

30 מאי 2009

כנס מרכז קיסריה – מבט לעתיד של שוק ההון הגלובאלי וניהול סיכונים

להלן עיקרי דיברי הנואמים במסגרת הפסגה השנתית השישית של מרכז קיסריה לשוק ההון וניהול סיכונים:

ד"ר יוסי בכר – לשעבר מנכ"ל משרד האוצר

נתוני המאקרו המתפרסמים בישראל מאוד לא מלבבים, ירידה בצריכה, בתוצר, בייבוא וביצוא וכן עלייה מדאיגה באבטלה. כל זאת לצד אופטימיות בשווקים הפיננסים. שוק ההון בישראל היום מפוזר יותר, פתוח יותר ומערכת הבנקאות יציבה. עלינו לא להיות שאננים במסגרת הטיפול בתקציב המדינה ולהבין שבקלות רבה ניתן לחזור לחוסר וודאות. דגשים חשובים שניתן ללמוד מהמשבר: ראשית יש להיזהר מרגולציית יתר (באנגליה יש רגולאצייה קפדנית מאוד אשר לא סייעה במניעת משבר). שנית, יש להגיע להסכמה בנוגע להקמת מסגרת מפקחת לשוק ההון אשר תכלול ייצוג לגופים רבים יותר.

אייל קליין – אסטרטג חו"ל ל IBI

הבנקים המרכזים וממשלות בעולם נוקטים בצעדיים אגרסיביים של הורדת ריביות, רכישת אג"חים ממשלתיים, קונצרנים, מגובים וכו'. בתקופה האחרונה השווקים חזרו לתקן את הירידות של תחילת השנה, סטיות התקן חוזרות לרמה סבירה, לאחר תקופה של תנודתיות חריפה ביותר. בארה"ב הממשל פרסם את תוצאות מבחני המצוקה של הבנקים, לפיהם ההון החסר במערכת הנו 76 מיליארד \$ (חצי בבנק אוף אמריקה). השוק ציפה לתוצאות גרועות יותר ומאז פרסום התוצאות הבנקים גייסו כ-80 מיליארד \$, כך שנראה שתחזיות קודרות לגבי השרדות הבנקים לא ייתגשמו. 2009 תהיה שנה קשה בכל העולם וממשלות צפויות להרוג בגרעון התקציבי בשיעור ניכר מיעדי השנים האחרונות.

פרופ' יעקב בודוך – המרכז הבינתחומי הרצליה

מדדי הסיכון כגון: ה-VIX, תמחור SWAP וסיכונים מטבע נמצאים כרגע ברמות נמוכות לאחר שיא של 2008. תמרור האזהרה הבולט היה מדדי ה-CDX לסיכונים אשראי אשר בולטים משנת 2007. האופטימיות הנוכחית בשווקים אינה מספרת את התמונה הכלכלית הצפויה. בארה"ב מצב הצרכן גרוע כתוצאה מצרכית יתר, צורך להמשיך להוריד את המנוף הפיננסי והגדלת החסכון במצב של ירידה בשווי נכסי הנדל"ן. מצב החברות קשה וכך גם מצב הבנקים אשר צריכים להמשיך ולהקטין את מצבת האשראים. הפעילות הכלכלית בסין תלויה מאוד בצרכני המערב, ללא מדיניות של תנאים סוציאליים ורפורמות לגבי בטחון תעסוקה הצרכן הסיני ימשיך לחסוך ולא לצרוך. אין לצפות לתשואה משמעותית בשווקי המניות בשנים הקרובות ולכן יש לפעול לניצול הזדמנויות השקעה ליצירת 'אלפא' במקום 'בטא' שבה הסיכון גבוה. לא ניתן לצפות לצמיחה משמעותית בחמש השנים הקרובות.

המלצה לקובעי המדיניות בארה"ב הנה לסבסד לוקחי משכנתאות במקום תוכנית מאסיבית לרכישת אג"ח ממשלתי ארוך בשוק במחירים גבוהים.

פרופ' דיוויד שרפשטיין – אוניברסיטת הארוורד

משנת 1996 קצב צמיחת האשראי לנדל"ן עלה בקצב מהיר של פי 3 מגידול האשראי למטרות אחרות. התהליך שמתפתח כרגע בענף הבנקאות בארה"ב הנו של מכירת נכסים נזילים ופחות מסוכנים, שכן הבנקים מרגישים בטוחים לפעול בסביבה של ערבות מדינה ולכן משאירים לעצמם מסוכנים למכירה שהמחיר ישתפר (בנקים מסוימים אפילו קונים נכסים מסוכנים). לאחר נפילת ליהמן ניצול אשראי של חברות בבנקים עלה מאוד, אך עם התייצבות השווקים החברות חזרו לגייס בשוק הראשוני ומגמת הורדת האשראי בבנקים נמשכת. כרגע הבעיות ימשיכו להתקיים במערכת הבנקאית. הסיבה לכך נובעת ממדיניות הממשל אשר מציע פיתרון של סבסוד מכירת נכסים מגובים ורעילים של מוסדות פיננסים. למעשה הפתרון המוצע הנו הסיבה להיווצרות הבעיה מלכתחילה. ייתכן ואין לממשל דרך אחרת בשלב זה, אך צריך לאפשר מנגנון לפיו המשקיעים יוכלו לתמחר את הסיכונים האינדיבידואלים לכל בנק ברמת המיקרו. חלק ניכר מהמשך הדרך תלוי בשאלה כיצד ממשלות יחליטו מי "גדול" מכדי ליפול.

קרייג דוסון – שותף, פימקו גרמניה

המנוף הפיננסי של העשור האחרון לא יחזור. היקף ההתחייבויות של הבנקים הגיע לממדים לא סבירים (בעיקר בשווייץ). המצב הנוכחי בשווקים מאפשר תשואה עודפת באג"ח בעלי דירוג גבוה בלבד. היקף פשיטת הרגל החזוי ע"י סוכנויות הדרוג לאג"ח זבל הנו 14.8%. להערכתו הנתונים בפועל יהיו גבוהים יותר ולכן סקטור זה אינו מומלץ. המעבר למניות כרגע אינו מומלץ. למרות מדיניות הייצוב של הממשל באמצעות ערבויות, מרווחי השקעה שנראים מענינים עדיף להמתין לאינדיקציה של שיפור בנתונים.

פרופ' גרט רואנהורסט – אוניברסיטת ייל

שווי נכסי הבסיס בחוזים על סחורות הגיע בשנת 2008 לשיא של 14 מיליארד דולר. בשנת 2009 השווי ירד לכ- 4 מיליארד \$. המסחר בחוזים על סחורות נועד להגנה מפני אינפלציה במחירי הסחורות. כאפיק השקעה התשואה דומה לשוק המניות אך בסטיות תקן נמוכות יותר (תשואה גבוהה יותר מאג"ח מדינה וקונצרני). לעומת שוק המניות הנפילות הגדולות במחירים מתונות יותר, בעוד שבצד העליות, ההתפלגות דומה בין סחורות למניות. השונות בין סחורות שונות הנה רבה, אך השונות של מדד סחורות הנו נמוך הרבה יותר. בנייתו מגמות השקעה לפי מחזור כלכלי (בין השנים 1959-2004) שבשלבים הראשונים של צמיחה סחורות, מניות ואג"ח יובילו לתשואה חיובית. בשלבי סיום מחזור צמיחה המגמה תמשך אך בעיקר לטובה בסחורות. בשלבים ראשונים של

מיתון מניות יניבו תשואה שלילית ואילו אג"ח וסחורות יניבו תשואה חיובית נמוכה. בסיום מיתון מניות ואג"חים יעלו וסחורות יניבו תשואה נמוכה.

באופן היסטורי, השקעה בסחורות הנה בקורלציה שלילית למניות ואג"ח, וקורלציה זו חזקה יותר ככל שפרק זמן המדידה ארוך יותר. סחורות בלטו בתקופות אינפלציה (בעיקר שזו לא הייתה צפויה). אסטרטגית השקעה בסחורות תלויה בניחות מצבי המלאים. במצבים של מלאי נמוך יש עליית מחירים המשקפת תשלום פרמיה בעבור הגנה מפני עליית מחירים.

אבי טיומקין – יועץ לקרנות גידור

העולם עובר תהליכים ראדיקליים שלא היו מוכרים עד כה. בתי השקעות נעלמו, קרנות גידור לא יכולות לפעול, לא ניתן למנף השקעות, מודל הפראיביט אקוויטי נעלם. הדברים נעשים באיחור רב ולא מתוך אידיאולוגיה. תוך מספר שנים שוק המניות יהיה שולי במערכת הפיננסית, ואובדן הנזילות יוציא הרבה שחקנים מהשוקים. ההשלכות של אבטלה גואה יהיו בעלות משמעות חברתית קשה, הפרקטוציאניזם בעולם ייפגע בסחר הבינלאומי. פגיעה לא תהיה רק בין יבשות אלא גם בין מדינות שכנות. התפרקות כלכלת גרמניה, ספרד, אירלנד וכו' תוביל תוך מספר שנים להתפרקות גוש האירו וחזרה למטבעות הישנים. בנגוד לאמריקאים, המערכת הבנקאית האירופאית מחזיקה נכסים רעילים בהיקפים אדירים שבגינם נעשו הפרשות זעירות.

פרופ' רפי מלניק – המרכז הבינתחומי הרצליה

ניתן לאפיין ארבעה מדדי מאקרו אשר נעים יחד ומעידים על מחזורי מסחר: מצד ההצע – יצור תעשייתי, מצד הביקוש - פדיון הצריכה והשרותים, מדד יבוא תשומות, מספר משרות השכירים במשק. מדד מלניק הבוחן פרמטרים אלו מראה על הדרדרות קשה ברבעון הראשון. יחד עם זאת נתוני המאקרו בישראל סבירים בהשוואה בינלאומית ומעידים על חוסן שנצבר משנות הצמיחה מ-2003, אשר לוו במשמעת תקציבית. אין לקבל את תחזיות קרן המטבע הבינלאומית, לפיה צפויה חזרה לצמיחה בשווקים המפותחים בהמשך השנה. הממשלה חייבת להחזיר את השליטה לאוצר ולהימנע מגידול בתקציב בליווי הגדלת מיסים. נקודה משמעותית הנה הטעות בחזרה לתשלום קצבאות, במקום להמשיך את מדיניות הגדלת שיעור השתתפות בשוק העבודה. בהתייחס לאופטימיות משוק המניות (אשר הנו מדד מנבא לצמיחת המשק) סביר שהעליות הנן תוצאה של תיקון למכירת יתר לפני מספר חודשים. כמו כן קורא להקדיש מאמץ לפיתוח המחקר העוסק בקשר שבין כלכלה בינלאומית לשווקים הפיננסים.

אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הזמנה לרכוש (או למכור) את הניירות ערך המוזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. פיננסים-המכון לבעלי תפקידים בשוק ההון בע"מ לא יהיה אחראי לכל נזק שיגרם, אם יגרם כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה.

