

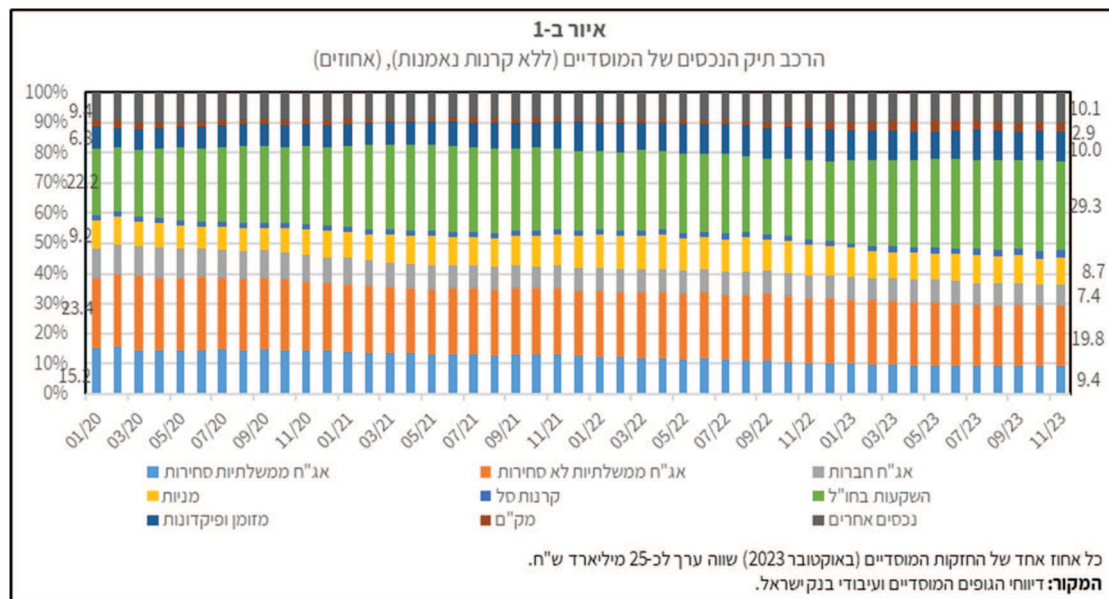
תיבה 2: מגמות בתיק ההשקעות של הגופים המוסדיים והשפעתן על שוק ההון הישראלי

- הגופים המוסדיים מנהלים 55.4 אחוזים מתיק הנכסים של הציבור, כ-2.9 טריליון ש"ח. ללא קרנות הנאמנות חלקם הוא 47.3 אחוזים, כ-2.45 טריליון ש"ח.
- בשנים האחרונות ירדו השקעות המוסדיים באג"ח הממשלתיות ועלו השקעותיהם בחו"ל.
- הגופים המוסדיים הישראליים מגדילים את חשיפתם לנכסים זרים ולמט"ח (עם ובל נגזרים) ומצמצמים את חלקם במסחר במט"ח. מתחילת 2022 המוסדיים, בממוצע, רוכשים נטו מט"ח.
- המוסדיים הזרים מעלים את היקפי הפעילות בשוק המט"ח. לעומת זאת המשקיעים המקומיים לא משנים את היקפי המחזור שלהם במט"ח. כתוצאה מכך משקלם של המוסדיים הישראליים במסחר במט"ח הולך ופוחת, וזה של המוסדיים הזרים גדל. מכאן ששוק המט"ח הישראלי נעשה חשוף יותר לפעילות המשקיעים הזרים.
- מתחילת 2022 המוסדיים הישראליים מפחיתים את החזקותיהם באג"ח ממשלתיות סחירות ולא-סחירות. את חלקם בהחזקות האג"ח הסחירות תופסים הבנקים. מגמה זו, אם מעידה על שינוי במדיניות המוסדיים, עלולה לייקר את גיוס הכספים של הממשלה, וזאת על רקע עלייה בצורכי הגיוס שלה.
- נתונים מפתחת המלחמה מצביעים על המשך המגמות: עלייה נוספת ואף חדה יותר בחשיפה של המוסדיים לנכסים זרים ולמט"ח. החזקות באג"ח הממשלתיות ירדו באוקטובר, בשל השפעת המחיר ועלו בנובמבר – בשל רכישות שביצעו המוסדיים, ככל הנראה בשוק הראשוני. גם אחרי עלייה נקודתית זו, המגמה של ירידה בהחזקות המוסדיים באג"ח ממשלתיות ניכרת.

הגופים המוסדיים מנהלים חלק הולך וגדל מתיק הנכסים של הציבור – את החיסכון ארוך הטווח שלו: קופות הגמל וההשתלמות, קרנות הפנסיה (החדשות והוותיקות) ותוכניות הביטוח מבוטחות התשואה והמשתתפות ברווחים. באפיקים אלה מנהלים כ-2.45 טריליון ש"ח (נכון לסוף ספטמבר, 2023). מטרת תיבה זו היא לבחון את מגמות ההשקעה בתיק ההשקעות של הגופים המוסדיים ואת האופן שבו מגמות אלה עשויות להשפיע על שוק ההון הישראלי, כולל ההתפתחויות מאז פרוץ המלחמה.

1. המגמות לפני המלחמה

המגמה הבולטת ביותר בתיק ההשקעות של המוסדיים היא גידול ניכר של שיעור ההשקעה בחו"ל ושל החשיפה של הציבור למט"ח (איור ב-1). מגמה זו התעצמה בשנת 2023, אך מוקדם לומר אם זו תוצאה של ירידה של אמון הציבור במוסדות בשל תהליכי החקיקה בעניין מערכת המשפט ואם המלחמה והסיכון הגאו-פוליטי הגבוה ברבעון האחרון של 2023 הגבירו את המגמה הזאת. במקביל למגמת העלייה של שיעור ההשקעה בחו"ל בולטת מאוד מגמת ירידה של ההשקעות באג"ח ממשלתיות. נתייחס לשתי המגמות בסעיפים הבאים.

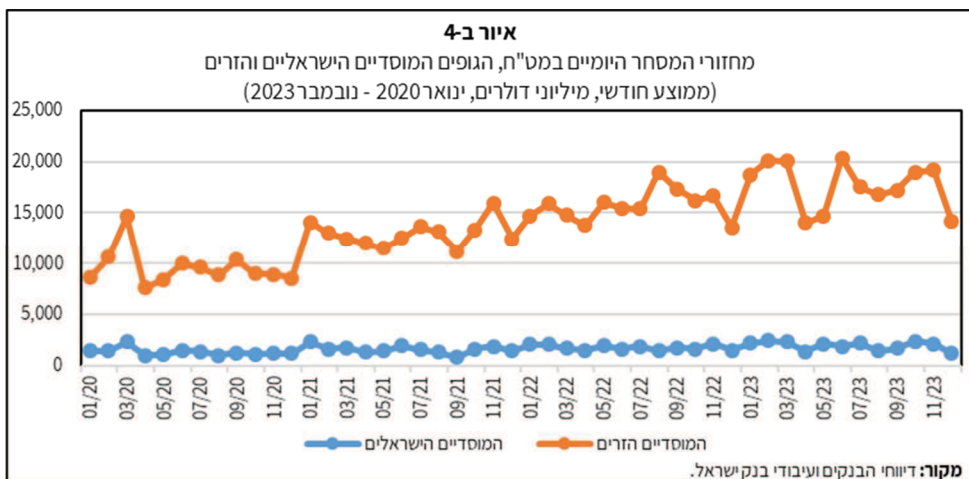
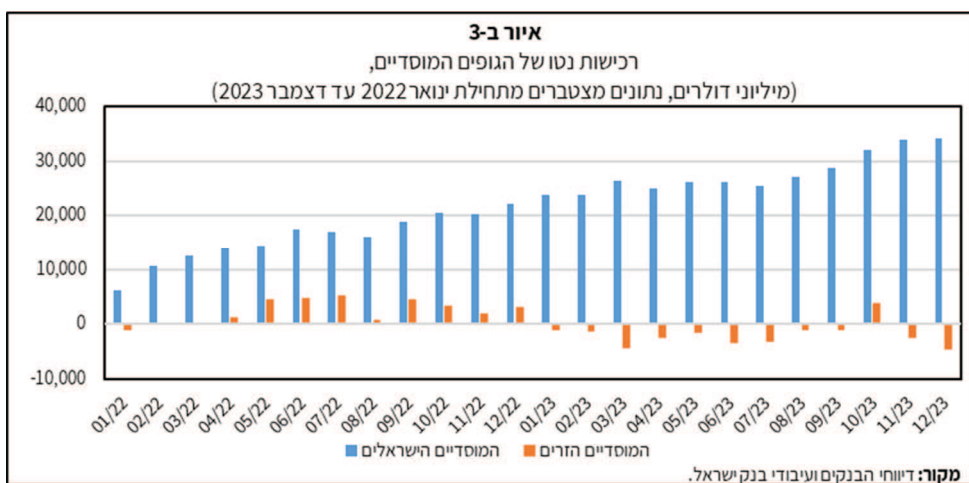
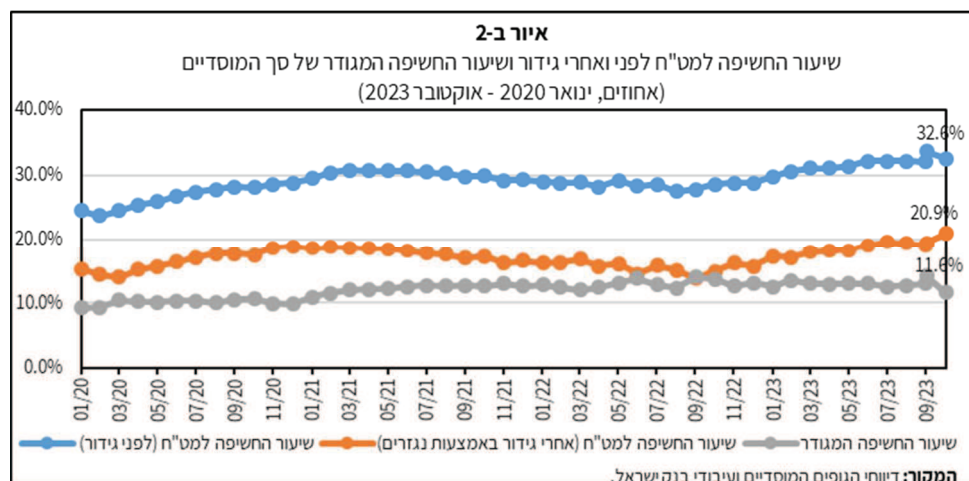


1.1 ההשפעה על המסחר במט"ח

כדי להקטין את חשיפת תיק ניירות הערך שלהם לשינויים בשער החליפין בין השקל למטבעות אחרים (אשר בהם נקובים ניירות הערך שנרכשו) הגופים המוסדיים רוכשים או מוכרים נכסים נגזרים, המבטיחים לרוכש שער חליפין עתידי, ידוע מראש. הנגזרים עשויים להיסחר בבורסה (futures) או במסחר "מעבר לדלפק" – OTC (forwards), ורכישתם כרוכה בהחזקה של ביטחונות להבטחת היכולת לבצע את העסקה העתידית. כיום, בגלל הגידור, עליות של מדדי המניות בחו"ל (בעיקר נאסד"ק ו-S&P500) לוחצות לייסוף של השקל ביחס לדולר, וירידות של אותם מדדים לוחצות לפיחות. ככל שהמוסדיים רוכשים יותר ניירות ערך נגזרים, הקשר בין שינוי במדדי המניות בחו"ל לשער החליפין של השקל מתחזק. לעומת זאת, אם המוסדיים מאפשרים לרמת החשיפה למט"ח לעלות, כפי שנראה שהם עשו לאחרונה, המשמעות היא חיסכון בעלויות עבורם וחשיפה גבוהה יותר של ערך התיק לשינויים בשער החליפין. המשמעות מבחינת השווקים היא החלשה של הקשר האמור בין מדדי המניות בחו"ל לשער החליפין.

איור ב-2 מראה שבתקופת משבר הקורונה שיעור החשיפה למט"ח עלה ושיעור הגידור הלך וירד. אלו גם המגמות שמאפיינות את השנה ומחצית השנה האחרונות. נראה שהמגמה של התקופה האחרונה התעצמה באוקטובר: החשיפה של המוסדיים עלתה בחדות, אך מרבית עלייתה גודרה באמצעות נגזרים, כך שהחשיפה לאחר גידור עלתה פחות.

מהעובדה שעלתה גם החשיפה למט"ח (עם או בלי הנגזרים), ולא רק של ההשקעות בחו"ל, ניתן לשער שהמוסדיים הישראליים מצמצמים את הספקת הנזילות שלהם לשוק המט"ח ועוברים בעיקר לרכישות, והשחקנים הזרים (הפיננסיים – כלומר המוסדיים בחו"ל) הם שמספקים את עיקר הנזילות במט"ח לשוק הישראלי (ראו איורים ב-3, ב-4). בחינה של רכישות המט"ח נטו על ידי הגופים המוסדיים הישראליים והזרים מתחילת 2022 ושל מחזורי המסחר במט"ח של אותם הגופים מאוששת את ההשערה הזאת:



האיורים מראים שתי מגמות בתקופה של השנתיים האחרונות:

1. המוסדיים הישראליים עברו בעיקר לרכוש מט"ח (איור 2-3, העמודות הכחולות). זאת, כאמור, תוצאה של הגדלת החשיפה לנכסים זרים.⁸⁵ המשקיעים הזרים לא פועלים בכיוון אחד ברור – גם רוכשים וגם מוכרים מט"ח.

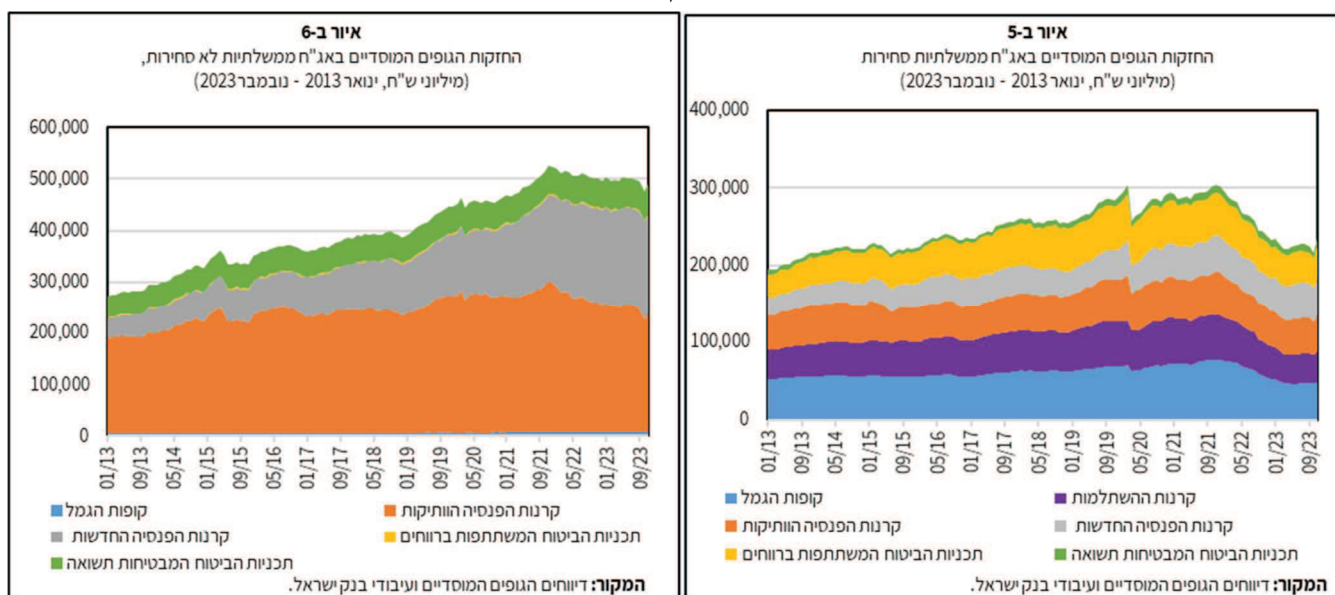
⁸⁵ בשנת 2022 היו ירידות שערים חדות במדדי המניות בעולם שיצרו דרישה להגדיל את הביטחונות הדולריים שמחזיקים המוסדיים כנגד נגזרים. כך נוצר ביקוש שלהם למט"ח. בשנת 2023, על אף עליות במדדי המניות, המוסדיים המשיכו לרכוש מט"ח, אולי עקב אי הודאות שנוצרה סביב תהליכי החקיקה בעניין מערכת המשפט.

2. מחזורי המסחר היומיים של הגופים המוסדיים הישראליים במט"ח אינם משתנים משמעותית בשנים האחרונות, ואילו המוסדיים הזרים העלו את חלקם ברכישות ובמכירות של מט"ח.

משמעות המגמות הללו היא שחלקם של המוסדיים בשוק המקומי הולך וקטן. ייתכן שאף צפוי שינוי בתפקיד המוסדיים בהספקת נזילות לשוק המט"ח ובקביעת שער החליפין: ככל שחלקם של המוסדיים הזרים במסחר במט"ח מוסיף לגדול השפעתם של המוסדיים הישראליים על המסחר פוחתת. כן נשאלת השאלה אם ובאיזו מידה ימשיכו המוסדיים לגדר את החשיפה למט"ח. מוסדיים שהגדילו את החשיפה למט"ח (כלומר גידרו פחות) הרוויחו מן הפיחות המתמשך של השקל בשנת 2023. ייתכן שהמתאם השלילי בין שער החליפין למדדי המניות בישראל, מתאם המתעצם בתקופה של אירועים מקומיים, כאלה שהתרחשו ב-2023 (תהליכי החקיקה בעניין מערכת המשפט ומלחמת "חרבות ברזל"), פועל לפיזור יעיל של הסיכונים בתיק ההשקעות.

1.2 ההשפעה על שוק האג"ח הממשלתי

איור ב-1 מלמד שעליית ההשקעות בחו"ל באה בעיקר על חשבון השקעה באג"ח ממשלתיות. איורים ב-5 וב-6 מפרטים את סוגי הגופים המוסדיים והחזקותיהם באג"ח ממשלתיות.



במסגרת הרפורמה באג"ח המיועדות, החל מאוקטובר 2022 הפסיקה המדינה להנפיק אג"ח מיועדות, שהבטיחו תשואה ריאלית גבוהה למכשירים שהשקיעו בהן. במקום הבטחת תשואה באמצעות אותן אג"ח התחייבה המדינה להשלים את התשואה אם הגופים המוסדיים לא ישיגו אותה בהשקעותיהם.⁸⁶ הרפורמה קובעת שעל קרנות הפנסיה להשקיע את הנכסים שהיו מושקעים באג"ח המיועדות בהתאם לתמהיל הנכסים של המסלול העיקרי בקרן. לפיכך היה צפוי שהאג"ח המיועדות שנפדות יוחלפו, בין היתר, באג"ח סחירות של הממשלה. על פי התחזית המרכזית של תיבה בדוח בנק ישראל לשנת 2021, שניתחה את הרפורמה, קרנות הפנסיה היו צפויות להעלות את החזקותיהן במניות, באג"ח ממשלתיות סחירות ובנכסים זרים.⁸⁷

⁸⁶ התשואה המובטחת היא 5.15% על 30% מתיק ההשקעות בקרנות הפנסיה החדשות ועל 70% מהנכסים בקרנות הפנסיה הוותיקות.

⁸⁷ דוח בנק ישראל (2021), פרק ד', תיבה ד-4: "ההשפעה הצפויה של ביטול אג"ח מיועדות על קרנות הפנסיה".

ואולם מאוירים ב-5 וב-6 עולה כי בעוד שהחזקות באג"ח הלא סחירות (המיועדות) ירדו החל מסוף שנת 2021 בקרוב למיליארד ש"ח בממוצע לחודש, ההחזקות באג"ח הסחירות ירדו באותה התקופה בקצב גבוה הרבה יותר – מעל 2 מיליארד ש"ח בממוצע לחודש.⁸⁸ הסכום המוחזק באג"ח ממשלתיות (סחירות ולא-סחירות) הלך וירד, בזמן שסך הסכומים המנוהלים אצל המוסדיים הלכו וגדלו (צבירת חסכונות של מעל 50 מיליארד ש"ח בשנה). משמע ששיעור ההחזקות של המוסדיים באג"ח הממשלתיות הולך וקטן. את המגמה הזאת ניתן לראות גם באיור ב-7: חלקם של המוסדיים בהחזקות האג"ח הממשלתיות הסחירות עמד בנובמבר 2023 על כ-46 אחוז, לאחר ירידה משיא של כ-60 אחוז בשנת 2019. בזמן שחלקם של המוסדיים בהחזקות האג"ח ירד, חלקם של הבנקים המסחריים עלה.⁸⁹ הבנקים מחזיקים באג"ח ממשלתיות כמכשיר לשמירה על יחס כיסוי נזילות נדרש, וכן לשם שיפור ביחס ההון שלהם. בתחילת משבר הקורונה, עם המעבר של הציבור מנכסים מסוכנים (משוק ההון) לנכסים בטוחים ונזילים כפיקדונות בבנקים, הגדילו הבנקים את החזקותיהם באג"ח הממשלתיות.⁹⁰ לא ברור אם המגמה הזאת של עליית החזקות האג"ח בידי הבנקים צפויה להימשך גם עתה. מה שעשוי לגרום לבנקים להוסיף ולהגדיל את החזקותיהם באג"ח ממשלתיות הוא הורדת דירוג האשראי של מדינת ישראל בידי אחת או יותר מחברות הדירוג. במקרה כזה, ישוערכו מחדש הנכסים המוחזקים בידי הבנקים כהון עצמי לצורך חישוב יחס ההון. בעוד אג"ח ממשלת ישראל (הנקובות בשקלים), אף שערכן ירד בשל העלייה בפרמיית הסיכון, ימשיכו להיספר בספרי הבנקים כנכסים במשקל מלא, האג"ח האחרות – אלה של חברות ישראליות – צפויות במקרה כזה לספוג הורדת ערך גבוהה יותר בחישוב יחס ההון: גם בשל ירידת השווי וגם בשל ירידה במשקל שהבנקים יכולים לשקלל את אותן האגרות, כך שעל מנת לשמור על אותה רמת הון, הבנקים יאלצו לרכוש אג"ח נוספות.

בדיקה של סוגי הגופים המוסדיים שצמצמו את החזקותיהם באג"ח הממשלתיות מלמדת שהירידה מקיפה את כל הגופים, כולל קרנות הפנסיה החדשות והוותיקות (הנתונות להשפעה הגדולה ביותר של ירידה בהיקפי האג"ח המיועדות), אך היא חזקה בעיקר בקופות הגמל ובקרנות ההשתלמות (שאינן מחזיקות באג"ח מיועדות). הסיבות לכך עשויות להיות אטרקטיביות של ההשקעות בחו"ל – כולל אג"ח של ממשלת ארה"ב, הנושאות לאחרונה תשואה דולרית גבוהה, נוסף על תשואת המטבע. הירידה החדה שהייתה במרץ 2020 (תחילת משבר הקורונה) מיוחסת למכירה מסיבית של אג"ח ממשלתיות אשר הוחזקו כביטחונות לנכסים עתידיים על מדדי מניות בחו"ל.⁹¹ הצורך הדחוף שנוצר אז בנזילות דולרית, בשל הדרישה הדחופה להגדלת הביטחונות בגלל ירידת שערי המניות, יצר לחץ למכירת אג"ח ממשלתיות. שלא כמו בתקופת משבר הקורונה, מגמת הירידה בהחזקות האג"ח הממשלתיות מתפרסת על השנתיים האחרונות, ונראה שהיא נובעת משינוי מדיניות אצל הגופים.

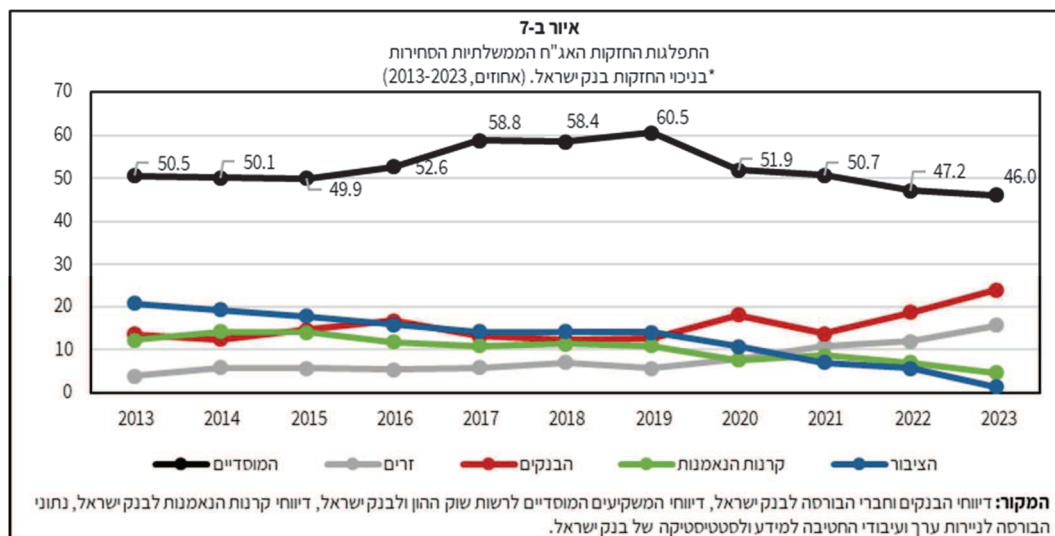
אם המדיניות בקרב המוסדיים אכן השתנתה, מגמה זו עשויה להקשות על הממשלה בגיוס חוב בכמויות גדולות – דבר שהיא כנראה תידרש לעשות בקרוב בשל עלייה צפויה בגירעון, ואמור גם

⁸⁸ מלבד השפעת הכמות על ירידת שווי האג"ח המוחזקות בידי המוסדיים, גם השערך של האגרות הלא סחירות בריביות שוק, בסביבת ריבית גבוהה יחסית, כלומר השפעת המחיר, גורם לירידה של שווי ההחזקות.

⁸⁹ הנתונים מנוכים החזקות של בנק ישראל שרכש במהלך הקורונה אג"ח ממשלתיות בשוק המשני באופן חד פעמי ומחזיק אותן לפדיון – כלומר אג"ח אלה אינן נסחרות בשוק. המגמה זזה גם כאשר מתחשבים בהחזקות בנק ישראל. מערכת הבנקאות בישראל, סקירה שנתית (2020), תיבה א'-4: "הגידול בפיקדונות הנזילים (עו"ש) של הציבור לאורך משבר הקורונה".

⁹¹ דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה (2020), תיבה 3: "חשיפת המשקיעים המוסדיים לחוזים עתידיים על מדדי המניות בחו"ל".

להעלות את מחירי הגיוס. מנגד, הירידה בחלק המוסדיים בהחזקות האג"ח מאפשרת מבחינתם גמישות ברכישה מוגברת של אג"ח, באם הם יראו בגיוסי הממשלה המוגברים הזדמנות השקעה.

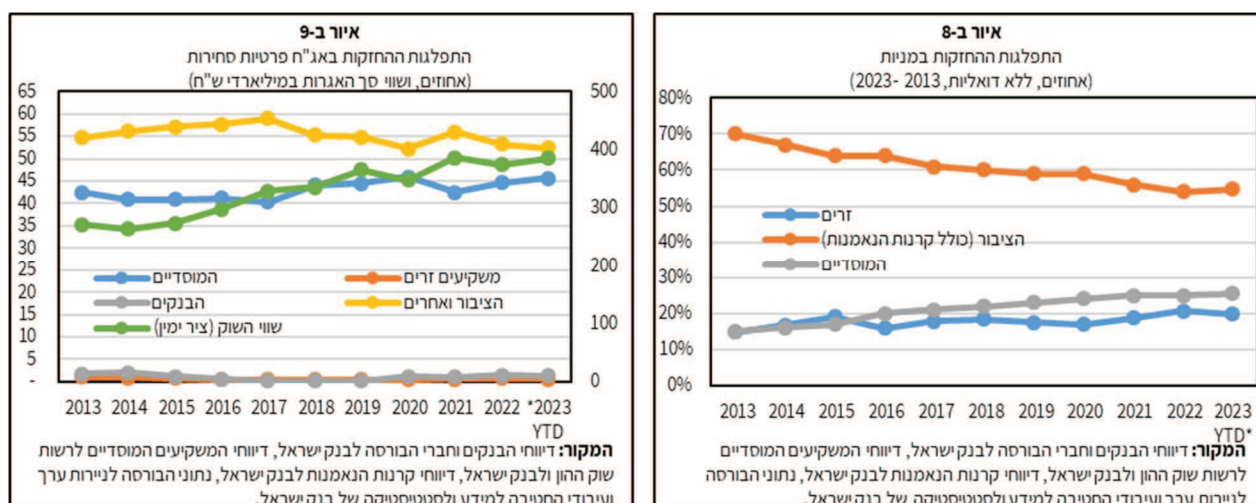


1.3 ההשפעה על שוק המניות המקומי

כאמור, סך החשיפה של המוסדיים למט"ח, עם וללא הנגזרים, הולך ועולה בשנת 2023 בעקביות. התוצאה הישירה של הגדלת החשיפה למט"ח במהלך 2023 הייתה הגנה על תשואות התיקים (במיוחד במהלך אוקטובר) מהירידות החדות בשוק המניות הישראלי: הרווחים מפירות השקל קיזזו את ההפסדים מירידת מדדי המניות המקומיים. במקביל ירד מעט בתקופה זו חלקן של המניות הישראליות בתיק ההשקעות של המוסדיים (מ-11.2 אחוזים באוגוסט 2022 ל-9.1 אחוזים באוקטובר 2023).

הירידה של חלק המניות הישראליות ועליית ההשקעות בחו"ל מעוררות חשש שהגופים המוסדיים יצמצמו את השקעותיהם בחברות ישראליות – דרך מניות ואג"ח תאגידיות – מה שעלול, בטווח הארוך, ליצור לעסקים בישראל בעיית מקורות. את ההשערה שהרחבת ההשקעות בחו"ל תבוא על חשבון המקורות למגזר העסקי הישראלי אנו בוחנים באמצעות שני האיורים הבאים.

איור 8-ב בוחן את חלקם של המוסדיים בהחזקת המניות הנסחרות בבורסה בתל אביב (ללא חברות דואליות, שנסחרות גם בחו"ל). ניתן לראות שחלקם של המוסדיים בשלוש השנים האחרונות לא משתנה – כלומר הם מחזיקים כבר 3 שנים 25 אחוז משווי המניות הנסחרות בתל אביב. איור 8-9 מראה את חלקם של המוסדיים בהחזקת אג"ח פרטיות (קונצרניות) בבורסה בתל אביב. ניתן לראות שחלקם של המוסדיים באג"ח של החברות הנסחרות בבורסה בתל אביב עלה בשנתיים האחרונות.



לסיכום – אף ששיעור הנכסים של המוסדיים המושקעים במניות ובאג"ח חברות יורד מעט בשנים האחרונות, חלקם של המוסדיים בהחזקות במניות ובאג"ח חברות לא נפגע. מצב זה מתאפשר בזכות גידול מהיר של הנכסים המנוהלים בידי הגופים המוסדיים, ועל כן נראה שלעת עתה אין פגיעה במקורות המימון של המגזר העסקי בישראל.

2. התנועות מאז פרוץ המלחמה

2.1 רכישות המט"ח

באיורים 3 וב-4 אפשר להתרשם משלוש התצפיות האחרונות – של החודשים אוקטובר עד דצמבר 2023 – המבטאות את התנהגות המסחר של המוסדיים הישראליים והזרים במט"ח מאז פרוץ המלחמה. נראה שהמוסדיים הישראליים פועלים מאז פרוץ המלחמה במגמה דומה לזו שאפיינה אותם בשנה ומחצית השנה האחרונות – בעיקר רכישה של דולרים – מה שמעיד על המשך הסטה להשקעות בחו"ל. הגופים הזרים, לאחר שבשבועיים הראשונים למלחמה רכשו דולרים והוציאו השקעות מישראל, חזרו, החל מסוף אוקטובר, למכור דולרים, לצד התחזקות השקל. מאז פרוץ המלחמה היקפי הפעילות של המוסדיים הישראליים והזרים (רכישה ומכירה של מט"ח) דומים לממוצע בשנת 2023, כך שהמגמה המתוארת בסעיף 1.1 בתיבה זו נמשכת.

2.2 חשיפה

נתוני החשיפה של המוסדיים למט"ח הם חודשיים ומתפרסמים בפיגור, כך שעד פרסום הדוח הנוכחי אנו יכולים לראות את נתוני סוף נובמבר – כחודשיים מפרוץ המלחמה. לפי נתונים אלו החשיפה של המוסדיים למט"ח נסקה באוקטובר אך בנובמבר ירדה מעט. בעוד שבחודש אוקטובר המוסדיים גידרו את חלקה הגדול של העלייה בחשיפה, בנובמבר ירד מאוד היקף הגידור ולכן נסקה החשיפה למט"ח אחרי התחשבות בנגזרים. משמע שהמוסדיים ממשיכים ביתר שאת במגמה של הגדלת החשיפה למט"ח באמצעות השקעה בנכסים זרים והקטנה של הגידור באמצעות נגזרים.

2.3 מחזורי המסחר של המוסדיים לפי סוגי ניירות הערך

דיווחי הבורסה לניירות ערך על מחזורי המסחר של הגופים המוסדיים⁹² לפי ניירות ערך מלמדים שמאז תחילת המלחמה גופים אלו בעיקר מוכרים מק"ם ואג"ח תאגידיות ורוכשים אג"ח ממשלתיות ומניות מקומיות. רכישות האג"ח הממשלתיות הן בהיקפים נמוכים יחסית, ובהשוואה לנתונים היומיים שלפני המלחמה (מתחילת יולי עד 5 באוקטובר) לא נראה שינוי. בלוח ב-1 נעשתה השוואה של ממוצעים של היקפי הרכישות של הגופים המוסדיים בבורסה לפי מכשיר, תוך שימוש במבחן t. מהלוח עולה שלעת עתה לא ניתן להצביע על שינוי מובהק בהתנהגות הרכישה של המוסדיים בכל המכשירים, להוציא מניות ויחידות השתתפות.

לוח ב-1				
רכישות הגופים המוסדיים בבורסה לניירות ערך, ממוצע יומי (בסוגריים – סטיית תקן)				
מק"ם	מניות ויח' השתתפות***	אג"ח חברות ואג"ח להמרה	אג"ח ממשלתיות	
מיליוני ש"ח				
-94.1 (242.3)	-17.7 (50.2)	-7.8 (43.1)	70.3 (179.9)	ממוצע לפני המלחמה (1 ביולי עד 5 באוקטובר)
-91.1 (236.4)	52.4 (70.5)	-5.4 (52.3)	99.4 (173.0)	ממוצע בזמן המלחמה (8 באוקטובר עד 18 בדצמבר)

*** הבדל מובהק ברמת מובהקות של 99 אחוזים.

⁹² הנתונים היומיים המתקבלים מהבורסה אינם כוללים עסקאות מחוץ לבורסה (OTC) ועסקות רכישה בשוק הראשוני. על כן הם שונים מהנתונים החודשיים ששימשו אותנו לאיורים ב-1, ב-2, ב-5, ב-6 וב-7.