

פרק ג': עמידות המערכת הפיננסית

1. מבוא

פרק זה מציג את ההתפתחויות המרכזיות בעמידות המערכת הפיננסית ב-2004 בשני חתכים: בחתך הראשון והמרכזי הפרק מתמקד בעמידות של המוסדות והשווקים הפיננסיים, כלומר ביכולתם של המוסדות הפיננסיים לספוג הפסדים ושל השווקים הפיננסיים להמשיך ולתפקד באופן תקין כאשר מתרחשים זעזועים בסביבה או בתוך המערכת הפיננסית. בחתך השני, הפרק מתאר את המאפיינים המבניים של הפעילות הפיננסית במשק, שיש להם השלכות על עמידות המערכת הפיננסית; זאת על בסיס ניתוח משולב של המאזנים הפיננסיים של מגזרים עיקריים במשק.

שלושת הסעיפים הבאים עוסקים בעמידות המוסדות והשווקים הפיננסיים: סעיף 2 עוסק בעמידות של מערכת הבנקאות, ובאופן מפורט רק בשני גורמים מרכזיים שלה - בהלימות ההון, המודדת את יכולת הספיגה של מערכת הבנקאות במקרה של התממשות סיכונים, ובחשיפה שלה לסיכון האשראי, המהווה סיכון עיקרי בפעילותה¹. ניתוח הלימות ההון מתבסס על יחסי ההון ועל פוטנציאל הצבר ההון, כלומר על הרווחיות הפרמננטית והיעילות של הבנקים, המשפיעות על התפתחותו של ההון בעתיד. ניתוח החשיפה לסיכון האשראי עוסק בשלושה היבטים עיקריים - היקף החשיפה הכוללת לסיכון האשראי, הרכבה של חשיפה זו והחובות הבעייתיים.

סעיף 3 עוסק בעמידות של המשקיעים המוסדיים, ולמעשה של חברות הביטוח וקופות הגמל בלבד². באופן ספציפי הסעיף עוסק בהלימות ההון של חברות הביטוח ובסיכונים המערכתיים הגלומים בפעילותן ובפעילות קופות הגמל¹. סיכונים מערכתיים (systemic risks), נובעים מהאפשרויות של פגיעה במספר מוסדות פיננסיים יחד, בענף פיננסי שלם או בו-זמנית ברכיבים שונים במערכת הפיננסית. זאת, בין היתר, כתוצאה של תגובת שרשרת בלתי נשלטת בין מוסדות ורכיבים שונים במערכת, שנהוג לכנותה "הדבקה" (contagion), שהסכנה להיווצרותה גדולה יותר ככל שהזיקה והקשרים בין המוסדות ורכיבי המערכת חזקים יותר. הסעיף מנתח סוגים שונים של סיכונים מערכתיים בחברות הביטוח וקופות הגמל - ביניהם סיכון הנוזלות, התלות שלהן בשווקים וסיכון הדבקה מהן לשווקים ולבנקים. זאת על בסיס אינדיקטורים שפותחו בתחום היציבות הפיננסית (בעזרת רשימת אינדיקטורים שקרן המטבע הבין-לאומית מציעה לניתוח יציבות של חברות ביטוח) ובנתונים המצויים בידינו, למרות מגבלותיהם.

סעיף 4 עוסק בעמידות של השווקים הפיננסיים, ובפרט במידת השכלול והנוזלות של שוק מטבע החוץ, שוק איגרות החוב ושוק המניות ובאפשרות של שינוי מהותי בערכם של

1 ניתוח רחב של הפעילות, הרווחיות והסיכונים חורג ממטרתו של דוח זה. ניתוח כזה לגבי מערכת הבנקאות מוצג בדוחות השנתיים של המפקח על הבנקים, ולגבי המשקיעים המוסדיים - בדוחות השנתיים של הממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר.

2 השנה איננו עוסקים בהתפתחויות ביציבות קרנות הפנסיה; ניתוח רחב של הרפורמה בקרנות הפנסיה ומשמעותה ליציבות הפיננסית מוצג בדוח היציבות הפיננסית לשנת 2003. לעיתים כוללים במשקיעים המוסדיים את קרנות הנאמנות, אך בהקשר של היציבות הפיננסית יש הבדל מהותי בינם לבין המשקיעים המוסדיים האחרים. (לפירוט ראו סעיף 4.)

הנכסים הפיננסיים הנסחרים בהם, ללא שינוי בגורמים הכלכליים הבסיסיים (מעבר לתנודות המחירים הטבעיות, המלוות את המסחר בשווקים הפיננסיים). שני תנאים אלה קובעים יחד את יכולתם של השווקים להמשיך ולתפקד באופן תקין: ככל ששוק פיננסי משוכלל ונוזל יותר, ניתן להפוך כמות משמעותית של הנכס הפיננסי הנסחר בו למזומן, ולהפך, במהירות ובלי להשפיע על מחירו במידה משמעותית. שוק נוזל הוא גם תנאי הכרחי להיסחרותו של הנכס בכל עת בערך הכלכלי שלו, המשקף את מכלול המידע הקיים לגביו, ולכן גם תנאי לכך שערכו של הנכס לא ישתנה באופן מהותי ללא שינוי בגורמים הבסיסיים. קיימים גורמים נוספים רבים, המשפיעים על מידת ההתאמה של מחיר הנכס הפיננסי לערכו הכלכלי, אך יש קושי למדוד אותם. לכן, נוסף על בחינת מדדים שונים לנזילות השווקים, הסעיף מסתפק בניסיון להתמודד עם שאלת קיומן של "בועות" בערכם של הנכסים, כלומר הערכת-יתר של מחיר הנכס ו/או הערכת-חסר של הסיכונים, בעזרת מספר אינדיקציות. הדיון בנושא זה מוצג לאחר תיאור של השינויים שחלו ב-2004 בערכם של הנכסים הפיננסיים, כלומר בסיכונים, בתנודתיות, במחירים ובתשואות של המניות, האג"ח ושער החליפין - שינויים המעידים על מידת הרגיעה בשווקים ("היציבות בפועל").

הסעיף האחרון, סעיף 5, עוסק במאפיינים של הפעילות הפיננסית במשק, ובאופן ספציפי מנתח, מבחינת היציבות הפיננסית, את המגמות העיקריות בהתפתחות הפעילות הפיננסית, כגון השינויים במצרים הפיננסיים - ביניהם סך הנכסים של המגזר הפיננסי, סך הנכסים של המגזר הפרטי ("הציבור") וסך האשראי במשק - ובחלקם של הבנקים, המוסדות החוץ-בנקאיים והממשלה במצרים אלה. הניתוח נעשה על בסיס ניתוח משולב של נתוני "המאזן הפיננסי החלקי" של ישראל לשנים 1999-2004, שעובדו בתחום היציבות הפיננסית. "המאזן הפיננסי החלקי" כולל את מאזן הנכסים וההתחייבויות של המגזר הפיננסי על רכיביו העיקריים (מערכת הבנקאות, והמשקיעים המוסדיים לסוגיהם), מאזן חלקי של המגזר הפרטי, ופילוח של סך האשראי במשק לפי סוגי מלווים, לוויים ואשראי. (ראו נספח). המאזן הפיננסי הוא חלק מ"המאזן הלאומי", המהווה תשתית נתונים הכרחית לניתוח היציבות הפיננסית לפי "הגישא המאזנית". (ראו תיבה בסעיף ג'-5).

2. עמידות מערכת הבנקאות

- בשנת 2004 גברה העמידות של מערכת הבנקאות, זו השנה השנייה ברציפות, בעיקר כתוצאה משיפור בהלימות ההון, אך גם כתוצאה מצמצום מסוים בסיכון האשראי.
- השיפור בהלימות ההון השתקף בהמשך הגידול של מרבית יחסי ההון ושל פוטנציאל הצבר ההון, בעיקר הודות לעליית הרווחיות בגין פעילויות שאינן תלויות בשווקים הפיננסיים והמשך תהליך ההתייעלות, שהתבטא בצמצום מצבת העובדים במערכת.
- הצמצום בסיכון האשראי התבטא בצמצום היקף החשיפה הכוללת לסיכון האשראי ובבלימת העלייה של משקל האשראי הבעייתי בסך האשראי, במקביל לשיפור מה באיכות האשראי, לנוכח הגברת איתנותו הפיננסית של המגזר הפרטי.
- עם זאת, חלק מהאינדיקטורים, ובראשם המשך הגידול בהיקף החובות הבעייתיים וההרעה הנמשכת באשראי לענף הבנייה, עדיין אינם מבשרים על שיפור איכות האשראי; רמתו הגבוהה של סך האשראי הבעייתי, יחסית לשנים שקדמו לשנות השפל, עדיין מעיבה על עמידות מערכת הבנקאות.

א. הלימות ההון

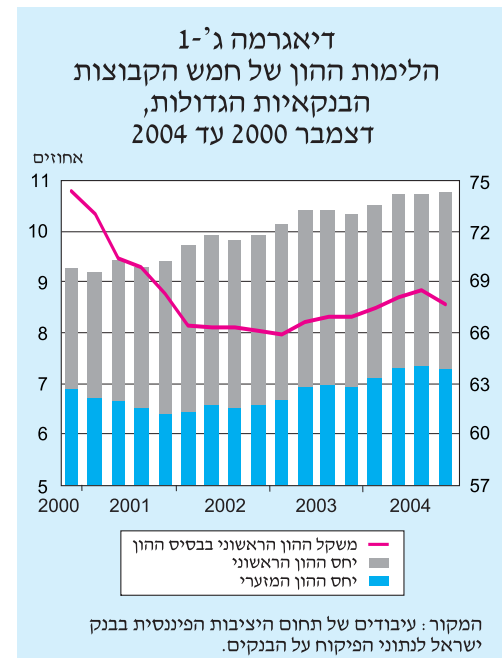
כל המדדים מצביעים על שיפור בהלימות ההון של מערכת הבנקאות ב-2004, הן לעומת השנה הקודמת והן לעומת השנים 1999-2000, לפני שלוש שנות השפל. יחס ההון לנכסי הסיכון הוסיף לעלות, בהמשך למגמת השיפור שנרשמה בו מאז 2001, במקביל לשיפור באיכות ההון, שהתבטא בעלייה של יחס ההון הראשוני לנכסי הסיכון ושל משקל ההון הראשוני - האיכותי יותר - בסך בסיס ההון.

כן חלה תפנית חיובית ברכיב העיקרי של פוטנציאל הצבר ההון - "הרווחיות הפרמננטית"; רוב השיפור ברווחיות ב-2004 נבע מפעילות בנקאית קלאסית, לעומת 2003, שבה רוב השיפור נבע מההתאוששות בשוק ההון, שהשינויים בו חושפים את רווחי הבנק לתנודתיות גבוהה. גם המשך השיפור ביכולתם של הבנקים לגייס הון באמצעות הנפקת כתבי התחייבויות נדחים והמשך תהליך ההתייעלות פעלו לשיפור בפוטנציאל הצבר ההון.

(1) יחסי הון

במהלך התקופה הנסקרת נמשכה העלייה של יחס ההון המזערי בקרב חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות, תוך התמתנות המגמה (לוח ג'-1). יחס ההון לרכיבי הסיכון עלה בסוף התקופה ל-10.8%, לעומת 10.3% בסוף 2003 (דיאגרמה ג'-1). גם יחס ההון הראשוני עלה, ל-7.3%, לעומת 6.9% בסוף השנה הקודמת. מגמה זו מצביעה על שיפור בהרכב בסיס ההון, שהתבטא גם בעלייה משמעותית של משקל ההון הראשוני בבסיס ההון - מ-66.9% בתחילת התקופה הנסקרת ל-67.7% בסופה (דיאגרמה ג'-1). את רוב השיפור ניתן לייחס לגידול ניכר של ההון העצמי הנובע מרווחים צבורים, על רקע ההתאוששות במשק הישראלי בכלל ובשוק ההון בפרט. התרומה של העלייה ברווחים הצבורים קווצה חלקית על ידי דיבידנד ששולם במהלך 2004, לאחר שבמהלך 2003 לא שולם דיבידנד, כתוצאה ממדיניות הפיקוח על הבנקים. הודות למגמת השיפור המתמשכת, הצטמצם הפער בין יחסי ההון של מערכת הבנקאות הישראלית לבין אלה של בנקים ברחבי העולם. עם זאת, יחסי ההון של הבנקים בישראל עדיין נמוכים מאלו של הבנקים בחו"ל.

יחס האשראי הבעייתי להון העצמי שמר על יציבות במהלך התקופה הנסקרת, משום שקצב הגידול של ההון העצמי, 3.4%, היה מהיר מזה של יתרת החוב הבעייתי, 2.5%. זאת לאחר ירידה בחוב הבעייתי אשתקד, שהיוותה תפנית חיובית לאחר שנים של עלייה רציפה (לוח ג'-1 ודיאגרמה ג'-2). בלימת העלייה במדד זה משקפת התפתחות חיובית



לוח ג'-1

אינדיקטורים לעמידות מערכת הבנקאות, 2000 עד 2004

2004	2003	2002	2001	2000	
א. הלימות ההון					
יחסי ההון					
10.8	10.3	9.9	9.4	9.2	יחס ההון לרכיבי הסיכון
7.3	6.9	6.6	6.4	6.9	יחס ההון הראשוני לרכיבי הסיכון
67.7	66.9	66.2	68.3	74.4	משקל ההון הראשוני בבסיס ההון
146	148	158	136	106	יחס האשראי הבעייתי להון
1.59	1.69	1.45	1.90	1.65	משקל סיכונים השוק ¹ בסך נכסי הסיכון
פוטנציאל הצבר ההון					
42.9	43.7	44.9	42.4	31.4	משקלם של כתבי ההתחייבויות הנדחים בהון הראשוני ²
11.4	7.1	1.2	5.0	10.6	התשואה להון (ההון הממוצע)
140	130	111	125	136	יחס היעילות ³
122	110	107	107	100	התפוקה ⁴ למשרה (מדד 31/12/2000 = 100)
ב. החשיפה לסיכונים אשראי					
96	102	107	103	94	יחס האשראי ⁵ לתוצר
143	143	149	149	136	יחס סיכון האשראי הכולל לתוצר
131	139	149	148	134	יחס סיכון האשראי הכולל למגזר העסקי לתוצר העסקי
47.3	43.3	42.4	41.5	37.3	יחס האשראי ⁶ לאנשים פרטיים לתמ"ג
19.3	19.0	21.0	21.0	20.1	יחס האשראי ⁶ להון
33.6	32.2	29.3	27.4	30.4	יחס יתרת ההפרשה לחומ"ס לאשראי הבעייתי ברוטו ⁷
10.5	10.5	9.8	8.2	6.9	יחס האשראי הבעייתי ברוטו ⁷ לסך האשראי ברוטו ⁷
23.8	24.8	24.9	---	---	יחס האשראי שאינו נושא הכנסה לסך האשראי הבעייתי
34.9	37.5	37.8	38.4	39.1	יחס האשראי ⁶ ל"ענפים רגישים" לסך האשראי למגזר העסקי
מזה:					
26.9	28.3	27.9	28.0	28.9	בינוני ונדל"ן
3.1	3.1	3.0	3.0	2.9	בתי מלון, שירותי הארחה ואוכל
4.9	6.1	6.9	7.4	7.3	תקשורת ושירותי מחשב
29.6	27.2	25.6	24.9	24.7	יחס האשראי לאנשים פרטיים לסך האשראי ⁶ שבאחריות הבנק
42.4	44.4	46.4	42.2	43.1	יחס האשראי לדיור לסך האשראי לאנשים פרטיים
124	105	92	79	73	שיעור החוב הבעייתי בדיור ביחס לשיעור החוב הבעייתי בסך האשראי לאנשים פרטיים
41.8	46.0	47.4	47.3	46.8	משקל האשראי שמעל ל-40 מיליוני ש"ח ללווה בסך האשראי

1 לפי הוראת ניהול בנקאי תקין מס' 341.

2 שלא כנגד סיכונים שוק.

3 יחס סך ההכנסות לסך ההוצאות.

4 יתרת הנכסים הכספיים - הפעילות בישראל ובחו"ל.

5 יתרה מאזנית.

6 כולל סעיפים חוץ-מאזניים.

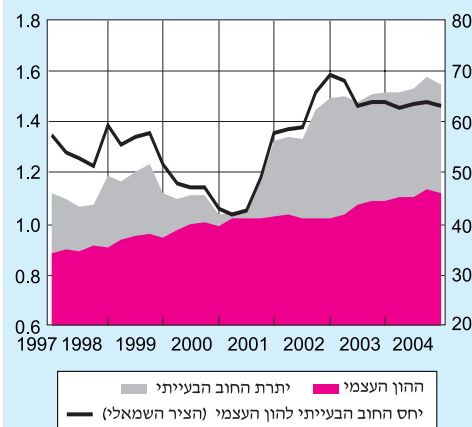
7 בתוספת יתרת ההפרשה לחומ"ס.

המקור: בנק ישראל, נתוני הפיקוח על הבנקים ומחלקת המחקר ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

בהלימות ההון של המערכת הבנקאית, אך ההתייחסות ברמה של 146%, הגבוהה יחסית לשנים שקדמו לתקופת השפל (120% בממוצע), מצביעה על חולשה מסוימת (דיאגרמה ג'-2).

גם לגבי חשיפת האשראי ללווים גדולים יש אינדיקציה לשיפור. בדיקה נקודתית שנערכה השנה בפקוח על הבנקים מעלה, כי ירד משקלן של כל אחת משש קבוצות הלווים הגדולות בהון המצרפי של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות. היחס המצרפי של שש קבוצות הלווים ירד מ-143% ביוני 2003 ל-129% בסוף 2004. בכך יש כדי ללמד על שיפור בהלימות ההון כנגד החשיפה ללווים גדולים במערכת הבנקאית.

דיאגרמה ג'-2
יחס האשראי הבעייתי להון העצמי,
דצמבר 1997 עד 2004
(מיליארדי שקלים)



המקור: עיבודים של תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל לנתוני הפיקוח על הבנקים.

(2) פוטנציאל הצבר ההון

שלושת הגורמים העיקריים המשפיעים על פוטנציאל הצבר ההון תרמו לגידולו בשנת 2004: "הרווחיות הפרמננטית", הנובעת מפעילות שאינה תלויה בשווקים הפיננסיים, עלתה, המערכת המשיכה להתייעל, וגדלה יכולת הגיוס של הון משני נוסף.

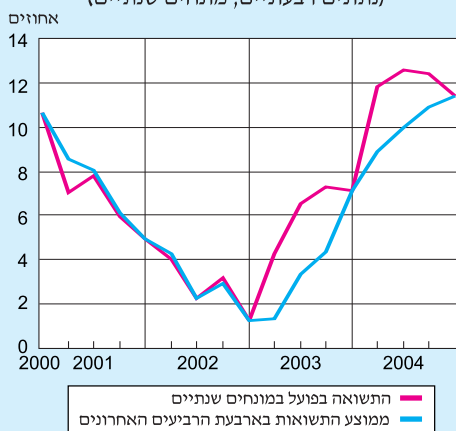
ברווחיות מערכת הבנקאות חל במהלך התקופה הנסקרת שיפור משמעותי, שתרם מצדו לשיפור בהלימות ההון של המערכת. התשואה להון העצמי של סך מערכת הבנקאות ב-2004 הסתכמה ב-11.4% במונחים שנתיים, לעומת 7.1% ב-2003. (דיאגרמה ג'-3).

ההתפתחות החשובה השנה היא התפנית החיובית שנרשמה ב"רווחיות הפרמננטית" - המקור העיקרי לפוטנציאל הצבר ההון. בניגוד לשנה הקודמת, רוב גידולו של הרווח המימוני נבע מפעילות בנקאית קלאסית שאינה קשורה לשוק ההון - פעילות הליבה של מערכת הבנקאות - ולכן פחות תנודתית.

במהלך התקופה הנסקרת חזרו רוב הבנקים לחלק דיבידנד, על רקע עלייה ברווחיות ובהלימות ההון, לאחר שב-2003 המפקח על הבנקים אסר זאת עליהם. חזרה למדיניות של חלוקת דיבידנד, בהיקפים שחולקו בשנים 1998-1999, מקוזת חלקית את התרומה של העלייה ברווחיות לפוטנציאל הצבר ההון.

ב-2004 נמשכה הירידה ביחס של כתבי ההתחייבויות הנדחים להון הראשוני של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות - זו השנה השנייה ברציפות - לאחר שנים של עלייה. יחס זה הגיע ל-42.9% בסוף התקופה הנסקרת לעומת 43.7% בסוף 2003 (לוח ג'-1), מגמה המצביעה על עליית יכולתם של הבנקים להרחיב את בסיס ההון

דיאגרמה ג'-3
התשואה השנתית להון של חמש
הקבוצות הבנקאיות הגדולות,
דצמבר 2000 עד 2004
(נתונים רבעוניים, מונחים שנתיים)



המקור: עיבודים של תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל לנתוני הפיקוח על הבנקים.

לצורך הרחבת הפעילות או הגברת החוסן הפיננסי. עוד בסוף 2004 החלו הבנקים לנצל מקור זה לגיוס הון והמשיכו בכך בתחילת 2005.

מקור נוסף לשיפור בפרוטנצ'אל הצבר ההון היה המשך והעמקה של מגמת ההתייעלות במערכת הבנקאות, שהשתקפו בעליית התפוקה הממוצעת למשרת שכיר (לוח ג'-1), כתוצאה מצמצום נוסף של מספר העובדים - ב-9% יחסית לסוף 2003 - אף שהסדרי העבודה בענף מקשים על התהליך. תהליך ההתייעלות עתיד להניב את פירותיו הברורים בתחום הצבר ההון בשנים הקרובות.

ב. סיכון האשראי

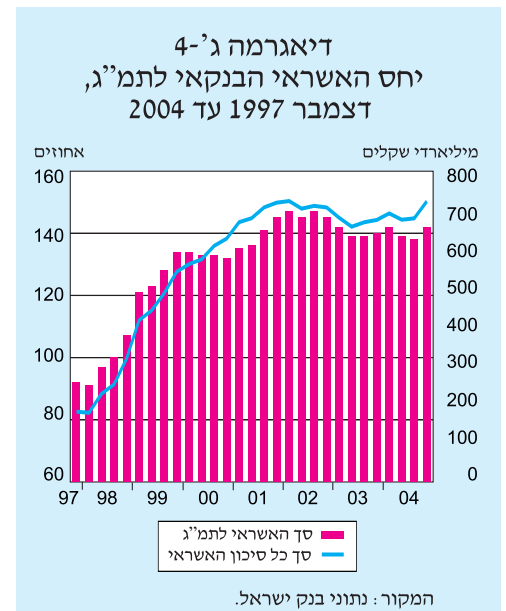
רוב הגורמים המשפיעים על סיכון האשראי פעלו השנה להגברת העמידות של מערכת הבנקאות, אף כי ישנן גם אינדיקציות להחלשתה. בין ההתפתחויות החיוביות הבולטות ניתן למנות את הצמצום המתון בהיקף החשיפה לסיכון האשראי, את השיפור בהרכבו של תיק האשראי, את בלימת העלייה בשיעור החוב הבעייתי הכולל ואת המשך עליית הלימות ההפרשה לחומ"ס³. כנגד זאת נמשכה העלייה בהיקף האשראי הבעייתי ובמדי החוב הבעייתי בענף הבנייה, וישנן אינדיקציות להעמקת סיווג החסר של האשראי הבעייתי במגזר הצרכני.

(1) היקף החשיפה לסיכון האשראי

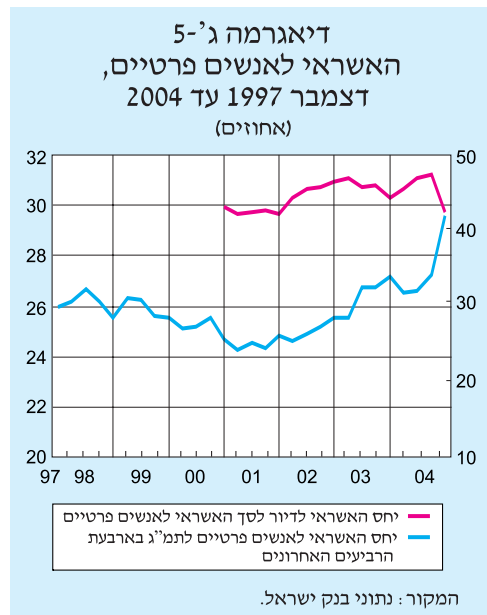
במהלך התקופה הנסקרת פחת היקף חשיפתם של הבנקים לסיכון האשראי: יחס האשראי⁴ להון העצמי לא רשם שינוי מהותי (לוח ג'-1), העלייה של 5.1% בהיקף סיכון האשראי הכולל לעומת סוף 2003, קווצה על ידי עלייה של 3.4% של בהון העצמי.

יחס האשראי⁵ לתמ"ג ירד במהלך 2004 במידה ניכרת, בהמשך לירידתו ב-2003, ולאחר עלייה רציפה במהלך 2000-2002 (לוח ג'-1-ודיאגרמה ג'-4). מגמה זו התאפשרה כתוצאה מצמצום ריאלי של 2.1% באשראי המאזני לפעילות בישראל, על רקע צמיחה בקצב של 4.3% בתקופה הנסקרת. הואיל והתוצר המקומי הוא מקור עיקרי להחזר האשראי של הלווים המקומיים, הירידה ביחס האשראי לתמ"ג משקפת ירידה בסיכון לאי פירעון האשראי הבנקאי. ירידת החשיפה לסיכון האשראי בלטה במגזר העסקי, כפי שעולה מירידה חזקה יותר של יחס האשראי למגזר העסקי לתוצר העסקי, שהתאפשרה עקב ירידה של 4% באשראי המאזני למגזר העסקי על רקע צמיחה של 6.1% בתוצר העסקי.

האשראי הבנקאי למגזר העסקי בישראל התכווץ למרות האצת הפעילות המשקית והשיפור שנרשם באיתנות הפיננסית של המגזר העסקי - הלווה העיקרי של המערכת הבנקאית, כפי שעולה מנתוני החברות הבורסאיות (פרק ב'). התכווצות האשראי הבנקאי למגזר העסקי בישראל נעוצה בשורה של גורמים, בהם: (1) הגברת התחרות בשוק



3 מחושבת כיחס יתרת ההפרשה לחומ"ס ליתרת האשראי הבעייתי ברוטו.
4 כולל סעיפים חוץ מאזניים.
5 היתרה המאזנית בלבד.

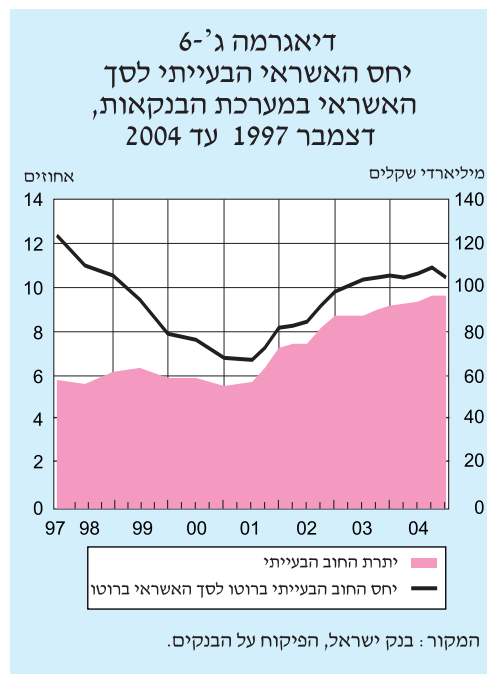


האשראי ופיתוח תחליפי אשראי חוץ-בנקאיים, תוך הסטת מקורות למתן אשראי מפיקדונות בנקאיים לאפיקים חלופיים (ראה סעיף 5); (2) ניתובו המסורתי של חלק נכבד מהאשראי הבנקאי לענפים שעד כה נהנו פחות מההתאוששות בפעילות המשקית, ולכן טרם הרחיבו את ביקושיהם לאשראי; (3) הרחבת האשראי הבנקאי למימון פעילות בחו"ל לצורך פיזור תיק האשראי; (4) הקשחת הקריטריונים למתן אשראי במסגרת הפקת לקחים מן העבר; (5) אפקטיביות של מגבלת לווח בודד. לעומת התכווצות האשראי למגזר העסקי, המשיך האשראי לאנשים פרטיים לעלות, תוך התמתנות קצב גידולו יחסית לשנים קודמות (דיאגרמה ג'-5).

(2) האשראי הבעייתי וההפרשות לחובות מסופקים

משקלו של האשראי הבעייתי בסך האשראי ברוטו בסוף 2004 שמר על יציבות לעומת תחילת השנה ברמה של 10.5%, לאחר עלייה רציפה בשלוש השנים הקודמות. (לוח ג'-1). זאת כתוצאה מגידול מקביל בן כ-5% הן של החוב הבעייתי ברוטו, והן של סך האשראי ברוטו. בלימת העלייה של משקל החוב הבעייתי ברוטו בסך האשראי ברוטו משקפת בלימת ההרעה בסיכון האשראי הגלום בתיק האשראי של מערכת הבנקאות. (דיאגרמה ג'-6). התפתחות זו נרשמה במקביל להתאוששות הלוחים שעולה מנתוני החברות הבורסאיות (פרק ב'). עם זאת, המשיך גידולו של האשראי הבעייתי מעיד כי השיפור בסיכון האשראי אינו גורף; בין הגורמים שהביאו לגידול החובות הבעייתיים ומנעו ירידה של משקל האשראי הבעייתי נמנים ההתאוששות הלא-אחידה של הלוחים, במיוחד במגזר הפרטי ובענפי התעשייה הנשענים על הביקושים המקומיים, שמשקלם באשראי הבנקאי גבוה יחסית; הרעת מצבם של לוחים שהוגדרו כבעייתיים בעבר, בייחוד בענפי התעשייה הרגישים; החמרת הדרישות של הפיקוח על הבנקים בנושא סיווג חובות בעייתיים⁶.

לצד התייצבות במשקל האשראי הבעייתי בסך האשראי הבנקאי ניכר שינוי מסוים בהרכבו, המתבטא בירידת משקל האשראי שאינו נושא הכנסה בסך האשראי הבעייתי⁷ - ב-1.1 נקודות אחוז לעומת סוף 2003 (לוח ג'-1), ירידה שהתאפשרה כתוצאה מירידה ריאלית של 3.1% בסך האשראי שאינו נושא הכנסה לצד עלייה של 1.3% בסך האשראי הבעייתי נטו. ואולם חלק מהירידה מקורו בהפרשות הגבוהות שהופרשו כנגד אשראים אלו, בשל החמרת מצבם של הלוחים שסווגו כבעייתיים כבר בעבר, ולא בירידת יתרת האשראי (ברוטו)



6 בתוספת יתרת ההפרשה הספציפית לחובות מסופקים במונה ובמכנה.

7 הקשחת המדיניות משתקפת, בין היתר, בעלייה המשמעותית באשראי שבהשגחה מיוחדת לצד עלייה בחלקן של ההפרשות לחומ"ס כנגד האשראי בקבוצות אחרות - בעייתיות יותר - בסך האשראי הבעייתי.

8 האשראי שאינו נושא הכנסה הוא החלק הבעייתי ביותר בסולם החובות הבעייתיים לפי הוראת ניהול בנקאי תקין מס' 314.

בגינם, ולכן בירידת משקל האשראי שאינו נושא הכנסה כשלעצמה אין כדי להצביע על שיפור בחשיפה לסיכון האשראי.

הלימות ההפרשה לחובות מסופקים, המחושבת כיחס יתרת ההפרשה לחומ"ס לסך האשראי הבעייתי ברוטו⁹, הוסיפה ועלתה לרמה גבוהה-היסטורית של 33.6% (דיאגרמה ג' 7-). התפתחות זו מעידה על יכולת טובה של הבנקים לעמוד בהתממשות סיכוני האשראי, תוצאת אי עמידת לוויים בהתחייבויותיהם. יתרת ההפרשה הספציפית הגיעה בסוף התקופה לשיא מאז 1998, והסתכמה ב-28.7 מיליארדי ש"ח - עלייה של 10.9% לעומת סוף 2003.

(3) הרכב החשיפה לסיכון האשראי

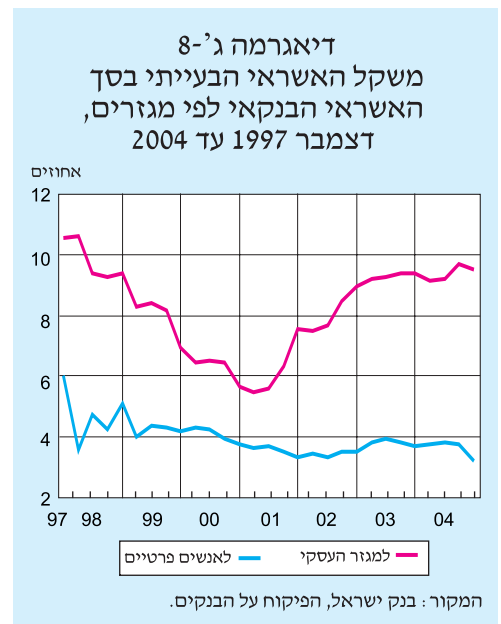
(א) הפעילות בארץ לעומת הפעילות בחו"ל

בעקבות קצב הגידול המהיר יותר של האשראי לפעילות בחו"ל, עלה משקלו של רכיב זה בסך סיכון האשראי הבנקאי, הן במגזר העסקי והן במגזר האנשים הפרטיים, בהמשך למגמה שהסתמנה במחצית הראשונה של 2003, והסתכם ב-20% ו-5.1%, בהתאמה. התפתחות זו בהתפלגות סיכון האשראי משקפת שיפור בפזורה תיק האשראי בין ישראל לחו"ל. עם זאת, כפי שהוכח לא פעם בעבר, הסיכון הגלום באשראי לפעילות בחו"ל גבוה יותר מאשר באשראי לפעילות בישראל בגלל קשיי שליטה ובקרה של הנהלות הבנקים בישראל על האשראי לפעילות בחו"ל.

(ב) ההרכב הענפי של האשראי ואיכותו

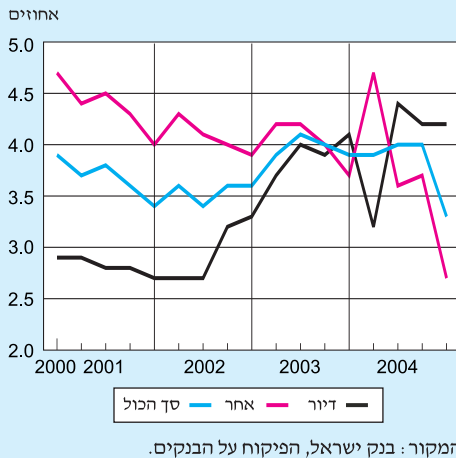
במהלך 2004 נמשכה העלייה במשקלו של האשראי למגזר האנשים הפרטיים לצד ירידה של משקל המגזר העסקי בסך האשראי הבנקאי¹⁰. משקלו של מגזר האנשים הפרטיים בסך האשראי עלה ב-2.4 נקודות האחוז לעומת סוף 2003 וב-4.9% במצטבר מאז שנת 2000. עלייה זו לוותה בירידה מקבילה של משקל המגזר העסקי. התפתחות זו פועלת לצמצום סיכון האשראי והגברת העמידות של המערכת הבנקאית, כי הסיכון באשראי לאנשים פרטיים נמוך יותר, בשל פיזורו הרחב והרמה הגבוהה של ביטחונותיו.

איכות האשראי למגזר האנשים הפרטיים לא השתנתה השנה משמעותית יחסית לסוף 2003, על רקע השינוי האיטי והבלתי אחיד במצב הלוויים בענף. שיעור האשראי הבעייתי בסך האשראי לאנשים פרטיים ירד מעט במהלך התקופה הנסקרת, לרמה של 3.2%, לאחר עלייתו בשנים 2002 ו-2003 (דיאגרמה ג' 8-). הירידה במדד התאפשרה הודות לירידה מתונה של יתרת החוב הבעייתי, בכ-1.8% לעומת סוף 2003, תוצאת ירידה ניכרת בחוב הבעייתי שלא לדיור, שקיזזה עלייה של 11.3% בחוב הבעייתי לדיור. עלייה של חלק האשראי הבעייתי

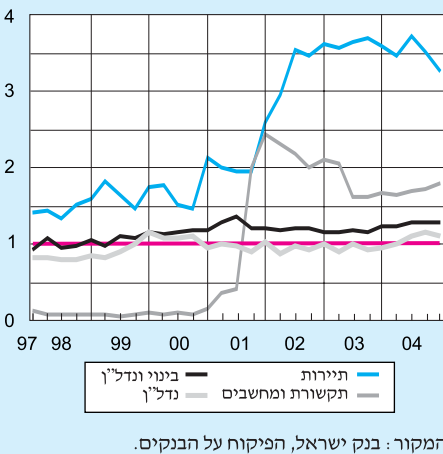


9 בתוספת ההפרשה הספציפית לחובות מסופקים.
10 כולל סעיפים חוץ-מאזניים.

דיאגרמה ג'-9
משקל האשראי הבעייתי בסך
האשראי לאנשים פרטיים,
דצמבר 2000 עד 2004



דיאגרמה ג'-10
היחס שבין משקל הענף בחוב הבעייתי
לבין משקלו בסך האשראי למגזר העסקי,
דצמבר 1997 עד 2004



באשראי לדיור, המסווג לפי עומק הפיגור ללא שיקול דעתו של הבנק מלמדת כי המיתון הוסיף להשפיע על מצב הלווים במגזר האנשים הפרטיים (דיאגרמה ג'-9). הירידה הניכרת של שיעור האשראי הבעייתי באשראי שלא לדיור במגזר האנשים הפרטיים - אף שהסיכון הגלום בו גבוה יותר מאשר באשראי לדיור המגובה בשיעור גבוה של ביטחונות - נותנת אינדיקציה לסיווג חסר של חובות בעייתיים באשראי לאנשים פרטיים, בהמשך למגמת השנים האחרונות (דיאגרמה ג'-9).

ענף הבינוי והנדל"ן עדיין תופס נתח משמעותי בחשיפה של האשראי הבנקאי לסיכון. הסיכון הגלום בחשיפה זו מתחדד בעטיו של המיתון הפוקד את הענף זה שנים רבות. סיכון האשראי הכולל במגזר הבינוי והנדל"ן ירד ב-2004 ב-2.2% - תוצאת הירידה של 4.8% בסיכון האשראי בגין אשראי לפעילות בישראל, שקוזה מעט על ידי עלייה של 24.7% באשראי לפעילות בחו"ל. משקל ענף הבינוי והנדל"ן באשראי לפעילות בישראל המשיך לרדת גם השנה, בהמשך למגמה של השנים 2001-2003, מ-20.1% בשנת 2000 ל-17.2% בסוף 2004.

לעומת זאת ניכרה הרעה במדדים אחרים לאיכות האשראי: משקלו של הענף בסך האשראי הבעייתי המשיך לעלות, בייחוד בתת-ענף הנדל"ן, תוך יציבות מסוימת בבינוי; חלקו של הענף באשראי הבעייתי נותר גדול מחלקו בסך האשראי למגזר העסקי - פי 1.28 - והדבר מעיד על איכות נמוכה של האשראי לבינוי ונדל"ן, יחסית לענפים האחרים של המגזר העסקי. בפרט - חלקו של תת-ענף הנדל"ן באשראי הבעייתי עלה לראשונה מעל חלקו בסך האשראי (דיאגרמה ג'-10). המשך העלייה של מדדי החוב הבעייתי בענף הנדון מיוחס להמשך המיתון בענף: התאוששות הפעילות בכלל המשק טרם מצאה ביטוי של ממש בחוסן הפיננסי של ענף הבנייה. (ראו פרק ב'). אי-הוודאות הנמשכת באשר להתפתחויות העתידיות בענף משליכה במישרין על הסיכון הנשקף לעמידותה של מערכת הבנקאות ממגזר משמעותי זה.

סיכון האשראי למגזר המלונאות, שירותי ההארח והאוכל, שאף להם מאפייני סיכון גבוהים, בשל תלותם הרבה במצב הביטחוני, ירד ריאלית ב-1.2% במהלך 2004. כן ירד משקלו של הענף בחוב הבעייתי, על רקע השיפור שהסתמן בפעילותו בתקופה הנסקרת. שתי התפתחויות אלה מעידות על ירידה בסיכון האשראי. חלקו של הענף באשראי הבעייתי עלה פי 3.27 על חלקו בסך האשראי למגזר העסקי, מה שמצביע על איכות אשראי נמוכה יחסית לממוצע במגזר העסקי (דיאגרמה ג'-10). ואולם, בהתחשב במשקל המצומצם יחסית של הענף בסך סיכון האשראי - כ-2.1% בלבד - ובשיפור במצב הענף, המצב נראה פחות מדאיג.

האשראי לרשויות מקומיות אופיין לאורך שנים בשיעור נמוך של אשראי בעייתי, ובהתאם לכך - בשיעור אפסי של הפרשה לחומ"ס, גם בתקופות של קשיים פיננסיים. זאת כתוצאה מהתערבות הממשלה שנרתמה להצלתן. אולם בשנה האחרונה שיעור החוב הבעייתי בסך האשראי לרשויות המקומיות עלה ל-6.8%, לעומת 4.5% בסוף 2003, בשל

הגידול המהיר של החוב הבעייתי בקצב של 33.4%, בהמשך לגידול של 12.7% ב-2003. את העלייה בחוב הבעייתי בענף ניתן להסביר בשינוי מדיניות הסיווג של הבנקים לנוכח השינוי בחקיקה, שפגע ביכולתם של הבנקים להסתמך על העברות מתקציב הממשלה במסגרת תכניות הבראה, כבטוחה לאשראי לרשויות המקומיות¹¹. הסיכון הגלום באשראי לרשויות המקומיות השתנה, כשהחוב איבד את הגיבוי הממשלתי הבטוח, שממנו נהנה במקרים קודמים של קשיים ברשויות המקומיות. למרות זאת, סיכון האשראי לרשויות המקומיות נמוך יחסית, לנוכח משקלו הנמוך בסך סיכון האשראי - 1.2%. יתר על כן, למרות העלייה התלולה בחוב הבעייתי, משקל הרשויות המקומיות בחוב זה עדיין נמוך ממשקלן בסך סיכון האשראי.

3. עמידות המשקיעים המוסדיים

א. מבוא

ניתוח העמידות של המשקיעים המוסדיים בפרק זה מתמקד בסיכונים המערכתיים, ולא בניתוח של הסיכונים העסקיים הרגילים. התייחסות נרחבת לשינויים המבניים ולהסדרה בתקופה האחרונה, ולהשלכותיהם על יציבות המשקיעים המוסדיים, מצויה בפרק ד' של דוח זה. סיכונים מערכתיים קיימים ברכיבים שונים של המערכת הפיננסית, אך משמעותם ועוצמתם תלויה במאפיינים המבניים של כל רכיב. אצל המשקיעים המוסדיים הסיכונים המערכתיים נובעים בעיקר מעצם היותם מתווכים פיננסיים: הם מנהלים חלק גדול מחסכונות משקי הבית, ולכן תלויים באמונם ובהתנהגותם, ומהצד האחר מקיימים קשרים עסקיים ובעלותיים עם רכיבים אחרים במערכת הפיננסית, ולכן עלולים להיפגע ו/או לפגוע במערכת.

יש לציין, כי הסיכונים המערכתיים בקרב המשקיעים המוסדיים נמוכים משמעותית, מבחינת רמתם ומשמעותם ליציבות הפיננסית, מאלו הקיימים בבנקים. כך, בחברות הביטוח, בניגוד לבנקים, כמעט אין סיכון משיכה מערכתי מצד העמיתים (RUN), משום שהחסכונות בביטוח בדרך כלל אינם נזילים, ובדרך כלל אינם מבטיחים תשואה¹²: משיכת החסכונות בביטוח חיים אינה מיידית, התשואה על רובם תלויה בתשואת הנכסים (המושפעת גם מקצב המשיכות), משיכה מוקדמת כרוכה בקנס ובאיבוד זכויות, וכל אלה מפחיתים את הכדאיות של משיכת החסכונות. (הפרמיות בגין סיכוני ריסק אינן ניתנות למשיכה חזרה.) לעומת זאת בקופות הגמל, אף שהחסכונות אינם בעלי תשואה מובטחת ולתקופה מקורית ארוכה, הרי בפועל חלק ניכר (כמחצית) מהם נזיל וניתן למשיכה. הסיכונים המערכתיים בביטוח ובקופות הגמל בשנת 2004, המנותחים בהמשך הפרק, מוגדרים בתיבה ג'-1. ניתוח העמידות של חברות הביטוח יתמקד בהתפתחויות שהיו בשנת 2004¹³ בהלימות ההון ובסיכונים המערכתיים בענף הביטוח, כלומר בסיכונים הגלומים בפעילות הענף אשר

11 חוק יסודות התקציב (תיקון 31 והוראת שעה), התשס"ד, מיוני 2004, פגע ביכולתם של הבנקים להטיל עיקולים ולממש שיעבודים על חובות של הרשויות המקומיות. עצם ההתערבות בחקיקה מסוג זה פוגעת בתשתית של הפעילות הפיננסית במשק.

12 למעט התכניות לביטוח חיים המבטיחות תשואה, הסגורות בפני עמיתים חרשים. חלקן בסך התכניות לביטוח חיים עמד השנה על 43%, במגמת ירידה, וגם בהן הנזילות נמוכה.

13 בהעדר נתונים מעודכנים לסוף השנה, ניתוח העמידות של חברות הביטוח ב-2004 מתבסס על הנתונים לסוף הרביע השלישי של שנת 2004.

מאיימים על יציבותו ועל יציבות רכיבים אחרים במערכת הפיננסית¹⁴. בלוח ג'-2 מוצגים האינדיקטורים העיקריים לניתוח זה. שחלק מהם מופיעים גם בלוח שקרן המטבע הבין-לאומית מציעה לניתוח חברות הביטוח¹⁵ וכן בנספח בלוח נ'-ג-1, ובלוח נ'-ג-2 מצויים נתונים כלליים על הפעילות בענף הביטוח בישראל. בכל אינדיקטור מצוין סוג עסקי הביטוח שלגביו הוא חושב - סך עסקי הביטוח, ביטוח חיים, ביטוח כללי או תכניות המבטיחות תשואה - לפי הרלוונטיות שלו לנושא המנותח ובהתאם לזמינות הנתונים.

בתחומים מסוימים של ענף הביטוח - למשל בנושאי הלימות ההון, פיזור הסיכונים או בנושא ההפרדה בין רכיב החיסכון לרכיב הריסק בביטוח חיים - אין תקנים בין-לאומיים מוסכמים להסדרה, דבר היוצר קושי בהשוואה בין-לאומית וביצירת סמן (בנצ'מרק) לניתוח. לפיכך, מרבית ההתייחסות בהמשך היא לשינויים ברמות האינדיקטורים, לא לרמות עצמן. גורם נוסף, ההופך את ניתוח עמידות הענף למורכב יותר, הוא מבנה הפעילות בישראל, השונה מזה הנהוג בעולם: כמעט כל חברת ביטוח עוסקת גם בביטוח כללי וגם בביטוח חיים, תחומים שהסיכונים הגלומים בהם שונים, וזאת במסגרת של אותה יישות משפטית (חברה), הון עצמי משותף, וללא הפרדה מלאה בנתונים המדווחים. מלבד זאת, חלק מהאינדיקטורים למדידת הלימות ההון והסיכונים המערכתיים דורשים שימוש בנתונים מורכבים יחסית, שלא תמיד הם בנמצא, ולכן ניתוח מאפיינים אלו הוא לפעמים חלקי בלבד.

קופות הגמל הן מסוגים שונים, מבחינת המטרות והמאפיינים - קופות תגמולים, קרנות השתלמות וקופות פיצויים. הקופות משני הסוגים הראשונים הן הגדולות והעיקריות בענף. (משקלותיהן 60% ו-30%, בהתאמה). ניתוח העמידות של קופות הגמל, יתמקד רק בהתפתחויות שנרשמו בסיכונים המערכתיים בענף זה בשנת 2004. (קופות הגמל לא מחזיקות הון עצמי). זאת על סמך האינדיקטורים המוצגים בלוח ג'-3, ועל רקע המגמות בשנים האחרונות. בנספח, בלוח נ'-ג-3, מוצגים נתונים כלליים על פעילות קופות הגמל.

ב. עמידות חברות הביטוח

- השנה, נמשכה ואף גברה העמידות של חברות הביטוח בישראל: נרשם שיפור נוסף בהלימות ההון, בעוד שהסיכונים המערכתיים הנמדדים נותרו בדרך כלל ללא שינוי מהותי.
- השיפור בהלימות ההון השנה השתקף הן בעלייה המתמשכת ביחסי ההון של החברות, והן בהמשך השמירה על פוטנציאל הצבר הון גבוה, שהתבטא בשיפור הרווחיות בביטוח הכללי, ובתשואה-להון גבוהה - 29%.
- השינויים העיקריים בסיכונים המערכתיים, שיש ביכולתנו לאמוד, היו מינוריים אך שיקפו בדרך כלל התמתנות מסוימת: סיכוני ההדבקה לבנקים ולשווקים הפיננסיים התמתנו מעט, וגם ההיערכות להתממשות סיכוני ריסק בביטוח הכללי המשיכה להשתפר, אך החשיפה לשווקים הפיננסיים הוסיפה לעלות.

14 להרחבה בנושא יציבות פיננסית וענף הביטוח ראו עבודתו של ויצמן נגר מ"תחום היציבות הפיננסית": "ענף הביטוח ויציבות פיננסית - פרספקטיבה בין-לאומית והערכת המצב בישראל", אשר תתפרסם בקרוב.

15 International Monetary Fund, "Financial Soundness Indicators - Background Paper", May 2003. מסמך רקע של הקרן, המלווה את פרסומה בדבר רשימת האינדיקטורים המומלצים ליציבות פיננסית (FSI), וכולל בתוכו גם רשימה ראשונית של אינדיקטורים ליציבות חברות הביטוח, אשר צפויים כנראה להיכלל בעתיד ברשימת ה-FSI המומלצים.

לוח ג'-2

אינדיקטורים לעמידות חברות הביטוח, 2000 עד 2004²

(אחוזים)

2004	2003	2002	2001	2000	
הלימות ההון					
5.5	5.3	4.7	4.3	4.9	יחס ההון העצמי לסך הנכסים
6.2	5.9	5.3	4.8	5.4	יחס ההון העצמי לעתודות הטכניות
8.6	8.2	7.4	6.7	7.6	מזה: בביטוח חיים
פוטנציאל הצבר ההון					
80.8	84.2	87.9	90.3	98.0	יחס התביעות וההוצאות לפרמיות נטו וההכנסות מהשקעות בביטוח הכללי
28.9	41.7	17.9	23.5	19.0	התשואה השנתית להון (ביחס להון של תחילת התקופה)
סיכון ההדבקה לשווקים					
משקל הביטוח בשוקי ניירות הערך הסחירים בארץ:					
13.8	13.7	12.7	12.1	12.9	אג"ח ממשלתיות
12.8	19.9	26.2	27.8	23.3	אג"ח פרטיות
2.0	1.7	0.7	2.6	6.5	מק"ם
2.7	3.0	3.0	2.6	1.8	מניות
סיכון ההדבקה לבנקים					
17.4	18.4	21.3	23.4	22.4	משקל הפיקדונות בבנקים בסך הנכסים
6.4	6.2	6.4	6.4	5.9	משקל פיקדונות הביטוח בסך פיקדונות הציבור בבנקים במט"י
התלות בשווקים הפיננסיים					
6.7	11.6	-0.5	6.3	4.7	התשואה להשקעות (במונחים שנתיים)
35.1	34.3	29.5	28.4	26.4	משקל הנכסים הסחירים בסך הנכסים
החשיפה למבטחי משנה - יחס הפרמיות נטו לפרמיות ברוטו					
94.9	94.4	94.8	94.8	93.5	בביטוח חיים
76.4	75.4	75.0	72.4	72.5	בביטוח כללי
החשיפה המבנית - בתוכניות ביטוח חיים מבטיחות תשואה					
66.3	66.8	67.8	67.5	68.7	משקל האג"ח המיועדות בסך הנכסים
5.5	5.0	4.2	3.9	2.6	משקל הנכסים הסחירים בסך נכסים
סיכונים הריסק - העתודות הטכניות נטו /ממוצע התביעות נטו בשלוש השנים האחרונות בביטוח הכללי					
4.2	4.1	4.0	3.8	3.6	

1 סה"כ עסקי הביטוח - חיים וכללי. (במקומות מסוימים מתייחסים האינדיקטורים רק לחלק מעסקי הביטוח, תוך ציון מתאים.)

2 נתונים לרביע השלישי של 2004, במונחים שנתיים.

המקור: אגף שוק ההון באוצר, נתוני בנק ישראל ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

(1) הלימות ההון

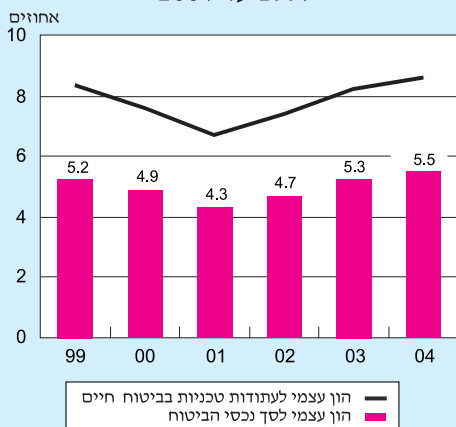
כנגד הסיכונים המאיימים על יציבותו של ענף הביטוח עומד ההון המשמש ככרית ביטחון לספיגת הפסדים. הלימות ההון, הנמדדת לפי רמתם של יחסי ההון ופוטנציאל הצבר ההון, המשיכה להשתפר בשנה הנסקרת, כפי שעולה מהאינדיקטורים השונים:

כל יחסי ההון הוסיפו השנה לעלות, בהתאם למגמה המאפיינת אותם מאז השפל של 2001, והגיעו לרמתם הגבוהה ביותר בשנים האחרונות (דיאגרמה ג'-11) - יחס ההון העצמי לסך הנכסים¹⁶ עלה בכשתי עשיריות אחוז והגיע בשנת 2004 ל-5.5%, ויחס ההון העצמי לעתודות הטכניות בביטוח חיים ובסך עסקי הביטוח עלה בכ-0.3-0.4 נקודות אחוז. נראה, כי העלייה המתמשכת של יחסי ההון מתאפשרת הודות לרווחיות הגבוהה שממנה נהנות חברות הביטוח; זו תורמת באופן יציב ועקבי להגדלת בסיס ההון של החברות, ולכן מעידה על פוטנציאל הצבר ההון הגבוה בענף.

בשנת 2004 הסתכם הרווח הנקי (במונחים שנתיים) בכ-2.2 מיליארדי ש"ח, והתשוואה להון (ביחס להון של תחילת השנה) עמדה על כ-29%. נתונים אלו אמנם נמוכים ביחס לרווח ולתשוואה להון (החריגים) שהושגו בשנה הקודמת (2.5 מיליארדי ש"ח ו-41.7%, בהתאמה) - בעיקר בגלל התמתנות מסוימת של העליות החדות בשנתיים האחרונות, שהובילה לירידת ההכנסות משוק ההון השנה ביחס לקודמתה - אך עדיין מעידים על רווחיות גבוהה מאוד ביחס לשנים 2000 עד 2002, וגם ביחס לענפים אחרים. לשם השוואה, השנה עמדה התשוואה להון הממוצעת בקרב הבנקים על כ-11%, ובקרב החברות הבורסאיות במגזר העסקי על כ-9% בממוצע, תשואות הנמוכות במידה ניכרת מזו שהשיגו חברות הביטוח. חברות הביטוח מצליחות לשמור על תשוואה גבוהה להון בכל השנים האחרונות, ואפילו בשנות המיתון של 2001 ו-2002, שבהן היו ירידות חדות בשווקים הפיננסיים, נשמרה התשוואה להון על רמה נאותה וגבוהה יחסית של מעל 15%. נתונים אלו מבטאים את פוטנציאל הצבר ההון הגבוה בענף הביטוח.

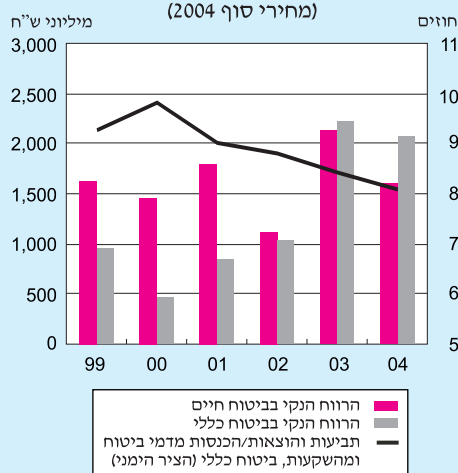
בתוך ענף הביטוח ניכרה בשנים האחרונות מגמת עלייה ברווחיות של עסקי הביטוח הכללי (דיאגרמה ג'-12), ובשנתיים האחרונות הוא אף עלה על הרווח הנובע מעסקי ביטוח חיים. השנה נותר הרווח בביטוח הכללי כמעט ללא שינוי ביחס לשנה הקודמת (ירד מעט), וזאת על אף ההתמתנות שהייתה השנה בשווקים הפיננסיים ביחס לשנה הקודמת. בפרט, משקל ההכנסות נטו מעסקי הביטוח הכללי (פרמיות נטו בניכוי תביעות) בסך ההכנסות בביטוח הכללי הגיע השנה לכמעט 70%, בדומה למשקלן בשנים 1999 ו-2000 (לאחר שלוש שנים של תנודות), וביטא

דיאגרמה ג'-11
יחסי ההון בביטוח,
1999 עד 2004



המקור: אגף שוק ההון באוצר ועיבודי תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל.

דיאגרמה ג'-12
רווחיות חברות הביטוח,
1999 עד 2004
(מחירי סוף 2004)



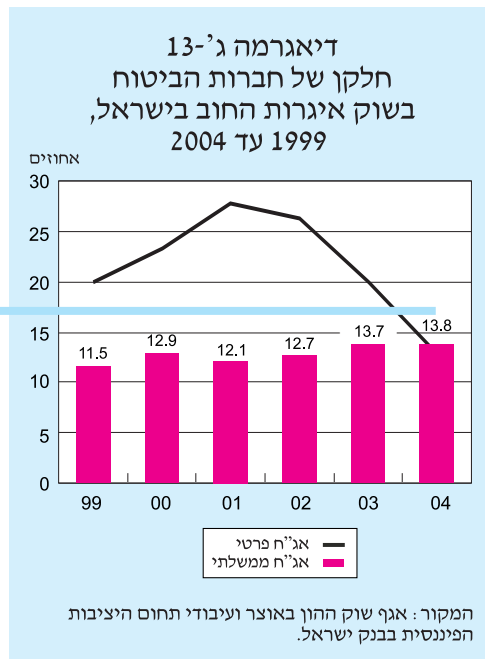
המקור: אגף שוק ההון באוצר ועיבודי תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל.

16 במכנה: היה ראוי לחשב את יחס ההון לפי הנכסים וההתחייבויות המשוקללים במידת הסיכון שלהם, מה שהיה מציג תמונה נכונה יותר לגבי הלימות ההון, אך הדבר אינו אפשרי. אשר למונה: בחברות הביטוח, כמו בבנקים, קיימות דרישות להחזקת הון מינימלי המוגדרות על ידי הפיקוח, אך הן אינן מקיפות ומחמירות באותה מידה כמו בבנקים.

בכך חזרה להישענות נרחבת יותר על הפעילות הביטוחית כמקור עיקרי ופרמננטי לרווח בביטוח הכללי, יותר מאשר על ההכנסות משוק ההון. כמו כן הוסיפה להשתפר הרווחיות בביטוח הכללי, כפי שניכר בירידה העקבית של "יחס ההוצאות" בביטוח הכללי¹⁷, בשנים האחרונות, אשר נמדד כיחס התביעות וההוצאות להכנסות נטו מפרמיות וההכנסות מהשקעות, ומבטא את גודלן של ההוצאות ביחס להכנסות. יחס זה עומד כיום על מעט יותר מ-80%, וירד ירידה חדה מרמת שיא של כמעט 100% בשנת 2000. השיפור ברווחיות בעסקי הביטוח הכללי התאפשר גם כתוצאה מהגמישות המאפיינת את הפרמיות בביטוח הכללי, התורמת ליציבות הרווח. כך, למשל, בשנים 2001 ו-2002, עלו הפרמיות בביטוח הכללי באופן חריג בכ-8.7% ו-10.4%, על רקע התשואות הנמוכות בשוק ההון, ואיפשרו לחברות הביטוח לשמור על רווחיות גבוהה. לכן מאפיינים אלו מעידים על פוטנציאל הצבר ההון הגבוה בעסקי ביטוח כללי, וגם על השיפור בו השנה - עליית הרווחיות וביסוסה על מקורות פרמננטיים.

הרווח בביטוח חיים תנודתי יותר מהרווח בביטוח הכללי, משום שהוא תלוי יותר בשווקים הפיננסיים. (ראו תיבה ג'-1). מלבד זאת הוא תלוי גם במחזור העסקים: הפרמיות בביטוח חיים (וגם שיעור התביעות), מתואמות חיובית עם ההתפתחויות בשוק העבודה, והחוזים בתחום הם ארוכי טווח בהשוואה לחוזים בביטוח כללי, ולכן גמישות הפרמיות נמוכה יותר. השנה, למשל, ירד הרווח בביטוח חיים בכ-25% ביחס לשנת 2003, ירידה הנובעת בעיקר מההתמתנות בשווקים, בעוד שהפרמיות בביטוח החיים דווקא עלו השנה מעט, לאחר ירידה ריאלית בשנתיים הקודמות - סימן לניצני התאוששות בשוק העבודה.

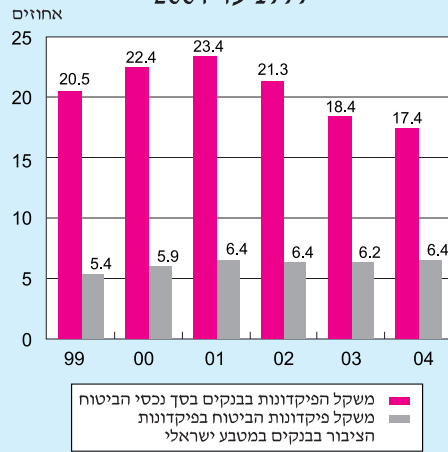
(2) הסיכונים המערכתיים



(א) הדבקה לשווקים - בשנת 2004 נמשכו המגמות המעורבות במשקלן של חברות הביטוח בשווקים, אך נראה כי פחת מעט סיכון ההדבקה לשווקים (דיאגרמה ג'-13): שיעור החזקות הביטוח בשוק האג"ח הממשלתיות, שהוא שוק ניירות הערך הגדול בארץ (מגלגל נכסים בשווי של כ-250 מיליארדי ש"ח), אמנם עלה השנה בשיעור מתון מאוד (בניגוד לשנים הקודמות שבהן הוא עלה במהירות) והגיע לכ-13.8%, לעומת כ-13.7% אשתקד, אך כנגד זאת נמשכה השנה מגמת הירידה החזקה בהחזקות של חברות הביטוח באיגרות חוב פרטיות, ומשקלן בשוק זה ירד מקרוב ל-30% בסוף 2001 עד לכ-13% בשנת 2004. בשוק המניות ובשוק המק"ם נותר משקלן של חברות הביטוח קטן יחסית - 2.7% ו-2%, בהתאמה.

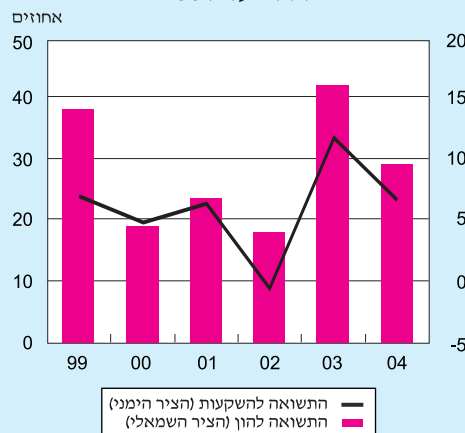
17 לא ניתן לחשב יחס זה עבור ביטוח חיים, משום שאי אפשר להפריד בין הכנסות/הוצאות הנזקפות לזכות/לחובת חברת הביטוח לאלו הנזקפות לזכות/לחובת העמיתים ברכיב החיסכון.

דיאגרמה ג'-14 פיקדונות הביטוח בבנקים, 2004 עד 1999



המקור: אגף שוק ההון באוצר ועיבודי תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל.

דיאגרמה ג'-15 התשואה השנתית להון והתשואה השנתית להשקעות של חברות הביטוח, 2004 עד 1999



המקור: אגף שוק ההון באוצר ועיבודי תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל.

(ב) **הדבקה לבנקים** - הזיקה העסקית של חברות הביטוח לבנקים ניכרת בעיקר במשקל הפיקדונות שמחזיקות חברות הביטוח בבנקים בישראל. פיקדונות אלו, שהסתכמו ברביע השלישי של 2004 בכ-27 מיליארדי ש"ח, נחלקים לפיקדונות קצרים (עו"ש ועד 3 חודשים, 30%) ולאחרים (70%). בשנת 2004 הגיע משקלם של הפיקדונות בבנקים בסך נכסי הביטוח לכ-17.4%, ובכך נמשכה מגמת הירידה של משקל זה מאז שנת 2001 (דיאגרמה ג'-14). לשם השוואה, בשנת 2001 עמד משקל זה על יותר מ-23% מסך הנכסים. נוסף על כך, משקל פיקדונות אלו בסך פיקדונות הציבור בבנקים במט"י נותר ברמה לא גבוהה של כ-6.4%, בדומה לשלוש השנים האחרונות¹⁸. נתונים אלה מצביעים על המשך ירידה מתונה בסיכון ההדבקה לבנקים.

(ג) **התלות בשווקים הפיננסיים** - בשנים האחרונות אנו עדים לתלות גבוהה של הרווחים בענף הביטוח בביצועים בשווקים הפיננסיים, עקב הגדלת החשיפה של תיקי הנכסים לשווקים אלו. החשיפה הגוברת מתבטאת למשל במשקל הנכסים הסחירים (החשופים ישירות לתנודות השוק) בסך הנכסים, שהמשיך לעלות גם ב-2004, והגיע ברביע השלישי שלה לכ-35%, לעומת כ-24% בלבד בשנת 1999¹⁹. נראה כי מגמה זו תלך ותגבר - עם הגידול הצפוי של משקל התכניות המשתתפות ברווחים בביטוח חיים, על חשבון התכניות המבטיחות תשואה, שנסגרו לעמיתים חדשים החל מ-1991, ועם החלת הכללים החדשים לשערוך נכסים לא-סחירים, שיביאו להגדלת החשיפה לתנודות בשוקי ההון. בדיאגרמה ג'-15 מופיעות התשואה להשקעות והתשואה להון של חברות הביטוח. התנודתיות של התשואה להשקעות יכולה ללמד על הסיכון שחברות הביטוח חשופות לו מצד השווקים הפיננסיים²⁰, שעלול להביא לפגיעה ברווחיות במקרה של ביצועים כושלים. המיתאם הגבוה בין התשואה להשקעות ובין התשואה להון משקף את התלות של רמת הרווחיות בביטוח בביצועי ההשקעות. נוסף על כך השיפור בפוטנציאל הצבר ההון וברווחיות הפרמננטית, שנרשם השנה בביטוח הכללי (ראו לעיל), משקף ירידה מסוימת של סיכון זה בעסקי הביטוח הכללי יחסית לעסקי ביטוח החיים.

(ד) **סיכוני ביטוח משנה** - אף שקשה להעריך כראוי את הסיכון המערכתי הגלום בפעילות עם מבטחי משנה (בשל מגבלות נתונים), ניתן ללמוד, אמנם חלקית, על מאפייניו: יחס הפרמיות נטו לפרמיות ברוטו, המבטא את מידת החשיפה הממוצעת למבטחי משנה²¹,

18 מאחר שרוב פיקדונות הביטוח בבנקים הם ארוכים, נראה כי משקלם של פיקדונות הביטוח בסך הפיקדונות הארוכים של הציבור גבוה ממשקלם בפיקדונות הקצרים, ומאחר שהפיקדונות הארוכים הם מטבעם בעלי נזילות נמוכה, ייתכן שנתונים אלו מצביעים על סיכון הדבקה נמוך יותר.

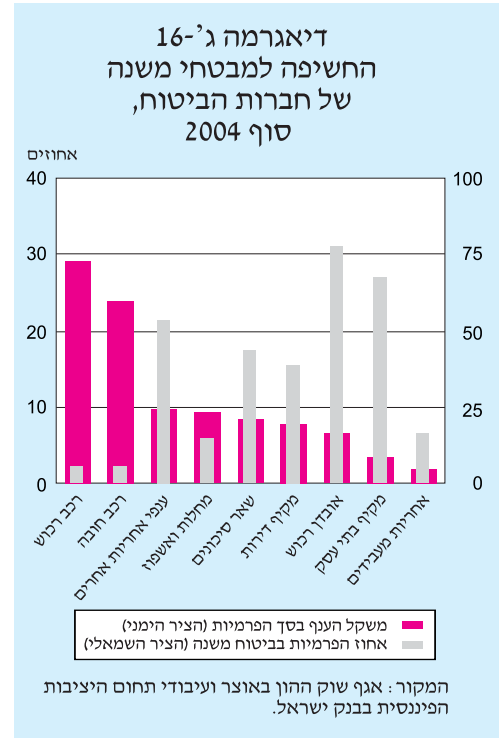
19 עם זאת נציין, כי הרכיב המנייתי, שהוא בדרך כלל תנודתי ומסוכן יותר, עומד על כ-8% בלבד מסך נכסי הביטוח, ועל שיעור נמוך אף יותר בנכסי הביטוח הכללי ובתכניות המבטיחות תשואה.

20 התשואה להשקעות כוללת את התשואה בגין כל תיק ההשקעות של החברות (הסחיר בשווקים והלא-סחיר), אך אנו מניחים כי המקור לתנודות בתשואה זו הוא החלק הנסחר בשווקים הפיננסיים.

21 ההפרש בין הפרמיות ברוטו לפרמיות נטו הוא החלק המופנה לביטוח משנה, ולכן ככל שיחס זה יורד, כך גדלה החשיפה לביטוח משנה. (השימוש ביחס זה בצורה זו הוא על פי המקובל בעולם.)

בשנים האחרונות הוא כמעט קבוע, סביב 95%, בביטוח חיים, ומשמע שרק כ-5% מהפרמיות מבוטחות בביטוח משנה. ואולם, בדרך כלל די בכך כדי לכסות את מרבית סיכוני הריסק בביטוח החיים. בביטוח הכללי החשיפה למבטחי משנה, מטבע בדברים, גבוהה יותר (כ-25% בממוצע), אך השנה היא התמתנה מעט, כאשר יחס הפרמיות עלה בכאחוז אחד, ל-76.4%. בדיקה מעמיקה יותר של משקל הפרמיות המופנה לביטוח משנה, לפי הענפים המרכזיים בביטוח הכללי (נכון לשנת 2004) מצויה בדיאגרמה ג'-16. ניתן לראות כי בשני הענפים המרכזיים בביטוח הכללי - "רכב חובה" ו"רכב רכוש" - המהווים יחד יותר מ-50% מהפרמיות בביטוח כללי, החשיפה למבטחי משנה נמוכה מאוד (כ-5% מהפרמיות). הענפים אשר נסמכים בצורה כבדה על מבטחי משנה (80%-70% מהפרמיות בביטוח משנה) הם "אובדן רכוש" ו"מקיף בתי עסק", אבל משקלם בסך הפרמיות אינו גבוה, ולכן חשיפתם למבטחי משנה אינה גבוהה (אף כי במקרה שיש מיתאם חיובי וגבוה בין הסיכונים בענפים אלו, החשיפה למבטחי משנה גבוהה יותר מכפי שנראה). חשיפה משמעותית לכאורה למבטחי משנה קיימת גם ב"ענפי אחריות אחרים" ובענפים של "שאר הסיכונים", שביטוח המשנה בהם סביב 50%, וכל אחד מהם מהווה כמעט 10% מסך הפרמיות בביטוח הכללי. עם זאת, מאחר שענפים אלו נחלקים לתת-ענפים מסוגי ביטוח שונים, היוצרים פיזור בין הסיכונים (מיתאם נמוך) - ואולי אף פיזור בין מבטחי משנה (כל אחד מתמחה בסוגים שונים של סיכונים) - ואף אחד מתת-הענפים האלה אינו גדול דיו (אחרת היה נכנס לאחד מהענפים המרכזיים), ייתכן כי חשיפה זו למבטחי משנה אינה גבוהה במיוחד.

(ה) **הסיכון המבני** - האג"ח המיועדות (הנושאות תשואה מובטחת ועודפת), שבמקור היו כ-86% מהנכסים שכנגד ההתחייבויות בתכניות לביטוח חיים המבטיחות תשואה, מהוות כיום רק כ-66% מנכסים אלו - שיעור ההולך ויורד בשנים האחרונות (אף כי ירידתו התמתנה מאז שנת 2000)²². הנכסים הנותרים - 34% (מרביתם אינם מוחזקים כאג"ח ממשלתיות סחירות) - חשופים לסיכונים שונים כגון: סיכוני ריבית והצמדה, סיכון שער החליפין, סיכוני אשראי ועוד, העלולים לשחוק את שווים וליצור בעיה של אי-התאמה ביניהם לבין ההתחייבויות המובטחות שכנגד. אף שאין בידינו מידע מפורט יותר על מאפייני הנכסים וההתחייבויות, כדי שנוכל לנתח את החשיפות לסיכונים אלה, נתייחס לסיכון הריבית ואל פער המח"ם: בהנחה שהמח"ם באג"ח המיועדות מתאים למח"ם בהתחייבויות, ובהנחה שכל שאר הנכסים האחרים הם לטווח ארוך ומוחזקים עד לפדיון²³, תיתכן גם בהם התאמה טובה למדי במח"ם, כלומר חשיפה נמוכה לסיכון הריבית. נוסף על כך, יש לציין כי עבור החלק של ההתחייבויות שאינו מכוסה על ידי אג"ח מיועדות נדרשות חברות הביטוח להחזיק הון מינימלי, וכללי ההשקעה האמורים על חלק זה בתיק הם מחמירים יותר, דרישות המפחיתות במידה מסוימת את סיכון הריבית.



22 ירידה זו נובעת בעיקר מפדיון מוקדם של אג"ח מיועדות שביצעו חברות הביטוח, באישור המפקח על הביטוח במשרד האוצר, כדי להחליפן בנכסים אחרים שנשאו תשואה גבוהה יותר באותה עת.
23 כ-15% מאותם נכסים אחרים (שהם כ-5% מסך כל הנכסים) נסחרים בשווקים, ולכן החזקתם עד לפדיון תלויה בהחלטות המנהלים.

(ו) **אי עמידה בסיכון ריסק** - השנה, בדומה לשנים הקודמות, נמשכה מגמת העלייה ביחס העתודות הטכניות נטו לממוצע התביעות נטו בביטוח הכללי²⁴. העתודות הטכניות של החברה משקפות את ההתחייבויות העתידיות שלה על סמך הערכות אקטואריות, ואילו התביעות נטו בביטוח הכללי משקפות את ההתממשות (ההיסטורית) של סיכוני הריסק ו/או אומדן לתביעות עתידיות. לכן, עלייתו של יחס זה גם השנה מבטאת המשך בשיפור ההיערכות האקטוארית של החברות להתממשות סיכוני ריסק רגילים (הגברת אמצעי הזהירות), המעידה אולי גם על היערכות טובה יותר לקראת סיכוני ריסק מיוחדים ("קטסטרופליים").

ג. עמידות קופות הגמל

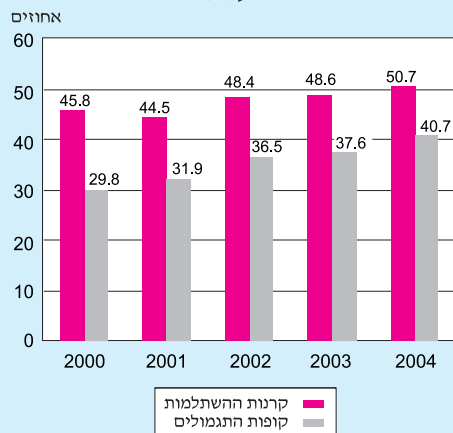
- השינויים העיקריים שנרשמו השנה בסיכונים המערכתיים של ענף קופות הגמל היו סותרים:
- מצד אחד, גבר סיכון הנזילות המבני, כאשר משקל החשבונות הנזילים בסך ההתחייבויות של קרנות ההשתלמות וקופות התגמולים, אשר מתקרב ל-50%, המשיך לעלות, בעוד שכיסי ההתחייבויות הנזילות בנכסים נזילים נותר נמוך - על רמה של כ-13% בלבד.
- כנגד זאת, סיכון ההדבקה לשווקים וסיכון ההדבקה לבנקים התמתנו גם השנה: חלקן של קופות הגמל בשוק האג"ח הממשלתיות והפרטיות פחת, וכן חלקם של הפיקדונות בבנקים בסך נכסי הקופות; עם זאת, משקלן בשוק האג"ח נותר גבוה.

עמידות קופות הגמל תלויה ברמת הסיכונים המערכתיים הגלומים בפעילותן. להלן תיבחנה ההתפתחויות העיקריות בסיכונים אלה בשנת 2004.

(1) **סיכון הנזילות המבני** - בשנת 2004 המשיך לעלות סיכון הנזילות המבני בקופות הגמל, כפי שמשתקף באינדיקטורים השונים (דיאגרמה ג'-17): נמשכה מגמת הגידול של משקל החשבונות הנזילים בסך ההתחייבויות, הן בקופות התגמולים והן בקרנות ההשתלמות, ובסך הכול עלה משקל זה השנה בשתי נקודות אחוז והגיע ל-47.4% מסך התחייבויות קופות התגמולים וקרנות ההשתלמות יחד. (סך כל ההתחייבויות הנזילות הוא כיום סביב 90 מיליארדי ש"ח!) בשנים האחרונות בולטת עלייה מהירה של משקל ההתחייבויות הנזילות בסך התחייבויות של קרנות ההשתלמות: משנת 2000, עלה משקלן של אלו בכ-11% נקודות אחוז - מ-29.8% ל-40.7% (!) עם זאת, היחס המהיר, המבטא את מידת הכיסוי של החשבונות הנזילים על ידי נכסים נזילים, המשיך להשתפר גם השנה, ועלה לשיעור של כ-13.1%, אך עדיין רמתו נמוכה מדי. (יחס של 100%, למשל, מבטא כיסוי מלא.)

קצב המשיכות מקופות התגמולים ומקרנות ההשתלמות, המשתקף ביחס המשיכות מהן להתחייבויות הנזילות, נמוך השנה מאשר בשנים

דיאגרמה ג'-17
משקל החשבונות הנזילים בסך
ההתחייבויות של קופות התגמולים
וקרנות ההשתלמות,
2000 עד 2004



המקור: אגף שוק ההון באוצר ויעיבודי תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל.

24 בביטוח חיים קשה לאמוד את ההיערכות להתממשותם של סיכוני הריסק בצורה נאותה, משום שאין הפרדה בין רכיב הריסק לרכיב החיסכון. כמו כן רוב סיכוני הריסק בביטוח חיים מועברים למבטחי משנה.

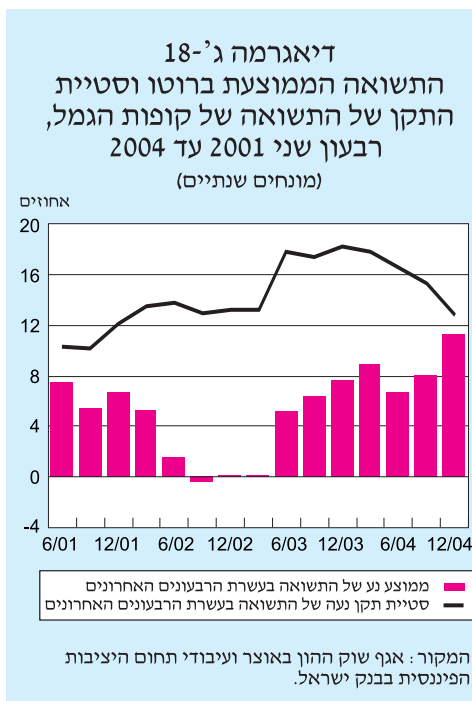
לוח ג'-3
אינדיקטורים לעמידות קופות הגמל, 2000 עד 2004
(אחוזים)

2004	2003	2002	2001	2000	
סיכון הנזילות					
					משקל החשבונות הנזילים בסך ההתחייבויות
50.7	48.6	48.4	44.5	45.8	קופות התגמולים
40.7	37.6	36.5	31.9	29.8	קרנות ההשתלמות
47.4	45.1	44.1	40.6	41.2	סך קופות התגמולים וקרנות ההשתלמות
13.1	11.1	7.7	8.2	12.1	היחס המזהיר: יחס הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות ¹
התלות בשווקים הפיננסיים					
					התשואה הריאלית השנתית ברוטו (ללא דמי ניהול)
8.1	7.6	0.1	6.6	7.0	הממוצע הנע של התשואה ב-10 הרביעים האחרונים
12.7	18.2	13.2	12.0		סטיית התקן הנעה של התשואה ב-10 הרביעים האחרונים
					משקלם של הנכסים הסחירים בסך הנכסים
17.5	14.9	10.4	13.9	15.4	המניות בארץ
63.2	62.2	58.5	61.6	61.0	סך הנכסים הסחירים בארץ
2.6	2.4	1.3	1.2	1.3	סך הנכסים הסחירים בחו"ל
סיכון ההדבקה לשווקים					
					משקלן של קופות הגמל בשוקי ניירות הערך הסחירים בארץ
22.4	24.6	26.4	27.4	27.7	אג"ח ממשלתיות לא-צמודות
43.5	45.7	46.6	51.8	50.3	אג"ח ממשלתיות צמודות
27.5	40.2	47.7	51.8	53.4	אג"ח פרטיות
4.5	2.5	1.4	4.6	12.8	מק"ם
9.2	9.1	8.6	9.0	9.3	מניות
סיכון ההדבקה לבנקים					
					קופות הגמל שבניהול הבנקים
86.6	87.7	88.4	89.2	91.1	משקלן בסך קופות הגמל
					סך קופות הגמל
17.4	18.5	23.6	22.8	23.4	משקל הפיקדונות בבנקים בסך נכסי הקופות
8.4	8.0	8.8	8.9	9.2	משקל פיקדונות הגמל בסך פיקדונות הציבור בבנקים במט"י
					משקל פיקדונות הגמל הצמודים בסך פיקדונות הציבור
15.3	14.8	15.1	16.8	16.1	הצמודים בבנקים

1 הנכסים הנזילים הם מזומן ועו"ש, מק"ם, ונכסים סחירים בחו"ל. שאר הנכסים הסחירים בארץ לא הוגדרו כנזילים לצורכי מדידת סיכון הנזילות המערכת/המבני; זאת משום שאף כי קופות הגמל מחזיקות שיעור גבוה של נכסים אלו, נזילותם בשעת מבחן מוטלת בספק. השוק הסחיר בישראל צר מדי ברמה המערכתית, משקלן של הקופות בו גבוה מאוד והן משפיעות עליו; לכן השוק לא יוכל לספוג מימושים כבדים של הקופות במקרה של משיכות כבדות מצד העמיתים.
המקור: אגף שוק ההון באוצר, נתוני בנק ישראל ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

עברו. כך, למשל, מקרנות ההשתלמות נמשכו השנה כ-9.5 מיליארדי ש"ח, שיחסם ליתרת ההתחייבויות הנזילות בקרנות ההשתלמות עמד על כ-38%, לעומת יחסים מקבילים של 50%-60% בשנים הקודמות (לוח נ' ג-3). נתונים אלו מתיישבים עם השפעת הרפורמה במיסוי שוק ההון, אשר יצרה יתרון מיסוי לכספים שהופקדו בקופות התגמולים עד 2003 והפכו נזילים, ובכך הקטינה את התמריץ למשיכתם בשגרה, בשל חוסר כדאיות להעביר את הכספים לאפיקים חליפיים שהפכו חייבים במס על רווחי הון. (הטבות מס ההכנסה נותרו כשהיו.) גם בקרנות הנאמנות, שנותרו פטורות ממס רווחי הון, נוצר יתרון מיסוי ביחס לאפיקי השקעה חלופיים. יתרון מס זה לא ימנע משיכות מצד עמיתים בעתות משבר, שבהן העמיתים דואגים להבטיח את כספם, ולכן אינם מתחשבים בשיקולי כדאיות מטעמי מיסוי. בימים כתיקונם ובטווח השנים הקרובות הקטנת המשיכות מצד העמיתים צפויה כנראה להימשך, הן בקופות התגמולים והן בקרנות ההשתלמות, דבר שיעודד את הגדלת מלאי ההתחייבויות הנזילות בקופות אלו, ובכך יעצים את סיכון הנזילות המבני. להחרפת סיכון זה צפויים להביא גם שינויים שהנהיג האוצר לאחרונה בענף הגמל, ובהם הגמשת אפשרות המעבר של עמיתים בין הקופות וקיצור משמעותי של זמן המשיכה של כספים מהן (בין ההודעה לקבלת הכספים) מחדש ל-4-7 ימים.

(2) **התלות בשווקים הפיננסיים** - בשנים האחרונות היינו עדים להתגברות התלות של קופות הגמל בשווקים הפיננסיים, דבר שבא לידי ביטוי בתנודתיות הגוברת של התשואות ובגידול



סטיות התקן של התשואה. בשנת 2004 התשואה המצטברת מתחילת השנה אמנם הייתה נמוכה מאוד ביחס לתשואה החריגה של השנה הקודמת (8% לעומת 18.7%), אך גבוהה כשלעצמה, והממוצע הנע של התשואה בעשרת הרבעונים האחרונים, המשקף את מגמתה, המשיך לעלות והגיע לרמה של כ-11.3% (דיאגרמה ג'-18). נראה כי בשנה זו השתנתה מגמת סטיות התקן של התשואה, שינוי שביטא ירידה בתנודתיות ובתלות בשווקים: סטיית התקן הנעה בעשרת הרבעונים האחרונים ירדה לאורך השנה לרמה נמוכה הרבה יותר מאשר בסוף השנה הקודמת (12.7% לעומת 18.2%). (גם סטיית התקן הארוכה של עשר השנים האחרונות ירדה השנה, בניגוד למגמה של השנים הקודמות, כפי שניתן לראות בלוח נ' ג-3.)

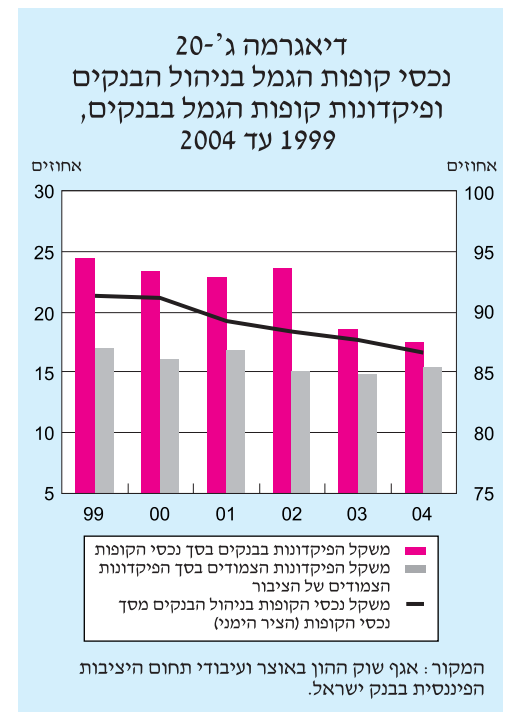
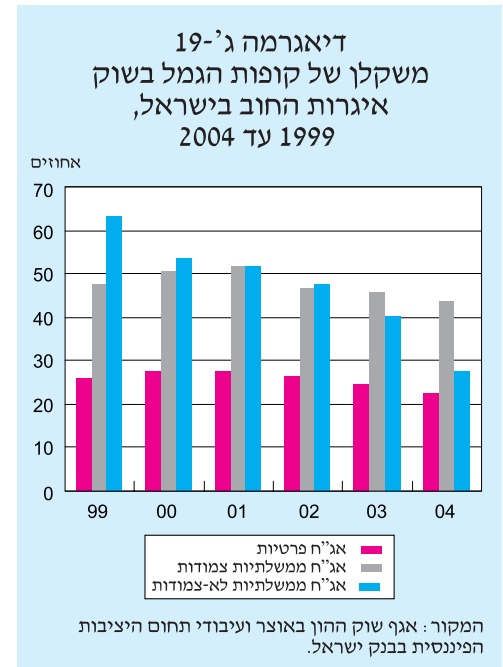
משקל הנכסים הסחירים בארץ בסך הנכסים המשיך לעלות השנה במתינות, בהמשך למגמה של השנים הקודמות (להוציא את הירידות החדות ב-2002), והגיע לכ-63%, ומתוכם משקל המניות בתיק הנכסים עלה גם הוא ובשיעור חד יותר, והגיע לכ-17.5%. אלו מבטאים את הגדלת החשיפה של הקופות לתנודות של השווקים הפיננסיים (בייחוד בגין הרכיב המנייתי)²⁵. בדומה לחברות הביטוח, גם בקרב קופות הגמל צפויה מגמה זו להתחזק על רקע התחלת השיערוך של הנכסים הלא-סחירים לפי שווי השוק. במקביל לגידול משקלם של הנכסים הסחירים בארץ, נמשך ב-2004 גם גידול מתון של משקל הנכסים

²⁵ קיימת גם השפעה חלקית של המחיר על משקל הנכסים הסחירים והמניות בסך הנכסים, שכן אלו משתערכים לפי המחיר בשוק. בעוד ששאר הנכסים הלא-סחירים לא משתערכים כלל. (צפוי להשתנות בהמשך 2005 - ראו הסבר בסעיף עצמו.) עם זאת, הואיל ואנו בוחנים את הנתונים על רקע מגמה של כמה שנים, להשפעת המחיר אין חשיבות רבה בהקשר זה.

הסחירים בחו"ל, אך הוא נותר נמוך יחסית (רק כ-2.6%). ברמה נמוכה זו גידול משקלם של הנכסים הסחירים בחו"ל פועל דווקא למיתון התנודתיות והחשיפה לשווקים, שכן ההשקעה בנכסים בחו"ל מוסיפה לתיק ההשקעות של הקופות רכיב של פיזור, ומשמשת חלופה להשקעה בשווקים הצרים של ישראל. החזקת נכסים סחירים בחו"ל מעלה את רמת הנזילות של הקופות, שכן ניתן לממש אותם בתוך זמן קצר יחסית. נראה, כי גם מגמה זו צפויה להימשך, על רקע השוואת תנאי המיסוי של ניירות ערך זרים לאלו של ניירות ערך הנסחרים בישראל בתחילת 2005. ייתכן גם כי ההגדלה ההדרגתית של החזקת נכסים זרים, אשר משמשים חלופה להשקעות בארץ, תוביל להתמתנות ואף לעצירה של מגמת העלייה במשקל הנכסים הסחירים המוחזקים בארץ בסך הנכסים.

(3) **הדבקה לשווקים** - החשיפה של השווקים הפיננסיים לפגיעה אפשרית מצד ענף קופות הגמל משתקפת במשקל החזקות של קופות הגמל בשוקי ניירות הערך. בשנת 2004 ניכרת ירידה של משקל החזקות קופות הגמל בשווקים הפיננסיים, אשר ביטאה ירידה בסיכון ההדבקה לשווקים הפיננסיים (דיאגרמה ג'-19): בשוק האג"ח הממשלתיות הצמודות והלא-צמודות נמשכה מגמת הירידה המתונה של משקל קופות הגמל, והוא הגיע לרמה הנמוכה ביותר בשנים האחרונות - 22.4% באג"ח הלא-צמודות ו-43.5% בצמודות; בשוק האג"ח הפרטיות נמשכה הירידה התלולה של משקל קופות הגמל, המאפיינת את השנים האחרונות, והוא התייצב על רמה של 27.5% (לעומת יותר מ-70% בשנת 1999); בשוק המק"ם עלה משקל קופות הגמל בכשתי נקודות אחוז, אך נותר לא משמעותי (4.5%), ובשוק המניות נותר משקל קופות הגמל יציב (סביב 9%), ודומה למשקלן בשנים הקודמות. עם זאת חשוב לציין, כי משקלן של קופות הגמל בשוקי ניירות הערך, בייחוד בשוקי האג"ח, עודנו גבוה משמעותית (על אף הירידות בשנים האחרונות), ולכן טומן בחובו סיכון רב לשווקים אלו. מגמה זו של היחלשות משקל קופות הגמל בשווקים הפיננסיים באה על רקע שינויים פרמננטיים במערכת הפיננסית ובשוקי ההון, בהם גידול מתמיד של הנפקת האג"ח הממשלתיות הסחירות, במקביל להקטנת הנפקת האג"ח המיועדות לקרנות הפנסיה, השוואת שיעורי המיסוי בשוק ההון והמשך העלייה בתכניות המשתתפות ברווחים בחברות הביטוח על חשבון התכניות המבטיחות תשואה. שינויים אלו הביאו להתרחבותם של השווקים הפיננסיים בשנים האחרונות, עם כניסתם של שחקנים נוספים (ביניהם זרים).

(4) **הדבקה לבנקים** - בשנת 2004 היינו עדים להמשך ירידה מתונה בסיכון ההדבקה לבנקים, כפי שמשתקף באינדיקטורים שונים, הן מבחינת הזיקה הבעלתית והן מבחינת הזיקה העסקית ביניהם: משקלן של קופות הגמל שבבעלות ישירה ועקיפה של הבנקים המשיך לרדת



השנה והגיע ל-86.6%, ובכך הקטין את הזיקה הבעלותית ביניהם. משקלם של הפיקדונות בבנקים בסך הנכסים של הקופות ירד השנה בנקודת אחוז, ובמצטבר ירד בשנתיים האחרונות בכ-6 נקודות אחוז, והתייצב על הרמה הנמוכה ביותר בשנים האחרונות - כ-17.4% (דיאגרמה ג'-20). בשנת 2004, לאחר מגמת ירידה בשנים האחרונות, נרשמה דווקא עלייה מסוימת במשקלותיהם של פיקדונות קופות הגמל בבנקים בסך פיקדונות הציבור במט"י ובסך הפיקדונות הצמודים בבנקים (המהווים יותר מ-80% מסך פיקדונות הגמל בבנקים), והם הגיעו ל-8.4% ול-15.3%, בהתאמה. עלייה זו נבעה בעיקר מהירידה החדה של פיקדונות הציבור בבנקים השנה.

תיבה ג'-1: סיכונים מערכתיים בקרב המשקיעים המוסדיים

קיימים סוגים שונים של סיכונים מערכתיים בקרב המשקיעים המוסדיים הנדונים כאן - חברות הביטוח וקופות הגמל - שחלקם משותף לשניהם וחלקם ייחודי לכל אחד מהם.

הסיכונים המשותפים לחברות הביטוח ולקופות הגמל כוללים את סיכוני ההדבקה לבנקים ולשווקים ואת התלות בשווקים הפיננסיים:

סיכוני הדבקה לבנקים ולשווקים נובעים מהאפשרות, כי שיבושים בענף הביטוח או הגמל, למשל כתוצאה מהפסקת ההפקדות בהן או המשיכות מהן, תלות גבוהה בשווקים הפיננסיים, או התממשות סיכונים מערכתיים אחרים (ראו בהמשך), עלולים לגלוש לשווקים הפיננסיים ו/או לבנקים, בעיקר כתוצאה מהניסיון של חברות הביטוח וקופות הגמל ליצור נזילות; מימושים מהירים ובהיקף גדול של ניירות ערך מצד חברות הביטוח או קופות הגמל עלולים להוביל לירידות מחירים חדות ולהשפיע לרעה על המערכת הפיננסית כולה, עד כדי משבר. ניסיונות משיכה גדולים של פיקדונות בבנקים מצד חברות הביטוח או קופות הגמל, או מצב של התערערות אמון הציבור בחברות הביטוח או בקופות הגמל, עלולים לגלוש גם למערכת הבנקאות ולפגוע בה, מפני הזיקה העסקית והבעלותית ביניהם.

התלות בשווקים הפיננסיים מבטאת את הכיוון הנגדי, שבו ירידות משמעותיות של ערך הנכסים הפיננסיים בשווקים עלולות לפגוע בענף הביטוח או הגמל: בענף הביטוח, תלות גבוהה מדי של הרווחים בהכנסות מהשווקים הפיננסיים עלולה, במקרה של ירידות חדות או מתמשכות בשווקים, להביא לירידה משמעותית ברווחיותן של כל החברות ולשחיקת הוןן. הפגיעה ברווחיות חברות הביטוח יכולה להיגרם בגלל הפסדים על תיק הנוסטרו שלהן, הכולל בתוכו את הנכסים שכנגד ההון העצמי ואת הנכסים שכנגד התחייבויות הביטוח הכללי, אך גם בשל ניהול תיקי ביטוח חיים. התלות בשווקים בעסקי ביטוח חיים אף גבוהה יותר מאשר בעסקי הביטוח הכללי, משום שההכנסות של התכניות המשתתפות ברווחים תלויות במידה ניכרת בתשואות השוק, ומה עוד שמשקל הנכסים הסחירים בתכניות אלו גבוה יותר, וגמישותן הנמוכה של הפרמיות אינה מאפשרת שליטה בהכנסות¹. התפתחויות

1 אמנם כשיש הפסדים לעמיתים בגין תכניות אלו חברות הביטוח אינן רושמות אותם אלא צוברות ומקזזות אותם מרווחים עתידיים, אך בכל זאת רווחיותן נפגעת בשל הירידה בהכנסות.

מסוג זה, יחד עם פגיעה אפשרית בערכם של חסכוניות העמיתים כתוצאה ישירה מהירידות בשווקים, עלולים להוביל גם לפגיעה באמון הציבור בענף ולתגובה שלילית מצדו, שתגרום לשיבושים בתפקודו של הענף - למשל להפסקת ההפקדות ואף למשיכות מוקדמות. בענף הגמל הצגתן של תשואות שליליות מתחת למצופה, בעוד שהעמיתים עדיין רואים בקופות אפיק השקעה "סולידי", (לקופות אין הון, והרווחים/הפסדים נזקפים במלואם לעמיתים). יכולה להוביל לעצירת ההפקדות, לפגיעה באמון הציבור בקופות, ואף למשיכות מסיביות מצד העמיתים, תהליכים המסכנים את יציבותן, (ראו להלן - סיכון הנזילות המבני). החלת הכללים של שיערוך נכסים לא סחירים לפי המחירים בשוק על המשקיעים המוסדיים, הצפויה השנה, תביא להחרפת תלות זו.

מלבד סיכונים אלו יש גם סיכונים ייחודיים לחברות הביטוח ולקופות הגמל בנפרד:

בענף הביטוח קיימים שלושה סיכונים מערכתיים עיקריים ייחודיים לו - סיכון מבני, סיכון ביטוח משנה, וסיכון ריסק².

הסיכון המבני בענף הביטוח, עלול לבוא לידי ביטוי במידה ניכרת בתכניות ביטוח החיים המבטיחות תשואה, סיכון זה נובע מאי-התאמה בין נכסי החברות להתחייבויותיהן שכולן בעלות תשואה מובטחת. אי התאמה כזאת, למשל בתקופות לפירעון ובתשואות, חושפת את חברות הביטוח לסיכונים שוק. (כנגד התכניות הישנות והסגורות יש בידי החברות אג"ח מיועדות הנושאות תשואה מובטחת, אשר מכסות חלק ניכר מההתחייבויות, ולכן הסיכונים נמוכים).

סיכון ביטוח משנה הוא הסיכון לחברות הביטוח הנובע ממבטחי המשנה, בשל האפשרות, כי אלו לא יעמדו בהתחייבויותיהם כלפי חברות הביטוח. סיכון זה, שהוא מעין סיכון אשראי לחברות הביטוח מצד מבטחי המשנה, קיים באופן מערכתי כאשר כל החברות תלויות במבטח משנה יחיד או במספר קטן של מבטחים כאלה. סיכון זה מושפע גם ממידת הפיזור בין מבטחים, מפזורים הגיאוגרפי, מאיכותם, מסוג ביטוחי המשנה הננקטים ועוד. המפקח על הביטוח פרסם לאחרונה הנחיות המסדירות את הטיפול של החברות בנושא ההתקשרות עם מבטחי המשנה³.

אי עמידה בסיכון ריסק נובעת מהאפשרות שהחברה לא תוכל לעמוד בכיסויים הביטוחיים שלהם היא התחייבה במקרה המזכה בתשלום דמי ביטוח, וזאת בעקבות טעויות בהיערכות האקטוארית ו/או חוסר יכולת מספקת לכסות את הנזקים. בהקשר של יציבות פיננסית מעניינת יותר ההיערכות לקראת סיכונים הריסק ה"קטסטרופליים" - שההסתברות להתממשותם נמוכה אך נזקיהם כבדים (למשל אסונות טבע)⁴ -

2 מלבד סיכונים אלו ניתן למנות גם סיכונים אחרים המשותפים לכל חברות הביטוח, אף כי נראה כי הם אינם משמעותיים בישראל: למשל, סיכונים האשראי המשותפים (הסיכון בחשיפה ללווה בודד וגדול), או סיכונים השוק והבסיס המשותפים (החשיפה לשינויים במחירי השוק) אשר אינם קיימים בתכניות לביטוח חיים המשתתפות ברווחים אלא רק ברכיבי הריסק, ומאפיינים את התכניות לביטוח חיים המבטיחות תשואה (בשל ההתחייבויות הקבועות), אך מכוסים בנפרד בסיכון המבני.

3 בסוף 2003 הוציא המפקח על הביטוח חוזר בנושא זה, ובו הוראות והנחיות בדבר אופן ניהול החשיפה למבטחי משנה, דרישה לקביעת מדיניות ותקרות חשיפה למבטחי משנה, וכן הוראות דיווח למפקח בנושאים אלו.

4 בישראל נזקי מלחמה, טרור וכו' מכוסים על ידי המדינה.

לעומת ההיערכות לסיכוני הריסק הרגילים, המתממשים תדיר (תמותה, תאונות רכב וכו'); אך בהעדר נתונים מתאימים נבדוק רק את האחרונים, כאינדיקציה מסוימת להיערכות לקראת סיכוני ריסק מיוחדים⁵.

בענף קופות הגמל, קיים סיכון ייחודי אחד, שהוא גם הסיכון המרכזי בענף - סיכון הנזילות המבני. ההתייחסות לסיכון זה נוגעת לקופות התגמולים ולקרנות ההשתלמות, שבהן ההתחייבות הנזילה נקבעת על פי תקופת הוותק (15 ו-6 שנים, בהתאמה) או על פי גיל הפרישה, ולא לקופות המרכזיות לפיצויים (כ-10% מסך קופות הגמל), שבהן ההתחייבות הנזילה נקבעת על פי תנאי שוק העבודה. קופות התגמולים וקרנות ההשתלמות משמשות אמצעי חיסכון לטווחים הארוך והבינוני, המתומרץ על ידי הטבות מס הכנסה בעת ההפקדה, ועד 2003 גם הטבות מס על רווחי הון בעת המשיכה. בתום תקופת החיסכון הכספים ניתנים למשיכה, אך העמיתים רשאים להמשיך ולהפקיד וליהנות מההטבות ומהזכות למשוך את כספם בכל עת שיבחרו (ללא אפשרות הפקדה מחדש). בפועל הצטברו בקופות הגמל התחייבויות נזילות ששיעורן כיום כמחצית מסך ההתחייבויות. סיכון הנזילות נובע אפוא מהאפשרות שמשיכות מסיביות של החסכונות מקופות הגמל עלולות להביא לירידה חדה בערכם, בגלל המימוש המהיר של נכסי הקופות כדי לספק את צרכי הנזילות הגבוהים⁶. סיכון זה נובע בעיקרו משיעור כיסוי נמוך של ההתחייבויות הנזילות בנכסים נזילים. יש לשים לב, שככל שהתלות של קופות הגמל בשווקים גבוהה יותר, גדלה הסבירות להתממשות סיכון הנזילות המבני. מלבד זאת, ככל שסיכוני ההדבקה לבנקים ולשווקים גבוהים יותר, הפגיעה במערכת הפיננסית במקרה של התממשות סיכון הנזילות - גבוהה יותר.

דוגמה להתממשות של הסיכונים שתוארו לעיל בענף קופות הגמל ניתן לראות בתהליך המשברי שהתרחש בענף בישראל בשנת 1996: תשואות נמוכות מהמצופה ואף שליליות בשנים 1994 ו-1995 גרמו למשיכה מסיבית ברביע השלישי של שנת 1996, וכדי לספק את הנזילות מימשו הקופות אג"ח סחירות תוך ירידת מחירים גדולה ועליית התשואות הריאליות על אג"ח צמודות למדד לטווח ארוך מ-4.4% ל-5.4%. בנק ישראל סיפק לקופות רשת ביטחון - התחייבות לרכישת האג"ח - וכך נעצרה הדינמיקה השלילית והתהליך הסתיים. אף שהתנאים כיום שונים במובנים רבים, התרחשויות אלה מעידות על הסיכונים המערכתיים.

5 אחת הדרכים להקטין את החשיפה לסיכוני ריסק היא לבצע ביטוח משנה, אף כי לא ניתן לומר מה קורה במקרה זה לעמידות הכוללת של החברה - מצד אחד סיכוני הריסק לחברה פחתו (או לפחות לא גדלו במקרה שמבטח המשנה לא עומד בהתחייבויותיו), אך מהצד האחר ההוצאות של החברה עלו, שכן ביטוח המשנה עולה כסף.

6 נדגיש, כי למקרה של משיכות מסיביות מקופות הגמל עלולה להיות השפעה שלילית רבה יותר מאשר למשל למשיכות מסיביות מקרנות נאמנות או מאשר השקעה ישירה במניות ואג"ח בארץ; זאת משום שהיקף הנכסים בקופות הגמל גבוה יותר, תיק הנכסים מרוכז יותר - גם מזה של קרנות נאמנות שמתמחות בסוגים שונים של השקעות, והרכבו פחות נוזיל (שיעור הנכסים הארוכים גבוה יותר). הבדל מהותי נוסף נעוץ בתפיסת הסיכון של כל אחד מאלו בעיני הציבור - בעוד שקופות הגמל נתפסות עדיין כאפיק השקעה סולידי, הדומה במאפייניו לפיקדון מובטח בבנק, קרנות הנאמנות והחזקותיו הישירות של הציבור נתפסות על ידו, ובצדק, כהשקעה בניירות ערך, הכרוכה בסיכון.

4. עמידות השווקים הפיננסיים

- השנה נמשכה המגמה של התגברות העמידות של השווקים הפיננסיים כתוצאה מהתגברות הנזילות בשווקים ושכלולם. כן נשמרה ההתאמה בין עליית ערכם של הנכסים הפיננסיים בשווקים לבין השיפור בתנאי הסביבה.
- הגברת הנזילות משתקפת במדדים שונים - בעליית מחזורי המסחר בשוק המניות והאג"ח ובירידת המירווח בשוק המט"ח. כמו כן הושקו מכשירים חדשים, ושוק האג"ח הפרטיות המשיך לצמוח.
- העלייה בשנתיים האחרונות במחירי הנכסים הפיננסיים והירידה במדדי הסיכון משקפות רגיעה בשווקים הפיננסיים ומתיישרות עם השיפור בתנאים בסביבה העולמית והמקומית.

א. נזילות השווקים²⁶

השנה נמשכה המגמה של הגברת העמידות של השווקים הפיננסיים כתוצאה מגידול הנזילות בשווקים ושכלולם. ניכרת מגמה חיובית בהתפתחות רמת הנזילות של שוק המט"ח: חל שיפור במירווחי המסחר (bid-ask spread) ובעומק, וזאת למרות ירידה קלה במחזורים. שיפור חל גם בנזילות שוק האג"ח בישראל: שוק האג"ח הממשלתי הפך עמוק יותר, שוק האג"ח הפרטיות צמח במהירות, ומחזורי המסחר בשני השווקים עלו מאוד. גם בשוק המניות נרשם שיפור בכל מדדי הנזילות: השוק הפך עמוק יותר, מחזורי המסחר עלו, והתפתח אפיק חדש (תעודות סל) עם שוק גדול.

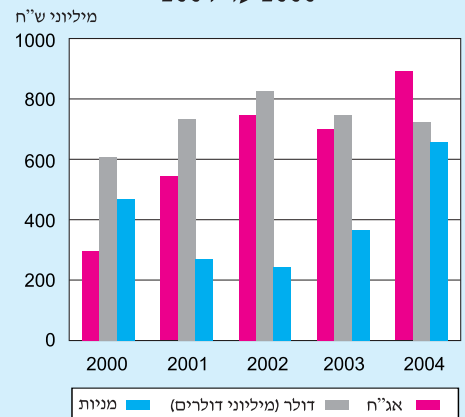
(1) הנזילות של שוק מטבע החוץ

בהתפתחות רמת הנזילות של שוק המט"ח ניכרת מגמה חיובית - חל שיפור במירווחי המסחר (bid-ask spread) ובעומק למרות ירידה קלה במחזורים.

בשנת 2004 ירד מירווח המסחר בצורה משמעותית ל-2003 ול-2002, ל-0.11% (לוח ג'-4). משמעותה של התפתחות זו היא ירידה בעלויות המסחר - תופעה שכיחה בעקבות גידול התחרותיות בין השחקנים בשוק, הקשורה לעיתים קרובות לירידה בתנודתיות של מחירי הנכסים ומבטאת שיפור בנזילות.

הירידה של "מדד עמיהוד" לעומק השוק - השינוי היומי בשער חלקי היקף המסחר היומי - מצביעה על שיפור בנזילות: מדד זה מצביע על התגובה היומית של המחיר על כל שקל שנסחר. בשוק עמוק, נזיל ותחרותי פקודות הקנייה והמכירה רבות, הפרשי המחירים ביניהן נמוכים, ולכן ההשפעה של ביצוע עסקה על מחירו של נכס קטנה

דיאגרמה ג'-21
מחזורי המסחר בשווקים
הפיננסיים בישראל,
2000 עד 2004



המקור: בנק ישראל, המחלקה המונית.

26 במקום המונח הכללי של "שכלול השווקים" בחרנו להשתמש במונח נזילות (liquidity) המקובל בספרות. (עיין Sarr, Abdourahmane and Tonny Lybek, 2002, "Measuring liquidity in Financial Markets", IMF-Working Paper).

יחסית. נוסף על כך, בעקבות השלמת תהליך הליברליזציה ניכרת מגמת עלייה במעורבותם של המוסדות הפיננסיים הזרים במסחר במטבע חוץ, וכתוצאה ממנה - שיפור בנזילות (לוח ג'-4). עם זאת, בעת זעזוע בסביבה העולמית או המקומית, תגובתם של משקיעים זרים עלולה להחריף את השיבושים בשוק.

למרות המגמות החיוביות האמורות, מחזור המסחר היומי הממוצע במטבע חוץ הצטמצם בשנת 2004 בשיעור מתון של כ-3 אחוזים (דיאגרמה ג'-21), ועמד על כ-722 מיליוני דולרים (ללא עסקות החלף); זאת בהמשך לירידה של כ-10% בשנת 2003 ביחס ל-2002 - שהייתה שנת שיא בהיקפי המסחר - על רקע אי-הרגיעה ששררה אז בשווקים (לוח ג'-4).

בנגזרים על שער החליפין ירדו מחזורי המסחר, וניתן לייחס זאת לתנודתיות הנמוכה מאוד בשוק השקל-דולר בשנת 2004.

לוח ג'-4
הנזילות של שוק שקל-דולר, 2000 עד 2004
(ממוצע שנתי, אחוזים)

2004	2003	2002	2001	2000	
722	748	827	734	608	מחזור המסחר (עסקות ההמרה) היומי הממוצע (מיליוני דולרים)
0.11	0.16	0.13	0.08	0.07	מירווח ה-BID-ASK
0.003	0.005	0.005	0.003		מדד עמיהוד לעומק השוק ¹
18.13	16.73	16.12	15.79		השתתפות הזרים ²

- 1 השינוי היומי בשער (באחוזים) חלקי היקף הסחר היומי (במיליארדי ש"ח).
- 2 משקל המוסדות הפיננסיים הזרים במחזור המסחר של עסקות ההמרה (לא כולל עסקות החלף). המקור: נתוני בנק ישראל, הבורסה לניירות ערך ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

(2) הנזילות של שוק איגרות החוב

בשנת 2004 ניכר שיפור בנזילות של שוק האג"ח בישראל: שוק האג"ח הממשלתי העמיק, צמח גם שוק האג"ח הפרטיות, ומחזורי המסחר בשני השווקים עלו מאוד. שיטת המסחר בשוק האג"ח בישראל, ללא מתווכי שוק, שונה מזו המקובלת בעולם, ולכן בישראל אין נתונים על מירווחי המסחר - מדד מוביל לנזילותו של השוק; לפיכך נאמוד את הנזילות באמצעות מהירות המחזור - מחזור המסחר מחולק בסך ההון הרשום למסחר²⁷ שכן הנחה מקובלת בספרות היא ששווקים עם מירווחי מסחר קטנים מאופיינים לרוב במהירות מחזור גבוהה²⁸. במהלך 2004 עלתה מהירות המחזור במסחר באג"ח ממשלתי, ו

27 החלק מסך מלאי הנכס אשר "מחליף ידיים" בממוצע בשנה אחת.
28 BIS. Committee on The Global Financial System. Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications, BIS-CGFS Study No.11 (May)

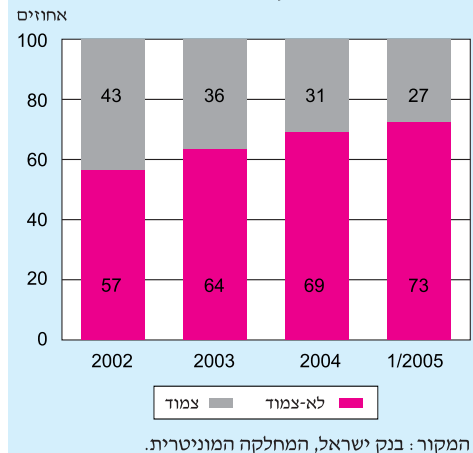
ובמקביל ירד "מדד עמיהוד" לעומק השוק (לוח ג'-5), דבר המצביע על השיפור בנוזילות. לעומת זאת ב-2002 מהירות המחזור הייתה גבוהה יחסית, בגלל הסערה בשוק האג"ח, אך "מדד עמיהוד" הגבוה העיד על הנוזילות הנמוכה ששררה אז בשוק.

למרות השיפור בנוזילות, בהשוואה בין-לאומית לאג"ח הממשלתיות מהירות המחזור של שוק האג"ח בישראל נמוכה מאוד: להמחשה, בשנת 2004 האג"ח הממשלתיות של ישראל "החליפו ידיים" פחות מפעם אחת, בעוד שבמדינות אחרות, מתפתחות ומפותחות, הן עשו זאת מספר פעמים²⁹. הנוזילות הנמוכה היא בין הגורמים להשתתפות הדלה יחסית של המשקיעים הבין-לאומיים בשוק האג"ח המקומי. למרות העלייה הקלה בשנים האחרונות, החזקותיהם עדיין מהוות כ-0.5% בלבד מסך מלאי האג"ח הסחירות הממשלתיות, רמה נמוכה יחסית לשווקים אחרים³⁰.

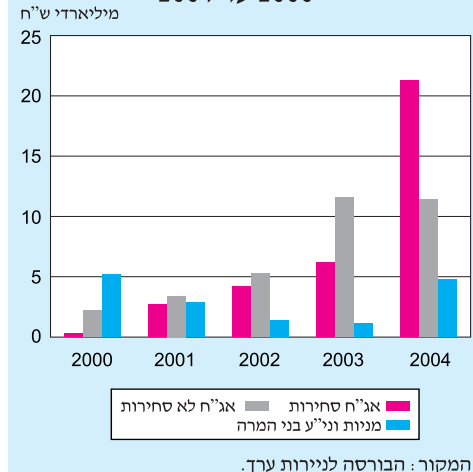
מחזורי המסחר בשוק האג"ח עלו בהתמדה בעשר השנים האחרונות, ובשנת 2004 המחזור הממוצע היומי באג"ח הממשלתיות היה 891 מיליוני ש"ח - עלייה של כ-27% ביחס לשנת 2003 (לוח ג'-5). המסחר באג"ח ממשלתיות לא-צמודות מהווה יותר משני שלישים מסך המחזור, יחס שגדל בהתמדה בשנים האחרונות (דיאגרמה ג'-22). כן עלו היקפי המסחר במק"ם עלייה חדה. גידול ההתעניינות בנכסים לא-צמודים מוסבר בהתאמתם לסביבת האינפלציה הנמוכה השוררת בישראל בשנים האחרונות. הנכסים הצמודים מוחזקים ברובם בידי משקיעים מוסדיים לטווח ארוך, שמטבעם סוחרים פחות באיגרות. סדרות ה"שחר" הן במוצע גדולות מסדרות ה"גליל" (לוח ג'-5).

ברוב המדינות המפותחות שוק הכספים הוא אחד השווקים החשובים והנוזילים ביותר: נסחרים בו מכשירים שונים כגון ריפו (REPO), נע"מ (commercial papers), אג"ח ממשלתיות קצרות (treasury bills) שלעיתים מונפקות על-ידי הבנק המרכזי ושוק עתידי של ריבית. בישראל הרשויות פועלות לפיתוחם של נכסים נוספים, אך לעת עתה שוק ניירות הערך לטווח של עד שנה בישראל עיקרו שוק המק"ם: המק"ם הוא נייר הערך הנוזיל ביותר בשוק האג"ח בישראל (לוח ג'-5), וזאת גם כתוצאה מהמעבר לשימוש במק"ם ככלי העיקרי לביצוע המדיניות המוניטרית, במקום מכרזי הפיקדונות לבנקים המסחריים. בשוק האג"ח הפרטיות גדלו מאוד מחזורי המסחר, אף שמדדי הנוזילות, כגון מהירות המחזור, נשארו, כמו בעולם, נמוכים בהרבה מאלו של האג"ח הממשלתיות (לוח ג'-5). נוסף על כך הייתה בשנה הנסקרת עלייה משמעותית בהיקפי הנפקות האג"ח מצד המגזר הפרטי (דיאגרמה ג'-23), עלייה שהתאפשרה גם הודות לירידה בהנפקות הממשלה בישראל. ההנפקות של אג"ח פרטיות סחירות גדלו מכ-6 מיליארדי ש"ח בשנת 2003 לכ-21 מיליארדים ב-2004. כמחצית מסכום

דיאגרמה ג'-22
חלקן של איגרות החוב
הלא-צמודות במחזור המסחר
הכולל באיגרות חוב,
2002 עד ינואר 2005



דיאגרמה ג'-23
גיוס ההון בישראל,
2000 עד 2004



29 בארה"ב ובצרפת האג"ח הממשלתיות "החליפו ידיים" יותר מ-40 פעם בשנה, ובקנדה, ניו זילנד וסינגפור - כ-10 פעמים: שיטות המסחר בישראל ובמדינות אלה שונות, כך שעלולים להיות הבדלים במדידת המחזורים, וכן ספירות כפולות, אך מאחר שהפער בין הרמות כה גדול, הוא מעיד, ככל הנראה, על נוזילות נמוכה יותר בישראל.
30 בשוודיה ובאוסטרליה, למשל, הזורים מחזיקים יותר מ-25% מסך האג"ח הממשלתיות.

לוח ג'-5

הנזילות של שוק אגרות החוב, 2000 עד 2004

(ממוצע שנתי, אחוזים)

2004	2003	2002	2001	2000	
891	699	746	543	296	מחזור המסחר היומי הממוצע באג"ח ממשלתיות (מיליוני ש"ח)
68	25	9	7	7	מחזור המסחר היומי הממוצע באג"ח פרטיות (מיליוני ש"ח)
0.0007	0.0015	0.0019	0.0014	0.0025	מדד עמיהוד לעומק השוק ¹
55	53	72	41	27	מהירות מחזור האג"ח הממשלתיות הצמודות
100	84	110	86	64	מהירות מחזור האג"ח הממשלתיות הלא-צמודות
202	214	202	149		מהירות מחזור המק"ם
38	30	17	13	15	מהירות המחזור באג"ח פרטיות

1 השינוי היומי במחיר (באחוזים) חלקי המסחר היומי (במיליארדי ש"ח).
המקור: נתוני בנק ישראל, הבורסה לניירות ערך ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

זה גויסה דרך אג"ח מובנות ותעודות פיקדון; אלו מונפקות על ידי מוסדות פיננסיים המפקידים את הכספים שגויסו כביטחון לפירעון האג"ח, ולכן הן אינן משמשות את החברות כחלופה לאשראי הבנקאי לגיוס כספים. יחד עם זאת, מנקודת הראות של המשקיעים, שוק האג"ח המובנות הוא שוק חדש, תחרותי ונזיל. במקביל להנפקה המסיבית של איגרות חוב מובנות ותעודות פיקדון הפסיקה הממשלה את הנפקת האג"ח "גלבוץ", הצמודות למט"ח, מה שיצר ביקוש לנכסים צמודים למט"ח.

המגזר הפרטי גייס בשנת 2004 כ-11.4 מיליארדי ש"ח באג"ח לא-סחירות, רובן צמודות למדד. זאת לעומת גיוס 11.6 מיליארדי ש"ח ב-2003 והנפקות קטנות הרבה יותר - 5.3 ו-3.4 מיליארדים - ב-2002 וב-2001, בהתאמה.

במאי 2004 הושקה מערכת חדשה למסחר באג"ח לא-סחירות המונפקות ללא תשקיף למשקיעים מוסדיים (למעט קרנות נאמנות) - "רצף מוסדיים". מערכת זו מאפשרת למשקיעים המוסדיים לסחור ביניהם בנכסים לא-סחירים. ב-2004 נרשמו למסחר במערכת זו אג"ח בשווי העולה על 4 מיליארדי ש"ח (הכלולים ב-11.4 המיליארדים שגויסו באג"ח לא-סחירות; ראו לעיל).

(3) נזילות שוק המניות

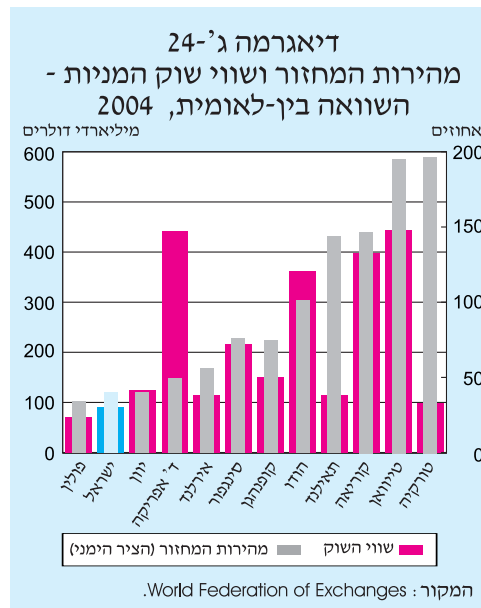
בשוק המניות נרשם שיפור בכל מדדי הנזילות: השוק הפך עמוק יותר, מחזורי המסחר עלו, והתפתח אפיק חדש (תעודות סל) עם שוק גדול.

בשנת 2004 נרשם שיפור משמעותי במהירות המחזור, לרמה הדומה לזו של שנת 2000 (לוח ג'-6). גם "מדד עמיהוד" לעומק השוק מראה שיפור משמעותי בהשוואה לשנים קודמות.

עם זאת, מהירות המחזור בשוק המניות נמוכה מאשר ברוב השווקים המתפתחים באירופה ובמזרח אסיה (דיאגרמה ג'24), מציאות המקשה על פעילותם של המשקיעים הזרים בשוק וגורעת מהאטרקטיביות של השוק. אחד הגורמים לכך הוא השיעור הגבוה של החזקת מניות בידי בעלי עניין מתוך ההון הרשום, נתון שאמנם ירד בהתמדה בשנים האחרונות, אך הוא עדיין גבוה מאוד בהשוואה בין-לאומית. נוסף על כך, מלאי המניות איננו גדול בהשוואה למדינות מתפתחות אחרות, ולכן השוק קטן יחסית (דיאגרמה ג'24).

מחזור המסחר היומי הממוצע בשנת 2004 היה כ-658 מיליוני ש"ח - גבוה ב-79% מאשר ב-2003 (לוח ג'6). על רקע הרגיעה בשווקים ובהעדר אינדיקציה להתפתחות בועה (סעיף ג.3) להלן ניתן לראות בגידול מחזורי המסחר סימן לשיפור. מחזורי המסחר של מניות "היתר" עלו השנה עלייה ניכרת מרמת השפל של שלוש השנים האחרונות, מגמה שמבטאת שיפור בנזילות שוק המניות בכלל. כמו כן הייתה התעוררות בשוק ההנפקות (דיאגרמה ג'23).

גם בהיקפי המסחר בנגזרים על מדדי המניות נרשמה עלייה משמעותית: במונחי נכס בסיס עלה המחזור מכ-1.2 מיליארדי ש"ח לכ-2 מיליארדים. גידול מספר העסקאות גורם לתמחור מדויק יותר של הנגזרים; לכן המשקיעים מקבלים מידע חשוב על ציפיות השוק לגבי הנכס, וכך משתפר תהליך קביעת המחיר (price discovery process).



לוח ג'6
הנזילות של שוק המניות, 2000 עד 2004
(ממוצע שנתי, אחוזים)

2004	2003	2002	2001	2000	
658	367	242	270	468	מחזור המסחר היומי הממוצע (מיליוני ש"ח)
106	31	29	32	107	מחזור המסחר היומי הממוצע במניות היתר (מיליוני ש"ח)
15.0	19.3	17.3	16.7	17.7	שיעור החזקת הזרים במניות (כולל בעלי עניין)
0.010	0.023	0.034	0.033	0.024	מדד עמידה לעומק השוק
40	29	30	26	42	מהירות המחזור של מדד המניות כללי
47.9	53.7	56.0	62.3	64.7	החזקת מניות בידי בעלי עניין

1 השינוי היומי במחיר (באחוזים) חלקי המסחר היומי (במיליארדי ש"ח).
המקור: נתוני בנק ישראל, הבורסה לניירות ערך ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

הרפורמה במסים, שהושקה בשנת 2003, הביאה בהדרגה להשוואת המיסוי על השקעות חוץ למיסוי על השקעות פנים. כשלב ביניים ב-2004 הופחת ל-15% המס על הרווחים ממסחר בתעודות סל המייצגות בעלות על המניות המרכיבות מדדים זרים - מדד הדאו-ג'ונס, הניקיי ואחרים - בהשוואה למס של 35% על ההשקעות בחו"ל. ב-2004 גאה המסחר בתעודות סל נוספות על מדדים מישראל, כגון מדד המעוף ומדד הבנקים. סך השווי של תעודות הסל המוחזקות בידי הציבור היה בסוף 2004 כ-3.5 מיליארדי ש"ח, ומחזור המסחר היומי הממוצע היה מעל ל-50 מיליון.

ג. ערכם של הנכסים הפיננסיים

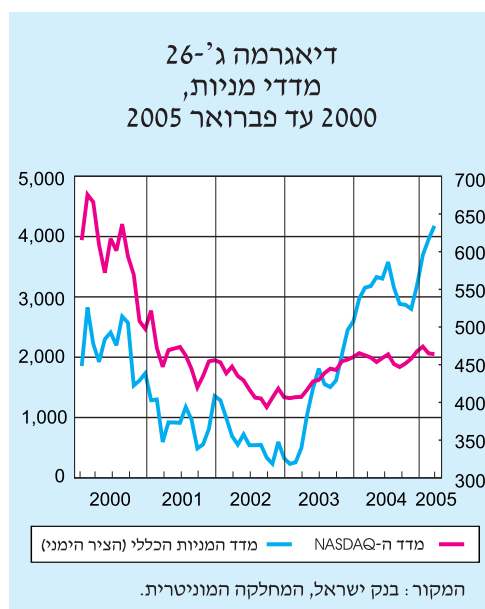
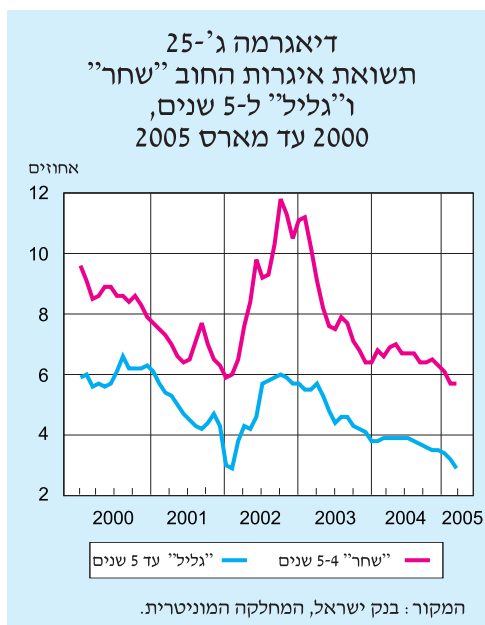
בשנת 2004 נמשכה מגמת העלייה במחירי הנכסים הפיננסיים, תוך ירידה בתנודתיות ובסיכונים: נרשמו ירידות בתשואות האג"ח (עלייה במחיריהן) ועליות מתונות מאשר אשתקד של מדדי המניות (דיאגרמות ג'-25 ו-ג'-26). השקל התחזק מעט ביחס לדולר והיה יציב לעומת סל המטבעות. זאת תוך ירידה של מדדי התנודתיות בשוקי האג"ח, המניות ומטבע החוץ לרמה נמוכה, דומה לזו ששררה בשווקים בשנים 2000 ו-2001. העלייה במחירי הנכסים וירידת הסיכונים בשווקים מתיישבות עם השיפור בתנאי הסביבה העולמית והמקומית, ולכן מתיישבות עם עמידות השווקים. עם זאת נותרו סימני שאלה לגבי ההתאמה בין העלייה הניכרת של מחירי המניות והירידה המשמעותית של סיכון שער חליפין לרמה נמוכה מאוד ובין השינויים בסביבה, בשנתיים האחרונות.

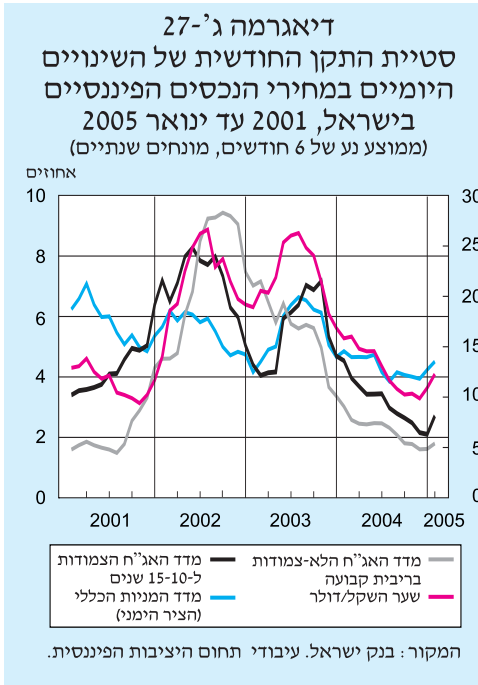
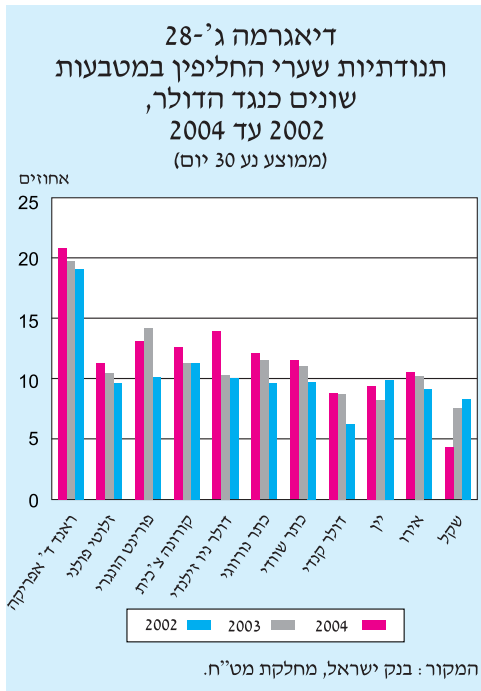
(1) תנודתיות וסיכונים

בשנת 2004 נמשכה מגמת הירידה בתנודתיות המחירים בשווקים הפיננסיים, בהמשך למגמה של שנת 2003 (לוח ג'-7 ודיאגרמה ג'-27). רגיעה זו הורגשה בשוק האג"ח, בשוק המניות ובשוק מטבע החוץ, שבהם ירדו מדדי התנודתיות לרמה נמוכה, דומה לזו של השנים 2000 ו-2001. התפתחות זו מתיישבת עם ההתפתחות בסביבה העולמית והמקומית, ובמיוחד עם הירידה ברמת אי-הוודאות במשק, עם השיפור באמינות של המדיניות המוניטרית והפיסקלית ובירידת פרמיית הסיכון של ישראל בשווקים.

בתמונה של ירידת תנודתיות כוללת בנכסים הפיננסיים בולטת הירידה בסטיית התקן החודשית של השינוי היומי בשער השקל לעומת הדולר מכ-7.1% ב-2003 לכ-4% ב-2004 (דיאגרמה ג'-28). גם מסטיית התקן הגלומה באופציית CALL על הדולר עולה כי השוק תמחר ב-2004 את הסיכון של השקל כנמוך הרבה יותר מאשר ב-2002 וב-2003 (לוח ג'-7).

מדדים נוספים לרגיעה בשוק מטבע החוץ הם ההסתברויות לפיחות ולייסוף חד יחסית בשקל, הנגזרים מאופציות שקל-דולר (לוח ג'-7). ההסתברות לפיחות חד הייתה בממוצע 2.4% ו-15.7% בשנים 2004 ו-2003, בהתאמה. גם ההסתברות לייסוף נשארה ברמה נמוכה יחסית,





כך שלמרות החולשה של הדולר בשווקים הבינ-לאומיים השוק לא מצפה להתחזקות משמעותית של השקל.

במחצית השנייה של 2004 נרשמה ירידה במירווח ה-CDS³¹ ובמירווח על אג"ח דולריות של ממשלת ישראל הנסחרות בארה"ב, המשמשים מדד לפרמיית הסיכון של ישראל. (ראו דיון בפרק ב' סעיף 4.) נוסף על כך, שיפור מדד ה-EMBI+ למירווחי אג"ח של משקים מתעוררים מראה שהצטמצמות המירווחים אינה ייחודית לישראל (לוח ג'-7). מרבית השיפור במירווחים התרכזו במחצית השנייה של השנה ושיקפה ירידה בתפיסת הסיכון של המדינות המתעוררות בכלל ושל ישראל בפרט.

(2) המחירים והתשואות

השינויים בערכם של הנכסים הפיננסיים ב-2004 בישראל היו קטנים מאשר אשתקד. בשנה הנסקרת נרשמו ירידות בתשואות האג"ח ועליות במדדי המניות, בעיקר בחודשים האחרונים של השנה. השקל התחזק מעט ביחס לדולר והיה יציב לעומת סל המטבעות.

ב-2004 גדל מעט השיפוע החיובי של עקומות התשואה של ה"שחר", שהיא אג"ח לא-צמודה בריבית קבועה, ושל ה"גליל", אג"ח צמודה בריבית קבועה, יחד עם ירידה ברמה של העקומים. התללת העקום מעידה על ציפיות להמשך הצמיחה במשק, והיא בולטת על רקע מגמה הפוכה בשווקים המפותחים (פרק ב' סעיף 1). בחודש יוני, יחד עם היחלשות הדולר בשווקים הבינ-לאומיים ובישראל, החל תהליך של ירידת התשואות לכל הטווחים

31 הפרמיה התקופתית שמשלמים משקיעים תמורת ביטוח אג"ח של ממשלת ישראל מצד מוסדות פיננסיים גדולים בעולם; נמדדת כמירווח מעל עקום ה-SWAP.

לוח ג'-7

מדדי סיכון מהשווקים הפיננסיים, 2000 עד 2004

(נתונים חודשיים, אחוזים, מונחים שנתיים)

כל התקופה			סוף שנה					ממוצע שנתי				
מקסימום	מינימום	ממוצע	2004	2003	2002	2001	2000	2004	2003	2002	2001	2000
סיכון המדינה												
3.12	1.20	2.10	1.20	1.55	2.30	2.23	3.12	1.43	2.02	2.23	2.46	2.46
2.31	0.41	1.06	0.41	0.61	1.79	---	---	0.56	1.17	1.95	---	---
10.54	3.65	6.68	3.65	4.31	7.75	8.04	7.74	4.37	5.63	7.74	8.38	7.53
סיכון שער החליפין שקל-דולר												
28.2	0.2	8.9	1.9	6.0	---	---	---	2.4	15.7	---	---	---
13.0	3.1	6.5	13.0	5.5	---	---	---	5.9	6.7	---	---	---
10.0	4.3	6.8	5.5	5.8	8.9	5.4	4.9	5.1	8.4	8.6	5.5	6.2
11.8	1.7	5.5	5.1	5.9	7.4	5.8	2.2		7.1	7.6	4.0	4.8
הסיכון בשוק איגרות החוב												
3.1	0.2	0.6	0.2	0.3	0.7	1.4	0.4	0.3	0.7	0.9	0.5	0.5
17.2	0.9	3.8	1.9	1.9	7.7	7.2	1.5	2.0	4.6	8.0	3.0	1.7
15.2	1.5	4.7	2.3	2.6	5.2	13.4	3.3	2.8	5.4	6.4	5.2	3.4
הסיכון בשוק המניות												
48.2	5.6	16.7	11.0	16.0	16.6	22.8	13.2	12.6	16.6	15.8	17.1	21.4

1 המירווח בין התשואה על אג"ח דולריות ל-30 שנים של ממשלת ישראל הנסחרות בארה"ב, לבין התשואה על אג"ח דומות של ממשלת ארה"ב.

2 ההסתברות לפיחות של מעל 3%, הנגזר מאופציות שקל/מט"ח, במהלך החודש הקרוב.

3 ההסתברות לייסוף של מעל 1% במהלך החודש הקרוב, הנגזר מאופציות שקל/מט"ח.

4 סטיית התקן החודשית של השינוי היומי, במונחים שנתיים.

המקור: נתוני בנק ישראל, הבורסה לניירות ערך ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

לרמה נמוכה במקצת מזו של השנה הקודמת (לוח ג'-8). בין הסיבות למגמה זו ניתן למנות את הקטנת הגירעון הממשלתי ואת הירידה בתפיסת סיכון המדינה. השקל התחזק מעט מול הדולר (ייסוף של 1.6%), בהתאם להתפתחות המסחר בדולר בשווקים הבין-לאומיים: עד אמצע מאי השתקפה התחזקות הדולר בעולם בהיחלשות השקל, ואילו בהמשך השנה, עם היחלשות הדולר בשווקים העולמיים, הוא התחזק. ניתן לשער שצמצום פערי הריבית בין הדולר לשקל היא שגרמה לייסוף מתון בלבד בשקל ביחס לרוב המדינות המתפתחות האחרות, שבהן הייסוף מול הדולר היה גדול יותר (דיאגרמה ב'-7(ב)).

לוח ג'-8
המחירים והתשואות לפדיון בשווקים הפיננסיים, 2000 עד 2004
(אחוזים)

2004	2003	2002	2001	2000	
המחירים (שיעור השינוי השנתי)					
5.1	8.5	5.7	8.2	10.0	מדד המק"ם הכללי
5.3	13.6	0.1	13.2	4.5	מדד האג"ח הכללי
6.4	24.2	-4.6	11.8	13.5	מדד אג"ח ה"שחר" הכללי
5.1	10.2	0.4	16.5	1.5	מדד אג"ח ה"גליל" הכללי
17.4	55.7	-20.2	-6.9	2.0	מדד המניות הכללי
36.6	66.6	-35.0	-9.9	1.3	מדד מניות הבנקים
8.6	50.0	-31.5	-21.1	-39.3	מדד הנאסד"ק
-1.6	-7.6	7.3	9.3	-2.7	שער החליפין שקל-דולר
0.8	-1.6	13.0	7.0	-5.5	שער החליפין שקל-סל
התשואות לפדיון (ממוצע שנתי)					
4.2	7.5	6.8	6.8	9.3	ריבית בנק ישראל
4.8	7.9	5.9	7.0	9.1	מק"ם ל-12 חודשים
6.6	7.4	7.5	6.8	8.7	"שחר" ל-5 שנים
7.4	10.2	7.8	7.3	9.0	"שחר" ל-9-10 שנים
3.8	5.3	3.9	5.5	5.9	"גליל" ל-5 שנים
4.2	5.4	4.6	5.3	5.3	"גליל" ל-10 שנים
4.4	5.4	4.8	5.1	5.3	"גליל" ל-19-20 שנה

המקור: בנק ישראל, המחלקה המוניטרית.

מדד המניות הכללי בישראל ומדד הנסד"ק רשמו עליות של כ-17.4% ו-8.6%, בהתאמה, במהלך 2004 (דיאגרמה ג'-26). זאת בהשוואה לעליות המרשימות של כ-56% ו-50%, בהתאמה, אשתקד (לוח ג'-8). בחודשים נובמבר ודצמבר השנה נרשמו בישראל עליות משמעותיות (כ-13.6%), וזאת על רקע העליות בנסד"ק, הציפיות לשיפור במצב המדיני לאחר השינוי בהנהגה הפלסטינית וחידוש ההורדה של ריבית בנק ישראל.

(3) התאמה בין ערכי הנכסים בשווקים לערכם הכלכלי

העלייה המתוארת לעיל של ערך הנכסים הפיננסיים מתיישבת עם השיפור בתנאי הסביבה העולמית והמקומית. עם זאת נותרו סימני שאלה לגבי ההתאמה בין העלייה הניכרת של מחירי המניות והירידה של מדדי סיכון שער החליפין לרמה נמוכה מאוד ובין השינויים בסביבה, בשנתיים האחרונות.

במצטבר בשנתיים האחרונות עלו מדדי המניות בשיעורים ניכרים (כ-83%), ויש הטוענים שעלייה זו מעידה על התפתחות "בועה" פיננסית שמשמעותה סבירות גבוהה לירידה חדה של מחירי המניות. למרות הקושי להתמודד עם טענה זו, האינדיקציות שבידינו, עד לסוף 2004, אינן תומכות בה: (1) את העלייה של מחירי המניות ניתן להסביר בשיפור תנאי הסביבה בחו"ל ובישראל ובפרט במגזר העסקי, ובמיוחד בשיפור התשואה להון של החברות הבורסאיות. (ראו פרק ב' סעיף 3). מעבר לכך, העלייה בשנתיים אלו לא הייתה רצופה, כפי שקורה בעת התפתחותה של בועה; היו גם תקופות של דשדוש וירידות (דיאגרמה ג'-26), אשר הסתיימו הודות לאירועים חיוביים - מדיניים או כלכליים - שמשכו את השוק לעליות נוספות. (2) השתתפות הציבור במסחר בשוק המניות לא גדלה השנה בשיעור ניכר, התפתחות שליוותה תהליכים בועתיים בעבר; ההשתתפות בדרך של קניית קרנות נאמנות המתמחות במניות עלתה בשיעור מתון בלבד (צבירה של כ-1.6 מיליארדי ש"ח מתוך 13.9 מיליארדים בכל קרנות הנאמנות). (3) בעת היווצרות בועה נצפה שהשוק כמעט לא יבחין בין הענפים השונים; כך בשנת 1999, שבה התפתחה בועה פיננסית, כל אחד מהמדדים הענפיים למחירי מניות (בנקים מסחריים, ביטוח, מסחר ושירותים, נדל"ן, תעשייה) עלה לפחות ב-40%. לעומת זאת ב-2004 בלט גידול דיפרנציאלי בין-ענפי בעליית המחירים. לדוגמה: בעוד שמניות הבנקים המסחריים עלו ביותר מ-35%, מחירי מניות חברות הביטוח עלו רק ב-6.6%; (4) הגיאות בשוק המניות לא מלווה בגיאות במחירי הנדל"ן: בזמן תהליכים בועתיים שווקים אלה נוטים להתפתח בכיוונים דומים. (5) העלייה במחירי המניות לא באה על רקע גידול מואץ של האשראי; כך, למשל, מצרף האשראי הבנקאי הכולל (C3) נותר ב-2004 ללא שינוי, לאחר ירידה של 2.8% ב-2003. (6) העלייה במדדי המניות חריגה ביחס למדינות המפותחות, אך דומה לעלייתם במדינות מתפתחות אחרות (דיאגרמות ב'-6-(א)-(ב)).

בשוק שקל-דולר בולטת התנודתיות הנמוכה של שער החליפין הן בהשוואה היסטורית והן בהשוואה למטבעות אחרים (דיאגרמה ג'-26). הסיבות המבניות שיכלו להסביר את התנודתיות הנמוכה במשך שנים אינן קיימות עוד, עם השלמת תהליך הליברליזציה במט"ח ורפורמות אחרות, שתורמו לשכלול השוק. כך, למשל, מוסדות פיננסיים זרים, שכמה מהם מנהלים מסחר ספקולטיבי בהיקפים גדולים, הגבירו את הנוכחות שלהם בשוק הישראלי, ופעילותם היוותה כ-18% מסך עסקות ההמרה בשוק (לוח ג'-4). לכן היה ניתן לצפות לגידול התנודתיות של שער החליפין בשנים האחרונות, אך התנודתיות הייתה נמוכה מאוד. הסבר אפשרי לרמתה הנמוכה של התנודתיות יכול להיות הערכת-חסר מצד המשקיעים

של הסיכונים בשוק שקל-מט"ח. הסבר אפשרי אחר הוא שהמדיניות המוניטרית של בנק ישראל, החותרת לייצוב שיעור האינפלציה הנמוך, פעלה בעקיפין לייצוב שער החליפין שקל-דולר, שכן שינויים בשער זה משפיעים במהירות על ציפיות האינפלציה, ומכאן על שיעורה, בעיקר (אך לא רק) באמצעות רכיב הדיור במדד המחירים לצרכן.

5. מאפייני הפעילות הפיננסית במשק

- בשנת 2004 נמשכו המגמות החיוביות מבחינת היציבות הפיננסית, ברוב מאפייני הפעילות הפיננסית במשק:
- המצרפים הפיננסיים - סך מאזן המגזר הפיננסי, סך הנכסים הפיננסיים של המגזר הפרטי ("הציבור") וסך האשראי במשק - המשיכו לצמוח בשיעורים שאינם חריגים ביחס לפעילות הריאלית במשק, ולכן מתיישבים עם שמירת היציבות הפיננסית.
- האשראי למגזר העסקי גדל השנה בכ-2.2%, תוך המשך ההסטה מאשראי בנקאי לאשראי חוץ-בנקאי (סחיר ולא-סחיר), שביטאה את התחרות המתהווה בשוק האשראי. לנוכח הרמה הנמוכה של האשראי החוץ-בנקאי ושל התחרות בשוק זה, התפתחויות אלה תורמות ליציבות.
- הירידה באשראי הבנקאי ב-2004 הייתה ביטוי אחד מרבים להמשך הירידה של חלק הבנקים בפעילות הפיננסית במשק. במקביל פחתו פיקדונות המגזר הפרטי בבנקים, וגדלו חסכונותיו אצל המשקיעים המוסדיים והחזקותיו הישירות בשוקי ניירות הערך. לנוכח משקלם הגבוה של הבנקים בפעילות הפיננסית, התפתחות זו מחזקת ערוצי פעילות תחליפיים ותורמת ליציבות.
- חלקה של הממשלה בפעילות הפיננסית נותר גבוה, אך משקלה בתיקי הנכסים של המשקיעים המוסדיים המשיך לרדת. בולטת במיוחד הירידה במשקל ההחזקות של קרנות הפנסיה באג"ח ממשלתיות (סחירות ולא-סחירות). התפתחויות אלה מגדילות את המקורות החוץ-בנקאיים הזמינים למימון המגזר הפרטי.

א. המגמות המסתמנות

ברוב המאפיינים של הפעילות הפיננסית במשק נמשכו השנה המגמות החיוביות מבחינת היציבות הפיננסית, שהסתמנו בשנים האחרונות, מגמות המעידות על עלייה בשכלול של המערכת הפיננסית ובעמידותה.

המגמות העיקריות המסתמנות הן: עלייה באשראי החוץ-בנקאי (הסחיר והלא-סחיר) למגזר העסקי על חשבון האשראי הבנקאי - התפתחות המבטאת את התחרות המתהווה בשוק האשראי למגזר הפרטי; ירידת משקלם של הבנקים בכל רכיבי הפעילות הפיננסית, שהתבטאה גם בחלקם בנכסים הפיננסיים של הציבור; ירידת משקלה של הממשלה בתיקי הנכסים של המשקיעים המוסדיים, במיוחד בקרנות הפנסיה, בשנתיים האחרונות; עליית חלקה של הפעילות במכשירים הפיננסיים הסחירים ועלייה מתונה של הפעילות בחו"ל. מגמות אלו הן תוצאה השילוב של תהליכי ליברליזציה ורפורמות שהתרחשו (ועדיין מתרחשים) במשק הישראלי במהלך השנים האחרונות, במסגרת אסטרטגיה המיועדת לצמצום מעורבות הממשלה במערכת הפיננסית, לשכלול המערכת ולהגברת הפתיחות

הפיננסית של המשק כלפי חוץ. תהליכים ורפורמות אלו יצרו תמורות בהרכב הפעילות הפיננסית של המגזר הפרטי ("הציבור"), של המוסדות הפיננסיים ושל הממשלה. התהליכים המרכזיים הם: תהליך הליברליזציה במט"ח, שפעל להגברת הפעילות של המגזר הפרטי עם תושבי חוץ ולהגדלת ההשקעות של המשקיעים המוסדיים בחו"ל; תהליך מסחור החוב הממשלתי, המגדיל את החזקות המשקיעים המוסדיים באג"ח ממשלתיות סחירות על חשבון האג"ח המיועדות, ומגדיל את היצע האג"ח הממשלתיות הסחירות בשווקים; הרפורמה במיסוי שוק ההון, שביטלה את אפליית המס בין אפיקי השקעה שונים, ולכן הגדילה את כדאיות ההשקעה באג"ח פרטיות ובניירות ערך בחו"ל; המעבר של בנק ישראל לביצוע המדיניות המוניטרית באמצעות המק"ם, שהביא לירידת פיקדונות הבנקים אצלו ולגידול של שוק המק"ם; הגמשת כללי ההשקעה של המשקיעים המוסדיים בשנים האחרונות, שהובילה להגדלת השקעותיהם במגזר הפרטי ובחו"ל על חשבון ההשקעה באג"ח ממשלתיות; הסרת חסמים ושכלול המסחר באג"ח (למשל באמצעות הכנסת עושי שוק, ביטול מס בולים, מתן הקלות לתשקיף אג"ח וניירות ערך מסחריים וכו'), שתרמו לעלייה בהנפקות של אג"ח סחירות ובמשקלן בהחזקות של המגזרים השונים במשק.

המגמות המסתמנות בפעילות הפיננסית במשק תורמות ליציבות הפיננסית ביצרן ערוצים תחליפיים לבנקים בפעילות פיננסית, הן בשוק האשראי והן בשוק החסכונות. לנוכח מעמד הדומיננטי של הבנקים, הדבר מפחית את התלות של המשק בתפקודו של ערוץ מרכזי אחד, מפזר את הפעילות הפיננסית בין ערוצים שונים, ולכן מגביר את עמידות המערכת הפיננסית בפני שיבושים. להתפתחות זו מספר היבטים חשובים: הפחתת התלות של החברות באשראי הבנקאי והתלות של יציבות הבנקים באיתנות הלווים הגדולים במשק; הגברת היכולת של הציבור ושל המשקיעים המוסדיים לגוון את תיקי הנכסים שלהם, לשפר תשואות ולפזר סיכונים, והקטנת תלותם בשווקים הצרים בישראל; פיתוחם ושכלולם של השווקים הפיננסיים, התורמים להגברת השקיפות והתמחור ההוגן בפעילות הפיננסית, יחד עם חיזוקם של מנגנוני השוק כאמצעי בקרה מייצבים.

למרות המגמות החיוביות המסתמנות, ולמרות העדר סמן (בנצי'מרק) להשוואה, נראה, כי האינדיקטורים של הפעילות הפיננסית בחלק מהמאפיינים נותרו עדיין ברמות לא מספקות ובעלות אופי שלילי מבחינת היציבות הפיננסית: הדומיננטיות של הבנקים בפעילות הפיננסית עודנה גבוהה; חלקה של הממשלה בפעילות הפיננסית, ובפרט בסך האשראי במשק ובהשקעות של קרנות הפנסיה, עדיין גבוה; שיעור ההחזקות של המשקיעים המוסדיים בנכסים פיננסיים בחו"ל עדיין נמוך מאוד, ומשקל האג"ח הפרטיות הסחירות עודנו נמוך. יחד עם זאת, המשך יישומן של הרפורמות הנוגעות להרכב הפעילות הפיננסית, צפוי להוביל להמשך המגמות החיוביות, ואף להאצתן. (ניתוח כולל של השלכות הרפורמות על היציבות הפיננסית ומשמעותן לפיקוח על המוסדות ולמאפייני פעילותם בעתיד מובא בפרק ד' בדוח זה).

תיבה ג'-2: הגישה המאזנית ותשתית הנתונים ליישומה

הגישה המאזנית לניתוח היציבות הפיננסית היא גישה מגורית לניתוח סיכונים פיננסיים ברמת המשק כולו, על בסיס מאזן הנכסים וההתחייבויות של כל אחד מהמגזרים הפועלים בו ("המאזן הלאומי") ומדידת החשיפות של כל אחד מהם לסיכונים פיננסיים. החידוש בגישה זו הוא שמוקד ההסתכלות הוא לא רק הפעילות והחוסן של המשק מול חו"ל, אלא גם בתוך המשק ובקשרים בין המגזרים. מלבד הנתונים המקרו-כלכליים שאליהם היה נהוג להתייחס עד כה (התוצר, האינפלציה וכו'), יש התייחסות רחבה יותר גם לנתונים של מלאי הנכסים/ההתחייבויות הפיננסיים במשק.

המאזן הלאומי, המהווה תשתית נתונים הכרחית ליישום הגישה המאזנית, מציג את מאזן הנכסים וההתחייבויות הפיננסיים והלא-פיננסיים (הריאליים) של כל מגזר במשק מול כל אחד מהמגזרים האחרים באופן מפורט, כמערכת נתונים שלמה וסגורה, וכחלק מנתוני החשבונאות הלאומית שעליה ממליצים ארגונים בין-לאומיים¹. המגזרים העיקריים הנכללים בדרך כלל במאזן הלאומי הם המגזר הפיננסי, המגזר העסקי (החברות הלא-פיננסיות), מגזר משקי הבית (יחידים) והמגזר הציבורי, אך ניתן להציג גם תת-מגזרים נוספים, כגון סוגים שונים של מוסדות פיננסיים (למשל מערכת הבנקאות או המשקיעים המוסדיים). נוסף על הפעילות בין מגזרים מקומיים אלה לבין עצמם, נכללת גם הפעילות של כל אחד מהם מול מגזר תושבי החוץ.

המאזן הפיננסי הוא חלק מן המאזן הלאומי, המקיף את הנכסים וההתחייבויות הפיננסיים בלבד של כל מגזר מול כל אחד מהמגזרים האחרים. בניגוד לנכסים ריאליים, לכל נכס פיננסי השייך למגזר מסוים קיימת התחייבות פיננסית נגדית מצד מגזר אחר. המאזן הפיננסי הוא הרכיב המרכזי הנחוץ לצורך יישום הגישה המאזנית, משום שהוא מהווה תשתית הכרחית למיפוי והבנה של הפעילות הפיננסית במשק ולשם ניתוח היציבות הפיננסית בו, הן בנקודת זמן מסוימת והן בבדיקת התפתחויות לאורך זמן. אך נתוני המאזן הפיננסי אינם מספיקים ליישום הגישה המאזנית; ניתוח מלא ומעמיק של הסיכונים הפיננסיים במשק מחייב גם בדיקה של נתוני המאזן הפיננסי לפי חתכים שונים, שיאפשרו לנתח את החשיפות לסיכונים פיננסיים, לסווג את הנכסים וההתחייבויות הפיננסיים החוץ-מאזניים, ולהשלים את הנתונים על ידי גזירת נתוני התנועות (הזרמים) בין המאזנים בכל תקופה.

חשיבותן של הגישה המאזנית ושל תשתית נתוני המאזן הלאומי לצורכי ניתוח היציבות הפיננסית ניכרת גם בהתייחסות אליהן מצד גופים בין-לאומיים מרכזיים כגון קרן המטבע הבין-לאומית (IMF) והבנק המרכזי האירופאי (ECB), וגם בספרות הכלכלית². אלו מדגישים את יתרונותיה של הגישה המאזנית בניטור, מעקב ופיקוח

1 בהתבסס על מתכונת החשבונאות הלאומית שעליה המליץ ב-1993 ה-SNA (System of National Accounts).

2 ראו למשל: (a) Mark Allen, Christoph Rosenberg, Christian Keller, Brad Setser, and Nouriel Roubini, "A Balance Sheet Approach to Financial Crisis", IMF Working Paper, WP/02/210, 2002; (b) "A New Framework For Analyzing and Managing Macrofinancial Risks", Dale F. Gray, Robert C. Merton and Zvi Bodie, CV Starr/RED Conference on Finance and Macroeconomy, NYU 2002,

(c) Reimund, Mink, "Selected Key Issues of Financial Accounts Statistics", ECB, Aug 2004.

על הפעילות הפיננסית, לצד ניתוח היציבות הפיננסית על בסיס הערכת האיכות ופיזור תיקי הנכסים וההתחייבויות של כל מגזר, זיהוי נקודות חולשה במערכת הפיננסית, מדידת החשיפות לסיכונים הפיננסיים של המגזרים, מיפוי הקשרים בין המגזרים והערכת הדינמיקה ביניהם בעת זעזוע. כן הם מדגישים את הצורך בבנייתה של תשתית נתונים רחבה, מפורטת ומקיפה של המאזן הלאומי, שתאפשר יישום יעיל של האחרונות לפרסם מאזנים פיננסיים, אולם רובם עדיין חלקיים. כמו כן נכתבו מספר עבודות בנושא הגישה המאזנית.

בשנת 2002 פרסמה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, לראשונה, את נתוני המאזן הלאומי של ישראל לשנת 1995³, וכעת עובדים בלשכה, בשיתוף עם בנק ישראל, על השלמת המאזן הלאומי לשנים נוספות ופרסומו באופן שוטף בעתיד. יש לציין, כי פלחים מסוימים מתוך המאזן הלאומי כבר קיימים, למשל: תיק הנכסים של "הציבור", מלאי ההון במשק והנכסים וההתחייבויות של המשק מול חו"ל (International Investment Position - I.I.P), אך כל אחד מהם עומד בפני עצמו ולא נבנה מתוך גישה כוללת ועקבית. לעת עתה, לצורך הניתוח השוטף (גם בפרק זה), יצרנו מאזן פיננסי חלקי של ישראל, לשנים 1999-2004, המכיל את הרכיבים העיקריים של המאזן הפיננסי. (ראו נספח ג'-1).

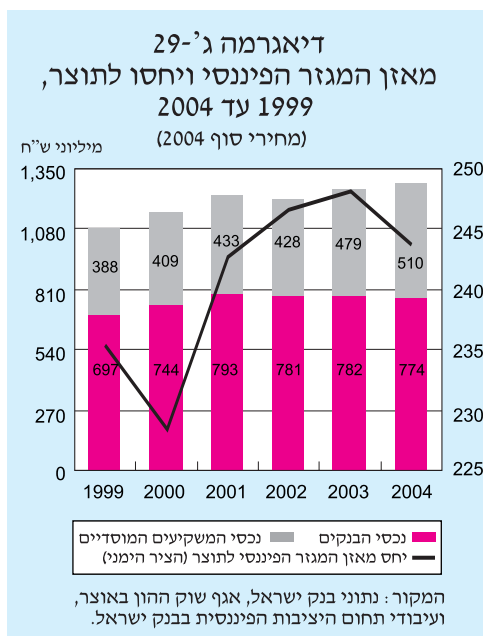
3 ראו: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, "חשבונות המאזן הלאומי 1995", ספטמבר 2002, פרסום מס' 1168.

ב. המאפיינים המרכזיים

(1) היקף הפעילות הפיננסית

בשנת 2004 עלו שלושת המצרפים הפיננסיים בקצב מתון מזה של השנה הקודמת, ועמדו על רמות דומות יחסית - סביב 1.3 טריליוני ש"ח (לוח ג'-9 ודיאגרמה ג'-29). התמתנות הפעילות הפיננסית השנה, שהשתקפה בשלושת המצרפים הפיננסיים - סך המאזן של המגזר הפיננסי, סך הנכסים הפיננסיים של המגזר הפרטי ("הציבור") וסך האשראי במשק - נבעה בעיקרה מצמצום הרכיב הבנקאי בפעילות הפיננסית, בעוד שהרכיבים האחרים גדלו בדרך כלל.

תיק הנכסים של המגזר הפרטי, הכולל את נכסי משקי הבית (יחידים) והמגזר העסקי (החברות הרשומות בישראל, למעט הבנקים והמשקיעים המוסדיים), צמח השנה ב-5.3%, לעומת 7.9% בשנה הקודמת, אך היה גבוה יותר משיעור גידולו של התוצר (4.3%); לכן יחסו לתוצר הוסיף לעלות בעקביות גם השנה - אמנם בשיעור מתון יותר מאשר בשנים הקודמות - והגיע לכ-248%. קצבי הגידול של מאזן המגזר הפיננסי וסך האשראי במשק היו נמוכים יותר: הם עמדו על שיעורים דומים, כ-1.9% - לעומת כ-4% בשנה הקודמת - ויחסם לתוצר ירד מעט, בשיעורים דומים של כ-3-4 נקודות אחוז, לרמות של כ-244% ו-236%, בהתאמה. האשראי למגזר העסקי גדל בשיעור גבוה מעט יותר - כ-2.2%, לעומת פחות מאחוז ב-2003.



לוח ג'-9

היקף הפעילות הפיננסית במשק, 2000 עד 2004

(אחוזים ומיליארדי ש"ח, במחירי סוף 2004)

2004	2003	2002	2001	2000	
המצרפים הפיננסים (מיליארדי ש"ח)					
1,284	1,261	1,209	1,226	1,153	סך המאזן של המגזר הפיננסי (ברוטו)
1,309	1,242	1,152	1,133	1,044	סך הנכסים של המגזר הפרטי
1,241	1,219	1,175	1,150	1,061	סך האשראי במשק
501	491	487	474	424	סך האשראי למגזר העסקי
שיעור הגידול הריאלי (אחוזים)					
4.3	1.3	-0.8	-0.9	7.5	בתוצר במשק
1.9	4.3	-1.4	6.4	6.2	בסך המאזן של המגזר הפיננסי (ברוטו)
5.3	7.9	1.7	8.5	8.7	בסך הנכסים של המגזר הפרטי
1.9	3.8	2.1	8.4	4.7	בסך האשראי במשק
2.2	0.8	2.7	12.0	10.4	בסך האשראי למגזר העסקי
היחס לתוצר (אחוזים)					
244	248	247	243	228	של סך המאזן של המגזר הפיננסי (ברוטו)
248	245	235	224	207	של סך הנכסים של המגזר הפרטי
236	240	240	228	210	של סך האשראי במשק
136	139	146	134	118	של סך האשראי לסקטור העסקי ¹

1 ביחס לתוצר העסקי.
המקור: אגף שוק ההון באוצר, נתוני בנק ישראל ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

למרות ההתמתנות בגידול המצרפים הפיננסיים, קצבי גידולם ביחס לפעילות הריאלית, בדומה לשנה הקודמת, אינם חריגים, ולכן מתיישבים עם שמירה על היציבות הפיננסית. לעומת זאת בשנתיים הקודמות (2001 ו-2002) הייתה, כנראה, אי התאמה מסוימת בין קצבי הגידול הגבוהים של כל המצרפים הפיננסיים לבין התמתנות הפעילות הריאלית במשק, אי התאמה שהתבררה לבסוף כזמנית בלבד. כך, לדוגמה, האשראי למגזר העסקי אמנם צמח בשנתיים האחרונות בקצב נמוך מזה של התוצר העסקי (דיאגרמה ג'-30), אבל לא שונה ממנו מהותית; זאת שלא כמו בשנות המיתון, 2001 ו-2002, שבהן התוצר העסקי במשק ירד, ואילו האשראי למגזר העסקי המשיך לגדול³². בייחוד בולטת שנת 2001, שבה הייתה אי התאמה משמעותית בין ההתרחבות הגבוהה של האשראי למיגזר העסקי (כ-12%) ובין הצמיחה השלילית של התוצר העסקי במשק (-2.6%).

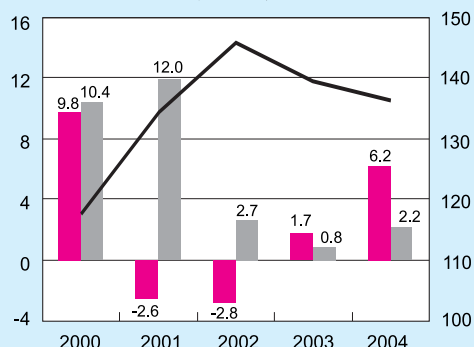
32 הסיבה להשוואת תקופות שנתיים נעוצה בבדיקה המשותפת של זרמים ויתרות, המקשה על החיתוך לפי שנים בודדות.

(2) מקומם של הבנקים בפעילות

הפיננסית

בשנת 2004, כמו בשנים האחרונות, נמשכה ירידת משקלן הגבוהה של הקבוצות הבנקאיות (הכוללות את קופות הגמל שבניהול הבנקים) בכל המצרפים הפיננסיים (לוח ג'-10 ודיאגרמה ג'-31), התפתחות המפחיתה את התלות ההדדית הגבוהה בין המשק לבנקים ותורמת לשכלול השווקים. כך משקלן של הקבוצות הבנקאיות במאזן המגזר הפיננסי ירד מ-78% בשנים 2000 ו-2001 ל-74% ב-2004, משקלן בסך האשראי במשק, באשראי למגזר הפרטי ובאשראי למגזר העסקי ירד בשנים 2000-2004 בשיעורים שבין 4 ל-7 נקודות אחוז, ומשקלן בסך הנכסים של המגזר הפרטי ירד מ-58% ב-2000 ל-49% ב-2004. ירידת חלקם של הבנקים בפעילות הפיננסית השנה באה על רקע ירידה ריאלית במאזניהם. בצד ההתחייבויות בולטת ירידה בפיקדונות המגזר הפרטי בבנקים, ובצד הנכסים - ירידה באשראי הבנקאי, בפרט למגזר העסקי. כן נמשכה גם השנה ירידת

דיאגרמה ג'-30 האשראי למגזר העסקי ויחסו לתוצר העסקי, 2000 עד 2004 (אחוזים)



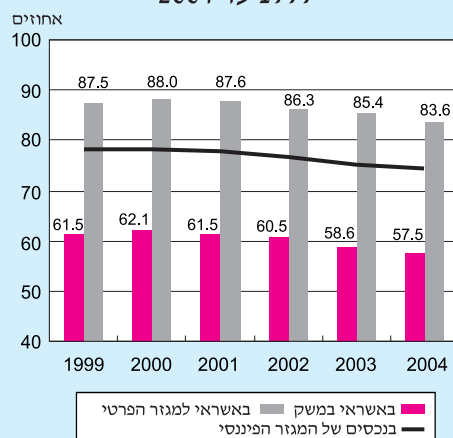
המקור: נתוני בנק ישראל, אגף שוק ההון באוצר, ועיבודי תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל.

דיאגרמה ג'-32 האשראי למגזר העסקי מהבנקים¹ מול שאר המקורות, 2000 עד 2004 (מחירי סוף 2004)



(1) כולל קופות הגמל המנוהלות על ידי הבנקים.
המקור: נתוני בנק ישראל, אגף שוק ההון באוצר, ועיבודי תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל.

דיאגרמה ג'-31 משקלם של הבנקים באשראי במשק ובנכסי המגזר הפיננסי, 1999 עד 2004



(1) כולל קופות הגמל המנוהלות על ידי הבנקים.
המקור: נתוני בנק ישראל, אגף שוק ההון באוצר, ועיבודי תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל.

לוח ג'10

מקומם של הבנקים בפעילות הפיננסית, 2000 עד 2004

(אחוזים)

2004	2003	2002	2001	2000	
					סך הנכסים (מיליארדי ש"ח)
774	782	781	793	744	של הבנקים
954	949	927	954	902	של הבנקים וקופות הגמל שבניהולם
					משקל הבנקים וקופות הגמל שבניהולם
74	75	77	78	78	בסך הנכסים של המגזר הפיננסי (ברוטו)
57	59	61	61	62	בסך האשראי במשק
84	85	86	88	88	בסך האשראי למגזר הפרטי
76	80	81	83	83	בסך האשראי למגזר העסקי
					משקל הפיקדונות בבנקים והחסכונות בקופות הגמל שבניהולם בסך נכסי המגזר הפרטי
49	51	53	56	58	האשראי
					שיעור השינוי באשראי מהבנקים ומקופות הגמל שבניהולם למגזר העסקי
-2.6	-1.2	0.3	11.7	12.3	
					שיעור הגידול הריאלי של האשראי משאר המקורות למגזר העסקי
20.9	9.5	14.2	13.2	1.8	

המקור: אגף שוק ההון באוצר, נתוני בנק ישראל ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

משקלם של נכסי קופות הגמל המנוהלות בבנקים, על רקע המעבר של עמיתים לקופות פרטיות בשנים האחרונות.

במקביל לצמצום באשראי הבנקאי למגזר העסקי בשנה זו ובשנים הקודמות, החל לגדול האשראי החוץ-בנקאי למגזר זה³³. בדיאגרמה ג'32 ניתן לראות כי בניגוד לשנים 2000 ו-2001, שבהן גדל האשראי למגזר העסקי מהבנקים ומקופות הגמל שבניהולם בכ-80 מיליארדי ש"ח במצטבר, בשלוש השנים האחרונות נעצר גידולו והפך שלילי, ובמצטבר ירד בכ-14 מיליארדי ש"ח. יתירה מזאת, כאשר מביאים בחשבון רק את האשראי למגזר העסקי המגיע מהבנקים בלבד, ללא קופות הגמל, הירידה של כמות האשראי למגזר זה בשלוש השנים האחרונות גבוהה אף יותר - כ-24 מיליארדי ש"ח במצטבר, מתוכם כ-15 מיליארדים השנה. לעומת זאת האשראי החוץ-בנקאי צמח בכל השנים האחרונות בעקביות ובשיעור ניכר. רק ב-2004 גדל האשראי למגזר העסקי מכל המקורות במשק פרט לקבוצות

33 האשראי החוץ-בנקאי כולל הלוואות ואג"ח סחירות ולא-סחירות ממוסדות שאינם בנקים או שאינם בשליטתם של בנקים. האג"ח הסחירות אינן כוללות תעודות פיקדון ואג"ח מובנות, שאינן משמשות מקורות למגזר העסקי (מונפקות בדרך כלל כנגד פיקדונות בבנקים או ניירות ערך בחו"ל).

הבנקאיות (הכוללות את קופות הגמל) בכמעט 21%, שהם כ-21 מיליארדי ש"ח (או ביותר מ-25 מיליארדים, אם כוללים באשראי החוץ-בנקאי את קופות הגמל הבנקאיות), ובשלוש השנים האחרונות הוא גדל ביותר מ-40 מיליארדי ש"ח במצטבר (או בכ-52 מיליארדים, אם כוללים את קופות הגמל הבנקאיות). השנה בלט גם הגידול המשמעותי של יתרות האג"ח הסחירות שמחזיקים משקי הבית (בעיקר דרך קרנות נאמנות ומנהלי תיקים). הסטת מקורות המימון של המגזר העסקי מהבנקים לטובת המוסדות הפיננסיים האחרים והשווקים משקפת, והשנה אף ביתר שאת, את התחרות המתהווה בשוק האשראי, ואשר צפויה להימשך ולהתעצם בשנים הבאות. (להשלכות ולמשמעויות הצפויות מבחינת הסיכונים לבנקים ולמשקיעים המוסדיים, ומבחינת הפיקוח והטיפול של הרשויות בהם, ראו ניתוח בפרק ד' סעיף 5.) מגמה זו תורמת ליציבות הפיננסית, שכן היא מפחיתה את התלות באשראי הבנקאי, מעשירה את מקורות המימון של נוטלי האשראי (בייחוד בזמנים שבהם יש מגבלות אשראי בבנקים), מקטינה את ריכוזיות האשראי במשק ואת החשיפה של הבנקים ללווים גדולים, ותורמת לפיתוחו של שוק ההון.

עם זאת, כיום רק חלק קטן מהמגזר העסקי נהנה מהגישות של אשראי ממקורות אחרים (לרוב אלו הן פירמות גדולות ומבוססות, שיכולות להנפיק אג"ח סחירות בבורסה או אג"ח פרטיות למוסדיים). בעוד שהרוב עדיין נשען על האשראי מהקבוצות הבנקאיות, ולכן משקל האשראי החוץ-בנקאי בסך האשראי למגזר העסקי עדיין אינו גבוה די הצורך (כ-24%).

(3) חלקה של הממשלה בפעילות הפיננסית

יתרת האשראי לממשלה גדלה השנה בשיעור מתון יותר מאשר בקודמתה, כ-3% לעומת 9%; עיקר הגידול נבע מגידול היתרות שמחזיקים הבנקים והמגזר הפרטי (חלק מזה - עקב עליות השערים של אג"ח ממשלתיות סחירות בארץ), ומיעוטו מן המוסדיים ותושבי חוץ. ירידה זו בקצב הגידול של האשראי לממשלה קשורה לירידת יחס החוב הממשלתי לתוצר השנה כתוצאה מצמצום ממדי הגירעון. (ראו פרק ב.)

על אף ההתמתנות בגידולה של יתרת האשראי לממשלה, משקלה הגבוה בפעילות הפיננסית במשק נותר השנה בעינו (לוח ג'-11): משקל האשראי לממשלה בסך האשראי במשק ובסך האשראי מתושבי ישראל כמעט לא השתנה ביחס לשנה הקודמת (אף עלה מעט) ועמד על 43%-ו-40%, בהתאמה - שיעורים המלמדים על היקף הפעילות הגבוהה של הממשלה בשוק האשראי במשק. משקלה של הממשלה בסך נכסי המגזר הפיננסי נותר גם הוא ללא שינוי - כ-27%. משקלה הגבוהה של הממשלה במשק פוגע בהתפתחותו, שכן הממשלה "מלאימה" מקורות ודוחקת החוצה מגזרים אחרים הזקוקים למימון.

עם זאת, בתוך המגזר הפיננסי אנו עדים למגמה חיובית מבחינת היציבות הפיננסית - ירידת משקל הממשלה בתיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים (דיאגרמה ג'-33): משקל הנכסים מול הממשלה המוחזקים בתיקי הנכסים של המוסדיים הגיע השנה בממוצע ל-54%, לעומת 58% בשנה הקודמת³⁴. בייחוד בולטת בשנתיים האחרונות הירידה החדה של משקל הנכסים מול הממשלה בסך הנכסים של קרנות הפנסיה. משקל זה הגיע השנה ל-87%, לעומת 94% ב-2002. זאת משום שנכסי קרנות הפנסיה גדלו בשנתיים האחרונות במצטבר ביותר מ-15 מיליארדי ש"ח, ואילו הנכסים מול הממשלה גדלו בפחות מ-5

34 מרבית הנכסים (כ-85%) שמחזיק המגזר הפיננסי מול הממשלה נמצאים בתיקי הנכסים של המשקיעים המוסדיים.

לוח ג'-11

חלקה של הממשלה בפעילות הפיננסית, 2000 עד 2004

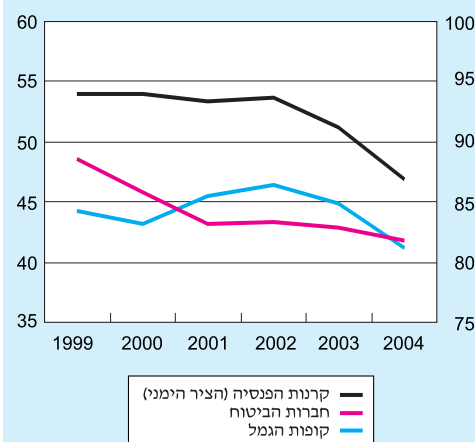
(אחוזים)

2004	2003	2002	2001	2000	
539	523	481	471	439	סך האשראי לממשלה (מיליארדי ש"ח)
3.0	8.9	2.1	7.2	-1.1	שיעור השינוי הריאלי באשראי לממשלה
					משקל האשראי לממשלה
43	43	41	41	41	בסך האשראי במשק
40	39	36	36	37	בסך האשראי מתושבי ישראל
27	27	27	25	26	בסך נכסי הסקטור הפיננסי (נטו)
54	58	60	59	58	בסך נכסי המשקיעים המוסדיים

המקור: אגף שוק ההון באוצר, נתוני בנק ישראל ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

מיליארדי ש"ח, ושאר הנכסים (מול תושבי חוץ, המגזר הפרטי והמגזר הפיננסי) - ביותר מ-10 מיליארדים. חברות הביטוח וקופות הגמל מחזיקות שיעור נמוך יותר של נכסים מול הממשלה, וגם שיעור זה ירד בשנים האחרונות והגיע השנה למעט יותר מ-40%. שיעורי הנכסים מול הממשלה, אף שהם עדיין גבוהים למדי (בייחוד בקרנות הפנסיה), ומעידים על שליטה גבוהה של הממשלה במקורות המימון (הארוכים בדרך כלל) המגיעים מצד המשקיעים המוסדיים³⁵ - הולכים ויורדים. מגמה זו, הצפויה להימשך בשנים הבאות, נעוצה בשינויים המבניים וברפורמות המתחוללים לאחרונה בענף החיסכון הארוך במשק ובשווקים הפיננסיים; אלה צמצמו את יסוד הכפייה, הבא לידי ביטוי בחוקים ותקנות המחייבים החזקת שיעור מינימלי של אג"ח ממשלתיות (שלא מטעמים של יציבות המשקיעים המוסדיים)³⁶, הגמישו את אפשרויות ההשקעה של המוסדות, ופתחו בפניהם אפשרויות השקעה נוספות (ובכללם מתן אשראי למגזר העסקי), הן בשווקים הגדלים בארץ והן בשווקים בחו"ל.

דיאגרמה ג'-33
משקל האשראי לממשלה בסך
נכסי המשקיעים המוסדיים,
1999 עד 2004
(אחוזים)



המקור: נתוני בנק ישראל ואגף שוק ההון באוצר ועיבודי תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל.

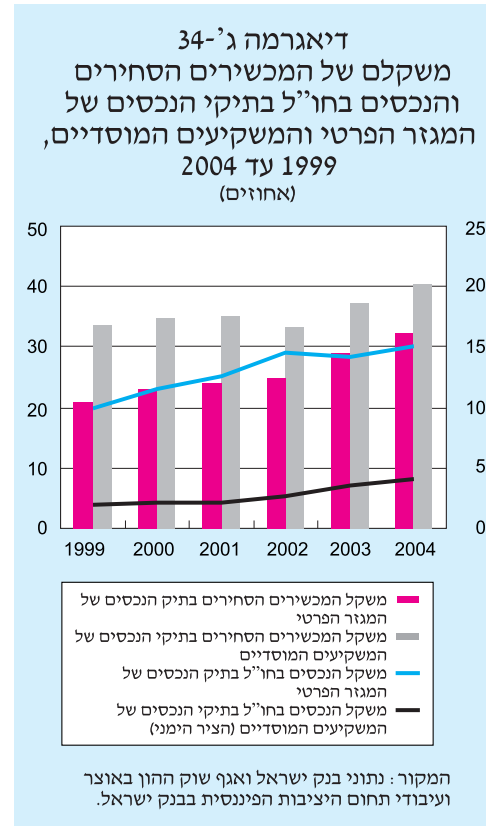
35 אמנם בכל העולם נהוג שהמשקיעים המוסדיים, בשל אופי פעילותם, מחזיקים שיעור גבוה יחסית מנכסיהם באג"ח ממשלה, אולם בישראל שיעור זה גבוה במיוחד.

36 כפייה זו הולכת ופוחתת בשנים האחרונות, וכיום היא קיימת רק בפנסיה, שבה עדיין יש תקנות המחייבות השקעה באג"ח ממשלתיות בשיעור גבוה, אף כי גם בפנסיה מתנהל תהליך של צמצום שיעור זה בעקבות הרפורמה של 2003. (להרחבה בנושא הרפורמה בפנסיה ראו דוח יציבות פיננסית לשנת 2003).

(4) הפעילות במכשירים פיננסיים

סחירים³⁷

בשנת 2004 נמשכה המגמה החיובית של הגדלת הפעילות הפיננסית במכשירים סחירים, כפי שמשתקף במשקל המכשירים הסחירים באינדיקטורים שונים של הפעילות הפיננסית במשק - תיק הנכסים של המגזר הפרטי, מאזן המגזר הפיננסי ויתרות האשראי במשק, כולל של הממשלה ושל המגזר הפרטי (לוח ג'-12 ודיאגרמה ג'-34), שגדלו השנה בממוצע ב-2-3 נקודות אחוז, ורמתן כיום היא רמת שיא היסטורית³⁸. מרבית העלייה בתיקי הנכסים השונים בשנים האחרונות (וגם השנה) נבעה מהעלייה בהנפקות האג"ח הסחירות של הממשלה, כחלק מתהליך מסחור החוב הממשלתי, וכן מעלייה בהנפקות המק"ם מצד בנק ישראל. בשנתיים האחרונות, בייחוד בשנת 2003, בלטה גם עלייה של משקל המניות בארץ וגם בחו"ל, בתיקי הנכסים של השחקנים במשק, והשנה נוספה לכך גם עלייה משמעותית באג"ח



הסחירות של המגזר העסקי. בתיקי הנכסים של המגזר הפרטי גדל הרכיב הסחיר, באופן ישיר אך גם באופן עקיף, בזכות גידול משקל הנכסים הסחירים בתיקי הנכסים של המשקיעים המוסדיים. זאת משום שכיום, בעיקר בהשפעת הרפורמה בפנסיה והמעבר לתכניות ביטוח חיים משתתפות ברווחים, חלק הארי של חסכוניות משקי הבית המוחזקים אצל המשקיעים המוסדיים אינם מובטחים כמו בעבר, אלא תלויים בערכם של הנכסים המנוהלים בידי המוסדיים, וביניהם הנכסים הסחירים.

מגמה זו של גידול במכשירים הסחירים, המשקפת את המעבר לפעילות גבוהה יותר בשווקים, תורמת להגברת השקיפות והתמחור ההוגן, לחיזוקם של מנגנוני השוק כאמצעי בקרה מייצבים, ובכך לחיזוק היציבות הפיננסית; בעתיד, עם החלת כללי השיערוך לפי שווי השוק של הנכסים הלא-סחירים בתיקי הנכסים של המוסדיים, צפויה אף התחזקותה. כנגד זאת יש לזכור כי המעבר לשווקים חושף את הציבור לתנודות גדולות, יותר מאשר בעבר, בערך נכסיו הפיננסיים.

37 הכוונה למכשירים סחירים במובן ה"קלאסי" של סחירות בשוקי ניירות ערך. בשלב זה אנו עדיין לא כוללים את האג"ח הלא-סחירות שבידי המוסדיים, למרות יישומה של מערכת מסחר חדשה בין מוסדיים באג"ח מסוג זה, וזאת משום שמערכת זו עדיין בחיתוליה. בעתיד, עם התפתחותה ויישום כללי השיערוך של נכסים לא-סחירים, ההבדלים המעשיים שבין האג"ח הרשומות למסחר בבורסה לבין האג"ח הנסחרות בין המוסדיים יצטמצמו.

38 קיימת השפעת מחיר על משקל הנכסים הסחירים בתיקי הנכסים, משום שאלה משתערכים לפי מחיריהם בשוק, בעוד שהנכסים הלא-סחירים לא משתערכים כלל. השפעה זו כלפי מעלה ניכרת באופן בולט ב-2003, שבה נרשמו עליות שערות חדות בשוקי ניירות הערך, וגם במידה מסוימת השנה. למרות זאת, המגמה של גידול הפעילות במכשירים הסחירים משתקפת באופן יציב בכל האינדיקטורים, גם בשנים שבהן היו ירידות שערות, וזאת משום שמגמה זו באה על רקע שינויים פרמננטיים המתרחשים במערכת הפיננסית.

לוח ג'-12

חלקם של המכשירים הסחירים בפעילות הפיננסית, 2000 עד 2004

(אחוזים)

2004	2003	2002	2001	2000	
					משקל המכשירים הסחירים
32	29	25	24	23	בסך הנכסים של המגזר הפרטי ¹
24	22	19	20	19	בסך הנכסים של המגזר הפיננסי (נטו)
40	37	33	35	35	בסך הנכסים של המשקיעים המוסדיים
30	28	25	25	24	בסך האשראי במשק
61	58	54	54	51	בסך האשראי לממשלה
11	8	8	8	7	בסך האשראי למגזר העסקי

1 כולל גם את הנכסים הסחירים שמחזיקים המשקיעים המוסדיים, המשפיעים בעקיפין על שיערוך סך הנכסים של המגזר הפרטי. המקור: אגף שוק ההון באוצר, נתוני בנק ישראל ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

משקלה של הפעילות במכשירים הסחירים, למרות עלייתה, עדיין אינו גבוה, ובייחוד בולטת הרמה הנמוכה של משקל הנכסים הסחירים באשראי למגזר העסקי, שהגיע ב-2004 לכ-10% בלבד. נתון זה מלמד על התלות הגבוהה של המגזר העסקי במוסדות התיווך הפיננסי, ובעיקר בבנקים. נתונים אלו מתיישבים גם עם הנתונים הידועים על שוק ההון הישראלי - שוק קטן מאוד של אג"ח פרטיות לצד שוק אג"ח ממשלתיות הגדול ממנו כמה מונים.

(5) הפעילות הפיננסית מול חוץ לארץ

בשנת 2004 נמשכה באופן מתון וחלקי המגמה של הגדלת הפעילות הפיננסית מול חו"ל, ומשקלותיה בנכסי המגזר הפיננסי, בנכסי המגזר הפרטי ובאשראי למגזר העסקי עלו בנקודת אחוז בלבד (לוח ג'-13 ודיאגרמה ג'-34). מגמה זו תורמת ליציבות הפיננסית, משום שהיא נושאת יתרונות, כגון היכולת לגוון את תיקי הנכסים, לשפר תשואות ולפזר סיכונים, יחד עם הקטנת התלות, בייחוד של המשקיעים המוסדיים, בשווקים הצרים בישראל. עם זאת, משקלה של הפעילות הפיננסית מול חו"ל, למרות הליברליזציה במט"ח שהתנהלה בשנים האחרונות, עודנו נמוך, בייחוד במגזר הפיננסי, שבו משקלה ב-2004, היה כ-12% בלבד, ונמוך עוד יותר אצל המשקיעים המוסדיים, שמשקלה בסך נכסיהם 4% בלבד, לעומת כ-20% במדינות המפותחות³⁹. ייתכן שהדבר נובע מאפליית המיסוי שהייתה עד השנה לטובת ניירות ערך ישראליים, וממסורת המשלבת מגבלות רגולטוריות וניהול שמרני - גורמים המשתנים כיום.

39 נתונים לשנים 1999-2000 מתוך "Institutional Investors Statistical Yearbook" שפורסם על ידי ה-OECD.

לוח ג'-13

חלקה של הפעילות מול חו"ל בפעילות הפיננסית, 2000 עד 2004

(אחוזים)

2004	2003	2002	2001	2000	
					משקל הנכסים בחו"ל
12	11	11	11	11	בסך הנכסים של המגזר הפיננסי (נטו)
4	4	3	2	2	בסך הנכסים של המשקיעים המוסדיים
15	14	14	13	12	בסך הנכסים של המגזר הפרטי
					משקל האשראי מתושבי חוץ
17	17	17	17	17	בסך האשראי במשק
16	15	15	14	15	בסך האשראי למגזר העסקי

המקור: אגף שוק ההון באוצר, נתוני בנק ישראל ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

נספח ג'-1: המאזן הפיננסי החלקי - הגדרות ונתונים

לוחות הנספח נ'ג-4 עד נ'ג-6, כוללים הצגה עקבית של חלקים מתוך המאזן הפיננסי של ישראל לשנים 1999-2004, ומוצגים בהם חלק מהנכסים וההתחייבויות (רובם פיננסיים) של המגזרים העיקריים במשק. לוחות אלו נבנו בגישה מגורית, (צעד ראשון ביישום הגישה המאזנית המתוארת בתיבה ג'-2), והנתונים בהם מוינו, במידת האפשר, לפי מגזרים בעלי פעילות מוסדית דומה, גם בצד מחזיקי הנכסים וגם בצד בעלי ההתחייבויות שהם פועלים מולם, ולפי סוגי המכשירים הפיננסיים. בין הלוחות נשמרה עקביות הנתונים, הן מבחינת סכומי היתרות והן מבחינת סיווגם, כדי לשמור על מערכת נתונים סגורה ואחידה. היתרות של נכסים סחירים חושבו בדרך כלל לפי ערך הנכסים בשוק, לעומת הנכסים האחרים, שחושבו לפי ערכים אחרים (המותאם, העלות ההיסטורית וכו'). השינויים ביתרות הנכסים וההתחייבויות הפיננסיים מושפעים במידה מסוימת מהשינויים בכמויות ובמחירים של המכשירים הפיננסיים הסחירים, לרבות בשער החליפין (יחסית למודד המחירים לצרכן), אך בניתוח אין הפרדה בין השפעות הכמות והמחיר, שכן החלטות השחקנים על הרכב התיק מתקבלות לאורך זמן בהתחשב בשינויי המחיר של הנכסים הפיננסיים (והן גם משפיעות על שינויים אלו). כך, למשל, עליית משקלו של נכס בתיק במשך שנה מבטאת החלטה של בעל התיק להגדיל את משקלו, גם אם זה נבע מעליית מחירים בלבד, ללא שום פעולה של בעל התיק (שאם לא כן הוא היה מונע גידול זה על ידי מכירה מאותו הנכס).

לוח נ'-ג-4 מציג את המאזן של המגזר הפיננסי ושל כל אחד מסוגי המוסדות העיקריים הפועלים בו: בנקים (מסחריים ומשכנתאות בקיזוז הפעילות שביניהם)⁴⁰, קופות הגמל, קרנות הפנסיה⁴¹, וחברות הביטוח. מאזנים אלה כוללים את כל הנכסים (גם הריאליים, שחלקם בנכסי המגזר הפיננסי נמוך) וההתחייבויות של מוסדות אלו. במסגרת זו לא נכללו המוסדות הפיננסיים האחרים, העוסקים בתיווך פיננסי אחר ובמתן שירותים פיננסיים (למשל חברות כרטיסי אשראי, בתי השקעות, חברות חיתום, חברות ליסינג, וכו'), משום שבשלב זה קשה לזהות אותם בנפרד. (לכן הם נכללו במגזר העסקי). בעמודות מופיעים המוסדות במגזר הפיננסי, ובשורות - הנכסים וההתחייבויות (ברוטו) שהם מחזיקים, מחולקים לפי סוגי מכשירים ולפי המגזר הנגדי שמולו הם מוחזקים. לבסוף מוצג סיכום נטו של הנכסים וההתחייבויות של המגזר הפיננסי כולו, על בסיס מאוחד (ניכוי הנכסים וההתחייבויות מול מוסדות במגזר הפיננסי עצמו). נכסים והתחייבויות פיננסיים שלא יכולנו לשייך למגזר נגדי ספציפי נרשמו תחת הכותרת "לא ממוין"⁴², ונכסים והתחייבויות לא-פיננסיים (ששיעורם קטן יחסית) נרשמו תחת הכותרת "לא-פיננסי".

לוח נ'-ג-5 מציג את המאזן החלקי של הנכסים הפיננסיים (ללא רכוש קבוע ונדל"ן) וההתחייבויות (אשראי) על בסיס מאוחד של המגזר הפרטי, הכולל את משקי הבית (יחידים) והמגזר העסקי (חברות, למעט הבנקים והמשקיעים המוסדיים) - אך ללא הפרדה ביניהם⁴³. תיק הנכסים הפיננסיים של המגזר הפרטי מכיל פיקדונות, חסכונות וזכויות צבורות של המגזר העסקי ומשקי הבית המוחזקים במגזר הפיננסי, החזקות באג"ח ממשלתיות הנסחרות בארץ ובחו"ל, מזומן והחזקות במק"ם מול בנק ישראל והחזקות במניות ומכשירי חוב זרים (פיקדונות בבנקים בחו"ל, הלוואות לתושבי חוץ ואג"ח זרות). ההתחייבויות המגזר הפרטי כוללות הלוואות למשקי בית ולמגזר העסקי מצד מוסדות המגזר הפיננסי ומצד תושבי חוץ, וכן אג"ח (סחירות ולא-סחירות) של המגזר העסקי המוחזק על ידי המגזר הפיננסי.

לוח נ'-ג-6 מציג את התפלגות יתרות האשראי במשק לפי המגזרים הלוויים, המגזרים המלווים וסוגי האשראי. לוח זה הוא בעצם שילוב של שני הלוחות הקודמים מצד האשראי במשק, בתוספת נתונים משלימים על האשראי לממשלה ולמגזר העסקי שלא הופיעו בלוחות אלו⁴⁴.

40 לא נכללו חברות בנות המוחזקות על ידי הבנקים: קופות הגמל נכללו בנפרד תחת המגזר הפיננסי; קרנות הנאמנות נכללו תחת המגזר הפרטי, משום שהן דומות לחברות ניהול תיקים, המשקיעות בניירות ערך לפי הנחיות המשקיע, יותר מאשר למתווך פיננסי, המחליט בעצמו על הרכב נכסיו; שאר החברות העוסקות בפיננסים שייכות למוסדות הפיננסיים ה"אחרים", שלא נכללו תחת המגזר הפיננסי, אלא תחת המגזר העסקי/מסביבות המופיעות בהמשך. גם חברות בנות בחו"ל לא נכללו במערכת הבנקאות הישראלית, אלא סווגו כתושבי חוץ. כן נכללו הסניפים של הבנקים בחו"ל, השייכים לאותה יישות משפטית.

41 הנחנו כי ההתחייבויות קרנות הפנסיה וקופות הגמל כולן למשקי הבית; לכן כללנו אותן כהתחייבויות למגזר הפרטי, והיקפן שווה לגובה הנכסים שמחזיקות הקופות והקרנות.

42 כולל גם מניות ישראליות - בשלב זה ללא הפרדה בין מניות של חברות במגזר העסקי לבין מניות של בנקים וחברות ביטוח השייכים למגזר הפיננסי.

43 לכן לא מוצגים כאן הנכסים וההתחייבויות בין משקי הבית למגזר העסקי, כדוגמת אג"ח ומניות שהנפיקו חברות ישראליות המוחזקות על ידי משקי בית.

44 האשראי המופיע בלוח הוא רק, האשראי המאזני, על פי מאזני הלוויים והמלווים המופיעים בלוחות. האשראי הבנקאי כולל גם את האשראי המוכוון, אף שהוא אינו מוגדר כמאזני. באשראי למגזר העסקי לא נכלל האשראי בתוך המגזר עצמו - בין חברות - אלא רק קירוב לאשראי ממשקי הבית, הבא לידי ביטוי בהחזקות משקי הבית באג"ח סחירות פרטיות בישראל, דרך קרנות נאמנות ומנהלי תיקים ובאופן ישיר.

לוח נ'-ג-1

אינדיקטורים ליציבות חברות הביטוח בישראל לפי רשימת הליבה של קרן המטבע

הבין-לאומית¹, 2000 עד 2004²

(אחוזים)

2004	2003	2002	2001	2000	
סך כל הביטוח					
5.5	5.3	4.7	4.3	4.9	הלימות ההון - ההון העצמי/סך הנכסים
איכות הנכסים					
11.8	11.3	11.9	11.9	14.3	נכסי נדל"ן + חברות מוחזקות + סכומים לקבל/סך הנכסים
0.48	0.45	0.43	0.42	0.45	סכומים לקבל/פרמיות ברוטו ודמי עמלה מביטוח משנה (יחס)
7.3	7.2	5.2	5.9	4.6	משקל המניות הסחירות בסך הנכסים
0.84	0.84	0.84	0.83	0.83	אקטואריה וביטוח משנה - הפרמיות נטו/הפרמיות ברוטו (יחס)
הרווחים והרווחיות					
0.24	0.26	0.24	0.24	0.24	יחס ההוצאות (ההוצאות/הפרמיות נטו - יחס)
0.32	0.55	-0.02	0.26	0.19	ההכנסות מההשקעות/הפרמיות נטו (יחס)
6.7	11.6	-0.5	6.3	4.7	התשואה להשקעות
28.9	41.7	17.9	23.5	19.0	התשואה להון
ביטוח חיים					
8.6	8.2	7.4	6.7	7.6	הלימות ההון - ההון העצמי/העתודות הטכניות
איכות הנכסים					
3.4	3.1	2.9	3.1	4.6	נכסי נדל"ן + חברות מוחזקות + סכומים לקבל/סך הנכסים
0.13	0.11	0.10	0.10	0.17	סכומים לקבל/פרמיות ברוטו ודמי עמלה מביטוח משנה (יחס)
9.5	9.4	7.0	7.5	6.1	משקל המניות הסחירות בסך הנכסים
0.95	0.94	0.95	0.95	0.94	אקטואריה וביטוח משנה
הפרמיות נטו/הפרמיות ברוטו (יחס)					
העתודות הטכניות נטו/ממוצע הפרמיות נטו ב-3 השנים					
7.5	7.0	6.2	6.2	6.1	האחרונות (יחס)
הרווחים והרווחיות					
0.21	0.23	0.21	0.18	0.17	יחס ההוצאות (ההוצאות/הפרמיות נטו - יחס)
8.3	12.0	2.6	9.0	7.9	השינוי בעתודות הטכניות/סך העתודות טכניות
0.49	0.84	-0.03	0.32	0.25	ההכנסות מההשקעות/הפרמיות נטו (יחס)
6.7	11.7	-0.5	5.8	4.5	התשואה להשקעות
ביטוח כללי					
1.66	1.69	2.11	2.09	1.87	הלימות ההון - הפרמיות נטו/ההון העצמי
איכות הנכסים					
32.6	31.6	32.6	32.6	32.7	נכסי נדל"ן + חברות מוחזקות + סכומים לקבל/סך הנכסים
0.70	0.68	0.65	0.70	0.70	סכומים לקבל/פרמיות ברוטו ודמי עמלה מביטוח משנה (יחס)
2.1	2.4	1.5	1.9	0.2	משקל המניות הסחירות בסך הנכסים
0.76	0.75	0.75	0.72	0.73	אקטואריה וביטוח משנה
הפרמיות נטו/הפרמיות ברוטו (יחס)					
העתודות הטכניות נטו/ממוצע התביעות ב-3 השנים האחרונות (יחס)					
4.2	4.1	4.0	3.8	3.6	
הרווחים והרווחיות					
0.66	0.76	0.62	0.77	0.80	יחס ההפסד (התביעות נטו/הפרמיות נטו - יחס)
0.25	0.26	0.26	0.28	0.30	יחס ההוצאות (ההוצאות/הפרמיות נטו - יחס)
0.91	1.03	0.88	1.05	1.10	היחס המשולב = יחס ההפסד + יחס ההוצאות (יחס)
6.6	11.0	-0.1	8.2	5.9	התשואה להשקעות

1 מבוסס על רשימת הליבה הצפויה להפוך בעתיד לתקן מומלץ, רשימה שנבנתה על-סמך המקורות הבאים (תוך התאמה לישראל):

a. International Monetary Fund, "Financial Soundness Indicators Background Paper", May 2003

b. Udaibir S. Das, Nigel Davis, and Richard Podpiera, "Insurance and Issues in Financial Soundness", IMF Working Paper, July 2003

(לא נכללים אינדיקטורים שאין באפשרותנו לחשבם בשלב זה בשל מגבלות נתונים.)

2 נתונים לרביעי השלישי של 2004, במונחים שנתיים.

המקור: אגף שוק ההון באוצר, נתוני בנק ישראל ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

לוח נ'ג'-2

חברות הביטוח - נתונים כלליים, 2000 עד 2004¹

(אחוזים ומיליארדי ש"ח במחירי סוף 2004)

2004	2003	2002	2001	2000	
הנכסים					
156.3	149.4	131.7	126.9	116.0	סך נכסי הביטוח (מיליארדי ש"ח)
65.0	65.7	65.0	65.5	65.4	מזה: אחוז הנכסים בביטוח חיים
26.9	26.9	28.0	28.0	28.1	אחוז הנכסים בביטוח כללי
43.6	46.0	51.9	53.4	57.5	משקל נכסי הקופות המבטיחות תשואה בנכסי ביטוח חיים
12.2	11.9	10.9	10.3	10.1	משקל נכסי הביטוח במאזן (ברוטו) של המגזר הפיננסי
11.9	12.0	11.4	11.2	11.1	משקל נכסי הביטוח בסך הנכסים של המגזר הפרטי
6.2	4.5	3.2	0.9	0.2	משקל הנכסים בחו"ל בסך הנכסים
ההכנסות					
פרמיות ברוטו (מיליוני ש"ח)					
14,029	13,994	14,133	14,976	13,953	ביטוח חיים
18,665	17,670	17,425	15,777	14,520	ביטוח כללי
יחס הפרמיות ברוטו לתוצר					
2.7	2.8	2.9	3.0	2.8	ביטוח חיים
3.5	3.5	3.6	3.1	2.9	ביטוח כללי
הרווח הנקי (מיליוני ש"ח)					
1,607	2,128	1,121	1,806	1,461	ביטוח חיים
2,060	2,221	1,039	855	455	ביטוח כללי
הפעילות בענף					
62.8	63.0	62.7	62.8		משקל 3 הקבוצות הגדולות בסך נכסי הביטוח
85.0	84.8	84.1	84.0		משקל 5 הקבוצות הגדולות בסך נכסי הביטוח
					משקל 5 הקבוצות הגדולות בסך הפרמיות
95.1	95.1	95.0	95.4	95.5	ביטוח חיים
69.4	70.4	69.5	68.4	66.5	ביטוח כללי

1 נתונים לרביע השלישי של 2004, במונחים שנתיים.
המקור: אגף שוק ההון באוצר, נתוני בנק ישראל ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

לוח נ'-ג-3

קופות הגמל - נתונים כלליים, 2000 עד 2004

(אחוזים ומיליארדי ש"ח במחירי סוף 2004)

2004	2003	2002	2001	2000	
סך קופות הגמל					
הנכסים					
208.8	191.2	165.5	181.1	173.6	סך הנכסים
39.6	37.6	33.8	35.8	34.4	משקלם ביחס לתוצר
16.3	15.2	13.7	14.8	15.1	משקלם בסך המאזן (ברוטו) של המגזר הפיננסי
16.0	15.4	14.4	16.0	16.6	משקלם בסך נכסי הסקטור הפרטי
הצבירה (מתחילת השנה)					
25.1	21.9	21.7	23.5	19.9	התקבולים
21.1	23.7	25.3	25.2	17.5	התשלומים
4.0	-1.8	-3.6	-1.6	2.4	הצבירה נטו
8.0	18.7	-6.8	5.6	3.4	התשואה הריאלית השנתית (ברוטו)
6.9	8.0	6.3	5.9	5.8	סטיית התקן של התשואה השנתית ב-10 השנים האחרונות
5.0	4.5	3.3	2.6	2.6	משקל הנכסים הנוזלים בסך הנכסים
68.2	66.7	61.8	64.1	63.6	משקל הנכסים הסחירים והנוזלים בסך הנכסים
קופות התגמולים					
60.9	61.4	61.9	62.4	64.2	משקלן בסך קופות גמל
הצבירה (מתחילת השנה)					
10.5	8.9	9.1	10.4	8.2	התקבולים
9.3	11.3	12.0	14.5	9.1	התשלומים
1.2	-2.3	-2.9	-4.1	-1.0	הצבירה נטו
14.4	19.7	24.5	28.8	17.9	יחס המשיכות להתחייבויות הנוזלות
8.2	19.1	-6.9	6.4	3.4	התשואה הריאלית השנתית (ברוטו)
18.2	15.6	10.8	14.2	15.7	משקל המניות בארץ בסך הנכסים
4.8	4.0	2.7	2.3	2.3	משקל הנכסים הנוזלים בסך הנכסים
67.2	66.3	61.9	64.0	63.9	משקל הנכסים הסחירים והנוזלים בסך הנכסים
קרנות ההשתלמות					
29.6	28.9	28.2	27.8	26.0	משקלן בסך קופות גמל
הצבירה (מתחילת השנה)					
12.3	10.8	10.6	11.0	9.9	התקבולים
9.6	9.9	11.3	8.2	6.4	התשלומים
2.7	0.9	-0.7	2.7	3.5	הצבירה נטו
37.9	47.4	66.8	51.0	47.9	יחס המשיכות להתחייבויות הנוזלות
7.8	17.8	-6.4	6.9	3.6	התשואה הריאלית השנתית (ברוטו)
16.8	13.9	9.8	13.4	15.1	משקל המניות בארץ בסך הנכסים
4.6	4.9	3.8	2.6	2.7	משקל הנכסים הנוזלים בסך הנכסים
68.9	66.9	59.9	63.5	62.0	משקל הנכסים הסחירים והנוזלים בסך הנכסים

המקור: אגף שוק ההון באוצר, נתוני בנק ישראל ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

1 סיכום על בסיס נטו, כלומר בניכור הנכסים שהתחייבויות בתוך המגזר הפיננסי, להבדיל מסיכום הנכסים של המוסדות במגזר הפיננסי באשר העמודות, אשר מופיע על בסיס בדרור (מול כל המאזרים שהם פועלים, כולל המגזר הפיננסי).

המקור: אגף שוק החוץ באוצר, נתוני בנק ישראל ועשור תחום היצואות הפיננסיות.

		סדר"כ				חברות הביטוח				קרנות הפנסיה				קופות הגמל				מערכת הבנקאות								
		2004	2003	2002	2001	2000	2004	2003	2002	2001	2000	2004	2003	2002	2001	2000	2004	2003	2002	2001	2000					
		נכסים																								
		נכסים במגזר הפיננסי																								
מזה: פיקודת בברקים		-	-	-	-	-	27	27	28	30	26	5	3	3	4	3	36	35	39	41	41	1	1	1	1	
		-	-	-	-	-	27	27	28	30	26	5	3	3	4	3	36	35	39	41	41	-	-	-	-	
נכסים במגזר הפרטי		566	566	564	556	505	20	19	15	12	9	8	5	2	1	1	39	33	28	26	22	498	510	519	516	474
		163	163	160	157	151	4	4	4	4	5	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	158	157	154	151	145
המגזר העשירי		403	404	404	399	355	16	14	10	8	4	8	4	2	1	1	38	32	27	25	21	341	355	365	365	329
		24	21	17	17	12	6	5	5	4	3	2	1	1	0	0	12	9	8	8	6	4	5	4	5	3
נכסים במגזר הציבורי		372	379	358	375	357	64	63	57	54	52	129	128	125	119	114	88	87	76	84	79	90	100	100	118	122
		43	57	56	82	84	1	1	0	1	2	0	0	0	0	0	3	1	0	2	4	38	54	56	79	78
מזה: מק"ם		12	9	4	12	11	1	1	0	1	2	0	0	0	0	0	3	1	0	2	4	7	7	5	9	5
		329	322	302	293	283	63	62	56	53	50	129	128	125	119	114	85	86	76	82	75	52	46	45	38	44
מזה: אג"ח סחירות		175	158	140	134	123	33	31	25	22	20	13	5	4	2	2	80	81	71	77	69	49	42	40	32	32
		150	131	122	122	117	17	15	11	9	9	0	0	0	0	0	3	2	1	1	0	129	114	110	112	108
מזה: מומזן ופיקודת		63	44	32	32	40	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	63	44	32	32	40
		20	18	22	20	16	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	18	16	21	20	16
מזה: השקעת בחברות רווח		107	98	78	81	78	20	20	16	16	15	5	3	2	2	2	40	32	20	29	31	42	43	39	34	29
		79	68	52	59	60	10	10	6	8	7	5	3	2	2	2	40	32	20	28	31	25	24	25	21	20
מזה: השקעת בחברות ישראליות		20	20	17	17	16	4	4	4	4	3	1	2	2	1	1	0	0	0	0	0	14	14	11	12	10
		1,215	1,193	1,138	1,151	1,083	154	148	130	125	115	149	141	133	127	121	207	190	165	181	173	774	782	781	793	744
		התחייבויות																								
התחייבויות למגזר הפיננסי		-	-	-	-	-	1	1	1	1	1						68	66	70	75	69					
		958	934	878	895	849	141	136	120	116	106	149	141	133	127	121	207	190	165	181	173	461	467	460	471	449
התחייבויות למגזר הפרטי		17	19	21	20	21											17	19	21	20	21					
		14	16	18	19	20												14	16	18	19	20				
התחייבויות למגזר הציבורי		128	131	142	143	130	1	1	1	1	2											126	130	141	141	129
		114	117	127	129	116												114	117	127	129	116	102	99	89	86
לא ממומן		114	109	97	93	83	11	10	8	7	7											104	107	127	129	116
		88	85	77	75	68	11	10	8	7	6							77	75	69	68	62				
מזה: התחייבויות דונית		1,215	1,193	1,138	1,151	1,083	154	148	130	125	115	149	141	133	127	121	207	190	165	181	173	774	782	781	793	744
		סך ההתחייבויות																								

לוח נ'-ג'-5

המאזן החלקי של המגזר הפרטי, 2000 עד 2004

אומדן התפלגות הנכסים וההתחייבויות (אשראי) הפיננסיים של המגזר הפרטי, לפי המגזרים שהוא פועל מולם וסוגי המכשירים הפיננסיים (מיליארדי ש"ח, מחירי דצמבר 2004).

2004	2003	2002	2001	2000	
הנכסים					
958	934	878	895	849	הנכסים במגזר הפיננסי
461	467	460	471	449	פיקדונות בבנקים
207	190	165	181	173	החסכונות בקופות גמל
149	141	133	127	121	החסכונות בקרנות הפנסיה
141	136	120	116	106	החסכונות בביטוח ¹
154	133	107	94	74	הנכסים במגזר הציבורי
76	72	52	54	40	אג"ח ממשלתיות
78	62	56	41	35	בנק ישראל
60	45	40	25	21	מזה: מק"ם
197	175	167	143	121	הנכסים מול תושבי חוץ
52	48	55	47	31	פיקדונות בבנקים
36	31	27	14	7	אג"ח
65	61	58	56	54	הלוואות
44	35	26	26	29	מניות
1,309	1,242	1,152	1,133	1,044	סך הנכסים
ההתחייבויות (אשראי)					
622	621	619	611	559	ההתחייבויות למגזר הפיננסי
554	564	574	572	528	לבנקים
550	559	570	567	524	הלוואות
55	55	55	55	54	מזה: אשראי מוכוון
206	202	202	200	193	מזה: למשקי הבית
4	5	4	5	3	אג"ח
39	33	28	26	22	לקופות הגמל
2	2	2	2	2	הלוואות
37	31	26	24	19	אג"ח
25	22	18	16	14	מזה: לא סחירות
8	5	2	1	1	לקרנות הפנסיה
1	1	0	0	0	הלוואות
8	4	1	1	1	אג"ח
6	2	1	1	0	מזה: לא סחירות
20	19	15	12	9	לחברות הביטוח
6	5	5	5	5	הלוואות
15	13	10	7	4	אג"ח
9	8	5	3	1	מזה: לא סחירות
81	75	75	68	63	ההתחייבויות לתושבי חוץ
62	58	56	50	46	הלוואות
18	17	20	18	17	אג"ח
703	695	694	679	622	סך ההתחייבויות (אשראי)
621	625	633	624	578	הלוואות
42	38	37	35	29	אג"ח סחירות
40	33	23	20	15	אג"ח לא סחירות

המקור: אגף שוק ההון באוצר, נתוני בנק ישראל ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

לוח נ-ג-6
יתרות האשראי במשק, עד 2004 .
 אומדן התפלגות האשראי במשק לפני מגזרי מלווים ולווים, ולפי סוגי מכשירים (מיליארדי ש"ח, מחירי דצמבר 2004)

	סך האשראי					לממשלה					העסקי ²					למגזר הפרטי				
	2004	2003	2002	2001	2000	2004	2003	2002	2001	2000	2004	2003	2002	2001	2000	2004	2003	2002	2001	2000
אשראי מהמגזר הפיננסי	952	943	920	904	842	330	322	302	293	283	410	413	411	406	360	622	621	619	611	559
מהבנקים	606	610	619	610	571	52	46	45	38	44	348	363	372	372	334	554	564	574	572	528
הלוואות	552	563	575	573	536	3	4	5	6	12	344	357	368	367	331	550	559	570	567	524
מזה: אשראי מכוון	55	55	55	55	54						7	10	7	7	5	55	55	55	55	54
אג"ח (סתירות)	53	47	43	37	35	49	42	40	32	32	4	5	4	5	3	4	5	4	5	3
מקופות הגמל	124	119	104	108	96	85	86	76	82	75	38	32	27	25	21	39	33	28	26	22
הלוואות	7	7	7	7	7	5	5	5	5	5	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2
אג"ח	118	112	97	101	89	80	81	71	78	70	37	31	26	24	19	37	31	26	24	19
מזה: לא סחירות	25	22	18	16	14	0	0	0	0	1	25	22	18	16	14	25	22	18	16	14
מקרנות הפנסיה	138	133	127	120	115	129	128	125	119	114	8	4	2	1	1	8	5	2	0	1
הלוואות	2	2	2	3	0	1	1	2	3	0	1	0	0	0	0	1	1	0	0	0
אג"ח	136	131	124	117	114	128	127	123	116	114	8	4	1	1	1	8	4	1	1	1
מזה: לא סחירות	121	125	119	115	112	115	123	119	114	111	6	2	1	1	0	6	2	1	1	0
מחברות הביטוח	84	81	71	65	59	64	62	56	53	50	16	14	10	8	4	20	19	15	12	9
הלוואות	7	5	5	5	5	1	0	0	0	0	1	1	0	0	0	6	5	5	5	5
אג"ח	78	76	66	60	54	63	62	56	53	50	15	13	10	7	4	15	13	10	7	4
מזה: לא סחירות	39	39	36	33	32	30	31	31	31	31	9	8	5	3	1	9	8	5	3	1
אשראי מהושבי חוץ	213	205	202	193	180	133	130	127	124	117	81	75	75	68	63	81	75	75	68	63
הלוואות	75	71	71	65	61	12	13	15	16	15	62	58	56	50	46	62	58	56	50	46
אג"ח	139	133	132	127	119	120	116	112	109	102	18	17	20	18	17	18	17	20	18	17
מזה: לא סחירות	43	44	45	43	39	43	44	45	43	39										
אשראי מהמגזר הפרטי	76	71	52	54	40	76	71	52	54	40	11	3	1	1	1	-	-	-	-	-
אג"ח סחירות	76	71	52	54	40	76	71	52	54	40	11	3	1	1	1					
סך האשראי	1,241	1,219	1,175	1,150	1,061	539	523	481	471	439	501	491	487	474	424	702	695	694	679	622
הלוואות	642	648	660	654	610	22	23	27	29	32	409	418	425	419	379	621	625	633	624	578
אג"ח סחירות	371	340	296	288	255	328	302	259	253	226	53	41	38	36	30	42	38	37	35	29
אג"ח לא סחירות	228	231	218	208	197	189	198	195	189	182	40	33	23	20	15	40	33	23	20	15

1. את מניותיו כי האשראי למגזר העסקי ניתן ברובו הגדול ממשיק הבית, המחזיקים את סחירות של המגזר העסקי באמצעות קרנות נאמנות, מחזלי חיקים ובאופן ישיר.
 2. כולל אג"ח מוגבלות ותעודות סל המחזקות מדדי אג"ח, אך לא כולל תעודות פיקדון שהתספים המוחזקים בהן מפקדים בסופו של דבר בבנקים.
 המקור: אגף שוק ההון באגף, מחנני בנק ישראל ועבודת החום היציבות הפיננסית.