ביחס למדינת ניו ג'רסי מול חברת הענק ג'ונסון אנד ג'ונסון, שהמטה שלה ממוקם במדינה. הדירוג של ניו ג'רסי ירד בעקבות ניהול פיסקלי כושל – אבל J&J נשארה בעלת דירוג טריפל-A. ואולם ברור כי מדינה בתוך ארה"ב אינה דומה למדינה ריבונית אמיתית – כך, לפחות, היה נהוג לומר.

השאלה קיימת גם בכיוון הפוך, לאור קיומם של מוסדות פיננסיים ענקיים הנתפסים כ"גדולים מכדי שניתן לאפשר להם לקרוס". כלומר, האם במצב של סיכון מערכת במערכת הפיננסית ניתן להלוות כסף לבנק כלשהו? להפקיד בו כספים? הרי חזוקו של מוסד זה אינו מעלה או מוריד במקרה של משבר מערכת, מפני שכולם יפלו יחדיו, או לחילופין, כולם יזכו לתוכנית הצלה ממשלתית.

אין תשובות לשאלות האלה, מפני שהן למעשה פרדוקסים, שבהגדרה לא ניתן לפתור אותם. אבל המשקיע הטיפוסי בשוק האג"ח הוא זה שמחפש אחר השקעה יציבה וסולידית ודורש "רק" לקבל את כספו בחזרה בתוספת קצת ריבית. הוא אינו רוצה פרדוקסים, הוא רוצה דברים ברורים. אלא שדברים ברורים בשוק האג"ח כבר אינם בנמצא. האשליות בעניין הזה נופצו כולן. המכשיר נטול הסיכון – האג"ח של המדינה – עליו מבוסס כל המבנה וכל התחשיבים של שוק ההון, חדל להיות נטול סיכון ונהפך להיות מסוכן ואולי אף מסוכן מאוד. גם האקסיומה שלפיה מניות מסוכנות יותר מאג"ח מתחילה להתערער. חברות עסקיות חזקות יוכלו לא רק להמשיך

מודעה עמ' 163

קצת קרדיט

דירוג האשראי של מדינות אירופה בעלות הגרעון הגדול, ושל ישראל*

מדינה/סוכנות הדירוג	Moody's	S&P	Fitch
יוון	A3	BB+	BBB-
פורטוגל	Aa2	A-	AA-
ספרד	Aaa	AA	AA+
איטליה	Aa2	A+	AA-
אירלנד	Aa1	AA	AA-
ישראל	A1	A	A

ינכון ל-30 באפריל 2010 תקור: בלוחברג

ולשלם את הריבית על הלוואותיהם ולפרוע את חובותיהם במועד, אלא גם ליצור רווחים ולשלם דיווידנדים. תמיד ידענו שחברה כמו מיקרוסופט עדיפה על מדינה כמו בורקינה פסו, וזה לא יצר בעיות של ממש, לא בתיאוריה ולא בפועל.

עכשיו, כשמדינות בדרום אירופה החברות באיחוד האירופי ובגוש האירו עומדות בפני קשיים חמורים העלולים להביא אותן לפשיטת רגל והדבר מצריך הפעלת תוכניות חילוץ ענקיות, חוזרות שאלות מהסוג הזה ביתר שאת. איזו איגרת חוב היית מעדיף לרכוש - זו שהנופקה על ידי פורטוגל, או זו שהנופקה על ידי פיליפס או סימנס?

אין תשובות בשלב זה. רק דבר אחד ברור: כללי המשחק בכל הקשור להשקעות באג"ח, התחום שהוא עמוד התווך של כל תיק השקעות, השתנו ללא הכר בשנתיים האחרונות. הכללים הישנים אינם תקפים, אבל טרם המציאו כללים חדשים להחליפם.

שוק יעיל וחבזר

אין פלא שאין עדיין כללים חדשים. השתית התיאורטית של עולם ההשקעות, שנבנתה במשך חמישה עשורים ונראתה מפוארת ונוצצת אך לפני שלוש שנים, נהרסה עד היסוד במשבר של 2008 וקשה למצוא לה תחליף מהיר.

בשנות החמישים הניח הארי מרקוביץ את יסודות התיאוריה המודרנית של תיק הנכסים (MPT-Modern Portfolio Theory). מרקוביץ, יהודי אמריקאי יליד

בשל השפעתה

הגוברת של

תעשיית

הבנקאות על בתי

המחוקקים לא

הוטל פיקוח על

קרנות גידור ולא

הוטלו חגבלות

על חכשירים

פיננסיים

שהשימוש בהם

התרחב והלק

1927, זכה בפרס נובל עבור עבודתו בתחום ועדיין משמש פרופסור למימון באוניברסיטת קליפורניה. מה שמרקוביץ טען אז נשמע כיום מובן מאליו, עד כי קשה לקלוט שפעם התיאוריה נחשבה חדשנית ומפתיעה.

במונחים פשוטים, התאוריה טוענת שגיוון תיק נכסים יביא לשיפור התשואה המופקת מהתיק ולהורדת רמת הסיכון שלו.

אמנם אפשר בנסיבות מסויימות להרוויח יותר על ידי ריכוז כל התיק במספר קטן של השקעות, אבל כנגד כל רמת סיכון נתונה, ביזור וגיוון יביאו לתוצאה טובה יותר לאורך זמן.

ה-MPT התקבלה כיסוד לכל תחום ניהול הנכסים, והיו לכך שתי תוצאות מעשיות מרחיקות לכת. הראשונה: יועצי השקעות בכל מקום ובכל שפה יודעים לרקלם ללקוחותיהם את התורה שבמרכזה הצורך לבנות תיק מבוזר. התוצאה השנייה היתה שכמעט כל מנהלי הכספים בעולם עברו

לפעול על בסיס הגישה הזאת, במיוחד בכל הקשור למשקיעים מוסדיים (קרנות פנסיה וכדומה). בינתיים, במהלך שנות הששים, שני תיאורטיקנים אמריקאיים אחרים, פרופ' פאול סמואלסון ופרופ' יוג'ין פאמה, פיתחו את התיאוריה בדבר השוק היעיל

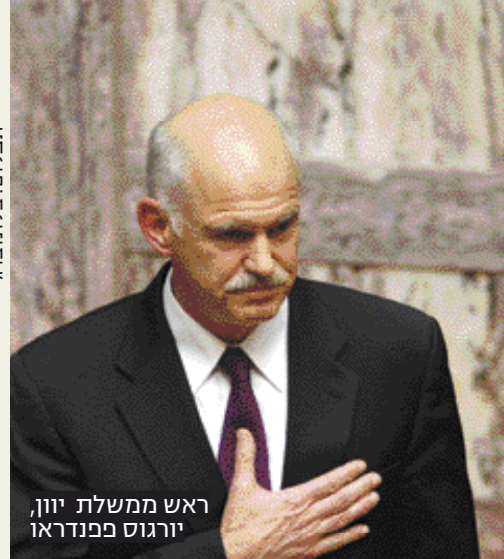
- Efficient Market Hypothesis. זו טענה ששוק פיננסי משובלל משקף את כל המידע הקיים לגבי כל מכשיר שנסחר בו (מניה, איגרת חוב, מטבע וכדומה), וממילא המחיר שהשוק קובע עבור אותו מכשיר הוא המחיר "הנכון" בכל נקודת זמן. במילים אחרות - אין מחירי בוועה בשוק.

אם השוק יעיל מטבעו, הרי שהיעד הראוי של מדיניות ציבורית, ששואפת לקדם את השוק החופשי ולהשיג את התוצאה היעילה ביותר בניתוב המשאבים הפיננסיים הקיימים, הוא לעודד את קיומו של שוק יעיל. כך למשל, היעד של מערכות הפיקוח על שוקי הון בעולם נהפך להיות גילוי נאות. ככל שהמידע - כל המידע - יגיע לשוק מהר יותר ובצורה שוויונית יותר, כך תושג מטרת העל של יצירת שוק יעיל.

לאורך השנים והעשורים התפתחו דיונים אקדמיים סוערים סביב רעיונות אלה. תקפו אותם והגנו עליהם; שכללו אותם והתאימו אותם. אבל בסך הכל, הם נהפכו לעמודי התווך התיאורטיים של המבנה הגדל והולך של המערכת הפיננסית העולמית.

המימון והמודלים נשתלטים

חשוב לזהות את הגורמים והמנגנון



ראש ממשלת יוון, יורגוס פפנדראו

תצלום: ביליטוברג

התפעולי שדרכם רעיונות אלה - ה-MPT מחד וה-EMH מאידך - כבשו את העולם. בד בבד עם התקדמותו הדרמטית של המחשוב, עלתה קרנה של תורת המימון ושימושיותה בתחום ההשקעות, בשל שכלולה על ידי יצירת מודלים ממוחשבים. המנגנון התפעולי פעל כך שאנשי המימון שובצו בתוך המערכת הפיננסית ונהפכו בהדרגה לנותני הטון בכל הקשור למסחר בשווקים.

בשנות השמונים, כאשר התחילה גאות ממושכת בשווקים הפיננסיים ברחבי העולם, נשאבו יותר ויותר אקדמאים מתחומי המימון, המתמטיקה, המחשוב ואפילו הפיזיקה, אל עבר המערכת הפיננסית. כל המוחות הללו הופעלו ביצירה, שכלול והפעלה של אלגוריתמים, שלפיהם ניתן יהיה לסחור מהר יותר, זול יותר ומעל לכל - בהצלחה גדולה יותר, באחד או יותר מהשווקים הפיננסיים.

אמנם נכון שבאוקטובר '87 אירעה תקלה מצערת כבורסה למניות בניו יורק, אבל מאחר שהשווקים הצליחו לחזור למגמת עלייה כמעט מיד, הנוק נמחק הרבה לפני שוועדות החקירה סיימו את מלאכתן והמערכת הפיננסית יכולה היתה "להחליק" את העניין.

שנות התשעים סיפקו רצף של משברים פיננסיים מסביב לעולם, שהגדול והמביך מביניהם נגרם על ידי קריסת קרן הגידור Long-Term Capital Management. למרות השם המרשים ורשימת הבעלים והיועצים המרשימה עוד יותר - בהם שני זוכים בפרס נובל לכלכלה על תרומתם לפיתוח תורת המימון - התברר שקרן זו עסקה בשיטות מסחר בעלות סיכון גבוה. אמנם לפי המודלים המתוחכמים הסיכון היה נמוך עד אפסי, אבל בפועל כמעט הצליחה LTCM למוטט מוסדות גדולים בארה"ב וליצור משבר, שהיה מאלץ את הממשל לארגן מבצע הצלה מיוחד ומסובך כדי למנוע משבר מערכת.

מודעה עמ' 165

בעקבות פרשת LTCM גברה הביקורת על היסודות התיאורטיים עליהם הוקמו חברות דוגמתה וקרנות גידור רבות אחרות, וכן נשמעה ביקורת על הפרקטיקה של שימוש במודלים בכל תחום ניהול הנכסים. אבל שליטתם של אנשי הפיננסים בוול סטריט והשפעתה הגוברת של תעשיית הבנקאות והפיננסים על בתי המחקקים ועל הממשלים הגיעו אז לשיאם. לכן, לא הוטל פיקוח על קרנות גידור ולא הוטלו מגבלות על המכשירים הפיננסיים המתוחכמים שהשימוש בהם התרחב והלך. יתירה מזאת, חלק מהמגבלות הקיימות הוסרו, כמו חוק Glass-Steagal שהפריד בין בנקים להשקעות לבין הבנקים המסחריים, ואולי החמור מכל – שיעורי המינוף של המוסדות הפיננסיים, כולל הבנקים הגדולים, הגיעו לרמות שבעבר היו נחשבות דמיוניות – וממילא מסוכנות ביותר והרות-אסון.

בתוך המערכת הפיננסית, הבעלים והמנהלים הבכירים הוקסמו מהשיטות הכמותיות שהופעלו דרך המודלים הממוחשבים, אשר השתכללו ללא הרף. הם אמנם לא הבינו איך השיטות עובדות בפועל, לא כל שכן מהם הסיכונים הכרוכים בהם, אבל את המספרים בשורה התחתונה ואת תרגומם של אלה לבונוסים לעצמם הם הבינו היטב.

מחוץ למערכת, גם המפקחים על המערכות החרושות לא הבינו אותן לאשורן. מעבר לכך, הם סוממו על ידי התפישה החדשה שהתפשטה באותם שנים, שלפיה ניתן ואף רצוי לאפשר למערכת הפיננסית לפקח על עצמה תוך מינום התערבות מצד גורמים ממשלתיים. בכריטיניה כינו את התפיסה הזאת "הנגיעה הקלה", ויישמו אותה בהתלהבות כדי לקדם את לונדון בתור המרכז הפיננסי העולמי המוביל. גם בניו יורק היא אומצה במידה רבה. מאחורי תפישה זו עמדה לא אחרת מאשר היפותזת השוק היעיל. מאחר שהשוקים יעילים מטבעם ונוטים להגיע לתוצאה מיטבית, יש לצמצם את המעורבות של המפקחים למינום הדרוש ולהתמקד במסירת מידע והפצתו לציבור ובמניעת השימוש במידע פנים. מעבר לכך, הנזק שייגרם משיבוש התפקוד היעיל של השוק יעלה על התועלת השולית שתושג מתפיסת אי-אלו עבריינים.

הכהן הגדול של הדת החדשה של רגולציה עצמית היה נגיד הבנק הפדרלי אז, אלן גרינספן – שנחשב אז לבנקאי המרכזי המוכשר בהיסטוריה. הודות לאמונתו העמוקה ביכולת של השוק לנקות את

עצמו, גרינספן התעלם מהעדויות שהוצגו בפניו ב־2004-2006 אודות שיבושים חמורים והתפשטות של נורמות פסולות בפעילות בשוק המשכנתאות. הוא וסגנו, בן ברננקי, שללו את קיומה של בועה בשוק הדיור. ההמשך ידוע. די היה במשבר הסאב־פריים שפרץ ב־2007 כדי לערער את האמון של רבים וטובים ב־EMH. אבל משבר זה גם התפתח – בניגוד גמור להערכתם של גרינספן, ברננקי וכל הממסד הכלכלי – למשבר פיננסי כלל־עולמי. וכך הגענו לסתיו 2008, ולמפולת שהוצתה על ידי ההחלטה לתת לליהמן ברדרס ליפול.

חגיאות לשפל

ההתמוטטות הפיננסית שהתרחשה בספטמבר־נובמבר 2008 היתה הגדולה שחוותה העולם מאז 1929-1932. אבל חשיבותה התיאורטית נבעה מכך שכל השווקים קרסו ביחד, להוציא שוקי האג"ח הממשלתי של המדינות שנתפסו כחזקות ואיתנות ביותר עלי אדמות. כתוצאה מכך, נכסים פיננסיים שנחשבו בלתי תלויים זה בזה ואף כמשקלות־נגד זה לזה, כמו מניות פיננסיות מול מתכות יקרות, איבדו עשרות אחוזים מערכם בעיתוי כמעט חופף. התיאוריה של תיק הנכסים המבוזר, שנבנתה וטופחה במשך יותר מ־50 שנה, התפוררה תוך שלושה חודשים. אבל מדוע זה קרה? התשובה נראית ברורה: כל השווקים, הפיננסיים והלא־פיננסיים (כולל דיור, אמנות, אספנות ואחרים), עלו בצוותא בשנים שלפני המפולת הודות למצב עולמי של נזילות בלתי מוגבלת וריביות נמוכות (במונחים של אותם ימים).

האימרה הישנה של וול סטרייט – "הגאות נושאת איתה את כל האניות" הוכחה כנכונה גם בתקופת השפל. כאשר הנזילות נעלמה כפתאומיות, המכשירים בכל השווקים נהרפו על הסלעים או צללו לקרקעית הים. בעקבות ירידות המחירים החדות בשוק, נאלצו המשקיעים הממונפים להתמודד עם דרישות מצד הבנקים והברוקרים שלהם להוסיף כסף לחשבונותיהם. "דרישות המרג'ין" האלה יצרו היצעים גדולים בכל השווקים, בריוק כשהקונים ממילא נעלמו. ושוב, ההמשך ידוע.

המסקנה הבלתי נמנעת מאירועי אותם חודשים היא שגם תיק מבוזר אינו מספק ביטחון במצבי קיצון. זאת מפני שיש אלמנט בסיסי המקשר בין כל השווקים והוא הכסף. בלי כסף, שום שוק לא יתפקד, ובמובן זה אין ביזור ואין גיוון. במצב של מצוקת



התעלם מהשיבושים. אלן גרינספן

תצלום: ביליטוב

נזילות, המזומנים הופכים להיות המלך וכל דבר אחר מאבד מערכו בקצב מפחיד. כאשר לשיטות המסחר הממוחשבות, היה ברור כי הגולם קם על יוצרו – ורבים מבין בתי ההשקעות וקרנות הגידור שבלטו בשנות הגאות התמוטטו במהלך הקריסה. המונח 'קרבן כמגדל קלפים', הפך לנדרש מרוב שימוש. בין המגדלים שקרסו היו גם המבנים התיאורטיים שעליהם נשענה מרבית הפעילות הפיננסית. כמו בניינים פיזיים הם התגלו כעמידים רק בתנאים רגילים, אך לא בתנאי סערה ורעש אדמה. האירועים האחרונים – כגון המיני־מפולת שהתרחשה ב־6 במאי – הבהירו שהבעיות, שנחשפו ב־2008 לא היו מקריות. כל עוד השווקים מונעים בעיקר על ידי עודפי נזילות והפעילות הספקולטיבית צומחת מנזילות יתרה, יישאר בעינו האיום של קריסה רחבה המתפשטת בין כל השווקים וכל המכשירים.

איום זה הודגם, אמנם בקנה מידה קטן יחסית, במהלך חודש מאי כאשר גל של פחד עבר על כל השווקים הפיננסיים. הגורם הטכני שדחף את הגל ושקשר בין כל השווקים היה תהליך של התייבשות הנזילות במערכת הפיננסית. כמה שחייב להיחשב כאירועיה מרה, מתברר כי אחת מתוצאות הלואי של הרפורמה במערכת הפיננסית בארה"ב, היא העלאת מחיר הכסף עבור בנקים ומוסדות פיננסיים. את המנגנון המדויק שמביא לכך אין צורך לנתח כאן; די לנו בלקח העקרוני כי גם דבר שהוא נחוץ ואף חיוני, יוצר תופעות לוואי שיכולות להסב נזק רב. אבל הרפורמה החדשה וחוקים שברוך לא יכולים לשנות את עובדת היסוד בעידן שלאחר קריסת 2008: מול תשתית תיאורטית מפוררת ופרקטיקה הסובלת מתפקוד לקוי ומאובדן אמון, תחום ההשקעות נדרש להמציא את עצמו מחדש. משימה זו תמיד קשה ובמיוחד בתנאים של חוסר יציבות קיצוני. ■

מודעה עמ' 167