

התפתחות בהשקעות הגופים המוסדיים בחו"ל¹



רו"ח גיא לקן • האוניברסיטה העברית

תמצית

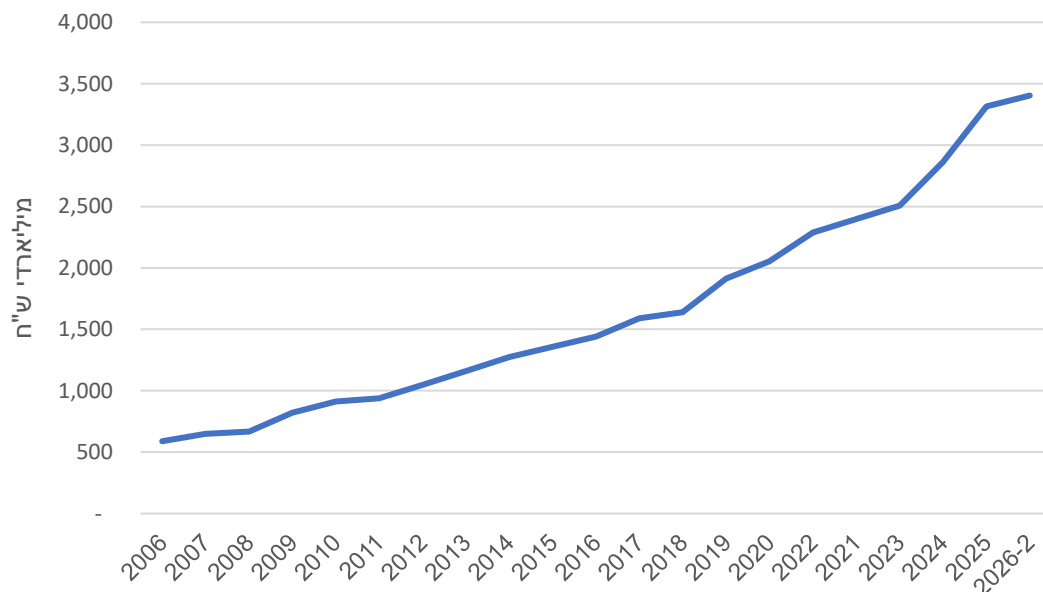
- החשיפה של הגופים המוסדיים בישראל לנכסים זרים גדלה באופן חד בעשורים האחרונים, במקביל לגידול משמעותי בנכסים המנוהלים.
- כ-54 אגורות מכל שקל חדש המופקד למכשירי החיסכון המוסדיים מופנות להשקעות בחו"ל.
- למרות הגידול בחשיפה לחו"ל, הגופים המוסדיים בישראל עדיין מחזיקים בחשיפה בינלאומית נמוכה יחסית למדינות ה-OECD.
- גידול בחשיפה לנכסים זרים מתואם עם שיפור בתשואות ובביצועים מתואמי הסיכון של מסלולי ההשקעה המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים.

¹ מקור הנתונים לתרשימים: דיווחי "נכס בודד" ודיווחי תשואות על ידי רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון.

הקדמה

אנו עדים בשני העשורים האחרונים לגידול חסר תקדים בהיקף הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים בישראל, ובהם קרנות הפנסיה, קופות הגמל וביטוחי החיים. מגמה זו החלה בשנת 2005 בעקבות רפורמת בכר ומכירת קופות הגמל מהבנקים לחברות הביטוח ובתי ההשקעות, והתעצמה בהמשך בעקבות רפורמות נוספות, ובהן המעבר מפנסיה תקציבית לפנסיה צוברת, הנהגת פנסיה חובה ותכנית חיסכון לכל ילד. איור 1 מציג את ההתפתחות בהיקף הנכסים המנוהלים לאורך זמן. בשנת 2006 נהלו במערכת הפנסיונית בישראל פחות מ-600 מיליארד ש"ח, בעוד שנכון לפברואר 2026 היקף הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים עומד על כ-3.4 טריליון ש"ח, גידול של פי 5.5 בתוך שני עשורים. היקף נכסים זה הפך את הגופים המוסדיים לשחקנים המרכזיים בשוק ההון ובכלכלה הישראלית, בעלי השפעה רחבה על מגוון סקטורים ותחומים.

איור 1 – התפתחות הנכסים המנוהלים על פני זמן



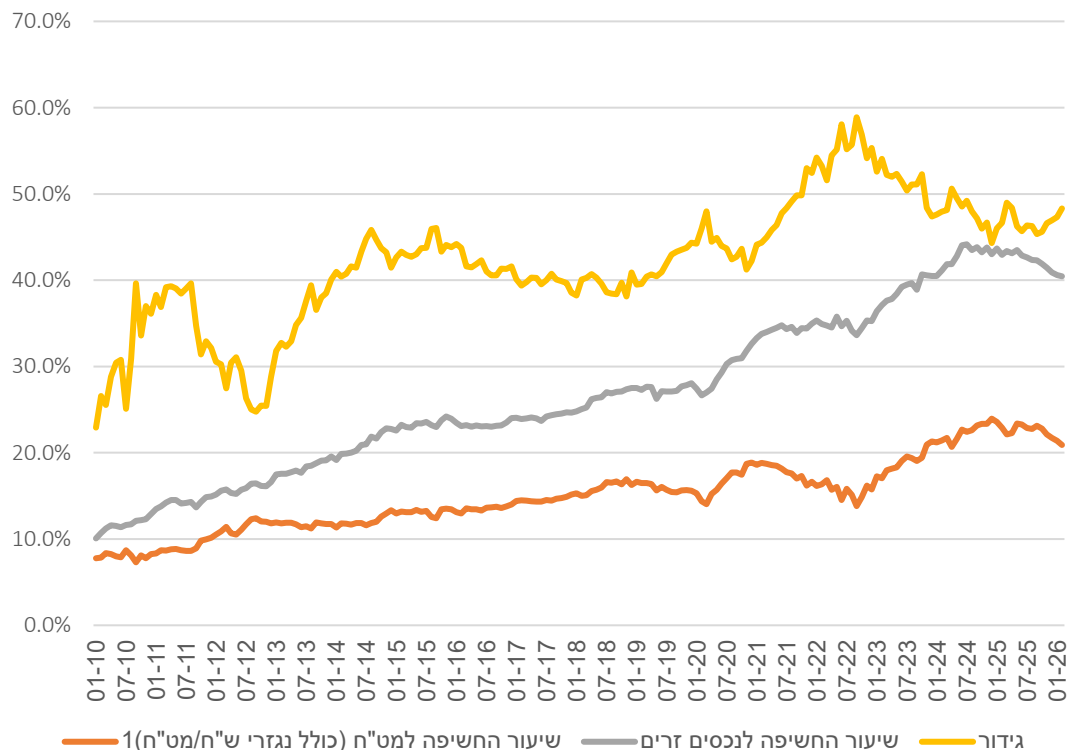
במקביל לגידול בהיקף הנכסים המנוהלים, חלה בשנים האחרונות גם עלייה משמעותית בשיעור החשיפה של הגופים המוסדיים להשקעות בחו"ל. כפי שניתן לראות באיור 2, בשנת 2006 שיעור החשיפה לנכסים זרים עמד על פחות מ-10%, בעוד שבפברואר 2026 הוא חצה את רף ה-40%. עם זאת, החל מחודש יולי 2025 נרשמה ירידה מסוימת בשיעור החשיפה לחו"ל. באיור 2 ניתן לראות את שיעור החשיפה לנכסים זרים, שיעור החשיפה למט"ח, ואת הפער ביניהם אשר מייצג את שיעור הגידור.

להתרחבות ההשקעות של הגופים המוסדיים בשווקים זרים עשויה להיות השפעה משמעותית גם על שוק המט"ח ושער החליפין. השפעה זו אינה נובעת רק מרכישת מטבע חוץ לצורך השקעות ישירות בנכסים זרים בשוק ה-Spot, אלא גם מהיקף הפעילות הגדל של הגופים המוסדיים בנגזרים פיננסיים לצורך יצירת חשיפה לשווקים זרים וגידור סיכונים מטבע. כאשר הגופים המוסדיים מגדילים את השקעותיהם בחו"ל, הם נדרשים לרכוש מטבע חוץ או ליצור חשיפה דולרית באמצעות חוזים עתידיים ונגזרי מט"ח, בעוד שהקטנת החשיפה לחו"ל

נייר מדיניות – יוני 2026

עשויה להוביל לתנועות בכיוון ההפוך. בנוסף, חלק משמעותי מהחשיפה לנכסים זרים נוצר באמצעות חוזים עתידיים על מדדי מניות זרים, אשר יוצרים לאורך זמן גם זרמי מט"ח הנובעים מהתחשבות יומית (variation margin ו־margin calls) ומפעילות הגידור של הגופים הפיננסיים העומדים מולם. כתוצאה מכך, הגידול בפעילות ההשקעה של הגופים המוסדיים בשווקים הבינלאומיים הפך בשנים האחרונות לאחד הגורמים המשמעותיים המשפיעים על הביקוש וההיצע למטבע חוץ בישראל ועל הדינמיקה של שער החליפין שקל-דולר².

איור 2 – שיעור החשיפה לנכסים זרים ולמט"ח



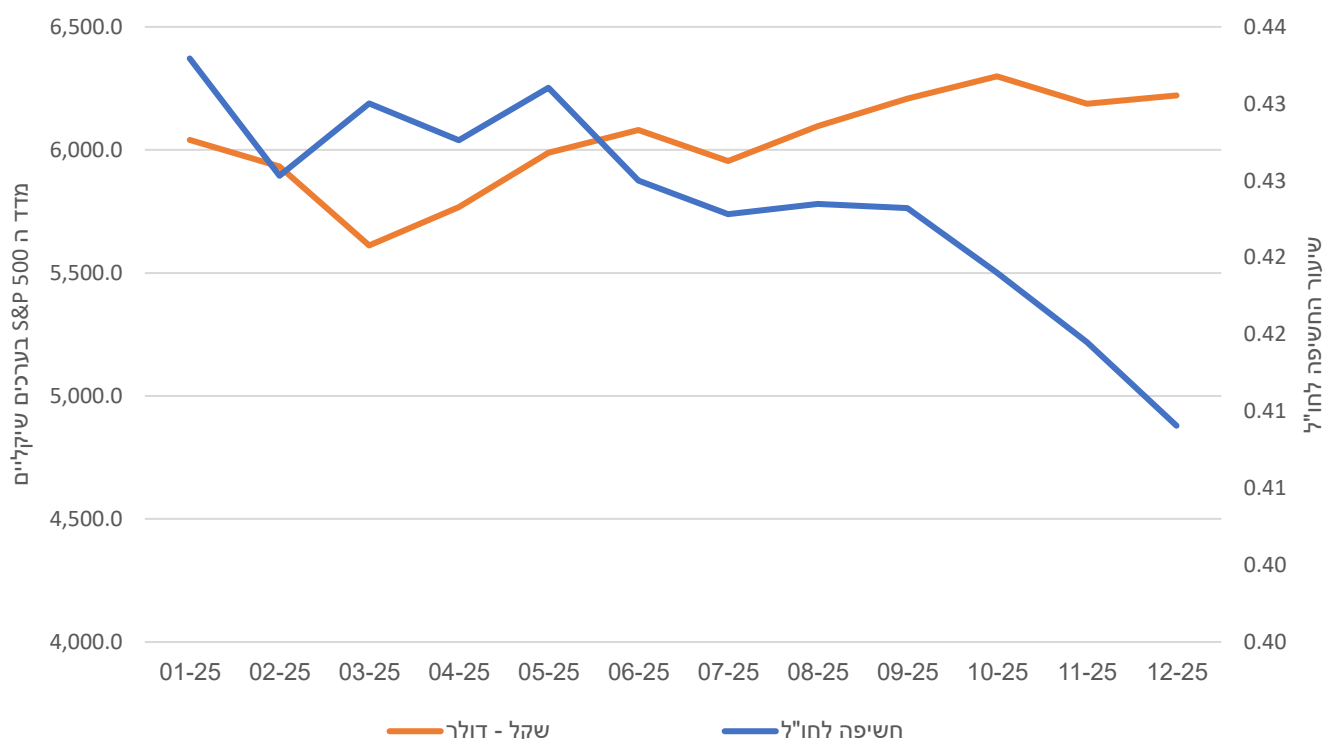
האם הירידה בשיעור החשיפה לחו"ל מאז שנת 2025 משקפת שינוי בהעדפות ההשקעה של הגופים המוסדיים (או של החוסכים), או שמא מדובר בתוצאה טכנית של שינויים בשווי הנכסים הפיננסיים ובשער החליפין? על מנת לבחון שאלה זו, איור 3 מציג את שיעור החשיפה הממוצע של הגופים המוסדיים לחו"ל לאורך שנת 2025, לצד התשואה השקלית של מדד ה־ S&P 500. השוואה זו מאפשרת לבחון האם הירידה בחשיפה לחו"ל נובעת בעיקר משיעורן שלילי של הנכסים הזרים, או משינוי אקטיבי בהרכב תיקי ההשקעות.

כפי שניתן לראות, במהלך שנת 2025 ירד שיעור החשיפה הממוצע של הגופים המוסדיים לחו"ל מ־43.3% ל־40.9%. במקביל, מדד ה־ S&P 500 במונחים שקליים לא רשם ירידה אלא דווקא עלה במעט במהלך התקופה. ממצא זה מלמד כי קשה לייחס את הירידה בחשיפה לחו"ל לשינויים בשווי הנכסים הזרים בלבד. אילו הירידה הייתה תוצאה של שיעורן שלילי הנובע מביצועים חלשים של שוקי המניות בחו"ל

² להרחבה על השפעת פעילות הגופים המוסדיים על שוק המט"ח, ראו: משה ברקת, גיא לקן ואיתי קדמי, תור הזהב של המשקיעים המוסדיים (אוריון, 2025).

או מהיחלשות הדולר מול השקל, היינו מצפים לראות גם ירידה בערכם השקלי של הנכסים הזרים. בפועל, הנתונים מצביעים על כך שבמהלך התקופה ערכם השקלי של נכסי הייחוס המרכזיים להשקעות בחו"ל נותר יציב ואף עלה במעט. לפיכך, ניתן לשלול במידה רבה את ההסבר שלפיו הירידה בחשיפה לחו"ל היא תוצאה טכנית של שיערוך שלילי בלבד. הממצאים מצביעים על כך שלפחות חלק משמעותי מהירידה משקף שינוי בפועל בהרכב תיקי ההשקעות. שינוי זה עשוי לנבוע מהחלטות של מנהלי ההשקעות להגדיל את משקל הנכסים המקומיים על חשבון נכסים זרים, מהאטה בקצב ההשקעות החדשות בחו"ל, משינויים במדיניות הגידור של הגופים המוסדיים, או משינויים בהעדפות החוסכים ובזרימת הכספים בין מסלולי השקעה בעלי רמות שונות של חשיפה בינלאומית. אמנם הנתונים המוצגים אינם מאפשרים לזהות באופן מלא את המנגנון המדויק העומד מאחורי הירידה בחשיפה לחו"ל, אך הם מספקים אינדיקציה לכך שלא מדובר בתוצאה חשבונאית הנובעת משינויים בשער החליפין או בשווי הנכסים בלבד. במילים אחרות, הממצאים מצביעים על כך שקשה להסביר את מלוא הירידה בחשיפה לחו"ל באמצעות שיערוך שלילי של הנכסים הזרים בלבד.

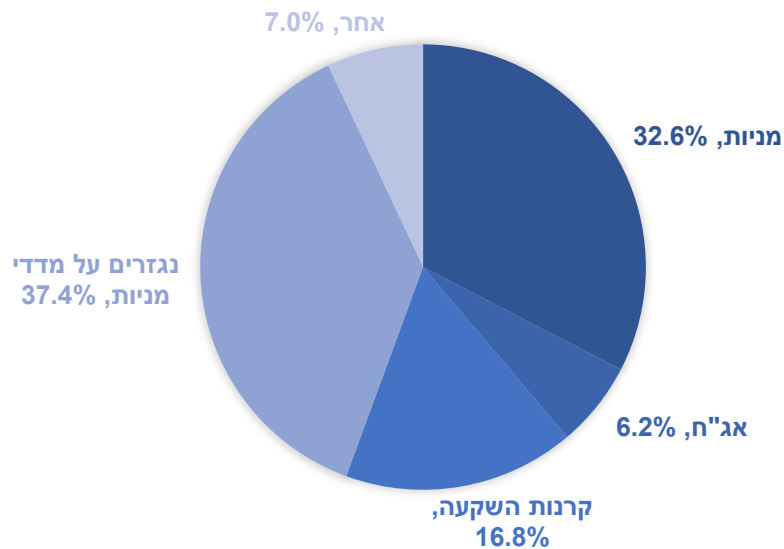
איור 3 – התפתחות חשיפת הגופים המוסדיים לחו"ל ושווי המדד ה S&P 500 הערכים שיקליים – שנת 2025



איור 4 מציג כי עיקר החשיפה של הגופים המוסדיים לחו"ל היא חשיפה לשוקי המניות, הן באמצעות החזקה ישירה במניות והן באמצעות מכשירים עוקבי מדדים. כ-32.6% מהחשיפה לחו"ל מקורם בהשקעה ישירה במניות, וכ-37.4% נוספים נובעים מחשיפה באמצעות נגזרים

על מדדי מניות. בנוסף, כ-16.8% מהחשיפה מתבצעים באמצעות קרנות השקעה, ובראשן קרנות פרטיות מסוגים שונים, ובהן קרנות השקעה פרטיות, קרנות הון סיכון, קרנות חוב וקרנות גידור. החשיפה לאג"ח מהווה כ-6.2% בלבד מסך החשיפה לחו"ל, בעוד שכ-7% נוספים מסווגים כהשקעות אחרות, ובהן השקעות בנדל"ן, תשתיות והשקעות אלטרנטיביות נוספות.

איור 4 – התפלגות החשיפה של הגופים המוסדיים לחו"ל



הנטייה השולית להשקיע בחו"ל

כעת נבחן את החלטות ההקצאה השוליות של הגופים המוסדיים בין השקעות בישראל לבין השקעות בחו"ל. בניגוד למדדים המבוססים על מלאי הנכסים הקיים בתיקי ההשקעות, הניתוח מתמקד באופן שבו הגופים המוסדיים מקצים את ההון החדש הנכנס אליהם. באופן ספציפי, התרגיל האמפירי מכמת כמה אגורות מתוך כל שקל נוסף הזורם לתיקי ההשקעות מופנות להשקעות בחו"ל, וכמה נותרות מושקעות בשוק המקומי.

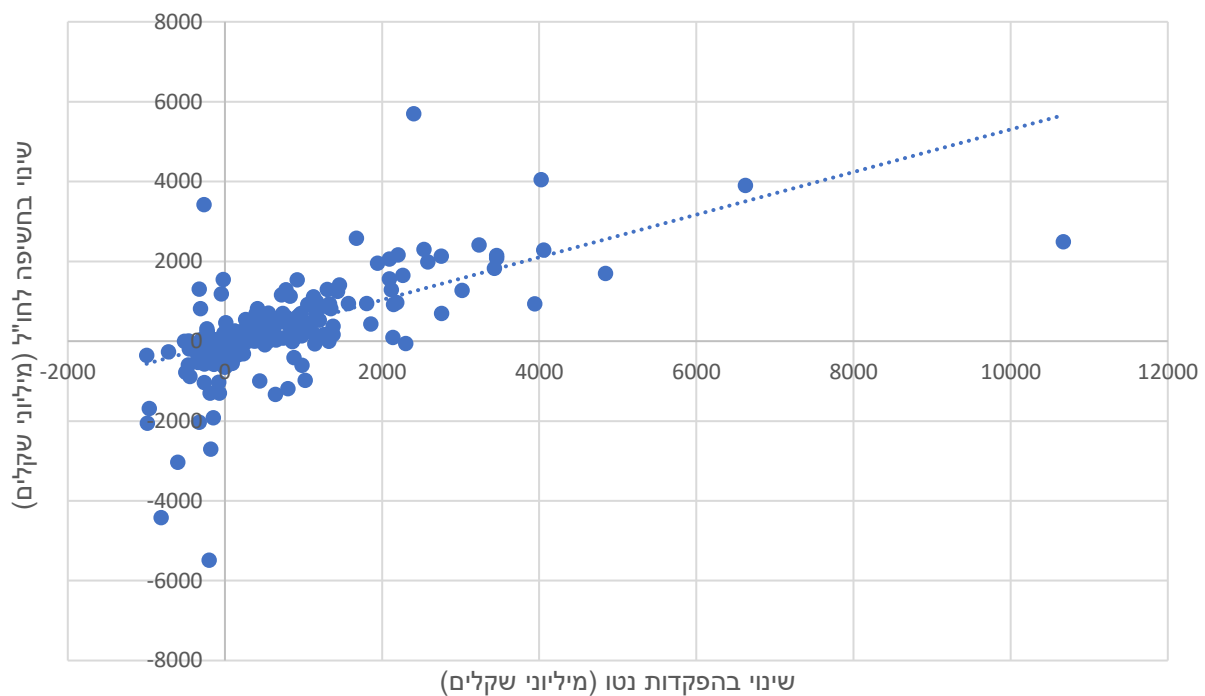
גישה זו מאפשרת לבחון את החלטות ההשקעה הדינמיות של הגופים המוסדיים באופן ישיר יותר מאשר בחינת שיעור הנכסים המוחזק בחו"ל בנקודת זמן נתונה. באמצעות התמקדות בהקצאה השולית של הון חדש, הניתוח מספק אינדיקציה למידת ההעדפה של השקעות זרות על פני השקעות מקומיות ולדינמיקה של ה-home bias בתיקי ההשקעות המוסדיים לאורך זמן.

הניתוח מבוסס על נתונים ברמת מסלול השקעה עבור כלל מסלולי החיסכון במוצרי הפנסיה, קופות הגמל וביטוחי החיים בישראל בין השנים 2024 ועד פברואר 2026. עבור כל מסלול נאספו נתונים על היקף החשיפה לנכסים בחו"ל בתחילת התקופה ובסופה, וכן על סך ההפקדות המצטברות שנכנסו למסלול לאורך התקופה.

לצורך אמידת ההקצאה השולית להשקעות בחו"ל, חושב עבור כל מסלול השינוי בחשיפה לנכסים זרים לאורך התקופה, תוך נטרול השפעת שינויי השווי הנובעים מתשואות השוק. באופן ספציפי, תשואות מדד ה-S&P 500 נוקתה משיעור החשיפה של כל מסלול לנכסים

בחול"ל, כך שהניתוח יתמקד בכל האפשר בדרימות הון ובהחלטות הקצאה חדשות ולא בשינויים מכניים בערך הנכסים. איור 5 מציג קשר לינארי חיובי בין סך ההפקדות המצטברות למסלולי ההשקעה לבין השינוי המתואם בחשיפה לנכסים בחול"ל. האמידה מצביעה על כך שעל כל שקל נוסף של הפקדות נרשם גידול של כ-54 אגורות בחשיפה לנכסים זרים. ממצא זה מספק עדות לכך שהגופים המוסדיים אינם רק נהנים מעליית ערך של נכסים זרים קיימים, אלא מנתבים באופן אקטיבי חלק ניכר מההפקדות החדשות להשקעות בשווקים זרים.

איור 5 – הנטייה השולית להשקיע בחול"ל



השוואה בינלאומית לחשיפה לנכסים בחול"ל

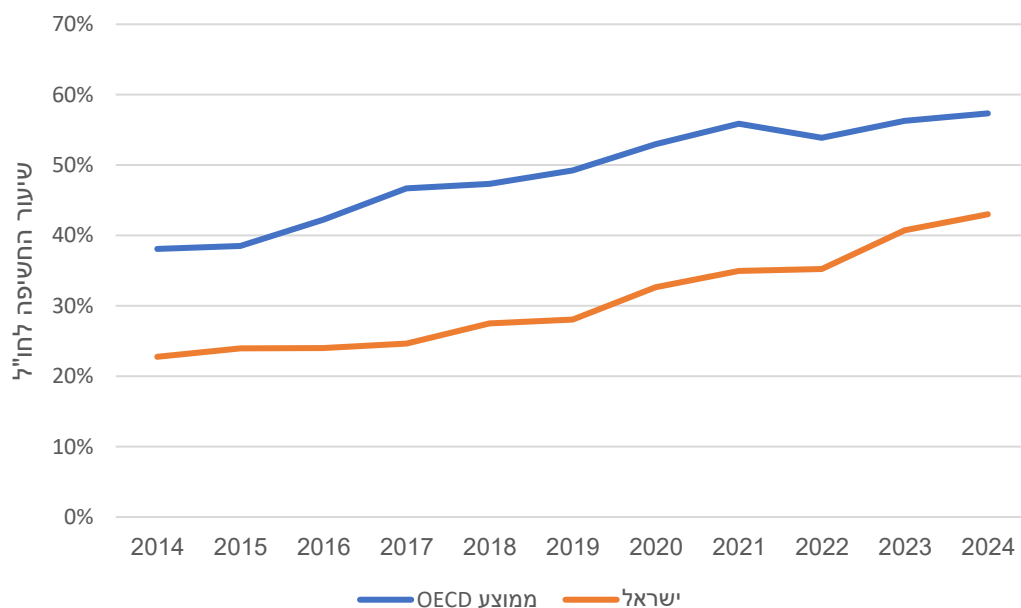
על מנת לבחון האם רמות החשיפה של הגופים המוסדיים בישראל להשקעות בחול"ל חריגות ביחס לסטנדרטים בינלאומיים, נערכה השוואה בין החשיפה הממוצעת לנכסים זרים של הגופים המוסדיים בישראל לבין החשיפה הממוצעת של משקיעים מוסדיים במדינות ה-OECD לאורך זמן. השוואה זו נועדה לספק benchmark בינלאומי לרמות החשיפה לחול"ל, לנוכח הקושי להגדיר באופן תיאורטי מהי רמת החשיפה "האופטימלית" להשקעות זרות עבור משקיעים מוסדיים.

איור 6 מראה כי מגמת השינוי בחשיפה לחול"ל של הגופים המוסדיים בישראל דומה באופן כללי למגמה הנצפית במדינות ה-OECD. בשני המקרים ניכרת עלייה הדרגתית בחשיפה לנכסים זרים לאורך זמן. עם זאת, לאורך כל התקופה רמת החשיפה הממוצעת של הגופים המוסדיים בישראל נמוכה מזו של מדינות ה-OECD. כלומר, אף שהגופים המוסדיים בישראל הגדילו באופן משמעותי את השקעותיהם בחול"ל, הם עדיין מחזיקים בחשיפה בינלאומית נמוכה יחסית בהשוואה למקובל במדינות מפותחות אחרות.

נייר מדיניות – יוני 2026

ממצאים אלה מצביעים על כך שהגופים המוסדיים בישראל עדיין מאופיינים במידה מסוימת של home bias ביחס למשקיעים מוסדיים במדינות מפותחות אחרות. במקביל, הדמיון במגמות לאורך זמן מצביע על כך שגם בישראל פועלים אותם כוחות גלובליים התומכים בהגדלת החשיפה להשקעות זרות, ובהם הצורך בפיזור סיכונים, מגבלות גודל השוק המקומי והתרחבות ההשקעות בשווקים הבינלאומיים. בנוסף, ביטול מנגנון האג"ח המיועדות צפוי לתמוך בהמשך העלייה בחשיפה של הגופים המוסדיים לנכסים זרים. בנק ישראל מציין כי היקף השוק המקומי קטן ביחס לגודלו של תיק הפנסיה ולהיקף ההפקדות השוטפות, וכי ביטול האג"ח המיועדות צפוי להגדיל את רכיב הנכסים הזרים בתיקי קרנות הפנסיה החדשות.³ בהתאם לכך, ניתן לצפות כי בשנים הקרובות שיעור החשיפה לחו"ל ימשיך לעלות ואף בקצב מהיר יותר, ככל שהגופים המוסדיים יחפשו מקורות תשואה חלופיים בשווקים הגלובליים.

איור 6 – השוואה בינלאומית של שיעור החשיפה לחו"ל



חשיפה לחו"ל וביצועי תיקי ההשקעות⁴

לאחר בחינת הדינמיקה של הגדלת החשיפה לנכסים זרים על ידי הגופים המוסדיים, בפרק זה נבחנת השאלה האם לחשיפה לחו"ל הייתה מתואמת עם ביצועי מסלולי ההשקעה השונים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים. באופן ספציפי, הניתוח בוחן האם מסלולים בעלי שיעור חשיפה גבוה יותר לניירות ערך זרים התאפיינו בתשואות גבוהות יותר לאורך זמן, וכן האם קיים קשר בין שיעור החשיפה לחו"ל למדד שארפ במסלולי ההשקעה השונים.

שאלה זו עומדת בדיון הכלכלי בנוגע לגלובליזציה של תיקי השקעות מוסדיים. מצד אחד, הגדלת החשיפה לשווקים זרים עשויה

³ תיבה מתוך דו"ח בנק ישראל לשנת 2021: ההשפעה הצפויה של ביטול אג"ח מיועדות בקרנות הפנסיה.

⁴ יש לפרש את האמידות כקשרים אמפיריים בין חשיפה לחו"ל לבין ביצועי המסלולים, ולא בהכרח כהשפעה סיבתית מלאה, שכן ייתכן שקיימים גורמים נוספים המשפיעים הן על החלטות ההשקעה והן על ביצועי המסלולים.

לשפר את פיזור הסיכונים ולהגדיל את התשואה הצפויה באמצעות גיוון תיק ההשקעות. מצד שני, השקעות בינלאומיות חושפות את המשקיעים לסיכונים נוספים, ובהם תנודתיות בשווקים הגלובליים, סיכונים מטבע ושינויים בתנאים המקרו-כלכליים בעולם. במטרה לאמוד את השפעת החשיפה לחו"ל על תשואות מסלולי ההשקעה, נאמד המודל הבא:

$$R_{it} = \alpha + \beta * F_{it} + \gamma_i + \delta_t + \varepsilon_{it}$$

כאשר R_{it} מייצג את התשואה השנתית של מסלול השקעה i , ו- F_{it} מייצג את שיעור החשיפה של המסלול לניירות ערך זרים. המודל כולל fixed effects ברמת מסלול ההשקעה וברמת השנה, ובכך מאפשר לזהות את הקשר בין שינויים בחשיפה לחו"ל לבין ביצועי המסלולים תוך שליטה בהבדלים קבועים בין מסלולים ובשינויים מאקרו-כלכליים משותפים לאורך זמן.

הניתוח מבוסס על נתונים ברמת מסלול השקעה עבור כלל מסלולי ההשקעה הכלליים בקופות הגמל בישראל בין השנים 2007 - 2026. כפי שניתן לראות בלוח 6 מסלולים בעלי שיעור חשיפה גבוה יותר לחו"ל מאופיינים בתשואות גבוהות יותר בממוצע. אומד השפעת החשיפה לחו"ל על התשואה השנתית עומד על 0.08, כך שגידול של 10% בשיעור החשיפה לנכסים זרים קשור לעלייה של כ-0.8% בתשואה השנתית הממוצעת של המסלול.

חשוב לציין כי הקשר בין חשיפה לחו"ל לבין ביצועי מסלולי ההשקעה מושפע גם מתנאי השוק הגלובליים ומשינויים בשער החליפין לאורך זמן. בתקופות מסוימות שוק ההון הישראלי הניב תשואות גבוהות יותר מהשוק האמריקאי, בעוד שבתקופות אחרות נרשמה עדיפות משמעותית דווקא לשווקים הזרים. בנוסף, אף שהגופים המוסדיים מבצעים גידור מטבע לחלק מהחשיפה לחו"ל, בפועל החשיפה המטבעית אינה מגודרת באופן מלא, ולכן לשינויים בשער החליפין קיימת השפעה משמעותית על תשואות ההשקעות הזרות במונחי שקל. לאור זאת, הניתוח מבוסס על תקופה ארוכה יחסית, המשתרעת על פני כמעט שני עשורים, במטרה לצמצם ככל האפשר את ההשפעה של תקופות קצרות שהתאפיינו בביצועי יתר זמניים של אחד מהשווקים, ולבחון את הקשר בין חשיפה לחו"ל לבין ביצועי המסלולים בפרספקטיבה ארוכת טווח.

חשוב לציין כי האמידות עבור אופקי השקעה ארוכים יותר – שלוש שנים וחמש שנים – בוצעו בעיקר לצורך בדיקת רגישות התוצאות שהתקבלו באמידת התשואה השנתית. התוצאות עבור כלל אופקי ההשקעה דומות באופן יחסי ומצביעות על כך שגידול של 10% בחשיפה לנכסים זרים קשור לעלייה של בין 0.6% ל-0.8% בתשואות המסלולים.

לוח 6 – שיעור החשיפה לחו"ל ותשואות תיקי ההשקעות

תשואה חמש שנתית ממוצעת	תשואה תלת שנתית ממוצעת	תשואה שנתית	
		0.08*** (0.025)	חשיפה בשנה הקודמת
	0.06** (0.022)		חשיפה ממוצעת תלת - שנתית
0.07** (0.016)			חשיפה ממוצעת חמש – שנתית
1,678	2,673	3,964	N
0.81	0.78	0.73	R2

אף שהתוצאות עד כה מצביעות על קשר חיובי בין החשיפה לנכסים זרים לבין תשואות מסלולי ההשקעה, בחינת התשואה בלבד אינה מספיקה לצורך הערכת איכות ביצועי ההשקעה. תשואה גבוהה יותר עשויה לשקף גם נטילת סיכון גבוהה יותר, ולכן אין בהכרח להסיק כי חשיפה מוגברת לחו"ל שיפרה את ביצועי המסלולים במונחים של יעילות השקעה.

לצורך כך, בחלק זה נבחנת השפעת החשיפה לחו"ל על מדד שארפ של מסלולי ההשקעה. מדד שארפ מודד את התשואה העודפת של תיק ההשקעות ביחס לנכס חסר סיכון, ביחס לסטיית התקן של התשואות, ולכן מספק מדד מקובל לביצועים מתואמי סיכון. בחינת הקשר בין חשיפה לנכסים זרים לבין מדד שארפ מאפשרת להעריך האם הגידול בחשיפה לחו"ל שיפר את יחס התשואה-סיכון של מסלולי ההשקעה.

לצורך כך נאמוד את המודל הבא:

$$SR_{it} = \alpha + \beta * P_{it} + \gamma_i + \delta_t + \varepsilon_{it}$$

כאשר SR_{it} מייצג את מדד שארפ החמש-שנתי עבור מסלול השקעה מסוים בשנה מסוימת, ו- P_{it} מייצג את אחוז החשיפה הממוצעת לחו"ל של כל מכשיר פיננסי בחמש השנים האחרונות, עבור כל מסלול השקעה.

מלוח 7 ניתן ללמוד כי גידול בחשיפה לנכסים זרים קשור גם לשיפור במדדי הביצועים המתואמים לסיכון של מסלולי ההשקעה. עם זאת, בחינת ההשפעה של סך החשיפה לחו"ל על מדד שארפ מחייבת זהירות בפרשנות התוצאות. חלק משמעותי מהחשיפה לנכסים זרים של הגופים המוסדיים מתבצע באמצעות נכסים אלטרנטיביים וקרנות השקעה פרטיות, אשר מאופיינים בשערוכים תקופתיים ולא במחירי שוק רציפים. כתוצאה מכך, סטיית התקן הנמדדת של נכסים אלה עשויה להיות נמוכה באופן מלאכותי ביחס לסיכון הכלכלי בפועל, דבר העלול להוביל לגידול "טכני" במדד שארפ.

לאור זאת, האמידה מפרקת את החשיפה לנכסים זרים לפי סוגי נכסים שונים, במטרה לבחון האם הקשר החיובי בין חשיפה לחו"ל לבין מדד שארפ נובע בעיקר מהחשיפה לנכסים אלטרנטיביים, או שמא הוא מתקיים גם עבור נכסים סחירים המאופיינים בתמחור שוק רציף. התוצאות מראות כי גם לאחר שליטה בסוגי הנכסים השונים, החשיפה למניות זרות נותרת חיובית ומובהקת מאוד סטטיסטית. באופן ספציפי, גידול של 10% בחשיפה למניות זרות קשור לעלייה של 0.21 במדד שארפ. מנגד, ההשפעה של קרנות סל ואג"ח ממשלתי זרים קטנה ואינה מובהקת סטטיסטית.

ממצאים אלה חשובים משום שהם מצביעים על כך שהקשר החיובי בין חשיפה לחו"ל לבין מדד שארפ אינו נובע רק ממאפייני השערוך של נכסים אלטרנטיביים. העובדה שגם החשיפה למניות זרות — נכס סחיר בעל תמחור רציף ותנודתיות נצפית — קשורה באופן חיובי ומובהק למדד שארפ, מחזקת את הטענה כי לחשיפה לחו"ל הייתה תרומה ממשית לשיפור יחס התשואה-סיכון של מסלולי ההשקעה לאורך התקופה הנבחנת. בנוסף, המודל הכולל מסביר כ-94.2% מהשונות במדד שארפ.

לוח 7 – שיעור החשיפה לחו"ל ומדד שארפ

(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
						0.019*** (0.006)	חשיפה לחו"ל
0.024* (0.012)					0.027** (0.012)		קרנות השקעה
0.017 (0.010)				0.016*** (0.003)			מניות
0.013 (0.011)			0.022* (0.012)				אג"ח קונצרני
-0.001 (0.008)		0.000 (0.004)					קרנות סל
-0.005 (0.019)	0.001 (0.013)						אג"ח ממשלתי
794	1,522	1,325	1,291	1,243	919	1,678	N
0.939	0.895	0.933	0.870	0.925	0.930	0.898	R2