

### תיבה 3

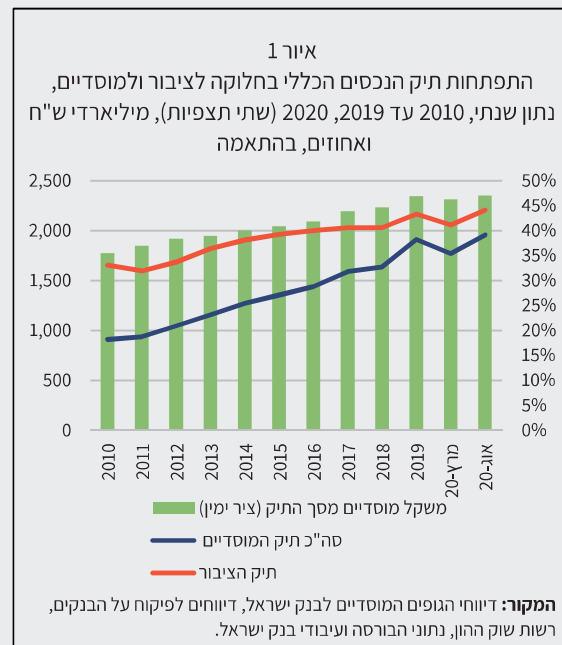
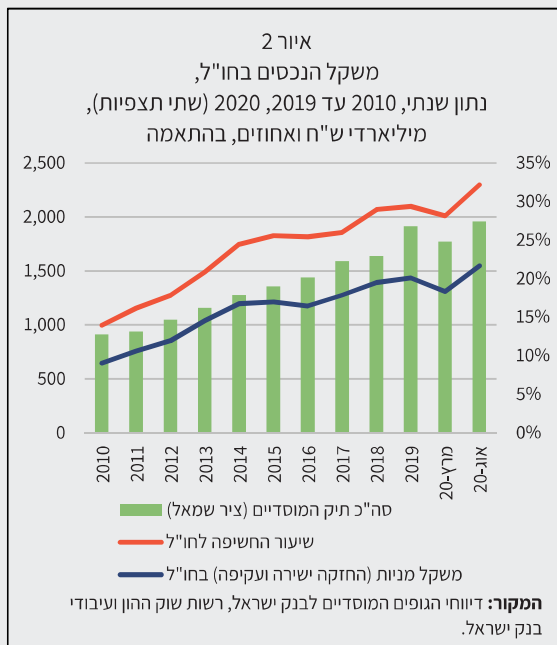
#### חשיפת המשקיעים המוסדיים לחוזים עתידיים על מדדי מניות חו"ל

מטרת התיבה היא לתאר את השפעת פעילות המשקיעים המוסדיים על שוקי האג"ח הממשלתיות והמט"ח המקומיים בעת משבר הקורונה, שפרץ בחודש מרץ<sup>1</sup>. הטענה המרכזית בתיבה זו היא שמאפייני החשיפה של המוסדיים לחוזים עתידיים על מניות בחו"ל, אשר עיקרה שימוש באג"ח ממשלתיות מקומיות<sup>2</sup> כבטוחה להשקעה בחוזים אלו, העצימה את התגובה המקומית ביחס לעולם. הדבר הביא לסיכון נזילתי ומטבעי משמעותי: הואיל והחשיפה המטבעית היא דולרית, ואילו מקור המימון העיקרי שלה הוא שקלי. כתוצאה מכך, הדרישה להשלמת ביטחונות בעקבות הירידות החדות במדדי המניות בעולם ובחוזים העוקבים אחר מדדים אלו יצרה אצל המוסדיים מחסור משמעותי בנזילות במט"ח, וזה אילץ אותם למכור אג"ח ממשלתיות בהיקפים משמעותיים<sup>3</sup> לשם מימון רכישות מט"ח ניכרות בשוק. פעולות אלו העצימו את עליית התשואות באפיק הממשלתי, את הפיחות בשער השקל ואת מצוקת הנזילות בשוק ההחלף הדולרי.

#### התפתחות תיק הנכסים של המוסדיים<sup>4</sup>

תיק המוסדיים גדל פי שניים בעשור האחרון – מרמה של כ-900 מיליארדי ש"ח ב-2010 לכמעט 2 טריליון ש"ח כיום – ומשקלו מתקרב ל-50 אחוזים מסך תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור (איור 1). מדובר בקצב גידול מהיר, הבולט ביחס לקצב הגידול המתון יותר של תיק הציבור. ניתן להסביר זאת ברגולציה ארוכת טווח, כגון פנסיות החובה, אשר חלה החל משנת 2008 על כלל אוכלוסיית השכירים, והחל משנת 2017 הוחלה גם על אוכלוסיית העצמאיים. זאת לצד מגמות דמוגרפיות ומקרו-כלכליות שעיקרן גידול של האוכלוסייה ושל מספר המועסקים ועלייה בשכר הנומינלי ובשיעור ההפרשות הפנסיוניות.

זוית נוספת הממחישה את גידולו של תיק המוסדיים היא יכולתו כיום להכיל, במונחי שווי, את כלל הנכסים הסחירים בשוק המקומי; זאת שלא כמו בשנת 2010, אז גודלו עמד על כמחצית משווי הנכסים המקומיים<sup>5</sup>.



<sup>1</sup> הגורם המשפיע העיקרי הוא הזעזוע הפיננסי הגלובלי בעטייה של מגיפת הקורונה. גם לפדיונות מקרנות הנאמנות הייתה השפעה משמעותית.

<sup>2</sup> נוסף על אלה נעשה שימוש במק"מ ובנזילות קיימת, שקלית ומט"חית.

<sup>3</sup> שווי החזקות המוסדיים מתוך סך מלאי החוב הממשלתי ירד בכ-9 אחוזים בין חודש פברואר לחודש מרץ, וניתן לייחס את רוב הירידה למכירות אג"ח ממשלתיות לשם מימון רכישת מט"ח בהיקפים משמעותיים.

<sup>4</sup> תיק המוסדיים = כל גופי החיסכון לטווח בינוני-ארוך. תיק הציבור = החזקות הציבור במישרין + קרנות הנאמנות. תיק הנכסים הכללי מורכב משניהם.

<sup>5</sup> הכוונה לחוב הממשלתי הסחיר, מק"מ, מניות ואג"ח חברות.



גידול שווים של הנכסים המנוהלים על ידי המוסדיים הביא, בין היתר, לעלייה מהירה של שיעור החשיפה לנכסים בחו"ל, לכ-32 אחוזים מסך התיק. במונחים נומינליים מדובר בשינוי של כ-500 מיליארד ש"ח, כמחצית מכלל הגידול בתיק המוסדיים לאורך העשור (איור 2). הואיל והנכס העיקרי בתיק הנכסים בחו"ל הוא מניות, משקלן של אלה בסך התיק עלה, וכתוצאה מכך גדלה ההשפעה של ערוץ זה על ביצועי התיק ועל תנועות ההון בשוק המקומי, בשקל ובמט"ח.

### חשיפת המוסדיים למניות בחו"ל

החשיפה למניות בחו"ל היא בעיקרה דרך החזקה ישירה של מניות, קרנות סל וחוזים עתידיים על מדדי מניות. תמהיל החשיפה למניות בחו"ל השתנה, והנטייה בשנים האחרונות היא להגדיל את משקל החוזים העתידיים על חשבון החשיפות האחרות (איור 3). הסיבות לכך מוצגות בלוח 1, והן קשורות בעיקר לסחירות גבוהה יותר ועלות נמוכה יותר ביחס לחלופות.

לוח-1: סיכום ההבדלים העיקריים בין השקעה בחוזים לבין השקעה ישירה במניות ובקרנות סל<sup>6</sup>.

| הנכס       | סחירות           | נזילות             | עלות אחזקה                  | סיכון: שע"ח, תפועל, נזילות | חשיפת מט"ח                                    |
|------------|------------------|--------------------|-----------------------------|----------------------------|-----------------------------------------------|
| חוזה עתידי | לאורך כל היום    | גבוהה              | נמוכה – ריבית Libor         | בינוני עד גבוה             | חשיפה ראשונית נמוכה אולם קיים סיכון MTM* יומי |
| קרן סל     | בשעות המסחר בלבד | גבוהה              | Spot + FX Basis + דמי ניהול | נמוך                       | חשיפה מלאה                                    |
| מניה       | בשעות המסחר בלבד | גבוהה – תלוי במניה | Spot + FX Basis             | נמוך                       | חשיפה מלאה                                    |

\* Mark To Market הוא מנגנון שיערוך יומי לנכס, שנועד לשקף לו מחיר שוק ריאלי. לפי התוצאה נקבע אם המשקיע מקבל או מזרים ביטחונות.

הבדל עיקרי נוסף הוא שהשקעה בחוזים היא ממונפת; משמע שרק חלק קטן מושקע בחוזה, ורק חלק זה חשוף לשינויים בשער חליפין. יתרת הסכום מושקעת ברובה באג"ח ממשלתיות שקליות סחירות, המשמשות בטוחה להשקעה בחוזים. זהו יתרון מבחינת המוסדיים: הוא מאפשר להם להיחשף לנכסים בחו"ל בלי ליצור חשיפה מלאה למט"ח, שלעיתים אינה רצויה מבחינתם. ואולם חוזה עתידי הוא נכס תנודתי, התלוי בהתפתחויות בשווקים, ולכן יתרון זה עלול להישחק במהירות ולחשוף את המוסדיים לסיכונים מט"ח ונזילות כתוצאה מדרישת ביטחונות במקרה של ירידות נמשכות בשווקים<sup>7</sup>. במקרה כזה, עקב החשיפה הגדולה לחוזים עתידיים על מניות וחוסר המתאם המטבעי, המוסדיים עלולים להידרש לנזילות בהיקפים משמעותיים, בשקל ובמט"ח, ולכך עלולה להיות השפעה חזקה על שוקי ההון והמט"ח המקומיים, כפי שאירע במשבר הקורונה בחודש מרץ. בקרנות סל ומניות (בהנחה שגם המניה מגיבה באותו אופן) עלייה של התנודתיות בשווקים גורמת לסטייה משיעורי החשיפה הרצויים בתיק המוסדיים, ולכן יש צורך בהתאמות – מכירות וקניות של מט"ח, לעיתים גם בהיקף משמעותי. אולם, בניגוד לחוזים, ההשקעה בנכסים אלו אינה ממונפת ואינה מצריכה ביטחונות. מכאן שגם בתקופות של תנודתיות גבוהה בשווקים הפיננסיים הרכישות והמכירות של מט"ח בגין החזקת קרנות סל ומניות לא חייבות להיות מיידיות, ולכן ההשפעה של פעילות המוסדיים על שוקי ההון והמט"ח המקומיים כתוצאה מחשיפה זו היא לרוב מתונה יחסית.

<sup>6</sup> ההשוואה היא לחוזה E-mini על מדד S&P 500. החזקת מניות אינה חלופה מלאה לחוזים. יש גם פער מיסוי קטן לטובת החוזה.

<sup>7</sup> התנודתיות קיימת גם במקרה של עליות שערים, אולם הואיל ובמקרה זה אין דרישת ביטחונות, הסיכון הוא בעיקר של שער החליפין, שגם הוא יכול להיות מהותי לשוק ולמוסדיים, כי הוא פועל במידה ניכרת לייסוף השקל.

## השקעה בחוזה עתידי

השקעה בחוזה עתידי נעשית על בסיס רעיוני (Notional Amount). משמע שבמועד קשירת החוזה מופקד אצל הברוקר רק אחוז מסוים מערך ההשקעה, שנקרא Initial margin (בטוחה ראשונית-IM)<sup>8</sup>. עיקר הסכום מוחזק בנכס אחר, המשמש בטוחה להשקעה בחוזים, והוא לרוב חסר סיכון, נזיל ולטווח קצר, וזאת מפני הצורך בזמינות ושמידה על הערך הכספי במקרה של דרישת ביטחונות. נכס זה יכול להיות אג"ח של ממשלת ארה"ב, פיקדונות נזילים בדולר ובשקל ואג"ח ממשלתיות שקליות. מטעמי נוחות השקעתית ורצון להימנע מחשיפה לא רצויה למט"ח ומהעלות הנוספת המתלווה לכך, גופים מוסדיים נוהגים להשתמש בעיקר באג"ח ממשלתיות סחירות מקומיות. נטייה זו מסבירה חלק משמעותי מהעלייה של שיעור ההחזקה בנכס זה בעשור האחרון (איור 4). כאשר ההפסד המצטבר מגיע לרמה מסוימת, נדרש לשלם, נוסף על IM, גם Variation Margin (בטוחה משתנה – VM). הפעלת ה-VM נקראת Margin call (קריאה להשלמת בטוחה), והיא מתבצעת באופן שוטף כתוצאה מהתנודתיות הבסיסית בשוק.



לשני הכיוונים<sup>9</sup>. ה-VM כתוצאה מירידות שערים הוא גורם הסיכון המרכזי בהשקעה זו, בשל אי הוודאות לגבי היקפו, מועד התממשותו ומיידיותו. במקרה האמור, סיכון זה הועצם עקב חוסר המתאם המטבעי שנוצר בין החשיפה לחוזים, שהיא דולרית, לבין הבטוחה, שהיא שקלית. מלבד זאת ה-IM אינו קבוע, ובתקופות של עליית הסיכון בשווקים הוא יכול לעלות בחדות (מעבר למה שנגזר מהירידות בשווקים), כתוצאה מהצורך של הצדדים הנגדיים לעסוק בצמצם סיכונים. נושא זה עלה בפרסום של ה-BIS, שסקר את השפעות המשבר של חודש מרץ על השווקים ואת העלייה החדה של שיעור ה-IM באירופה ובארה"ב<sup>10</sup>.

## האירועים בשוק המקומי בחודש מרץ

להלן נתאר את ההשלכות שהיו לחשיפת המוסדיים לחוזים עתידיים על שוק ההון המקומי במהלך המשבר, וזאת דרך שלושה ערוצים – שוק האג"ח הממשלתי, שוק המט"ח ושוק ההחלף הדולרי. ההתמקדות תהיה סביב שיא המשבר, באמצע חודש מרץ. ערב המשבר היקף החשיפה לחוזים עתידיים בתיק המוסדיים עמד על כ-110 מיליארדי ש"ח, שהם כ-31 מיליארדי דולרים (איור 5), והנכס העיקרי שהוחזק כנגד חשיפה זו היה אג"ח ממשלתיות סחירות שקליות<sup>11</sup>.

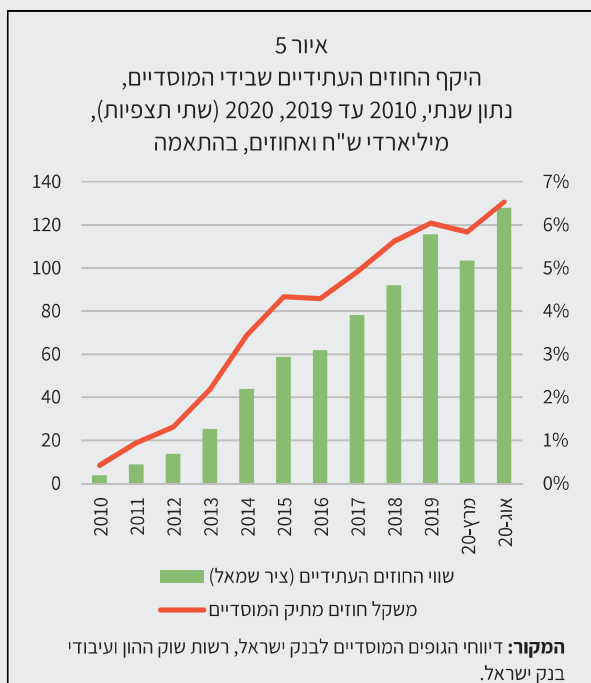
התפשטות הקורונה בעולם במהלך חודש פברואר והגדרתה כמגפה עולמית חוללה זעזוע פיננסי בשווקים העולמיים, שבא לידי ביטוי בירידות חדות של מדדי המניות ובעליית התשואות של האג"ח הממשלתיות. בשוק המט"ח המטבעות העיקריים פוחדו כנגד הדולר, והריביות המקומיות בשוק ההחלף הדולרי, בשווקים לא דולריים, ירדו בחדות (עקב ייקור הריבית הדולרית).

<sup>8</sup> במקרה של חוזה E-Mini על מדד S&P 500, המקובל על מוסדיים, לדוגמה: בנובמבר 2020 initial Margin עמד על כ-13,200 אלף דולרים - כ-8 אחוזים מהערך הרעיוני של החוזה. הערך הרעיוני = Notional Amount = Contract Size \* Underlying Asset. אם שווי המדד הוא 3,500, ומעוניינים בכ-50 חוזים (המספר המינימלי), אזי סך כל הסכום הרעיוני הוא 50 \* 3,500 = 175,000.

<sup>9</sup> VM קיים גם במקרה של עליות שערים, ויכולה להיות לו השפעה משמעותית על שער השקל בכיוון של ייסוף, כפי שאירע בעבר. יחד עם זאת, במקרה זה המוסדיים אינם מחויבים למכור מייד את המט"ח המתקבל.

<sup>10</sup> ראו התייחסות לנושא ברמה הבין-לאומית: Bis Bulletin No 13 The CCP-bank nexus in the time of Covid-19.

<sup>11</sup> הנכס הנגדי הוחזק גם במכשירים אחרים, נזילות במט"ח ומק"מ, אך המכשיר העיקרי היה אג"ח ממשלתית סחירה מקומית.



הירידות של מדדי המניות התעצמו במהלך חודש מרץ ובסיכום התקופה מדד ה-S&P 500 ירד בכ-30%<sup>12</sup>. באותה תקופה היו ימים שבהם נרשם רצף ירידות חריג ביותר, שלא היה כדוגמתו גם בזמן משבר ה-GFC ב-2008<sup>13</sup>, ולכן נדרשו המוסדיים להגדיל את הביטחונות בהיקפים מצטברים של מיליארדי דולרים במהלך חודש מרץ. כפי שצוין לעיל, הגופים המוסדיים לא מנהלים נזילות (דולרית או שקלית) בהיקפים שנדרשו, וכדי לממן זאת הם נאלצו להנזיל אג"ח ממשלתיות המוחזקות כבטוחה כנגד החשיפה לחוזים. איור 6 מציג את השינוי בשווי החזקות המוסדיים בנכסים שונים ובתאריכים נבחרים שבהם נרשמו שינויים משמעותיים. ירידת ההחזקות באג"ח ממשלתיות בחודש מרץ בולטת ביחס לירידה בנכסים אחרים, מסוכנים יותר, וגם ביחס לאירועי עבר. במהלך ה-GFC, הירידה בהחזקות אג"ח ממשלתיות הייתה שולית, ועיקר הירידות היו בנכסים מסוכנים, כמצופה. הסיבה העיקרית לכך היא שיעור חשיפה אפסי לחוזים עתידיים, אז. מכירות בהיקפים כאלה של הנכס הבטוח ביותר בשוק המקומי בשיא המשבר על ידי שחקן שמוגדר כ"ידיים יציבות" הן תופעה חריגה, במיוחד כאשר נכס זה אמור להניב רווח בזמן משבר. ההסבר לכך הוא השימוש באג"ח הממשלתיות המקומיות כבטוחה כנגד ההחזקות בחוזים עתידיים, וזאת בהעדר נזילות מט"חית מספקת ועל רקע חריגותו של משבר הקורונה. שימוש בנכס אחר עם מתאם מטבעי לחשיפה בחוזים היה כנראה מצמצם את הצורך במכירות האג"ח הממשלתיות, וכך עליית התשואות בישראל, שבלטה ביחס לעולם, הייתה מתונה יותר (איור 7). חשוב לציין שעליית התשואות נתמכה גם בפדיונות ענק מקרנות הנאמנות, שחלק גדול מהם היה אג"ח ממשלתיות.

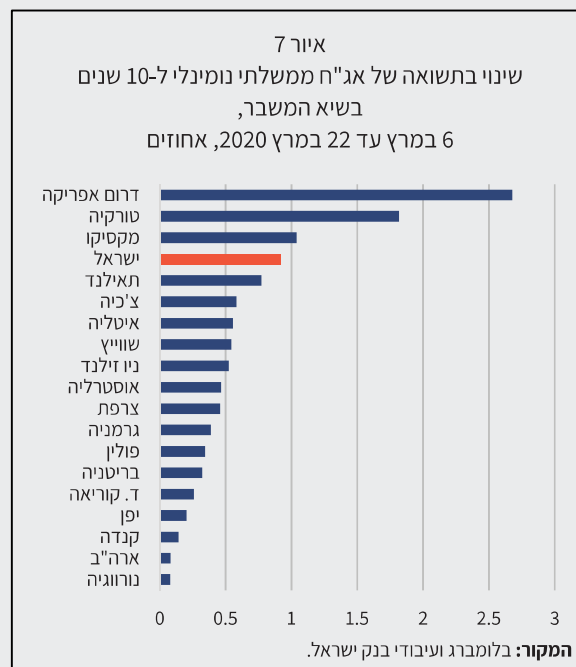
התמורה השקלית ממכירות האג"ח שימשה לרכישות מט"ח בהיקף של יותר מ-10 מיליארדי דולרים (איור 8). סכום זה די תואם את דרישת ה-VM לאותה תקופה-ירידה של כ-30 אחוזים במדד S&P כפול החשיפה לחוזים בהיקף של 31 מיליארדי דולרים, בקירוב<sup>14</sup>. איור 8 גם מצביע על הקשר שבין השינויים במדד S&P 500

לרכישות המט"ח המצטברות של המוסדיים, ההולך ומתחזק ככל שמשבר הקורונה מרחיף, והוא מתואם עם הפיחות הניכר בשער השקל באותה התקופה. תופעה זו משקפת קשר, הנבנה זה מספר שנים, בין שינויים במדד המניות בארה"ב לבין פעילות המוסדיים בשוק המט"ח. כל זאת על רקע הגידול בחשיפה של תיק המוסדיים לחו"ל, ובעיקר לחוזים. קשר זה

<sup>12</sup> תקופת ההשוואה שנבחרה היא מ-20/2 עד 20/3.

<sup>13</sup> Global Financial Crisis.

<sup>14</sup> סכום זה לא כולל נזילות מט"חית שהושגה דרך שוק ההחלף הדולרי - שוק ה-Swap.



הוא דו-כיווני, והוא פועל גם בעליות שערים של מדד ה-S&P, הגורמות ל-VM חיובי ולמכירות מט"ח, שתומכות בהתחזקות השקל. דוגמה לכך היא הירידה ברכישות המט"ח המצטברות החל מחודש אפריל, שמצביעה על מעבר למכירות מט"ח, התואמות את ההתאוששות במדד ה-S&P-500 באותה תקופה.

הקשר שתואר עד כה בין החשיפה לחוזים להתפתחויות בשוק האג"ח ולרכישות המט"ח ברור וישיר יחסית. במקרה של שערי החליפין וההחלף הקשר מורכב יותר, משום שמדובר בשוק בעל השפעה גלובלית, וזו מתעצמת, במדינות רבות, בתקופות משבר. זאת, לרוב, עקב צמצום המקורות הדולריים במערכת הבנקאית העולמית, אשר משפיע בעיקר על משקים קטנים, שאין להם מקורות מימון דולריים טבעיים<sup>15</sup>. איור 9 מציג את ביצועי המטבעות העיקריים ביחס לדולר סביב שיא המשבר, וניתן לראות שרוב המטבעות הגיבו בפיחות. עוצמת הפיחות בשקל, כ-10 אחוזים, שבלטה ביחס לעולם, מעידה על ההשפעה הרבה של רכישות המט"ח של המוסדיים על שער השקל באותה עת. בשוק ההחלף הדולרי נרשמו קשיי נזילות משמעותיים, וכתוצאה מכך הריבית השקלית הגלומה בעסקה לשבוע ירדה בחדות (איור 10). ריבית זו משקפת את הסטייה מהריבית שאמורה לשרור "במצב רגיל" לפי חוק שקילות הריביות והמשמעות היא שבמהלך המשבר לווה הדולרים נאלץ לספוג, למשך תקופת העסקה, הפסד של כ-6 אחוזים במונחים שנתיים ביחס לשער ה-Forward. אף שהגורם הגלובלי הוא כאמור ההסבר המרכזי, העובדה שבישראל, נוסף על הפיחות, הריבית הגלומה בעסקת החלף דולרית בלטה לרעה סביב שיא המשבר ביחס לעולם מצביעה על גורם מקומי משמעותי, שניתן לייחס אותו להיקפי הפעילות החריגים של המוסדיים בשוק, על רקע צורכי הנזילות הגדולים שלהם במט"ח. הפעלת תוכנית ה-Swap של בנק ישראל, שהזרים לשוק ההחלף נזילות בהיקף של כ-7.5 מיליארדי דולרים, הצליחה להחזיר את שוק ההחלף לפעילות תקינה: הריבית השקלית הגלומה בשוק זה עלתה והתקרבה לרמת שיווי המשקל, והשקל התחזק.

<sup>15</sup> US Dollar Funding Markets during Covid 19. Bis Bulletin No 15. May 12



## סיכום

החשיפה של משקיעים מוסדיים לחוזים עתידיים והשימוש בנכס שקלי – אג"ח ממשלתית מקומית – כבטוחה העיקרית לעסקה זו, יצרו סיכון מטבעי ישיר ולא טבעי בין שוק המניות בארה"ב לשוק החוב הממשלתי והמט"ח, וזו העצימה את האירועים בשוק המקומי בתחילת משבר הקורונה ביחס לעולם. עוצמתו של הזעזוע והשלכותיו על השוק המקומי היו בין הגורמים שהניעו את בנק ישראל לנקוט צעדי מדיניות שונים לייצוב השווקים.

במבט רחב יותר, התממשות הסיכון בעוצמה שנצפתה בשוק מעידה כנראה על הערכת חסר שלו, בפרט בהתייחס למצב של הדרדרות מהירה בשווקים, אך גם על ההשפעה ההולכת וגוברת שיש למשקיעים המוסדיים על שוקי ההון והמט"ח המקומיים. אמנם ניתן להסביר את הערכת החסר בעובדה שמשבר הקורונה הוא גלובלי, חריג בהיקפו ובעוצמתו; אך על פי כן שימוש בנכס דולרי כבטוחה לחוזים היה כנראה ממתן את צורכי הנזילות במט"ח, ומכאן את הצורך במכירות אג"ח ממשלתיות, וכתוצאה מכך – גם את התגובה המקומית החריגה בשוק המט"ח וההחלף הדולרי.

מהבחינה הזאת החלטתם של חלק מהגופים המוסדיים, בעקבות המשבר, להחזיק כרית נזילות דולרית כנגד החשיפה לחוזים היא צעד חשוב, שיכול להשתלב במדיניות ההשקעה שלהם, אשר מבוססת על תוחלת התשואה ארוכת הטווח, המותאמת לסיכון. צעד זה יכול לסייע להם להתמודד עם Margin call משמעותי, וגם למתן, אך כי לא למנוע לחלוטין, את ההשפעה שיש לגופים אלה על התנודתיות בשוקי ההון והמט"ח המקומיים בעיקר בזמן משברים פיננסיים.