

## 5. תיבות

### 5.1. חטיבת מוסדיים וקרנות נאמנות לחזים עתידיים והשינוי בטען ההשקעה של העמיטים

#### עיקרי הדיברים

- התיבה מתארת שתי התפתחויות עיקריות; המשך עליה מהירה בחטיפה למניות דרך חוזים עתידיים בתיק המוסדיים ובקרנות הנאמנות, והשינוי בטען ההקצתה הנכנית של העמיטים בתיק הפנסיוני, מהשקעה דרך סל מותאם גילויסיכון להשקעה אקטיבית במדד מניות בארה"ב דרך חוזים עתידיים עם חטיבת מט"ח מלאה.
- להתפתחויות אלו יש היבטים מקרו-יציבותיים על שוק ההון והמט"ח במקרה של תנודות מוגברת בשוקים הגלובליים.
- בעקבות משבר הקורונה גופים מוסדיים וקרנות הנאמנות הגדילו את כרית הנזילות הדולרית. ניתוח הנתונים העדכני מעלה כי כדי להתמודד עם אפשרות של ירידות חדשות בשוקים בחו"ל, נדרש להגדילה אף יותר.
- הגדלה נוספת של כרית הנזילות הדולרית אפשרה יותר של המוסדיים וקרנות הנאמנות נגד דרישת להגדלת ביטחונות דולריים (Margin call) ותצמצם את האפשרות לכשל בשוק ההון והמט"ח המקומיים.



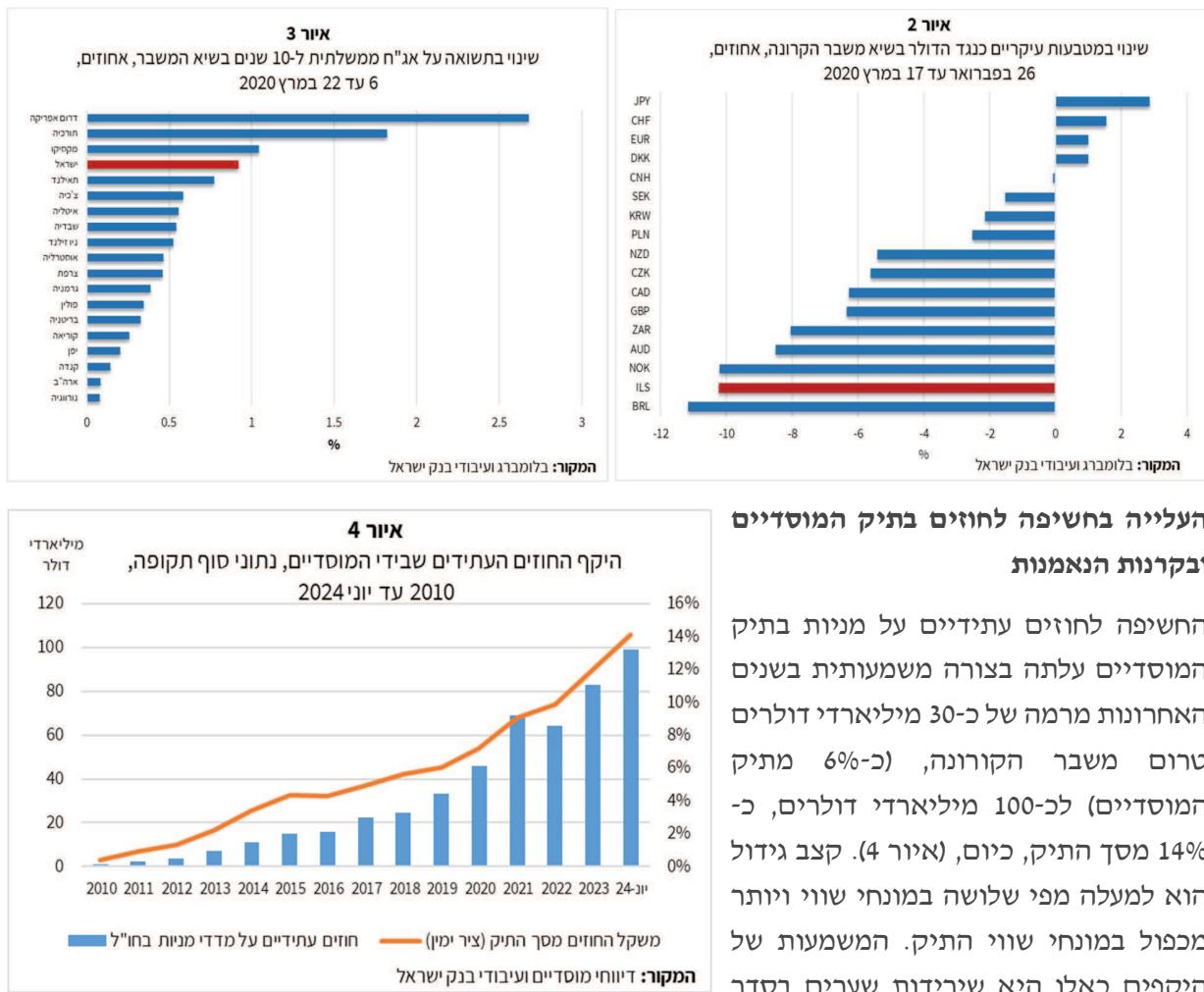
#### רקע

משבר הקורונה שפרץ במרץ 2020, גרם לירידות שערים חדשות בשוקי המניות בעולם ובישראל. בעוד שהירידות במדד המניות תאימו בסה"כ את המגמה העולמית, התגובה של שוק האג"ח המשלטויות ושל שוק השקל – דולר, הייתה מועצמת יותר. תגובת היותר בישראל הוסבה בהיקף חשיפה משמעותית של מוסדיים למניות על מדד S&P דרך חוזים עתידיים, בהיקף רעויוני של כ-30 מיליארדי דולרים דאז, ובחומר מוחות נזילות Dolerit, שאמורה לשמש כמקור נזילות נגד דרישת Margin call.<sup>34</sup> ירידות השערים

<sup>34</sup> השקעה בחזזה עתידי נעשית על בסיס רעויוני (Notional Amount). משמע שבמועד קשיית החזזה מופקד אצל הבורcker רק אחוז מסוים מערך ההשקעה – Initial Margin (כ-5% מהסכום הרעויוני). רק סכום זה הוא דולרי, עיקר הסכום מוחזק בנכס שקלי קצר וזול (מק"מ, אג"ח ממשלטויות), שמשמש כ"בטוחה" נגד דרישת להגדלת ביטחונות במקרה של ירידות שערים – Margin call.

החדות במדד ה-P-S בשיעור של כ-34%, הובילו ל-call Margin בтикpie של כ-10 מיליארדי דולרים. מחסור בעזילות Dolarit מידיית אצל מוסדיים גרם ל-Fire sale של הבטוחה השקילית לצורך רכישת מט"ח בהיקף משמעותיים, כל זאת תוך פרק זמן קצר. המוסדיים פנו בהתחלה לשוק ההחלף הדולרי (FX), אך היעד נמוך במיוחד מצד בנקים זרים בתקופה זו, עקב כמצום המkorות הדולריים במערכת הבנקאית העולמית, גרם לכשל בשוק זה ולכן הם נאלצו לרכישת היקפיים גדולים של מט"ח בשוק הדולר-שקל. התוצאה הייתה עליית תשואות חדה בישראל, פיחות חד בשער השקל דולר מעבר לתגובה המקומית וכאמור כשל בשוק ה-FX SWAP.

בעקבות כך בנק ישראל הכריז על אספקה של קווי FX SWAP בסך של עד 15 מיליארדי דולרים<sup>35</sup>, (איורים 3-1).

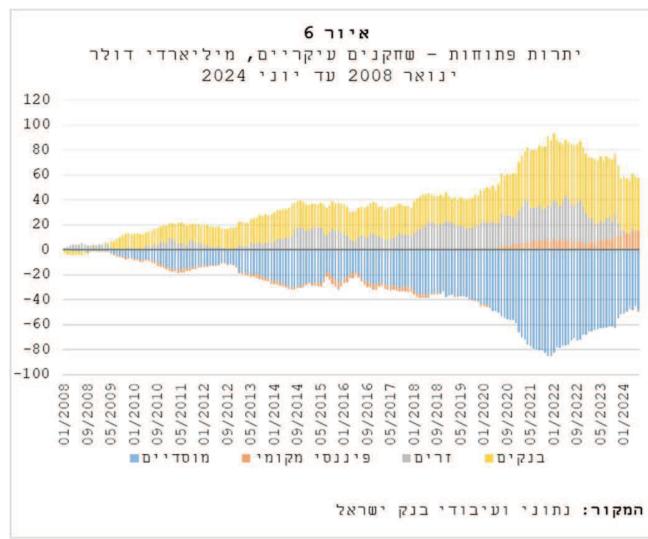
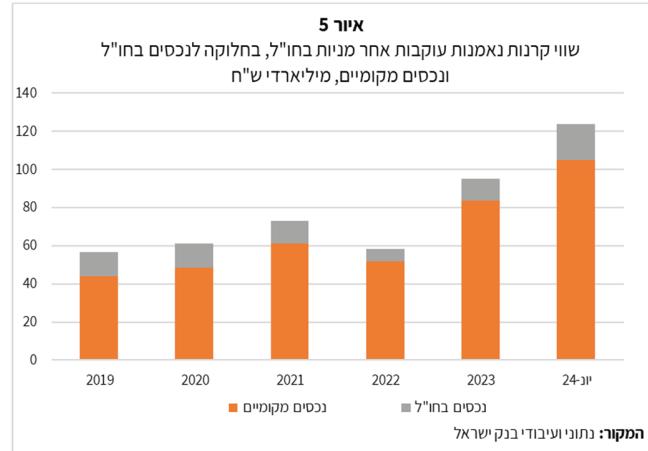


מודל זה מייצר סיכון חשיפה מטבחי עצום כי דרישת הביטחונות במקורה של רידות שערים היא יומית ודולרית והבטוחה היא שקלית ולכן יש צורך במכירות שקלים בהיקפים גדולים שמעצמים גם על רקי הפיחות וכן נוצר לחץ בשוק ההון המקומי ובשוק המט"ח. או לחילופין לרכישת מט"ח בשוק בהיקפים גדולים שיכולים להשפיע על שוק המט"ח, כפי שארע במהלך משבר הקורונה.

<sup>35</sup> לתיאור מלא יותר של האירועים ותגובה בנק ישראל ראו :

Abir, Friedman, 2021, "Domestic Asset Purchases by the Bank of Israel during the Pandemic", BIS.

גודל של משבר הקורונה עלולות להוביל לדרישת נזילות דולריות בהיקף של כ-33 מיליארדי דולרים. העלייה בשווי החזים מתואמת עם העלייה במדד המניות בעולם. בשנים 2021 ו-2023<sup>36</sup>, מדדי המניות בעולם רשמו עליות חדשות זהה מסביר בין היתר את העלייה החדה בשווי החזים בתיק המוסדיים. ולכון, ככל שהמדדים בעולם ימשכו לעלות, כך גם שווי החזים בתיק, בעליה פאסיבית. גורם נוסף הוא ההסתה האקטיבית של כספי עמיים, שברובה מופנית לחזים, ולמרות שחלוקת בתיק הכללי עדין נמוך, היא צוברת תאוצה כפי שיפורט בהמשך.



גם תעשיית קרנות הנאמנות הגדילה בשנים האחרונות את החזיפה למניות בחו"ל דרך דרך חזים עתידיים באופן משמעותי. גידול זה נובע בעיקר מעלייה בהשקעות מימי הבית בנכדים בעלי סיכון גבוה יותר, בין היתר עקב ביקוע החסר של השוק המקומי... היקף נכסי קרנות אלו עומד על כ-124 מיליארדי ש"ח, מתוכם היקף החזיפה למניות דרך חזים עתידיים הוא כ-100 מיליארדי ש"ח, (כ-28 מיליארדי דולר, איור 5). החזיפה למטי"ח נעשית דרך עסקת Spot ולאחר מכן מן הקרן מלווה אחרות תמורה שקלים, דרך עסקאות FX SWAP מרבית הלוואת המטי"ח דרך עסקאות FX-SWAP הנו לטוחה ארוך מכמה ימים, מה שוביל לנזילות Doleraria נזינה נמוכה מאוד הקשור לעסקאות אלו. עם זאת, מכיוון שהקרן מלווה לרוב בעסקאות SWAP, משבר פיננסי המלווה לפיקוח יספק להן נזילות Doleraria נספת דרך Margin, זאת בנגד למצוות מוסדיים.<sup>37</sup>

הנתונים באיור 6 שמציגים את מלאי עסקאות FX-SWAP בשוק, מצביעים על כך שהצד השני לעסקה FX-SWAP של קרנות הנאמנות, לווה המטי"ח, הוא הגוף המוסדי. בשל מאפייני ההשקעה הדומים, הקשר הזה עלול להעצים את הלחץ בשוק הדולר – שקל, במקרה של אירוע שוק ממשמעותי.

<sup>36</sup> מדד S&P עליה ב-2021 בכ-20% וב-2023 בכ-22%.

<sup>37</sup> עסקת SWAP מורכבת מרגע שקלית ורגע מטי"חית והיא נתונה ל-*Mark to Market*, (התחרבותות יומית). במקרה של פיקוח, מלואה המטי"ח (קרנות הנאמנות) מקבל דולרים בשווי הפיקוח כפוף לשווי העסקה. הצד להווה משלם דולרים וההיפך במקרה של ייסוף. ככלומר במקרה של פיקוח חד על רקע ירידות חזות בשוקים הכספיים, השקיעים מוסדיים יאלצו לשלם Margin Call על הפיקוח בעוד קרנות הנאמנות יקבלו Margin.

## המעבר של עמיותים להשקעה אקטיבית בחזים עם חשיפה דולרית מלאה

התפתחות חדשה שצוברת תאוצה בשנתיים האחרונות בתיק המוסדיים היא מעבר אקטיבי של עמיותים להשקעה בסלי S&P<sup>38</sup> עם חשיפה מט"ח מלאה. מדוחי המוסדיים, היקפו עומד על כ-121 מיליארדי ש"ח והוא עולה בקצב מהיר.

טבלה 1: השקעות בסל S&P, מיליארדי ש"ח			
סה"כ שינוי	06/2024	12/2023	
52	121	69	יתרה
צבירה נטו מתחילת השנה			7.3
הסטות מתחילת השנה			28.5

להשקעה בסל S&P יש מאפייני השקעה שונים מהתיק הכללי שבו המוסדיים הם הצד שקובע את ההקצאה הנכנית (כולל חשיפה לחזים) ואת שיעורי החשיפה לחו"ל ולמט"ח, והוא שונה בכך שהוא מותאם גיל וסיכון. במקרה של סלי S&P, המוסדיים הם פאסיביים ועם גמישות ניהול נמוכה ביכולתו הקשור להרכבת הנכסים ולחשיפות לחו"ל ולמט"ח.

תופעה זו מוסברת גם בנסיבות החסר בשוק המקומי ביחס לעולם בין היתר על רקע החקיקה בנושא מערכת המשפט והאסקלציה האיזורית מאז אוקטובר 2023. היא גם מסבירה חלק ניכר מהגידול הכללי בהיקף החשיפה לחזים על מנתות בתיק המוסדיים בשנתיים האחרונות וגם חלק מהעליה המהירה ב-2023 בחשיפה לחו"ל ולמט"ח בתיק המוסדיים. חשוב לציין שהיכולת של המוסדיים לאזן את העליה בחשיפה לחו"ל ולמט"ח דרך צמצום חשיפות אלה בסלים אחרים היא מוגבלת. המשמעות היא עלייה מהירה יותר, בהינתן ההתפתחויות בשוקים הגלובליים, בתיק המוסדיים ובשיעור החשיפה לחו"ל ולמט"ח.

אופן השקעה בסלי S&P מתבצע באופן הבא; המוסדיים רוכשים מט"ח בעסקת *Spot* וחו"ם עתידיים (*Initial Margin*), ולאחר מכן נוכנים עסקת *SWAP FX* בה הם מפקדים מט"ח ולו"ם שקליליים. עסקה זו אומנם מספקת חשיפה למט"ח אך אינה מספקת נזילות Dolarsity. מדובר בתהיליך פוך לפעולות הרגילה של מוסדיים בתיק הכללי שבו הם לו"ם מט"ח. התמורה השקילית מיועדת לרכישת נכסים שקליליים, מקרק"ם ואג"ח ממשלתיות, בדומה לפעולות החזים שלהם בתיק הכללי. בעסקה זו, המוסדיים מרווחים את מרוחה-*Basis* שמשמעותו של הריבית השקילית מוחוק שקיימות פער הריביות וביצים הם מקבלים ריבית Dolarsity גבוהה יותר מזאת הנוצרת מחוק זה. זהו אחד היתרונות בעסקה נוספת לנזילות הגובהה יותר של חזים ביחס להשקעה ישירה במניות. ככל שההתפתחות זו במאפייני ההשקעה של העמית אינה טרנד שמושפע רק מפעריו התשואות בין ישראל לעולם, היא עלולה להוות אתגר יציבותי.

### чисוב *Margin call* במקרה של משבר פיננסי גלובלי (ירידות של 30%)

חשיפה למניות לחו"ל דרך חזים אצל המוסדיים וקרןנות הנאמנות מסתכמת יחד ל-128 מיליארדי Dolarsity. ירידות בשיעור של כ-30% יובילו לדרישת מט"ח בהיקף של כ-38 מיליארדי Dolarsity ובshall כריטת הנזילות הולונטרית, ה-MC מסתכם בכ-25 מיליארדי Dolarsity, לעומת זאת כ-10 מיליארדי Dolarsity במהלך הקורונה

<sup>38</sup> השקעה במדד S&P 500 דרך חזים עם חשיפה מלאה למט"ח.

בمارس 2020. חשוב לציין ש-MC דרך חוץ אינו היחיד אליו המוסדיים עלולים להתמודד בזמן משבר בשוקים. משבר פיננסי לרבות פיחות חד בשער השקל שMOVEDIL ל-MC על הלוואות המט"ח בעסקת FX SWAP שיש למוסדיים בהיקף של כ-44 מיליארדי דולר. פיחות בשיעור של כ-10% במשבר מסוג זה מייצר למוסדים MC נוסף של כ-4.4 מיליארדי דולר כל זאת כאשר מקורות הדולרים של המשק מצומצמים עקב המשבר בשוקים בעולם. במקרה זה, MC עלול להגיע לכ-28 מיליארדי דולר. למוסדיים קיימים גם מקור נזילות Dolri נוסף של והוא הסכמי GMRA מול בנקים זרים שאמורים לספק להם נזילות Dolri תנג' ב佗חה שקלית, אולם, במשבר חמור בשוקים, בנקים זרים נהגים לצמצם חשיפה למדיינות מתעוררות וקטנות, גם אם הן מפותחות, וכך לא בטוח שהן יסכו לקבל נכסים שקלים כבטוחה.

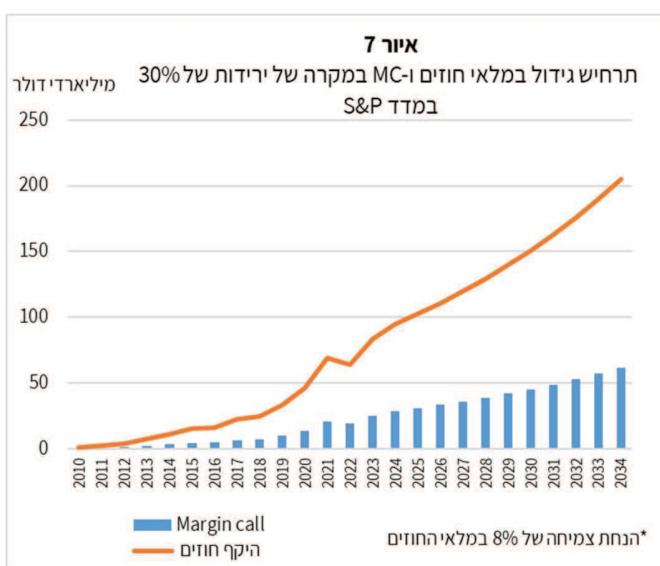
חלק מלוקחי הקורונה, המוסדיים הגדילו את הנזילות Dolri באופן ולונטרי. גם קרנות הנאמנות מנהלות רמות Dolri של נזילות, כך שכינום נראה שהם מסוגלים להתמודד עם דרישות נזילות Dolri שתואמות ירידות של 5%-10% בלבד במדד S&P. למקרה זאת, חלק מהמוסדיים צינו שלמרות כרית הנזילות Dolri, התנדתיות המוגברת בשוקים ב-2022, גרמה לא פעם לכך שהבטוחה Dolri ירדה מאוד וללא ההדרוגיות של הירידות החודות בשוקים ב-2022, הם היו נאלצים שוב למכור נכסים שקלים לצורך רכישת מט"ח<sup>39</sup>. מכאן עולה, שכרית הנזילות Dolri הולונטרית, לאור התנדתיות המוגברת בשוקים אינה גדולה דיה. בקרנות הנאמנות התמונה מעט שונה, כיוון שהן מלוות Dolri בעסקאות SWAP, וכך משבר פיננסי שלרבות מלווה בפיחות בשער השקל, יספק להם נזילות Dolri נוספת נספה, דרך ה-Margin, זאת בוגוד לנצח אצל מושקיעים מוסדיים שלווים מט"ח וכך חייבים לשלם MC גם במקרה של פיחות.

<sup>39</sup> להילופין לפנות למסגרת הס-וקפ של בנק ישראל

טבלה 2: חישוב MC כתוצאה מחשיפת מוסדיים לחוזים ולעסקאות FX Swap, מיליארדי דולרים

$(2)+(3)=(6)$	$=(5)$ $(2)+(3)+(4)$	$10\% = (4)$ מלאי Swap*	$(1)*(10\%)=(3)$	$(1)*30\%=(2)$	$(1)$	טור
MC בלי פיחות	MC עם פיחות	השפעת פיחות של 10% על *SWAP	כנית נזילות 10% וולונטרית	מלאי MC של 30%	חזים	גוף
-20	-24.4	-4.4	10	-30	100	מוסדיים
-5.7	-4.2	1.5	2.8	-8.5	28	קרןנות מניטיות בחו"ל
<b>-25.7</b>	<b>-28.6</b>	<b>-2.9</b>	<b>12.8</b>	<b>-38.5</b>	<b>128</b>	<b>סה"כ</b>

\* מלאי SWAP – המוסדיים לוים 44 מיליארדי דולרים, הקרןנות מלאות 15 מיליארדי דולרים (פברואר 2024)  
הנחה פיחות של 10% בשער השקל. \*\* ירידות של 30% במדד S&P, הנחת נזילות Dolarit בשיעור של 10% אצל המוסדיים וקרןנות הנאמנות



הנתונים המוצגים בטבלה 2 מצביעים על כך שלמרות כנית נזילות הדולרית, ירידות חדות בשוקים יאלצו מוסדיים וקרןנות נאמנות לרוכש היקפים גדולים מאוד של מט"ח ובפרק זמן קצר וכל זאת כאשר עלול להתקיים "מחסור" Dolari בשוק.

כתוצאה לכך, הדינמיקה שהתרחשה בשוק המט"ח בזמן משבר הקורונה, עלולה לחזור וביתר שאת. יתר על כן, בתרחיש שבו קצב הגדיל במלאי החוזים בתיק המוסדיים תואם את קצב הגדיל של התיק הכללי, ה-MC תוק בעשור עלול להגיע ליותר מ-60 מיליארדי Dolarim, (איור 7).