



# מהי השקעה בטוחה? והאם השקעה בנדל"ן נחשבת להשקעה בטוחה?

האקטואר **רועי פולניצר** מסביר מהי השקעה בטוחה? בוחן האם אמצעי ההשקעה היחיד המתאים להשקעה בטוחה הוא אג"ח ממשלתיות? ובודק את הסיכון הטמון בהשקעה בנדל"ן.

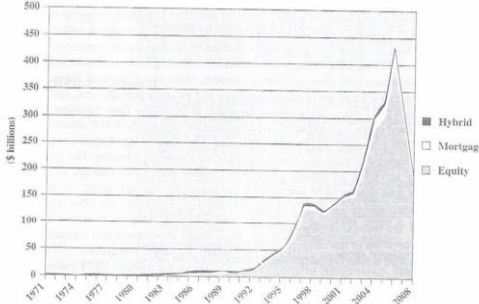
סטטיסטיים אלה.

בחלק הבא יעשה דיון בסיכון הקיים באפשרות השקעה בנדל"ן. חלק זה ידגים כי גם אם קיים אפשרות להרוויח תשואה מסוימת בהשקעה זו, הרי שהדבר כרוך בסיכון ניכר, אשר עלול להביא את המשקיע להפסדים.

## סיכון הטמון בהשקעה בנדל"ן

אחד מאפיקי ההשקעה שלכאורה נחשבים בטוחים ביותר הינו ההשקעה בנדל"ן. כך למשל, קיימות קרנות המתמחות בהשקעה בנדל"ן – כדוגמת קרן ריט – Real Estate REIT – Estate Investment Trust. קרנות הריט התפרסמו בארה"ב בשנת 2008 בשל העובדה כי הן איבדו קרוב ל-50% מערכן בתוך תקופת זמן קצרה ביותר. עדות לכך ניתן למצוא בספרם של ברוגרמן ופישר (Real Estate Finance and Investments מהדורה 14) עמ' 680:

EXHIBIT 21-1 Market Capitalization of Publicly Traded REITs



הערה: איכות התרשים אינה טובה – היות והוא נלקח כצילום מהספר. על פי הנתונים שווי ההשקעות בקרנות ה- REIT בארה"ב קטן מרמה של 425 מיליארד \$ בשנת 2006 לרמה הנמוכה מ-200 מיליארד \$ בשנת 2008.

נתונים דומים בדבר הסכנה הקיימת בהשקעות בנדל"ן עולים ממחקר של בנק ישראל אשר עסק במחזורים בשוק הישראלי (מחזורים פיננסיים וריאליים בישראל על פי גישתם של Borio et al. – בנק ישראל – דצמבר 2016).

על פי הנתונים מחירי הדיור מתנהגים בצורה מחזורית (ראה לדוגמה, עמ' 12 במאמר). על פי הנתונים בעמוד 13 במאמר, האמפליטודה (הנמדדת כאחוז השינוי מנקודת שיא לנקודת שפל) של מחירי הדיור בטווח הקצר הינה -6.72% (שמשמעה שבטווח הקצר מחירי הדיור יכולים לרדת ב-6.72% בטווח הקצר) ואילו בטווח הבינוני -21.41% (שמשמעה שבטווח הקצר מחירי הדיור יכולים לרדת ב-21.41% בטווח הבינוני).

**לסיכום, השקעה בנדל"ן איננה עונה על ההגדרה של השקעה בטוחה לעיל.**

מורכבים אשר יכולים לשכפל את התזרימים שיניבו איגרות חוב חסרות סיכון. אולם, בשל חוסר האפשרות להרוויח רווחים חסרי סיכון (חוק המחיר הבודד) – שיעור התשואה הנדרש על מכשירים אלה חייב להיות שווה לשיעורי התשואה לפדיון של איגרות חוב ממשלתיות.

הזהות בין שער הריבית על איגרת חוב ממשלתית ובין התשואה על תיק השקעות בעל סיכון הזהה לזה של איגרת חוב ממשלתית המניב תשואה של איגרת חוב ממשלתית, נתמכת לפחות על ידי שלושה מודלים שהקנו פרסי נובל – מודל CML, מודל SML ומשפטי מודליאני-מילר.

## האם אמצעי ההשקעה היחיד המתאים הינו אג"ח ממשלתיות?

עולה השאלה האם קיימים מכשירי השקעה אשר יאפשרו למשקיע להרוויח תשואה בטוחה בוודאות? התשובה, כפי שיוכח בחלק זה הינה שלילית.

ראשית, על פי הספרות המימונית – קיים נכס חסר סיכון אחד בלבד – והוא השקעה באיגרת חוב ממשלתית הנקובה במטבע המקומי. כל השקעה שאיננה איגרת חוב ממשלתית צמודת מדד תחשוף את המשקיע לפחות לאחד מהסיכונים הבאים:

- סיכון חדלות פירעון – סיכון להפסד הנובע מכך שחברה המנפיקה איגרת חוב קונצרנית תגיע למצב של חדלות פירעון (Default), וכתוצאה מכך לא תעמוד בהתחייבותיה לשלם את הערך הנקוב של איגרת החוב או את הריבית על איגרת החוב.
- סיכון שעי"ח – סיכון להפסד כתוצאה משינויים בשערי החליפין. סיכון זה יכול להיגרם כאשר מבוצעת השקעה בנכס הצמוד לשער החליפין של מטבע זר.
- סיכון מחירי ני"ע – סיכון הנובע מירידה במחירי המניות הנסחרות בארץ ובחו"ל.
- סיכון אינפלציה – סיכון להפסד כתוצאה משינויים במדד המחירים לצרכן. סיכון זה יכול להיגרם כאשר מבוצעת השקעה שלא צמודה למדד המחירים לצרכן.
- סיכון מחירי נדל"ן – סיכון להפסד הנובע משחיקת מחירי הנדל"ן.

קיימים מאפיינים סטטיסטיים שונים, כדוגמת סטיית תקן, אשר מבטאים את הסיכונים (קרי, רכיבי אי הודאות) הגלומים בהשקעות השונות. בעת בחינת השקעה כלשהי אין להתעלם ממאפיינים

לפני 5 שנים בדיוק מינה אותי בית משפט לענייני משפחה ירושלים לתת חוות דעת האם השקעה בנדל"ן נחשבת לדעתי להשקעה בטוחה השומרת על הערך הריאלי של הכסף, ואף תעניק לכספי חסוי ריבית בשיעור של 3% ריאלי לשנה".

נשאלת השאלה מהי בכלל "השקעה בטוחה"? **סעיף 50 לחוק הכשרות המשפטית והאפוטרופוסות, תשכ"ב-1962** מסביר לנו מהי השקעה בטוחה על ידי זה שהוא מחייב אפוטרופוס חלכה למעשה להחזיק את הכספים או להשקיעם כדרוש לשם **שמירת הקרן והבטחת פירות** באחת הדרכים שקבע לכך שר המשפטים בתקנות או בדרך שהורה בית המשפט.

מהי הדרך הראויה להשקעת כספי פיצויים אשר נועדו להבטיח את צרכיו העתידיים של חסוי? **מסעיף 2 לתקנות הכשרות המשפטית והאפוטרופוסות (דרכים להשקעת כספי חסוי), תש"ס-2000** מסביר לנו מהי הדרך הראויה להשקעת כספים פיצויים על ידי זה שהוא מחייב את האפוטרופוס להשקיע את הכספים בפיקדונות בנקאיים או "בניירות ערך שהוציאה המדינה". כלומר: באג"ח ממשלתי. **יובהר כי הגם שהתקנות מדברות על כספי חסוי יש ללמוד מהן על כוונת המחוקק באשר לדרך הראויה להשקעת כספי פיצויים אשר נועדו להבטיח את צרכיו עתידיים של כל אדם, גם כאשר לא מדובר בחסוי.**

## מהי השקעה בטוחה על פי הספרות המימונית?

המלומד פרופ' אסוואת' דמודראן מאוניברסיטת NYU אשר נחשב לאחד המומחים המובילים בעולם בנושא הערכת שווי תאגידים מסביר בספרו (Investment Valuation בהוצאת Wiley פרק 7) מדוע רק איגרת חוב ממשלתית הינה הנכס חסר הסיכון היחיד!

בפרק 7, עמ' 212 בספרו - כותב פרופ' דמודראן: "The only securities that have a chance of being risk free are government securities, not because governments are better run than corporations, but because they control the printing of currency". ובתרגום לעברית: "אג"ח ממשלתיות הינן ניירות הערך היחידים, אשר יכולים להיות חסרות סיכון, וזאת לאור העובדה שרק לממשלות יש את היכולת להדפיס כסף".

אני מסכים לחלוטין עם הגדרתו של פרופ' דמודראן. קיימים מכשירים פיננסיים