

## סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 13/1/2025

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

לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: איתי ברזני, בר ארטמייר, דין יעקב גמר ועומר לויט

## שלומי שוב

בוקר טוב, ישראל עדיין תחת מלחמה, אנחנו אחרי שבוע קשה ומייחלים לחזרת חיילנו וחטופינו בשלום, שולחים תנחומינו למשפחות השכולות ושולחים איחולי החלמה לפצועים הרבים. מקווים שאכן יגיעו בקרוב ימים טובים יותר.

אנחנו עוסקים הבוקר בהשלכות השקעות הגופים המוסדיים בחו"ל באמצעות נגזרים והשימוש הנרחב בעסקאות גידור מט"ח על עלויות הגידור והמימון הדולריות ועל סיכוני הנזילות הנובעים מפעילות זאת. זה נושא שנשמע לכאורה אזוטרי, אבל הוא הפך להיות דרמטי ברמה משקית ועלול לפגוע בכלכלה ויש לו להערכתי השפעות מאקרו נוספות כמו התנהגות האינפלציה במשק בתקופות מסוימות.

הנהירה של כספי החוסכים בשנתיים האחרונות לאור התשואות הגבוהות להשקעה במניות בחו"ל, ובפרט המעברים מהמסלול הכללי למסלולי S&P 500 בהיקפים חסרי תקדים (זה מגיע במסלולים המחקים להיקף של 150 מיליארד שקל נכון להיום) היא כשלעצמה מעוררת שאלות (ויתכן שהרפורמה והמלחמה גם תרמו...) – עד כמה נכון להשקיע כספי חסכון ארוך טווח במיוחד בגילאים מבוגרים באפיקים אלו. חשוב לומר שזה נושא מאד חשוב בפני עצמו אבל הוא לא נושא הדיון שלנו היום.

הרקע האובייקטיבי לבעיה הוא השילוב שנוצר בין השקל כמטבע שעומד בפני עצמו לבין הכמות האדירה של כספי העמיתים בישראל (שבאופן יחסי עולה לאין שיעור על התוצר שלנו ביחס למדינות

אחרות בעולם). בהתאם לכך הבנקים הזרים מגבילים את עצמם בהיקף החשיפה לישראל שהם מוכנים לקחת על עצמם. בואו נגיד גם שהרפורמה והמלחמה בשנתיים האחרונות רק חידדו את הבעיה.

עודף הביקוש המבני לדולרים מוביל להתייקרות עלות המימון של דולרים. עלות המימון העודפת ביחס לפער הריבית בין שני המטבעות - נקראת בחדרי העסקאות BASIS. ערך זה התייקר מרמה ממוצעת של כ 0.5% לפני כשנתיים לשיעור של אחוז וחצי בשנתיים האחרונות וגם בשיא זה הגיע ל-2%. ה-BASIS הזה נוגד לכאורה את התיאוריה המימונית שהמרצים לתורת ההשקעות, כמו אמיר, לימדו אותנו כל השנים לפיה שער הפורוארד נקבע רק על פי הפרשי הריביות בין המטבעות - רואים את זה היום היטב שהרי לכאורה הריביות בין המטבעות דומות ועדיין רואים את הפער בשער הפורוארד. כפועל יוצא, בנקודת המוצא עמיתים היום שמעוניינים בתשואה שקלית, משלמים למעשה "קנס" של אחוז וחצי בשנה על כך.

ממה שאני רואה יש כאן מספר צדדים אבל אין, לפחות עד עכשיו, תכלול של האירוע ברמת המשק. המוסדיים מצדם רוצים באופן טבעי להשיג תשואה לעמיתים והשימוש בנגזרים על ה-S&P 500 נובע מהרצון שלהם להימנע מה-BASIS כי בנגזרים החשיפה למטח היא רק על הרווח (ולא על כל הפוזיציה). יש גם יתרונות נוספים כי השקעה בנגזרים גמישה וזולה יותר מאשר השקעה בנכסי הבסיס, לרבות בהיבטים של תפעול ומס. בנוסף, המוסדיים מבצעים גם עסקאות גידור על חשיפות מט"ח באמצעות נגזרים מה שגם כשלעצמו מגדיל את החשיפה לסיכון הנזילות הדולרי. עסקאות הגידור האלה יקרות בגלל ה-NEGATIVE BASIS וכמובן שזה מחיר שהעמיתים משלמים.

ירידה מהותית בשוק המניות האמריקאי שהיא לא תרחיש כזה בלתי סביר והיא גם בד"כ מגיעה אחת לתקופה, תוביל לדרישה מיידית להעלאת הביטחונות בדולר MARGIN CALL שמצידה תוביל לעלית בביקוש לדולרים ולעליה בשער החליפין שתוביל גם לדרישה מקבילה ל-MARGIN CALL בעסקאות הגידור. תוסיפו לזה שבשנתיים האחרונות בעקבות הגידול בהיקפי הקרנות הישראליות שמבטיחות תשואה דולרית - כלומר, S&P 500 דולרי מלא (כמו למשל אצל עובד הייטק שמעוניין בתשואה דולרית) הן הפכו להיות, לפי הדוח האחרון של בנק ישראל, גם למקור נזילות דולרי מקומי - כלומר מלוות דולרים. הבעיה היא שבגלל שגם הן משקיעות בעיקר באמצעות נגזרי מניות, במקרה של ירידה במחירי המניות גם הקרנות הדולריות יצטרכו את הדולרים האלה כך שספק הנזילות הפנימי שלך לכאורה יהפוך להיות גם הוא צרכן נזילות ויגדיל את הבעיה...

רק בשביל לקבל פרופורציות על ההיקפים העצומים של הבעיה - משהו כמו 60% אחוז מהכסף של המוסדיים כיום מושקע בחול ומתוך זה כ-70% במניות חו"ל - כאשר משהו כמו 75% מתבצע בנגזרים. באופן גס, בשורה התחתונה על כל שקל שולי שמתווסף לחסכון הפנסיוני, כשלושים אגורות, להערכתי, מתווספות לחשיפה באמצעות נגזרים או שכנגדן יש גידור מטבעי.

כלומר, הגופים המוסדיים נמצאים כיום במלכוד - ככל שינסו להשיג את התשואה הגבוהה ביותר לעמיתים (ואני מזכיר לכם דיונים כאן בשנים האחרונות על החשיבות של המוסדיים להיות דומים

למתחרים שלהם לפעמים על חשבון התשואה לעמית עצמה.. עדיף להם לעבוד בנגזרים אבל אז הם מכניסים את העמיתים ובכלל את המשק לסיכון סיסטמי. עדות לסיכון הסיסטמי היה לנו באירוע המכונן של מרץ 2020 בקורונה וזה ברור לכולנו שהיקפי הכסף שיוצא לחול רק התעצמו מאז... לא סתם קראנו לדיון הזה ניהול סיכונים במיקרו שיכול להוביל לסיכון במאקרו.

וכאן עולה עוד שאלת עומק דרמטית האם המוסדיים צריכים לבצע את הגידור בהיקפים האלה ואם בכלל? וכמובן זה בא על חשבון העמיתים, במיוחד לאור יוקר הגידור לאור בעיית ה-BASIS כאמור אבל גם ללא קשר. אני חושב ששקיפות כלפי המשקיעים לגבי החשיפה שלהם למט"ח היא מספיקה ונדבר על זה עוד מעט. אגב, סביר להניח שדווקא במשבר שער החליפין יעלה ודווקא יקוז השפעות של משברים.. בהקשר זה, מעניין לראות את הדמיון והשוני בין המוסדיים לבין עצמם. לפי עבודה שעשה צוות הפורום שכללנו בחומר הרקע שקיבלתם, ניתן לראות שבגדול בהקשר של הגידור המוסדיים נמצאים פחות או יותר באותה נקודה (אפרופו מה שאמרו לגבי ההשוואות למתחרים, הרי אף גוף לא רוצה להיות במקום שבו בטווח הקצר הוא מציג תשואה נמוכה מהיתר בגלל חוסר/עודף יחסי בגידור...). אני חושב שזה שהמוסדיים נמצאים בעניין הזה באותו איזור חיוג רק מחדד את החשיבות של הדיון שלנו היום בעצם הצורך בכלל בגידור..

מסקנה מעניינת נוספת שמצאנו היא בהקשר של ההיקפים היחסיים של החוזים העתידיים על ה-500 S&P ששם כן ניתן לראות שונות ורואים למשל שאלטשולר מובילה בהיקפי השימוש ואחריה ילין לפידות (שימו לב שמדובר בשני בתי השקעות "עצמאיים") להבדיל למשל ממנורה בקצה השני ואחריה מגדל ששם שיעורי הנגזרים הרבה יותר קטנים – והשאלה האם זה מעיד על אסטרטגיה/אידיאולוגיה שונה או שזה נובע רק מענייני נוחות...

אגב לפי תקנות ההשקעה של רשות שוק ההון שווי הבטוחות בשל נגזרים לא יכול לעלות בכל רגע נתון על 10 אחוזים מהשווי המשוער של נכסי המשקיע המוסדי. והשאלה היא מה הסטטוס כיום של כל מוסדי, איך מחשבים את זה ומה הרגישות לשינוי מהותי בשוק המניות האמריקאי שיכול לקרות בכל רגע? גם לפי המצב הגיאופוליטי בעולם הכל שברירי - מה יקרה אם מחר סין פולשת לטייוואן באיזה שיעור בטחונות המוסדיים יהיו? וכמה מוזמן דולרי צריך להחזיק כנגד סיכונים אלו?

שחקן משמעותי נוסף בסיפור הם הבנקים. חלק מרכזי מהעסקאות נעשה כיום דרך המערכת הבנקאית הישראלית אשר משמשת כצינור מול הבנקים הזרים, למרות שממה אני מבין, במיוחד בעקבות האירוע שהיה בקורונה, חלק מהמוסדיים מבצעים כיום חלק מהעסקאות שלהם ישירות מול הבנקים הזרים. הבנקים הישראליים מצידם, ככל שהם מסתכלים בטווח קצר, נהנים מרווחיות יפה בפעילות התיווך הזאת (הן מעמלות והן מפערי תיווך), במיוחד לאור העובדה שהבנקים הזרים מעדיפים לעמוד מולם ולא ישירות מול המוסדיים. בנוסף, קיימת הנחת מוצא שבנק ישראל יתמוך בבנקים המקומיים ויש להם רגולציה משמעותית שדורשת מהם להחזיק דרישות נזילות דולריות כנגד הפעילות הנ"ל – מה שישמור עליהם ביום פקודה.

אגב שימו לב שגם באירוע "המכון" של הקורונה במרץ 2020 התמיכה של בנק ישראל נעשתה דרך המערכת הבנקאית, בעיקר דרך עסקאות ריפו, שסיפקו לבנקים המקומיים דולרים "חדשים" ואני מנחש שהבנקים לא העבירו את הדולרים הללו למוסדיים באותם תנאים בדיוק.. אבל לדעתי זאת הסתכלות קצרת טווח ולא על כל התמונה, כי בסופו של דבר הכנסת הכלכלה הישראלית לסיכון מערכתי עומד בניגוד לאינטרס של הבנקים.

אנחנו נמצאים כעת בסוג של נקודת שיא של הבעיה אחרי הראלי של השנתיים האחרונות וכל רגע יכולה להתרחש נפילה במדדי המניות בעולם ולכן זה הזמן למצוא פתרון. הכל בסדר, ההנחה ששוק יעלה על פני זמן היא נכונה, אבל הסיכון הוא כמובן דווקא התנודות של הטווח הקצר. לכאורה יש כאן בעיה ששייכת לישראל, שלא היתה למשל אם היינו חלק מגוש האירו, ולכאורה בנק ישראל כמבוגר אחראי צריך לעשות כאן סדר, שהרי לכאורה יש כאן "כשל שוק" וזה מכניס אותנו לשאלה "פילוסופית" מעניינת על תפקידו של בנק ישראל בהתאם לחוק.

ויכולים להיות כאן מגוון פתרונות החל מכך שבנק ישראל יאפשר עסקאות ריפו מהדולרים שהוא מחזיק (יותר מ- 200 מיליארד דולר) ישירות מול המוסדיים ועד לסוג של הכרזה על תמיכה מראש במצב של בעיית נזילות דולרית – אבל אז כמובן עולה השאלה האם תמיכה כזאת לא מצדיקה גם גולציה על המוסדיים בנושא, כמו למשל דרישות נזילות דולריות שמן הסתם יפגעו בתשואה לעמיתים. ממה שאני מבין המוסדיים מנסים לפתור את הבעיה דרך פעילות ריפו מול הבנקים הזרים שיכולה למתן את הבעיה כי זה סוג של הלוואת גישור שהיא זולה יחסית – אבל זה רק מפחית את הבעיה ולא פותר אותה.

כאן נכנסות לתמונה כמובן רשות שוק ההון וגם רשות ניע שכידוע אחראית על קרנות הנאמנות. זה קצת מזכיר לי את זה שאין בישראל ביטוח פיקדונות "רשמי" (ודיברנו על זה בפורום לא מעט בעבר) אבל לפחות יש עליהם רגולציה שמצדיקה מעורבות כזאת בשעת השין ..

מהקצה השני יכולה להיות עמדה בכלל שעם כל הכבוד לדיון שלנו היום הכל בסדר וצריך לתת לכוחות השוק לעשות את שלהם ולמוסדיים לנהל בעצמם את הסיכונים - הרי בסופו של דבר כניסה לא נכונה לאירוע נזילות כזה יכולה להיות מאד בעייתית עבורם. אנחנו נשמע את כל הצדדים הרלבנטיים עוד מעט, אבל אני מניח שבסוף כמו בהרבה דברים אחרים נצטרך להגיע לסוג של נקודת איזון.

#### אמיר ברנע

אני רוצה לפתוח את דיון הבוקר במילת אזכרה. לפני כשבועיים נפטר עמית שלנו מאוניברסיטת חיפה פרופסור אריה מלניק שאיתו עבדנו תקופה ארוכה. כמה מילים לזכרו. המרכז הבינתחומי, אוניברסיטת רייכמן, חבה לו כי הוא היה זה שאישר את התארים הראשונים למרכז שהוקם בשנות התשעים של המאה שעברה. פרופ' מלניק היה ידיד של המרכז, ידיד שלי אישית ועמית מקצועי מוערך וחכם. עצוב שאיננו איתנו.

הדיון פה על חשיפה נזילותית להשקעה מוסדית שמשקיעה בנגזרים על מניות בחו"ל והתייחסות

למעורבות אפשרית של בנק ישראל בתקווה שיספק נזילות במצבי משבר. החשיפה נוצרה עקב שני גורמים. עדיפות מוסדית להשקעה באמצעות נגזרים על רכישת סלים. לכן מדידה השוואתית של ההשקעה המוסדית אחת מול השנייה על פי תשואה שקלית. עקב שני גורמים אלה יש חשש לכשל שוק שקשור לסיטואציה סיסטמית כאשר במצב משבר כולם רוצים לרכוש דולרים בבת אחת זו השפעה סיסטמית שהיא בעצם השפעה רוחבית. ותוסיפו אלמנט שלא הזכיר שלומי שנובע מניוד מלא בין מסלולי השקעה. אותה קרן שיש לה בעיה של תשלום דולרים ב- margin call חשופה לאפשרויות מעבר ממסלול למסלול. אינני מדבר על מעבר ממנהל אחד לשני זה בעיה בפני עצמה אלא ממסלול למסלול כשאפשרות המעבר היא מיידית ואז יכול להיות שמשבר בשוק ההון האמריקאי ויצור תמריץ מעבר לסלים מוגנים יותר כלומר סלים שקליים או סלי אגרות חוב לקרנות כספיות שיכול להוסיף לבעיית הקרנות חוץ מבעיית הנזילות שקשורה לשווקים האלה מתעוררת בעיה של משיכות או העברה ממסלול למסלול. האם נדרשת או רצויה התערבות של בנק ישראל בשוק אגרות חוב הישראלי ובשוק המט"ח ואם כן האם מוצדקת הטלת מגבלות על המוסדיים שפועלים בשוק.

לפני שאתייחס לשאלה זאת אני שואל שאלה כללית, האם גידור מט"ח מפחית סיכון שקלי? קחו בחשבון מצבי משבר כאשר יש תיק שמורכב מהשקעה ישראלית וגם השקעה זרה לא ברור האם מכירת מט"ח מראש מפחיתה את הסיכון הגלובלי של התיק. במצבים מסוימים קטן הסיכון הישראלי על ידי "לונג" במט"ח לכן אני לא בטוח שהשפעה של גידור על הסיכון השקלי של תיק מוסדי היא כל כך ברורה וחדה. שנית, איך למדוד סיכון? האם סיכון נמדד ברמת הקרן או ברמת המשקיע? זו שאלה בסיסית בתורת המימון. לפי תורת המימון סיכון נמדד ברמת המשקיע. וגידור ברמת הפירמה יכול להפריע. קחו למשל חברה כאן דלק שמפיקה נפט גולמי. נניח שאתם דירקטורים בדלק. האם תבצעו עסקת גידור על מחיר הנפט הגולמי או לא תבצעו עסקת גידור. האם רצוי למשקיע שמשקיע בדלק שאתם תבצעו עסקת גידור ואז בעצם תשנו את האופי הכלכלי של הפעילות הזאת. מה עדיף? התשובות הן לא טריוויאליות. האם גידור הוא תופעה רצויה בשוק ההון למשקיע שנרתע מסיכון אבל תן למשקיע לבנות את הסיכון הרצוי לו ברמת התיק הגלובלי שלו ולא ברמת כל פירמה בודדת.

המוסדיים יכולים לטפל בסיכון הנזילות שהוזכר באופן ישיר. בעלות מסוימת כמובן, הם יכולים לקנות סלים. אם אני קונה סל אז אין לי בעיה אם הסל עולה או יורד אין לי בעיה של margin call שזאת הבעיה שהוזכרה. אבל מצד שני ידוע שבנקים מרכזיים מתערבים כשנוצרת בעיה סיסטמית עקב עלות משקית רחבה שיש לבעיה כזאת שמשפיעה בעקיפין על החיסכון, על שער חליפין, אינפלציה. זאת אומרת אם ממילא הבנק המרכזי מתערב אז השאלה היא האם מצב שבו הוא מראש מטיל מגבלות על תיקי ההשקעות של המוסדיים היא מוצדקת? זו שאלה שאני משאיר ובטוח שאנדרו יתייחס אליה. השאלה היא האם יש הצדקה להטלת מגבלות השקעה לקרנות האלה במיוחד מבחינת אספקט החשיפות שהועלה פה קודם. דבר אחרון הוא נושא הניוד, אני לא מדבר על זה אני מדבר על האפשרות של כל לקוח לעבור ממסלול למסלול באופן מידי והשאלה האם הסיטואציה הזו של מעבר חופשי ומידי היא רצויה למערכת במיוחד אם בחלק מהקרנות יש השקעה לא סחירה בהיקפים גדולים ולכן למעבר של לקוחות יש השלכה על שווי היחידה לאותם משקיעים שלא עברו. ברגע שנוצר

איזה תמריץ לעבור, כולל למשל עקב קיום נכסים לא סחירים במאזן הקרן אז זה יכול להיות מעבר המוני. האם זה מצב רצוי? כמובן שקרן שמכנה את עצמה לאפשרות כזאת תיפגע מאוד מבחינת התשואה. לכן אני מציג פה שאלה האם באותה מסגרת מגבלות שאנדרו אולי יציג לנו האם המצב של ניווד חופשי יומי מידי הוא מצב רצוי למשקיעים לקרנות וכמובן לשוק ההון בכללו.

## גיא לקן

בוקר טוב לכולם, שלום לפני שאני אתחיל חשוב לי לברך על עצם קיום הדיון המאוד חשוב בנושא כל כך מהותי הן בניהול השקעות עמיתים והן הכלכלה הישראלית בכלל. אני אדבר ממש בקצרה על כמה ממאפייני החשיפה המרכזיים של הגופים המוסדיים בחשיפה שלהם לחו"ל ואציג מספר ממצאים שעולים מספר חדש שכתבתי "תור הזהב של המשקיעים המוסדיים" בשיתוף עם משה ברקת ואיתי קדמי מבנק ישראל. ולאחר מכן אני אתאר איך אותם מאפיינים עשויים להשפיע ברמת המאקרו על הכלכלה הישראלית. אז בחרתי להתמקד שוב בהמשך למה ששלומי אמר ואמיר בשלושה מאפיינים מרכזיים. הראשון, הגידול המאוד משמעותי בסך החשיפה לחו"ל בשני העשורים האחרונים בכלל ובשנתיים החל משנת 2022 כתוצאה ממעברים של חוסכים למסלולי S&P, השני זה תופעת הגידור של חלק מהחשיפה לחו"ל במט"ח. והתופעה השלישית היא השימוש בנגזרים על ידי הגופים המוסדיים במטרה להשיג חשיפה למדדי מניות זרים. אז אני אתחיל בתיאור החשיפה לחו"ל. אז כמו שאפשר לראות בקו הכחול אנחנו מדברים על גידול די משמעותי החל משנת 2010 בשיעור החשיפה שוב אני כולל פה גם את המעברים של החוסכים למסלולי S&P הפאסיבים זאת אומרת לא כל החשיפה מגיעה מהחלטות אקטיביות של מנהלי השקעות. בקו הכתום אפשר לראות את שיעור החשיפה למט"ח אנחנו מתקרבים כבר לשיעור חשיפה כולל של כ-50% מתיק ההשקעות של המוסדיים. כמובן הפער בין שני הקווים מייצג את שיעור הגידור כאחוז מהחשיפה למט"ח. נכון להיום אנחנו נמצאים בשיעור גידור של כ-50% מהחשיפה למט"ח.

חשוב לזכור שלא מדובר בסיפור ישראלי, כשמסתכלים על משקיעים מוסדיים ברחבי העולם רואים שהם הגדילו את שיעור החשיפה שלהם לנכסים זרים בעיקר בעקבות הגידול המאוד מאסיבי בנכסים כמו שאנחנו מכירים מהשוק הישראלי. מספר רפורמות שתרמו לגידול המאוד משמעותי בנכסים ולחיפוש אחר אפיקי השקעה זרים. מילה לגבי השימוש בנגזרים אז אתם יכולים לראות פה בקו הכתום את אחוז השימוש בנגזרים המשמשים להשגת החשיפה לחו"ל מתוך סך החשיפה בחו"ל נמצא בקצב עליה די מתמשך לאורך זמן. היום אנחנו נמצאים בשיעור הגבוה מ-30% קרוב ל-35% מהחשיפה לחו"ל מגיעים מאותם נגזרים על מדדי מניות זרים. מה ההשפעה של אותם שלושת המאפיינים על הכלכלה הישראלית בכללותה? אז אתם יכולים לראות בגרף בכחול את מדד S&P מצד אחד מצד שני שער חליפין שקל דולר. ברשותכם אני אתמקד בתקופה 2017 – 2022 רואים שינוי שהתחיל במגמה שהתחילה כתוצאה מהשינויים במערכת המשפטית לאחר מכן מלחמת חרבות ברזל. אנחנו רואים מתאם חיובי ומאוד משמעותי בין שער S&P לבין שער החליפין שקל דולר על פני זמן. או במילים אחרות כש S&P יורד חל פיחות בשקל, אמיר ושלומי התייחסו כבר לתופעה הגופים נדרשים לחזק את

הביטחונות הדולרים שלהם, הביקוש לדולרים על ידי הגופים גדל וחל פיחות בשקל. אז זה המצב בשגרר כמובן שמגיעות ירידות מאוד מהירות וחדות ב-S&P כמו שראינו במהלך הקורונה הגופים יכולים להגיע למצב של מצוקה נזילתית דולרית, יש פה הרבה מנהלי השקעות שידעו לחדד אותי אבל הבנקים הזרים סיפקו את הנזילות ולא בטוח שהם יספקו גם את הנזילות במשבר הבא. דבר שמוביל לסיכון ממשי למשבר נזילות דולרי שעשוי לערער את המערכת הפיננסית הישראלית בכללותה. עכשיו אני שמח מאוד שנמצאים פה נציגים גם של בנק ישראל וגם של הרגולטור רשות שוק ההון כי בתקופה האחרונה שמענו לא מעט קולות שקוראים לגופים המוסדיים להגדיל את כרית הנזילות הדולרית כדי לצמצם את הסיכון באותו מצבים משברים.

לטעמי ככל ששינוי כזה יעשה בצורה של רגולציה הדבר יגרור לפגיעה קשה גם בניהול תיק ההשקעות של המוסדיים ובהמשך גם בתשואות המושגות עבור החוסכים לפנסיה. אני אולי אחד ממש בקצרה בשתי מילים אנחנו מדברים על סיכון נזילתי שאפשר לחלק אותו לשני רכיבים מרכזיים. סיכון ברמת הגוף המוסדי שנובע מאסטרטגיית ההשקעה אופן החשיפה לחו"ל, שיעור הגידורים ושיעור החשיפה לחוזים. הסיכון הזה צריך להיות מנוהל ברמת הגוף המוסדי. הסיכון השני הוא סיכון מערכתי, מערכת הפנסיה הישראלית גדולה בעשרות מונים בהשוואה לכלכלה הישראלית זאת אומרת שאם סך הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים היו עומדים על 250 מיליארד שקלים ולא 2.5 טריליון שקלים והגופים המוסדיים היו נוקטים בדיוק באותה אסטרטגיה לדעתי הדיון לא היה מתקיים היום. אני בכוונה ציטטתי פה את חוק בנק ישראל חלק מחוק בנק ישראל מדבר על מטרותיו של הבנק, לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה. לטעמי בנק ישראל צריך להתערב בשוק, שוב אני לא בא להגיד שצריך להיות פה איזשהו סבסוד או לקיחת סיכונים הנזילות של הגופים המוסדיים אלא מתן ודאות כלשהי או בדמות עסקאות ריפו במט"ח או ביטוח נזילות דולרית שיגדיל את הודאות יתרום לחוסכים יתרום כמובן גם לבנק ישראל.

#### אנדרו אביר

בוקר טוב. אני אתחיל ב-"דיסקליימר". נשאלתי למה בפורום הזה אנחנו מעלים את הנושא של הסיכונים מהשימוש בנגזרות על ידי המשקיעים מוסדיים. מי שמכיר אותי יודע שלא אני ביקשתי להעלות את הנושא בפורום היום. יש לנו דרכים אחרות להעלות את הנושא באופן ישיר מול המוסדיים והרגולטורים הרלוונטיים וכך אנו עושים. זה מזכיר לי עוד פורום שדיברתי על הנושא של החשיפות למט"ח כתוצאה מהשימוש בנגזרות. אני חושב שזה היה ב-2021, בתקופת משבר הקורונה הייתה בעיה בשוק ה-FX SWAP במט"ח כאשר ה-"Basis" התרחב. וכחלק מהמענה של בנק ישראל לאי יציבות בשווקים התערבנו גם בשוק זה וסיפקנו דולרים. כמה חודשים אחרי האירוע היה מפגש עם המשקיעים המוסדיים ואחד מכם אמר לי שאם בעוד שנה יקרה אירוע דומה, בנק ישראל יצטרך להתערב שוב כי זה יהיה אירוע של פעם במאה שנה. ואז אמרתי שכהגדרה זה לא יכול להיות אירוע של פעם במאה שנה. ואתה צריך להתנהג מאוד שונה באירוע שהוא פעם במאה שנה או אירוע שקורה כל שנתיים או שלוש. מאז ראינו צעדים חיוביים שננקטו על ידי המוסדיים וגם על ידי הרגולטורים.

אבל אני לא בטוח שזה מספיק. תדמיינו לעצמכם מדינה קטנה (בריטניה) שאיפשרה למשקיעים מוסדיים לבנות פוזיציה ענקית בנגזרים וכתוצאה מזה כשהייתה בהלה בשוק האג"ח שלה, ראש הממשלה היה צריך להתפטר. אסור לרגולטורים ולבנק המרכזי לאפשר למצב דומה יקרה אצלנו.

אני רוצה להגיד שגם אסור לנו להיות שאננים לגבי העתיד כי הצלחנו לעבור את התנודתיות בשווקים אחרי האירועים הנוראיים של ה-7 באוקטובר - אין להסיק מהתקופה הנוכחית שתמיד נצליח לעבור אירועים דומים בעתיד. השווקים והכלכלה יצאו יחסית טוב מהאירוע כי היו משתי סיבות מרכזיות:

הסיבה העיקרית הייתה שהמשק הישראלי היה במצב מצוין לפני המלחמה. המאזנים של משקי בית, החברות והממשלה היו כולם במצב טוב ב-06/10. בשקף מס' 2 ניתן לראות את הצמיחה שהייתה אחרי היציאה מהקורונה. צמחנו מעל הצמיחה הפוטנציאלית של המשק, - שהייתה בסביבות ה-4%. כתוצאה מכך גם שוק העבודה היה במצב מצוין. הגענו לשיאים שלא היו בהיסטוריה של מדינת ישראל בשוק התעסוקה. גם מבחינת שיעור תעסוקה וגם מבחינת שיעור האבטלה הגיעו לשיאים הכי טובים שהיו אי פעם במדינת ישראל. וגם ראינו כמה שנים של גידול יפה בשכר. זה בעצם אומר שאנשים נכנסו למשבר של 07/10 עם מאזנים במצב טוב יחסית.

גם המצב הפיסקלי של ממשלה היה ב טוב. בתחילת המאה היחס של חוב הציבורי לתמ"ג היה כמעט 100% אחרי המשבר הכלכלי של 2001 ו-2002 ומאז הוא ירד לשיעור של 60%, רמה המאפשרת לממשלה את מרווח פיסקלי להגיב לאתגרים הכלכליים של מגיפה עולמית ומלחמה. בנוסף, האינפלציה התחילה לרדת והייתה אמורה להמשיך לרדת ולהיכנס לתחום יעד האינפלציה.

בשקף הבא אפשר לראות את התגובה של השווקים בחודש הראשון של המלחמה. בלילה של השמיני באוקטובר, יום ראשון בלילה, ראינו בשווקים של מזרח אסיה ששער החליפין כבר קפץ לרמה של מעל 4 ש"ח לדולר. לכן יצאנו עם התוכניות כבר בבוקר של יום שני, שכללו התערבות בשוק המט"ח ואספקת נזילות בשוק ה-SWAP ובשוק הריפו. והשווקים נרגעו די מהר. אבל צריך לזכור שלא היינו צריכים להתמודד עם ירידות גם בשוק ההון העולמי. אם היינו צריכים להתמודד גם עם ירידות בשוק המניות בארה"ב, אני לא יודע אם היינו יוצאים כל כך מהר מהתנודתיות בשווקים המקומיים. בגלל זה אני מזכיר את 2001-2002, המשבר בשוק ההון היה משולב עם כמה גורמים בבת אחת. הבעיה בשוק ההייטק בעולם וגם הייתה אינתיפאדה, והפתעות לא רצויות במדיניות המוניטרית, כל אלה הובילו אותנו למשבר הרבה יותר חמור בשוק ההון המקומי ובעולם.

לכן, כאשר הבנק המרכזי מסתכל קדימה, צריך לא לעסוק באיך הצלחנו ב-2009 או וב-2023, אלא במה יכול לקרות בעתיד ואיך אנחנו צריכים להיערך לתסריטים שונים. בשקף הבא רואים את ה-flows בשוק המט"ח, אפשר לזהות את הביקושים למט"ח שהשחקנים הזרים הזרימו, יחד עם הביקושים מהמשקיעים המוסדיים. ההתערבות של בנק ישראל הצליחה די מהר להרגיע את שוק המט"ח אבל צריך לזכור שלא היינו צריכים להתמודד עם ירידות בשוק המניות בעולם שהיו מוסיפות ביקושים למט"ח בשוק השקל-דולר. בשקף הבא אפשר לזהות מה המשקיעים הזרים עשו בשוק ההון

המקומיים אחרי המלחמה: הם מכרו אג"ח ממשלתיות אבל לא בסכומים משמעותיים. וחלק מהמכירות היו במק"מים שזה פחות מדאיג.

אבל מי שהיה יחסית שקט בשוק המקומי בשבועות הראשונים של המלחמה היו המשקיעים המוסדיים המקומיים שהעדיפו להישאר עם החשיפות שלהם בשוק המקומי, וכנראה הבינו את החוסן של המשק המקומי גם בזמני מלחמה. ב-2001-2002 זה היה מצב שונה כי אז באמת היה חשש, וגם ב-2008-2009, שהמוסדיים יזרקו את הסחורה בשוק. זה עולם אחר לגמרי. את זה צריכים לקחת בחשבון כאשר חושבים על תסריטים שונים וההשלכות של חשיפות של המוסדיים והשימוש בנגזרות ו ליציבות המערכת במצבים שונים.

בשקף הבא אתם רואים את סדר הגודל של הגידור במט"ח בסך הנכסים של המוסדיים. גודל האחזקות של המוסדיים והפעילות שלהם בשוק המט"ח הפך אותם לשחקנים מאוד גדולים. חלק מהגידול במניות בחו"ל, הוא טבעי לאור העובדה שהשוק המקומי לא יכול לקלוט את העודף בחסכון המקומי.

המגמה הזאת הולכת להמשיך ונראה יותר חשיפה לשוק המניות בחו"ל כי זה שוק הרבה יותר עמוק מישראל והוא גם מאוד מתאים למשקיע ארוך. השאלה איך בונים את תיק המניות וכמה מסתמכים על הכלי של נגזרות לקבל את החשיפה לשוק המניות בחו"ל. באסטרטגיה שהמוסדיים בחרו לקבל חשיפה למניות בחו"ל יש משקל מאוד משמעותי לנגזרות במקום לרכוש את המניות עצמן ולאסטרטגיה זו יש השלכות משמעותיות במצבי קיצון.

יש סיבות למה המוסדיים בחרו את האסטרטגיה הזאת – זה יותר קל ואז זה חוסך גם את עלות הבסיס שנעה בין 0.5-1 אחוז בימים רגילים. מי שרוצה השקעה עם גידור, יכול לקבל את זה יותר זול בגלל ה-Basis, סדר גודל של 1%. אבל כנגד זה, יש השלכות לאסטרטגיה הזאת בהיבט היציבות כל המערכת גם את זה צריך לקחת בחשבון.

והמצב הוא לא סטטי כאשר מסתכלים איך התיק של המוסדיים ייראה בעוד 10 שנים, להערכתי הוא יהפוך להיות יותר גדול גם ביחס לתוצר וגם ביחס לעומק שוק המט"ח. בשקף הבא רואים את ההשפעה של גודל התיק של המוסדיים ושל קרנות הנאמנות ומה יקרה במקרה של נפילות של 30% בשוק המניות, אירוע קיצון, אבל לא בלתי אפשרי. ירידה כזו, תאלץ את מי שמחזיק נגזרות על שוק המניות להעביר Margin Call בסדר גודל מהותי במט"ח. היום זה שווה ל-40 מיליארד דולר. אבל אם אנחנו מסתכלים על מה התיק של המוסדיים והקרנות נאמנות יהיה ב-2030, אז ה-Margin calls יוכלו להגיע ל-100 מיליארד דולר. זה סיפור אחר לגמרי עם השלכות ליציבות המערכת הפיננסית.

לסיכום, אני לא הולך להגיד מה הרגולטורים השונים הולכים לעשות, הם יודעים את העבודה שלהם. והם יצטרכו להחליט האם סיכון הנזילות מצדיק הטלת חובת נזילות דולרית או לחילופין לאפשר למוסדיים לנהל זאת בעצמם..

למשקיעים המוסדיים יש אחריות לנהל את הסיכונים בצורה נאותה. אנו יודעים באיזו שכונה אנו גרים ואיך היא עלולה להעצים את ההסתברות שיהיה משבר נוסף בשנים הבאות. גם המוסדיים צריכים להיות חלק מהפתרון ולא רק חלק מהבעיה. תודה רבה.

**אמיר ברנע**

על בסיס רצוני או על בסיס רגולטורי?

**חגי שרייבר**

יש לי המון מה להגיד בנושא הזה, ואני חושב שלכל מנהלי ההשקעות שכאן יש מה להגיד על התנהלות בנק ישראל סביב הנושא. מאז ומתמיד אנדרו טוען שבקשות המוסדיים נגועות ב MORAL HAZARD ושהמוסדיים יתנהלו בצורה לא אחראית אם יידעו שבנק ישראל יתערב בשוק בתנאי קיצון. אני מציע לבנק ישראל לבוא ולדבר איתנו, לראות את המודלים של הנזילות שפיתחנו עם השנים ושעוזרים לנו להתכונן ולהתמודד עם אירועי קיצון. שיראו כמה דולרים אנחנו מחזיקים במזומן בתיקים רק בשביל להתמודד עם השפעת אירועי קיצון על צרכי הנזילות הדולרית שלנו כתוצאה משימושנו בנגזרים. אפשר תמיד להוסיף עוד ועוד רגולציה לפני שמדברים עם המוסדיים, זו לא נראית לי השיטה הנכונה. כולם מדברים פה על אירועי קיצון, ואני רוצה לדבר גם על ה-99% מהזמן שהוא לא אירוע קיצון. כי מה קורה ב-99% מהזמן? אנחנו מחזיקים הרבה מאוד מיליארדים של דולרים בנזילות, ומגדרים אותם, כי לא יעזור כלום, יש לנו יותר נכסים מט"חיים מחשיפה מט"חית ובשוליים אנחנו מגדרים כל תוספת השקעה בחו"ל. בסוף, אף אחד מאיתנו לא מהמר על שער השקל-דולר מחר בבוקר, וזה לא המקומות שאנחנו רואים שאנו מביאים בהם ערך כמנהלי השקעות.

להערכתי יש אצל המוסדיים במערכת 5-7 מיליארד דולר לפחות במזומן רק לאותו מקרה קיצון. ואם יש עלות שוטפת עודפת של 1%-1.5% לשנה כתוצאה מהבייסיס, אז יש פה עלות עודפת של מאות מיליוני שקלים על הציבור הישראלי בגלל בעיה מבנית משקית שאנחנו לא יכולים לתקן אותה. אני קורא לזה מס.

הצעתי בעבר לבנק ישראל פתרונות שיוכלו להוזיל את העלויות הללו שמושתות על אזרחי ישראל. אנחנו מוכנים לשלם לבנק ישראל פרמיה, ביטוח נזילות, כדי שביום פקודה, יהיה מוכן לספק לנו הלואה דולרית במחיר שהוא בדיוק פער הריביות השקלית והדולרית. זה win win לדעתי. בנק ישראל ירוויח כסף, נניח 0.3%-0.4% לשנה וביום פקודה יספק דולרים. לא ימכור דולרים – ילווה לנו דולרים במחיר שפוי. מנגנון שכזה יאפשר לנו להחזיק פחות דולרים בשוטף, ולהמנע ממס הבייסיס. ולמה אני קורא למצב הזה בעייה מבנית ושהמוסדיים לא רק מנסים לרכב על הגב של בנק ישראל לגישתו? כי אנחנו המדינה עם הנגיב הבייסיס הכי גבוה בעולם. מילא היינו אומרים שאנחנו באיזה מקום טוב באמצע וכולנו רק בכיינים מפונקים. אבל אם אנחנו המדינה שלאורך זמן עם הנגיב הבייסיס הכי גבוה בעולם, ולדוגמא דרום קוריאנה זה 50 נ"ב בייסיס, לא 120 ובפולין אפילו התהפך הבייסיס באיזשהו שלב. אלו מדינות שבדירוג שלנו, בתמ"ג לנפש לא מאוד רחוק משלנו. אז

בסיטואציה כזו אני חושב שתפקידו של בנק ישראל להתערב ולנסות לצמצם את הבעיה. אגב, ככל שהבעיה תצומצם בעזרת בנק ישראל, הפחד מהעלות של אירוע קיצון יפחת מה שיצמצם את הבעיה עוד יותר.

#### אסף נחמני

פגשתי פה כמה אנשים בחוץ שהזכירו לי את הימים הראשונים שלי ברשות שוק ההון, הייתי אז חלק מצוות פונקציית ניהול סיכונים. אחד היתרונות המשמעותיים של משברים זה שהם מחדדים לנו את תפיסת הסיכונים ואת מפת הסיכונים. לאחר משבר 2008, הסתכלנו בצורה שונה על מפת הסיכונים, גובשה רגולציה וחלו שינויים רבים באופן ביהול סיכונים אצל הגופים המוסדיים.

בשנת 2020 התרחש אירוע הקורונה. אדגיש כי אירוע הקורונה הוא אירוע מאוד חריג, במבט על השינויים היומיים במדדים ב-S&P 500 בזמן האירוע, פברואר מרץ 2020, גם אם הולכים שלושים ארבעים שנה אחורה לא רואים שינויים כאלה משמעותיים, כלומר זה היה באמת אירוע בעל מאפיינים מאוד חריגים, והשלכות משמעותיות גם על הכלכלה הפיננסית וגם על הכלכלה הריאלית. ה אירוע חידד קצת את מפת החשיפה לסיכונים ואת ו בטח ובטח בהיבט הזה של הנזילות הדולרית. בזמן האירוע ולאחריו, אנחנו כרשות במסגרת הפיקוח השוטף היינו בקשר תדיר עם הגופים המוסדיים. הראו פה בצורה מאוד יפה שהחשיפה לנגזרים עלתה מאוד, בין היתר גם בגלל שינויים בשווקים, פתיחה של מסלולים חדשים ושינויים בטעמי לקוחות וכו.. אבל לצד זה, אני יכול לומר שגם רמת ניהול הסיכון עלתה מדרגה. זאת אומרת, כשאנחנו נמצאים בקשר מול הגופים המוסדיים, אנחנו רואים שהסיכון הזה מנוהל בצורה הרבה יותר טובה, כאשר מבינים לעומק את ההשלכות של החשיפה לנגזרים. מה שכן, הסיכון מנוהל בצורה יותר מקומית, תוך הסתכלות על השיקולים של הגוף המוסדי עצמו ופחות בצורה כלל משקית.

כאן עולה השאלה האם יש צורך לבוא ולהסתכל על סיכון הנזילות בצורה יותר מערכתית כמו שנעשה למשל בזמנו בשוק החוב אחרי 2008. שלומי ציין שבנק ישראל הוא מבוגר אחראי, אז גם לי יש שיער לבן וגם אצלנו יש מבוגר אחראי. שלומי דיבר על תכלול, אז יש גם פונקציות שמתכללות.. אנחנו נמצאים בקשר גם עם בנק ישראל וגם עם הרשות לניירות ערך במטרה לראות האם נדרשים צעדים נוספים מעבר לפעולות שהמוסדיים כרגע עושים, התייחסות יותר רוחבית כאשר ההתייחסות הזאת יכולה לבוא במגוון צורות, עלו פה כל מיני הצעות מסוימות שמפילות יותר אחריות על בנק ישראל, זה יכול לבוא בצורה של רגולציה על מוסדיים ועל קרנות נאמנות באופן כזה שהסיכון הסיסטמי יופחת או יטופל בצורה יותר טובה כי בסופו של דבר אף אחד מאיתנו לא רוצה להיות במצב שבו נוצרת בעיית נזילות בגופים המוסדיים, זה יכול להשפיע על העמיתים ואנחנו לא נמצאים במקום הזה.

עלו פה כל מיני אמירות לגבי כללי השקעה ולגבי ניוד, בגדול יש שלל הוראות רגולטוריות שנוגעות לניהול כספי השקעות, אז יכול להיות שהן מגבילות ואפשר לטעון שהן מצמצמות את התשואה אבל התכלית שלהן היא לשמור על הלקוחות. צריך להבין שרגולציה מצד אחד היא טיפה מגבילה ומצד שני מטרתה לשמור על ענייני החוסכים אצל הגופים המוסדיים ולכן היא קיימת.

במסגרת הבדיקות שאנחנו עושים, אנחנו בוחנים כמובן את אותן הוראות רגולטוריות שנוגעות ללקוחות. שום הוראה היא לא קדושה אבל היא משרתת תכלית מסוימת, ולכן יש לבחון היטב אם יש צורך לשנות, ומה ההשלכות של השינויים המצעים. אני יכול לומר שכל שינוי שמטרתו לטפל בכשל שוק שנובע מתנועה של המערכת לכיוון אחד, צריך להיות משהו שיכלול את כל המרכיבים של המערכת, כי אם לצורך העניין נגבש אסדרה שתחול על הגופים המוסדיים בלבד והם ישנו את ההשקעות שלהם ועכשיו במקום להחזיק חוזים הם ירכשו יחידות בקרנות נאמנות, יוצא שרק גלגלנו את הבעיה למקום אחר ולא בהכרח פתרנו אותה. לפעמים יש חשיבות לתכנון ולאיוזשהי הסתכלות שהיא הסתכלות מאקרו. אנחנו בוחנים את העניין, אחרי עבודה של פיקוח שוטף של שנתיים וגם שיחות שאנחנו מנהלים כל הזמן מול הגופים המוסדיים, אפשר לומר שאני יותר רגוע ביחס לניהול הסיכון הזה. אני יכול לומר שישנה התייחסות רבה יותר ומשמעותית להיבטים האלה ממה שהיה לפני 2020. האם יש צורך באיוזשהי רגולציה נוספת? אנחנו עכשיו מנהלים את השיח הזה ונראה מה יהיו התוצאות. כמובן שכל רגולציה שנגבש תעבור את התהליכים שאנחנו בדרך כלל עושים ברשות, תצא להערות הציבור, החברים פה ימסרו את הערותיהם ורק אז תצא האסדרה הסופית.

#### ליאו לייזרמן<sup>1</sup>

הגלובליזציה של שוק ההון בישראל, כולל הקצאת חלק של חסכונות הציבור בחו"ל הינו תהליך רצוי מאד עבור מדינה קטנה כמו ישראל. תהליך זה מאפשר פיזור טוב יותר של הסיכונים והוא כולל גם גישה לנכסים ולטכנולוגיות פיננסיות שבמשק סגור אינן זמינות.

כידוע, עם התועלות שבתהליך לעיל הגיעו גם האתגרים. אחד מאלה – ההתמודדות של גורמים מקומיים הנמדדים ומדווחים בשקלים – נדון כאן הבוקר. בהקשר הזה, אין ספק שלהתמודדות הזאת, ובמיוחד של משקיעים גדולים כמו המוסדיים, היו ויהיו השלכות מאקרו כלכליות רחבות. כפי שמתועד במסמך הרקע למפגש היום, בתקופה של עליות משמעותיות בוול סטריט, חלק מהתחזקות השקל נובע מפעולות איזון סיכוני המטבע של משקיעים אלה. אין ספק שבשוליים, ייסוף זה של השקל עשוי להיטיב עם ענפי יבוא מסוימים ולהעבי על חלק מענפי היצוא.

ישראל פועלת כיום במשטר שער החליפין שהכי מתאים לה: שער חליפין נייד תוך התערבות של בנק ישראל רק במקרים בהם הפעילות בשוק אינה סדירה, למשל במצבים של היעדר נזילות בשוק או מצבים מיוחדים בהם התנהגות השחקנים עלולה לאותת על פאניקה או חריגה משמעותית מה"פאנדמנטלס".

---

<sup>1</sup> התוסף לאחר הדיון

במסגרת המשטר הקיים, הדרך הנכונה והרצויה להתמודד מול סיכוני המטבע – כולל אלה שנובעים מתנודתיות בשער החליפין בעקבות פעולות האיזון של המוסדיים – היא לפעול לגידור סיכונים אלה באמצעות המכשירים הפיננסיים המתקדמים העומדים בפני הציבור.

אמנם התערבות של בנק ישראל באמצעות יצירת מכשירי ריפו יכולה למתן את התנודתיות של שער החליפין, בין היתר בעקבות פעולות האיזון של המוסדיים, אך חשוב להדגיש שבמשטר הקיים, אין זה תפקידו של בנק ישראל לספק "ביטוח שער" שהרי הדבר עלול ליצור עיוותים משמעותיים, וביניהם אי-הפנמה של סיכוני המטבע האמיתיים על ידי המשקיעים. עם זאת, במידה והפעילות בשוק מט"ח אינה סדירה מבחינת מצב הנזילות במט"ח בשוק ומבחינות אחרות, כמו באפיזודת משבר הקורונה, רצוי מאד שהבנק המרכזי יתערב באופן זמני, דבר שיתרום לשמירה על היציבות הכלכלית.

חשוב להעמיק את המודעות של כל הגורמים החשופים לסיכוני המטבע לגבי קיומם של מכשירי גידור מתקדמים, ובמקביל חשוב לעודד את הפיתוח של המכשירים הכי מתקדמים להגנה בפני המכשירים הנ"ל.

#### חגי שרייבר

שלומי רק הערה לגבי הבטוחות, הדבר הזה הוא לא כ"כ רלוונטי, מגבלת העשרה אחוז. רוב המוסדיים עובדים היום בהסכמי איסדא ו- CSA מול הבנקים, בין אם זה הבנקים המקומיים או הזרים. במילא ברמה היומית או שהם מעבירים לנו או שאנחנו מעבירים להם את הרווח וההפסד כך שמגבלת הבטחונות אינה רלבנטית. פעם היו למוסדיים מסגרות אשראי שהבנקים העניקו להם וזה היה רלבנטי. היום כבר לא.

#### שלומי שוב

כחלק מההכנה לדיון, אמיר ואני דיברנו על כך שבחשבונאות מסתכלים על נגזרים בנטו ולמעשה לא פותחים את הפוזיציה. אמיר אפילו בא בביקורת כלפי החשבונאות מדוע אנחנו לא עושים את זה, שהרי בנגזר יש מימון חוץ מאזני. השאלה באמת היא האם לצורך ענייני הרגולציה של סיכון הנזילות לא נכון לעשות את זה? הרי ברגולציה של הבנקים לפי באזל כן פותחים נגזרים יכול להיות שזה גם משהו שאתם צריכים לשקול אותו

#### אילנית אדסמן

גם בסולבנסי כאשר מחשבים את דרישת ההון פותחים את שתי הרגליים

#### אמיר ברנע

חשיפות לרכישת נגזרים אינן מופיעות בדוח הכספי, רק בביאור. במאזן לא רואים כלום. זאת למרות שכלכלית עסקה בנגזרים היא כמו השקעה בנכס בהלוואה. אז בניגוד למצב בו השקעה בנכס באשראי מופיעה גם בצד החובה וגם בצד הזכות, להשקעה אקוויוולנטית בנגזרים אין עדות מאזנית כלל.

## עופר ברנדט

הייתי עד לא מזמן האקטואר הראשי וסגן בכיר לממונה ברשות שוק ההון ביטוח וחסכון. אני מבקש קצת להרחיב את התמונה ולספר לכם על משבר הפנסיה שקרה באנגליה שאנדרו בעצם הזכיר במילה אחת, אני חושב שזה Case Study מאוד רלוונטי, ולמרות שהסיפור שונה, התוצאות פחות או יותר דומות אם לא בדיוק זהות למה שקרה פה בישראל בקורונה. המסקנות של איך צריך להתמודד עם הדבר הזה, בסופו של דבר יש להם השלכות אקטוריות וניהול סיכונים. אז קצת רקע על מה שקרה באנגליה - קמה ממשלה ברשות לזי טראס עם יומרות של תקציב שכנראה לא היה סביר בכלל, השווקים הגיבו בצורה מאוד קיצונית והממשלה נפלה תוך כמה חודשים. אבל בפועל, מה היתה הסיבה למשבר הזה? קוראים לזה משבר הפנסיות.

בעצם מה שקרה באנגליה, ואגב גם במדינות נוספות באירופה, קיימות קרנות פנסיה מסוג דפיין בנפייט, שמהוות נתח שוק מאוד נכבד של שוק הפנסיה שם. בקרנות אלו מדיניות ההשקעה מבוצעת ע"י מה שנקרא Liability Driven Investment, כלומר, מנהלי ההשקעות מקבלים מהאקטוארים את מאפייני ההתחייבויות והם כנקודת מוצא, יוצאים מההתחייבויות כדי לקבוע את האופן שבו הם משקיעים בנכסים השונים, וזאת במטרה לבצע התאמה בין הנכסים להתחייבויות וגם כדי לעמוד ברגולציה הבריטית בכל הקשור ל-Funding Requirement של קרן הפנסיה. עכשיו, בגלל שמדובר כאן בהתחייבויות מביטוחות תשואה לזמן ארוך, גם ההשקעות המתאימות מחויבות להיות לטווח ארוך, אז הם משקיעים בעיקר באגרות חוב ארוכי טווח של ממשלת בריטניה. אבל, כדי להגדיל את התשואה, מעבר לתשואה הגלומה בנכסים אלו, מנהלי ההשקעות מינפו את ההשקעות בנכסים. הם מינפו את עצמם דרך שוק הריפו ודרך נגזרים – והנה אנחנו מגיעים בסופו של סיפור למצב דומה לזה שהיה במשבר בישראל בזמן הקורונה כלומר, הם היו חשופים לסיכון נזילות מיידי במקרה של משבר בשווקים דרך ההתחייבות לעמידה בדרישות ה-margin calls. הקטסטרופה או המשבר הגיע עם הממשלה הזאת, כי השחקנים בשווקים הפיננסיים הביעו חוסר אמון במה שהממשלה הציעה בתקציב שלה והריביות קפצו בצורה מטורפת, וברגע שהריביות קפצו אז כל הבטוחות שלהם, שהן כאמור ברובן ככולן היו אג"חים ארוכי טווח של הממשלה הבריטית, נפלו בשווי שלהן ונוצר מין אפקט ספירלי, זאת אומרת הבטוחות נפלו בשווי, היו צריכים למכור אותן מהר, מכרו אותן מהר, אז הנכסים שוב נפלו והריביות במקביל עוד פעם עלו וכך הלאה וכך הלאה. ונוצר מצב שבעצם נוצר משבר סיסטמי בשוק הבריטי מכיון שכל קרנות הפנסיה האלו פעלו באופן דומה ובאותו זמן ביחד למכירת האגחים לצורך עמידה בדרישות ה-Margin Calls. כתוצאה, לא נותרה לבנק המרכזי הבריטי ברירה אלא להתערב, בצורה זהה לאופן שבו בנק ישראל התערב במשבר הקורונה - כלומר, הוא הזרים נזילות לשווקים ופתר את הבעיה.

התערבות הבנק המרכזי בשווקים באה לפתור את המשבר הזה אבל השאלה היא מה עשו מאז וכיצד נערכים כלפי העתיד. באנגליה הפיקוח הרגולטורי של קרנות הפנסיה נופל תחת שלושה רגולטורים שונים, THE PENSION REGULATOR, ה-FCA ו-BANK OF ENGLAND. שלושת

הרגולטורים נאלצו לעבוד ביחד כדי להבין איך הפיקוח המשולב שלהם ימנע בעתיד משברים דומים. מן הסתם, גם היו כל מיני וועדות חקירה של המחוקקים מבית הלורדים ושל הפרלמנט הבריטי כדי לבחון ולהיערך חס ושלום למשבר הבא. הפעולות של הרגולטורים נחלקו בגדול לשני מימדים, המיקרו והמאקרו. במימד המיקרו, אחד מהצעדים של הרגולטורים הוא דרך רגולציה אינדיבידואלית על הקרנות עצמן, כלומר הם דרשו מהקרנות ניהול טוב יותר של החשיפות לסיכונים הנזילות, וחלק מהכלים לזיהוי ולניהול הסיכונים האלו זה באמצעות שימוש במודלים פיננסיים ואקטואריים, תחת תסריטים ומבחני לחץ שונים, וכן ע"י שימוש במודלים סטוכסטיים שיכולים לסייע בניבוי ההשפעה של מצבים שונים בשוק הפיננסי הן על התנהגות ההתחייבויות והן על הנכסים המגבים אותן. כלומר, מודלים אלו יכולים להסביר את מצב קרנות הפנסיה וגבולות הגזרה שבהם הם יכולים לפעול, תוך שמירה על נכסים מספיקים לשמירת נזילות במצבים שונים.

בנוסף, במימד המאקרו, וכדי להתמודד עם הסיכון הסיסטמי של השוק, מה שהם עשו זה להתחיל לאסוף נתונים ברמת השוק, מכל קרנות הפנסיה וגורמים אחרים שיש להם חשיפה לסיכונים נזילות, וזאת במטרה לקבל תמונה רחבה של השוק בכללותו אשר יאפשר להם להעריך ולנהל את השווקים בצורה מיטבית. האנגלים גם קיימו שיחות עם רגולטורים מקבילים אחרים באירופה. אז לסיכום, סיפור קצת שונה אבל עם תוצאות זהות, שקרה רק לפני שנתיים, שזה לא רחוק כל כך, במקום אחר אבל עם תוצאה זהה – התערבות של הבנק המרכזי בשווקים כדי להבטיח נזילות מספקת של הנכסים הרלוונטיים, באנגליה אלו היו אגרות החוב הממשלתיים ובישראל אלו היו יתרות של מטבע הדולר. עכשיו השאלה היא איך לומדים ממקרים אלו כדי להתמתמודד טוב יותר עם סיכונים הנזילות האלו של המוסדיים בעתיד.

#### אמיר ברנע

הם קבעו איזו רגולציה חדשה או מגבלות על הקרנות?

#### עופר ברנדט

הם עדיין בוחנים את זה, אבל כפי שצינתי, הם דרשו בינתיים מקרנות הפנסיה לנהל את הסיכונים בצורה צמודה יותר ובעיקר ע"י שימוש במודלים סטוכסטיים ותסריטים פיננסיים כאלו ואחרים כדי שהם ידעו קודם כל למפות את החשיפה שלהם ולאמוד אותה ולהבין כמה הם נמצאים בתוך הכסף או מחוץ לכסף במקרה של משברים דומים. מעבר לכך, הרגולטורים החלו ברמת המאקרו, לאסוף נתונים משחקני השוק כדי להבין ולצפות את הסיכון הפוטנציאלי לשוק כולו.

#### שלומי שוב

בואו נשמע כעת את הזווית של החשב הכללי במשרד האוצר

## גיל כהן

אז בכמה משפטים אני אספר את נקודת המבט שלנו מהיום של ה- 12/03/2020 ואיך זה מתכתב עם כמויות הגיוס. אז קודם כל אנחנו כגורם מנפיק מאוד "נהנים" הייתי אומר במרכאות מהשוק המוסדי, כלומר שוק מוסדי עמוק, צומח. לראיה ניתן לראות שבמשך השנה וקצת האחרונות שאפשרו להנפיק יותר משלוש מאות מיליארד שקל, סך הכל בצורה חלקה ובצורה טובה, אז בהקשר הזה שאומרים שוק מוסדי גדול על המשק או שוק מוסדי צומח מהר, אנחנו כמובן הנהנים. בהקשר של הקורונה, אני אתאר את ה- 12 למרץ כי אנחנו למעשה נכנסים לאירוע הזה כמובן כמו כל משבר, עם גירעון שבאותו זמן קופץ משניים שלושה אחוזים לאזור הדו סיפרתי. צרכי המימון עולים בצורה חדה מאוד בטח בתקופת הסגר הראשון שגם צד ההכנסות וההוצאות מתפזרים כל אחד לכיוון שלו ולמעשה אנחנו באותו היום מזהים את שוק ההון מה שנקרא כמשבר קלאסי, שוק ההון בעולם אדום בוהק, למעשה אנחנו רואים לאור העברת הביטחונות שמדברים עליה כאן שאני לא אחזור עליה, כי שוק האג"ח הממשלתי באותו יום חמישי בשבוע הייתי אומר קרוב מאוד להתרסקות, מה שלמעשה לא רק שלא מאפשר לנו להגדיל את ההנפקות כמו שנדרש, אנחנו למעשה מתחילים בכלל עם שאלות האם בכלל שוק האגח יכול להכיל את קצב ההנפקות הנוכחי באותה עת.

עכשיו בתפיסה שלנו שם אנחנו הבנו איך שוק האגח מתכתב למעשה עם אותן השקעות בחו"ל, וזה מחייב אותנו כלומר כגורם מממן לחשוב איך אנחנו נערכים עם כל מיני ביטחונות פנימיים שלנו וכל מיני Liquidity buffers לאירועי קיצון כאלו ואחרים, איך אנחנו למעשה נערכים. אני חושב שמה שעזר באותו יום חמישי, כמובן דיברתי עם חלק גדול מהנוכחים פה בחדר, וכמובן ניסינו לראות איך אנחנו צולחים את האירוע הזה ביחד. אני חושב שבסוף כמובן בשיתוף הבנקים, המוסדיים וכמובן בסוף התגובה של בנק ישראל שזה שילוב של אותו חלון ריפוי או סוויטצ' עזר לנו מאוד להתגבר על האירוע ואני חושב שהתחדד לנו הנושא של איך משבר מאוד מהיר בחו"ל יכול להשפיע על יכולת הגיוס של מדינת ישראל בארץ. וזה משהו שאנחנו נדרשים לו כל הזמן בצורה פנימית ונערכים לו כאירוע קיצון.

## שלומי שוב

זאת אומרת לצורך העניין ירידה עכשיו ב S&P אפילו של 10% תגרום לביקוש לדולרים, זריקה לשוק של אג"חים ממשלתיים וגידול בעלויות הריבית של המדינה, מה צריך לעשות מבחינתך.

## גיל כהן

עוד פעם הפתרונות הם לא אצלי. אני מבחינתי צריך כל הזמן לדעת איך אני מנהל את קצב ההנפקות, אני לא אגיד יותר מזה, את קצב ההנפקות בכלים שונים שיש לי, ואיך כל הזמן למעשה לתעל את קצב ההנפקות בין אותם כלים כדי לדעת מתי אני יכול ללחוץ על השוק המקומי הסחיר ומתי לא, יחד עם כמובן כריות נזילות כאלו ואחרות. כלומר שאני מדבר על כריות נזילות, שאני מדבר על ביטחונות, זה חלק מסט השיקולים איך נערכים למקרה קצה.

#### עדי דאובר

אני רוצה קצת לחזור להתחלה, אני חושב שכולנו מסכימים שצריך לגוון את התיק בחו"ל, לימד אותי פרופסור ברנע לפני שנים גם על אפקט הפיזור, גם כמו שאזכר פה הקצב של הצמיחה של החסכונות הרבה יותר גדול מקצב הגידול של המשק ולכן אם הכסף ישאר פה יהיו לנו בועות ואף אחד לא רוצה את זה. ולכן אנחנו מגיעים למסקנה שצריך לצאת לחו"ל, ואם יוצאים לחו"ל דיברנו על רגולציה, בואו נלך דווקא לדוגמה על רגולציה נשכנית, אין יותר שימוש בנגזרים, לאן זה יביא אותנו, יפתור את הבעיה שתוארה פה. אבל אז יכולים לקרות שני דברים, אין שימוש בנגזרים, יקנו רק נכס בסיס, זה אומר שהמוסדיים שיושבים פה יצטרכו לקנות עכשיו מאה מיליארד דולר קאש, זו אופציה אחת ואני לא בטוח שזה יעשה טוב לאינפלציה בעת הנוכחית אבל נשים את זה בצד, ותהיה חשיפה לשער הדולר שקל, לא יעשו גידורים. בסוף התחלת פה בשאלה פרופסור ברנע לגבי האם צריך לגדר, כן אנחנו חיים פה בשקלים, החוסך בסוף יוצא לפנסיה וצריך לקנות פה במכולת. אז אם צריך לגדר ועכשיו צריך לגדר עוד 100 מיליארד דולר אז יקרו שני דברים. קודם כל עלות הגידור תעלה משמעותית, לא נהיה בסופר פלוס 100, אולי נהיה בסופר פלוס 200 ואולי יותר. דבר שני, אני מתחבר פה לדברים לאירוע באנגליה, זה בדיוק יהיה אפקט הספירלה. כי יהיה פה עוד שורט 100 מיליארד דולר שקל ביחס להיום. כל פיחות קטן בדולר שקל יצטרך להביא עוד ביטחונות, וזו תהיה מפלצת שמזינה את עצמה שתיגמר בצורה מאוד לא טובה.

#### אמיר ברנע

תעשה אבחנה בין עסקת נגזרים לעסקת רכישה. האספקט עליו דיברת.

#### עדי דאובר

היום יש לך חשיפה בעיקר ל – S&P בנגזרים, שהבטוחה היא בדולר. אם אנחנו נעבור עכשיו חשיפה מלאה בדולר שהבטוחה היא בדולר, זאת אומרת אתה חשוף עכשיו לשינוי בשער הדולר שקל, שאתה צריך להביא בטוחה בדולרים, זה wrong way risk.

#### חגי שרייבר

ברגע שאתה מחזיק חוזה עתידי, אתה מחזיק כנגדו את רוב הביטחונות בשקלים. אומר לך עדי אני אחליף עכשיו את החוזה בתעודת סל, דהיינו אני קונה עוד דולרים ומייד מגדר אותם בחזרה – כך שאני מעצים את הבעיה למעשה

#### אמיר ברנע

האם אתה מסכים איתי שרכישת חוזה עתידי היא אקוויוולנטית כלכלית לרכישת נכס בהלוואה? מה ההבדל?

#### עדי דאובר

לא אבל זה הפוך, אני מתחבר למושגים שלך, אנחנו חוששים מבחינת החוסך, שאלו יהיו הצרות שלנו, שהדולר שקל ירד לקידומת 2. יכול לקרות נכון? השקל יתחזק ולכן מה אנחנו עושים על מנת לגדר את עצמינו, אני עובר משימוש בנגזרים לפיקדון והלוואה, הלוואה דולרית פיקדון שקלי. אוקי, עכשיו הדולר שקל עולה, יכול לקרות, קרה עוד פעם חס וחלילה אירוע כמו שכולנו חוונו לפני יותר משנה. תצטרך לקחת עוד הלוואה בדולר וזו תהיה הספירלה שקרתה באנגליה, וזה יכול להיגמר האסון.

#### אמיר ברנע

בעסקה עתידית ההלוואה היא סמויה, והיא לא מחייבת איזושהי פעילות אקטיבית, היא אוטומטית.

#### עדי דאובר

כלכלית זה אותו דבר, לעשות נגזר, נגזר ופיקדון והלוואה, לקחת הלוואה דולרית שמת פיקדון שקלי כאילו מכרת פרוורד. אבל פה אנחנו מכניסים את הגורם בסיס שהוא גם מטבע הביטחונות, בניגוד לחשיפה של S&P ואתה מעביר את ביטחונות בדולרים.

#### חגי שרייבר

אבל מי נותן ולוקח את ההלוואה בנגזר? כשאני קונה נגזר אני לוקח את ההלוואה מהשווקים בחו"ל. זו לא הבעיה. הבעיה היא מגבלת היצע של דולרים במערכת המקומית כי הבנקים הזרים מגבילים עצמם בחשיפה לישראל מסיבות גיאופוליטיות. אם הבייסיס היה נמוך יותר – היינו מחזיקים יותר מוצרים מסוג funded כמו תעודות סל, כי עלות הגידור לא היתה גבוהה ככ – ואז גם בנק ישראל היה מפחד פחות מהסיטואציה של שימוש בנגזרים.

#### עדי דאובר

עכשיו, האם צריך רגולציה, אני לא חושב שכן כי יושבים פה מנהלי השקעות שמנהלים סכומים של שניים וחצי טריליון, שמקבלים החלטות הרבה יותר אקוטיות מאשר איזה אחוז לעשות בנגזרים או לא. להשקיע את הכסף ב – S&P או בטרגריי זו החלטה קצת יותר אקוטית, לכן אני לא חושב שצריך להתערב. יש פה מורל הזרד, ואני בטוח שלמרות הדברים שאנדרו אמר והייתי אומר אותו דבר אוקי? כי בסוף צריך להיות מורל הזרד וכל אחד צריך פה לקחת אחריות על עצמו. בעת אירוע קצה, אני בטוח שבנק ישראל יהיה שם, כמו שהיה לטובת היצואנים שהדולר שקל הגיע 3.11 או 3.13 ותמך בדולר שקל, אין סיבה שלא יתמוך בחוסך. בשביל זה יש יתרות ומאתיים ושבע עשקה מיליארד דולר. עכשיו אף אחד לא צריך להתנהל פה לפי זה. כל אחד צריך לנהל את הסיכונים שלו ואני לא אומר שאנדרו יתערב בשער של 3.70 או 3.80, אני בטוח שזה יכאב פה לכולנו אבל בסוף בשביל זה יש בנק מרכזי.

## סער וינטראוב

רציתי לחדד את מה שעדי אמר, בעצם האירוע הבסיסי הוא, יש יציאה להשקעה בחו"ל, זה האירוע, מכאן אנחנו יוצאים. עכשיו מה הדרך, העובדה היא שלמרות שיוצאים לחו"ל ה – asset class של המט"ח וכל asset class אחר זה אם זה אג"ח בחו"ל, מניות בחול זה asset class נפרדים. לכן גם אם יוצאים לחו"ל בחמישים אחוז, בשישים אחוז, בשבעים אחוז, לוו דווקא צריך להיות ב – asset class המט"ח את אותה החשיפה. ואז באה כאן השאלה, אם לקנות את נכס הבסיס, אם קונים את נכס הבסיס ולא רוצים להיות באותה חשיפה דולרית, קונים לדוגמה שבעים אחוז של נכס הבסיס, עדיין יש שימוש בנגזרים בשביל הגידור, זאת אומרת הנגזר משני הצדדים. ולא רק זה, כאן בגודל החשיפה לעומת המערכת הבנקאית שמספקת את הגידור שהופכת להיות יותר ויותר קטנה לעומת גודל החשיפה.

## עדי דאובר

ברשותך עוד משפט שלומי, אנדרו נגע ב – 2030 או ב – 2034 שהכספים יגיעו לשישה טריליון שקל, אני חושב שעד אז השוק גם יתאים את עצמו, כיוון שהבייסים יגדלו, כל תנועה תהיה יותר כואבת ואז המוסדיים כנראה יקטינו את השימוש בנגזרים בהתאם. ועוד משפט אחרון, אני לא חושב שההשוואה לחברת ביטוח היא נכונה, כי בנק ישראל נמצא עם הדולרים ומלווה אותם למערכת בזמני מצוקה, מקבל על זה ריבית, מרוויח והדולרים חוזרים אליו, בדיוק בשביל זה יש שוק ריפו, אין פה כסף שיוצא מקופת חברת הביטוח.

## אמיר הסל

אני רוצה להתמקד בנושא הסיכון, יש לו שני צדדים הרי: הסיכון המערכתי והסיכון הספציפי של כל גוף. לפחות בכל מה שקשור לסיכון הספציפי של כל אחד מהמוסדיים, היה אירוע בפרוץ הקורונה שלימד לקח, והביא לצעדים שצמצמו אותו באופן משמעותי. אבל בעצם הבעיה היא טכנית, הגופים המוסדיים, אין להם באמת בעיית נזילות, יש לי היום קרן שנותנת הלוואות, ואני מכיר חברות שבאמת במצוקת נזילות. מה זה מצוקת נזילות אצל מוסדיים, שהנכסים הלא סחירים לפי המדיניות צריכים להיות 25% מהתיק, והם עולים ל – 25.2% והמוסדי אומר אוי ואבוי אני בבעיה. כל חשיפת הנגזרים היא לא דרמטית מול היקף הנכסים. הבעיה היא רק טכנית, אני לא מזלזל בה, אבל היא מתמקדת באותו יום שצריך להביא 100 מיליון דולר והם בשביל זה צריכים למכור אג"חים ומשפיעים על השוק. זו לא בעיית נזילות אמיתית ברמת הגוף המוסדי. והיא נפתרת בתוך יום יומיים.

אני חושב שהלקח של האירועי של 2020 למיטב הבנתי נלמד ונלקח בחשבון ויש יכולת, ותרגולת למקרה כזה שיחזור. להיערכות הטכנית הזאת – שיהיה כסף או נכסים נזילים מוכנים מידית המוסדיים מוכנים. אבל מקור הבעיה המהותית והאמיתית שדוחפת להשקיע סכומים אדירים בחוזים הוא הבייס. ניסיתי להיזכר ממתי התחיל הבייס ולמיטב זכרוני הוא התחיל מסביבות 2008, 2009 ומאז הוא בגדול נע בין אחוז לשניים אבל הוא לא הלך לשום מקום.

הבייסיס הזה הוא עיוות גדול, מס כמו שחגי אמר של עשרות מיליארדי דולרים לשנה שמשלם המשק הישראלי והחוסכים בעיקר, וסיבתו היא בהיקף הגידור. ואני חושב שהבייסיס הוא לא מחיר שוק, אלא עיוות שצריך לטפל בו. ואני חושב שהגיע הזמן שבנק ישראל יתערב. יש לו את הכלים והכח להקטין את הבייסיס הזה, יש הרבה דברים שהוא יכול לעשות. אם יטפלו בבייסיס, הנגזרים של המוסדיים יירדו אוטומטית, הנגזרים שמדאיגים אותנו על ה-S&P ירדו בצורה דרמטית, הסיבה העיקרית להם זה שהם חוסכים את הבייסיס. עכשיו אם יירד הבייסיס גם ביתר קלות ישקעו המוסדיים נכסים ואג"חים בחול. הרי היום אג"ח ממשלת ארצות הברית בתשואה יותר גבוהה מאג"ח ממשלת ישראל, מה יותר קלאסי מלהחזיק ולגדר את זה.

עם הפערי ריבית היית יכול לקבל את ממשלת ארצות הברית בתשואה שקלית של ישראל, אבל הבייסיס הורג אותך ואתה לא יכול. אם היו מטפלים בבייסיס ומקטינים אותו, היו מחזיקים נזילות דולרית בנכסים זרים. לא תהיה בעיה בטרג'ריז בארצות הברית שפה יהיה משבר, להפך, בדרך כלל אנשים שם רצים אליו ואתה יכול למכור כל כמות. ולכן אני חושב שמהרבה סיבות הייתי מצפה שבנק ישראל יפעיל כלים לצמצם את הבייסיס ואז הבעיה מעצמה תרד בצורה מאוד משמעותית.

#### שלומי שוב

אני רוצה לשמוע מנהלי השקעות שלא מקבוצות הביטוח הגדולות. גיא, אם תוכל גם להתייחס לנושא של הגידור ולפערים שמצאנו בין בתי ההשקעות העצמאיים לאלו ששייכים לקבוצות הביטוח הגדולות.

#### גיא מני

גיא מני מנהל השקעות ראשי במיטב, כבר דיברנו גם אנחנו בעבר עם בנק ישראל על הנושא הזה של הבייסיס. ראשית, צריך לזכור בסופו של דבר שבמדינת ישראל אנחנו נמדדים בתשואה שקלית, אין לנו מה לעשות בנדון על אף שמעל מחצית מהנכסים נסחרים בחו"ל, אז אנחנו חייבים כל הזמן לתכלל את זה ולא להחזיק רק דולרים. דבר נוסף, חשוב לציין שבעקבות אירוע הקורונה, למדנו והגדלנו את הנזילות הדולרית בקופות הרלוונטיות. אף אחד לא ציין זאת כאן אבל יש לזכור כי בשנת 2022 הייתה ירידה של כ-20% במדד ה-S&P ושל כ-35% במדד הנאסדק ובנק ישראל לא היה צריך לסייע לנו בסוואפים, על רקע לקחי הקורונה שצינתי. אני מניח שבנק ישראל כן יצטרך לתת תמיכה וסיוע באירועים באמת מהותיים, נגיד עכשיו כמו שצוין, שסין פולשת לטאיוואן, וביום אחד אתה רואה ירידה של 20% בשווקים במכה אחת וסחרור נזילות, זה אירוע שאין מה לעשות, ובנק ישראל יצטרך בעיני לסייע. למזלנו יש מדינה שיש לה יתרות מט"ח מאד משמעותיות, אז באירועים מגוריים זה הזמן לסייע לכל המשק ולא רק למוסדיים.

אציין שאנחנו בהחלט עושים חלק מהעסקאות בנגזרים אבל חלק מאוד מוגבל, ואנחנו כל הזמן בוחנים את אחוז ההחזקה בין נגזרים לבין החשיפה למדדי המניות בעצמם. כל פעם זה משתנה גם בהתאם לבייסיס, ולכן אם נצליח לפתור את הנושא היה של סוגיית הבייסיס, זה יכול מאוד לסייע.

ברגע שהבייס יורד ועלות הגידור הכוללת נמוכה יותר אזי, נוכל להחזיק גם אגרות חוב Investment Grade בארצות הברית, שהן פחות או יותר קרוב לחמש וחצי שישה אחוז דולרי. ברגע שעלות הגידור תרד בצורה משמעותית, יהיה אינסנטיב הרבה יותר גדול להחזיק אותן ישירות מאשר לרכוש בעיקר אג"ח קונצרני בישראל שאנחנו רואים אך התכווצות המרווחים פה כי מרבית המוסדיים בעקבות רפורמת האג"ח המיועדות מתנפלים על המוצרים הללו. הביקוש הכבוש שמוריד פה את המרווחים היה יכול להיות מוסט להרבה יותר אג"חים בחו"ל אבל בגלל שאין את הכדאיות הכלכלית בגלל עלות הגידור היקרה, אתה פחות עושה זאת.

### כרמל קני<sup>2</sup>

אנדרו הזכיר את הדיון שקיימנו עוד ב-2020 על הסוגיה. אני מרגיש שבסופו של דבר אנחנו מנהלים את אותו הדיון מאז.

בסוף מעבר לזה שכל הגופים המוסדיים ערוכים היום הרבה יותר לתרחישי קיצון, יש רגולציה של בנק ישראל על הבנקים והבנקים משרשרים את הדרישות האלו למוסדיים בסופו של דבר אבל יש תרחישי קיצון שלעולם יכולים להפתיע ועם כל הרצון, ואפילו החובה, של בנק ישראל להימנע מ"סיכון מוסרי" בסוף ברגע האמת זה התפקיד שלו להיכנס במקום שהשווקים לא מתפקדים כדי למנוע זעזוע גדול שנובע מחוסר תפקוד שכזה. ברור שאלו צרכים להיות מקרי קיצון נדירים.

### אמיר ברנע

אנחנו מדברים הרבה על גידור במט"ח, גידוד גידור גידור. איפה בתיאוריה יש גידור ברמת הפירמה, ממתי גידור הוא מרכיב באופטימיזציה של פעילות של פירמה. נתתי קודם את הדוגמה של דלק, לפי דעתך בשביל להפחית סיכון, דלק צריכה ללכת ולעשות עסקאות עתידיות ולמכור את הנפט הגולמי שהיא מייצרת בקידוחים.

### רוני עפר

התשובה שלי, היא לא, החברה לא צריכה לגדר. אני התמודדתי ומתמודד עם השאלה הזאת, לגבי קרנות וכספים שאני מנהל. אנחנו לא עושים גידור למשל על ההשקעה במניות בחו"ל כי יש לנו את הגידור הטבעי. בשביל מה אני צריך לשלם את האחוז וחצי הזה. הבעיה של המשק כולו היא בעיה שונה לגמרי. היה כאן מפגש לגבי השקעות בחו"ל, זה רק ימשיך. למעשה בתיקים מוסדיים, החלק של ישראל צריך להיות קטן מ-10% ובהתאם לחלקינו במדד העולמי אולי בתוספת שמתחסת לhome bias.

---

<sup>2</sup> התוסף לאחר הדיון

### שלומי שוב

אז מה אתה חושב על פתרון רוני, אני יודע שאני נופל עליך.

### רוני עפר

אני לא רוצה להיכנס לבעיות המאקרו. ברמה של התיקים עצמם אני יכול להגיד לך שאני נגד רגולציה, אני לא חושב שצריך לעשות רגולציה למנהלים, תן להם לנהל את זה, ותכין מצברים מאחורה.

### שלומי שוב

אני רוצה לשמוע ממנהלי ההשקעות. אם היה מותר לפי הגבלים עסקיים, לבוא ולעשות הסכמה שאנחנו מפחיתים את הגידור מ- 50% ל- 15% למשל. האם זה משהו שהיה פותר חלק מהבעיה?

### נועם בועז

מדינת ישראל (באמצעות החשכ"ל) בעצם מנהלת עשרות מיליארדים של שקלים בתוך המערכת הפנסיונית והם צומחים בקצב גבוה במנגנון שמחליף את האג"ח המיועדות. אם המדינה חושבת שמבחינה משקית זה לא נכון לגדר, אני חושב שזה מקום ראשון שבו היא יכולה בקלות להפחית אפילו בקצת את הלחצים במערכת. המדינה פשוט תגדיר שבתיקים האלה מבקשים לא לגדר ולקבל את כל חשיפות המט"ח. זה בעצם רק נמצא אצל הממשלה והם רואים את כל השיקולים המשקיים, אני חושב שזה צעד ראשון ואני לא חושב שהוא לבדו יפתור את הבעיה. אמרו את זה פה המנהלים המוסדיים האחרים, מיש בעיית תמריצים שנוצרה בגלל עלויות הבייס. "החור בדלי" זה הבייס שנוצר פה, אז אני חושב שזה הדבר הראשון לטפל בו לפני שעובדים על רגולציות מורכבות.

### שלומי שוב

יכול להיות שהפתרון הוא משולב, יכול להיות שהוא צריך להגיע מכמה מקומות...

### נועם בועז

אבל יש בעיית תמריצים, תפתור את בעיית התמריץ אז כוחות השוק יסתדרו, אנחנו (כגופים מוסדיים) לא שואבים עונג עודף מלהשקיע בנגזרים.

### סמי בבקוב

אפשר להגיד שהשאלה ששאלת, לא הייתה משפיעה על קבלת ההחלטה, אנחנו זוכרים לא מעט שנים, שהשקל התחזק לעומת הדולר (לאורך הרבה שנים). על פניו אנחנו צריכים לספק תשואה שקלית לא דולרית ולכן אנחנו מגדרים ויש עלות לגידור, דיברו על זה רבות. אני כן רוצה לציין שסיכון הניילות אינו מורכב רק מהנושא עליו אנחנו מדברים היום אלא גם מהיכולת לנייד כספים ממנהל אחד למשנהו או ממסלול מאשכול אקטיבי לסחיר או עוקב מדדים. אין ספק שהיום כולנו ערוכים יותר לניהול הסיכון בכללותו לאור לקחי הקורונה.

רפורמת המסלולים קרבה את עולם חסכון ארוך הטווח לעולם קרנות הנאמנות. למוסדיים היום יש פחות יכולת לבצע השקעות לא סחירות ביחס למצב מלפני שנתיים, כי הרבה כסף עבר וממשיך לעבור, למוצרים מאשכולות הממוקדים רק בהשקעות סחירות. לסיכום, הסיטואציה של מוסדי ישראל ביחס לנזילות מתחלקת לשניים. דבר ראשון - ניהול נזילות המטח אל מול המינוף. לעניין זה, אני מוסיף על הדברים שהוצעו עוד הצעה של ריפו למטח שהינו פתרון מעולה ולצדדי בנק ישראל לא תומך בו. דבר שני - ניהול נזילות שקלית ומגבלות על היקף ההשקעות הלא סחירות על רקע ניוודים וחלופות.

#### ברק בנסקי

לגבי הנושא של הריפו אני מבין שאנחנו מבקשים ריפו דולרי כנגד אג"ח ממשלתי כביכול ביטוח בחינם. אני רוצה לקחת את זה צעד קדימה, בוא נעשה ביטוח שאינו בחינם, בנק ישראל יעשה מכרז על אופציה להיכנס לעסקת ריפו מול הבנק, המכרז יהיה על עלות האופציה. בזה אתה פותר בעצם בצורה משמעותית את הצורך שלנו להחזיק נזילות דולרית גבוהה, שהיא כמו שנאמר פה היא בסוף מס על העמיתים. אני יכול להגיד לפחות אנחנו מחזיקים מיליארדי דולרים. לדעתי במערכת זה מספרים יותר גבוהים ממה שנאמר פה. למדנו, לקח מ-2020 ועשינו לא מעט תרחישי קיצון שעבורם אנחנו שומרים נזילות דולרית מאוד משמעותית במגוון צורות. אני חושב שפה בנק ישראל לא כהתנדבות אלא במכרז על אופציה להיכנס להסכם ריפו לשנה יכול גם מצד אחד לא לתת את זה בחינם וגם לספק למוסדיים איזשהו פתרון.

לנושא הצעה של שלומי, אולי להוריד את הגידור ל 15% בהסכמה, אני לא יודע מה זה הצעה, זה נשמע לי יותר כמו רגולציה.

#### שלומי שוב

דווקא מה שאמרתי לך עכשיו זה לאפשר לך לצמצם את הגידור ואפילו להימנע ממנו..

#### ברק בנסקי

בסוף כשאתה מוריד רמות חופש בניהול תיק השקעות יש לזה עלויות. אתה היום מוריד בגידור במגזרי מטח, מחר תוריד את האפשרות לגדר מניות.

בסוף, בוועדות ההשקעה של העמיתים יושבים אנשים שהם גם יוצאי בנק ישראל, יוצאי משרד האוצר, אנשים שהם בעלי תואר פרופסור או דוקטור ומכהנחם בתפקידים מרכזיים במוסדות מכובדים כמו המרכז הזה, וכנראה מבינים דבר או שניים, ולכן אני חושב שהמקום הוא לא ברגולציה מגבילה. במסגרת הרגולציה ועדות ההשקעה צריכות לקבוע מדיניות השקעות.

ביניהם גם מדיניות של נזילות של הגופים המוסדיים, וזה הרגולציה הרלוונטית וכל גוף מוסדי.

#### יורם עדן

אני מבקש להתייחס לדוגמה של אמיר כל דלק. גם לי הייתה את הזכות להיות סטודנט שלו. בהקשר זה אני מבקש להעיר שני דברים, א' – על פי אותו היגיון, לא כדאי שדלק תקנה ביטוח מסחרי, כי בעלי

המניות שלה המחזיקים בתיק מעורב ומבחינתם פרמיית הביטוח זה בזבוז. אבל אנחנו יודעים שזה לא בדיוק כך. קודם כל יש בעיות מיסוי. שהפסד עכשיו אי אפשר לנצל במלואו ואת תשלום הפרמיות ועלות הגידורים אפשר לנצל. יש גם את בעית הסוכנות: כלומר יש הבדל בין האינטרסים של המנהלים לאינטרסים של בעלי המניות, והמנהלים יותר זהירים מבעלי המניות.

כדאי שנסתכל גם על משקי הבית על הגופים הפרטיים. הגופים הפרטיים גם הם קונים מניות וקרנות עוקבות אחר ה-S&P וקונים הרבה מאוד ולהם הבנק מציע מראש מסלולים שקוראים להם מגוירים, כלומר תקנה מניות בחו"ל אבל אנחנו מראש ננטרל לך את הסיכון של המטבע.

נכון שהמשקיע לא תמיד רואה מה העלות האמיתית של נטרול הסיכון המטבעי, אבל אין פה עניין של מרווחים ואין פה עניין של סיכון נזילות ואין פה עניין של פוזציות, הוא פשוט הוא משלם ביטוח מראש.

#### אמיר ברנע

אגב, יורם, לפני חודש היה כאן דיון על נושא עסקאות נדלן של 10, 20, 80. אם תחשוב על זה, חברות נדלן ציבוריות מוכרות דירות בעסקאות עתידיות.

#### עירית רוט

דיברתי עם עורכת הדין נטלי גייקובס, שהיא ראש תחום מגזרים מימון מבנה אצלנו לפני הדיון. היא כעת בחול, אבל אציין שהיא רואה את הצד ההסכמי והיא רואה דברים דומים.

זאת אומרת, מעבר לפעילות בנגזרים כמו שאמרתם ומצד שני גם התקשרות של המוסדיים בהסכמי ריפו לצורך ניהול הנזילות. רציתי לומר מילה על הכלים שיש למוסדיים כדי לגייס נזילות. שמעתי שאומרים ריפו כמה וכמה פעמים. אבל באמת האמיתית ארגז הכלים של הישראלים, מאוד מאוד מצומצם.

עסקאות מימון ניירות ערך הנקראות SFT Security Financing Transactions - זה כולל ריפו כמובן, בראש ובראשונה, אבל גם שאילות ו-Margin Loans במדינת ישראל הוודאות המשפטית בהתקשרות בעסקאות האלה קיימת רק בעולמות הריפו על סאבסט מאוד מצומצם של ניירות שזה אגרות חוב ממשלת ישראל ואגרות חוב רשומות למסחר בשוק מוסדר. אנשים שיושבים פה בקיאים יותר ממני במסחר ומבינים שאגרות חוב זרות רובן ככולן לא ניתן היום לעשות עליהן ריפו ברמת ודאות משפטית מספיקה. מעבר לזה, כל העסקאות האלה הן עסקאות שצורכות בטחונות וגם על עולמות הביטחונות דיברו פה. מישו השווה אותנו כאן לדרום קוראה ופולין, אינני יודעת אם זה היה אותו טוב או לא, אבל כשאני מדברת עם עורכי דין במוסדות פיננסיים זרים הם אומרים לישהמצב המשפטי כמו בסיביר לפני 20 שנה. יש פה חוסר ודאות משפטית בעולמות הביטחונות לגבי היכולת לעשות מימוש עצמי מהיר של ביטחונות שניתנים למוסדות פיננסיים. ביטחונות פיננסיים, כגון כספים וניירות ערך. לגבי סיווגים של ביטחון, לגבי העברות מרגין שנעשות בתקופת דמדומים. כל הדברים האלה, במקרה הטוב הם מייקרים את הפעילות. במקרה הרע, הם גורמים לזה שאי אפשר לעשות את

הפעילות, יש מוסדות שלא רוצים לפעול מול ישראלים. או שמוכנים לעבוד מול ישראלים רק למשל בטייטל טרנספר ולא בביטחונות. מה שמאוד מצמצם את הפעילות. חוסר הוודאות המשפטית הזו מצמצם עוד יותר, להבנתי, את היכולת של המוסדי הישראליים וגם של הבנק לנהל את סיכון הנזילות משום שזה מגביל מאוד את היכולת שלו לגייס נזילות.

#### שלומי שוב

אז מה את מציעה?

#### עירית רוט

תיקון חקיקה ועכשיו. באמת אני אומרת שאין מנוס. גם בנק ישראל מאוד משתדל בנושאים מסוימים לקדם, אבל אני מרגישה שזה לא נמצא בתעדוף של המחוקק, לא אגיד בראש סדר העדיפויות, אבל אפילו לא בבק ברנר שלו, זה נושא שמתנהל כבר שנים.

אין תחליף כמובן לניהול הסיכון שדיברתם עליו זה ברור, אבל בסוף ארגז כלים של המוסדיי ישראלי של הבנק ישראל ושל המוסד הפיננסי הישראלי, אין סיבה שלא יהיו בו את כל הכלים כמו שיש למוסד פיננסי באירופה שם יש financial collateral directive, בארצות הברית, ובמדינות המתוקנות. ולכן לטעמי יש מקום לבחון את שינוי החקיקה. אני לא רוצה להגיד מהפך, אבל לפחות להתחיל כי בסופו של דבר מה שישאר לנו בסוף זה באמת רק ללכת לבנק ישראל ולבקש שהוא ילווה את הדולרים. לא יהיה לנו את המכשירים האחרים החלופיים שיש שיש בשוק הזה.

#### אילן גילדין

אני חושב שמה שאנדרו אומר פה לאנשים הוא בעצם זה לא עניין של האם תשלמו את ה'מס' אלא מתי תשלמו אותו.

זאת אומרת אם אעריך שאתם שחקן אחראי ואתם שמים בצד מספיק בטוחות, כאשר יבוא אירוע דיסטריס, ובעתות מצוא אני אפתח קו אשראי שאין עבורו עלות נוספת עבורכם ומה שצריך לקרות יקרה. אם אתם תבחרו שלא להקשיב, כלומר כל אחד ינהל את החשיפה שלו איך שהוא רואה לנכון אז כאשר יהיה אירוע של דיסטריס ואתם תאלצו לקנות מט"ח, אז אנו באירוע אחר. דאז הקו שנפתח ב-2020, לא יפתח שוב באירוע הבא ואתם תצטרכו לשלם יותר. כלומר כל מה שלא 'שילמתם' כל אותם שנים עד אותו אירוע, אתם תשלמו דאז. תקבעו מתי מועד התשלום.

מבחינת המשקיעים בקרנות הנאמנות כאשר אנו חושבים על כך אנו מבינים מחד שיש כאן סיכון ומאידך את העלות הפוטנציאלית למשקיע, אירוע לא טריוויאלי. אנחנו חושבים על הסוגיה הזאת. אנחנו לא נמלטים ממנה ומבינים את האירוע ומנתחים את המשמעויות שלו.

#### שלומי שוב

אתה חושב שזה מצדיק או מצריך התערבות רגולטורית? נניח מהזווית שלכם כרשות ניירות ערך שאחראית על קרנות הנאמנות.

## אילן גילדין

השאלה בסוף היא מי משלם את המחיר, המשקיע בקרן נאמנות היום ולאורך תקופה או המשקיע בקרן הנאמנות כאשר יתרחש אירוע הדיסטורס.

## חגי שרייבר

שלומי רק הערה לגבי אנגליה הוזכר פה המשבר הבריטי ושהוא היה בקרנות הפנסיה הבריטיות. מדובר היה בקרנות פנסיה שממונפות על ההון העצמי שלהם פי 3, 4 ו 5 על ההון העצמי. אלו קרנות עם סיכון אקטוארי. לעומת זאת, בארץ מערכת הפנסיה היא חוץ מאזנית וברובה ללא סיכונים אקטואריים. בפרט, קרנות הפנסיה בארץ לא ממונפות. אתה יכול לבדוק עם הרוב מוחלט של המוסדיים פה, לבדוק האם יש מינוף בקרן הפנסיה? אין מינוף. אולי 101%, 101.5% כך שקרנות הפנסיה לא יפשטו רגל. הסיכון הוא למנהל שיגיע לא ערוך לאירוע קיצון כי הוא יצטרך לקנות דולרים ביוקר ולגדר ביוקר. תשואת המנהל הזה תיפגע והלקוחות שלו יעברו למתחרה שלו כי בארץ מאוד קל לעבור ממנהל למנהל. זה מנגנון השוק הכי בריא, התחרות הזאת – לשמור על כולם עירניים. אור השמש הוא גם מחטא, הוא בונה תחרות בריאה.

באנגליה, הם נתקעו עם 70-80% נכסים לא סחירים, שפתאום הם היו חייבים למכור אותם בשביל להשיג נזילות. זה יצר שוק סקנדדי עם הזדמנויות בעולם הלא סחיר. הם היו מוכרים בכורח ואנחנו קנינו. בארץ, הכי הרבה ניקח את השקלים שיש לנו כנגד הנגזרים, נקנה בהם דולרים יקרים ונספק את הדולרים לצד שמולנו בעסקת הנגזרים.

## אמיר ברנע

כל זמן שהשקלים מונחים בפיקדון לזמן קצר בבנק, אבל אם השקלים מושקעים נניח?

## חגי שרייבר

אבל הם לא

## אמיר ברנע

אבל זה תלוי במוסדי שאיננו מוגבל בהשקעת השקלים. האם קיימת הגבלה על מינוף עקיף באמצעות נגזרים כאשר מינוף ישיר נאסר על המוסדי.

## ברק בנסקי

אתה מוגבל עד 120%

## אמיר ברנע

עד 120 מותר?

## חגי שרייבר

בפועל אצלו אנחנו ממונפים עד 102% ולא מתקרבים ל-120%.

## אמיר ברנע

יחס ההמרה בין הדולר לשקל לא נכנס. 120 היה יכול גם אם לא היה חוץ לארץ?

## נעמי שפירר בלפר

בעבר ניהלתי את הנני"ה וחדרי העסקות בבנק הפועלים. רגולציה אינה בהכרח מאיימת על גופים המנהלים היטב את הסיכונים. גם בבנקאות לא היתה בעבר דרישת נזילות כפי שיש כיום. המעבר לרגולציה המחמירה יותר היה הדרגתי ולא גרם בבת אחת לשינוי משמעותי באופן הניהול.

אני בטוחה שגם חגי שרייבר שהתייחס קודם לרגולציה, כשהוא מנהל את הנזילות של הפניקס כיום, הוא מייחס חשיבות גבוהה לסוגייה. הרגולציה לא נועדה בעיקר לגופים חזקים שיודעים לנהל היטב את הסיכונים אלא דווקא לגופים הפחות חזקים. אני חושבת שכן נדרשת רגולציה בנושא של נזילות, מעריכה שלא תהיה מאד תובענית כלפי הגופים שמנהלים אותה בצורה אחראית היום.

הופתעתי לגלות שאין כמעט דרישת נזילות מגופים מוסדיים, בהתייחס לסוגיית הניוד. חלק מהגופים המוסדיים התמודדו עם ניוד בהיקפים מאד משמעותיים ולחלקם היה קושי בהתמודדות עם הנזילות. אני מעריכה שרגולציה לא תהיה טראומטית לגופים הגדולים.

## צחי אליאש

תראו הסוגיה היא מי נושא בעלות עבור סיכון הנזילות, אבל יש עלות. בין אם אלה החוסכים בקרנות ובקופות שישאו בעלות, או שבנק ישראל ישא בעלות, שבשרשור זה גם אזרחי מדינת ישראל. בניהול סיכון נזילות יש הרבה כסף והרבה עלויות. הדבר השני, ואני אדבר בשם אנדרו, יש את המשחק של שער החליפין. המשמעות היא שאם בנק ישראל ישא בעלות הנזילות, ויספק נזילות דולר שקל לכולם, שער החליפין של הדולר שקל יהיה ב-2.5 וזה אולי יפתור את בעיית הנזילות של המוסדיים, אבל ייצר בעיה חמורה יותר של פגיעה בכלכלה שלנו, שמבוססת יצוא. לכן זה משחק שגם אנדרו התבטא בו בעבר, לבנק ישראל ברור שהמוסדיים חייבים להוציא השקעות החוצה לעולם. צריך למצוא את הדרך הנכונה לעשות את זה.

## חגי שרייבר

אגב גם כשהשקל מאיים להתחזק ל-3 וגם כשהוא עלול להחלש ל-4.5 שקלים לדולר - הטיעונים של בנק ישראל לגבי ההתנהלות המוסדית לא משתנים.

## צחי אליאש

בסדר, סיכון הנזילות קיים בכל רמת שער חליפין. יש לבנק ישראל כלים שאיתם הוא יכול להתנהל במצבי הטבע השונים, הוא לא חייב לעשות אותה מדיניות ב-3.8 או ב-3.2, אבל סיכון הנזילות קיים

בכל רמת שער חליפין. עלתה פה אמירה נכונה, שימו בועדות השקעות החלטות על נזילות ואיזה יחס נזילות נדרש. בנקים מנהלים פה יחסי נזילות מפה ועד הודעה חדשה. השאלה היא אילו יחסי נזילות מנהלים הגופים המוסדיים

#### שלומי שוב

הגענו לשלב הסיכום. אנדרו מה דעתך על הדיון עד כה?

#### אנדרו אביר

בנושא ה-Basis הוא לא מס על המשקיע, זו תוצאה של כוחות השוק. יש עודף ביקוש בדולרים בשוק הישראלי, ואין היצע שיכול לספק את הביקוש הזה במחיר שאתם רוצים לשלם.

#### עדי דאובר

מסכים, יש אנשים שנהנים מהבייס הזה.

#### אנדרו אביר

נכון אבל זה לא מס. אל תחשיבו את זה כמס זה חלק מעלות הפרמיה שלכם. עכשיו מה שאתם באמת רוצים זה שימכרו לכם ביטוח במחיר 0. תשכחו מזה.

#### חגי שרייבר

אנדרו - אם השוק היה פתוח ויעיל, אז והבנקים הזרים היו מכניסים לפה עוד דולרים ונהנים מהבייס עד שהוא היה יורד לשיווי משקל כלכלי גרידא. אבל הם לא עושים את זה משיקולי ניהול סיכונים שלהם ומשיקולי חשיפה גיאוגרפית בגלל מה שקורה אצלנו. זה לא שוק יעיל ופתוח.

#### עירית רוט

היכולת לעשות ריפו על treasuries, יכולת לעשות ריפו על אגרות חוב זרות.

#### חגי שרייבר

אנחנו עושים כבר היום ריפו מול בנקים זרים. אני לא משפטן אבל יש לנו מספיק ודאות משפטית בשביל לפעול. הצינור של אספקת הדולרים ע"י הבנקים הזרים בישראל הוא אותו רוחב צינור. מה שהשתנה בשנתיים האחרונות הוא שחלק מהמוסדיים נכנסו בצינור הזה על חשבון הבנקים, זה כל מה שקרה.

#### אנדרו אביר

אם היית שואל אותי לפני 10 שנים כמה יתרות מט"ח בנק ישראל צריך כדי להגן על המשק בזמן משבר, הייתי אומר ש-200 מיליארד דולר בוודאי יספיקו. היום אני כבר לא כל כך בטוח. וחלק מהסיבה נובע מהגידול בשוק המקומי וההשלכות של הגידול בנגזרות מעבר לביקושים האחרים בשוק

המט"ח. זאת, בנוסף לאפשרות שהעשור הבא יכול להיות פחות ידידותי למדינת ישראל. ובנק ישראל צריך להסתכל קדימה ולנהל את הסיכונים הפוטנציאליים, ולהתכונן למגוון רחב של תסריטים.

#### שלומי שוב

אנדרו, מנהלי ההשקעות אומרים שבכל מקרה בעת משבר (כמו שהיה בקורונה) אתה תעזור? למה לא לעשות את זה עכשיו?

#### אנדרו אביר

אבל החוכמה היא לא להגיע למשבר עם חשיפה כל כך גדולה. אסור לאפשר חשיפה שאתה לא יודע להתמודד איתה במשבר הבא, כפי שקרה לאנגליה. על הרגולטורים לחשוב מה יכול להיות המינוח הנכון לגבי הרגולציה וכמה להשאיר לשיקול שעת של המוסדיים.

#### חגי שרייבר

באירוע המלחמה הכי קיצוני שהיה פה בנק ישראל חילק 8.5 מיליארד דולר מ-220 מיליארד הדולרים שברשותו. אז כנראה היתרה מספיקה.

#### אמיר ברנע

אין לי הרבה מה להוסיף אחרי הדברים של אנדרו. ביטוח חינם אתה מוכן לספק?

#### חגי שרייבר

אף אחד לא ביקש ביטוח חינם.

#### אמיר ברנע

המטרה העיקרית של הדיון היום היתה להציג בעיה. היא קיימת. מונחת על השולחן ויש להתייחס אליה.

#### סער וינטראוב

רק עוד דבר קטן.. אני מסכים שזה השוק וצריך להתחשב בו, אבל אל תשכח שהקניות שלכם של הדולרים עצמם הם השפיעו על שוק הבייסיס. אחת הסיבות של הקניה היא כי המוסדיים לא יוצאים מספיק לחול, אתם רוצים להגדיל במאקרו, כמובן שלא רציתם להשפיע על שער החליפין, רציתם להשפיע במאקרו על הגדלת הרזרבות. המוסדיים לא עשו את זה ובעצמכם השפעתם על שער הבייסיס.

#### שלומי שוב

לסיכום, אני חושב שהדיון שהתפתח כאן היום רק חידד את החשיבות הדרמטית של הנושא. כמו שאנדרו אמר ראשי ממשלה יכולים להיות מודחים סביב הנושא הזה, אבל תנו לי לנחש שהם בכלל לא מודעים לכך והסיפור של בריטניה הוא מטורף.... מה שכן אני לא מסכים עם אנדרו לעניין שלא מדובר בכשל שוק, אני חושב שזה המצב ואכן מדובר בסוג של "מס" ועל כן יש הצדקה למעורבות של

בנק ישראל כמובן במחיר של רגולציה מסוימת מהצד השני. ודבר אחרון, חייב להגיד שאני מאד מסכים עם מה שאמיר אמר לגבי נושא הגידור וזה לדעתי מתחבר לממצא שלנו בנושא. אני חושב שזה לא נכון לבצע גידור מטבעי בהשקעות של המוסדיים. מעבר לזה שהגידור עולה לעמיתים כסף (וכפי שהבנו הרבה לאור ה-BASIS). הרי שהוא מיותר בגופי ההשקעה האלה. זה ברור שהעמיתים חושבים ובוחנים את התשואות בשקל, אבל זה לא צריך להוביל למסקנה מצד אחד שכל ההשקעות של המוסדיים צריכות להיות בישראל בנכסים שקליים וגם לא מצד שני לכך שהמוסדיים צריכים לגדר לשקל את ההשקעות שלהם במט"ח בחו"ל. הממצא שלנו - שכל הגופים נמצאים באזור אזור חיוג גבוה מאד יחסית של גידור לדעתי רק ממחיש את הבעיה ומחדד אותה. דווקא פיזור מטבעי ומדינתי מקטין סיכון למשקיעים בלי לפגוע בתוחלת התשואה ואני חושב ששקיפות מספיקה כאן. ברמה העקרונית, ברגע שכל קרן או קופה מפרסמת את הרכב ההשקעות שלה, המשקיעים יכולים להחליט על הפיזור והסיכון המטבעי שבו הם מעוניינים ואף יכולים בהתאם גם לעשות גידור בעצמם.

#### על הפורום:

פורום שווי הוגן (Fair Value Forum - FVF) הוקם בכדי לתרום לאיכות המידע בשוק ההון ולייצר שיח רב דיסציפלינארי פורה בסוגיות מקצועיות הקשורות לשוק ההון ולעולם העסקי שנמצאות על סדר היום הציבורי. הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים ושלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן בית ספר אריסון למנהל עסקים, הוקם במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים באוניברסיטת רייכמן. הפורום כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

לאתר הפורום: [לחץ כאן](#)