

# פרק ג'

## תיק הנכסים הכספיים של הציבור

בשנת 2003 עלה ערך תיק הנכסים הכספיים של הציבור ב-12.3 אחוזים במונחים נומינליים והסתכם ב-1,385.9 מיליארדי ש"ח – לאחר עלייה מתונה של 1.8 אחוזים בשנת 2002. עליית התיק השנה הקיפה את כל הנכסים המקומיים, בעוד שרכיב הנכסים במטבע חוץ<sup>1</sup> הצטמצם מעט. התפתחות תיק הנכסים הושפעה השנה משני גורמים עיקריים – ירידת הסיכון ביחס לתשואה הצפויה מהשקעה בנכסים מקומיים והרפורמה במיסוי שוק ההון.

ירידת הסיכון ביחס לתשואה הצפויה מנכסים מקומיים, החל מחודש מארס, התבטאה במגמת עלייה של מחירי כל הנכסים הפיננסיים המקומיים (מניות, איגרות חוב ומק"ם), וכנגדה בירידת המחירים של הנכסים במטבע חוץ. במגמת העלייה של מחירי הנכסים המקומיים תמכה גם הורדתה של ריבית בנק ישראל, על רקע הירידה באינפלציה הצפויה. הרפורמה במיסוי שוק ההון, אשר נכנסה לתוקף בשנת 2003, הייתה אחד הגורמים למעבר של הציבור מנכסים לא-סחירים (פיקדונות בבנקים ותכניות חיסכון) לנכסים סחירים (מק"ם ואיגרות החוב).

בשנת 2003 בלטה עליית רכיב המניות בארץ ובחו"ל, ששיקפה בעיקר את עליית מחיריהן של המניות. בתיק ללא מניות עלה משקלם של הנכסים הלא-צמודים, ירד משקל הנכסים הצמודים למדד, וכן ירד משקל הנכסים במטבע החוץ. התפלגות תיק הנכסים לפי טווח ההשקעה לא השתנתה במידה ניכרת. בכל אחד מהטווחים ירד חלקם של האפיקים הבנקאיים, בכל סוגי ההצמדה, ועלה חלקם של איגרות החוב והמק"ם.

### 1. ההתפתחויות העיקריות

בשנת 2003 עלה ערך תיק הנכסים הכספיים של הציבור ב-12.3 אחוזים במונחים נומינליים והסתכם ב-1,385.9 מיליארדי ש"ח (לוח ג'1), לאחר עלייה מתונה של כ-1.8 אחוזים ב-2002. השנה נרשמה עלייה ברוב רכיבי תיק הנכסים – הלא-צמוד, הצמוד למדד והמניות – בעוד שרכיב הנכסים במטבע חוץ הייתה ירידה מתונה. התפתחות תיק הנכסים הושפעה השנה משני גורמים עיקריים – ירידת הסיכון ביחס לתשואה השקלית של נכסים מקומיים והרפורמה במיסוי שוק ההון.

ירידת הסיכון, החל מחודש מארס, הביאה לעלייה ניכרת ומתמשכת של מחירי הנכסים הפיננסיים הסחירים המקומיים, וכנגדה – לירידה של מחירי הנכסים במטבע חוץ. במגמה

---

1 הכוונה כאן ובהמשך היא לנכסים הנקובים במטבע חוץ או צמודים למטבע חוץ.

לוח ג'1

תיק הנכסים הכספיים של הציבור, 1998 עד 2003  
(מחירים שוטפים)

ההתפלגות והשינוי הנומינלי						היתרה						
2003	2002	2001	2000	1999	1998	2003	2002	2001	2000	1999	1998	
(אחוזים)						(מיליארדי ש"ח)						
השינוי הנומינלי												סך כל הנכסים
12.3	1.8	7.3	7.5	26.3	13.6	1,385.9	1,234.4	1,212.2	1,130.3	1,051.3	832.1	
ההתפלגות												הנכסים לפי סוג ההצמדה
31.2	31.2	30.9	28.3	24.6	25.0	432.2	385.3	374.7	320.2	258.5	208.4	הנכסים הלא-צמודים
34.1	37.5	35.1	35.9	38.4	46.4	472.5	463.1	425.9	406.0	403.7	386.2	הנכסים הצמודים למדד
												הנכסים במט"ח ובהצמדה
13.7	15.9	12.8	11.3	11.0	10.3	189.9	196.0	154.7	127.2	115.4	86.0	למט"ח
18.9	13.9	18.7	19.7	21.1	16.0	261.3	171.3	226.6	222.9	221.5	133.1	מניות בארץ
2.2	1.5	2.5	4.8	5.0	2.2	30.0	18.7	30.3	54.0	52.2	18.5	מניות בחו"ל
						1,094.6	1,044.4	955.3	853.4	777.6	698.5	הנכסים לפי הטוח לפדיון (לא כולל מניות)
33.4	33.5	34.3	34.0	32.2	30.3	365.9	349.5	328.1	289.9	250.6	211.8	לזמן קצר
45.9	45.9	45.4	45.0	45.9	47.3	502.2	479.8	434.1	384.2	357.2	330.3	לזמן בינוני
20.7	20.6	20.2	21.0	21.8	22.4	226.6	215.0	193.1	179.3	169.8	156.4	לזמן ארוך
39.4	43.5	41.6	40.3	39.0	41.5	545.9	537.3	504.5	455.1	410.1	345.2	הבנקים המסחריים
19.6	19.8	21.2	19.8	18.0	18.0	271.8	244.8	256.8	223.9	189.5	150.1	פיקדונות שקליים לא-צמודים
3.4	2.6	2.4	2.6	1.8	2.4	46.7	32.0	28.9	28.9	18.4	19.7	פיקדונות צמודים למדד
												פיקדונות במטבע-חוץ
10.1	11.7	9.8	8.9	8.8	8.5	139.7	143.9	118.7	100.7	93.0	71.1	ובהצמדה למטבע-חוץ
5.5	8.3	7.3	8.1	9.6	11.6	76.9	102.7	88.7	91.3	100.7	96.7	תוכניות חיסכון צמודות למדד
												תוכניות חיסכון צמודות
0.4	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7	5.3	6.9	7.4	7.8	6.6	6.2	למטבע-חוץ
0.4	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2	5.5	6.9	4.1	2.5	1.9	1.4	תוכניות חיסכון לא-צמודות
												הנכסים לפי ההרכב המוסדי
30.6	31.3	30.5	30.6	31.2	35.5	424.1	386.7	370.0	345.4	327.5	295.5	סך כל המוסדיים העוסקים
												בחסכון חוזי
9.7	9.7	10.2	10.6	11.1	12.9	134.3	119.5	123.5	119.8	116.8	107.3	קופות הגמל
3.9	3.8	3.9	3.7	3.6	3.8	54.4	46.9	47.8	42.0	37.7	31.8	קרנות ההשתלמות
8.7	9.7	9.0	9.3	9.7	11.4	120.6	119.7	109.4	105.4	101.6	95.1	קרנות פנסיה ותיקות
1.3	1.2	0.9	0.7	0.5	0.4	18.6	14.4	10.7	7.5	5.3	3.4	קרנות פנסיה חדשות
												תוכניות לביטוח חיים –
3.2	3.6	3.4	3.6	3.8	4.7	43.8	44.5	41.5	40.6	40.2	38.9	מבטיחות תשואה
												תוכניות לביטוח חיים –
3.8	3.4	3.1	2.7	2.5	2.3	52.3	41.7	37.1	30.1	25.8	19.0	משתתפות ברווחים
30.0	25.2	27.9	29.2	29.8	23.0	415.9	310.5	337.8	329.8	313.7	191.5	הציבור במושרין

המקור: מאזני הבנקים, הבורסה לניירות ערך, משרד האוצר, המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ ועיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

## פרק ג', תיק הנכסים הכספיים של הציבור

זו תמכו שילוב של מספר גורמים: סיום מהיר של המלחמה בעיראק במאוס השנה, ובעקבותיו כניסת משקיעים זרים למדינות מתפתחות; צמצום הוצאות הממשלה במסגרת התכנית הכלכלית החדשה; שיפור במצב הגיאופוליטי בישראל וכן קבלת הערבויות מארה"ב לגיוס הון בשוקי חו"ל. התפתחויות אלו השרו על השווקים הפיננסיים המקומיים אווירה חיובית ותרמו, בין היתר, לירידת פרמיית הסיכון של מדינת ישראל; שיפור זה, יחד עם פער גבוה בין שיעור הריבית בישראל לריביות בארה"ב ובאירופה, תמכו בכניסת הון זר לישראל. רכישת ניירות ערך שקליים על ידי המשקיעים הזרים תרמה לייסוף שער השקל מול הדולר ולעליית מחיריהן של איגרות החוב והמניות. המפנה החיובי בשווקים הפיננסיים, תוך שיפור ברוב האינדיקטורים לסיכון, כולל הסיכון האינפלציה, ועל רקע המשך ההאטה בפעילות הריאלית, תמך בהפחתת ריבית בנק ישראל במהלך השנה. מסלול יורד של ריבית בנק ישראל, על רקע ירידה באינפלציה הצפויה, הגביר את ציפיות המשקיעים לרווח הון ריאלי על השקעה באיגרות חוב ובמניות, ובכך הזין את תהליך עליית המחירים בשוקי ההון.

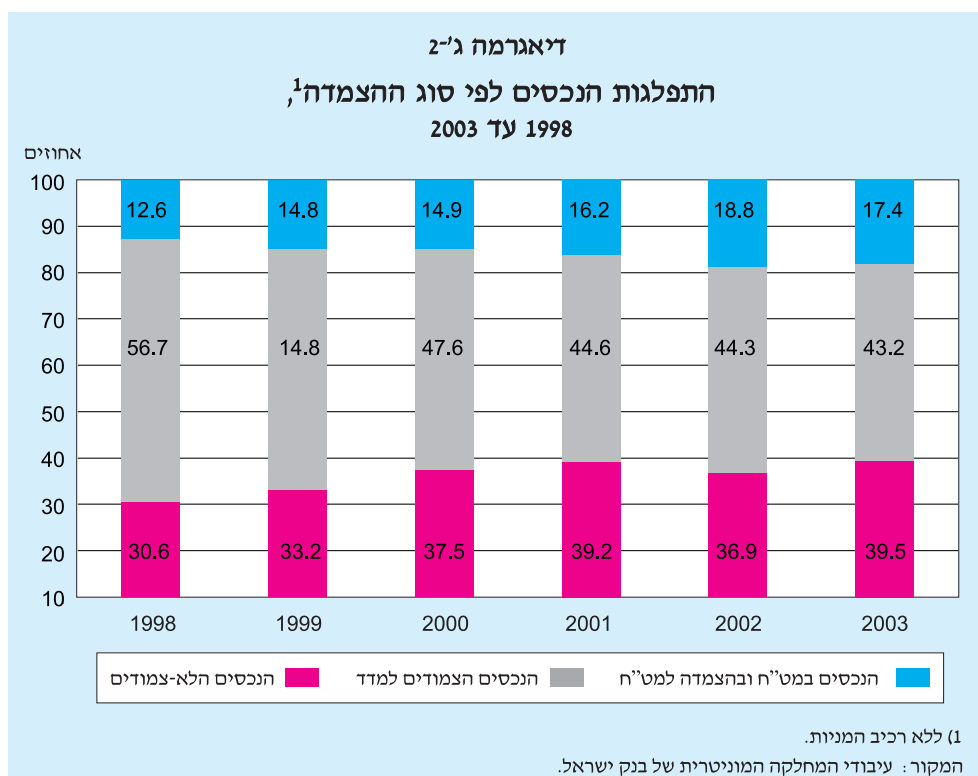
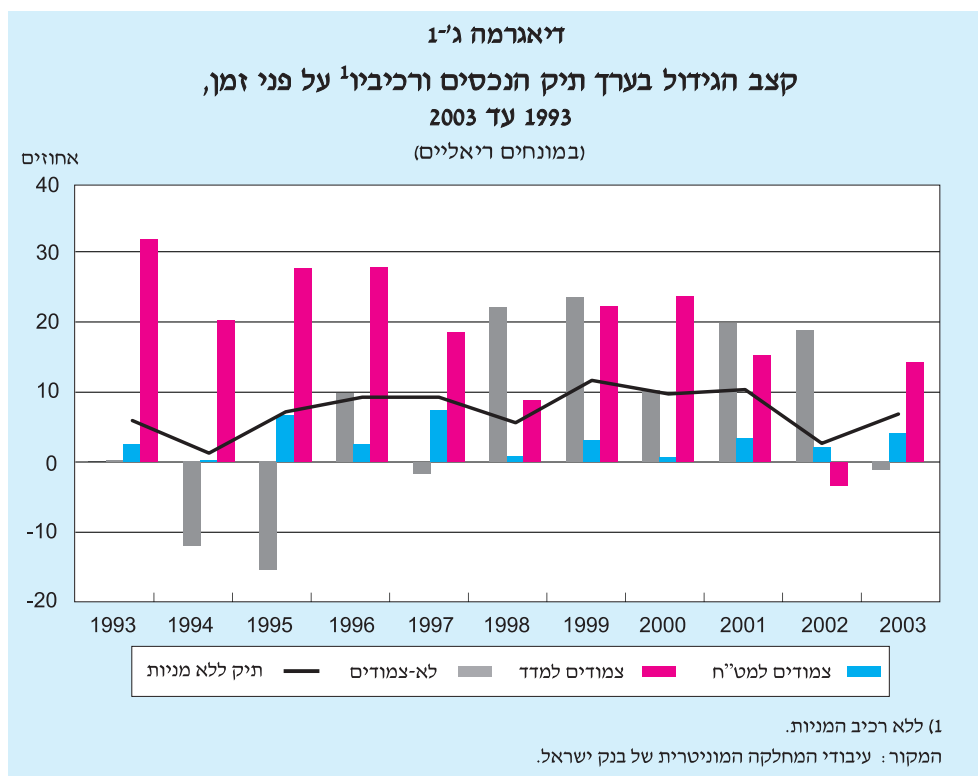
במקביל הביאה הרפורמה במיסוי שוק ההון, שנכנסה לתוקף ב-2003, למעבר מפיקודנות לא-צמודים ומתכניות חיסכון (נכסים לא-סחירים) למק"ם ולאגרות חוב לא-צמודות וצמודות למדד (נכסים סחירים). במסגרת הרפורמה מוסו כל אפיקי החיסכון, הסחירים והלא-סחירים, בשיעורים אחידים, תוך ביטול יתרונות המיסוי שמהם נהנו המפקידים בכל סוגי תכניות החיסכון, ולפיכך פחתה כדאיות ההשקעה בהן לעומת החלופות הסחירות. ההשקעה במק"ם הייתה היחידה שנותרה פטורה ממס השנה, והדבר הקנה למק"ם יתרון זמני על פני פיקודן לא-צמוד, הדומה לו בתכונות, פרט לסחירות, וחלקו בתיק הצטמצם. התפתחות קרנות הנאמנות, ובפרט אלו המתמחות בנכסים שקליים לא-צמודים, הקלה על מעבר זה של הציבור מאפיקים בנקאיים לאג"ח ומק"ם.

בשנה הנסקרת בלטה עליית רכיב המניות בארץ ובחו"ל, שהסתכמה בכ-50 אחוזים במונחים נומינליים ותרמה לגידול תיק הנכסים כ-12 אחוזים. משקל המניות בתיק עלה השנה ל-21 אחוזים – מ-15.4 אחוזים בשנת 2002 – התפתחות שביטאה בעיקר את עליית מחירי המניות: רוב מדדי המניות בארץ רשמו עליות של מעל 50 אחוזים ובחו"ל – כ-25 עד כ-50 אחוזים; זאת לאחר ירידות חדות בארץ ובחו"ל בשנת 2002, שהגיעו ל-30 אחוזים. הרקע לעליות בשוק המניות היה סיום המלחמה בעיראק, ובעקבותיו כניסת משקיעים זרים למשקים מתפתחים, ובפרט לישראל, וכן סימנים ראשונים להתאוששות בכלכלה העולמית, בעיקר בתחום הטכנולוגיה העילית. רכיב המניות מתאפיין בתנודתיות גבוהה יחסית, ולכן בהמשך יוצג תיק הנכסים של הציבור ללא רכיב זה.

ערך תיק הנכסים ללא מניות עלה בשנת 2003 ב-4.8 אחוזים במונחים נומינליים, לעומת 9.3 אחוזים בשנת 2002 – ירידה המשקפת, בין היתר, את הירידה החדה בקצב האינפלציה, מ-6.5 אחוזים ב-2002 ל-1.9 אחוזים ב-2003. במונחים ריאליים נרשמה השנה עלייה של 8.6 אחוזים, לעומת 2.7 אחוזים בשנת 2002. קצב הגידול הריאלי של ערך תיק הנכסים התמתן מכ-11 אחוזים בממוצע לשנה בשנים 1999-2001 לכ-4.8 אחוזים בשנים 2002 ו-2003 (דיאגרמה ג'1) – כנראה, בהשפעת המיתון המתמשך.

מבט ארוך טווח מלמד, כי על התפתחות תיק הנכסים השפיעו שני גורמים מרכזיים – תהליך הירידה באינפלציה והליברליזציה בשוק ההון.

החל משנת 1993 מושפע הרכב תיק הנכסים הכספיים של הציבור מתהליך הירידה בקצב האינפלציה. התפתחות זו באה לידי ביטוי בירידה הדרגתית של משקל הנכסים הצמודים למדד ועליית משקלם של הנכסים הלא-צמודים (דיאגרמה ג'2).

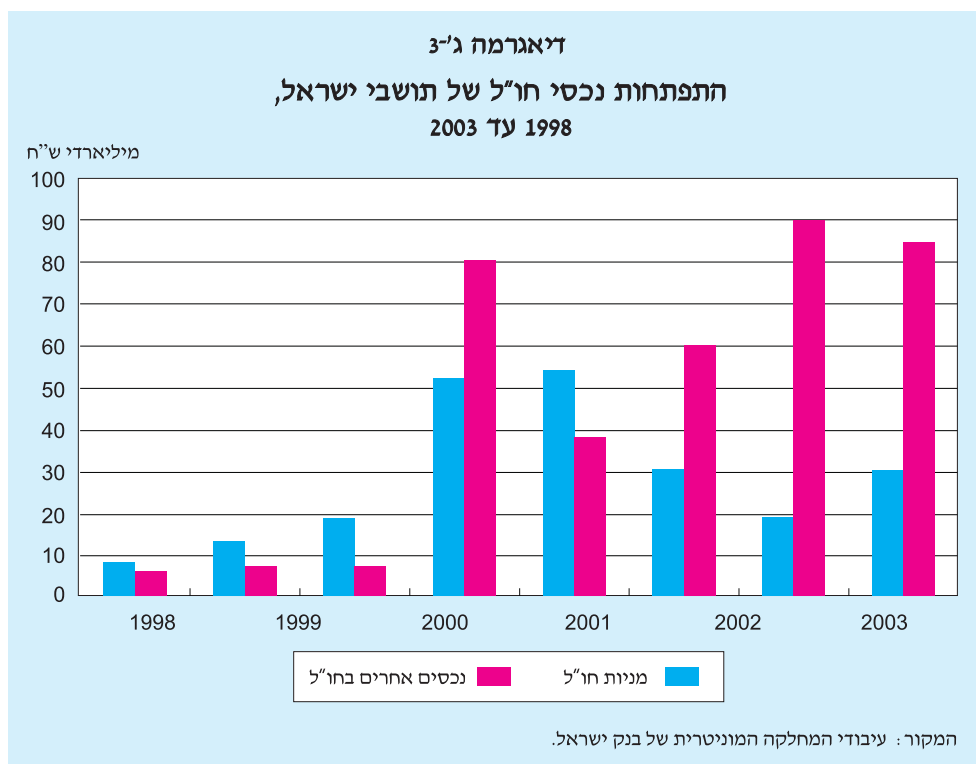


## פרק ג', תיק הנכסים הכספיים של הציבור

בחינת הרכב ההצמדה של תיק הנכסים על פני זמן מעלה כי מגמת הירידה ברכיב הצמוד למדד הולכת ומתמתנת. נראה כי התהליך של התאמת תיק הנכסים לירידה באינפלציה הגיע למיצוי מסוים, והתייצבותו משקפת, בין היתר, את נטיית הציבור, בחסכונו לטווח ארוך, להעדיף נכסים צמודים למדד, משיקולים של מזעור הסיכון: 90 אחוזים מתכניות החיסכון הן צמודות למדד, קופות הגמל וחברות הביטוח מחזיקות כשני שלישים מאיגרות החוב הסחירות הצמודות למדד, וחלק ניכר של נכסי קרנות הפנסיה הוא איגרות חוב מיועדות, שגם הן צמודות למדד. כנגד זאת ההשקעה בלא-צמודים ובצמודים למטבע חוץ מושפעת יותר משיקולי טווח קצר.

גורם נוסף שהשפיע על הרכב התיק הוא הליברליזציה בשוק מטבע החוץ. התפתחות זו באה לידי ביטוי, בין היתר, בהתרחבות ההשקעה בנכסים במטבע חוץ, ובפרט בגידול של השקעות תושבי ישראל בחו"ל. דיאגרמה ג'3 מציגה את התפתחות הנכסים של תושבי ישראל בחו"ל, בעיקר מניות חו"ל – ישראליות וזרות – ופיקדונות.

בשנת 1999 גדלו במהירות נכסי חו"ל של תושבי ישראל, משתי סיבות עיקריות. הראשונה היא השפעת הזעזוע החיצוני של סוף 1998, שבעקבותיו הקטינו המשקיעים המקומיים את חשיפותיהם לסיכונים במטבע חוץ; בין השאר גבר הביקוש לנכסים בחו"ל. השנייה היא צמיחת ענפי הטכנולוגיה העילית בארץ ובחו"ל בשנים 1999-2000, שהתבטאה בעליות חדות של שערי המניות בענף. התפתחות זו תרמה להרחבת גיוסי הון של חברות הטכנולוגיה העילית הישראליות בחו"ל, וחלק מכספי ההנפקות נותר בפיקדונות בחו"ל. נוסף על כך גדלו בתקופה זו השקעות הציבור במניות בחו"ל כמעט פי שניים (אולם מגמה זו התהפכה בשנתיים הבאות, כחלק ממגמת ירידה בשוקי המניות בעולם).



## לוח ג'2

התפלגות הנכסים לפי סוג ההצמדה, 1998 עד 2003  
(מחירים שוטפים)

ההתפלגות					היתרה						
2003	2002	2001	2000	1999	2003	2002	2001	2000	1999	1998	
(אחוזים)					(מיליארדי ש"ח)						
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1,385.9	1,234.4	1,212.2	1,130.3	1,051.3	832.1	סך כל הנכסים
31.2	31.2	30.9	28.3	24.6	432.2	385.3	374.7	320.2	258.5	208.4	הנכסים הלא-צמודים
5.3	5.1	5.6	5.1	5.1	73.2	62.4	68.1	57.7	53.7	45.0	מזומן ופיקדונות נזילים
15.3	17.0	17.9	16.8	14.8	211.7	210.1	216.8	190.2	156.1	120.5	פיקדונות לזמן קצוב
3.4	3.3	2.2	2.3	1.7	47.1	40.5	27.0	26.2	18.0	16.5	מק"ם
6.8	5.3	4.9	3.9	2.7	94.8	65.5	58.9	43.6	28.8	24.9	גילון ושחר
0.4	0.6	0.3	0.2	0.2	5.5	6.9	4.1	2.5	1.9	1.4	תוכניות חיסכון
34.1	37.5	35.1	35.9	38.4	472.5	463.1	425.9	406.0	403.7	386.2	הנכסים הצמודים למדד
5.5	8.3	7.3	8.1	9.6	76.9	102.7	88.7	91.3	100.7	96.7	תוכניות חיסכון
5.1	4.7	4.6	4.9	4.8	70.4	58.4	55.2	55.4	50.9	51.9	פיקדונות צמודים למדד
7.6	7.3	7.2	6.8	7.6	104.6	89.7	87.8	76.5	80.2	78.8	איגרות חוב סחירות
15.9	17.2	16.0	16.2	16.3	220.6	212.3	194.3	182.9	171.8	158.7	נכסים אחרים <sup>1</sup>
21.0	15.4	21.2	24.5	26.0	291.3	190.0	256.9	276.9	273.7	151.6	המניות
18.9	13.9	18.7	19.7	21.1	261.3	171.3	226.6	222.9	221.5	133.1	מניות בארץ
2.2	1.5	2.5	4.8	5.0	30.0	18.7	30.3	54.0	52.2	18.5	מניות בחו"ל
13.7	15.9	12.8	11.3	11.0	189.9	196.0	154.7	127.2	115.4	86.0	הנכסים במט"ח ובהצמדה
7.6	8.6	7.8	7.9	8.3	105.5	106.0	94.7	89.2	87.1	79.3	למט"ח
1.6	1.7	1.4	1.4	1.6	21.6	20.7	16.9	15.3	16.7	18.4	הנכסים בארץ
4.7	5.1	4.7	4.6	4.5	64.5	62.9	56.5	52.6	47.2	39.4	פמ"ח פיצויים
0.3	0.4	0.3	0.2	0.4	4.8	4.5	3.4	2.8	4.5	6.3	פמ"ח אחרים
0.7	0.9	0.9	1.0	1.2	9.3	10.9	10.5	10.8	12.1	9.1	פיקדונות צמודים למט"ח
0.4	0.6	0.6	0.7	0.6	5.3	6.9	7.4	7.8	6.6	6.2	איגרות חוב סחירות
6.1	7.3	4.9	3.4	7.7	84.4	90.1	60.0	38.0	80.5	7.1	תוכניות חיסכון
3.6	4.5	3.5	2.7	2.3	50.4	55.8	41.9	30.0	24.7	7.1	הנכסים בחו"ל
2.5	2.8	1.5	0.7	5.3	34.0	34.3	18.0	8.0	55.9	0.0	פיקדונות בחו"ל
											ניירות ערך בחו"ל (ללא מניות)

1 נכסים שבידי קופות הגמל, קרנות הפנסיה והתוכניות לביטוח חיים – בעיקר איגרות חוב מיועדות. המקור: מאזני הבנקים, הבורסה לניירות ערך, משרד האוצר, המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ ועיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

## 2. הרכב ההצמדה של תיק הנכסים

בתיק ללא מניות עלה משקל הנכסים הלא-צמודים מ-36.9 אחוזים בשנת 2002 ל-39.5 אחוזים בשנת 2003, כתוצאה מעלייה של המשקל של איגרות החוב הלא-צמודות והמק"ם (לוח ג'3). רכיב הנכסים הצמודים למדד ירד ביחס לשנת 2002 – 43.2 אחוזים מהתיק, לעומת 44.3 אחוזים בהתאמה, ושיקף מגמה מעורבת: ירידה של משקל הפיקדונות ותוכניות החיסכון ועלייה של משקל איגרות החוב הצמודות למדד. על ההתפתחות

**לוח ג'-3**

התפלגות הנכסים לפי סוג ההצמדה (ללא מניות),

1998 עד 2003

(מחירים שוטפים)

ההתפלגות						
2003	2002	2001	2000	1999	1998	
(אחוזים)						
39.5	36.9	39.2	37.5	33.2	30.6	הנכסים הלא-צמודים
6.7	6.0	7.1	6.8	6.9	6.6	מזומן ופיקדונות נוילים
19.3	20.1	22.7	22.3	20.1	17.7	פיקדונות לזמן קצוב
4.3	3.9	2.8	3.1	2.3	2.4	מק"ם
8.7	6.3	6.2	5.1	3.7	3.7	גילון ושחר
0.5	0.7	0.4	0.3	0.2	0.2	תוכניות חיסכון
43.2	44.3	44.6	47.6	51.9	56.7	הנכסים הצמודים למדד
7.0	9.8	9.3	10.7	12.9	14.2	תוכניות חיסכון
6.4	5.6	5.8	6.5	6.5	7.6	פיקדונות צמודים למדד
9.6	8.6	9.2	9.0	10.3	11.6	איגרות חוב סחירות
20.2	20.3	20.3	21.4	22.1	23.3	נכסים אחרים
הנכסים במט"ח						
17.4	18.8	16.2	14.9	14.8	12.6	ובהצמדה למט"ח
9.6	10.1	9.9	10.5	11.2	11.6	הנכסים בארץ
2.0	2.0	1.8	1.8	2.1	2.7	פמ"ח פיצויים
5.9	6.0	5.9	6.2	6.1	5.8	פמ"ח אחרים
0.4	0.4	0.4	0.3	0.6	0.9	פיקדונות צמודים למט"ח
0.8	1.0	1.1	1.3	1.6	1.3	איגרות חוב סחירות
0.5	0.7	0.8	0.9	0.8	0.9	תוכניות חיסכון
7.7	8.6	6.3	4.5	10.4	1.0	הנכסים בחו"ל
4.6	5.3	4.4	3.5	3.2	1.0	פיקדונות בחו"ל
3.1	3.3	1.9	0.9	7.2	0.0	ניירות ערך בחו"ל

המקור: מאזני הבנקים, הבורסה לניירות ערך, משרד האוצר, המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ ועיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

החויבות במק"ם ובאיגרות החוב (הלא-צמודות והצמודות למדד) השפיעו כמה גורמים: רצף הפחתות של ריבית בנק ישראל, על רקע ירידה באינפלציה הצפויה ומגמת ייסוף של השקל מול הדולר; ירידת הסיכון של ההשקעה בנכסים שקליים לכל הטווחים, וכן ירידה של כדאיות ההשקעה בפיקדונות ובתכניות החיסכון בעקבות הרפורמה. במקביל איפשרה הוזלת גיט ההון של הממשלה בחו"ל, על רקע הערבויות מארה"ב, לצמצם את היקף הגיוסים הממשלתיים בשוק איגרות החוב המקומי, והתפתחות חויבות זו פעלה לעליית המחירים בשוק זה. רוב פעילות הציבור בשוק הלא-צמוד הייתה באמצעות קרנות הנאמנות, שהיו פטורות השנה ממס על רווחי הון ממכירת איגרות חוב, בעוד שבאיגרות החוב הצמודות למדד בלטה פעילות הציבור במישרין – כנראה, על רקע הפחתת המס ליחידים.

משקל הנכסים במטבע חוץ ירד מ-18.8 אחוזים בדצמבר 2002 ל-17.4 אחוזים בדצמבר 2003, שינוי שביטא בעיקר ייסוף של כ-6 אחוזים בשער השקל מול הדולר, לאחר פិחות חד של כ-10 אחוזים בשנת 2002. בשנת 2003 נרשמה ירידה מתונה בכל הנכסים במטבע חוץ – בפיקדונות, בתכניות החיסכון ובאיגרות החוב. זאת אף על פי שבמהלך השנה נפדו איגרות החוב "גלבווע" צמודות לדולר בערך נקוב של כ-8.8 מיליארדי ש"ח, ולא הונפקו איגרות נוספות מסוג זה. נראה כי פדיון ה"גלבוועים", על אף היקפו הנרחב, לא חולל שינויים חדים במשקל הנכסים במטבע חוץ, וזאת משום שהמחזיקים בהן הקדימו להיערך והתאימו בהדרגה את החזקותיהם.

### 3. הרכב תיק הנכסים לפי הטווח לפדיון ולפי סחירות

טווח ההשקעה של הציבור נותר בשנת 2003 ללא שינוי ניכר לעומת דצמבר 2002, לאחר שבשנת 2002 האריך הציבור את טווח השקעתו. משקל הנכסים לטווח קצר נותר ברמה של כשליש מתיק הנכסים, ומשקלות הנכסים לטווחים הבינוני והארוך הסתכמו בכ-46 אחוזים ו-20.7 אחוזים, בהתאמה (דיאגרמה ג'-4).

### לוח ג'4

התפלגות הנכסים לפי הטווח לפדיון, 1999 עד 2003  
(ללא מניות בארץ ובחו"ל, מחירים שוטפים)

ההתפלגות					היתרה					
2003	2002	2001	2000	1999	2003	2002	2001	2000	1999	
(אחוזים)					(מיליארדי ש"ח)					
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1,094.6	1,044.4	955.3	853.4	777.6	סך כל הנכסים (ללא מניות)
<b>33.4</b>	<b>33.5</b>	<b>34.3</b>	<b>34.0</b>	<b>32.2</b>	<b>365.9</b>	<b>349.5</b>	<b>328.1</b>	<b>289.9</b>	<b>250.6</b>	<b>הנכסים לזמן קצר</b>
5.9	5.2	6.1	5.8	6.0	64.6	54.2	58.3	49.6	46.9	נכסים נזילים בשקלים
16.2	17.1	18.5	18.7	16.9	177.2	178.6	176.6	159.5	131.2	פיקדונות לא-צמודים
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.3	פיקדונות צמודים למדד
7.0	7.1	6.9	6.8	7.0	76.2	74.3	66.1	58.3	54.5	פמ"ח
0.2	0.3	0.3	0.3	0.5	2.7	2.7	2.4	2.2	3.7	פצ"ם
4.1	3.8	2.6	2.4	1.8	44.9	39.6	24.6	20.1	14.0	מק"ם
<b>45.9</b>	<b>45.9</b>	<b>45.4</b>	<b>45.0</b>	<b>45.9</b>	<b>502.2</b>	<b>479.8</b>	<b>434.1</b>	<b>384.2</b>	<b>357.2</b>	<b>הנכסים לזמן בינוני ואחרים</b>
8.0	11.2	10.5	11.9	14.0	87.7	116.5	100.1	101.6	109.2	תוכניות חיסכון
2.7	2.4	3.6	3.0	2.8	30.0	25.3	34.3	25.3	21.7	פיקדונות לא-צמודים
4.3	3.0	3.0	3.4	2.3	46.6	31.8	28.8	28.8	18.1	פיקדונות צמודים למדד
0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.5	0.2	0.4	0.0	0.8	פיקדונות צמודים למט"ח
0.9	0.9	0.8	1.1	1.2	9.8	9.1	7.3	9.5	9.3	פמ"ח
8.5	6.1	6.3	5.5	5.3	92.9	63.6	59.8	46.7	40.9	איגרות חוב
6.8	8.1	5.9	4.2	3.4	74.1	84.8	56.3	35.9	26.6	השקעות בחו"ל (ללא מניות)
10.4	9.7	10.4	11.1	11.9	113.8	101.6	99.2	94.5	92.8	קופות גמל
4.3	4.5	5.0	4.9	4.9	46.8	46.9	47.8	42.0	37.7	קרנות השתלמות
<b>20.7</b>	<b>20.6</b>	<b>20.2</b>	<b>21.0</b>	<b>21.8</b>	<b>226.6</b>	<b>215.0</b>	<b>193.1</b>	<b>179.3</b>	<b>169.8</b>	<b>הנכסים לזמן ארוך</b>
11.0	11.5	11.5	12.4	13.1	120.1	119.7	109.4	105.4	101.6	קרנות פנסיה ותיקות
1.6	1.4	1.1	0.9	0.7	17.9	14.4	10.7	7.5	5.3	קרנות פנסיה חדשות
4.0	4.2	4.3	4.8	5.2	43.7	44.3	41.3	40.6	40.2	תוכניות לביטוח חיים – מבטיחות תשואה
4.1	3.5	3.3	3.0	2.9	44.9	36.6	31.7	25.8	22.6	תוכניות לביטוח חיים – משתתפות ברווחים

המקור: מאזני הבנקים, הבורסה לניירות ערך, משרד האוצר, המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ ועיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

התפלגות השקעות הציבור לפי טווחים השנה משקפת את עליית חלקם של הנכסים הסחירים על חשבון הלא-סחירים, בכל סוגי ההצמדה. כ-90 אחוזים מרכיב הנכסים לטווח קצר הם נכסים לא-סחירים – פיקדונות לא-צמודים או צמודים למטבע חוץ. הביקוש לפיקדונות הלא-צמודים ירד, מפני ירידה בריביות, שנבעה מהפחתת ריבית בנק ישראל, המשפיעה ישירות על כל הריביות הבנקאיות וממסיו הפיקדונות במסגרת הרפורמה. משקל הפיקדונות במטבע חוץ ירד, לנוכח הריביות הנמוכות עליהם וציפיות להמשך הרגיעה בשוק מטבע החוץ. כנגד זאת, עלה משקלו של המק"ם בתיק הנכסים, וכן גדל חלקם של הנכסים הנזילים השקליים, והם קיזזו את ירידת משקל הפיקדונות.



פרק ג', תיק הנכסים הכספיים של הציבור

לוח ג'5

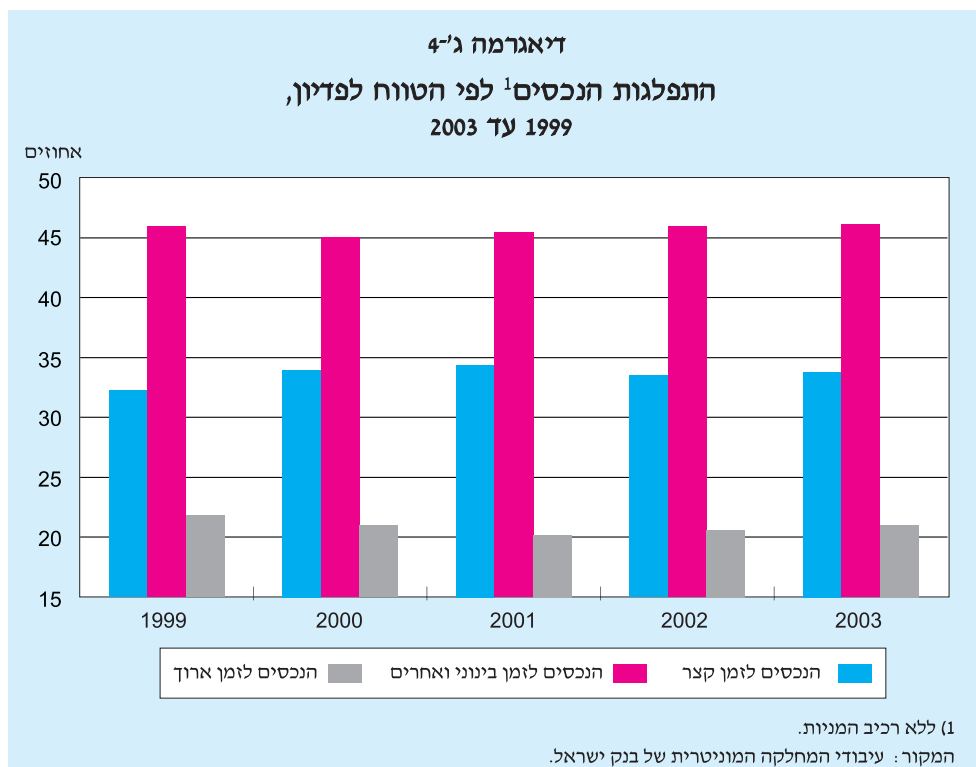
סחירות תיק הנכסים, 1999 עד 2003  
(מחירים שוטפים)

ההתפלגות					היתרה					
2003	2002	2001	2000	1999	2003	2002	2001	2000	1999	
(אחוזים)					(מיליארדי ש"ח)					
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1,385.9	1,234.5	1,212.2	1,130.4	1,103.5	סך כל הנכסים
41.9	34.9	37.9	39.1	42.5	581.1	430.9	459.0	441.9	468.7	הנכסים הסחירים
26.5	22.0	19.3	17.3	22.8	289.8	240.9	202.1	165.0	195.0	הנכסים הסחירים (ללא מניות)
10.2	8.6	7.1	6.2	4.2	141.9	106.0	85.8	69.8	46.8	הנכסים הלא-צמודים
3.4	3.3	2.2	2.3	1.6	47.1	40.5	27.0	26.2	18.0	מק"ם
6.8	5.3	4.9	3.9	2.6	94.8	65.5	58.9	43.6	28.8	גילון ושחר
7.6	7.3	7.2	6.8	7.3	104.6	89.7	87.8	76.5	80.2	הנכסים הצמודים למדר
7.6	7.3	7.2	6.8	7.3	104.6	89.7	87.8	76.5	80.2	איגרות חוב סחירות
3.1	3.7	2.4	1.7	6.2	43.3	45.2	28.5	18.8	68.0	הנכסים במט"ח ובהצמדה למט"ח
0.7	0.9	0.9	1.0	1.1	9.3	10.9	10.5	10.8	12.1	איגרות חוב סחירות
2.5	2.8	1.5	0.7	5.1	34.0	34.3	18.0	8.0	55.9	ניירות ערך בחו"ל (ללא מניות)
21.0	15.4	21.2	24.5	24.8	291.3	190.0	256.9	276.9	273.7	המניות בארץ ובחו"ל
58.1	65.1	62.1	60.9	57.5	804.8	803.6	753.2	688.4	634.8	הנכסים הלא-סחירים
										ללא מניות
73.5	76.9	78.8	80.7	76.5						
20.9	22.6	23.8	22.1	19.2	290.3	279.3	288.9	250.4	211.7	הנכסים הלא-צמודים
5.3	5.1	5.6	5.1	4.9	73.2	62.4	68.1	57.7	53.7	מזומן ופיקדונות נוזלים
15.3	17.0	17.9	16.8	14.1	211.7	210.1	216.8	190.2	156.1	פיקדונות לזמן קצוב
0.4	0.6	0.3	0.2	0.2	5.5	6.9	4.1	2.5	1.9	תוכניות חיסכון
26.5	30.2	27.9	29.2	29.3	367.9	373.4	338.2	329.6	323.4	הנכסים הצמודים למדר
5.5	8.3	7.3	8.1	9.1	76.9	102.7	88.7	91.3	100.7	תוכניות חיסכון
5.1	4.7	4.6	4.9	4.6	70.4	58.4	55.2	55.4	50.9	פיקדונות צמודים למדר
15.9	17.2	16.0	16.2	15.6	220.6	212.3	194.3	182.9	171.8	נכסים אחרים <sup>1</sup>
10.6	12.2	10.4	9.6	9.0	146.6	150.9	126.1	108.4	99.6	הנכסים במט"ח ובהצמדה למט"ח
1.6	1.7	1.4	1.4	1.5	21.6	20.7	16.9	15.3	16.7	פמ"ח פיצויים
4.7	5.1	4.7	4.6	4.3	64.5	62.9	56.5	52.6	47.2	פמ"ח אחרים
0.3	0.4	0.3	0.2	0.4	4.8	4.5	3.4	2.8	4.5	פיקדונות צמודים למט"ח
0.4	0.6	0.6	0.7	0.6	5.3	6.9	7.4	7.8	6.6	תוכניות חיסכון
3.6	4.5	3.5	2.7	2.2	50.4	55.8	41.9	30.0	24.7	פיקדונות בחו"ל

1 נכסים שבידי קופות הגמל, קרנות הפנסיה והתוכניות לביטוח חיים - בעיקר איגרות חוב מיועדות.

העלייה של משקל הנכסים לטווח הבינוני השנה ביטאה את עליית חלקן של איגרות החוב, הצמודות והלא-צמודות, בתיק, אולם זו קוזה במולאה על ידי ירידת ההשקעות בתוכניות החיסכון, שרובן צמודות למדר.

במהלך השנה עלה משקלן של תכניות הביטוח ה"משתתפות ברווחים" ושל קרנות הפנסיה החדשות בסך נכסי הציבור, בזכות שיפור ברווחיהן. המשקיעים ניצלו את ההתפתחויות החיוביות בשוק ההון והגדילו את החזקותיהן בנכסים סחירים, בעיקר באיגרות חוב, הפרטיות, על חשבון הפיקדונות הבנקאיים. כנגד זאת ירד משקלן של קרנות הפנסיה הוותיקות ושל תכניות הביטוח ה"מבטיחות תשואה", כך שסך רכיב ההשקעה לטווח ארוך לא השתנתה במידה ניכרת.



### תיבה ג'1: התפתחות אפיק המוצרים המובנים

בשנתיים האחרונות החלו המתווכים הפיננסיים להציע לציבור בישראל אפיקי השקעה חדשים, הקיימים בעולם המערבי מספר שנים ומוכרים בשם מוצרים מובנים (structures). יתרת הפיקדונות המובנים במערכת הבנקאות הסתכמה בספטמבר 2003 בכ-10 מיליארדי ש"ח, רובם במטבע חוץ, וסך ההנפקות באיגרות חוב מובנות צמודות למטבע חוץ הגיע בדצמבר 2003 לכ-2.3 מיליארדי ש"ח. להתפתחות זו תרמו ירידת ריבית בנק ישראל והריביות בעולם, שהקטינו את האטרקטיביות היחסית של הפיקדונות הבנקאיים, והשתכללות השווקים הפיננסיים. המוצרים המובנים הם מוצרים פיננסיים (בדרך כלל פיקדון או איגרת חוב), המיועדים למשקיע המוכן ליטול סיכון מסוים, נמוך יחסית, תמורת הסיכוי

לקבל תשואה גבוהה מעט מזו שמבטיחים האפיקים הסולידיים, כגון איגרות חוב הממשלתיות או הפיקדונות הבנקאיים.

מוצרים אלו מבטיחים למשקיע החזר מלא של קרן ההשקעה, ביטחון שאינו קיים למשל בהשקעה במניות, אולם הריביות על פיקדון ואיגרת חוב מובנים נמוכה מהמקובל בשוק, וחלקם אף אינם נושאים כל ריבית. תמורת הויתור על חלק מהריבית, המקובלת באפיק סולידי, נהנה המשקיע, כאמור, מהסיכוי לקבל תשואה סופית גבוהה יותר. זו תלויה בכמה גורמים – בעיקר בהתפתחות של מדדי המניות השונים ושער החליפין ביחס למטבעות שונים, או של נכס בסיס אחר.

בשוק המוצרים המובנים משמשים שני מושגים מרכזיים. הראשון הוא ה"טווח" (range), המגדיר באילו תנאים המשקיע זכאי לקבל את התשואה שהובטחה לו. זהו טווח מוסכם מראש לשינויים הצפויים באחד מרכיבי המוצר המובנה – למשל שיעור מסוים של ריבית הליבור או שער מסוים של הדולר מול השקל – שאם השינויים בפועל חורגים ממנו, המשקיע לא יקבל כל תשואה על כספו. המושג השני הוא ה"קופון" – שיעור הריבית (התשואה) המשולם על המוצר המובנה, אם מתקיים התנאי האמור. הקופון הוא לעיתים התשואה של אחד המדדים בשוק המניות, ולעיתים הוא מחושב באופן מורכב יותר, בדרך כלל על בסיס ריביות חו"ל. בעקבות הרפורמה במס, מוטל מס גם על הריבית במוצר מובנה – פיקדון או איגרת חוב – 10 אחוזים על הריבית (הקופון) הנומינלית ו-15 אחוזים על הריאלית. רוב הפיקדונות המובנים הם לטווח ארוך יחסית, 5-6 שנים ויותר, ללא תחנות יציאה, כך שהמשקיע בהם חייב להמתין עד תום התקופה. לעומת זאת איגרת חוב מובנית דומה לאיגרת חוב ממשלתית: המשקיע יקבל את התשואה המובטחת לו בסוף חיי האיגרת, אולם הוא יכול למכור אותה בבורסה בכל יום מסחר. ההבדל בין איגרת חוב מובנית לאיגרת חוב של ממשלה הוא, שבראשונה מציע העסקה (בדרך כלל גוף פיננסי מחו"ל) יכול להחליט על הקדמת פדיון האיגרת – פעולה הנקראת קריאה (Call) – אם מצבת הסיכונים והחשיפות שלו גדולה מדי לטעמו.