



דו"ח מחקר של הבורסה -

השוק מאותת שלא תהיה הכרעה בבחירות הקרובות?

מבט על עשר מערכות הבחירות האחרונות מראה שהשווקים מתמחרים אי-ודאות מראש, אך הפערים נסגרים במהירות

מניתוח הנתונים עולה כי בשנה שלאחר הבחירות נוטה הבורסה בתל אביב להציג ביצועים חזקים, אם כי יש להביא בחשבון שבתקופות אלה נרשמו עליות גם בשווקים בעולם.

כאשר הסקרים טרם הבחירות הצביעו על היעדר הכרעה ברורה, ניכרה חולשה יחסית בשוק ההון המקומי ואולם, בחינת תקופות דומות בעבר, מראה כי לאחר הבחירות הפערים נוטים להיסגר במהירות.

ניסן אברהם, כלכלן מאקרו ביחידת המחקר של הבורסה

הבחירות לכנסת ה-26 צפויות להתקיים ב-27 באוקטובר ומתקיימות בתקופה המאופיינת באי-ודאות פוליטית, ביטחונית וכלכלית. על רקע החולשה היחסית שנרשמה לאחרונה בשוק המניות המקומי, עולה השאלה האם המשקיעים כבר מתמחרים אפשרות של מערכת בחירות שלא תוביל להכרעה ברורה ולהקמת ממשלה יציבה.

בדיקת יחידת המחקר של הבורסה, שבחנה עשר מערכות בחירות שנערכו בישראל מאז 2003, מצביעה על תמונה מורכבת. מצד אחד, בשנה שלאחר הבחירות הניב מדד ת"א-125 תשואה כוללת ממוצעת של כ-16.4%, לעומת תשואה שנתית ממוצעת של כ-11.5% לאורך התקופה שנבחנה. מצד שני, העליות הללו לא התרחשו בחלל ריק, אלא לצד מגמות חיוביות בשווקים הגלובליים.

הממצא המעניין ביותר עולה דווקא ממערכות בחירות שלא הסתיימו בהקמת ממשלה. במקרים אלה נרשמה חולשה משמעותית יותר בשוק המקומי בחודשים שקדמו לבחירות, אך לאחריהן הפערים מול מערכות בחירות שבהן הושגה הכרעה נסגרו במהירות. ניסיון העבר מלמד אפוא כי השוק נוטה לתמחר את החשש מחוסר הכרעה עוד לפני יום הבחירות, אך החשש הזה אינו מתורגם לחולשה ממושכת לאחריה.

לקראת הבחירות הקרובות עולה השאלה האם החולשה היחסית שנרשמה בתל אביב בחודשים האחרונים משקפת חשש דומה. כדי לבחון זאת, חזרנו למערכות הבחירות הקודמות ובדקנו כיצד התנהגו שוק המניות והשקל לפני ואחרי יום הבחירות.

אפקט בחירות או פשוט חזרה לשגרה?

הממצא הראשון שעולה מהבדיקה הוא שבמבט היסטורי, התקופה שלאחר הבחירות הייתה חיובית יחסית עבור שוק המניות המקומי. ב-12 החודשים שלאחר עשר מערכות הבחירות שנבחנו הניב מדד ת"א-125 תשואה ממוצעת של כ-16.4%, לעומת תשואה שנתית ממוצעת של כ-11.5% לאורך התקופה כולה.

טבלה 1: תשואה שנתית ממוצעת של מדד ת"א-125

ממוצע שנתי לאחר בחירות	ממוצע שנתי	מדד ת"א-125
16.4%	11.5%	סוף 2002 עד סוף 2025

מקור: עיבוד יחידת המחקר בבורסה לניירות ערך לנתוני הבורסה.

לכאורה מדובר ב"אפקט בחירות" מובהק, אולם ראוי להיזהר ממסקנות פשטניות. כמה ממערכות הבחירות שנבחנו התקיימו לאחר תקופות משבר משמעותיות, ובהן התפוצצות בועת הדוט-קום, המשבר הפיננסי העולמי ומשבר הקורונה. ההתאוששות שבאה בעקבות הזעזועים הללו תרמה גם היא לתשואות הגבוהות שנרשמו לאחר הבחירות.

מדדי ת"א-125 ו-S&P500 עולים יחד

כדי לבחון האם מדובר בתופעה מקומית או בחלק ממגמה גלובלית רחבה יותר, הושוּו ביצועי הבורסה בת"א לביצועי מדד S&P500.

התוצאות מלמדות כי שני השווקים נהנו מביצועים חזקים לאחר הבחירות. בשנה שלאחר הבחירות הניב מדד ת"א-125 תשואה ממוצעת של כ-16.4%, בעוד שמדד S&P500 הניב תשואה ממוצעת של כ-13.1% במונחים שקליים. זאת לעומת ממוצעים ארוכי טווח של 11.5% ו-8.4% בהתאמה.

טבלה 2: תשואה ממוצעת במונחים שקליים לפני ואחרי הבחירות

שנה לאחר הבחירות		יום הבחירות		ממוצע תשואה כוללת
S&P500	מדד ת"א-125	S&P500	מדד ת"א-125	
13.1%	16.4%	10.1%	5.0%	תשואה ב-12 חודשים אחרים

מקור: עיבוד יחידת המחקר בבורסה לניירות ערך לנתוני הבורסה ו-LSEG Refinitiv.

* התשואה ב-S&P500 מתייחסת לתשואה כוללת דיבידנדים.

מעניין במיוחד לראות כי ערב הבחירות פיגר השוק הישראלי אחר השוק האמריקאי, אך בשנה שלאחר הבחירות התמונה התהפכה. במילים אחרות, חולשה יחסית ערב הבחירות, אינה בהכרח סימן לחולשה ארוכת טווח, ולעיתים אף להפך.

אין הכרעה: אי הוודאות מתומחרת מראש

חלק מעניין נוסף בבדיקה עוסק בהשוואה בין מערכות בחירות שהובילו להקמת ממשלה לבין מערכות שבהן לא הושגה הכרעה.

הנתונים מצביעים על כך שעיקר הפגיעה בשוק נרשמה דווקא לפני הבחירות. שלושה חודשים לפני הבחירות הציג מדד ת"א-125 ירידה ממוצעת של 5.3% במערכות ללא הכרעה, לעומת ירידה זניחה של 0.2% בלבד במערכות שהובילו להקמת ממשלה.

טבלה 3: ביצועי ת"א-125 בבחירות עם וללא הכרעה

בחירות עם הכרעה	בחירות ללא הכרעה	התשואה המצטברת במדד ת"א-125
-----------------	------------------	-----------------------------

0.0%	0.0%	חמישה חודשים לפני הבחירות
-5.3%	-0.2%	שלושה חודשים לפני הבחירות
-3.3%	-0.7%	חודש לפני הבחירות
2.3%	-0.7%	חודש אחרי הבחירות
4.7%	4.1%	שלושה חודשים אחרי הבחירות
6.7%	6.5%	חמישה חודשים אחרי הבחירות

מקור: עיבוד יחידת המחקר בבורסה לניירות ערך לנתוני הבורסה.

* התשואות חושבו ביחס לשערי הסגירה ביום המסחר האחרון 5 חודשים לפני הבחירות.

בשנים 2019–2020 התקיימו בישראל שלוש מערכות בחירות בפרק זמן קצר, באפריל 2019, בספטמבר 2019 ובמרץ 2020. שתי מערכות הבחירות הראשונות לא הובילו להקמת ממשלה, ולכן נערכו בחירות חוזרות. בשל פרקי הזמן הקצרים בין מערכות הבחירות, ניתוח ביצועי המדד סביבן מוגבל לחלונות זמן של עד כחמישה חודשים.

הנתונים מלמדים כי כאשר גובר החשש לקיפאון פוליטי, הוא מקבל ביטוי בשוק עוד לפני יום הבחירות. אולם לאחר מכן הפערים מצטמצמים במהירות. כבר לאחר שלושה חודשים כמעט שלא נותר הבדל בין שני התרחישים, ולאחר חמישה חודשים התשואות היו כמעט זהות.

במילים אחרות, ניסיון העבר מלמד כי השוק נוטה לתמחר מראש את החשש מחוסר הכרעה, ולכן ביום שאחרי הבחירות אין בהכרח הפתעה גדולה עבור המשקיעים, גם כאשר לא מוקמת ממשלה.

האם השוק כבר נערך לאפשרות שלא תהיה הכרעה?

החולשה שנרשמה לאחרונה בשוק המקומי מעלה את האפשרות שהמשקיעים כבר מביאים בחשבון תרחיש של היעדר הכרעה. עם זאת, חשוב לזכור כי מחירי המניות מושפעים משורה ארוכה של גורמים, ובהם הריבית, האינפלציה, הצמיחה, התוצאות העסקיות של החברות, המצב הגיאופוליטי והמגמות בשווקים הגלובליים.

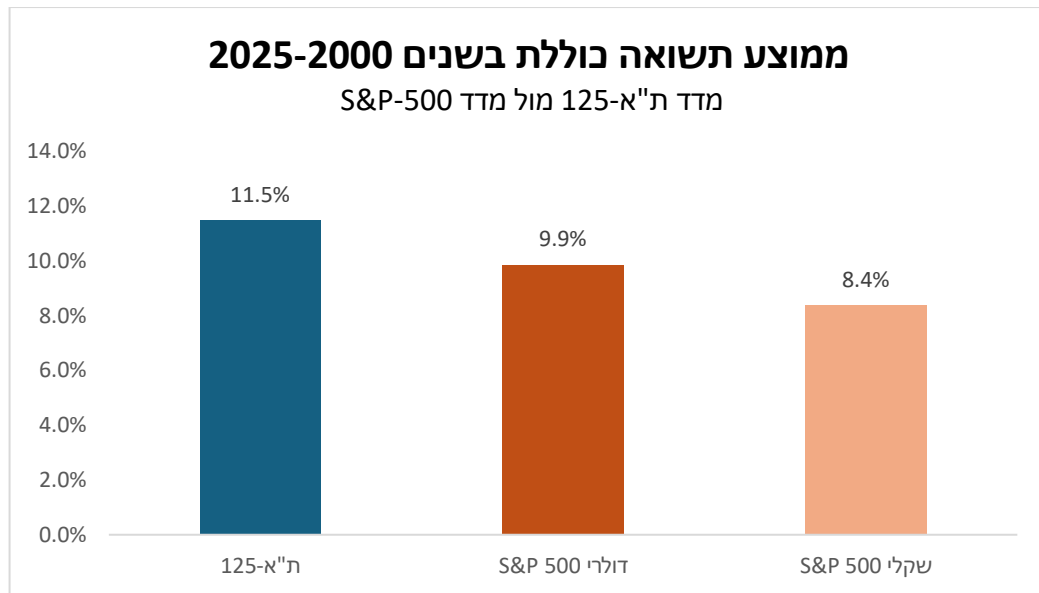
לכן לא ניתן לייחס את ביצועי השוק לבחירות בלבד. יחד עם זאת, ההיסטוריה מצביעה על כך שכאשר המשקיעים חוששים מהמשך אי-ודאות פוליטית, החשש נוטה לבוא לידי ביטוי דווקא בתקופה שלפני הבחירות.

כשהשקל נכנס למשוואה

אחד ההיבטים החשובים למשקיע הישראלי הוא השפעת שער החליפין על התשואה.

בשנים 2000–2025 הניב מדד ת"א-125 תשואה שנתית ממוצעת של כ-11.5%, לעומת כ-9.9% במדד S&P500 במונחים דולריים. אולם בעקבות התחזקות השקל לאורך התקופה, התשואה השקלית הממוצעת של המדד האמריקאי הסתכמה בכ-8.4% בלבד.

ממצא זה ממחיש כי השוואה בין השקעה בישראל להשקעה בארצות הברית אינה יכולה להתבסס רק על ביצועי המדדים עצמם, אלא חייבת להביא בחשבון גם את השפעת המטבע.



מקור: עיבוד יחידת המחקר בבורסה לניירות ערך לנתוני הבורסה, בנק ישראל ו-LSEG Refinitiv.

* התשואה ב-S&P500 מתייחסת לתשואה כוללת דיבידנדים.

בהסתכלות היסטורית, השקל נטה להתחזק מול סל המטבעות הן לפני הבחירות והן לאחריהן, אך בעוצמה שונה. לפני הבחירות הייסוף היה מתון יחסית, ואילו לאחריהן קצב התחזקות השקל גבר. הסבר אפשרי לדפוס זה הוא העלייה באי-הוודאות הפוליטית לקראת הבחירות. ככל שמתקרב מועד הבחירות וגוברת אי-הוודאות לגבי הרכב הממשלה והמדיניות הכלכלית העתידית, עשויה לעלות פרמיית הסיכון של המשק ולגרום למשקיעים זרים "לשבת על הגדר" ובכך למתן את הכוחות התומכים בשקל. לאחר הבחירות, ככל שהתמונה הפוליטית והמדיניות הצפויה מתבהרת, השפעה זו מתפוגגת והשקל חוזר בהדרגה למסלול ארוך הטווח שלו.

בשנה שקדמה לבחירות התחזק השקל בכ-1.4% בממוצע, לעומת ייסוף ממוצע ארוך טווח של כ-2.3%. בשנה שלאחר הבחירות התחזק השקל בכ-2.5%, מעט מעל הממוצע ארוך הטווח. משמעות הדבר היא שחלק מהתשואה במדדים במטבע זר של השקעה לא מגודרת עלול להישחק במונחים שקליים.

טבלה 4: שינוי ממוצע של השקל מול סל המטבעות

ממוצע תשואה כוללת	לפני בחירות	אחרי בחירות	ממוצע ארוך טווח
12 חודשים	1.4%	2.5%	2.3%

מקור: עיבוד יחידת המחקר בבורסה לניירות ערך לנתוני בנק ישראל.

השווקים לא מחפשים מנצח - אלא ודאות

הניסיון ההיסטורי מלמד כי שוק המניות המקומי והשוק האמריקאי נוטים ליהנות מביצועים חיוביים בשנה שלאחר הבחירות. עם זאת, עיקר המסר העולה מהבדיקה אינו קשור לזהות המנצח, אלא למידת הוודאות שהבחירות מספקות למשקיעים.

כאשר גובר החשש לחוסר הכרעה, השוק המקומי נטה להפגין חולשה יחסית עוד לפני יום הבחירות. אולם גם כאשר מערכת הבחירות אינה מסתיימת בהקמת ממשלה, הפערים נוטים

להיסגר בתוך חודשים ספורים. במילים אחרות, השוק מתמחר מראש את הסיכון לקיפאון פוליטי, אך אינו רואה בו בהכרח איום ארוך טווח על ביצועי החברות והכלכלה.

לכן, השאלה המרכזית ביום שלאחר הבחירות לא תהיה רק מי ניצח, אלא האם תתקבל הכרעה שתאפשר להפחית את אי-הוודאות, לקדם מדיניות כלכלית ברורה ולחזק את אמון המשקיעים. בטווח הארוך, כפי שמלמד ניסיון העבר, יהיו אלו נתוני היסוד של הכלכלה הישראלית, ולא רק תוצאות הבחירות עצמן, שימשיכו לקבוע את כיוון השוק