

קרנות נאמנות

עלון מס. 3

★ משברים ותקוות

מתי יגמר המשבר?

★ תמונת מצב בקרנות

תשואת אפיקי ההשקעה השונים

★ קרנות אג"ח

האם הן מסוכנות?

★ הקרנות הכספיות השקליות

המוצר החדש כובש את התעשייה

★ לאן זרם הכסף?

האפיקים האטרקטיביים

המנהלים שמגייסים

התפלגות תיק ההשקעות של הציבור

★ דירוג מנהלי הקרנות

הגופים המנהלים המובילים



מה כדאי לזכור
בכל השקעה שיש בצידה סיכוי כרוך סיכון, שלא ניתן להפחיתו כליל.

מה צריך לדעת
שעולם ההשקעות הוא מורכב ודינמי, אך גם מרתק, וכמו בכל תחום, יש צורך ללמוד ולהתנסות ולהיעזר במומחים.

למה בקרנות נאמנות
השקעה בקרנות נאמנות מאפשרת לך להשיג פיזור גדול במאמץ מינימאלי, עם נזילות גבוהה, והיא דורשת תשומות זמן נמוכות יחסית.

למה להשקיע
השקעה זו הדרך האפקטיבית ביותר לחסוך לעתיד:
השקעה נכונה תגדיל את סכום החיסכון כך שבאותו מאמץ היום תקבל תמורה גדולה יותר בעתיד.

*הכל עדיין תקף, למרות המשבר החמור, אלא שאת הקוביה האחרונה כדאי לקרוא פעמיים...

kranotzahav.co.il

משברים ותקוות

מתי יגמר המשבר?

הוא לא יגמר בקרוב, על זה מסכימים כולם. משברים גדולים לוקחים את הזמן שלהם: בהתחלה הם נבנים, ואז הם מתגלגלים כמו כדור שלג ולבסוף הם נעלמים. אבל חשוב לזכור: על ציר הזמן, התנהגות הבורסה מקדימה בדרך כלל את הכלכלה הריאלית. ולכן התשובה לשאלה מתי הבורסה תשוב לעלות שונה מן התשובה לשאלה מתי המשבר יסתיים. מי שמקבל את הגישה המחזורית יכול לבדוק מה קרה בעבר:

תקופת השפל המשמעותית הקודמת התרחשה במחצית השנייה של שנות ה-90 (ראו גרף בתחתית העמוד). הירידות החלו בתחילת '94. לאחר שנה של ירידות נכנסה הבורסה לסוג של קיפאון, שבמהלכו היו גם חודשים טובים. בין פברואר '95 לאוגוסט '96 הבורסה עלתה ושוב ירדה, ואז החלה לטפס: עד סוף '98 התעניינות הציבור בבורסה הייתה מועטה ולכן העלויות היו מתונות. בתחילת '99 לאחר חמש שנות היעדרות הציבור חזר לבורסה והעלויות הפכו לדהרה למעלה.

מי שבחוף ומי שבפנים..

ההבדל בין מי שבחוף למי שבפנים הוא פסיכולוגי בעיקרו (ולא שזה דבר של מה בכך. למעשה, הפסיכולוגיה היא כרגע הגורם המשפיע ביותר על ההתרחשויות). מי שבפנים שומע "שעכשיו לא כדאי לעשות כלום" (כלומר, אומרים לו להישאר באותה פוזיציה). מי שבחוף גם הוא לא עושה כלום – הוא מחכה שהבורסה תעלה. אבל אפשר להסתכל על הבעיה גם באופן אחר:

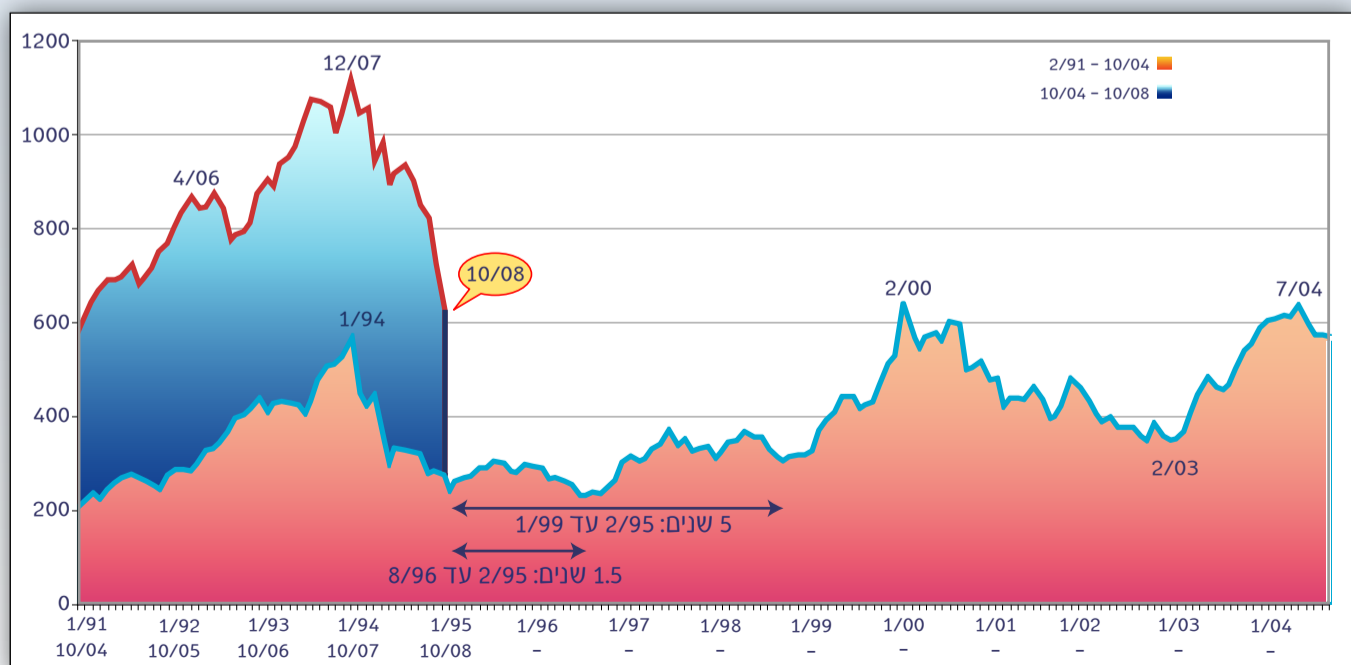
ישנה השקפה שגורסת שהמשקיע רוכש את תיק ההשקעות שלו בכל יום מחדש. אם הוא סובר שהנכסים שהוא מחזיק טובים וערכם יעלה הרי שעליו להמשיך להחזיק את התיק. אם הוא סובר שערכם ירד – עליו למכור אותו. משקיע שלא עושה כלום מכריז, למעשה, שתיק ההשקעות שלו טוב בעיניו. במילים אחרות: משקיע שלא עושה כלום כאילו קנה את תיק ההשקעות שלו מחדש. האם זו הייתה כוונתו?

מדוע נדמה לנו ש"להיות בפנים ולא לעשות כלום" זה לא בדיוק כמו "להיות בחוף ולהחליט להיכנס"? כאן נכנס האלמנט הפסיכולוגי. כשמחיר המניה יורד, הידיעה בכמה קנינו היא זו שמשכנעת אותנו לחכות עד שהמחיר יעלה בחזרה. הרי ידוע לנו שפעם היה מחיר גבוה יותר.. המחיר בו קנינו הופך להיות "המחיר האמיתי", ולכן נמכור רק כשהמנייה תחזור למחיר האמיתי שלה. אבל מה שירד לא חייב לעלות. אין מחיר ריצפה למניה ואין מחיר אמיתי – יש רק מחיר שוק, בכל רגע נתון, ויש ערך סובייקטיבי, שכל משקיע קובע. אם מחיר השוק נמוך מהערך הסובייקטיבי – כדאי למשקיע לקנות. אם הוא גבוה – כדאי לו למכור.

ומה המסקנות?

- ◀ אם יש לך אופק זמן קצר לא כדאי להיות עכשיו בפנים (גם למי שבחוף וגם למי שבפנים)..
- ◀ אם יש לך אופק זמן ארוך - ארבע-חמש שנים לפחות, כדאי לשקול להיכנס (גם למי שבחוף וגם למי שבפנים)..
- יש להכיר בכך שלא ניתן לבצע תיזמון אופטימאלי (להיכנס בשיא המשבר), ולכן צריך להיכנס ברגע שמרגישים מספיק נוח, ורק בתנאי שאופק ההשקעה שלנו ארוך.
- ◀ גם להחליט להישאר בפנים אבל להחליף את האחזקות שבתיק זו פעולה הגיונית לחלוטין. אין שום יתרון לנייר מסוים רק כי הוא כבר בידנו. אם ידוע לך על נייר אחר, טוב יותר, למה לא להחליף?⁽¹⁾

מדד כל המניות וההמירים בתל אביב, שני עשורים



נכון ל: 23.10.08, מדד ריאלי, מתואם לסוף התקופה

(1) המרכיב היחיד שלא נלקח בחשבון בדיון זה הוא העמלות. הכנסת שיקולי עמלות למשוואה יכולה אכן להשפיע על המסקנות. אבל, אם ההשפעה גדולה מאד אזי יתכן שאתה משלם עמלות גבוהות מידי. אולי כדאי לעשות משהו בנידון?

קרנות אג"ח האם הן מסוכנות?

נדמה שמעולם לא עמדו קרנות האג"ח בחזית הקדמית של עולם ההשקעות כמו בשנתיים האחרונות.

לפני שנה וחצי, חשבו המשקיעים שקרנות אג"ח-עם-מניות הן פיתרון מושלם למי שרוצה להשקיע אבל לא רוצה להסתכן. לפני כשנה, כשהבורסה הפכה תנודתית ומשקיעי האג"ח-עם-מניות שמו לב שהם יורדים כמו מניות במקום להיות סולידיים כמו אג"ח נהרו המשקיעים בהמוניהם לקרנות האג"ח-ללא-מניות. באותה תקופה במקביל, הבליחו בשמי האג"ח – לזמן קצרצר - קרנות ה-High Yield. לפני כחצי שנה, המדדים הגבוהים העבירו את הציבור לקרנות אג"ח (ללא מניות) צמודות. כעת התייאשו המשקיעים מכל סוגי האג"ח והם מעבירים את הכסף מקרנות האג"ח לקרנות הכספיות השקליות.

נדמה לנו, שכמה תפישות שגויות באשר לאפיק האג"ח הובילו את המשקיעים לפעולות לא נכונות.

מה זה אג"ח

איגרת חוב היא נייר התחייבות של מנפיק האיגרת להחזיר הלוואה. מי שנתן את ההלוואה הם המשקיעים – אלה שקנו את האיגרת. ההלוואה ניתנה בתנאים מסוימים – אלה הם תנאי האיגרת.

המנפיק יכול להיות ממשלה – ממשלת ישראל, ארה"ב, איסלנד וכיוצא בזה.

המנפיק יכול להיות חברה – חברת החשמל, אפריקה ישראל, גנרל מוטורס, תפציבה, ליהמן ברדרס וכך הלאה.

תנאי האיגרת מתייחסים למועד פירעון הקרן, למועדי תשלום הריבית, לשיטת ההצמדה (אם ישנה) וכך הלאה.

ומהו הסיכון? כידוע, לעיתים לווים אינם מחזירים את ההלוואה או שהם מחזירים רק חלק ממנה. כלומר, רמת הסיכון של האג"ח נגזרת מהערכה שלנו, כמלווים, לגבי הסיכוי לקבל את הכסף בחזרה, במועד, ובתנאים שסוכמו מראש.

ברור מאליו שהסיכון אינו דומה כשמדובר במנפיק שהוא ממשלה ובמנפיק שהוא חברה: ממשלה בטוחה יותר, חברה בטוחה פחות. אבל גם ממשלות יכולות להיות מסוכנות. בדוגמא שלנו ארה"ב היא הבטוחה ביותר, ישראל מעט פחות, ואילו איסלנד על סף פשיטת רגל.

בין חברות ההבדלים אף גדולים יותר: ישנן חברות גדולות וישנן קטנות, ישנן סולידיות ויש אחרות ממונפות (כלומר, מלאות בהלוואות), יש כאלה שפועלות בתחומים סולידיים (כמו בנקאות) או מסורתיים (כמו מכוניות) ויש שפועלות בתחומים שנחשבים מסוכנים (כמו היי-טק). והנה הפתעה: ליהמן ברדרס, בנק השקעות בעל דירוג סיכון מקסימאלי, פשט את הרגל ולכן לא יפרע את כל ההלוואות שלקח. גנרל מוטורס, החברה הוותיקה שעוסקת בתעשייה בסיסית, בצרות. ואצל אפריקה ישראל, שלפני שנה איגרות החוב שלה נחשבו בטוחות מאד, הסיכוי לאי פירעון של החוב – לפי הערכת המשקיעים – גדל מאד.

ואיך יודעים זאת? תשואת האיגרת – שהיא הפיצוי למלווים על הסיכון – עולה עם עליית החשש אצל המלווים מאי פירעון של החוב. ככל שהסיכוי לאי פירעון גדול יותר – המשקיעים רוצים יותר פיצוי. ככל שהתשואה עולה – אנו מסיקים מכך שהחששות של המשקיעים עלו.

איגרת חוב היא מכשיר השקעה חשוב, שזמין לציבור הרחב (ישירות או באמצעות קרנות) ויש לו מקום של כבוד בכל תיק השקעות. מצד שני, היא לא תעודת ביטוח, ולא פיקדון בנקאי. החשוב ביותר הוא לזכור, שלמרות שניירות ערך רבים נקראים אג"ח ההבדלים ביניהם עצומים. ובהתאם, חלקם מסוכנים מאד וחלקם מסוכנים הרבה פחות.

אג"ח עם/בלי מניות

מאחר ואג"ח נתפס כמכשיר פיננסי סוליד, המשקיעים חשבו שאג"ח עם מניות זה כמו להוסיף למרק עוף מעט מלח ופלפל. כלומר – מרכיב הסיכון נובע רק מהחשיפה המנייתית. זוהי טעות. (זוכרים שעוף כשר הוא מלוח ולכן יש להוסיף מלח במשורה? – כך גם האג"ח). אג"ח יכול להיות מסוכן ואפילו מסוכן מאד ולכן יש לבדוק היטב לגופו של אג"ח ובהתאם להתייחס אליו כהשקעה סולידית או ספקולטיבית. משקיעים בקרן נאמנות אג"חית ייטיבו לעשות אם יבדקו את ההתחייבות התשקיפית שלה, ואת ההחזקות בפועל⁽¹⁾.

נע"מ – ניירות ערך מסחריים (CP)

נע"מ הוא אג"ח לזמן קצר, שהונפק ע"י חברה, ושנמסר ישירות למלווה (הוא אינו נסחר בבורסה). מכאן שנע"מ הוא סוג של אג"ח אבל עם תנאים מיוחדים, שהופכים אותו לפחות מסוכן.

הקרנות הכספיות, שמוגבלות לנכסים ברמת סיכון נמוכה מאד, יכולות להשקיע בנע"מים מדורגים גבוה, שנותנים בדרך כלל ריבית מעט גבוהה יותר מזו שמניב פיקדון בנקאי אבל גם נושאים סיכון מעט גבוה יותר. בישראל קיימים היום מעט יותר מ-10 סוגים של נע"מים שהונפקו ע"י חברות גדולות כמו אפריקה ישראל, כ"ל, פועלים ולאומי. בחודשיים האחרונים, בצל המשבר, לא מעט קרנות כספיות התחייבו לא לכלול נע"מים בתיק ההשקעות שלהם שכן אלה נתפסו כתאום כמסוכנים הרבה יותר ממה שנראה היה בתחילת השנה.

(1) את ההחזקות בפועל של כל קרן ניתן לראות באתר של קרנות מידע זהב.

הקרנות הכספיות השקליות מהן קרנות כספיות?

קרנות כספיות שקליות

מה זה

קרנות שמשקיעות בנכסים שקליים בלבד, קצרים מאד (משך חיים ממוצע [מח"מ] של עד 90 יום). הקרן אינה יכולה להשקיע באופציות ובחוזים עתידיים, או לבצע עסקאות מכר (כולל של נכסים שמותר לקרן להחזיק) או ליצור חשיפה למניות או למט"ח. קרן כספית כפופה לתקנות קשוחות במיוחד, שמטרתן להבטיח שהקרן תשמור על רמת סיכון נמוכה מאד.

למה כדאי

רמת הסיכון של הקרן נמוכה מאד, בדומה לפיקדון בנקאי, אם אפשרות לקבל תשואה מעט טובה יותר.

ממה להיזהר

רמת הסיכון של הקרן נמוכה מאד, אבל לא אפסית, שכן הקרן דומה לפיקדון בנקאי, אך לא זהה לו: יש אפשרות שהקרן תרשום תשואות שליליות, אומנם זעירות, בימים מסוימים (ראו גם הרחבה בעמודים 7-8).

מסקנות

- כדאי לשקול כתחליף לפיקדון בנקאי.
- למרות שהקרנות הללו דומות – יש הבדלים ביניהן. כדאי להשוות.
- השקעה בקרן כספית מאפשרת נזילות גבוהה – ניתן למכור את הכסף בכל יום (שלא כמו בפיקדון בנקאי).
- במצב של אינפלציה גבוהה יש יתרון מס להשקעה בקרן.

מקלט מס

כשהמדד גבוה, המשקיע בקרן יקבל בזמן נטו גבוה יותר מזה שיקבל המשקיע בפק"מ

עליית המדד בחודשים האחרונים נותנת יתרון נוסף לקרנות הכספיות: בעוד שהרווחים מהשקעה בפק"מ חייבים בשיעור מס של 15% על הרווח הנומינאלי מהם, הרווחים המתקבלים מהשקעה בקרנות נאמנות ובכלל זה קרנות כספיות חייבים בשיעור מס של 20% על הרווח הריאלי. ולכן:

ככל שמדד המחירים עולה ←

כך יורד המס האפקטיבי שמוטל על המשקיע בקרנות

בעוד שהמס על המשקיע בפק"מ נותר ללא שינוי.

לאן זרם הכסף

התפלגות תיק ההשקעות של הציבור

אחזקות הציבור: 9% מניות, 45% שקלים, 41% אג"ח, 5% מט"ח

סך נכסי קרנות הנאמנות ממשיך לרדת. בתחילת אוקטובר עמדו נכסי הקרנות על כ- 109 מיליארד שקלים, לעומת 145 מיליארד שקלים בקיץ לפני שנה וכ- 120 מיליארד בתחילת השנה. במהלך אוקטובר התכווצו נכסי הקרנות בכ- 5 מיליארד שקלים נוספים, כתוצאה מפדיונות ותשואות שליליות. כלומר, תעשיית הקרנות התכווצה בכ- 30% מאז הקיץ שעבר.

במקביל לירידה בנפח הענף כולו, חלה תזוזה מאסיבית של כספים מנכסים מסוכנים לנכסים ברמת סיכון נמוכה מאד. רק 9% מהכסף נמצא כיום בקרנות מנייתיות והיתר מתחלק ברובו בין קרנות אג"ח (41%) לקרנות שקליות (45%). 5% נוספים מושקעים במט"ח. זאת ועוד: גם בתוך אפיקי האג"ח והשקלים עבר הכסף מקרנות עם רכיב מנייתי לקרנות ללא מניות.

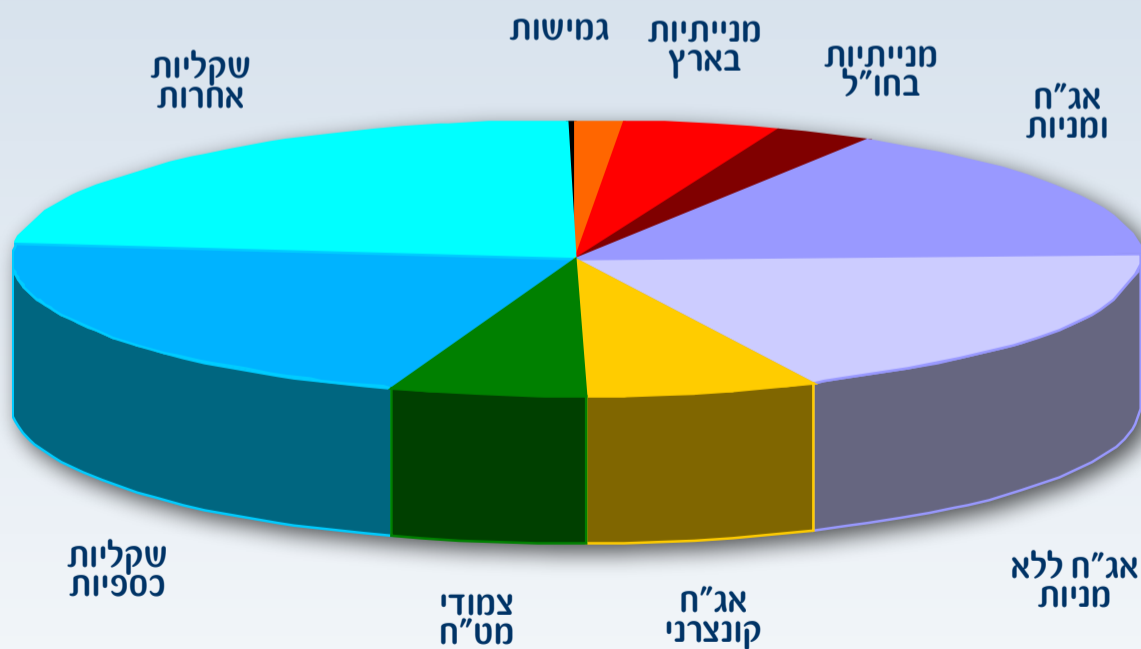
ובתוך כל זה, הקרנות הכספיות השקליות, שהן תחליף פיקדון בטוח בבנק יותר משהן השקעה בבורסה, מהוות כיום 21% מהתעשייה. כך שמבחינת ציבור המשקיעים, רוב אחזקותיו בקרנות נמצאות היום בנכסים בעלי סיכון נמוך עד נמוך מאד.

כפועל יוצא מריבוי המנהלים והקרנות מצד אחד והתכווצות הנכסים מצד שני, נוצרה בשנה האחרונה תופעה חדשה: קרנות מאד מאד קטנות. רבע מהקרנות מנהלות היום פחות מ- 5 מיליון שקלים. מחצית מהקרנות מנהלות פחות מ- 20 מיליון שקלים. היקף נכסים נמוך הופך – מתחת למינימום מסוים – לקריטי, שכן אפשרויות הפעולה של הקרן הופכות מוגבלות מאד ודמי הנאמן שהקרן משלמת חותכים את רווחיה⁽¹⁾.

תעשיית הקרנות בישראל כוללת עתה 1210 קרנות, 38 גופים מנהלים, ו- 42 מנהלי השקעות אורחים. בכל חודש מוקמות כ- 10 קרנות חדשות, אבל במקביל אנו עדים למגמה חדשה, שכמוה זכורה לנו רק מהמשבר של אמצע שנות ה-90: בחודשים האחרונים פורקו ומוזגו קרנות רבות. למעשה, מתחילת השנה ירדו ממצבת הקרנות כ- 50 קרנות, כתוצאה מפירוקים ומיזוגים.

התפלגות הנכסים בקרנות הנאמנות

לפי אפיקי השקעה



(1) דמי נאמן משולמים כאחוז מתוך נכסי הקרן אך ברוב המקרים נקבע מינימום לתשלום, וכך קורה שקרנות בעלות היקף נכסים נמוך מאד משלמות בפועל דמי נאמן גבוהים מאד. כיום יותר מ- 500 קרנות אינן עוברות את ריצפת שכר הנאמן, ולפחות 350 מהן משלמות להערכתנו שכר מינימום. והתוצאה: תשואת הקרן נטו למשקיע נפגעת מאד מאחר ושכר הנאמן עומד בפועל על 0.5% – 5% שנתי (במקום 0.04% עד 0.1%).