

חומר רקע פורום שווי הוגן

השקעות גופים מוסדיים בחו"ל באמצעות נגזרים והמחויבות לעמיתים: האם ניהול חשיפות המט"ח והגידור במיקרו עלול ליצור בעיית נזילות במאקרו?

רקע¹

בשני העשורים האחרונים חלה מגמת גידול חסרת תקדים בשיעור החשיפה של גופים מוסדיים ברחבי העולם לנכסים זרים. תופעה זו לא פסחה גם על הגופים המוסדיים בישראל שהציגו גידול משמעותי בחשיפה שלהן לנכסים מעבר לים, הן במונחים אבסולוטיים הן כשיעור מתיק הנכסים. ניתן לייחס לתופעה זו כמה גורמים עיקריים, ביניהם חוק פנסיה חובה שהביא לגידול נרחב בסך הנכסים המנוהלים והפערים הגדלים בין הביקוש להשקעות בשוק המקומי לבין היקף הנכסים המנוהלים על ידי המשקיעים המוסדיים.

הגידול בחשיפה לחו"ל בקרב המשקיעים המוסדיים מעלה סוגיות רבות העשויות להיות רלוונטיות לרגולטורים רבים ברחבי העולם. למרות היתרונות הרבים הקיימים במגמת הגידול בהשקעות הזרות, הבאות לידי ביטוי בעיקר על ידי הקטנת סטיית התקן והגדלת יחס השארפ (Sharpe ratio) בתיקי ההשקעות של החוסכים על ידי פיזור גאוגרפי של הנכסים, בשנים האחרונות אנו עדים להתעצמות היקף החשיפה לחו"ל על ידי הגופים המוסדיים בישראל (כאמור, גם במונחים אבסולוטיים וגם כשיעור מתיק הנכסים המנוהלים), כיום שיעור החשיפה לחו"ל כבר מצוי בשיעור גבוה מ-40%, כאשר חלק משמעותי מהחשיפה מתבצע על ידי נגזרים. **להמשך התעצמות התופעה עלולות להיות השלכות מאקרו כלכליות מהותיות בעת ירידות בשווקי ההון הזרים, ניתן למצוא התייחסות לתופעה גם בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של שנת 2024 שהתפרסם על ידי בנק ישראל².**

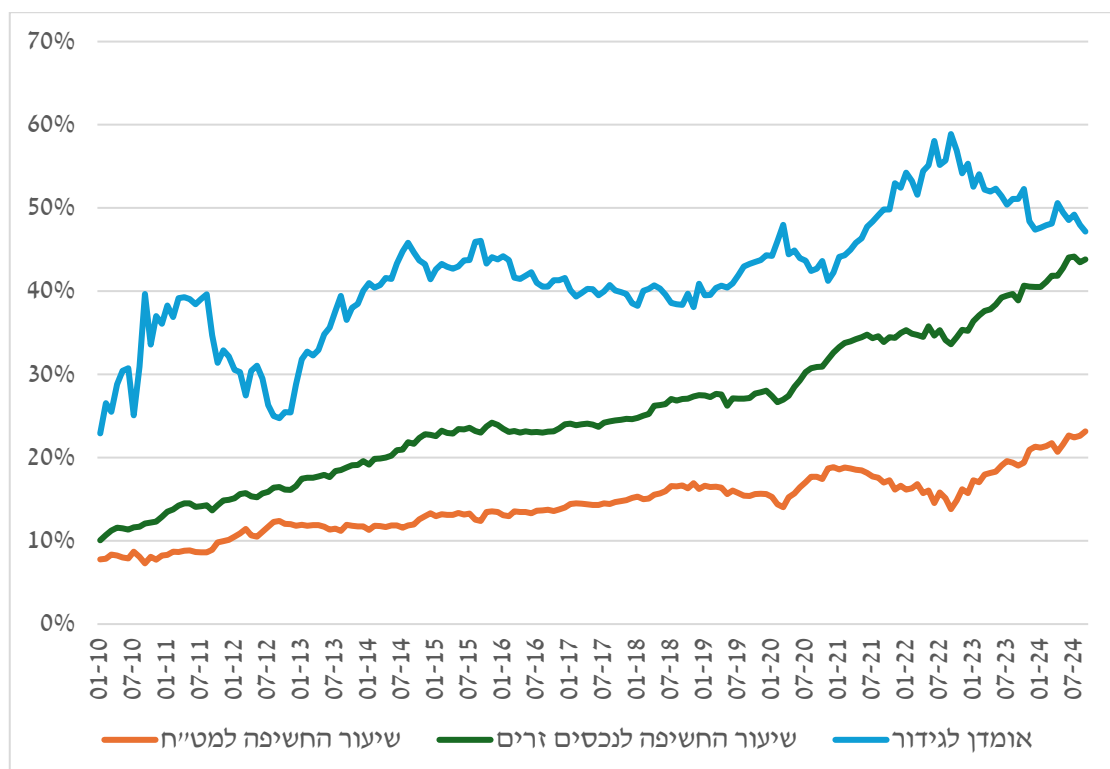
עד תחילת שנות ה-2000, בדומה לקרנות פנסיה רבות ברחבי העולם השקיעו המשקיעים המוסדיים במדינת ישראל חלק ניכר מכספי העמיתים המנוהלים על ידם ומכספי הנוסטרו שלהם בנכסים מקומיים. קיים דיון רחב בספרות בתופעת ה-Home Bias. במאמרם של Poterba & French (1991) נטען כי למרות היתרונות הרבים הגלומים בגיוון בין-לאומי של תיק הנכסים, הרוב המוחלט של הנכסים המנוהלים על ידי משקיעים בארה"ב מושקע בנכסים מקומיים. הסיבה לכך נעוצה בעיקר בהחלטות המשקיעים ואינה נובעת מחסמים רגולטוריים. Moskowitz & Coval (1999) טענו כי אחת הסיבות להעדפת ההשקעה בנכסים מקומיים היא המידע או העדר המידע בידי המשקיעים הזרים, ומכאן היתרון בהשקעות על ידי משקיעים מקומיים על פני משקיעים זרים.

¹ חומר הרקע לדיון נכתב בסיוע גיא לקן ומבוסס על הספר "תור הזהב של המשקיעים המוסדיים" אשר נכתב על ידי משה ברקת, גיא לקן ואיתי קדמי.

² דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2024 | בנק ישראל - הבנק המרכזי של ישראל

שינוי המגמה שהתאפיין בגידול מסיבי בהשקעות זרות נבע מכמה גורמים וביניהם תיקון פקודת מס הכנסה בשנת 2003 שביטל את האפליה במיסוי של ניירות ערך זרים טרם התיקון.³ לוי ובניטה (2004) הראו כיצד ביטול אפליית המס בין ניירות ערך ישראליים לניירות ערך זרים עשוי להשפיע על הרכב תיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים ושל המשקיעים הפרטיים. הגידול המשמעותי בהיקף הנכסים המנוהלים שנבע בעקבות המעבר מפנסיה תקציבית לצוברת (2001) ולהחלת חוק פנסיה חובה לשכירים (2008), וכן מסקנות ועדת בכר ב־2005, תמרצו גם הם באופן ניכר את המשקיעים המוסדיים למצוא כיווני השקעה חדשים ולגוון את תיק הנכסים שלהם.

שיעור חשיפה לחו"ל ולמט"ח על ידי הגופים המוסדיים



מקור: נתוני דו"ח נכס בודד, גמל-נט, ביטוח-נט ופנסיה-נט. מתוך הספר "תור הזהב של המשקיעים המוסדיים"

גם הבנקים בישראל חוו קושי נזילותי דולרי במרץ 2020 עד כדי התערבות של בנק ישראל והתקשרות בהסכמי ריפו עם הבנקים וגורמים נוספים. בגדול הקושי אצל הבנקים היה תמונת מראה של הקושי שנוצר אצל המוסדיים, כי היקפי העסקאות בנגזרים של הבנקים, הביאו למרגיין קול בנזילות דולרית. סיבה אחת מהותית לכך היא שחלק מהמוסדיים מבצעים את עסקאות הנגזרים שלהם עם הבנקים הישראליים, שמתגדרים מול הבנקים הקורספונדנטים בחו"ל. זה מגדיל מאוד את היקף העסקאות, וכפועל יוצא, את היקפי הביטחונות הדולריים הנדרשים.

³ תיקון 132 לפקודת מס הכנסה.

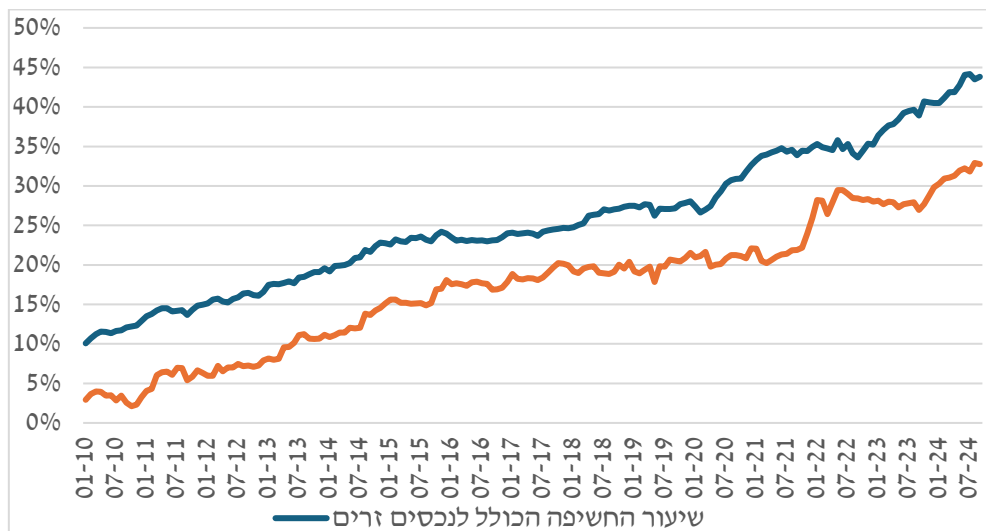
חשיפה לחו"ל באמצעות חוזים עתידיים

חלק ניכר מהחשיפה לחו"ל בקרב המשקיעים המוסדיים מושג על ידי השקעות במכשירים חוץ-מאזניים. קרנות הפנסיה הישראליות עושות שימוש נרחב בחוזים עתידיים מסוג Future. לחוזים אלו יתרונות רבים. נציין רק חלק. סכום ההשקעה קטן בהשוואה לסכום העסקה מכיוון שהמשקיעים נדרשים להשקיע את הביטחונות עד למימוש החוזה בלבד. יתרון נוסף הוא שהאחריות על ביצוע העסקה הוא על הבורסה ולא על הצדדים המעורבים בה, וכך סיכון הצד הנגדי בגין עסקה זו פוחת. כמו כן, עמלות העסקה נמוכות יחסית משום שהעסקה מבוצעת בבורסות עצמן, ללא גורמים מתווכים.

כאמור, החזקת חוזה עתידי מחייבת העמדת ביטחונות (Margin). גובה הביטחונות נתון לשינויים שאינם ידועים מראש, והמשקיע עשוי להידרש להוסיף ביטחונות בהיקף משמעותי בהתראה קצרה ביותר (Margin Call), לעיתים אף במהלך יום המסחר. כתוצאה משיטת הסליקה של חוזים עתידיים, מחזיקים ומוכרים של חוזה עתידי עלולים להיחשף לחיוב חשבונם, מדי יום, בסכומי כסף גבוהים ביותר. דרישת הביטחונות מושפעת מכמה פרמטרים. ראשית, שווי הביטחונות שהועמדו עשוי להשתנות לאור שינויים במדדי השוק, ושנית, עלייה בתנודות השוק מעלה את תוחלת ההפסד האפשרית מהעסקה. לרוב, כאשר נרשמת ירידה במדדי המניות, היא מגיעה בד בבד עם העלייה בחשש מתנודות חדות במדד.

חשוב לציין בהקשר הזה כי צפוי מתאם חיובי בין היקף העסקאות בחוזים עתידיים בחו"ל שהמשקיעים המוסדיים מבצעים לבין היקף עסקאות המרת המט"ח, בהתאם למנגנון שתואר קודם. האזור שלהלן מציג את שיעור החשיפה לחו"ל באמצעות חוזים עתידיים מסך החשיפה לחו"ל של המשקיעים המוסדיים בישראל. קיימת מגמת גידול ברורה בנטיות המשקיעים להשיג את החשיפה לחו"ל על ידי חוזים עתידיים במקום השקעה ישירה בנכסים.

שיעור החשיפה לחו"ל באמצעות חוזים עתידיים מסך החשיפה לחו"ל



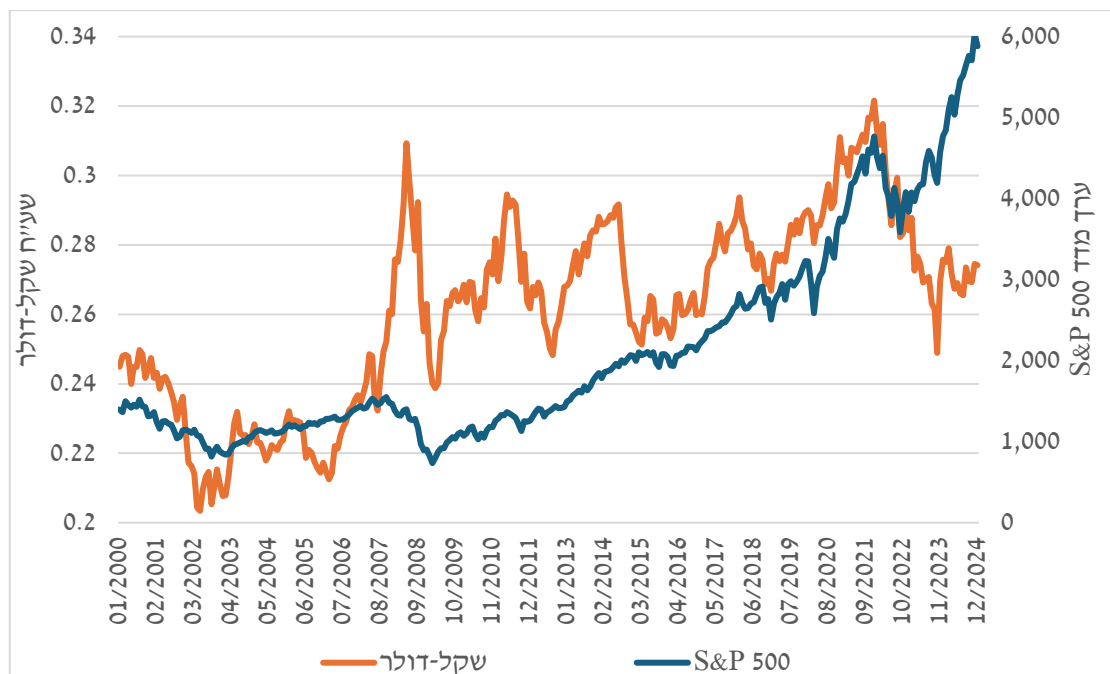
מקור: נתוני דו"ח נכס בודד, גמל-נט, ביטוח-נט ופנסיה-נט. מתוך הספר "תור הזהב של המשקיעים המוסדיים"

כאשר מתרחשות ירידות בשווקים, יידרשו המשקיעים המוסדיים להשלמת ביטחונות כאמור, ולכן הגופים יידרשו להמיר נכסים שקליים לדולרים כדי להשלים אותם. באופן דומה, במצב שבו השווקים עולים, שווי הביטחונות עשוי לגדול גם הוא. כאשר שווי הביטחונות עולה, שווי הנכסים הדולריים המוחזקים על ידי המשקיע המוסדי עולה מעבר לדרישת הביטחונות המינימלית לשם עסקת החוזה העתידית. מכיוון שהגוף המוסדי אינו מעוניין בהגדלת החשיפה למט"ח, הוא עשוי להמיר את הנכסים הדולריים העודפים לשקלים.

דרישת ביטחונות זו יוצרת בפועל קשר הדוק בין מדד השווקים בארה"ב לביצוע פעולות המרת מטבע שקל-דולר. כאשר השווקים עולים, המשקיעים המוסדיים ימירו נכסים דולריים (שאינם נדרשים להם עוד לשם ביצוע עסקאות הגידור) לשקלים כדי למנוע גידול בחשיפה למט"ח, ומנגד, כאשר השווקים יורדים, הגופים ימירו נכסים שקליים לדולרים, כדי להשלים את דרישת הביטחונות.

עולה כי עם השנים גדל היקף ביצוע עסקאות ההמרה של המשקיעים המוסדיים בהיקף משמעותי, מה שהביא לכך שאותן עסקאות משפיעות במידה ניכרת על שע"ח שקל-דולר. בשנים האחרונות החל להירשם מתאם גבוה בין התפתחות מדדי המניות בארה"ב להתפתחות שע"ח השקל-דולר ארה"ב כפי שניתן לראות באיור שלהלן, הקשר נחלש החל מסוף שנת 2022, עם תחילת קידומן של השינויים במערכת המשפט וכמובן לאחר פרוץ מלחמת חרבות ברזל.

התפתחות מדד S&P500 מול התפתחות שער דולר ארה"ב-שקל



מקור: נתוני בנק ישראל ו-Bloomberg. מתוך הספר "תור הזהב של המשקיעים המוסדיים"

ככל שהחשיפה לחוזים עתידיים בחו"ל גדלה, דרישת הביטחונות עולה, והשפעת השינויים בדרישת הביטחונות (אשר לרוב מתרחשים במקביל בקרב כל החוזים, לאור שינויים בשוק), מתורגמת לעסקאות בשוק המט"ח (בעיקר כנגד דולרים), ובכך משפיעים במידה ניכרת על שער החליפין. הדבר מתחדד עם הגידול המסיבי בנכסים המנוהלים וגודל שוק החיסכון ארוך הטווח ביחס לגודל הכלכלה הישראלית.

בזמן ירידה בשווקים בחו"ל לצד עלייה בתנודתיות השווקים, יידרשו המשקיעים המוסדיים להגדלת הביטחונות המועמדים כנגד עסקאות בנגזרים במט"ח. החשש המרכזי במקרה שכזה הוא שעם עלייה חדה בתנודתיות בשווקים, הביקוש של המשקיעים המוסדיים למט"ח, שעשוי לגדול בהיקפים משמעותיים, ויביא למצוקת נזילות חריפה במט"ח, כפי שאירע בתחילת משבר הקורונה במרץ 2020.

חשיפה לחו"ל בקרב המשקיעים המוסדיים השונים וגידור המט"ח

במטרה להבין האם קיימת שונות באופי החשיפה למט"ח בקרב המשקיעים המוסדיים השונים בישראל, אספנו את נתוני החשיפה הכוללים לחו"ל של מסלול ההשתלמות הכללי של הגופים הגדולים בשוק, וכן את שיעור החשיפה למט"ח לסוף שנת 2023, וזאת במטרה לחשב את שיעור גידור המט"ח המתבצע על ידי כל אחד מהמשקיעים (אשר חושב כפער שבין שיעור החשיפה לחו"ל לשיעור החשיפה למט"ח). כפי שניתן לראות, למרות שקיימת שונות מסוימת בשיעור השימוש בגידורים בקרב המשקיעים השונים, שיעור החשיפה הכולל למט"ח נמצא ברמות דומות בקרב כלל המשקיעים שנבדקו.

חשיפה למט"ח ושיעור הגידור



מקור: דו"ח נכס בודד וגמל-נט

כמו כן, בדקנו את רמת השימוש בנגזרים ככלי להשגת חשיפה למניות בחו"ל נכון לסוף שנת 2023. שיעור החשיפה על ידי נגזרים מוגדר כפער שבין בך החשיפה לחו"ל לסך החשיפה לנכסים בחו"ל. כפי שניתן לראות קיימת שונות משמעותית ברמת השימוש בנגזרים בין המשקיעים המוסדיים השונים (בין 1% ל-37%). כמו כן, אנו לא מוצאים עדויות לכך שקיימת שונות מהותית בסך המט"ח הנזיל המוחזק על ידי המשקיעים המוסדיים השונים (בין 0%-7% מסך הנכסים המנוהלים במסלול ההשקעה).

חשיפה כוללת לחו"ל, שימוש בנגזרים ונזילות מט"ח



מקור: דו"ח נכס בודד וגמל-נט

שאלות לדיון

1. כיצד מנוהלים סיכונים הנזילות על ידי הגופים המוסדיים לאור החשיפה המוגברת למניות ונכסי סיכון אחרים באמצעות נגזרים, וכן השימוש בנגזרים לצורך גידור מט"ח?
2. האם הסיכון הנובע מניהול הביטחונות והמרגיין עלול להתפשט לכלל המערכת והוא סיכון סיסטמי?
3. כיצד מוסברת השונות בניהול הסיכונים בין הגופים המוסדיים השונים בהקשר של הטרייד אוף אל מול התשואה המושגת לעמיתים מאחר והקרנות מתחרות על התשואה השקלית?
4. האם מדובר בבעיה מבנית בשוק החיסכון ארוך הטווח בישראל, לאור הגידול המאסיבי בנכסים המנוהלים והגידול בחשיפה לחו"ל?
5. האם לגופים המוסדיים הגדולים יש יתרון בכך שהם יכולים להתקשר מול הבנקים הזרים בחלק מהעסקאות מבלי להשתמש בתיווך של הבנקים הישראליים?
6. האם נכון לבחון את הסיכונים של הגופים המוסדיים בנגזרים לפי הברוטו?
7. מה תפקידה של המערכת הבנקאית בניהול החשיפה הנ"ל כמתווכת? עד כמה דרישות הפיקוח על הבנקים לניהול סיכון הנזילות הדולרי סיעות בפתרון הבעיה המערכתית?
8. מה תפקידו של בנק ישראל – מהו העיתוי ומידת המעורבות בנק ישראל? האם הסדרה מראש כמו עסקאות ריפו מול בנק ישראל ונגישות למט"ח בעתות משבר יפתרו את הבעיה?
9. האם יש להגביל את החשיפה של הגופים המוסדיים לנגזרים?
10. האם רצויה מעורבות רגולטורית לגבי מדיניות יתרות נזילות בקרנות שהיא כמובן על חשבון התשואה? האם יש לחייב את הגופים המוסדיים לכרית נזילות מינימאלית?
11. מה תהיה ההשפעה על החוסכים במקרה של מגבלות על השימוש בנגזרים ו/או חיוב בנזילות מינימאלית?
12. האם רצוי המצב בו אפשרי מעבר מידי בין מסלולי השקעה שמתמרץ יציאה מוקדמת כשחל משבר במיוחד אם לקרן השקעות לא סחירות?
13. האם יש כשל רגולטורי שנגזר מחולשה "חשבונאית" בהצגת מינוף פיננסי במאזן כאשר היקף השימוש בנגזרים הוא מהותי – לשם המחשה, מדוע מינוף ישיר אסור לקרנות אבל מינוף אקוויולנטי על ידי שימוש בנגזרים מותר?