

## מדריך בודוך לניהול סיכונים

המשקיעים לא לוקחים בחשבון את התרחישים הרעים \* הם רוצים צל"ש ויגמרו עם טר"ש \* מרכיבים תיק שלא משקף את פרופיל הסיכון שלהם ולא מנהלים את דמי הניהול \* פרופ' קובי בודוך, מומחה להשקעות וניהול סיכונים, מציף את טעויות המשקיעים  
רועי ברגמן 9/5/2007

בכל מצב שוק יש 3 תרחישים: אופטימי סביר ופסימי. יש לי תחושה שהיום השוק מתמחר את התרחיש הסביר והטוב, ולא לוקח בחשבון את הסבירות הלא נמוכה של התרחיש הרע. לזה קוראים בועה". זו דעתו של פרופ' קובי בודוך, מומחה לניהול השקעות ולניהול סיכונים.

בודוך, בעל דוקטורט מביה"ס למנהל עסקים של אוניברסיטת סטנפורד, שימש במהלך השנים כיועץ לבנקים להשקעות וחברות הפעילות בשוק ההון ברחבי העולם, בין השאר, כדירקטור בבנק הפועלים. היום הוא מרצה במרכז הבינתחומי ומכהן כמנהל האקדמי של מרכז קיסריה של המוסד, ומפתח, יחד עם ד"ר צבי וינר מהאוניברסיטה העברית, את מדד הערכת הסיכונים בהשקעות חיסכון לטווח ארוך, עבור משרד האוצר.

עם המטען הזה, כשבודוך מסתכל על השוק, הוא מזהה הרבה מאוד טעויות שהמשקיעים עושים. "בשוק ההון המקומי קיימת תופעת עדר. כולם עושים את מה שכולם עושים, והתמריץ ברור: מי שינסה לקבל צל"ש עלול לגמור עם טר"ש. מסוכן הרבה פחות לגייס לקוחות על ידי שיווק או רכישה של תיקי לקוחות, מאשר לקחת עמדה על השוק, וככל שהמנהל גדול יותר - זה נכון יותר. הבעיה נוצרת במצב של ירידות בשוק. אז כולם נופלים, כולם ממשיים, כולם נופלים וחוזר חלילה. זה הרע במיעוטו לפירמה שמנהלת כספים, ורע ללקוח".

### הגנות משינויים במט"ח

בודוך סבור שהטעות הנפוצה ביותר של המשקיעים היא ב-Asset Allocation (חלוקת התיק לאפיקי השקעה - ר"ב). כלומר, הם לא יודעים לבנות את תיק ההשקעות שלהם בצורה אופטימלית שתשקף את מידת הסיכון הם מוכנים לקחת כדי להגיע לתשואות המבוקשות. "משקיעים פרטיים לא בהכרח מבינים שהחשיפה של התיק שלהם לחו"ל חושפת אותם לעיתים גם לשינויים במט"ח. המוסדיים מבינים את זה היטב, אך מעטים עושים משהו בנידון.

"גם תיאורטית וגם אמפירית, נכון לפזר סיכון לשוקי חו"ל, אולם, בד בבד, נכון גם לגדר את מרכיב הסיכון המט"חי, למשל, בעזרת חוזי פורוורד על המטבע של אותה מדינה. לא ברור לי מדוע אין קרנות שזו האסטרטגיה שלהן. נראה לי שיש פה הזדמנות שהקייס שלה, בראייה היסטורית, מעולם לא נראה טוב יותר".

\* מה המשקיעים צריכים לבחון?

"את פיזור הסיכון והמדידה שלו על פני הזמן. ההתלבטות בבחירה בין קרן X וקרן Y משנית לגמרי להחלטת פיזור ההשקעה. צריך לבחון את אופק ההשקעה וחשוב לדעת לנהל את אספקט דמי הניהול".

\* דמי הניהול הם סוגיה מורכבת לרוב המשקיעים.

"יש תעודות סל בישראל שדמי הניהול האפקטיביים שהן גובות גבוהים יחסית. המשקיע בוחן את דמי הניהול הבסיסיים, ולא תמיד בודק האם מחולק דיבידנד של החברות המרכיבות את תעודת הסל, וכמה מתוך הדיבידנד הולך למנהל התעודה וכמה חוזר למשקיעים. ההשפעה יכולה להיות מהותית מאחר ואין הרבה מעבר לזה בתעודות הסל המקובלות".

טענת הנגד, שהמשקיעים תמיד יכולים להיעזר בנתוני סטיית התקן, לא מרשימה את בודוך. העבודה שלו עבור משרד האוצר לימדה אותו שסטיית התקן לא מספיקה לבחינת הסיכונים של גוף מוסדי.

### מי לוקח בחשבון נזילות?

"כדי להקטין את סטיית התקן, לצורך הצגתה בפני משקיעים, המוסדיים אוהבים להשקיע בנכסים לא נזילים", הוא מסביר. "ולכן, אי הנזילות בתיק ההשקעות צריכה לקבל משקל נכבד באופן בחירת ההשקעות. מחד, חוסר הנזילות מקטין את הסיכון הנמדד ומעוות את התוצאות לחיוב. מאידך, נכון למשקיע לטווח ארוך להיחשף להשקעות לא נזילות. צריך להפריד בין סוגי התיקים, ולאפשר 'נעילה' ארוכה בתיקים הלא נזילים".

לכן, במודל שמפתח בודוך עבור האוצר, ניתן יהיה לדרג את קופות הגמל לא רק לפי התשואה וסטיית התקן, אלא גם לפי מידת הנזילות שלהן. "המשקיעים היום נותנים משקל רק לתשואה, אבל זה ישתנה כשהם יבינו את

חשיבות שני המדדים האחרים, של סיכון ונזילות הנכסים. המדידה והפרסום של הנתונים האלה על ידי הרגולטור אולי מוזרה מעט, אבל נראה שאין ברירה. עיקר הערך של הפרויקט הוא בהסטת הנדל"ן - תמונת הנוף והחיות האקזוטיות, כדי לדון במהות, תשואה לעומת סיכון ונזילות".

\* אם כבר הזכרת נדל"ן - איך אתה מעריך את הסקטור החם הזה, מבחינת סיכון ונזילות?

"המשקיעים המוסדיים רכשו בשנה האחרונה כמות עצומה של אג"ח קונצרניות של חברות נדל"ן מקומיות. יכול להיות שהדירוג הגבוה שהאג"ח האלה מקבלות מחברות הדירוג נכון, אבל פיזור הסיכון באג"ח שונות יכול להיות אשליה מסוכנת. ניהול הסיכונים הזה מוטל לפתחם של המוסדיים. כמה מהם עושים עבודה שקולה ורצינית על האספקט הקריטי הזה של ניהול הסיכונים, אבל התחושה היא שהאפיק פחות מסולידי ופרמיית הסיכון הפכה לנזיד עדשים".

\* הטענה הזו מחזירה אותנו למשפטים הראשונים שלך, שבשוק יש בועה.

"אני לא יודע אם אנחנו כבר בבעה או לא, דבר אחד בטוח: יש בשוק מספר מרכיבים שיוצרים תנאים נוחים להיווצרות בועה. המרכיב הראשון, ברמה העולמית, הוא הריביות הנמוכות בכל קנה מידה היסטורי. מיטב הכלכלנים בעולם, כולל ראש הפד, בן ברננקי, מדברים על בועת אג"ח. המרכיב השני הוא מרווחי הסיכון, שלא רק שהם נמוכים בכל קנה מידה, אלא השוק מתנהג בעצבנות אופיינית לבועה, כשמרווחי הסיכון טסים למעלה בחדות עם כל פיפס של אי נוחות מצד השוק. המרכיב הבודעתי השלישי נובע מהאפשרות לבועת הנדל"ן, שעליה לא צריך להוסיף".

\* אבל השוק ממשיך לעלות.

"השוק מחפש טריגר בנרות. מרכיב בועתי אחר, ספציפי לשוק המקומי, הוא התזרימים הגבוהים שמגיעים לשוק מפדיונות האג"ח המיועדות. המשקיעים המוסדיים רוכשים מניות ואג"ח כמי שכפאו שד, גם במחירים גבוהים, כי הם חייבים לעשות משהו עם הכסף שנצבר אצלם. אין אצלם מצב להימורי טר"ש/צל"ש ולכן, ה'משהו' שהם עושים עם הכסף נוטה להיות 'חצי למניות וחצי לאג"ח, כי כולם עושים את זה'. אז אין ברירה ואין מקום לשיקול דעת. התנהגות עדר כזו נגמרת על פי רוב בבכי של המשקיעים".

\* אתה נשמע מאוד פסימי.

"טענתי בתחילת השנה שתרחיש כמעט סביר לשוק הוא תשואה חיובית של 10%-15% וצפונה בגלל אותם מרכיבים בועתיים, ואני עדיין מאמין שזה הכיוון. מצד שני, הוא מסייג, "יש סיכון לא מבוטל - גרינספן דיבר על 30% ואני חושב שמעט פחות, אבל למי יש מושג באמת - של מיתון חד בשווקים. מה הטריגר? מי יודע. 100 דולר לחבית נפט זו אפשרות. במצב כזה, לא יפתיע אותי אם נבקר ברמה של 800 נקודות ולמטה מזה".

\* אז מה המשקיעים צריכים לעשות?

"לנהל את דמי הניהול, לפזר לחו"ל, לנהל את הסיכון המט"חי, ובשוק המקומי עדיין לאהוב מניות מגודרות בפוטים עמוק מחוץ לכסף, לשלב אג"ח ממשלתיות ולהיזהר מאג"ח קונצרניות".