

# THE LANDAU REPORT

המהדורה העברית מוגשת ב-10 בנובמבר 2009\*

גיליון מס. 131

## החוליה החסרה: תעלומת השקל החזק – ומה אפשר, וצריך, לעשות בעניין זה?

### חלק ד': הכלב בלילה

גרגורי (בלש הסקוטלנד-יארד): "האם יש נקודה נוספת שהיית רוצה להסב את תשומת-לבי אליה?"  
הולמס: "לתקרית המוזרה של הכלב בלילה."  
גרגורי: "הכלב לא עשה דבר בלילה."  
הולמס: "זו הייתה התקרית המוזרה."

ארתור קונן דויל, כתב כסף

הסיפור עד כה: המשק הישראלי עבר מטמורפוזה עמוקה בתקופה שבין 1990 לבין 2005, אשר תוצאותיה היו שהוא הפך להיות "משק במצב עודף" – משק המייצר עודף קבוע והולך וגדל בחשבון השוטף שלו. את זה מציינים בתור הסיבה היסודית לחוזקו של השקל, אשר הפך להיות בולט במיוחד מאז אוגוסט 2006. עם זאת, העודף בחשבון השוטף קוזז, ואף יותר מכך, על-ידי הגירעון בחשבון ההון – אשר היה אמור להסיר את הלחץ על השקל, לחץ שדחף אותו לעלייה בערכו.

בוותרנו על הרעיון ולפיו הניתוח המאקרו-כלכלי יכול לספק את ההסבר לחוזקו של השקל, פנינו אל עבר נתוני שוק המט"ח בישראל – ומייד זיהינו את מקור הבעיה. ספקולציה נרחבת, וגדלה במהירות, מצד מוסדות פיננסיים זרים, אשר קרוב-לוודאי מסתייעת על-ידי מוסדות פיננסיים ישראלים, היא אשר גרמה לעליית ערכו של השקל.

כדי למנוע מן השקל לעלות גבוה מדי ו/או מהר מדי, בנק ישראל היה חייב לסיים את המדיניות שכפה על עצמו – אי-התערבות בשוק הפורקס. מאז מארס 2008, היקף ההתערבות שלו גדל בהתמדה ואינו מראה שום סימנים להתקרבות אל הסוף. ברקע, מתנהל ויכוח בין מתנגדי ההתערבות לבין התומכים בה; וכל אחד מן הצדדים מונע באמצעות אינטרס עצמי חזק.

כעת, נא להמשיך בקריאה...

### העכבר והחור

בחינתנו את שוק המט"ח בישראל סיפקה לנו את נתוני-המפתח שדרושים כדי לסיים את תעלומת השקל החזק: בנקים ומוסדות השקעה זרים הפכו להיות קונים עקביים ובקנה-מידה נרחב, של שקלים בשוק המט"ח – בהשתמשם, בעיקר, בסוואפים (swaps). בסיפור בלשי רגיל, ברגע שנקבעו נתוני-המפתח יש אפשרות לספק הסבר לכל ההיבטים אשר קודם-לכן נראו מתמיהים; ובכן, הבה ונראה האם זה פועל גם במקרה שבפנינו.

מחיר השקל נקבע על בסיס יום-יומי בשוק המט"ח. נוכחות מכריעה של קונים דחפה את ערכו של השקל כלפי מעלה בשנים האחרונות. בחינת הנתונים העלתה שקונים אלה הינם בעיקר שחקנים בעלי צביון פיננסי או ספקולטיבי – ולא חברות עסקיות או משקי-בית העסוקים בפעילות משקית ריאלית. מכיוון שנפח המסחר אשר מחוללות ישויות פיננסיות הינו גדול הרבה יותר מזה שמחוללות ישויות המשק הריאלי – הרי הראשונות מסוגלות לקבוע את המגמה בשוק. אבל במקרה הישראלי, הקבוצה השנייה

הינה גם מוכרת נטו של מט"ח – כפי שמשמע במצב אשר בו קיים עודף בחשבון השוטף. על-כן, עליית השקל מונעת בידי גורמי שוק שהינם גם "כלכליים-בסיסיים" וגם "טכניים"; אבל שחקני השוק, הם אשר נתנו את הטון. כמו-כן יש להדגיש: ישויות פיננסיות פועלות בעיקר באמצעות מכשירים נגזרים כגון סוואפים ואופציות, ולא באמצעות עסקאות במזומן בשוק הספוט – ומכיוון שכך, הפעילות שלהם אינה בולטת בנתוני מאזן התשלומים, אפילו לא בחשבון הפיננסי.

אבל פעילות פיננסית זו הינה "ריאלית" דיה, במובן זה שהיא קובעת את המחיר ואת מגמת-המחיר של השקל. ברור כי המחיר ימשיך לעלות כל עוד יש בשוק קונים יותר מאשר מוכרים. עד כמה יכול מחיר השקל לעלות? שאלה זו נותרת פתוחה, אם כי תיאורטית – שהרי כוח מאזן פועל בשוק, והוא בנק ישראל. עם זאת, האסטרטגיות והטקטיקות של בנק ישראל הינן תגובות – כאשר הוא מוכר שקלים, זה כמעט תמיד בתשובה ללחצי הקנייה שפעולים בשוק; מכיוון שכך, הן משמשות אך-ורק למניעת עלייה נוספת בערכו של השקל או לכל היותר להפיכת הכיוון של חלק מן העלייה אשר כבר התחוללה. הבנק אינו מעוניין לדחוף את השקל כלפי מטה, באורח פעיל וזוהם (פרואקטיבי) – למעט על בסיס מאוד טקטי; האסטרטגיה הינה להתיש את הקונים הספקולטיביים, לשכנע אותם כי יפסיקו לקנות או אפילו יתחילו למכור – ועל-ידי זה לגרום לכך שיתפוגג הלחץ שדוחף את מחיר השקל כלפי מעלה.

הסבר זה מתקבל, אינטואיטיבית, כתקף; והוא מתאים לתפיסתנו ביחס להתפתחויות, הן אלה בשוק המט"ח והן אלה במשק. אבל, האם זה כל מה שיש לומר? אני מציע להתייחס לאמירה הבאה: יש בעיות, אשר הסבר זה אינו מכיר או שהוא "מחליק הצידה". כתוצאה מכך, אף-על-פי שהסבר הינו תקף במשמעות העובדתית הצרה – הרי הוא מטעה, ועל-כן הינו שגוי; זאת מכיוון שהוא אינו מכיר את ההקשר היותר רחב אשר בו נוצרות עובדות אלה, הן בשוק המט"ח והן במשק ככלל. הבה ואפרט בעיות אלה:

- א. התיאור העובדתי, לגבי מה שהתרחש ומתרחש, אינו מספק הסבר לשאלה מדוע זה מתרחש. כן, נמצאות ישויות פיננסיות/ספקולטיביות אשר מעוניינות לקנות את השקל; הן עושות זאת בציפייה לעשות רווחים של טווח קצר. אבל, התבנית שניכרת בשנים האחרונות הייתה: ככל שהשקל עולה בערכו, גדל מספרם ומשקלם של "שורי השקל". מצב זה נראה כמנוגד לאינטואיציה: היה מקום לצפות כי "השוורים הוותיקים" ייעשו פחות נלהבים ברמות יותר גבוהות של מחיר השקל, וכי יקטן בהדרגה מספר "השוורים החדשים" – בעוד שמספרם ומשקלם של "דובי השקל" היה חייב לעלות. מדוע לא התרחש תהליך כפול זה?
- ב. אם ניקח רעיון זה לכיוון אחר: מדוע בנק ישראל הינו השחקן היחיד בשוק, אשר מוכן ורוצה ויכול לפעול בתור מוכר שקלים רחב-היקף? בערכים גבוהים של השקל, היה מקום לצפות כי מוכרים רבים ייכנסו לשוק; אבל הוכח כי לא זה המקרה שבפנינו – להיפך, המכירות התייבשו ככל שהשקל עולה במחירו!
- ג. לסיכום שתי הנקודות דלעיל: שוק הפורקס הישראלי הוכח כמי שיש בו הטיה אינהרנטית לכיוון שקל חזק. מדוע?

הראיות משוק הפורקס עצמו מרמזות כי זהו שוק דיס-פונקציונלי; כלומר, הוא לא פעל באופן שווקים אמורים לפעול. שווקים מחוללים איתותים בדמות מחירים ומגמות-מחירים, ואיתותים אלה אמורים להשפיע על התנהגותם של משתתפים פוטנציאליים וממשיים בשוק. התיאוריה הכלכלית הסטנדרטית מניחה כי מחירים גבוהים מושכים מוכרים, אשר מספרם הולך וגדל – וכי מחירים נמוכים מושכים קונים להיכנס לשוק. אבל שוק השקל פעל בניגוד לתיאוריה זו – שהרי המחירים ההולכים ועולים הניעו משתתפי-שוק "רגילים" לקנות (או לקנות עוד), ולא למכור. אך ורק התערבות גלויה של המגזר הציבורי, אשר התנהג בגסות (לדעת מבקריו), היא אשר סיפקה את המוכר בצדו השני של השוק – מוכר, אשר התיאוריה הכלכלית אומרת כי היה עליו להיווצר על-ידי הדינאמיקות הטבעיות שפועלות בשוק.

התנהגותו של השוק עצמו, היא הסימן הטוב ביותר לכך שהננו עדים לכשל שוק – מכיוון שכאשר מניחים לשוק זה לעשות כרצונו, השוק מייצר תוצאה בלתי-יעילה (מנקודת-הראות של המשק) בדמות שקל העולה בהתמדה. התפשטות הפחד והפאניקה בקרב היצואנים הינה ראייה נוספת לכך שהשוק כושל – ולכך שְׁשָׁל זה הינו הגורם הישיר לשרשרת של התנהגות לא-רציונאלית (כאשר לביטוי "לא-רציונאלית" יש המשמעות אשר התיאוריה הכלכלית נותנת לה: משתתפים שמתנהגים כ"הומו אקונומיקוס", אשר כל אחד מהם מחפש תוצאה שממקסמת את רווחתו). יש להעיר, בנימה אירונית: אחת הטענות, שמשמיעים תומכי השוק החופשי נגד מצדדי-ההתערבות – ונגד בנק ישראל, במיוחד – היא שההתערבות המאסיבית של זה-האחרון הינה "לא-רציונאלית"; הרעיון, ולפיו ההתערבות הינה רציונאלית בעוד שהשוק הינו בלתי-רציונאלי, הינו מבחינתם מושא לנידוי.

לפני המשבר הפיננסי הגלובלי, האמונה השלטת בקרב כלכלנים הייתה כי השווקים הינם יעילים באורח אינהרנטי. אף-על-פי שניתנה הכרה למושג של כְּשָׁל שוק, זה נתפס כמונח המוגבל למקרה אשר בו נפגם

השוק למוצר או לשירות, מסיבה זו או אחרת. שווקים פיננסיים, לעומת זאת – ובמיוחד שוקי המט"ח, אשר בהם יש נזילות ברמה הגבוהה ביותר וכל המידע הרלוונטי נגיש לכל המשתתפים – נתפסו כחסינים בפני כשל שוק, פחות-או יותר על-פי עצם ההגדרה. ההיפותזה בדבר שוק יעיל הייתה סעיף ב"אני מאמין" אצל כלכלנים אקדמיים; וכך – נוכח כל טענה ולפיה שוק פיננסי מציג סימנים לכשל שוק, הנטייה הייתה ליחס מבטל באופן בוטה.

זו הסיבה לכך שהשקפותיו של התיאורטיקן הכלכלי האמריקני היימן מינסקי המנוח – אשר לפיהן המגזרים הפיננסיים של משקים אינם נוטים באורח טבעי לשיווי-משקל, אלא לחוסר-שיווי משקל, ולפיכך הם חווים תהליך אשר בו הפעילות הופכת להיות יותר ויותר ספקולטיבית ואשר שיאה הינו פריחה המונועית-באשראי שסופה קריסה – לא היו מקובלים בחוגים הכלכליים ששייכים לזרם המרכזי.

כאשר ממשלת ישראל כוננה המירות מלאה לשקל ופתחה את המשק בפני זרמי הון, ההנחה בבסיס המעשה הייתה כי השוק תמיד יתאים את עצמו ויחפש שיווי-משקל. אבל הנתונים שנצברו מהפעילות בשוק הפורקס הישראלי מראים כי השוק נטה שלא לעשות זאת. העובדה, שבנק ישראל השליך מעליו את מדיניות אי-ההתערבות שלו ושהינו מחויב כעת למדיניות מתערבת אשר אינה מוגבלת לא מבחינת הזמן ולא מבחינת הסכומים, מאשרת כי הבנק המרכזי – אשר קודם-לכן היה מבצר הטהרנות האידיאולוגית של השוק החופשי – קיבל-בהסכמה, באורח משתמע, את הטענה ולפיה התיאוריה בדבר השוק החופשי קְשלה בשוק המט"ח הישראלי.

ניתוח זה הינו שונה עד-מאוד לא רק ממה שהוצג בגיליון הקודם (חלק 3 בסדרה), אלא גם מכל דבר אחר אשר נדון בזירה הציבורית בישראל. גם אם שורשיו נעוצים באותם נתונים משוק המט"ח, הרי נקודת-ההתחלה שלו והשלבים שלו הינם שונים באורח רדיקלי:

1. שוק השקל-מט"ח הינו בלתי-יציב, באורח אינהרנטי; יש בו הטיה מובנית אל צד השקל הארוך.
2. הספקולנטים בשוק, במיוחד המוסדות הפיננסיים הזרים, חשפו את הפגם היסודי הזה. הם פעלו וממשיכים לפעול כפי שהם עושים באורח נורמלי – סוחרים במטבעות (ובמכשירים אחרים) בחיפוש אחר הזדמנויות-שוק. במקרה הישראלי, הם עשו ועושים עבודה טובה; למעשה – עבודה טובה מדי. לרוע המזל – הן מבחינתם והן מבחינת ישראל – בגלותם את הפגם הגדול הזה, הם משכו נגדם את בנק ישראל; וכתוצאה מכך, הם עלולים בהחלט לסבול הפסדים.
3. אבל הספקולנטים הזרים אינם הבעיה האמיתית. למעשה, בחשפם את העובדה שהשוק הינו בעל הטיה אינהרנטית – הם הפכו, שלא-ברצונם, להיות חלק מן הפתרון. יש בכך איור נפלא לאמירה התלמודית בעניין הגִבּוּה: "לא העכבר גונב, כי אם החור גונב". עקרת-הבית, באורח טבעי, מאשימה את העכבר – אשר אותו היא רואה כסיבה לבעיה. אף-על-פי שגישה זו הינה נכונה מבחינה עובדתית, האשמת העכבר מחמיצה את הנקודה האמיתית – שהינה הצורך לסתום את החור/ הפרצה.
4. בנק ישראל, מצדו, עסוק בכינונה-מחדש של יציבות כלשהי בשוק הפורקס אשר הינו בלתי-יציב באורח אינהרנטי. מה יתרחש אם הבנק לא יתערב? התשובה הסבירה ביותר היא שהשקל ימשיך לעלות בערכו, וימשוך יותר ויותר קונים – עד אשר בסופו-של-דבר תתבקע הבעיה, ולאחר-מכן וכתוצאה מכך תתרחש קריסת מחירים. עם זאת, במהלך תהליך ממושך זה יתמוטט המגזר המייצא – וזו הסיבה לכך שהבנק אכן התערב.

כל זה מוליך בהכרח אל מה שאני רואה כשאלה הקריטית לגבי שוק המט"ח הישראלי: **מדוע** הוא מוטה, אינהרנטית, לצד השורי? אם נתרגם שאלה זו למונחים מעשיים, המשמעות היא: מדוע אין אף אחד המעוניין לקנות מט"ח כאשר השקל עולה בחוזקה והופך להיות יותר ויותר יקר? במלים מאוד פשוטות – איפה כל האחרים?

כדי לפתור את השאלה הפשוטה-לכאורה, "איפה כל האחרים?", עלינו להשיב על שאלות עובדתיות אחדות:

א. מי הם "כל האחרים"? – כלומר, מי הם השחקנים בשוק?

זיהוי הדמויות בדרמה ייתן לנו את היכולת להציג את השאלה הבאה אשר הינה מובנת מאליה:

ב. כל הישויות האלה, שכלולות בכינוי "כל האחרים", מה הן עושות בפועל בשוק הפורקס? האם הן קונות או מוכרות?

זוג-שאלות זה מעלים שאלה אחרת, שהינה פחות מובנת מאליה אבל יותר מכריעה:

ג. מה הם אינם עושים?

לבסוף, על בסיס התשובות העובדתיות לשאלות שלעיל, ננסה להשיב על השאלה הפרשנית:  
ד. מדוע הם עושים (או אינם עושים) את אותו דבר-מה אשר הם עושים (או אינם עושים)?

על בסיס התשובות לשאלות אלה, אני ארהיב עוז להציע פתרונות מדיניות – לשם ניקוי הבלאגן ופתרון הבעיה אשר כבר הוכחה כבעיה האמיתית והיא: כשל-השוק בשוק המט"ח.

## בעקבות הכסף, פנימה והחוצה

כדי להשיב על מערך השאלות שהוצגו לעיל, אנו ננצל חלק ניכר מן התיאוריה ומן הנתונים אשר נדונו בחלקים הקודמים של הסדרה. וכך – ביחס לשחקנים בשוק, אנו כבר יודעים כי אלה מחולקים לשני סוגים: ישויות מקומיות וישויות זרות, שמוגדרות בכינויים "תושבי ישראל" ו"תושבי ארצות אחרות". האחרונים הינם, באורח מכריע, מוסדות פיננסיים זרים, אם כי מסוגים מגוונים. ה"תושבים המקומיים" הם יותר מגוונים, ומחולקים כדלקמן: (א) מוסדות פיננסיים ישראלים, (ב) בנק ישראל, (ג) משקי-בית ותאגידים ישראלים.

כעת יכולים אנו להמשיך אל השאלה הבאה: כל אחת מקבוצות אלה, מה היא עושה בשוק? קודם-לכן, הדיון נסב על שאלה בסיסית: האם קבוצה נתונה קונה או מוכרת שקלים? אולם, עלינו לבחון גם אספקט נוסף: מה הוא המניע שלהם בפעילותם בשוק. בכך, אנו מתכוונים להיותם עסוקים בסחר או בהשקעה – אשר שניהם יכולים להיות מפוצלים עוד: "סחר" – למוצרים או לשירותים; "השקעה" – להשקעה ישירה, להשקעה מסוג פוטרפוליו, ולהשקעה אחרת. [השקעה ישירה כוללת השקעה פיזית (למשל, קניית בית-חרושת) או ביצוע השקעה פיננסית ארוכת-טווח (קניית מניות בחברה, בהיקף המעניק שליטה); השקעה מסוג פוטרפוליו [תיק השקעות] הינה רכישת נכסים פיננסיים (מניות או אג"ח) בלי לחפש או להשיג שליטה; "השקעה אחרת" כוללת הפקדות בנקאיות שנעשות בידי משקי-בית וחברות עסקיות, הפקדות שנעשות בידי בנקים אצל בנקים אחרים, הלוואות שניתנות לחברות עסקיות או למשקי-בית בחו"ל ואשראי מסחרי שניתן או מתקבל על-ידי יבואנים או יצואנים/למאת עמיתיהם הזרים].

כל הישויות שעסקות בסחר עם ארצות אחרות, הן בתחום המוצרים והן בתחום השירותים, קונות ומוכרות מטבע כצעד מסייע שמהווה חלק מפעילויותיהן העסקיות או מצורכיהן כמשקי-בית, ולא כדבר-מה שנעשה לשם עצמו. במילים אחרות: המניע שלהן, בקנייה ובמכירה, הינו לאפשר את תפקוד העסק – ולא הרצון לסחור במטבע. ראינו, ברמת המקרו, שהסחר במוצרים מצוי בגירעון; שהסחר בשירותים מצוי בעודף; ושפל שאר מרכיבי החשבון השוטף, יחדיו, היו בעודף מאז 2003. ועוד ציינו כי הצד השני של העודף בחשבון השוטף הינו גירעון בחשבון ההון – וכי אכן היה גירעון גדול בחשבון ההון/ החשבון הפיננסי.

עם זאת, כעת עלינו לשקול את הרכבו של הגירעון בחשבון הפיננסי. בהינתן העובדה שגירעון בחשבון הפיננסי משמעותו הינה שהארץ ככלל ייצאה הון – צריכים אנו לדעת את זהותו של מי שאחראי לכך במיוחד. על-כן מוכרחים אנו לחזור ולבקר אצל החשבון הפיננסי; והפעם, לחפור עוד יותר עמוק אל תוכו – בכך שנפצל אותו לחלקיו המרכיבים: **השקעה ישירה, השקעה מסוג פוטרפוליו, והשקעה "אחרת"**.

יזכר כי תקופת 1998–2008 מתחלקת לשתי תת-תקופות: עד 2002, החשבון השוטף היה בגירעון והחשבון הפיננסי היה על-כן בעודף; בעוד שמאז 2003, ההיפך היה נכון. כאשר אנו מפצלים את הנתונים לפי הקטגוריות העיקריות אשר מהוות את החשבון הפיננסי – **השקעה ישירה, השקעה מסוג פוטרפוליו, והשקעה "אחרת"** – אנו מוצאים כי תקופת חמש השנים הראשונות (1998–2002) ראתה **זרימה נרחבת פנימה** בתחום **ההשקעה הישירה** וגם בתחום **ההשקעה מסוג פוטרפוליו**, ואילו **השקעה "אחרת"** נמצאה בכמעט-איזון; הדבר מוצג בטבלה 3 להלן. [נא לציין: השקעות ישראליות בחו"ל הינן כולן "שילוליות"; משמעות הדבר היא שהן כרוכות בהעברת כסף אל מחוץ למדינה. באורח דומה, השקעות זרות בישראל נושאות סימן חיובי. במקרה שמתבצע חיסול-השקעה, או החזרת כסף אל המקור הלאומי שלו (repatriation), הסימנים מתהפכים].

## טבלה 3: זרמי השקעה אל תוך ישראל וממנה החוצה, 1998–2002, במיליארדי דולר

שנה	השקעה ישראלית	השקעה ישירה זרה	השקעה ישירה נטו	השקעת פורטפוליו ישראלית	השקעת פורטפוליו זרה	השקעת פורטפוליו נטו	השקעה 'אחרת' ישראלית	השקעה 'אחרת' זרה	השקעה 'אחרת' נטו
1998	-1.1	1.7	0.6	-0.1	2.4	2.3	-1.7	1.9	0.2
1999	-0.8	3.8	3	-1.3	2.4	1.1	-3.7	5.6	1.9
2000	-3.3	5.9	2.6	-3.3	4.5	1.2	-3.6	3.2	-0.4
2001	-0.7	4.2	3.5	-1.2	0.4	-0.8	-2.2	1.5	-0.7
2002	-1.0	1.9	0.9	-2.6	1.7	-0.9	-1.5	-0.5	-2.0
סה"כ	-6.9	17.5	10.6	-8.5	11.4	2.9	-12.7	11.7	-1.0

המקור: בנק ישראל

כאשר אנו ממשיכים אל התקופה השנייה, 2003–2008, אנו מוצאים את הסיטואציה כאשר היא הפוכה – זרמים מישראל אל חו"ל הינם נרחבים הרבה יותר מאשר אלה שמובאים מארצות אחרות אל תוך ישראל. עם זאת, יצוין כי בתחום השקעה זרה ישירה (FDI), זרים המשיכו להשקיע בישראל יותר מאשר ישראלים השקיעו בחוץ-לארץ – בסכום נכבד, 7.3 מיליארד דולר במשך שש שנים. סכום זה – ברובו, אבל לא כולו – קוזז על-ידי עודף בתחום השקעה מסוג פורטפוליו שביצעו ישראלים, בסכום של 5.4 מיליארדי דולר. הגורם שיצר את ההבדל היה השקעה "אחרת": בזו, ישראלים יצרו זרמים החוצה שהיו שווים יותר מאשר הזרמים פנימה שיצרו זרים – והפער היה מאסיבי, 18 מיליארדי דולר.

## טבלה 4: זרמי השקעה אל תוך ישראל וממנה החוצה, 2003–2008, במיליארדי דולר

שנה	השקעה ישראלית	השקעה ישירה זרה	השקעה ישירה נטו	השקעת פורטפוליו ישראלית	השקעת פורטפוליו זרה	השקעת פורטפוליו נטו	השקעה 'אחרת' ישראלית	השקעה 'אחרת' זרה	השקעה 'אחרת' נטו
2003	-2.1	4.1	2	-3.2	1.1	-2.1	-2	-0.3	-2.3
2004	-4.5	2.5	-2	-2.9	6.8	3.9	-6.5	0.4	-6.1
2005	-2.9	4.3	1.4	-8	3.6	-4.4	-5.2	0.4	-4.8
2006	-14.9	14.8	-0.1	-8	9.1	1.1	-10.4	2.7	-7.7
2007	-6.8	10	3.2	-3.9	1.4	-2.5	-8.1	3.4	-4.7
2008	-7.7	10.5	2.8	-1.7	0.3	-1.4	10	-2.4	7.6
סה"כ	-38.9	46.2	7.3	-27.7	22.3	-5.4	-22.2	4.2	-18.0

המקור: בנק ישראל

אחת מן התכונות הבולטות בטבלה זו היא ההתפתחות המוזהרת בתחום השקעה "אחרת" בשנת 2008, כאשר כיוון הזרמים התהפך בהשוואה לשנים הקודמות. מה שאירע היה שישראלים זורים, יחדיו, חיסלו השקעות על-ידי החזרת כספים אשר הם החזיקו אלה אצל הבנקים של אלה – כמו גם על-ידי חיסול הלוואות וסגירת אשראי מסחרי (בגלל מחנק האשראי). כל זה הוביל ליצירת זרם נטו פנימה בסך 7.6 מיליארדי דולר בשנת 2008 בתחום השקעה "אחרת" (דבר שמשמעותו היא כי סך כל הזרם החוצה נטו בתקופה 2003–2007 היה לא פחות מאשר 25.6 מיליארדי דולר).

אם נמשיך בסיפור הבלתי-רגיל של 2008, ניתן לציין כי חיבור כל הסכומים שמסכמים את שלושת סוגי ההשקעה יוצר תוצאה של זרם פנימה נטו בסך 9.0 מיליארדי דולר. ובכל-זאת, ישראל המשיכה לרשום עודף בחשבון השוטף; ובכך, כיצד הצליחה לרשום גירעון בחשבון הפיננסי שלה, כדי לקזז את העודף הזה? התשובה היא שבנק ישראל נכנס לשוק ורכש את זרמי ההון הנכנסים, ובכך הוסיף לרזרבות שלו סכום מאסיבי של 14.2 מיליארדי דולר – ואז הפקיד את הכסף בחו"ל, ובכך יצר זרם החוצה ודחף את החשבון הפיננסי שוב אל גירעון. זו הינה ההשתקפות הסטטיסטית של ההתערבות המאסיבית שביצע בנק ישראל ואשר נדונה לעיל. אותו תהליך הופעל במחצית הראשונה של 2009, כאשר רזרבות הפורקס התנפחו על-ידי 7.0 (בערך) מיליארדי דולר נוספים. עד 2008 – בגלל מדיניות היעדר-ההתערבות שהייתה בתוקף – השינויים ברזרבות הבנק המרכזי היו קטנים, ושיקפו בעיקר שינויים בשערי ההמרה של מט"ח ועוד גורמים חולפים.



כאשר אנו חוזרים אל הסיפור העיקרי אשר בטבלה 4, אנו מציינים כי **השקעה זרה ישירה (FDI)** יצרה זרם-פנימה אשר היה די מתמיד במשך השנים – וזה חיובי, מנקודת-המבט של ישראל, אבל שימש להגדלת הנטל על המרכיבים האחרים של החשבון הפיננסי: כעת מוטל על אלה לא רק לקזז את העודף בחשבון השוטרף על-ידי כך שישקיעו אותו בחו"ל – אלא גם לקזז את הזרם פנימה נטו של הון המגיע בצורת FDI. בין שני המרכיבים האחרים אשר בטבלה, ברור כי תחום **ההשקעה ה"אחרת"** הכולל-כל הוא אשר נושא את המשקל – אף-על-פי שהוא כולל צרור מגוון של פריטים, הרי בסך-הכול הוא חולל זרם גדול החוצה. **השקעה מסוג פוטרפוליו**, לעומת זאת, לא הייתה איתנה במיוחד; למעשה, בשתי השנים 2005–2006, היא הייתה די אנמית – אפילו במהלך הפריחה בשווקים הפיננסיים הגלובליים.

הבה על-כן נביט ביתר הקפדה על התחום הזה, **השקעה מסוג פוטרפוליו**, ונראה מה יכולים אנו לגלות.

## הכלב שלא עשה דבר בלילה

מי עוסק בהשקעות מסוג פוטרפוליו? התשובה היא -- משהו כמו כולם.

✓ משקי-בית משקיעים במניות ובאג"ח זרות – בין כאשר הם קונים ישירות באמצעות בנקים וחברות ברוקרים (כיום יש לך האפשרות לבצע מסחר מקוון דרך חשבון-הבנק שלך, דבר ההופך פעולה זו לפשוטה וזולה-יחסית) ובין כאשר הם קונים קרנות-נאמנות או תעודות סל (ETFs);

✓ חברות עסקיות גם הן קונות ניירות-ערך זרים, באמצעות המזומנים העודפים שלהן – במיוחד אם הן יצואניות ומחזיקות סכומים גדולים במט"ח;

✓ בנקים מסחריים קונים אג"ח זרות, בתור דרך להשקיע את הפקדות המט"ח שברשותן – חלופה או השלמה לנתינת הלואות במט"ח (שנכללות בקטגוריה: השקעה "אחרת");

✓ מוסדות השקעה – קרנות פנסיה, קופות גמל, חברות ביטוח – משקיעים בניירות-ערך שהונפקו בחו"ל, כחלק מתיק ההשקעות הכולל שלהם.

בתיאוריה, אותה אמירה צריכה להיות נכונה גם לגבי השקעות מסוג פוטרפוליו אל תוך ישראל על-ידי זרים. בחיים המעשיים, עם זאת, מעט משקי-בית זרים או חברות עסקיות זרות רוכשים ניירות-ערך ישראלים – בעוד שבנקים זרים מגלים עניין מועט בקניית אג"ח ישראליות, מכיוון שהם אינם מחזיקים הפקדות בשקלים. וכך, השחקנים הזרים הדומיננטיים בתחום ההשקעות מסוג פוטרפוליו הם מוסדות השקעה זרים – אשר מנהלים את פעילותם בשווקים הישראליים באמצעות ברוקרים זרים או ישראלים. אף-על-פי-כן – כפי שמראה טבלה 4 – אפילו בתקופה שמאז 2003 (כאשר הוסרו המחסומים בפני השקעה בחו"ל והתנפחו הזרמים החוצה), ההשקעה של גורמי חוץ אל תוך ישראל הייתה כמעט שווה לסך ההשקעה הישראלית בחו"ל.

נסקור על-כן, וביתר פירוט, את התפתחות ההשקעה מסוג פוטרפוליו שביצעו ישראלים בחוץ-לארץ – משנת 1998 (כאשר המירות המטבע, לראשונה, פתחה את הדרך בפני השקעות נרחבות בחו"ל) ועד ימינו אלה. הטבלאות שלהלן מציגות את הנתונים בעניין השקעות מסוג פוטרפוליו בחוץ-לארץ, בסך-כול ובחלוקת משנה להשקעות במניות ולהשקעות באג"ח, קודם-כול לגבי המשק כולו ואחרי-כן לגבי המגזר הפרטי שאינו בנקאי. זה-האחרון כולל שלושה תת-מגזרים: עסקים, משקיעים מוסדיים, משקי-בית. ההבדל בין "השקעה כוללת בניירות-ערך זרים" (טבלה 5) לבין הסכומים הסופיים המחוברים של אותם שלושה תת-מגזרים (טבלאות 6-8) עשוי מפעילותו של מגזר הבנקאות (שאינה זוכה להצגה נפרדת במערך הנתונים של בנק ישראל). עם זאת, הבנקים משקיעים רק באג"ח – כך שחיבור הסכומים הסופיים של ההשקעות שאותם שלושה תת-מגזרים ביצעו במניות, אכן משתווה לסך-כול ההשקעה במניות אשר בטבלה 5.

מן הנתונים בדבר השקעה כוללת בניירות-ערך זרים (טבלה 5), ברור מייד כי רק לעיתים נדירות הייתה פעילות מקבילה של תבניות ההשקעה במניות ובאג"ח. כך, עד 2003 לא הייתה בעצם שום השקעה במניות בחו"ל – למעט הזינוק החזק ב-2000 (בשיאה של פריחת הגיאיות במניות האינטרנט), אשר נמוג כלעומת שבא. אחר-כך, 2005–2006 עומדות כשנים של השקעה נרחבת; אבל גם זה הוכח כתופעה חולפת, שהרי ההשקעה במניות הצטמצמה בחדות במהלך 2007 – רק כדי לרשום עלייה בשנת המפולת 2008, ולהציג ביצועים חזקים במהלך המחצית הראשונה של 2009.

**טבלה 5: השקעה כוללת בניירות-ערך זרים (מיליוני דולר)**

שנה	השקעות בתיק ני"ע למסחר בחו"ל	הון מניות	אג"ח סחירות
1998	43	-212	255
1999	1,300	174	1,126
2000	3,311	1,972	1,339
2001	1,241	32	1,209
2002	2,644	50	2,594
2003	3,247	1,054	2,193
2004	2,857	1,152	1,705
2005	7,976	3,375	4,601
2006	8,017	3,873	4,144
2007	3,937	2,151	1,786
2008	2,106	2,429	-323
1-6 2009	3,411	2,050	1,361
<b>סה"כ</b>	<b>40,090</b>	<b>18,100</b>	<b>21,990</b>

המקור: בנק ישראל

ההשקעה באג"ח התפתחה באורח מאוד שונה. כבר בשנת 1999 נחצה הקו של מיליארד דולר בשנה; ואחר-כך נרשם גידול חד בשנים 2002–2003, מגמה שהגיעה לשיאה בשנים 2005–2006 – באופן חריג, במקביל למגמת בהשקעות במניות. עם זאת, ההשקעה באג"ח הצטמצמה בחדות בשנת 2007 – ולמעשה הפכה להיות שלילית (זאת אומרת: חיסול-השקעות נטו באג"ח זרות) בשנת 2008, לפני שהתאוששה במחצית הראשונה של 2009.

מקבילות והבדלים אלה, בין זרמי ההשקעה במניות ובאג"ח, מעוררים את סקרנותנו: מי מאותם תת-מגזרים היה אחראי לתפניות כלפי מעלה וכלפי מטה? הבה ונתחיל עם המגזר העסקי (טבלה 6).

**טבלה 6: השקעת המגזר העסקי בניירות-ערך שהונפקו בחו"ל (מיליוני דולר)**

שנה	השקעות בתיק ני"ע למסחר בחו"ל	הון מניות	אג"ח סחירות
1998	10	-52	62
1999	674	63	611
2000	1,788	835	953
2001	769	-134	903
2002	1,452	31	1,421
2003	690	32	659
2004	1,823	559	1,264
2005	1,281	369	912
2006	2,751	647	2,104
2007	1,090	953	137
2008	2,330	1,279	1,051
1-6 2009	-1,421	-481	-940
<b>סה"כ</b>	<b>13,237</b>	<b>4,101</b>	<b>9,137</b>

המקור: בנק ישראל

בעת שאנו סוקרים את הנתונים לגבי השקעת המגזר העסקי, חשוב לציין כי מגזר זה לא הושפע מהרפורמות-במס של השנים 2002 ו-2003 ו-2005 – אשר יצרו 'מגרש שטוח' במיסוי על השקעות בניירות ערך מקומיים וזרים; זאת, משום שעסקים היו ועודם כפופים למיסוי על רווחיהם – בלי הבדל מבחינת מקורות הרווחים. ההתפתחות העיקרית מבחינת פירמות הייתה, על-כן, ביטול מערך הפיקוח על המרת מטבע והשגת המירות מלאה בחודש מאי 1998; בעיקבות צעדים אלה, חברות עסקיות החלו להשקיע בחו"ל. אבל בעוד שמהלכיהן בתחום רכישת ניירות-ערך, מאז 2000–2007, היו בהתאם למגמת השוק העיקרית (רכישה קטנה או שלילית במהלך שוק הדובים של 2001–2003 וחויבות במהלך

ההתאוששות/הפריחה) – הרי ההשקעה באג"ח הייתה פחות תנודתית. יתר-על-כן: בכל שנה עד 2007, ההשקעות באג"ח היו גדולות יותר מן ההשקעות במניות.

מאז 2007, תבניות אלה שובשו: ההשקעה במניות שביצעו פירמות גדלה עד לרמות שיא עוקבות ב-2007 ו-2008 – בטרם הפכה להיות שלילית במחצית הראשונה של 2009; מצד שני, ההשקעה באג"ח רשמה מפולת בשנת 2007 אבל התאוששה בשנת 2008 – רק כדי להפוך, באורח חד (וחסר-תקדים), לשלילית במחצית הראשונה של 2009. הסבר סביר לכך הוא כי מהלך חיסול-ההשקעות הכבד שהתבצע השנה, במניות ובאג"ח גם יחד, משקף את מחנק האשראי ואת השפל הכלכלי ואת מה שהיה תוצאה משני אלה: הצורך של חברות עסקיות להשיג מזומנים.

מפרספקטיבה ארוכת-טווח, נראה ברור למדי כי המגזר העסקי משקיע באג"ח הרבה יותר מאשר במניות – כפול, ויותר, בתקופה הנסקרת. יש להניח כי זה משקף את הנטייה, ואת הצורך, של מנהלי-כספים תאגידיים להיות זהירים ושמרנים כאשר הם מטפלים בכספי החברות שלהם.

### טבלה 7: השקעת משקי-בית בניירות-ערך שהונפקו בחו"ל (מיליוני דולר)

שנה	השקעות בתיק ני"ע למסחר בחו"ל	הון מניות	אג"ח סחירות
1998	-160	-161	1
1999	79	108	-29
2000	1,078	1,073	5
2001	624	70	554
2002	1,241	-45	1,286
2003	1,024	389	635
2004	957	389	568
2005	2,142	1,352	790
2006	2,381	1,895	486
2007	361	190	171
2008	-1,171	-880	-291
1-6 2009	1,105	543	562
סה"כ	9,661	4,923	4,738

המקור: בנק ישראל

כאשר אנו ממשיכים הלאה, אל מגזר משקי-הבית, אנו מוצאים כי תבנית ההשקעות במניות עד 2007 דומה לזו של המגזר העסקי: מאוד קטנה או שלילית עד 2003 – למעט זינוק חד ב-2000; עלייה בעת ההתאוששות, ואחר-כך זינוק לשיא בשנים 2005–2006. אבל הדמיון מסתיים שם: העניין אשר משקי-בית גילו במניות הצטמק ב-2007 והפך להיות מאוד שלילי ב-2008, לפני שהתאושש בשנה הנוכחית. ההשקעה באג"ח זרות התחילה ב-2001, והגיעה לרמה שהתחווה כרמת-שיא ב-2002; אחרי-כן היא המשיכה בקצב יציב, אם כי יותר נמוך, בתקופת 2003–2006; ב-2007 היא נפלה, וב-2008 הפכה להיות שלילית – אבל צעדים אלה היו דרמטיים פחות מאשר המקבילים במגזר העסקי; ב-2009, מגזר משקי-הבית – אשר בבירור לא סובל מבעיות נזילות, מן הסוג אשר תוקף את המגזר העסקי מכל צד – חידש את ההשקעה הן באג"ח והן במניות, ועשה זאת בקצב בריא.

במבט ארוך-טווח, מתברר כי משקי-בית השקיעו במניות יותר מאשר באג"ח. ניתן להציע כל מיני הסברים לכך -- כגון חיבה יותר גדולה לסיכון אצל משקי-בית, והצורך שלהם לגוון את תיקי ההשקעות שלהם, המתאפיינים במרכיב ישראלי גבוה מאוד.



**טבלה 8: השקעת המגזר המוסדי בניירות-ערך שהונפקו בחו"ל (במיליוני דולר)**

שנה	השקעות בתיק ני"ע למסחר בחו"ל	הון מניות	אג"ח סחירות
1998	1	1	0
1999	3	3	0
2000	64	64	0
2001	223	96	127
2002	99	64	35
2003	893	634	259
2004	206	204	2
2005	3,072	1,655	1,417
2006	1,582	1,332	250
2007	1,383	1,008	376
2008	1,059	2,030	-971
1-6 2009	2,500	1,988	512
<b>סה"כ</b>	<b>11,085</b>	<b>9,079</b>	<b>2,007</b>

המקור: בנק ישראל

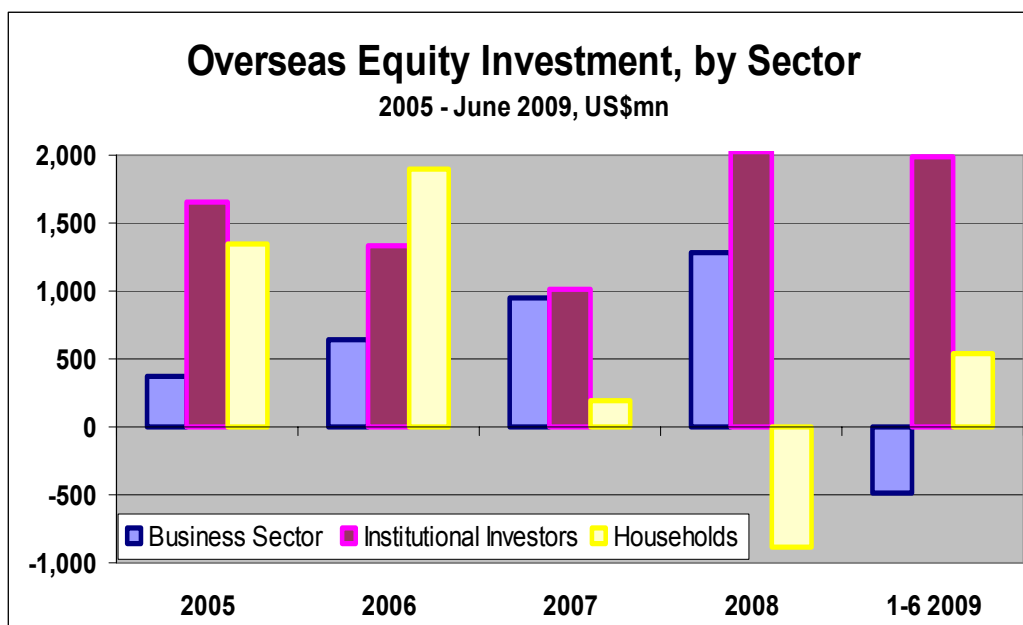
די במבט שטחי בטבלה 8 כדי לראות כי תבנית ההשקעה שביצע המגזר המוסדי הייתה מאוד שונה מזו שראינו במגזרים האחרים. לא הייתה שום השקעה לפני 2000, והיה רק סכום זניח עד 2002, בעוד הזינוק ב-2003 התפוגג ברובו ב-2004. וכך, סיפור ההשקעה המוסדית בחו"ל לא ממש מתחיל לפני 2005 – וזה בהחלט ממצא הגיוני. שלא כמו לגבי פירמות ומשקי-בית, הרגולציות שהסדירו פיקוח על המרות מט"ח של מוסדות השקעה לא הוסרו עד 2003 – ואפילו צעד זה היה רק תנאי הכרחי, אבל עדיין לא מספיק, לכך שהם יתחילו לגוון בחו"ל ויעשו זאת בהיקף נרחב. גורם-המפתח בעבורם היה השגת מגרש שטוח במונחי חבות-מס, אשר הגיעה רק ב-2005 – ואכן, זו הייתה השנה אשר בה הגיעה ההשקעה שלהם בחו"ל לממדים משמעותיים.

אבל התחוויר כי התחלת התהליך ב-2005 הייתה גם השיא, שלא נשבר עד היום! אפשר לראות שתוצאה מפתיעה זו נגרמה עקב מפולת בהשקעה באג"ח זרות – בעוד שההשקעה במניות יישמה תבנית שונה מאוד (וגם מוזרה במידת-מה): היא נסוגה בשנת הפריחה, 2006, ושוב נפלה בשנת 2007 כאשר החלה המפולת – אבל עלתה בחדות לשיא חדש ב-2008! שיעור ההשקעה הרקיע הלאה במחצית הראשונה של 2009, שנה שנראית כבעלת סיכוי סביר לקבוע שיא הרבה יותר גדול מזה של אשתקד.

בינתיים, בתחום ההשקעות באג"ח בחו"ל, משקיעים מוסדיים החלו לצאת כמעט מייד אחרי שנכנסו: לאחר שהשקיעו בחו"ל 1.4 מיליארד דולר ב-2005, הם הספיקו להשקיע בערך 600 מיליוני דולר בסיכום שתי השנים הבאות; ואז ביצעו חיסול-ההשקעות בסך 1.0 מיליארד דולר ב-2008. השנה, הם שוב חוזרים להשקיע – בקצב שיעמיד בצל את הנתון השלילי של אשתקד, אם הקצב הזה יישמר במחצית השנייה. בסך-הכול, המשמעות תהיה השקעה אפסית בשנים 2008–2009 – וסכום שנתי ממוצע זניח לגבי ארבע השנים, 2006 עד 2009.

שני התרשימים הבאים מספקים ייצוג מאויר לתבניות ההשקעה במניות ובאג"ח בשנים אשר חלפו מאז 2005 – אשר אנו רואים, כעת, כי הייתה שנה קריטית בהתפתחות ההשקעה מסוג פורטפוליו שביצעו ישראלים בחו"ל.

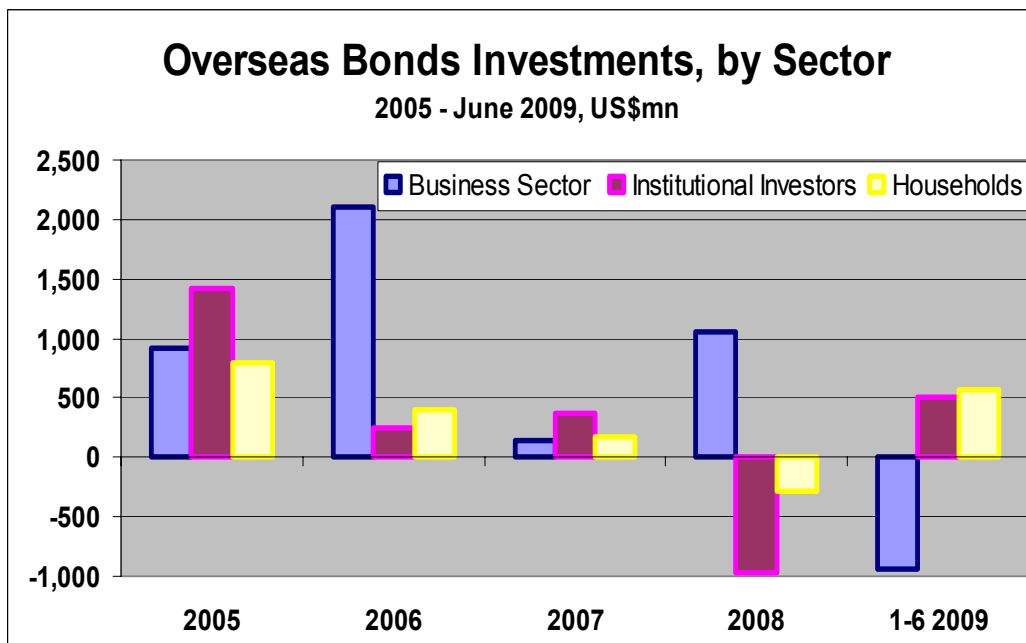
**תרשים 11: השקעה במניות חו"ל, לפי מגזר, מאז 2005 [מיליוני דולר]**



המקור: בנק ישראל

בתחום ההשקעות במניות (תרשים 11), משקיעים מוסדיים הפכו להיות המגזר הדומיננטי ביותר מאז הסרת המחסומים שמנעו מהם את ההשקעה בחו"ל. הם היו המשקיע הגדול ביותר בכל שנה, למעט 2006, מעולם לא הייתה להם שנה של חיסול-השקעות (אפילו בעת המפולת) – וכך, בהצטברות, הינם השחקן הגדול ביותר ובפער גדול מן האחרים.

**תרשים 12: השקעה באג"ח חו"ל, לפי מגזר, מאז 2005 [מיליוני דולר]**

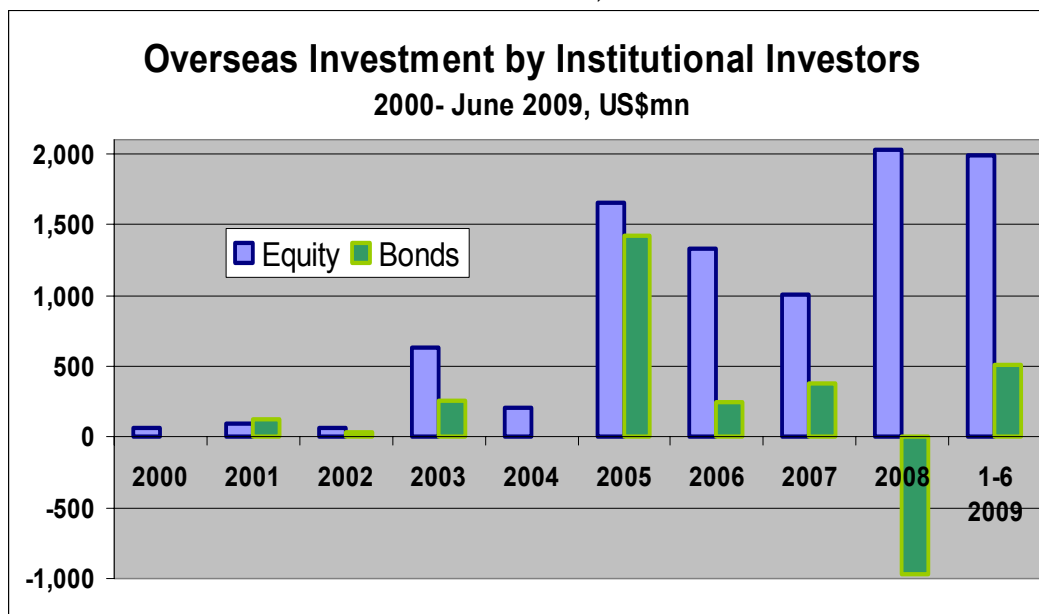


המקור: בנק ישראל

אבל הסיפור שונה לגמרי בתחום ההשקעה באג"ח (תרשים 12). השנה היחידה אשר בה הובילו המשקיעים המוסדיים את המגזרים האחרים הייתה 2005; בעוד אשר על בסיס מצטבר – הם השקיעו את הסכומים הקטנים ביותר בהשוואה לפי מגזרים, לאורך התקופה אשר בה היה מותר להם להשקיע בחו"ל.

סיפור ההשקעה בחו"ל בידי מוסדות ישראליים, שמתמשך מאז 2000, מסוכם בתרשים 13; זה מתאר, באורח המבליט ביותר, את ההבדל בין גישתם של משקיעים אלה אל מניות מצד אחד ואל אג"ח מצד שני. יש לציין כי אין אף שנה אחת, אפילו בתקופה שלפני הרפורמה, אשר בה הם לא השקיעו במניות – וכי במשך הזמן, היקף הרכישה הלך וגדל. לגבי אג"ח – ההיפך הוא הנכון.

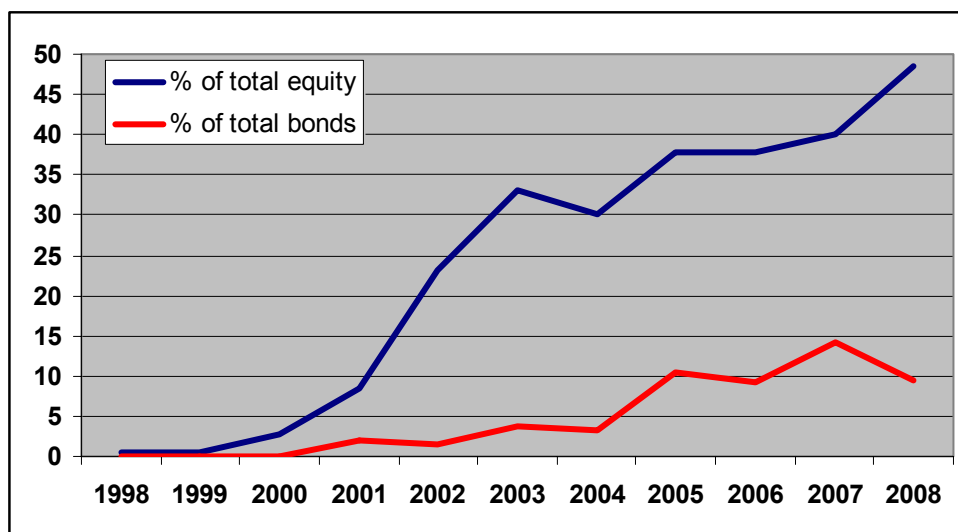
**תרשים 13: השקעת משקיעים מוסדיים ישראליים בניירות-ערך בחו"ל, לפי סוג הנכסים, מ-2000 ואילך [מיליוני דולר]**



המקור: בנק ישראל

התרשים האחרון בניתוח זה (תרשים 14) הוא, במובן מסוים, החשוב ביותר; זאת, מכיוון שהוא מתייחס לסדרת נתונים שונה מזו של האחרים. עד כה, הסתכלנו על זרמי ההשקעות השנתיים שביצעו סוגי-משקיעים שונים בשני סוגי הנכסים העיקריים. תרשים 14 מתייחס לנתונים בדבר הצבר ההשקעה הכוללת במניות ובאג"ח, ומתחיל בשנת 1998. הוא מציג את החלק היחסי של מגזר המשקיעים המוסדיים בתוך הסך-הכול המצטבר שרשמה ההשקעה הישראלית בחו"ל.

**תרשים 14: חלקו של המשקיעים המוסדיים בסך-כול ההשקעה המצטברת בחו"ל במניות ובאג"ח, 1998–2008, באחוזים**



המקור: בנק ישראל

המסר ברור דיו: חלקם של המשקיעים המוסדיים בעוגת המניות גדל בהתמדה – אף-על-פי שלא בקו ישר – ועומד כיום על בערך 50% (48.5% בסוף 2008). בניגוד חד, חלקם בעוגת אגרות-החוב הוא בסביבות 10% – לאחר שנפל בחדות ב-2008, ומעולם לא הגיע ל-15%. הבה ונעמיד מספרים במקום ציון האחוזים: מתוך החזקות מצטברות (נתונים מעודכנים לסוף 2008) בסך 12.2 מיליארדי דולר שהיו לישראלים במניות חו"ל, חלקם של המשקיעים המוסדיים היה 5.9 מיליארדי דולר. אבל מתוך סך-כול החזקות באג"ח חו"ל, שהוא 23.4 מיליארדי דולר, החזקות של משקיעים מוסדיים הסתכמו ב-2.2 מיליארדי דולר בלבד. לו היו המוסדות מפתחים את החזקותיהם באג"ח אל אותה רמה שהם פיתחו את תחום החזקות במניות – זאת-אומרת, היו מחזיקים סכום כמעט שווה לזה שהחזיקו מגזר בתי-העסק ומגזר משקי-בית במחבר – היה עליהם להשקיע עוד 10–11 מיליארדי דולר במהלך 2006–2008.

## החוליה החסרה

גבירותי ורבותי, חבר'ה – זהו זה!! זו היא החוליה החסרה!!

פְּשִׁלוֹנוֹ של מגזר המשקיעים המוסדיים הישראלי להשקיע בחו"ל סכומי כסף משמעותיים בתחום האג"ח, הוא הגורם שמסביר את כל הבעיות אשר זוהו בסדרה זו:

- ✓ זו הסיבה הראשונה לכך ששוק הפורקס הישראלי הפך לדיס-פונקציונלי. בשוק יש חור – שנגרם בגלל היעדר שחקן גדול, בצד הביקוש למטבע זר.
- ✓ זה הפתרון לתעלומת השקל החזק. היעדר ביקוש מוסדי מתמשך למט"ח, הוא אשר יצר הטיה אצל השקל לעלות; וההטיה הזו זוהתה, ואחרי-כן נוצלה, בידי המוסדות הפיננסיים הזרים – שהינם זריזים ומהירי-תפיסה ופקחים (אבל לא רעים באופן אינהרנטי) – תוך כדי פעילותם הספקולטיבית הסדירה.
- ✓ לו היה המגזר המוסדי גדל באורח יציב, מבחינת הפורטפוליו שלו בתחום אג"ח חו"ל, הדינמיקה הזו של השקל העולה מעולם לא הייתה מתרחשת; או, לו הייתה מתחילה – היא הייתה עדי-מהרה מעוררת ביקוש נוסף מצד המוסדיים כדי להשיג איזון בשוק, שהיה נוצר ברמת ערכי שקל נמוכה בהרבה מאלה שהושגו בשנים 2007–2008 ושוב ב-2009.
- ✓ הנתון שהוצע לעיל, 10–11 מיליארדי דולר של השקעה "חסרה", אינו מיועד להיחשב סופי; אלא, עדיף, זו אינדיקציה למידותיו העצומות של החור בשוק. בחיים המעשיים, המוסדות היו יכולים להשקיע יותר או פחות מסכום זה – ובוודאי שלא היו עושים זאת בגישת "קו ישר". אבל עיסוקם הפעיל והמתמשך בשוק, די היה בו למנוע את העיוות הענקי שהתפתח.

## קרן ההון הריבונית הישראלית

עדיין לא סיימתי; רחוק מזה! הבה נזוז ממה שהיה יכול להתרחש אל מה שהתרחש באמת; והבה נבחן דרך חדשנית להבנת ההתפתחויות אשר אחריהן עוקב הניתוח הזה, התפתחויות אשר עדיין מצויות בעיצומן.

- היעדרותם של המוסדות משוק הפורקס (בניסוח יותר מדויק: נוכחותם ומעורבותם שהינן בלתי-מספיקות באורח משווע) יצרה בעיה, אשר הפכה גרועה יותר ככל שהתמשכה. לו הם היו קונים כמה מיליארדי דולרים בכל שנה כדי להשקיע באג"ח – השקל מעולם לא היה עולה אל רמות גבוהות כמו אלה שהוא עלה אליהן, ובנק ישראל מעולם לא נאלץ להוציא 30 מיליארדי דולר (והספירה עדיין נמשכת) בניסיון לעצור את השטף.
- אבל זה מה שהתרחש. כתוצאה מכך, רזרבות המט"ח של ישראל הוכפלו, ויותר, במשך 19 החודשים שחלפו מאז תחילת ההתערבות במאוס 2008. בקרוב, הן יחלפו על-פני קו ה-60 מיליארדי דולר; ואם יימשכו המגמות הנוכחיות (חולשת הדולר, וכו') – הן יגדלו בהתמדה עוד ועוד.
- אף-על-פי שרזרבות אלה מצויות הרחק מאחורי הרמה של סין או יפן, או אפילו רוסיה או סינגפור – מה שאנו רואים הינו התפתחותה של "קרן הון ריבונית" (Sovereign Wealth Fund) ישראלית, המנוהלת בידי מחלקה של הבנק המרכזי. כמובן, תוצאה זו הינה בלתי-מתוכננת, ונוצרה שלא-בכוונה; בעצם, היא די בלתי-רצויה – במיוחד מבחינת בנק ישראל עצמו. אבל, זה מה שהתרחש – וממשיך להתרחש.
- מה עושה בנק ישראל, וצפוי לעשות, בכסף זה? המקובל הוא שרזרבות מט"ח מוחזקות במכשירים שמאופיינים בטווח קצר מאוד (כגון הפקדות בנקאיות, ושטרי-אוצר של ארה"ב); ללא כל ספק, זה המקום אשר בו הן נמצאות ברובן. אבל ככל שהרזרבות עולות אל רמה שהינה הרבה מעבר לזו הנחשבת נורמלית – ומכיוון שמכשירים קצרי-טווח משלמים כיום תשואות השואפות

לאפס – הנטייה תהיה להשקיע חלק הולך וגדל מקרן ההון הריבונית שלנו, שהקמנו לא-בכוונה אבל אשר קיימת למרות זאת, במכשירים לטווח יותר ארוך. מכיוון שאלה יהיו חייבים להיות בטוחים, הם יהיו אג"ח ממשלתיות – לא בהכרח כולן באג"ח של ממשלת ארה"ב, אלא אג"ח שהנפיקו מדינות מפותחות מקבוצת G-10, כגון גרמניה ואוסטרליה וקנדה.

וכך, הגלגל יסגור מעגל שלם. מה שהיה אמור להתרחש, זה שמשקיעים מוסדיים ישראלים היו אמורים לקנות אג"ח של ממשלות זרות כאמצעי לתיקון ההטיה המקומית המוגזמת של הפורטפוליו אשר הם מחזיקים. אבל הם לא עשו זאת – ובכך יצרו חור בשוק הפורקס, הניחו לעכבר להיכנס פנימה ויצרו סיבה ישירה להיווצרות הדינמיקה אשר גורמת נזק מצטבר למשק הריאלי. איום זה הכריח את בנק ישראל להפוך את מדיניות אי-ההתערבות שלו ולעלות על נתיב התערבות מוגדל אשר בסופו-של-דבר הינו בלתי-מוגבל ואשר כבר מגיע אל סכומים ברבבות מיליארדי דולר. זה, בתורו, יצר קרן הון ריבונית; וקרן זו נאלצה (או תיאלץ), בגלל ההיגיון הכלכלי, לקנות אג"ח ממשלתיות זרות – דבר אשר היה אמור להתרחש מלכתחילה!

הפסקה הקודמת מנוסחת על-פי מונחי השוק, אשר אנו השתמשנו בהם בחלק השלישי של סדרה זו (דו"ח 130). כעת, הבה נאמר את אותו הדבר במונחים מקרו-כלכליים – ועל-ידי כך, ניצור התאמה בין החלק השני (דו"ח 129) לבין החלק השלישי.

הזרם פנימה של מט"ח, שנוצר בגלל העודף ה"כרוני" בחשבון השוטר, חייב להיות מיוצא. במשק חופשי, פתוח, ללא רגולציה – המנגנון העיקרי שאמור למלא את התפקיד הזה, של יצואן עודפי מט"ח, הוא מגזר המשקיעים המוסדיים, אשר מושך אליו את כמות הכסף הגדולה ביותר ויכול לאמץ ראייה ארוכת-טווח. אבל – בגלל סיבות אשר אני אתיחס אליהן מיד – המנגנון הזה כשל. כדי לתקן את כשל-השוק הזה, הבנק המרכזי נאלץ לקחת על עצמו את התפקיד אשר מוסדות ההשקעה היו אמורים למלא. הוא קונה (באי-רצון ובגישה מגיבה) את עודפי המט"ח אשר בשוק – הן את אלה שנוצרים על-ידי החשבון השוטר, והן את זרמי ההון הנוספים שמגיעים מאת משקיעים פיננסיים זרים – ואחרי-כן משקיע את הכספים האלה בחו"ל, דבר שגורם להעברת חשבון ההון והחשבון הפיננסי אל מצב גירעוני ולאִיזון (בחישוב גס) במאזן התשלומים.

אני מאמין שיש בכך הסבר מלא ומספק לכוחות הפועלים בשוק המט"ח ובמשק. כפי שצוין בתחילת הגיליון הזה, הצורך האנאליטי היה לזהות לא רק מי עשה מה, אלא גם מי לא עשה מה; כך הגענו אל "הכלב בלילה" – שהוא גם "החוליה החסרה".

## למה 'תה עושה' את זה?

שתי שאלות קריטיות עולות מן ההסבר הזה. הראשונה מייצגת את עניין המניע: כיצד יש להסביר את התנהגותם של המשקיעים המוסדיים? השנייה מייצגת עניין שהוא פראקטי: מה יש לעשות? לאחר שהצלחנו להבין את הסיבה היסודית לבעיה, האם יכולים אנו כעת לפתור אותה?

השאלה הראשונה מתבקשת, לאור הנתונים אשר אותם סקרנו. מדוע היו המוסדות הישראליים כה מאופיינים באי-רצון כלפי ההשקעה בחו"ל, ובמיוחד בהשקעות באג"ח? הדרך היהודית להשיב על שאלה זו היא להציג שאלה נגדית: מדוע היה עליהם להשקיע בחו"ל? לשאלה האחרונה יש תשובות אחדות, אשר נראות כמי שיכולות – בנפרד, ובוודאי במצטבר – לספק טיעון משכנע לטובת השקעה כזו.

א. **סיכון**: התיאוריה הכלכלית והפיננסית, כמו גם גישת השכל הישר, תובעת כי תיק השקעות יהיה מגוון: "אל תניח את כל הביצים בסל אחד". היבט אחד של גיוון זה הוא גיאוגרפי – למנוע התמקדות מוגזמת במדינה אחת, או אפילו באזור אחד. זה רלוונטי במיוחד כאשר המדינה הינה קטנה; ועוד יותר מכך – כאשר העבר שלה מאפיין אותה כ"מסוכנת", במובן הגיאוגרפי-פוליטי, וכ"לא יציבה" מבחינה כלכלית ופיננסית.

ב. **ניזילות**: שיקול פרקטי מרכזי אחד, אצל מנהל תיק השקעות, הוא הצורך להיות מסוגל להפוך נכסים למזומנים – ולעשות זאת במהירות ובזול. הדבר קיבל איור כואב בשווקים הישראליים בעת המשבר הפיננסי של 1996: הציבור הכללי נתקף בפניקה, והחל למשוך כסף מחסכונות ארוכי-טווח, בעיקר קופות-גמל. קופות אלה החזיקו נכסים בישראל בלבד, חלקם באג"ח ממשלתיות לא-סחירות והשאר במניות או אג"ח מקומיות. כאשר הציבור מוכר את החזקותיו ומאלץ את המוסדות למכור גם הם – לא נשאר אף אחד בצדו האחר של השוק, צד הקונים. כתוצאה מכך, הממשלה נאלצה להתערב, כדי למנוע קריסה מוחלטת. חוויה טראומטית זו

שכנעה דור שלם של מנהלי כספים וקרנות לגבי החשיבות שנודעת להחזקת נכסים זרים – במיוחד אג"ח ממשלתיות מאוד נזילות, אשר בקלות ניתן למכור אותן במקרה שמתרחש משבר בשוק המקומי.

ג. **תשואה:** בנוסף לשיקולים הגנטיים, יש גם סיבות חיוביות חשובות לצעד של גיוון בחו"ל. במניות, יש ספקטרום הרבה יותר גדול של חברות – מגזרים רבים (כרייה, נפט, מכונאות, פלדה וכו') אינם קיימים בישראל. וגם בתחום האג"ח המיגוון הוא הרבה יותר רחב – אפילו במגזר הצר-יחסית של אג"ח ממשלתיות, ובוודאי בשוק האג"ח הקונצרניות.

שיקולים תיאורטיים ופרקטיים אלה ואחרים, הם שהיוו בסיס למדיניות אשר הסירה את המחסומים שמנעו את המשקיעים המוסדיים מלבצע גיוון בחו"ל. מחסומים אלה כללו מערך הפיקוח על מט"ח, חוקי מיסוי, ושיקולי נאמנות ספציפיים המתייחסים לקרנות-פנסיה וכדומה. בתוך שנים אחדות (בעיקר בין 2002 ו-2005) הוסרו מחסומים אלה, והושג מצב של "מגרש שטוח" בין השקעות מקומיות לבין השקעות בארצות אחרות. הציפייה הייתה שהמוסדות יעברו, באורח הדרגתי ומתמיד, מתיקי השקעות אשר ההטיה המקומית שלהם הייתה בסדר-גודל של 95%-100% אל פורטפוליו אשר 10% ממנו – ואחר-כך 20%, ובסופו-של-דבר לפחות 30% ואולי הרבה יותר – יהיו מורכבים מנכסים בחו"ל. בהנחות אלה, הייתה אחת משתמעת: המרכיב הזר יכלול חלק גדול – אולי אפילו חלק המהווה רוב – של אג"ח.

מה שהתרחש במציאות מסוכסם בטבלה 9; היא מראה את שיעורי הנכסים אשר אכן הושקעו בניירות-ערך שהונפקו בחו"ל (הן במניות והן באג"ח) בין השנים 2004 ו-2008, וגם את הגודל המוחלט של תיק השקעות הפיננסי ואת הגודל של כל קבוצת-מיון בקרב המשקיעים המוסדיים – בשתי נקודות-זמן: סוף 2004 (כלומר לפני ביצוע המעשי של הרפורמות העיקריות), וסוף 2008 (המועד הקרוב ביותר אשר לגביו יש נתונים מפורטים במצב זמין).

[הטור המייצג את סך-כול תיק השקעות של כל הנכסים הפיננסיים שמוחזקים בידי הציבור כולל, לפי עצם ההגדרה, את כל הנכסים בכל קבוצות-המיון אשר בקרב מוסדות השקעה. קבוצות המיון למיניהן – הגדרותיהן, הכללים שמיושמים לגביהן, ההבחנות ביניהן – אינן מענייננו כאן; נציין רק כי הבדלים אלה מסבירים את ההתפתחות המאוד-שונה של תיק השקעות שמפעילה כל קבוצת-מיון. לבסוף: תיק השקעות הזר של פוליסות ביטוח-חיים משתתפות-ברוחים כולל כל סוגי הנכסים הזרים (החל בהפקדות מזומנים ועד נדל"ן) – עובדה המהווה חלק מן ההסבר לכך שקבוצת-מיון זו מחזיקה נכסים זרים בשיעור גדול בהרבה, יחסית לאחרות.]

### טבלה 9: שיעור ניירות-הערך הזרים (מניות ואג"ח) בתיק השקעות, 2004–2008

פוליסות ביטוח משתתפות ברווחים	קרנות פנסיה חדשות	קרנות פנסיה וותיקות	קרנות השתלמות	קופות גמל	סך תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור	
58.2	23.6	124.4	61.9	147	1,420.10	סה"כ נכסים, סוף 2004 במיליארדי ש"ח
10	0.6	0.1	2.2	3	6.3	2004
15	3.5	0.7	7.6	7	7.7	2005
18	7.9	3.3	9.6	8.9	8.3	2006
19.6	10.8	5.6	9.6	10.5	7.8	2007
16.3	8.3	4.4	6.7	7.2	6.5	2008
86.1	70.4	237.2	72.6	145.4	1,884.60	סה"כ נכסים, סוף 2008 במיליארדי ש"ח

המקור: בנק ישראל

מה שעולה בבירור מטבלה זו הוא כי כאשר נפלו (ב-2005) המחסומים בפני השקעות בחו"ל, כל קבוצת-מיון בקרב המשקיעים המוסדיים הגיבה בכך שהגדילה משמעותית את המרכיב החו"לי בתיק השקעות שלה. תהליך זה המשיך ב-2006; אבל אז נחלש או התפוגג – הרבה לפני פרוץ המשבר. הגידול בסך-כול המרכיב הזר בתיק השקעות של המוסדיים תרם לגידול מתון בסך-כול החזקות הציבור בנכסי חו"ל – לפחות עד שהמשבר התקף.

כבר ראינו, בטבלאות ובתרשימים שהוצגו קודם-לכן, כי השינוי באוריינטציה אשר מוסדות ישראליים ישמו בעניין חו"ל, התרחש כמעט כולו בתחום אגרות-החוב – בעוד שהשקעותיהם במניות חו"ל המשיכו לעלות, אפילו בזמן המשבר והמפולת. אנו יכולים על-כן לעדן את שאלתנו ביחס להתנהגות המוסדיים ולהציג אותה כדלקמן: **בהינתן תגובתם הנלהבת הראשונית לליברליזציה אשר נכנסה לתוקף ב-2005,**



ובהינתן מה שנראה ככנוונותם המתמשכת להשקיע במניות בחו"ל וזאת בלי קשר למצב השווקים – מה גרם לכך שהמוסדיים, למן שנת 2006, נסוגו במידה רבה מהשקעות בחו"ל בתחום האג"ח?

הבה נשנה מעט את הניסוח: מה אירע ב-2006 שהיה עשוי לגרום למוסדיים לשנות את גישתם/מדיניותם כלפי השקעה באג"ח זרות?

אני מציע את התשובה הבאה: **העלייה הבלתי-צפויה בערכו של השקל**, אשר החלה באוגוסט 2006 (כפי שמתואר בחלק 1 של סדרה זו [גליון 129]), **גרמה הפסדים בערכים השקליים של הנכסים אשר המוסדיים החזיקו בחו"ל. ככל שחשיפתו של מוסד כלשהו לחו"ל הייתה גדולה יותר – במלים אחרות, ככל שתגובתו לרפורמות הייתה יותר מהירה ונלהבת – כן היה ההפסד שלו יותר גדול.**

בנקודת-זמן זו (המחצית השנייה של 2006), התחרות המוגברת שחוללו הרפורמות – בין קבוצות-המיון אשר בקרב המוסדות, ובין מוסדות בתוך אותה קבוצת-מיון – מצאה ביטוי בדיווח הבולט על-אודות תשואות חודשיות, ובשימוש אשר נעשה בנתונים אלה (ובדיווחים של אמצעי-התקשורת) למטרות פרסום ושיווק. זה התרחש למרות העובדה שהיו אלה מוסדות השקעה אשר עוסקים בחיסכון לטווח ארוך ואשר טענו כי השקעותיהם מבוצעות על-פי אסטרטגיות לטווח ארוך! וכך, אף-על-פי שההפסדים אשר נגרמו בגלל עליית השקל היו שוליים ככל שמדובר בהשפעתם על תיק ההשקעות הכולל – הייתה להם השפעה קריטית על ביצועי התשואה קצרת-הטווח (חודשית או רבעונית) של המוסדיים.

התגובה הייתה: להאט את קצב ההשקעה בחו"ל, במטרה שהאטה זו תפחית את השפעתן של התנודות בשערי המטבע. **עם זאת – באירוניה מרה – בהפחיתם את הביקוש שלהם למט"ח, המוסדות השיגו את התוצאה ההפוכה ולמעשה החמירו את הבעיה. נסיגתם משוק הפורקס, אשר בו הם היו קונים כבדי-משקל, הגדילה את הביקוש העודף לשקל וגרמה לכך שהשקל עלה עוד הלאה.** נוצר מעגל מכושף – העלייה המתמשכת של השקל שכנעה את המנהלים ואת ועדות-ההשקעה של המשקיעים המוסדיים להקטין את קצב הגידול שלהם בחו"ל; תגובה זו הזינה את חוזקו של השקל, בכך שהוציאה מן השוק גורם חשוב מאוד בצד מוכרי-השקלים וקוני-המט"ח; או-אז, השקל עלה עוד – ודחף את המוסדיים להשקיע פחות בחו"ל; וכן הלאה.

ביסודו, תהליך זה נותר קיים ופעיל במהלך כל התהפוכות שאירעו בשנתיים האחרונות: השלבים ההתחלתיים של המשבר הפיננסי הגלובלי, שינוי המדיניות של בנק ישראל (מאי-התערבות אל התערבות מתמשכת), המשבר הגלובלי המוגבר שבעקבות התמוטטות בנק-ההשקעות האמריקני Lehman (אשר יצר זרמי חיסול-השקעות בשני הכיוונים), וכל הדרך עד לשלב הטרי ביותר שמאופיין בהתייצבות הדרגתית ובחידוש ההשקעה בחו"ל. לאורך כל אלה, המשקיעים המוסדיים הישראלים נקטו בדרך-כלל גישה זהירה כלפי השקעה מחוץ לגבולות ישראל; גישה זו התבטאה ברכישות מתמשכות – אבל עדיין מאוד מוגבלות – של מניות זרות ובהשקעה מינימלית, או אף שלילית, באג"ח זרות.

מדוע עשו המוסדות הישראלים את ההבחנה הזו בין מניות חו"ל לבין אג"ח? התשובה נובעת ממקור הבעיה שלהם, שהוא ייסוף השקל. אם נניח כי הכיוון הכללי של השווקים הפיננסיים הישראלים שיקף (כמו ראי) את זה של השווקים הגלובליים – וזה אכן היה המצב בשנים האחרונות – הרי הפער בין השקעות מקומיות לבין השקעות בחו"ל, בתחום האג"ח, הוא (ברוב הזמן) קטן. אפילו ייסוף מתון – שלא לדבר על כזה ששיעורו יותר מ-30%, כפי שהתרחש בין אוגוסט 2006 ובין מארס 2008 – יהיה בו די למחוק פער חיובי כלשהו, אשר שווקים בחו"ל אולי יציעו. (ואפילו אפשר לטעון כי גודלם של סיכונים המטבע מקזז את ערכן של הקטנות הסיכונים האחרים, שהושגו באמצעות הגיוון על-ידי השקעה מעבר לים.) השקעה במניות, לעומת זאת, היא בעלת פוטנציאל להניב תשואות הרבה יותר גבוהות (במיוחד באווירת שוק שוורים, כמו זו שהתקיימה בשנים 2006–2007) – וזה יצדיק את החשיפה לסיכונים מטבע, או לשלם את מחיר נטרול הסיכון על-ידי גידורו.

בקיצור: ההתפתחויות בשוק הפורקס, מאוגוסט 2006, דחפו את המשקיעים המוסדיים לסגת מהשקעותיהם בחו"ל בתחום האג"ח – ותגמלו ביד נדיבה את אלה שהגיבו בכוונות זריזה למגמת ייסוף השקל, והענישו את אלה שהיו יותר משתוקקים לגוון לחו"ל. מגמה זו בלטה ככל שמדובר בהשקעות באג"ח, אך הייתה פחות ברורה-לעין ככל שמדובר במניות.

אולם, אין זה סוף הסיפור. התקופה אשר אנו דנים בה, למן המחצית השנייה של 2006 ועד המחצית הראשונה של 2008, אופיינה בצמיחה מהירה של המשק הישראלי ובעודף תקציבי. היה, על-כן, מעט מאוד ניירת ממשלתית חדשה אשר המשקיעים המוסדיים יכלו לנצל כדי לנתב אליה את תקבוליהם ההולכים וגדלים. במקום זאת, הם פנו אל שוק האג"ח הקונצרני הפורח. כאן, חברות ישראליות הנפיקו כמויות חוב חסרות-תקדים (בערך 90 מיליארד שקל ב-2007 לבדה) – והיצע זה דורבן על-ידי ביקוש מצד

המוסדיים, שנראה בלתי-ניתן להרוויח. ואז התרחש הבלתי-נמנע: על רקע היצע וביקוש הפועלים ברמות כה גבוהות, איכותו של החוב אשר הוצע לציבור – במונחי תשואה, אבל במיוחד ככל שמדובר בסבירות שהחוב ייפרע – הידרדרה במהירות. ספציפית: חברות ישראליות (גם גדולות וגם קטנות) הנפיקו אג"ח בבורסה של תל-אביב – ותקבולי ההנפקות הועברו כמו דרך משפכים ענקיים אל פרויקטים נדל"ניים באירופה המזרחית, אזור אשר בו יזמים ישראלים היו שחקנים מובילים בפריחת שוק הנדל"ן. למעשה, ההכנסות שהתקבלו מהנפקת אגרות-החוב הועברו בחלקן לשמש כהון עצמי אצל חברות-בנות או חברות-אחיות של החברה אשר לקחה את ההלוואה – הון עצמי אשר על בסיסו, בנקים אירופיים שִמְחו לתת מימון (בשיעור 80% או יותר, ולפעמים הרבה יותר...) לפרויקטים נדל"ניים אלה.

למקרה שכל זה אינו ברור, הבה ואבהיר: במקום להשקיע בחוב של ממשלות זרות (אג"ח אוצר של ארה"ב (Treasuries), או של בריטניה (Gilts), או אלה של ממלכת שבדיה, או מה-שלא-יהיה) – או אפילו באג"ח של תאגידים זרים באיכות גבוהה – המוסדות הישראליים לקחו את הכסף אשר החוסכים אצלם הפקידו בידיהם וקברו אותו בחברות מקומיות שעסוקות במיזמים עתירי-סיכונים ומאוד ספקולטיביים בחו"ל. כל מה שעניין את נוטלי-ההלוואות היה שאגרות-החוב יהיו נקובות בשקלים (מט"ח הרי היה מסוכן...) – ושישלמו תשואה גבוהה, אשר עדיף כי תהיה צמודה למדד מפני שהתחייבויותיהם של המוסדות צמודות אליו בפועל.

השאר, זה אפילו לא היסטוריה – זה עניינים שוטפים. טייקוני הנדל"ן הישראלים, כמו גם המון שחקנים קטנים יותר, צמחו מעבר ליכולתם הפיננסית במסגרת טירוף הנדל"ן הגלובלי – ואז, או שפשטו את הרגל או שהם מתנדנדים על סף קריסה. שוק האג"ח הקונצרני הישראלי קרס בסוף 2008, כמו מקביליו הגלובליים – ובמהלך אוקטובר-דצמבר 2008, כמו ב-2008 ככלל, המשקיעים המוסדיים רשמו את הפסדים הרבעוניים והשנתיים הגדולים ביותר בתולדותיהם. בשנה הנוכחית, השוק חזר וקיפץ כלפי מעלה – והמוסדיים הצליחו לפצות על חלק ניכר מהפסדיהם; אם כי, צרות גלובליות נוספות כלשהן בעתיד יזונו בתגובת שרשרת היישר אל שוקי תל-אביב. אבל, אף אם נמחקו (במידה רבה) הפסדי 2008 – נותרת בעינה העובדה כי אסטרטגיית ההשקעות, אשר המוסדיים נקטו למן 2006, התחווה כהרת-אסון. אמון המשקיעים נפגע חמורות, וסביר כי יישאר פגוע למשך תקופה ממושכת; עובדה נוספת – שהממשלה הייתה מסוגלת להיחלץ מהציפיות שהופנו כלפיה על-ידי לא יותר מאשר הכרזה (לקראת סוף 2008) בדבר "רשת ביטחון" שתסייע לחוסכי-הפנסיה המצויים בפניקה, ולא נדרשה לגבות באמת (עם כסף רציני) את הבטחותיה – היא דבר שיש לייחס אותו למזל הרבה יותר מאשר לכוח-השיפוט. גם כך, נקבע תקדים רציני; הוא אולי ישוב לרדוף את הממשלה, זאת או אחרת, במשברים שצופן העתיד.

הבה ואסכם את הקטע הזה – אשר אני רואה אותו כחשוב ביותר מכל חלקי הניתוח. אעשה זאת על-ידי כך שאזהה במדויק את מרכיבי-המפתח אשר בגללם, המשקיעים המוסדיים הישראליים נרתעו מהשקעות בחו"ל ככלל (ובפרט, מהשקעות באג"ח) – ובמעשה/מחדל זה, הם: א) גרמו הפסדים כבדים לחוסכים שלהם, באמצעות השקעות-יתר באג"ח-זבל קונצרניות; ב) גרמו נזק חמור למגזר המייצא ולמשק בכלל, על-ידי שערערו את שוק המט"ח ויצרו עלייה ממושכת בערכו של השקל. כל זה אינו חומר לקריאה מהנה, אבל אני אשמח אם מוסד כלשהו יתבע אותי בגלל הפסקאות אשר להלן.

- **פחד.** הגורם המרכזי היה, בפשטות, פחד של המנהלים ושל ועדות-ההשקעה מפני מה שהיה בעבורם "המסתורין הגדול" (שוקי חו"ל) – בהשוואה לביטחון-העצמי, המוגזם, שלהם ביחס למוכר (שווקים מקומיים).
- **עצלות.** הפתרון הנכון לעניין הפחד (אשר כשלעצמו, הוא מובן) היה יכול להיות עמל קשה ומאמץ גדול, במטרה להבין את השווקים הגלובליים. אבל רוב האנשים המעורבים – היו, כמובן, חריגים הראויים לכבוד (הן בתוך המוסדות והן בין המוסדות) – לקו בעצלות רבתי, בהקשר האינטלקטואלי ובהקשר המקצועי; הם לא עשו את אשר נדרש.
- **עליבות.** לא היה זה סתם עניין של מאמץ. המשימה, השגת מומחיות בתחום השווקים הזרים, דרשה העסקת אנליסטים – הייתה זו עת של מחסור באלה – ותשלום למומחים חיצוניים; כך היה אפשר לספק את הידע ואת הניסיון המקצועי, שחסר למוסדות הישראליים ולצוותיהם הצעירים וחסרי-הניסיון (אבל מאוד פִּקְחִים). מדוע לשלם כסף בעבור דבר שהינו יוצר-הפסדים (בגלל חוזקו של השקל) – ואשר גורם לכך שוועדת-ההשקעות, ולעיתים תכופות גם בכירי ההנהלה, יראו כמנותקים או אפילו חסרי-יכולת פשוטו כמשמעו.
- **תופעת הַעֲדָר.** ברחבי עולם ההשקעות, יצר העדריות הינו גורם-מפתח. לרוע-המזל, עֲמֵדה בכירה אינה מספקת שום הגנה מפני תופעה זו; בעצם – היא נפוצה בקרב ההנהלה הבכירה יותר מאשר בקרב אנליסטים זוטרים. בכל-אופן, בכך שכולם הלכו באותו כיוון (יצאו מאג"ח בחו"ל ונכנסו לאג"ח קונצרניות מקומיות) – המוסדיים הפכו את עצמם למשהו הדומה לעדר כבשים חסרות-

אונים, ללא עדיפות על-פני כל קבוצת משקיעים בורים של משקי-בית. הומו אובינוס (Homo Ovinus, האישיית בעלת תכונות הכבשה) עלתה לשלטון – והוא עדיין ניצב בראש.

Homo Ovinus



Source: Worth1000.com

### על כבשים, כלבי-רועים ורועי-צאן

כעת, משהגדרנו את הבעיה ואת סיבותיה – הגדרת הפתרונות הינה משימה נטולת-סיבוכים. מכיוון שעיסוקנו בכבשים, זקוקים אנו לכלבי-רועים; ויותר מכול – לרועה-צאן. היה זה עדיף, בהרבה, לו תפקיד העדר היה ממולא בידי הציבור הכללי; במקרה זה, מנהלי הקרנות היו יכולים לתפקד ככלבי-רועים (המוודאים ביעילות כי שום דבר רע אינו קורה לכבשים) – והרגולטור היה מתפקד כרועה-צאן, המפקח על כל הפעילות ומתערב כאשר הדבר נחוץ.

אבל, הניסיון הישראלי (כמו זה של מדינות אחרות) מלמד כי גם מנהלי קרנות מתנהגים כמו עדר כבשים. כאשר הכבשה אשר בחזית העדר קולטת בעיניה שטח-מרעה הנראה מושך – היא הולכת לשם, ושאר העדר מהדס בעקבותיה. אם ההגעה לשם מתחוררת כבעייתית או כמסוכנת, או אם המרעה אינו טוב לבריאות בגלל סיבה כלשהי – הכבשים ישברו את רגליהן או יסבלו מהרעלת קיבה. ברור, על-כן, כי בעולם אשר בו מנהלי קרנות משתייכים לקטגוריה של הומו אובינוס – הרגולטור הוא אשר חייב לפעול ככלב-רועים, ולנסות לוודא כי הכבשים אינן עושות דברים טפשיים; או, אם אחדות מהן אכן עושות דברים כאלה – למנוע את האחרות מלהתנהג כמו... נו, כבשים. במסגרת זו, רועת-הצאן היא הישות אשר משלחת את כלבי-הרועים לעבודה ומוודאת כי הם ממלאים את תפקידם; כך, בסוף היום יכולה ישות זו להחזיר הביתה עדר של כבשים בריאות. לטוב או לרע – רועת-הצאן היא "הממשלה", בדמות שר האוצר או הקבינט כולו.

הניתוח שהוצג בגיליון זה מלמד כי הכבשים הישראליות סטו מדרך הישר (אם כי, ניתן לטעון, באורח חמור פחות מאשר רבים מעמיתיהן הזרים) – ומסביר את הסיבות לכך שזה אירע. ברור כי כלבי-הרועים/הרגולטורים לא מילאו את תפקידם; וזה, בתורו, אומר כי רועת-הצאן איבדה שליטה. נרחיב את האנלוגיה: נראה ברור למדי כי רועת-הצאן/הממשלה האמינה שהיא סיפקה לכבשים גישה אל שטחי אחר מעולים למרעה – אשר הן, למרות היותן כבשים, יעריכו כראוי וייהנו מיתרונותיהם. על-כן, לכלבי-הרועים ניתנה ההוראה להסתפק בהשגחה למקרה של כבשה ההולכת לאיבוד, או למקרה שיופיעו זאבים וסכנות חיצוניות אחרות; ואשר לכבשים, הן ידאגו לעצמן שם, בשטחי-המרעה החדשים.

אבל הכבשים נותרו כבשים. הם נשארו בשדות הישנים והמוכרים, אשר בהם תמיד ליחכו ברעש הרגיל – והתעלמו משדות אליסיום השאננים, מדושני העונג, אשר בהמשך הדרך. כאשר בריונים פיזרו פסולת רעילה בשטחי-המרעה הישנים, כלבי-הרועים לא שמו לב בכלל והכבשים המשיכו ללחך ולהבהיר כי זה באמת יופי של אוכל; ואז, הם החלו להרגיש גירוי של הקאה – ופעילותיהן הביאו את רועת-הצאן למצב אשר בו היה עליה להוציא את ידיה מן הכיסים ולטפל בעניינים המגעילים האלה.

מהות הפתרון היא לקבל-בהסכמה את עובדות החיים: כבשים הן כבשים הן כבשים. אם מסתפקים בכך שמראים להן את הכיוון אל שטחי אחרו חדשים ויותר טובים – זה לא עובד. על כלבי-הרועים לנדנד להן, ולהאיץ בהן, עד אשר יבואו אל המקום אשר בו רועת-הצאן חפצה כי יהיו; גם יש להקפיד כי יישארו שם. ועל רועת-הצאן יהיה לשים עין על מה שמתרחש, ולעשות זאת מקרוב, במקום לחלום בהקיץ; עדיף כי תפסיד תנומה, ולא תפסיד כבשה.

ובכן – הנה התוכנית:

✓ בנק ישראל ומשרד האוצר יסבירו לממשלה את מה שהשתבש ברפורמות בשוק ההון אשר נחקרו בשנים 2002–2005, ואת האופן אשר בו כל זה גרם לתפקוד הלקוי והמעוות של שוק המט"ח, וכן הלאה. מטרתו של תרגיל זה היא לקבל מנדט בשביל להביא את הדברים אל מצב תקין; אבל, במהלך התרגיל יהיה על הגופים הרגולטוריים לרמוז – לפחות זה – על מגבלותיהם, על נקודות-התורפה שלהם, על קוצר-ידם. ואולם, אין ספק כי הם יטילו את האשמה העיקרית על המשקיעים המוסדיים, אשר היו אמורים להיות פקחים.

✓ הממשלה תגיב בכך שתכוון ועדה, בהרכב כדלקמן: משנה לנגיד בנק ישראל (או ראש-מחלקה); מנכ"ל משרד האוצר; ואולי עוד איזה פקיד בכיר, או אקדמאי – או שניים מסוג זה. ועדה זו "תלמד את הנושא", "תגיע למסקנות", ואז "תנחה" את משרד האוצר (ספציפית: הממונה על שוק ההון) בדבר הצעדים אשר עליו לבצע, ואלה הם:

✓ לכנס את ראשי המשקיעים המוסדיים העיקריים, ולקרוא אותם לסדר בדרך שאינה משתמעת לשתי פנים. הם יקבלו הנחיה להכין תוכנית אסטרטגית שתפרט את האופן אשר בו הם יגדילו את השקעותיהם בחו"ל. תוכניות אלה יזהו יעדים ספציפיים ("ציוני דרך") – אשר אליהם יש להגיע כעבור שנה אחת, שלוש שנים, חמש שנים, שבע שנים, עשר שנים. התוכנית – אשר, כמובן, יהיו "מרצון חופשי" – חייבות להיות מוגשות בתוך 30 יום, לקבל אישור בתוך 60 יום, ועל יישומן להתחיל תוך 90 יום.

✓ יובהר, במהלך הפגישה הנ"ל, כי כל כישלון בהפקת התוכניות הללו (אשר נובעות לחלוטין מן הרצון החופשי) וביישומן – יוביל לאכיפת הוראות מינהליות (דיקטטורות) מאת משרד האוצר, שיאופיינו בהיותן בסגנון של "מידה אחת מתאימה לכולם". בין הנוכחים יחולקו גרסאות טיוטא של דיקטטורות אלה – אבל יתחוויר כי הן לא תידרשנה עוד, שהרי כל המוסדות יעמדו בלוח-הזמנים אשר נקבע להם.

✓ כניסתם-מחדש של המשקיעים המוסדיים אל שוק המט"ח – בעצם, אפילו הצפי לכך – תשנה, מיידית, את מאזן ההיצע והביקוש לגבי השקל. העניין הספקולטיבי בשקל, מצד שחקנים זרים ומקומיים יחדיו, יצטמק – אולי במידה משמעותית. להיפך: תתחיל מכירה ספקולטיבית, בניסיון לפעול בטרם יופיע זרם הכסף המוסדי אשר צפוי להתחיל-מחדש בקרוב.

✓ בתגובה לשינויים אלה בשוק, השקל ייפול בערכו – בתחילה בחדות, ואחרי-כן בהדרגה – עד אשר ימצא טווח מסחר שייצג רמת שיווי-משקל חדשה. במהלך התהליך הזה, בנק ישראל יקטין את כמות רזרבות המט"ח אשר הוא מחזיק; ובמילים אחרות – תחוסל בהדרגה "קרן ההון הריבונית הישראלית" שנוצרה באופן דה-פקטו. (אם אנו מתעלמים מן התיווך הספקולטיבי שייטול לעצמו מקום בעת התהליך – תמצית התהליך הצפוי בתסריט זה הוא שבנק ישראל ימכור את עודפי המט"ח שלו למוסדיים, ובדרך ייצור לעצמו רווח.)

✓ ייפסק הייסוף המוגזם הכרוני של השקל, והשקל יתנהג "באורח נורמלי" – מה-שלא-תהיה משמעותה של אמירה זו, בהקשר של מטבע אשר באותה עת ייראה כמצוי במשטר "ניוד מלוכלך", (כלומר משטר אשר בו מחיר המטבע נקבע בשוק, אבל בנק ישראל מתערב כשנראה לו).

- ✓ המוסדיים יבנו בהדרגה את תיק ההשקעות שלהם בתחום הנכסים בחו"ל – מהלך אשר יהיה מועיל להם, לחוסכים שלהם, לשוקי ההון המקומיים, ולמשק בכלל.
- ✓ בראייה אידיאלית, כל מוסד יפתח ויישם את אסטרטגיית ההשקעה שלו – במיוחד לגבי תיק ההשקעות שלו בנכסים בחו"ל. אבל זו, ככל הנראה, משאלת לב בלתי-מציאותית. הכבשים יישארו כבשים – ולכלבי-הרועים תהיה עבודה רבה.
- ✓ כולם יחיו באושר ועושר, לנצח נצחים. או, אם נעבד את סיומה של סדרת "הארי פוטר": הכול יהיה טוב.

*\* המהדורה האנגלית של גיליון זה נשלחה בתאריך 21 באוקטובר 2009. מהדורה אנגלית זו, The Landau Report, הינה ניוזלטר ייחודי המסקר את המגמות בתחומי הפוליטיקה והגיאוגרפיה-פוליטיקה, הכלכלה, העסקים והשוקים של ישראל. הוא רואה או מאז 1996, ומופנה בעיקר לגורמים עסקיים ופיננסיים בינלאומיים הפועלים בישראל.*

*Enquiries and subscriptions:*  
**POB 23152, Jerusalem 91231, ISRAEL**  
[landaup@netvision.net.il](mailto:landaup@netvision.net.il)  
 Tel: 972-2-586-4893; Cell: 972-54-450-8834