
מדידת החשיפות של המשקיעים המוסדיים למט"ח ולנכסים זרים

יעל דהרי* והדר גוטסמן*

תקציר

המשקיעים המוסדיים הם גופים המנהלים את החיסכון ארוך הטווח של הציבור, ולכן הם שחקנים חשובים במערכת הפיננסית. החטיבה למידע ולסטטיסטיקה בבנק ישראל מנהלת מאגר נתונים של נכסי המשקיעים המוסדיים. הנתונים חשובים בעיקר לצורך מעקב אחר יציבות המערכת הפיננסית וניתוחה, הבטחת פעילותם התקינה של השווקים הפיננסיים ותרומה לייצור החשבונות הלאומיים הפיננסיים. כחלק מהמעקב השוטף, מחושבים בחטיבה אומדנים לחשיפתם של העמיתים לסיכונים שונים בתיק המנוהל עבורם על ידי המוסדיים, ובפרט סיכון המט"ח (שער החליפין) והסיכון שבחשיפה לנכסים זרים. נתוני החשיפות מתפרסמים בתדירות חודשית באתר האינטרנט של בנק ישראל. עבודה זו מתמקדת במדידת שתי חשיפות אלה וכוללת תיאור של מסגרת הנתונים, הגדרות של החשיפות, פירוט של מקורות הנתונים, הצגת החישובים העיקריים בלוחית המחשה מספרית וניתוח של משמעותם.

* החטיבה למידע ולסטטיסטיקה, בנק ישראל.

1. רקע ומטרות

המשקיעים המוסדיים הם גופים המנהלים את החיסכון ארוך הטווח של הציבור – קופות הגמל והפיצויים, קרנות ההשתלמות, קרנות הפנסיה (הוותיקות והחדשות) וכן התכניות לביטוח חיים המנוהלות על ידי חברות הביטוח (לא כולל תיק הנוסטרו, שהן מנהלות עבור עצמן). חסכוניות הציבור מושקעים בניירות ערך סחירים ולא סחירים ובמכשירים נוספים, לפי תקנות ההשקעה של כל גוף. בחירת ההשקעות מונעת משיקולים של תשואה וסיכון על בסיס ציפיות המשקיעים המוסדיים להתפתחויות עתידיות ומעקב שוטף אחר שוקי הכסף וההון ובהתאם להעדפות החוסכים. העובדה שמדובר בחיסכון של הציבור לטווח ארוך משפיעה על רמת הנזילות והסיכון של הנכסים המנוהלים.

מאז שנת 2004 ניכר גידול הדרגתי ועקבי של משקל ההשקעות בחו"ל בסך הנכסים המנוהלים על ידי המשקיעים המוסדיים. זאת על רקע תהליך היסטורי המשלב תנאים כלכליים ושינויים רגולטוריים שאפשרו למשקיעים אלו להרחיב את היקף השקעותיהם בחו"ל. בעקבות כניסתו לתוקף של הסדר פנסיית חובה לכלל העובדים במשק (2008) ומעבר מפנסיה תקציבית לצוברת (2001) הואץ קצב הגידול של התיק המנוהל על ידי המוסדיים, התפתחות שדחפה אותם לחפש השקעות אלטרנטיביות להשקעותיהם בישראל, לגוון את תיק השקעותיהם ולפזר סיכונים. במקביל לכך הביאה הליברליזציה בשוק המט"ח והרפורמות בשוק הפנסיוני, להרחבת חופש הפעולה של המשקיעים המוסדיים בניהול נכסיהם ולהתאמת כללי ההשקעה החלים עליהם לאלו המקובלים בעולם. עם הרפורמות והשינויים בהסדרת הענף נמנות רפורמת המס ב-2004, רפורמת בכר ב-2005 והאחדת כללי ההשקעה בחיסכון הפנסיוני ב-2012.

המשקיעים המוסדיים הם שחקנים חשובים במערכת הפיננסית. כך, למשל, הם מנהלים כיום נכסים בשווי של כ-1.4 טריליון ש"ח, שהם כ-41% מסך תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור¹. פעילותם של המשקיעים המוסדיים משפיעה משמעותית על יציבותה של המערכת הפיננסית ועל השווקים הפיננסיים (שוקי ההון, האשראי והמט"ח), וכן על החשבון הפיננסי במאזן התשלומים של המשק מול חו"ל. לפיכך, ולאור תפקידו של בנק ישראל בשמירת יציבותה של המערכת הפיננסית, בהבטחת פעילותם התקינה של השווקים הפיננסיים ובתרומה לייצור החשבונות הלאומיים הפיננסיים – ברורים הצורך והחשיבות של המעקב השוטף אחר פעילות המשקיעים המוסדיים, ובפרט אחר חלקם בתנועות ההון אל המשק וממנו ובשוק שקל-מט"ח. לצרכים אלה מנהלת החטיבה למידע ולסטטיסטיקה בבנק ישראל מאגר נתונים של נכסי המשקיעים המוסדיים. המקור העיקרי של הנתונים הוא רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון, המפקחת על גופים אלו. החטיבה מעבדת את הנתונים לכדי מערכת כוללת ועקבית, המכילה נתונים על נכסים מאזניים וחץ-מאזניים, ומאפשרת פילוח של נכסי המשקיעים המוסדיים לפי מאפיינים שונים. נתונים ועיבודים אלו משמשים למעקב שוטף, כחלק מתהליך קבלת ההחלטות בבנק ישראל, לבניית החשבון הפיננסי במאזן התשלומים, וכן למחקר. נתונים אלו מפורסמים לציבור באתר של בנק ישראל² וכן מדווחים לגופים בין-לאומיים. כחלק מהמעקב השוטף מחושבים בחטיבה אומדנים של חשיפת העמיתים לסיכונים שונים בתיק המנוהל עבורם על ידי המוסדיים, ובפרט סיכון המט"ח (שער החליפין) והסיכון שבחשיפה לנכסים זרים. נתוני החשיפות מתפרסמים בתדירות חודשית באתר הבנק³.

עבודה זו מתמקדת במדידת שתי חשיפות בתיק שמנהלים המוסדיים – החשיפה לסיכון מט"ח והחשיפה לנכסים זרים. נתאר את מסגרת הנתונים וההגדרות של החשיפות, נפרט את מקורות הנתונים ונציג את החישובים העיקריים בלויית המחשה מספרית של הנתונים וניתוח משמעותם.

¹ נתון הנכון ל-31 בדצמבר 2016 לניתוח ההתפתחויות השוטפות בתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור ראו חלק א' של פרסום זה.

² קישור לנתוני המשקיעים המוסדיים באתר בנק ישראל:

<http://www.boi.org.il/he/DataAndStatistics/Pages/MainPage.aspx?Level=2&Sid=16&SubjectType=1>

³ קישור לנתוני החשיפות של המשקיעים המוסדיים לנכסים זרים ולמט"ח באתר בנק ישראל:

<http://www.boi.org.il/he/DataAndStatistics/Pages/MainPage.aspx?Level=3&Sid=49&SubjectType=2>

2. מסגרת הנתונים וההגדרות

2.1 הגדרת המשקיעים המוסדיים והתיק המנוהל על ידם

המשקיעים המוסדיים, המנהלים את החיסכון ארוך הטווח של הציבור, הם קרנות הפנסיה (הוותיקות והחדשות), קופות הגמל והפיצויים, קרנות ההשתלמות וכן התכניות לביטוח חיים, המנוהלות בידי חברות הביטוח. בהגדרה זו לא נכללות קרנות נאמנות, שאת נכסיהן מנהלים מנהלי תיקים או הציבור במישרין, ורובם לטווחים קצר ובינוני. אומדני החשיפות למט"ח ולנכסים זרים, שיתוארו בהמשך המסמך, משקפים את החשיפות של העמיתים, ולא של הגופים עצמם, לסיכונים שונים בתיק המנוהל עבורם על ידי המשקיעים המוסדיים, ובפרט לסיכונים מטבע ולסיכונים החשיפה לנכסים זרים. (לשם נוחות נשתמש בכל זאת במושג 'חשיפות המוסדיים'). על כן אומדנים אלה אינם כוללים את תיק הנוסטרן של חברות הביטוח, שהן מנהלות עבור עצמן, ואת תכניות הביטוח המבטיחות תשואה, שבהן הסיכון מוטל על החברות עצמן ולא על העמיתים. תכניות אלה, שפעילותן המט"חית ובחוו"ל מצומצמת יחסית, נסגרו בסוף שנת 1990.

2.2 סוגי החשיפות

את חשיפותיהם של המוסדיים ניתן לנתח משתי זוויות שונות – החשיפה לנכסים זרים והחשיפה למט"ח.

- **החשיפה לנכסים זרים:** יתרת החשיפה לנכסים זרים מוגדרת כסכום הכספי הנתון בסיכון במקרה של ירידה בערכם של נכסים שהנפיקו תושבי חוץ (על פי רוב נכסים המוחזקים בחו"ל). השקעה בנכסים שהנפיקו תושבי חוץ (זרים) היא אפיק השקעה נוסף עבור המשקיעים המוסדיים ואמצעי לפיזור סיכונים בתיק שהם מנהלים עבור העמיתים. השקעה זו יוצרת חשיפה להתפתחויות שליליות במשקים זרים ולשינויים אחרים הפוגעים בערכם של ניירות הערך.
- **החשיפה למט"ח (לשער החליפין):** יתרת החשיפה למט"ח מוגדרת כסכום הכספי הנתון בסיכון במקרה של שינויים בשערי החליפין של השקל מול מטבעות חוץ. תושב ישראל חשוף לייסוף השקל כשהוא מחזיק עודף נכסים על התחייבויות במט"ח וחשוף לפיחות השקל כשהוא מחזיק עודף התחייבויות על נכסים במט"ח.

הצבירות של העמיתים בגופים המוסדיים, משיכותיהם ותשלומיהם לעמיתים מבוצעים בשקלים. בהתאם לכך מנהלים המשקיעים המוסדיים את נכסיהם של העמיתים לרוב בשקלים. כשהם משקיעים בנכסים במט"ח הם נמצאים תמיד במצב של עודף נכסים במט"ח, ועל כן חשיפתם המבנית היא לייסוף השקל. כדי לצמצם הפסדים עתידיים, לקבע רווחים ולסייע להפחתת אי הוודאות של העמיתים ושלחם עצמם וליציבותם, יכולים המשקיעים המוסדיים לצמצם את חשיפתם המבנית לייסוף כשההסתברות לייסוף עולה. צמצום החשיפה לייסוף נעשה על ידי פעולת הגידור – מכירת מט"ח עתידית באמצעות עסקאות במכשירים פיננסיים נגזרים. אסטרטגיית הגידור – כלומר קביעת היקפה ושיעורה של החשיפה המבנית והחלטה דינמית על שיעור ההגנה הרצוי באמצעות מכירה עתידית של מט"ח - מושפעת מהציפיות לשינויים במגמת שער החליפין. סוגי המכשירים הנגזרים שבאמצעותם ניתן לגדר הם עסקאות עתידיות (FX Swap, Forward, Currency swap) ואופציות (סחירות ולא סחירות). השימוש במכשירים פיננסיים נגזרים כרוך בעלות, שיש להביאה בחשבון בעת הבחירה באסטרטגיית פיזור הנכסים.

חותך אחר, חלקי, של תיק המשקיעים המוסדיים הוא "ההשקעות בחו"ל" המוגדרות כיתרת הנכסים המושקעים מחוץ לישראל⁴. הגדרה זו כוללת גם את החזקותיהם של המוסדיים בניירות ערך שהנפיקו חברות ישראליות בחו"ל, אך אינה כוללת את החזקותיהם בנכסים זרים בארץ⁵.

2.3 מקורות הנתונים

מקור הנתונים המשמשים לחישוב אומדני החשיפות של המשקיעים המוסדיים לנכסים זרים ולמט"ח הוא דיווחיהם החודשיים לירשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון, המפקחת על גופים אלו, ולבנק ישראל. הרשות מפרסמת את הנחיות הדיווח, ובנק ישראל תורם לגיבושן. החטיבה למידע ולסטטיסטיקה בבנק ישראל מנהלת, כאמור, מערכת ייעודית למשקיעים המוסדיים, המרכזת בתוכה את כל הנתונים, העיבודים והמידע על גופים אלו. הנתונים שכל המשקיעים המוסדיים מדווחים עליהם כוללים את פירוט היתרות בתיק המנוהל על ידם לפי מכשירים ולפי מקום השקעתם. קופות הגמל והפיצויים, קרנות ההשתלמות וקרנות הפנסיה מדווחות גם על התקבולים והתשלומים שנעשו במהלך החודש בכל סוג נכס; לא כן חברות הביטוח. הנתונים מדווחים בשקלים. לשם חישוב החשיפות מתורגמות היתרות לדולרים על פי שער הדולר של סוף החודש המדווח, והתנועות (זרם) מתורגמות על פי הממוצע החודשי של שער הדולר.

3. חישובים עיקריים

להלן פירוט החישובים שהחטיבה למידע ולסטטיסטיקה מבצעת כדי להפיק את אומדני יתרת החשיפה של המוסדיים לנכסים זרים ולמט"ח ואת אומדני התנועות נטו בנכסים החשופים למט"ח.

3.1 יתרת החשיפה לנכסים זרים

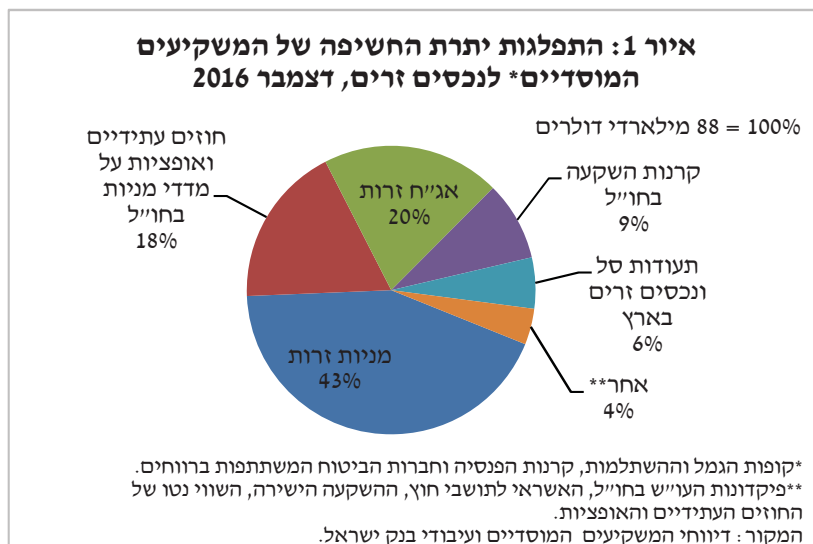
יתרת החשיפה של המשקיעים המוסדיים לנכסים זרים מחושבת כחיבור של שתי יתרות – יתרת החזקות בנכסים זרים מאזניים ויתרת החזקות בנכסים זרים חוץ-מאזניים:

1. יתרת החזקות בנכסים זרים מאזניים כוללת בעיקר את ההשקעה במניות ובאג"ח זרות הנסחרות בחו"ל, אך גם את ההשקעה בנכסים זרים שהונפקו בארץ, שעיקרם תעודות סל הנסחרות בארץ העוקבות אחר מדדים בחו"ל.
 2. יתרת החזקות בנכסים זרים חוץ-מאזניים כוללת החזקות במכשירים נגזרים – אופציות וחוזים עתידיים על מדדי מניות של בורסות בחו"ל. בפועל היתרה הפתוחה של נגזרים אלו היא חיובית, משמע שהמשקיעים המוסדיים נמצאים בפוזיציית קניות עתידיות לגבי נכסים זרים. מכאן שהחזקה בנכסים אלו היא אפיק השקעה נוסף, המסייע לפיזור תיק השקעותיהם. הדיווח של הגופים על יתרת זו נעשה על בסיס החישוב כדלקמן:
- באמצעות חוזים עתידיים – יתרת החשיפה השקלית בחוזה עתידי על מדד מניות במונחי המטבע של שוק המניות

⁴ על פי תקנות הפיקוח על השירותים הפיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על הגופים המוסדיים) התשע"ב-2012, השקעה מחוץ לישראל מותרת בנכסים המושקעים במדינת חוץ מאושרת (מדינה המדורגת בדירוג השקעה או מדינה החברה בארגון OECD). זאת בכפופות למגבלות פיזור ההשקעות החלות על כל השקעה בנכסים בארץ ובחו"ל. משמעות הדבר היא שאין מגבלה כמותית על השקעה בנכסים מחוץ לישראל וכן על חשיפות למט"ח ולנכסים זרים, והן נתונות לשיקול דעתם של הגופים המוסדיים.

⁵ נוסף על החשיפה הישירה לנכסים זרים המתוארת במסמך זה, קיימת חשיפה עקיפה הנובעת מהשקעות המוסדיים בחברות ציבוריות ישראליות, החשופות להתפתחויות בחו"ל, ובפרט לירידה בערכם של מניות זרות, כתוצאה מפעילותן במדינות השונות. להרחבה ראו עמוד 23 במאמר "החשיפה לחו"ל של החברות הציבוריות הנסחרות בבורסה לני"ע בת"א", שניר אפק ונדב שטיינברג, 2016. <http://www.boi.org.il/he/Research/DocLib/dp201610h.pdf>

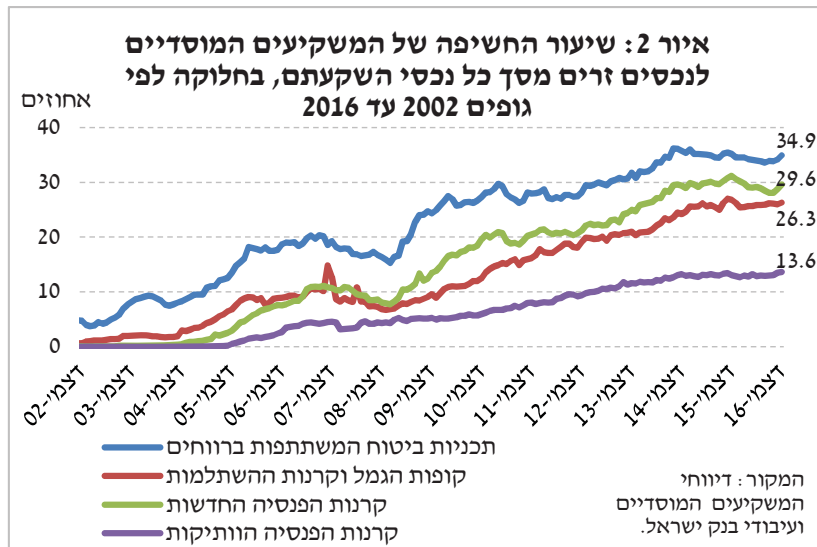
- שהמדד מייצג נגזרת מיהאקוויוולנט המנייתי בחוזה⁶.
- באמצעות אופציות – היתרה מחושבת לפי מודל Black & Scholes במונחי דלתא⁷. שיעור החשיפה של המשקיעים המוסדיים לנכסים זרים היה בדצמבר 2016 כ-25%, ויתרת החשיפה לנכסים זרים הסתכמה בכ-88 מיליארדי דולרים. איור 1 מלמד שמרבית ההחזקות בנכסים זרים הן באמצעות מניות, חוזים עתידיים, אופציות על מדדי מניות בחו"ל (61%) ואג"ח (20%).



איור 2 מראה מגמה רב-שנתית של הגדלת החשיפה לנכסים זרים בכל הגופים. בשיעורי החשיפה ניכרת שונות. השיעור הגבוה ביותר (34.9%, נכון לדצמבר 2016) נרשם בחברות הביטוח; זאת על רקע העדר מגבלת מיסוי על השקעות בחו"ל, שחל אך ורק על חברות הביטוח בתכניות המשתתפות ברווחים. בקרנות הפנסיה הוותיקות שיעור החשיפה לנכסים זרים הוא הנמוך ביותר (13.6% נכון לדצמבר 2016). זאת משום שקרנות אלו נסגרו להצטרפות של עמיתים חדשים בשנות ה-90 סביר אפוא שמרבית הכספים המנוהלים על ידן הם עבור עמיתים הקרובים לגיל פרישה, ועל כן התיק המנוהל עבורם בקרנות אלו הוא בפרופיל סיכון נמוך: כ-58% מסך נכסי קרנות הפנסיה הוותיקות מושקעים באג"ח ממשלתיות לא סחירות, כולל אג"ח מיועדות וכספי סיוע.

⁶ הערך השקול של הסכום השקלי הנקוב בחוזה מחושב כערך הנוכחי של שער הספוט מהוון בתשואת הדיבידנד של המדד ומוכפל בערך הנומינלי של החוזה: $AmSe-dFt$, כאשר Am – הערך הנומינלי של החוזה; S – שער הספוט על המדד; d – תשואת הדיבידנד השנתי על המדד; t – הזמן שנותר עד לפקיעת החוזה, במונחים שנתיים.

⁷ בכמה יושפע מחיר האופציה בגין שינוי בנקודת אחוז בנכס הבסיס.



3.2 יתרת החשיפה למט"ח

- יתרת החשיפה של המשקיעים המוסדיים למט"ח (לשינויים בשער החליפין של השקל) מחושבת כחיבור של שתי יתרות:
1. יתרת החזקות בנכסים מאזניים הנקובים במט"ח ובנכסים מאזניים הצמודים למט"ח (להלן "נכסי מט"ח");
 2. יתרת החזקות בנכסים חוץ-מאזניים בש"ח/מט"ח:

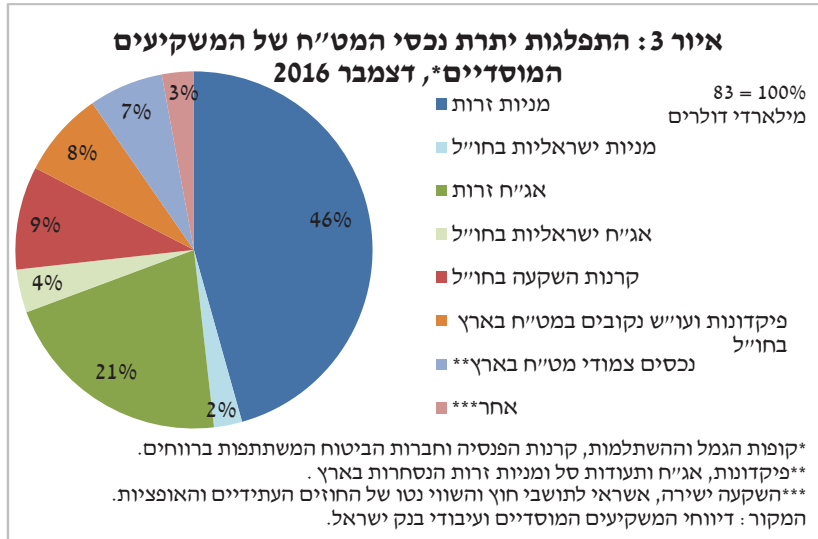
1. יתרת החזקות בנכסי מט"ח כוללת בעיקר את ההשקעה במניות ובאג"ח של ממשלות וחברות זרות הנסחרות בחו"ל במישרין ובאמצעות קרנות השקעה, אך גם את ההשקעה בניירות ערך ישראלים הנסחרים בחו"ל, בהנחה שהם מייצרים חשיפה למט"ח בגלל מקום המסחר בהם. היתרה כוללת גם את הפיקדונות במט"ח בארץ ובחו"ל ואת ההשקעה בניירות הערך הנקובים במט"ח והצמודים למט"ח הנסחרים בארץ.

ניתן לראות באיור 3 כי יתרת נכסי המט"ח של המשקיעים המוסדיים עמדה בדצמבר 2016 על כ-83 מיליארדי דולרים, ומרבית החזקותיהם בנכסי מט"ח הייתה באמצעות מניות זרות (46%) ואג"ח זרות (21%).

2. יתרת החזקות בנכסים חוץ-מאזניים היא יתרת הנכסים או ההתחייבויות במכשירים פיננסיים נגזרים בש"ח/מט"ח – אופציות וחוזים עתידיים – כלומר יתרת העסקאות הפתוחות במכשירים אלו למכירת מט"ח כנגד שקלים, המשקפת את פעולת הגידור. הדיווח של הגופים על יתרת זו מבוסס על החישוב כדלקמן:

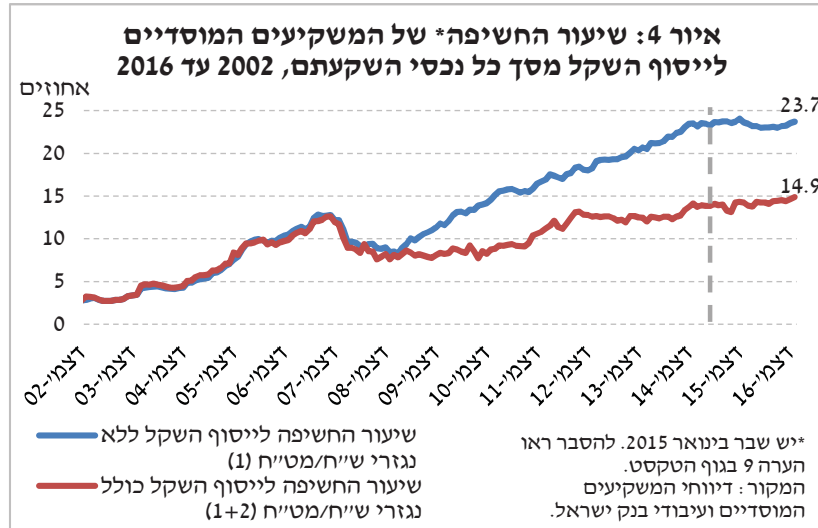
- באמצעות חוזים עתידיים – יתרת החשיפה השקלית בעסקה עתידית על מט"ח (במונחי שקלים) נגזרת מ'האקוויוולנט השקלי' בעסקה⁸.
- באמצעות אופציות – היתרה מחושבת לפי מודל Black & Scholes המותאם למט"ח במונחי דלתא.

⁸ לאופן החישוב ראו הערה 6 לעיל. בכל מקום שכתוב שם 'יתשואת הדיבידנד של המדד' יש להחליף לשיעור הריבית על המט"ח.



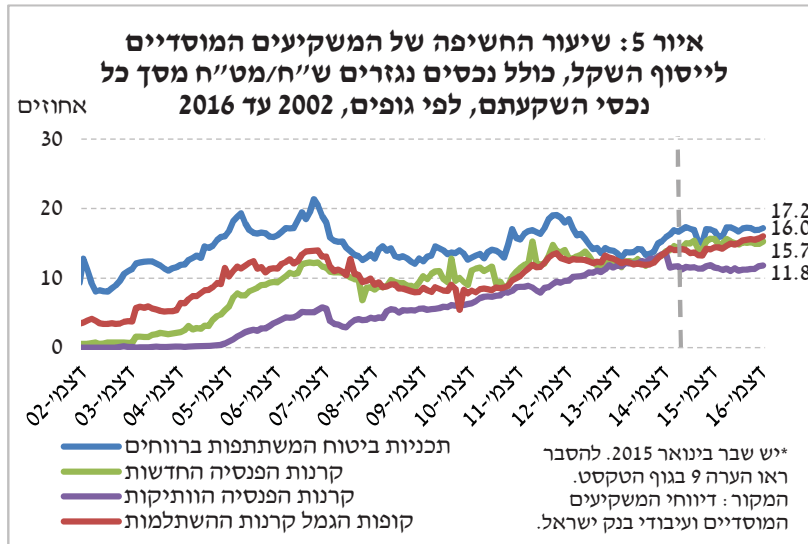
איור 4 מציג את שיעור החשיפה של המשקיעים המוסדיים לייסוף השקל מול מט"ח⁹ מסך כל נכסי השקעתם בשנים 2002–2016: החשיפה ללא הפעילות בנגזרי ש"ח/מט"ח, המתוארת לעיל כיתרה 1, מול סך כל החשיפה, המחושבת כחיבור של יתרות 1 ו-2.

בשנים 2004–2008 המשקיעים המוסדיים לא גידרו את השקעותיהם, משמע שכל השקעה במט"ח הייתה גם חשיפה למט"ח. מאז 2008, תחילת המשבר הפיננסי העולמי ומגמת הייסוף המתמשכת בשער החליפין, החלו המשקיעים המוסדיים לגדר את חשיפתם לייסוף השקל באמצעות מכשירים פיננסיים נגזרים, ועל ידי כך הקטינו את שיעור חשיפתם למט"ח. בדצמבר 2016 עמד שיעור החשיפה לייסוף השקל ללא נגזרים על כ-23.7%, בעוד ששיעור החשיפה לייסוף השקל כולל נגזרים עמד על כ-14.9%, מצב המשקף גידור של כ-9 נקודות אחוז.



⁹ מינואר 2015 נוקטים חלק מהמדווחים שיטת חישוב שונה לסיפוף נכסים עתידיים/נגזרים-ש"ח/מט"ח, שינוי שאינו מאפשר השוואה וחישוב השינויים בין היתרה לסוף חודש ינואר 2015 ליתרה לתקופות קודמות (איורים 4 ו-5).

מאיור 5 ניתן ללמוד כי משנת 2002 השונות בחשיפות למט"ח של הגופים המוסדיים הייתה גבוהה. בשנת 2008 החלה בגופים השונים מגמת התכנסות של שיעורי החשיפה למט"ח, וזו הואצה באמצע שנת 2012, בשונה משיעורי החשיפה לנכסים זרים, שהוצגו באיור 2. יחד עם מגמה זו, למשקיעים המוסדיים השונים שיעורי חשיפה שונים לייסוף השקל מול מט"ח: בתכניות ביטוח המשתתפות ברווחים שיעור החשיפה למט"ח הוא הגבוה ביותר – כ-17.2% בסוף חודש דצמבר 2016 – ואילו השיעור הנמוך ביותר, 11.8%, הוא בקרנות הפנסיה הוותיקות.



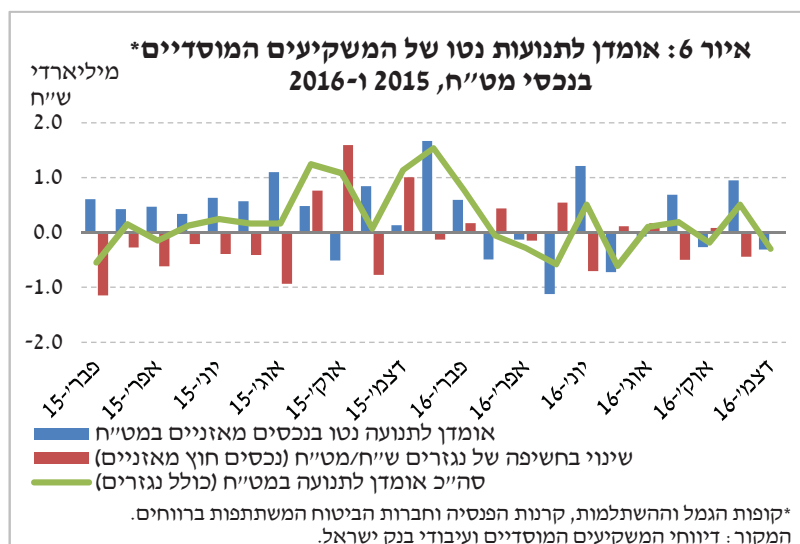
3.3 אומדן לתנועות נטו בנכסים החשופים למט"ח

אומדן התנועות נטו בנכסים החשופים למט"ח משקף את הפעילות הכלכלית של המשקיעים המוסדיים במט"ח, ובה שני רכיבים – השקעות ומימושים נטו בנכסים במט"ח ועסקאות שנקשרו ונפרעו נטו במכשירים נגזרים שקל/מט"ח. אומדן הרכיב הראשון, השקעות ומימושים נטו בנכסים במט"ח, אינו זהה להפרש בין יתרת הנכסים במט"ח בסוף תקופה לבין יתרתה בתחילת תקופה, משום שישנם רכיבים נוספים המסבירים את ההפרש בין שתי היתרות – השפעת מחיר והשפעות אחרות, כצבירות או תשלומי ריבית. האומדן לתנועה נטו ברכיב השני של הנגזרים זהה להפרש היתרות במכשירים אלו. האומדן מחושב באופנים שונים לגבי הגופים המוסדיים השונים עקב אילוצים של זמינות הנתונים, שיפורטו בהמשך.

3.3.1 קופות הגמל, קרנות הפנסיה וקרנות ההשתלמות: במקורות הנתונים יש דיווח ישיר של גופים אלה על תשלומיהם לנכסים (רכישת נכסים) ועל תקבוליהם מנכסים (מכירת נכסים). על כן תנועות ההון של גופים אלו מחושבות כתנועות נטו (התשלומים פחות התקבולים) שהתבצעו במהלך התקופה המדווחת. תשלומים-תקבולים אלה הם כל כניסה של כספים לקופות ויצאה מהקופות, ועל כן הם כוללים בתוכם גם תנועות אחרות. בנכסים החוץ-מאזניים (כגון נגזרים) ובסעיפי המזומן והעו"ש התנועה מחושבת כהפרש היתרות.

3.3.2 ביטוח: במקורות הנתונים אין, כאמור, דיווח ישיר על תשלומיהן של חברות הביטוח לנכסים ועל תקבוליהן מנכסים, ועל כן מחושב אומדן לתנועה נטו בנכסי המט"ח כדלקמן: מההפרש בין יתרת החשיפה למט"ח של חברות הביטוח בסוף תקופה לבין יתרתה בתחילת תקופה מנכסים אומדן להשפעת המחיר והשפעות אחרות. בחישובו של אומדן זה ההנחה היא

השפעת המחיר בנכסים השונים המוחזקים בידיהן דומה בשיעורה להשפעת המחיר בנכסים המקבילים המוחזקים בידי הגופים שמדווחים. לפיכך אומדני השפעת המחיר וההשפעות האחרות במהלך התקופה מחושבים בנפרד, בהתאם לסוג הנכסים שמחזיקים הגופים המדווחים. אומדנים אלו מופעלים על היתרות של חברות הביטוח, וזאת בסעיפים הבאים: מניות זרות וישראליות בחו"ל; אג"ח זרות וישראליות בחו"ל; קרנות השקעה בחו"ל; אג"ח צמודות למט"ח בארץ; תעודות סל המחקות מדדים בחו"ל ומניות זרות הנסחרות בארץ. התנועה נטו של שאר הסעיפים¹⁰ המרכיבים את החשיפה של חברות הביטוח למט"ח מחושבת כהפרש היתרות.



מאיור 6 ניתן לראות כי כצפוי, במרבית החודשים הגופים המוסדיים משקיעים בנכסים מאזניים במט"ח, ואילו בתנועות בנגזרים ניכרת תנודתיות רבה בשני הכיוונים, בהתאם לשינויים בשער החליפין של השקל: בתקופות שבהן השקל יוסף הגופים מוסדיים מגדילים את העסקאות העתידיות של מכירת מט"ח, ובכך מגדירים את מרבית התנועה השולית בנכסי המט"ח.

4. השוואה בין-לאומית

מתודולוגיה ומגבלות

היכולת לערוך השוואה בין-לאומית של נתוני המשקיעים המוסדיים מוגבלת ומורכבת יותר מאשר בנתונים אחרים. זאת מפני שבנתוני המוסדיים ההבדלים בין המדינות השונות משקפים הבדלים מהותיים ביניהן בכל הנוגע להסדרי הפנסיה, המיסוי, החיסכון ארוך הטווח וסוגי הגופים המוסדיים. בהשוואה בין-לאומית של נתוני החשיפות למט"ח ולנכסים זרים, כרוך קושי מעשי נוסף: לרוב נתוני החשיפות של המוסדיים אינם זמינים לציבור, וחלקם אף אינם קיימים באופן שוטף. עם זאת ישנן מדינות המפרסמות את המאזנים הפיננסיים של המשקיעים המוסדיים השונים מול מגזרים נגדיים, ומתוכם ניתן לאמוד את היקף הנכסים של הגופים מול תושבי חוץ. למעשה, מדינות רבות מתייחסות לנתונים על יתרות הנכסים וההתחייבויות (המאזניים)

¹⁰ פיקדונות ועו"ש נקובים במט"ח וצמודים למט"ח בארץ ובחו"ל, הלוואות שניתנו לתושבי חוץ, השקעות ישירות, נכסים בש"ח שהנפיקו זרים וחוזים עתידיים ואופציות ש"ח/מט"ח.

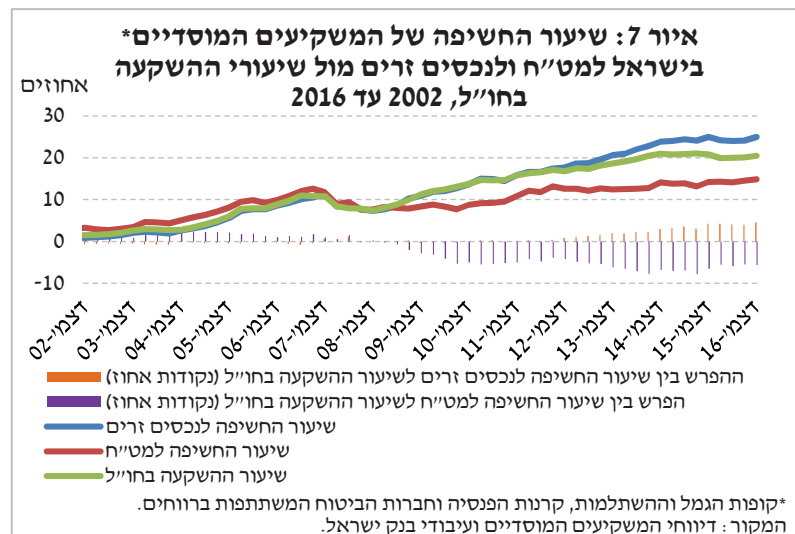
של המוסדיים מול תושבי חוץ¹¹ כאל אומדן של חשיפתם לנכסים זרים. נוסף על אלה ישנן מדינות המחשבות חשיפות למט"ח באופן לא שוטף על ידי סקרים, הנערכים לעיתים רחוקות. מלבד זאת, החשיפות המחושבות באותן המדינות נסבות על כלל המגזרים במשק, והמשקיעים המוסדיים מסווגים כחלק מ"המגזר הפיננסי האחר"¹² ('Other Financial Corporations').

בהשוואת נתוני ישראל לנתוני מדינות אחרות יש להביא בחשבון שבמדינות מסוימות, כגון מדינות בגוש האירו, יש הבדל משמעותי בין החשיפה של המוסדיים למט"ח לבין חשיפתם לנכסים זרים. זאת משום שהשקעותיהם מרוכזות בשאר מדינות הגוש, ובמצב זה הם כמעט לא חשופים לסיכונים מטבע, בעוד שהם חשופים לנכסים זרים. על כן לא ניתן להשוות את ישראל למדינות אלו.

בדומה לנהוג במדינות אחרות, החברות בארגון OECD, החטיבה למידע ולסטטיסטיקה בבנק ישראל מדווחת לארגון אחת לרביע על השקעות המשקיעים המוסדיים לפי סוגי הנכסים¹³. דיווח זה כולל גם מידע על נכסי קרנות הנאמנות ותיק הנוסטרו של חברות הביטוח. נוסף על כך, שולחת רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון לארגון ה-OECD דיווחים על קרנות הפנסיה בלבד, המציגים את התפתחות נכסיהן לפי התפלגויות שונות.

במאגר נתוני OECD ישנם נתונים על השקעות המוסדיים בחו"ל בלבד, המציגים את החזקותיהם בנכסים מאזניים לפי מקום המסחר בהם.

בישראל, כפי שתואר לעיל, הגדרת ההשקעה בחו"ל שונה מהגדרת החשיפה למט"ח וגם מהגדרת החשיפה לנכסים זרים. כפי שניתן להתרשם מאיור 7, נובעים מהבדלי ההגדרות הבדלים בין הנתונים בפועל. מתברר כי בשנים 2002–2009 היה פער חיובי בין שיעור החשיפה למט"ח לשיעור ההשקעה בחו"ל. החל משנת 2009 פער זה שלילי, וזאת בהשפעת השימוש במכשירים פיננסיים נגזרים לצורכי גידור ושמירה על יעד שיעור ההשקעה במט"ח. פער זה עמד בדצמבר 2016 על כ-6 נקודות האחוז. לעומת זאת הפער בין שיעור החשיפה לנכסים זרים לבין שיעור ההשקעה בחו"ל נפתח רק בשנת 2011, ונותר חיובי לאורך כל התקופה; זאת על רקע התפתחות אפיקי השקעה נוספים – נגזרים ותעודות סל הנסחרות בארץ ומחקות מדדים בחו"ל. פער זה עמד בדצמבר 2016 על כ-5 נקודות האחוז.



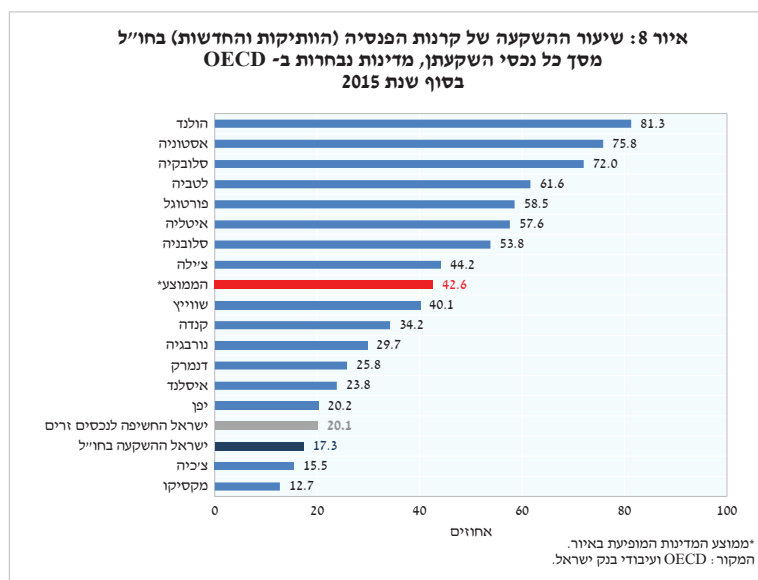
¹¹ International Investment Position - IIP

¹² הכוונה למוסדות הפיננסיים הלא בנקאיים, ובהם, בין השאר, קרנות הפנסיה, חברות הביטוח ומנהלי ההשקעות.

¹³ The Institutional Investors' Assets and Liabilities Questionnaire (TABLE 7II)

נתונים חלקיים

בגלל מגבלות אלה, המונעות השוואה בין-לאומית נאותה של נתוני החשיפות, הסתפקנו בהשוואה של שיעור ההשקעה בחו"ל בנקודת זמן אחת במדינות שונות, וזאת על בסיס סקירה שנתית של ארגון ה-OECD¹⁴, המתמקדת בשוק קרנות הפנסיה בלבד. לשם הבהירות הוספנו את הנתון של חשיפת קרנות הפנסיה (הוותיקות והחדשות) בישראל לנכסים זרים, לפי ההגדרה שלנו. בכפוף למגבלות שתוארו לעיל, ההשוואה מלמדת כי שיעור ההשקעה של קרנות הפנסיה הישראליות בחו"ל נמוך ביחס לממוצע המדינות הנסקרות (איור 8).



אין בידינו פרסום המשווה באופן שיטתי נתונים על החשיפות של מדינות שונות למט"ח ולנכסים זרים, הדומים לנתונים המחושבים על ידינו. בכל זאת, מצאנו מדינה אחת המנתחת את חשיפת המשק שלה למט"ח ואת גידורה - אוסטרליה. בשנת 2013 פרסם הבנק המרכזי האוסטרלי דוח¹⁵, על סמך נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, שעורכת סקר אחת לארבע שנים. הסקר מתמקד בחשיפות המשק האוסטרלי למט"ח לפי המגזרים השונים, ביניהם המגזר הפיננסי האחר, הכולל את הגופים המוסדיים. מדוח זה עולה כי שיעור החשיפה של המגזר הפיננסי האחר באוסטרליה למט"ח היה בדצמבר 2013 כ-35%. שיעור החשיפה של הגופים המוסדיים בישראל, נמוך הרבה יותר – כ-12.5% בדצמבר 2013. (בדצמבר 2016 הוא עמד על כ-14.9%).

¹⁴ OECD Global Pension Statistics

¹⁵ Foreign Currency Exposure and Hedging in Australia | Bulletin – December Quarter 2013 | RBA