

פרק ד'

שוק ניירות הערך

התשואות לפדיון, הן הנומינליות והן הריאליות, ירדו בשנת 2004 בשיעור מתון, לאחר ירידה חדה יחסית אשתקד. התשואות הנומינליות הגיעו לרמה ממוצעת הדומה לזו של סוף שנת 2001, והתשואות הריאליות הגיעו לרמה נמוכה יותר. במחצית הראשונה של השנה עלו תשואות האג"ח לטווחים הבינוניים והארוכים, ובמהלך המחצית השנייה ירדו התשואות בכל הטווחים, במיוחד הקצרים והבינוניים. בשוק המניות היו השנה עליות שערים מתונות – לעומת עליות חדות בשנת 2003 – תוך עלייה חדה של המחזורים במניות ובנגזרים על מדד המניות, לשיאים חדשים. גם בשוק המק"ם והאג"ח הממשלתיות עלו מחזורי המסחר השנה עלייה מרשימה, ורמתם הייתה גבוהה ביחס לשנים קודמות.

היקפי הפעילות בנכסים הפיננסיים הנגזרים אופיינו בשנת 2004 במגמה מעורבת: היקפי המסחר בנגזרי שער החליפין במערכת הבנקאית ובבורסה הצטמצמו, על רקע ירידה באי-הוודאות, שהשתקפה במחירי האופציות, והתנודתיות הנמוכה שאפיינה השנה את שער החליפין; לעומתם גדלו היקפי המסחר בנגזרי המניות הנסחרים בבורסה לניירות ערך, ובמיוחד היקפי הפעילות בנגזרי הריבית ובנגזרי מדד המחירים לצרכן המוצעים בבנקים. מסלוקת המעו"ף בבורסה לניירות הערך השיקה באפריל 2004 מערכת לבקרת ביטחונות (מב"ט) בזמן אמת, ומאפייניה יפורטו בסעיף 5. הממשלה צמצמה בשנה הנסקרת את הגירעון ואת גיוס ההון הסחיר המקומי נטו, ובמקביל עלו היקפי ההנפקות בשוקי האג"ח הקונצרניות, המניות ובני ההמרה עלייה חדה.

1. ההתפתחויות העיקריות

בשנת 2004 התמתנה המגמה של ירידת התשואות לפדיון, שאפיינה את האג"ח הנומינליות והריאליות לאורך מרבית שנת 2003. התשואות הנומינליות ירדו לרמה ממוצעת הדומה לרמתן הממוצעת בסוף 2001, והתשואות הריאליות – לרמה נמוכה יותר. התפתחות התשואות לא הייתה אחידה על פני השנה: עד מאי 2004 עלו תשואות האג"ח לטווחים הבינוניים והארוכים – הן הנומינליות והן הריאליות; ביוני נבלמה מגמת עלייתן של התשואות הארוכות, ובמהלך המחצית השנייה ירדו התשואות בכל הטווחים ובמיוחד הקצרים והבינוניים. השינויים בתשואות הושפעו השנה הן מגורמים חיצוניים והן מגורמים מקומיים: הגורמים החיצוניים עיקרם עלייה של תשואות האג"ח הארוכות בארצות הברית במחצית הראשונה של השנה, וירידתן במחצית השנייה. ההשפעות המקומיות העיקריות הן מדיניות ההפחתה ההדרגתית של הריבית המוניטרית, התבססות אמון הציבור במדיניות התקציב החותרת לצמצום הגירעון, קידום רפורמות החינויות לפיתוח שוק ההון והרחבה

הדרגתית של פעילות קופות הפנסיה בשוק ההון, בעקבות הרפורמה, לצד הצמצום בגירעון הממשלתי ובגיוס ההון המקומי – התפתחויות שתורמו לירידת התשואות. בשוק המניות היו בשנת 2004 עליות שערים מתונות, לעומת העליות החדות של 2003, תוך גידול המחזורים, ונקבעו שיאים חדשים. בכך נמשכה המגמה החיובית, שהחלה בחודש פברואר 2003, בניגוד למגמה של ירידות השערים ודלות מחזורי המסחר, שאפיינה את השנים 2001 ו-2002. גם בשוק המק"ם והאג"ח הממשלתיות נרשמה השנה עלייה מרשימה של מחזורי המסחר, ורמתם הייתה גבוהה ביחס לשנים קודמות. רמת איהוודאות לגבי ההתפתחויות בשוק המט"ח, כפי שהשתקפה בשוק הנגזרים, ירדה במהלך שנת 2004, וזאת בהמשך למגמה שהחלה עוד במחצית השנייה של 2003. בחודשים אפריל ומאי 2004, עם עליית שער החליפין של הדולר לעומת השקל וחששות לצמצום מהיר של פערי הריביות בין ישראל לארה"ב (כפי שמפורט בפרק ב'), נעצרה מגמת הירידה ברמת איהוודאות, וזו אף עלתה במקצת. ביוני התחדשה הירידה באיהוודאות, ונמשכה עד חודש ספטמבר, שבו היא הגיעה, על פי חלק מהאינדיקטורים המפורטים בהמשך, לרמה הנמוכה ביותר זה שנים. ברביע האחרון של 2004, עם ההתפתחויות בתחום המדיני ופרסום ההחלטה, בנובמבר, בדבר הפחתת הריבית המוניטרית בשתי עשירות אחוז, עלתה איהוודאות, ובכך קוּזו חלק מהירידה שהצטברה במהלך 2004. גם הצורך בהגנות משינויים בשער החליפין הצטמצם בשנה הנסקרת, והדבר התבטא בהיקפי המסחר בנגזרי שער החליפין ובהיקף הביקושים לאופציות הנמכרות במכרזי בנק ישראל. בנגזרים על מדד ת"א-25 עלה השנה המחזור הממוצע היומי לשיאים חדשים; בנגזרי הריבית נרשמה עלייה ממשית ביתרת הפוזיציות הפתוחות במערכת הבנקאית, אך בהשוואה בין לאומית היקפי המסחר בנגזרים אלו בישראל עדיין קטנים. במאסר החל בנק ישראל לבצע עסקות "ריפו" במק"ם מול התאגידים הבנקאיים וחברי הבורסה לניירות ערך. מכשיר זה אמור לתרום להמשך השכלול של שוק המק"ם ושוק נגזרי הריבית הקצרה, לשיפור התמסורת בין מערך הריביות במשק ולהתפתחותו של התיווך החוץ-בנקאי. צורכי המימון של הממשלה קטנו השנה כתוצאה מצמצום הגירעון, והדבר בא לידי ביטוי גם בצמצום גיוס ההון הסחיר נטו של הממשלה בשוק המקומי. הצמצום בגיוס זה בשנתיים האחרונות תמך בירידת התשואות בשוק האג"ח הממשלתיות ובהתרחבות גיוס ההון של המגזר הפרטי. בשוק האג"ח הקונצרניות נרשמה בשנת 2004 עלייה חדה בהיקפי ההנפקות, בהמשך להתעוררות בשוק הנפקת האג"ח האלה, שהחלה עוד ב-2002. עיקר העלייה בגיוס ההון באמצעות האג"ח הקונצרניות השנה היה בהנפקה של אג"ח סחירות. גם שוק הנפקת המניות ובני ההמרה עלה בשנת 2004 עלייה תלולה, עיקרה בהנפקות של תעודות סל. על אף המשך ההתאוששות בשוק המניות, גיוס ההון באמצעות אג"ח פרטיות היה גבוה מאשר במניות. הגיוס של חברות באמצעות אג"ח פרטיות בא בין היתר על רקע עלויות מימון נמוכות יחסית לחלופה של נטילת אשראי בנקאי.

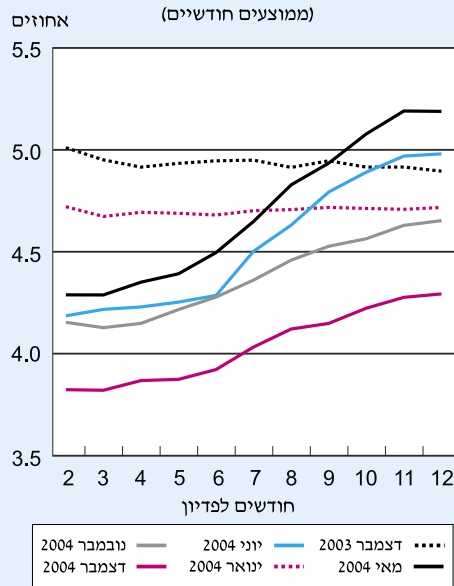
2. שוקי המק"ם ואיגרות החוב הממשלתיות

א. שוק המק"ם

(1) עקום התשואות לפדיון של המק"ם

המק"ם הוא אג"ח לא-צמודה, שאינה נושאת ריבית (קופון), המונפקת ונסחרת בניכיון, והטווח שלה לפדיון עד שנה. בנק ישראל מוכר מכשיר זה לציבור, כאחד הכלים לניהול

דיאגרמה ד'-1
עקום תשואות המק"ם,
דצמבר 2003 עד דצמבר 2004
(ממוצעים חודשיים)



המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית.

המדיניות המוניטרית. תשואות המק"ם לטווחים השונים מושפעות בעיקר מריבית בנק ישראל ומציפיות הציבור לגבי שינויים בה. התשואה לפדיון השנתית הממוצעת של המק"ם ירדה בשנת 2004 בשיעור של כ-1 נקודת אחוז לעומת דצמבר 2003 (דיאגרמה ד'-1). כך התמתנה מגמת הירידות של תשואות המק"ם, שהחלה בשנת 2003, והן הגיעו לרמות נמוכות מאלו של סוף 2001.

התפתחות עקום התשואות על פני השנה הנסקרת לא הייתה אחידה: תשואות המק"ם הקצרות לשלושה חודשים ירדו מתחילת השנה ועד מאי 2004 בכ-0.6 נקודת אחוז, לרמה של כ-4.3 אחוזים, על רקע הורדות ריבית בנק ישראל. לעומת זאת התשואות הארוכות לשנה עלו עד מאי בכ-0.3 נקודת אחוז, לרמה של כ-5.2 אחוזים, כך הפך שיפוע עקום המק"ם לחיובי. הפער בין תשואת המק"ם לשנה לבין ריבית בנק ישראל התרחב, ואילו הפער בין תשואת המק"ם לשלושה חודשים לריבית בנק ישראל הצטמצם, והדבר ביטא ציפיות לאי שינוי בריבית בנק ישראל בטווח הקצר ולעליית הריבית לקראת סוף השנה – בין היתר, על רקע ציפיות להעלאת הריבית בארה"ב. מחודש יוני עד ההודעה על הפחתת הריבית בנובמבר התמתנו הציפיות להעלאת הריבית בטווח של שנה, תשואות המק"ם לשלושה חודשים נותרו כמעט ללא שינוי ברמה של כ-4.2 אחוזים, ואילו התשואות הארוכות לשנה ירדו לכ-4.7 אחוזים – כל

זאת במקביל לאי השינוי בריבית בנק ישראל. כך התמתן שיפועו החיובי של העקום, והפער בין תשואת המק"ם לשנה לבין ריבית בנק ישראל הצטמצם. בדצמבר, בעקבות הורדת ריבית בנק ישראל, ירד עקום המק"ם בכל הטווחים. שיפוע העקום היה כמעט שטוח עד לטווח של שלושה חודשים ומעל לטווח זה הוא הפך חיובי, ושיקף ציפיות להורדת ריבית מתונה בטווח של 3 חודשים, ולהעלאה רק לאחר תום הרביע הראשון של 2005.

(2) הפעילות בשוק המק"ם

בסוף שנת 2004 עמדה יתרת המק"ם שבידי הציבור על כ-72 מיליארדי ש"ח (ללא בנקים – כ-66 מיליארדים). לעומת כ-55 מיליארדים בסוף שנת 2003. ההסרה של תקרת הכמות המותרת להנפקת המק"ם בפברואר 2002 איפשרה תהליך הדרגתי של החלפת פיקדונות הבנקים בבנק ישראל במק"ם. מאז ועד סוף 2004 עלתה יתרת המק"ם הממוצעת בכ-33 מיליארדי ש"ח, ויתרת הפיקדונות של הבנקים בבנק ישראל ירדה בכ-20 מיליארדים. ההחלפה של פיקדונות הבנקים בבנק ישראל – שאינם סחירים ומותרים רק לבנקים – במק"ם, הנסחר בשוק ההון על ידי כלל הציבור, מגבירה את יכולתם של קובעי המדיניות המוניטרית לשמור על יציבות מחירים תוך שינויים קטנים יחסית בריבית. (ראו תיבה ד'-1 בסקירה של המחלקה המוניטרית לשנת 2003). כמו כן החל בנק ישראל במאסר 2004 בהצעת מכרזי ריפו, כחלק מניהול המדיניות המוניטרית בכלי שוק. מדובר במכשיר מקובל וסחיר בשוקי ההון הבינלאומיים, המשמש בנקים מרכזיים רבים בעולם בניהול מדיניות הריבית. מכרזי הריפו של בנק ישראל מתקיימים פעמיים בחודש, ובהם מוכר הבנק מק"ם לתאגידים בנקאיים ולחברי הבורסה לניירות ערך ורוכש אותו בחזרה כעבור שבועיים. הכמות המוצעת למכירה החל מחודש יוני עומדת על 200 מיליוני ש"ח למכרז (בחודשים מארס עד מאי עמדה הכמות על 100 מיליוני ש"ח), והמשתתפים מתמודדים במכרז על הריבית שיקבלו מבנק ישראל.

בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, דין וחשבון 2004

לוח ד"1 מחזורי עסקאות יומיים ממוצעים במק"ם ובאיגרות החוב הממשלתיות, 2001 עד 2004 (מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)								
השנה	מק"ם		שחר	גילון	צמוד למדר	צמוד למט"ח	סך כל איגרות החוב	
	בבורסה	סך הכול					בבורסה	בבורסה ומחוץ לה
2001	183	205	148	73	84	66	371	497
2002	342	371	269	103	210	75	657	753
2003	452	489	295	116	198	35	644	697
2004	593	622	445	133	249	8	835	890

המקור: הבורסה לניירות ערך ועיבודי המחלקה המוניטרית.

לוח ד"2 התפלגות המחזיקים באיגרות החוב ובמק"ם, 2003 ו-2004¹ (אחוזים)										
	מק"ם		אג"ח לא-צמודות (שחר)		אג"ח צמודות למדר		אג"ח סחירות פרטיות		מניות ²	
	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003
הציבור: השקעה ישירה	41.8	42.4	16.6	17.9	18.5	16.9	44.5	21.4	69.7	69.2
קרנות הנאמנות	44.0	39.7	15.2	20.4	6.7	5.0	9.3	5.8	3.3	2.7
קופות הגמל	4.4	2.5	26.3	28.8	45.2	48.1	27.3	40.2	10.0	9.1
הבנקים	8.1	12.2	21.5	18.3	7.3	11.6	2.7	6.5		
תושבי חוץ	0.6	1.7	1.2	0.9	0.3	0.1	0.2	0.2	9.6	11.3
בנק ישראל/הממשלה									4.0	4.5
חברות הביטוח	0.9	1.3	16.2	12.7	12.7	14.7	11.4	19.5	2.6	2.9
קרנות הפנסיה	0.3	0.1	2.9	1.0	9.2	3.5	4.5	6.5	0.8	0.4
סך הכול ³	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

1 אומדן.
2 הממשלה מחזיקה את המניות במישרין.
3 לא כולל את בנק ישראל.
המקור: מאזני הבנקים, הבורסה לניירות ערך, אגף שוק ההון במשרד האוצר, המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ, ועיבודי המחלקה המוניטרית.

מכרזי הריפו שבוצעו במהלך השנה אופיינו בביקושים גבוהים, ובחלקם נקבעה ריבית נמוכה מהריבית האפקטיבית של בנק ישראל. כמו כן גיבש בנק ישראל הצעת חוק שתסדיר את התשתית החוקית לביצוע עסקאות כאלה. צעדים אלה הם חוליה נוספת בתהליך שמוביל בנק ישראל לאורך שנים לשכלולו של שוק המק"ם ולשיפור מנגנון התמסורת בין ריבית בנק ישראל למערך הריביות במשק. עם התבססות כלי זה וחיזוק התשתית החוקית לפעילות בו, ירחיב בנק ישראל את הפעילות בו, והוא עתיד לשמש כלי חשוב ומרכזי בניהול המדיניות המוניטרית ובשוק ההון הישראלי. (ראו תיבה 1 ברוח האינפלציה למחצית הראשונה 2004). הממוצע השנתי של מחזורי העסקאות היומיים במק"ם עלה בשנת 2004 בשיעור ניכר, ועמד על כ-620 מיליוני ש"ח, לעומת כ-490 מיליונים בשנת 2003 (לוח ד"1). זאת בהמשך למגמה החיובית של השנים האחרונות.

מבחינת התפלגות החזקות המק"ם (לוח ד"2) בלט השנה הגידול בשיעור החזקת המק"ם על ידי קרנות הנאמנות, שהגיע לכ-44 אחוזים לעומת כ-40 אחוזים, בסוף שנת 2003. לעומת זאת ירד חלקם של הבנקים במהלך השנה מכ-12 אחוזים בסוף שנת 2003 ל-8 אחוזים בסוף 2004.

תיבה ד"1: האינפורמציה הגלומה בעקום המק"ם

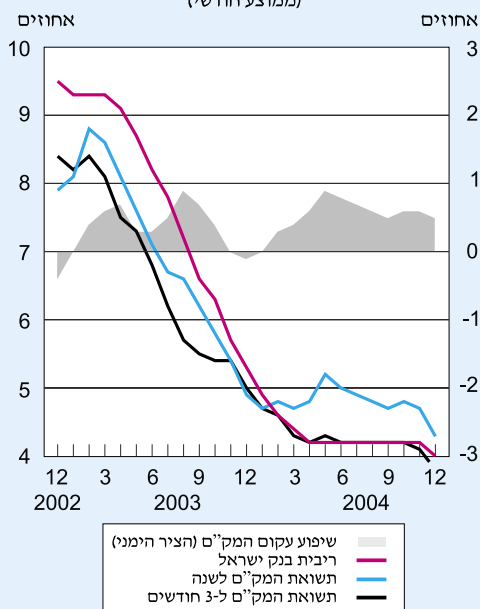
בחינת השינויים בשיפוע העקום של תשואות המק"ם מאפשרת לזהות את הכיוון והעוצמה של השינוי הצפוי בריבית בנק ישראל כפי שהוא נתפס לאורך זמן על ידי השחקנים בשוק המק"ם. בנק ישראל משתמש בשיעורי הריבית הנקבעים על ידי השוק כאינדיקטור חשוב למדיניות המוניטרית בישראל, שכן מגולם בהם מידע חשוב על ציפיות השוק אודות המדיניות המוניטרית העתידית. תשואות מק"ם העולות עם התארכות הטווח לפדיון (עקום בעל שיפוע חיובי) משקפות, בדרך כלל, פרמיית סיכון וציפיות של המשקיעים לעלייה בריבית בנק ישראל ובריביות השוק; ולהפך – תשואות מק"ם היוורדות ככל שמתארך הטווח לפדיון (עקום בעל שיפוע שלילי) משקפות ציפיות לירידת הריביות בעתיד. בתקופות של ציפייה לתחילת תהליך העלאה/הורדה של הריבית עקום המק"ם מקבל שיפוע תלול חיובי/שלילי שמשתטח ככל שתהליך ההעלאה/ההורדה תואם יותר את הציפיות וככל שהציפיות לשינוי בריבית קטנות.

היבט נוסף לדרך שבה השוק תופס את מדיניות הריבית מתבטא בפער בין תשואות המק"ם לשלושה חודשים ולשנה לבין ריבית בנק ישראל. בניתוח פער זה יש להתחשב ב"פער טבעי", המייצג פרמיית סיכון, ולכן נהוג להסתכל על השינוי בפער. חשיבותו של השינוי בפער בין תשואות המק"ם לריבית בנק ישראל היא בהיותו משקף מידע חשוב משוק הכספים על הדרך שבה השוק מעריך מדיניות זו. כך, ככל שהפער הזה גדול יותר – כך השוק צופה שריבית בנק ישראל הנוכחית תעלה או

תרד יותר (תלוי בכיוון הפער), בטווח הקצר, ובמילים אחרות: פער גדל מאות שרמתה הנוכחית של ריבית בנק ישראל אינה מתיישבת עם יציבות מחירים. לפיכך, אם התשואה לפדיון על המק"ם שונה מהותית מריבית בנק ישראל, ניתן לראות בכך איתות מהשוק שבנק ישראל לא יוכל להתמיד במדיניות הריבית הנוכחית ולשמור על יציבות המחירים גם יחד.

מתחילת השנה ועד מאי 2004 ירדו תשואות המק"ם הקצרות לשלושה חודשים (ירידה שעיקרה בשלושת החודשים הראשונים של השנה, במקביל להורדות ריבית בנק ישראל); ואילו התשואות הארוכות לשנה עלו. שינויים אלו הביאו להפיכת השיפוע של העקום לחיובי. בתקופה זו התרחב הפער בין תשואות המק"ם לשנה לבין ריבית בנק ישראל, בעוד שהפער בין תשואות המק"ם לשלושה חודשים לריבית בנק ישראל הצטמצם. התפתחויות אלה ביטאו ציפיות לאי שינוי בריבית בנק ישראל בטווח הקצר ולעליית הריבית בטווח של עד שנה, ואכן בנק ישראל הפסיק את תהליך ההורדות הריבית (דיאגרמה ד"2). במקביל לאי השינוי בריבית בנק ישראל, נותרו תשואות המק"ם לשלושה חודשים מיוני ועד אמצע נובמבר כמעט ללא שינוי, ברמה קרובה לריבית בנק ישראל, ואילו התשואות הארוכות לשנה ירדו. כך התמתן מעט שיפועו החיובי של העקום, והפער בין תשואות המק"ם לשנה לבין ריבית בנק ישראל

דיאגרמה ד"2
ריבית בנק ישראל, תשואות המק"ם
לשנה ולשלושה חודשים, ושיפוע העקום,
דצמבר 2002 עד דצמבר 2004
(ממוצע חודשי)



המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית.

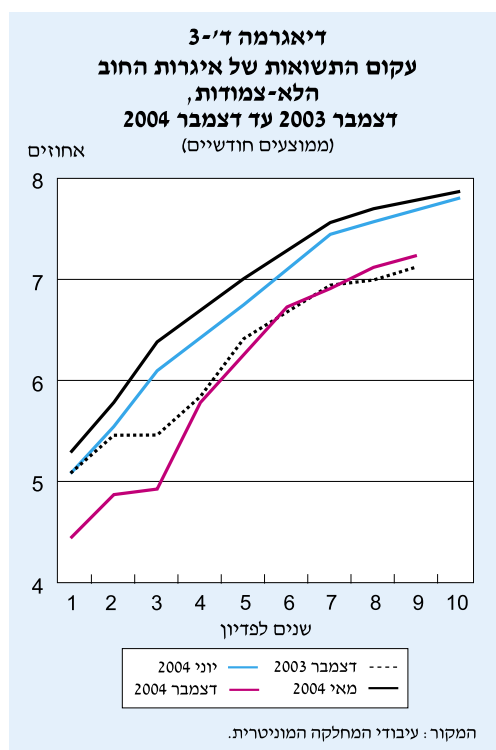
הצטמצם. התפתחויות אלה שיקפו התמתנות בציפיות להעלאת הריבית בטווח של שנה. בחודשים נובמבר ובמיוחד בדצמבר לאחר הורדת הריבית ב-0.2 נקודת אחוז, התאפיין העקום בשיפוע כמעט שטוח עד לטווח של שלושה חודשים, ומעל לטווח זה השיפוע הפך חיובי. ירידות כמעט זהות נרשמו בתשואות הקצרות והארוכות: התשואה ל-3 חודשים הגיעה לרמה נמוכה מעט מריבית בנק ישראל, והתשואה לשנה הייתה גבוהה במקצת מריבית זו – מצב המבטא ציפיות להמשך ההורדה המתונה של הריבית בחודשים הקרובים ולהעלאתה בטווח של שנה.

לשם השוואה: תחזיות החזאים הפרטיים לריבית היו דומות לאלה שנגזרו מעקום המק"ם. כך, בתחילת השנה חזו החזאים שהורדות הריבית ייפסקו עד חודש אפריל, ולאחר מכן – שהריבית לא תשתנה עד אוקטובר 2004, ותהליך של העלאה יחל לקראת סוף 2004. במהלך השנה דחו החזאים את מועד העלאות הריבית פעם אחר פעם, ובסוף שנת 2004 הם צפו כי העלאות הריבית לא יתחילו לפני אפריל 2005, ואף חזו המשך הורדת ריבית מתונה בינואר 2005.

המשך פיתוחו של שוק המק"ם הוא רכיב הכרחי בקידום התחרות והיעילות בשוק הון. ציון דרך מרכזי בהתרחבותו של שוק המק"ם בשנים האחרונות היה כאמור ביטול תקרת המק"ם בפברואר 2002: הסרת תקרת המק"ם מאפשרת החלפה של פיקדונות הבנקים בבנק ישראל, שהם לא-סחירים, במק"ם, הנסחר בבורסה, ותורמת להעמקת שוק המק"ם, ולהגדלת היעילות של המדיניות המוניטרית. גם ביצוע עסקאות "ריפו" במק"ם צפוי לתרום להמשך שכלולו של שוק המק"ם ולשיפור מנגנון התמסורת במערך הריביות במשק.

ב. שוק איגרות החוב הממשלתיות

המגמה של ירידת התשואות, שאפיינה את האג"ח הנומינליות והריאליות לאורך מרבית שנת 2003, נעצרה בינואר 2004. מפברואר עד מאי עלו תשואות האג"ח בעיקר בטווחים הבינוניים והארוכים. ביוני נבלמה עלייתן, ומאז ועד סוף השנה הן אף ירדו. עליית התשואות עד מאי נבעה מהשפעות חיצוניות, ונתמכה גם על ידי גורמים מקומיים. גורם מרכזי לעליית התשואות בארץ בתקופה זו היה עלייה של תשואות האג"ח בארצות הברית, ששיקפה ציפיות להעלאת הריבית שם במהלך שנת 2004, עקב ההתאוששות בפעילות והעלייה באינפלציה. לעליית התשואות תרמה גם עליית הסיכון הגיאופוליטי של משקים מתעוררים. בין הגורמים המקומיים שתמכו בעליית התשואות ניתן למנות את ההתאוששות בפעילות במהלך תקופה זו, ציפיות לגידול בהשקעות, ועליית הציפיות לאינפלציה ברביע הראשון של השנה. בתקופה זו עליית התשואות הארוכות הלא צמודות הייתה גדולה מעליית התשואות הארוכות הצמודות, דבר שביטא כנראה ציפיות לאינפלציה גבוהה יותר בעתיד. התפתחות זו נעוצה כנראה גם בהשפעה החזקה שהייתה לעליית התשואות של איגרות החוב בארה"ב על איגרות החוב הנומינליות בארץ. מיוני ועד סוף השנה נרשמה ירידה בתשואות הנומינליות והריאליות, בעיקר בטווחים הבינוניים והקצרים, וכך התלילו השיפועים החיוביים של העקומים. התשואות הקצרות ירדו אל מתחת לרמה ששררה בסוף 2003 ובשנים האחרונות, ואילו בטווחים הארוכים ירידת התשואות הייתה מתונה יותר, והן היו עדיין ברמה גבוהה במקצת מאשר בסוף 2003, אולם עד פברואר 2005 המשיכו התשואות הארוכות לרדת והגיעו לרמות נמוכות ביחס לשנים קודמות. ירידת התשואות במחצית השנייה של השנה באה על רקע ירידת התשואות ארוכות הטווח בארה"ב, למרות העלאות

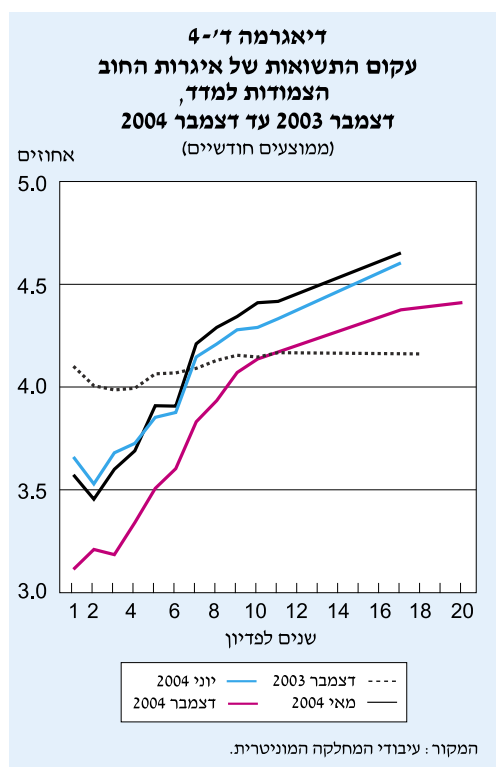


הריבית שם, ועל רקע גורמים מקומיים כגון ירידת הסיכון של ישראל, התבססות אמון הציבור במדיניות התקציבית ובנחישותה של הממשלה לצמצם את הגירעון. כמו כן נתמכה ירידת התשואות – בעיקר בטווחים הקצרים – בהורדת הריבית בארץ בדצמבר. עם הגורמים המקומיים שתמכו בירידת התשואות בשנת 2004 נמנה צמצום גיוס ההון הסחיר בד בבד עם הפסקת הנפקתן של אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה במסגרת הרפורמה.

(1) עקום התשואות לפדיון של איגרות החוב הלא-צמודות בריבית קבועה

"שחר" היא איגרת חוב ממשלתית לא-צמודה, הנושאת ריבית שנתית קבועה, ומונפקת לטווחים בינוניים וארוכים יחסית. עד מאי 2004 עלו תשואות ה"שחר" בעיקר בטווחים הבינוניים והארוכים, ואילו במחצית השנייה של השנה הן ירדו בכל הטווחים, בעיקר בקצרים ובבינוניים (דיאגרמה ד'-3).

התפתחות התשואות לא הייתה אחידה על פני השנה: הן עלו מחודש פברואר עד מאי, בעיקר בטווחים הבינוניים והארוכים, לרמות ממוצעות גבוהות בכ-0.9 ובכ-0.7 נקודת אחוז, בהתאמה, מאשר בסוף 2003. לעומת זאת בטווחים הקצרים הייתה עליית התשואות בתקופה זו מתונה יותר ולא רצופה. שינויים אלו הביאו להתלל שיפועו החיובי של העקום, ששיקפה ציפיות לריביות גבוהות יותר, לנוכח עלייה צפויה של הריביות בחו"ל. מחודש יוני ועד סוף השנה ירדו התשואות הנומינליות – בין היתר, על רקע ירידת התשואות ארוכות הטווח בארה"ב, למרות העלאות הריבית שם, וחדוש ההורדות של ריבית בנק ישראל בדצמבר. ירידת התשואות בטווחים הקצרים הייתה חדה יחסית, והן הגיעו לרמה ממוצעת של כ-4.7 אחוזים – נמוכה מהרמה של סוף 2003 ושל שנים קודמות. הירידה בטווחים הארוכים הייתה מתונה יותר, והן הגיעו לרמה של כ-7.2 אחוזים (דיאגרמה ד'-3). עד פברואר 2005 הוסיפו התשואות הארוכות לרדת והגיעו לרמה של 6.7 אחוזים, רמה הדומה לרמה של סוף 2001.



(2) עקום התשואות לפדיון של איגרות החוב הצמודות למדד

"גליל" היא איגרת חוב ממשלתית צמודה למדד, הנושאת ריבית שנתית קבועה, ומונפקת לטווחים ארוכים יחסית. עד מאי 2004 עלו התשואות בטווחים הבינוניים והארוכים, והתשואות בטווחים הקצרים ירדו. במחצית השנייה של השנה ירדו התשואות בכל הטווחים. בטווחים הקצרים והבינוניים הן הגיעו לרמה נמוכה מזו של סוף 2003 ושל שנים קודמות, ואילו בטווחים הארוכים הן היו עדיין גבוהות מאשר בסוף 2003 (דיאגרמה ד'-4). בפברואר 2005 הגיעו גם התשואות הארוכות לרמה נמוכה מזו של סוף 2003. שיפוע העקום הפך מכמעט שטוח בסוף 2003 לחיובי תלול במהלך השנה.

התפתחות עקום התשואות לא הייתה אחידה על פני השנה: התשואות הצמודות ירדו בינואר, בהמשך לירידתן לאורך מרבית שנת 2003. עיקר הירידה הייתה בטווחים הקצרים, ולכן שיפוע עקום התשואות הפך חיובי. מפברואר עד מאי עלו התשואות הריאליות לטווחים הבינוניים והארוכים. עליית התשואות הארוכות עד מאי הסתכמה ב-0.4 נקודת אחוז, והן הגיעו ל-4.7 אחוזים, בעוד שהתשואות הקצרות נותרו כמעט ללא שינוי ברמה של כ-3.5 אחוזים. כך התליל שיפועו החיובי של העקום. התפתחויות אלה באו בין היתר על רקע הצמיחה המואצת במשק במחצית הראשונה של השנה. מחודש יוני ועד סוף השנה נרשמה ירידה של העקום בכל הטווחים, התשואות הקצרות הגיעו לרמה ממוצעת של כ-3.2 אחוזים, נמוכה מזו של סוף 2003 ושל שנים קודמות, והארוכות – לרמה של כ-4.4 אחוזים, גבוהה מהרמה של סוף 2003. ירידת התשואות מיוני הושפעה בין היתר מהערכות כי הצמיחה תתמתן במחצית השנייה של השנה, וכן מנתונים שלפיהם הוצאות הממשלה נמוכות מהצפוי. עד פברואר 2005 הוסיפו התשואות לרדת והגיעו לרמה של כ-4.2 אחוזים בטווחים הארוכים, רמה נמוכה ביחס לשנים קודמות.

(3) הפעילות בשוק איגרות החוב

התפתחות התשואות בשוק האג"ח בשנה הנסקרת לוותה בעלייה של מחזורי המסחר (לוח ד"1). בלטה עליה ניכרת של מחזורי המסחר באג"ח הלא-צמודות מסוג "שחר", בהמשך למגמת עלייתם בשנים האחרונות. המסחר היומי הממוצע בבורסה ומחוץ לה ב"שחר" הסתכם ב-2004 בכ-470 מיליוני ש"ח, לעומת כ-315 מיליונים בשנת 2003, וכ-150 מיליונים בשנת 2001. לעומת גידול זה, האג"ח הלא-צמודות בריבית משתנה – "גילון" – היו גם השנה הרבה פחות סחירות מן ה"שחר". נראה שהמשקיעים מעדיפים השקעה באג"ח המשלמות ריבית קבועה על פני האג"ח מסוג "גילון", שתקבוליהן העתידיים אינם ידועים. (ראו פרק א'). באג"ח הצמודות למדד עלו השנה מחזורי המסחר, לאחר ירידה מסוימת בשנת 2003: מחזורי המסחר היומיים הממוצעים באיגרות החוב הצמודות למדד בבורסה ומחוץ לה הסתכמו בשנת 2004 בכ-260 מיליוני ש"ח, לעומת כ-215 מיליונים בשנת 2003. מחזורי המסחר בשוק האג"ח, למרות גידולם, עדיין נמוכים יחסית לעולם. הרפורמות בשוק ההון, המכוונות להקטין את הדומיננטיות של הבנקים הגדולים בשוק זה, אמורות לתרום להעמקת הסחירות של האג"ח. כמו כן חשוב לשלב עושי שוק, שיפעלו בשוק המשני של האג"ח, דבר האמור אף הוא להגדיל את סחירותן, אולם יש חשיבות לאופן ההסדרה של פעילותם בשוק. (ראו פרק א' ותיבה ד"1 בסקירה המוניטרית לשנת 2003).

(4) התפלגות ההחזקות באיגרות החוב

בחינת הרכב ההחזקות באג"ח הלא-צמודות מסוג "שחר" מגלה כי בשנת 2004 הגדילו הבנקים, חברות הביטוח וקרנות הפנסיה את השקעתם בהן – בעיקר על חשבון קרנות הנאמנות (לוח ד"2). גידול חלקם של הבנקים בהחזקת ה"שחר" הוא המשך למגמה של השנים האחרונות: חלקם עלה מכ-7 אחוזים בתחילת העשור לכ-21.5 אחוזים השנה. גידול חלקן של קרנות הפנסיה, שהגיע השנה לכ-3 אחוזים, לעומת אחוז אחד בלבד בסוף 2003 ולעומת שיעורים אפסיים בתחילת העשור, נבע ככל הנראה מהשפעת הרפורמה בקרנות אלו. את הירידה בחלקן של קרנות הנאמנות בהחזקת אג"ח "שחר" ניתן להסביר בצבירה נמוכה מאשר בשנה הקודמת בקרנות השקליות. נראה כי הקרנות העדיפו לממש בעיקר נכסים נומינליים ארוכי טווח, ולעומת זאת הגדילו את חלקן בהחזקות המק"ם. באג"ח הצמודות למדד (לוח ד"2) בלטה עליית חלקיהן של קרנות הפנסיה, קרנות

פרק ד', שוק ניירות הערך

הנאמנות והציבור, על חשבון חלקיהם של הבנקים וחברות הביטוח, שירדו. את עליית משקלן של קרנות הנאמנות באיגרות אלה ניתן אולי להסביר בצבירה החיובית שהתרכזה בקרנות המתמחות בהשקעה באג"ח ובאג"ח מדינה. העלייה החדה בחלקן של קרנות הפנסיה באג"ח הצמודות, וכן בלא צמודות מסוג "שחר", החל מסוף 2003, מוסברת בהפניית הקרנות לשוק ההון בעקבות הרפורמה בקרנות הפנסיה: ההשקעה של קרנות הפנסיה באיגרות חוב צמודות למדד הסתכמה השנה בכ-9.8 מיליארדי ש"ח לעומת כ-3.5 מיליארדים בסוף 2003, ובאיגרות חוב מסוג שחר בכ-2.3 מיליארדים לעומת כ-0.7 מיליארד בהתאמה. קופות הגמל וקרנות ההשתלמות מחזיקות את חלקן העיקרי של האג"ח הצמודות למדד – כ-45 אחוזים. הריכוז של החזקת אג"ח צמודות למדד בידי קופות הגמל מוסבר בטווח השקעתן הארוך. משקלן של החזקות המשקיעים הזרים באג"ח היה ב-2004 נמוך, כ-1.5 אחוזים, כמו בשנים הקודמות, דבר המעיד על חוסר אטרקטיביות של שוק האג"ח הישראלי בעיני המשקיעים הזרים. עם זאת חלקם של המשקיעים הזרים ב"שחר" גדל השנה והיה גבוה מאשר באג"ח הצמודות למדד. שילובם של עושי שוק בשוק המשני עשוי לתרום להגדלת הסחירות של איגרות החוב בישראל ולהרחבת היקף המחזיקים בהן בחו"ל, למרות ניסיון של מספר מדינות מפותחות, שבהן השוק המשני עמוק דיו גם ללא עושי שוק רשמיים.

(5) גיוס ההון הממשלתי המקומי

גיוס ההון ברוטו של הממשלה הסתכם בשנת 2004 בכ-40 מיליארדי ש"ח (לוח ד"3), לעומת תכנון (הצעת תקציב) של 40.5 מיליארדים, מתוכו גיוס הון מקומי סחיר ברוטו של

לוח ד"3								
גיוס ההון הממשלתי לשנים 2002 עד 2004								
(ערכים כספיים, מיליארדי ש"ח)								
הצעת התקציב	2004					2003	2002	
	2004	IV	III	II	I			
1. עודף (+) / גירעון (-) כולל (ללא מתן אשראי)	-20.6	-20.4	-9.8	-3.3	-7.4	0.1	-27.7	-19.3
2. עודף (+) / גירעון (-) מקומי (ללא מתן אשראי)	-17.4	-17.4	-9.2	-2.1	-5.0	-1.1	-26.6	-19.2
3. גיוס הון נטו כולל (מקומי+חו"ל) (8+4=3)	21.0	20.8	7.7	2.7	4.3	6.1	29.4	21.7
4. גיוס הון נטו מקומי (כולל הפרטה)	12.4	13.0	3.4	2.6	2.6	4.4	22.7	24.3
מזה: סחיר	20.1	18.4	4.7	4.6	3.6	5.5	19.1	21.5
5. גיוס הון מקומי ברוטו								
סחיר	37.5	36	5.5	7.0	10.4	13.0	44.4	44.9
לא-סחיר	3.0	3.8	0.6	2.3	0.2	0.7	13.1	12.1
סך הכול	40.5	39.8	6.1	9.4	10.6	13.7	57.5	57.1
6. הפרטה	2.6	1.0	0.2	-0.2	0.5	0.5	0.3	0.35
7. פדיונות (קרן) מקומי								
סחיר	17.4	17.6	0.8	2.5	6.8	7.5	25.3	23.5
לא-סחיר	8.2	10.2	2.1	4.1	1.6	2.3	9.8	9.7
סך הכול	30.7	27.8	2.9	6.6	8.5	9.8	35.1	33.2
8. גיוס הון נטו בחו"ל	8.6	7.8	4.3	0.1	1.7	1.7	6.7	-2.6
9. הזרמה (-) / ספיגה (+) (2+4=9)	-5.0	-4.4	-5.8	0.5	-2.4	3.3	-3.9	5.1
1 לא כולל ביטוח לאומי.								
המקור: נתוני משרד האוצר, ועיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.								

1 אומדן של המחלקה המוניטרית.

בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, דין וחשבון 2004

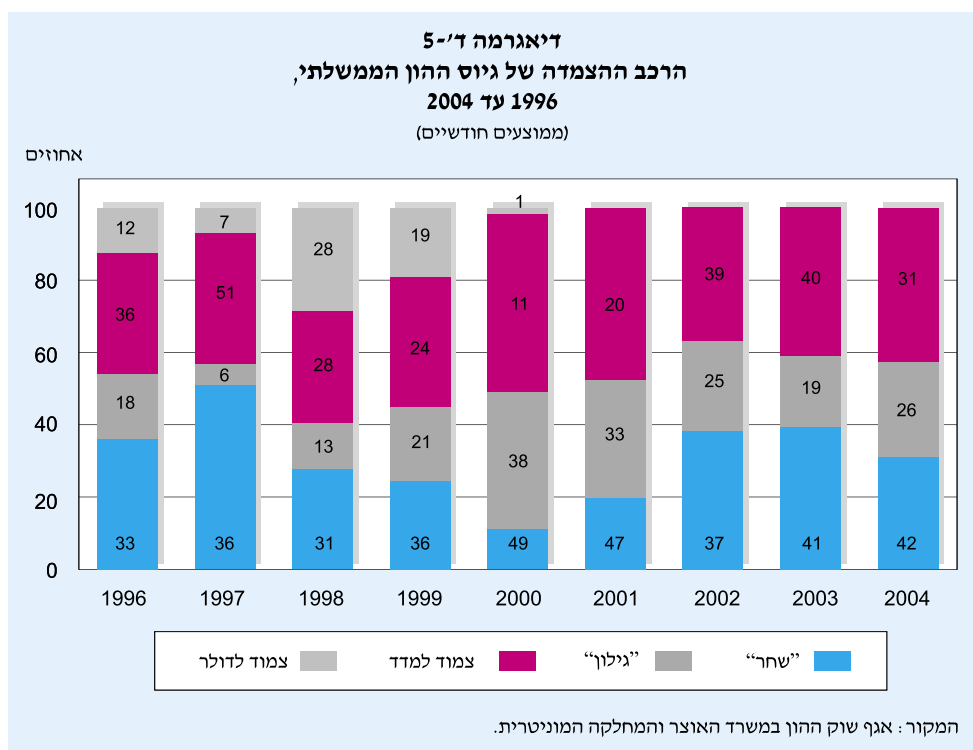
כ־36 מיליארדים וגיוס הון לא-סחיר מקומי ברוטו של כ־3.8 מיליארדים, ירידה של כ־10 מיליארדים לעומת 2003. אחת הסיבות לירידה בגיוס ההון המקומי השנה הייתה הצמצום בגירעון.

במהלך השנה הפריטה הממשלה בהיקף של כמיליארד ש"ח – עיקרם מכירת מניות "צים", "בזק" ו"בל"ל.

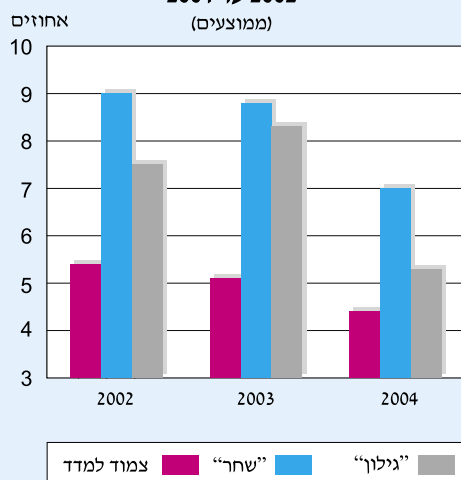
בשנת 2004 גייסה הממשלה בחו"ל, נטו, כ־7.8 מיליארדי ש"ח, וזאת לעומת גיוס של כ־6.7 מיליארדים בשנת 2003 ולאחר הנפקות זעומות בחו"ל בשנים 2001 ו־2002. צמצום הגירעון השנה איפשר לממשלה לצמצם גם את גיוס ההון המקומי הסחיר. כך הסתכם הגיוס הסחיר נטו בשוק המקומי השנה בכ־18.4 מיליארדי ש"ח, לעומת כ־19 מיליארדים בשנת 2003 ולכ־21.5 מיליארדים בשנת 2002, וזאת בניגוד למגמת עלייתו בשנים 2001 ו־2002. הצמצום בגיוס ההון המקומי איפשר התרחבות של שוק ההנפקות הפרטיות.

גיוס ההון של הממשלה בשנת 2004 היה מורכב מ־42 אחוזים אג"ח לא־צמודות בריבית קבועה, 31.4 אחוזים אג"ח צמודות למדד בריבית קבועה ו־26.3 אחוזים אג"ח לא־צמודות בריבית משתנה. בהמשך למגמה שאפיינה את שנת 2003, עלה בשנה הנסקרת משקלו של גיוס ההון הלא־צמוד בריבית קבועה בסך גיוס ההון הממשלתי הסחיר (דיאגרמה ד'־5), והתארך הטווח־לפדיון של איגרות החוב הממשלתיות בהנפקה, הן הצמודות למדד והן הלא־צמודות בריבית קבועה.

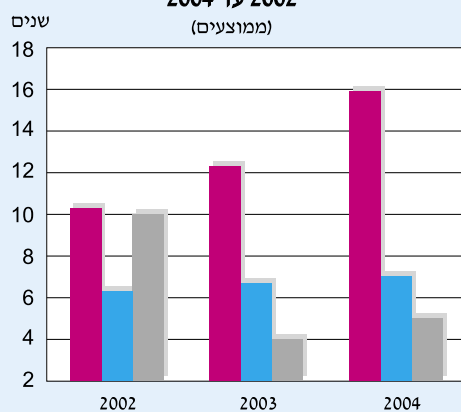
השינויים בהרכב גיוס ההון על פי ההצמדה: עליית משקלו של גיוס ההון באמצעות אג"ח לא־צמודות בריבית קבועה, "שחר", בסך גיוס ההון הסחיר השנה וירידת משקלו של האג"ח הצמודות למדד ביטאו חזרה למגמה של השנים האחרונות (למעט שנת 2002), שבהן, בעקבות התבססות האינפלציה הצפויה ברמה נמוכה, משקלו של האג"ח מסוג "שחר" בגיוס ההון הסחיר היה הגבוה ביותר.



דיאגרמה ד'-6
א. העלות של איגרות החוב הממשלתיות,
2002 עד 2004
(ממוצעים)



ב. הגיול של איגרות החוב הממשלתיות
2002 עד 2004
(ממוצעים)



המקור: אגף שוק ההון במשרד האוצר ועיבודי המחלקה המוניטרית.

השנה הגדילה הממשלה את משקל האג"ח הלא-צמודות הנושאות ריבית משתנה מסוג "גילון" בגיוס ההון הסחיר, וזאת בניגוד למגמת הצמצום של משקל איגרות אלה בשלוש השנים הקודמות. חשוב להמשיך ולצמצם את ההנפקה של אג"ח אלה, עד להפסקתה – בין היתר מפני סחירות הנמוכה. זאת בהמשך למדיניות הממשלה בעבר, שבמסגרתה הופסקה ההנפקה של אג"ח מסוימות – למשל איגרות צמודות למדד המחירים לצרכן הנושאות ריבית משתנה מסוג "כפיר" ואיגרות צמודות לדולר הנושאות ריבית משתנה מסוג "גלבווע".

השינויים בהרכב גיוס ההון על פי הטווח-לפדיון: בשנת 2004, על רקע התבססות התשואות ברמות נמוכות, דבר המוזיל את עלויות גיוס ההון, האריכה הממשלה את הטווח של גיוס ההון המקומי הסחיר, בהמשך למגמה של שנת 2003. הממשלה הנפיקה את האיגרות מסוג "שחר", בסדרות הסמן לטווחים של 5 ו-10 שנים, ואת האיגרות מסוג "גליל", בסדרות הסמן ל-10 ול-20 שנה. כך הגיע הטווח הממוצע של גיוס ההון הממשלתי הלא-צמוד בריבית קבועה, בעת ההנפקה, בשנת 2004 לכ-7 שנים, והטווח של גיוס ההון הממשלתי הצמוד בריבית קבועה הגיע לכ-16 שנים, לעומת כ-6.7 ו-12.3 שנים, בהתאמה, בשנת 2003, וכ-6.3 וכ-10.3, בהתאמה, בשנת 2002 (דיאגרמה ד'-6).

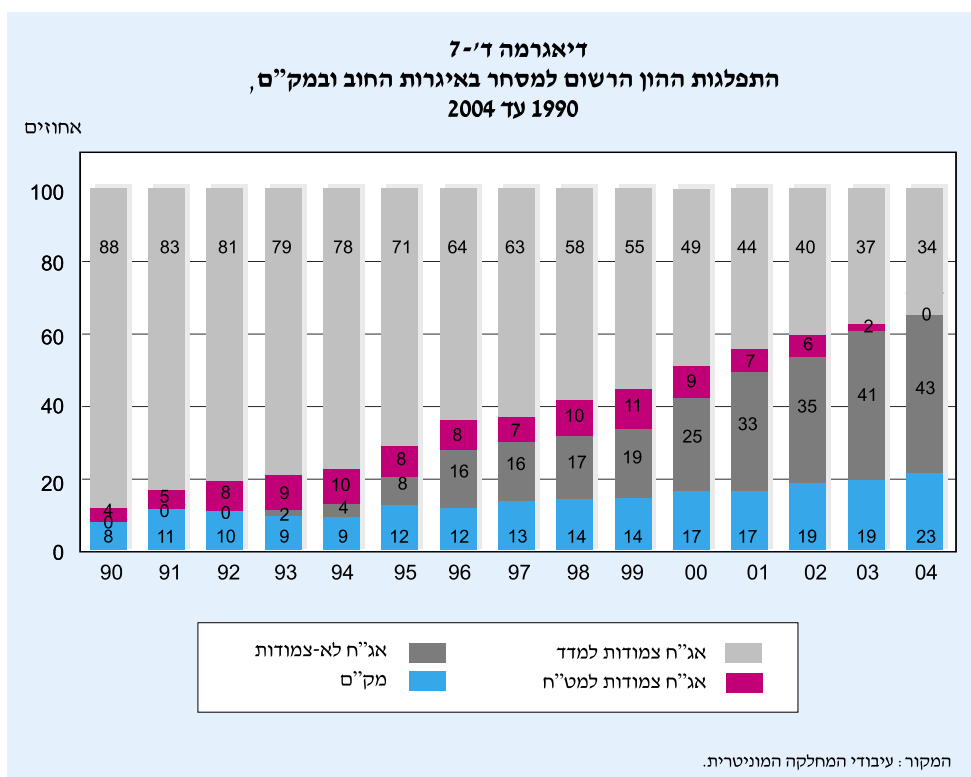
6) התפלגות ההון הרשום למסחר של איגרות החוב

בשנת 2004 עלה חלקם של המק"ם והאג"ח הלא-צמודות בסך ההון הרשום למסחר, על חשבון חלקן של האג"ח הצמודות למדד והצמודות למט"ח, שירד. זאת בהמשך למגמה ששררה בשנים האחרונות (דיאגרמה ד'-7).

משקל האג"ח הלא-צמודות הלך ועלה מכ-8 אחוזים באמצע שנות התשעים לכ-43 אחוזים ב-2004. משקל האג"ח הצמודות למדד ירד מכ-70 אחוזים באמצע שנות התשעים לכ-34 אחוזים ב-2004. עליית חלקן של האג"ח הלא-צמודות בסך ההון הרשום למסחר בשנת 2004 וירידת חלקן של האג"ח הצמודות למדד נבעו

בין היתר מהתבססות האינפלציה ברמה נמוכה ומהשינוי בהרכב גיוס ההון של הממשלה – גידול חלקן של האג"ח הלא-צמודות בגיוס ההון הסחיר וירידת חלקן של האיגרות הצמודות למדד.

בשנת 2004 נפרדו כמעט עד תום האג"ח הצמודות למט"ח מסוג "גלבווע". הנפקת אג"ח צמודות לדולר החלה בתחילת שנות השמונים ונמשכה עד תחילת שנת 2000, שבה הפסיקה הממשלה את הנפקתן. במהלך השנה פקעו שתי סדרות של "גלבווע", בהיקף של כ-1.2 מיליארדי דולרים, וסדרה נוספת, בהיקף זעיר, תיפדה בשנת 2010. המגזר הפרטי יצר תחליפים לנכסים אלה. (ראו סעיף 3' להלן – הנפקות של אג"ח קונצרניות הנסחרות בבורסה.)



3. שוק איגרות החוב הקונצרניות²

במהלך שנת 2004 גייסו תאגידים ישראליים באמצעות הנפקת אג"ח קונצרניות בבורסה לניירות ערך בתל אביב ובאמצעות הנפקות פרטיות מחוץ לבורסה סכום כולל של כ-33 מיליארדי ש"ח, וזאת לעומת 17.8 מיליארדים במהלך שנת 2003 (לוח ד'-4). עיקר הגידול של גיוס ההון באמצעות אג"ח קונצרניות היה בהנפקה של אג"ח סחירות.

ההתעוררות בשוק הנפקת האג"ח הקונצרניות החלה עוד ב-2002, והתגברה בשנים 2003 ו-2004, על רקע שמרנות והקשחת תנאי האשראי במערכת הבנקאית, התהליך המתמשך של ירידת הריבית במשק, הצטמצמות של פערי התשואות בין איגרות החוב הקונצרניות לממשלתיות, והעלות הנמוכה של גיוס זה יחסית לנטילת אשראי מהבנקים. תמכו בהתעוררות גם צמצום גיוס ההון של הממשלה בשוק המקומי, שאיפשר את הגדלת ההנפקות של המגזר הפרטי, השינויים בכללי ההשקעה של המשקיעים המוסדיים, שהגדילו את ביקושיהם למכשירים אלה, והשוואת תנאי המיסוי של האג"ח הפרטיות לאלה של הפיקדונות בבנקים, שקודם לכן היו פטורים ממס. ואולם, על אף ההתעוררות היחסית בשוק האג"ח הקונצרניות, הפעילות בשוק זה בישראל עדיין אינה מפותחת הן יחסית לרמת הפעילות בשוק האג"ח הממשלתיות והן יחסית לשווקים מקבילים במדינות מפותחות.

א. הנפקות של איגרות חוב קונצרניות הנסחרות בבורסה
עיקר הגידול של גיוס ההון באמצעות אג"ח היה בהנפקה (כולל הקצאה) של אג"ח סחירות,

2 אומדני המחלקה המוניטרית.

לוח ד"4 הנפקת איגרות חוב ומניות - המגזר הפרטי, 2000 עד 2004 (מיליארדי ש"ח)					
2004	2003	2002	2001	2000	
22.2	3.6	3.0	6.9	8.4	מניות ובני המרה ¹
16.9	1.0	0.0	1.8	0.4	מזה: תעודות סל
21.3	6.2	4.2	2.7	0.3	איגרות חוב סחירות
10.7	2.7	0.3			מזה: איגרות חוב מובנות ותעודות פיקדון
11.8	11.6	5.3	3.4	2.2 ²	איגרות חוב לא-סחירות ³
33.1	17.8	9.5	6.0	2.5	סך כל איגרות החוב
55.3	21.4	12.5	12.9	10.9	סך הכול
27.7	17.7	12.2	11.1	10.6	מזה: מניות, בני-המרה ואיגרות חוב למימון פעילות המגזר העסקי
27.6	3.7	0.3	1.8	0.4	ניירות ערך אחרים (תעודות סל, תעודות פיקדון, ואיגרות חוב מובנות)
1 לא כולל הנפקות בחו"ל, איגרות חוב לא-סחירות להמרה והצעות מכר של מדינת ישראל.					
2 הקצאה פרטית של "טבע" בארה"ב, איגרות חוב לא-סחירות להמרה.					
3 כולל "רצף מוסדיים", החל מהשקתו במאי 2004.					
המקור: הבורסה לניירות ערך ואומדני המחלקה המוניטרית.					

שהיקפה הגיע בשנת 2004 לכ-21 מיליארדי ש"ח, גבוה מכל סכום שגויס בבורסה של תל אביב בשנה קלנדרית שלמה מאז ראשית שנות התשעים. בלטו בשנת 2004 ההקצאות של אי.די.בי. פיתוח וחברת החשמל, שגייסו בדרך זו כמיליארד ש"ח כל אחת. עם זאת, עיקר הגידול מוסבר בגידול ההנפקות של אג"ח מובנות, שהסתכמו השנה בכ-10.7 מיליארדי ש"ח, לעומת 2.7 מיליארדים בלבד אשתקד. בעוד שהנפקת אג"ח משמשת למגזר העסקי הלא-פיננסי מקור מימון חלופי לאשראי בנקאי והן בעיקרן צמודות למדד, הגיוסים באמצעות אג"ח מובנות אינם מהווים מקור מימון, שכן כספי הגיוס מופקדים בדרך כלל בבנקים בארץ או בחו"ל ומשמשים ביטחון לפירעון האג"ח המונפקות. ההנפקות המובנות בשוק ההון הישראלי בשנים האחרונות היו בדרך כלל צמודות למט"ח והונפקו, בין היתר, כתחליף לאג"ח הממשלתיות מסוג "גלבוץ", שהגיעו בהדרגה לפירעון כמעט מוחלט. מתברר אפוא, שביכולתו של המגזר הפרטי להציע נכסים צמודים לדולר, כשיש להם ביקוש, ואין הכרח שהממשלה תעשה זאת.

שוק האג"ח הקונצרניות הנסחרות בבורסה מהווה כ-13 אחוזים בלבד מסך שוק האג"ח הסחירות והמק"ם. בשנת 2004 הציבור היה המחזיק העיקרי באיגרות אלה, וזאת בניגוד לשנים הקודמות שבהן המחזיקים העיקריים באיגרות אלה היו קופות הגמל וקרנות ההשתלמות; חלקן של אלה בסך ההחזקות ירד מ-40 אחוזים בשנת 2003 (ומכ-60 אחוזים ב-1998) לכ-27 אחוזים השנה (לוח ד"2).

מחזורי המסחר הממוצעים באג"ח הקונצרניות גדלו השנה – אולם, בדומה לשנים קודמות, ממוצע מחזורי המסחר היומיים בהן היה נמוך. על רקע הסחירות הנמוכה בשוק זה, רבות מהחברות עדיין תלויות במידה רבה יחסית באשראי בנקאי – במיוחד חברות קטנות ובינוניות בענפים המסורתיים, שאין ביכולתן לגייס הון בחו"ל. שכלול שוק האג"ח הקונצרניות יכול לתרום לשכלול שוק ההון ולספק מסגרת אשראי חוץ-בנקאי.

ב. הנפקות פרטיות של איגרות חוב קונצרניות לא סחירות

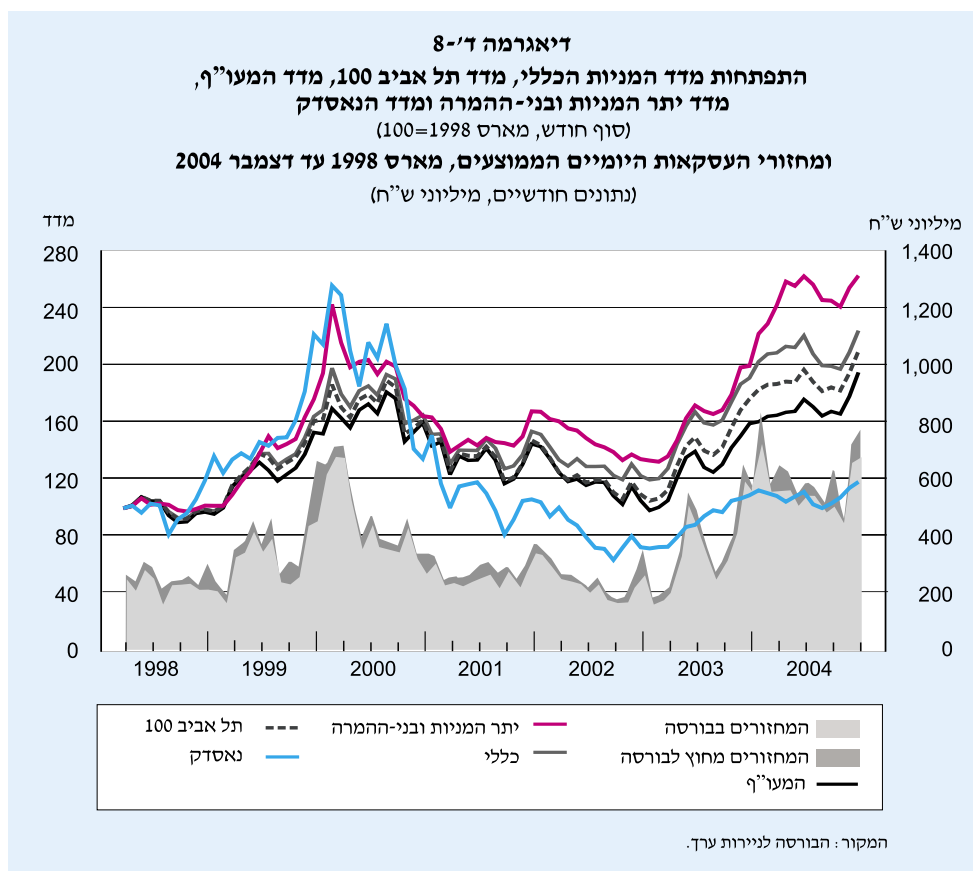
קצב הגידול של הנפקת אג"ח לא סחירות בשנת 2004 התמתן, והיקפן הגיע לכ-11.8

בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, דין וחשבון 2004

מיליארדי ש"ח. זאת לאחר שב-2003 גדלו הנפקות אלה פי שניים ויותר, עד לרמה של כ-11.6 מיליארדים (לוח ד-4). האג"ח הלא-סחירות מונפקות בדרך כלל למשקיעים מוסדיים, הרוכשים אותן על אף חסרון הנזילות שלהן, שכן ההשקעה בהן נרשמת בספריהם על פי העלות המותאמת ולא חושפת אותם לתנודתיות בתשואות. מצב זה צפוי להשתנות: החל מאפריל 2005 תירשם גם ההשקעה באג"ח לא-סחירות על פי שווי השוק.

הנפקות האג"ח של המגזר הפרטי צמודות ברובן (כ-90 אחוזים) למדד, ומיעוטן צמודות למט"ח. זאת, בין השאר, משום שמרבית המחזיקים באג"ח של המגזר הפרטי הם משקיעים לטווח ארוך – בעיקר קופות גמל, חברות ביטוח וקרנות פנסיה – המעדיפים השקעה בנכסים צמודים למדד. בנקים מגייסים בדרך זו כתבי הון נדחים לצורך הגדלת בסיס ההון ועמידה במגבלת יחס ההון המזערי.

הבורסה לניירות ערך השיקה בחודש מאי מערכת מסחר באג"ח אלה המונפקות למשקיעים מוסדיים, למעט קרנות נאמנות, ללא תשקיף. המסחר הממוחשב מתנהל בשיטה דומה לזו של המסחר באג"ח שהונפקו לציבור, אולם הגישה אליו אפשרית רק למשקיעים מוסדיים. מטרת המערכת היא לשפר את הנזילות באג"ח שלא הונפקו לציבור, ובכך לגוון את מקורות המימון של חברות, ולתרום לשכלול שוק האשראי. נוסף על כך, אם בעתיד יתאפשר גם לקרנות הנאמנות להשקיע בניירות הערך הרשומים למסחר באמצעות מערכת זו, יגדל מיגוון המשקיעים בניירות הלא סחירים, דבר שעשוי לתרום להתפתחות שוק זה.



4. שוק המניות

בשוק המניות נרשמו בשנת 2004 עליות שערים מתונות – לעומת עליות חדות בשנת 2003 – שלוו בגידול חד של המחזורים. זאת בניגוד למגמה של ירידות השערים ודלות מחזורי המסחר, אשר אפיינה את השנים 2001 ו-2002 (דיאגרמה ד"8).

מדד המניות הכללי ומדד תל אביב 100 עלו בשנת 2004 בכ"9-18 אחוזים, ומדד המעו"ף עלה בכ"23 אחוזים, המשך לעליות של 60-50 אחוזים בשנת 2003. עליות גבוהות במיוחד נרשמו בחודשיים האחרונים של השנה, והשערים הגיעו לרמת שיא חדש, על רקע העליות

בנאסד"ק, רכישת מניות על ידי תושבי חוץ, הורדת הריבית של בנק ישראל וסיכוי לתפנית חיובית המסתמנת בסכסוך הערבי-ישראלי. (השיא הקודם נרשם בשנת 2000, לפני מהומות אוקטובר, והמשבר בתחום הטכנולוגיה העילית). עליות השערים השנה הקיפו כמעט את כל הענפים (דיאגרמה ד"9), ובלטו בבנקים המסחריים ובחברות ההשקעה. במקביל עלה השנה מדד הנאסד"ק בארה"ב בכ"9 אחוזים, לאחר עלייה חדה של כ"50 אחוזים בשנה הקודמת. השפעת השוק האמריקני על השוק הישראלי חזקה במיוחד, בין היתר בגלל חברות הרשומות רישום כפול.

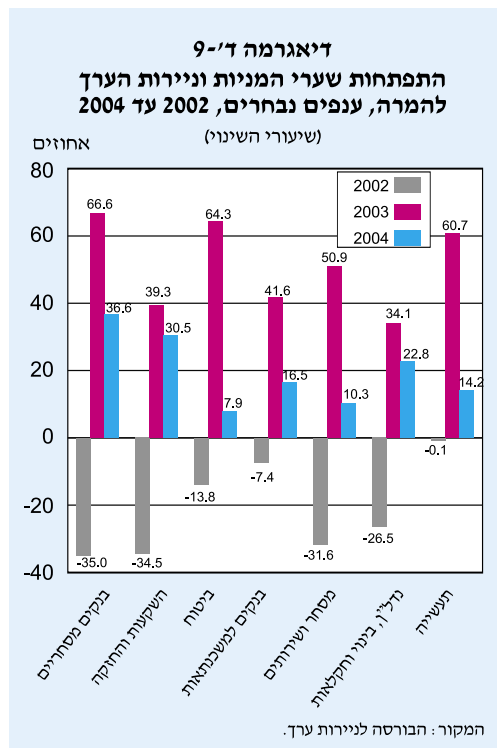
סך הון המניות הרשום למסחר עלה והגיע בשנת 2004 לכ"400 מיליארדי ש"ח, לעומת כ"308 מיליארדים בשנת 2003 וכ"202 מיליארדים בשנת 2002, על רקע עליית מחירי המניות. עליות השערים לוו בגידול חד של מחזורי המסחר, בהמשך למגמה שאפיינה את השנה הקודמת, ורמתם היומית הממוצעת של המחזורים עמדה על כ"660 מיליוני ש"ח, לעומת כ"370 מיליונים בשנת 2003 וכ"240 מיליונים בשנת 2002 (דיאגרמה ד"8). בינואר ובדצמבר נרשמו מחזורי שיא – הגבוהים ביותר מאז השיא של ינואר 1994. עם זאת מחזורי המסחר עדיין נמוכים מן המקובל בעולם.

שיעור ההחזקות של משקיעים זרים במניות עמד בסוף 2004 על כ"9.6 אחוזים ממלאי המניות (לוח ד"2), וההשקעות הפיננסיות (ההחזקות ללא בעלי העניין) עלו השנה לכ"4.2 אחוזים

לעומת כ"3.5 אחוזים בסוף 2002 – על רקע ירידת הסיכון של המשק הישראלי ביחס לשווקים מתעוררים בעולם בשנתיים האחרונות. שיעור זה גדול משיעור ההחזקות של משקיעים זרים באפיקים האחרים. הממשלה הקטינה את חלקה בהון הרשום ל"4 אחוזים, לעומת כ"4.5 אחוזים בסוף 2003 – בין היתר על ידי הפרטה של מניות "בזק".

שוק הנפקת המניות ובני ההמרה התעורר בשנת 2004, והיקף הגיוסים³ הגיע לכ"22 מיליארדים, לעומת כ"3.6 מיליארדים במהלך 2003 (לוח ד"4). ההתאוששות איפשרה השנה גיוס על ידי מעל 20 חברות חדשות, לעומת 2 חברות חדשות אשתקד – בעיקר בענף התעשייה, פועל יוצא של התמשכות המגמות החיוביות בשווקים ב"2004, ביניהן צפי לצמיחה במשק ושיפור ברווחיות החברות. עם זאת, 17 מיליארדי ש"ח מסכום הגיוס האמור הוא הנפקה של תעודות סל – מכשיר פיננסי המקנה אפשרות להשקיע במדד בורסה מסוים תוך מזעור עלויות ההשקעה.

3 אומדן, לא כולל הנפקות בחו"ל, אג"ח לא-סחירות להמרה והצעות מכר של מדינת ישראל.



הנפקת תעודות הסל אינה מקור למימון המגזר העסקי; כספי ההנפקה משמשים את החברה המנפיקה להשקעה בניירות ערך המרכיבים מדד בורסה מסוים, כגון מדד המעו"ף, ומדדים של מניות הנסחרות בחו"ל. ביולי השנה הודיעה הבורסה על כניסה-לתוקף של תיקון בתקנות מס ההכנסה, שלפיו תעודות סל של ניירות ערך המחקים מדדים בין-לאומיים, אשר נסחרות בתל אביב, ימוסו בשיעור של 15%, במקום 35%, תיקון התורם לגידול הפעילות בשוק זה. נוסף על כך אישר דירקטוריון הבורסה, במסגרת מכלול צעדים שמטרתם לפתח את שוק תעודות הסל, כללים להנפקת תעודות סל על סחורות הנסחרות בבורסות בחו"ל (כגון זהב ונפט) וכן הנפקת תעודות סל על מדד של קרנות גידור ועל תעודות בחסר (תעודות ה"מתנהגות הפוך" מהמדד המשמש להן נכס בסיס). לקראת סוף השנה הוחלט בבורסה להשיק מדדי מניות חדשים כגון מדד "יתר-30", הכולל את 30 המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר במדד היתר, והנמנות עם 200 המניות הנסחרות ביותר בבורסה, ומדד "ת"א פיננסיים-15" הכולל את 15 המניות הגדולות ביותר בתחום הפיננסיים (ענפי הבנקים המסחריים, הבנקים למשכנתאות, השירותים הפיננסיים וחברות הביטוח) – במקביל לביטול מדד "ת"א בנקים" – ואת מדד "ת"א נדל"ן-15", הכולל את 15 המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר בענף הנדל"ן החדש, שיכלול את ענף הבינוי והנדל"ן ואת ענף חברות ההשקעה. השקת המדדים החדשים תאפשר הנפקת תעודות סל חדשות שיחקו מדדים אלה, נדבר נוסף שעשוי לתרום לפיתוח השוק, ולאפשר סחירות מגוונת יותר.

5. שוק הנגזרים

הפעילות בנכסים פיננסיים נגזרים מתנהלת בשלוש מסגרות – בבורסה לניירות ערך, בבנקים המסחריים ובבנק ישראל. בבורסה לניירות הערך נסחרים חוזים עתידיים ואופציות על מדד המעו"ף ועל שער הדולר והאירו; בבנקים המסחריים מתבצעות עסקאות מול הלקוחות בנכסים פיננסיים נגזרים לא-סחירים על מיגוון נכסי בסיס; בנק ישראל כותב אופציות שקל-דולר וחוזי מק"ם למסירה עתידית, ומוכר אותם לציבור באמצעות מכרזים. הנכסים הפיננסיים הנגזרים מאפשרים לציבור המשקיעים להתגונן מפני תנודות במחירי נכסי הבסיס, כגון שערי חליפין, מדדי מניות וריביות קצרות וארוכות. לפיכך, קיומו של מסחר רחב ועמוק בשוק הנגזרים מאפשר לציבור המשקיעים לצמצם את אי-הוודאות לגבי אפשרות של הפסדים כספיים, ומקנה מעין מנגנון לביטוח מפני שינויים חריגים במחירי הנכסים הפיננסיים. נוסף על כך, כתוצאה מהמסחר בנגזרים גדלים נפחי המסחר בנכסים הפיננסיים עצמם, ולכן גדלה הנזילות, מצטמצמת פרמיית הנזילות, והתנודות במחירי הנכסים קטנות במידה מסוימת.

היקפי הפעילות בנכסים הפיננסיים הנגזרים אופיינו בשנת 2004 במגמה מעורבת: היקפי המסחר בנגזרי שער החליפין במערכת הבנקאית ובבורסה הצטמצמו על רקע הירידה באי-הוודאות, כפי שהשתקפה במחירי האופציות, והתנודתיות הנמוכה שאפיינה השנה את שער החליפין; לעומתם גדלו היקפי המסחר בנגזרי המניות הנסחרים בבורסה לניירות ערך, ועלייה ממשית נרשמה בהיקפי הפעילות בנגזרי הריבית ובנגזרי מדד המחירים לצרכן המוצעים בבנקים.

מסלוקת המעו"ף בבורסה לניירות הערך השיקה באפריל 2004 מערכת לבקרת ביטחונות (מב"ט) בזמן אמת. באמצעות מערכת זו ניתן לבדוק בכל רגע במהלך יום המסחר את העמידה בדרישת הביטחונות לכתיבת נגזרים של חברי מסלוקת המעו"ף, ובכך מתחזקת העמידות של חברי הבורסה ומסלוקת המעו"ף בפני חדלות פירעון. נוסף על כך יישמה הבורסה לניירות

ערך השנה את המודל לעשיית שוק שהוצע בדוח "ועדת האזור", וזאת במסחר בנגזרים על שער האירו. הבורסה לניירות ערך פועלת גם לקידום ושכלול של המסחר בשוק הנגזרים, ובמסגרת זו הוחלט לאפשר מסחר בחוזים עתידיים על תעודות התחייבות מסוג "שחר" – אג"ח לא־צמודות בריבית קבועה. תעודות אלו מחקות את התשואה השקלית השוררת בשוק ההון לשלוש ולשבע שנים, וזאת על פי ממוצע התשואות של אותן סדרות "שחר" שתקבע הבורסה. נוסף על תעודות אלו, הבורסה לניירות ערך מתכוונת לאפשר מסחר באופציות ובחוזים עתידיים על מדד "תל־טק 15" – מדד הכולל את 15 המניות של החברות הגדולות ביותר העוסקות בתחומי האלקטרוניקה, המחשבים, הביוטכנולוגיה וההשקעות בהון־סיכון.

בעזרת המידע משוק הנגזרים ניתן לבחון את רמת אי־הוודאות הגלומה בציפיות להתפתחות המחירים של מספר נכסים פיננסיים עיקריים – שער החליפין, הריבית השקלית, מדד המחירים לצרכן ומדד המניות. בחינה כזאת מאפשרת לציבור המשקיעים, וכן לקובעי המדיניות הכלכלית, להעריך ביתר פירוט את ההתפתחויות בשוק ההון והכספים.

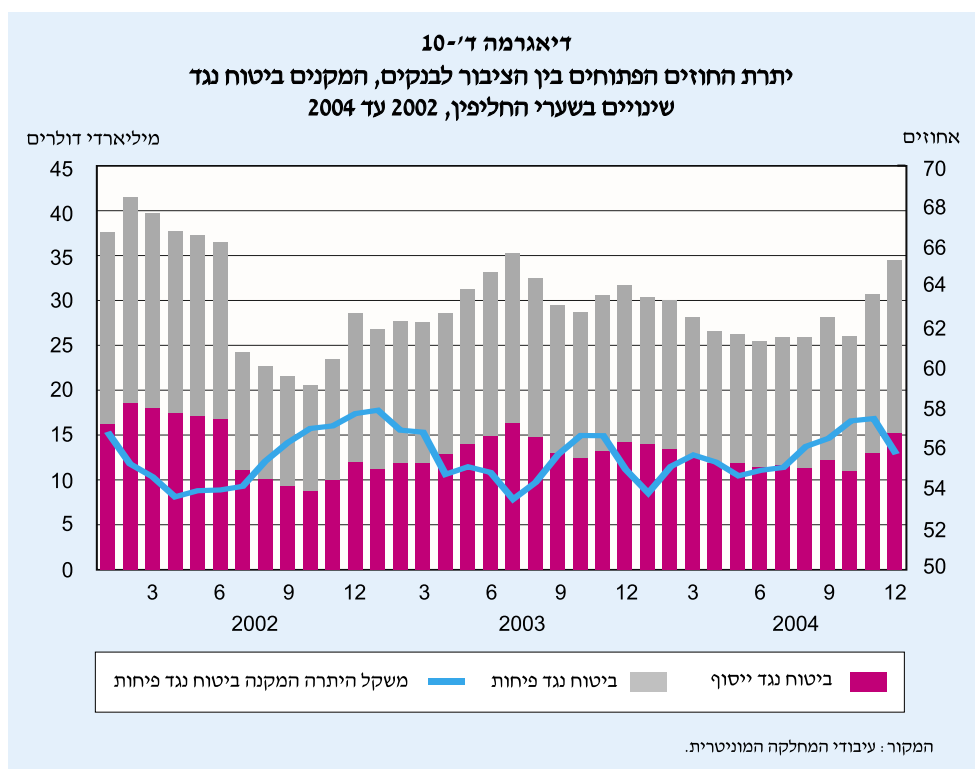
א. נגזרי שערי חליפין

היקפי המסחר באופציות ובחוזים עתידיים על שערי החליפין ירדו במהלך 2004, ומספר הפוזיציות הפתוחות באופציות שקל־דולר הנסחרות בבורסה לניירות ערך אף ירד בשיעור ניכר. הצטמצמות המסחר בנגזרים הקיפה את הנגזרים המקנים הגנות הן מייסוף והן מפירות בשער החליפין, וזאת על רקע הציבות היחסית שאפינה את שער החליפין במהלך השנה. רמת אי־הוודאות לגבי ההתפתחויות הצפויות בשוק המט"ח ירדה במהלך שנת 2004, וזאת בהמשך למגמה שהחלה עוד במחצית השנייה של 2003. בחודשים אפריל ומאי 2004, עם עליית שער החליפין של הדולר כנגד השקל וחששות לצמצום מהיר של פערי הריביות בין ישראל לארה"ב (כפי שמפורט בפרק ב'), נעצרה מגמת הירידה ברמת אי־הוודאות, וזו אף עלתה במקצת. אולם בחודש יוני התחדשה הירידה ברמת אי־הוודאות ונמשכה עד חודש ספטמבר. ברביע האחרון של 2004, עם ההתפתחויות בתחום המדיני ופרסום ההחלטה, בנובמבר, בדבר הפחתת הריבית המוניטרית בשתי עשירות אחוז, עלתה אי־הוודאות, ובכך קוּזו חלק מהירידה שהצטברה במהלך 2004. בסיכום שנתי הייתה אי־הוודאות בשנת 2004 נמוכה מאשר בשנת 2003, ורמתה, על פי חלק מהאינדיקטורים, המפורטים בהמשך, הייתה הנמוכה ביותר זה שנים.

(1) מערכת הבנקאות

במערכת הבנקאות מתבצעות עסקאות בין הבנקים לציבור בנכסים פיננסיים נגזרים לא־סחירים על מיגוון של שערי חליפין, רובן בנגזרי שער החליפין שקל־דולר. עסקאות אלו, המוגדרות כעסקאות מעבר לדלפק (OTC) מותאמות לצורכי הלקוחות ולדרישותיהם השונות. בדיאגרמה ד"ר 10 מוצגת יתרת החוזים הפתוחים המקנים הגנות נגד שינויים לא צפויים במיגוון שערי חליפין. יתרת החוזים הפתוחים בין הציבור לבנקים בנגזרי שערי החליפין קטנה במהלך המחצית הראשונה של 2004, והגיעה ביוני ל־25 מיליארדי דולרים בממוצע. ברביע הראשון התרכזה ירידת היתרה במחצית בהגנות נגד פחות השקל, ואילו ברביע השני היא התרכזה בהגנות נגד ייסוף השקל, וזאת במקביל להמשך הפחות גם

4 חלק מהעסקאות המבוצעות במערכת הבנקאות הן בין הבנקים לבין עצמם, ואלה מטות כלפי מעלה את אומדן היקף ההגנות של הציבור נגד שינויים במחירי נכסי הבסיס.



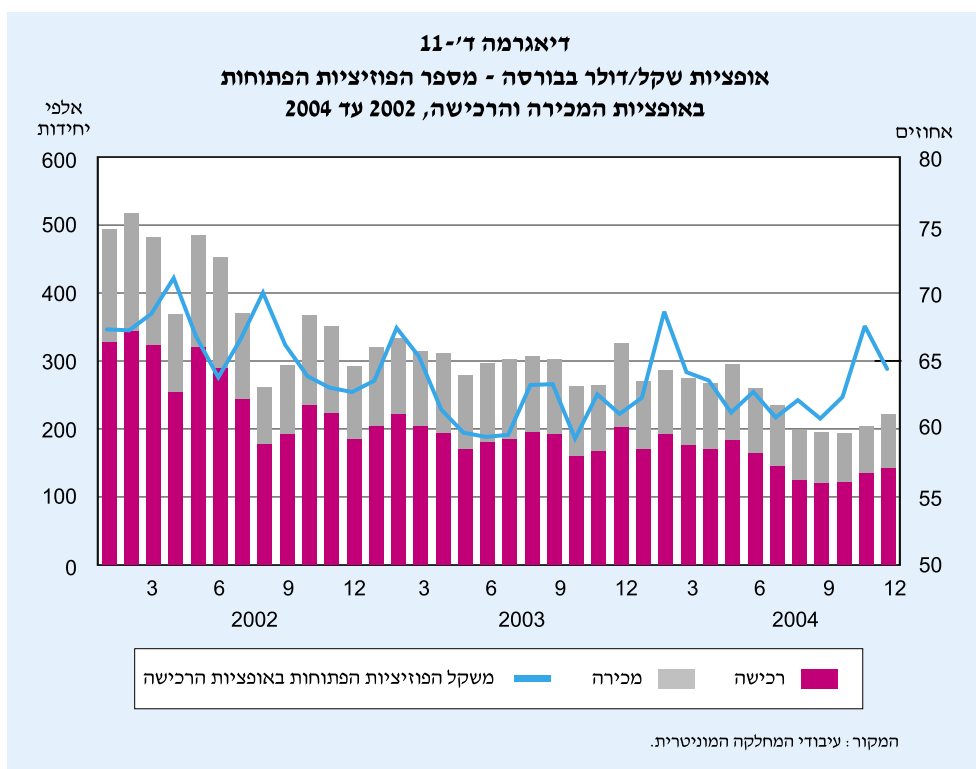
ברביע זה. במחצית השנייה, שבה ההתפתחויות בפעילות הריאלית היו פחות חיוביות (ראו פרק ב'), ונמשך הייסוף בשער החליפין שקל-דולר, נעצרה הירידה ביתרת ההגנות נגד ייסוף, ויתרת ההגנות נגד פיוחות אף עלתה מעט. כך גדל משקל היתרה המקנה ביטוח נגד פיוחות, ומשקלה הגיע בנובמבר ל-57 אחוזים, לעומת 54 אחוזים באמצע השנה. ואולם, בחודש דצמבר, עת הפחתת הריבית המוניטרית בשתי עשירות אחוז ועל רקע ההתפתחויות המדיניות והכלכליות החיוביות (ראו פרק ב'), ירד משקל היתרה המקנה ביטוח נגד עלייה בשער ל-55 אחוזים. בסיכום שנת 2004, ירדה יתרת החוזים הפתוחים מעט לעומת שנת 2003 והגיעה בממוצע שנתי, ל-28.2 מיליארדי דולרים, ואילו משקל היתרה המקנה ביטוח נגד עליית השער בסך היתרה נותר, בממוצע, דומה למשקלה ב-2003.

(2) הבורסה לניירות ערך

מספר הפוזיציות הפתוחות באופציות שקל-דולר⁵ הנסחרות בבורסה לניירות ערך קטן בשנת 2004 והגיע ל-242 אלף בממוצע בתקופה זו, והן הקנו הגנות בהיקף של 2.4 מיליארדי דולרים, נמוך מהיקפן בשנת 2003 – 3 מיליארדים. בארבעת החודשים הראשונים של 2004 עמד מספר הפוזיציות הפתוחות בממוצע, על 280 אלף, נמוך מהממוצע בשנת 2003 (דיאגרמה ד'11). על רקע עלייה מסוימת ברמת אי-הוודאות בחודש מאי עלה מספר הפוזיציות הפתוחות והגיע לכ-300 אלף יחידות, אולם החל מחודש יוני ועד סוף השנה (למעט חודש דצמבר) ירד מספרן אף מתחת ל-200 אלף יחידות בממוצע. בחינת המסחר לפי סוג האופציה מעלה כי משקל הפוזיציות הפתוחות באופציות

⁵ נכס הבסיס באופציות שקל-דולר הוא 10,000 דולרים.

פרק ד', שוק ניירות הערך



הרכישה בסך הפוזיציות הפתוחות שמר על יציבות יחסית, ובזאת נפסקה מגמת הירידה ששררה בשנים האחרונות. משקל הפוזיציות הפתוחות באופציות רכישה מתוך סך הפוזיציות הפתוחות בבורסה לניירות ערך נשאר 64 אחוזים בממוצע, בדומה לממוצע אשתקד ומעל למשקלן במערכת הבנקאית. התפתחות זו מעידה כי ציבור המשקיעים עדיין מתגונן מפני עליית שער החליפין שקל-דולר יותר מאשר מפני ירידתו, וזאת על אף היציבות היחסית שנרשמה השנה בשער זה.

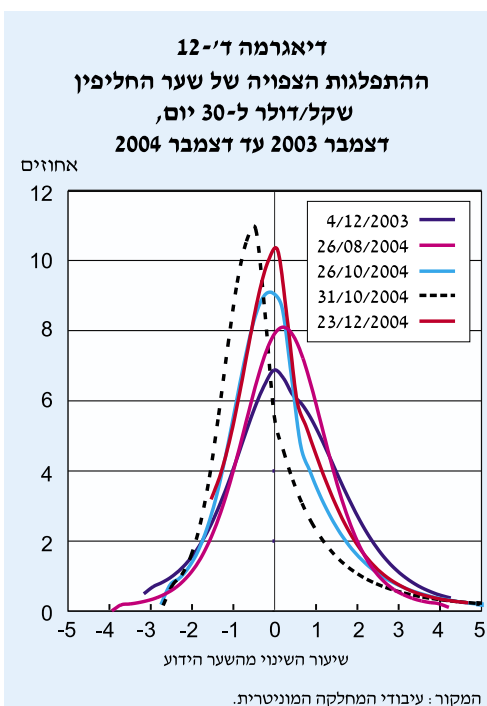
מועדי המימוש של סדרות האופציות הם בכל סוף חודש, כך שבכל נקודת זמן קיימות שלוש סדרות של אופציות לשלושת החודשים הקרובים ושתי סדרות נוספות לסוף הרביעי הבא ולתום השנה הקלנדרית. בחינת המסחר לפי מועדי המימוש מעלה כי היקפי המסחר של הסדרות בעלות הטווחים הקצרים המשיכו בשנת 2004 לבלוט בגודלם, לעומת היקפי המסחר בסדרות הארוכות: 93 אחוזים מסך הפוזיציות הפתוחות מתרכזו בשתי הסדרות הקצרות ביותר – עד חודשיים לפדיון.

מנתוני המסחר של האופציות שקל-דולר חושבה, בתאריכים שונים על פני השנה, ההתפלגות הצפויה של שער החליפין שקל-דולר ל-30 יום. בדיאגרמה ד'-12 מוצגות ההתפלגויות במספר תאריכים המאפיינים את ההתפתחויות העיקריות בשנת 2004.

6 שיטת החישוב מוסברת בפרק ד' של הסקירה השנתית של המחלקה המוניתרית בדוח בנק ישראל לשנת 2002. ראו גם עבודתו של רועי שטיין, "אמידת ההתפלגות הצפויה של שער החליפין שקל-דולר, התפלגות אפרמטרית הגלומה באופציות שקל-דולר", עיונים מוניתריים 2004.04, בנק ישראל.

בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, דין וחשבון 2004

1. ב־4 בדצמבר 2003, לאחר שסימנים ראשונים בישרו על התאוששות בפעילות הכלכלית המקומית והעולמית, רגיעה יחסית באירועים הביטחוניים וייסוף מתון בשער החליפין שקל-דולר ל-4.4 ש"ח לדולר, אופיינה ההתפלגות ברמת אי-ודאות גבוהה יחסית לשנת 2004 כולה (דיאגרמה ד"12): חציון ההתפלגות עמד על שינוי של 0.3 אחוז, ואילו השינוי השכיח ביותר שיקף אי-שינוי בשער, ברמת ודאות של 6.8 אחוזים. במקביל לציפיות אלו ההסתברות לשינויים חדים הייתה עדיין גבוהה: ההסתברות לפיחות של מעל שלושה אחוזים עמדה על 5 אחוזים, וההסתברות לייסוף של מעל שני אחוזים עמדה על 5.2 אחוזים (לוח ד"5). התפלגות זו בסוף 2003 שיקפה רמת אי-ודאות גבוהה בציפיות השחקנים יחסית לשנת 2004, ולפיהן השינוי הצפוי בשער החליפין דמה לפער הריביות באותה תקופה – שלוש עשירות אחוז.



2. ב־26 באוגוסט 2004, לנוכח רגיעה ממושכת בשוק המט"ח במהלך שנת 2004, התייצב שער החליפין ברמה של 4.52 ש"ח לדולר, והתפלגותו הצפויה הייתה סימטרית סביב שער הפורוורד; השינוי השכיח ביותר והשינוי הנגזר מחציון ההתפלגות הצביעו על פיחות קל של שתי עשירות אחוז, בדומה לפער הריביות באותה התקופה (דיאגרמה ד"12). ההסתברות לשינויים חדים יחסית הייתה נמוכה יחסית: ההסתברות לפיחות של שלושה אחוזים ויותר עמדה על 1.6 אחוזים בלבד, וההסתברות לייסוף של שני אחוזים ויותר עמדה על 3.8 אחוזים (לוח ד"5).

3. ב־26 באוקטובר 2004, לפני ההצבעה בכנסת על תכנית ההתנתקות מחבל עזה, הגיע השקל לרמתו הנמוכה ביותר בחודשים האחרונים. מרכז ההתפלגות נטה לכיוון ייסוף קל, כאשר השינוי השכיח ביותר וחציון ההתפלגות הצביעו על ייסוף של עשירות האחוז (דיאגרמה ד"12). האומדן לרמת הוודאות לגבי השינוי השכיח ביותר עלה מעט ושיקף

לוח ד"5							
נתונים סטטיסטיים מתוך ההתפלגות הצפויה של שער החליפין שקל/דולר,							
דצמבר 2003 עד דצמבר 2004							
שער החליפין שקל/דולר ¹	החציון	שיעור השינוי הצפוי		רמת אי-הוודאות		ההסתברות	
		השכיח ביותר	השכיחה	תחום מחצית ההתפלגות ²	לפיחות של 3 אחוזים ויותר	לייסוף של 2 אחוזים ויותר	
(אחוזים)							
04/12/2003	4.441	0.3	0.0	6.9	1.89	5.0	5.2
26/08/2004	4.539	0.2	0.2	8.1	1.50	1.6	3.8
26/10/2004	4.433	-0.1	-0.1	9.1	1.49	5.2	3.1
31/10/2004	4.460	-0.4	-0.5	10.9	1.46	7.6	2.9
23/12/2004	4.337	0.1	0.1	10.3	1.41	3.2	1.1

1 שער החליפין ששרר בזמן דגימת הציטוטים של מחרי האופציות על פי ספרי הבורסה.

2 תחום מחצית ההתפלגות - ההפרש בין שיעור השינוי בשער החליפין המתקבל בהסתברות של עד 75 אחוזים לבין שיעור השינוי המתקבל בהסתברות של עד 25 אחוזים. התחום נמדד בנקודות אחוז.

המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית.

ייסוף מתון בשער החליפין שקל-דולר ברמת איזודאות נמוכה יחסית. יחד עם מגמה זו, ההסתברות לפיחות חד, מעל שלושה אחוזים, עלתה ל-5.2 אחוזים, ואילו ההסתברות לייסוף חד, מעל לשני אחוזים, ירדה מעט, ל-3.1 אחוזים (לוח ד"5).

4. ב־31 באוקטובר 2004, התרחשו אירועים בעלי השפעות מנוגדות על שער החליפין – אישור תכנית ההתנתקות, איומי פרישה מהממשלה ופרסום מחלתו של ראש הרשות הפלסטינית – ואלו התבטאו בסופו של דבר בציפיות להמשך הייסוף בשער השקל-דולר (דיאגרמה ד"12). במקביל עלתה ההסתברות לשינויים חדים בשער החליפין שקל-דולר הן לייסוף והן לפיחות, ואילו האומדן לרמת הוודאות לגבי השינוי השכיח ביותר המשיך לעלות והגיע ל-11 אחוזים (לוח ד"5). ממצאים אלו מעידים על ציפיות לתרחישים קיצוניים שעשויים להביא לשינוי חד בשער החליפין, אולם זאת בהסתברות קטנה יחסית.

5. ב־23 בדצמבר 2004 התייצב שער החליפין שקל-דולר ברמתו הנמוכה מזה שנים – 4.33 ש"ח לדולר. ההתפלגות הצפויה חזרה והתייצבה סביב פיחות מתון, שתאם לפער הריביות בין השקל לדולר. עם זאת רמת הוודאות השכיחה נותרה גבוהה יחסית, וההסתברות לשינויים חדים יחסית ירדה: ההסתברות לפיחות של שלושה אחוזים ויותר עמדה על 3.2 אחוזים, וההסתברות לייסוף של שני אחוזים ויותר – על 1.1 אחוזים בלבד (לוח ד"5).

תיבה ד"2: ההתפלגות הצפויה של שער החליפין שקל-דולר, השיטה הפרמטרית

המידע הגלום במחירי האופציות נמצא בעשור האחרון במרכז ההתעניינות של המגזר העסקי והאקדמיה וכן של בנקים מרכזיים, ומשמש מקור מידע עשיר לצורך גיבוש המדיניות המוניטרית. מידע זה מכיל את הציפיות של כלל ציבור המשקיעים לגבי מחירו של נכס הבסיס שישורר בעתיד – בעת פקיעת האופציות. המידע הגלום באופציות הנסחרות בבורסה לניירות הערך בשערי מימוש שונים באותו תאריך פקיעה מאפשר לחשב מיגוון רחב של הסתברויות להתפתחות מחיר נכס הבסיס. כך, למשל, ניתן לחשב את ההתפלגות הצפויה של שער החליפין שקל-דולר ולבחון התפתחויות צפויות חריגות בשוק המט"ח, על פי מחירי האופציות שקל-דולר הנסחרות בבורסה לניירות ערך בשערי מימוש שונים. התפלגות כזאת, המכילה מידע מפורט על הציפיות של ציבור המשקיעים, מקנה מידע חשוב לגיבוש המדיניות המוניטרית, במיוחד במשקים קטנים ופתוחים, כדוגמת המשק הישראלי, שבהם יש קשר סטטיסטי הדוק וחיובי בין האינפלציה לשינויים בשער החליפין. קשר זה חזק במיוחד במשק הישראלי בגלל מנגנוני ההצמדה של מחירי הדירות לשער החליפין שקל-דולר. מכאן חשיבותו של המידע הגלום בהתפלגות הצפויה של שער החליפין לגיבוש המדיניות המוניטרית.

בספרות המקצועית מציינים מספר שיטות לחישוב ההתפלגות הצפויה של מחיר נכס פיננסי כלשהו באמצעות מחירי האופציות בשערי מימוש שונים סביב מחיר אותו הנכס. בנק ישראל החל לחשב את ההתפלגות הצפויה בשיטה הפרמטרית, נוסף על השיטה האפרמטרית הנהוגה בשנתיים האחרונות¹. השיטה הפרמטרית מגלמת

1 ראו הערה 6 בגוף הפרק.

בתוכה פונקציית התפלגות המתוארת באמצעות תערובת של שתי התפלגויות לוג-נורמליות ואומדת את הפרמטרים של ההתפלגות על ידי התאמה (best fit) בין מחירי האופציות בפועל לבין מחיריהן התיאורטיים; המחירים התיאורטיים נקבעים על פי נוסחה לתמחור אופציות, הכוללת בתוכה הנחות לגבי מהלכו הסטוכסטי של שער החליפין. שיטה זו נקראת שיטה פרמטרית, משום שמובנים בתוכה מספר פרמטרים המכתיבים את צורת ההתפלגות. ההנחה המרכזית בחישוב על פי השיטה הפרמטרית היא שההתפלגות של שער החליפין שקל-דולר מתוארת באמצעות תערובת של שתי התפלגויות לוג-נורמליות.² התפלגות זו משקפת, כמקרה פרטי, גם את ההתפלגות הלוג-נורמלית היחידה שאותה הניחו בלק ושולס בנוסחת תמחור האופציות שלהם. יתרונה של שיטת האמידה המבוססת על ההתפלגות הדרלוג-נורמלית הוא בזיהוי הציפיות בשוק לגבי ההתנהלות העתידית של שער החליפין, ובמתן גמישות גדולה יותר בקביעת צורת ההתפלגות, כפי שמשקף במחירי האופציות. שיטת אמידה זו מאפשרת אפוא לזהות בכל יום מסחר את ציפיות השחקנים לגבי התפתחות שער החליפין, כולל את האפשרות למהלך לא רצוי. לפיכך מאפשרת שיטה זו לזהות ציפיות לשינויים חריגים בשער.

מחירי האופציות שנדגמים לצורך חישוב ההתפלגות הם נתוני המסחר באופציות שקל-דולר הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב, בטווחי פדיון הקרובים ל-30 יום ובשערי מימוש שונים. מחירי האופציות רגישים למחיר נכס הבסיס, שהוא שער החליפין שקל-דולר, לשיעורי הריבית השקלית והדולרית ולציפיות בשוק לגבי מהלכו העתידי של נכס הבסיס. בכל נקודת זמן בתוך יום המסחר, שינוי באחד מהגורמים הללו ישפיע על מחיר האופציות. כדי לשמור על סינכרוניזציה בין הנתונים השונים, נדגמים בכל יום מסחר בנקודת זמן אחת מחירי ההיצע והביקוש הטובים ביותר לכל אופציה,³ כפי שהם כתובים בספרי הבורסה; במקביל, נדגמים שאר הנתונים המשמשים לתמחור האופציה, שער החליפין הידוע והתשואה השקלית והדולרית.

מהפרמטרים המתקבלים ממשוואת האמידה של מחירי האופציות ניתן לחשב את מבנה הציפיות של המשקיעים לגבי השינוי בשער החליפין לטווח של חודש אחד. בתוך כך ניתן לחשב את תוחלת ההתפלגות, המייצגת את ממוצע הציפיות לשינויים בשער החליפין, את סטיית התקן של התוחלת, המייצגת את מידת אי-הוודאות לגבי ממוצע הציפיות וכן פרמטרים נוספים המשקפים את מבנה הציפיות. בכלל זה ניתן לחשב מדד לבחינת הנורמליות בציפיות, המכמת את אחוזי ימי המסחר בחודש האחרון שבהם התנהל המסחר במסגרת ציפיות המבוססות על ההנחה של התפלגות נורמלית יחידה.⁴ ניתוח כזה של שוק המט"ח מקנה למדיניות המוניטרית מידע חשוב לבחינת חלק מהסיכונים המאיימים על הציביות של סביבת האינפלציה – אלו הנובעים במישרין מההתפתחויות בשוק המט"ח.

2 ראו עבודתם של יואל הכט ורועי שטיין, "אמידת ההתפלגות של שער החליפין שקל-דולר הגלומה במחירי האופציות", רבעון לכלכלה, 51, מארס 2004.

3 מחירי ההיצע והביקוש הטובים ביותר הם מחיר ההיצע הנמוך ביותר ומחיר הביקוש הגבוה ביותר, כפי שהם רשומים בספרי המסחר בבורסה לניירות ערך.

4 הסבר למדד זה ולמדדים נוספים ראו בעבודתם של יואל הכט והלנה פומפושקו, "נורמליות, רמת סיכון שכיחה ושינוי חריג בשער החליפין", עיונים מוניטריים 2004.02, בנק ישראל.

נוסף על המסחר באופציות שקל-דולר מנהלת הבורסה לניירות ערך מסחר גם באופציות שקל-אירו. המסחר באופציות אלו התרחב במקצת במהלך שנת 2004, בהשפעת שילובם של עושי השוק במסחר, והמחזור היומי עלה ל-2.4 אלף יחידות בממוצע, לעומת 1.6 אלף יחידות בשנים 2003 ו-2002 – אולם היקפו עדיין קטן מאוד יחסית להיקף הפעילות בנגזרי שקל-דולר. הבורסה לניירות ערך יישמה בחודש מארס 2004, כאמור, את המודל לעשיית שוק, כפי שהוצע בדוח "ועדת האזור", ושלושה עושי שוק שולבו במסחר באופציות שקל-אירו. במסגרת זו מקבלים עושי השוק על עצמם התחייבות לציטוטי מחירים בשבע אופציות בשערי מימוש שונים סביב הכסף, בשתי הסדרות הקרובות ביותר לפדיון. בתמורה הם מקבלים תשלום חודשי קבוע, פטור מעמלות מסחר וסליקה, ונוסף על כך מתחלקת הבורסה עמם בהכנסות מעמלות המסחר והסליקה שהם מבצעים בכל חודש עם כל גוף, ובלבד שאינו עושה שוק; זאת מעבר לששת אלפי האופציות הראשונות. בחודשים מארס ואפריל, עם כניסתם הרשמית של עושי השוק לשוק זה, עלה המחזור הממוצע היומי לכ-3.5 אלף יחידות אופציה בממוצע, לעומת כ-1.5 אלף יחידות בממוצע של ששת החודשים שקדמו להשקה. אולם כבר בחודש מאי ירד המחזור הממוצע היומי, ובממוצע בסוף השנה הוא הגיע להיקף של כ-2.2 אלף יחידות אופציה. בחינת מספר הפוזיציות הפתוחות, מספר המשקף את היקף ההגנות משינויים בלתי צפויים בשער החליפין שקל-אירו, מראה כי השפעת עושי השוק בנגזרים אלו קטנה ואף אפסית. ממצאים אלו מעידים כי שילוב עושי השוק במסחר בנגזרי האירו לא הניע את ציבור המשקיעים להגדיל את פעילותו בשוק, וזאת על אף התנודתיות הרבה שהייתה בשער שקל-אירו ביחס לשוק שקל-דולר בשנה הנסקרת. בסוף 2004 הודיעה הבורסה לניירות ערך כי בשנת 2005 יפעל עושה שוק אחד בלבד במסחר באופציות אלו.

(3) בנק ישראל

האופציות הנמכרות במכרזי בנק ישראל הן במצב של "טהור בכסף", אופציות המקנות הגנות נגד סטיות של שער החליפין שקל-דולר משער המימוש, שהוא שער הפורוורד ששרר בזמן המכרז. לכן ניתן לגזור מאופציות אלו מידע סדיר על הסיכונים בשוק המט"ח – מידע ייחודי שלא ניתן לגזירה פשוטה מאופציות שקל-דולר אחרות המוצעות בבנקים המסחריים והנסחרות בבורסה לניירות ערך. מאופציות אלו ניתן לחשב את סטיית התקן הגלומה לטווחים קבועים – שלושה ושישה חודשים – שמשמשת מדד לאי-הוודאות האופפת את השינויים הצפויים בשער הדולר, ובעזרתה ניתן להעריך באופן סדיר את רמת הסיכון בשוק המט"ח. מסיבה זו, בין היתר, ממשיך בנק ישראל ומנפיק אופציות מכירה ורכישה לשישה חודשים, בסכום שבועי של 4 מיליוני דולרים, ואופציות מכירה ורכישה לשלושה חודשים, בסכום שבועי של 8 מיליונים כל אחת.

תורים המזומנים הנובעים מפעילות בנק ישראל במכרזי האופציות – אופציות מכירה ורכישה בכמות שווה לכל טווח – מלמד שרמת התנודתיות של שער החליפין שקל-דולר הייתה בשנת 2004 נמוכה יחסית. (ראו דין וחשבון לשנת 2003 תיבה ד"3). במחצית הראשונה של 2004 תורים המזומנים היה חיובי בכל אחד מארבעת סוגי האופציות. לפי תורים זה, ההתפתחות של שער החליפין שקל-דולר לא הייתה שונה מהותית מהתפתחותו הצפויה על פי פערי הריביות בין ישראל לארה"ב. לעומת זאת במחצית השנייה, שבה נרשם ייסוף הדרגתי בשער החליפין, תורים המזומנים מהפעילות של בנק ישראל היה חיובי רק באופציות הרכישה, ואילו באופציות המכירה הוא היה שלילי, אמנם קטן יחסית. בסיכום

7 אופציות בשער מימוש מהוון השווה לנכס הבסיס – שער הדולר ביום המכרז.

לוח ד"6
אומדני הסיכון הגלומים באופציות של בנק ישראל, 2001 עד 2004
 (ממוצעים שנתיים וחודשיים)

התקופה	שער החליפין שקל/דולר	סטיית התקן הגלומה לשלושה חודשים	סטיית התקן הגלומה לשישה חודשים	יחס סטיות התקן ¹
ממוצע שנתי			(אחוזים)	
2001	4.20	5.3	5.5	1.05
2002	4.74	8.4	8.1	0.96
2003	4.55	8.0	7.9	1.00
2004	4.48	5.0	5.5	1.10
2004 – ממוצע חודשי			(אחוזים)	
ינואר	4.43	6.0	6.2	1.04
פברואר	4.47	5.9	6.1	1.04
מארס	4.50	5.1	5.7	1.12
אפריל	4.55	4.9	5.5	1.12
מאי	4.60	5.3	5.7	1.08
יוני	4.52	5.0	5.5	1.10
יולי	4.49	4.4	5.0	1.14
אוגוסט	4.53	4.4	5.0	1.15
ספטמבר	4.50	4.2	5.1	1.20
אוקטובר	4.46	4.5	5.3	1.18
נובמבר	4.39	5.2	5.4	1.03
דצמבר	4.35	5.7	5.7	1.00

1 סטיית התקן לשישה חודשים חלקי סטיית התקן לשלושה חודשים.
 המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית.

שנתי ההכנסה מפרמיה בגין מכירת האופציות במכרזים הייתה גבוהה מהתשלומים בגין מימושי האופציות, וזאת בניגוד לשנתיים הקודמות. תזרים המזומנים החיובי השנה הוא עדות נוספת להתפתחות יציבה יחסית של שער החליפין שקל-דולר בשנה הנסקרת.

סטיית התקן הגלומה באופציות לשלושה חודשים הייתה בשנת 2004 בממוצע 5 אחוזים במונחים שנתיים, לעומת 8 ו-8.4 אחוזים ב-2003 ו-2002, בהתאמה (לוח ד"6). סטיית התקן המשיכה לרדת בשנת 2004, כחלק מהמגמה שהחלה עוד באמצע שנת 2003 אז עמדה הסטייה על 9.5 אחוזים. במהלך חודשי השנה ועד חודש ספטמבר 2004 ירדה סטיית התקן ל-4.2 אחוזים בממוצע – הרמה הנמוכה ביותר זה שנים רבות. ואולם, במהלך חודש אוקטובר, עם הציפיות לאישור תכנית ההתנתקות, איומי פרישה של חברי קואליציה מהממשלה וסימנים ראשוניים לחידוש משא ומתן מדיני עם הרשות הפלסטינית, עלתה סטיית התקן הגלומה באופציות לשלושה חודשים ברביע האחרון של השנה והגיעה ל-5.5 אחוזים. לעומת זאת, סטיית התקן הגלומה לשישה חודשים ירדה אף היא במהלך המחצית הראשונה של 2004, כחלק ממגמה שהחלה עוד באמצע שנת 2003, והגיעה ל-5.5 אחוזים בממוצע; אולם במחצית השנייה של 2004, בניגוד למגמת הירידה שנרשמה בסטיית התקן לשלושה חודשים, סטיית התקן לשישה חודשים לא המשיכה לרדת והיא נעה בטווח שבין 5 ל-5.5 אחוזים. התפתחות זו הראתה כי ברביע השלישי של השנה רמת אי-הוודאות לשישה חודשים נשארה גבוהה מזו של הטווחים הקצרים יותר – שלושה חודשים – וברביע האחרון רמות אי-הוודאות לטווחים הקצרים יחסית ולטווחים הארוכים יותר היו דומות.

ב. נגזרי הריבית

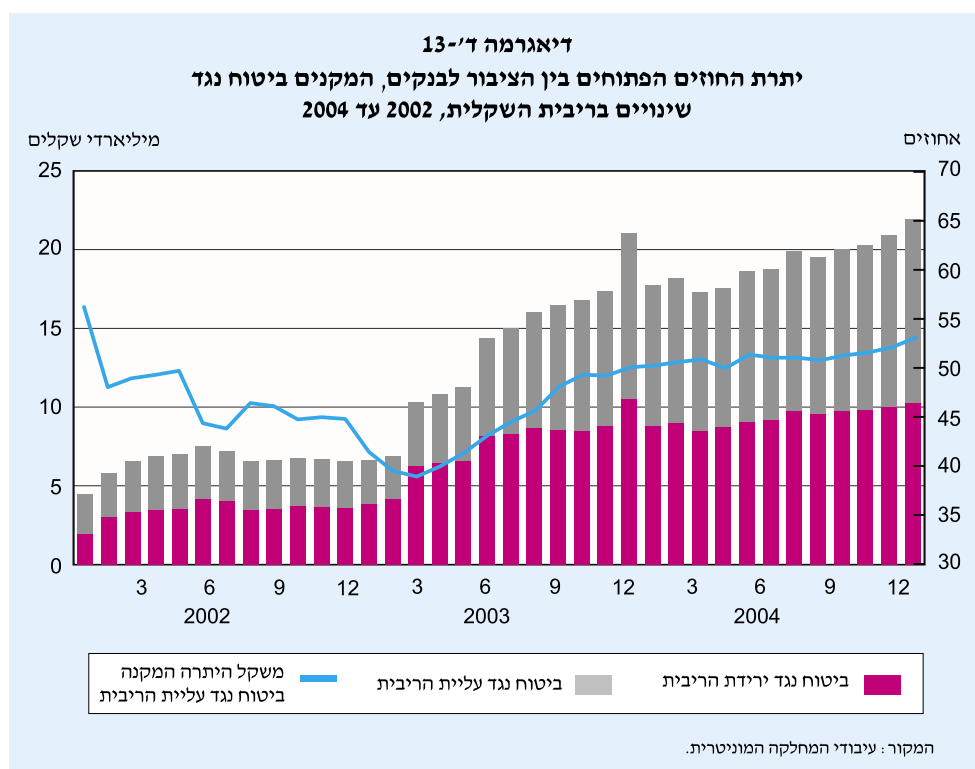
הבורסה לניירות ערך הציעה למסחר במהלך שנת 2000 חוזים עתידיים על שיעור הריבית השקלית (במונחים שנתיים) לשלושה חודשים, שנקבע על פי ממוצע תשואות המק"ם (ממוצע של שלוש סדרות המק"ם הקרובות ביותר לשלושה חודשים). אולם לא נרשמו עסקאות בחוזים אלו, פרט לעסקאות בודדות לאחר ההשקה. מסבב פגישות שערך צוות של נציגים מבנק ישראל והבורסה עולות כמה סיבות לכך: (1) החסמים העיקריים להתפתחות שוק חוזי מק"ם עתידי בבורסה הם הקושי של פעילים בשוק למצוא משאילי מק"ם, עלויות ההשאלה הגבוהות והסרבול הכרוך בצורך בכתב השאלה – שמפחיתים את כדאיות ההשאלה. (2) בנק ישראל הוא גורם דומיננטי בשוק הכספים וסולק את שוק הנזילות הבין-בנקאי בריבית הקרובה לריבית המוניטרית. ככל שתפחת מעורבותו של בנק ישראל בשוק הכספים תגדל התנודתיות בריבית הקצרה, ועמה יגדל הצורך של ציבור המשקיעים בנגזרי הריבית. צמצום הפיקדונות המוניטריים של המערכת הבנקאית לשבוע, כפי שמתכנן בנק ישראל, והמעבר לסליקה בזמן אמת (כפי שהוזכר בתחילת סעיף זה) יפעלו להגדלת האטרקטיביות של נגזרי הריבית. (3) המשך הפיתוח של שוק הריפו ואישור הצעת חוק ריפו יסייעו לפיתוח שוק של השאלות וחוזים על ריבית לטווח קצר. (ראו דיון בפרק ד"2).

הבורסה לניירות הערך פועלת גם לקידום המסחר בחוזים עתידיים על הריבית השקלית הארוכה, ובמסגרת זו, הוחלט לאפשר מסחר בחוזים עתידיים על תעודות התחייבות מסוג "שחר" – אג"ח לא-צמודות בריבית קבועה. תעודות אלו מחקות את התשואה השקלית בשוק ההון לשלוש ולשבע שנים, וזאת על פי ממוצע תשואות של אותן סדרות ה"שחר", שתקבע הבורסה. התרומה של מסחר בחוזים אלו עשויה להיות גדולה הן לציבור המשקיעים, במזעור סיכונים, והן לשוק ההון בכללותו, בהגדלת הנזילות של האג"ח השקליות. ואולם אופן הסליקה עדיין לא הוסדר סופית בין האוצר והבורסה, דבר המונע מהבורסה להשיק חוזים אלו ולאפשר מסחר בהם. (ראו דיון בפרק א"2).

לפיכך, בשנת 2004 נשארה מערכת הבנקאות מוקד המסחר העיקרי בתחום נגזרי הריבית בשוק ההון בישראל. אמנם נפח המסחר בנגזרי הריבית המשיך לגדול בשנת 2004, אך הוא נשאר עדין קטן ביחס להיקפי הפעילות בשאר סוגי הנגזרים. זאת שלא כמו במדינות המפותחות, שבהן חלקו של המסחר בנגזרי הריבית בסך המסחר בנגזרים הוא הגבוה ביותר.

(1) מערכת הבנקאות

יתרת החוזים הפתוחים בנגזרי הריבית הוסיפה לגדול בשנת 2004 בהדרגה, לאחר גידול ניכר במהלך שנת 2003 (דיאגרמה ד"13). התפתחות זו של נגזרי הריבית במערכת הבנקאית בולטת במיוחד לנוכח חוסר הפעילות בתחום זה בבורסה לניירות ערך. בשלושת החודשים הראשונים של 2004 ירדה יתרת החוזים הפתוחים מעט מרמת השיא של דצמבר 2003, והגיעה ל-17 מיליארדי ש"ח (הערה 4). אולם כבר בחודש אפריל נתחדשה מגמת עלייתה, והיא נשמרה לאורך שאר חודשי השנה. יתרת החוזים האלה הגיעה בסוף השנה ל-22 מיליארדי ש"ח, אף על פי שבתקופה זו לא היו תנודות חדות בריבית השקלית, והריבית המוניטרית נותרה כמעט ללא שינוי תוך התכנסות של סביבת האינפלציה לאמצע טווח יעד האינפלציה (כפי שמפורט בפרק ב'). משקל ההגנות נגד עלייה בריבית השקלית בסך היתרה עלה בהדרגה ובמתניות לכל אורך השנה. מגמת עליית משקלם של יתרת החוזים הפתוחים



המקנים הגנות נגד עליית הריבית נמשכה, על רקע המשך התהליך של הפחתות הריבית המוניטרית בחודשים הראשונים של 2004. משקל היתרה המקנה ביטוח נגד עליית הריבית השקלית בסך היתרה הגיע בחודש דצמבר ל-53 אחוזים. מכאן שבסוף שנת 2004 הציבור ביטח את נכסיו נגד עלייה בריבית השקלית יותר מאשר נגד ירידתה.

(2) בנק ישראל

כדי לסייע בפיתוח שוק נגזרי הריבית במשק, המשיך בנק ישראל בשנת 2004 למכור חוזים עתידיים לאסחירים על הריבית הנומינלית, התורמים לשכלול המסחר במק"ם. בעסקאות אלו הוא מתחייב למסור לזוכים, בתום שלושה חודשים ממועד המכר, סדרות מק"ם לשלושה חודשים או לשנים עשר חודשים, בתשואה מובטחת, הנקבעת במכרז.

הכמות המוצעת החודשית של כל סדרת מק"ם נשארה קבועה גם בשנת 2004, בהתאם למדיניות בנק ישראל, ועמדה על 80 מיליוני ש"ח. בעוד שהביקושים במכרזי המק"ם לשלושה חודשים נשארו יציבים על פני השנה, והיקפם הממוצע עלה פי 8 על הכמות המוצעת, הביקושים במכרזי המק"ם לשנים עשר חודשים אופיינו בתנודתיות, ובסיכום שנתי הם עלו פי 9 על הכמות המוצעת, קצת מעל להיקפם בשנת 2003.

הפער בין התשואה הממוצעת במכרזים לבין תשואת השוק⁸ בעת המכרז מצביע על ציפיות המשקיעים לגבי השינוי שיחול בריבית השקלית בתוך שלושה חודשים. בינואר

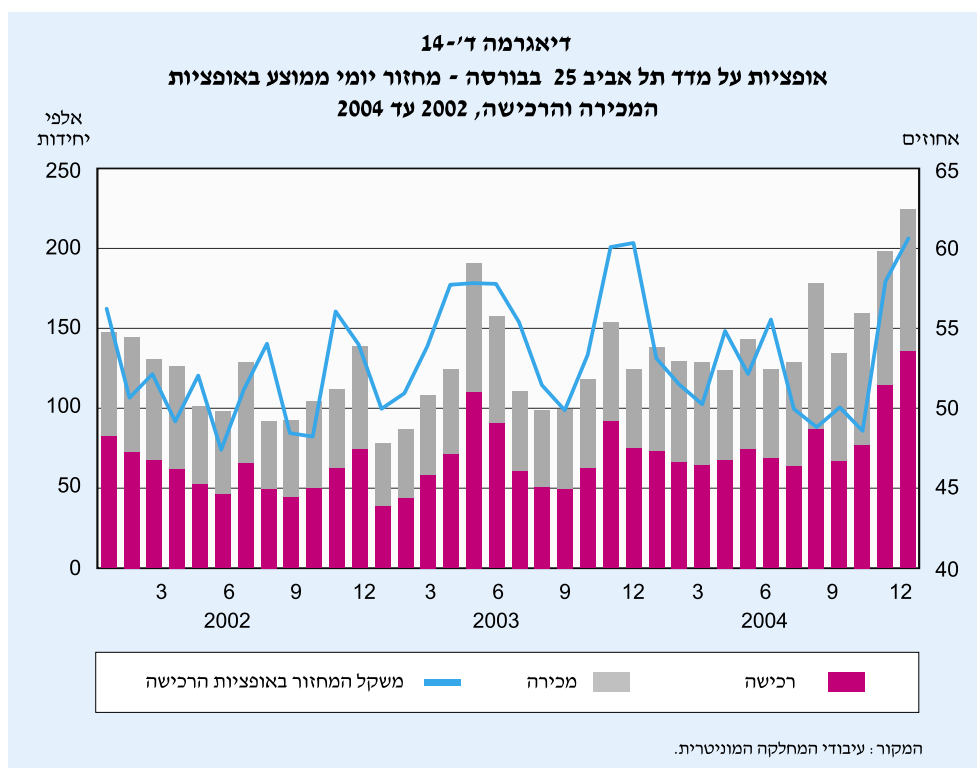
8 יש לזכור שהפער שבין התשואה הממוצעת במכרזי המק"ם העתידי לבין תשואת השוק כולל גם פרמיה על אי הסחירות של החוזה. תשואת השוק היא של הסדרה הנמסרת במסגרת המכרז. במקרה שהסדרה עדיין לא נסחרת, כמו במכרזים למסירה עתידית של המק"ם לשנים עשר חודשים, תשואת השוק תהיה של הסדרה שמועד פדיונה הוא הקרוב ביותר לשנה.

פרק ד', שוק ניירות הערך

2004 היה פער זה, בסדרות לשלושה חודשים, שלילי בשיעור של 0.2 נקודת אחוז – פער המצביע על ציפיות לירידה קלה של הריבית השקלית הקצרה יחסית. הפערים בחודשים פברואר ועד אפריל היו קטנים ולא עקביים, ומכאן שלא היו אז ציפיות לשינויים בריבית, אף כי בתקופה זו המשיך בנק ישראל בהפחתת הריבית. לעומת זאת בחודש מאי הפער הפך חיובי בשיעור של 0.4 נקודת אחוז – פער המצביע על ציפיות לעלייה בריבית. פער חיובי זה נשמר עד סוף השנה, אף על פי שבתקופה זו בנק ישראל לא העלה את הריבית המונית. בבחינת התשואות הממוצעות שנקבעו במכרזים בהשוואה לאלו ששררו בשוק ביום המסירה (לאחר שלושה חודשים) נמצא, כי התשואה שנקבעה במכרזים בארבעת החודשים הראשונים של 2004 הייתה גבוהה במקצת מזו ששררה בשוק המשני בעת המסירה. תוצאה זו משקפת כנראה את הירידה הלא-צפויה של סביבת האינפלציה בתחילת 2004, שהביאה להמשך ההורדות של ריבית בנק ישראל. מחודש מאי 2004 הייתה התשואה שנקבעה במכרז גבוהה מזו ששררה בשוק המשני בעת המסירה בשיעור חד יותר – בין חצי נקודת אחוז לנקודה שלמה – כנראה מפני אי עלייתה של סביבת האינפלציה בפועל, ומכאן אי עלייתה של הריבית המונית, וזאת בניגוד לציפיות לגבי אותה התקופה ששררו שלושה חודשים לפני כן.

ג. הנגזרים על מדדי המניות

הבורסה לניירות ערך מאפשרת מסחר באופציות ובחוזים עתידיים על מדד תל אביב-25 ומדד ת"א-בנקים ומתכננת להשיק בשנת 2005 נגזרים על מדד תל-טק 15. בשנת 2004

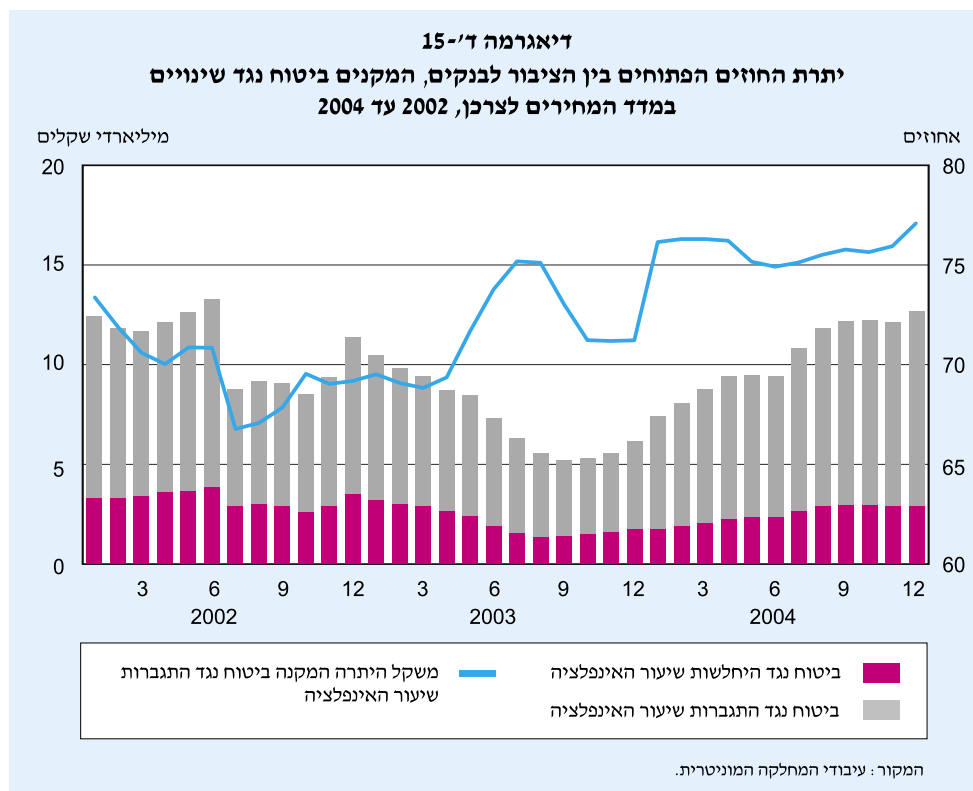


9 נכס הבסיס באופציות על מדד המעו"ף הוא מדד המעו"ף כפול מאה שקלים.

המחזור הממוצע היומי באופציות על מדד תל אביב-25 היה כ-150 אלף יחידות אופציה⁹, גבוה מאשר בשנים 2003 ו-2002 (דיאגרמה ד'-14). מאז חודש ינואר 2003, החודש שבו נכנסה לתוקפה הרפורמה במס, היקף המסחר באופציות אלו הלך ועלה, תוך תנודתיות גבוהה מאוד במחזורי המסחר, וזאת בניגוד לחששות שהיו לגבי השפעת הרפורמה על המסחר בנגזרים. ברביע האחרון של 2004 עלו מחזורי המסחר, במיוחד בחודש דצמבר, אז הגיע המחזור הממוצע היומי ל-220 אלף יחידות אופציה – שיא של כל הזמנים. זאת תוך גידול של מחזור המסחר במניות הכלולות במדד בתקופה זו. (ראו פרק ד'-4). נציין עוד כי משקל המחזור היומי באופציות הרכישה בסך המחזור היה תנודתי בהתאם למגמות קצרות הטווח של שערי המניות. דיאגרמה ד'-14 מציגה את המחזור היומי של אופציות המכירה והרכישה ואת משקל המחזור היומי באופציות הרכישה בסך המחזור. ניתן לראות כי בסוף 2003 ובסוף 2004 יחד עם עליות השערים במניות ומחזורי מסחר גבוהים, עלה משקל אופציות הרכישה בסך המחזור ל-60 אחוזים, דבר המרמז על ציפיות להמשך המגמה החיובית במחירי המניות גם בתחילת שנת 2005. לעומת ההיקף הניכר של המסחר באופציות על מדד תל אביב-25, היקף המסחר באופציות על מדד תל אביב-בנקים נשאר אפסי גם בשנת 2004.

ד. נגזרים על מדד המחירים לצרכן

עסקאות בנכסים נגזרים על מדד המחירים לצרכן נעשות כיום רק במערכת הבנקאות (דיאגרמה ד'-15), ויתרתן משקפת את דרישת הציבור להגנות פיננסיות נגד שינויים לא-צפויים במדד המחירים לצרכן. (ראו הערה 4). בשנת 2004 נרשמה עלייה בהיקף ההגנות הן מפני היחלשות האינפלציה והן מפני התגברות האינפלציה, ויתרת הפוזיציות הפתוחות



פרק ד', שוק ניירות הערך

הגיעה בסוף השנה ל-12.5 מיליארדי ש"ח, לעומת 6 מיליארדים בסוף שנת 2003. בבחינת משקל ההגנות נגד התחזקות האינפלציה בסך ההגנות (דיאגרמה ד'-15) ניתן לראות כי המשקל בשנת 2004 עלה והגיע ל-76 אחוזים בממוצע, לעומת 71 אחוזים בממוצע בשנת 2003. לאורך חודשי השנה המשקל נותר סביב 76 אחוזים, ובחודש דצמבר הוא הגיע לרמתו הגבוהה ביותר – 77 אחוזים. רמה זו עשויה ללמד כי חששות הציבור מעלייה בשיעור האינפלציה לא פחתו, ואף התחזקו, וזאת אף על פי שבתקופה זו סביבת האינפלציה הייתה נמוכה ויציבה, ובחלקה אף התפרסמו מדדי מחירים שליליים. עם זאת ייתכן, שרמה גבוהה זו של הגנות מפני עלייה בלתי צפויה בשיעור האינפלציה קשורה לתהליך של צמצום החזקות הציבור בנכסים צמודים למדד, כפי שהוזכר בפרק ג', ועל כן היא אינה מצביעה על עלייה בחששות הציבור מעלייה לא צפויה של שיעור האינפלציה.