חגיגה בתל אביב

הזינוק אתמול במדדים המובילים בסוגריים – השינוי מאז יום ראשון שעבר

מדד הנדל"ן	מדד הבנקים	מדד ת"א-25	מדד ת"א-100	מדד תל-בונד 40
32.8% (+1.0%)	18.5% (-7.4%)	8.4% (-3.3%)	10.3% (-2.9%)	7.9% (-6.8%)

אג"ח קונצרניות אתמול

יצחק תשובה

קבוצת דלק, סדרה כ"ג	דלק נדל"ן, סדרה ה'	נכסים ובנין, סדרה ד'	דיסקונט השקעות, סדרה ו'	כלכלית ירושלים, סדרה ה'
21.5%	19.5%	19.2%	18.8%	15.8%

נוחי דנקנר

אליעזר פישמן

צילומים: אביגיל עוזי ואוראל כהן

הקפיטליזם ושברו

יורם גבאי

המשבר הפיננסי והאולמפיאדה

לפני כמה אולימפיאדות שלחה לראשונה נבחרת ארצות הברית קבוצת כדורסל ששחקניה היו מקצוענים בליגת ה־NBA. האמריקאים חשבו שכאלופי עולם קבועים הם יזכו בזהב ללא כל מאמץ, גם אם יופיעו בסגל חלש ולא ממש יתאמצו. אבל המציאות טפחה על פניהם, ולאחר כמה טורנירים הם נוצחו ועזבו את המשחקים בבושת פנים. לאחר מכן נלמד הלקח ולאולימפיאדה בבייג'ינג הם הופיעו עם נבחרת חזקה ומאומנת, ואכן זכו בזהב.

בשנים האחרונות הכלכלה האמריקאית מתנהלת כמו אותה נבחרת כושלת – היא מזלזלת בכל כללי המקרו המקובלים על גוש היורו, קרן המטבע וחברות דירוג האשראי. המשבר האחרון הוכיח שלא לעולם חוסן, והאמריקאים נתונים לכללי הכלכלה העולמית כמו כל מדינה אחרת, קטנה כגדולה.

מה המשבר הבא

מדיניות מקרו ראויה במשקים פתוחים מחייבת שמירה על כמה עקרונות מדיניות ידועים ופשוטים: צמיחה יציבה לאורך זמן; חיסכון לאומי חיובי, כלומר שילוב של חיסכון פרטי וציבורי; יציבות בחשבון השוטף של מאזן התשלומים (שקשור כמובן בחיסכון); קיצוץ בסעיפי תקציב מסוימים במקרה של הגדלת הוצאה לסעיף מסוים, למשל מלחמה; שמירה על חיסכון פרטי חיובי באמצעות מדיניות ריבית ואשראי סבירים.

בשנים האחרונות ארצות הברית העדיפה להתעלם מכל כללי היציבות בתקציב, בחוב הלאומי, באינפלציה ודומיהם, והתעלמה מרוב הכללים שהוזכרו לעיל. האמריקאים שומרים זה כמה שנים על גירעון בחשבון השוטף של 6% תוצר ויותר – כלומר הם חיים מעל יכולתם. עודף הדולרים הזה מצטבר בסין, בדרום קוריאה, ביפן ובכל דינות אחרות. רובו אמנם חוזר לארצות הברית לצורך רכישת אג"ח, אך הוא מאיים על היציבות בה. לאמריקאים גם יש גירעון תקציבי גדול, שמהווה איום תמידי על היציבות, ויוצר הכרח לממן את הגי רעונות. זאת ועוד, בעודה בגירעון, ארצות הברית מורידה מסים כדי לעודד צריכה, בזמן שהחיסכון הפרטי אפסי ואף שלילי. האמריקאים מעודדים באופן קיצוני צריכת יתר ורכישות נדל"ן באמצעות מע"ר רכת אשראי רחבה ומגובה באג"חים, גם עבור אלה שהכנסתם וההון שלהם קטן.

מדיניות זו והמלחמה היקרה והמיותרת בעירק גורמות למשברים חוזרים ונשנים. לפנים היה זה משבר הבועה בנאסד"ק. עכשיו אלה הם משברי הבועה בנדל"ן ובאשראי, ובעתיד אולי נראה עלייית תשואות מהירה, אם הסינים והיפנים יקטינו את רכישת האג"ח מארצות הברית ויעלו את התשואות.

ראוי לכולנו לזכור: משברי הבורסה הם סימפטומים למשברים בחיסכון הפרטי, ביציבות הפיסקאלית ובמט"ח. המסקנה עבורנו וע בור האמריקאים היא אחת: מדיניות המקרו צריכה לשרת את היציבות הכלכלית ולא את השווקים. אלה יפרחו כאשר יהיו יציבים, ויקרסו (לאחר גאות זמנית) אם לא יתקיימו כללי המקרו. במשבר הנוכחי מדינת ישראל נהנית משקל חזק ומתחזק ומאג"ח ממשלתיות יצי בות, והיא שומרת על צמיחה סבירה. כל אלה נובעים מתקציב מאוזן, מחיסכון פרטי חיובי ומאזן תשלומים יציב. ראוי שנמשיך כך גם בשנה הבאה.

מוזר לשמוע אנשי ממשל בארה"ב, המאשימים את אנשי שוק ההון בתאוות כסף או בליקחת סיכונים מיותרים, כאשר המדיניות המ קורי־כלכלית והרגולציה שלהם גרועות. אופי של בני אדם, כידוע, אינו ניתן לשינוי. מדיניות קטנות כעניינית מצויות באותו שוק עולמי ומתקיימות על אותו בסיס של כללי משחק. כדאי לארצות הברית לזכור זאת ואז היא תזכה בכלכלה ראויה, כפי שזכתה בזהב בכדורסל באולימפיאדה האחרונה.

הכותב הוא יו"ר דירקטוריון פעילים ניהול תיקי השקעות בע"מ וחממונה לשעבר על הכנסות המדינה

אופוריה בתל אביב

הרוח האופטימיות מארה"ב סחפה את הבורסה לגל חסר תקדים של עליות שערים, שהובילו להפסקת המסחר. בסיומו של היום רשמו מניות הנדל"ן זינוק של 33%, אלה של הבנקים עלו ב־18.5% והאג"ח הקונצרניות מחקו את הירידות של השבוע שעבר

תומר קורנפלד

אופוריה בבורסה. אחרי תשעה ימי מסחר רצופים של ירידות חדות, מסכי הבורסה נצבעו אתמול ירוק – ולא סתם ירוק, אלא ירוק עז, כזה שגם ותי־קי הסוחרים התקשו להיכוד מתי נראה לאחרונה. בשעה 16:50 נראה שהחגיגה נגמרה, לאחר שמדד ת"א־25 חצה את רף העלייה של 8%, המסחר בבורסה הופסק על ידי מנתקי הזרם האוטומטיים. אלא שבבורסה לא רצו לסיים את החגיגה, ולאחר 45 דקות חידשו את המסחר לחצי שעה, שלא עצרה את החגיגות.

אתמול היה היום של הגופים המו סדיים, שפשוט קנו הכול. הם היו אלו שקלטו את הפריונות של הציבור בשבוע שעבר, והיום הרוויחו בימם מסחר בורד תשואה של שנה שלמה. בסיום המסחר נגעל מדד ת"א־25 בעלייה של 8.44%, העלייה היומית החדה ביותר מאז ומער לם בהיסטוריה: גבוהה יותר מזינוק של 7.2% שרשם במאי 2003 כשמונה בנימין נתניהו לתפקיד שר האוצר, ומעלייה של 7.4% שנרשמה באוקטובר 1997.

את החגיגה האמיתית ריכזו מניות הנדל"ן המבוטוח, שחטפו מכות כואבות בשבוע שעבר. אתמול זה היה היום שלהן, כשמדד הנדל"ן מזנק ב־32.8%. את הע ליות בבורסה הובילו מניות הנדל"ן, וב ראשן מניית אפריקה ישראל שבשליטת לב לבייב, שנסקה ב־36.2%. אם בשבוע שעבר נראה היה שהמשקיעים מוכרים את המניה בכל מחיר, והיא השילה יותר מ־40% בשבוע אחד, אתמול היא נתהה מהאופוריה בבורסה. אבל אסור להתב לבל: לאפריקה ישראל נותרו עוד 24% לעלות כדי לתקן את הירידה של השבוע שעבר. עוד במזנקות היו שיכון ובינוי של שרי אריסון, שהמריאה ב־43.3% ואלביט הדמיה של מוטי זיסר שטיפסה ב־38.6%.

לחגיגה הצטרף גם מדד מניות הבנ קים, שהמריא ב־18.47% לאחר שבשבוע שעבר ספגו מניותיו ירידות בעקבות הח ששות לגורלה של מערכת הבנקאות בא רה"ב לאחר קריסת ליהמן בראדרס. מניית בנק לאומי זינקה ב־21.3%, ומניית הפו עלים ב־18%. גם יתר הבנקים לא נותרו מאחור: דיסקונט הוסיף 13.36% ומזרחי טפחות 10.29% – אך על כולם התעלתה מניית בנק אגוד, שהמריאה ב־25.63%. אלא שלא כל המניות עלו אתמול. המ ניות שהרשימו בשבוע שעבר ולא ירדו סיימו אתמול את יום המסחר ביירידות. אסם, שבשבוע שעבר עלתה ב־1.8%, השילה אתמול 4%. סלקום, שאף היא שמרה על יציבות מופתית וירדה בשבוע שעבר רק ב־3.5%, השילה אתמול 2.4%.

מתי נעצר המסחר?

המסחר בבורסה מופסק בעת שמדד ת"א־25 עולה או יורד בשיעור של יותר מ־8% במצב זה המסחר מושהה ל־45 דקות. אם לאחר חידוש המסחר התנודה מגיעה ל־12% המסחר מופסק לחלוטין עד למחרת.

הציבור מצביע ברגליים

תעודות הסל חזרו לגייס, קרנות הנאמנות המשיכו לפדות

אחרי שבוע לא קל שעבר על תע שיית קרנות הנאמנות ותעודות הסל, ניסו אתמול בחדרי המסחר לשוב לשגרה. בענף קרנות הנאמנות הע ריכו כי נרשמו אתמול פדיונות של כ־300 מיליון שקל, יחידה של עשרות אחוזים לעומת שבוע שעבר.

"הציבור לא גרם לעליות בבורסה", אמר ל"כלכליסט" רונן אביגדור, מנ כ"ל מגורה מבטחים קרנות נאמנות. "רובו המכריע של הציבור נכווה, הפנים את הסיכון ולא יהמר לחֵ זור לשוק. הציבור לא הספיק להגיב לעליות השערים, להפך. היום ראינו בקרנות הנאמנות פדיונות שתוצאה מפקודות שניתנו ביום חמישי אחר הצהריים או ביום שישי".

בשבוע שעבר התכווצו נכסי קר נות הנאמנות בכ־7 מיליארד שקל. נכון ליום חמישי (18 בספטמבר) שווי נכסי הענף התכנס ב־108.9 מיליארד שקל, יחידה של כ־9% לעומת תחילת השנה. מתחילת השנה ועד סוף אוגו סט איבד הענף כ־5 מיליארד שקל (בין השאר הודות לגיוסים בקרנות הכספיות), סכום קטן מזה שאיבדו נכסי הקרנות בשבוע אחד בלבד.

בכירים בענף תעודות הסל מערי כים כי הענף נייס אתמול כ־200–250 מיליון שקל, ומרבית הגיוסים היו בתעודות סל שעוקבות אחר מדדי תל בונד ותעודות סל מניית. ליאור כגן, מנכ"ל מבט תעודות סל, אמר כי "לראשונה זה שבוע ראינו גיוסים בשוק תעודות הסל. מדדי תל בונד זינקו אתמול ב־5%–8%, כך שהחל טתם של משקיעים פזיזים שמיהרו למכור ביום חמישי, נכון לעכשיו, מתבררת כטעות".

הדר ק

"המשבר נוצר בגלל שמערכת התמריצים שניתנה למנהלי ההשקעות היתה שגויה"

חתן פרס נובל לכלכלה, פרופ' ישראל אומן בהתייחסות ראשונה לטלטלה בשווקים:

"בהתפתחויות האחרונות במשבר הפיננסי בארצות הברית ובשאר העו לם אנחנו רואים כיצד באה לידי ביטוי השורה התחתונה של תורת המשחקים מאז ומתמיד – ללא מערכת תמריצים מתאימה הכלכלה לא יכולה לעבוד", כך אמר אתמול חתן פרס נובל לכלכלה לשנת 2005, המתמטיקאי ואיש תורת המשחקים, פרופ' ישראל אומן.

בשיחה עם "כלכליסט" הוסיף פרופ' אומן כי "הבעיה העיקרית שיצרה את המשבר הנוכחי בשווקים היא שמער כת התמריצים שניתנה למנהלי בנקי ההשקעות הגדולים היתה לא נכונה, ויש לשנותה".

לדברי אומן, "משבר הסאב־פריים נגרם בראש ובראשונה על ידי כך שה גופים הפיננסיים לקחו על עצמם סי כונים יתר על המידה. בשביל להגדיל את שורת הרווח, הם התחילו להעניק הלוואות ללווים בעייתיים, שלא היו מלווים להם בעבר. הם ניסו לפצות על פורים האלה על שכר גבוה מדי. מנהל טוב צריך לקבל את התגמול המגיע לו, על פי האופן שבו השוק מתמחר את השווי המקצועי שלו. לא זו הבעיה. הבעיה היא שיש להתאים את התמריץ למטרות וליעדים הנכונים שיש להציב בפני המנהלים. כלומר, בעבור מה הם מקבלים את התגמול הגבוה המגיע להם. המטרות והיעדים האלה צריכים להיות מותאמים לטווח הארוך ולא רק לטווח הקצר. אי ההתאמה הזו היא המ קור למשבר".

בתשובה לשאלה מדוע בעלי המניות לא התאימו את מערכת התמריצים למנהלים למערכת יעדים המבוססת על הטווח הארוך, עונה אומן כי "בעלי המניות הסתכלו רק על שורת הרווח, ומימלא היו עסוקים בענייניים שחשר בים להם יותר. לכן מי שניהל בפועל את מערכת התמריצים למנהלים היו המנהלים עצמם. את המצב הזה צריך לתקן".

"AIG זה סיפור אחר"

בהתייחסו לפעולות ההצלה שהפ עיל הממשל האמריקאי בשבוע האחרון, ממשיך אומן לדבוק בעקרונות תורת המשחקים. "באופן עקרוני ותיאורטי, התמריצים שנוצרים לשוק על ידי התנ ערבות הממשל הם לא טובים. אנשים וגופים שלוקחים על עצמם סיכון צרי כים לדעת שהם יצטרכו לשאת בתוצאות השליליות של הסי כונים האלה אם הם יתממשו.

"לכן, בשביל ליצור מע רכת תמריצים נכונה לשוק, לא טוב להיכנס להצלות שכאלה. אלא שלממשל האמריקאי יש גם אחריות למנוע פניקה, אז אפשר להבין אותו. בעי קר כשמדובר בהצלת גופים פיננסיים שקריסתם תהווה פניקה גם בגופים וב שווקים אחרים. לכן טוב שהממשל לא הציל את ליהמן ברדרס. לגבי AIG זה כבר סיפור אחר", הוא אומר.

בשורה התחתונה, פרופ' אומן דווקא שומר על אופטימיות. "משברים שכא־

צילום: עמית שעל

לה מתרחשים כל כמה עשרות שנים. אני דווקא מסכים עם אמירתו של ג'ון מקיין וחושב שבאופן יסודי הכלכלה האמריקאית היא כלכלה בריאה. הב עיה היא בשוק הנדל"ן האמריקאי, וזה רק חלק אחד בכלכלה, ובטח לא חלק מכריע. לא מדובר באסון טבע. התחו מים האחרים הם בריאים", אומר אומן. לדבריו, "צריך לזכור ששוק המניות האמריקאי הכללי לא נפל בהרבה. באוקטובר 87', ביום שני השחור, שוק המניות נפל ביום אחד ב־22%, לא ב־3%. זה מראה את ההבדל. לכן, למ רות שאני לא איש של נבואות כלכ ליות, אני מצפה שנראה התאוששות מהירה יחסית".

שאול אמסטרדמסקי
shaul.amsterdamski@calcalist.co.il

מדד ת"א־100 מתחילת שבוע שעבר

צילום: צביקה שיטלר

מניית חברת התרופות פריגו, שבשבוע שעבר נסקה ב־8.9% בניגוד למגמה, איב דה אתמול 1.3%.

עליות שערים נראו אתמול לא רק בשוק המניות: מסע הקניות של הגופים המוסדיים עבר גם לשוק האג"ח הקונצר ני. בשבוע שעבר, פריונות בכדרים הצליחו להפיל את השוק הסולידי ב־3%–4% ליום. יצאית הכספים הזניקה את התשואות שמגלמות האג"ח של החברות הגדולות והציבות והעבירה אותן לתשואות זבל. אתמול היה מי שניצל את התשואות הג בוהות כדי לרכוש את אותן איגרות חוב, ומדד התל־בונד, הכולל את 20 איגרות החוב הגדולות ביותר, עלה ב־5.4%. מדד התל־בונד 40 המריא בלא פחות מ־7.9%. הציבור משלם היום את מחיר הפאניקה של השבוע שעבר. מי שמכר ביום חמי שי, למשל, אג"ח של אפריקה ישראל בתשואה שנתית של 19.6% הצטער את מול, כשאותה סדרת אג"ח זינקה ב־14.1% והתשואה השנתית ירדה ל־15.9%, למ רות שעדיין מדובר בתשואה גבוהה בהש וואה לרמתה מלפני שבוע – 7.2% בלבד. מחירה של איגרת חוב של קבוצת דלק זינקה אתמול ב־21.5% והתשואה שלה צנחה מ־13.8% ל־8.3% בלבד.