

פרק ה'

המשקיעים המוסדיים

משקל המשקיעים המוסדיים¹ בתיק הנכסים של הציבור עמד בסוף שנת 2003 על 36.7 אחוזים, לעומת כ-35 אחוזים אשתקד. יתרת נכסיהם של המשקיעים המוסדיים גדלה השנה ונאמדה, לדצמבר, בכ-508 מיליארדי ש"ח, לעומת 433 מיליארדים אשתקד. עיקר העלייה היה בקרנות הנאמנות, ובמידה פחותה בתכניות לביטוח החיים מסוג "משתתפת ברווחים" – עלייה שקוזה חלקית על ידי ירידת משקלן של קרנות הפנסיה הוותיקות והתכניות לביטוח החיים מסוג "מבטיחה תשואה". המגמה של משיכת הכספים מקופות הגמל² נמשכה גם השנה, על אף התשואה הריאלית הגבוהה יחסית בשוק איגרות החוב ובשוק המניות, ואילו בקרנות הנאמנות הגדיל הציבור את הפקדת הכספים, בעיקר בקרנות המתמחות בנכסים שקליים ובמיוחד במק"ם. הצבירה החיובית הגבוהה בקרנות אלו הייתה כדאית – בין היתר, משום שההכנסות מהשקעה במק"ם היו בשנת 2003 פטורות ממס. במהלך שנת 2003 ניתבו המשקיעים המוסדיים את השקעותיהם לאפיק הלא-צמוד ולאפיק המניות, מגמה שאפיינה את תיק הנכסים הכספיים של הציבור בכללו. שינוי זה נבע, בין היתר, מהתאמה של הנכסים הפיננסיים לירידתה של האינפלציה הצפויה, מתהליך ירידת הריביות בשווקים ומעליות השערים של המניות. לקראת סוף השנה הופעלה רפורמה בענף הפנסיה, שבמסגרתה תצמצם הממשלה את הנפקת איגרות החוב המיועדות לקרנות הפנסיה, ומרבית כספי ההשקעות בהן יופנו לשוק ההון.

1. קרנות נאמנות

א. התפתחות הנכסים

יתרת נכסי קרנות הנאמנות שבה וגדלה ב-2003 בכ-37 מיליארדי ש"ח, והסתכמה בכ-83 מיליארדים, לאחר שבשנת 2002 נעצרה מגמת הצבירה החיובית בשנים האחרונות, ובכך הגיעה היתרה לשיא של העשור האחרון (לוח ה'1). עליית היקף הנכסים ביטאה את הצבירה החיובית נטו של 30.7 מיליארדים ואת התשואה הריאלית הגבוהה יחסית – 15.6 אחוזים על סך נכסי הקרנות בשנה הנסקרת. הצבירה הגדולה בקרנות ביטאה בעיקר את הצבירה המאסיבית בקרנות השקליות – המשקיעות בעיקר בנכסים פטורים ממס³,

1 על פי אומדנים של אגף שוק ההון במשרד האוצר.

2 קופות התגמולים והפיצויים.

3 איגרות החוב השקליות שהונפקו לפני התאריך הקובע לרפורמה במס – מאי 2000 – וסדרות המק"ם, שהיה פטור ממס עד סוף שנת 2003.

לוח ה'1

המשקיעים המוסדיים – ההתפתחויות העיקריות, 2000 עד 2003

השנה	קרנות הנאמנות	קופות התגמולים והפיצויים		קרנות הפנסיה		התוכניות לביטוח חיים		סך הכול
		קרנות	קרנות	קרנות	ותיקות חדשות	מבטיחה	משתתפת	
יתרת הנכסים (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)								
2000	45.8	120.0	42.2	105.4	7.5	40.6	30.1	391.6
2001	63.0	123.8	48.0	109.4	10.6	41.5	37.4	433.8
2002	45.8	119.8	47.0	119.7	14.3	44.5	41.8	433.0
2003	83.2	134.7	54.7	120.6	18.5	43.8	52.4	508.2
אחוזים מסך כל תיק הנכסים של הציבור								
2000	4.1	10.6	3.7	9.3	0.7	3.6	2.7	34.6
2001	5.2	10.2	4.0	9.0	0.9	3.4	3.1	35.8
2002	3.7	9.7	3.8	9.7	1.2	3.6	3.4	35.1
2003	6.0	9.7	3.9	8.7	1.3	3.2	3.8	36.7
הצבירה נטו (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)								
2000	11.0	-1.0	3.3	-2.1	2.0			13.2
2001	15.4	-4.1	2.6	-2.9	2.6			13.6
2002	-14.9	-3.0	-0.7	-3.2	3.0			-18.8
2003	30.7	-2.7	0.9	-4.3	3.4			27.9
התשואה הריאלית (אחוזים) ¹								
2000	4.4	3.4	3.6					
2001	3.7	6.4	6.9					
2002	-6.6	-6.9	-6.4					
2003	15.6	19.1	17.8					

1 התשואה הריאלית של קופות התגמולים והפיצויים אינה כוללת את התשואה של קופות מרכזיות לפיצויים ששיעוריהן היו: 2.8% בשנת 2000, 6.7% בשנת 2001, -7% בשנת 2002 ו-18.8% בשנת 2003. המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

ובמיוחד במק"ם, שהיה פטור ממס עד סוף 2003. הצבירה נבעה, בין השאר, מציפיות להמשך ירידת הריביות, ובעקבותיה ציפיות להפקת רווחי הון. לגידולה של סך היתרה תרם גם גידול של נכסי הקרנות המתמחות במניות; זה שיקף ברובו את עליות השערים החדות של המניות בבורסה לניירות ערך בתל אביב, שכן הצבירה בקרנות האלה הייתה בשנה הנסקרת נמוכה.

בהתפתחות הנכסים במהלך השנה ניכרה מגמה של צבירה חיובית, שהלכה והתגברה עד להיקפים גדולים: לאחר צבירה קטנה, 860 מיליוני ש"ח בלבד, בשלושת החודשים הראשונים של השנה, הואצה התרחבות הנכסים מאפריל ואילך, הודות לצבירה מאסיבית בקרנות המתמחות באפיק השקלי הלא-צמוד.

במקביל לעליית היקף הנכסים, התווספו השנה 64 קרנות חדשות, ומספר הקרנות הגיע ל-648. גידול זה – המשך למגמה של השנים האחרונות – התרכז בעיקר בקרנות המתמחות בנכסים שקליים (36 קרנות חדשות) ובקרנות המתמחות בנכסי חו"ל ובאיגרות חוב מדינה (13 ו-7 קרנות חדשות, בהתאמה). מספרן של הקרנות המתמחות במניות עלה ב-7 והגיע ל-155 קרנות, והוא עדיין הגדול ביותר. כן עלה חלקן של קרנות הנאמנות בסך

הנכסים שבידי המשקיעים המוסדיים מ-11 אחוזים ב-2002 ל-16 אחוזים בשנה הנסקרת, שהם 6 אחוזים מסך תיק הנכסים שבידי הציבור.

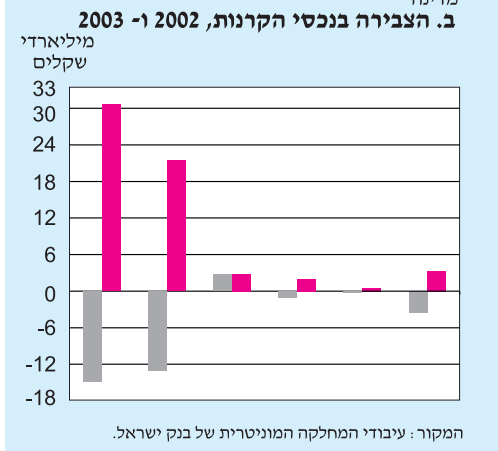
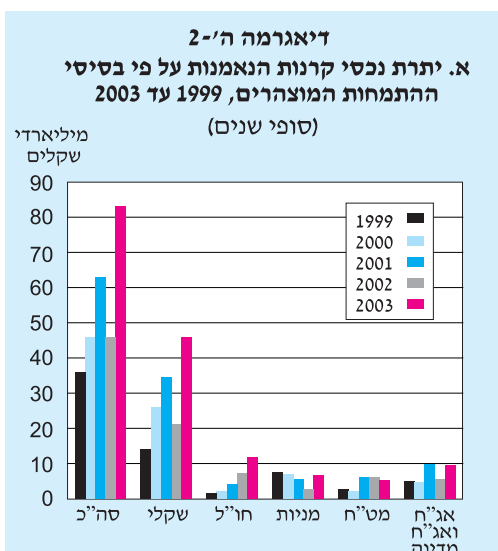
מדד הריכוזיות – מדד HHI מנורמל⁴ – של ענף קרנות הנאמנות עלה במהלך שנת 2003, אולם ברביע האחרון של השנה הוא ירד וכך חזר לרמה, הגבוהה יחסית, ששררה במהלך השנתיים הקודמות (דיאגרמה ה'-1). התפלגות נכסי הקרנות לפי מנהלים לא השתנתה השנה: שלושת הקונצרנים הבנקאיים הגדולים, המנהלים את מירב נכסי הקרנות, החזיקו ב-79 אחוזים מסך נכסיהן, ומשקלם של הבנקים הבינוניים והקטנים בניהול הקרנות נותר במוצע 11 אחוזים. יתר הקרנות מנהלות על ידי חברות ניהול פרטיות שאינן בנקים.

ב. התפתחות הנכסים של קרנות הנאמנות לפי קבוצת התמחות

העלייה הניכרת ביתרת נכסיהן של קרנות הנאמנות הקיפה בשנת 2003 כמעט את כל קבוצות ההתמחות ושיקפה הן את גידול הפעילות בקרנות והן את עליית התשואות (דיאגרמה ה'-2). יתרת נכסיהן של הקרנות המוגדרות כמתמחות בהשקעה בנכסים שקליים – וכמעט כל נכסיהן אינם צמודים – במיוחד המק"ם, הוכפלה ואף יותר והגיעה לכ-46 מיליארדי ש"ח, חלק הארי של נכסי סך הקרנות. גם יתרת נכסי קרנות הנאמנות המתמחות במניות – שמספרן הוא הגדול ביותר – 155 קרנות – הוכפלה ואף יותר והגיעה ל-6.7 מיליארדי ש"ח, כ-8 אחוזים מנכסי סך הקרנות. יתרת נכסי הקרנות המתמחות בהשקעות חוץ עלתה השנה בכשני שלישים והגיעה לכ-12 מיליארדי ש"ח – כ-14 אחוזים מסך נכסי הקרנות.

הצבירה בסך הקרנות הסתכמה בשנת 2003 ב-30.7 מיליארדי ש"ח (דיאגרמה ה'-2). הצבירה החיובית הגדולה ביותר הייתה בקרנות הנאמנות המתמחות בנכסים שקליים – 21.5 מיליארדי ש"ח – לאחר צבירה שלילית, של 13 מיליארדים אשתקד. עקב עליית הציפיות לאינפלציה בחודשיים הראשונים של השנה, נרשמו בקרנות אלו פדיונות של 350 מיליוני ש"ח. אולם בהמשך, עם ירידתן של הציפיות, בד בבד עם תהליך ההפחתה של ריבית בנק ישראל, הלכה וגדלה הצבירה בקרנות אלו, והגיעה לשיאה בסוף השנה. לעומתן נרשמה השנה בקרנות המתמחות במניות צבירה

4 מדד הרפינדל-הירשמן, המודד את דרגת הריכוזיות, מחושב באמצעות סכימת הריבוע של שיעורי ההשתתפות של כל קבוצה בשוק קרנות הנאמנות, ומנורמל ביחס לממד הריכוזיות המייצג התפלגות אחידה. עלייה של המודד משמעותה גידול של הריכוזיות.

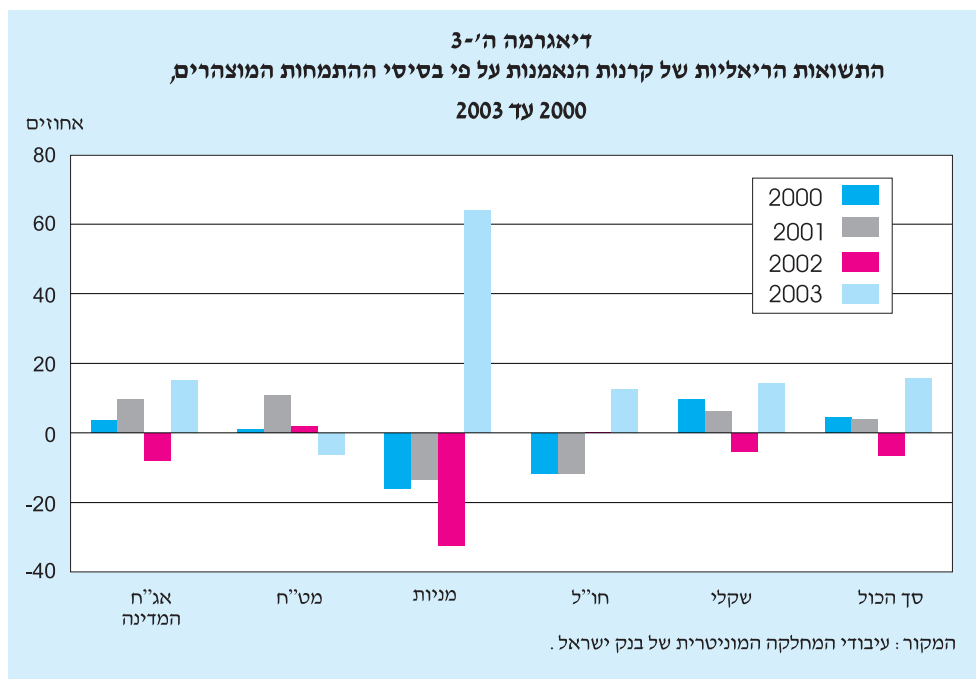


נמוכה יחסית, כ-2 מיליארדי ש"ח, וזאת לאחר פדיונות בשנתיים הקודמות, שהסתכמו ב-1.4 מיליארדים. הצבירה בקרנות אלו השנה – חלקה ברביע השני ועיקרה ברביע האחרון, במקביל להתפתחות המחירים בשוק המניות. ההיקף הנמוך של הצבירה השנתית מעיד כי משקי הבית שהשקיעו בשוק המניות באמצעות קרן נאמנות עשו זאת רק לקראת סוף השנה, לאחר שכבר נרשמו עליות מחירים חדות.

הצבירה החיובית בקרנות המתמחות בהשקעות חוץ, שהתרכזה במחצית השנייה של השנה, הייתה גדולה יותר – 2.9 מיליארדי ש"ח – המשך למגמה של חמש השנים האחרונות. זאת, בין היתר, מפני שתנאי המיסוי בהשקעה דרך "הקרנות הפטורות", המשקיעות את מרבית כספן בנכסים אלו, טובים מאלו של השקעה ישירה באותם נכסים (כמפורט בהמשך) ועל רקע הליברליזציה בשוק מטבע החוץ. הפעילות בקרנות המתמחות באיגרות חוב ובאיגרות חוב מדינה, שהתבטאה בצבירה של 3.3 מיליארדי ש"ח בהן, נבעה, ככל הנראה, מציפיות להמשך ירידת התשואות בשוק איגרות החוב, אשר טמן בחובו סיכויים לרווחי הון, וזאת לאחר צבירה שלילית של 3.6 מיליארדים אשתקד. הצבירה בקרנות הנאמנות המתמחות במטבע חוץ הייתה השנה חיובית ונמוכה, 0.5 מיליארדי ש"ח, וזאת על אף מגמת הייסוף בשער החליפין. רק מספטמבר ואילך עלו הפדיונות בקרנות אלו על ההנפקות.

ג. התפתחות התשואות

קרנות הנאמנות הניבו ב-2003 תשואה ריאלית של 15.6 אחוזים, לעומת תשואה ריאלית שלילית של 6.6 אחוזים אשתקד. שיעור תשואה מעין זה נרשם במרבית הקרנות – למעט הקרנות המתמחות במניות, שהניבו פי ארבעה ויותר מממוצע זה, ואלה המתמחות במטבע חוץ, אשר רשמו תשואה שלילית ריאלית של כ-6 אחוזים (דיאגרמה ה'-3).



מהשוואת כדאיות ההשקעה בקרנות הנאמנות לפי ההתמחויות השונות, על פי מדד שארפ⁵, המביא בחשבון גם את רמת הסיכון של ההשקעה, עולה כי הקרנות המתמחות בהשקעה בניירות ערך ישראליים בחו"ל הניבו את התשואה העודפת (זו שמעבר לתשואת נכס חסר סיכון) הגבוהה ביותר – 12.5 אחוזים – תשואה שהייתה מורכבת מתשואה ורמת סיכון גבוהות יחסית; זאת אף ביחס לקרנות המתמחות במניות, שבהן התשואה העודפת עמדה על כ-9 אחוזים, התשואה עצמה הייתה אף היא נמוכה יותר, ואילו הסיכון היה גבוה יותר. התשואות העודפות של הקרנות המתמחות באיגרות חוב ובאיגרות חוב מדינה ושל אלה המתמחות בנכסים שקליים לא-צמודים היו דומות – כמחצית מהתשואה העודפת הגבוהה ביותר. קרנות הנאמנות המתמחות בנכסים הצמודים למדד לא השיגו עדיפות על תשואת השוק חסרת הסיכון, ואילו בקרנות המתמחות בנכסי מטבע חוץ הייתה התשואה העודפת שלילית בשיעור של כ-9 אחוזים – כלומר נמוכה מתשואת הנכס חסר הסיכון.

מהשוואת התשואה בפועל של קרנות הנאמנות הגמישות – אלה שמנהליהן נהנים מחופש בבחירת הרכב השקעותיהם – ביחס לתשואת תיק תיאורטי, המייצג את התשואה שהן היו מניבות בלא כל פעילות של המנהלים במשך השנה⁶, עולה כי השנה פעילות המנהלים הקנתה למשקיעים תוספת תשואה, בניגוד לשנים קודמות. נציין כי התנועות – ההפקדות והמשיכות – היו קטנות יחסית, דבר שאיפשר למנהלי קרנות אלו לבצע פעולות בלי להשפיע על מחירי השוק. בקרנות הנאמנות המתמחות באיגרות חוב ובאיגרות חוב מדינה התשואה לא עלתה על זו של התיק התיאורטי הרלוונטי להן, ומשמע שניהולן לא תרם לביצועיהן.

בבחינת התשואות של קרנות הנאמנות לפי נכסי ההתמחות שלהן נהוג להשוות את תשואותיהן גם לאלה של מדדי אותם נכסים בשוק, וכך לבדוק אם ההשקעה באמצעותן מקנה יתרון על השקעה ישירה בשוק. אם התשואה הריאלית השנתית של קרנות המתמחות בתחום מסוים, לאחר הפחתת דמי ניהול התיק, גבוהה מתשואת מדד השוק הרלוונטי, ההשקעה באמצעות הקרנות עדיפה. בשנת 2003, כמו בשנים האחרונות, התשואות של קרנות אלו היו, בדרך כלל, נמוכות מתשואות השוק הרלוונטיות להן. כך, למשל, תשואת הקרנות המתמחות בנכסים לא-צמודים נפלה בכ-1.5 נקודות אחוז מהתשואה של מדד השוק הרלוונטי להן. יצאו מכלל זה הקרנות המתמחות במניות, שרשמו השנה תשואה שעלתה בכ-2 נקודות אחוז על זו של השקעה ישירה במניות. ראוי לציין, כי השנה השוואה זו בעייתית במידה מסוימת, כי בהיותה שנת מעבר ברפורמה במס, עדיין לא שררה בה אחידות במיסוי הנכסים השונים ודרכי ההשקעה השונות בהם. מפני השוני במעמד המס של הקרנות חלקן הציגו את התשואות לאחר ניכוי המס המתחייב, וחלקן הציגו אותן לפני הניכוי; אפשר אפוא שחלק מפער התשואות נבע מפערי מיסוי. עם זאת, מרבית הנכסים הלא-צמודים שבידי קרנות הנאמנות אינם ממוסים, כך שהשוואה לגבי הקרנות המתמחות בהם ב-2003 אינה מושפעת מהמיסוי. כמו כן, מרבית הנכסים המושקעים במניות שייכים לקרנות שאינן משלמות מס. (המס משולם על ידי מחזיקי יחידות ההשתתפות).

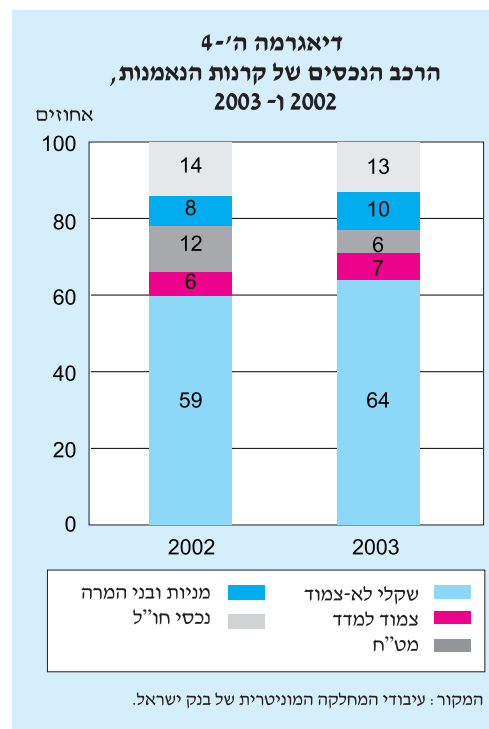
5 מדד שארפ מייצג את התשואה העודפת בתיק הנכסים של קרן נאמנות מעבר לתשואה של נכס חסר סיכון – המק"ם – במונחי יחידת סיכון.

6 תיק זה שומר על הרכבו שנקבע בתחילת השנה.

ד. התפלגות תיק הנכסים של קרנות הנאמנות לפי בסיס ההצמדה

הרקע להתפתחות ההרכב של תיק הנכסים הכספיים שבידי קרנות הנאמנות לפי אפיקי השקעה בשנת 2003 היה תהליך הורדתה של ריבית בנק ישראל, במקביל לירידה מתמשכת של הריביות בשווקים ועליית שערים חדה בשוק המניות. כך מתברר שחלקם הגדול ביותר של הנכסים, הנכסים הלא-צמודים, עלה השנה ברציפות והגיע לכ-64 אחוזים, עלייה שאמנם לא קיזזה את כל ההתכווצות של רכיב זה בשנה הקודמת (דיאגרמה ה'-4). העדפת אפיק זה על אפיקי השקעה אחרים, כמו בתיק הנכסים של הציבור, נבעה בעיקר מהתשואה הגבוהה יחסית שהייתה צפויה בו ומעדיפות המיסוי, שהייתה עדיין ב-2003, במק"ם ובחלק מאיגרות החוב הממשלתיות. עליות קטנות יותר נרשמו בחלקם של הנכסים הצמודים למדד, על רקע מגמת הירידה של האינפלציה הצפויה, ובחלקן של המניות; אלה הגיעו לשיאיהם השנתיים באמצע השנה, ובסופה ירדו מעט, ל-7 אחוזים ו-10 אחוזים מסך התיק, בהתאמה. חלקם של הנכסים הצמודים למטבע חוץ והנקובים במטבע חוץ עלה בנקודת אחוז בתחילת השנה, ולאחר מכן ירד והתייצב בשיעור של 6 אחוזים – מחצית מחלקו בסך התיק בשנת 2002. חלקם של הנכסים המושקעים בחו"ל עלה גם הוא בנקודת אחוז בתחילת השנה, ל-15 אחוזים, ולאחר שירד במהלכה, שב ועלה לשיעור של 13 אחוזים.

בבחינת הרכב הנכסים השקליים שבידי קרנות הנאמנות ניכר מעבר מאסיבי להשקעה במק"ם, מפני עדיפותו הזמנית בתנאי המיסוי. חלקו של המק"ם עלה החל מדצמבר 2002, הגיע לשיאו השנתי באוקטובר 2003 – 45 אחוזים מסך הנכסים השקליים – ובסוף השנה שב וירד, ל-40 אחוזים, לעומת 36 אחוזים בנובמבר 2002. זאת על חשבון חלקם של הנכסים המושקעים באיגרות חוב מסוג "שחר", שירד מ-36 אחוזים בנובמבר 2002 לכ-27 אחוזים בסוף 2003. חלקיהם של הכספים המושקעים בפיקדונות והמזומנים עלו והגיעו לשיאם השנתי בדצמבר – 13.5 אחוזים מסך הנכסים השקליים.



ה. התפלגות תיק הנכסים של קרנות הנאמנות לפי מסלולי המיסוי

במסגרת תיקון לפקודת מס ההכנסה על פי המלצות "ועדת רבינוביץ'" פוצל ענף קרנות הנאמנות בשנת 2003 לשלושה סוגי קרנות הנבדלים זה מזה בתנאי המיסוי – "קרנות פטורות", "קרנות חייבות" ו"קרנות מעורבות". (פירוט ראו בסקירה השנתית של המחלקה המוניטרית בדוח בנק ישראל לשנת 2002).

ב-2003 החליטו רבים ממנהלי הקרנות לפעול במסלול מס של "קרנות חייבות", עקב פטור ממס על רווחי הון מנכסים לא-צמודים בשנה זו ואפשרות הדי-פעמית שניתנה למנהלי הקרנות האלה לשנות את מעמד המס שלהן לקראת שנת 2004, בתנאי שיעמדו בקריטריונים מסוימים לגבי שיעור ההחזקה שלהן בנכסים פטורים ממס. על כן, כ-80 אחוזים מסך היתרה של נכסי קרנות הנאמנות בסוף 2003 היו של הקרנות המסווגות כ"קרנות חייבות", כשני שלישים מתוכם – של אלה המתמחות בנכסים לא-צמודים. המשקיעים ב"קרנות החייבות" הם בדרך כלל משקי בית, המעדיפים להימנע מהצורך בהתחשבות מס מול הרשויות, או לקוחות שאין להם השקעה בניירות ערך נוספים, ולכן הם לא יודקו לקיזוז הפסדים מרווחים עתידיים ובין אפיקי השקעה שונים.

יתרת נכסיהן של "הקרנות הפטורות" הייתה ב־2003 קטנה יחסית – כ־3 אחוזים מהיתרה של סך נכסי הקרנות. קרנות אלה כמעט כולן מתמחות בהשקעה בחו"ל; זאת משום ששיעור המס על רווחי הון, הנגבה מהמחזיקים ב"קרן פטורה" בעת מכירת יחידות ההשתתפות – 25 אחוזים – נמוך משיעור המס על השקעה ישירה בניירות ערך זרים, 35 אחוזים. ההשקעה בנכסים אחרים (שאינם ניירות ערך זרים) אינה כדאית באמצעות "קרן פטורה", שכן בהשקעה ישירה בהם או דרך קרן בעלת מעמד מס אחר, שיעור המס נמוך יותר.⁷ הואיל ובמסלול זה הקרן פטורה ממס על כל סוגי ההכנסות, המשקיעים בה הם בעיקר חברות ומוסדות; אלה מעדיפים לקבל פטור מניכוי המס במקור, וליהנות מהאפשרות לקזז מרווחיהם הפסדי הון. האפשרות לקזז הפסדים מול רווחי ריבית ודיבידנד באמצעות קרנות הנאמנות מקנה אפוא להשקעה באמצעותן עדיפות בתנאי המיסוי.

יתרת נכסיהן של הקרנות המסווגות כ"קרנות מעורבות" היוותה ב־2003 כ־17 אחוזים מסך היתרה של קרנות הנאמנות. הקרנות שבחרו במסלול מס זה הן אלה המגוונות מבחינת הנכסים שהן משקיעות בהם. מסלול מס זה מתאים להן משתי סיבות: שיעור המס בו אינו גבוה כמו ב"קרנות הפטורות", אלא זהה לשיעור המס שהיה משולם לו נעשתה ההשקעה במישרין; נוסף על כך יכול המשקיע ליהנות מקיזוז הפסדים בין כל ניירות הערך שהוא מחזיק. כשליש מיתרת הנכסים של קרנות אלו הוחזק ב־2003 בקרנות המתמחות במניות – שבהן יתרון קיזוז ההפסדים בלט השנה במיוחד, על רקע ירידות השערים בשנה הקודמת – ו־20 אחוזים ממנה הוחזקו בקרנות המתמחות בנכסים לא-צמודים.

בחינת הצבירה בקרנות הנאמנות לפי מסלולי המס מעלה כי למעלה מ־80 אחוזים מהצבירה השנה הייתה בקרנות המסווגות כ"חייבות", היתר נצבר באלה המסווגות כ"מעורבות", והפעילות במסלולים אלו הלכה וגברה במהלך השנה.

2. קופות התגמולים והפיצויים (קופות הגמל) וקרנות ההשתלמות

א. התפתחות הנכסים

יתרת הנכסים של קופות הגמל הסתכמה בסוף 2003 בכ־135 מיליארדי ש"ח, לעומת כ־120 מיליארדים בסוף 2002 (לוח ה'־1). העלייה מוסברת בתשואות החיוביות הריאליות שהשיגו הקופות, כ־19 אחוזים, שכן מגמת משיכות הכספים נטו נמשכה גם השנה, והגיעה ל־2.7 מיליארדי ש"ח. למרות מגמה זו היקף נכסי קופות הגמל עדיין גבוה, והן דומיננטיות בפעילותן כמוסדות תיווך פיננסי לצורך חיסכון: יתרת הנכסים בקופות הגמל היוותה ב־2003 9.7 אחוזים מתיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור, שהם 27 אחוזים מסך הנכסים שבידי המשקיעים המוסדיים.

7 תשלום המס על הכנסה מריבית ומרווחי הון הוא 15 אחוזים מהריבית ומרווחי ההון הריאליים, או 10 אחוזים מהריבית ומרווחי ההון הנומינליים; המס על הכנסה מדיבידנד של חברה ישראלית הוא בשיעור של 25 אחוזים.

בשנת 2003 נמשכה מגמת הצבירה השלילית נטו (הפקדות בניכוי משיכות) מקופות הגמל והגיעה ל-2.7 מיליארדי ש"ח, בדומה להיקפה בשנת 2002. הסיבה המרכזית למגמה זו היא התשואות הנמוכות יחסית שמניבה ההשקעה באמצעות הקופות בממוצע לאורך השנים והתנודתיות הגוברת בהן, המקנה להשקעה בהן דפוסים של חיסכון לטווח קצר. הצבירה השלילית השנתית נטו נבעה גם מהמיתון בפעילות הריאלית במשק, השפעה שהתבטאה גם בגידול היקף המשיכות מהקופות לשם תשלומי פיצויים בגין פיטורין. עם זאת, החל מהמחצית השנייה של השנה הלכו ופחתו היקפי המשיכות מממוצע של 1.3 מיליארדי ש"ח בחודש במחצית הראשונה של השנה לכמיליארד ש"ח בשנייה – בזכות תשואות גבוהות שהשיגו הקופות – וכתוצאה מכך פחתה גם הצבירה השלילית נטו של החסכוניות. סיבה נוספת למיתון מגמת המשיכות היא הפטור המלא ממס על רווחי ההפקדות עד שנת 2003 הן בשלב ההשקעה והן בשלב המשיכה, בניגוד למיסוי במסגרת הרפורמה במס שיחול על ההפקדות בקופות משנת 2004. הצבירה החיובית הגדולה יחסית בדצמבר 2003 לעומת היקפה בחודשי דצמבר של השנתיים הקודמות, כ-1.3 מיליארדי ש"ח, נבעה מהקטנת משיכות הכספים על ידי העמיתים⁸ – אולי לנוכח הפטור המלא ממס על הכספים שהופקדו עד סוף 2003.

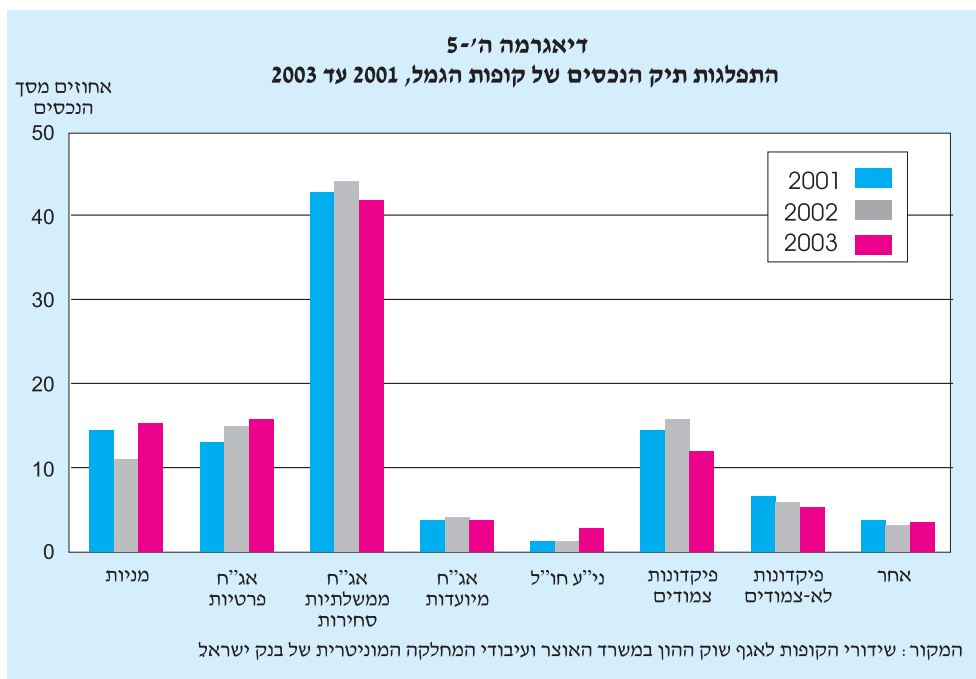
עליית התשואות שהניבו קופות הגמל השנה נבעה מהרכב ההשקעה של נכסיהן: רובם – 42 אחוזים – היו מושקעים ב-2003 בשוק איגרות החוב הממשלתיות, שבו נרשמו השנה עליות שערים גבוהות יחסית, ובשוק המניות, שאופיין בעליות שערים חדות עוד יותר, והקופות הגדילו את השקעותיהן בו לכדי 15 אחוזים מתיקן. בתשואותיהן של קופות הגמל שררה במהלך השנים תנודתיות גבוהה, במקביל לתשואות השוק; זו הלכה וגברה גם ב-2003 – שנה של תשואות גבוהות, כאמור, לאחר תשואות שליליות בקודמתה; כל זאת גם על רקע המשך עליית משקלם של הנכסים הסחירים בתיק. התנודתיות מגדילה את רמת הסיכון של ההשקעה בקופות הגמל ומקנה למכשיר חיסכון זה אופי קצר-טווח, בעוד שחלק מהמפקידים בקופות הגמל עושים זאת לצורך חיסכון לטווח ארוך. תופעה זו מצביעה על בעייתיות מבנית בקופות הגמל, שלפיה נוצר אצל מנהל הקופה ניגוד פנימי בקביעת מדיניות ההשקעה של הקופה: החוסכים שכספם כבר נזיל מוכנים לסיכון גבוה יחסית תמורת הסיכוי להשיג תשואות גבוהות בטווח הקצר, ואילו החוסכים שמועד הפדיון של כספם עוד רחוק יחסית מעוניינים בהשקעה ארוכת טווח בעלת אופי סולידי, בלא סיכון גבוה. בעיה מבנית נוספת בענף קופות הגמל היא בעיית ריכוזיות השליטה: 85 אחוזים מסך נכסיהן הם עדיין בידי הבנקים.

בקרנות ההשתלמות הסתכמה יתרת הנכסים בסוף 2003 ב-54.7 מיליארדי ש"ח, לעומת 47 מיליארדים בשנת 2002. עלייה זו נבעה ברובה מעליות השערים, ובסיכום שנתי נרשמה צבירה חיובית נטו של 937 מיליוני ש"ח. גם בקרנות ההשתלמות נרשמה בשנה הנסקרת תשואה ריאלית חיובית גבוהה, בשיעור של כ-18 אחוזים. בתחילת השנה נמשכה מגמת הצבירה השלילית, שהחלה בשנת 2002 – ואילו מחודש יוני ואילך עלו ההפקדות על המשיכות, והצבירה הפכה חיובית, אף כי נמוכה. הצבירה השלילית נטו בקרנות ההשתלמות בשנת 2002 ובחמשת החודשים הראשונים של השנה הנסקרת היא, בין היתר, תוצאה של האפשרות הראשונה לפדיון כספי העמיתים העצמאיים, שהופקדו בהן החל מ-1996.

8 היקף הפקדות הכספים של העמיתים העצמאיים בדצמבר 2003, לשם מיצוי הטבות המס לפני תום השנה, היה דומה להיקפן בשנתיים הקודמות.

ב. התפלגות תיק הנכסים של קופות הגמל וקרנות ההשתלמות

בבחינת הרכב תיק הנכסים של קופות הגמל עולה, כי מנהלי הקופות בחרו השנה להפחית את משקל השקעותיהם בנכסים צמודים למדד ולמטבע חוץ, בעיקר לטובת הגדלת המשקל של השקעותיהם במניות ובני המרה ושל השקעותיהם בחו"ל לכדי 15 אחוזים וכ- 3 אחוזים, בהתאמה, ובמידה פחותה גם באיגרות חוב קונצרניות (דיאגרמה ה'5). לפיכך עלה משקל הנכסים הסחירים ל-66 אחוזים מהתיק, במקביל להפחתת משקל ההחזקה בפיקדונות. ייתכן שהשינויים האמורים מעידים על מגמה של מנהלי הקופות לפזר את השקעותיהם ולהעביר כספים לאפיקים בעלי סיכון גבוה יותר, בניסיון להעלות את התשואה על נכסיהם. עם זאת, ועל אף כניסתן לתוקף של תקנות ההשקעה החדשות באוקטובר 2002, לא נראים עדיין שינויים משמעותיים בדפוסי ההשקעה של הקופות. הנכסים הצמודים למדד, למרות ירידת משקלם ב-5 נקודות אחוז, היוו בסוף 2003 את מרבית השקעותיהן – 42 אחוזים. מבחינת התפלגותם של הנכסים השקליים, שמשקלם בסך התיק – 21.8 אחוזים – כמעט לא השתנה, עולה כי עיקר הכספים, 53 אחוזים, הושקעו באיגרות חוב מסוג "שחר", ואילו מרכיב הפיקדונות והמוזמנים נמשכו כספים. בבחינת הרכב תיק הנכסים של קרנות ההשתלמות עולה בשנה הנסקרת תמונה דומה: המנהלים בחרו להגדיל את המשקל של ההשקעה במניות ובני המרה ושל ההשקעות בחו"ל, וכך להגדיל את משקל הנכסים הסחירים בתיקיהם, בעיקר על חשבון השקעותיהם בנכסים צמודים למדד ולמטבע חוץ, אך גם על חשבון הנכסים הלא-צמודים. אשר להתפלגותם של הנכסים השקליים – ניכר מעבר מפיקדונות ומוזמנים בעיקר לאיגרות חוב מסוג "שחר".



3. קרנות הפנסיה

א. קרנות הפנסיה לעמיתים ותיקים

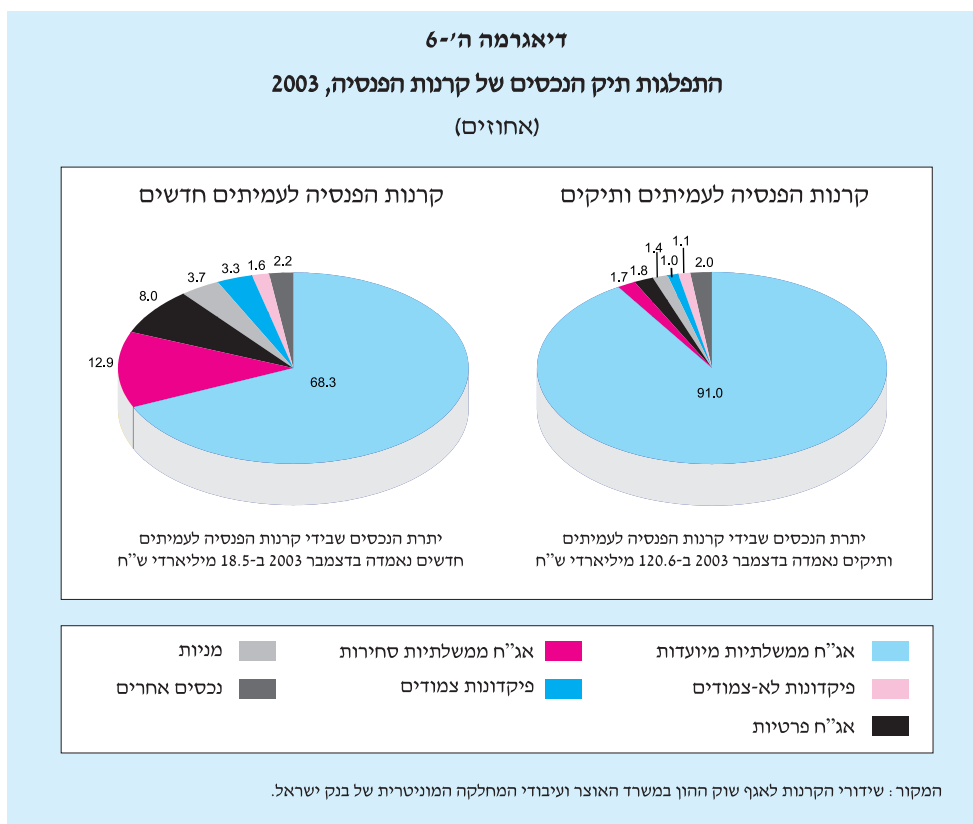
יתרת הנכסים של קופות הפנסיה לעמיתים ותיקים הסתכמה בסוף 2003 ב-120.6 מיליארדי ש"ח, לעומת 119.7 מיליארדים בסוף 2002, וזאת בעיקר בזכות התשואה המובטחת שמניבות איגרות החוב המיועדות. מאז 1995 עמיתים חדשים אינם רשאים להצטרף לקרנות הפנסיה הוותיקות (אלא רק לחדשות), ולפיכך הולך ופוחת בהדרגה מספר העמיתים שבגינם מופרשים דמי גמולים לקרנות אלה, יחד עם גידול היקפם של התגמולים המשולמים לעמיתים הוותיקים. סגירת הקופות הוותיקות בפני מצטרפים חדשים הביאה בשנים האחרונות לצבירה שלילית בקרנות אלה, ובמהלך שנת 2003 נפרדו מקרנות הפנסיה לעמיתים ותיקים 4.3 מיליארדי ש"ח, לעומת 3.2 מיליארדים בשנת 2002. הצבירה השלילית נטו, הגדולה יותר השנה, משקפת צמצום של הפקדות העמיתים לצד עלייה בפדיונות. יתרת הנכסים בקרנות הפנסיה הוותיקות היוותה ב-2003 8.7 אחוזים מסך תיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור, שהם 24 אחוזים מסך הנכסים שבידי המשקיעים המוסדיים.

מיוני 2003 עד אוגוסט, לפני שהממשלה צמצמה, במסגרת הרפורמה בענף הפנסיה, את הנפקת איגרות החוב המיועדות, ניצלו מנהלי הקרנות הוותיקות את האפשרות האחרונה להגדיל את מלאי האיגרות האלה. לכך תרמה גם הכדאיות הגבוהה יחסית של התשואה המובטחת בהסדר זה, במהלך 2003, עם המשך הירידה בתשואות של איגרות החוב הצמודות הממשלתיות הסחירות לטווחים הארוכים, לרמה הנמוכה מהריבית האפקטיבית המשולמת על איגרות החוב המיועדות. לפיכך נרשמה מיוני עד אוגוסט 2003 עלייה חדה בהיקף איגרות החוב המיועדות מסוג "מירון" שרכשו הקרנות, עד לסכום ממוצע של כ-1.4 מיליארדי ש"ח בחודש, לעומת ממוצע חודשי של כ-500 מיליוני ש"ח בחמשת החודשים הראשונים של השנה.

משקל איגרות החוב המיועדות בסך נכסי קרנות הפנסיה עמד בסוף 2003 על 91 אחוזים, לעומת 93 אחוזים בסוף 2002; זאת לאחר עליית משקלן במהלך השנה, שהגיעה לשיאה השנתי, כ-94 אחוזים, באוגוסט – לקראת הפסקת הנפקתן של איגרות אלה (דיאגרמה ה'-6). במקביל ניכרה עלייה מסוימת בשיעור החזקתן של קרנות אלו באיגרות החוב הפרטיות, באיגרות החוב הממשלתיות, ובמידה פחותה בפיקדונות הצמודים למדד. השנה גדל פי שלושה משקלן הנמוך של איגרות החוב הפרטיות בתיקן של קרנות הפנסיה הוותיקות והגיע ל-1.8 אחוזים. עם זאת, קרנות הפנסיה לא משקיעות אלא מעט מאוד בנכסים סחירים בשוק ההון, ועיקר השקעתן היא בנכסים לא-סחירים. ענף הפנסיה עדיין מאופיין בריכוזיות גבוהה יחסית: 84 אחוזים מנכסי קרנות הפנסיה מרוכזים בידי שתי קרנות גדולות, ועד לפני הרפורמה נוהלו בענף 95 אחוזים מנכסיהן בידי גופים הסתדרותיים שהיו אחראים למינוי הדירקטוריונים שלהן. במסגרת הרפורמה עבר הניהול של הקרנות הגירעוניות לידי מנהלים מיוחדים שמינה משרד האוצר, והם מנהלים קרנות שהיקף נכסיהן בדצמבר עמד על 88 אחוזים מסך נכסי הקרנות.

ב. קרנות פנסיה לעמיתים חדשים

קרנות הפנסיה לעמיתים חדשים, שהחלו לפעול מינואר 1995, מתמקדות בצירוף עמיתים חדשים, לרוב צעירים, שרק החלו לחסוך לפנסיה, דבר הגורם לעלייה הדרגתית בגביית



דמי הגמולים, ואילו תשלומי הפנסיה בהן עדיין נמוכים. יתרת הנכסים של קרנות הפנסיה לעמיתים חדשים הסתכמה בסוף 2003 ב-18.5 מיליארדי ש"ח, לעומת 14.3 מיליארדים בסוף 2002. גם השנה נמשכה בהן צבירה חיובית נטו גדולה יחסית, 3.4 מיליארדי ש"ח, לעומת 3 מיליארדים אשתקד. הקרנות החדשות ממצות כמעט את כל פוטנציאל ההשקעה המותר להן באיגרות החוב המיועדות מסוג "ערד" – 68 אחוזים, בדומה לשנה הקודמת. משקלותיהם של הנכסים המושקעים באיגרות חוב ממשלתיות סחירות ובפיקדונות ירדו לכ-13 אחוזים ו-5 אחוזים, בהתאמה (דיאגרמה ה'-6). זאת בעיקר לטובת משקלותיהם של רכיב איגרות החוב הפרטיות הסחירות והלא-סחירות ורכיב המניות, עוד לפני הפסקת הנפקתן של איגרות החוב המיועדות לקרנות החדשות בינואר 2004. בעתיד יביא יישומן של תקנות ההשקעה החדשות להגדלת משקלם של הנכסים הסחירים, שכן המנהלים יתרגלו בהדרגה להשקיע באפיקים חדשים ומגוונים יותר; זאת בזכות הרפורמה, שנועדה, בין היתר, לאפשר לקרנות לגוון את השקעותיהן תוך הפניית מרבית נכסיהן לשוק. (ראו תיבה 1.) אשר להרכב ההצמדה של תיק קרנות הפנסיה לעמיתים חדשים – חלקם של הנכסים הצמודים למדד ירד מעט, לכ-81 אחוזים, וכן ירד חלקם של הנכסים הלא-צמודים והגיע ל-5 אחוזים.

ג. קרנות הפנסיה החדשות הכלליות

בשנת 1999 אושרה הקמתן של קרנות פנסיה חדשות כלליות שאינן זכאיות לאיגרות חוב מיועדות. קרנות אלה נועדו לאפשר צבירה לפנסיה לחוסכים המעוניינים להפריש לקרנות

פנסיה מעבר לתקרה המותרת להפרשה לקרן פנסיה חדשה (עד פעמיים השכר הממוצע במשק), וכן ניתן להפריש לקרן כזאת הפרשות חד-פעמיות, שאינן מותרות לקרנות הפנסיה הזכאיות לאיגרות חוב מיועדות. יתרת נכסיהן של קרנות אלה הסתכמה בסוף שנת 2003 ב-157 מיליוני ש"ח, לעומת 103 מיליונים אשתקד. כ-42 אחוזים מסכום זה הושקעו באיגרות חוב ממשלתיות, 12 אחוזים בשוק איגרות החוב הקונצרניות, ו-10 אחוזים בשוק המניות. חלקם של הפיקדונות הצמודים למדד ירד השנה ב-15 נקודות אחוז, ואילו חלקם של הפיקדונות הלא-צמודים עלה בכ-5 נקודות אחוז.

ד. הרפורמה בענף קרנות הפנסיה

במאי 2003 אושרה בכנסת רפורמה מקיפה בקרנות הפנסיה, ובאוגוסט אושרו תקנות ההשקעה החדשות של כספי הפנסיה. רפורמה זו נועדה לטפל בניהול הקרנות, על רקע הגירעונות האקטואריים של הקרנות הוותיקות, ובמסגרתה הוחל תקנון אחיד במערך זכויות העמיתים במטרה להביא לאיזון אקטוארי, בדומה למנגנון הפועל בקרנות הפנסיה החדשות. נקבע כי יתרת איגרות החוב המיועדות (איגרות חוב ממשלתיות לא סחירות) בקרנות הפנסיה תרד, בתהליך איטי והדרגתי, ל-30 אחוזים בלבד משוויים המוערך של נכסי הקרן, לעומת לפחות 93 אחוזים ו-70 אחוזים מהיתרה בקרנות הוותיקות והחדשות, בהתאמה, לפני הרפורמה. רק כששך כל שוויין של איגרות החוב המיועדות בקרן – ותיקה או חדשה – יגיע ל-30 אחוזים, יוכל מנהלה לרכוש איגרות חוב מיועדות, בסכום שיביא את שיעורן, לכל היותר, ל-30 אחוזים. מלבד זאת רכיב הבטחת התשואה בהן יהיה נמוך מזה שהיה לפני הרפורמה.

בספטמבר 2003 הופסקה אפוא הנפקתן של איגרות החוב המיועדות לקרנות הפנסיה הוותיקות, והנפקתן של אלה לקרנות החדשות הופסקה בינואר 2004. הנפקתן של איגרות חוב מיועדות צפויה להתחדש רק בשנת 2008 בממוצע בקרנות החדשות וב-2012 בממוצע בקרנות הוותיקות. כללים נוספים החלים על הקרנות הוותיקות במסגרת הרפורמה מחייבים אותן להשקיע באיגרות חוב של ממשלת ישראל (לרבות מק"ם) כך ששווי סך ההשקעה באיגרות חוב (מיועדות וממשלתיות) יעמוד על 80 אחוזים. נוסף על כך יושקעו לפחות 13 אחוזים משווי נכסיה של הקרן באיגרות חוב של ממשלת ישראל ובהלוואות (לרבות איגרות חוב מסחריות) ובפיקדונות בדירוג A לפחות. שאר נכסיה יושקעו בהתאם לכללי ההשקעה של קופות הגמל, בארץ בלבד, ויהיה עליה לעמוד במדד מסוים לפיזור הסיכון.

תיבה 1: ההשלכות הצפויות של הרפורמה בענף הפנסיה על שוק ההון בטווח הארוך

מטרתה המרכזית של הרפורמה בענף הפנסיה היא לשפר את הניהול של קרנות הפנסיה, תוך איזון אקטוארי שלהן. הרפורמה מושתתת על העיקרון של צמצום הערבות הסמויה, שנתנה הממשלה עד כה לקרנות הפנסיה באמצעות הנפקת איגרות חוב מיועדות בהיקפים גדולים. במסגרת הרפורמה הוגמשו גם תקנות ההשקעה כדי

לאפשר לקרנות לגוון את הרכב תיקיהן. יישומה של הרפורמה החל בספטמבר 2003, עם הפסקת הנפקתן של איגרות חוב מיועדות לקרנות הפנסיה הוותיקות. אפיק חיסכון לגיל פרישה באמצעות קרנות הפנסיה מהווה למעלה מרבע מסך החיסכון המוסדי. אפיק זה מייצג ביקוש גדול ויציב לנכסי השקעה לטווחים המתואמים לתחזית תשלומי הפנסיה; אלה אינם מאופיינים בסיכוי לרווחים מידיים תוך סיכון גבוה, אלא מבטיחים תשואה מינימלית לאורך זמן. מחויבות הממשלה להנפיק לקרנות הפנסיה איגרות חוב מיועדות צמודות למדד, הנושאות ריבית קבועה, כמוה כהנפקת איגרות חוב ממשלתיות בכלל, מונעת מקורות הון רבים מהמגזר הפרטי ומצמצמת את התחרות בין הקרנות, שעשויה לשפר את פוטנציאל התשואה לעמיתים. הפניית כספי החיסכון הפנסיוני, במסגרת הרפורמה, לשוק ההון עשויה ליצור תשתית חשובה והכרחית להתפתחותו ושכלולו של השוק, תוך העמקת הסחירות בו והכנסת גורמים מייצבים שאינם פועלים ממניעים ספקולטיביים. עם זאת, עדיין מוטלת על הממשלה החובה לפקח על מנהלי הקרנות, וכן למנוע פגיעה חמורה בכספי החוסכים, החשופים יותר מאשר בעבר לתנודות השוק.

בשלבם הראשונים של יישום הרפורמה צפוי כי מרבית הסכומים שינבעו מפירעון איגרות החוב המיועדות ומצבירה בקרנות יופנו לשוק איגרות החוב הממשלתיות, שבו הן מחויבות להשקיע את עיקר נכסיהן. הסכומים העתידים להיכנס לשוק בשנים הקרובות מוערכים בכ-12 עד 14 מיליארדי ש"ח לשנה¹. מאחר שבתקופה זו תנפיק הממשלה רק איגרות חוב סחירות (גם במקום איגרות החוב המיועדות, שאת הנפקתן היא תחדש רק לאחר שהיתרה שלהן בתיק הקרנות תגיע ל-30 אחוזים), הרי, במקביל לגידול הביקוש לאיגרות החוב הממשלתיות, יגדל גם ההיצע שלהן, ולכן לא צפוי זעזוע מחירים בשוק. לצעדים אלו צפויה להיות השפעה חיובית על שוק איגרות החוב ועל שוק ההון בכלל, שכן משקיעים בעלי אופק השקעה ארוך כקרנות הפנסיה מאופיינים בדרך כלל בפעילות מייצבת בשוק – רכישת ניירות ערך בעת ירידת מחירים ומכירתם בעת עליית מחירים. התנודתיות בשוק צפויה אפוא להצטמצם ככל שפעילותם של מנהלי הקרנות תגבר.

הרפורמה בענף הפנסיה תביא גם לתהליך של מסחור החוב הממשלתי ותקנה גמישות גדולה יותר בגיוס ההון – התפתחות שנמנעה עד הרפורמה בגלל מחויבותה של הממשלה לספק לקרנות הפנסיה איגרות חוב מיועדות בהיקפים גדולים. במסגרת הכללים החדשים צפוי הרכב התיק של קרנות הפנסיה להשתנות – שכן הגמישות של מנהלי הקרנות בפזרן השקעותיהם על פני אפיקים שונים וטווחים שונים גדולה מזו שהכתיבה ההשקעה באיגרות החוב המיועדות. על כן צפויה התחרותיות בשווקים להתגבר, וכך ליצור מקור מימון נוסף להשקעות בתשתית, להעמיק את הסחירות בשווקים ולתרום לשכלולם תוך התפתחות מכשירים פיננסיים חדשים.

1 על פי אומדנים של אגף שוק ההון במשרד האוצר.

4. התכניות לביטוח חיים

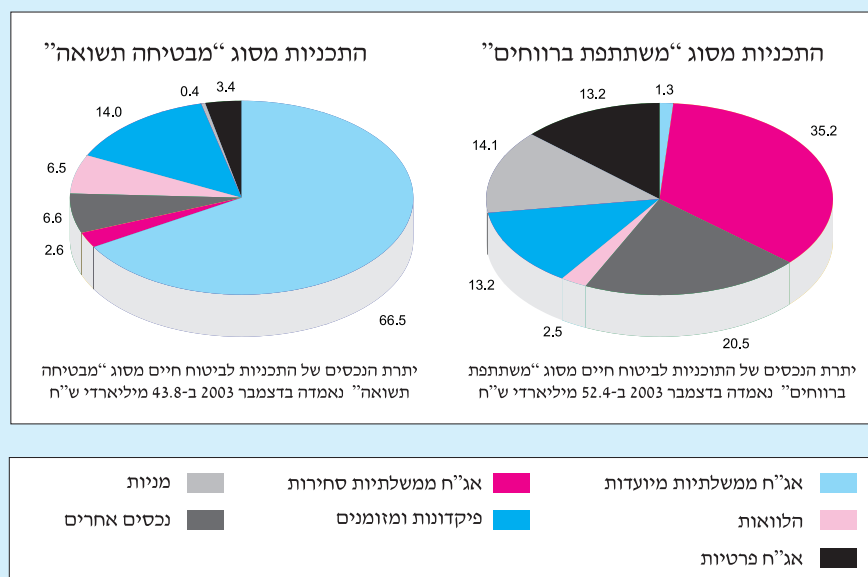
א. התכניות לביטוח חיים מסוג "מבטיחה תשואה"

יתרת הנכסים של תכניות ביטוח החיים מסוג "מבטיחה תשואה" נאמדה בסוף 2003 בכ-44 מיליארדי ש"ח – ירידה של 1.7 אחוזים לעומת סוף שנת 2002. התכניות מסוג זה זכאיות להנפקת איגרות חוב מיועדות הנושאות ריבית צמודה למדד, שנעה בין 4 אחוזים ל-6.2 אחוזים, בשיעור של 86 אחוזים מהצבירה בהן. לפיכך חלק הארי של נכסיהן, 67 אחוזים, מושקע באיגרות חוב מיועדות, ורק השאר מושקע בנכסים אחרים – 14 אחוזים בפיקדונות בבנקים ומזומנים ו-6.5 אחוזים בהלוואות (דיאגרמה ה'-7). יתרת הנכסים של התכניות מסוג זה היוותה ב-2003 כ-3 אחוזים מתיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור, שהם 9 אחוזים מסך הנכסים שבידי המשקיעים המוסדיים.

בשנת 2003 פדו חברות הביטוח איגרות חוב מיועדות בהיקף של 70 מיליוני ש"ח, במסגרת המכרזים של הממשלה לפדיון מוקדם, לעומת 170 מיליונים אשתקד. חברות הביטוח ניגשות למכרזים לפדיון מוקדם של איגרות החוב המיועדות כשתנאי השוק כדאיים להן, ובכך הן מוסיפות ומקטינות את חלקן של איגרות החוב הלא-סחירות בתיקן, תוך מעבר להשקעה בנכסים סחירים – מעבר התורם לשכלולו של שוק ההון המקומי.

דיאגרמה ה'-7

התפלגות תיק הנכסים של התכניות לביטוח חיים, 2003 (אחוזים)



המקור: אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר.

ב. התכניות לביטוח חיים מסוג "משתתפת ברווחים"

משקל התכניות לביטוח חיים מסוג "משתתפת ברווחים" (הקיימות מאז 1999) בתיק הנכסים של הציבור ממשיך לעלות בהדרגה. השנה, לראשונה, משקלן בתיק גבוה אף מזה של התכניות ה"מבטיחות תשואה" – 3.8 אחוזים, שהם 10 אחוזים מסך הנכסים שבידי המשקיעים המוסדיים. כמו כן, לראשונה, מהוות התכניות מסוג זה את מרבית התכניות לביטוח חיים.

יתרת הנכסים של התכניות לביטוח חיים מסוג "משתתפת ברווחים" נאמדה בסוף 2003 בכ-52 מיליארדי ש"ח – עלייה של 26 אחוזים לעומת סוף שנת 2002. תכניות ביטוח אלה אינן זכאיות להשקיע באיגרות חוב מיועדות, ולכן מרבית הצבירה בהן מושקעת בשוק ההון הסחיר. בבחינת התפלגות תיק הנכסים לפי סוג ההשקעה עולה, כי המשקל של רכיב איגרות החוב הממשלתיות הסחירות עמד על כ-35 אחוזים, בדומה למשקלן ב-2002, ומשקל איגרות החוב הפרטיות הלא-סחירות גדל לכ-9 אחוזים – בעיקר על חשבון רכיב הפיקדונות בבנקים והמזומנים (דיאגרמה ה'7). חברות הביטוח ניצלו את תקנות ההשקעה החדשות מאפריל 2001, שלפיהן בוטלו מרבית מכסות ההשקעה שלהן בנכסים ספציפיים, ורכשו איגרות חוב פרטיות, בעיקר לא-סחירות. זאת על רקע הקושי לגייס אשראי בנקאי, שהניע את החברות העסקיות להגביר את גיוס הכספים בדרך של הנפקת איגרות חוב פרטיות. משנת 2001 הותר לחברות הביטוח להשקיע בחו"ל, והשנה הן הגדילו את השקעתן שם בלמעלה מ-70 אחוזים.

תיבה 2: החיסכון המוסדי החוזי לעומת הלא-חוזי (קרנות נאמנות) בעולם ובישראל

החיסכון המוסדי-חוזי (contractual saving) – מושג המקובל במדינות רבות – הוא החיסכון המנוהל בידי קרנות הפנסיה וחברות הביטוח. מדובר בכספי חיסכון הנצברים במסגרת הסדרים שונים, המחייבים את העמיתים לחסוך בתדירות קבועה ולאורך תקופות ארוכות, לרוב במסגרת הפרשות ממשכורת חודשית.

המאפיין המרכזי של החיסכון המוסדי-חוזי הוא אפוא טווח ההשקעה הארוך: המשקיעים מעוניינים לצבור כספים במהלך שנות עבודתם ולמשוך אותם רק כעבור שנים רבות. מנהלי מוסדות החיסכון החוזי מפזרים את כספי ההשקעה בנכסים פיננסיים בטוחים יחסית (מגובים בביטחונות) במטרה להשיג תשואה גבוהה תוך סיכון נמוך יחסית. כדי להפחית את הסיכון הם גם מתאימים את טווח ההתחייבויות שלהם לטווח נכסיהם.

בעולם, ככל שהשווקים הפיננסיים מתפקדים טוב יותר ותקנות ההשקעה גמישות יותר, פעילותם של מנהלי החיסכון החוזי גוברת, התרחבות המקורות הפיננסיים לטווח ארוך מוסיפה ומשפרת את תפקודם של השווקים, והשיפור מניע את מנהלי החיסכון החוזי להוסיף ולהגביר את פעילותם. השיפור מתבטא במעבר של כספי חיסכון חוזי לנכסים סחירים יותר, כמניות ואיגרות חוב קונצרניות – בניגוד למצב של שווקים לא מפותחים, שבהם מנהלי חיסכון זה נוטים להשקיע את הכספים בשוק איגרות החוב הממשלתיות. בארה"ב, למשל, למעלה מ-40 אחוזים מהחיסכון החוזי

מושקעים באיגרות חוב קונצרניות, כ-20 אחוזים במניות, ורק 3 אחוזים באיגרות חוב ממשלתיות.

לעומת החיסכון המוסדי-חוזי, ההשקעה דרך קרנות נאמנות (mutual funds), שאינן מוגדרות כחלק מהחיסכון החוזי, היא השקעה קצרת טווח, והנכסים המוחזקים בהן מאופיינים בנוזלות גבוהה יחסית. מנהלי קרנות הנאמנות מציעים ניהול מקצועי, ובניגוד לחיסכון החוזי הם אינם תלויים ברפורמות שונות בתחומי הביטוח והפנסיה, ולכן קרנות אלו צומחות מהר, תוך קידום האינטרסים של "המשקיע הקטן". בארצות שבהן השווקים הפיננסיים נמצאים בשלבי התפתחות ראשוניים, משמשות קרנות הנאמנות אמצעי לקידום השימוש בכלי שוק חדשים.

מאפייני החיסכון בארץ דומים לאלה שתוארו לעיל. בחיסכון הלא-חוזי נכללות קרנות הנאמנות, ובחיסכון החוזי נכללות קרנות הפנסיה, חברות הביטוח וקופות הגמל. לקופות הגמל מאפיינים משולבים של שני סוגי החיסכון האלה: באמצעותן מתנהלים בכפיפה אחת כספי חיסכון לטווח ארוך וכספי חיסכון נזילים, ומבחינה אחרונה זו הן דומות למכשירי חיסכון לטווח הקצר, כקרנות הנאמנות. רוב החוסכים בקופות הגמל הם עמיתים המפקידים בהן כספים באופן חופשי, תוך ניצול הטבות המס הניתנות להשקעה זו, ורק 30 אחוזים מהחשבונות הם של עמיתים המפקידים מתוקף הסכמי עבודה במקביל להפקדות המעסיק.

המשקיעים המוסדיים, כמכלול, אמורים להוות גם בארץ וגם בחו"ל כוח מתחרה לבנקים המסחריים כמתווכים פיננסיים, ובכך להוביל להפחתת המירווחים והעלויות השונות ולהגברת היעילות בשווקים. ההבחנה בין החיסכון המוסדי-חוזי לחיסכון המוסדי הלא-חוזי, שתוארה לעיל, אמנם קיימת גם בארץ, אך עדיין נוהגים להתייחס אל כל החיסכון המוסדי – חוזי ולא-חוזי – כאל מקשה אחת.