

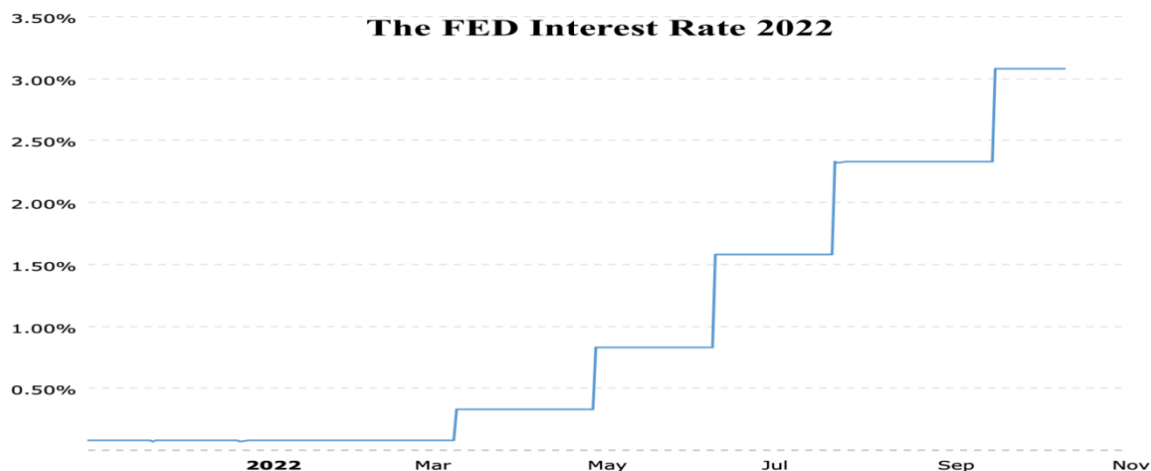
## חומר רקע למפגש נובמבר 2022

### “השלכות עליית הריבית על הערכות שווי, תמחור ניירות ערך לפי מגזרים וניהול סיכונים פיננסיים”

#### רקע

העיתונות הפיננסית מדגישה את עליית שער הריבית בשנת 2022 כגורם מרכזי שמשפיע במחצית השנה האחרונה על שוקי ההון. בנקים מרכזיים, בהובלת ה-FED, משתמשים בשער בריבית כמכשיר מרכזי אנטי אינפלציוני כאשר שיעורי האינפלציה חורגים משמעותית מיעדי האינפלציה. ברמה המאקרו כלכלית מתייחסים לחריגה בשיעורי האינפלציה כבעיה כלכלית מהותית. מצד שני, נשמעת גם ביקורת על מדיניות הריבית האגרסיבית בחשש שתגרור את המשק העולמי לסטגפלציה.

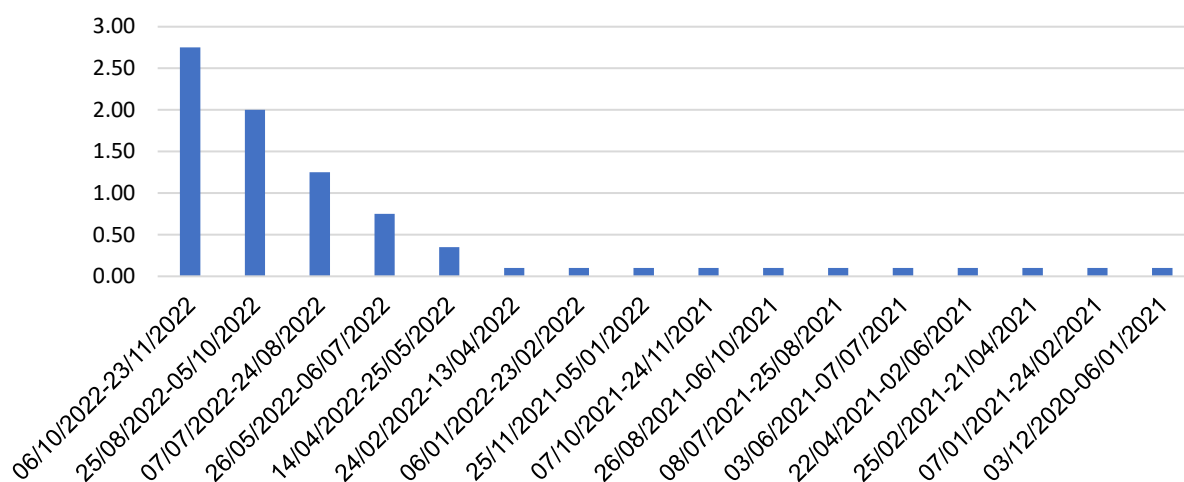
במפגש הפורום נידון בהשפעת הריבית על שוקי ההון מהרספקט המימוני: הערכת שווי, השפעה סלקטיבית על מגזרי שוק וניהול סיכונים פיננסיים. הגרף להלן מציג את שינוי ריבית ה-FED במהלך השנה – מעבר מחיר מריבית אפסית לריבית של +3%.



בהתאמה לפעולות ה-FED, גם הבנק המרכזי האירופאי הודיע על עליית שער הריבית כאמצעי למתן את שיעורי האינפלציה בגוש האירו.

בישראל, העלה בנק ישראל את הריבית המקומית מרמה של 0.1% לרמתה הנוכחית 2.75%. פער הריבית בין בנק ישראל לבין הבנק המרכזי בארה"ב הוא כנראה אחד הגורמים להיחלשות השקל מול הדולר. בעקבות עליית שיעור הריבית, שער הדולר עלה מ-3.11 ש"ח בתחילת השנה לשער הנוכחי – 3.55 ש"ח, עלייה של 14%.

## שיעור ריבית בנק ישראל 2021 - 2022



הגופים המוסדיים הינם שחקן מרכזי בשוק ההון וכחלק מפעילותם השוטפת, מנהלים עבור הציבור תיקי השקעות שכוללים קרנות פנסיה, קרנות השתלמות, קרנות חיסכון וקופות גמל. רכיב משמעותי מהשקעתם מבוזר בשווקים בינלאומיים ומבוצע במטבעות חוץ. גם כשהשקעות אלו מבוצעות במט"ח, אותם גופים מוסדיים מציגים ללקוחותיהם ומתחרים ביניהם, על פי תשואה שקלית. כתוצאה מכך ובעיקר עקב השינויים המהותיים בשערי המטבע, נוצרת חשיפה של גופים אלו, וכיוצא בזה הציבור, לסיכון מטבעי.

מדיניות ניהול סיכונים מקובלת הייתה לנטרל את הסיכון המטבעי בעסקה עצמאית של רכישת חווי Forward. כלומר התשואה הדולרית (המט"חית) של התיק היא התשואה השקלית בהתאמה לעלות העסקה העתידית, זאת ככל שעסקאות הפורוורד בוצעו בסכומים דומים לחשיפה המטבעית. אסטרטגיה זו הניבה פרי בשנת 2021 בה שיעור תיסוף המטבע היה כ- 3%.

השאלה שמוצגת בפני הפורום היא האם מדיניות ניהול הסיכונים תקפה כאשר הגורם העיקרי שמשפיע על מחירי ניירות הערך ושער המטבע הוא השינוי בשיעור הריבית. כלומר, גורם חיצוני משותף. מתאם שלילי בין שינוי בצפי הריבית ושינוי ברמת מחירי ניירות הערך (תיק מניות כללי ותיק אג"ח) הוא עובדה ידועה בשוק שאין צורך לאשרה. גם קיומו של מתאם חיובי בין שינוי בצפי הריבית ושער המטבע הוא ממצא ידוע כאשר השינוי בצפי הריבית נמדד ביחס למטבעות אחרים. מכאן שהשקעה מוסדית בחו"ל כוללת אלמנט גידור (Hedge) חלקי אוטומטי בכך ששינוי צפי הריבית, שגורמים לשינוי במחירי ניירות הערך, גורמים גם לשינוי הפוך בשער החליפין. כלומר מגדרים סיכון כאשר הסיכון נמדד על פי תנודת תשואה שקלית.

להלן טבלה שמסכמת את שיעורי השינוי השנתיים במדדי מניות ובשער החליפין. בשלוש שנים אלה ברור היחס ההפוך בין התשואה על מניות בארה"ב ושער החליפין.

שער דולר	S&P500		תא 125		שער	
	שער	שיעור	שער	שיעור		
	3.4520		3,235		1,624	1.1.2020
-7%	3.2150	16%	3,756	-3%	1,568	31.12.2020
-3%	3.1100	27%	4,779	31%	2,057	31.12.2021
14%	3.5430	-25%	3,586	-8%	1,884	30.9.2022

על פי נתוני הטבלה קל לסכם תשואות שקליות של תיק מניות בארה"ב למשקיע ישראלי כאשר (א') מנוטרל סיכון מטבעי ו- (ב') לא מנוטרל סיכון מטבעי. בטבלה לא נלקחה בחשבון עלות ההתאמה בעסקת הפרוורד.

תשואה שקלית לתיק מניות ארה"ב			
מנוטרל סיכון מטבעי		אין נטרול סיכון מטבעי	
2020	16%	8.4%	
2021	27%	23.0%	
2022	-25%	-14%	
<b>ממוצע</b>	<b>3.4%</b>	<b>4.7%</b>	

#### שער הריבית והערכות שווי

שינויים בשער הריבית משפיעים על מחיר ההון להיוון שכולל מרכיב של ריבית חסרת סיכון. הערכות שווי מתייחסות לריבית ארוכת טווח. מנתוני אג"ח ממשלתיות לימים 31/12/2021 ו- 30/09/2022 מתקבלים הנתונים הבאים:

אג"ח לא צמודות	אג"ח צמודות מדד	
1.2%	-1.3%	31/12/2021
3.1%	0.4%	30/09/2022
<b>1.9%</b>	<b>1.7%</b>	<b>שינוי</b>

הדיון בשינוי הריבית די מפתיע ככל ששינויי הריבית הנומינלית נובעים מצפי האינפלציה, אולם מבחינת הערכות השווי, עליה בריבית של כ- 2% תורמת לירידת שווי נכסים של 10-15% וירידת ערך הון עצמי שתלויה במינוף הפיננסי ובמח"מ. ככל שהמח"מ ארוך כך מתמתנת ההשפעה על ההון העצמי שנובעת מהמינוף. בנוסף, השתנתה פרמיית הסיכון בין היתר בגלל תנודתיות השינויים החיצוניים (בנק ישראל, הסביבה המדינית). לנתונים אלה מקנים הסבר חלקי לירידה בשווי שווקי המניות.

עניין נוסף קשור להשפעה הדיפרנציאלית של שינויי ריבית על מגזרים בשוק ההון. במיוחד חשובה ההשפעה על הסקטור הבנקאי. עליית שיעור הריבית תורמת לרווחיות הבנקים בטווח הקצר והבינוני מכיוון שהיא מלווה בהגדלת המרווח הבנקאי באשראים חדשים ותוספת ריבית על המרכיבים "הצפים" בתיק האשראי הקיים. נושא זה ייבחן כשיתפרסמו דוחות הרבעון השלישי. השפעת עליית הריבית על הפרשות והפסדי אשראי ואפשרות גרירת המשק למיתון כתוצאה מפעילות ריבית אגרסיבית, תקזנה חלקית בתחום האשראי את השפעת שינויי הריבית. לבנקים תיק ניירות ערך שמוצג במחירי שוק. עליית שיעור הריבית המשפיעה על שווי התיק משתקפת בדו"ח רווח והפסד (תיק מסחרי) ובחשבון ההון (תיק השקעתי) והיא מקזזת את תוספת הרווח בתחום האשראי.

הקשר בין מחירי ניירות הערך ושער הריבית מוצג בגרף הבא (שנוצר על ידי אופנהיימר ישראל), בו מוצג מכפיל הרווח מול שינוי הריבית כאשר כמצופה קיים קשר שלילי מובהק.



## שאלות ונושאים לדיון

1. שער הריבית כמכשיר מרכזי לוויסות מחזור העסקים: אופן הבחינה של הבנק המרכזי - ריאלי או נומינלי (על בסיס צפי אשר כשלעצמו מפחית אינפלציה)? כיצד נוצרת הסינכרוניזציה בין הריבית לבין האינפלציה בפועל?
2. האם יש הבדל בין השפעה על הריבית דרך רכישות אגח או שינוי ריבית בנק ישראל? איזו אינפלציה יש לבחון? כיצד נוצר האיזון בין אינפלציה ופעילות כלכלית שמתמתנת? וכיצד משתלבים בשיקולים ההשפעות על שער מטח.
3. מגמת המעבר של חברות מגיוס כספים בצורה של מכשירי הון לגיוס דרך מכשירי חוב.
4. השפעות על הערכות שווי ותמחור, תוך הבחנה בין נכסים סחירים ולא סחירים? האם ההשפעה היא בעיקר במחיר ההון או בצפי ההכנסות? באיזה ענפים ניתן להתייחס לשיעור ההיוון באופן ריאלי?
5. האם צפויה להיות להעלאת הריבית השפעה על שמאויות נדל"ן?
6. מה ההשפעה על בדיקות ירידות ערך חשבונאיות?
7. השפעות ענפיות של העלייה בשיעור הריבית במחירי המניות, לרבות תוך הבחנה בין חברות נדלן (יזמי לעומת מניב) לבין גופים בנקאיים.
8. הקשר בין שיעור הריבית לבין הרווחיות של הבנקים – האם הרווחיות של הבנקים צפויה לעלות הן כתוצאה מהשפעות הישירות והן כתוצאה מההשפעות העקיפות (ירידה בפעילות העסקית והיחלשות החברות)? האם בעקבות יישום מודל ה-CECL צפוי להיות גידול בהפרשה להפסדי אשראי חזויים?
9. ההשפעה של הסיכון המטבעי על ניהול סיכונים פיננסיים וגידורם בהשקעה של הגופים המוסדיים (תוך הבאה בחשבון של העלות היקרה יחסית של גידורים), לאור העובדה שהם משקיעים במט"ח – בעיקר בארה"ב, אך תשואתם נמדדת בשקלים.