

המשקיעים יורים לכל הכיוונים

18.1.2006 | 08:12 אסף רותם

4 מיליארד שקל הוסטו לחו"ל דרך קרנות נאמנות שמשקיעות במניות מחוץ לגבולות ישראל ב-2005, לאחר שבכל 2004 גייסו קרנות חו"ל מיליארד שקל בלבד. בערך מחצית מ-4 מיליארד השקלים גויסו בחודשיים האחרונים של 2005, מה שמצביע על קצב גיוסים של כמיליארד שקל בחודש. ההערכות ל-2006 הן כי המגמה תימשך וכי עוצמתה תגבר. הערכות זהירות מדברות כיום על 10 מיליארד שקל שייצאו מהשוק המקומי.

מצד שני, השקיעו זרים 2.1 מיליארד דולר בבורסה בישראל. תנועות ההון האדירות והמהירות מתעלמות כיום מכל גבול פוליטי, מדיני או תרבותי ומתמקדות בכלכלה בלבד: פיזור סיכונים ותשואות עודפות. אך בזמן שישראל מהווה חלק מגל תנועות ההון הגלובלי, היא מהווה רק רכיב קטן שלו.

"השקעות גלובליות הן דבר חדש בכל העולם. רק בשנתיים האחרונות גילו האמריקאים את העולם, גם לצורך הקטנת סיכון וגם להשגת תשואות. כיום, כ-20% מכספי מנהלי ההשקעות בארה"ב מוסט לשווקי חו"ל. ואולם, גם כיום, רוב ההשקעות האמריקאיות שיוצאות החוצה הן לשווקים מפותחים ובפרט אירופה", אומר ארז צדוק, חבר בצוות ההשקעות הגלובלי של בית ההשקעות האמריקאי CMA ומנכ"ל בית ההשקעות גרין בול מקבוצת דיסקונט, שמתמחה בהשקעות גלובליות.

"במקביל, יש מגמה בעולם להעביר כספים ממדינות מפותחות לשווקים מתפתחים - בשביל פיזור סיכון. אבל בעיקר גם בשביל תשואות. קמו קרנות שמטרתן לענות על הדרישה העולמית לגיוון ההשקעות וכך היה גם בישראל. זה החל בטפטוף, חלק אפילו חיפשו מחסה מפני המצב בישראל ב-2002.

"אני זוכר שכאשר הצעתי לאנשים להשקיע בחו"ל, שאלו אותי אם אפשר לקבל את המספר של איש הקשר בחו"ל, למקרה שמשוהו יקרה לי. לא היתה הבנה שהוצאת כספים היא כלי חשוב להשקעה. בעיית הסחירות בישראל גם מקשה על גופים מוסדיים מקומיים וזו סיבה נוספת לכך שמוסדיים גדולים יוצאים לחו"ל".

עמי סגל, נשיא חברת פורום שמייצגת את חברות הקרנות וואנגארד ווולינגטון בישראל, מוסיף: "המגמה מתעצמת גם ללא אירועים שגורמים לנהירה אל הדולר. ברור שיציאת הכספים מתעצמת כאשר אנשים נלחצים ולאחר אירועים משמעותיים, ולא דווקא כלכליים. אולם אז, הם לא מחפשים תשואות אלא מחסה מול האימונים, ובראשם הדולר. רק לאחר תקופה מסוימת הם שבים ומחפשים תשואות. לא מספיק לחפש תשואות מעבר לים, צריך לגוון את ניהול הנכסים. כאשר מעבירים נכסים לשוק האמריקאי לא משקללים את העובדה שלשוק הישראלי יש מתאם גבוה עם זה האמריקאי, בגלל המניות הדואליות לדוגמה. לא כך התמונה עם שאר השווקים המתפתחים, ומציאת איזון נכון מורידה את הסיכון מבלי לפגוע בתשואה".

פיזור סיכונים

ואולם, המגמה היא דו כיוונית. תפקידם של המשקיעים הזרים בכלכלה הישראלית בולט בשנתיים האחרונות ואחזקותיהם מסך הנכסים הגיעו, לפי סקירה של דויטשה בנק, ל-12.5% - עדיין נמוך ביחס לשווקים בינלאומיים, אך שיפור משמעותי לעומת 10.5% ב-2004. עיקר הכסף הראשוני נכנס דרך השקעה פאסיווית, כלומר כתוצאה מהקצאת נכסים (Asset Allocation), בפרט דרך השקעה באינדקסים, ולא מתוך השקעה אקטיבית מוטית ניתוח מניות ספציפיות.

במילים אחרות, הגל הראשון הגיע פשוט מתוך פיזור סיכונים של קרנות הענק האמריקאיות. וואנגארד מנהלת כטריליון דולר. אם 1% מזה יוצא לשווקים מתפתחים, ומתוך זה עשירית מופנה למזה"ת, מדובר במיליארד דולר. נניח שחלקה של ישראל, כחלוקה פנימית בתוך האזור עומד על רבע - קיבלנו 250 מיליון דולר שהקרן השקיעה בישראל בשנה החולפת. מסקירת דויטשה בנק עולה כי חלק מהעליות של השבוע האחרון, שמתקנות את הנפילות של "אפקט שרון", נבעו מהזרמה של 3.2 מיליארד דולר לקרנות השווקים המתפתחים בשבוע האחרון.

השוואת המיסוי כגורם מעודד

נקודה נוספת מעניינת היא תחילת ההשקעה האקטיווית במקביל ליציאת הכספים החוצה, וזאת רק לאחר השוואת שיעורי המיסוי למקומיים בין השקעה מקומית להשקעה זרה. סגל: "משקיעים זרים הגדילו את השקעתם האקטיווית בישראל רק לאחר השוואת המיסוי בין השקעה בישראל לבין השקעה בחו"ל. למעשה, זה חשף את האמונה במניות המקומיות כמבוססת על נתונים כלכליים, ולא על פערי מיסוי. מרגע שהשווה רמת המס, התייחסו לישראל כאל מדינה פתוחה יותר ואז ניתן גם להתייחס לתמחור בצורה טובה יותר".

צדוק: "יציאת כספים לחו"ל עוזרת גם בהכנסת כספים זרים. בדרך כלל, כאשר המשקיעים המקומיים מתרכזים רק בשוק המקומי - כך גדלה סטיית התקן שלו והאטרקטיוויות שלו מצטמצמת. בנוסף, יציאת כספים מעידה על תחכום גדול יותר מצד המשקיעים, דבר שמצמצם תנודות חזקות הנובעות מפאניקה בשווקים מתפתחים".

בעיית הסחירות הנמוכה

בעיה של השקעה אקטיווית בישראל נותרה הסחירות. כפי שפירסם דויטשה בנק, רק 40% מההון הסחיר נמצא בידי הציבור. זה מצמצם את הזרים מניות טבע הפועלים, לאומי וכי"ל. כל כניסה שלהם למניה אחרת תזניק את מחירה וחמור מכך, תקשה על יציאתם אם זו תיעשה באופן מידי. סגל: "עם כל הכבוד למניות השורה השנייה, ברמת סחירות כזו הן לא מעניינות את הזרים, ומגדילות את רמת הסיכון גם אצל מקומיים".

בנוסף, ככל שוק אחר, השוק המקומי חשוף לתנודות יומיות חזקות המושפעות מהפוליטיקה. האם ברמת המחירים והסיכון הקיימת השוק המקומי עדיין אטרקטיוויו? סגל: "מצד הזרים, הנחת העבודה היא שאם קדימה ממשיכה להיות דומיננטית, לא אמורה להיות פגיעה בדירוג, כפי שראינו בהודעות ההרגעה של חברות הדירוג בימים האחרונים. לא קרה משהו שישנה את הכלכלה או שישפיע על המניות המוכרות לזרים: טבע, הבנקים וכי"ל. אבל צריך לזכור שגם מי שמכר ביום חמישי והפסיד לכאורה 5%, לא מסתכל על זה כך. למשקיעים שעשו כאן 100% בשנתיים, 5% הם דמי יציאה סבירים".

צדוק לא מסכים עמו בנקודה זו: "העלויות בשוק המניות היו הרבה יותר חזקות מהצמיחה הכלכלית. לכן אנחנו במצב נייטרלי ואפילו בתשואת חסר ביחס לשווקים מתעוררים אחרים בעולם. צריך לזכור שמבחינה כלכלית, כמו תמ"ג ותפוקה, אנחנו מדינה מערבית לכל דבר. ההגדרה 'שוק מתעורר' נוגעת רק לשוק הפיננסי שלנו".