

18.4x31.37	1	עמוד 12	גלובס - שוק ההון	03/11/2015	50310321-5
קרנות נאמנו - 85210					

הפרדוקס של קרנות נאמנות מגודרות מטבע

מדוע הפער בין השער היציג של הדולר לשער הרציף שלו יכול להניע מחזיקי קרנות חו"ל המגודרות מטבע לביצוע טעויות? • צעד אחד להתמודדות עם הבעיה ייכנס לתוקף ב-1 בינואר

צילום: Shutterstock / א.ו.א.פ. קרן ייטוב



הופעת אורח
סמי בבקוב

בשנים האחרונות הסיט הציבור חלק מהשקעותיו לחו"ל, גם במניות וגם באג"ח, במטרה להעצים את תשואת התיק, לצד הורדת הסיכון שלו (פיזור). המשקיע המקומי נהג לבצע השקעות אלו בעיקר באמצעות מוצרים המנטרלים את החשיפה המטבעית. המטרה הייתה כמובן ליהנות מהעליות בשווקים הגלובליים, מבלי להיפגע מההתחזקות המתמשכת של השקל מול הדולר, או מול כל מטבע אחר. על הרקע הזה ראינו בשנים האחרונות פריחה במוצרים המגדרים את החשיפה המטבעית, תחילה בתעודות הסל, ובהמשך גם בשוק קרנות הנאמנות. לצד היתרונות הרבים של השקעה כזו, נחשפו בתקופה האחרונה יותר ויותר משקיעים לאחד העיוותים שהיא יוצרת בקרנות הנאמנות, ולא בתעודות הסל, ואשר היא תולדה ישירה של דרישות חוק הקרנות. העיוות, שמקורו באופן ביצוע שיערוך הקרנות, יוצר תנודתיות גדולה (מדדי) במחירי קרנות הנאמנות החו"ליות מוגנות המטבע, גם במקרים שאין הצדקה לכך, כלומר ללא תנודתיות גדולה בנכס הבסיס שאותו מחזיקות הקרנות. בשל העובדה שמניות הן מטבען נכס תנודתי יותר, אין פלא שהתופעה הזו בולטת יותר בקרנות אג"ח חו"ל. העיוות נוצר בשל דרישת חוק הקרנות לשערך את נכסי קרנות חו"ל לפי השער היציג של הדולר, בעוד שאת ההגנה המטבעית, שחייב מנהל הקרן לבצע רק באמצעות נכס סחריים, כלומר אופציות על מטבעות, הוא נדרש לשערך על פי מחיר האופציות, שנגזר משער הדולר הרציף.

התנהגות זו, ונביח שאחרי פרסום השער היציג התרחש אירוע כלשהו, שבקבוצתו עלה שער הדולר בכ-0.5% בהשוואה ליציג. במקרה זה, רק בגלל העיוות שתואר לעיל, הקרן תרד ב-0.5%, מכיוון ששווי הנכס לא השתנה, אך שווי ההגנה ירד ב-0.5%. כך קורה, שכאשר הדולר מזנק לאחר קביעת היציג, הקרן רושמת ירידה חדה, היות שהנכסים משוערכים לפי השער היציג, בעוד שההגנה שאמורה לקזז את השינוי מורידה את שווי הקרן. ברוב המקרים, כאשר הדולר היציג מתקן למחרת, הקרן רושמת עלייה חדה. על פי רוב, שיעור השינוי בקרן קרוב מאוד לגודל הפער שנוצר בין היציג לרציף. ברור שהתופעה מאפיינת גם מצב הפוך. השער היציג מפורסם מדי יום ב-15:30, בעוד שהמסחר בשער הרציף מסתיים עם סגירת המסחר בבורסה, ב-17:30. כמה שינויים כבר יכולים להתרחש בשעתיים האלה? מתברר שלא מעט.

מתחילת 2015 היו בבורסה 37 ימי מסחר שבהם הפער בין הרציף ליציג היה גבוה מ-0.5%, ב-17 מתוכם הוא היה גבוה מ-0.8% ובשמונה מקרים גבוה מ-1%. הפערים הגבוהים ביותר הם בימים של החלטת ריבית בישראל. כך למשל קרה בהחלטת הריבית ב-23 בפברואר. בהחלטה זו החליט בנק ישראל להוריד את הריבית מ-0.15% ל-0.1%, דבר שהוביל לכך שאחרי קביעת היציג - זינק הדולר ב-1.4%. אך גם בהחלטות בנק ישראל חודשים שלאחר מכן, כאשר הריבית לא שונתה, נרשמו תנודות קיצוניות דומות בשער הדולר, ככל הנראה על רקע

העובדה ששחקנים זרים כן ציפו לצעד כלשהו מבנק ישראל. הפער הגדול ביותר השנה היה ביום של החלטת הריבית ב-22 ביוני, שבה נשארה הריבית ללא שינוי, אך אחרי ההחלטה התקיימה מסיבת העיתונאים של הנגידה פלוג. הפער בין היציג לרציף באותו יום היה 1.57%. אגב, קרנות אג"ח חו"ל מגודרות מט"ח זינקו ביום זה בשיעור של עד 1.5% - ולמחרת מחקו את רוב העלייה.

בעיה גם מול האירו

לא רק מול הדולר הבעיה הזו קיימת, אלא גם מול האירו. ראינו תנודות קיצוניות לאחר קביעת היציג גם במועדים של החלטות ריבית של הבנק המרכזי האירופי, נוסף על תנודתיות במעדי קביעת הריבית בישראל. לכאורה, תנודתיות כזו לא אמורה לקבל משקל משמעותי בעיני המשקיע הסביר. איש אינו משקיע בקרן נאמנות ליום בודד או שבוע, אלא לפחות לתקופה של כמה חודשים, אם לא יותר מכך. משקיע לאורך זמן ייחנה ממה שואה הפנימית הגלומה בנכס הקרן, כלומר באג"ח, בלי קשר לתנודתיות ברמה היומית. תומכת בכך גם העובדה שאם נחבר את כל הפערים בין היציג לרציף במשך 15 השנים האחרונות, נראה כי ממוצע הסטיות הוא כמעט אפס - כלומר כמעט כל השינויים מאזנים את עצמם ביום שלמחרת. ואולם, בפועל הבעיה הזו מקבלת משקל גדול מאוד. תוכנות הייעוץ של הבנקים, אשר על פיהן עובדים יועצי ההשקעות, נותנות משקל גבוה לתנודתיות של הקרן (לצד התשואה), כך

שהתנודתיות הנגרמת משערך הקרן פוגעת באופן דרמטי בדירוגה - עד כדי כך שלא מעט יועצים ימליצו ללקוחות שלא להיחשף אליה. רשות ני"ע מודעת לבעיה, והחלה לקדם צעדים למיתון עיוות זה. הצעד הראשון ייכנס לתוקף ב-1 בינואר 2016. הרשות קבעה שהקטגוריות המתמייחסות לקרנות חו"ל יחולקו לשלוש קבוצות משנה. האחת שאינה מגודרת, השנייה שמגודרת והשלישית שנקובה בדולר. יצירת קבוצות הומוגניות תוביל להתמתנות העיוותים בתוכנות הייעוץ. את המשך פתרון הבעיה ניתן לבצע בשתי דרכים נוספות: דרך אחת היא לטפל בסוגיית השערך, כך ששני הנכסים ישוערכו לפי שער הדולר שיהיה בסוף המסחר בשוק המקומי. דרך אחרת היא לשנות את החוק, כך שלא יחייב את מנהל הקרן לרכוש ההגנה מטבעית רק באמצעות אופציות סחירות בבורסה הישראלית. כך למשל, מה היה קורה אם ניתן היה לבצע עסקת הגנה מול חדרי העסקאות של הבנקים, כך שבמקום למכור אופציות על הדולר בבורסה נמכור למעשה חוזה (לא סחיר) מול הבנק על השער היציג של הדולר? במצב כזה, הבנק ישערך מדי יום את החוזה לפי השער היציג של הדולר, כך שבפועל לא נהיה חשופים יותר ליציג. אפשרות כזו תפתור עוד בעיה. כיום מנהלי הקרנות יכולים לגדר את החשיפה רק מול הדולר והאירו, כי רק עליהם יש אופציות, בעוד שהדרך המוצעת תאפשר גידור מול כל מטבע (השערך יהיה כנגד היציג).

שינוי במחיר הקרן

המשמעות היא שבכל פעם שנוצר פער משמעותי בין השער היציג של הדולר לשער הרציף בסוף המסחר - השינוי במחיר הקרן הוא משמעותי מאוד, למרות שהוא לא קשור לשינוי בנכסיה. לדוגמה, ביום מסוים שווי נכסי הקרן, כלומר שווי האג"ח שאותן מחזיקה הקרן, לא השתנה. נניח שביום זה גם השער היציג לא