

## 5. תיבות

### 5.1. חשיפת מוסדיים וקרנות נאמנות לחוזים עתידיים והשינוי בטעמי ההשקעה של העמיתים

#### עיקרי הדברים

- התיבה מתארת שתי התפתחויות עיקריות; המשך עליה מהירה בחשיפה למניות דרך חוזים עתידיים בתיק המוסדיים ובקרנות הנאמנות, והשינוי בטעמי ההקצאה הנכסית של העמיתים בתיק הפנסיוני, מהשקעה דרך סל מותאם גיל וסיכון להשקעה אקטיבית במדדי מניות בארה"ב דרך חוזים עתידיים עם חשיפת מט"ח מלאה.
- להתפתחויות אלו יש היבטים מקרו-יציבותיים על שוק ההון והמט"ח במקרה של תנודתיות מוגברת בשווקים הגלובליים.
- בעקבות משבר הקורונה גופים מוסדיים וקרנות הנאמנות הגדילו את כרית הנזילות הדולרית. ניתוח הנתונים העדכני מעלה כי כדי להתמודד עם אפשרות של ירידות חדות בשווקים בחו"ל, נדרש להגדילה אף יותר.
- הגדלה נוספת של כרית הנזילות הדולרית תאפשר עמידות טובה יותר של המוסדיים וקרנות הנאמנות כנגד דרישה להגדלת ביטחונות דולריים (Margin call) ותצמצם את האפשרות לכשל בשוק ההון והמט"ח המקומיים.

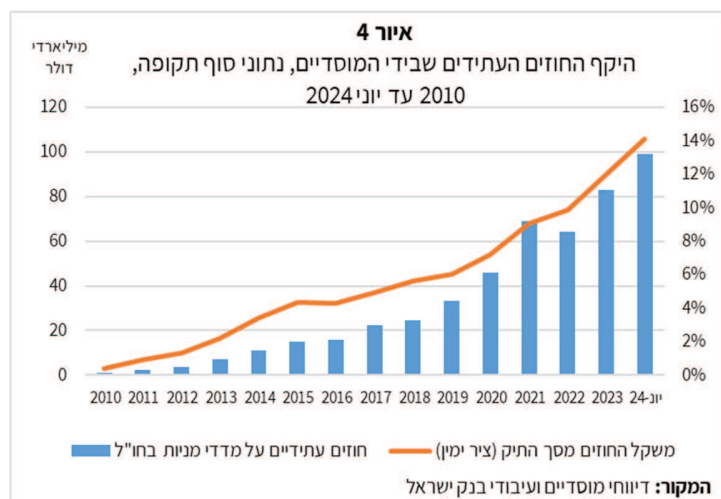
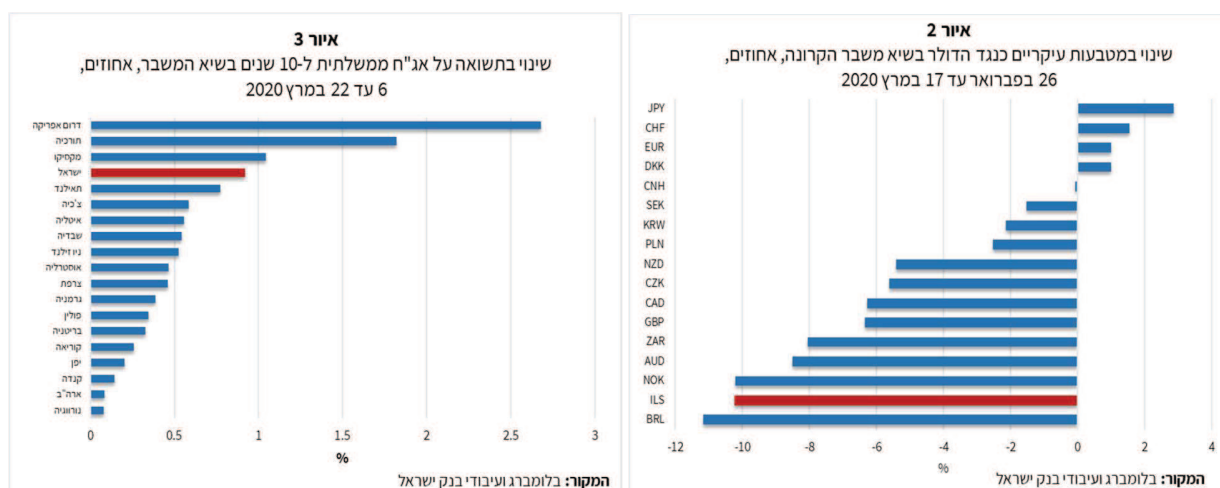
#### רקע



משבר הקורונה שפרץ במרץ 2020, גרם לירידות שערים חדות בשוקי המניות בעולם ובישראל. בעוד שהירידות במדדי המניות תאמו בסה"כ את המגמה העולמית, התגובה של שוק האג"ח הממשלתיות ושל שוק השקל – דולר, הייתה מועצמת יותר. תגובת היתר בישראל הוסברה בהיקף חשיפה משמעותי של מוסדיים למניות על מדד S&P 500 דרך חוזים עתידיים, בהיקף רעיוני של כ-30 מיליארדי דולרים דאז, ובחוסר מהותי בנזילות דולרית, שאמורה לשמש כמקור נזילות כנגד דרישת Margin call<sup>34</sup>. ירידות השערים

<sup>34</sup> השקעה בחוזה עתידי נעשית על בסיס רעיוני (Notional Amount). משמע שבמועד קשירת החוזה מופקד אצל הברוקר רק אחוז מסוים מערך ההשקעה – Initial Margin (כ-5% מהסכום הרעיוני). רק סכום זה הוא דולרי, עיקר הסכום מוחזק בנכס שקלי קצר ונזיל (מק"מ, אג"ח ממשלתיות), שמשמש כ"בטוחה" כנגד דרישה להגדלת ביטחונות במקרה של ירידות שערים – Margin call.

החדות בממד ה-S&P בשיעור של כ-34%, הובילו ל-Margin call בהיקפים של כ-10 מיליארדי דולרים. מחסור בנזילות דולרית מיידית אצל מוסדיים גרם ל-Fire sale של הבטוחה השקלית לצורך רכישת מט"ח בהיקף משמעותיים, כל זאת תוך פרק זמן קצר. המוסדיים פנו בהתחלה לשוק ההחלף הדולרי (FX SWAP), אך היצע נמוך במיוחד מצד בנקים זרים בתקופה זו, עקב צמצום המקורות הדולריים במערכת הבנקאית העולמית, גרם לכשל בשוק זה ולכן הם נאלצו לרכוש היקפים גדולים של מט"ח בשוק הדולר-שקל. התוצאה הייתה עליית תשואות חדה בישראל, פחות חד בשער השקל דולר מעבר לתגובה המקומית וכאמור כשל בשוק ה-FX SWAP. בעקבות כך בנק ישראל הכריז על אספקה של קווי SWAP בסך של עד 15 מיליארד דולר<sup>35</sup>, (איורים 1-3).



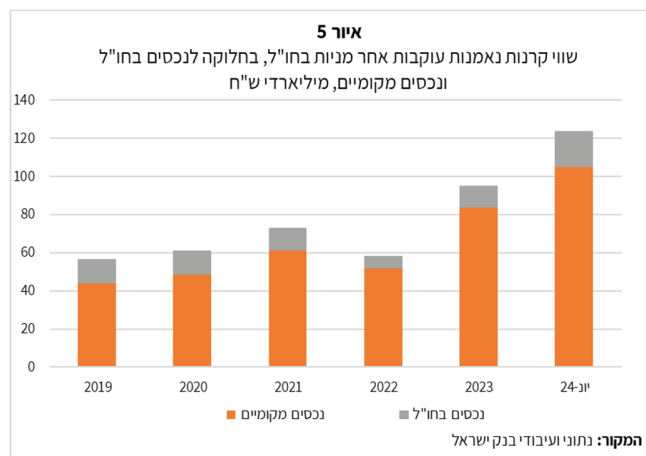
## העלייה בחשיפה לחוזים בתיק המוסדיים ובקרנות הנאמנות

החשיפה לחוזים עתידיים על מניות בתיק המוסדיים עלתה בצורה משמעותית בשנים האחרונות מרמה של כ-30 מיליארדי דולרים טרום משבר הקורונה, (כ-6% מתיק המוסדיים) לכ-100 מיליארדי דולרים, כ-14% מסך התיק, כיום, (איור 4). קצב גידול הוא למעלה מפי שלושה במונחי שווי ויותר מכפול במונחי שווי התיק. המשמעות של היקפים כאלו היא שירידות שערים בסדר

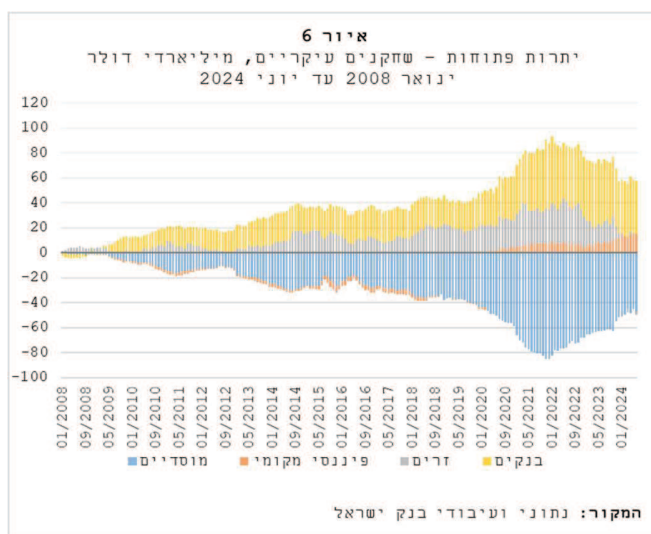
מודל זה מייצר סיכון חשיפה מטבעי עצום כי דרישת הביטחונות במקרה של ירידות שערים היא יומית ודולרית והבטוחה היא שקלית ולכן יש צורך במכירות שקלים בהיקפים גדולים שמועצמים גם על רקע הפיחות וכך נוצר לחץ בשוק ההון המקומי ובשוק המט"ח. או לחילופין לרכוש מט"ח בשוק בהיקפים גדולים שיכולים להשפיע על שוק המט"ח, כפי שאירע במהלך משבר הקורונה.  
<sup>35</sup> לתיאור מלא יותר של האירועים ותגובת 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 דולרית בהיקף של כ-33 מיליארדי דולרים. העלייה בשווי החוזים מתואמת עם העלייה במדדי המניות בעולם. בשנים 2021 ו-2023<sup>36</sup>, מדדי המניות בעולם רשמו עליות חדות וזה מסביר בין היתר את העלייה החדה בשווי החשיפה לחוזים בתיק המוסדיים. ולכן, ככול שהמדדים בעולם ימשיכו לעלות, כך גם שווי החוזים בתיק, כעלייה פאסיבית. גורם נוסף הוא ההסטה האקטיבית של כספי עמיתים, שברובה מופנית לחוזים, ולמרות שחלקה בתיק הכללי עדיין נמוך, היא צוברת תאוצה כפי שיפורט בהמשך.



גם תעשיית קרנות הנאמנות הגדילה בשנים האחרונות את החשיפה למניות בחו"ל דרך חוזים עתידיים באופן משמעותי. גידול זה נובע בעיקר מעלייה בהשקעות משקי הבית בנכסים בעלי סיכון גבוה יותר, בין היתר עקב ביצועי החסר של השוק המקומי. היקף נכסי קרנות אלו עומד על כ-124 מיליארד ש"ח, מתוכם היקף החשיפה למניות דרך חוזים עתידיים הוא כ-100 מיליארד ש"ח, (כ-28 מיליארדי דולרים, איור 5). החשיפה למט"ח נעשית דרך עסקת Spot ולאחר מכן הקרנות מלוות אותו תמורת שקלים, דרך עסקאות FX SWAP. מרבית הלוואות המט"ח דרך עסקאות ה-SWAP הן לטווח ארוך מכמה ימים, מה שמוביל לנזילות דולרית זמינה נמוכה מאוד הקשורה לעסקאות אלו. עם זאת, מכיוון שהקרנות מלוות דולרים בעסקאות SWAP, משבר פיננסי המלווה לרוב בפיחות יספק להן נזילות דולרית נוספת דרך ה-Margin, זאת בניגוד למצב אצל מוסדיים<sup>37</sup>. הנתונים באיור 6 שמציגים את מלאי עסקאות ה-SWAP בשוק, מצביעים על כך שהצד השני לעסקה ה-SWAP של קרנות הנאמנות, לווה המט"ח, הוא הגוף המוסדי. בשל מאפייני ההשקעה הדומים, הקשר הזה עלול להעצים את הלחץ בשוק הדולר – שקל, במקרה של אירוע שוק משמעותי.



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

<sup>37</sup> עסקת SWAP מורכבת מרגל שקלית ורגל מט"חית והיא נתונה ל-Mark to Market, (התחשבות יומית). במקרה של פיחות, מלווה המט"ח (קרנות הנאמנות) מקבל דולרים בשווי הפיחות כפול שווי העסקה. הצד הלווה משלם דולרים וההיפך במקרה של ייסוף. כלומר במקרה של פיחות חד על רקע ירידות חדות בשווקים הפיננסיים, משקיעים מוסדיים יאלצו לשלם Margin Call על הפיחות בעוד שקרנות הנאמנות יקבלו Margin.

### המעבר של עמיתים להשקעה אקטיבית בחוזים עם חשיפה דולרית מלאה

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

טבלה 1: השקעות בסל S&P, מיליארדי ש"ח	12/2023	06/2024	סה"כ שינוי
יתרה	69	121	52
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 הנכסית (כולל חשיפה לחוזים) ואת שיעורי החשיפה לחו"ל ולמט"ח, והוא שונה בכך שהוא מותאם גיל וסיכון. במקרה של סלי S&P, המוסדיים הם פאסיביים ועם גמישות ניהולית נמוכה בכול הקשור להרכב הנכסים ולחשיפות לחו"ל ולמט"ח.

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

אופן ההשקעה בסלי S&P מתבצע באופן הבא; המוסדיים רוכשים מט"ח בעסקת Spot וחוזים עתידיים (Initial Margin), ולאחר מכן נכנסים לעסקת FX SWAP בה הם מפקידים מט"ח ולווים שקליים. עסקה זו אומנם מספקת חשיפה למט"ח אך אינה מספקת נזילות דולרית. מדובר בתהליך הפוך לפעילות הרגילה של מוסדיים בתיק הכללי שבו הם לווים מט"ח. התמורה השקלית מיועדת לרכישת נכסים שקליים, מק"מ ואג"ח ממשלתיות, בדומה לפעילות החוזים שלהם בתיק הכללי. בעסקה זו, המוסדיים מרוויחים את מרווח ה-Basis שמשקף סטייה של הריבית השקלית מחוק שקילות פער הריביות ובעצם הם מקבלים ריבית דולרים גבוהה יותר מזאת הנגזרת מחוק זה. זהו אחד היתרונות בעסקה בנוסף לנזילות הגבוהה יותר של חוזים ביחס להשקעה ישירה במניות. ככול שהתפתחות זו במאפייני ההשקעה של העמית אינה טרנד שמושפע רק מפערי התשואה בין ישראל לעולם, היא עלולה להוות אתגר יציבותי.

### חישוב ה-Margin call במקרה של משבר פיננסי גלובלי (ירידות של 30%)

החשיפה למניות בחו"ל דרך חוזים אצל המוסדיים וקרנות הנאמנות מסתכמת יחד ל-128 מיליארדי דולרים. ירידות בשיעור של כ-30% יובילו לדרישת מט"ח בהיקף של כ-38 מיליארדי דולרים ובשקלול כרית הנזילות הוולונטרית, ה-MC מסתכם בכ-25 מיליארדי דולרים, לעומת כ-10 מיליארדי דולרים במהלך משבר הקורונה

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

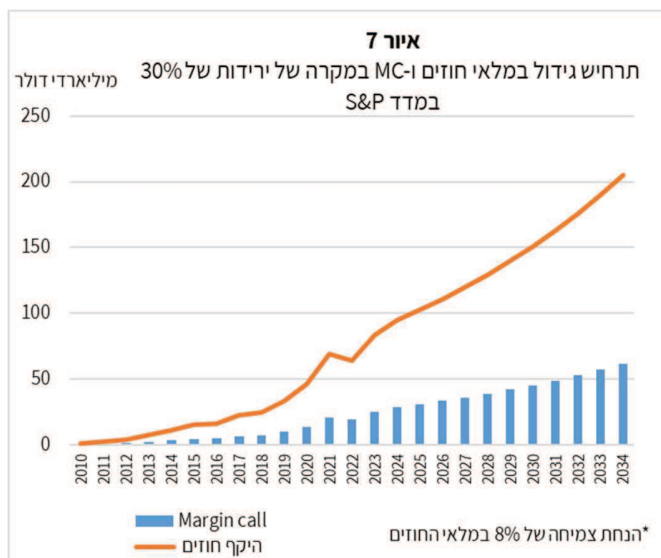
במארס 2020. חשוב לציין ש-MC דרך חוזים אינו היחיד איתו המוסדיים עלולים להתמודד בזמן משבר בשווקים. משבר פיננסי לרוב מלווה בפיחות חד בשער השקל שמוביל ל-MC על הלוואות המט"ח בעסקת FX SWAP שיש למוסדיים בהיקף של כ-44 מיליארדי דולרים. פיחות בשיעור של כ-10% במשבר מסוג זה מייצר למוסדיים MC נוסף של כ-4.4 מיליארדי דולרים כל זאת כאשר מקורות הדולריים של המשק מצומצמים עקב המשבר בשווקים בעולם. במקרה כזה, ה-MC עלול להגיע לכ-28 מיליארדי דולרים. למוסדיים קיים גם מקור נזילות דולרי נוסף של והוא הסכמי GMRA מול בנקים זרים שאמורים לספק להם נזילות דולרית כנגד בטוחה שקלית, אולם, במשבר חמור בשווקים, בנקים זרים נוהגים לצמצם חשיפה למדינות מתעוררות וקטנות, גם אם הן מפותחות, ולכן לא בטוח שהן יסכימו לקבל נכסים שקליים כבטוחה.

כחלק מלקחי הקורונה, המוסדיים הגדילו את הנזילות הדולרית באופן וולונטרי. גם קרנות הנאמנות מנהלות רמות דומות של נזילות, כך שכיום נראה שהם מסוגלים להתמודד עם דרישות נזילות דולריים שתואמות ירידות של 5%-10% בלבד במדד ה-S&P. למרות זאת, חלק מהמוסדיים ציינו שלמרות כרית הנזילות הדולרית, התנודתיות המוגברת בשווקים ב-2022, גרמה לא פעם לכך שהבטוחה הדולרית ירדה מאוד ולולא ההדרגתיות של הירידות החדות בשווקים ב-2022, הם היו נאלצים שוב למכור נכסים שקליים לצורך רכישת מט"ח<sup>39</sup>. מכאן עולה, שכרית הנזילות הדולרית הוולונטרית, לאור התנודתיות המוגברת בשווקים אינה גדולה דיה. בקרנות הנאמנות התמונה מעט שונה, כיוון שהן מלוות דולרים בעסקאות SWAP, ולכן משבר פיננסי שלרוב מלווה בפיחות בשער השקל, יספק להם נזילות דולרית נוספת, דרך ה-Margin, זאת בניגוד למצב אצל משקיעים מוסדיים שלווים מט"ח ולכן חייבים לשלם MC גם במקרה של פיחות.

---

<sup>39</sup> לחילופין לפנות למסגרת ה-repo של בנק ישראל

טבלה 2: חישוב MC כתוצאה מחשיפת מוסדיים לחוזים ולעסקאות FX Swap, מיליארדי דולרים						
טור	(1)	(2) = (1)*30%	(3) = (1)*10%	(4) = 10% מלאי Swap*	(5) = (2)+(3)+(4)	(6) = (2)+(3)
גוף	מלאי חוזים	MC של 30%	כרית נזילות 10% וולונטרית	השפעת פחות של 10% על *SWAP	MC עם פחות	MC בלי פחות
מוסדיים	100	-30	10	-4.4	-24.4	-20
קרנות מנייתיות בחו"ל	28	-8.5	2.8	1.5	-4.2	-5.7
סה"כ	128	-38.5	12.8	-2.9	-28.6	-25.7
*מלאי SWAP – המוסדיים לווים 44 מיליארדי דולרים, הקרנות מלוות 15 מיליארדי דולרים (פברואר 2024) הנחת פחות של 10% בשער השקל. ** ירידות של 30% במדד S&P, הנחת נזילות דולרית בשיעור של 10% אצל המוסדיים וקרנות הנאמנות						



הנתונים המוצגים בטבלה 2 מצביעים על כך שלמרות כרית הנזילות הדולרית, ירידות חדות בשווקים יאלצו מוסדיים וקרנות נאמנות לרכוש היקפים גדולים מאוד של מט"ח ובפרק זמן קצר וכל זאת כאשר עלול להתקיים "מחסור" דולרי בשוק.

כתוצאה מכך, הדינמיקה שהתפתחה בשוק המט"ח בזמן משבר הקורונה, עלולה לחזור וביתר שאת. יתר על כן, בתרחיש שבו קצב הגידול במלאי החוזים בתיק המוסדיים תואם את קצב הגידול של התיק הכללי, ה-MC תוך כעשור עלול להגיע ליותר מ-60 מיליארדי דולרים, (איור 7).