



רעידת אדמה עולמית

אמריקה מצטיינת בדרך כלל בסילוק תסבוכות פיננסיות, אבל היא גם מתמחה ביצירת תנאים שיולידו אותן, וזה מה שקרה ביולי 2007. כיום, שוקי ההון מגזימים בהערכת הסיכונים, בדיוק כשם שהמעטו בערכם לפני יולי אשתקד. האם מישהו יודע עד כמה יהיו גדולות המחיקות של הנכסים הפיננסיים?



ג'יף אשור

פרופ' שלמה חי-טל

ה-2007 והספיק להתפתח למשבר עולמי רחב יותר המשפיע על כל העולם, לרבות ישראל. אנסה לסקור את השלכות המשבר הפיננסי בארצות-הברית, כשהנזילות הגלובלית מתכווצת, עם דגש על הון סיכון ויזמות, וזאת בחמישה סעיפים נפרדים: תפיסת הסיכון, מבנה השוק הפיננסי, תמורות גיאופוליטיות, ניהול סיכונים והדולר הרוועך.

- תפיסת הסיכון: הסיכון לעולם אינו נעלם לגמרי, וכמו ילד שמשחק במחבואים הוא לפעמים מסתתר, ולפתע מופיע. אלה שמתעלמים ממנו משלמים מחיר כבד. במשך שנים, שוקי ההון הסתתרו מאחורי ראשי תיבות: MBS (ביטחונות מגובים במשכנתאות), CDS (שמיטות של אשור), ARS (בטוחות של מכירות פומביות) ורבים אחרים. הם יכלו לעשות את זה מפני שה-MBS היה מגובה על ידי תבשילים של משכנתאות ראשיות ומשניות, ורק מעטים טרחו לבדוק את הסינותם

גיאולוגים מסבירים שקרום כדור הארץ - האדמה שעליה נטויות רגלינו - נשען על שבעה "לוחות" גדולים. הלוחות האלה זזים כל הזמן, בצורה בלתי מוחשית, ונעים למרחק של 50 עד 100 מילימטר לשנה, בשיעור הדומה לזה של קצב גדילת הציפורניים. אולם, מפעם לפעם התנועה האיטית הזאת מביאה לשינוי פתאומי של פני האדמה, על ידי רעידת אדמה, התפרצות וולקנית, צונאמי או תעלה מתחת לפני האוקיינוס. זוהי מטאפורה מושלמת לשוקי ההון הגלובליים. כמעט שלא הרגשנו בכך, אבל כוחות אדירים מתפתחים מתחת לרגלינו, ומגדילים בהדרגה את הסיכונים הגלובליים שלנו - המשבר מתפתח למשבר עולמי, הנובעת הפיננסיות מתפוצצות, נכסים נהרסים, והגלים מורגשים בכל העולם. זה מה שקרה בתחילת המשבר האמריקני של ה"סאב-פריים", שהחל ביולי





של הנכסים הממושכנים, עד שבעלי המשכנתאות חרלו לפרוע אותן. הבעיה הבסיסית של המשכנתאות הייתה הנוזילות המוגזמת וההתרחבות של האשראי שדחפה דולרים לכל מיני חלקים של העולם. זו תוכננה על-ידי הבנק הלאומי האמריקני כדי להתייצב מול נפילת שוק המניות, שהייתה אמורה ליצור גאות בבנייה. רק בשנת 2006 לבדה ההפקדות בכל רחבי העולם הגיעו ל-5.6 טריליון דולר, פי 2 מהגידול הממוצע בשלוש השנים האחרונות.

אמריקה מצטיינת בדרך כלל בסילוק תסבוכות פיננסיות, אבל היא מתמחה גם ביצירת תנאים שיוולידו אותן, וזה מה שקרה ביולי 2007. כיום, שוקי ההון

היום מתרחשת בשוקי ההון סערה מושלמת. בועת הנדל"ן בארצות-הברית התנפצה; יש אינפלציה של מזון עולמית; ומחירי הנפט עולים. הממשל האמריקני היה מחויב לשווקים חופשיים, אך היה איטי מדי ואיחר לטפל במשבר הזה

מגזימים בהערכת הסיכונים, בדיוק כשם שהם המעיטו בערכם לפני יולי 2007. התוצאה הייתה הפחתה של ההלוואות וגרימה לכך שהנוזילות תהיה מועטה יותר. המצב הזה יימשך זמן רב יותר מכפי שמומחים סבורים, אולם עדיין לא ברור, ולא יהיה ברור עוד זמן מה, עד כמה יהיו גדולות המחיקות של הנכסים הפיננסיים שהמוסדות הפיננסיים יצטרכו להכיר בהן.

בחברות סטארט-אפ ייאלצו כעת לשרוד עם פחות השקעת הון משחשבו תחילה, ליצור מודלים חדשים ולהשתמש במודלים של מימון.

● **מבנה:** העובדה בשטח שיוצר הסיכון הגלובלי היא אמת ולא קלישאה. אחרי התמוטטות פיננסית, מחירי הנכסים בכל העולם נוטים לרדת יותר משמצדיקים יסודות כלכליים. בשנת 2006, הערך הגלובלי של הנכסים הפיננסיים הגיע ל-167 טריליון דולר, פי 3 מהתמ"ג הגלובלי, לעומת 142 טריליון דולר ב-2005, ובשנת 2007 העושר הגלובלי ירד, זו הפעם הראשונה מזה שנים רבות).

אנחנו צפויים כעת לראות לידה מחודשת של קרנות הון סיכון פרטיות, הרוכשות נכסים (הון, נכסים, חובות וכדומה) במחירים נמוכים יחסית. <<שחקן משותף גדול, הוא מה שנקרא "קרנות ריבוניות", sovereign funds - קרנות ענקיות של מוזמנים המנוהלות במדינות עתירות נפט, בעיקר במפרץ הפרסי. הם למדו את הלקח המר בשנות ה-70, כאשר מחירי הנפט יצרו ערימות של דולרים שהושקעו בצורה לא נכונה. לא הפעם. עליית מחירי הנפט משתלבת עם בועת הנדל"ן

בארצות-הברית וגורמת לירידה במחירי הנכסים. הרבר יוצר הזדמנויות עצומות לקרנות ריבוניות ערביות, הרוכשות עכשיו נתחים מבנקים גדולים, כגון סיטיגרופ. התוצאה עשויה להיות פחות השקעה בקרנות של הון סיכון לטובת מעבר לקרנות פרייבט אקוויטי. בעבר, שני סוגי הקרנות הללו חיו בשלום זה עם זה, עכשיו הן יתחרו בצורה נמרצת יותר.

● **גיאוגרפיה:** אנחנו רואים עכשיו תנועה רצינית של הון גלובלי מהמרכזים הפיננסיים הישנים לעבר המזרח התיכון ואסיה. שוק ההון סיכון של אסיה מתפתח במהירות, והוא הצליח כבר למשוך עניין ניכר והשקעות של הון סיכון מארצות-הברית. הון זורם לשווקים מתפתחים, בעיקר באסיה, והוא הסתכם ב-700 מיליארד דולר ב-2006, או 6.4% מהתמ"ג הכולל שלה. אסיה לומדת כיצד להשקיע בקרנות הון סיכון משלה, ואם קודם לכן אומות אסייתיות (סין, סין-הונג-קונג, יפן, קוריאה) רכשו כמויות עצומות של חובות אמריקניים (בעיקר שטרי אוצר רדומים), שהצטברו עד כדי 2 טריליון דולר, הרי שעכשיו האומות האלה מעבירות את ההשקעות שלהן לנכסי מוזמנים ונדל"ן.

בשווקים המתעוררים, הנפקות (IPO) היו אחראיות ליותר משליש מכלל הכסף שגויס גלובלית, לעומת 10% בשנת 2000. החברות הסיניות לברן גייסו כספים בדרך של IPO יותר מהחברות הבריטיות, הגרמניות או היפניות, ויותר משגייסו כל ה-IPO's באזור אירופה ביחד. כל המגמות האלה מצביעות על קפיצת מדרגה בחשיבות הגיאוגרפיה של אסיה כמקור הון גלובלי - מגמה שהייתה בלתי נמנעת. מכיוון שאסיה נהנית מצמיחה כלכלית מהירה, היא מתחילה עכשיו ב"מימון" וב"ניכוס" הצמיחה הזאת, והופכת אותה לעושר פיננסי, תהליך שהמערב עבר כבר לפני מאה שנים.

ב-1990 היו רק 33 ארצות שנכסיהן הפיננסיים היו גדולים יותר מהתמ"ג שלהן. בשנת 2006 היו כבר 72 ארצות כאלה, כשבלברזיל, סין, הודו ורוסיה (ארצות ה-BRIC) היו כל אחת נכסים גדולים בהרבה מהתמ"ג שלהן.

יצירת העושר הענקית הזו באסיה, העולה בהרבה על המערב בעשורים האחרונים, תמשוך כמובן שחקנים חדשים והשקעות חדשות. בשנת 2006, סך כל הנכסים הפיננסיים של השווקים המתעוררים הסתכמו ב-26 טריליון דולר, וההתעצמות שלהם בשנה האחרונה הסתכמה בסך גידול של 5.3 טריליון דולר, או רבע מכל יצירת העושר בעולם. מחצית

הגידול הזה הגיעה מסין לברה.

● **ניהול סיכונים:** מה השתבש כאן? מדוע מוסדות פיננסיים מכובדים מאוד, שנהלו בידי רבי-אמנים, כגון Bear Sterns, Citigroup, Fannie Mae, Freddie Mac, Countrywide או אפילו Lehman Brothers ואחרים, ניהלו את הסיכונים שלהם בצורה גרועה כל כך? הניתוחים שלאחר המוות שייעשו על-ידי מומחים יימשכו שנים, אבל אנחנו יכולים להעלות כמה ניהושים ראשוניים.

מה שקרה שם הייתה 'סערה מושלמת' ונדירה. הביטוי נלקח מהספר The Perfect Storm, שהפך לטרס בשם זה בכיכובו של ג'ורג' קלוגי. הוא מתייחס "להתרחשות בעת ובעונה אחת של אירועי מזג-אוויר, אשר אם נתייחס אליהם בנפרד יהיו נחותים מסערה המתרחשת באירוע מקרי". אירועים כאלה נדירים

היום יש פחד ענקי מפני סיכונים. בריטניה, המשקיעה תמיד בצורה נכבדה בארצות-הברית, השקיעה כמובן בניירות הערך המגובים במשכנתאות שהיו מסוכנים, והיא משלמת עכשיו את המחיר - כלכלתה נפגעה בצורה חמורה יותר מכלכלות אירופיות אחרות, ונקלעה למיתון.

מעצם טבעם; לכל אירוע יש סבירות של 1:10, ואם ישנם עשרה אירועים כאלה, הסיכויים שהם יתרחשו בעת ובעונה אחת הם רק אחד ל-100, או 1% בלבד. אבל, סיכוי של אחד מתוך מאה בכל זאת קובע שבתוך מאה סערות, אחת תהיה מושלמת וקטלנית.

היום מתרחשת בשוקי ההון סערה מושלמת. בועת הנדל"ן בארצות-הברית התנפצה; יש אינפלציה מזון עולמית; ומחירי הנפט עולים. הממשל האמריקני היה מחויב לשווקים חופשיים, אך היה איטי מדי ואיחר לטפל במשבר הזה. היו שנים של הוצאות מופרזות, חיסכון מועט וחובות מוגזמים. השווקים המתעוררים היו ספקי הון נקי, חלק גדול מזה לאמריקה, אשר מושכת אליה רבע מכל ורימת ההון הגלובלית - מצב בלתי רגיל בו העשירים לווים מהעניים. כל האירועים האלה יצרו משבר גלובלי רציני.

מה שמעניין הוא לא המקריות של התרחשות סערה

מושלמת, אלא הוודאות המושלמת שהיא תתרחש בסופו של דבר, בהתחשב במגמות הנוכחיות והיכולת המופלאה והמבריקה של מנהלי סיכונים להתעלם מאיתותי הסערה. אומרים שתאוות הבצע הופכת לפחד. מנהלי סיכונים היו צריכים להיות בעלי פחד סיכון חזק כל הזמן. איכשהו, פחד זה היה קבור במקום כלשהו. היום כבר יש פחד ענקי מפני סיכונים. בריטניה למשל, המשקיעה תמיד בצורה נכבדה בארצות-הברית, השקיעה כמובן בניירות הערך המגובים במשכנתאות שהיו מסוכנים, והיא משלמת עכשיו את המחיר - כלכלתה נפגעה בצורה חמורה יותר מכלכלות אירופיות אחרות, ונקלעה למיתון.

יהיה גם נוק נוסף בישראל. חברות סטארט-אפ יכולות לצפות לירידה בהשקעות הון סיכון בטווח הקרוב, ויש להן קשיים רציניים במימון "סיכוב שני" ובגיוס הלוואות ממקורות אחרים. התפקיד שימלא החשב הראשי של חברות הסטארט-אפ ירחיב את עצמו במידה ניכרת בחשיבותו, כשיהיה עליו למצוא ברחיפות מקורות מימון חלופיים.

● **הדולר יעלה או ירד?** סוגיה מרכזית היא הדולר האמריקני. אם הוא ימשיך לדרוש, המשבר העולמי רק יעמיק. שווקים גלובליים, שהמחזור שלהם מורכב מ-80% דולר אמריקני, יחסרו את המטבע הגלובלי, וייקח שנים עד שהאירו יחליף את הדולר. ובכל זאת, ה-7 באפריל 2007 היה פרשת דרכים: כמות היורו עברה את המחזור הגלובלי של הדולר האמריקני בעולם.

אם השקל יתחזק עוד יותר, הוא יפגע בחברות סטארט-אפ הקיימות וימנע מחברות אחרות להיווצר. אני סבור שהדולר ייסוג וכי שיעורי הריבית בארצות-הברית עלולים לעלות. היצוא האמריקני גדל במידה ניכרת, ולמעשה היה סירת הצלה של הכלכלה האמריקנית, כאשר צמח למרות פסימיות הצרכנים. כאשר הייצור האמריקני יחזור מטיולו למזרח הרחוק, היצוא יגדל בצורה נמרצת יותר.

קיימת תחרות בין אלה הוונחים את הדולר - כמו מדינות המפרץ שלוחצות לנתק את המטבעות שלהן מהדולר הצונח, או יצואני הנפט הלחוצים לסחור באירו ולא בדולרים - לבין מאמציה של אמריקה ליישר את המטבע שלה ולהחזיר לעצמה את האמינות הגלובלית. ישראל, חברות הון הסיכון שלה וחברות הסטארט-אפ שלה, צריכות לעקוב מקרוב אחר מרוץ גורלי זה. ●

הכותב הוא חוקר במוסד שמואל נאמן, והמנהל האקדמי של TIM תל אביב

מה שמעניין הוא לא המקריות של התרחשות סערה מושלמת, אלא הוודאות המושלמת שהיא תתרחש בסופו של דבר, בהתחשב במגמות הנוכחיות והיכולת המופלאה והמבריקה של מנהלי סיכונים להתעלם מאיתותי הסערה

אם השקל יתחזק עוד יותר, הוא יפגע בחברות סטארט-אפ הקיימות וימנע מחברות אחרות להיווצר. אני סבור שהדולר ייסוג ושיעורי הריבית בארצות-הברית עלולים לעלות. היצוא האמריקני גדל במידה ניכרת, ולמעשה היה סירת הצלה של הכלכלה האמריקנית, כאשר צמח למרות פסימיות הצרכנים. כאשר הייצור האמריקני יחזור מטיולו למזרח הרחוק, היצוא יגדל בצורה נמרצת יותר

