

26.69x29.66	1/2	14	עמוד	כלכליסט - כותרת	27/01/2025	92920353-3
אש תכנית חשבונאות וסגן דיקן בי"ס אריסון למנהל עסקי - 84260						

הצד האפל של התשואות הגבוהות

"בשל החשיפה ל-S&P 500, ירידות חדות עלולות לסכן את המערכת הפיננסית כאן"

כ-35% ושיעור החשיפה הכוללת למט"ח עומד על כ-50%. כשמתרחשות ירידות חדות בבורסות בארה"ב, הדבר יכול ליצור תנועת מלקחיים, שעליה מצביע אביר: המוסדיים הישראלים יירדשו להגדיל את הביטחונות, מה שנקרא מרג'ין קול (Margin call), ועל כן הם יצטרכו לרכוש עוד דולרים ולמכור נכסים שקליים, מה שישפיע על המט"ח (השקל ייחלש) וידחוף את מחירי הנכסים למטה.

לפי אביר, "במקרה של נפילות של 30% בשוק המניות – אירוע קיצוני, אך לא בלתי אפשרי – אירוע כזה יאלץ את מי שמחזיק בנגזרים על שוק המניות להעביר מרג'ין קול בסדר גודל מהותי במט"ח. היום, כשהמוסדיים מנהלים כ-2.5 טריליון שקל, זה שווה ל-40 מיליארד דולר. אבל אם אנחנו מסתכלים על קו המגמה ורואים איך ייראה התיק של המוסדיים ב-2030, אז הם צפויים לנהל כ-6 טריליון שקל, והמרג'ין קול יכול להגיע ל-100 מיליארד דולר. זה סיפור אחר לגמרי, עם השלכות על יציבות המערכת הפיננסית כולה".

אביר התייחס להזרמת הדולרים לשוק על ידי בנק ישראל בשיא משבר הקורונה וסיפר כי "כמה חודשים אחרי האירוע קיימנו מפגש עם משקיעים מוסדיים ואחד מהם אמר לי שאם בעוד שנה יקרה אירוע דומה, בנק ישראל יצטרך להתערב שוב, כי זה יהיה אירוע של פעם במאה שנה. ואז אמרתי שבהגדרה זה לא יכול להיות אירוע של פעם במאה שנה, ושאתה צריך להתנהג מאוד שונה באירוע של פעם במאה שנה לעומת אירוע שמתרחש פעם בשנתיים שלוש".

אמנם לדבריו, "מאז ראינו צעדים חיוביים שננקטו על ידי המוסדיים וגם על ידי הרגולטורים, אבל אני לא בטוח שזה מספיק. דמינו לעצמכם מדינה כמו בריטניה, שאיפשרה למשקיעים מוסדיים לבנות פוזיציה ענקית בנגזרים, וכתוצאה מזה, כשהיתה בהלה בשוק האג"ח שלה, ראש הממשלה היתה צריכה להתפטר. אסור לרגולטורים ולבנק המרכזי לאפשר למצב דומה שיקרה אצלנו".

המשבר שתיאר אביר התרחש בבריטניה בסוף 2022 והביא, בין היתר, להתפטרותה של ליו טראס. הירידות בשווקים והתוכנית הכלכלית של טראס להתמודדות איתן גררו את קרנות הפנסיה הבריטיות למי שבר והן החלו למכור את הנכס העיקרי שלהן – אג"ח לטווח ארוך של הממשלה. המהלך טלטל את הכלכלה המקומית.

"למדנו לקח מהקורונה"

מנהלי ההשקעות של המוסדיים הג'דולים שנכחו בדיון חלקו על אביר. חגי

החסכוניות של הציבור להציע לקהל עוד ועוד אפשרויות להיחשף למדד S&P 500, בעיקר באמצעות קופות או קרנות שעוקות אחרי המדד, כשגם את הפנסיות ניתן להצמיד למדד הדגל האמריקאי. התוצאה שכיום כ-170 מיליארד שקל, שמהווים כ-10% מהחיסכון לטווח ארוך של הציבור, צמודים למדד האמריקאי הפופולרי. הווי נוק הזה היה חד מאוד. אם בסוף 2020 רק 0.2% מנכסי קרנות הפנסיה הושקעו במדד S&P 500, הרי שבסוף 2024 שיעור הנכ"ס הגיע לשיא של 11%. בקופות הגמל השיעור היה דומה ב-2020 והגיע בסוף 2024 לשיא של 8.8%.

הנהירה למדד האמריקאי עוררה גם ביקורת, בעיקר כלפי החוסכים עצמם, שבהורו באופן אקטיבי לשים את כל החיסכון שלהם על מדד אחד, מגוון ככל שיהיה, וזאת בלי שהם בהכרח לקחו בחשבון את היכולת שלהם לשאת בסיכון. כלומר, כיצד הם יתמודדו עם המצב שבו המדד צולל ב-20% או 30% בתקופה קצרה, כפי שקרה, למשל במהלך משבר הקורונה באמצע 2020. עבור חוסכים שנמצאים קרוב לגיל פרישה, צניח זה כוו יכולה להיות דרמטית ולהביא לקיצוץ חד בגמלה החודשית.

"ללמוד ממקרה בריטניה"

אך מעבר לכך, יש מי שמצביעים על סכנה גדולה הרבה יותר, ברמה של סכנה מערכתית למערכת הפיננסית הישראלית לית כולה. אנדרו אביר, המשנה לנגיד בנק ישראל, אמר בדיון שנערך בפורום שווי הוגן באוניברסיטת רייכמן, שבראשו עומדים פרופ' אמיר ברנע ושלומי שוב, ראש החוג לחשבונאות וסגן דיקן בית ספר אריסון למנהל עסקים, כי המיגמה הנוכחית עלולה להוביל למצב שבו ירידות חדות בוול סטריט יהיו סכנה לייציבות המערכת הפיננסית כולה.

בדיון שתוכנו הגיע לידי כלכליסט, אביר הפנה את הזרקור לאופן שבו המוסדיים חשופים לחו"ל. כיום, הדרך הפופולרית ביותר היא להיחשף לנכסים בחו"ל באמצעות נגזרים, דוגמת חוזים עתידיים. הנגזרים מאפשרים למוסדיים להיחשף למדד הדגל האמריקאי בלי לקנות אותו באופן ישיר, ובצורה זולה בהשוואה לריכישת הנכס המדובר באופן ישיר. הנגזרים שמאפשרים חשיפה ל-S&P 500 מחייבים את המוסדיים להעמיד ביטחונות דולריים, כדי להבטיח שהם יכולים לעמוד בהתחייבויות שלהם מול הגוף שסיפק להם את הנגזרים האלו. לפי הנתונים שהוצגו בפרום, שיעור החשיפה לנכסים זרים בקרב המוסדיים עומד על כ-45%, כאשר שיעור החשיפה דרך חוזים עתידיים עומד על

המשנה לנגיד בנק ישראל טען כי ירידות חדות במדד הדגל האמריקאי עלולות לגרום למוסדיים הישראלים לרכוש עוד דולרים כדי להגדיל את הביטחונות, ובכך לדחוף את מחירי הנכסים כלפי מטה. נציגי המוסדיים: "יש לנו רזרבות מט"ח לאירועי קיצון"



צילומים: אוראל כהן, ענבל מרמרי, אורן קאן

מימין: אנדרו אביר, המשנה לנגיד בנק ישראל; חגי שרייבר, מנהל השקעות ראשי של הפניקס וגיא מני, מנהל השקעות ראשי מיטב גמל

מדד הדגל האמריקאי הפך לדומיננטי בחיסכון לטווח ארוך של הישראלים נכסי קרנות הפנסיה וקופות הגמל, במיליארדי שקלים

	2024	2023	2022	2021	2020	
קרנות פנסיה	898.7	272.7	605	576.7	464.7	סה"כ נכסים
	98.8	36.6	10.0	4.7	2.0	בקופות שעוקבות אחרי S&P 500
קופות גמל	11.0%	5.0%	1.6%	0.8%	0.4%	שיעור מסך הנכסים
	850.4	722.1	648.1	639.5	579.4	סה"כ נכסים
קופות גמל	70.6	32.1	10.5	8.2	1.2	בקופות שעוקבות מדד S&P 500
	8.8%	4.4%	1.6%	1.3%	0.2%	שיעור מסך הנכסים



כ-170 מיליארד שקל
בחיסכון לטווח ארוך מושקעים כיום ב-S&P 500, והם מהווים 9.7% מסך הנכסים

- בלעדי כלכליסט -

אלמוג עזר

חת התופעות המשמעותיות ביותר בשלוש השנים האחרונות בשוק ההון המקומי בכלל, ובתחום החיסכון לטווח ארוך בפרט, היא הגדלת החשיפה של הגופים המוסדיים לחו"ל, ברגש על החשיפה למדד הדגל האמריקאי, S&P 500, שכולל את החברות הגדולות ביותר בארה"ב. העלייה בחשיפה היא גם תוצאה של הביקוש מצד הציבור הישראלי, שמבקש להצמיד את החסכוניות שלו למדד האמריקאי, בין היתר על רקע התשואות הגבוהות שהוא הגיב בשנים האלו. כך, את 2024 סיים המדד בנייתור של 23.3% ואת 2023 בקפיצה של 24.2%. את העליות מובילות מניות הטכנולוגיה, ובעיקר ענקיות הטכנולוגיה, גם על רקע מהפכת הבינה המלאכותית. למעשה, בשנתיים האחרונות, מדד הדגל האמריקאי הגיב תשואה של למעלה מ-50%, ומי מקרב הציבור הישראלי שהחיסכון שלו לטווח ארוך – פנסיה או גמל – הוצמד למדד זה נהנה מכך, בעוד שהמדדים המקומיים סבלו מהמחלוקת הציבורית העזה סביב ההפיכה המשטרית במהלך 2023, ולאחר מכן מהמלחמה שפרצה בעקבות טבח 7 באוקטובר. הגם שאת שנת 2024 ת"א-125, המדד המייצג של הבורסה, סיים בעלייה גבוהה יותר ממדד הדגל האמריקאי, כשהוא מונק ב-28.6%, זה לא הספיק כדי לסגור את הפער שנוצר בשנה הקודמת. הביקוש מצד הציבור הישראלי הביא את המוסדיים הישראלים שמנהלים את

92920352-2	27/01/2025	כלכליסט - כותרת	עמוד 15	2/2	10.97x28.3
אש תכנית חשבונאות וסגן דיקן בי"ס אריסון למנהל עסקי - 84260					

בייס (Basis), והעלות הזו התייקרה מ-0.5% לפני שנתיים לעד 2% כיום.

"הגדלנו את הנזילות"

גיא מני, מנהל ההשקעות הראשי של חברת הגמל של בית ההשקעות מיטב, אמר כי "צריך לזכור כי בסופו של דבר שבמדינת ישראל אנחנו נמדדים בת-שואה שקלית. אין לנו מה לעשות בנדרן, על אף שמעל מחצית מהנכסים נסחרים בחו"ל. אז אנחנו חייבים כל הזמן לת-כלל את זה, ולא להחזיק רק דולרים. דבר נוסף שחשוב לציין הוא שבעקבות אירוע הקורונה למדנו והגדלנו את הנזילות הדולרית בקופות הרלבנטיות. אף אחד לא ציין זאת כאן, אבל יש לזכור כי ב-2022 היתה ירידה של כ-20% במדד S&P 500 ושל כ-35% במדד נאסד"ק, ובנק ישראל לא היה צריך לסייע לנו בסוואפים (עסקאות החלף שלבנטיות לנגזרים, א"ע), וזאת על רקע לקחי הקר-הונה שצינתי. אני מניח שבנק ישראל כן יצטרך לתת תמיכה וסיוע באירועים באמת מהותיים, נגיד כמו במקרה שבו סין פולשת לטאיוואן, המדינה שבלעדיה אין שבבים בעולם, וביום אחד אתה רואה ירידה של 20% בשווקים וסחרור בנזי-לות. זה אירוע שאין מה לעשות לגביו, ובנק ישראל יצטרך, בעיניי, לסייע. למזלנו יש לנו מדינה שיש לה יתרות מט"ח מאוד משמעותיות, או באירועים מזוירים זה הזמן לסייע לכל המשק ולא רק למוסדיים". ואכן, בנק ישראל מחזיק כיום ביתרות של 217 מיליארד דולר עם זאת, יש לציין שב-2022 היו משמעותית פחות נכסים ב-S&P 500 והחשיפה לחו"ל היתה נמוכה יותר.

ברק בנסקי, מנהל ההשקעות הראשי של כלל ביטוח, ניסה להציע פתרון לבעיית נזילות עתידית: "בנק ישראל יעשה מכרז על אופציה להיכנס לעסקת ריפו (עסקה שמאפשרת למוסדיים להשיג דולרים, א"ע) מול הבנק. המכרז יהיה על עלות האופציה. בזה אתה פותר בעצם בצורה משמעותית את הצורך שלנו המוסדיים להחזיק נזילות דולרית גבוהה, שהיא, כמו שנאמר פה קודם, מס על העמיתים בסופו של דבר. המכרז יהיה לשנה, נאמר. ואז בנק ישראל מספק איזשהו פתרון למוסדיים, לא בצורה של התנבחות, כי הוא לא ייתן את זה בחינם". בנסקי הצטרף לעמדה של שרייבר והוסיף כי "אני יכול להגיד שאנחנו לפ-חות מחזיקים מיליארדי דולרים. לדעתי במערכת כולה אלו מספרים יותר גבוהים ממה שנאמר פה. למדנו לקח מ-2020 ויצרנו לא מעט תרחישי קיצון, שעבר רם אנחנו שומרים נזילות דולרית מאוד משמעותית במגוון צורות".

שרייבר, מנהל ההשקעות הראשי של הפניקס, מחה על ההשוואה של מערכת הפנסיה הישראלית לבריטית, וגם על הרמיזה שלפיה המוסדיים בטוחים שבנק ישראל יעזור להם בכל משבר. "קרנות הפנסיה הבריטיות היו ממונפות פי 3,4 על ההון העצמי שלהן. אלו קרנות עם סיכון אקטוארי מובנה. קרנות הפנסיה בארץ לא ממונפות. המינוף הוא ברמה של אחוזים בודדים, כך שאירוע דומה לא יביא לפשיטת רגל של קרנות הפנסיה הישראליות. הסיכון אורב לפתחו של מנהל שיעזר לא ערוך לאירוע קיצון כשהוא צריך לקנות הרבה דולרים בבת אחת ולגדר ביוקר. תשואת המנהל הזה תיפגע, והלקוחות שלו יעברו למנהל אחר. בבריטניה הם נתקעו עם 80% נכסים לא סחירים שפתאום היה צורך בהול למכור, כי היה צורך דחוף בנזי-לות. זה יצר שוק סקנרדי עם הודמנויות בעולם הלא סחיר. מאז ומתמיד אנדרו טען שפעולות המוסדיים נגועות בסיכון מוסרי, כלומר כזה שמי שנוקט בו לא מושפע מהשלכותיו, ושהמוסדיים יתנהלו בצורה לא אחראית אם ידעו שבנק ישראל יתערב בשוק בתנאי קיצון. אני מציע לבנק ישראל לבוא לדבר איתנו, לראות את המודלים של הנזילות שפיתחנו עם השנים, שתפי-קידם לסייע לנו להתמודד עם אירועי קיצון. להערכתי, יש אצל המוסדיים 5-7 מיליארד דולר במזומן, לכל הפחות, שנועדו רק לאותם אירועי קיצון". שרייבר הוסיף כי המוסדיים משתמשים בנגזרים כדי להיחשף לנכסים זרים, מאחר שעלות המימון של רכי-שת דולרים, הדרושים לרכישת הנכס באופן ישיר, יקרה וגוררת עמלה של 2% בשל הביקוש לדולרים בשוק המ-קומי. עודף הביקוש המבני מוביל להתייקרות עלות המימון של הדולרים. עלות המימון העודפת ביחס לפער הריבית בין שני המטבעות - הדולר והשקל - נקראת בחדרי העסקאות



רמי שלום
שוב, ראש החוג
לחשבונאות בבית
ספר אריסון
למנהל עסקים
צילום: אוראל כהן