

פרק III: התפתחויות ביציבות המערכת הפיננסית

א. יציבות השווקים הפיננסיים

1. ההתפתחויות העיקריות

הדינמיקה השלילית שאפיינה את השווקים הפיננסיים בשנת 2002 שינתה כיוון ומדדי הסיכון משווקים אלו ירדו משמעותית מאז מארס 2003, תוך עלייה בערכם של הנכסים הפיננסיים וירידת התשואות-לפדיון של איגרות החוב לרמה נמוכה היסטורית. במובן זה של מעבר מסערה לרגיעה, ההתפתחויות השנה מעידות על שיפור בשווקים לעומת אשתקד.

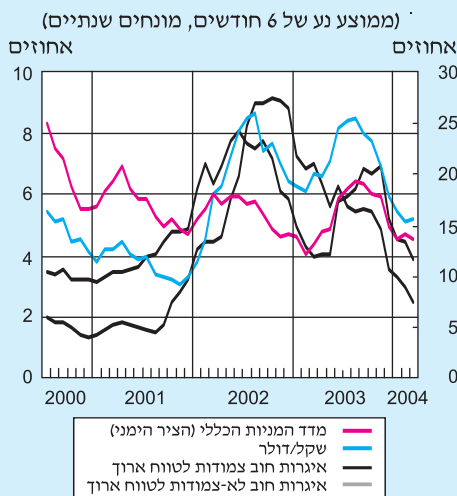
מבחינת היציבות הפיננסית נראה שההתפתחויות בשנתיים האחרונות, בשני הכיוונים, מעידות על תפקוד תקין למדי של השווקים, שכן הם היטיבו לשקף את השינויים בכוחות המקרו-כלכליים והאחרים בסביבה החיצונית, אף שקשה למדוד את מידת ההתאמה בין עוצמת השינויים בשווקים לעוצמת השינויים בסביבה. קיומם של שווקים משוכללים, המצליחים לתפקד באופן תקין למדי גם בעת התפתחויות חריגות - שליליות וחיוניות - הוא תוצאה של תהליך הליברליזציה בשוקי ההון והמט"ח בישראל ושל ההעמקה הפיננסית. עם זאת, רמת שכלולם של השווקים, ובמיוחד שוקי האג"ח והמניות, עדיין אינה משביעה רצון. נראה גם שבמידת שכלולם של השווקים הפיננסיים לא

חל בשנה הנסקרת שינוי ניכר, למעט התרומה של הגדלת יתרת המק"ם, על חשבון הפיקדונות בבנק ישראל, לפיתוחו של שוק הכספים ותחילת השפעתה החיובית של הרפורמה במס.

מדדי הסיכון מהשווקים ירדו מרמת השיא של אמצע 2002, מגמה המתיישבת עם ירידת אי-הוודאות במשק. כבר באמצע 2002, בעקבות שינויים במדיניות המוניטרית והפיסקלית, השתררה רגיעה מסוימת בשווקים, אולם השינוי העיקרי התרחש רק לאחר התפתחויות מהותיות - מקומיות ובין-לאומיות - נוספות, בעיקר ההשתלטות האמריקאית על עיראק, הקמת ממשלה חדשה בישראל, קבלתה של תכנית כלכלית חדשה ואישור ערביות אמריקאיות לממשלת ישראל. לשינוי בהתפתחותם של מדדי הסיכון תרמה פעילותם של המשקיעים הזרים. מגמת הירידה במדדים נמשכה בתחילת שנת 2004.

במהלך שנת 2003 יוסף השקל לעומת הדולר ב-7.6%, באיגרות החוב הצמודות ירדו התשואות לפדיון בכ-1.5 נקודות אחוז, ובאיגרות הלא-צמודות מסוג "שחר" - ב-4.2 נקודות אחוז. בשנה הנסקרת בלטה עלייה חדה במחירי המניות: מדד המניות עלה בשיעור של 58%. עלייה זו, הקשורה בציפיות להתחדשות הצמיחה במשק וגידול

דיאגרמה III-א'-1
סטית התקן החודשית של
השינויים היומיים,
יוני 2000 עד פברואר 2004



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

של רווחי החברות, לא לוותה בגידול האשראי לרכישת מניות למגזר הפרטי, ולא אופיינה בהצטרפות מסיבית של הציבור הרחב לשוק המניות ובריבוי הנפקות בשוק הראשוני - התפתחויות שליוו תהליכים "בועתיים" בעבר. עליית השערים נמשכה בחודשים הראשונים של שנת 2004.

2. רקע - יציבות ומשברים בשווקים

פרק זה עוסק בהתפתחויות בשווקים הפיננסיים ב-2003 - המט"ח, המניות, האג"ח והנגזרים - מבחינת היציבות הפיננסית. לשוקי ניירות הערך תפקיד חשוב בהפניית חסכוניות להשקעות, בפיזור וחלוקה של סיכונים ובתמחור וגילוי של מחירי נכסים פיננסיים. יציבות פיננסית בהקשר של השווקים הפיננסיים ניתן להגדיר כמצב שבו השחקנים בשווקים יכולים לסחור בנכסים פיננסיים במחירים המשקפים את תחזיותיהם לגבי הכוחות הכלכליים הבסיסיים במשק (fundamentals) - מחירים שאינם משתנים מהותית ללא שינוי בגורמים הבסיסיים או בציפיות לגבי שינויים בהם בעתיד, מעבר לתנודות המחירים הטבעיות, המלוות את המסחר השוטף בשווקים הפיננסיים. משבר בשווקים הפיננסיים ניתן להגדיר כנפילה חדה בערך הנכסים הפיננסיים או תהליך מתמשך של ירידה בערכם, כגון הדרדרות של מחירי המניות, פחות חד של השקל או תהליך מתבדר של פחות - כל אלה במידה שלא משקפת את הכוחות הכלכליים הבסיסיים במשק או את ציפיותיהם של השחקנים בשווקים. אירועים כאלה, סביר שיתרחשו כחלק מתהליך משברי, לאחר עליית יתר של מחירי נכסים פיננסיים והתפתחות "בועה", אולם הם יכולים להתפתח גם כתהליך "עדר", בעקבות אירוע חיצוני. ישנם גם מצבי ביניים בין תפקוד תקין של השוק לבין משבר של ממש, מצבים המאופיינים בשיבושים חמורים ובתפקוד בלתי תקין של השוק.

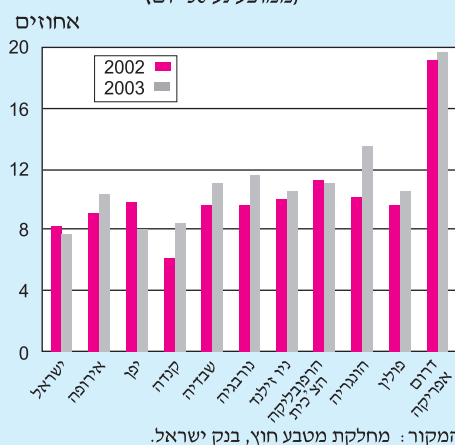
שכלולם של השווקים הפיננסיים מחזק את יכולתם לעמוד בזעזועים חיצוניים. ככל

שהשווקים משוכללים יותר הם יגיבו טוב יותר - בשינויים מתונים יחסית בתשואות ובממדי סיכון - על זעזועים חיצוניים ועל שינויים באי הוודאות, ישקפו נכון יותר את הגורמים הבסיסיים ואת ציפיות המשקיעים לגביהם; כך תגדל עמידותם ותקטן ההסתברות להתבדרות במחירי הנכסים. עם זאת, גם בשווקים משוכללים, עמוקים ונוזלים יכולה היציבות הפיננסית להתערער, ושינויים חדים במחירים יכולים להיות מסוכנים גם אם הם משקפים נאמנה את גורמי הבסיס ואת ציפיות המשקיעים. כך, למשל, תהליך של התבדרות מחירי נכסים יכול להיגרם בגלל אי-סימטריה במידע או תהליך עדר.

משברים ושיבושים חמורים בשווקים עלולים להביא להתממשות של סיכון מערכתי (systemic risk). בהקשר של השווקים הפיננסיים, סיכון מערכתי יכול לנבוע מבעיות מבניות בשווקים, הפוגעים בתפקוד של שוק מטבע החוץ או שוקי ניירות הערך, ומאי-יציבות "מדבקת" בשווקים אחרים, סיכון שגבר מאוד עם תהליך הליברליזציה. כך, לדוגמה, המשבר הפיננסי בתאילנד ב-1997, שהיה "משבר תאומים" - בשוק מטבע החוץ במערכת הבנקאית - גלש למדינות רבות. דוגמה נוספת היא התפוצצות "בועת ההיי-טק" וירידת השערים החדה של המניות בארה"ב

בשנת 2000, שגלשה לשוקי המניות ברחבי העולם.

דיאגרמה III-א'-2
תנודתיות שערי החליפין במטבעות
שונים כנגד הדולר,
2002 ו-2003
(ממוצע נע 30 יום)



המקור: מחלקת מטבע חוץ, בנק ישראל.

לוח III-א'-1
מדדי הסיכון מהשוויונים הפיננסיים, עד 2003
(נתונים חודשיים, אחוזים, מונחים שנתיים)

כל התקופה		סוף שנה				ממוצע שנתי				המירווח באגירות החוב של ממשלת ישראל דפער בין המירווח של ישראל לחברות ברינג A	סיכון המדינה	
מקסימום	ממוצע	2003	2002	2001	2000	2003	2002	2001	2000			
2.21	0.37	1.47	0.37	1.50	1.45	2.16	0.92	1.43	1.68	1.94	הסתברות לפירות חד בשער החליפין ² סטיית התקן הגלומה באופציות CAL סטיית התקן בפועל של שער החליפין ³	סיכון שער החליפין שקל-דולר
0.09	-0.43	-0.12	-0.43	0.05	---	---	-0.14	-0.09	---	---		
9.95	4.74	7.23	6.17	8.88	5.38	4.85	8.69	8.61	5.52	6.21		
11.43	1.63	5.71	5.79	7.20	5.62	2.17	6.96	7.38	3.87	4.64	סטיית התקן של המק"ם ³ סטיית התקן של מחירי אגירות חוב לא-צמודות ³ סטיית התקן של מחירי אגירות חוב צמודות ³	הסיכון בשוק אגירות החוב
3.05	0.24	0.64	0.33	0.71	1.41	0.42	0.65	0.92	0.49	0.48		
16.76	0.86	4.19	1.85	7.54	6.99	1.51	4.44	7.79	2.88	1.66		
14.73	2.26	5.00	2.52	5.09	13.10	3.18	5.28	6.29	5.11	3.32	סטיית התקן של מרד המניות הכלכלי ³	הסיכון בשוק המניות
46.76	8.41	17.27	15.64	16.28	22.28	12.86	16.14	15.44	16.62	20.90		

1 המדינות של התשואה על איגרות חוב דולריות לעשר שנים של ממשלת ישראל הנסחרות באר"ב, לבין התשואה על איגרות חוב דומה של ממשלת אר"ב.
2 ההסתברות לפירות של מעל 25% (במונחים שנתיים) בתוך חודש וחצי.
3 סטיות תקן חודשית של השינוי היומי, במונחים שנתיים.
המקור: נתוני בנק ישראל ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

3. סיכונים ותנודתיות

כדי לנסות ולזהות שיבושים והתפתחות של תהליכים משבריים בשווקים הפיננסיים מקובל לעקוב אחר ההתפתחות של מדדים שונים לסיכונים בשווקים, ביניהם תנודתיות השינויים במחירים של נכסים פיננסיים, פרמיית הסיכון, המירווח על אג"ח של ממשלת ישראל, הפרמיה על אופציות שקל-דולר וההסתברות לפיחות חד יחסית בשקל.

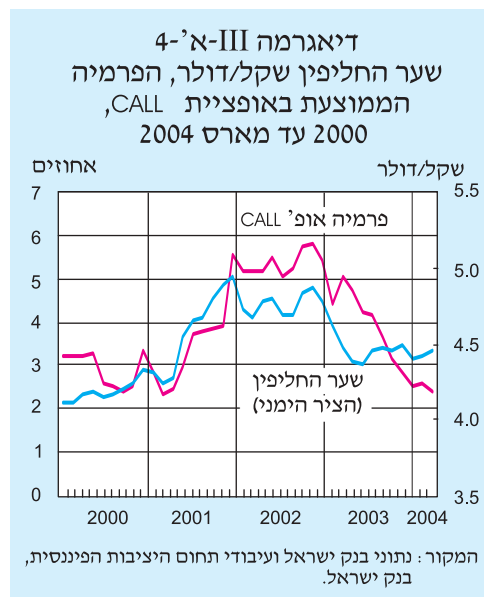
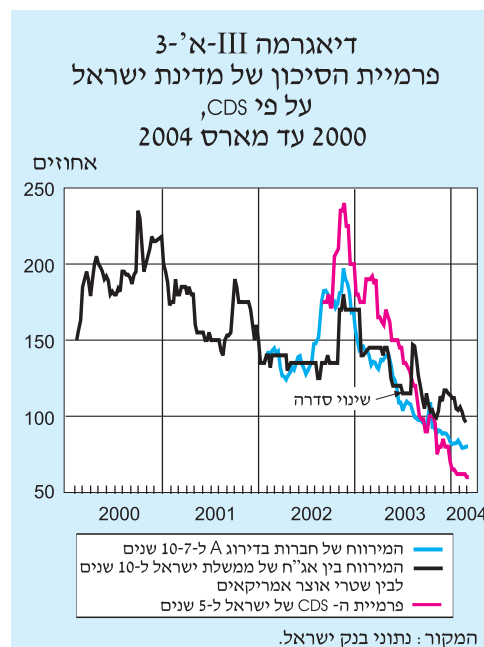
מדד חשוב לרמת הסיכון הוא **תנודתיות השינויים במחירים של נכסים פיננסיים**: ככל שהתנודתיות גבוהה יותר, הנכס נתפס כמסוכן יותר. שינוי חריג ברמת התנודתיות מאותה על בעיה בתפקודו של השוק, בעיקר אם שינוי כזה אינו מתיישב עם השינוי באי-הוודאות במשק. שינויים חריגים ברמת התנודתיות של המחירים ייבחנו תוך השוואה של רמת התנודתיות לזו של שנים קודמות ובהשוואה לחו"ל.

במהלך שנת 2003 נמשכה מגמת הירידה בתנודתיות המחירים בשווקים הפיננסיים, בהמשך למחצית השנייה של שנת 2002, לאחר רמת השיא הלא שגרתית של אמצע 2002 (דיאגרמה III-א'1). בשוק איגרות החוב רמת התנודתיות ירדה לרמה נמוכה אף מזו של 2001, בעוד שבשוק המט"ח התנודתיות עדיין גבוהה מאשר ב-2001, שהייתה שנה של רגיעה בשווקים (לוח III-א'1). בהשוואה בין-לאומית של סטיית התקן בשער החליפין (דיאגרמה III-א'2) בולטת רמת התנודתיות הנמוכה של השקל בהשוואה למטבעות אחרים, פער שגורמי נזילות וסיכון לא יכולים להסביר.

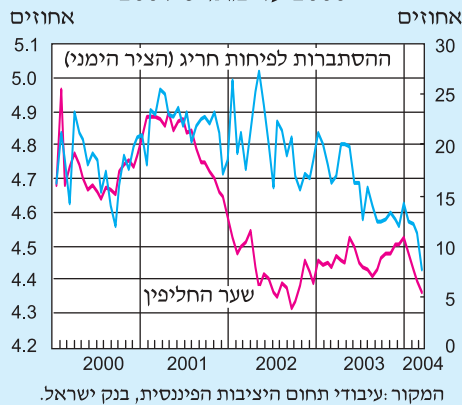
לעומת זאת **בפרמיית הסיכון של ישראל**, על פי מירווח ה-CDS, הנגזר מעקום ה-SWAP (דיאגרמה III-א'3), נרשמה במהלך השנה הנסקרת ירידה רצופה בשיעור ניכר, והפרמיה עמדה בדצמבר 2003 על כ-60 נקודות בסיס, לעומת רמת שיא של 240 נקודות בסיס באוקטובר 2002. בחודשים הראשונים של שנת 2004 ניכרה מגמת התייצבות, ובאפריל הפרמיה עמדה עדיין על 60 נקודות בסיס.

השינוי בתפיסת הסיכון בשוק המט"ח משתקף גם בהתפתחות **הפרמיה על אופציות שקל-דולר**: זו ירדה חדה במהלך שנת 2003, וכן בחודשים הראשונים של 2004 (דיאגרמה III-א'4). הירידה בסיכון המדינה באה לידי ביטוי גם בירידת המירווח שבין תשואת אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים הנסחרת בארה"ב לבין תשואת אג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב מ-1.5 נקודת אחוז בשנת 2002 ל-0.96 נקודת אחוז בדצמבר 2003 - ירידה גדולה מזו של המירווח המקביל במדינות אחרות בעלות דירוג אשראי A. מכאן שלפי תפיסת השווקים ירידת הסיכון של המשק הייתה מעבר לירידה בשווקים מתעוררים אחרים. זוהי תוצאת הירידה הניכרת של אי-הוודאות אף מעבר לסביבת פעולתה של המערכת הפיננסית הישראלית.

מדד חשוב במיוחד לעזוועים בשוק המט"ח הוא **ההסתברות לפיחות חד יחסית בשקל**, הנגזרת מאופציות שקל-דולר. גם מדד זה מצביע בבירור על ירידת הסיכונים: ההסתברות לפיחות חד יחסית



דיאגרמה III-א' 5-
ההסתברות לפיחות חד פעמי,
2000 עד מארס 2004



פחתה מ-25.6% בתחילת פברואר עד ל-9.5% בדצמבר, לעומת 19.6% בממוצע בשנת 2002 (דיאגרמה III-א' 5-).

כל מדדי הסיכון ירדו בשנה הנסקרת ביחס לרמת השיא של אמצע 2002, ירידה המתיישבת עם הירידה באי-הוודאות במשק. אמנם כבר באמצע 2002, בעקבות שינויים במדיניות המוניטרית והפיסקלית, השתררה רגיעה מסוימת בשווקים, אולם השינוי העיקרי התרחש רק לאחר התפתחויות מהותיות - מקומיות ובין-לאומיות - נוספות, בעיקר ההשתלטות האמריקאית על עיראק, הקמת ממשלה חדשה בישראל, הפעלת תכנית כלכלית חדשה ואישור ערבויות אמריקאיות לממשלת ישראל. מגמת הירידה במדדי הסיכון נמשכה במחצית הראשונה של שנת 2004.

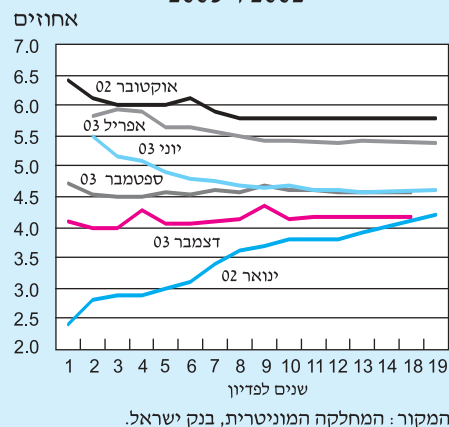
4. מחירים ותשואות

את שנת 2003 מאפיינת עלייה בערכם של הנכסים הפיננסיים: לאחר פיחות השקל מול הדולר בשיעור של 7.4% במהלך שנת 2002, יוסף

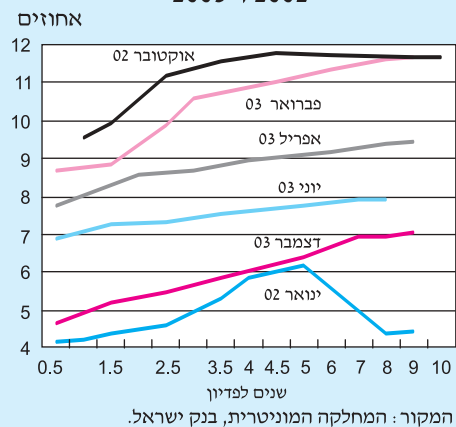
השקל במהלך השנה הנסקרת ב-7.6%; במהלך 2003 עלו מחירי האג"ח, ותשואותיהן ירדו: באיגרות החוב הצמודות בכ-1.5 נקודת אחוז ובאיגרות החוב הלא צמודות מסוג "שחר" ב-4.2 נקודות אחוז (בממוצע לתקופות שונות; דיאגרמה III-א' 6-), בדומה לירידת הריבית של בנק ישראל (ב-4.3 נקודות אחוז). עם זאת, עיקר הירידה של התשואות התרכזה במחצית הראשונה של השנה הנסקרת, הורדת ריבית בנק ישראל הואצה במחצית השנייה של השנה. באיגרות החוב הצמודות למדד ירד עקום התשואה לפדיון עד ל-4.2% (לכל הטווחים; דיאגרמה III-א' 7-). בדצמבר 2003 נרשמה רמת התשואות הנמוכה ביותר זה 5 שנים.

מדד המניות עלה ב-2003 ב-58%, עליות שמחקן ויותר את ירידות השערים של השנים 2001-2002. העליות משקפות צירוף של ירידת הריבית, תפנית חיובית

דיאגרמה III-א' 7-
איגרות חוב צמודות - עקום התשואות,
2002 ו-2003



דיאגרמה III-א' 6-
איגרות חוב "שחר" - עקום התשואות,
2002 ו-2003



1 פיחות של מעל 25 אחוזים, במונחים שנתיים, בטווח של חודש וחצי.

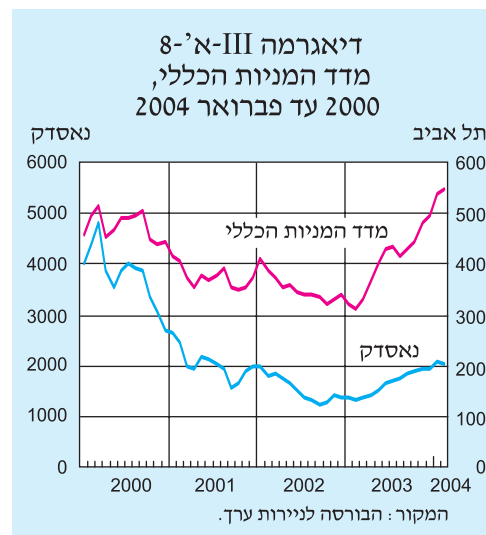
בפעילותו של המגזר העסקי, גידול של רווחיות החברות (פרק II-ג'), תחזיות אופטימיות להמשך צמיחת המשק, וכן התאוששות שוקי המניות בעולם (דיאגרמה III-א' 8). עם זאת, מדד המניות של חברות המקרקעין הבינוי והפיתוח, שבהן תהליך היציאה מהמיתון איטי יותר, עלה פחות מאשר מדד המניות הכללי, ב-36.6%. העלייה החדה של מחירי המניות לא לוותה בגידול של האשראי למגזר הפרטי, והציבור הרחב אינו נוהר עדיין לשוק המניות – התפתחויות שליוו תהליכים "בועתיים" בעבר². אינדיקציה חיובית נוספת היא ירידת הסיכון: סטיית התקן של מדד המניות הכללי עמדה בדצמבר 2003 ברמה נמוכה מן הממוצעת של שנת 2003 ושל השנים האחרונות (לוח III-א' 1).

5. שכלול השווקים

שיבושים ומשברים יכולים להתפתח, כאמור, גם בשווקים נזילים ועמוקים, אולם ככל שהשווקים משוכללים, עמוקים ונזילים יותר עמידותם גדולה יותר וההסתברות להתפתחות משבר קטנה יותר. לשם בחינת ההתפתחות **בשכלול השווקים** נבדוק מדדים שונים בשוק שקל-מט"ח – ביניהם מירווחי המסחר, שצפויים להצטמצם עם השתכללות השווקים, וההטרוגניות במסחר, המשקפת אף היא את מידת השכלול של השוק. בשווקים האחרים, נסתכל בעיקר על מחזורי המסחר, בגלל חוסר נתונים.

(א) שוק מטבע החוץ

בשנת 2003 קטנו מחזורי המסחר במט"ח³, לאחר גידולם בעשור האחרון (לוח III-א' 2 ודיאגרמה III-א' 9). ואולם, מחזורי המסחר אינם מדד מספיק לנזילותו של שוק פיננסי; אמנם מקובל שהם מתואמים עם נזילותו של השוק, אך משפיעים עליהם גם גורמים נוספים, כגון רמת אי-הוודאות. אינדיקטור חשוב לנזילותו של שוק המט"ח הוא מירווח המסחר. בשנת 2003 נמשך גידולו של מירווח זה, התפתחות ששיקפה נסיגה מסוימת

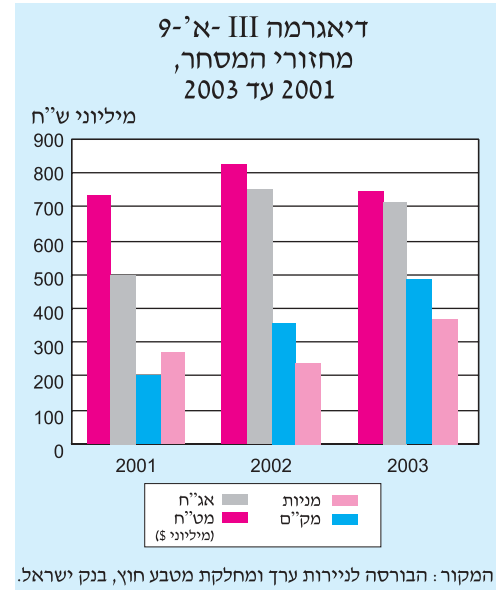
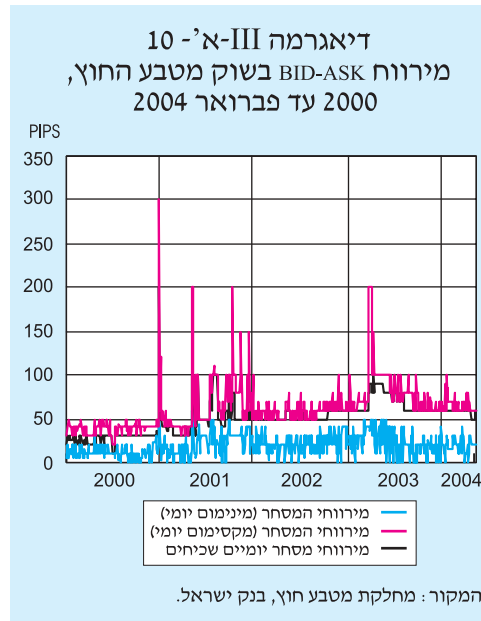


לוח III-א' 2
מידת השכלול של שוק שקל-מטבע חוץ, 2000 עד 2003
(אחוזים, ממוצע שנתי)

2003	2002	2001	2000	
748	827	734	608	1. מחזור המסחר (עסקאות המרה) היומי הממוצע (מיליוני דולרים)
7	7.4	3.9	4.6	2. סטיית התקן בפועל
0.13	0.11	0.07	0.07	3. מירווח BID-ASK
0.0047	0.0048	0.0026	---	4. מדד עמיהוד לעומק השוק
16.7	16.1	15.8	13.1	5. חלקם של המוסדות הפיננסיים הזרים במסחר

המקור: מחלקת מטבע חוץ ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

2 קרנות הנאמנות המתמחות במניות צברו במהלך 2003 רק 1.6 מיליארדי ש"ח של מקורות חדשים, לעומת 31 מיליארדים בכל קרנות הנאמנות.
3 עסקות ההמרה.



בתפקוד השוק, לאחר שנים של שיפור. אומדן המירווח של שער החליפין שקל-דולר במסחר הבין-בנקאי, שגדל מ-0.08 בשנת 2001 ל-0.13 בשנת 2002, הוסיף והתרחב ל-0.17 ב-2003, ואילו ברביע השני של שנת 2004 הוא ירד (דיאגרמה III-א'-10; הנתונים – באחוזים משער החליפין של השקל מול הדולר). אינדיקטור נוסף המשקף את עומק השוק, "מדד עמידה", לא השתנה בשנת 2003. הגדלת מעורבותם של תושבי חוץ במסחר הגדילה בשנים קודמות את נזילותו של השוק, אולם בשנה הנסקרת עלה חלקם במסחר בשיעור זעום. ראוי גם להזכיר, כי בשנה זו פעל שוק המט"ח על רקע הפסקת ההנפקה של אג"ח צמודות לדולר ("גלבוץ") על ידי הממשלה והמשך הפדיונות של סדרות ישנות, וכך התאפשרה כניסתם של גופים פרטיים כמציעי נכסים צמודים למט"ח. לערבויות שנתקבלו מממשלת ארה"ב הייתה השפעה מייצבת על תפקודו של השוק.

מבחינת ההתפתחויות במדדים אלה לא ניתן להצביע על המשך מגמת השיפור בשכלולו של שוק המט"ח בשנה הנסקרת. ואולם, מכך אין להסיק על העמידות, שכן זו נבדקת לאורך זמן: בשנים האחרונות הלכה והשתפרה רמת שכלולו של השוק, כתוצאה מתהליך הליברליזציה במטבע חוץ, שינוי בשיטת המסחר והגמשת משטר שער החליפין – תהליכים ארוכי טווח, המגבירים את עמידות השוק בפני זעזועים.

(ב) שוק איגרות החוב

האינדיקטור הזמין העיקרי לבחינת הנזילות של שוק איגרות החוב הוא מחזור המסחר. בשנת 2003 לא חלו במחזורי המסחר באג"ח שינויים גדולים, והם נשארו ברמה של שנת 2002, לאחר גידול חד בשנת 2002 (דיאגרמה III-א'-9). לעומת זאת נמשך הגידול של מחזורי המסחר במק"ם, שניתן להסבירו גם בהגדלת היתרה הכוללת של המק"ם בשוק על חשבון יתרת פיקדונות הבנקים בבנק ישראל. המעבר לשימוש

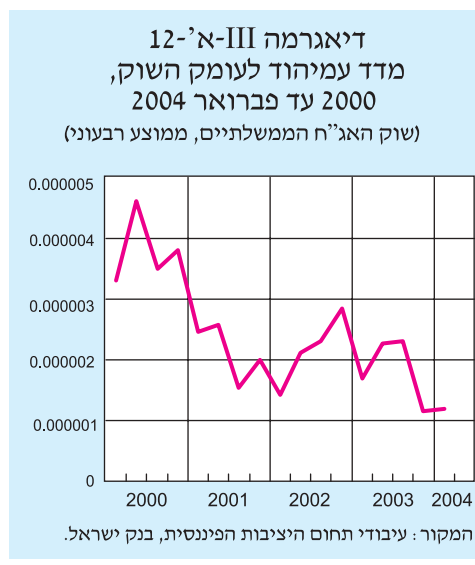
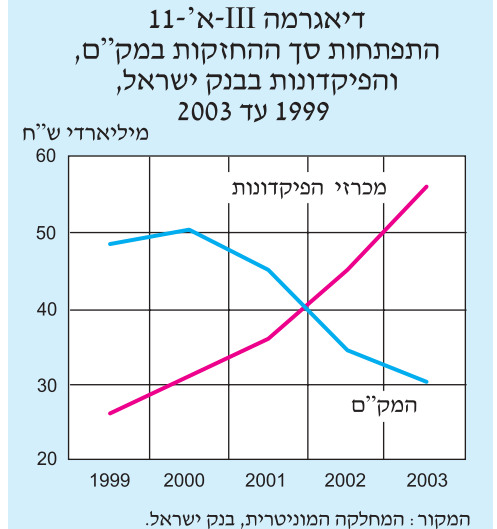
4 השינוי היומי בשער חלקי היקף המסחר היומי.

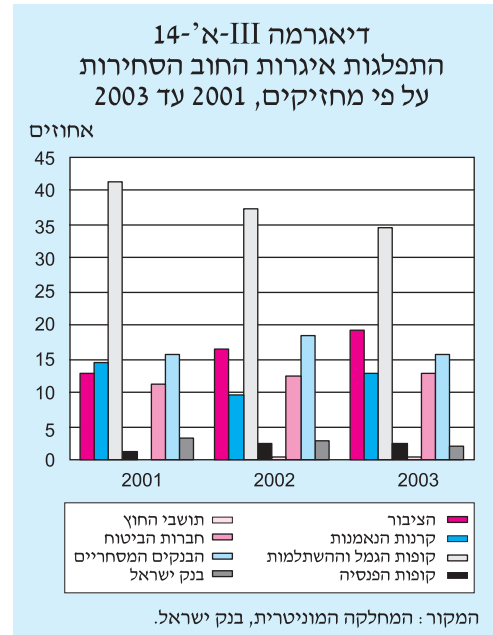
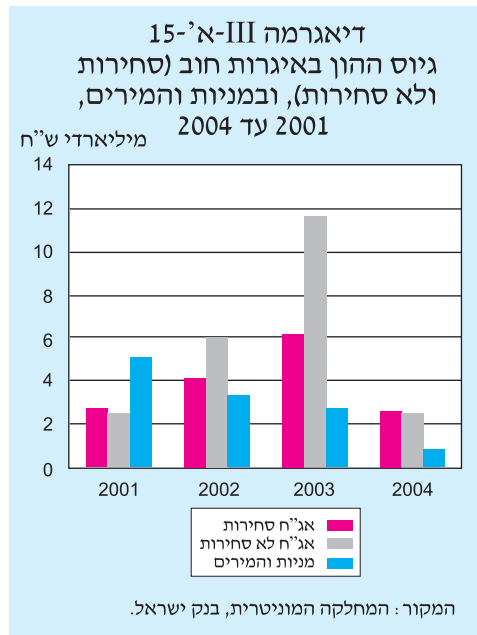
במק"ם ככלי העיקרי לביצוע המדיניות המוניטרית של בנק ישראל, במקום מכרזי הפיקדונות לבנקים המסחריים, נמשך בהדרגה בשנים האחרונות (דיאגרמה III-א'-11). נוסף על התרון שיש למהלך זה בהגדלת השווקים הסחירים ובפיתוח שוק הכספים, הוא משפר את מנגנון התמסורת של המדיניות המוניטרית לשוקי האג"ח, וזאת משום שהמק"ם, בהיותו סחיר, נמכר לא רק לבנקים אלא גם למשקיעים מוסדיים ולציבור הרחב.

"מדד עמיהוד" לעומק השוק של איגרות החוב מצביע החל מהרביע האחרון של שנת 2003 על חזרה למגמת שיפור, שנפסקה ברביע השני של שנת 2002 (דיאגרמה III-א'-12).

בפעילותם של תושבי חוץ בשוק איגרות החוב הייתה בשנת 2003 ירידה. אמנם החזקתם במק"ם גדלה ב-0.7 מיליארד ש"ח, אולם כנגד זאת פחתה החזקתם באג"ח הממשלתיות, לאחר גידולה במהלך שנת 2002 (דיאגרמה III-א'-13). חלקם של תושבי חוץ בשוק האג"ח הסחירות עמד בסוף שנת 2003 על 0.4% בלבד (דיאגרמה III-א'-14). היבט נוסף לעומק ולנזילות של שוקי ניירות הערך הוא היקפו של שוק האג"ח הפרטיות. בשנת 2003 התרחב גיוס ההון של המגזר הפרטי באג"ח בשוק הראשוני. עיקר הגיוס היה באמצעות אג"ח לא סחירות - מ-6.1 מיליארדי ש"ח ב-2002 ל-11.6 מיליארדים ב-2003 (דיאגרמה III-א'-15). הקמת מערכת מסחר למשקיעים מוסדיים באג"ח לא-סחירות בבורסה בתל אביב תיצור נזילות בשוק מתפתח זה. גדל גם הגיוס באג"ח סחירות - מ-4.2 מיליארדי ש"ח ב-2002 ל-6.2 מיליארדים ב-2003.

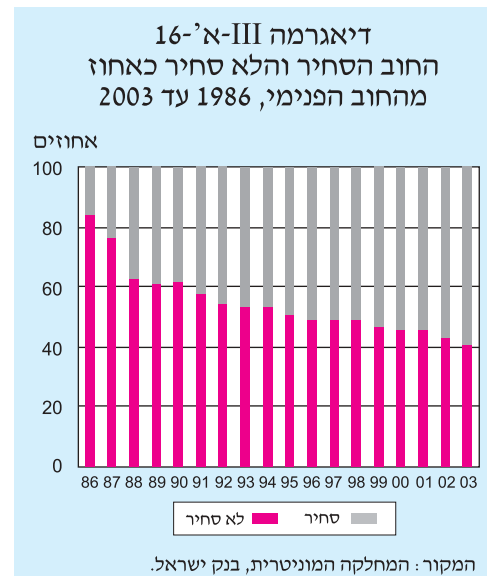
חלקן של קרנות הפנסיה בשוק האג"ח הסחירות לא השתנה בשנת 2003 ועמד על 2.3%. בעקבות הרפורמה בקרנות הפנסיה, שמפנה את נכסיהן אל השוק הסחיר, חלקן של הקרנות בשוק האג"ח אמור לגדול בשנים הבאות, ובכך להאיץ את תהליך מסחורו של החוב הפנימי הממשלתי, תהליך שהואט מאוד מאז אמצע שנות התשעים והואץ





בשנתיים האחרונות (דיאגרמה III-א'-16). גם הגדלת חלקן של האג"ח הלא צמודות, הסחירות יותר, על חשבון אלה הצמודות למדד, הפחות סחירות, תורמת להגדלת נזילותו של שוק האג"ח. תהליכים אלה, יחד עם המשך הגדלת פעילותם של תושבי חוץ בשוק האג"ח, יקרבו את מבנה שוק האג"ח בישראל לזה המקובל בעולם ויגדילו את נזילותו.

לסיכום, גם בשוק האג"ח לא נמשכה מגמת ההשתכללות בשנה הנסקרת, אך בשנים האחרונות גברה עמידותו של שוק זה. שיפור מסוים בשנה הנסקרת ניתן לראות בחזרה



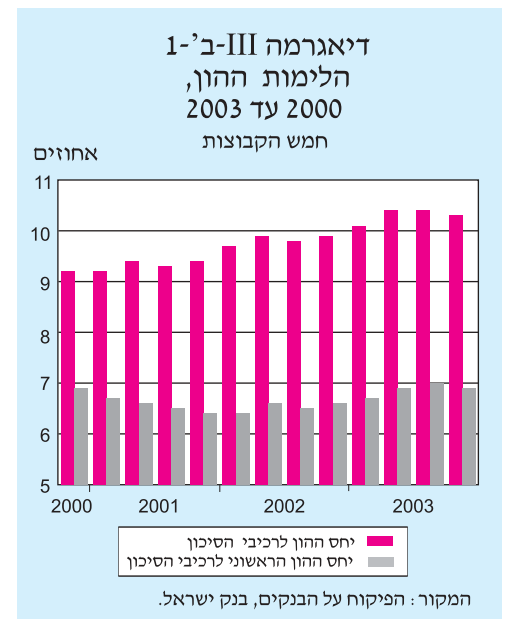
של "מדד עמיהוד" למגמת ירידה, אך מחזורי המסחר לא גדלו השנה, ופעילותם של תושבי חוץ אף פחתה לעומת 2002. יש לציין כי רמת הסחירות והנזילות בשוק האג"ח, במיוחד הצמודות, נמוכה, דבר המקשה על ביצוע עסקאות גדולות, מהסוג שמבצעים משקיעים מוסדיים.

מחזור המסחר של מניות בבורסה גדל ב-2003, כנראה הודות להתעוררות של שוק זה, לאחר תקופת שפל ארוכה. מחזורי מסחר באופציות מעו"ף בבורסה שומרים על רמתם משנת 2002 (דיאגרמה III-א' 17), ואלה באופציות שקל-דולר הצטמצמו. בשוק המניות ההתעוררות בשוק המשני לא התבטאה בשנת 2003 בגידול ההנפקות בשוק הראשוני, אך תגובה מאוחרת יותר של השוק הראשוני היא תופעה מוכרת מן העבר. כבר בחודשים הראשונים של 2004 גדל היקף גיוס ההון, והקצב השנתי שלו עולה על זה של השנתיים הקודמות.

ב. יציבות מערכת הבנקאות⁵

1. ההתפתחויות העיקריות

במהלך שנת 2003 השתפרה העמידות הפיננסית של מערכת הבנקאות, הודות לצעדים שנקט המפקח על הבנקים בעוד מועד לשיפור הלימות ההון ולהפחתת סיכון האשראי ולצעדים שנקטו הבנקים. חרף המשך הפעילות הממותנת הצליחו הבנקים לשפר את הלימות הון, ובמקביל ניכרה ירידה מסוימת בחשיפתם לסיכון העיקרי שהם מתמודדים עמו – סיכון האשראי. השיפור בעמידות הפיננסית של מערכת הבנקאות, יחד עם השיפור בסביבה שהיא פועלת בה, ובמיוחד ניצני השיפור באיתנות הפיננסית של המגזר העסקי ומשקי הבית (פרק II-ד'), מצביעים על שיפור ביציבות של מערכת הבנקאות בשנת 2003. עם זאת נראה שיציבותה של המערכת בסוף 2003 נופלת מיציבותה בסוף 2000 – לפני שלוש שנות השפל המתמשך בפעילות המשקית – בעיקר משום שרמת סיכון האשראי עדיין גבוהה יותר, ואף שיחס ההון גבוה יותר. התפתחויות אלה ביציבות מערכת הבנקאות – המושפעת מאוד מהפעילות המשקית המקומית – משקפות, מצד אחד, את התפנית החיובית בפעילות הכלכלית בישראל ב-2003, שכצפוי מתבטאת בתחום הפיננסי מהר יותר מאשר בתחום הריאלי, ומהצד האחר, את העובדה שהפעילות הריאלית, במיוחד במגזרים הבעייתיים, עדיין מדשדשת ורחוקה מרמתה לפני שנות השפל.



5 פרק זה מתמקד בניתוח ההתפתחויות בהלימות ההון ובסיכון האשראי בלבד. הניתוח מתייחס למערכת כולה, כגוף אחד.

לוח III-ב'-1

אינדיקטורים ליציבות מערכת הבנקאות, 1999 עד 2003*

(אחוזים)

2003	2002	2001	2000	1999	
א. הלימות ההון					
יחסי ההון					
10.3	9.9	9.4	9.2	9.4	יחס ההון לרכיבי הסיכון
6.9	6.6	6.4	6.9	7.3	יחס ההון הראשוני לרכיבי הסיכון
147.6	157.7	135.6	105.6	123.2	יחס האשראי הבעייתי להון
319.4	323.7	363.6	315.4	286.6	יחס חשיפת האשראי ללווים גדולים ¹ להון העצמי
1.69	1.50	1.96	1.67	***	משקל סיכוני השוק ² ביחס לסך נכסי הסיכון
פוטנציאל הצבר ההון					
43.7	44.9	42.4	31.4	26.4	יחסם של כתבי ההתחייבויות הנדחים להון הראשוני ³
8.3	2.5	5.6	10.9	11.5	התשואה-להון (ROE)
130.3	110.4	125.3	136.5	139.7	יחס היעילות
113	109	108	100	94	התפוקה ⁴ למשרה
ב. החשיפה לסיכוני האשראי					
143.7	149.3	149.9	137.1	136.0	יחס האשראי לתוצר
19.0	21.0	21.0	20.1	19.6	יחס האשראי להון
יחס יתרת ההפרשה לחומ"ס לאשראי הבעייתי ברוטו					
30.9	28.2	26.2	28.7	26.1	(בתוספת יתרת ההפרשה לחומ"ס)
10.9	10.1	8.6	7.2	8.3	יחס האשראי הבעייתי ברוטו ⁵ לסך האשראי ברוטו
24.8	24.9	***	***	***	משקל האשראי שאינו נושא הכנסה בסך האשראי הבעייתי
37.5	37.8	38.4	39.1	37.3	יחס האשראי ל"ענפים רגישים" לסך האשראי למגזר העסקי מזה:
28.3	27.8	28.0	28.9	28.5	א. בנייה
3.1	3.0	3.0	2.9	3.1	ב. תיירות
6.1	7.0	7.4	7.3	5.7	ג. תקשורת
30.3	28.2	27.8	27.3	28.3	משקל האשראי לאנשים פרטיים בסך האשראי באחריות הבנק
46.6	47.9	43.8	44.7	***	משקל האשראי לדיוור בסך האשראי לאנשים פרטיים
שיעור החוב הבעייתי בדיוור ביחס לשיעור החוב הבעייתי					
105.0	92.4	78.8	73.5	***	בסך האשראי לאנשים פרטיים
57.5	58.9	57.9	57.4	56.6	משקל האשראי ללווים שחבותם עולה על 35 מיליוני ש"ח בסך האשראי

* אינדיקטורים נוספים למערכת הבנקאות ולמערכת הפיננסית בכללותה ראה לוחות נספח III-ב'-1, ו-III-ב'-2 לפרק זה.

1 לוויים שחבותם עולה על 5% מבסיס ההון.

2 לפי דוראת ניהול בנקאי תקין מס' 341.

3 שלא כנגד סיכוני שוק.

4 יתרת הנכסים, המאזנית והחוץ-מאזנית.

5 בתוספת יתרת ההפרשה לחומ"ס.

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

השיפור **בהלימות ההון** השתקף בעיקר ביחסי ההון, וגם בפוטנציאל הצבר ההון: יחס ההון לנכסי הסיכון הוסיף לעלות והגיע ל-10.3%, לעומת 9.9% בסוף 2002, כתוצאה מגידול של 4.5% בבסיס ההון בעקבות צבירת רווחים, על רקע יציבות בנכסי הסיכון. שני גורמים עיקריים תרמו לשיפור מסוים בפוטנציאל הצבר ההון: השנה גברה תופעת ההתייעלות, שהחלה עוד ב-2002 והקיפה את כל חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות, בעיקר עקב צמצום של 3.3% במצבת העובדים לעומת סוף שנת 2002 (למעלה מ-1,000 עובדים, מרביתם בקבוצה אחת) ותפנית חיובית ביכולת לגייס הון משני, לאחר מספר שנים של ירידה. ואולם, במקור העיקרי לפוטנציאל הצבר ההון – הרווחיות הפרמנטית – לא ניכר שיפור של ממש. אמנם התשואה להון עלתה עלייה חדה – מ-2.5% אשתקד ל-8.3% השנה – אולם עלייה זו אינה מלמדת על גידול של הרווחיות הפרמנטית, מפני שהיא משקפת בעיקר את ההתפתחויות החיוביות החריגות בשוקי ההון, בעוד שביתר רכיבי הרווחיות – ה"פרמנטים" יותר – לא נרשם שיפור של ממש.

הירידה הקלה שהסתמנה השנה **בחשיפה לסיכון האשראי**, בניגוד למגמה רבת השנים של עלייה מתמשכת, התבטאה בצמצום של ממש בסך האשראי לציבור – בעיקר במחצית הראשונה של השנה, לצד שיפור מסוים בהרכבו: הרחבת היקף האשראי למגזר הפחות מסוכן – האנשים הפרטיים – לצד צמצומו למגזר היותר מסוכן, המגזר העסקי. כנגד זאת גדלו יתרת החוב הבעייתי ומשקלה בסך האשראי, ויש אינדיקציות לסיווג חסר בנדל"ן ובאשראי שלא לדוור. נראה שהתפתחויות אלה בחשיפה לסיכון האשראי משקפות, בין היתר, שיפור בניהול סיכון האשראי, על רקע המשך הבדיקות הנרחבות של הפיקוח על הבנקים בתחום האשראי הבנקאי וניהולו וצעדים יזומים של הנהלות הבנקים, במיוחד החמרת הקריטריונים להעמדת אשראי חדש ומדיניות זהירה יותר של הפרשה לחובות מסופקים. על זהירות זו מעיד שיפור מתמיד בהלימות ההפרשה, עד לרמה סבירה בהסתכלות היסטורית.

למרות השיפור בעמידות הפיננסית של מערכת הבנקאות במהלך 2003, רמתה בסוף 2003 עודנה נמוכה מאשר לפני שלוש שנות השפל בפעילות המשקית; אמנם יחסי ההון הוסיפו ועלו, אולם פוטנציאל הצבר ההון, כפי שהוא מוערך היום, נותר נמוך. גם יחסי ההון עדיין נמוכים מן המקובל בעולם. יתר על כן, רמת החשיפה לסיכון האשראי בסוף התקופה הנסקרת נותרה גבוהה מאשר לפני שלוש שנות השפל, וסיכון האשראי הנובע ממתן אשראי לענפי המשק הרגילים (בינוי ונדל"ן, תיירות, תקשורת ושירותי מחשב) נותר גבוה. בענף הנדל"ן ובאשראי שלא לדוור במגזר האנשים הפרטיים יש אף אינדיקציה לסיווג חסר של האשראי הבעייתי – דבר המתבטא בשיעור נמוך יחסית של הפרשה לחובות מסופקים בענפים אלה.

2. ההתפתחויות בהלימות ההון

(א) יחסי ההון

יחס ההון לרכיבי הסיכון עלה מ-9.9% בסוף 2002 ל-10.3% בשנה הנסקרת, בהמשך למגמת שיפור בו מאז סוף שנת 2000. **יחס ההון הראשוני לרכיבי הסיכון** עלה גם הוא בשנה זו ב-0.3 נקודות אחוז - ל-6.9% בסופה, והדבר מעיד על שיפור באיכות ההון. השיפור מוסבר בעלייה של 4.5% בבסיס ההון, שאת רובה ניתן לייחס לרווחים צבורים⁶, ואילו יתרת סך נכסי סיכון המשוקללים לצורך יחס ההון המזערי שמרה על יציבות. יחסי ההון הולכים ועולים מאז סוף 2000. חרף השיפור, יחס ההון עדיין קרוב למינימום הנדרש לפי הוראות המפקח על הבנקים (9%) ונמוך מאשר בבנקים במדינות המערב, השומרים על יחס הלימות הון גבוה ב-3-4 נקודות אחוז מהמינימום הנדרש שדורשות רשויות הפיקוח באותן מדינות (8%).

השיפור בהלימות ההון התבטא גם בירידה של **יחס האשראי הבעייתי להון העצמי** ב-10.1 נקודות אחוז - מ-157.7% בסוף 2002 ל-147.6% בסוף 2003. אולם היחס עדיין גבוה משמעותית מאשר בשנים 1999-2001 (לוח III-ב'1, דיאגרמה III-ב'2). השיפור מוסבר בקצב גידול מהיר יותר של ההון לעומת עלייה איטית יותר של יתרת האשראי הבעייתי - ב-0.7% בלבד בהשוואה לסוף שנת 2002.

הירידה של **יחס חשיפת האשראי ללווים גדולים ולקבוצות לווי** להון העצמי בתקופה הנסקרת מאותתת גם היא על שיפור בהלימות ההון (לוח III-ב'1). אולם בבנקים הקטנים הוסיף היחס ועלה, בהמשך למגמה שהסתמנה מתחילת 2001. הבנקים שמרו על חשיפה מצומצמת בלבד לסיכוני השוק: משקל סיכוני השוק בסך נכסי הסיכון נשמר ברמה של פחות מ-2%, בדומה למשקלם בשנים קודמות, תוך מגמת ירידה.

(ב) פוטנציאל הצבר ההון

המקור העיקרי לגידול הפוטנציאל של הצבר ההון בשנת 2003 היה התייעלות: ניתן להצביע בבירור על תהליך התייעלות שעוברים הבנקים, המתבטא בעליית **התפוקה הממוצעת למשרת שכיר** (לוח III-ב'1). זאת בעיקר הודות לצמצום חסר תקדים של מספר העובדים, למעלה מ-1,000 לעומת סוף שנת 2002, בהמשך לצמצום ב-2002. תפנית חיובית נרשמה בתקופה הנסקרת גם ביחס של **כתבי ההתחייבות הנדחים להון הראשוני**: לאחר עלייה רצופה רבת שנים נרשמה בו השנה, לראשונה, ירידה,

6 גם התאמות חשבונאיות תרמו לעלייה בהון, ואילו דיבידנדים, שסכומם גדל השנה, גרעו ממנו.
7 על פי המגבלה שקבע הפיקוח על הבנקים, חלקם של כתבי ההתחייבויות הנדחים אינו יכול לעלות על 50% מההון הראשוני שלא הוקצה כנגד סיכוני שוק. ככל שהיחס נמוך יותר - כלומר ככל שהבנקים מתרחקים מהמגבלה - עולה יכולתם להשתמש במכשיר הון זה לצורך עמידה בדרישות ההון, ובכך משתפרת יכולתם להגדיל את בסיס ההון לצורך הרחבת פעילותם ו/או הגברת איתנותם הפיננסית.

אמנם קלה (לוח III-ב'1). הירידה מלמדת על עליית הפוטנציאל להגדלת בסיס ההון לצורך הרחבת הפעילות ו/או הגברת איתנותם הפיננסית של הבנקים.

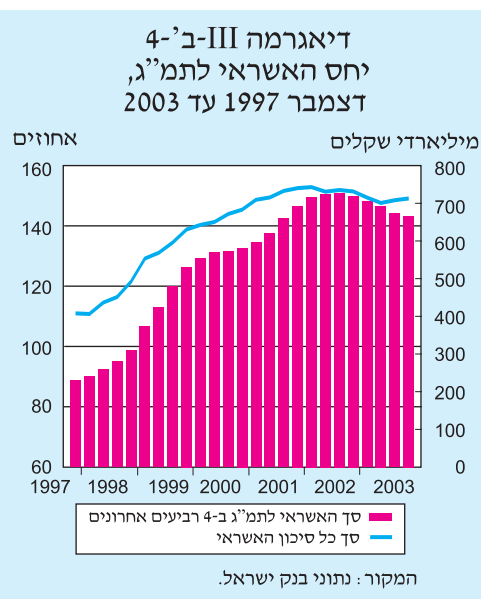
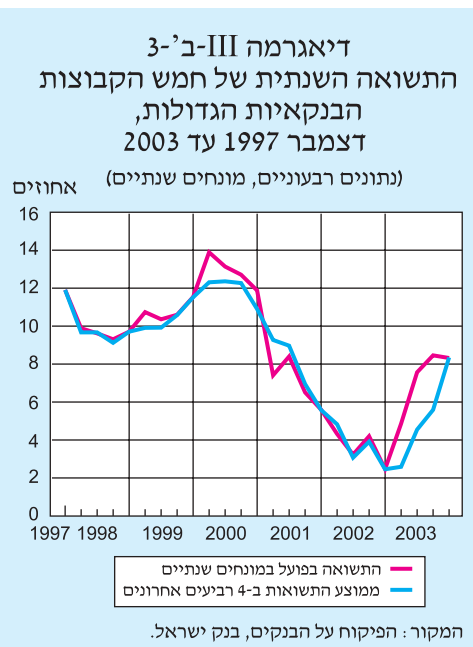
ואולם, במקור העיקרי לפוטנציאל הצבר ההון - **הרווחיות הפרמננטית** - לא ניכר שיפור של ממש למרות עלייה חדה בתשואה להון השנה. התשואה המדווחת נטו להון של חמש הקבוצות הבנקאיות הסתכמה בשנה הנסקרת ב-8.3%, לעומת 2.5% אשתקד. ואכן, ניתן לראות בדיאגרמה III-ב'3 את המגמה החיובית ברווחיות במהלך 2003. אמנם השיפור ברווחיות מצביע לכאורה על עלייה של ממש בפוטנציאל הצבר ההון, אולם מבחינה מעמיקה יותר של הנתונים עולה, כי שיפור הרווחיות הושג בעיקר הודות לעלייה חריגה ברכיבי הרווח הקשורים למצב בשוק ההון, וכן הודות להשפעה החיובית הטכנית של הפער בין המדד הידוע למדד בגין, בעוד שהרווח מפעילות הליבה של הבנקים - מתן אשראי לציבור - לא גדל; עיקר גידולו של הרווח נבע מעליית רווחי המימון, המשקפת בעיקר את עליית שווי השוק של האג"ח הסחירות והמכשירים הנגזרים, הודות להתפתחויות חיוביות בשוק ההון בשנה הנסקרת (פרק III-א). כנגד זאת, עליית הוצאות הפרישה מרצון, הלא-פרמננטית, המשקפת את תהליך ההתייעלות החיובי בבנקים, קיזזה חלק מגידול הרווח. מהנתונים עולה, כי לאחר ניכוי הסעיפים הפרו-מחזוריים והארעיים לא ניכר כל שיפור בסך הרווח ה"פרמננטי", כלומר ברווח מפעילות הליבה של הבנקים, המושפע במישרין מהפעילות הריאלית ומאיכות הניהול.

3. התפתחויות בסיכון האשראי

פעילות הליבה של מערכת הבנקאות - ומקור הרווח העיקרי שלה - היא מתן אשראי לציבור. לפיכך סיכון האשראי הוא העיקרי במיגוון הסיכונים הפיננסיים שהבנק נחשף להם בפעילותו, ובניתוח התפתחויות בחשיפה לסיכון זה נתמקד להלן, כשננתח את השינויים בהיקף החשיפה לסיכון האשראי⁸, בהרכב החשיפה ובניהול הסיכון.

(א) השינויים בהיקף החשיפה לסיכונים אשראי

בשנה הנסקרת נרשמה תפנית חיובית בהיקף החשיפה לסיכונים האשראי, על רקע השיפור המתון והלא-וודאי במשק והרמה הגבוהה של הריבית הריאלית. התפנית באה לידי ביטוי בירידה של האשראי של יחס סך האשראי לתוצר וכן של יחס האשראי להון העצמי, לאחר מגמת עלייה ביחסים אלה במהלך ארבע השנים הקודמות (לוח III-ב'1, דיאגרמה III-ב'4). ירידת האשראי, שבלטת במחצית הראשונה של שנת 2003, הקיפה את רובם המכריע של הענפים



8 בשל מגבלות נתונים, מרבית האינדיקטורים לחשיפה לסיכון האשראי הכלולים בניתוח להלן אינם מביאים בחשבון את הביטחונות שהועמדו כנגד האשראי.

ובלטה במיוחד בענפי התעשייה, השירותים הפיננסיים, הבינוי והתקשורת. התפתחות זו מוסברת בירידת סך האשראי נטו (מעבר לירידה שנגרמה בשל גידול יתרת ההפרשה לחובות מסופקים באותה תקופה) ב-1.6% לעומת סוף השנה הקודמת, בצמיחה חיובית של התוצר ובגידול ההון העצמי של מערכת הבנקאות. אולם במחצית השנייה של השנה נבלמה מגמת הצמצום בהיקף האשראי הבנקאי, ואף הסתמנה התחדשות של גידולו.

(ב) השינויים בהרכב החשיפה לסיכון האשראי

ההתפתחויות בהרכב החשיפה לסיכון האשראי, לפי חתכים שונים, לא היו בכיוון אחד השנה, אך ניתן לסכמן בהערכה שהן תרמו להקטנת סיכון האשראי.

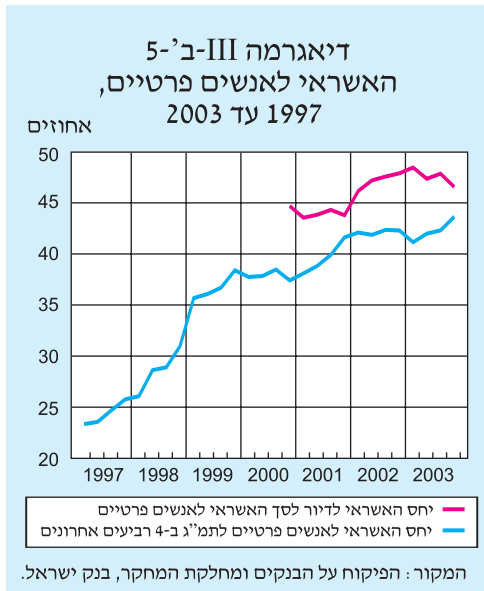
ההתפתחות החשובה ביותר שתרמה להקטנת סיכון האשראי היא התמקדותו של צמצום האשראי באשראי למגזר העסקי, הנחשב למסוכן יחסית, בעוד שהאשראי לאנשים פרטיים, הנחשב לפחות מסוכן – בשל פיזורו בין לווים רבים, שהמיתאם ביניהם נמוך – הוסיף ועלה ב-4.1% לעומת 2002 (דיאגרמה III-ב' 5).

בשנה הנסקרת נרשם גם שיפור בהלימות ההפרשה לחובות מסופקים, המחושבת כחס יתרת ההפרשה לסך האשראי הבעייתי ברוטו⁹ (דיאגרמה III-ב' 6), יתרה המהווה כרית לספיגת הפסדים העלולים להיגרם כתוצאה מאי פירעון אשראים. עלייה רצופה של מדד זה על פני ארבעה רבעים רצופים מאותתת על שיפור ביכולת של מערכת הבנקאות לעמוד בהתממשות סיכון האשראי. רמת ההפרשה בכללה גבוהה מאשר בשנת 2000, אולם יש אינדיקציה להפרשת חסר בענפים אחדים, בהם ענפי הבינוי והנדל"ן, המלונאות והאשראי שלא לדויר לאנשים פרטיים.

משקל האשראי הבעייתי שאינו נושא הכנסה בסך האשראי הבעייתי נשמר קרוב לרמה של סוף 2002 (לוח III-ב' 1), בהמשך לעלייתו ברבעים הקודמים. הואיל והאשראי שאינו נושא הכנסה מסווג כ"בעייתי" ביותר בסולם החובות הבעייתיים, בלימת עלייתו מצביעה על בלימת ההרעה בהתפלגות האשראי הבעייתי, אולם עדיין לא ניתן להצביע על תפנית חיובית של ממש בתחום זה. לעומת זאת ניתן להצביע על מספר התפתחויות שליליות בהרכב החשיפה לסיכון האשראי:

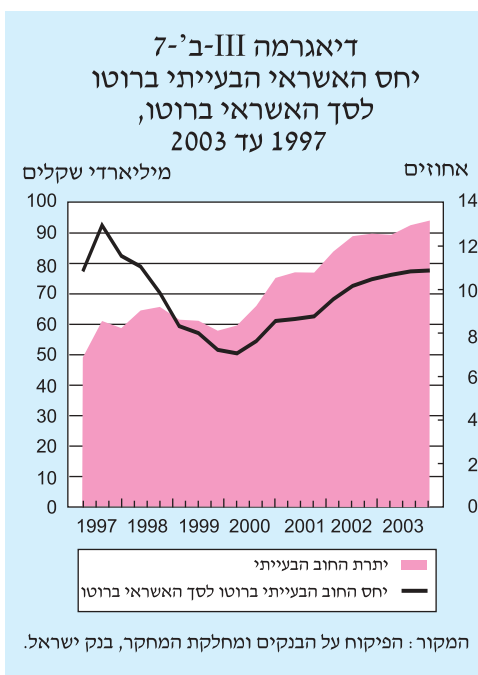
• **משקל החוב הבעייתי ברוטו בסך האשראי ברוטו** עלה בשנה הנסקרת, בהמשך למגמת עלייה רצופה מאז תחילת הרבע השלישי של 2001. עליית החוב הבעייתי משקפת את היקלעותם של לווים רבים לקשיים, על רקע האטה מתמשכת בפעילות הכלכלית, למרות התפנית במשק במהלך השנה, לצד מדיניות סיווג שמרנית יותר. (ראו פרק II וסעיף ג.3. להלן.) עם זאת, קצב העלייה של משקל החוב הבעייתי הואט השנה (דיאגרמה III-ב' 7), ונוסף על כך עליית המשקל נבעה בחלקה מירידה של סך האשראי.

9 האשראי הבעייתי בתוספת יתרת ההפרשה לחומ"ס.

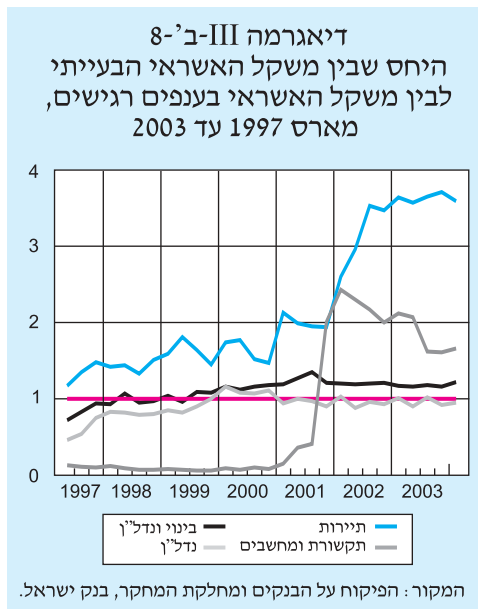


• יציבות משקלו של האשראי ל"ענפים

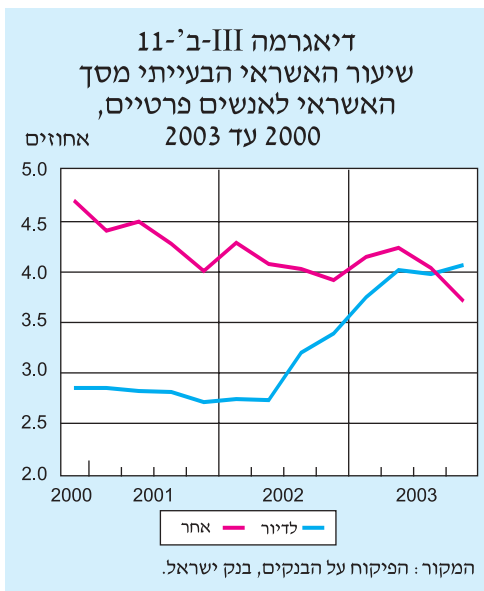
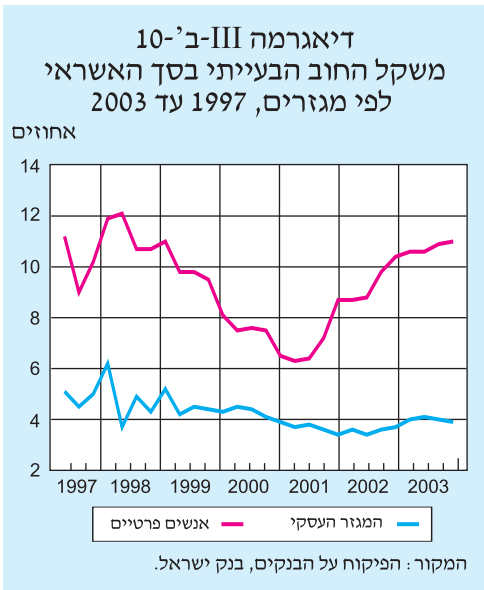
רגישים" בסך האשראי (לוח III-ב' 1) מלמדת שהבנקים טרם הצליחו לצמצם את חשיפתם לסיכון האשראי הנובע ממקור זה, וניכר במיוחד המשך הגידול של משקל האשראי לענף הבנייה. עם זאת משקל האשראי הבעייתי בסך האשראי ל"ענפים רגישים" הוסיף לרדת. בבחינת רכיביו של יחס זה בולט לחיוב ענף התקשורת ושירותי המחשב, בזכות ההתפתחויות החיוביות שהיו בו עם התאוששות הסחר העולמי. (ראו פרק II). אינדיקציה נוספת לסיכון האשראי הנובע מ"הענפים הרגישים" ניתן לקבל מבחינת היחס שבין משקל האשראי הבעייתי באותם ענפים בסך האשראי הבעייתי לבין משקל האשראי לענפים אלה בסך



האשראי¹⁰ (דיאגרמה III-ב' 8). בשנה הנסקרת היה יחס זה נמוך מ-1 במרבית הענפים, אולם הוא המשיך להיות גבוה משמעותית מ-1 בענפי התקשורת, בתי המלון, שירותי ההארכה והאוכל, דבר המצביע על סיכון גדול יחסית לאי פירעון האשראי. בניגוד לשיפור יחסי בממד האמור בענף התקשורת, המשך עליית היחס בענף המלונאות מלמד על הדרדרות של איכות האשראי לענף זה. לעומת זאת רמתו הנמוכה של יחס זה בענף



10 כאשר יחס זה גבוה מ-1, משמע שמשקל האשראי הבעייתי בענף בסך האשראי הבעייתי גבוה מממשקל האשראי בענף בסך האשראי. במקרה זה איכות האשראי לענף נמוכה יחסית.



הבנייה, ובעיקר בענף הנדל"ן, הנחשב בדרך כלל למסוכן עוד יותר, מעוררת תהיות לגבי המדיניות של סיווג האשראי הבעייתי, לנוכח השפל המתמשך בענף. התפתחויות דומות היו גם ביחס שבין משקל ההפרשה הספציפית לחובות מסופקים בענף בסך ההפרשה לחומ"ס לבין משקל האשראי לענף בסך האשראי.

- האשראי במט"ח חושף את הלווה לסיכון שער החליפין, ובכך חושף את הבנק לסיכון אשראי. יחס האשראי ה"פתוח" ללווים גדולים במט"ח שאינם יצואנים לסך האשראי שבאחריות הבנק הוסיף לעלות בתקופה הנסקרת, אולם עלייתו התמתנה. התפתחות דומה נרשמה ביחס האשראי הפתוח במט"ח ללווים גדולים שאינם יצואנים לסך חשיפתם למט"ח (דיאגרמה III-ב'9).

- במחצית הראשונה של השנה נרשמה עלייה של משקל החוב הבעייתי באשראי למגזר משקי הבית (דיאגרמה III-ב'10), לראשונה מזה שנים. אף שסיכון האשראי למגזר זה נחשב נמוך מסיכון האשראי למגזר העסקי, הרי מבדיקת הרכיבים של חוב זה עולה תמונה בעייתית: העלייה כולה נבעה ממגזר הדויר, שבו האשראי מסווג לפי עומק הפיגור, ללא שיקול דעת של הבנק, בעוד שבאשראי שלא לדויר, שסיווגו נתון יותר לשיקול הדעת של הבנק, נרשמה יציבות יחסית (דיאגרמה III-ב'11). התפתחות זו מלמדת על העדר הכרה מספקת בהחרפת סיכון האשראי למגזר זה, ומכאן – על בעייתיות בהליכי האיתור והסיווג של החובות הבעייתיים בו.

(ג) בניהול סיכון האשראי

נראה כי הן את הצמצום בסך האשראי ברוטו לציבור והן את העלייה במשקל האשראי לאנשים פרטיים בסך האשראי ניתן לייחס לשיפור בניהול העסקי של סיכון האשראי, המתבטא בהחרפת הקריטריונים להעמדת אשראים חדשים.

לעומת זאת המסר שעולה מהנתונים לגבי מדיניות הסיווג של אשראים בעייתיים וההפרשה לחומ"ס אינו חד-משמעי: מצד אחד, המשך עליית משקל החוב הבעייתי בסך האשראי לצד התייצבות מצב הלווים, על רקע תחילת ההתאוששות בפעילות במהלך

התקופה הנסקרת, נותנת אינדיקציה למגמה שמרנית יותר במדיניות סיווג החובות הבעייתיים, וכפועל יוצא מהסיווג – גם במדיניות ההפרשה לחומ"ס; מהצד האחר, ישנן אינדיקציות לסיווג חסר של אשראים בעייתיים לצד הפרשה לחומ"ס נמוכה מהמתבקש בענפי הבינוי והנדל"ן (דיאגרמה III-ב'8) ובאשראי שלא לדויר לאנשים פרטיים (דיאגרמה III-ב'11).

11 האשראי במט"ח בניכוי ביטחונות ובניכוי עודף ביטחונות במט"ח של הלווים הגדולים, שחבותם במט"ח מהווה כ-50% מסך החבות במט"ח בכל בנק.

לוח נ' III-ב' 1
אינדיקטורים ליציבות הפיננסית בישראל לפי הרשימה* של
קרן המטבע הבין-לאומית, 1999 עד 2003
(אחוזים)

א. הרשימה הבסיסית - מערכת הבנקאות					
2003	2002	2001	2000	1999	
10.3	9.9	9.4	9.2	9.4	יחס ההון לרכיבי הסיכון
6.9	6.6	6.4	6.9	7.3	יחס ההון הראשוני לרכיבי הסיכון
10.9	10.1	8.6	7.2	8.3	יחס האשראי הבעייתי ברוטו ¹ לסך כל האשראי ברוטו
147.6	157.7	135.6	105.6	123.2	יחס האשראי הבעייתי להון העצמי
36.2	36.8	37.2	36.9	35.0	יחס האשראי ל"ענפים רגישים" ² לסך האשראי באחריות הבנק
319.4	323.7	363.6	315.4	286.6	יחס חשיפת האשראי ללווים גדולים להון ³
0.54	0.24	0.24	0.53	0.53	התשואה לנכסים (ROA)
8.3	2.5	5.6	11.9	11.5	התשואה להון (ROA)
62.8	63.7	63.8	61.6	62.4	יחס הרווח המימוני ⁴ לסך ההכנסות לפני מס
64.7	65.8	65.8	66.2	65.1	יחס ההוצאות התפעוליות והאחרות לסך ההכנסות לפני מס
25.4	22.6	25.2	25.6	27.1	יחס הנכסים השוטפים ⁵ לסך הנכסים
264.4	261.1	269.0	296.9	323.6	יחס הנכסים השוטפים להתחייבויות השוטפות ⁶
-7.3	-7.6	-10.4	-8.2	***	יחס הפוזיציה במגזר מט"ח להון העצמי ⁷ (דולר ארה"ב)
-1.5	-0.4	-0.2	0.2	***	יחס הפוזיציה במגזר מט"ח להון העצמי ⁷ (אירו)
-7.8	-6.9	-5.1	-5.1	***	יחס הפוזיציה במגזר מט"ח להון העצמי ⁷ (מט"ח אחר)

1 בתוספת יתרת הפרשה לחובות מסופקים.

2 "ענפים רגישים": ענפי הבנייה, המסחר, שירותי הארחה והאוכל, התחבורה והאחסנה, התקשורת ושירותי המחשב. הגדרה זו זהה להגדרת "הענפים הרגישים" שנבחרה על ידי משלחת קרן המטבע הבין-לאומית לצורך בחינת השפעת הזעזועים הפיננסיים על המשק הישראלי.

3 לווים שחבותם לבנק עולה על 5% מבסיס ההון (ההון הראשוני + ההון המשני).

4 לפני הפרשה לחובות מסופקים.

5 נכסים שוטפים: מזומן, פיקדונות בבנק ישראל ובבנקים מסחריים, השקעות באגרות חוב ממשלתיות לא-צמודות.

6 התחייבויות שוטפות: פיקדונות הציבור לפי דרישה, פח"ק ופיקדונות מבנק ישראל ומבנקים אחרים המופקדים בבנק.

7 כולל ההון העצמי הצמוד למט"ח.

* ראו תיבה נ-1 בפרק הנספח לדוח היציבות הפיננסית לשנת 2003.

המקור: נתוני בנק ישראל ואגף שוק ההון במשרד האוצר ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

לוח נ' III-ב' 1 (המשך)
אינדיקטורים ליציבות הפיננסית בישראל לפי הרשימה* של
קרן המטבע הבין-לאומית, 1999 עד 2003
(אחוזים)

ב. הרשימה המומלצת - מערכת הבנקאות					
2003	2002	2001	2000	1999	
5.1	4.9	5.0	5.1	5.1	יחס ההון לנכסים
3.8	-0.5	3.5	2.3	3.3	יחס ההכנסות ממסחר לסך כל ההכנסות
60.8	62.6	61.7	62.2	62.1	יחס המשכורות וההוצאות הנלוות לסך כל ההוצאות התפעוליות והאחרות
					פער הריביות
2.61	2.5	2.6	3.0	3.3	במגזר השקלי הלא-צמוד
0.9	0.7	0.7	0.8	0.8	במגזר הצמוד
0.66	1.6	1.9	1.2	2.7	במגזר מטבע החוץ (דולר)
1.20	1.18	1.21	1.24	1.28	יחס פיקדונות הציבור לסך כל האשראי לציבור
36.1	36.9	36.0	34.4	36.2	יחס האשראי לציבור במטבע חוץ לסך כל האשראי לציבור
39.7	40.5	38.0	37.6	37.6	יחס פיקדונות הציבור במטבע חוץ לסך כל פיקדונות הציבור
9.8	4.8	6.1	6.4	5.7	יחס הפוזיציה נטו במניות להון
ג. הרשימה המומלצת - אחרים					
2003	2002	2001	2000	1999	
					נזילות השווקים
66.0	50.8	37.5	28.8	26.9	מירווח Bid-Ask בשוק מטבע החוץ ¹
748	720	791	***	***	מחזור המסחר היומי הממוצע בשוק מטבע החוץ (מיליוני דולרים)
664	656	380	227	195	מחזור המסחר היומי הממוצע בשוק איגרות החוב (מיליוני שקלים)
366	241	262	467	386	מחזור המסחר היומי הממוצע בשוק המניות (מיליוני שקלים)
					המוסדות הפיננסיים הלא-בנקאיים (משקיעים מוסדיים)
37.8	35.4	35.4	35.4	35.8	משקל נכסי המוסדות הפיננסיים החוץ-בנקאיים בסך נכסי המגזר הפיננסי
95.1	87.9	86.6	81.4	84.2	יחס נכסי המוסדות הפיננסיים החוץ-בנקאיים לתמ"ג
					משקי הבית
43.6	42.3	41.6	37.4	38.4	יחס האשראי לאנשים פרטיים לתמ"ג
					שוק הנדל"ן
182.4	193.0	188.3	188.0	200.5	מדד מחירי הדירות בבעלות (1993 = 100)
14.1	12.6	12.2	12.2		משקל האשראי לדיור בסך כל האשראי
18.8	19.1	19.4	20.1	19.5	משקל האשראי למגזר הבינוי והנדל"ן בסך כל האשראי
המגזר העסקי הלא-פיננסי					
-	220	194	172	164	יחס החוב להון העצמי
6.9	-2.9	-7.8	4.1	8.6	התשואה להון
71	98	102	68	58	נטל החוב

* ראו תיבה נ' 1 בפרק הנספח לדוח היציבות הפיננסית לשנת 2003.

1 ממוצע שנתי של שכיח יומי.

המקור: הממונה על שוק ההון, המחלקה המוניטרית, ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

ג. יציבות המשקיעים המוסדיים¹²

1. ההתפתחויות העיקריות

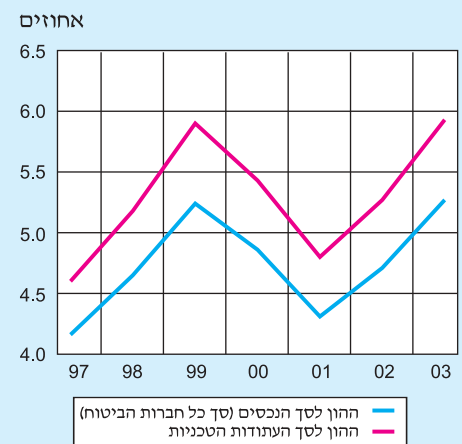
ההתפתחות הבולטת השנה ביציבותם של המשקיעים המוסדיים היא הרפורמה בקרנות הפנסיה, שאיזנה את הגירעונות האקטואריים, ובכך מנעה תהליך משברי בענף בעתיד. התפתחות חיובית נוספת היא ההתאוששות בשווקים הפיננסיים, אשר העלתה את התשואות שהשיגו המשקיעים המוסדיים, לאחר הפסדים או תשואות נמוכות בשנתיים האחרונות, ובכך שיפרה את הלימות ההון בביטוח ותרמה לצבירה חיובית בקופות הגמל, לראשונה מזה מספר שנים.

הרפורמה **בפנסיה**, שמשרד האוצר הצליח לבצע השנה, מפחיתה את הסיכונים המערכתיים בקרנות הפנסיה, מפנה אותן יותר אל השוק, ובכך משתפרת יציבות המערכת הפיננסית וגדלה התחרותיות והיעילות הכלכלית. הרחבת פעילות הקרנות בשוקי ניירות הערך הממשלתיים, בגלל צמצום ההנפקה של האג"ח המיועדות, מגדילה את עומק השווקים, ולכן מהווה פוטנציאל לשיפור תפקודם. עם זאת, הרפורמה חושפת את העמיתים ואת קרנות הפנסיה לתנודות במחירי הנכסים הפיננסיים. הרפורמה בפנסיה מחייבת תהליך לימוד והתאמה של מנהלי הקרנות והשקנים האחרים בשווקים הפיננסיים – תהליך שגלומים בו סיכונים. לפיכך נדרשת ערנות גדולה יותר מצד הרגולטורים בנושאים הנוגעים לתקינות המסחר, לדיווחים החשבונאיים, לניהול בכלל, ולניהול הסיכונים בפרט. נדרשת גם יותר משמעת מצד מנהלי המדיניות הפיסקלית והמוניטרית.

ביציבות של **חברות הביטוח** חל שיפור השנה (עד ספטמבר), הודות לשיפור בהלימות ההון: ההון העצמי גדל ריאלית בכ-23% לעומת סוף 2002, והסתכם ב-7.8 מיליארדי ש"ח, תוך גידול של שיעור ההון בסך הנכסים מ-4.7% בסוף 2002 ל-5.3%. השיפור בהון וביחס ההון נבע כולו מרווחי ההשקעות בסוף 2003, שהיו יוצאי דופן. הפעילות בעסקי הביטוח ללא השקעות, כפי שהיא משתקפת במדדים שונים, לא השתנתה משמעותית. תמונה זו מדגישה את הפער בין הגיאות בשווקים הפיננסיים לבין המשך הפעילות הריאלית המתונה בתקופה הנסקרת.

קופות הגמל הניבו השנה תשואות ריאליות גבוהות במונחים היסטוריים, כ-18%, הודות להתאוששות בשווקים. נראה שההתאוששות השפיעה גם על הצבירה נטו בקופות, שהייתה חיובית במחצית השנייה, לאחר צבירה שלילית בשנים הקודמות. עם זאת, התשואה החרیגה השנה מעידה על הסיכון למשקיעים בקופות, הנובע מהרכב נכסיהן – בעיקר אג"ח לטווח ארוך, החשופות לסיכון ריבית, ומניות.

דיאגרמה III-ג'-1
הלימות ההון הראשוני בחברות הביטוח,
1997 עד 2003



המקור: הממונה על שוק ההון ונתוני בנק ישראל.

12 פרק זה מתמקד בהתפתחויות החשובות ביותר ב-2003 מבחינת היציבות הפיננסית, בכל אחד משלושת סוגי המשקיעים המוסדיים, ואינו מתיימר להקיף את כל ההתפתחויות והנושאים המבניים. בקרנות הפנסיה המיוקוד הוא ברפורמה; בחברות הביטוח – בהלימות ההון; בקופות הגמל – בסיכון הנזילות המבני.

התממשות הסיכון למשקיעים בעתיד, כלומר תשואה שלילית חריגה, עלולה להוביל להתממשות סיכון הנזילות המערכתי בקופות, כלומר למשיכה המונית מהן. סיכון הנזילות המערכתי, הנובע משיעורן הגבוה של ההתחייבויות הנזילות בסך התיק, עלה השנה, עקב עליית שיעור זה ל-50% בקופות התגמולים ול-39% בקופות ההשתלמות. בכיוון ההפוך פועלת הרפורמה בפנסיה, שתפחית את משקלן של קופות הגמל בשוק הסחיר המקומי, ובכך תתרום להגדלת הנזילות של הנכסים הסחירים שבידיהן וליציבותן.

2. רקע - סיכונים מערכתיים במשקיעים המוסדיים

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: ראשית, המשקיעים המוסדיים מנהלים את חסכוניות משקי הבית, ולכן תלויים באמונם. התערערות של אמון הציבור ביציבותם עלולה להביא לעצירת ההפקדות ואף למשיכות מסיביות, תהליך מסוכן ליציבות הפיננסית. נציין גם כי מוצרי הביטוח והפנסיה מורכבים יותר מהפיקדונות בבנקים, ולכן קשים לתפעול על ידי הציבור הרחב - דבר המכביד על ניהול משבר פיננסי בתחום זה. שנית, אין, בהגדרה, התאמה מלאה בין הנכסים שהמתווכים הפיננסיים מחזיקים להתחייבויות שלהם לציבור, וכשאי ההתאמה היא מבנית וגדולה, נוצר סיכון מערכתי גבוה. כך, למשל, בקרנות הפנסיה הוותיקות הייתה לפני הרפורמה בעיה מבנית, של אי התאמה בין התשואה המובטחת על הנכסים (אג"ח מיועדות) לזכויות המוגדרות מראש לעמיתים, שיצרה גירעון אקטוארי. בקופות הגמל קיימת גם כיום בעיה מבנית חריפה של אי התאמה בין נזילות הנכסים לנזילות ההתחייבויות.

סיכונים מערכתיים נוספים נובעים מהקשרים בין המשקיעים המוסדיים לרכיבים אחרים במערכת הפיננסית: ראשית, הואיל והמשקיעים המוסדיים מנתבים חלק גדול מכספי הציבור לשווקים הפיננסיים המקומיים, שאינם מפותחים ועמוקים די הצורך, הם עלולים להיפגע כשיש בעיה בשווקים, ובעיה אצלם עלולה להתגלגל לשווקים. שנית, קשרים מסוגים שונים - החזקות בהון, בעלות ושליטה, קשרים מאזניים ועסקיים - בין סוגי משקיעים מוסדיים ובינם למוסדות פיננסיים אחרים, ובעיקר לבנקים - עלולים ליצור אפקט הדבקה ישיר, כלומר גלגול של בעיות מסוג אחד של מוסדות לסוג אחר - למשל משיכת פיקדונות מבנקים, במקרה של משיכות מקופות הגמל, שבבעלותם ובניהולם, שאף מחזיקות פיקדונות אצלם. בהמשך נדון בבעיות המבניות בכל סוג של המשקיעים המוסדיים בנפרד.

3. קרנות הפנסיה

הסיכון המבני המרכזי ליציבות המערכתית בענף קרנות הפנסיה, שהיה המניע לרפורמה, היה הגירעון האקטוארי בקרנות הפנסיה הוותיקות, אשר הגיע ל-110 מיליארדי ש"ח. הרפורמה התייחסה בעיקר אליהן. כן ננקטו צעדים לגבי הקרנות הוותיקות הלא גירעוניות, הקרנות החדשות והפנסיה התקציבית.

(א) הגירעון האקטוארי ומשמעותו

גירעון אקטוארי משמעותו שסך הנכסים הנוכחיים בתוספת התקבולים העתידיים (מהפקדות שוטפות של העמיתים הנוכחיים והכנסות מהשקעות) אינם מכסים את הזכויות המובטחות לעמיתים, ולכן נכסי הקופה נשחקים בהדרגה, עד להתאפסותם. במצב זה העמיתים הנוכחיים שלפני גיל הפרישה חוסכים באופן שוטף ומממנים את הפנסיונרים הנוכחיים, אך הגמלה שהם מצפים כי יקבלו בעתיד לא תשולם במלואה. יתר על כן, עם התאפסות הנכסים גם הפנסיונרים הנוכחיים ייוותרו ללא הכנסה, ואף יהפכו לנטל חברתי ותקציבי. מקרה זה (התאפסות הנכסים) כבר אירע בעבר בקרן פנסיה אחת¹³, ובקרנות אחרות הוא היה צפוי – אלמלא הרפורמה – כבר בשנים 2006 ו-2008¹⁴; זאת בהנחה, שההפקדות השוטפות של העמיתים לא היו נפסקות. ואולם, ההפקדות השוטפות של העמיתים היו עלולות להיפסק מוקדם יותר, במקרה שהם היו חשים כי כספם בסכנה – ואז שנת התאפסות הנכסים יכלה להיות מוקדמת עוד יותר, ואף הייתה עלולה להתפתח "הסתערות" על הקופות, כלומר משיכת הון המונית של מלוא הסכומים בגבולות המותרים (25%), ו/או פרישה מוקדמת המונית, למרות הקנס הגבוה¹⁵. בתופעה זו היה גלום אפוא תהליך משברי שהיה פורץ לבטח בעתיד¹⁶, והרפורמה הקדימה תרופה למכה.

הגירעון האקטוארי שנוצר הוא גם תוצאה של התחייבות הקרנות לזכויות מובטחות לעמית, הנגזרות משכרו (סוג של זכויות מוגדרות – defined benefits), אף שאין ביכולתן לתת לכך גיבוי. חשיפה כזאת יוצרת בעיית יציבות מבנית, משום שתשואת השימושים אינה יכולה להבטיח את הזכויות המוגדרות. בישראל גובתה ההתחייבות באמצעות השקעה של לפחות 93% מנכסי הקרנות באיגרות חוב מיועדות, שנשאו תשואה ריאלית אפקטיבית של 5.57%, ואף על פי כן הצטבר גירעון אקטוארי. זאת מסיבות שונות: עליית תוחלת החיים; לוח זכויות שנבנה מטעמים סוציאליים – למשל, כדי לדאוג לפנסיה לעולים חדשים נטולי בסיס כלכלי; צמיחת שכר מהירה יותר מהצפוי; שיטות שונות של חישוב השכר הקובע לפנסיה; מתן זכויות יתר לקבוצות עובדים משיקולים זרים, לא-כלכליים.

13 בקרן פועלי הבניין בשנת 1998: התחייבויות הקרן שולמו עד 2003 מעתודה משותפת של כל קרנות הפנסיה הוותיקות, ולמעשה על ידי העמיתים. מ-2003 הן משולמות מתקציב המדינה, במסגרת הסדר הקרנות החדש.

14 שנת התאפסות הנכסים הצפויה בקרנות הגירעוניות השונות תלויה בנכסים הצבורים ובגיל הממוצע של העמיתים בקרנות, ולכן היא נעה בין 2006 ל-2032. פירוש נמצא בסקירת המפקח על שוק ההון לשנת 2002, עמוד 244.

15 משיכת כספים לפני גיל הפרישה לפי נוסחת ערכי הפדיון (המופיעה בתקנון האחד), המכילה למעשה קנס משמעותי. היוון מותר רק בגיל הפרישה ועד גבול מסוים, ולכן היקפו מוגבל.

16 ניתן לצייר תרחישים שונים של השלכות המשבר, למשל: משבר אמון במערכת הפוליטית ובהנהגה הכלכלית (כולל הרגולטורים), ובכך פגיעה בחיסכון בכלל, ובחיסכון לטווח ארוך בפרט. ייתכן גם אפקט הדבקה על שאר התיווך המוסדי והבנקים. זוהי דוגמה לסיכון מערכתי צר, המתפשט תחילה בענף, ועלול לגלוש לסיכון מערכתי נרחב.

בשנת 1995 נעשתה רפורמה, שבלמה את גידול הגירעון האקטוארי על ידי חסימת הקרנות הוותיקות בפני מצטרפים חדשים ופתיחת קרנות חדשות עם זכויות מופחתות ואיזון אקטוארי מובנה. במסגרת הרפורמה החליטה הממשלה לגבש עבור קרנות הפנסיה הגירעוניות תכניות הבראה שאחד מעקרונותיהן הוא שמירה על זכויות העמיתים והגמלאים, אולם זאת במסגרת יכולתו של המשק הלאומי. בהינתן הגירעון האקטוארי, חסימת מצטרפים חדשים הגדילה את יחס התלות בין הפנסיונרים לעמיתים בקרנות הוותיקות, ובכך הגדילה את סיכוני הקיצבה לעמיתים בקרנות אלו. הרפורמה בשנת 1995 הקטינה אפוא את התמיכה העתידית של הממשלה במערכת הפנסיונית (על ידי חסימת מספר העמיתים), אך קירבה אותה. ייתכן כי הביטוח הממשלתי, שבא לידי ביטוי גם בקרן פועלי הבניין, אשר התאפסה בשנת 1998, מנע את המשבר (לפני הרפורמה של 2003) למרות הגירעון האקטוארי הניכר. הרפורמה של 2003 הייתה אפוא בבחינת פורמליזציה ותחימה של הביטוח הממשלתי, שהובטח בשנת 1995.

בקרנות החדשות, שהוקמו עבור מצטרפים חדשים משנת 1995, נקבע מנגנון איזון אקטוארי, שבו זכויות העמית (מנות הפנסיה) נקבעות על פי תשלומיו השוטפים לקרן והתשואה המושגת על ההשקעות. בקרנות אלו העמיתים הם הסופגים את סיכוני התשואה, והדבר בא לידי ביטוי בעדכון מנות הפנסיה.

(ב) הרפורמה והשלכותיה

הרכיבים העיקריים להשגת איזון אקטוארי ברפורמה הם: השתתפות המעביד, העמיתים, הפנסיונרים, והממשלה וצעדים נלווים אחרים. להלן נציג את הקווים העיקריים של הרפורמה. הפרטים מובאים בנספח III-ג'.

סך הגירעון האקטוארי הוון לפי שיעור ריבית של 4% (ריאלי), שלפיו התקבל גירעון אקטוארי בסך 110 מיליארדי ש"ח. מתוך זה השתתפות הממשלה מסתכמת ב-83 מיליארדים, בפריסה על פני 35 שנה, והשתתפות המעביד, העמיתים והפנסיונרים היא בסך 27 מיליארדים. עתודה ממשלתית נוספת בסך 15 מיליארדי ש"ח הוקצתה למקרים שבהם התשואה תהיה נמוכה מ-4% (אך היא אינה מבטיחה השלמה ל-4%). בצד השימושים של הקרנות יופחת הגיבוי באג"ח המיועדות בהדרגה עד ל-30% מנכסי הקרן (גם בקרנות החדשות שנהנו לפני הרפורמה מגיבוי של 70%), כך שהשקעותיהן יופנו לשוק החופשי. השקעות אלו הוגבלו בעיקר לאג"ח סחירות של ממשלת ישראל. (ראו נספח.) בצד ההתחייבויות של הקרנות העמיתים ימשיכו ליהנות מהזכויות בנקודת המוצא של הרפורמה (למעט היטל "דמי ניהול" בשיעור של 1.75% ודחיית גיל הפרישה), וזכויותיהם הוגדרו בתקנון אחיד לכל הקרנות. כן הונהג מנגנון איזון אקטוארי (בדומה למנגנון בקרנות החדשות ובוותיקות המאוזנות) למקרים שבהם תשואת השימושים לא תכסה את הזכויות המוגדרות.

הרפורמה איזנה אפוא את הקרנות הוותיקות, יצרה מנגנון איזון דינמי ותחמה את השתתפות הממשלה. נוסף על כך ביטלה הרפורמה את המונופול של ההסתדרות בפנסיה והיא מאפשרת שינוי חיובי במבנה התחרותי של הענף. אולם לצד תוצאות חיוביות אלה של הרפורמה, המכריעות מבחינת היציבות הפיננסית, אופן יישומה פגע במידה מסוימת ביציבות: זכויות העמיתים נפגעו (על ידי גביית דמי ניהול, דחיית גיל

הפרישה וגידול של דמי הגמולים), ובכך נפגע אמון החוסכים בעמידה במחויבות כלפיהם – אמון החשוב מאוד ליציבות המשקיעים המוסדיים. כן יש להביא בחשבון שבמצב החדש זכויות העמית חשופות לתנודות השוק (וגם לסיכונים ריסק ולהארכת תוחלת החיים), ולכן הן אינן מובטחות. גם תיקונים תכופים ו/או גדולים מדי בזכויות העמיתים דרך מנגנון האיזון האקטוארי משמעותם חוסר יציבות בהכנסות הפנסיונרים, וקשיים בתכנון הפנסיוני של הפרט. עקרונית, החשיפה לתנודות השוק (מעטה ואילך) דומה בקרנות הוותיקות ובחדשות, אך ייתכן שמודעות העמיתים לכך שונה בין שני הסוגים. אפשר שחריגות גדולות ביחס למה שתוכנן בנקודת המוצא של הרפורמה הנוכחית ייצרו לחץ פוליטי-חברתי בעתיד (בעיקר מצד העמיתים בקרנות הוותיקות) ויביאו לרפורמה נוספת¹⁷; אולם זו, אם תהיה, צפויה להיות קטנה הרבה יותר משום שבנקודת המוצא נוצר איזון, ומספר העמיתים בקרנות הוותיקות ילך ויפחת בעתיד.

(ג) שלב המעבר ותהליך ההתאמה

רפורמות וליברליזציה תורמות להגדלת היעילות הכלכלית, אך בתהליך המעבר וההתאמה (שיומשך מספר שנים) יש חשש להפרת היציבות הפיננסית, ולכן נדרשת ערנות בהיבטים הבאים¹⁸:

(1) **אי-וודאות במבנה הענף** – אמנם הרפורמה ביטלה את מונופול ההסתדרות בפנסיה ויצרה הזדמנות להגברת התחרות והיעילות, אך בשלב הביניים היא יצרה הלאמה דה-פקטו של הקרנות, שבאה לידי ביטוי במינוי מנהלים על ידי ועדה ציבורית שהקימה הממשלה. מצב זה, שראוי כי יחלוף במהרה, יצר אי-וודאות רבה לגבי מבנה הענף בעתיד, וגם איום של מעבר מהיר והמוני של עמיתים בין הקרנות.

(2) **סיכונים ניהול** – הפניית קופות הפנסיה לשוק החופשי בהיקף רחב דורשת הכשרה והסתגלות. שאלה היא אם קופות הפנסיה מצוידות בידע ובהכשרה לנהל השקעות בהיקף רחב, כולל השקעות בחו"ל והלוואות ישירות (למשל בפרויקטים בתחום התשתית), ובפרט במכשירים פיננסיים מתוחכמים. הניסיון בעולם מלמד שבתהליך ליברליזציה בעיית הידע קיימת גם אצל הרגולטור, במיוחד עם התפתחותם של מכשירים פיננסיים חדשים.

(3) **ההשפעה על תשואות האג"ח הממשלתיות** – הקטנת משקל האג"ח המיועדות בהנפקת המדינה ומכירתן לקרנות דרך שוק ההון מביאה לשכלול השוק. הפניית החיסכון הפנסיוני לשוק הסחיר המקומי משמעותה תוספת ביקושים שנתית של כ-13 מיליארדי ש"ח בשוק זה, ובעיקר בשוק האג"ח הממשלתיות. ההשפעה של מעבר זה על התשואות אינה ברורה: ייתכן לחץ לעליית תשואות, וייתכן לחץ לירידתן.

לחץ לעליית תשואות אפשרי משום שההיצע הכולל של אג"ח המדינה לא ישתנה, בהיותו נובע מצורכי הגיוס, ולכן תהיה רק החלפה של מיועדות בלתי סחירות בסחירות.

17 הטלת אי-וודאות על הפנסיונרים היא דבר נדיר בעולם, וגם משום כך המבחן של שיטה זו במישור הפוליטי (בעת זעזועים) עוד לפנינו.

18 קיימים גם היבטים נוספים, שעליהם לא נרחיב בסקירה זו, כגון חשש להתפתחות תחרות יתר בקרנות החדשות, וסיכונים ריסק. נציין גם כי בקרנות החדשות קיימת, עוד לפני הרפורמה, אפשרות לפדיון מוקדם על פי נוסחה המבטיחה עדיין תשואה ריאלית חיובית מינימלית; זו לא בוטלה לעת עתה, אך צפוי שהיא תבוטל בקרוב, משום שהיא אינה מתיישבת עם המצב לאחר הרפורמה.

אולם ההחזקות של הקרנות באג"ח הממשלתיות, שלפני הרפורמה היוו לפחות 93% מהנכסים, ירדו עתה ללפחות 80% מהנכסים. אם הקרנות יחליטו להשקיע בנכסים אחרים, יירד המחיר של האג"ח הממשלתיות, כך שתשואתן לפדיון תעלה. השפעה דומה יש לשינוי בתקנות ההשקעה של הקרנות החדשות, שיכולות גם להפנות חלק מהביקוש שלהן לאג"ח קונצרניות ולחור"ל.

לחץ לירידת תשואות ייתכן משום שתקנות ההשקעה לגבי הוותיקות מחייבות השקעה בארץ, ובאג"ח ממשלתיות. גם החלפת המיועדות, שהיו צמודות למדד, באג"ח סחירות שרובן לא צמודות למדד, הופכת את האג"ח הצמודות למדד למוצר בחסר. נוסף על כך, חלק משמעותי מגירעון הממשלה ממומן בחור"ל, ולכן חלק מהיצע האג"ח לא יהיה בשקלים – המטבע שהקרנות הוותיקות מחויבות בו. כיוון שמדובר בגופים גדולים ובסכומים משמעותיים, החשש מחסר עלול ליצור לחץ לירידת תשואות, בפרט באג"ח הצמודות למדד.

הניסיון בישראל מראה שני מקרים שונים: במקרה של הפסקת הנפקת ה"גלבעים" על ידי הממשלה השוק תפקד כהלכה, אך יש לזכור שחלקם בסך שוק המט"ח היה קטן. לעומת זאת הפניית קופות הגמל לשווקים הסחירים בסוף שנות השמונים לחצה על התשואות כלפי מטה. ואולם בעתיד התפתחות כזאת עשויה להימנע, שכן השוק היום עמוק יותר ומגוון יותר בסוגי השחקנים בו, ולפחות פוטנציאלית פתוח לשחקנים זרים גדולים.

4. חברות הביטוח

(א) רקע - סיכונים מבניים בביטוח בעולם ובישראל

(1) **דברים כלליים** – ההבדל העיקרי בין חברות הביטוח לבנקים הוא הנזילות הגבוהה בביטוח: ביטוח (חיים) מגייס מקורות לטווח ארוך, לעומת הבנקים המגייסים לטווח קצר, ועם זאת תיקי הנכסים של הביטוח נזילים יותר מאלה של הבנקים. הבדל נוסף הוא, שמשיכת חסכונות מחברות ביטוח כרוכה בהפסד גדול יותר לחוסך, וגם אינה מיידית, בניגוד למשיכה מהבנקים. משום כך מגזר הביטוח נתפס כיציב יותר ממגזר הבנקאות. אף על פי כן פרצו בשני העשורים האחרונים משברים בענף הביטוח (בשנים האחרונות – בארה"ב, ביפן, בקוריאה, בקנדה, באוסטרליה, באירלנד ובג'מייקה). אלו התרחשו בעיקר בתחום ביטוח החיים, לא הביטוח הכללי, ונבעו משיווק מוצרים מעין-בנקאיים, על רקע הדה-רגולציה, שהגבירה את התחרות, והאופטימיות, שנלוותה לגיאות הכלכלית; השבר נוצר כשמחזור העסקים התהפך, ובשווקים הפיננסיים התחוללו תנודות מחירים חריפות, שמנעו עמידה בהתחייבויות המובטחות. במקרים רבים נלווה לכך אפקט הדבקה למערכת הבנקאית, מפני הזיקה העסקית והבעלותית בין שני המגזרים.

בביטוח אין תקנים בין-לאומיים מוסכמים להסדרה¹⁹, למשל בנושא הלימות ההון ופיזור הסיכונים – באמצעות ביטוח משנה ופיזורים גיאוגרפיים – ובנושא ההפרדה בין רכיב החיסכון לרכיב הריסק בביטוח חיים. העדר תקנים מקשה על ההשוואה

19 כדוגמת אלה של ועדת באזל במערכת הבנקאית.

לוח III-ג'-1

חברות הביטוח - נתונים נבחרים, 1997 עד 2003

(מיליארדי ש"ח, מחירי ספטמבר 2003)

	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	
1	147.6	130.0	125.2	114.5	107.1	96.7	90.2	סך כל נכסי הביטוח
1.1	65.4	65.0	65.5	65.4	65.2	64.1	63.5	מזה: ביטוח חיים (אחוזים)
1.2	30.2	33.8	34.5	37.4	39.6	43.0	45.5	מבטיחות תשואה (אחוזים)
1.3	7.0	6.9	6.8	6.2	6.2			משקל ביטוח החיים בנכסי הציבור (אחוזים)
2								הלימות ההון
2.1	7.8	6.1	5.4	5.6	5.6	4.5	3.8	הון עצמי
2.2	5.3	4.7	4.3	4.9	5.2	4.7	4.2	הון לסך כל הנכסים (אחוזים)
2.3	5.9	5.3	4.8	5.4	5.9	5.2	4.6	הון לסך כל העתודות הטכניות (אחוזים)
3								פוטנציאל הצבר ההון
3.1	2.6	1.0	1.3	1.1	1.7	0.8	0.5	הרווח הנקי
3.2	41.7	18.0	23.6	19.1	38.1	20.8		התשואה-להון ¹ (אחוזים)
3.3	31.3	31.1	30.4	28.1	27.1	26.5	25.9	הכנסות מפרמיות ברוטו
3.3.1	13.8	14.0	14.8	13.8	12.8	12.1	11.3	מזה: ביטוח חיים
3.3.2	17.5	17.2	15.6	14.3	14.4	14.4	14.5	ביטוח כללי
3.4	13.8	-0.4	6.4	4.4	5.9	2.8	3.6	הכנסות מהשקעות
3.4.1	10.9	-0.4	4.6	3.2	4.7	2.1	2.8	מזה: ביטוח חיים
3.4.2	2.9	0.0	1.9	1.2	1.2	0.7	0.9	ביטוח כללי
3.5	12.7	-0.4	6.1	4.6	6.6	3.5	4.8	התשואה מהשקעות ² (אחוזים)

1 במונחי הון בתחילת השנה.

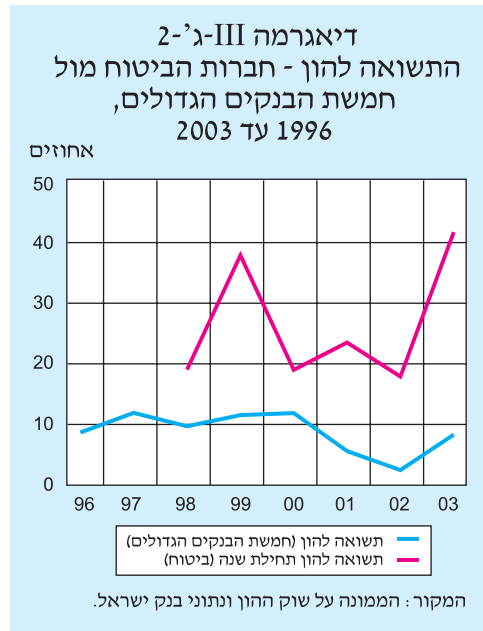
2 במונחי יתרת השקעות בסוף התקופה.

המקור: הממונה על שוק ההון, המחלקה המוניטרית ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

הבין-לאומית ועל הערכת הסיכונים, וכן מביא לארביטראז' בהסדרה בין הבנקים לביטוח²⁰.

(2) **לגבי ישראל** - הריכוזיות בענף דומה לזו שבבנקים. המבנה האוליגופוליסטי מצמצם את התחרות, ולכן התנודות בענף על פני מחזור העסקים קטנות יותר. כן קיימות בעלויות ובעלויות צולבות בין הבנקים לביטוח. (על מבנה הענף ראו הרחבה בפרק IV-א').

20 כך, למשל, פעולות הנושאות סיכון ומחייבות הלימות הון גבוהה בבנקים מועברות לחברות הביטוח.



פעילויות הביטוח הכללי וביטוח החיים²¹ מתנהלות בחברה אחת, וההון העצמי משותף לשני השתייהן. בחינה ראשונית של הסיכונים המבניים בביטוח חיים מראה רמת סיכונים נמוכה, משום שבישראל חברות הביטוח אינן עוסקות בפעולות מעין-בנקאיות, ויש הקבלה בין הנכסים להתחייבויות: התכניות לביטוח חיים מסוג "מבטיחה תשואה" (ח"ץ) מגובות באג"ח מיועדות, ולכן לא יוצרות חשיפה²², ובתכניות ה"משתתפות ברווחים" סיכוני התשואה נופלים על העמיתים, ולא על חברת הביטוח. להקטנת החשיפה תורם גם החיסכון לטווח ארוך, שהנזלתו כרוכה במחיר לא מבוטל, במיוחד לאחר הרפורמה במיסוי²³.

הסיכונים העיקריים הם אפוא התממשות סיכוני ריסק בהיקף רחב, כדוגמת רעידת אדמה. כיוון שפעילויות ביטוח חיים וביטוח כללי מתנהלות, כאמור, באותה חברה, הפסדים בביטוח הכללי יכולים להשפיע על הלימות ההון, ובכך - על ענף ביטוח החיים. נוסף על כך, עקב מגמת הגידול בתכניות המשתתפות, גם רכיבי הרווח בתכניות ביטוח החיים מושפעים מהתשואות והתנודות בשווקים, שכן הם מתבססים עליהן.

(ב) ההתפתחויות בהלימות ההון²⁴

נכסי הביטוח גדלו השנה ריאלית ב-13.4%, לעומת גידול של 3.8% בתקופה המקבילה אשתקד (לוח III-ג'-1), עלייה הנזקפת כולה להתאוששות בשווקים הפיננסיים. משקל נכסי ביטוח החיים בסך נכסי הציבור גדל אף הוא, התפתחות המצביעה על שיעור עלייה גבוה מן הממוצע בתיק הנכסים.

יחסי ההון

כל יחסי ההון מצביעים על שיפור. מתחילת השנה גדל ההון העצמי ב-1.7 מיליארדי ש"ח, לעומת גידול של 0.7 מיליארד אשתקד. יחס ההון הראשוני לנכסים גדל אף הוא ל-

21 ביטוח כללי עוסק בביטוחי ריסק של רכוש וגוף, ואין בו חיסכון. תקופת הביטוח היא בדרך כלל שנה, לעיתים עם "זנבות". ביטוח חיים הוא בעיקר חיסכון פנסיוני שיש בו גם רכיבי ריסק שונים של תמותה ונכות.

22 עם זאת, שיעור הכיסוי באג"ח מיועדות פחת בשנים האחרונות לכ-70%, לעומת 86% בתכנית המקורית - חלקו עקב פדיון מוקדם של אג"ח מיועדות - מצב היוצר חשיפה מבנית.

23 על פי רפורמה, היות שעל פי החוק, ביטוח חיים צובר הוא סוג של קופת גמל, הרווחים על הפקדות חדשות מתחילת 2003 חייבים במס (בשיעור של 15% מהרווח הריאלי) במקרה של משיכה לפני גיל הפרישה.

24 הניתוח מתמקד בהלימות ההון ואינו מקיף התפתחויות אחרות, כגון שינויים במבנה העמלות בענף ביטוח החיים ושינויים בתחרות המבוקרת בענף הרכב.

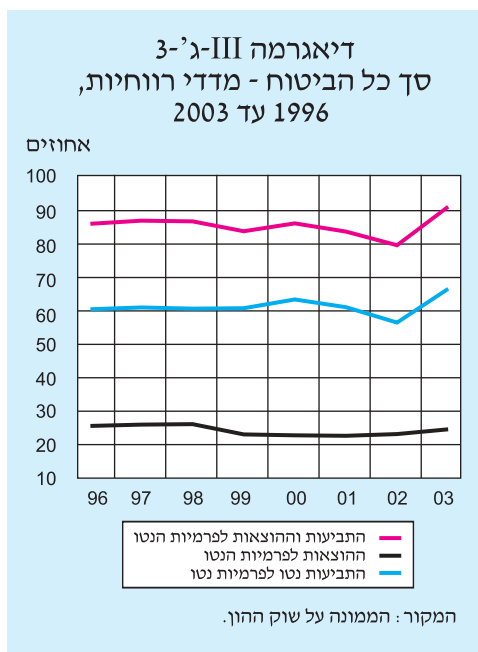
5.3% - לעומת 4.7% ו-4.3% בסוף 2002 ובסוף 2001, בהתאמה - בדומה לשיא של שנת 1999 (5.2%). שיפור דומה חל גם ביחס ההון הראשוני לעתודות הטכניות, שהן קירוב להתחייבויות החברה למבוטחים²⁵ (דיאגרמה III-ג'-1).

הרווחיות ופוטנציאל הצבר ההון

התשואה להון²⁶ גדלה משמעותית, לכ-42% לעומת כ-18% ו-24% בשנים 2002 ו-2001, בהתאמה (דיאגרמה III-ג'-2). גידול הרווח וההון נבע כולו מרווחי השקעות, שהניבו תשואה ריאלית ממוצעת של 11%²⁷ (13.8 מיליארדי ש"ח), לעומת תשואה שלילית בת 0.4% אשתקד. נציין כי בביטוח הכללי רווחי ההשקעות נוקפים כולם לחברה, ואילו בביטוח החיים, ובפרט בתכניות המשתתפות ברווחים, חלקם הגדול נוקף לטובת המבוטחים²⁸.

בעסקי הביטוח ללא השקעות קטנו הרווחים בתקופה זו לעומת התקופה המקבילה אשתקד. בסך ההכנסות מפרמיות ברוטו לא חל שינוי, בעוד שבצד התביעות וההוצאות נרשם גידול: מתוך סך ההכנסות מפרמיות נטו היוו התביעות וההוצאות כ-91%, לעומת כ-80% בשנת 2002 (דיאגרמה III-ג'-3). מהנתונים החלקיים שבידינו אי אפשר לנתח את העלייה בתביעות, ובפרט בביטוח הכללי. עם זאת ניתן להניח שחלק משמעותי מהעלייה בתביעות הביטוח הכללי נובע מהירידה בחלקה של "אבנר"²⁹.

הרווחים שהושגו השנה מהשקעות היו אפוא יוצאי דופן, ויש להניח שתמונה כזאת לא תישנה במהרה. עם זאת נציין כי קיימת



25 השיטה הנכונה יותר לחישוב הלימות ההון היא חישוב יחס ההון לנכסי הסיכון. שיטה זו מורכבת, שכן היא דורשת קביעת רמות סיכון לנכסים השונים ומידע עליהם, שאינו בנמצא לגבי חברות ביטוח בישראל. נוסף על כך, הניתוח מתבסס על הדוחות הכספיים המתפרסמים לציבור, ובאלה אין גילויי חשבונאי מלא; כך, למשל, הרווחיות בשנה נתונה כוללת גם הכרה ברווח משנים קודמות בסעיפי ביטוח שונים.

26 נמדד במונחי הון בתחילת השנה.

27 התשואה חושבה במונחי יתרת ההשקעות בסוף התקופה. חישוב זה אינו משקף את שיעור התשואה האמיתי, אך משקף בקירוב את היחסיות לתקופות קודמות.

28 בדיווחים הכספיים אין בביטוח חיים הפרדה בין רכיב הריסק לרכיב החיסכון, וכך גם לגבי הרווחים מההשקעות.

29 "אבנר" הייתה חברה פרטית בבעלות כל חברות הביטוח, שביטחה נגד נזקי גוף בענף הרכב. בתחילת 2003 הופסקה פעילותה השוטפת של "אבנר", והביטוח של נזקי גוף עבר לחברות עצמן ("התחרות המבוקרת").

תחלופה בין גובה הפרמיות לבין התשואות הצפויות בשווקים הפיננסיים, ובמיוחד בביטוח הכללי³⁰: הפרמיות בביטוח הכללי גמישות יותר ומתואמות שלילית עם השווקים הפיננסיים, והן עלו השנה בכאחוז בלבד לעומת כ-10% אשתקד³¹. משום כך קשה לקבוע עמדה לגבי יציבות הרווח; לעומת זאת, הפרמיות בביטוח החיים, המתואמות (חיובית) עם ההתפתחויות בשוק העבודה, המשיכו לרדת השנה, אמנם בשיעור מתון הרבה יותר מאשר אשתקד; השנה גדל גם שיעור התביעות, המתואם אף הוא עם שוק העבודה. יצוין כי גמישות השינוי בפרמיות בביטוח חיים קטנה, משום שהחווה בתחום זה הוא ארוך טווח.

5. קופות הגמל

(א) רקע - סיכון הנזילות המבני

ההתייחסות להלן נוגעת לקופות התגמולים ולקרנות ההשתלמות, שבהן ההתחייבות הנזילה נקבעת על פי תקופת הוותק (15 ו-6 שנים, בהתאמה) או גיל הפרישה, ולא לקופות המרכזיות לפיצויים, שבהן ההתחייבות הנזילה נקבעת על פי תנאי שוק העבודה. (אלה מהוות כ-10% מסך תיק קופות הגמל). קופות התגמולים וקרנות ההשתלמות הן חיסכון לטווח ארוך ובינוני, המתומרץ על ידי הטבות מיסוי בעת ההפקדה, ועד 2003 גם בעת המשיכה. (על השפעת הרפורמה במיסי שוק ההון, ראו להלן). בתום תקופת החיסכון הכספים ניתנים למשיכה, אך העמיתים רשאים להמשיך להפקיד וליהנות מההטבות ומהזכות למשוך את כספם בכל עת שיבחרו (בהודעה של כחודש מראש וללא אפשרות הפקדה מחדש). בפועל הצטברו בקופות הגמל התחייבויות נזילות ששיעורן כיום כמחצית מסך ההתחייבויות.

הסיכון המבני הגלום בפעילות קופות הגמל נובע ממספר מאפיינים של הקופות: א. שיעור גבוה של התחייבויות נזילות לעמיתים. ב. שיעור כיסוי נמוך בנכסים נזילים לא סחירים. ג. שיעור גבוה של נכסים הנסחרים בישראל (מניות ואג"ח לטווח ארוך), שנוזילותם בשעת מבחן מוטלת בספק; זאת במיוחד עקב הנזילות הנמוכה בשוק האג"ח, תדמיתן של הקופות בעיני הציבור כאפיק חיסכון "סולידי", בדומה לבנקים ובשונה מקרנות הנאמנות, וזיקתן החזקה לבנקים. אמנם אין חשש ליציבות הקופות עצמן - משום שהתשואה למשקיע מותנית בתשואת נכסי הקופה, אך שילוב המאפיינים האלה יוצר **סיכון במערכת הפיננסית**: הנכסים הנזילים הלא סחירים והשיעור הגבוה של הנכסים הסחירים בקופות הגמל אמנם מאפשר להן לעמוד במשיכת התחייבויות במצבים שגורתיים, אך הבעיה נוצרת במצבים חריגים של משיכה מסיבית מצד העמיתים - למשל עקב תשואות שליליות חריגות (שכן העמיתים עדיין רואים אותן כ"סולידיות"), או של מעילה בקופה גדולה. אולם מימוש מהיר של הנכסים הסחירים על ידי הקופות,

30 כך בעולם בכלל, לא רק בישראל. ראו: Udaibir S. Das, Nigel Davies and Richard Podpiera (2003). "Insurance and Issues in Financial Soundness", IMF Working Paper (WP/03/138), July.

31 הגמישות הרבה בפרמיות יכולה לכאורה להצביע על תחרות לא מספקת. גם התשואה להון בביטוח, הגבוהה משמעותית מאשר בבנקים - משנת 1997 שיעורה נע בין 11% ל-30%, לעומת 2%-12%, בבנקים - יכולה לנבוע מרמת תחרות נמוכה או מהסדרה.

לוח III-ג'-2

קופות הגמל - נתונים נבחרים ואינדיקטורים ליציבות, 1999 עד 2003

(אחוזים)

2003	2003	2002	2001	2000	1999	
						מחצית ראשונה
						סך כל קופות הגמל
189.2	178.5	166.6	171.7	162.2	155.2	סך כל הנכסים (מיליארדי ש"ח)
13.6	13.6	13.5	14.2	14.4	14.8	המשקל בסך תיק הנכסים של הציבור
18.7	9.8	-6.8	6.6	3.4	13.2	התשואה הממוצעת במונחי תקופה
8.03	---	6.25	5.88	5.84	---	סטיית התקן ³
0.14	---	0.19	0.20	0.11	0.08	יחס נזילות מהיר ¹
1.42	---	1.37	1.57	1.55	1.26	יחס הנכסים הסחירים להתחייבויות הנזילות ²
65.8	65.0	60.3	63.5	63.6	63.2	משקל התיק הסחיר בסך הנכסים
41.3	43.8	43.2	42.6	39.8	40.0	מוזה: ממשלתי
14.8	15.7	14.5	11.8	9.1	6.7	מוזה: לא-צמוד
25.7	27.2	27.4	26.1	28.5	30.7	צמוד
17.2	14.8	11.7	15.3	17.0	17.2	מניות
5.6	5.7	5.0	4.6	1.7	2.9	אחר
2003	2003	2002	2001	2000	1999	
						מחצית ראשונה
						התגמולים
61.5	62.0	62.0	62.3	64.1	65.6	המשקל בסך קופות הגמל
19.1	---	-6.9	6.4	3.4	13.5	התשואה
8.20	---	6.36	6.01	5.98	---	סטיית התקן ³
49.9	---	47.6	44.5	45.8	---	משקל ההתחייבויות הנזילות ² מסך הנכסים
0.11	---	0.13	0.14	0.07	---	יחס נזילות מהיר ¹
1.31	---	1.28	1.43	1.39	---	יחס הנכסים הסחירים להתחייבויות הנזילות
-2.22	-2.47	-3.11	-2.78	-0.80	-4.82	הצבירה נטו (מונחים שנתיים) (מיליארדי ש"ח)
2003	2003	2002	2001	2000	1999	
						מחצית ראשונה
						קרנות ההשתלמות
28.9	28.3	28.2	28.0	25.9	24.4	המשקל בסך קופות הגמל
17.8	---	-6.4	6.9	3.6	12.6	התשואה
7.72	---	6.10	5.72	5.66	---	סטיית התקן ³
38.8	---	36.5	31.9	29.8	---	משקל ההתחייבויות הנזילות ² מסך הנכסים
0.23	---	0.33	0.35	0.24	---	יחס נזילות מהיר ¹
1.68	---	1.58	1.96	2.11	---	יחס הנכסים הסחירים להתחייבויות הנזילות
0.93	-0.69	-0.78	0.35	3.34	2.14	הצבירה נטו (מונחים שנתיים ; מיליארדי ש"ח)

1 משקל התיק הנזיל הלא-סחיר (מוזמנים ופיקדונות עד 3 חודשים) בסך ההתחייבויות הנזילות.

2 התחייבות נזילה היא פיקדון שמועד הפירעון המינימלי שלו פג, והוא ניתן למשיכה בהתראה של כחודש מראש. כעיקרון, יש לכלול בהתחייבות הנזילה גם פיקדונות שמועד פירעונם החוקי קרוב, אך אין נתונים על כך.

3 סטיית תקן נעה לעשר השנים האחרונות.

המקור: הממונה על שוק ההון, המחלקה המוניטרית, ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

כשהנזילות בשוק האג"ח המקומי נמוכה, יביא לירידת מחירים חדה באג"ח, יחולל תנודות בשווקים הפיננסיים, וישפיע לרעה על המערכת הפיננסית עד כדי משבר. נוסף על כך רוב קופות הגמל הן בבעלות ו/או בניהול הבנקים (פרק IV-א'), ולפיכך התערערות אמון הציבור בהן עלולה לגלוש למערכת הבנקאית.

נדגיש, כי הסיכון המתואר כאן נובע ממאפייני קופות הגמל, והוא שונה וגבוה מהסיכון שהיה נוצר לו החזיק הציבור באג"ח במישרין, לא באמצעות הקופות: זאת משתי סיבות: (א) הקופות הן גופים גדולים שמשקלם בשוק גבוה, ולכן הן משפיעות על השוק; (ב) סביר שמשקל האג"ח הסחירות הארוכות שהציבור היה מחזיק במישרין היה קטן יותר, בגלל שנאת הסיכון, שכן באיגרות ארוכות הסיכון גדול יחסית. להשוואה, מרבית נכסי קרנות הנאמנות הם נזילים וסחירים לטווח קצר (למשל מק"ם); קרנות הנאמנות מתמחות בסוגים שונים של השקעות בהתאם לטעמי המשקיעים, כך שיש הפרדה בין הקרנות הנזילות לקרנות המשקיעות בעיקר במניות ובאג"ח לטווח ארוך. משיכות גדולות בקרנות הן דבר שבשגרה, שאינו גורם זעזועים בשווקים, עקב התמקדותן בשוק הסחיר לטווח קצר, שהוא עמוק ונזיל יותר.

ישראל התנסתה באירוע משברי בקופות הגמל בשנת 1996: תשואות נמוכות מהמצופה ואף שליליות בשנים 1994-1995 גרמו למשיכה מסיבית ברביע השלישי של שנת 1996. כדי לספק את הנזילות מימשו הקופות איגרות חוב סחירות תוך ירידת מחירים גדולה ועליית התשואות הריאליות על איגרות חוב צמודות למדד לטווח ארוך מ-4.4% ל-5.4%. רשת ביטחון שהעניק בנק ישראל, בהתחייבו לרכוש את איגרות החוב, עצרה את הדינמיקה השלילית והביאה לסיומו של המשבר. ייתכן שהציבור הפנים בעשור האחרון, בפרט בעקבות לקחי 1996, כי התשואות של קופות הגמל נתונות לתנודות; אולם ככל שעוצמתן של אלה גדולה יותר, גם הסיכון למשיכות גדולות מצד העמיתים גדול יותר. במצב הנוכחי, החזקת שיעור גבוה יותר של נכסים נזילים לא סחירים או של מק"ם במקום אג"ח ארוכות טווח - בהתאם למשקל ההתחייבויות הנזילות - היה מקטין את הסיכון המבני בקופות. גם פיזור גדול יותר של תיק הנכסים בחו"ל היה מפחית את הסיכון המבני, משום שמימוש מהיר לא היה מתנקז כולו לשוק האג"ח (והמניות) המקומי.

(ב) ההתפתחויות בסיכון הנזילות המבני

נכסי קופות הגמל³² הסתכמו בסוף 2003 ב-189 מיליארדי ש"ח, לעומת 167 מיליארדים בסוף 2002 - גידול ריאלי בשיעור של 15.8%. עלייה זו נבעה כולה מההתאוששות בשוק הסחיר. הקופות הניבו תשואה ריאלית של 18.7%, לעומת תשואה ריאלית שלילית של 6.8% בשנת 2002. במקביל, משקל הנכסים הסחירים בסך התיק עלה ל-66%, לעומת 60% בסוף 2002. במחצית השנייה של השנה אף נרשמה צבירה חיובית נטו, לעומת צבירה שלילית בתקופות המקבילות בשנתיים הקודמות (לוח III-ג'-2).

32 הקופות לתגמולים, הקופות המרכזיות לפיצויים וקרנות השתלמות.

בקופות התגמולים וההשתלמות ניכרת בשלוש השנים האחרונות מגמת גידול בשיעור ההתחייבויות הנזילות; השיעור הגבוה, ובפרט גידולו, יוצר סיכון מתמיד למשיכה מסיבית (run). יחס הנזילות המהיר³³ ירד השנה, ולעומתו גדל יחס הנכסים הסחירים להתחייבויות השוטפות, כנראה הודות לגיאיות בשווקים הפיננסיים. משמעות הדבר שגדלה התלות בשווקים הפיננסיים במקרה של מימוש מאסיבי.

בקופות התגמולים – משקל ההתחייבויות הנזילות בסך התיק גדל השנה והגיע בסופה ל-49.9% (53 מיליארדי ש"ח), לעומת 47.6% בשנת 2002. היחס המהיר ירד השנה ל-0.11 בלבד (יחס של 1 מהווה כיסוי מלא); משמעות הדבר שמשיכה גדולה יותר משיעור היחס המהיר תחייב מימוש מהיר בשווקים, ולכן תחולל זעזועים. אמנם לקופות נכסים סחירים, שהיקפם בשנה הנסקרת היה פי 1.31 מההתחייבויות הנזילות (אשתקד פי 1.28), אך אלו כוללים בעיקר אג"ח לטווח בינוני וארוך (מהן לא צמודות) ומניות, ולכן נזילותם בשעת מבחן מוטלת בספק. מובן שפורמלית אין קושי לקרנות לעמוד בהתחייבויותיהן, כי ההפסדים מתחלקים בין כל חברי הקופה, אולם הפסד גדול כרוך בזעזועים בקופה ואולי גם בשוק ההון.

בקרנות ההשתלמות – המאפיינים דלעיל קיימים גם בקרנות ההשתלמות, אף כי במידה פחותה. משקל ההתחייבויות הנזילות בתיק היה בסוף 2003 38% (18 מיליארדי ש"ח), לעומת 36.5% בסוף 2002. יחס הנזילות המהיר עמד בסוף יוני על 0.24, לעומת 0.33 בסוף 2002; יחס הנכסים הסחירים להתחייבויות הנזילות הוא 1.78 (גבוה יותר מאשר בקופות התגמולים), אך ההרכב הדומה של תיק הנכסים הסחיר מעמיד בספק את רמת נזילותן בשעת מבחן.

במקביל לגידולו של התיק הסחיר, ביחס לסוף 2002 רכיב המניות בתיק הסחיר גדל ב-5.5% ל-17.2%. כן גדל הרכיב הלא צמוד, שתשואתו תנודתית יותר מזו של הרכיב הצמוד, אשר משקלו ירד³⁴. הגידול של תנודתיות התשואה מתבטא גם בגידול סטיית התקן שלה (לוח III-ג-2). אמנם הקופות עצמן אינן חשופות לסיכונים שוק, משום שאלו נספגים כולם על ידי העמיתים, אולם התממשותם של הסיכונים, כלומר תשואה שלילית חריגה והפסדים לעמיתים, עלולה להאיץ את קצב המשיכות מהקופות, וזה עלול להגביר את התנודות בשווקים הפיננסיים.

רכיב נוסף בסיכוני השוק הוא התלות הגבוהה של הקופות בשווקים הפיננסיים בארץ, שכן רק חלק זניח מתיק הנכסים (כ-2.5%) מושקע בחו"ל; פיזור גדול יותר של תיק הנכסים בין הארץ לחו"ל היה מפחית מסיכוני השוק ומשפר את יחס הנזילות. בכיוון זה פועל ביטול אפליית המס על השקעות בחו"ל, שתחולתה הוקדמה השנה לשנת 2005. גם הרפורמה בקרנות הפנסיה פועלת להגברת הנזילות בשוק האג"ח הסחירות המקומיות ולהקטנת משקלן של קופות הגמל, ובכך מפחיתה את הסיכון המבני בקופות הגמל.

33 מזומנים ופיקדונות בבנקים עד 3 חודשים (מזומנים ושווי מזומנים) חלקי ההתחייבויות הנזילות.
34 התנודתיות קשורה גם לטווחים השונים של איגרות החוב, במיוחד של ה"שחר". אין נתונים לגבי הטווחים השונים.

הרפורמה במיסוי שוק ההון מתחילת 2003 (התאריך הקובע) ממסה, בעת המשיכה, את הרווחים בקופות הגמל רק על הפקדות חדשות מהתאריך הקובע (למעט משיכה בגיל הפרישה), ופוטרת ממיסוי את המלאי הקיים עד לאותו תאריך. בהפקדות החדשות נמנעת אפוא אפליה מול השקעות חלופיות, ולכן המיסוי ניטרלי בהשפעתו על המשיכות. לעומת זאת על המלאי נוצר יתרון מיסוי ביחס להשקעות חלופיות, מצב המעודד צבירה (הקטנת המשיכות) בימים כתיקונם ובטווח השנים הקרובות, ובכך מעודד הגדלה של משקל ההתחייבויות הנזילות והעצמת הבעיה בזמן משיכה מסיבית כמתואר לעיל. בקרנות ההשתלמות לא חל שינוי במיסוי; הוא מפלה לטובה חיטון באפיק זה, אפילו על הפקדות חדשות, ובכך מעצים את הבעיה המבנית.

נספח III-ג': הרפורמה בקרנות הפנסיה מאמצע 2003

המניע העיקרי לרפורמה היה הצורך להבריא את הקרנות הוותיקות אשר צברו גירעון אקטוארי, שנאמד בין 57 ל-106 מיליארדי ש"ח, לפי ריבית היוון של 4%. לכן תכנית ההבראה מתייחסת בעיקר לשמונה הקרנות הוותיקות והגירעוניות³⁵, שהן מחצית מהקרנות הוותיקות, אבל הנכסים שלהן היוו בסוף 2002 כ-11% בלבד מכלל נכסי הקרנות. עם זאת, ננקטו צעדים גם לגבי קרנות פנסיה ותיקות ולא גירעוניות, מטעמי שוויון.

הרכיבים העיקריים בתכנית להשגת איזון אקטוארי הם השתתפות המעביד, העמיתים הפנסיונרים והממשלה. כן ננקטו צעדים אחרים, כגון החלפת הניהול.

1. המעביד, העמיתים והפנסיונרים

צעדים אלו רלוונטיים רק לקרנות הוותיקות שהשתתפו בהסדר: הקרנות האחרות – הוותיקות המאוזנות – פעלו ממילא בשיטה מאוזנת. מבין הקרנות הוותיקות המאוזנות, שש קרנות פועלות בשיטת מנות הפנסיה; האחרות פועלות בשיטת הקרנות הוותיקות הגירעוניות (2% לשנה כפול מספר שנות העבודה), אך שומרות על איזון בשיטות שונות (כגון הגדלת תשלומי המעביד והפחתת זכויות העמיתים).

גידול של השתתפות העובד והמעביד – הגדלת ההפרשות השוטפות בקרנות הגירעוניות מ-17.5% ל-20.5%: העובד והמעביד יוסיפו כל אחד 1.5%. המעבר יתבצע במהלך 3 שנים, החל מינואר 2004 ועד ינואר 2007³⁶.

גביית "דמי ניהול" – בשיעור של 1.75% מהתשלומים לפנסיונרים³⁷.

35 מבטחים, מקפת, קרן הגמלאות המרכזית, פועלי הבניין, נתיב, פועלים חקלאיים, הדסה ואגד.

36 המעבר יתבצע כלהלן: תוספת של שליש אחוז בכל אחת מהשנים 2004-2006 וחצי אחוז נוסף החל מ-2007. המעביד מפוצה בדרך של הפחתת 1.5% מתשלומיו לביטוח הלאומי בהדרגה – חצי אחוז מדצמבר 2004, אחוז מינואר 2006 ו-1.5% מינואר 2007.

37 יבוצע בהדרגה כלהלן: שליש אחוז החל מ-2004, אחוז אחד משנת 2005, ו-1.75% החל מ-2006.

דחיית גיל הפרישה – צעד זה מחייב רק את הקרנות הוותיקות הגירעוניות. גיל הפרישה לגברים יעלה מ-65 ל-67 ולנשים – מ-60 ל-64. מהלך זה יבוצע בהדרגה החל מינואר 2004: גיל הפרישה יעלה בהדרגה – בארבעה חודשים בכל שנה³⁸.

גידול השכר הקובע לפנסיה – לא יעלה מעבר ל-2% ריאלי לשנה, על בסיס מארס 1996. הפרשה עודפת החל מאוקטובר 2003 תופנה לקרן כללית. הפרשה עודפת לפני אוקטובר 2003 תקנה פנסיה – בתנאי שהקרן באיזון אקטוארי – לפי תשואה של 5.57% בשנה.

2. השתתפות הממשלה

איגרות חוב מיועדות – קופות הפנסיה יחזיקו אג"ח מיועדות בשיעור של 30% מנכסיהן (במקום לפחות 93% בוותיקות ו-70% בחדשות). ההקטנה תהיה הדרגתית, בהתאם למועדי הפדיון של האיגרות הקיימות, ומשך הביצוע של שלב זה נאמד ב-8 שנים. התשואה האפקטיבית באג"ח המיועדות החדשות ("ערד" ל-15 שנה) תהיה 4.86%, במקום 5.57% בוותיקות (מסוג "מירון" ל-20 שנה) ו-5.05% בחדשות, צעד התקף לכל הקרנות. הקרנות הוותיקות המאוזנות יקבלו סיוע ישיר נוסף:

- השלמת תשואה לקרנות הוותיקות והמאוזנות – סיוע ישיר להשלמת התשואה כלהלן: על 30% מנכסיהן – השלמה מ-4.86% ל-5.57%; על 63% – השלמה מ-4% ל-5.57%. ההנחה היא כי תושג תשואה ריאלית של 4% על ההשקעות החופשיות.
- התחייבות ממשלתית לסיוע – הממשלה תסייע להבטחת התשלומים בקרנות הגירעוניות ב-83 מיליארדי ש"ח³⁹, שיתפרסו על פני 35 שנה. סיוע זה מתבסס על ההנחה שהתשואה הריאלית השנתית הממוצעת אשר תושג בקרנות הפנסיה תהיה 4%. (חלק ניכר מסכום זה מחליף את הסבסוד באג"ח מיועדות, שהיה בריבית מועדפת).
- כרית ביטחון להבטחת תשואה – הממשלה מקצה סכום נוסף של 15 מיליארדי ש"ח כעתודה אקטוארית לשם הקטנת סיכוני התשואה בקרנות הגירעוניות. זאת למקרה שהתשואה אשר תושג תהיה נמוכה מ-4% (אך לא מובטחת השלמה ל-4%). אופן השימוש בעתודה ייקבע על ידי ועדה מקצועית.

3. צעדים נוספים

שינוי כללי ההשקעה – בקרנות הוותיקות: במקביל להפחתת חלקן של איגרות החוב המיועדות מלפחות 93% ל-30% מסך הנכסים, נקבע תמהיל השקעה סולידי: 50% באג"ח ממשלתיות סחירות ו-13% באג"ח ממשלתיות ופיקדונות והלוואות בדירוג A לפחות. השאר (7%) יושקע בדומה לנהוג כיום⁴⁰. לגבי הקרנות החדשות, כללי ההשקעה לתיק

38 אך במשך שלוש שנים 2009-2011 תהיה השהיה, כך שבסך הכול יימשך התהליך 15 שנה.

39 סיוע זה חושב כדלקמן: גירעון של 106 מיליארדי ש"ח המתקבל מהיוון לפי שיעור תשואה של 4%. מזה 23 מיליארדי ש"ח יכוסו על ידי השתתפות המעסיקים, העובדים והפנסיונרים, ו-83 מיליארדים – על ידי הממשלה. בתכנון המקורי השתתפות הממשלה הייתה 73 מיליארדי ש"ח, והיא גדלה עקב קיצור גיל הפרישה לנשים מ-67 בתכנון ל-64 בחוק התקציב, ושינויים נוספים, שהוסכם עליהם בין הממשלה להסתדרות, והם עברו בחקיקה בתחילת 2004.

40 7% הנותרים מחולקים כלהלן: עד 2% באג"ח סחירות שאינן של ממשלת ישראל; עד 2% במניות סחירות או בתעודות השתתפות; עד 4.5% בכל השקעה לפי שיקול דעתה של הקרן, ובלבד שסך ההשקעה במקרקעין לא יעלה על 1.5%.

החופשי נקבעו בתקנות מאוקטובר 2002, והם מבוססים על שקלול מדדי סיכונים ולא על הקצאה באחוזים.

מנגנון איזון אקטוארי – לאחר שהקרנות אוזנו אקטוארית, יופעל, לפי התקנון האחיד, מנגנון איזון הדומה לזה של הקרנות החדשות, כדי להבטיח יציבות בעתיד. אחידות בשיטת חישוב הפנסיה – בכל הקרנות הגירעוניות תיקבע שיטה אחידה של יחסי השכר (השכר הממוצע). שיטת שלוש השנים האחרונות תבוטל. מינוי מנהלים מיוחדים – כדי להבטיח ניהול מקצועי ואחראי מכאן ואילך, יוחלפו המנהלים וחברי ההנהלה הנוכחיים, שרובם מונו על ידי ההסתדרות, במנהלים מקצועיים, שימונו על ידי ועדה ציבורית בראשות שופט.

ד. האשראי ותיק הנכסים הפיננסיים⁴¹

1. סיכום

• בשנת 2003 התרחבו שני המצרפים הפיננסיים העיקריים, המשקפים את היקף ההתחייבויות והנכסים הפיננסיים במשק, בקצב מהיר יותר מאשר בשנה הקודמת: **סך האשראי במשק** (לציבור ולממשלה) גדל ב-4% לעומת 2% אשתקד, ו**סך הנכסים הפיננסיים של הציבור** גדל ב-8% לעומת 1% אשתקד. יתרתם של כל אחד ממצרפים אלה הסתכמה בסוף 2003 ב-1.2 טריליוני ש"ח – פי 2.5 מהתמ"ג. ההתרחבות של המצרפים הפיננסיים השנה מבטאת בעיקר את העלייה המהירה של מחירי ניירות הערך הסחירים.

• **האשראי למגזר העסקי** נותר השנה ללא שינוי, לאחר גידול מועט בשנת 2002 וגידול מואץ בשנים 2000 ו-2001. אי השינוי באשראי זה השנה הוא תוצאה של צמצום **האשראי הבנקאי** והרחבת **האשראי מהמשקיעים המוסדיים**, בעיקר באמצעות אג"ח לא-סחירות. הרקע להתפתחויות אלה הוא הניהול הזהיר של סיכון האשראי בבנקים השנה, לאחר הרחבת היתר בשנים קודמות, מצד אחד, והגדלת הרכיב החופשי בנכסי המשקיעים המוסדיים, מהצד האחר. התפתחויות אלה תורמות ליציבות הפיננסית: אי גידולו של האשראי עולה בקנה אחד עם המיתון במשק, והגדלת חלקם של המוסדיים על חשבון הבנקים תורמת לפיתוח שוק האשראי.

• **האשראי לממשלה** התרחב השנה בקצב מואץ (9%), שהביא לגידול משקלה של הממשלה בסך האשראי ב-3 נקודות אחוז, ל-43%, על חשבון משקל האשראי למגזר העסקי. זאת על רקע הגידול של גירעון הממשלה, ובניגוד לתהליך ההיסטורי של הפחתת גירעונותיה ומשקלה באשראי במשק – תהליך שתרם לשכלול המערכת הפיננסית ופינה מקורות למגזר הפרטי. האשראי לממשלה הוגדל השנה באמצעות הנפקת אג"ח סחירות, שנרכשו בעיקר על ידי הציבור הרחב. הגידול המהיר (38%) של החזקות הציבור באג"ח ממשלתיות (באמצעות קרנות נאמנות, מנהלי תיקים וישירות) בא על חשבון החזקות הבנקים באג"ח אלה, והתבטא בעליית משקלן בתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור

41 הניתוח בפרק זה מתבסס על ההגדרות, הנתונים והעיבודים המוצגים בנספח.

לשיעור של 6%. הרקע להתפתחות זו – מעבר לחזרת הציבור להשקעה באג"ח, הודות לגיאות בבורסה – היה הרפורמה במיסוי שוק ההון, שביטלה את העדיפות של ההשקעה בחסכונות בבנקים על פני השקעה באג"ח סחירות. השפעת הרפורמה במס תבטא ביתר שאת בשנים הקרובות ותתרום ליציבות המערכת הפיננסית.

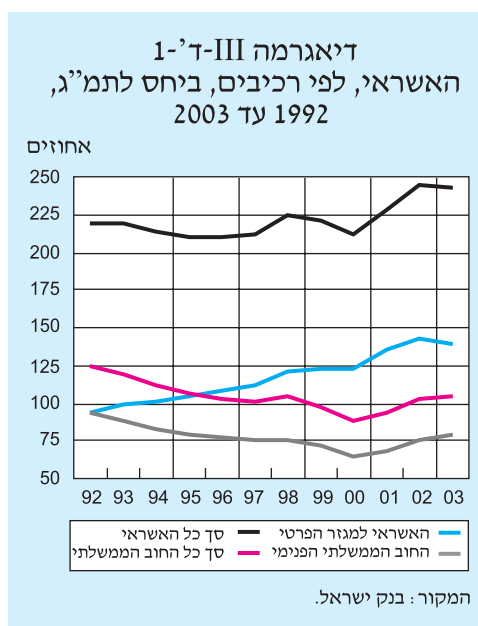
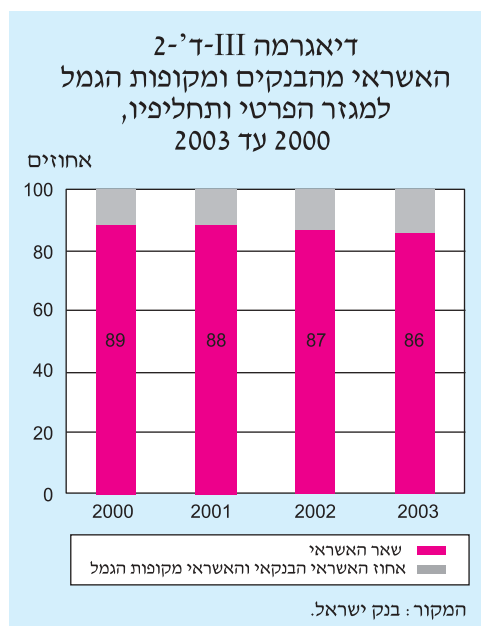
• השנה נמשכה מגמה, שהסתמנה בארבע השנים הקודמות – של הפחתת הדומיננטיות של הבנקים בפעילות הפיננסית, כפי שמשקף בירידה של 2-3 נקודות אחוז במשקלים הבאים: משקל האשראי הבנקאי בסך האשראי במשק פחת ל-50%, ובאשראי למגזר הפרטי ל-81%, ומשקל הנכסים שהציבור מחזיק בבנקים בסך תיק נכסיו פחת ל-37%. מגמת הירידה של משקל הבנקים ניכרת גם אם מצרפים אליהם את קופות הגמל, שמרביתן נשלטות על ידי הבנקים. מגמה זו תורמת ליציבות הפיננסית, משום שהיא מפחיתה את התלות ההדדית הגדולה בין המשק לבנקים ותורמת לשכלול השווקים. עם זאת, הבנקים עדיין דומיננטיים מאוד בפעילות הפיננסית במשק.

2. התפתחויות באשראי במשק

(א) השינויים באשראי מול השינויים בתוצר

יתרת סך האשראי במשק עמדה בדצמבר 2003 על 1,202 מיליארדי ש"ח (242 אחוזי תוצר). יתרת האשראי יחסית לתוצר גדלה בשנה הנסקרת באחוז אחד, לאחר גידול חד בשנים 2001 ו-2002. בשנה הנסקרת נבע גידול האשראי כולו מהמשך גידולו של האשראי לממשלה, בעוד שבאשראי למגזר הפרטי לא חל שינוי. זאת בניגוד למגמה של השנים האחרונות, שבהן גדל גם האשראי לממשלה וגם האשראי למגזר הפרטי (דיאגרמה III-ד'1).

במבט ארוך טווח – הסתיימה המגמה של שנות התשעים, שבהן יתרת האשראי הכולל נעה בין 210 ל-220 אחוזי תוצר, יציבות שנבעה מירידה ביתרת האשראי לממשלה (במונחי תוצר), עקב ירידה בגירעונות הממשלה, ומעלייה מקבילה



לוח III-ד'-1

נתונים נבחרים על האשראי במשק, 2000 עד 2003

(אחוזים)

2003	2002	2001	2000	
א. האשראי (מיליארדי ש"ח, מחירי דצמבר 2003)				
1,202	1,161	1,134	1,046	סך כל האשראי במשק
687	686	669	612	האשראי למגזר הפרטי
484	482	468	418	האשראי למגזר העסקי
242	241	229	211	סך כל האשראי במשק ביחס לתמ"ג (אחוזים)
207	217	201	178	האשראי למגזר הפרטי ביחס לתמ"ג העסקי (אחוזים)
ב. השינויים באשראי (ביחס לשנה קודמת)				
4	2	8	4	סך כל האשראי במשק
0	2	9	8	האשראי למגזר הפרטי
9	2	7	-1	האשראי לממשלה
-2	2	7	9	האשראי ממערכת הבנקאות
ג. התפלגות סך כל האשראי לפי לווים				
40	42	41	40	משקל האשראי למגזר העסקי
17	18	18	19	משקל האשראי למשקי הבית
43	41	41	41	משקל האשראי לממשלה
ד. התפלגות סך כל האשראי לפי מלווים				
50	53	53	54	משקל האשראי מהבנקים
60	62	63	63	משקל האשראי מהבנקים ומקופות הגמל
28	26	26	26	משקל האשראי מהמוסדיים
17	17	17	17	משקל האשראי מתושבי החוץ
6	4	5	4	משקל האשראי מהמגזר הפרטי (לא-בנקאי) ¹
ה. התפלגות האשראי לממשלה				
39	36	36	37	משקל הממשלה באשראי המקומי (ללא אשראי מתושבי חוץ)
58	54	54	51	משקל איגרות החוב הסחירות באשראי לממשלה
53	54	54	54	משקל האשראי מהמוסדיים באשראי לממשלה
ו. התפלגות האשראי למגזר הפרטי, לפי מלווים				
81	83	84	85	משקל האשראי מהבנקים
86	87	88	89	משקל הבנקים וקופות הגמל
10	11	10	10	משקל האשראי מתושבי החוץ
74	77	79	79	משקל הבנקים באשראי למגזר העסקי
11	8	7	6	משקל המוסדיים באשראי למגזר העסקי

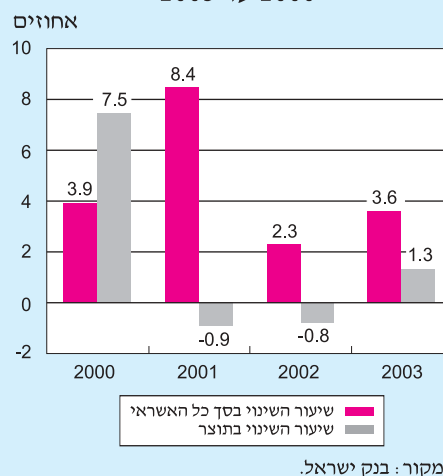
(1) איגרות חוב ממשלתיות סחירות שבידי קרנות הנאמנות ומנהלי התיקים (של חברות ויחידים).
המקור: הממונה על שוק ההון, המחלקה המוניטרית, ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

ביתרת האשראי למגזר הפרטי (במונחי תוצר), בעקבות תהליכי הליברליזציה. תהליכי הליברליזציה בשווקים הפיננסיים הובילו בעשור האחרון במשקים רבים בעולם להעמקת השווקים הפיננסיים ושוקי האשראי ולהאצה בשיעורי הגידול של האשראי. ברבות ממדינות אלו נמצא קשר בין גידול האשראי לעלייה במחיר הנכסים, תהליך שבחלק מהמקרים התגלגל למשברים פיננסיים (למשל במדינות סקנדינביה, יפן, בחלק ממדינות דרום אמריקה ובאסיה).

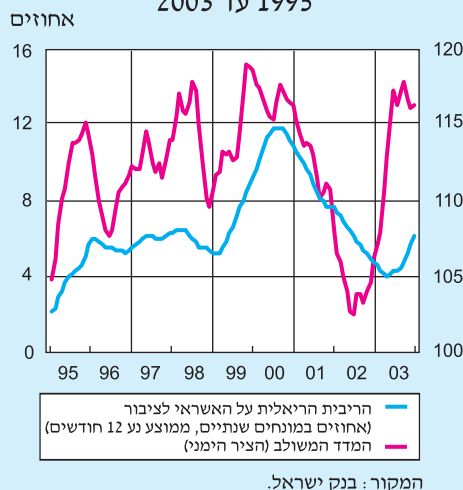
בשנת 2003 לא חל, כאמור, שינוי באשראי למגזר הפרטי, לאחר שכבר בשנת 2002 הסתמנה ירידה בשיעור גידולו, לאחר שנתיים של גידול מואץ. האשראי

למגזר הפרטי גדל מכ-95 אחוזי תוצר בתחילת שנות התשעים לכ-140 אחוזי תוצר (686 מיליארדים) השנה. שיעור הגידול של האשראי למגזר הפרטי פחת מאוד בשנתיים האחרונות, בעיקר בגלל ירידה באשראי מהמערכת הבנקאית. האטת גידולו של האשראי, במיוחד על רקע המשך הפעילות הממותנת במשק והריבית (הריאלית בדיעבד) הגבוהה היסטורית ששררה (דיאגרמה III-ד'5), תרמה להגברת היציבות הפיננסית. נראה שמערכת הבנקאות הגיבה בפיגור על המיתון במשק, שהחל בסוף 2000, ורק בסוף 2001 בלמה את הגידול המואץ של האשראי: בשנת 2000, שבה שיעור

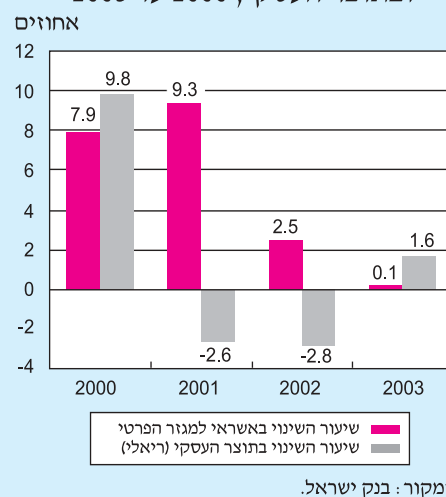
דיאגרמה III-ד'3
השינויים בסך האשראי ובתוצר,
2000 עד 2003



דיאגרמה III-ד'5
הריבית הריאלית בפועל על האשראי
הלא-צמוד והמדד המשולב,
1995 עד 2003



דיאגרמה III-ד'4
השינויים באשראי למגזר הפרטי
ובתוצר העסקי, 2000 עד 2003



הצמיחה היה גבוהה, הגדילה מערכת הבנקאות את האשראי למגזר הפרטי ב-10.7%, אף שהמגזר העסקי גייס במקביל סכומים גדולים של הון מחו"ל. גם בשנת 2001, למרות המיתון, המשיכה מערכת הבנקאות להגדיל את האשראי למגזר הפרטי, ב-8.6%, כנראה על סמך הערכה שרווחה, כי המיתון יהיה קצר.

(ב) הדומיננטיות של מערכת הבנקאות באשראי

בסוף שנת 2003 81% מהאשראי למגזר הפרטי ו-74% מהאשראי למגזר העסקי מקורם במערכת הבנקאות - שיעורים המצביעים על דומיננטיות רבה של מערכת הבנקאות בשוק האשראי. עם זאת, בשנה זו ירדו משקלים אלה ב-2-3 נקודות אחוז, בהמשך לירידה של 2 נקודות אחוז בשנתיים הקודמות. תמונת הראי של דומיננטיות הבנקים היא **משקלו הנמוך של האשראי החוץ-בנקאי**: אמנם היקף האשראי מהמשקיעים המוסדיים למגזר העסקי הוכפל מאז סוף 2000, וגם משקלו בסך האשראי למגזר זה כמעט הוכפל, אך הוא עדיין נמוך - 11% בלבד בסוף 2003; תושבי חוץ סיפקו בסוף שנת 2003 10% מסך האשראי ו-15% מהאשראי למגזר העסקי - ללא שינוי לעומת שנת 2000; היקף האג"ח של חברות המוחזקות בידי משקי הבית (באמצעות קרנות הנאמנות) קטן מאוד, אף כי הוא גדל השנה בקצב מואץ, על רקע הרפורמה במס שביטלה את אפלייתן לרעה: אג"ח אלו הסתכמו בסוף 2003 ב-1.3 מיליארדי ש"ח - כמיליארד ש"ח מעל ליתרתן בשלוש השנים הקודמות, אך משקלן באשראי למגזר העסקי עדיין אפסי. יש לציין, שהדומיננטיות של הבנקים באשראי גדולה אף יותר אם מביאים בחשבון שהם שולטים במרבית קופות הגמל: משקלם של הבנקים וקופות הגמל עמד בסוף 2003 על 81% מהאשראי למגזר העסקי ועל 86% מהאשראי למגזר הפרטי.

הפחתת הדומיננטיות של הבנקים בשוק האשראי, ובמיוחד באשראי למגזר העסקי, חשובה לתפקודו התקין של השוק וליציבות הפיננסית. את הדומיננטיות של הבנקים ניתן להפחית על ידי הגדלת שוק האג"ח הפרטיות הסחירות - במיוחד על ידי הגדלת ההשקעות של משקי הבית בו באמצעות קרנות הנאמנות, וכן על ידי הגדלת חלקם של גופים פיננסיים מקומיים (מוסדיים) וזרים כמלווים, גם באשראי הלא-סחיר, למשל למימון ארוך טווח. הפחתת הדומיננטיות של הבנקים תתרום להגברת התחרות והשכלול בשוק האשראי והאג"ח, תגביר את השקיפות של תמחור הסיכון והמידע על הלווים וכן את היכולת לסחור בסיכון, ובכך תחזק את תפקודו התקין של השוק לאורך זמן. יש יתרון גם לחלוקת סיכון האשראי בין יותר גופים, כדי להקל על צרכני האשראי בתקופות של קשיים במתן אשראי (למשל בעת "מחנק אשראי") בחלק מהמערכת. בתקופה כזאת הסתמכות על ספקי האשראי האחרים יכולה לשמש אף בלם זעזועים, ובכך לתרום ליציבות הפיננסית. לצד היתרונות המערכתיים - הגדלת האשראי מהמוסדיים, שאמנם מגדילה את סיכון האשראי שלהם, מגדילה גם את הרווח ואת הפיזור, ובהתחשב בשיעור הנמוך של אשראי זה בסך נכסיהם כיום נראה שההשפעה הכוללת חיובית גם מבחינתם.

בשנים האחרונות, בעקבות המשברים הפיננסיים שפרצו במזרח אסיה ובמדינות נוספות, גברה בעולם המודעות לשווקים החוץ-בנקאיים כמקור חלופי לגיוסי הון בתקופות שבהן מערכת הבנקאות נקלעת לקשיים, ופיתוח השווקים האלה הואץ. גם הרשויות

בישראל פועלות לפיתוחו של שוק אג"ח פרטיות ושוק ניירות ערך מסחריים⁴², במטרה לעודד את התפתחותו של שוק חלופי לבנקים בתחום גיוסי ההון.

פיתוחו של השוק החוץ-בנקאי כחלק משיפור התשתית של המערכת הפיננסית צריך להתנהל תוך התחשבות ביכולת הנוכחית והעתידית של המשקיעים המוסדיים לנהל את סיכוני האשראי במקצועיות ובוהירות. הדבר מחייב את הרשויות לבנות מערכת פיקוח מתאימה ולעודד את התפתחות הרמה המקצועית בגופים המוסדיים הנותנים אשראי. במקביל, על הרשויות לקיים מבנה תמריצים מאוזן ולבטל ניגודי עניינים אצל הגופים המעורבים בשוק איגרות החוב הפרטיות - בנקים, משקיעים מוסדיים, מנהלי תיקים, חתמים ונאמנים. מכל מקום, שאלת החלוקה האופטימלית בשוק האשראי בישראל בין מערכת הבנקאות לשוק החוץ-בנקאי - ובתוכו בין המשקיעים המוסדיים, הזרים והציבור המחזיק ישירות באג"ח פרטיות - תהיה רלוונטית לשלבים מתקדמים יותר בהתפתחותו של השוק החוץ-בנקאי; בשלב ההתחלתי ששוק זה נמצא בו, כשהדומיננטיות של הבנקים מוחלטת - המשך פיתוחו של שוק כזה תורם ליציבות הפיננסית.

דוגמה לחשיבות של פיתוח שוק חוץ-בנקאי היא התחליפיות בין הבנקים למשקיעים המוסדיים, שנרשמה ב-2003 באשראי למגזר העסקי: על רקע הקשיים שמערכת הבנקאות התמודדה איתם בשנתיים האחרונות, ולאחר שנים של גידול, פחת האשראי ממערכת הבנקאות בשנת 2003 ב-9 מיליארדי ש"ח; כנגד זאת גדל האשראי מהמשקיעים המוסדיים בהיקף שקיזז ויותר את הירידה באשראי מהבנקים. המשמעות היא שהקטנת היצע האשראי מהבנקים, בגלל בעיות הקשורות בהם, לא פגעה באשראי למגזר העסקי, שהיה זקוק לו במיוחד עם תחילת ההתאוששות במשק, וזאת הודות לקיומם של ספקי אשראי מחוץ לבנקים.

(ג) משקל הממשלה בתיק האשראי

בעיה מרכזית נוספת בשוק האשראי בישראל היא הדומיננטיות של הממשלה כלווה בשוק: מאז אמצע שנות השמונים יחס החוב הממשלתי לתוצר הלך וירד - מרמת שיא של כ-180 אחוזי תוצר עד לשפל של 89 אחוזי תוצר בשנת 2000. בשלוש השנים האחרונות, בעקבות גידול של גירעון הממשלה, התהפכה מגמה זו, ושיעורו של החוב בתוצר שב ועלה עד ל-105%. כך גם נעצרה המגמה של יציאת הממשלה משוק האשראי ופינוי מקורות למגזר הפרטי, תהליך שאף החמיר בשנת 2003: חלקה של הממשלה בסך האשראי במשק עלה ל-43%, לאחר 41% בשלוש השנים האחרונות, וחלקה באשראי המקומי (ללא האשראי מתושבי חוץ) עלה מ-36% ל-39%, בהתאמה. הרקע להיפוך המגמה הוא המיתון המתמשך במשק והקושי להתאים את הוצאות הממשלה לירידה בהכנסותיה בעקבות המיתון. בהנחה - ההולכת ומתאמת - שהמיתון הוא חלק מהמחזוריות הכלכלית ומתקרב לקצו, נראה שהממשלה תוכל לחזור לתוואים יורדים של גירעון וחוב, ואם כן, היפוך המגמה הוא זמני.

42 ראו הרפורמה במיסוי ודוח "הוועדה לבחינת דרישות הגילוי בתשקיף הצעה של ניירות ערך מסחריים או איגרות חוב שאינן ניתנות להמרה", הרשות לניירות ערך, אוגוסט 2003.

ביטוי אחר למעורבות הגדולה של הממשלה בשוק האשראי ניתן לראות בעובדה שכמחצית מהאשראי לממשלה (272 מיליארדי ש"ח) מקורו במשקיעים המוסדיים, אשראי המהווה את רוב נכסיהם - למעלה מ-70% מנכסי קופות הגמל וחברות הביטוח ו-96% מנכסי קרנות הפנסיה.

3. התפתחויות בתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור

תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור (המגזר העסקי ומשקי הבית יחד - ראו נספח III-ד') הסתכם בסוף 2003 בכ-1.2 טריליוני ש"ח - פי 2.5 מהתמ"ג. ניתוח השינויים בתיק זה ב-2003, על רקע המגמות בארבע השנים הקודמות, לפי מגזרים ולפי סוגי מכשירים פיננסיים מעלה מספר ממצאים מעניינים (לוח III-ד'-2, לוח נספח III-ד'-2 ודיאגרמות III-ד'-6 ו-III-ד'-7):

- ערכו של **תיק הנכסים** עלה השנה בכ-8%, לאחר עלייה בשיעור נמוך (כ-1%) אשתקד ועלייה בשיעורים דומים בשנתיים הקודמות. היחס בין ערך תיק הנכסים לתמ"ג עלה השנה ב-11 נקודות אחוז, בדומה לעלייתו בשנה הקודמת. העלייה בערך תיק הנכסים השנה נבעה בעיקר מהעלייה החדה של מחירי המניות והאג"ח הנסחרות בארץ ובחו"ל, שהייתה גבוהה מהייסוף בשקל.

לוח III-ד'-2

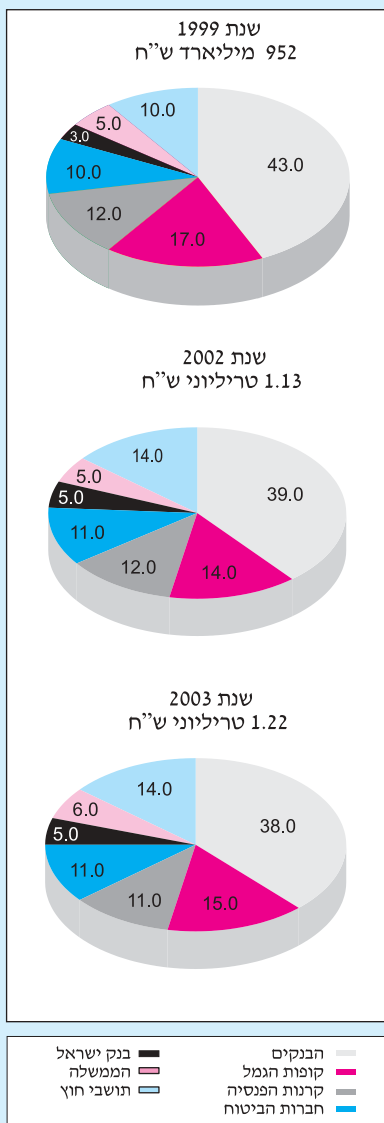
נתונים נבחרים על תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור¹, 1999 עד 2003
(אחוזים)

2003	2002	2001	2000	1999	
א. הנכסים (מיליארדי ש"ח, מחירי דצמבר 2003)					
1,222	1,131	1,113	1,026	952	סך כל הנכסים
920	863	880	833	788	הנכסים במגזר הפיננסי
457	449	459	438	414	הנכסים בבנקים
8.0	1.6	8.6	7.8		שיעור השינוי בסך הנכסים ביחס לשנה קודמת
246	235	225	207	209	יחס סך כל הנכסים לתמ"ג
ב. התפלגות סך כל הנכסים לפי מגזרים					
75	76	79	81	83	משקל הנכסים במגזר הפיננסי
37	40	41	43	44	משקל הנכסים בבנקים
53	54	57	59	61	משקל הנכסים בבנקים ובקופות הגמל
11	9	8	7	7	משקל הנכסים במגזר הציבורי (מזומן, אג"ח ומק"ם)
6	5	5	4	5	משקל איגרות החוב של הממשלה
14	15	13	12	10	משקל הנכסים מול תושבי החוץ
ג. משקל הנכסים הסחירים בסך כל הנכסים					
15	13	11	10	8	משקל סך כל הנכסים הסחירים (מק"ם, אג"ח ומניות זרות)
10	8	7	6	6	משקל הנכסים הסחירים בישראל (אג"ח ומק"ם)
3	2	2	3	2	משקל המניות הזרות

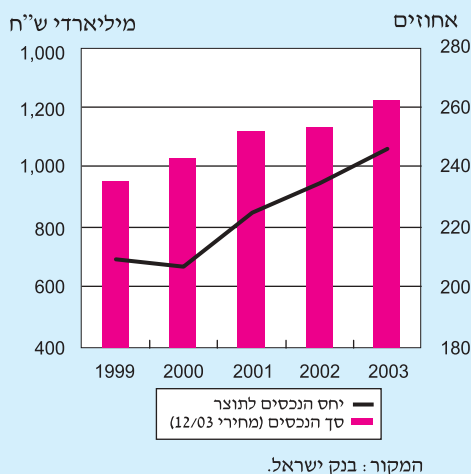
(1) ראו הגדרות ונתונים בנספח III-ד'.

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

דיאגרמה III-ד'7-
התפלגות נכסי הציבור לפי מגזרים,
1999, 2002 ו-2003
(אחוזים)



דיאגרמה III-ד'6-
תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור,
1999 עד 2003



• השנה נמשכה מגמת הירידה בדומיננטיות של מערכת הבנקאות בתיק הנכסים של הציבור - מגמה התורמת ליציבות הפיננסית, בהפחיתה את התלות והפגיעות ההדדית בין המשק לבנקים. כך פחת משקלם של הפיקדונות והחסכונות בבנקים בתיק הנכסים של הציבור בכ-3 נקודות אחוז, ל-37%, בהמשך למגמת ירידתו בשנים האחרונות; גם משקל הנכסים בבנקים יחד עם קופות הגמל - שרובן נשלטות על ידי הבנקים, המשיך לקטון השנה, למרות העלייה של מחירי ניירות הערך שהקופות מחזיקות והצבירה החיובית בהן. למרות מגמת הירידה, משקל הנכסים בבנקים ובקופות הגמל שבשליטתם עדיין גבוה - 53%. גם משקלם של הנכסים בבנקים בסך הנכסים המוחזקים במגזר הפיננסי פחת השנה בכ-2 נקודות אחוז, ל-

50%, על רקע המשך מגמת הירידה של משקל הנכסים המוחזקים במגזר הפיננסי בסך התיק, עד ל-75% בסוף 2003. הירידה במשקלם של הבנקים בתיק הנכסים הייתה לטובת עלייה של משקל הנכסים במגזר הציבורי - האג"ח הממשלתיות הסחירות והמק"ם, המוחזקים במישרין על ידי הציבור - עלייה המשתקפת בעליית משקל הנכסים הסחירים בתיק.

• הסטה זו בתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור מהבנקים למגזר הציבורי באה על רקע הרפורמה במיסוי שוק ההון, שביטלה את כדאיות ההשקעה בחסכונות בבנקים יחסית להשקעה ישירה באג"ח סחירות, וגם על רקע המעבר של בנק ישראל משימוש בפיקדונות הבנקים להנפקת מק"ם לצורך ספיגת נוזלות. מבחינת היציבות הפיננסית, יש יתרון למימון הגירעון הממשלתי באג"ח סחירות, במישרין על ידי הציבור, על פני מימונו באשראי ואג"ח לא-סחירות באמצעות המגזר הפיננסי. יתרון זה נובע משכלול והעמקה של שוקי ניירות הערך הן בהיקף המסחר והן במספר ובמיגון של השחקנים, מהגדלת חופש הפעולה של המוסדות הפיננסיים ושל הציבור, מהגברת משמעת השוק בהתייחס לפעולות הממשלה ומהקטנת התלות של הציבור במגזר הפיננסי ושל מגזר זה בממשלה.

• השנה נבלמה המגמה החיובית של הפניית חלק גדל והולך מתיק הנכסים של הציבור לחו"ל. כך, משקל הנכסים מול תושבי חוץ ירד בנקודת אחוז, לאחר עלייה רצופה מ-10% ל-15% במהלך ארבע השנים הקודמות. מגמת הגידול של משקל הנכסים בחו"ל משפיעה לטובה על היציבות הפיננסית – ומה עוד שמשקלם עדיין נמוך מהמקובל בעולם, עקב השלמת הליברליזציה במט"ח רק לאחרונה והאפליה לרעה שעדיין קיימת במיסוי הנכסים בחו"ל. ההשפעה לטובה נובעת מפיזור סיכונים בתיק הנכסים ומהקטנת התלות המוחלטת במערכת הפיננסית בישראל⁴³. עם זאת נראה שבלימת המגמה השנה אינה התפתחות שלילית, בהיותה נובעת בעיקר מהחזרה-לארץ של כספים, שהועברו ב-2002 לפיקדונות בבנקים זרים, על רקע השיפור במצב המשק והמערכת הפיננסית, ולא עוד אלא שבמקביל נמשכה העלייה בערכם של הנכסים האחרים בחו"ל – מניות ואג"ח של חברות זרות והלוואות לתושבי חוץ.

נספח III-ד': האשראי במשק והנכסים הפיננסיים של הציבור הגדרות ונתונים

סך האשראי במשק, המפורט בלוח נ' III-ד'-1, כולל את כל סוגי האשראי שמקבלים המגזר העסקי (החברות הרשומות בישראל, למעט הבנקים והמשקיעים המוסדיים), משקי הבית (יחידים תושבי ישראל) והממשלה, מכל סוגי המלווים. סוגי האשראי הם: הלוואות, משכנתאות (לרבות אשראי מפיקדונות מיועדים באחריות המפקיד), אג"ח סחירות ואג"ח לא-סחירות. סוגי המלווים הם: המגזר הפיננסי – המורכב ממערכת הבנקאות (הבנקים המסחריים ולמשכנתאות והחברות לכרטיסי אשראי), קרנות הפנסיה, קופות הגמל, חברות הביטוח ותושבי חוץ (בנקים זרים ואחרים). סך האשראי במשק כולל גם החזקות ישירות של חברות ויחידים באג"ח ממשלתיות הנסחרות בארץ ובחו"ל (בעיקר באמצעות קרנות נאמנות ומנהלי תיקים), אך אינו כולל אשראי ממשקי הבית למגזר העסקי ואשראי בין חברות.

43 ברור שגם השקעה בנכסים בחו"ל, כמו בנכסים בארץ, כרוכה בסיכוני שוק ואשראי, שניהולם מחייב למידה וזהירות.

תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור, המפורט בלוח נ' III-ד' 2, כולל פיקדונות, חסכונות, עתודות וחכיות צבורות של המגזר העסקי ומשקי הבית, המוחזקים במגזר הפיננסי, החזקות של חברות ויחידים תושבי ישראל באג"ח ממשלתיות הנסחרות בארץ ובחו"ל, וכן החזקות במניות ובמכשירי חוב זרים, כלומר מניות ואג"ח שהונפקו על ידי חברות הרשומות בחו"ל, פיקדונות בבנקים זרים והלוואות לתושבי חוץ. נתוני תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור מציגים את מאזן הנכסים המאוחד של המגזר העסקי ומשקי הבית מול מגזרים אחרים, ואינם כוללים נכסים ביניהם, כגון מניות ואג"ח שהנפיקו חברות ישראליות בארץ ובחו"ל, המוחזקות בידי חברות ישראליות ויחידים בישראל. בהעדר נתונים מספקים, לא ניתן להפריד בין נכסי המגזר העסקי לנכסי משקי הבית. המיון הראשי של נתוני תיק הנכסים הוא לפי המגזר הנגדי, כלומר המגזר בעל ההתחייבות של כל נכס שבידי הציבור. ההחזקות של קרנות נאמנות בנכסים פיננסיים מוינו לפי סוגיהם כהחזקות ישירות של הציבור⁴⁴. בתיק הנכסים לא נכלל רכוש קבוע ונדל"ן.

יש לציין שכל הנתונים כוללים נכסים/התחייבויות במט"ח ובשקלים יחד. משמע שהנכסים/ההתחייבויות מול תושבי חוץ אינם כל הנכסים/ההתחייבויות במט"ח של הציבור, שכן מתנהלת פעילות רחבה של הציבור במט"ח מול המגזר הפיננסי. עוד נדגיש, כי החזקות במניות ואג"ח שהנפיקו חברות הרשומות בישראל בבורסות בחו"ל וכן אג"ח שהנפיקה הממשלה בחו"ל אינן נכללות בפעילות מול תושבי חוץ, אלא בפעילות מול המגזר העסקי והממשלה (בהתאמה).

הנתונים מוצגים בשקלים ומותאמים למדד המחירים לצרכן (מחירי דצמבר 2003). השינויים ביתרות הנכסים וההתחייבויות הפיננסיים מושפעים משינויים בכמויות ובמחירים של המכשירים הפיננסיים הסחירים, לרבות בשער החליפין (יחסית למדד המחירים לצרכן). בניתוח ההתפתחויות בהרכב האשראי ותיק הנכסים 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 אלה): כך, למשל, עליית משקלו של נכס בתיק במשך שנה מבטאת החלטה של בעל התיק להגדיל את משקלו, גם אם זה היה גדל באותו שיעור עקב עליית מחירו בלבד, ללא שום פעולה של בעל התיק (כי אחרת הוא היה מונע גידול זה על ידי מכירה מאותו נכס).

44 ההחזקות בקרנות הנאמנות לא מוינו כהחזקות של הציבור במגזר הפיננסי, משום שהקרנות דומות לחברות ניהול תיקים, המשקיעות בניירות ערך לפי הנחיות המשקיע, יותר מאשר למתווך פיננסי, המחליט בעצמו על הרכב נכסיו; החזקות אלו לא מוינו כניירות ערך, משום שכל אחת מהקרנות משקיעה במיקבץ של נכסים פיננסיים שונים מול מגזרים שונים.

לוח נ-III-1
התפלגות יתרות האשראי במשק לפני סוגי המלווים, הלווים והאשראי, עד 2003
(מיליארדי ש"ח, מחזורי דצמבר 2003)

המלווה		המבקרים המסודרים, המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבקרים למעשה		המבקרים למעשה והמבק	
--------	--	--	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	------------------------------	--	---------------------	--

(1) כולל אשראי פטון שלא באחריות הבנקים.
רמגור: הממונה על שוק החוץ, רמגור תפסיר, רמגור תפסיר, רמגור תפסיר, רמגור תפסיר, רמגור תפסיר.

לוח נ' III-ד'-2

אומדן התפלגות הנכסים של הציבור, לפי מגזרים ולפי סוגי נכסים, 1999 עד 2003

(מיליארדי ש"ח, מחירי דצמבר 2003)

2003	2002	2001	2000	1999	
					במגזר הפיננסי
					פיקדונות, חסכונות ועתודות ב:
457	449	459	438	414	בנקים
189	163	179	171	164	קופות גמל
140	132	127	119	113	קרנות פנסיה
134	119	115	105	98	חברות ביטוח
920	863	880	833	788	סך הכול
					במגזר הציבורי
70	51	53	40	44	הממשלה
0	0	0	0	0	אג"ח סחירות בארץ
70	51	53	40	44	אג"ח סחירות בחו"ל
13	13	13	11	11	סך הכול
49	39	25	21	15	מזומן
63	52	38	32	26	מק"ם
133	103	92	72	69	סך הכול
					בנק ישראל
50	55	46	31	26	מול תושבי חוץ
29	27	14	7	3	פיקדונות בבנקים זרים
59	57	55	53	48	אג"ח של חברות זרות
31	27	26	30	18	הלוואות לתושבי חוץ
169	165	142	121	95	מניות של חברות זרות
1,222	1,131	1,113	1,026	952	סך הכול
					סך כל נכסי הציבור

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