

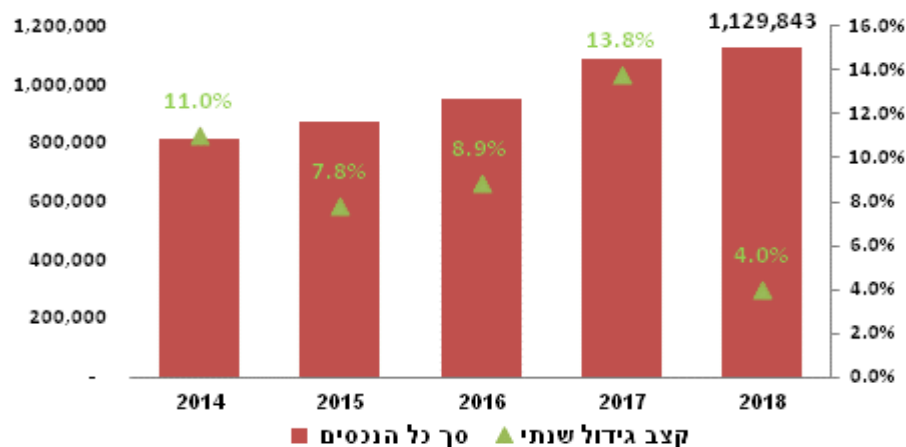
יז באלול תשע"ח, 28 באוגוסט 2018

## הר הכסף ממשיך לצמוח

- תיק הנכסים של החיסכון הפנסיוני צמח בקצב מהיר בשנים האחרונות לאור הרפורמה בפנסיה, העלאות שכר ותשואה חיובית בשווקים הפיננסיים. השלמת הרפורמה ב-2017 צפויה להוביל להאטה בקצב הגידול של תיק הנכסים בשנים הבאות.
- בחודשים האחרונים חל גידול דינמי בהקצאת הנכסים להשקעות בחו"ל, בין היתר, לאור הגידול המהיר בנכסים, לצד צמיחה איטית יותר של שוק ההון המקומי (הנפקות אג"ח ומניות).
- קרנות הפנסיה חשופות פחות לאג"ח הסחיר (ממשלתי וקונצרני), ולכן צפויות להיפגע פחות, בהשוואה ליתר אפיקי החיסכון, במקרה של העלאות ריבית בישראל, ובעקבותיהן עלייה בתשואת האג"ח.

1.13 טריליון שקל, זהו הסכום שניהלו הגופים המוסדיים<sup>1</sup> נכון לסוף המחצית הראשונה של 2018. מדובר על גידול של 4% מתחילת השנה וכמעט 40% מדצמבר 2014. הגידול החד בנכסים נבע מהשלמה של הרפורמה בשוק הפנסיה (פנסיה חובה והגדלת שיעור ההפרשות), העלאות השכר במשק, פתיחתן של קופות גמל להשקעה והתוכנית "חיסכון לכל ילד" ותשואה חיובית בשווקים הפיננסיים. כבר עתה, לאחר השלמת הרפורמה והגידול החד פעמי שנבע מהשקת קופות הגמל להשקעה ותוכנית חסכון לכל ילד, אנו רואים האטה בקצב הגידול של הנכסים, על אף תנאי השוק החיוביים.

תיק הנכסים של המוסדיים<sup>1</sup> (במיליוני ₪)

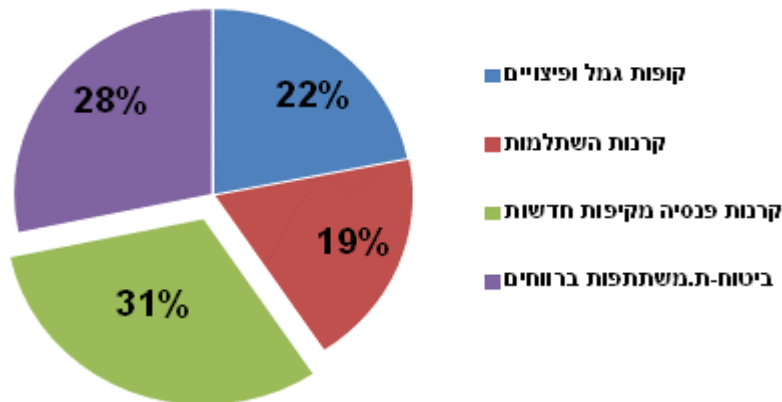


<sup>1</sup> לא כולל פנסיות וותיקות, פוליסות ביטוח מבטיחות תשואה וקרנות נאמנות

תיק הנכסים של המוסדיים הוא למעשה החיסכון לטווח ארוך או החיסכון הפנסיוני של הציבור. בנטרול קרנות הנאמנות (שהם נכס נזיל, ולכן לא חלק מהחיסכון הפנסיוני), קרנות הפנסיה הוותיקות ופוליסות ביטוח מבטיחות תשואה אנו יכולים ללמוד על ההתנהגות של המוסדיים בשוק ההון.

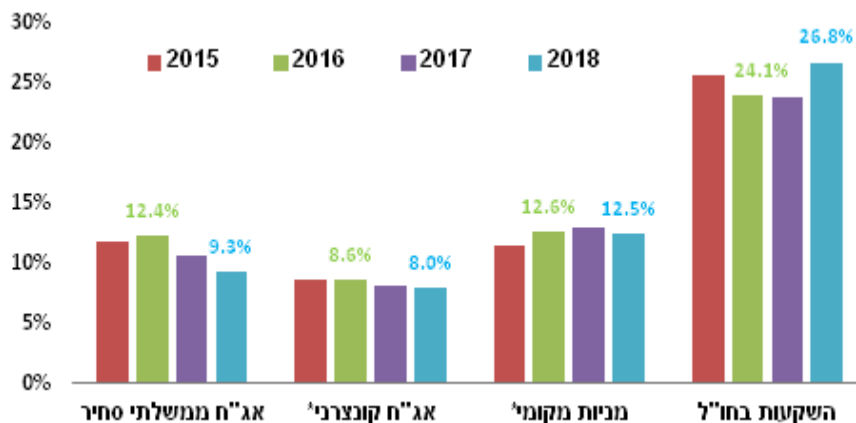
**החיסכון הפנסיוני מורכב מ-4 אפיקים מרכזיים:** קרנות הפנסיה, קופות גמל ופיצויים, ביטוחי חיים וקרנות השתלמות, וגם אותם נכון לחלק לקרנות הפנסיה, הנהנות מאגרות החוב המיועדות, והקבוצה השנייה תכלול את יתר האפיקים הפנסיוניים (האפיקים ללא רשת בטחון ממשלתית בדמות אג"ח מיועדות).

**שווי הנכסים באפיקים השונים מסך החיסכון הפנסיוני**



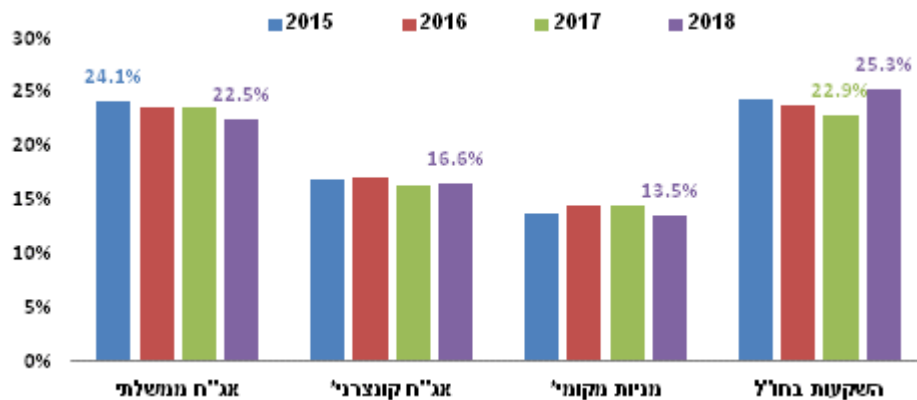
**קרנות פנסיה זכאיות לאג"ח ממשלתיות לא סחירות, צמודות מדד, בעלות קופון של 4.8% ל-10 שנים, בהיקף של עד 30% מתיק הנכסים.** לשם השוואה, אג"ח ממשלתית סחירה, עם אותו תאריך פדיון, תסחר בשוק בתשואה של כ-0.4%. כלומר, מבחינת החלטות השקעה, אין כן באמת דילמה, וקרנות הפנסיה מנהלות למעשה רק את 70% הנותרים מסך נכסיהן. את ההקצאה לאפיק הממשלתי הסחיר קרנות הפנסיה מצמצמות בעקביות מרמה של 12.4% בסוף 2016 ל-9.3% בסוף יוני 2018. במקביל, ובמיוחד בחודשים האחרונים, חלה האצה בקצב יציאת הכספים להשקעות בחו"ל. בדיעבד, אנו יודעים להצדיק את צמצום הרכיב הממשלתי במחירים הגבוהים בשוק המקומי והצפייה לתחילת העלאות הריבית. עם זאת, האצת ההשקעות בחו"ל מקורה בגידול החד בנכסים, לצד גידול איטי יותר של השווקים הפיננסיים בישראל (הנפקות אג"ח ומניות).

**התפתחות אפיקי ההשקעה בתיק הנכסים של קרנות הפנסיה החדשות, כולל תעודות סל\***



**בדומה לקרנות הפנסיה, גם באפיקי החיסכון ארוך הטווח האחרים (קופות גמל, ביטוחי חיים וקרנות השתלמות) קצב הגידול המהיר של הנכסים, מוביל לגידול בהקצאת ההשקעות לחו"ל.** משקל ההשקעות בחו"ל עלה מרמה של 22.9% בדצמבר 2017 לרמה של 25.3% ביוני 2018. בהיעדר אג"ח מיועדות, האפיק הממשלתי הסחיר והאג"ח הקונצרני תופסים נתח משמעותי יותר, בהשוואה לקרנות הפנסיה, ומהווים 22.5%-ו-16.6% מסך הנכסים, בהתאמה. גם כאן, רמת התשואה הנמוכה הובילה לצמצום אקטיבי של הרכיב הממשלתי והקונצרני בתיק הנכסים.

**התפתחות אפיקי ההשקעה בתיק הנכסים המצרפי של קופות הגמל, ביטוח חיים וקרנות ההשתלמות, כולל תעודות סל\***



ההבדלים בחשיפה מובילים לכך שקופות הגמל, פוליסות הביטוח וקרנות ההשתלמות חשופות יותר לסיכונים, הנובעים מהעלאות הריבית הצפויות של בנק ישראל, ובעקבותיהן עליית התשואות. לפי המגולם בשוק ההון, בנק ישראל צפוי להתחיל עם העלאות הריבית עוד השנה, ובנוסף עוד העלאה אחת או שתיים במהלך 2019. להערכתנו, תוואי העלאות הריבית ב-2019 יהיה מהיר יותר ומכאן שנצפה לראות עליית תשואות משמעותית יותר ממה שראינו מתחילת השנה באפיק הממשלתי והקונצרני. האג"ח הממשלתי הסחיר והאג"ח הקונצרני מהווים כמעט 40% מסך הנכסים המצרפי של קופות הגמל, ביטוחי החיים וקרנות ההשתלמות, לעומת 17% בלבד בקרנות הפנסיה. על כן, ביצועי חסר הצפויים באפיקים אלו צפויים להוביל לתשואה נמוכה יותר בקופות הגמל, ביטוחי החיים וקרנות ההשתלמות בהשוואה לתשואות של קרנות הפנסיה.

לסיכום, אג"ח המיועדות משמשות כ"עוגן" לתשואה בסיסית בקרנות הפנסיה, ומאפשרת למנהלי הקרן להקטין חשיפה לשוקי האג"ח (ממשלתי וקונצרני), לאחר העליות החדות של השנים האחרונות. מנגד, יתר אפיקי החיסכון הפנסיוני צפויים לסבול מביצועי חסר בתקופה של העלאות ריבית. כמובן, שבמונחי טווח ארוך, הפערים צפויים להצטמצם, אבל חשוב להכיר את הבדלי החשיפה, לאור הדומיננטיות של אגרות החוב בתיק הנכסים ולקראת תחילת העלאות הריבית, אולי כבר בחודשים הקרובים.

הסקירה הוכנה על ידי מחלקת מאקרו כלכלה, בנק דיסקונט

נכתב על ידי: שי גוילי, אנליסט מאקרו ושווקים [shay.gvily@dbank.co.il](mailto:shay.gvily@dbank.co.il)

מנהלת המחלקה: נירה שמיר, כלכלנית ראשית, [nira.shamir@discountbank.co.il](mailto:nira.shamir@discountbank.co.il)

**הערות ואזהרות כלליות מטעם בנק דיסקונט לישראל בע"מ:**

הניתוח הכלול בסקירה זו הינו למטרת אינפורמציה בלבד ואין לראות בו המלצה, תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל לקוח או הזמנה לייעוץ כאמור או הצעה להחזיק/לקנות/למכור ני"ע או נכסים פיננסיים או התחייבות של בנק דיסקונט לישראל בע"מ (להלן: "הבנק") לייעוץ ללקוחותיו בהתאם לאמור בו.

הניתוח מתפרסם בהתבסס, בין היתר, על נתונים ומידע גלויים לציבור שהונחו כמהימנים מבלי שנבדקו עצמאית, העשויים להיות חסרים, בלתי מדויקים, בלתי מעודכנים ואינם מתיימרים להוות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה או להחליף את שיקול דעתו העצמאי של הקורא. הדעות המובאות בסקירה מייצגות את עמדת מחבריה והן אינן זהות בהכרח לעמדת יועצי ההשקעות בבנק. הדעות האמורות נכונות ליום פרסומן לראשונה והן יכולות להשתנות בכל עת ללא הצורך בהודעה מוקדמת. הניתוח מופץ כחלק מתפוצה רחבה, וגם אם במסגרת תפוצה רחבה זו, הוא מגיע אליך אישית באמצעות הדוא"ל או בכל דרך או מדיה אחרת, אין לראות בו משום ניתוח או סקירה המותאמים לצרכיך ולנתונים האישיים שלך, לא מבחינת תוכן הניתוח, לא מבחינת סוגי הני"ע והנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ככל שיהיו ולא מכל בחינה אחרת. עשוי להיות למחברי הסקירה ו/או לבנק עניין אישי בנושא הסקירה. הבנק וכל חברה קשורה אליו ו/או בעלי מניותיו ו/או עובדיו ו/או מי מטעמו אינם לא יהיו אחראים לכל אי דיוק, שגיאה או כל פגם אחר בסקירה זו, לרבות ביחס לנתונים ו/או לכל נזק, ישיר או עקיף, שייגרם, אם ייגרם, כתוצאה מהסתמכות על סקירה זו, ואינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט. אין להפיץ, להעתיק, לפרסם או לעשות כל שימוש אחר בסקירה זו ללא אישור הבנק מראש ובכתב. העברת הסקירה ופרסומה במלואה או בחלקה, ללא קבלת אישור הבנק כאמור לעיל הינה אסורה בהחלט. הבנק ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע עסקאות בבורסה ובפעילות בנקאית לסוגיה, ועשויים להחזיק ו/או לבצע, בין היתר, עסקאות בנייר הערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בסקירה זו, ככל שנזכרים, בהתאם או שלא בהתאם לאמור בה. תיתכן אפשרות שבסקירה נפלו שיבושי הגהה, ניסוח, טעויות, אי דיוקים וכו' למרות שהבנק נוקט באמצעים ככל יכולתו למונעם. השימוש באינטרנט חשוף לתקלות וסיכונים הטבעיים ברשת האינטרנט ובמערכות ממוחשבות על אף שהבנק נוקט בכל האמצעים הסבירים למניעת תקלות וסיכונים, כאמור. לפיכך לא ישא הבנק באחריות לנזק ו/או הפסד ו/או הוצאה ו/או תוצאה שנגרמה כתוצאה משיבוש ו/או הפסקה בקווי התקשורת ו/או בהעברת הנתונים ככל שאלו נגרמו מתקלות שאינן בשליטת הבנק ושהבנק לא יכול היה למונען במאמץ סביר.