

## הניתוח הצליח...

פרופ' יעקב בודוך, מרכז קיסריה, הבינתחומי הרצליה

הניתוח שעברו שוקי ההון במהלך השנה האחרונה הצליח. כך לפחות נראה בעת כתיבת שורות אלה, אוגוסט 2009. בפסגה השנתית של המרכז, במאי 2009, הצגתי סקירה מקפת של כלכלות ושוקי ההון בעולם (המצגת נמצאת באתר הבית שלי <http://www.faculty.idc.ac.il/kobi> תחת "מאמרים ומצגות"). כבר אז, ואף ביתר שאת היום, מסתמן לכאורה כי הניתוח שנערך לשוקי ההון, ללא הרדמה וללא מדריך משתמש, הוכתר בהצלחה. להלן גרף 1 המתאר ארבעה פקטורי סיכון:

- VIX -- מדד הפחד המפורסם,
- FXVOL – מדד של סטיית התקן הגלומה באופיות מט"ח על שער החליפין של הדולר ל-AUD, NZD, ו-JPY, שלוש מטבעות CARRY קלסיים,
- CRED – מדד מרווח האשראי על חווי CDX ו-ITRAXX.
- SWAP -- מדד להפרש הממוצע בין ריביות על אג"ח ממשלתי אמריקאי לחוזי החלפה בעלי פדיון דומה, מדדים אלה מיועדים למדוד את הסיכון בשוק המניות, המט"ח, האשראי וכן את יציבות המערכת הפיננסית (בהתאמה). כפי שנראה בבירור, פרט למדד ה-CRED כל שאר המדדים חזרו לרמות הנמוכות מרמתם הממוצעת בשנים 1998-2003. גרף 2 מתאר ברומטר סיכון המחושב על בסיס ארבעת המדדים לעיל. הברומטר הוא במונחי סטיית תקן על בסיס השנים 1996-2006. הברומטר גם הוא, כמו מרבית מרכיביו, מציג רמת הסיכון בשווקים נכון לכתיבת שורות אלה הנמוך מרמתו הממוצעת בשנים 1998-2003.

גם לי, כמו למרבית כלכלני המאקרו ומנהלי ההשקעות בעולם, יש ספק עד כמה נתון זה רובסטי ופנדמנטלי. גם לי נתון זה נראה בועתי. בכנס השנתי הצגתי אנליזה מפורטת של מרכיבי כלכלת המאקרו כולל תעסוקה, צריכה, ריווחיות חברות, יציבות המערכת הפיננסית, הסחר העולמי ושוקי המטבעות והסחורות. מאז מאי יצאו בעיקר נתונים טובים על מרבית המרכיבים הללו, נתונים הסותרים לכאורה את תיאורית "המשבר עדיין כאן". ובכן, הסלוגן החלופי המצוי בשימוש היום -- "הגרוע מכל מאחורינו", אינו אינפורמטיבי ואף מטעה.

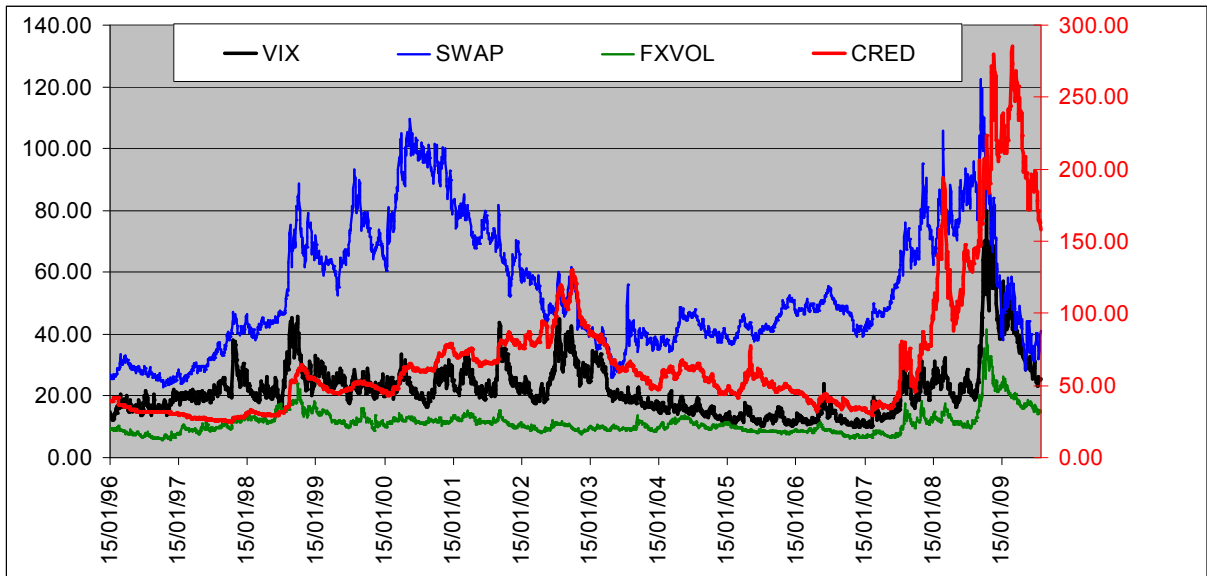
רשת הביטחון שפרשו ממשלות העולם תחת שוק ההון והאשראי אכן מספקת רצפה לשוק לשנים הקרובות (כך כולנו מקווים), ברמות שאינן נמוכות מאילו שראינו בשיא המשבר. למרות זאת חשוב לזכור כי מרכיבים קריטיים של הכלכלה העולמית עדיין במצב משברי. כלכלת העולם סובלת ותסבול בשנים הקרובות מ-excess capacity מחד וניסיון להגדלת החיסכון מאידך, מה שיוצר ויצור לחצים דפלציוניים. אל מול הלחץ הזה, תרחיש האימה של הממשלות והבנקים המרכזיים, הצליחה בעיקר ממשלת ארה"ב ליצור ציפיות אינפלציוניות, תולדה של הגירעון ההולך ועולה בקצב מסחרר. איזון עדין זה בין ציפיות אינפלציוניות ודפלציוניות הפך להיות המפתח לגשר הצר והשביר עליו צועדת היום הכלכלה האמריקאית. ניהול הציפיות העדין הזה יהיה המפתח בעתיד הנראה לעיני לעמידות כנגד השבירות של (1) שוק האג"ח, החשוף לעליה תלולה בריביות, מה שיחסל את התאוששות הנדל"ן, ושל (2) שוק המט"ח, החשוף לירידה תלולה בערך הדולר, מה שיחסל את ה-exit strategy של הפד מהשוק.

אי אפשר להגזים ברמת הסיכון הגלומה כאן, שלעניות דעתי רחוקה מלהשתקף במדדי הסיכון לעיל. כל משקיע פרטי או מוסדי בכל מקום בעולם חייב להיות מודע לסיכונים הללו בבואו לשקול את אסטרטגיית ההשקעה שלו בימים אלה. הרבעון האחרון של 2009 עלול להיות דרמטי במובן זה, והסלוגן הרווח עלול להיות בסופה של שנה "אנחנו נכנסים לעולם ה-W". גם אם תרחיש זה לא יתממש, הוא חייב להיות קיים בתודעה שלנו בימים אלה.

אם כן, "הניתוח הצליח"? אולי. אך האם לחולה שלום? אינני בטוח כלל ועיקר. ולוואי שאתבדה. בברכת המשך קיץ נעים ושנה טובה ויציבה,

פרופ' יעקב בודוך  
מרכז קיסריה  
בי"ס אריסון למנע"ס, הבינתחומי הרצליה

גרף 1



גרף 2

