

אנומליית הפורוורדים בשוק המט"ח

פרופ' יעקב בודוך

מנהל אקדמי, מרכז קיסריה, הבינתחומי הרצליה

עמית מחקר, המוסד הלאומי למחקר כלכלי, בוסטון

רקע

שוק המט"ח הינו השוק הנזיל בעולם. מעל ל-2 טריליון דולר מחליפים ידיים בשוק זה. לכן, בראש רשימת אנומליות השוק בשלושת העשורים האחרונים כיכבה אנומליית הפורוורדים של שוק המט"ח. מהי אנומליית הפורוורדים? כאשר הריבית על הדולר גבוהה מזו של היורו למשל, ישקף שער הפורוורד עובדה זו והדולר יסחר בדיסקאונט בשוק הפורוורד ביחס לשער הספוט. האם שער הפורוורד משקף את ציפיית השוק לשער הספוט העתידי? לכאורה, סביר לחשוב שהתשובה תהיה "כן", שאם לא כן מדוע יסכימו שני צדדים על החלפה בשער שונה משער הספוט בתאריך עתידי? בפועל שערי חליפין נוטים להשתנות בכיוון ההפוך, כלומר, משקיע במטבע הנושאת ריבית גבוהה ירוויח לא רק ריבית אלא גם עליית ערך. משקיע במטבע הנושאת ריבית נמוכה יפסיד פעמיים – גם ריבית נמוכה וגם הפסד הון. מאות מאמרים מחקריים ושני עשורים של מחקר לא הצליחו להסביר את הממצא. עובדה זו, באופנים רבים ושונים קובעת כיצד יתממנו ילוו וישקיעו חברות, והינה אחד ממקורות הרווח היותר יציבים למשקיעי קרנות גידור.

כיצד נקבע שער הפורוורד?

שער הפורוורד על מט"ח נגזר משער הספוט ומהפרש הריביות. היום, למשל, שער החליפין ספוט דולר ליורו הוא 1.276, בעוד ששער הפורוורד לשנה מהיום הוא 1.303. הפרש זה בין הספוט שלפיו נדרשים היום 2% יותר דולרים לקנות 1 יורו פורוורד לשנה יחסית לשער הספוט קרוי פורוורד דיסקאונט: הדולר נסחר בדיסקאונט של 2% בחוזה פורוורד לשנה יחסית לשער הספוט. הסיבה לכך היא שהריבית על הדולר לשנה שהיא כ- 5.5%, גבוהה ב- 2% מהריבית על היורו לשנה שהיא כ- 3.5%.

שער הפורוורד נקבע משיקולי ארביטרגי: לולא היה זה שער הפורוורד, ניתן היה ליצור רווח חסר סיכון. כיצד? קשר הארביטרגי נובע מהשוואה פשוטה בין שתי אסטרטגיות השקעה חסרות סיכון בדולר: **האחת**, השקעה ישירה בדולר, השקעה הנושאת ריבית של 5.5%, **והשנייה**, החלפת דולר ליורו ספוט, השקעה ביורו בריבית של 3.5%, והחלפה בחזרה לדולר לפי שער הפורוורד. הצעד האחרון, ההפיכה של היורו פלוס הריבית לדולר, מתחייב, אם ברצוננו להשוות שתי אסטרטגיות חסרות סיכון במונחי דולר. מאחר וגם האסטרטגיה השנייה חסרת סיכון, היא חייבת לשאת תשואה של 5.5% כמו הראשונה. ואכן, כך נגזר שער הפורוורד: הדולר חלש ב- 2% פורוורד ביחס, או לחילופין, היורו חזק ב- 2% פורוורד. כך יוצא שהתשואה הנמוכה על היורו משתווה לזו של הדולר על ידי הפיצוי בפער בין שער החליפין ספוט ופורוורד – 2% החסרים. זהו קשר ארביטרגי חד ומדויק. שוק ההון לא משאיר רווח חסר סיכון על השולחן, ושערי הפורוורד עונים לקשר הנ"ל.

שערי חליפין עתידיים

מה ניתן ללמוד משער הפורוורד? **האם שער הפורוורד משקף את ציפיית השוק לשער הספוט העתידי?** לכאורה, סביר לחשוב שהתשובה תהיה "כן", שאם לא כן מדוע יסכימו שני צדדים על החלפה בשער שונה משער הספוט בתאריך עתידי? בשיווי משקל בשוק ההון הגלובלי סביר לדרוש כי השקעה ביורו הנושאת 3.5% ריבית תהיה שקולה להשקעה בדולר בריבית של 5.5%. זה יקרה רק אם ההשקעה בדולר נושאת הכנסה של 5.5%, אבל גם הפסד הון צפוי של 2% מול היורו. כך ורק כך שתי ההשקעות יהיו שקולות.

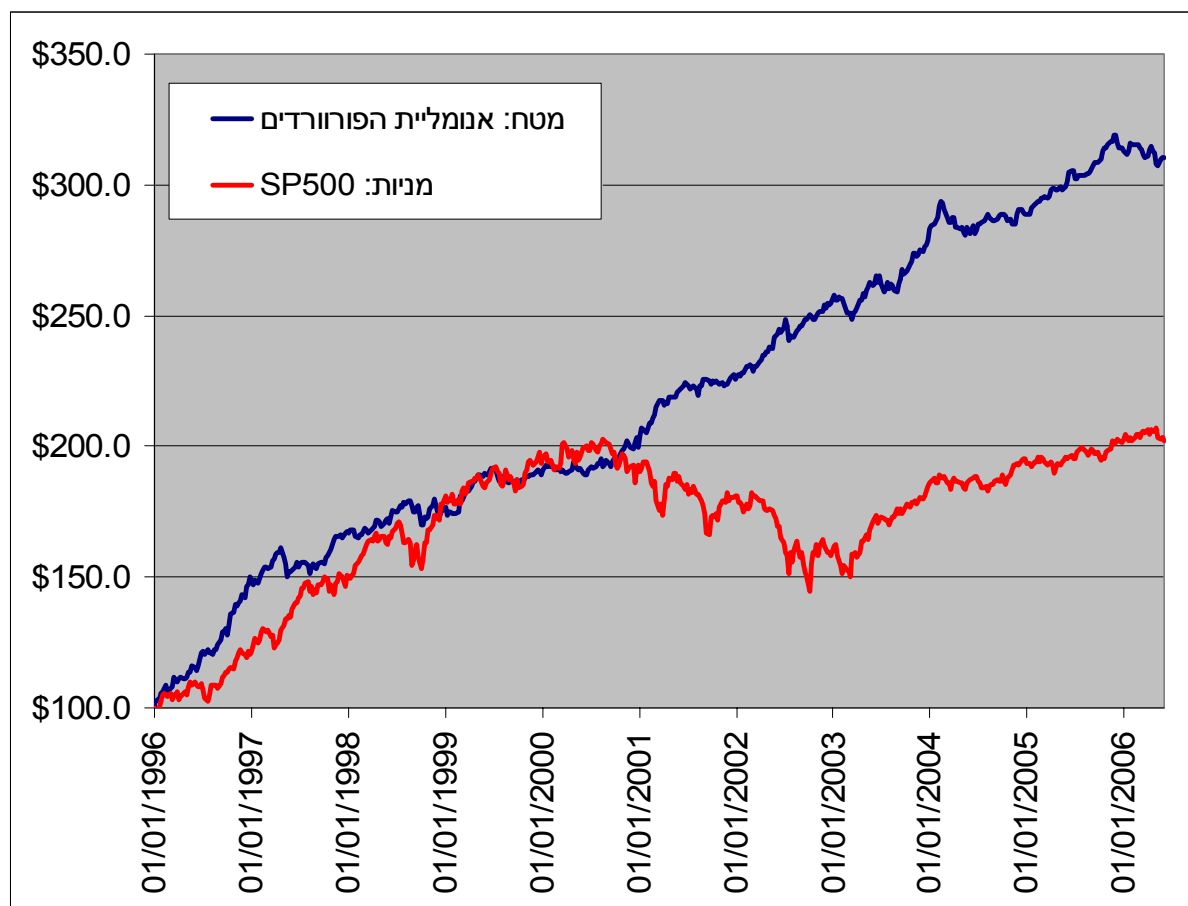
תיאוריה כלכלית תומכת בתיאור הנ"ל: הפרש הריביות אמור לשקף הפרש אינפלציות בין ארה"ב ואירופה פלוס הפרש הריביות ריאליות בין הגושים. מאחר והפרש ריביות ריאליות בשיווי משקל אמור להיות אפס (במתוקן לסיכון), הרי ש- 2% הפרש בין ריבית הדולר לריבית היורו משקף ציפייה לאינפלציה הגבוהה ב- 2% בארה"ב ביחס לגוש היורו ולכן פיחות צפוי של 2% של הדולר ביחס ליורו. אם זה אכן היה המקרה הרי שהפרש האינפלציות הצפויות היה שווה להפרש הריביות, ואי לכך שער הפורוורד היה יכול לשמש כאמד טוב לשער החליפין הצפוי.

מה קורה בפועל?

בפועל, במקרה הפחות גרוע לשער הפורוורד, שער הספוט הוא אמד טוב יותר משער הפורוורד לשער החליפין העתידי. לכך קוראים בגירגון המקצועי מודל הילוך אקראי (WALK RANDOM). במקרה הרע, האמד הטוב לשינוי בשער החליפין הוא ההפרש בין הספוט לפורוורד, אבל בסימן הפוך! כלומר,

משקיע במטבע הנושא ריבית גבוהה יכול לצפות בממוצע להרוויח פעמיים: גם ריבית גבוהה יחסית וגם תיסוף, בהשוואה למטבעות בריבית נמוכה. זה כמובן בניגוד גמור להפסד ההון – המחיר לריבית הגבוהה, כפי שמתחייב משער הפורורד.

זוהי אנומליית הפורורדים. כלל ההשקעה הנגזר ממנה אומר כי משקיע הלווה במטבעות בריבית נמוכה ומשקיע במטבעות בריבית גבוהה יכול לצפות לרווח גבוהה בסיכון נמוך. נכון לכתבת שורות אלה, למשל, המטבעות ללוות לפי התיאוריה הפשטנית, הם היין היפני (0.19% ריבית לחודש) והפרי"ש (1.39%) והמטבעות לקנות הם הדולר האוסטרלי (5.79%) והדולר הניו-זילנדי (7.28%). כמובן שאין בדברים אלה משום המלצת השקעה. תיק המט"ח האופטימלי יכלול שיקולים נוספים כגון האם המטבע יקר או זול (במונחי כוח קנייה)? מנקודת מבט זו הקיווי (דולר ניו זילנדי) והאוזי (בן דודו האסטרלי) נראים רע. שאלות אחרות שכדאי לשאול הן למשל: מהם שערי הפורורד לתקופות שונות? מהם נתוני המקרו כגון חוב לאומי וגרעון ממשלתי של המדינות השונות? מהי האינפלציה הצפויה? מהי הקומבינציה המיטווית בהינתן השונות של המטבעות והמתאם ביניהם. הנה כי כן, בעיה לא פשוטה. למרות כל זאת מדהימה העובדה שמשקיע כמעט נאיווי באסטרטגיה לא הפסיד כסף באף שנה במהלך השנים האחרונות, ובמונחי תשואה לסיכון (יחס שארפ) זכה ליהנות מביצועים טובים בהרבה מאלה של שוק המניות, למשל. יחס תשואה לסיכון אופייני בשוק זה היה במהלך העשור האחרון כ-1.4, כלומר, לסיכון של כ-12% שנתי (אופייני לסיכון השוק) תשואה של כ-17% לשנה בממוצע, ללא אף שנה של הפסד (ראה גרף). לא פלא שסוג זה של אסטרטגיות הפך למאוד פופולרי בקרב משקיעי קרנות הגידור בעולם.



מה עומד מאחורי האנומליה?

הקורא הזהיר שם לב להנחה "כבדה" ולמעשה לעיתים קרובות מוטעית, שהצדיקה את השימוש בשער הפורוורד כאמד לשער החליפין העתידי: שוויון הריביות הריאליות. ריביות ריאליות אינן שוות בין מדינות, לפחות לא ריביות לטווח הקצר. ריביות קצרות נקבעות על ידי בנקים מרכזיים. לבנק המרכזי, בבואו לקבוע את הריבית הקצרה, יש מכלול של שיקולים, והוא אינו מחויב להתיישר עם ריבית ריאלית עולמית כלשהיא. בפועל ההיפך הוא הנכון. הבנק עושה שימוש ביכולתו לקבוע את הריבית על מנת לשלוט באינפלציה דרך הריבית הנומינלית. כאשר האינפלציה הצפויה גבוהה, ריבית נומינלית גבוהה אף יותר עוזרת להאט את הפעילות הריאלית ולכבוש את האינפלציה. לענייננו, יוצא כי ריבית נומינלית גבוהה יכולה להעיד על אינפלציה צפויה גבוהה (מה שנוטה לדרדר את שער החליפין) ו/או ריבית ריאלית גבוהה (מה שנוטה כפי שנראה לחזק את שער החליפין). לא פשוט.

לאחרונה למשל העלה הבנק האמריקאי את הריבית הנומינלית, כך שהריבית הריאלית עלתה לכ-3-4% לשנה, וכל זאת על מנת לכבוש גידול בלתי פוסק בצמיחה ובביקושים הגורם, ביחד עם מחירי הדלק המאמירים, לתחילתה של התפרצות אינפלציונית. המהלך המתמשך של הפד בשנה וחצי האחרונות גרם לכך שהדולר סטה ממסלול הפיחותים מול היורו שבו הוא היה לאור הגרעון העצום בתקציב הממשלתי ובמאזן המסחרי בארה"ב. הדולר התחזק מול היורו כתוצאה ישירה של צפיית השוק בשנה וחצי האחרונות לסדרה של "הידוקים" מוניטאריים – העלאת ריבית. השוק פעל כבר לפני שנה ויותר מתוך ציפייה לעליות ריבית, כפי שהשתקפה גם משערי הריבית הארוכים בארה"ב לפני כשנתיים, שהיו גבוהים בכ-2-3% מהשערים הקצרים. נתיב העלאות הריבית הצפוי מעקום הפורוורדים של הריביות יכול היה ללמד על נתיב זה עוד לפני מעשה, ולכך הגיב השוק לפני שנה ויותר. בחודשים האחרונים עקום הריביות בארה"ב השתטח, ואינו צופה הידוקים משמעותיים. ככל הנראה כרגע הפד אכן עומד בקרוב ל להפסיק את סדרת ה"הידוקים", מה שגורם לדולר לשוב ולהיחלש. **עקום הריביות, אם כן, מאוד אינפורמטיבי ביחס לנתיב הריביות העתידי ולנתיב שערי המטבע.**

האינפורמציה בשערי פורוורד ארוכים

עקום הריביות, כאמור, ככל שהוא צופה את הנתיב העתידי של שערי הריבית הקצרים, רלוונטי גם לשינויים בשערי החליפין. בנוסף, ככל שאנו מתייחסים לחלק מאוחר יותר בעקום (ריבית לשנה, שנתיים... עד חמש שנים) כך הולכת וקטנה השפעת הבנק המרכזי הקובע רק את החלק הקצר של העקום. לכן, סביר יותר לפרק ריביות ארוכות למרכיבים הכלכליים ה"טהורים" – אינפלציה צפויה וריבית ריאלית, ללא ההשפעה של מדיניות מוניטרית.

במאמר שזכה בפרס אני מנתח ביחד עם פרופ' וויטלו ו פרופ' ריצ'רדסון את האינפורמציה הגלומה בריביות הארוכות לגבי שערי חליפין עתידיים. ואכן אנו מוצאים כי בעוד שהפרשי הריביות הקצרות (הגזרות כאמור את שער הפורוורד הקצר) לא צופות נכון את השינוי בשער הספוט, הרי שהפרשי ריביות פורוורד ארוכות צופות שינויים בשער הספוט בטווח הארוך. מהניתוחים במאמר עולה כי ניתן לפרק שינויים בשער הספוט לשניים: שינויים הנובעים מגורמים כלכליים ארוכי טווח, בעיקר מהפרשי אינפלציות צפויות, וגורמים כלכליים קצרי טווח הנובעים בעיקר מהפרשי ריביות ריאליות. הפרשי האינפלציות הצפויות "עובדים" באופן הנכון: שער הספוט ייחלש כאשר במדינה מסוימת קיימת (או

צפויה) אינפלציה גבוהה. הפרשי הריביות הריאליות (הפרשי ריביות מנוכות הפרשי אינפלציות) עובדות באופן ההפוך בדיוק: הפרש ריבית ריאלית חיובית יגרור התחזקות המטבע, סך כל ההשפעה הוא שילוב של הגורמים. השימוש בריביות ארוכות מאפשר לחשוף שילוב זה על ידי פירוק הפרש הריביות לגורמיו: הפרשי אינפלציה צפויה והפרשי ריביות ריאליות.