

פרק ד'

המערכת הפיננסית

- ◆ ב-2007 נמשכו ההתפתחויות החיוביות בשווקים הפיננסיים, ויציבות המערכת הפיננסית נשמרה¹. המשבר הפיננסי העולמי, שטלטל את המערכת הפיננסית במדינות המפותחות במחצית השנייה של השנה, השפיע על ישראל, עד סוף 2007, במידה מתונה בלבד. השלכותיו הישירות התבטאו בעיקר בעלייה של התנודתיות ומירווחי הסיכון בשווקים הפיננסיים ובעצירת מגמת העליות של מחירי הנכסים, שאפיינה את השנים האחרונות.
- ◆ עמידותה של המערכת הפיננסית - יכולתה לספוג זעזועים - גדלה ב-2007. השיפור התבטא בירידת סיכוני האשראי בבנקים, תוך שמירה על רמת הלימות ההון בהם ועל יחסי ההון בחברות הביטוח. כן נמשכו עליית הניילות בשווקים הפיננסיים וגידול הפיזור של סיכוני האשראי במשק. עם זאת נראה כי המוסדות הפיננסיים לא ניצלו השנה את הרווחיות הגבוהה כדי לחזק את יחסי ההון שלהם.
- ◆ הרפורמות המבניות שיושמו בשנים האחרונות תרמו לשכלולה של המערכת הפיננסית: גם השנה ירד חלקם של הבנקים במימון המגזר העסקי, התרחבו שוק אג"ח החברות ושוק תעודות הסל, גברה התחרות על ניהול חסכונות הציבור, והחל להתפתח ענף ייעוץ פנסיוני בבנקים.
- ◆ במבט קדימה - גדל הסיכון של זעזועים במערכת הפיננסית, בגלל אפשרות של האטת קצב הצמיחה ועלייה נוספת במירווחי הסיכון, כתוצאה מהתרחבות המשבר העולמי, וכן כתוצאה מהתרחבותו המואצת של האשראי מהגופים המוסדיים, שהניסיון שלהם בניטור סיכוני אשראי ורמת הפיקוח עליהם עדיין נמוכים מאלה של הבנקים.
- ◆ הצעדים שיוזמו השנה רשויות הפיקוח בתחומים של ניהול הסיכונים והלימות ההון תורמים להפחתת פגיעותה של המערכת הפיננסית. אולם לנוכח הסיכונים הקיימים נדרשת עדיין העמקה של האכיפה והבקרה על ניהול הסיכונים והחשיפות בפועל במוסדות הפיננסיים, בעיקר בחברות הביטוח, וכן נדרשת היערכות משותפת של רשויות הפיקוח לטיפול במשברים פיננסיים.

¹ המידע על מערכת הבנקאות וחברות הביטוח במסמך זה מתבסס על נתונים מצטברים לשלושת הרבעים הראשונים של 2007 בלבד.

1. ההתפתחויות העיקריות

המערכת הפיננסית התאפיינה בשנת 2007 כולה בהתפתחויות חיוביות, אולם ניכר הבדל מהותי בין שתי המחציות של השנה: במחצית הראשונה נמשכו בשווקים הפיננסיים המקומיים המגמות החיוביות שאפיינו את השנים האחרונות, ואילו במחצית השנייה נבלמו עליות השערים, והתנודתיות בשווקים גברה; זאת בהשפעת משבר עולמי, שהחל בשוק המשכנתאות מסוג "סאב-פריים" בארה"ב, טלטל את המערכת הפיננסית במדינות המפותחות, ועוצמתו בפרספקטיבה של השנים האחרונות הייתה חריפה (להלן: המשבר העולמי).

בשנת 2007 כולה מחיריהן של המניות ואגרות החוב בישראל ושערו של השקל ביחס לדולר הוסיפו ועלו, בהמשך למגמתם בשנים האחרונות, נמשכה העלייה בנזילות ובמחזורי המסחר בשווקים הפיננסיים, פרמיית סיכון האשראי של המשק נותרה ברמה נמוכה היסטורית, גיוסי ההון של המגזר העסקי במניות ובאגרות חוב הגיעו לשיא של השנים האחרונות, ורווחיות הבנקים והמשקיעים המוסדיים נותרה גבוהה. יחד עם זאת ניכרה השנה עלייה של התנודתיות בשווקים הפיננסיים ובשוק המט"ח, וסיכוני האשראי גדלו (לוח ד'-1).

המשך ההתפתחויות החיוביות במערכת הפיננסית בישראל במהלך השנה כולה הוא פועל יוצא של התנאים המקרו-כלכליים החיוביים ששררו במשק בשנים האחרונות ושל ציפיות להתמדתם. עם הגורמים החשובים נמנים הצמיחה המהירה, השיפור באיתנותו הפיננסית של המגזר העסקי וכן גורמים בסיסיים של המשך יישום הרפורמות המבניות והמדיניות המקרו-כלכלית האחראית. גורמים אלו תורמים להעמקת השווקים הפיננסיים ושכלולם, מקטינים את אי-הוודאות במערכת הפיננסית ומשפרים לאורך זמן את הקצאת המקורות במשק באמצעות ירידת הריבית הריאלית, מירוחי הסיכון ומחיר ההון של הפירמות. גם רמת החיסכון וההשקעה הגבוהות יחסית והעודף בחשבון השוטף יוצרים סביבה נוחה להמשך התפתחותה של המערכת הפיננסית. השיפור בסביבה הכלכלית המקומית ובחוסנו הפיננסי של המשק בשנת 2007 באו לידי ביטוי גם בהמשך זרם ההשקעות הישירות של זרים בחברות ישראליות בהיקפים גדולים, בהחלטת ארגון OECD לצרף את ישראל כמועמדת לשורותיו ובהעלאת דירוג האשראי של ישראל על ידי סוכנות הדירוג S&P בנובמבר.

הסביבה הגלובלית שבה פועלת המערכת הפיננסית של ישראל השתנתה משמעותית מאמצע יולי 2007, כתוצאה מהמשבר העולמי, אשר השפיע בעוצמה חריפה על שווקים ומוסדות פיננסיים בארה"ב ובאירופה. כתוצאה מהמשבר עלו מירוחי הסיכון על כל הנכסים הפיננסיים במדינות המפותחות, נוצרה מצוקת נזילות קשה במערכת הפיננסית הגלובלית, מוסדות פיננסיים גדולים בעולם נפגעו, והואט קצב הצמיחה של הפעילות הריאלית בעולם, בעיקר במשק האמריקאי. (ראו תיבה ד'-1). הטלטלה במערכת הפיננסית הגלובלית לא פסחה גם על המשק הישראלי, והתבטאה ב-2007 בעיקר בעליית התנודתיות ומירוחי הסיכון בשווקים הפיננסיים ובעצירת מגמת העליות במחירי הנכסים, שאפיינה את השווקים בשנים האחרונות. ואולם, עוצמת התגובה בישראל על המשבר הייתה, עד סוף 2007, מתונה בהשוואה למדינות מפותחות רבות, ותאמה את עוצמת התגובה בשווקים מתעוררים אחרים בעלי נתוני מקרו חזקים. (ראו סעיף 2 להלן).

מתינותה היחסית של השפעת המשבר על תפקוד השווקים המקומיים והמשך השיפור בעמידותם של המוסדות הפיננסיים בישראל על אף המשבר מוסברים במידת החשיפה

בשנת 2007 כולה נמשכו ההתפתחויות החיוביות במערכת הפיננסית, אולם ניכר הבדל מהותי בין שתי המחציות של השנה.

ההתפתחויות החיוביות במערכת הפיננסית הן פועל יוצא של התנאים המקרו-כלכליים החיוביים ששררו במשק בשנים האחרונות ושל ציפיות להתמדתם.

הסביבה הגלובלית שבה פועלת המערכת הפיננסית השתנתה משמעותית מאמצע יולי, כתוצאה מהמשבר הפיננסי העולמי.

לוח ד'-1

אינדיקטורים עיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל, 2001 עד 2007
(אחוזים)

2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
							א. הסביבה העולמית
4.9	5.4	4.8	5.3	4.0	3.1	2.5	שיעור הצמיחה של התמ"ג העולמי ¹
6.9	9.1	7.5	10.6	5.4	3.5	0.2	שיעור הגידול של הסחר העולמי ¹
1.9	2.0	3.2	4.4	5.6	7.7	8.4	המירווח על אג"ח של המשקים המתעוררים EMBI
							ב. הסביבה המקומית
							איתנות המגזר העסקי (החברות הבורסאיות)²
59.5	59.9	59.9	60.7	61.7	64.5	61.4	המינוף הפיננסי (יחס החוב למאזן, סוף שנה)
14.9	13.7	17.0	11.6	5.1	-3.2	-8.7	התשואה להון
78.5	68.9	70.3	77.0	103.4	134.5	162.5	נטל החוב (יחס פירעונות הקרן והריבית לרווח התפעולי)
							איתנות משקי הבית²
55.9	56.2	58.1	59.3	60.4	64.8	60.7	נטל האשראי (יחס האשראי להכנסה הפנויה)
							החוסן הפיננסי של המשק (סוף שנה)
0.32	0.22	0.30	0.41	0.60	1.90		פרמיית הסיכון של ישראל (מירווח ה-CDS)
-23	-22.7	-17.3	-9.6	-5.8	-2.4	0.5	יחס החוב החיצוני נטו לתמ"ג ²
78.9	86.7	95.9	99.9	101.7	99.8	91.9	יחס החוב הממשלתי לתמ"ג ²
							ג. ערכם של הנכסים הפיננסיים
							מדדי סיכון (ממוצע שנתי)
3.7	2.0	1.1	1.9	14.5	17.2	---	ההסתברות לפיחות חריג
							סטיית התקן של השינויים:
9.3	7.3	6.3	6.2	10.4	11.9	---	בשער החליפין (הגלומה)
14.1	13.0	12.9	12.6	16.6	15.8	17.0	במדד המניות הכללי
2.0	1.2	1.5	1.5	3.3	6.0	2.1	באג"ח הלא-צמודות
							מחירים ותשואות (במונחים שנתיים)
-9.0	-8.2	6.8	-1.6	-7.6	7.3	19.3	שיעור הפיחות של השקל מול הדולר
23.3	5.4	33.2	17.4	55.7	-20.2	-6.9	שיעור העלייה של מדד המניות הכללי
5.2	6.0	5.6	6.6	8.4	9.0	6.9	התשואה לפדיון על ה"שחר" ל-5 שנים (ממוצע)
							ד. עמידות המערכת הפיננסית
							מערכת הבנקאות²
11.1	10.8	10.7	10.8	10.3	9.9	9.4	יחס ההון לרכיבי הסיכון
82.4	81.3	83.2	85.1	90.5	96.1	91.9	יחס סיכון האשראי המאזני לתוצר
7.4	8.4	9.5	10.5	10.5	9.9	8.2	יחס האשראי הבעייתי לסך האשראי

לוח ד'-1 (המשך)
אינדיקטורים עיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל, 2001 עד 2007
 (אחוזים)

2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
							חברות הביטוח²
5.6	5.5	5.4	5.8	5.4	4.9	4.5	יחס ההון הראשוני לנכסים ³
46.9	41.6	35.3	25.4	21.9	17.5	15.9	משקל נכסי הסיכון ³ בסך הנכסים
							קופות גמל²
56.8	52.3	50.1	47.4	45.0	44.2	40.6	משקל החשבונות הנזילים בסך ההתחייבויות
18.2	22.6	23.6	13.2	10.9	7.7	8.1	יחס הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות
26.0	34.1	39.7	43.6	45.7	46.6	51.8	משקל הקופות בשוק האג"ח הממשלתיות הצמודות
68.0	58.6	49.9	39.6	35.6	29.2	30.0	משקל נכסי הסיכון בסך הנכסים
							נזילות השווקים
41.7	27.1	35.6	9.0	-4.8	31.2	21.6	השינוי במחזור המסחר היומי הכולל בשווקים
0.08	0.08	0.08	0.10	0.15	0.11	0.07	מירווח ה-bid-ask בשוק שקל-מט"ח
							ה. מאפייני הפעילות הפיננסית²
147.6	136.9	135.9	131.0	131.5	139.2	129.9	יחס סך האשראי לתוצר המגזר העסקי
21.1	24.7	30.6	26.3	9.9	10.7	8.4	שיעור הגידול של האשראי החוץ-בנקאי למגזר העסקי
							משקל הפיקדונות בבנקים והחסכונות בקופות הגמל
34.8	40.0	43.4	45.8	48.8	50.9	54.0	שבבעלותם בסך נכסי המגזר הפרטי

(1) הנתון לשנת 2007 הוא אומדן שנתי.

(2) נתונים לתשעת החודשים הראשונים של 2007.

(3) לרבות נכסים כנגד תוכניות משתתפות ברווחים, שהסיכון בהן חל על העמית ולא על חברת הביטוח.

המוגבלת של המוסדות הפיננסיים בישראל לשוק ה"סאב פריים" ולנכסים אחרים מגובי משכנתאות, במיעוט ההסתמכות של שוק המשכנתאות בישראל על גיוס הון באמצעות איגרות חוב, ובהיקפה הנמוך של הישענות מערכת הבנקאות המקומית על קווי אשראי מחו"ל. גם היעדרם של שוקי כספים ואיגוח מפותחים בישראל מנע את גלישתו של המשבר הגלובלי אליה, אף כי חסרונם פוגם בשכלולה של המערכת הפיננסית ובפיזור הסיכונים בה².

² הניסיון העולמי מלמד שמכשירים אלה תורמים משמעותית לפיתוחם של השווקים הפיננסיים. עם זאת, בהסדרתם בישראל יש ליישם את לקחי המשבר - בעיקר להגביר את השקיפות לגבי הסיכונים הגלומים בהם ולפתח עבורם שוק משני נזיל. (לפירוט ראו תיבה 2.)

תיבה ד'-1: המשבר הפיננסי העולמי והשלכותיו על המערכת הפיננסית הגלובלית

לאחר מספר שנים של שיפור יוצא דופן ביציבות של המערכת הפיננסית העולמית, פרץ ביולי 2007 משבר עולמי, שהחל בשוק המשכנתאות מסוג "סאב-פריים" בארה"ב והשפיע בעוצמה רבה על השווקים והמוסדות במערכות הפיננסיות של המדינות המפותחות. המשבר היה צפוי, אף כי עיתויו ועוצמתו הפתיעו, ובנקים מרכזיים ומוסדות פיננסיים בין-לאומיים התריעו מפניו, אך לא עשו די כדי למנוע אותו. (ראו סעיף 2.ב.) אף שעבר זמן מאז פרץ המשבר, תהליך ההתאמה עדיין נמשך, ויעבור זמן רב עד שיתבררו מלוא ממדיו והשלכותיו על המערכת הפיננסית ועל המשך הצמיחה הכלכלית בעולם.

א. שוק ה"סאב-פריים" בארצות הברית

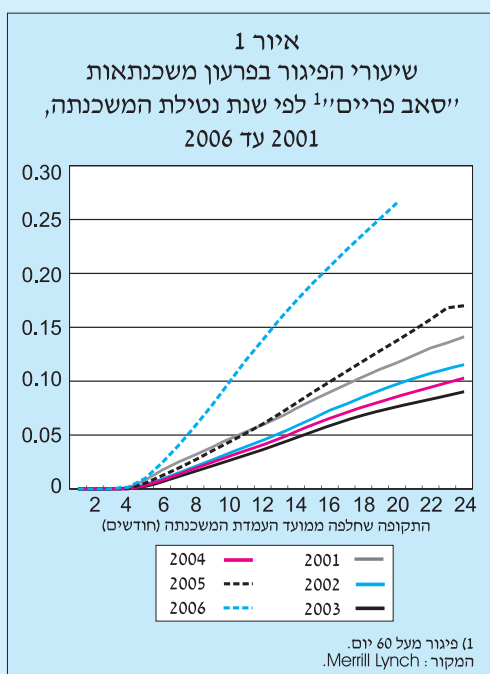
שוק המשכנתאות בארה"ב מפותח מאוד, ומרבית עלות הרכישה של בתי מגורים בארה"ב ממומנת במשכנתה. משכנתה הניתנת בריבית השוק ללווה בעל נתוני איכות אשראי סבירים מסווגת כ"פריים", ואילו משכנתה הניתנת בריבית גבוהה יותר ללווה שנתוניו נחותים מהמקובל מסווגת כ"סאב-פריים". פעילות רכישת הדירות באמצעות משכנתאות ה"סאב-פריים" התרחבה מאוד, משום שבמשך שנים ארוכות מחירי הדירות רק הלכו ועלו; בשוק עולה ערך הבטוחה להחזרת החוב (הדירה) עולה, היחס בין ערך החוב לערך הנכס שכנגדו ניתנה ההלוואה הולך ומשתפר, וכך גם הלוואה ללקוח בעל נתוני אשראי נחותים עשויה להפוך לפחות מסוכנת. כ-75 אחוזים מהמשכנתאות לדיור בארה"ב ממומנות באמצעות גיוס מקורות בשוק ההון על ידי איגוד משכנתאות (pooling)¹ ואיגודן. איגוד ואיגוד של משכנתאות - שיטה הנקוטה בארה"ב (ובמדינות אחרות) זה עשרות שנים - מרחיבים את מקורות המימון לבתי מגורים בבעלות מעבר למה שמערכת הבנקאות לבדה הייתה מסוגלת לספק, שכן הם מאפשרים לבנק למכור את המשכנתאות בשוק למשקיעים אחרים, ובכך לפנות מקורות למתן הלוואות נוספות, וכן להשתמש בשוק ההון כמקור למימון משכנתאות חדשות. היקף שוק איגוד משכנתאות ה"סאב-פריים" בארה"ב נאמד בסוף 2006 בכ-0.7 טריליון דולרים, והיווה כ-7 אחוזים מסך השוק העולמי של אג"ח המגובות בנכסים.

נתונים על שוק משכנתאות "סאב-פריים" מלפני שנת 2006 הצביעו בדרך כלל על שיעורים גבוהים יחסית של החזר ההלוואות. כדי לנצל עובדה זו ולאפשר את מימון משכנתאות ה"סאב-פריים" בריבית נמוכה ככל האפשר, ניתנה לחלק מניירות הערך המונפקים עדיפות בקבלת החזרי הקרן, ומשום כך הם זכו לדירוג אשראי גבוה ונשאו ריבית נמוכה מהממוצע של האגד (pool). לעומת זאת, ניירות הערך הנחותים ביותר בהנפקה, ששיעורם בה הסתכם באחוזים ספורים, קיבלו דירוגים ברמה "ספקולטיבית" ונשאו שיעורי ריבית גבוהים במיוחד.

¹ pooling - צירוף של מספר משכנתאות המשמשות כגיבוי להנפקה של נייר ערך; כל משקיע בנייר הערך מקבל את חלקו בתשלומי הקרן והריבית על המשכנתאות המאוגדות ב-pool.

כיוון שהיה קושי לשווק את ניירות הערך בעלי הדירוג הנמוך, ביצעו החתמים איגוד של ניירות אלו בהנפקות נפרדות, הנקראות CDO². איגוד ההלוואות איפשר פיזור טוב יותר של הסיכון לפשיטת רגל של הלווים, בגלל המיתאם הנמוך בין ההלוואות הבודדות המגבות את ה-CDO. גם כאן, חלק הארי של הנפקת ה-CDO זכה לפעמים בדירוג גבוה, עקב היותו בכיר בתוך ה-CDO, אף שגיבוי ה-CDO כולו היה מורכב כאמור מ"האחרונים בתור" לקבלת החוזי הקרן ממשכנתאות ה"סאב-פריים". חלק מהניירות בהנפקות ה-CDO נרכשו בידי חברות ייעודיות³ שהקימו החתמים (בדרך כלל בנקים וחברות השקעה). חברות אלה מימנו את רכישת הניירות על ידי הנפקה נוספת של ניירות ערך מסחריים קצרי טווח, שהובטחה לעיתים בערבות הבעלים. בשל ערבות זו סיכון האשראי לא יצא באופן מוחלט ממאזני הבנקים על אף האיגוח ומכירת ההלוואות, וחלק ממנו חזר למאזניהם עם פרוץ המשבר, כפי שיתואר בהמשך.

ב. הרקע להתפרצות המשבר והגורמים לו



בשנים האחרונות גדל במידה ניכרת נפח ההנפקות המגובות במשכנתאות "סאב-פריים" - מ-160 מיליארדי דולרים ב-2001 לכ-600 מיליארדים לשנה ב-2005 וב-2006. במקביל לעליית הביקוש לניירות ערך מסוג זה, הוגמשו התנאים לקבלת משכנתה "סאב-פריים", עד כדי כך שלווים יכלו לקבל הלוואה בלי להציג אסמכתות לכושר הפירעון שלהם.

האצה זו בקצב הגידול של ההנפקות קשורה לצמיחה המהירה והמתמשכת של השווקים הגלובליים ולשיעורי הריבית הנמוכים ששררו בשנים האחרונות, אשר הגדילו את הנטייה של המשקיעים ליטול סיכונים והניעו אותם לתור אחר

תשואה עודפת. תנאים אלו הביאו גם לרפיון במדיניות מתן האשראי של הבנקים, בעיקר בתחום ההלוואות לדירור. כתוצאה מהתפתחויות אלו ירדו פרמיות הסיכון על הנכסים בשווקים הפיננסיים, והגיעו לרמות נמוכות, שלא נודעו כמותן בעבר.

² Collateralized Debt Obligation.

³ הנקראות SIV (Structured Investment Vehicle) או Conduit. החברות מהסוג הראשון בדרך כלל חשופות יותר מהחברות מהסוג השני לנכסים המגובים במשכנתאות "סאב-פריים", ואין להן הסדרים להבטחת נזילות מחברות האם שלהן.

גידול היצע ההלוואות לדיור גם תמך בעליית מחירי הנדל"ן, וזו עודדה את המשך ההרחבה של היצע ההלוואות ואת הביקוש להן.

גם למודל העסקי שעליו התבססו הבנקים והמוסדות הפיננסיים היה תפקיד חשוב בהאצת קצב ההנפקות. המודל התאפיין בשרשרת ארוכה של שחקנים, המתחילה במוסד המלווה שמייצר את האשראי ונמשכת במוסדות אחרים שאורזים את האשראי, מאגחים אותו ומפיצים אותו למשקיעים. השימוש במודל איפשר למוסדות הפיננסיים מתחום ה"סאב-פריים" להגדיל את נפח פעילותם ואת הכנסותיהם בלי להחזיק בסיכון האשראי שהם יצרו, הקטין את התמריץ של המלווים לנטר כראוי את כושר ההחזר של הלווים והגדיל את היצע ההלוואות ללווים חסרי כושר החזר.⁴

אכן, מתחילת 2005 הואץ שיעור החייבים שלא עמדו בהתחייבויותיהם בתשלומי הקרן והריבית, ולקראת סוף 2006 התברר כי מוסר התשלומים של משכנתאות שניתנו ב-2006 נחות בהרבה מזה של משכנתאות שניתנו בשנים קודמות (איור 1). התהליך החריף בגלל העלייה ההדרגתית והרצופה של שיעורי הריבית במשק האמריקאי ובגלל ירידה של מחירי הנדל"ן בארה"ב מאמצע 2006, לאחר עלייה ממושכת בעשור האחרון. למגמות אלו הייתה השפעה גדולה במיוחד על הלווים בשוק ה"סאב-פריים". המשכנתה שנטלו הייתה בדרך כלל בריבית משתנה עם תשלומי קרן וריבית נמוכים יותר בתחילת תקופת ההלוואה - מאפיינים שהגדילו את האטרקטיביות של ההלוואות בעת נטילתן, אך הקשו על הלווים לעמוד בהתחייבויותיהם.

על רקע זה, בחודשים הראשונים של 2007, חברות רבות שעסקו במתן הלוואות "סאב-פריים", גם מהגדולות שבהן, פשטו את הרגל, התמזגו בתנאים נחותים, או הפסיקו לעסוק בתחום. עם זאת, השפעת המשבר על שוקי החוב וההון האחרים הייתה עד אז מוגבלת.

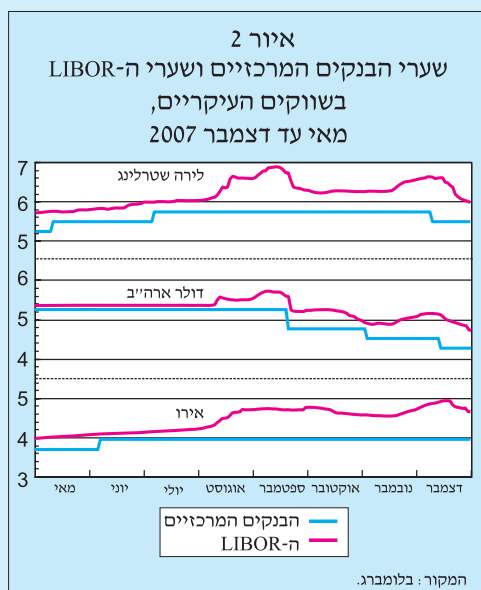
ג. התפשטות המשבר למגזרים ושוקים נוספים בעולם

הבעיות שמקורן במגזר ה"סאב-פריים" התפשטו במהירות במהלך הקיץ לשווקים אחרים בארה"ב ובאירופה.⁵ לקראת סוף יוני נקלעו לקשיים מספר קרנות בניהולם של מוסדות פיננסיים ידועי שם בארה"ב ובאירופה. הידיעות על הפסדים של בנקים אירופיים תרמו לתחושה כללית כי חשיפה לנכסי "סאב-פריים" יכולה להיות בכל מקום. על רקע אווירת אי-הוודאות הזאת, הייתה, החל באוגוסט, "בריחה לאיכות", שהתבטאה, בין היתר, בירידה חדה של התשואות על אג"ח ממשלתיות לטווח קצר ובהפרת הקשר המסורתי שבין שיעורי הריבית נטולת הסיכון של הבנקים המרכזיים לבין הריביות על פיקדונות בין-בנקאיים (איור 2).

לתפקודן של חברות דירוג האשראי בשוק ה"סאב-פריים" הייתה השפעה על העצמת התפשטותו של המשבר. כיוון שהמכשירים בשוק ה"סאב-פריים" הם מורכבים ולא נזילים, קביעת ערכם והערכת הסיכון שבהם התבססו בעיקר

⁴ על מודל זה (Originate and Distribute Model) ותפקידו בהתפתחות המשבר ראו למשל ברוך היציבות הפיננסית של הבנק המרכזי של אנגליה, מס' 22, אוקטובר 2007.

⁵ אף ששוק ה"סאב-פריים" הוא קטן יחסית והייתה בסוף 2006 כ-10 אחוזים בלבד מסך כל השוק העולמי של ניירות הערך המגובים במשכנתאות.



על שימוש במודלים סטטיסטיים, שחברות הדירוג התמחו בהם. אלו כנראה התמהמהו בעדכון הדירוגים בהתאם להתפתחויות בשווקים, ולכן נאלצו בסופו של דבר לבצע עדכונים חדים. התנהגות זו, בשילוב עם הישענות יתר של המשקיעים על הערכת הסיכונים של חברות הדירוג, השתקפה בתגובתם הקיצונית של המשקיעים לאחר שחברות הדירוג הורידו ביולי ובאוגוסט את דירוג האשראי של מיגוון נכסים רחב. הפחתות הדירוג האיצו, כאמור, את ירידת המחירים והעמיקו את המשבר.

במחצית השנייה של השנה עלתה

פרמיית הסיכון בשווקים הגלובליים עלייה חדה, ונכונות הפעילים להשקיע בנכסים מסוכנים כניירות ערך מסחריים החשופים לשוק ה"סאב-פריים" ירדה דרמטית; הדבר התבטא בירידה חדה של שווי הנכסים ושל היכולת לגייס הון או למחזר ניירות שהגיעו לפירעון. במקביל נאלצו בנקים לקנות נכסים מגופים שבבעלותם, שלא יכלו להמשיך לממן את עצמם על ידי הנפקת ניירות ערך חדשים, וסיכון האשראי של שוק ה"סאב-פריים" חזר למאזני הבנקים.

העלייה בשנאת הסיכון התבטאה גם בהתרחבות ניכרת של מירווחי התשואה בשוקי איגרות החוב שאין להם קשר ישיר עם המגזר הפיננסי, כגון אלה של חברות לא-פיננסיות ושל משקים מתעוררים. כן סבלו שוקי המניות העיקריים בחודשים יולי-אוגוסט מירידות חדות - היפוך של מגמות העלייה הממושכות שאפיינו אותם קודם לכן.

השילוב של הירידה בנכונותם של בנקים להלוות זה לזה בשוק הבין-בנקאי והירידה החדה בהיקף המקורות הנזילים הניע בנקים מרכזיים של מדינות מתועשות עיקריות להזרים נזילות לשוקי הכספים ולהפחית את הריבית המוניטרית שלהם, כדי להחזיר את השווקים לתפקוד תקין ולמזער את השפעות המשבר על הפעילות הריאלית, לפעמים בסתירה למדיניות הנדרשת לשם השגת יעד האינפלציה. בלט בעיקר הבנק המרכזי של ארה"ב, שהוריד את הריבית מאז פרוץ המשבר ב-225 נקודות בסיס (עד פברואר 2008). למרות צעדים אלה המירווח בין שערי בנקים מרכזיים לשערי ה-LIBOR חזר והתרחב ברביע האחרון של השנה (איור 2).

בחודש ספטמבר, בגלל בעיית נזילות, נאלץ הבנק הבריטי Northern Rock לפנות לבנק המרכזי של אנגליה לשם קבלת הלוואת נזילות חירום, ורק התערבות ממשלת בריטניה והודעה על מתן ערבות ממשלתית גורפת לפיקדונות הבנק החזירה לבנק את אמון לקוחותיו.

ברביע הרביעי נמשכו דיווחים על הפסדים של בנקים ושל חברות מהגדולות ביותר בשוק מכשירי החוב העולמי⁶ בגלל חשיפות למכשירי "סאב-פריים", ומצוקת הנזילות בשווקים נמשכה. בהדרגה התגברו ההערכות כי למשבר הפיננסי תהיינה השלכות משמעותיות גם על הפעילות הריאלית במשק הגלובלי, ובעיקר במשק האמריקאי, ותחזיות הצמיחה העולמית לרביע הרביעי של השנה ול-2008 עודכנו כלפי מטה.

⁶ עם החברות האלו נמנו בין היתר Citigroup ו-Merril Lynch והבנקים HSBC ו-UBS. לשם המחשה לגבי גודל ההפסד הפוטנציאלי לבנקים ולמחזיקים אחרים במכשירים המגובים במשכנתאות מסוג "סאב-פריים" - ראו Global Financial Stability Report, IMF, אוקטובר 2007, עמ' 10-13.

הרפורמות המבניות הרבות שיושמו בשנים האחרונות תרמו להמשך פיתוחה של המערכת הפיננסית.

הרפורמות המבניות הרבות שיושמו בשנים האחרונות במערכת הפיננסית - וביניהן רפורמת בכר, הרפורמה בפנסיה, הרפורמה במס, ולאחרונה גם רפורמת עושי השוק והשקת מערכת התשלומים זה"ב - תרמו לפיתוח השווקים הפיננסיים ולהאצת התפתחותם של מכשירים פיננסיים מתוחכמים, אשר הגדילו את הנזילות והסחירות בשווקים. כתוצאה מהרפורמות הפסיקו הבנקים להיות ספקי האשראי הכמעט בלעדיים למגזר העסקי, והתפתח שוק אשראי חוץ-בנקאי משמעותי, המספק כמעט 50 אחוזים מיתרת האשראי למגזר זה. התפתחות חלופה משמעותית לאשראי הבנקאי מגדילה את התחרותיות בתחום האשראי ואת פיזור סיכוני האשראי במשק, תוך העברת חלק מהסיכון מהבנקים למשקי הבית (באמצעות הגופים המוסדיים). הרפורמות תרמו גם להרחבת הפיזור של תיק נכסי הציבור בארץ ובחו"ל - תוך הגדלת משקל הנכסים הסחירים בתיק והגברת מעורבותם של משקיעים זרים בשווקים המקומיים.

ב-2007 הושלם כמעט לחלוטין הביזור של המערכת הפיננסית על פי חקיקת בכר.

ב-2007 הושלם כמעט לחלוטין הביזור של המערכת הפיננסית על פי חקיקת בכר - עם הוצאת קרנות הנאמנות וקופות הגמל משליטת הבנקים והעברת ניהול חסכונות הציבור לחברות ביטוח וברוקרים פרטיים. כתוצאה ממהלך זה גברה התחרות על ניהול חסכונות הציבור, ונסללה גם הדרך להתפתחותו של ענף ייעוץ בבנקים, שיהיה חף מניגודי עניינים ונגיש לציבור החוסכים.

שינויי חקיקה חדשים שיושמו בראשית 2008 צפויים לחולל שינוי משמעותי בשוק החיסכון לטווח ארוך.

שוק החיסכון הפנסיוני צפוי להתפתח משמעותית הודות לשינויי ההסדרה ורפורמות נוספות, שייכנסו לתוקף ב-2008; אלה השוו את תנאי החיסכון בכל אפיקי החיסכון לטווח ארוך, ויאפשרו בהדרגה גם לבנקים לעסוק בייעוץ פנסיוני. השינויים החדשים יפעלו בסופו של דבר ליצירת מבנה של שוק לחיסכון פנסיוני תחרותי יותר ונגיש לציבור, שיהיה מורכב ממיגוון רחב יחסית של גופים מוסדיים המציעים סל של מוצרים תחליפיים, פועלים בכפופות לכללי רגולציה אחידים, ומאפשרים ניידות בין כל אפיקי החיסכון.

ביזור המבנה של המערכת הפיננסית, וההיקף העצום של הרפורמות יצרו סיכונים חדשים במערכת הפיננסית, המחייבים תשומת לב.

ביזור המבנה של המערכת הפיננסית, שהיה מהיר מהצפוי, בשילוב עם ההיקף העצום של שינויים רגולטוריים אחרים, שיושמו לפני "חקיקת בכר" ולאחרונה, והתפתחותם המהירה של מכשירים פיננסיים מתוחכמים - כל אלה הגדילו את הסיכון הפוטנציאלי של המוסדות והמוצרים הפיננסיים, ויצרו סיכונים חדשים המחייבים תשומת לב: הגברת התחרות בין הגופים המוסדיים בעקבות הרפורמות לוותה בהמשך מגמת עלייה בנטייתם ליטול יותר סיכוני אשראי ושוק ולהעדיף את שיקולי התשואה לטווח קצר; הסיכון הגלום במוצרי

החיסכון וההשקעה שהם מציעים לציבור הרחב המשיך לגדול, תוך קיום פוטנציאל לניגודי עניינים, בשל מעורבותם בניהול השקעות ובחיתום; חברות הביטוח מנהלות כיום חלק ניכר מחסכונות הציבור, וזאת עוד לפני שרמת הפיקוח עליהן הותאמה לתפקידן החדש; כן גדל התמריץ של הבנקים למצוא חלופות פעילות והשקעה חדשות, בגלל ירידת חלקם בתיווך הפיננסי, בשנים האחרונות, וצפי לירידה של הכנסותיהם מעמלות; ולבסוף - לחלק ממכשירי ההשקעה החדשים רמת שקיפות נמוכה, והפיקוח על מנפיקי המכשירים אינו מספיק.

העלייה בנטייה של הפעילים במערכת הפיננסית ליטול סיכונים, לצד המשך הצמיחה המהירה במשק וגידול הביקוש לאשראי השתקפו בשנת 2007 בהמשך גידול מואץ של האשראי למגזר העסקי, שגם השנה הגיע ברובו ממקורות חוץ-בנקאיים. זה התרחב השנה בשיעור ריאלי גבוה, 11 אחוזים, ובמונחי תוצר עסקי - בכ-10 אחוזים. חלק מגידולו של האשראי השנה הוא תוצאה של הנפקת איגרות חוב לא-מדורגות במירווחי סיכון נמוכים יחסית, וחלקו הגיע ממשקי הבית, באמצעות קרנות הנאמנות. ההתפתחות המואצת של האשראי החוץ-בנקאי מחייבת תשומת לב של המפקחים, שכן הניסיון המועט שיש למשקיעים המוסדיים בהערכה ובניטור סיכונים אשראי והעובדה שבניגוד למצב באשראי הבנקאי, ציבור החוסכים, ולא הגוף המוסדי המשקיע, הוא הנושא במלוא סיכוני האשראי, מגדילים את הסיכון לירידת איכותו של תיק האשראי במשק. גם פעילותן של חברות הדירוג מחייבת תשומת לב של המפקחים, שכן עליית חשיבותן בניטור סיכוני האשראי עלולה להיות מלווה גם בעליית הפוטנציאל לניגוד עניינים בינן לבין מנפיקי איגרות החוב, המזמינים את הדירוג ומשלמים עבורו.

אמנם ביזור המערכת הפיננסית תרם לניהול יעיל יותר של חסכונות הציבור, אולם הוא לא השתקף עד כה בהגדלה משמעותית של התחרות על שירותים פיננסיים אחרים למגזר משקי הבית; זאת, בין היתר, כתוצאה מחסרונם של מכשירים פיננסיים התורמים להגברת התחרות בין שוק ההון לבנקים, והריכוזיות במערכת הבנקאות עצמה, הנשלטת על ידי שתי קבוצות בנקאיות גדולות. בנק ישראל בשיתוף עם משרד האוצר והרשות לניירות ערך החלו ב-2007 לנקוט צעדים להגברת התחרות גם במגזר זה. (ראו נספח).

השינויים בהסדרה ובחקיקה שיזמו הרשויות במהלך שנת 2007 וההיערכות שלהן לקידום שינויים נוספים בשנת 2008 נועדו להפחית את הסיכונים הכרוכים במבנה המערכת שנוצר. בין הצעדים שננקטו השנה: שדרוג ניהול הסיכונים במוסדות הפיננסיים, ובכלל זה: היערכות של הפיקוח על הבנקים לקראת יישום המלצות בזל II בסוף 2009; שיפור הדיווח והשקיפות של הגופים המוסדיים ושל המכשירים הפיננסיים החדשים; התקדמות בהסדרת הייעוץ הפנסיוני בבנקים; ולבסוף - חתימה על מזכר הבנות לשיתוף פעולה ושיתוף במידע בין שלושת הגופים האחראיים לפיקוח על המערכת הפיננסית בישראל.

על אף העלייה בסיכונים המערכתיים נשמרה ב-2007 עמידותם של המוסדות הפיננסיים. תרמו לכך גורמים מחזוריים של המשך השיפור בסביבה המקומית, הרפורמות המבניות ודרישות המפקחים לחיזוק מבנה ההון של הבנקים וחברות הביטוח. כך גבר חוסנה של מערכת הבנקאות הישראלית אשר סיכוני האשראי בה, לכל ענפי המשק, לרבות לענף הנדל"ן, ירדו, במקביל ליציבות של יחס הלימות ההון ורווחיות גבוהה. עמידותן של חברות הביטוח נותרה בעינה, בעיקר עקב יציבותו של יחס ההון הראשוני לסך הנכסים במקביל להמשך רווחיות גבוהה, אף שמשקלם של נכסי הסיכון בסך הנכסים המשיך לגדול. עם זאת, הרווחיות של חברות הביטוח והבנקים השנה לא נוצלה להגדלת בסיס ההון שלהם ולשיפור ביחסי ההון. בעמידותן של קופות הגמל הייתה השנה הרעה מסוימת, בשל ירידה

נמשך הגידול המואץ של האשראי למגזר העסקי, שהגיע ברובו ממקורות חוץ-בנקאיים.

התחרותיות בתחום השירותים הפיננסיים למגזר משקי הבית נותרה עדיין נמוכה.

עמידותם של המוסדות הפיננסיים ב-2007 נשמרה.

בשיעור הכיסוי של ההתחייבויות הנזילות והמשך הגידול המהיר של משקל נכסי הסיכון בסך הנכסים (לוח ד'-1).

בשוק המט"ח יוסף שער החליפין של השקל בכ-9 אחוזים מול הדולר, ובכ-1.4 אחוזים מול סל המטבעות האפקטיבי, המחושב על פי משקלות הסחר של ישראל. התחזקות השקל מול הדולר בשיעור גבוה יחסית להתחזקותו מול סל המטבעות האפקטיבי נבעה בעיקר ממגמת ההיחלשות של הדולר בעולם, שהחלה במחצית הראשונה של 2006 והואצה באוגוסט, על רקע המשבר העולמי והשלכותיו על המשק האמריקאי. על אף ההבדלים בעוצמות, ניכר כי המגמות בשער החליפין האפקטיבי היו מתואמות עם המגמות בשער החליפין של הדולר.

לצד המגמה של היחלשות הדולר בעולם פעלו גורמים מקומיים, שחלקם תמכו בהתחזקות השקל וחלקם פעלו להיחלשותו. הגורמים המרכזיים שתמכו בהתחזקות השקל הם המשך השיפור בתנאי היסוד במשק, שתמך בהמשך ההשקעות הישירות של המשקיעים הזרים בחברות ישראליות, והעודף בחשבון השוטף; עודף זה, יחד עם היקפים גבוהים של השקעות ישירות, יצרו לחץ בסיסי מתמיד לייסוף השקל, ובמרבית השנה השפעתם גברה על השפעת הגורמים שתמכו ביצוא הון על ידי תושבי ישראל. הגורמים המרכזיים שפעלו להיחלשות הם המשך התהליך של הגדלת הפיזור הבין-לאומי בתיק ההשקעות של המשקיעים המוסדיים, בעקבות הרפורמה במס.

בשוקי ניירות הערך נמשכו גם השנה המגמות החיוביות של המשך התרחבות מחזורי המסחר ועליות השערים, אולם במחצית השנייה של השנה נבלמו עליות השערים, התנודתיות בשווקים גברה, ומירווחי הסיכון בשוק אג"ח החברות גדלו.

שערי המניות הוסיפו ועלו ב-2007 בשיעור חד של כ-25 אחוזים, המשך לארבע שנים של עליות שערים חדות ורצופות, ומחזורי המסחר גדלו והגיעו ל-2 מיליארדי ש"ח ביום. עליות השערים התמקדו במחצית הראשונה של השנה ובחברות הגדולות והמבוססות, בעוד שבחברות הקטנות יותר נרשמו עליות מתונות בלבד, ובמחצית השנייה שעריהן אף ירדו במידה ניכרת.

בשוק האג"ח הממשלתיות בלטה עד חודש מאי ירידה חדה בתשואות והצטמצמות ניכרת של מירווחי הסיכון מול חו"ל, והם הגיעו לרמות נמוכות היסטורית. בהמשך השנה עלו התשואות ומירווחי הסיכון, אך רמתם הממוצעת ב-2007 הייתה עדיין נמוכה ביחס לשנים הקודמות. מחזורי המסחר בשוק האג"ח הממשלתיות עלו מדרגה ב-2007, והגיעו ל-3.1 מיליארדי ש"ח בממוצע ליום, לעומת 1.7 מיליארדים ב-2006, כתוצאה מיישום רפורמת עושי השוק.

גם בשוק אג"ח החברות נמשך גידולם של מחזורי המסחר, והם הגיעו ב-2007 ל-0.7 מיליארד ש"ח, לעומת 0.3 מיליארד ב-2006, בעיקר בהשפעת התרחבות שוק תעודות הסל לאג"ח. במחצית השנייה של השנה התחולל בשוק זעזוע, שהתבטא בעלייה של התשואות ומירווחי הסיכון וברידה של היקף ההנפקות בשוק הראשוני. השפעת המשבר בלטה במגזר החברות הלא-מדורגות, בעיקר מתחום הנדל"ן, והתבטאה גם בירידות שערים חזקות של מניות חברות הנדל"ן - עדות לעלייה של הערכות הסיכון במגזר זה, על רקע שיעורי המינוף הגבוהים בו וצפי לירידה ברווחיות.

השוק הראשוני בישראל החל לפעול מחדש יולי על פי חוק החיתום החדש, והיקף הגיוסים בו הגיע השנה לשיא נוסף - 104 מיליארדי ש"ח, עיקרם מהנפקות אג"ח. כמו בשנים

שער החליפין של
השקל ביחס לדולר
התחזק בשיעור גבוה
יחסית בעיקר כתוצאה
מהיחלשותו של הדולר
בעולם.

בשוקי ניירות הערך
נמשכו ב-2007 המגמות
החיוביות, אך ניכר הבדל
מהותי בין שתי המחציות
של השנה.

היקף ההנפקות בשוק
הראשוני הגיע ב-2007
לשיא נוסף.

קודמות בוצעו מרבית ההנפקות (כ-80 אחוזים)³ על ידי חברות בדירוג גבוה - A ומעלה. במחצית השנייה של השנה הואט קצב הגיוסים. ההאטה בלטה בעיקר בהנפקות האג"ח הלא-סחירות ובהנפקות הלא-מדורגות, וביטאה את השינוי בטעמי הציבור ובהערכות הסיכון שלו בעקבות המשבר העולמי.

שוק תעודות הסל הוסיף לצמוח בקצב מואץ והתפתח השנה בעיקר בתחום תעודות הסל לאג"ח. שווי השוק הכולל של תעודות הסל הגיע בסוף השנה ל-25.7 מיליארדי ש"ח, ומספר התעודות עלה לשיא - 237. לתעודות הסל תרומה חשובה להגדלת הנזילות והסחירות בשווקים הפיננסיים, אולם הרמות הנמוכות של הפיקוח והשקיפות המאפיינות אותן מגדילות את הסיכונים הכרוכים בהשקעה, נוסף על הסיכון הנובע מרמת הנזילות והסחירות הנמוכה בחלק ניכר מהסדרות מפני ריבוי ותכיפות הנפקתן של סדרות חדשות.



הריבית הריאלית לטווח ארוך במשק הוסיפה וירדה גם ב-2007, ובחודש מאי היא הגיעה לרמה נמוכה היסטורית - 3 אחוזים ל-30 שנה (איור ד'-1). בהמשך השנה, עם התחדשות העלייה בפרמיית הסיכון של המשק, שבה הריבית ועלתה, ובסוף השנה היא התייצבה ברמה של 3.7 אחוזים. זוהי רמה נמוכה מאוד היסטורית, בפרט במשק הצומח בקצב מואץ זו השנה הרביעית ברציפות. הגורמים התומכים בסביבת הריבית הנמוכה הם המשך גידולו של החיסכון הממשלתי, המקטין את צורכי המימון של הממשלה, הרמה הגבוהה של החיסכון הפרטי, המגדילה את הביקוש לנכסים פיננסיים, הגלובליזציה ותנועות ההון, המחזקות

את הקשר לריביות הנמוכות בעולם, והרפורמות, שהגדילו את הביקוש לאגרות חוב ואת התחרותיות בשווקים.

סיכונים מערכתיים ליציבות וצעדי מדיניות מומלצים: במבט לעתיד ניתן לזהות כיום שלושה סיכונים עיקריים ליציבות המערכת הפיננסית. (א) התממשות של האטה גדולה מהצפוי בכלכלת ארה"ב בד בבד עם גלישה משמעותית של משבר האשראי מהמדינות המפותחות למדינות המתעוררות, שתביא לתיקון חד יותר בפרמיות סיכון האשראי של המדינות המתעוררות, ובכללן של ישראל; (ב) שיבושים בתהליכי ההתאמה של המשקיעים המוסדיים ושל הפיקוח עליהם להיקף העצום של הרפורמות הפיננסיות - אלה שיושמו ואלו המתהוות - ובעיקר התממשות של סיכוני האשראי, שגדלו מאוד בשנים האחרונות; (ג) בטווח הארוך, עלייה בנטייה של הבנקים ליטול סיכונים, בעקבות עלייה מתמשכת בלחץ התחרותי והמשך השחיקה הצפויה במקורות הרווח כתוצאה מהאצת הרפורמות במערכת הפיננסית.

כדי להגביר את עמידותה של המערכת הפיננסית, ובמיוחד לצמצם את פגיעותה לסיכונים אלה, נדרש המשך התאמה של ההסדרה, הניהול והבקרה של הסיכונים במוסדות הפיננסיים ושל הנכסים הפיננסיים החדשים. כן נדרשות בחינה של עמידות המוסדות

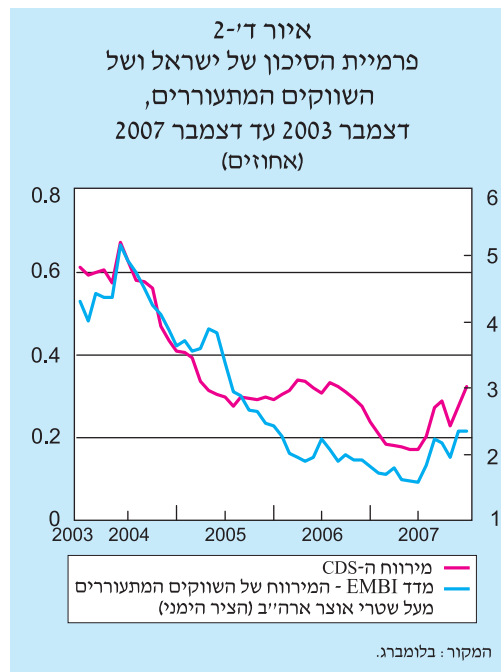
³ על פי פילוח של 80 אחוזים מההנפקות הסחירות (ללא הקצאות).

הפיננסיים, בעיקר של עמידות חברות הביטוח, במצבים קיצוניים (באמצעות מבחני לחץ ותרחישי משבר), והרחבה של הפיקוח והאכיפה השוטפים על המוסדות הפיננסיים⁴. השלמת החקיקה של חוק בנק ישראל תחזק את עצמאות הבנק ואת יכולתו לפעול במהירות במצבים קיצוניים, והוצאת הפיקוח על הביטוח, הגמל והפנסיה אל מחוץ למשרד האוצר תהפוך את המפקח ליישות עצמאית שיכולה לפעול ביתר יעילות. ולבסוף - הערכות משותפת של רשויות הפיקוח לטפל במשברים פיננסיים תקצר את זמן התגובה ותייעל את הטיפול במצבי משבר.

2. השלכות המשבר הפיננסי העולמי על המערכת הפיננסית בישראל ולקחים למדיניות

א. השלכות המשבר על המערכת הפיננסית בישראל

תגובת המערכת
הפיננסית המקומית
למשבר הפיננסי העולמי
הייתה, עד סוף 2007,
מתונה.



על אף הטלטלה שהתחוללה במערכת הפיננסית הגלובלית בעקבות המשבר העולמי הפגין המשק הישראלי יציבות יחסית. תגובת המערכת הפיננסית המקומית על המשבר הייתה, עד סוף 2007, מתונה בהשוואה למדינות מפותחות רבות, ודמתה בעוצמתה לתגובתם של שווקים מתעוררים אחרים עם נתוני מקרו חזקים (איור ד-2)⁵. כך בחודשים יולי-אוגוסט גברה מאוד התנודתיות בשווקים הפיננסיים, שערי המניות ואיגרות החוב ירדו, והפיחות בשער החליפין, שהחל עוד באמצע מאי, הואץ. כן עלו מירווחי הסיכון של המשק מול חו"ל ובתוך המשק⁶, ובלטה עליית המירווחים במגזר החברות הלא-מדורגות, בעיקר בענף הנדל"ן (לוח ד-2). ירידות השערים, הפיחות ועליית

מירווחי הסיכון התרחשו תוך מסחר ער וללא פגיעה בזרם ההשקעות הישירות במשק. כבר בחודש אוגוסט נבלם הפיחות בשער החליפין, והחל מספטמבר פחתה התנודתיות בשווקים, מחירי הנכסים עלו, ומירווחי הסיכון שבו וירדו, אמנם לא עד לרמתם ערב המשבר.

⁴ על פי מדדים שונים, היקף התשומות העומד לרשות המפקח על הביטוח ביחס להיקף הפעילות המפוקחת על ידו נמוך מאלה של הפיקוח על הבנקים והרשות לניירות ערך. למדדים כמותיים של הבדל זה ראו: א' בן בסט (עורך), הפיקוח על שוק ההון, הספרייה לדמוקרטיה, 2007.

⁵ ביטוי לכך ניתן לראות בירידת המיתאם בין שוק המניות הישראלי לשוק האמריקאי ובעליית המיתאם בין השוק האמריקאי לשווקים מפותחים אחרים מאז אוגוסט 2007.

⁶ מירווחי הסיכון של המשק מול חו"ל נמדדים עלפי מירווח ה-CDS, ואילו מירווחי הסיכון בתוך המשק נמדדים כפער התשואות בין אג"ח של חברות פרטיות לאג"ח של ממשלת ישראל.

לוח ד'-2

אינדיקטורים מרכזיים להתפתחויות בשווקים הפיננסיים במהלך 2007

מחצית ב'	מחצית א'	2007	
(אחוזים)			שיעורי השינוי במחירים
0.9	22.1	23.3	מדד המניות הכללי
-16.5	25.3	4.6	מדד מניות היתר
-0.1	2.6	2.4	מדד האג"ח הממשלתיות הלא-צמודות בריבית קבועה
-1.2	4.7	3.5	מדד האג"ח הפרטיות
(מיליארדי ש"ח)			סך הכול במהלך התקופה
41.8	62.7	104.5	גיוסי הון של המגזר הפרטי בארץ, ברוטו
-19.7	24.6	4.9	הצבירה בקרנות הנאמנות
(אחוזים)			מדדי סיכון, ממוצעים תקופתיים
26.5	18.2	22.3	פרמיית ה-CDS
7.9	6.1	7.0	סטיית התקן של השינויים בשער החליפין שקל/דולר
16.6	11.6	14.1	סטיית התקן של מדד המניות הכללי
2.5	1.5	2.0	סטיית התקן של מחירי האג"ח הממשלתיות הלא-צמודות
5.2	1.8	3.5	ההסתברות לפיחות חד בשער החליפין שקל/דולר
10.4	7.9	9.1	סטיית התקן הגלומה באופציות שקל/דולר

המקור: הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

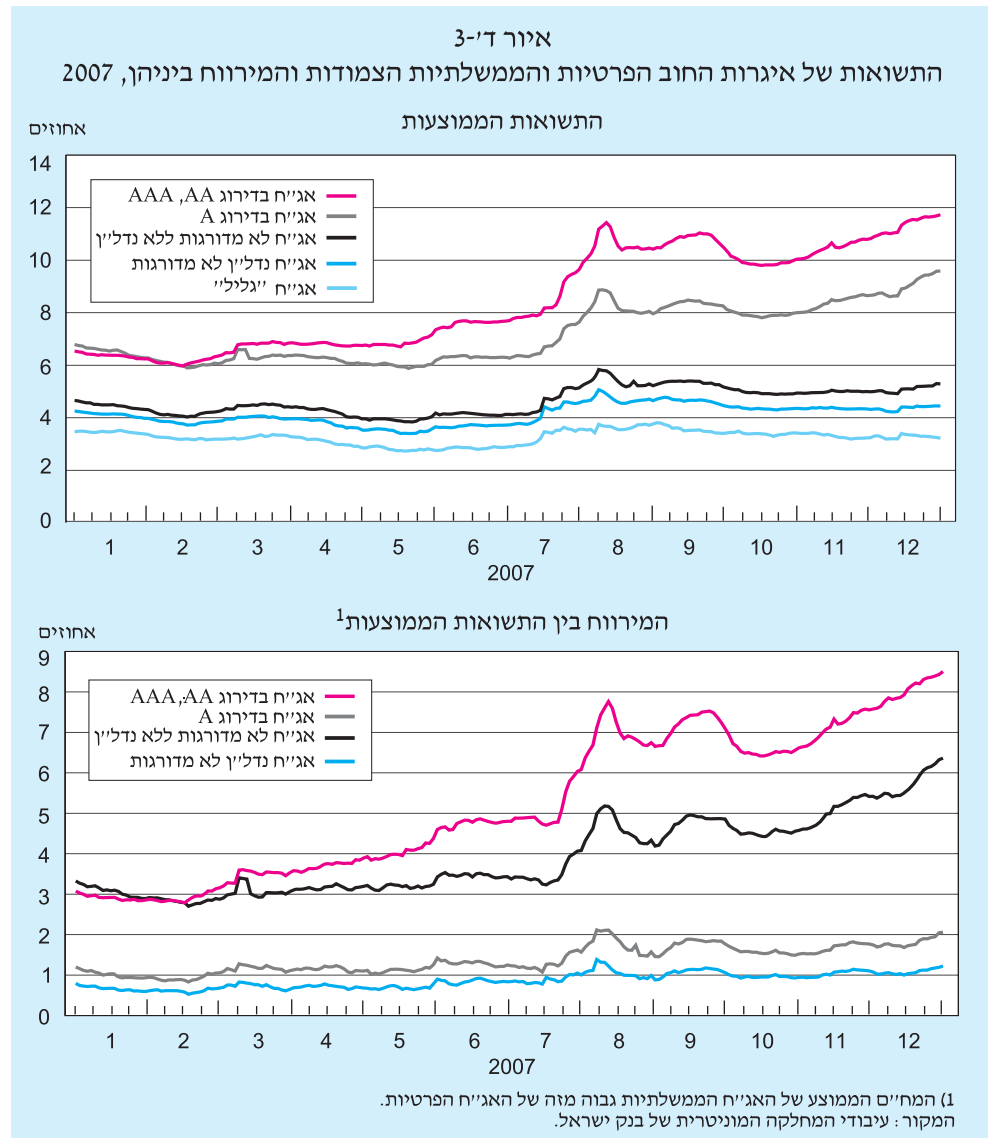
לקראת סוף השנה עלתה שוב התנודתיות בכל השווקים הפיננסיים, מחירי הנכסים שבו וירדו, ומירווחי הסיכון שבו ועלו (איור ד'-3).

המשבר העולמי השפיע במיוחד על חברות מענף הנדל"ן, בגלל חשיפה גדולה שלהן להשקעות בנדל"ן בחו"ל - חלקן אף באופן ישיר בארה"ב - ובגלל הישענות גדולה של הענף על מימון באמצעות גיוס חוב, חלקו משוק ההון. מאפיינים אלה התבטאו בירידה חדה של שערי מניות הנדל"ן במחצית השנייה של השנה ובעלייה חדה של מירווחי הסיכון במגזר זה יחסית לענפים אחרים.

ההשפעה הישירה של המשבר על מערכת הבנקאות המקומית הייתה, עד סוף 2007, מוגבלת - תוצאת היקפה הקטן יחסית של חשיפתה לשוק ה"סאב-פריים". בנק אחד גדול, שהחשיפה לניירות ערך מגובי נכסים בתיק ההשקעות שלו היא הגדולה ביותר מבין חמש הקבוצות הבנקאיות, רשם ב-2007 ירידת ערך קבועה, לפני מס, בסך 290 מיליוני דולרים, אשר נרשמה בדוח הרווח וההפסד שלו (כ-5.5 אחוזים מההון העצמי של הבנק)⁷. ככל הידוע עד כה, ניירות ערך בבעלות בנקים אחרים במערכת רשמו ירידות ערך, שהיקפן קטן יותר,

ההשפעה הישירה של המשבר על מערכת הבנקאות המקומית הייתה, עד סוף 2007, מוגבלת.

⁷ הנתון הסופי של ההפרשות לירידת ערך קבועה טרם התפרסם. הוא ייוודע עם פרסום הדוח הכספי השנתי ל-2007.



הן מוערכות לרוב כזמניות, ולכן לא מצריכות הפרשה מיידית של הפסדים. נוסף על כך נודעת למשבר העולמי השפעה עקיפה על הבנקים - בין היתר, כתוצאה מעלייה בסיכון האשראי של לקוחותיהם, בעיקר של אלה שהשקיעו בנדל"ן בחו"ל, אף כי מקור המימון של ההשקעות בחו"ל לא היה, בדרך כלל, במערכת הבנקאות המקומית.

גם הגופים המוסדיים כמעט לא הושפעו במישרין מהמשבר העולמי, וחשיפתם הישירה לנכסים המגובים במשכנתאות "סאב-פריים" הייתה כנראה זעירה. למשקיעים מוסדיים בישראל הונפקו מספר נכסים המגובים במשכנתאות "סאב-פריים", בהיקף של כ-150 מיליוני ש"ח, וירידות המחירים הסבו למוסדיים הפסדים בגינם. גם ירידות השערים בשוקי האג"ח והמניות בארץ ובחו"ל, בעטיו של המשבר, פגעו בתיקי ההשקעות של המשקיעים המוסדיים והגדילו את סיכון האשראי שלהם.

ב. לקחים לגבי המדיניות

המשבר העולמי היה צפוי, אף כי עיתויו ועוצמתו הפתיעו. בנקים מרכזיים וגופים מוסדיים בין-לאומיים הוזהרו מפניו זה מכבר, אך לא נקטו צעדים משמעותיים כדי לעצור את התפרצותו. כך, בשנים האחרונות פרסמו בנקים מרכזיים בדוחותיהם על היציבות הפיננסית את הערכותיהם שהצטמצמות מירווחי הסיכון משקפת תמחור חסר של סיכונים האשראי, והציעו לגופים הפיננסיים לערוך מבחני לחץ למצבי משבר. ואולם, למרות המודעות לסיכונים, לא הודק הפיקוח על גופים פיננסיים חוץ-בנקאיים שעסקו בארה"ב במתן אשראי למשכנתאות ובאיגוח, לא נעשה די כדי להפחית את ניגודי העניינים של חברות הדירוג ואת התמריץ שלהן להאיץ את התרחבות האשראי, דרישות הגילוי והשקיפות לגבי מכשירי האשראי המורכבים לא הוחמרו די הצורך, ולא הוקדשה תשומת לב מספקת לעובדה שעל אף האיגוח מחויבות הבנקים לאשראי נותרה גבוהה.

הפורום הבין-לאומי ליציבות פיננסית צפוי לפרסם באביב 2008 דוח שיתייחס למכלול ההיבטים של המשבר, ויגדיר דרכי מדיניות שיש ליישם ברגולציה כלקחים מהמשבר⁸. לעת עתה פרסמו קרן המטבע הבין-לאומית והבנק המרכזי של אנגליה, בדוחותיהם על היציבות הפיננסית, לקחים ראשוניים, שיישומם יסייע לרשויות הפיקוח והרגולציה במדינות השונות להקטין את הסיכון לזעזועים נוספים ולחזק את המערכת הפיננסית אצלם. המלצות אלה נוגעות גם למערכת הפיננסית בישראל, שבה התפתחו מאוד בשנים האחרונות שוק האשראי החוץ-בנקאי ומכשירים פיננסיים מורכבים, וכן על רקע הכוונה לפתח בארץ שוק איגוח, כפי שמקובל במדינות המפותחות האחרות. להלן תמצית ההמלצות הרלוונטיות גם למשק הישראלי.

1. המלצות לשיפור התפקוד של השווקים הפיננסיים

- יועמקו השקיפות והגילוי בשוקי האשראי, כדי לאפשר למשקיעים להעריך נכונה את הסיכון הגלום בהשקעה, בפרט במכשירי השקעה מתוחכמים.
- על חברות הדירוג לכלול בדוחותיהן על המכשירים המורכבים גם הערכות של סיכונים השוק והנזילות הכרוכים במכשירים המורכבים, וכן של הרגישות של כל מכשיר להתפתחויות קיצוניות בשווקים. חברות הדירוג לא יורשו לעסוק ביעוץ בתחום שיווק המכשירים המורכבים, כדי להקטין את ניגודי העניינים בין למנפיקי המכשירים.
- הנפקתם של מכשירים פיננסיים שאין להם שווקים עמוקים ונזילים תתאפשר רק אם יובטח להם שוק משני נזיל באמצעות מינוי עושי שוק למכשירים.

2. המלצות הנוגעות לפעילות המוסדות הפיננסיים

- יורחבו השקיפות והגילוי אצל בנקים ומוסדות פיננסיים אחרים לגבי גודל החשיפה והיקף ההפסדים הקשורים לפעילותם החוץ-מאזנית בשוק הנכסים המובנים, כולל הערכת הסיכון שהבנקים ייאלצו לטול בחזרה את סיכוני האשראי בגין עסקת האיגוח.

⁸ הפורום ליציבות פיננסית הוא גוף בין-לאומי שמטרתו לחזק את היציבות של המערכת הפיננסית הגלובלית, לשפר את תפקודם של השווקים ולצמצם סיכונים מערכתיים. הפורום מורכב מנציגים של הגופים הבין-לאומיים שקובעים תקנים ברגולציה, מקובעי מדיניות בבנקים מרכזיים ומרשויות פיקוח של שבע הכלכלות הגדולות (מדינות ה-G7), ונציגים של קרן המטבע הבין-לאומית והבנק העולמי.

לקחי המשבר הם רבים, ויישומם יסייע לרשויות הפיקוח להקטין את הסיכונים לזעזועים נוספים.

- דרישות הנזילות מהבנקים יותאמו למציאות החדשה, שבה בנקים נשענים יותר על שוקי ניירות הערך למימון פעילותם השוטפת, ולפיכך חשופים לסיכונים שוק במקרה של מצוקת נזילות בשווקים.
- הבנקים יידרשו לערוך מבחני לחץ תקופתיים, שיביאו בחשבון תרחיש המניח פגיעה משמעותית בשווקים העיקריים המשמשים אותם לגיוס מקורות.

3. חינוך פיננסי והגנת הצרכן הפיננסי

בתחומים רבים, ובעיקר במשכנתאות, חשף המשבר את הצורך לטפל ביתר נחישות בקידום החינוך הפיננסי ובהגנה על הצרכן.

4. תשתית לניהול משברים פיננסיים

- המשבר הדגיש את החשיבות שיש להסדרים התורמים להידוק התיאום בין כל הרגולטורים המופקדים על רכיביה של המערכת הפיננסית, כדי להקטין את הנזק למשק בזמן משבר.
- המשבר חשף את הצורך בתשתית המסדירה את הטיפול של הרשויות בבנקים כושלים (insolvency), ובסוגיות הקשורות למאפייניו של ביטוח הפיקדונות.

3. מבנה המערכת הפיננסית, סיכונים חדשים וצעדי מדיניות נדרשים

במהלך 2007 השלימו הבנקים כמעט לחלוטין את מכירת נכסי קופות הגמל שהיו בבעלותם.

בשנת 2007 הושלם כמעט לחלוטין השינוי במבנה המערכת הפיננסית, שהתחיל ביולי 2005 בעקבות יישום הרפורמה בשוק ההון - "חקיקת בכר". מטרתה העיקרית של הרפורמה היא ביזור המבנה המוסדי של המערכת הפיננסית והקטנת הדומיננטיות של הבנקים בשוק ההון. במהלך 2007 מכרו חמשת הבנקים הגדולים את השליטה על עוד כ-25 אחוזים מקופות הגמל שהיו בבעלותם, וחלקם של הגופים החוץ-בנקאיים בניהול החיסכון ארוך הטווח בישראל גדל מכ-65 אחוזים בסוף 2006 לכ-89 אחוזים בסוף 2007. אשר לשוק קרנות הנאמנות - הגופים החוץ-בנקאיים מנהלים כיום את כל קרנות הנאמנות, לאחר שמכירת הבעלות עליהן כמעט הושלמה עוד בסוף 2006. בין הגופים החוץ-בנקאיים בלט השנה המשך העלייה של חלק חברות הביטוח, שהפכו לדומיננטיות בניהול נכסי החיסכון של הציבור (לוח ד'-3). השלמת הביזור אפשרה למשרד האוצר להתקדם במהלך שנת 2007 בהליך של הסדרת ענף הייעוץ הפנסיוני בבנקים בהתאם לעקרונות "חקיקת בכר", ולהעניק רישיונות לייעוץ לעוד מספר בנקים.

הרפורמות שיושמו הגבירו את התחרות במערכת הפיננסית, תוך הקטנת ניגודי העניינים אצל הבנקים.

יישום רפורמת בכר והרפורמה שקדמה לה בפנסיה הגדילו את חלקם של הגופים המוסדיים בתיווך הפיננסי על חשבון הבנקים, הגבירו את התחרות בין הגופים המוסדיים על ניהול נכסי הציבור, תוך הקטנת ניגוד העניינים הפוטנציאלי בבנקים, פיתחו שוק אשראי חוץ-בנקאי משמעותי, המגדיל גם את פיזור סיכונים האשראי במשק, והאיצו את התפתחותם של מכשירי השקעה חדשים. חלקם של הגופים המוסדיים בשוק האשראי למגזר העסקי המשיך לגדול, והגיע בסוף 2007 לכ-26 אחוזים, לעומת כ-8 אחוזים ב-2002, לפני יישום הרפורמות. משקלם של הפיקדונות בבנקים בסך נכסי הציבור ירד עד פחות מ-30 אחוזים

לוח ד'־ז
אומדן השינויים בהתפלגות השליטה בחיפכין לטווח ארוך¹ וענף קרנות הנאמנות בעקבות הרפורמה בפנסיה ו"חקיקת בכר", 2003 עד 2007²
(אחוזים)

גופים אחרים		חמש קבוצות הביטוח הגדולות					חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות					סך הנכסים (מיליארדי ש"ח)		ההיסכון לטווח ארוך ¹	
מזה:	סה"כ	הראל	הפניקס	מנורה	כלל	סה"כ	המוזרחי- טפחות	הבינלאומי	ריסקונט	בל"ל	סה"כ	סה"כ			
0	27	3	2	3	5	7	21	4	3	10	14	22	52	260	סוף 2003
0	22	3	6	4	6	9	28	4	3	9	14	21	50	293	סוף 2004
0	22	3	7	4	10	10	33	2	3	8	12	19	45	355	סוף 2005
0	23	8	7	5	11	10	41	2	2	7	7	17	35	394	סוף 2006
7	34	8	8	8	18	13	55	0	0	1	1	9	11	435	סוף 2007
קרנות הנאמנות															
0	13	0	0	0	1	1	2	5	4	13	29	34	84	101	סוף 2004
0	21	0	0	0	2	1	3	4	4	12	27	30	77	125	סוף 2005
33	58	12	4	2	14	8	41	0	1	0	0	0	1	111	סוף 2006
30	59	11	4	3	10	11	39	0	1	0	0	0	1	119	סוף 2007

1) היחסים בין המדינה והחברה בישראל הם יחסי גומלין. כלכלה חזקה מביאה לידי יציבות חברתית, ויציבות חברתית מביאה לידי פיתוח כלכלי. היחסים בין המדינה והחברה בישראל הם יחסי גומלין. כלכלה חזקה מביאה לידי יציבות חברתית, ויציבות חברתית מביאה לידי פיתוח כלכלי.

2) למעשה, בנר לטוף דצמבר 2007, במעט כל קופות הגמל שנותרו בידי הבנקים עד לזמן זה נמכרו, חלקן ל חברות ביטוח חלקן לבתי השקעות ולמנהלי חקרים, אך עסקאות אלו עדיין לא יצאו אל הפועל. לכן, משקלים של הבנקים בהיכנסן לטווח ארוך צפוי לרדת ל-0.0%.

המקור: אגף שוק ההון הביטוח והחסכון במשרד האוצר ועבודתי תחום הוציאות הפנימיות בבנק ישראל.

השינויים שיושמו ב-2008
בשוק החיסכון לטווח
ארוך צפויים לפשט את
מוצרי החיסכון השונים
ולגדיל את התחרותיות
בענף.

בסוף 2007 (לעומת 46 אחוזים בסוף 2002), והואצה התפתחותו של שוק תעודות הסל, המגוונות את אפשרויות ההשקעה של הציבור ומשמשות חלופה לקרנות הנאמנות. יישום שינויי ההסדרה בשוק החיסכון לטווח ארוך ב-2008 צפוי לחולל שינוי משמעותי בשוק החיסכון הפנסיוני. השינויים החדשים צפויים ליצור מבנה של שוק חיסכון פנסיוני תחרותי יותר, שיהיה מורכב ממספר גופים מוסדיים עיקריים, המציעים סל של מוצרים תחליפיים ופועלים בכפיפות לכללי רגולציה אחידים. החלטתו של החוסך על מעבר בין ערוץ חיסכון אחד לאחר תהיה נקייה משקולים זרים, כגון שיקולי מס, ותושבת אך ורק על שיקולי התשואה, רמת הסיכון, איכות השירות וגובה דמי הניהול. לצד יצרני המוצרים צפוי להתפתח בבנקים ענף ייעוץ פנסיוני שיהיה נגיש לציבור החוסכים וחקף מניגודי עניינים.⁹ אמנם הפיזור במבנה המערכת הפיננסית שיפר את היעילות בניהול חסכוניות הציבור, אך השלכות חיוביות אלו לא השתקפו עד כה בהגדלה משמעותית של התחרות על שירותים פיננסיים אחרים למגזר משקי הבית: בשוק האשראי הנהנים העיקריים מהשינוי היו החברות במגזר העסקי, שעבורן נוצרה חלופה משמעותית למקורות המימון הבנקאיים - הנפקה של איגרות חוב לגופים המוסדיים - בעוד שהאשראי למשקי הבית נשלט עדיין כמעט כולו על ידי הבנקים (בעיקר על ידי שתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות¹⁰). ביטוי לכך ניתן לראות במדד "כוח השוק" של הבנקים כלפי משקי הבית, שנותר גבוה ממדד כוח השוק שלהם כלפי המגזר העסקי (איור ד'-4); ניצול כוח השוק של הבנקים כלפי מגזר משקי הבית מתבטא גם בעמלות שהבנקים גובים מהצרכנים עבור השירותים הפיננסיים שהם מציעים¹¹; "ועדת בכר" פיצלה את

הליך המכירה של המוצרים הפיננסיים לשני עיסוקים נפרדים - ייעוץ ושיווק - ובכך הוסיפה לתהליך המכירה של מוצר פיננסי את הבנקים כמתווך נוסף, בלי ליצור מנגנון הפצה וייעוץ חלופי לבנקים, שיהיה נגיש למשקי הבית; לא התפתחו חלופות למתן שירותים בנקאיים למשקי הבית, כגון שירותי בנקאות מסורתית בבנק הדואר או בנק אינטרנטי.

בנק ישראל והרשות לניירות ערך האיצו ב-2007 את המאמצים להסיר את החסמים שעדיין נותרו להתפתחותם של מכשירים חדשים וערוצי הפצה חלופיים לבנקים, העשויים להביא להגברת התחרות על מגזר משקי הבית¹². נוסף על כך אישרה הכנסת ביולי 2007 את החוק



⁹ משרד האוצר הגיש בסוף 2007 הצעה לתיקון החקיקה, שתאפשר לבנקים לעסוק גם בייעוץ בביטוח.

¹⁰ להיבטים נוספים של התחרותיות במערכת הבנקאות בישראל ראו: דוד רוטנברג, "התחרותיות בענף הבנקאות - היבטים תיאורטיים וראיות אמפיריות מישראל ומחול", בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים יחידת המחקר, סדרת מאמרים לדין 0502, מאי 2005.

¹¹ כך גובים הבנקים "עמלת הפצה" המחושבת כאחוז משווי הנכסים של הלקוח, ונגבית על ידי הבנק בכל שנה באופן מתמשך, גם אם הייעוץ היה חד-פעמי - שלא כעמלות אחרות, הנגבות לפי מספר הפעולות.

¹² בין הצעדים - קידום מיזם של הקמת מסגרת להפצת קרנות נאמנות באמצעות האינטרנט; בחינה של ההסדרה הנוצרה כדי שיתאפשר למשקיעים בקרנות לבצע תשלומים מכספי החיסכון בקרנות.

לפיקוח על עמלות הבנקים, שצפוי לצמצם במידה ניכרת את מספר העמלות, להשליט אחדות, ובכך להגדיל את השקיפות ואת יכולת ההשוואה בין הבנקים. ביזור המבנה של המערכת הפיננסית, שהיה מהיר מהצפוי, בשילוב עם ההיקף העצום של שינויים רגולטוריים אחרים, שיושמו לפני "חקיקת בכר" ולאחרונה, והמשך התפתחותם המואצת של מכשירים פיננסיים חדשים ומתוחכמים - כל אלו הגדילו את הסיכון הפוטנציאלי של המערכת הפיננסית של ישראל. כמעט כל השחקנים במערכת הפיננסית נדרשו להסתגל במהירות לתפקידם ולמשטר הרגולטורי החדש; בפני ציבור החוסכים והמשקיעים עומד מיגוון גדול של מכשירי השקעה, המאופיינים בסיכונים שונים ואשראי גדולים יותר; חלק ממכשירי ההשקעה החדשים הם מכשירים פיננסיים מתוחכמים, שרמת השקיפות שלהם נמוכה, והפיקוח על מנפיקיהם אינו מספיק; חברות הביטוח, שרכשו חלק גדול מקופות הגמל וקרנות הנאמנות, הפכו למעשה לחברות המנהלות השקעות בהיקפים ניכרים, עוד לפני שרמת הפיקוח עליהן הותאמה למצב החדש; לגופים המוסדיים ולקרנות הנאמנות יש אפשרויות השקעה חדשות, שמחייבות פיתוח של מנגנונים חדשים לניהול ובקרה של סיכונים; בנקים צריכים להתמודד עם השינוי במקורות הרווח שלהם ועם העלייה בלחץ התחרותי של הרפורמות; תפקידן של חברות הדירוג בהערכת סיכונים האשראי במשק גדל, ובמקביל גדל הפוטנציאל לניגודי עניינים בינן לבין מנפיקי איגרות החוב המזמינים את הדירוג ומשלמים עבורו; ולבסוף - הרשויות המפקחות על המערכת הפיננסית נדרשות להדק את התיאום ביניהן ולהשקיע יותר משאבים בפיקוח על יציבות המוסדות עד שמבנה המערכת יתייצב.

הגברת התחרות בין הגופים המוסדיים בעקבות הרפורמות לוותה בשנת 2007 בהמשך מגמת עלייה בנטייה שלהם ליטול יותר סיכונים אשראי ושוק. עליית הביקוש לאשראי מצד חברות במגזר העסקי נענתה על ידי הגופים המוסדיים, שהסיטו חלק גדול יותר ממקורותיהם למתן אשראי לחברות באמצעות החזקת איגרות חוב סחירות ולא-סחירות של חברות, בעיקר מדורגות. חלק מהאשראי שניתן החליף אשראי בנקאי והעביר את סיכון האשראי מהבנקים למשקיעים המוסדיים. הבבואה של התפתחות זו בשנים האחרונות היא מגמת עלייה מהירה בחשיפה של חסכונות הציבור לנכסים פיננסיים מסוכנים יותר המוחזקים על ידי הגופים המוסדיים.

במבנה החדש ניתן לזהות מאפיינים היוצרים פוטנציאל לעיוות בתמריצים לגופים המוסדיים, ויש להם השלכות על החלטות ההשקעה שלהם: (א) הלחץ התחרותי והגדלת תדירות הדיווח מגדילים את המשקל של שיקולי הטווח הקצר להשיג תשואה עודפת, ומניעים את הגופים המוסדיים לחפש חלופות השקעה שהתשואה והסיכון בהם גבוהים יותר; (ב) בניגוד לבנקים - במוצרי החיסכון השונים הציבור, ולא הגוף המוסדי המשקיע, נושא במלוא סיכון האשראי וסיכונים השוק הנובעים ממדיניות ההשקעה; (ג) ההתפתחות המואצת של האשראי החוץ-בנקאי, במקביל למעורבותם של המשקיעים המוסדיים גם בחיתום, יצרה פוטנציאל לניגוד עניינים, העלול להטות את החלטות ההשקעה שלהם; (ד) נראה שחלק נכבד מציבור החוסכים אינו מודע די הצורך לשינוי שחל בפרופיל הסיכון של מוצרי החיסכון שלו בשנים האחרונות. היעדרן, עד כה, של דרישות שקיפות גבוהות כלפי החוסך מטשטש את רמתו האמיתית של הסיכון שהגופים המוסדיים נוטלים ומקשה על החוסך להפעיל כראוי משמעת שוק; (ה) רמות הפיקוח והאכיפה על המוסדיים, שעדיין לא הגיעו לאלו של הפיקוח על הבנקים, וחוסר הניסיון שלהם בניהול ובקרה של סיכונים אשראי עלולים להביא להערכת חסר של הסיכונים באשראי שהם נותנים ללקוחותיהם; (ו) הייעוץ הפנסיוני בבנקים עדיין אינו נגיש לציבור החוסכים.

במבנה החדש של המערכת ניתן לזהות מאפיינים היוצרים פוטנציאל לעיוות בתמריצים לגופים המוסדיים.

למבנה החדש יש גם
השלכות על אופי
התחרות שיכולה
להתפתח בענף החיסכון.

לביזור המערכת הפיננסית יש השלכות גם על אופי התחרות שיכולה להתפתח בענף החיסכון. יש המעריכים כי הגופים המוסדיים, ככלל, שילמו לבנקים עבור רכישת הבעלות והניהול של נכסי החיסכון מחיר גבוה משמעותית מזרם ההכנסות המהוון של דמי הניהול שהבנקים גבו עד למכירה. אם הערכות אלה נכונות, נוצר אצל הגופים המוסדיים תמריץ מובנה לנהוג ביתר אגרסיביות במדיניות ההשקעה שלהם ובגיוס לקוחות חדשים, במטרה להגדיל את הכנסותיהם. כמו כן עלול המחיר הגבוה להוות חסם להתפתחות תחרות אמיתית על דמי הניהול, כך שאלה לא יוכלו לרדת כפי שהיה ניתן לצפות.

מצד הבנקים נראה שהעלייה בלחץ התחרותי על האשראי למגזר העסקי והצפי לירידה בהכנסות מעמלות כתוצאה ממכירת נכסי קופות הגמל וקרנות הנאמנות מגדילים את התמריץ למצוא חלופות פעילות והשקעה חדשות שיאפשרו להם לשמור על הרווחיות¹³. אכן, מספר בנקים בישראל בחרו באסטרטגיה שמגדילה את פעילותם בחו"ל. לאסטרטגיה זו יש יתרון בפיזור סיכונים, אך הכניסה לאפיקים חדשים מחייבת זהירות¹⁴.

שינויי ההסדרה שיושמו
ב-2007 תורמים
להפחתת הסיכונים
החדשים במערכת
הפיננסית.

השינויים בהסדרה ובחקיקה שיושמו הרשויות במהלך שנת 2007 וההיערכות שלהן לקידום שינויים נוספים בשנת 2008 מדגישים את החשיבות שהן מייחסות לצעדים משלימים, הנדרשים לשם הפחתת הסיכונים החדשים של מבנה המערכת שנוצר. בין הצעדים שננקטו השנה: שדרוג ניהול הסיכונים במוסדות הפיננסיים, שיפור הדיווח והשקיפות של הגופים המוסדיים ושל המכשירים הפיננסיים המתוחכמים, התקדמות בהסדרת הייעוץ הפנסיוני בבנקים וחתומה על מזכר הבנות לשיתוף פעולה ושיתוף במידע בין שלושת הגופים האחראיים לפיקוח על המערכת הפיננסית בישראל. (פירוט ראו בנספח לפרק).

הצעדים הנדרשים לצורך המשך חיזוקה של התשתית הפיננסית

נדרשים צעדים נוספים
לפיתוחה של המערכת
הפיננסית המקומית
וחיזוק יציבותה.

כדי להתמודד כראוי עם הסיכונים החדשים שנוצרו נדרשים צעדי מדיניות נוספים לפיתוחה של המערכת הפיננסית המקומית וחיזוק יציבותה. שתי הסוגיות החשובות ביותר המחייבות בחינה מעמיקה בשנים הבאות הן: (א) **המבנה הרצוי של המערכת הפיננסית**, ובכלל זה הגדרת תחומי העיסוק של מוסדות פיננסיים שונים (בנקים, חברות ביטוח, וחברות לניהול השקעות) ואופן השילוב הרצוי בין מוסדות אלו בתוך קבוצות פיננסיות. חשוב לשמור על הפרדה בין תחומי העיסוק של הבנקים לאלה של חברות הביטוח ולאסור על חברות הביטוח לשווק תוכניות עם רכיב של אבטחת תשואה, הדומות לפיקדונות בבנקים; (ב) **המבנה הרצוי של רשויות הפיקוח**, ובכלל זה זיקתן לבנק ישראל. חשוב להגביר את עצמאותן של רשויות הפיקוח, ובמיוחד את זו של הפיקוח על הביטוח, הגמל והפנסיה, באמצעות הוצאתה מחוץ למשרד האוצר והפיכתה לרשות עצמאית. המשבר העולמי המחיש את הצורך בהגדלת הקשר בין הפיקוח על המוסדות הפיננסיים לבין הבנק המרכזי.

קובעי המדיניות צריכים לרכז מאמץ גם בעיגון עצמאותו של בנק ישראל באמצעות חוק מודרני, למסד את תפקידו בפיקוח על מערך התשלומים והסליקה, ולהגביר את התיאום ושיתוף הפעולה בין בנק ישראל, משרד האוצר ורשויות הפיקוח בהיערכות למניעת משברים פיננסיים או להתמודדות עמם.

¹³ הצפי לירידה בהכנסות אינו מביא בחשבון את הרווחים לבנקים מהשקעת תמורת המכירה בפעילויות חדשות.

¹⁴ מדיווחי הבנקים ברביע השלישי של 2007 ניתן ללמוד שחלק קטן מהגדלת הפעילות בחו"ל יושם באמצעות מתן אשראי בחו"ל דרך פעילות בשוק הנגזרים ורכישת מוצרים מובנים המגובים במשכנתאות.

נוסף על כל אלה צריכות רשויות הפיקוח לקדם את ההסדרה והטיפול בתחומים הבאים:

שינויים במבנה המערכת הבנקאית שיתרמו להגדלת התחרות והקטנת הריכוזיות - ביניהם הפרטת "בנק לאומי", עידוד כניסתם של בנקים זרים למערכת, הקמת בנק אינטרנטי, מתן היתר לבנק הדואר לנהל חשבונות עו"ש, הפרדת חברות כרטיסי האשראי מהבנקים וביטוח פיקדונות.

שכלול השווקים הפיננסיים והגדלת התחרות על ידי הסרת החסמים שעדיין נותרו לפיתוח שוק אשראי למשקי בית ועסקים קטנים, שוק "ריפו" עמוק וחוזי איגוח (תיבה ד'-2), ויצירת מסגרת למסחר בקרנות נאמנות באינטרנט.

לשם חיזוק כושרו של **הצרכן הפיננסי** להתמודד עם האחריות הגדולה יותר המוטלת עליו בניהול חסכוניותו מחויבות הרשויות להגדיל את השקיפות, המידע והדיווח של הגופים המוסדיים כלפי החוסכים; להגדיל את השקיפות והפיקוח על גופים פיננסיים המנפיקים מכשירים פיננסיים מתוחכמים; להרחיב את מערך היעוץ הפנסיוני בבנקים; לשפר את החינוך הפיננסי באמצעות הקמת אתר אינטרנט ושילוב החינוך הפיננסי בתוכניות הלימודים לנוער בבתי הספר.

הגברת הפיקוח על המוסדות הפיננסיים וחיזוק יציבותם ייעשו בין היתר באמצעות: (א) הגדלת המשאבים למפקחים לגיוס כוח אדם מקצועי; (ב) השלמת ההסדרה בתחום של שיפור הלימות ההון בחברות הביטוח בהתאם לעקרונות הבין-לאומיים שהתגבשו במסגרת solvency II; (ג) התקדמות בהיערכות של הבנקים למעבר, בסוף 2009, לניהול סיכונים על פי המלצות באזל II; (ד) עידוד הבנקים להגדיל את הלימות ההון כדי להוסיף ולהתקרב לממוצע של מדינות OECD.

הוועדה הבין-משרדית בראשות מנכ"ל משרד האוצר, שמינו שר האוצר ונגיד בנק ישראל בנובמבר 2007, היא מסגרת מתאימה לקידום הטיפול בחלק מסוגיות אלו. במסגרת הוועדה הוקמו חמש תת-ועדות לטיפול בנושאים הבאים: פיתוח וקידום מכשירים פיננסיים, הרמוניזציה והשוואת תשתיות בגופי ההסדרה, הון אנושי, פיתוח תעשייה פיננסית ונגישות של שוק ההון לעסקים קטנים ובינוניים.

תיבה ד'-2: שוק האיגוח ופיתוחו בישראל

רקע

איגוח הלוואות הוא אחד האמצעים להעברת סיכונים אשראי בין הפעילים בשוק, בעיקר בין המלווים העיקריים - בנקים ופעילים אחרים. דוגמה מרכזית לאיגוח "מסורתי" היא תיק משכנתאות שבבעלות בנק המקבל זרם תשלומים של משקי בית עבור הלוואה לקניית דירה שנתן, המגובה על ידי הדירה. בעסקת האיגוח הבנק מוכר את הבעלות על התזרים של החזר ההלוואה באמצעות איגרת חוב המובטחת על ידי אותו נדל"ן. קיומן של עסקאות מסוג זה תורם לפיתוח שוק ההון בכמה היבטים: (א) על ידי העברת הבעלות על תזרים מזומנים מהבנקים לחוסכים אחרים במשק מקטין הבנק את חשיפתו לסיכון ומגדיל את הלימות ההון

שלו; בכך הוא מחזק את יציבותו ותורם ליציבות הפיננסית באמצעות פיזור רחב יותר של הסיכונים במשק; (ב) כמות האג"ח בשוק החופשי גדלה, וכך נוצר שוק אג"ח עמוק יותר, יחד עם גיוון תיק ההשקעות של הציבור באג"ח פרטיות בדרגת סיכון נמוכה; (ג) תפקודו של שוק ההון משתפר, שכן עסקות האיגוח מאפשרות למשקיעים מוסדיים לממן תיקי הלוואות (כולל משכנתאות) באמצעות שוק ההון, ובכך להגדיל את היצע המקורות למתן אשראי לטווח ארוך, דבר הפועל בסופו של דבר גם לירידה בריבית. עסקות איגוח התפתחו מאוד בעולם בעשורים האחרונים, והיקפן בארה"ב ובאירופה שווה לזה של כלל האג"ח הפרטיות; לעומת זאת בישראל שוק זה למעשה אינו קיים עדיין. אחד התנאים החשובים לפיתוח שוק זה הוא ודאות בתחומים המשפטי, החשבונאי והמיסוי. ודאות כזאת תקטין את פרמיית הסיכון הנדרשת, ויש לה חשיבות מיוחדת בשוק האיגוח, שבו המירווחים נמוכים יחסית. לפיכך על הרשויות בישראל לקדם תשתית רגולטורית שתאפשר ודאות בעסקאות.

ההתאמות הנדרשות בעקבות המשבר העולמי

המשבר העולמי שפרץ בשנת 2007 (תיבה ד'-1) העלה את השאלה אם היתרונות של עסקות איגוח גדולים מחסרונותיהן. אף שאנו נמצאים עדיין בעיצומו של המשבר, כבר קיימת הסכמה ראשונית לגבי הכשלים שתרמו לו, וחלקם אכן קשור ישירות לתהליך האיגוח. תיקון כשלים אלה, שהוא חיוני, יאפשר להמשיך וליהנות מיתרונותיו של שוק האיגוח יחד עם הפחתת הסיכון למשבר נוסף בעתיד. הנושאים העיקריים הטעונים שינוי הם: (א) שקיפות - הסיכון הרב של המכשירים הפיננסיים הקשורים לשוק האיגוח מקשים על המשקיעים להבין את הסיכון הכרוך בהשקעות אלה, ובעיקר להבחין בין עסקות איגוח הפשוטות יחסית, הקלות יותר להבנה ולניתוח, לבין מכשירים מורכבים יותר (כ-CDO ו-SIV)¹ הנגזרים מעסקות האיגוח. (ב) הסיכון הרב של מכשירים פיננסיים אלה מטיל אחריות גדולה יותר על חברות הדירוג בעולם בהערכת הסיכון הכרוך בהשקעות בהם. כמעט הכול תמימי דעים שחברות הדירוג, אשר הכנסותיהן גדלו בעקבות הגאות בשוק זה, לא מילאו את תפקידן בהערכת הסיכונים, ונדרשת התאמה בתחום זה. (ג) אחד השווקים הצומחים של השנים האחרונות, הבולט בחולשתו מאז תחילת המשבר הנוכחי, הוא שוק ניירות הערך המסחריים המגובים בנכסים Asset Backed Commercial Papers (ABCP)². בשוק זה יש חשיפה מבנית בין מועד הפירעון של הניירות המונפקים לבין מועד הפירעון של הנכסים הפיננסיים המשמשים כביטחונות (תיקי משכנתאות). הפתרון שנמצא לפער זה הוא התחייבות של הבנקים לספק לחברות המנפיקות ABCP נזילות בעת הצורך. מאפיין זה, כפי שגם התברר בפועל, לא

¹ Collateralized Debt Obligation (CDO) היא התחייבות של חברת נאמנות שנוצרה במיוחד לשם הנפקת חוב. תזרים המזומנים לאג"ח המונפק מגיע מתיק נכסים המכיל ניירות ערך ותיקי הלוואות.

Structured Investment Vehicle (SIV) היא קרן הלווה כסף על ידי הנפקת ניירות ערך קצרים ורכישת ניירות ערך לטווח ארוך בריביות גבוהות יותר.

² נייר ערך המונפק בדרך כלל לזמן קצר, ותזרים המזומנים שלו מגובה בתזרים מזומנים של תיקי הלוואות, או ניירות ערך אחרים הנכללים בתיק ההשקעות של המנפיק.

איפשר לבנקים להשתחרר מהסיכון, אף שבאמצעות האיגוח הבנקים מכרו נכסים. בכך בטל אחד היתרונות העיקריים של עסקות האיגוח, ונוצר מקור לבעיית הנוזלות החריפה המשתקפת בשוקי הכספים. בשל חסרונותיו של שוק ה-ABCP לא מומלץ לפתח שוק זה בישראל במסגרת קידום הפיתוח של שוק איגוח. (ד) על רשויות הפיקוח לבחון מחדש את כללי ההשקעה של המוסדות הפיננסיים בנכסי איגוח ובנגזרותיהם.

פיתוח שוק איגוח בישראל

למרות ניסיונותיהן של הרשויות בישראל לקדם את תחום האיגוח עוד לפני כעשור ("ועדת טלמון", 1998), שוק זה לא התפתח. בשנת 2005 פורסם דוח של ועדה בין-משרדית שבחנה היבטים שונים של הנפקת אג"ח מגובות בנכסים³. המלצות הוועדה נסבו על תחומי החשבונאות, המשפטים, המיסוי, הבנקאות, הגילוי והמסחר בבורסה.

בשנתיים שחלפו מאז פרסום מסקנות הוועדה לא הייתה התקדמות של ממש באיגוח הלוואות, אולם חברות שונות ביצעו איגוחים של נכסים אחרים - בהם איגוח עסקות ליסינג של רכב, איגוח תקבולי ארנונה, איגוח תזרימים של מקבצי דיור ואיגוחים אחרים, שנבחנו ודורגו על ידי חברות הדירוג. כיוון שטרם קודם חוק איגוח, נסמכות העסקאות על חוות דעת משפטיות המתייחסות למבנים הספציפיים שלהן, אולם נותרת אי-ודאות משפטית. בעניין המיסוי העסקאות שבוצעו מתבססות על קביעה מקדמית ("פרה-רולינג") של רשות המסים בדבר אי חיובו במס של ה-CPS⁴. מלבד זאת, טרם נקבעה הסדרה בנקאית בתחום הקצאת ההון לנכסי האיגוח.

הצעדים בביצוע

1. בתחום הבנקאות: בשנים האחרונות פעל הפיקוח על הבנקים לקידום התשתית הרגולטורית הנדרשת לביצוע עסקות איגוח. באוקטובר 2005 פורסמה עמדת הפיקוח על הבנקים לגבי הנפקת אג"ח המגובות בנכסים, בדוח ועדת חיימוביץ-אשר. במאי 2006 הוציא הפיקוח על הבנקים חוזר, שבו נקבעו כללי המדידה החשבונאית והגילוי בעסקות איגוח, ובנובמבר 2007 הוא פרסם טיוטה של הוראת ניהול בנקאי תקין בנושא פעילויות איגוח נכסים, המבוססת על הוראות רשויות הפיקוח על הבנקים בארה"ב בנושא זה.

2. בתחום החקיקה: הוקם צוות משותף למשרד המשפטים ולבנק ישראל לשם עריכת השוואה בין-לאומית של החקיקה וההסדרה בנושא האיגוח, לקראת הכנת טיוטת חוק.

³ ועדת חיימוביץ-אשר, יוני 2005.

⁴ Special Purpose Company (SPC) היא חברה ייעודית המוקמת רק לצורך הנפקת האג"ח ומגובה בזרם תקבולים עתידי.

3. בתחום המיסוי: ועדת חיימוביץ-אשר, שקבעה עקרונות למודל המס המוצע, עסקה בשתי שאלות עיקריות לגבי סיווג העיסקה לצורכי מס: השאלה הראשונה היא אם מדובר בעסקת מכר או בעסקת מימון, והשאלה השנייה היא כיצד לסווג את הזכויות המונפקות - כהון או כחוב. הכלל שנקבע הוא כי אם העסקה מוגדרת מבחינה משפטית וחסבונאית כעסקת מכר, יש לראותה ככזאת גם לצורכי מס. יחד עם זאת, ולנוכח המהות הכלכלית של העסקה - יהיה ניתן, בעסקאות מסוימות ובאישור מיקדמי מרשות המסים, לסווג את עסקת האיגוח לצורכי מס כעסקת מימון. מאז פרסום המלצות הוועדה ב-2005 איגוח בליסינג תפעולי הוכר כעסקת מימון ואיפשר את פריחת האיגוח בתחום זה. לאחרונה, בעקבות חידוש המאמצים לקדם את החקיקה הנדרשת, שבה רשות המסים לבחון את סוגיית המיסוי.

4. יוזמות של המגזר הפרטי: ישנן יוזמות של המגזר הפרטי לקידום עסקות איגוח על בסיס חוות דעת משפטיות ו"פרה-רולינג"; זאת עוד לפני סיום הטיפול של הרשויות בהסדרה הנדרשת.

ההיבטים הקשורים להשקת איגוח בישראל מטופלים גם במסגרת צוות המשנה לפיתוח מכשירים פיננסיים של הוועדה הבין-משרדית שהוקמה לאחרונה (ועדת אריאב).

4. תיק הנכסים של הציבור והאשראי במשק

שוויו של תיק הנכסים של הציבור הוסיף ועלה
גידול של 13 אחוזים ביחס ליתרה בסוף 2006 (לוח ד'-4). הגידול הקיף את כל רכיבי התיק, ועיקרו נבע מעליית שוויין של החזקות הציבור במניות בארץ, בעקבות עליות השערים החדות בבורסה במחצית הראשונה של השנה.

התפתחותו של תיק הנכסים בשנים האחרונות הושפעה בעיקר מהתפתחויות המקרו-כלכליות החיוביות, וביניהן הצמיחה המהירה במשק והתייצבות האינפלציה, וכן מהרפורמות המבניות שבוצעו. אלו הסירו חסמי השקעה, ביטלו עיוותים בהחלטות ההשקעה ותרמו לפיזור רחב יותר של התיק בארץ ובחו"ל ולעליית הרכיב הסחיר בו.

כך עלה רכיב המניות בתיק מאז 2003 בעקבות הצמיחה המהירה והשיפור ברווחיות החברות, והגיע בסוף השנה לשיעור של 24.3 אחוזים מהתיק, שיעור שיא שלא נצפה כמותו מראשית שנות התשעים (איור ד'-5); רכיב הפיקדונות, בעיקר הלא-צמודים, ירד בעקבות הרפורמה במס, שביטלה עיוותים בהחלטות ההשקעה, וכן על רקע שיעורי הריבית הנמוכים במשק; רכיב ההשקעה באג"ח הממשלתיות ירד, ובמקביל עלה רכיב ההשקעה באג"ח של המגזר העסקי, בעקבות צמצום הגירעון הממשלתי ופינוי המקורות לגיוסי ההון של המגזר הפרטי; ולבסוף - רכיב ההשקעה בחו"ל ירד השנה בהשפעת המשבר העולמי; זאת לאחר שמאז 2003 הוא עלה בהדרגה, בעקבות ביטול חסמי השקעה ובהשפעת הגלובליזציה. כל ההתפתחויות האלה הובילו בסופו של דבר לתיק נכסים מפוזר ונזיל יותר, שבו הולך ועולה החלק של כלי שוק שמנפיק המגזר הפרטי הלא-בנקאי על חשבון הפיקדונות בבנקים ואיגרות החוב הממשלתיות.

לוח ד'-4

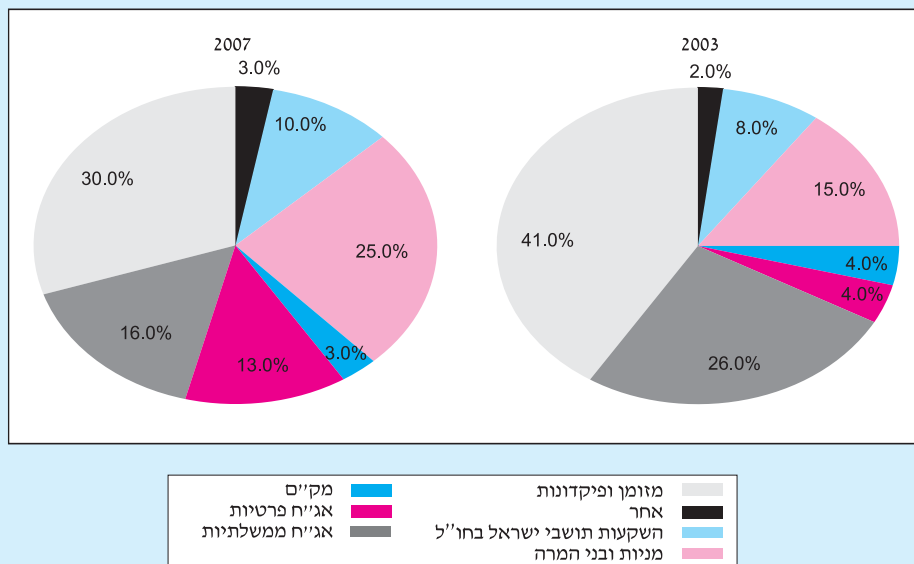
תיק הנכסים הכספיים של הציבור, 2004 עד 2007

ההתפלגות (אחוזים)				היתרה (מיליארדי ש"ח)				
2007	2006	2005	2004	2007	2006	2005	2004	
100.0	100.0	100.0	100.0	2106.0	1859.8	1663.4	1425.3	סך כל הנכסים
								שיעור השינוי הנומינלי ביחס לשנה קודמת
				13.2	11.8	16.7	9.5	(אחוזים)
				53.7	51.0	47.9	44.3	הנכסים הסחירים בתיק (אחוזים)
								הנכסים לפי סוגי ההצמדה
27.5	29.3	30.3	33.3	579.6	545.7	504.0	475.1	הנכסים הלא-צמודים
29.8	29.9	31.9	32.4	627.8	556.5	530.3	461.1	הנכסים הצמודים למדד
14.7	15.1	15.5	14.7	309.5	281.6	257.3	210.1	הנכסים במט"ח ובהצמדה למט"ח
24.3	21.9	19.2	17.1	512.4	407.9	319.1	243.2	המניות בארץ
3.6	3.7	3.2	2.5	76.7	68.1	52.7	35.8	המניות בחו"ל
100.0	100.0	100.0	100.0	1,516.9	1,383.8	1,291.6	1,146.3	הנכסים לפי סוגי ההצמדה (ללא מניות)
38.2	39.4	39.0	41.4	579.6	545.7	504.0	475.1	הנכסים הלא-צמודים
41.4	40.2	41.1	40.2	627.8	556.5	530.3	461.1	הנכסים הצמודים למדד
20.4	20.3	19.9	18.3	309.5	281.6	257.3	210.1	הנכסים במט"ח ובהצמדה למט"ח

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

איור ד'-5

התפלגות תיק הנכסים של הציבור לפי סוגי הנכסים, 2003 ו-2007

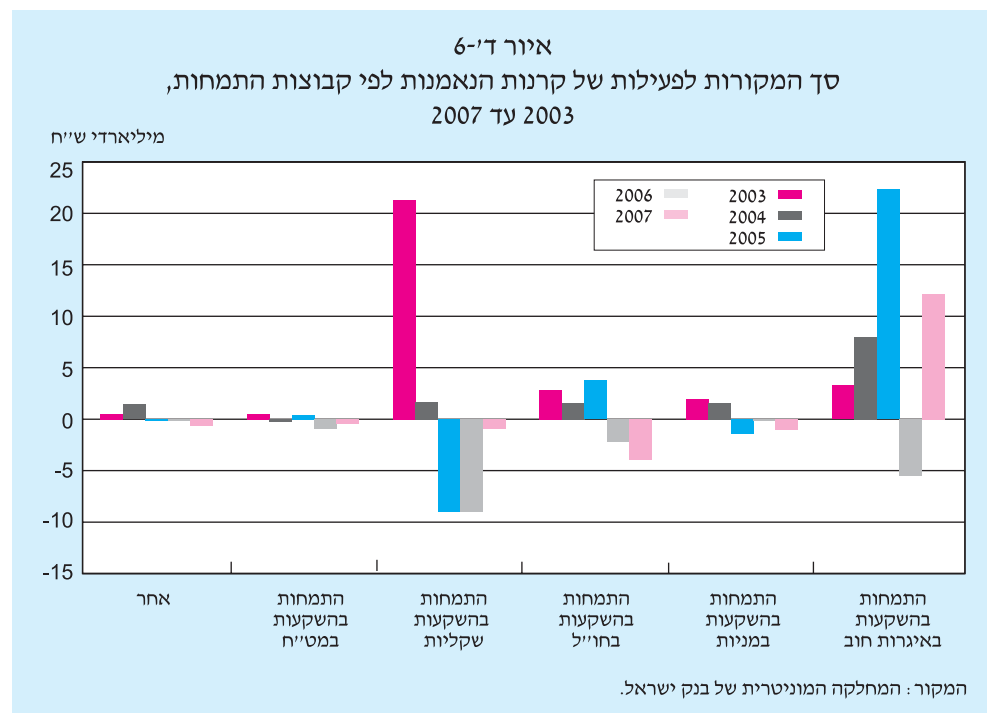


המקור: המחלקה המוניתרית של בנק ישראל.

בהתפתחות רכיבי התיק לפי ההצמדה (ללא מניות) ניתן לראות השנה ירידה של הרכיב הלא-צמוד בתיק, במקביל לעלייתו של החלק הצמוד למדד - התפתחות הקשורה כפי הנראה לעלייה בהערכות האינפלציה השנה.

בקרנות הנאמנות הייתה
במחצית הראשונה של
השנה צבירה מואצת,
ובמחצית השנייה -
משיכות גדולות.

אחד מאפיקי ההשקעה שדרכם נוהגים משקי הבית לפעול בשוק ההון הוא קרנות הנאמנות. השנה נצברו בקרנות הנאמנות 5 מיליארדי ש"ח, רובם בקרנות האג"ח לסוגיהן (איור ד'-6). התפתחות הצבירה לא הייתה אחידה במהלך השנה: במחצית הראשונה נכנסו לקרנות כ-25 מיליארדים, ובמחצית השנייה יצאו מהן כ-20 מיליארדים. הצבירה המואצת במחצית הראשונה קשורה לסביבת הריביות הנמוכות, אשר הניעה את הציבור לחפש חלופות השקעה שיניבו תשואה גבוהה יותר בלי להגדיל את הסיכון במידה משמעותית. ההשקעה בקרנות האג"ח נתפסה ככזאת, אף כי חלק גדול ממנה היה בקרנות האג"ח המתמחות בהשקעה באיגרות חוב של המגזר הפרטי, שחלקן לא-מדורגות. במחצית השנייה של השנה, עם התפתחות המשבר העולמי והעלייה בהערכות הסיכון - החל גל משיכה מהקרנות ומעבר לנכסים אחרים.



שיעור ההשקעה בחו"ל
ירד השנה.

שיעור ההשקעה בחו"ל ירד השנה בהשפעת המשבר העולמי, לאחר עלייה רצופה מאז 2003, ובדצמבר הוא הגיע ל-9.9 אחוזים. גידול ההשקעות בחו"ל בשנים האחרונות הוא תוצאה של הרפורמה במס, הצטמצמות פערי הריבית בין הארץ לחו"ל והגברת השקיפות והתחרותיות בענף החיסכון לטווח ארוך, שהניעו את המשקיעים המוסדיים להגדיל את פיזור השקעותיהם בניסיון להשיג תשואות גבוהות יותר. על אף העלייה בשיעורי ההשקעה בשנים האחרונות, שיעורי ההשקעה של המשקיעים המוסדיים בחו"ל עדיין נמוכים מהמקובל במשקים מפותחים, ומפאת גודלם הם חשופים מאוד לתנודתיות התשואות בשוק המקומי. שיעוריה הנמוכים של ההשקעה בחו"ל קשורים בין היתר ל"יתרון

הביתיות" (home bias), המאפיין משקיעים בכל העולם, ומניע אותם להפנות את עיקר השקעותיהם לשוק המקומי. מגמת ההתפתחות של מכשירי השקעה מדדיים, כתעודות סל או קרנות אינדקס, עשויה להקל על השקעות בחו"ל ולהגדיל את שיעורי ההשקעה בחו"ל בעתיד.

האשראי במשק: סך האשראי למגזר הפרטי גדל ב-2007 בשיעור ריאלי של 8.8 אחוזים, והגיע בדצמבר ל-982 מיליארדי ש"ח - תוצאת המשך גידולו של הביקוש לאשראי מצד המגזר העסקי, שנענה בעיקר על ידי היצע אשראי ממקורות חוץ-בנקאיים, על רקע המשך הצמיחה המהירה והרפורמות (לוח ד'-5). גם האשראי למגזר העסקי הוסיף לגדול; ב-2007 הוא צמח בכ-11 אחוזים, ובמונחי התוצר העסקי - בכ-10 אחוזי תוצר.

האשראי למגזר העסקי
גדל בקצב מואץ ב-2007.

לוח ד'-5						
השינויים באשראי ¹ למגזרים הפרטי והעסקי, 2002 עד 2007						
2007	2006	2005	2004	2003	2002	יתרות
(מיליארדי ש"ח, מחירי דצמבר 2007)						
982	902	832	775	750	747	סך האשראי למגזר הפרטי ²
729	659	602	551	528	527	מזה: סך האשראי למגזר העסקי
379	370	371	374	387	399	האשראי הבנקאי למגזר העסקי
350	289	232	177	140	128	האשראי החוץ-בנקאי למגזר העסקי
190	147	112	71	56	42	מהמשקיעים המוסדיים
111	117	102	98	81	85	מתושבי חוץ
50	25	18	8	3	1	ממשקי הבית
(אחוזים)						התפלגות האשראי למגזר העסקי
						לפי מקורות
52	56	62	68	73	76	האשראי הבנקאי
48	44	38	32	27	24	האשראי החוץ-בנקאי
25	22	19	13	11	8	מזה: המשקיעים המוסדיים
						לפי סחירות
25	18	14	11	8	8	אג"ח סחירות
12	12	11	8	7	5	אג"ח לא סחירות
64	69	75	81	85	88	הלוואות
(הקצב השנתי, אחוזים)						שיעורי השינוי באשראי למגזר העסקי
10.7	9.4	9.3	4.4	0.2	2.3	סך האשראי למגזר העסקי
47.7	42.6	45.5	31.3	9.6	6.3	מזה: אג"ח סחירות
						לפי מקורות
2.5	-0.2	-0.8	-3.5	-2.9	-0.1	האשראי הבנקאי
21.1	24.7	30.6	26.3	9.8	10.7	האשראי החוץ-בנקאי
29.1	30.8	57.2	27.0	32.6	14.0	מזה: מהמשקיעים המוסדיים

(1) האשראי למגזר העסקי כולל הלוואות ואג"ח סחירות ולא-סחירות, שהעמידו לרשותו הבנקים, המשקיעים המוסדיים (חברות הביטוח, קופות הגמל וקרנות הפנסיה), תושבי חוץ ומשקי הבית (באמצעות קרנות נאמנות).

(2) המגזר הפרטי מורכב מהמגזר העסקי וממשקי הבית.

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

הגידול המהיר של האשראי בשנה זו נבע בעיקר ממקורות חוץ-בנקאיים, אך גם מהתרחבות האשראי הבנקאי, לראשונה מזה שנים; זאת אף על פי שמשקלם של הבנקים באשראי הוסיף לרדת ועמד בדצמבר על 52 אחוזים, לעומת 76 אחוזים בסוף 2002. גידול האשראי החוץ-בנקאי לא נבע הפעם רק מהמוסדיים, אלא גם ממשקי הבית שבתוך שנה הכפילו את יתרת החזקותיהם באג"ח סחירות - מ-25 מיליארדי ש"ח בסוף 2006 ל-50 מיליארדים בסוף 2007.

בחינה של התפתחות סך האשראי למגזר העסקי בישראל בתקופה 1994 עד 2007 מלמדת שהאצת האשראי ב-2007 אמנם הייתה בשיעור חריג בפרספקטיבה ארוכת טווח, אך אין לה עדיין השלכות משמעותיות על היציבות הפיננסית. (ראו תיבה ד'-3.)

תיבה ד'-3: התפתחות האשראי למגזר העסקי בישראל בפרספקטיבה ארוכת טווח

במהלך תשעת חודשים הראשונים של 2007 נרשם גידול מואץ של האשראי למגזר העסקי (14 אחוזים במונחים שנתיים), ונשאלת השאלה עד כמה התפתחות זו חריגה ומסוכנת. זאת בעיקר משום שהגידול נבע מהאצה מהירה של האשראי מהגופים המוסדיים, אשר ניסיונם בהערכה ובניטור של סיכוני אשראי עדיין מועט יחסית לבנקים, וגם רמת הפיקוח והאכיפה עליהם, שאמנם השתפרה בשנה האחרונה, עדיין נמוכה - מאפיינים שעלולים להגדיל את הסיכון לירידת איכותו של תיק האשראי במשק.

זיהוי וניתוח של האצה מהירה באשראי מעניינים בנקים מרכזיים ורשויות פיקוח בעיקר מפני השלכותיהם הפוטנציאליות על היציבות הפיננסית והמקרו-כלכלית במשק; לקובעי המדיניות אחריות לפעול בעוד מועד למזעור השפעתן של תופעות כאלה, העלולות לפגוע בצמיחת התוצר או להגדיל את סיכון האשראי המערכתי. ההשלכות על היציבות הפיננסית, על הפעילות הריאלית ועל קשרי הגומלין ביניהן נדונות בספרות ענפה, הקושרת התרחבות מהירה של האשראי למשברים פיננסיים¹.

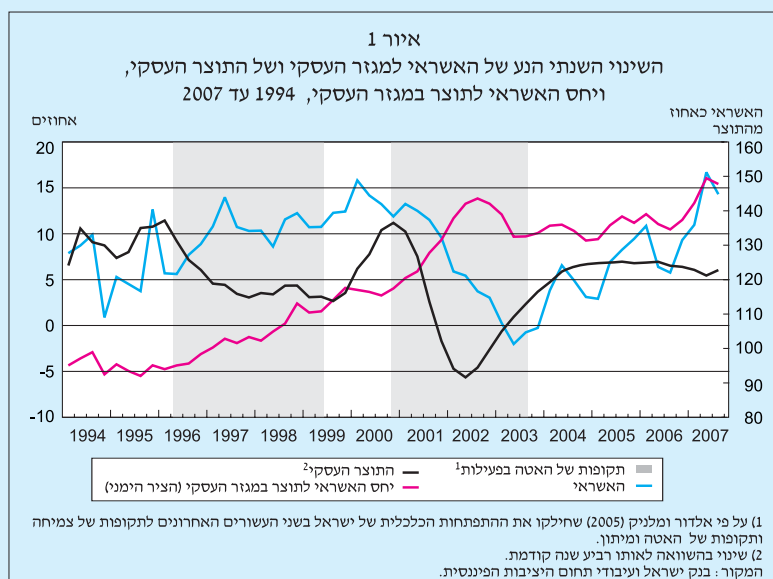
בחינה של התפתחות סך האשראי למגזר העסקי בישראל² בתקופה 1994 עד 2007 (איור 1) מלמדת שהאצת האשראי ב-2007 אכן הייתה בשיעור חריג בפרספקטיבה ארוכת טווח; עם זאת, הסתכלות מעמיקה יותר על התפתחות גידולו של האשראי ועל תנאי רקע נוספים אינה מצביעה עד כה על השלכות משמעותיות של שיעור הגידול החריג על היציבות הפיננסית.

1. קצב ההתרחבות של האשראי במהלך התקופה הנוכחית של הגאות בפעילות הריאלית (מאוקטובר 2003) היה אמנם גבוה, 7.5 אחוזים (בממוצע שנתי

¹ לפירוט בנושא זה ובגורמים התורמים להאצת האשראי ראו למשל Hilbers et al. (2005). *Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies*, IMF, 2005, WP05/151.

² סך האשראי למגזר העסקי באמצעות רכישת אג"ח ומתן הלוואות מכלל המערכת הפיננסית וממלווים נוספים: בנקים, משקיעים מוסדיים, משקיעי חו"ל, וכן משקי בית (באמצעות החזקה ישירה באג"ח של חברות בבורסה של תל אביב או החזקה עקיפה באמצעות קרנות הנאמנות).

במחירים קבועים), אך נמוך משמעותית (בכ-6 נקודות אחוז) מאשר בתקופת הגיאומטריה הקודמת (יולי 1999 עד ספטמבר 2000), וגבוה רק בכאחוז אחד מאשר בתקופת הגאות הראשונה (ינואר 1994 עד מארס 1996).



2. שיעור גידולו של האשראי בשנת 2007 היה גבוה משיעור הצמיחה, והוביל לעלייה מהירה של יחס האשראי לתוצר של המגזר העסקי - אך זאת לאחר עלייה מתונה מאז 2003 ועלייה מהירה בשנים הקודמות (איור 1). בהסתכלות לטווח ארוך רואים שהאשראי גדל על פני זמן בשיעור שנתי גבוה מהתוצר - כ-8 אחוזים באשראי לעומת כ-5 אחוזים בתוצר העסקי בתקופה 1994 עד 2007.

3. התפתחות האשראי בתקופת הגאות הנוכחית לא לוותה בעליית המינוף הפיננסי של החברות במגזר העסקי, הנמדד על ידי יחסי החוב למאזן והחוב להון העצמי. למעשה, במהלך התקופה מסוף 2003 ניכר שיפור במינוף הפיננסי של החברות ובאינדיקטורים אחרים המודדים את איתנותן הפיננסית.

4. אפיזודות של גידול חריג באשראי נהוג לאבחן גם באמצעות שיטות סטטיסטיות, על ידי קביעה של קריטריונים עם ערכי סף³. אם מיישמים גישה דומה לגבי גידולו של האשראי למגזר העסקי בישראל בעשור וחצי האחרונים, מוצאים שתי תקופות שבהן האשראי התרחב בשיעור גבוה מערך סף שנבחר⁴ - מסוף 1999 עד סוף 2001 ומהרבע השני של 2007 ואילך. אף שהאצת האשראי בתקופה השנייה נמצאה חריגה, ניתן להעריך כי השפעתה על הפגיעות

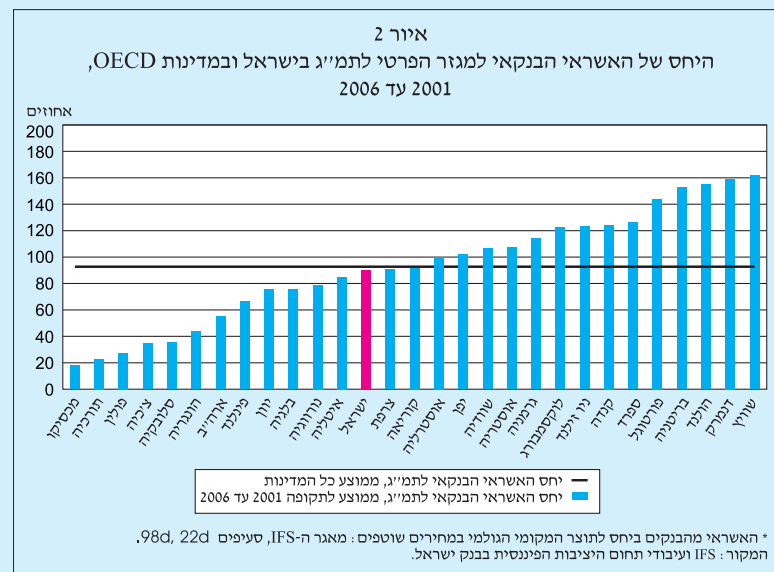
³ לדוגמה: Gourinchas et al. (2001). "Lending Booms: Latin America and the World", *Economía* 1, ו-Hilbers et al. (2005) (מראה מקום בהערה 1 לעיל) זיהו התנפחות של האשראי במדגם שכלל פנל של מספר מדינות, תוך שימוש בשיטה זו.

⁴ ערך הסף שנבחר שווה לשיעור הגידול הממוצע של האשראי למגזר העסקי ועוד סטיית תקן אחת במהלך כל התקופה, ועומד על שיעור שנתי של 12.5 אחוזים.

של המערכת הפיננסית נמוכה מאשר בתקופה הראשונה: התקופה השנייה נמשכה עד כה רק שני רביעים, לעומת שמונה רביעים של האפיזודה הקודמת; התנאים בתחומים המקרו-כלכלי והפיננסי בתקופה הנוכחית - צמיחה כלכלית ושיפור בעמידות של המוסדות הפיננסיים - טובים מאלו ששררו במרבית התקופה הראשונה; ולבסוף, ברביעים השלישי והרביעי של 2007 הואט קצב ההתרחבות של האשראי ביחס לרביע השני, וההתפתחויות בחודשים האחרונים של 2007 מחזקות את ההערכה שמגמת ההאטה בקצב הגידול תתמיד ברביעים הקרובים. עם זאת, התפתחות האשראי מחייבת להמשיך במעקב.

5. התרחבות האשראי בשנת 2007, בהמשך להתרחבותו בשנים האחרונות, נתמכה על ידי גידול האשראי מגופים מוסדיים, שיצר שוק אשראי עם פיזור של מקורות האשראי בין סוגי המוסדות הפיננסיים השונים, אשר תורם כשלעצמו להקטנת סיכון האשראי המערכתי. זאת ועוד, תהליך הפיתוח של הפעילות הפיננסית החוץ-בנקאית, במיוחד לאחר 2003, לא התבטא בהאצת קצב הגידול של האשראי מסך כל המקורות: קצב הגידול השנתי הממוצע של האשראי למגזר העסקי בתקופה שלאחר האצת הרפורמות הואט - מ-9.3 אחוזים בתקופה 1994 עד 2002 ל-6.1 אחוזים בתקופה 2003 עד 2007.

6. השוואה בין-לאומית של האשראי הבנקאי למגזר הפרטי ביחס לתמ"ג בישראל לעומת מספר מדינות החברות ב-OECD מראה שישראל קרובה לממוצע של מדינות אלו בתקופה 2001 עד 2006 (איור 2)⁵. השוואה של סך האשראי בישראל לארבע המדינות שלגביהן יש נתונים גם על האשראי החוץ-בנקאי - ארה"ב, יפן, קנדה ומקסיקו - מראה שיחס סך האשראי



⁵ נתונים ממאגר ה-IFS. סדרה עקבית לגבי כל המדינות קיימת משנת 2001 לגבי האשראי הבנקאי למגזר הפרטי.

בישראל בשנים 2001 עד 2006 היה נמוך מהממוצע של מדינות אלה בכ- 20 אחוזי תוצר⁶.

בסיכום, בחינה של התפתחות סך האשראי למגזר העסקי בישראל בתקופה 1994 עד 2007 מלמדת שהאצת האשראי ב-2007 הייתה אמנם בשיעור חריג בפרספקטיבה ארוכת טווח, אך המאפיינים השונים של התפתחות האשראי תומכים בהערכה כי לשיעור הגידול החריג עד כה אין השלכות משמעותיות על היציבות הפיננסית.

⁶ יחסי סך האשראי לתמ"ג בארה"ב, ביפן, בקנדה ובמקסיקו בממוצע בשנים 2001 עד 2006 היו 185, 182, 177 ו-18 אחוזים, בהתאמה (סעיפים 43d, 22d ו-98b במאגר ה-IFS).

5. השווקים הפיננסיים

א. שוק איגרות החוב

(1) איגרות החוב הממשלתיות

שוק האג"ח הממשלתיות הושפע השנה בעיקר מהמשך המגמות החיוביות בכלכלה המקומית, ובפרט מהמשך השמירה על משמעת תקציבית; מהמגמות החיוביות בשוקי ההון בעולם עד מאי ומעליית התנודתיות והערכות הסיכון בהם בהמשך השנה, בגלל המשבר העולמי; מהשינויים בהערכות האינפלציה במהלך השנה; ומהרפורמות המבניות במשק, ובפרט בשוק האג"ח הממשלתיות.

הרפורמות המבניות בשוק האג"ח הגדילו במידה ניכרת את הסחירות והנוזלות בו ואת השתלבותו בשוקי ההון בעולם. רפורמת עושי השוק מסוף 2006 (המתוארת בתיבה ד'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2006) הביאה לעליית מדרגה נוספת של מחזורי המסחר באג"ח הממשלתיות, ואלה הגיעו ב-2007 ל-3.1 מיליארדי ש"ח בממוצע ליום, לעומת 1.7 מיליארדים ב-2006 (לוח ד'-6). עליית מחזורי המסחר הקיפה את כל סוגי האג"ח הממשלתיות, אך בלטה בעיקר באג"ח השקליות הלא-צמודות בריבית קבועה, שלהן מונו עושי שוק, ומחזורי המסחר בהן הוכפלו והגיעו ב-2007 ל-2.2 מיליארדי ש"ח בממוצע ליום.

גידול מחזורי המסחר הקיף את כל זירות המסחר באג"ח הממשלתיות, אך בלט בבורסה, אשר חרף חששותיה, ערב הרפורמה, מפגיעה בהיקפי הפעילות בה, נהנית היום ממחזורי מסחר גדולים יותר, וכן מסליקה של כל העסקאות באג"ח הממשלתיות.

התפתחות מחזורי המסחר במהלך השנה לא הייתה אחידה: במחצית הראשונה גדלו מחזורי המסחר בהדרגה, ובחודש יוני הם הגיעו לשיא - כ-5 מיליארדי ש"ח בממוצע ליום בכל זירות המסחר; במחצית השנייה של השנה שבו מחזורי המסחר וירדו בהדרגה, וברביע האחרון שלה הם עמדו בממוצע על 2.9 מיליארדים. הירידה במחזורי המסחר

רפורמת עושי השוק
מ-2006 הביאה לעליית
מדרגה של מחזורי
המסחר באג"ח
הממשלתיות.

עיקרה בזירת ה-MTS¹⁵ והיא קשורה, כנראה, למשבר העולמי, שצמצם במידה מסוימת את המעורבות של משקיעים זרים בשווקים המתעוררים, ובכללם בישראל. עדות לכך היא ירידת שיעורי ההחזקה של תושבי חוץ באג"ח "שחר" מ-10.8 אחוזים מהמלאי במוצע במחצית הראשונה של השנה ל-8.6 אחוזים בדצמבר. נציין כי אף ששיעור ההחזקה של משקיעים זרים באג"ח עלה בשנים האחרונות, הוא עדיין נמוך משיעורי ההחזקה הנפוצים במשקים מתעוררים אחרים (10-30 אחוזים).

לוח ד'-6

מחזורי העסקאות היומיים הממוצעים¹ במק"ם, באיגרות חוב ממשלתיות, במניות ובמט"ח, 2003 עד 2007

השנה	מק"ם	קבועה ב-MTS ²	משתנה קבועה ב-MTS ²	איגרות חוב ממשלתיות			סה"כ	פרטיות	אג"ח	מניות	מט"ח ³			
				לא	לא	לא								
												צמודות	צמודות	צמודות
(מיליוני שקלים, במחירים שוטפים)														
2003	489	315	127	214	656	25	369	1,677						
2004	622	468	140	262	870	68	625	1,648						
2005	675	586	173	363	1,122	216	1,002	2,340						
2006	801	1,111	255	388	1,664	273	1,444	3,029						
2007	847	2,223	657	717	3,090	676	2,071	4,474						

(1) עסקאות בבורסה ומחוץ לבורסה.

(2) מערכת מסחר לעושי השוק באג"ח הממשלתיות שמינה משרד האוצר.

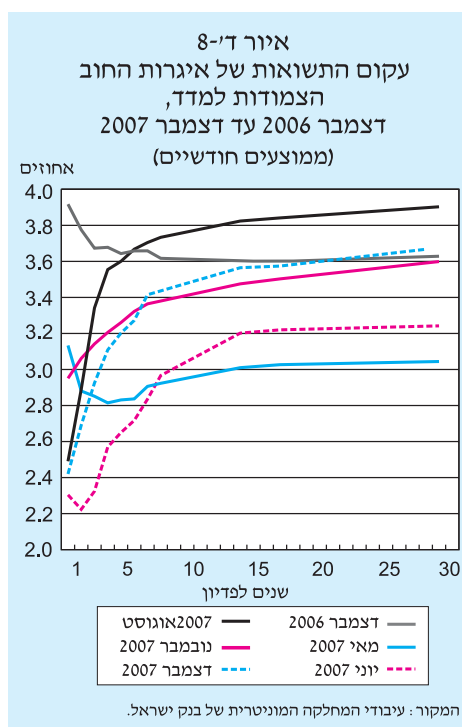
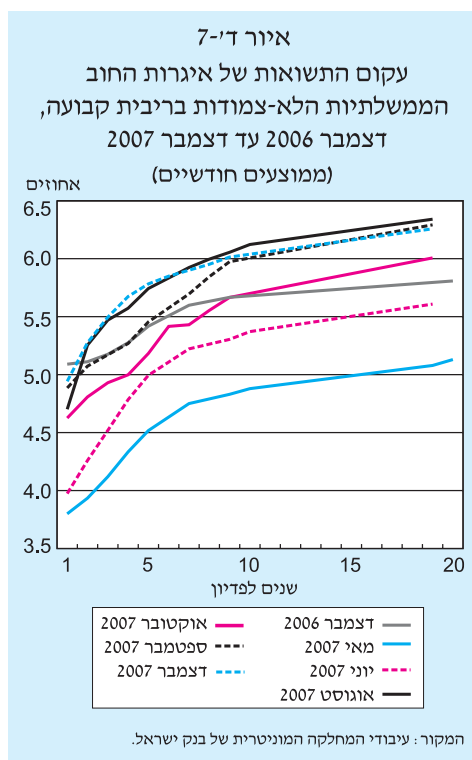
(3) נפח המסחר במט"ח של מוסדות פיננסיים זרים, לקוחות אחרים ובנקים מקומיים, כולל עסקות החלף. המקור: הבורסה לניירות ערך; מחלקת מט"ח ועיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

עד חודש מאי ירדו התשואות על איגרות החוב הממשלתיות והגיעו לרמה נמוכה היסטורית.

גידול מחזורי המסחר ב-2007 לווה בראשית השנה בירידה חדה של תשואות האג"ח הממשלתיות הלא-צמודות - בעקבות ירידה בהערכות האינפלציה, על רקע הייסוף המתמשך, ובחודש מאי הגיעו התשואות לרמות נמוכות היסטורית (איור ד'-7). ירידת התשואות לוותה גם בירידה חדה של פרמיית הסיכון של המשק, עד לרמות נמוכות שלא נודעו כמותן בעבר.

במהלך חודש יוני החל תהליך מהיר של עליית תשואות, שהושפע מעלייה בהערכות האינפלציה בעטיו של הפיחות המואץ ביחס לדולר ועל רקע המשבר העולמי, אשר הביא לעלייה בהערכות הסיכון במשקים מתעוררים. עליית התשואות נמשכה עד אוגוסט. בחודשים ספטמבר ואוקטובר, עם התחדשות הייסוף בשער החליפין, שבו התשואות וירדו, אך התייצבו ברמה גבוהה מזו של מאי. ירידת התשואות התרחשה במקביל לתהליך

¹⁵ מערכת מסחר נפרדת לעושי השוק באג"ח הממשלתיות, שמינה משרד האוצר.



ירידת התשואות בשווקים המפותחים, על רקע עליית הביקוש לנכסים נטולי סיכון, וכן בעקבות התחזקות ההערכות בדבר האטת הצמיחה במשק האמריקאי וחשש מהשלכותיה על הצמיחה העולמית. במהלך חודש נובמבר נבלמה ירידת התשואות, ובדצמבר הן שבו ועלו, על רקע אי-הוודאות בשווקים והחשש מהתגברות האינפלציה. התפתחות התשואות באג"ח הצמודות למדד עד אוקטובר הייתה דומה, אלא שירידת התשואות, אשר התחדשה בספטמבר, נמשכה באג"ח אלה עד סוף השנה (איור ד'-8). בדצמבר התמקדה הירידה בטווחים הקצרים יותר של העקום, וביטאה חשש מעליית האינפלציה.

(2) שוק איגרות החוב הפרטיות

שוק האג"ח הפרטיות התרחב מאוד בשנים האחרונות, ונעשה מקור מרכזי וחשוב למימון המגזר הפרטי. כך, למשל, הוסיף ועלה שווי השוק הכולל של האג"ח הפרטיות הסחירות והגיע בסוף 2007 ל-217 מיליארדי ש"ח - גידול של 63 אחוזים לעומת סוף 2006 ושל 700 אחוזים לעומת סוף 2003 - והיווה כ-45 אחוזים משווי השוק הכולל של האג"ח הנסחרות בבורסה בתל אביב (לוח ד'-7). פרט לאג"ח הסחירות מנפיק המגזר העסקי גם אג"ח לא-סחירות, בעיקר למשקיעים מוסדיים לטווח ארוך, ושוויין של איגרות אלה נאמד בסוף 2007 ב-84 מיליארדים, לעומת 75 מיליארדים בסוף 2006.¹⁶

עד חודש מאי ירדו התשואות בשוק האג"ח הפרטיות, במקביל לירידתן בשוק האג"ח הממשלתיות, והגיעו לרמות נמוכות היסטורית. ירידת התשואות באה בעקבות עודפי נזילות בשווקים הפיננסיים, על רקע צמצום גיוסי ההון של הממשלה והרפורמות המבניות, שהגדילו את מעורבות המשקיעים המוסדיים בשווקים הפיננסיים

שוק האג"ח הפרטיות
התרחב מאוד בשנים
האחרונות, ונעשה מקור
מרכזי וחשוב למימון
המגזר הפרטי.

¹⁶ זוהי הערכת חסר, הנסמכת רק על החזקות הגופים המדווחים לבנק ישראל - קופות הגמל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח.

לוח ד'-7					
שווי השוק הכולל של ניירות הערך הנסחרים בבורסה בתל-אביב, 2003 עד 2007					
2007	2006	2005	2004	2003	
(מיליארדי ש"ח, במחירים שוטפים)					
1175.5	981.5	835.1	667.6	553.1	סך הכול
179.3	155.0	141.8	120.5	105.0	באחוזים מהתמ"ג
591.4	472.3	379.6	284.7	235.3	מניות ואופציות למניות
269.4	265.1	261.4	252.9	232.7	אג"ח ממשלתיות
77.5	96.9	87.2	75.4	56.1	מק"ם
210.3	132.4	98.5	48.2	26.9	אג"ח פרטיות
25.7	13.1	7.0	5.1	1.2	תעודות סל
1.3	1.7	1.4	1.4	1.0	חוזים עתידיים
(התפלגות איגרות החוב הממשלתיות לפי הצמדה, אחוזים)					
41.7	42.6	42.0	44.6	46.4	צמודות למדד
0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	צמודות למט"ח
39.5	38.9	36.0	32.7	30.5	לא-צמודות בריבית קבועה
18.7	18.4	22.0	22.6	20.7	לא-צמודות בריבית משתנה
(התפלגות איגרות החוב הפרטיות לפי הצמדה, אחוזים)					
74.0	72.3	72.3	63.1	74.6	צמודות למדד
18.4	21.5	22.3	29.4	17.5	צמודות למט"ח
7.6	6.2	5.4	7.5	8.0	לא-צמודות
המקור: הבורסה לניירות ערך ועיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.					

ואת ביקושיהם לאג"ח של המגזר הפרטי - אך ביטאה גם הערכות חסר של סיכוני האשראי בחלק מהחברות. מירווחי הסיכון נותרו עד מאי יציבים, פרט למירווחי הסיכון על האג"ח הלא-מדורגות מענף הנדל"ן, שהחלו להתרחב כבר בראשית השנה, וביטאו עלייה של הערכות הסיכון במגזר זה.

במהלך החודשים יוני ויולי החל תהליך של עליית תשואות, במקביל לעליית התשואות על האג"ח הממשלתיות, ומירווחי הסיכון נותרו כמעט ללא שינוי, למעט אלו של החברות הלא מדורגות מענף הנדל"ן, אשר המשיכו לעלות.

המשבר העולמי, שטלטל את השווקים הגלובליים במחצית השנייה של השנה, חולל זעזוע גם בשוק האג"ח הפרטיות, וזאת בהמשך להשפעה השלילית שהייתה לקריסת חברת "חפציבה" מספר ימים קודם לכן. בעקבות המשבר גברה בשוק התנודתיות, ועלו התשואות ומירווחי הסיכון של כל האג"ח הנסחרות (איור ד'-3). חלק מהעלייה הייתה תיקון להערכות החסר של הסיכונים ערב המשבר. ככל שרמת הדירוג של האיגרות הייתה נמוכה יותר, עליית המירווחים הייתה גבוהה יותר; בלטה עליית המירווחים במגזר של חברות הנדל"ן, שבו העדר דירוג שכיח מאוד: כ-70 אחוזים מהחברות הנסחרות אינן

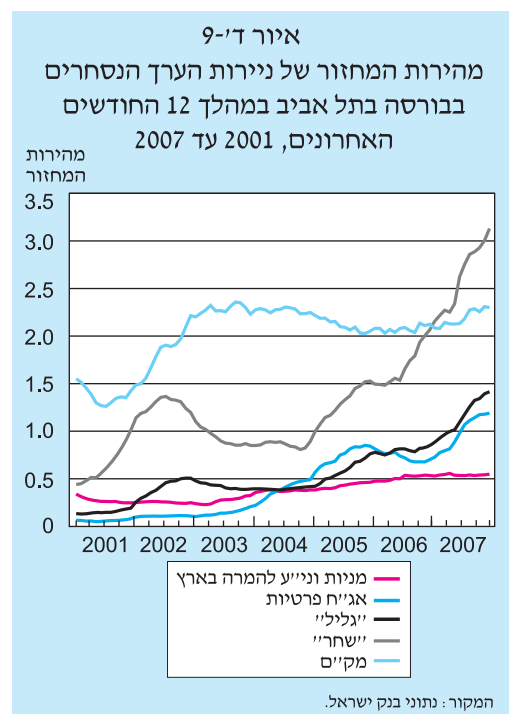
המשבר הפיננסי העולמי,
שטלטל את השווקים
הגלובליים, חולל
זעזוע גם בשוק האג"ח
הפרטיות המקומי.

מדורגות. לעומת זאת בענף הבנקאות הייתה עליית המרווחים מתונה, יחסית לעלייתם במגזר זה במשק האמריקאי.

בניגוד למקובל במשקים מפותחים אחרים בעולם, שבהם חלק גדול מדירוגי החברות מתרכז בדירוגי הביניים, בישראל רוב הסדרות הנסחרות בתל אביב הן בדירוג גבוה - A ומעלה (כ-55 אחוזים ממספר הסדרות הנסחרות ללא מוצרים מאוגחים וכ-90 אחוזים משווי השוק שלהן), והיתר הן סדרות שאינן מדורגות כלל. מספר הסדרות בדירוג נמוך מ-A זניח - פחות מאחוז אחד מהסדרות הנסחרות ומשווי השוק שלהן - ואין חברות שדירוג ההשקעה שלהן ספקולטיבי. השיעור הגבוה של סדרות לא-מדורגות והעדר סדרות בדירוגי הביניים מצביעים כנראה על נורמת שקיפות נמוכה של החברות המנפיקות ועל העדפתן להנפיק ללא דירוג במקרה של אינדיקציה לדירוג נמוך.

הנפקה ללא דירוג מגבירה את הסיכוי לתמחור חסר של סיכונים, כפי שאכן עלה מהתפתחות מירווחי הסיכון בקרב החברות הלא-מדורגות במהלך המשבר: בקבוצת החברות האלה עלו מירווחי הסיכון הרבה מעבר לשיעור עלייתם בחברות המדורגות. ניתן לצפות כי האפיזודה האחרונה של עליית המירווחים תגדיל את הנטייה של החברות לקבל דירוג כדי להוזיל את עלות הגיוס, שכן עליית המירווחים החדה וההפסדים בעטיה הקטינו את נטייתם של המשקיעים להשקיע בחברות לא-מדורגות.

במקביל לעלייה בשווי השוק של החברות נרשמה ב-2007 עלייה ניכרת במחזורי המסחר: הם הגיעו לכ-670 מיליוני ש"ח בממוצע ליום, לעומת 270 מיליונים ב-2006. גידול מחזורי המסחר השנה היה מעבר לעלייה בשווי השוק, כך שמהירות המחזור באג"ח גדלה (איור ד'-9). אחת הסיבות לגידול המחזורים היא ההתפתחות המהירה של שוק תעודות הסל לאג"ח השנה והשקת מדד התל-בונד בפברואר.

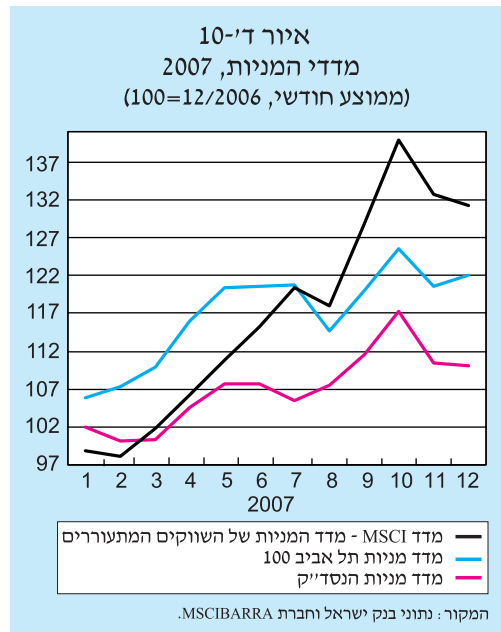


מחזורי המסחר באג"ח הפרטיות (וכן באג"ח הממשלתיות הצמודות למדד) הם עדיין, על אף גידולם, נמוכים במידה ניכרת ממחזורי המסחר באג"ח הממשלתיות הלא-צמודות, ואחת הסיבות לכך היא רמתה הנמוכה של מעורבות תושבי חוץ באיגרות הפרטיות, המתבטאת בשיעורי החזקה נמוכים מאוד - רק 0.2 אחוז מהמלאי בסוף 2007. מעורבות נמוכה זו קשורה בעובדה שמרבית האיגרות - כ-70 אחוזים - צמודות למדד, נכס הנסחר בחו"ל רק במדינות מועטות, ולכן מוכר פחות למשקיעים הזרים. גם גודלן הממוצע הנמוך של הסדרות (כ-370 מיליוני ש"ח לסדרה) והיעדרו של פטור מניכוי מס במקור על האיגרות מקשה על פעילותם של תושבי חוץ בהן.

רוב איגרות החוב
הפרטיות הנסחרות בתל-
אביב הן בדירוג גבוה.

ב. שוק המניות

עליות השערים השנה
התמקדו בחברות
הגדולות והמבוססות,
ואילו בחברות הקטנות
יותר נרשמו עליות
מתונות בלבד.



שערי המניות הוסיפו ועלו ב-2007 בשיעור חד של כ-25 אחוזים; זאת בהמשך לארבע שנים של עליות שערים רציפות, ששיעורן המצטבר הגיע ל-220 אחוזים (איור ד'-10). עליות השערים השנה התמקדו בחברות הגדולות והמבוססות, ואילו בחברות הקטנות יותר נרשמו עליות מתונות בלבד, ובמחצית השנייה שעריהן אף ירדו במידה ניכרת. בתחילת 2008 נבלמו העליות של שערי המניות, והשערים ירדו בשיעור חד (למעלה מ-10 אחוזים בתוך חודש וחצי). עליות השערים במחצית הראשונה של השנה לוו בירידה בתנודתיות, אולם זו גברה מאז המחצית השנייה - על רקע המשבר העולמי, שהגדיל את שנאת הסיכון והגביר את החשש מהשלכותיו גם על השווקים הריאליים. גם השנה

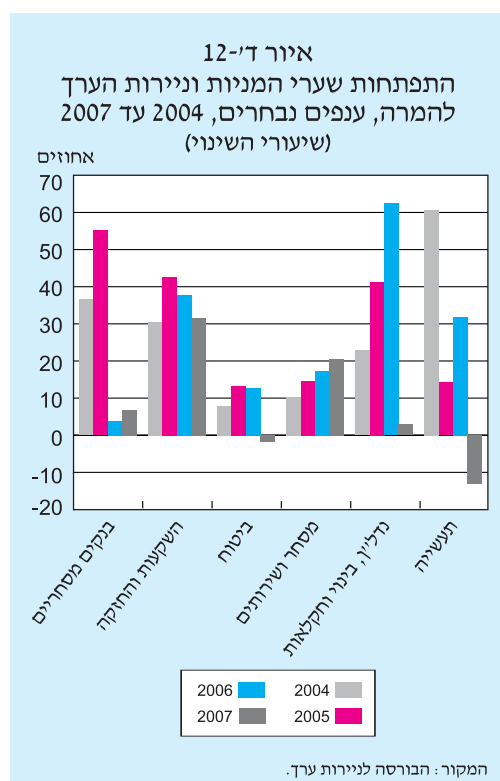
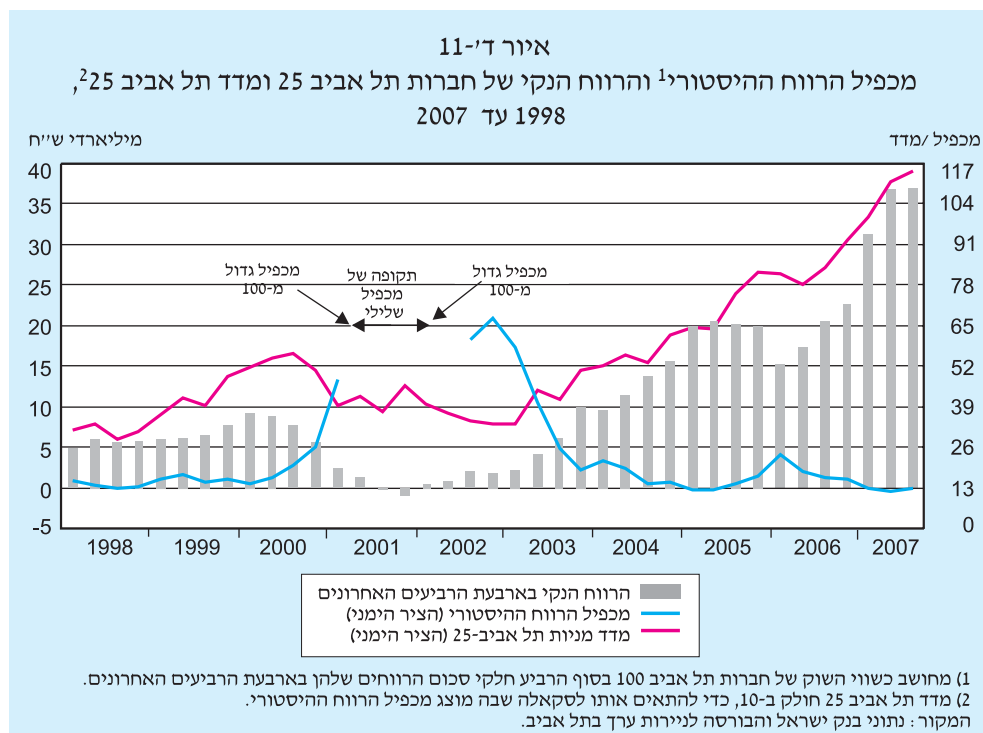
תאמו ההתפתחויות בשוק המניות את המגמות בשווקים המפותחים.

מחזורי המסחר בשוק המניות שבו ועלו גם ב-2007. הם הגיעו ל-2.1 מיליארדי ש"ח בממוצע ליום, לעומת 1.4 מיליארדים ב-2006, ונותרו גבוהים גם בתקופת המשבר - עדות לאיתנות השוק ולהשפעת הרפורמות המבניות שבוצעו, ותרמו להגדלת מחזורי המסחר תוך הרחבת מיגוון המשקיעים הפעילים בשוק.

על אף עליות השערים החדות והמתמשכות עדיין נראה כי המשך עליות השערים ב-2007 נתמך בשיפור בביצועי החברות ובגידול של רווחיותן¹⁷. כך מדדים שונים, כמכפיל הרווח ההיסטורי ומכפילי ההון, אינם מצביעים על תמחור יתר (איור ד'-11), ולפי כמה אינדיקציות עליות השערים אינן מונעות על ידי התנהגות עדרית של המשקיעים; על זאת מעידה שונות גבוהה בשיעור עליית השערים בין הענפים השונים (איור ד'-12) ובין החברות השונות: מניות מדד היתר, למשל, עלו השנה ב-4 אחוזים בלבד, ומניות תל אביב 75 עלו ב-8 אחוזים, בעוד שמניות המעוף עלו ב-31 אחוזים - ביטוי לסלקטיביות בבחירת החברות. עליות השערים גם לא היו רצופות, והיו תקופות של התאמות מחירים כלפי מטה. גם השתתפות משקי הבית במסחר, באמצעות קרנות הנאמנות או במישרין, עדיין נמוכה. עליית השערים המצטברת בשנים האחרונות אמנם חריגה ביחס לשווקים מפותחים, אך נמוכה במידה ניכרת מאשר בשווקים המתפתחים. למרות זאת נראה כי, במבט לעתיד, רמת הסיכון בשוק המניות עלתה, על רקע התחזיות האחרונות לירידת שיעורי הצמיחה בעולם ובישראל, שעלולה להשפיע על רווחיות החברות בעתיד.

¹⁷ כפי שמשתקף מהביצועים, על פי הדוחות הכספיים לרביע השלישי של 2007.

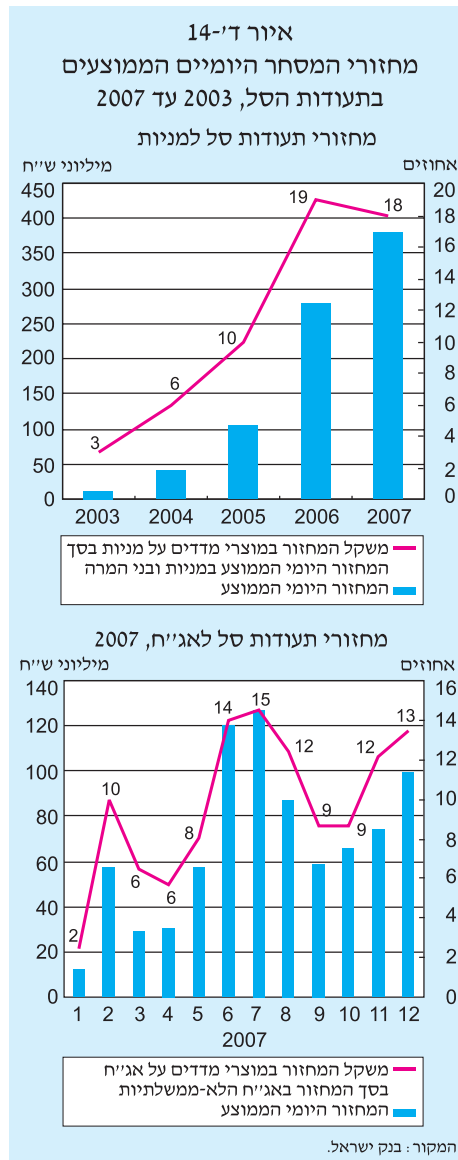
נראה שהמשך עליות
השערים ב-2007 נתמך
בשיפור בביצועי החברות
ובגידול רווחיותן.



ג. תעודות הסל

שנת 2007 התאפיינה בהמשך גידול מואץ בשוק תעודות הסל הנסחרות בתל אביב, ובעיקר בתעודות הסל על אג"ח, שעד סוף 2006 היקפן היה זניח (איור ד'-13). שווי תעודות הסל הגיע בסוף השנה ל-25.7 מיליארדי ש"ח, 6.2 מיליארדים מתוכן תעודות סל על אג"ח - כמעט פי שניים משווי התעודות בסוף 2006 ופי ארבעה משוויין בסוף 2004. גם מספר התעודות גדל במידה ניכרת, ובסוף השנה הוא עמד על 237, לעומת 116 בסוף 2006 ו-19 בלבד בסוף 2004. תעודות הסל על מדדי מניות בארץ מהוות כ-30 אחוזים ממספר התעודות וכ-40 אחוזים משוויין הכספי, תעודות הסל על מדדי מניות בחו"ל מהוות כ-40 אחוזים ממספר התעודות ו-30 אחוזים משוויין, והיתר הן בעיקר תעודות סל על אג"ח.

ב-2007 נמשך הגידול המואץ בשוק תעודות הסל, ובעיקר בתעודות הסל על אג"ח, תוך עלייה ניכרת במספרן של התעודות.



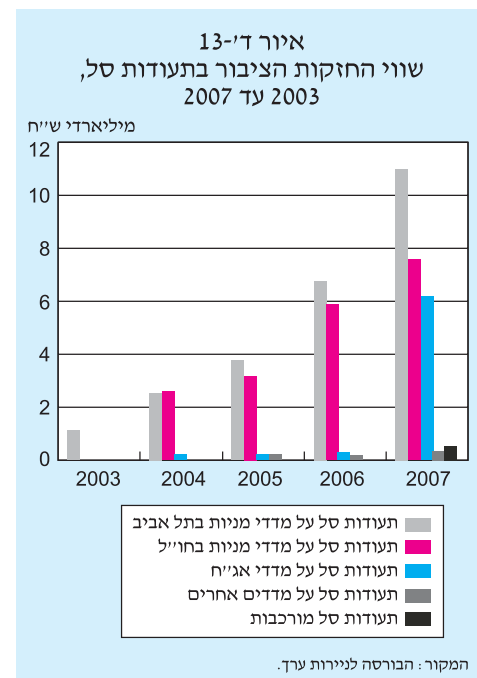
ההתפתחות המואצת של
תעודות הסל בישראל
היא חלק ממגמה עולמית
של התרחבות ההשקעה
במכשירים מדדיים.

תעודות ה-ETF, שהן מכשיר השקעה דומה לתעודות סל, בלונדון הוא פחות מ-100, ובארצות הברית מספר התעודות אמנם גבוה יותר, כ-500, אך זאת לאחר קרוב ל-15 שנים של מסחר ב-ETF.

ריבוי הסדרות הנסחרות והתכיפות הרבה של הנפקת סדרות חדשות הם תוצאה של התחרות העזה בתחום והניסיון ליצור חדשנות שיווקית, אך זו מובילה בסופו של דבר לנזילות וסחירות נמוכה בחלק ניכר מהסדרות הנסחרות. אמנם המחזור היומי

תעודות הסל הן מכשיר השקעה נוח לפיזור השקעות, והעלויות הכרוכות ברכישתן נמוכות מאלה של קרן נאמנות. (ראו תיבה ד'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2006). מסיבה זו הן משמשות מכשיר השקעה שימושי למשקי הבית: כ-70 אחוזים ממלאי התעודות בדצמבר הוחזק בידי הציבור במישרין, ורק 30 אחוזים - בידי משקיעים מוסדיים לטווח ארוך. מחזורי המסחר בתעודות הסל הם רכיב מרכזי וחשוב של המסחר בבורסה בתל אביב: כ-20 אחוזים מהמחזור הממוצע במניות בבורסה ב-2007 מקורו במסחר בתעודות סל למניות, וכ-10 אחוזים מהמסחר באג"ח פרטיות מקורו בתעודות הסל לאג"ח (איור ד'-14).

ההתפתחות המואצת של תעודות הסל בישראל היא חלק ממגמה כלל-עולמית של התרחבות ההשקעה במכשירים מדדיים, על חשבון ניהול השקעות אקטיבי, אולם נראה כי קצב ההנפקה של תעודות סל חדשות בישראל מהיר בהרבה מאשר במשקים מפותחים אחרים שבהם נסחרים מכשירים דומים. כך, למשל, מספרן של



הממוצע בכלל תעודות הסל גבוה מאוד, אולם מחזור זה מתרכז במספר קטן של סדרות, ואילו במרבית הסדרות האחרות מחזורי המסחר נמוכים יחסית. כך, למשל, מלמד הפילוח של נתוני המסחר לפי תעודות כי 122 תעודות, שהמחזור היומי הממוצע שלהן ב-2007 היה מעל 1 מיליון ש"ח, מרכוזות 91 אחוזים מהמחזור היומי הממוצע בתעודות הסל, בעוד שביתר 115 התעודות מתנהל רק 9 אחוזים מהמחזור. תוצאה נוספת של ריבוי הסדרות המונפקות היא ששוויה הכספי של כל סדרה נסחרת נמוך יחסית. נראה שריבוי הסדרות, הפוגם בסחירות של חלק גדול מהן, וכן הרמות הנמוכות של הפיקוח והשקיפות, המאפיינות את תעודות הסל, מגדילים את הסיכונים הכרוכים בהשקעה במכשיר זה. הרשויות פועלות להגברת הפיקוח והשקיפות של התעודות.

ד. השוק הראשוני - גיוסי ההון של המגזר הפרטי הלא-בנקאי

גיוסי ההון של המגזר הפרטי הלא-בנקאי בארץ ובחו"ל הסתכמו ב-2007 בסכום שיא - 110 מיליארדי ש"ח, לעומת 108 מיליארדים ב-2006. בגיוסי ההון בחו"ל נרשמה ב-2007 ירידה, לאחר גיוס שיא ב-2006, רובו הנפקה של חברה אחת. לעומת זאת בגיוסי ההון בארץ נמשכה גם השנה ההאצה, והם הגיעו לשיא נוסף - 105 מיליארדי ש"ח, לעומת 61 מיליארדים ב-2006 (לוח ד'-8). הגידול המואץ של היקף ההנפקות בארץ בשנים האחרונות הוא תוצאה של התנאים המקרו-כלכליים החיוביים במשק והציפיות להתמדתם, סביבת הריביות הנמוכה, הרפורמות המבניות שבוצעו וצמצום גיוסי ההון של הממשלה. המשבר העולמי הביא לעלייה בהערכות הסיכון בשווקים הפיננסיים, והאט במידה מסוימת את קצב הגידול של ההנפקות במחצית השנייה של השנה. בלטה בעיקר הירידה בהיקף ההנפקות הלא-מדורגות, שהיוו במחצית השנייה 2 אחוזים בלבד מסך ההנפקות, לעומת 19 אחוזים במחצית הראשונה, בעוד שחלקן של ההנפקות בדירוגי BBB עלה ל-5 אחוזים מהיקף ההנפקות. עוד בלטה הירידה בהיקף ההנפקות של האג"ח הלא-סחירות, שהיוו ב-2007, לראשונה, פחות מ-50 אחוזים מהיקף ההנפקות האג"ח. השקעה באג"ח לא-סחירה נחשבת למסוכנת יותר מהשקעה באג"ח סחירה, משום שלא ניתן לממשה במהלך תקופת החזקה, וקשה לתמחר אותה, בהעדר מחיר הנקבע בבורסה. עם זאת במשך שנים ארוכות העדיפו המשקיעים המוסדיים להשקיע באג"ח לא-סחירות, שכן ההשקעה בהן הקטינה את תנודתיות התשואה בתיקיהם. בשנים האחרונות בוצעו מספר שינויים רגולטוריים במטרה להקטין את התמריץ למנפיקים להנפיק חוב לא-סחיר, ולמשקיעים - להחזיק בו. שינויים אלו כללו הקלות בדרישות התשקיף לציבור, פתיחת האפשרות להנפקה באמצעות תשקיף מדף וקביעת כללים לשערוך חוב לא-סחיר בהתאם למחירי השוק.

גם ב-2007 מרבית ההנפקות שבוצעו היו של אג"ח (70 אחוזים), ואילו חלקן של הנפקות המניות הולך ויורד מאז 2005, והשנה הוא הגיע ל-14 אחוזים בלבד¹⁸. נראה אפוא כי בשנים האחרונות החברות מעדיפות לגייס הון בדרך של הנפקת חוב. הסיבות העיקריות לכך הן סביבת הריביות הנמוכה לכל הטווחים, המהווה תמריץ לגיוס חוב, עליית רווחיותן של הפירמות, המאפשרת להן להגדיל את היקף ההתחייבויות ללא עלייה מקבילה בנטל החוב שלהן ובמחיר הון, והעובדה שחלק מהסכומים המגויסים בדרך זו משמשים להחלפת אשראי בנקאי, כך שממילא הם אינם מגדילים את נטל החוב. גם הגופים המשקיעים, שרובם הם משקיעים מוסדיים לטווח ארוך (כגון קרנות פנסיה, קופות גמל וחברות ביטוח),

גיוסי ההון של המגזר הפרטי בארץ ובחו"ל הגיעו ב-2007 לשיא נוסף.

המשבר העולמי האט את קצב ההנפקות, בעיקר הלא-מדורגות.

גם ב-2007 מרבית ההנפקות שבוצעו היו של אג"ח.

¹⁸ יתר ההנפקות הן של מכשירים פיננסיים מובנים.

לוח ד'-8
הנפקת ניירות ערך של המגזר הפרטי הלא-בנקאי בארץ ובחו"ל לפי סוג הנייר¹, ברוטו, 2003 עד 2007

התפלגות הגזיט בארץ, אחרים						מיליוני ש"ח, מחזירים שוטפים					
2007	2006	2005	2004	2003	2007	2006	2005	2004	2003		
100	100	100	100	100	104,526	61,375	54,242	29,698	18,234	א. הגזיט בארץ	
66	62	59	63	44	69,050	38,073	31,912	18,769	8,091	מזרח: בניירות ערך סחירים	
84	89	92	78	80	87,922	54,548	49,733	23,214	14,664	1. גזיט למימון פעילות	
14	19	23	22	15	14,959	11,873	12,237	6,656	2,825	מניות ובני המרה	
36	32	28	19	9	37,487	19,373	15,165	5,629	1,695	אגרות חוב סחירות	
34	38	41	37	56	35,477	23,302	22,331	10,929	10,144	אגרות חוב לא סחירות ²	
16	11	8	22	20	16,605	6,827	4,510	6,484	3,571	2. מכשירים פיננסיים	
5	7	1	12	5	4,796	4,359	628	3,453	933	תעודות סל למניות ³	
6	1	0	0	0	6,441	360	83	42	0	תעודות סל לאג"ח ³	
5	3	7	10	14	5,368	2,108	3,799	2,989	2,638	אג"ח מובטות ותעודות פיקדון	
					5,149	46,579	9,806	24,612	4,475	ב. הגזיט בחו"ל	
					5,133	33,102	7,691	18,563	4,333	מניות ובני המרה	
						13,477	2,113	5,440	142	אגרות חוב סחירות	
					16		2	609		אגרות חוב לא סחירות	
					109,675	107,954	64,049	54,310	22,709	ג. סה"כ הגזיט בארץ ובחו"ל	

(1) לא כולל הנפקות בידי חברות בנות ובידי האגודים בנקאיים, כולל הנפקות בידי חברות זרות.

(2) כולל הנפקת אגרות חוב של רשויות מקומיות בסכום של 140 מיליוני ש"ח ב-2005 ו-2006, ברחאמה.

(3) הנפקות נטו.

המקור: הבורסה לניירות ערך ודיווחים ישירים לבנק ישראל.

העדיפו השקעה באג"ח, שכן זו נחשבת להשקעה פחות מסוכנת, המאפשרת להגדיל את התשואה הצפויה בלי העלאה משמעותית של רמת הסיכון.

כמו בשנת 2006, מרבית הנפקות האג"ח הסחירות שבוצעו השנה היו של חברות מענף הנדל"ן (42 אחוזים) ומענפי ההשקעה וההחזקה (30 אחוזים). אשר לסיכון של החברות המנפיקות¹⁹ - כמו בשנים קודמות, מרבית ההנפקות שבוצעו היו בדירוג גבוה - A ומעלה (כ-80 אחוזים) והיתר - הנפקות ללא דירוג כלל. משקלן של חברות הנדל"ן בהנפקות הלא-מדורגות גבוה - כ-52 אחוזים. חלקן של ההנפקות בדירוגים הנמוכים מ-A זניח - פחות מ-3 אחוזים מהיקף ההנפקות השנה.

גיוסי ההון במניות ובני המרה הסתכמו השנה ב-15 מיליארדי ש"ח, עלייה קטנה ביחס לשנתיים הקודמות. החברות מענפי המסחר והשירותים ומענף הנדל"ן היו השנה דומיננטיות בהנפקות המניות ובני המרה: למעלה מ-60 אחוזים מהיקף ההנפקות בוצעו על ידן. יתר ההנפקות בוצעו בעיקר על ידי חברות תעשייה (20 אחוזים) וחברות החזקה (16 אחוזים). נוסף על ההנפקות למימון המגזר העסקי, גדל בשנים האחרונות היקף ההנפקות של מוצרים פיננסיים מובנים מסוגים שונים, כגון תעודות סל, אג"ח מובנות ותעודות פיקדון, וב-2007 הוא הגיע לסכום שיא - כ-17 מיליארדים נטו. העלייה הבולטת ביותר הייתה בהנפקות תעודות הסל לאג"ח, שהסתכמו ב-2007 ב-6.4 מיליארדי ש"ח.

בשנים האחרונות הוכנסו בכללי הפעילות בשוק הראשוני מספר שינויים שהקלו על תהליך ההנפקה ושכללו אותו. אחד השינויים החשובים, שיושמו בחלק ניכר מההנפקות ב-2007, היה הנפקה באמצעות תשקיף מדף. שינוי זה, בתוספת הידוק כללי הדיווח בדוחות הכספיים והתאמתם לאלה הנדרשים בעת פרסום תשקיף, פישטו את הליך ההנפקה, הוזילו אותו, ואפשרו לחברות להגיב על תנאי השוק, המשתנים במהירות.

שינוי אחר שיושם ביולי השנה הוא חוק החיתום החדש, שהוביל לשינויים מרחיקי לכת בשוק החיתום, ואיפשר, בין היתר, הקצאה של ניירות ערך לפי שיקול דעתו של החתם וללא מכרז. (ראו דוח בנק ישראל ל-2006, עמ' 126). שינוי זה מגדיל את הפוטנציאל לניגודי עניינים של החתם, אולם כדי לצמצם אותם הוכנסו בחוק החדש הגבלות על מכירה לגופים מקורבים. למרות האפשרות למכור ניירות ערך ללא מכרז, ההקצאה בחלק הארי של ההנפקות שבוצעו עד כה הוסיפה להיות במכרז; זאת, בין השאר, משום שחוק החיתום נכנס לתוקף ביולי, בעת הזעזוע שהתחולל בשווקים בעטיו של המשבר העולמי; בתקופה של זעזועים הנכונות לבצע שינויים בכללי המשחק פוחתת. מלבד זאת, ההגבלות על הקצאה לגופים מקורבים מקשות על שיווק הנפקות, בפרט בתקופה של זעזוע בשווקים.

ה. השוק שקל-מטבע חוץ

(1) התפתחות שער החליפין ורמת סיכנו

בשנת 2007 יוסף שער החליפין של השקל בכ-9 אחוזים מול הדולר ובכ-1.4 אחוזים מול סל המטבעות האפקטיבי, המחושב על פי משקלות הסחר של ישראל (איור ד'-15). התחזקות השקל מול הדולר בשיעור גבוה יחסית להתחזקותו מול סל המטבעות האפקטיבי נבעה בעיקר ממגמת ההיחלשות של הדולר בעולם, שהחלה במחצית הראשונה של 2006, והואצה באוגוסט, על רקע הזעזוע הגלובלי בשווקים הפיננסיים והשלכותיו על המשק האמריקאי (איור ד'-16). על אף ההבדלים בעוצמות, ניכר כי המגמות בשער החליפין האפקטיבי היו מתואמות עם המגמות בשער החליפין של הדולר - בין היתר, מפני משקלו

מרבית הנפקות האג"ח השנה היו של חברות מענף הנדל"ן ומענפי ההשקעה וההחזקה.

השוק הראשוני ב-2007 החל לפעול תחת חוק החיתום החדש.

בשנת 2007 יוסף שער החליפין של השקל בכ-9 אחוזים מול הדולר ובכ-1.4 אחוזים מול סל המטבעות האפקטיבי, המחושב על פי משקלות הסחר של ישראל.

¹⁹ על פי פילוח של 80 אחוזים מסכום הנפקות האג"ח הסחירות (ללא הקצאות).

התחזקות השקל מול
הדולר הושפעה בעיקר
ממגמת היחלשותו של
הדולר בעולם.

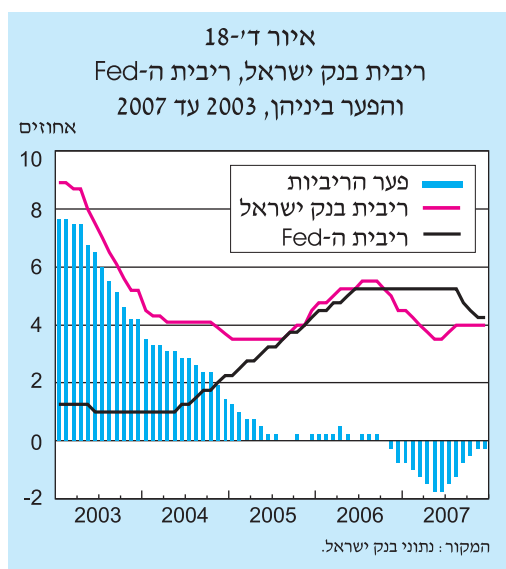


הגבוהה של הדולר בסל (כ-30 אחוזים). לצד מגמת היחלשותו של הדולר בעולם פעלו גורמים מקומיים וגלובליים, שחלקם תמכו בהתחזקות השקל וחלקם פעלו להיחלשותו. הגורמים המרכזיים שתמכו בהתחזקות השקל הם: (1) המשך השיפור בתנאי היסוד במשק והתבססות האמון במדיניות המקרו-כלכלית, שהתבטאו לאחרונה בהחלטת ארגון OECD להכריז על ישראל כמועמדת להצטרפות לשורותיו ובהעלאת דירוג האשראי של ישראל על ידי סוכנות הדירוג S&P. גורמים אלה המשיכו לתמוך בהשקעות הישירות של המשקיעים הזרים בחברות ישראליות, שלמרות התמתנותן ביחס לאשתקד הייתה רמתן גבוהה מהממוצע הרב-שנתי (איור ד'-17). (2) העודף בחשבון השוטף, הצפוי להסתכם השנה בכ-3 אחוזי תוצר. עודף זה, יחד עם השקעות ישירות בהיקפים גבוהים, יצרו לחץ בסיסי מתמיד לייסוף השקל, ובמרבית השנה השפעתם גברה על השפעת הגורמים שתמכו ביצוא הון על ידי תושבי ישראל.

עם הגורמים המרכזיים שפעלו להיחלשות השקל נמנים: (1) המשך התהליך של הגדלת הפיזור הבין-לאומי בתיק ההשקעות של המשקיעים המוסדיים בעקבות הרפורמה במס, שהגדילה את הכדאיות היחסית של ההשקעה בנכסים זרים; (2) הזעזוע הגלובלי בשווקים הפיננסיים, שפרץ על רקע המשבר העולמי.

התפתחות שער החליפין של השקל מול הדולר הושפעה גם משינוי הכיוון בהתפתחות פער הריביות מול ארה"ב:

במהלך המחצית הראשונה של השנה התרחב פער הריביות השלילי מול ארה"ב לרמה של 1.75 נקודות אחוז, כתוצאה מהמשך תהליך הורדת הריבית על ידי בנק ישראל. ההתרחבות של פער הריביות השלילי מול ארה"ב הייתה בין הגורמים לפיחות החד בשער השקל בחודשים יוני ויולי. במחצית השנייה חלה תפנית בכיוון התפתחותו של הפער, ובמהלכה הוא הצטמצם לרמה אפסית, כתוצאה מהעלאת הריבית בישראל ומהורדת הריבית בארה"ב.



(איור ד'18). הצטמצמות פער הריביות השלילי הייתה בין הגורמים שתמכו בהתחזקות השקל במחצית השנייה.

את התפתחות שער החליפין של השקל מול הדולר בשנת 2007, ניתן לחלק לשלוש תקופות משנה עיקריות, הנבדלות זו מזו במגמות השער, בגורמים שהשפיעו על המסחר ובאופי הפעילות של המגזרים השונים הפועלים בשוק: **התקופה הראשונה** - מתחילת השנה עד אמצע מאי - התאפיינה במגמה של ייסוף; **התקופה השנייה** - מאמצע מאי עד סוף יולי - התאפיינה במגמה של פיחות; **התקופה השלישית** - מאוגוסט עד דצמבר - התאפיינה ברובה במגמה של ייסוף.

במהלך **התקופה הראשונה** יוסף השקל בכ-7 אחוזים, המשיך למגמה שהחלה במחצית הראשונה של 2006, על רקע מגמת היחלשות הדולר בעולם, העודף בחשבון השוטר והמשך יבוא ההון ארוך הטווח למשק בהיקפים גבוהים. לקראת סוף הרביע הראשון הוצעה מגמת הייסוף, והתפתחות שער השקל התנתקה מהמגמות הגלובליות של שערי החליפין. האצת מגמת הייסוף הושפעה בעיקר מהאטת קצב ההשקעות של המשקיעים המוסדיים בחו"ל ומהתגברות המימושים של משקי הבית בקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה בניירות ערך זרים, על רקע ירידות שערים בשוקי

מתחילת השנה ועד אמצע מאי יוסף השקל בכ-7 אחוזים, על רקע מגמת היחלשות הדולר בעולם, העודף בחשבון השוטר והמשך יבוא ההון ארוך הטווח למשק בהיקפים גבוהים.

היחלשות השקל, בחודשים מאי עד אוגוסט, מוסברת בעיקר בהתרחבות פער הריביות השלילי לטווח קצר מול ארה"ב, ובהתאפסות פער התשואות הארוכות.

המניות בעולם וחשש מהמשך ההתחזקות של השקל.

במהלך **התקופה השנייה** פוחת השקל בשיעור חד של כ-10 אחוזים מול הדולר, תוך עלייה חדה בתנודתיות ובסיכון השער, כפי שהוא נמדד באמצעות סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר (איור ד'19). היחלשות השקל, במקביל להמשך היחלשותו של הדולר בעולם, מוסברת בעיקר בהמשך ההפחתה של ריבית בנק ישראל, תוך התרחבות פער הריביות השלילי מול ארה"ב, וכן בהתאפסות פער התשואות הארוכות בעקבות העלייה החדה של מחירי איגרות החוב השקליות. הפער האפסי בתשואות הארוכות והרמה השלילית של פער הריביות העלו את רגישותם של המשקיעים לאי-הוודאות במשק, שגברה על רקע פרסום דוח הביניים של "ועדת וינוגרד" וחששות להתלקחות עימות עם סוריה. גורם נוסף שפעל להיחלשות השקל בתקופה זו הוא הערכות הפעילים בשוק כי בעקבות התגברות הלחצים האינפלציוניים במשק יופסק תהליך ההורדה של ריבית בנק

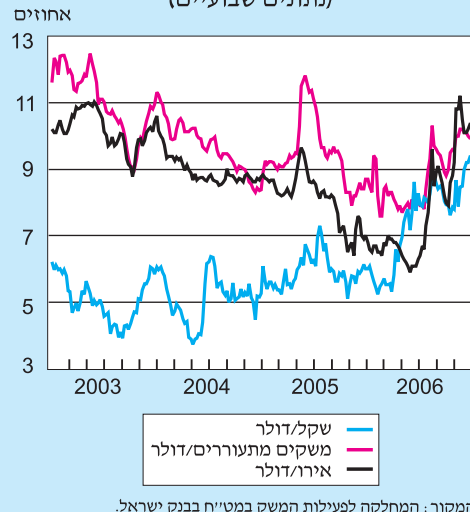
ישראל, ובכך תפחת כדאיות ההשקעה במכשירי החוב השקליים כאמצעי להשגת רווחי הון בטווח הקצר.

התפתחויות אלו השפיעו בעיקר על הפעילות של תושבי חוץ: הם עברו למימושים באיגרות החוב השקליות ולרכישות מטבע חוץ בהיקפים גבוהים, בעיקר באמצעות מכשירים פיננסיים נגזרים (איור ד'-20). לפיחות השקל תרמו גם המשקיעים המוסדיים, שהאיצו את קצב השקעותיהם בחו"ל, על רקע עליות השערים החדות בשוקי המניות בעולם, בעיקר במשקים המתעוררים.

על רקע הזעזוע הגלובלי בשווקים הפיננסיים במחצית השנייה של יולי, הואצה מגמת הפיחות, ונרשמה עלייה נוספת בסיכון השער, לרמה של כ-9 אחוזים. עם זאת השפעת הזעזוע על שער החליפין ועל היציבות בשוק מטבע החוץ הייתה מתונה בהשוואה לאירועים דומים בעבר. הגורמים המרכזיים למתינותה של השפעת הזעזוע הם: (1) רמת החשיפה של הגופים הפיננסיים בארץ למכשירים פיננסיים הקשורים ישירות למשבר - כדוגמת איגרות חוב המגובות במשכנתאות - נמוכה; (2) המימושים של תושבי חוץ בבורסה המקומית הסתכמו בהיקפים מתונים ביחס למימושים בשוקי המניות של משקים מתעוררים אחרים; (3) ירידת השערים בשוקי המניות בעולם הניעה תהליך של החזרת הון לארץ על ידי משקי הבית והמשקיעים המוסדיים, ותהליך זה קיזז את השפעת יצוא ההון שנבע מהמימושים של תושבי חוץ בבורסה המקומית; (4) זרם ההשקעות הישירות של משקיעים זרים בחברות

ישראליות התמיד לאורך כל התקופה, וכמעט לא הושפע מהזעזוע. במהלך התקופה השלישית יוסף השקל בשיעור חד של כ-10 אחוזים, והעלייה בסיכון השער נבלמה. התחזקות השקל מוסברת בעיקר בהתפתחויות גלובליות בעקבות משבר הפיננסי בעולם המערבי ובהצטמצמות פער הריביות השלילי מול ארה"ב: (1) רגיעה יחסית, שהסתמנה בשווקים הפיננסיים הגלובליים, על רקע נכונותם של הבנקים המרכזיים בארה"ב ובאירופה להזרים נזילות לשוק, תמכה בהתחדשות העלייה של מחירי המניות

איור ד'-19
סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר (OTC) בהשוואה לסטיית התקן הגלומה באופציות אירו-דולר ומתעוררים-דולר, 2003 עד 2007 (נתונים שבועיים)



על רקע הזעזוע הגלובלי בשווקים הפיננסיים במחצית השנייה של יולי הואצה מגמת הפיחות, ונרשמה עלייה נוספת בסיכון השער.

איור ד'-20
ההשקעות של תושבי חוץ באיגרות חוב שקליות ובנגזרים (מכירות מטבע חוץ (+)), 2007



התחזקות השקל בשליש האחרון של השנה מוסברת בעיקר במשבר הפיננסי העולמי ובהצטמצמות פער הריביות השלילי מול ארה"ב.

הנסחרות בבורסה המקומית ובבלימת עלייתן של תשואות איגרות החוב השקליות; (2) נתונים שונים על הכלכלה האמריקאית, שהצביעו על זליגת הזעזוע בשווקים הפיננסיים לפעילות הריאלית, הביאו להורדת הריבית בארה"ב, וזו, יחד עם העלאות של ריבית בנק ישראל, התבטאו בהצטמצמות ניכרת של פער הריביות השלילי מול ארה"ב; (3) מגמת ההיחלשות של הדולר בעולם הואצה, בעקבות הורדת הריבית בארה"ב והתגברות ההערכות בדבר האטה במשק האמריקאי.

גורמים אלו תמכו בשינוי הכיוון של פעילות תושבי חוץ: אלה חידשו את השקעותיהם באיגרות חוב שקליות ובמניות הנסחרות בבורסה המקומית, ועברו למכירת מטבע חוץ באמצעות מכשירים פיננסיים נגזרים. לכך סייעו האיתנות והביצועים הטובים של המשק הישראלי, שתמכו בהמשך ההשקעות הישירות של משקיעים זרים בחברות ישראליות.

(2) ניתוח הפעילות של המגזרים השונים בשוק מטבע החוץ

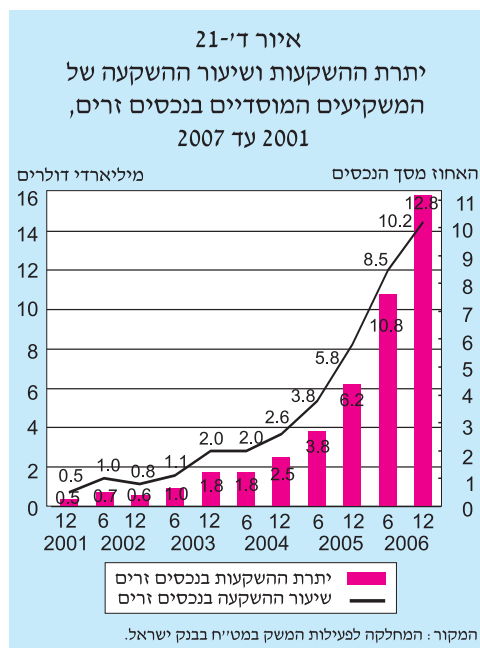
ניתוח הפעילות בשוק המט"ח מבוסס על פילוח הפעילים בשוק למגזרים שונים על פי דפוסי פעילותם בעבר ושיקולי השקעה שניתן לייחס להם. ארבעת המגזרים העיקריים הפעילים בשוק המט"ח הם תושבי חוץ ושלושה מגזרים מקרב תושבי ישראל - משקי הבית, המגזר העסקי והמשקיעים המוסדיים.

הפעילות של משקי הבית והמשקיעים המוסדיים בשנה הנסקרת הושפעה בעיקר מהרפורמה במס (שנכנסה לתוקף בתחילת 2005), מהתפתחות המחירים היחסיים בשווקים הפיננסיים המקומיים והגלובליים ומהערכות לגבי התפתחות שערי החליפין של השקל.

תגובתם של משקי הבית על האירועים הגיאופוליטיים שהתרחשו במהלך השנה הייתה - שלא כבעבר - מתונה.

בתחילת 2005 הושו תנאי המיסוי על השקעות בחו"ל ובארץ למשקי הבית, לקרנות הנאמנות ולחלק מהמשקיעים המוסדיים (קופות הגמל וקרנות הפנסיה). צעד זה, שהגדיל את האטרקטיביות היחסית של השקעה בנכסים זרים, הניע תהליך של התאמת תיקים על ידי משקי הבית והמשקיעים המוסדיים. מאז החלת הרפורמה במס הגדילו המשקיעים המוסדיים לטווח ארוך ובינוני²⁰ את שיעור השקעותיהם בנכסים זרים בכ-8 נקודות אחוז (איור ד'-21). שיעור ההשקעה של המוסדיים בחו"ל, שעמד בסוף 2007 על כ-10 אחוזים²¹, עדיין נמוך מן השיעורים הנהוגים במדינות

מאז החלת הרפורמה
במס הגדילו המשקיעים
המוסדיים לטווח
ארוך ובינוני את שיעור
השקעותיהם בנכסים
זרים.



²⁰ קופות הגמל, קרנות ההשתלמות, חברות הביטוח וקרנות הפנסיה.

²¹ כולל השקעה בתעודות סל על שוקי מניות זרים ולא כולל השקעה במניות ישראליות הנסחרות בחו"ל.

דומות (כ-25 אחוזים בממוצע) - דבר המצביע על פוטנציאל להמשך תהליך התאמתם של התיקים בעתיד. שיעורי ההשקעה של המשקיעים המוסדיים בחו"ל מתאפיינים בשונות גבוהה: בעוד ששיעור ההשקעה בחו"ל של התוכניות לביטוח חיים היה בסוף 2007 כ-18 אחוזים, שיעור ההשקעה של קופות הגמל וקרנות הפנסיה החדשות היה כ-10 אחוזים, ושל קרנות הפנסיה הוותיקות - כ-4 אחוזים בלבד. ההבדלים בשיעורי ההשקעה נובעים בעיקר מההבדלים בעיתוי הסרת החסמים להשקעה בחו"ל: לקרנות הפנסיה הוותיקות ההיתר להשקיע בחו"ל ניתן רק בסוף שנת 2005, והן עומדות כעת בראשיתו של התהליך; לעומתן חברות הביטוח, שאפליית המס שקדמה לרפורמה לא חלה עליהן, נתונות בתהליך הפיזור הבין-לאומי של התיק מאז שנת 2001.

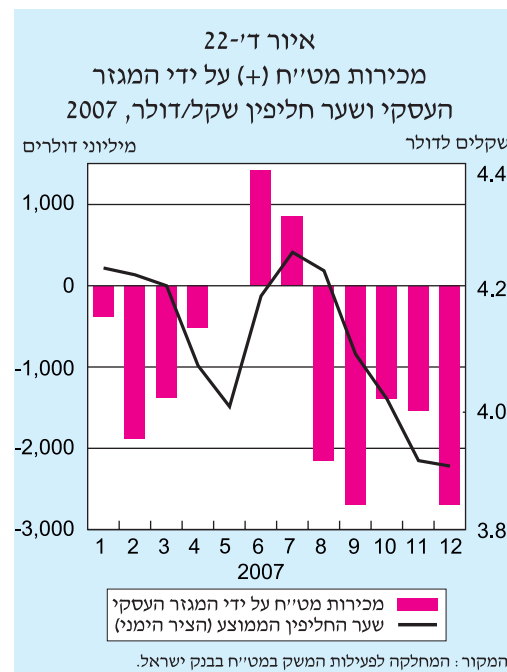
היקף ההשקעות של המוסדיים בחו"ל הסתכם ב-2007 בכ-3.4 מיליארדי דולרים, בדומה להיקפים שנרשמו בשנתיים באחרונות מאז החלת הרפורמה במס. עם זאת, קצב ההשקעות של המשקיעים המוסדיים בחו"ל לא היה אחיד על פני השנה, והושפע מהאטרקטיביות היחסית של שוק ההון המקומי ביחס לשווקים הזרים ומהערכות לגבי התפתחות שיערי החליפין של השקל. כך, למשל, בעקבות ירידות השערים החדות בשווקים הפיננסיים בעולם באוגוסט מימשו המשקיעים המוסדיים השקעות בחו"ל. נציין כי המשקיעים המוסדיים, על אף טבעם כמשקיעים לטווח ארוך, נוקטים לעיתים שיקולי השקעה קצרי טווח - בין השאר, מפני חובתם לדווח לציבור על שווי נכסיהם וביצועיהם בתדירות גבוהה.

משקי הבית מפזרים את השקעותיהם בחו"ל במישרין ובעקיפין - באמצעות צבירה בקרנות נאמנות המתמחות בהשקעה בניירות ערך זרים ובאמצעות השקעה בתעודות סל על מדדי מניות בחו"ל. הפעילות של משקי הבית באפיקים אלו בשנת 2007 לא הייתה אחידה: מחד גיסא, נמשכה מגמת הפדיונות של משקי הבית מקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה בניירות ערך זרים, שהחלה במחצית השנייה של 2006. מאידך, נמשכה העלייה ביתרת השקעותיהם הזרות של משקי הבית במישרין ובאמצעות תעודות סל על מדדים בחו"ל. עם זאת, במהלך הזעזוע הגלובלי

בשווקים הפיננסיים - בחודשים יולי ואוגוסט - הסתכמה הפעילות של משקי הבית (במישרין ובעקיפין) במימושים נטו, שיחד עם מימושי המשקיעים המוסדיים קיזזו את השפעת המימושים של תושבי חוץ בבורסה בתל אביב על שער החליפין.

המגזר העסקי, בהתאם לדפוס פעילותו בעבר, המשיך במרבית הזמן לפעול בטווח הקצר בניגוד למגמת שער החליפין, והיה המגזר המרכזי שסיפק את עודפי הביקוש תוך עליית שער החליפין בתקופת הפיחות וקלט את עודפי ההיצע תוך ירידת השער בתקופת הייסוף (איור ד'-22). דפוס פעילות זה של המגזר העסקי מממן בדרך כלל את התנודות בשער החליפין ובשוק המט"ח.

המגזר העסקי המשיך לפעול בטווח הקצר בניגוד למגמת שער החליפין.



נמשך זרם ההשקעות
הישירות של תושבי
חוץ במניות של חברות
ישראליות.

הפעילות של תושבי חוץ במכשירי ההון התמתנה בהשוואה לאשתקד, בעוד שפעילותם במכשירי החוב התרחבה - בין היתר, בעקבות החלת רפורמת עושי השוק - והייתה בדרך כלל מתואמת עם מגמת שער החליפין. ההשקעות של תושבי חוץ במניות של חברות ישראליות הסתכמו בתקופה הנסקרת בכ-12 מיליארדי דולרים. רובן המכריע היה באמצעות השקעות ישירות, שלמרות התמתנות ביחס לאשתקד הייתה רמתן גבוהה מהממוצע הרב-שנתי. בשונה מאשתקד, ההשקעות הישירות התפרסו באופן אחיד על פני השנה והיו מורכבות מעסקאות קטנות רבות. התרחבות ההשקעות הישירות בשנים האחרונות, שהתרכזו בעיקר בחברות מענפי הטכנולוגיה העילית, והמשכן השנה למרות מיצוי תהליכי ההפרטה, מבטאים את האמון של המשקיעים הזרים במשק הישראלי וביתרונותיו הטכנולוגיים. היקף ההשקעות של תושבי חוץ במניות הנסחרות בבורסה בתל אביב עלה יחסית לאשתקד, והתפתחותן במהלך השנה הושפעה בעיקר ממגמת השקעות של המשקיעים הבין-לאומיים במשקים מתעוררים. עם זאת, הן זרם ההשקעות של תושבי חוץ בבורסה בתל אביב במהלך השנה והן המימושים סביב המשבר העולמי היו בהיקפים מתונים ביחס לזרמי ההון במשקים המתעוררים.

6. המוסדות הפיננסיים

א. הבנקים²²

בשנת 2007 נמשכה הצמיחה בפעילות הבנקאית, שהחלה עוד בשנת 2003, והערך המוסף²³ של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות עלה בשיעור ניכר של 15 אחוזים. כן נמשך השיפור בביצועיה ובחוסנה של מערכת הבנקאות הישראלית והתבטא בשמירה על רמה רווחיות גבוהה יחסית, בשמירה על היציבות בהלימות ההון ובירידת סיכוני האשראי. התרחבותה של הפעילות המשקית - המשך לתהליך שהחל לפני ארבע שנים, לאחר שנות השפל הכלכלי של 2001 - הגדילה את הביקוש המצרפי לאשראי, הן מצד הפירמות העסקיות והן מצד משקי הבית, והוא גדל בסך הכול ב-8 אחוזים. במקביל נמשך הגידול בתחליפי האשראי החוץ-בנקאי. בחינת ההתפלגות הענפית של יתרת האשראי לציבור מגלה כי יתרות האשראי גדלו בכל ענפי המשק, לרבות ענף הנדל"ן והבנייה, וזאת לאחר קיפאון בענף, שהחל בשנת 2000. העלייה המשמעותית ביותר באשראי ניכרה במגזר הפעילות השקלית הלא-צמודה, שבו מערכת הבנקאות נהנית מיתרון יחסי, מפני דלותה של התחרות מצד תחליפי האשראי החוץ-בנקאיים. למרות פיתוחו המואץ של שוק תחליפי האשראי, רובם אינם זמינים ללווים קטנים או לצורכי אשראי לטווח קצר. ניתן לשער, כי גם בעתיד, כל עוד לא יהיה היצע של ניירות ערך סחירים לטווח קצר (commercial papers), ימשיך לגדול חלקו של האשראי הלא-צמוד, ואילו האשראי הצמוד והאשראי במט"ח יגדלו בשיעורים נמוכים.

התוצאות העסקיות של מערכת הבנקאות בשלושת הרבעים הראשונים של שנת 2007 היו טובות - הודות להימצאותו של המשק בחלקו העולה של מחזור העסקים, ולהמשך השיפור בביצועים של המגזר העסקי. הרווח הנקי המצרפי של המערכת גדל

בשנת 2007 נמשכה
הצמיחה בפעילות
הבנקאית, ונמשך השיפור
בביצועיה ובחוסנה של
המערכת הבנקאית.

²² סקירה רחבה יותר של מערכת הבנקאות בישראל תתפרסם בהמשך השנה במסגרת סקירת המפקח על הבנקים.

²³ הערך המוסף מחושב כסכום של הרווח הנקי מפעולות רגילות לפני מס, בתוספת ההוצאות בגין משכורות, ההוצאות הכלליות והוצאות האחזקה והפחת על הבניינים והציוד.

השנה בשיעור של 17 אחוזים, לעומת 38 אחוזים בשנת 2006. התוצאות לא היו אחידות בקבוצות הבנקאיות השונות.

גידולו של סך הרווח השנה התרכז ברווח מפעולות רגילות, אשר גדל בשלושת הרביעים הראשונים של השנה ב-72 אחוזים, לעומת ירידה של 7 אחוזים ב-2006; זאת בניגוד לשנה הקודמת, שבה גידולו של סך הרווח נבע מהפעולות הבלתי רגילות, כתוצאה מיישום המלצות "ועדת בכר". השיפור השנה נרשם בכל סעיפי הרווח: עלייה של 11 אחוזים ברווחי המימון; ירידה חדה של 43 אחוזים בהפרשות לחובות מסופקים; עלייה בהכנסות התפעוליות, בעיקר מעמלות; ירידה בהוצאות השכר הישירות והנלוות, לראשונה מזה ארבע שנים, בשיעור של 4 אחוזים. התשואה להון של חמש הקבוצות הבנקאיות הסתכמה בשלושת הרביעים הראשונים של השנה בכ-18.9 אחוזים (במונחים שנתיים), לעומת כ-19.5 אחוזים בשנת 2006 כולה.

שנת 2007 אופיינה
בירידה של סיכון
האשראי במערכת
הבנקאית.

שנת 2007 אופיינה בירידה של סיכון האשראי, שנבעה משיפור באיכות תיקי האשראי והקיפה את כל הבנקים ואת כל ענפי המשק, לרבות ענף הבנייה והנדל"ן. יחס הלימות ההון של חמש הקבוצות הבנקאיות עלה במעט בתשעת החודשים הראשונים של השנה, ועמד על 11.1 אחוזים, לעומת 10.8 אחוזים בסוף 2006, אולם יחס זה עדיין נמוך בהשוואה למדינות מערביות (איור ד'-23). העלייה בהלימות ההון נבעה בעיקר מצבירת רווחים - תוצאת הימצאותו של המשק בחלק העולה של מחזור העסקים לצד גידול של הרווחים החד-פעמיים שרשמה מערכת הבנקאות בשנים האחרונות, ועקב דרישות המפקח על הבנקים לשיפור הלימות ההון, כדי שהלימות ההון העודפת בישראל תתקרב לשיעור המקובל במדינות המפותחות.

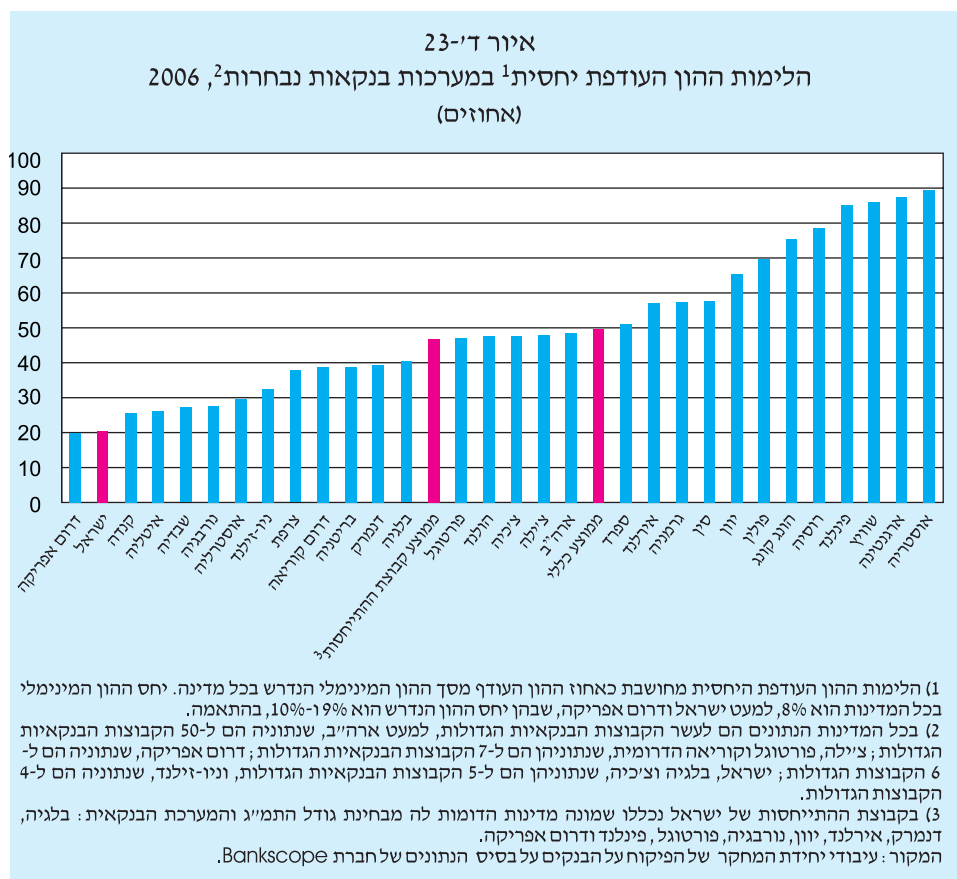
ההון הראשוני של
המערכת הבנקאית גדל
אך מעט.

ההון הראשוני²⁴, שהוא החלק הגדול והיציב בסך ההון, גדל אך מעט על רקע גידול רווחיותם של הבנקים, וכתוצאה מכך עלה יחס ההון הראשוני לרכיבי הסיכון והגיע לשיעור של 7.7 אחוזים, לעומת 7.5 אחוזים בסוף 2006. הירידה בסיכון האשראי מתבטאת גם במדדים נוספים: האשראי הבעייתי של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות ירד בשלושת הרביעים הראשונים של שנת 2007 ב-10 אחוזים; ירידה של 6 נקודות אחוז נוקפת לאשראי שאינו נושא הכנסה, שהבעייתיות שלו היא החמורה ביותר, וכתוצאה מכך ירדו בתקופה זו משקל האשראי הבעייתי בסך האשראי ומשקל האשראי שאינו נושא הכנסה בסך האשראי שבאחריות חמש הקבוצות הגדולות, ל-7.2 ו-1.7 אחוזים, בהתאמה. על אף השיפור בחלק החובות הבעייתיים בסך האשראי, משקל האשראי שאינו נושא הכנסה, בתוספת האשראי בפיגור זמני (NPLs - Non Performing Loans)²⁵, בסך האשראי בישראל עדיין גבוה מהמקובל במדינות מפותחות. כן נרשמה ירידה חדה בהפרשה לחובות מסופקים נטו בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, ומשקלם בסך האשראי המאזני עמד על 0.3 אחוז בלבד.

נוסף על סיכוני האשראי חשופים הבנקים גם לסיכוני שוק. סיכוני השוק מוגדרים כשחיקה בערכו הכלכלי של הון הבנק (net worth), בשל שינויים בלתי צפויים במחירי השוק - בשיעורי הריבית, בשערי המניות, בשער החליפין ובאינפלציה. החשיפה של מערכת הבנקאות לסיכון ריבית, הנובעת מהפער בין מועדי הפירעון למועדי שינוי הריבית על הנכסים וההתחייבויות בכל אחד מהמגזרים, היא מצומצמת, וכך גם

²⁴ הון ראשוני - הון מניות נפרע, קרנות, עודפים, תקבולים ע"ח מניות וחכיות של בעלי מניות חיצוניים בהון של חברות בנות שאוחדו.

²⁵ לפירוט והרחבה על היחס NPLs ראו דוח בנק ישראל לשנת 2006, תיבה ד'-4 בעמ' 154.



החשיפה לסיכונים בבסיס ההצמדה, כלומר לשינויים במדד המחירים לצרכן ובשער החליפין.

ההשפעה הישירה והעקיפה של המשבר העולמי על מערכת הבנקאות בישראל הייתה עד כה מוגבלת. (לפירוט ראו סעיף 2.)

בסיכום - מערכת הבנקאות אופיינה בשנת 2007 בגידול הפעילות, בהמשך הרווחיות הגבוהה, על רמת הלימות ההון ובירידה מסוימת של הסיכונים.

ב. המשקיעים המוסדיים

(1) חברות הביטוח

נכסי ענף ביטוח החיים הסתכמו בסוף 2007 ב-147 מיליארדי ש"ח, 66 אחוזים מהם מרוכזים בתוכניות המשתתפות ברווחים (לוח ד'-9). אלה צומחות בשנים האחרונות בקצב ממוצע של כ-20 אחוזים לשנה, והיוו בסוף 2007 4.6 אחוזים מתיק הנכסים של הציבור.

עמידות חברות הביטוח לא השתפרה בתשעת החודשים הראשונים של 2007; זאת משום שיחס ההון הראשוני לסך הנכסים עלה רק מעט ביחס לשנה הקודמת, הרווחיות,

עמידות חברות הביטוח לא השתפרה בתשעת החודשים הראשונים של השנה.

לוח ד'-9

המשקיעים המוסדיים - ההתפתחויות העיקריות, 2003 עד 2007

השנה	קרנות הנאמנות	קופות התגמולים והפיצויים	קרנות ההשתלמות	קרנות הפנסיה		התוכניות לביטוח חיים ²		סך הכול
				ותיקות	חדשות ¹	מבטיחות תשואה	משתתפות ברוחים	
יתרת הנכסים ³ (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)								
2003	83.2	134.7	54.7	120.6	18.7	42.6	49.8	504.3
2004	101.1	147.0	61.9	124.4	23.8	43.6	58.2	560.0
2005	124.6	165.6	72.0	142.5	44.7	47.3	71.1	667.7
2006	111.5	175.8	79.9	146.6	54.6	48.5	83.3	700.2
2007	119.4	188.6	89.7	159.4	64.3	50.1	97.1	768.6
אחוזים מסך החיסכון המוסדי ⁴								
2003	16.5	26.7	10.9	23.9	3.7	8.5	9.9	100.0
2004	18.1	26.2	11.0	22.2	4.3	7.8	10.4	100.0
2005	18.7	24.8	10.8	21.3	6.7	7.1	10.6	100.0
2006	15.9	25.1	11.4	20.9	7.8	6.9	11.9	100.0
2007	15.5	24.5	11.7	20.7	8.4	6.5	12.6	100.0
אחוזים מסך כל תיק הנכסים של הציבור								
2003	6.4	10.4	4.2	9.3	1.4	3.3	3.8	38.8
2004	7.1	10.3	4.3	8.7	1.7	3.1	4.1	39.3
2005	7.5	10.0	4.3	8.6	2.7	2.8	4.3	40.1
2006	6.0	9.4	4.3	7.9	2.9	2.6	4.5	37.6
2007	5.7	9.0	4.3	7.6	3.1	2.4	4.6	36.5
הצבירה נטו ⁵ (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)								
2003	30.7	-2.7	0.9	-4.2	3.4			28.1
2004	13.9	1.0	2.7	-4.2	3.7			17.1
2005	16.0	2.5	2.8	-3.8	17.9 ⁶			35.4
2006	-18.3	-0.8	3.0	-4.3	7.2			-13.2
2007	5.0	-0.7	3.7	-4.2	6.3			10.1

(1) כולל את קרנות הפנסיה הכלליות וקופות הגמל המרכזיות לקצבה.

(2) יתרת הנכסים של התוכניות לביטוח חיים אינה כוללת רכוש קבוע, סכומים לקבל והוצאות רכישה נדחות.

(3) נכסי כל משקיע מוסדי הם בניכוי השקעותיו בקרנות נאמנות.

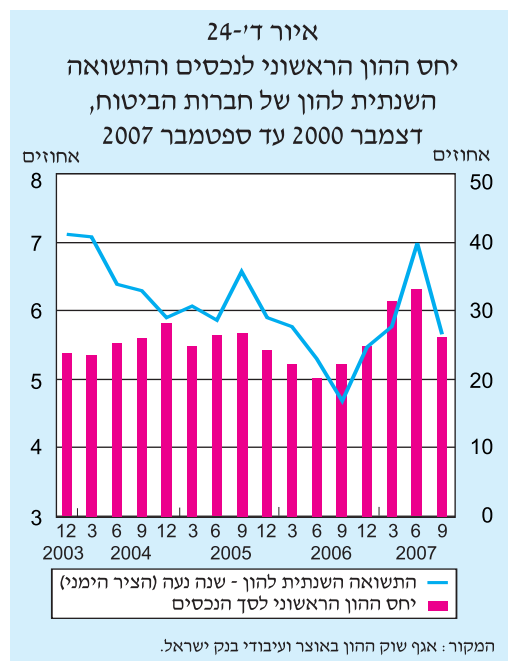
(4) כולל: קרנות הנאמנות וקרנות ההשתלמות המוגדרות כחיסכון לטווח קצר עד בינוני וקופות הגמל, קרנות הפנסיה והתוכניות לביטוח חיים, המוגדרות כחיסכון מוסדי-חוזי לטווח ארוך.

(5) ללא העברות בין קופות.

(6) כולל הפקדה חד פעמית לקופת גמל מרכזית לקצבה.

המקור: דיווחי קרנות הנאמנות לבנק ישראל, אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר ועיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

שאמנם נותרה גבוהה יחסית, פחתה, ומשקלם של נכסי הסיכון בסך הנכסים הוסיף לעלות²⁶. יחס ההון הראשוני לסך הנכסים עלה במחצית הראשונה של השנה עלייה ניכרת, ל-6.3 אחוזים, אך ירד בשיעור חד ברביע השלישי, ל-5.6 אחוזים, מעט מעל לרמתו בסוף 2006. העלייה החדה של יחס ההון הראשוני לסך הנכסים במהלך המחצית



הראשונה של השנה נבעה בעיקר מהעברה של חלק מהעתודה לסיכונים יוצאים מן הכלל אל ההון העצמי (הראשוני), על פי הוראת המפקח²⁷, ומרווחים גבוהים. אך יחס זה שב וירד ברביע השלישי של השנה, בעקבות חלוקת דיבידנדים בהיקף רחב, במקביל להפסדים ניכרים שספגו חברות הביטוח ברביע זה כתוצאה מעלייה בהוצאות המימון וירידות השערים בשווקים הפיננסיים. למרות ההפסדים ברביע השלישי, הרווחיות המצטברת של חברות הביטוח מתחילת השנה נותרה חיובית וגבוהה, אף כי נמוכה מאשר בשנים עברו: התשואה על ההון ירדה ל-22 אחוזים (במונחים שנתיים), לעומת 25 אחוזים ב-2006 וכמעט 30 אחוזים בשנתיים שקדמו לה (איור ד'-24). בסיכום, נראה שחברות הביטוח החמיצו השנה הזדמנות להגדיל את בסיס ההון ולשפר את יחסי ההון שלהן, הזדמנות שניתנה להן לנוכח הרווחיות הגבוהה השנה והשינוי החשבונאי בהון.

הניסיון ברביע השלישי של השנה, שבו הושפעו ביצועי חברות הביטוח במידה משמעותית מהמשבר בשווקים הפיננסיים, מדגיש שוב את התלות הגבוהה של ביצועי חברות הביטוח בשווקים, בשנים האחרונות. תלות זו גברה בעיקר בגלל עליית משקלם של הנכסים הסחירים בתוכניות לביטוח חיים המשתתפות ברווחים ובהשקעות של תיק הנוסטרו (כולל הביטוח הכללי), וכן בגלל הדרישה לשערך את הנכסים הלא-סחירים בתוכניות לביטוח חיים המשתתפות ברווחים לפי שווי השוק.

²⁶ גם לו בדקנו את יחס ההון הרגולטורי לסך הנכסים, שהוא אמנם גבוה יותר מיחס ההון הראשוני לסך הנכסים, הייתה מתקבלת אותה מגמה. ההון הרגולטורי הוא ההון המוכר על ידי המפקח על הביטוח לצורך העמידה בדרישות ההון שלו, והוא כולל, נוסף על ההון הראשוני, כתבי התחייבות נדחים (הון משני). ההון הרגולטורי עומד כנגד מכלול הסיכונים הגלומים בפעילות חברת הביטוח (ולא רק כנגד סך הנכסים). אין בידינו נתונים המאפשרים בדיקה של מידת הלימות ההון הרגולטורי.

²⁷ הוראת המפקח על הביטוח להעביר חלק מהעתודה לסיכונים יוצאים מן הכלל לסעיף עורפים בהון העצמי היא צעד לקראת יישום תקנות ה-IFRS בחברות הביטוח בישראל, ויש בה כדי לשפר את בסיס ההון הראשוני של החברות. צעד זה קשור גם להיערכות של משרד האוצר לקראת יישום עתידי של II solvency, שצפוי לחזק את דרישות ההון מחברות הביטוח.

(2) קופות הגמל, קרנות ההשתלמות וקרנות הפנסיה

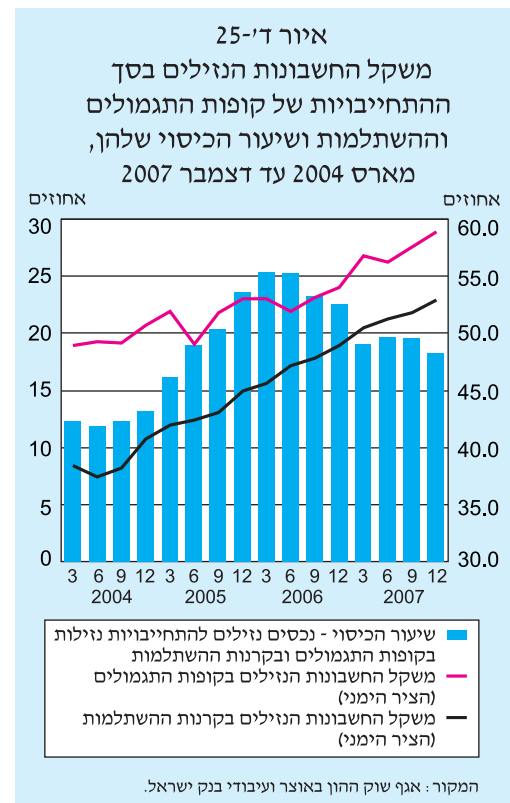
נכסי קופות הגמל והפיצויים הסתכמו בסוף 2007 ב-188.6 מיליארדי ש"ח, גידול של 7.2 אחוזים ביחס ל-2006. הגידול הוא תוצאה של תשואות חיוביות, בעוד שהצבירה בענף הייתה שלילית גם השנה - 0.7 מיליארד ש"ח. הצבירה השלילית קשורה כנראה לתקנות חדשות שנכנסו לתוקף בתחילת 2006, והקטינו את האטרקטיביות של ההפקדה לגמל. (ראו דוח בנק ישראל לשנת 2006). אולם תקנות חדשות שנכנסו לתוקף בתחילת 2008 משוות את התנאים בכל ענפי החיסכון לטווח ארוך, ובכך מאפשרות לענף הגמל להתחרות בענפי החיסכון האחרים - ביטוח ופנסיה - בתנאים שווים.

נכסי קרנות ההשתלמות הסתכמו בסוף השנה ב-89.7 מיליארדי ש"ח, גידול של כ-12 אחוזים לעומת סוף 2006. גידולה של יתרת הנכסים הוא תוצאה של צבירה חיובית של

כ-3.7 מיליארדים ושל עליות מחירים. ענף קרנות ההשתלמות הוא ענף החיסכון הלא-פנסיוני היחידי לטווח קצר-יחסית שנהנה מהטבות מס.

בעמידותן של קופות הגמל הייתה השנה הרעה מסוימת, בגלל המשך העלייה בסיכון הנזילות המערכתית והמשך הגידול המהיר של משקל נכסי הסיכון בסך הנכסים. ההרעה בסיכון הנזילות המערכתית במהלך שנת 2007 מקורה בהמשך מגמת העלייה של משקל החשבונות הנזילים בקופות התגמולים ובקרנות ההשתלמות ובירידת שיעור הכיסוי של חשבונות אלו: יחס הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות ירד מ-23 אחוזים בסוף 2006 ל-18 אחוזים בסוף 2007 (איור ד'-25). עם זאת נמשך השנה פיזור ההשקעות של הקופות: גדל משקל ההשקעות בחו"ל, וקטן משקל השקעותיהן בשוק המקומי (לוח ד'-10).

נכסי ענף הפנסיה הסתכמו בסוף 2007 בכ-224 מיליארדי ש"ח, גידול של כ-11 אחוזים ביחס לסוף 2006. כ-29 אחוזים



בעמידותן של קופות
הגמל הייתה ב-2007
הרעה מסוימת.

מנכסי הענף מרוכזים בקרנות הפנסיה החדשות, והיתר - בקרנות הוותיקות, הסגורות בפני עמיתים חדשים. על אף הרפורמות הגדולות בענף בשנים האחרונות, הוא עדיין לוקה בריכוזיות גדולה: שתי קרנות מנהלות למעלה מ-60 אחוזים מנכסי קרנות הפנסיה החדשות²⁸. מצב זה עשוי להשתנות לאחר יישום החקיקה מ-2008 בענף הפנסיה.

²⁸ ללא קופת הגמל לקיצבה של עובדי חברת החשמל.

לוח ד'10

משקל הנכסים המושקעים בחו"ל, המניות ואגירות החוב הפרטיות והממשלתיות הסחירות בתוך הנכסים של המשיקיעים המוסדרים, עד 2005

(אחוזים)

נכסים אחרים ²	נכסים אחרים ²			אג"ח ממשלתיות ⁴			אג"ח פרטיות			מניות			השקעות בחו"ל ¹			קופות הגמל והפציונים	קרנות ההשתלמות	קרנות הפנסיה הוותיקות	קרנות הפנסיה הכלליות החדשות	קרנות הפנסיה המקיפות החדשות ³	קרנות הנאמנות	תוכניות הביטוח המבטחות תשואה ⁴	תוכניות הביטוח המשתתפות	ברוחים ⁴	סך כל המושקעים המוסדרים	
	2007	2006	2005	2007	2006	2005	2007	2006	2005	2007	2006	2005	2007	2006	2005											
13.0	14.9	17.4	20.5	28.0	33.4	36.7	29.7	24.9	19.3	18.5	17.3	10.5	8.9	7.0												
14.8	17.2	20.2	18.1	25.1	31.9	37.9	29.9	24.5	19.6	18.2	15.8	9.6	9.6	7.6												
5.1	6.1	4.8	70.4	78.1	84.6	12.8	9.0	6.6	3.8	3.5	3.3	7.9	3.3	0.7												
17.2	17.0	18.7	22.9	29.4	35.9	35.8	30.9	27.2	17.2	16.4	13.6	6.9	6.3	4.6												
13.4	13.7	12.8	44.7	51.5	61.6	21.7	19.5	16.1	9.5	7.4	6.0	10.7	7.9	3.5												
21.2	24.4	30.8	32.1	29.6	33.3	20.1	14.4	8.9	13.3	14.2	10.7	13.4	17.4	16.3												
22.0	22.7	24.6	65.4	66.6	66.3	9.3	7.5	6.7	1.5	1.5	0.7	1.8	1.7	1.7												
18.6	19.4	20.7	14.4	18.1	23.9	27.5	24.2	22.5	19.7	19.8	17.6	19.6	18.0	15.0												
14.2	16.2	23.0	36.5	41.7	47.3	25.1	19.6	11.0	13.3	12.8	11.0	10.9	9.7	7.7												

1) כולל השקעה בניירות ערך ישראלים הנסחרים בחו"ל, בניירות ערך זרים, בפקידנות בחו"ל ובקרנות נאמנות, לא כולל השקעה בתעודות סל על מדדים בחו"ל הנסחרות בתל אביב.

2) מקים, פיקדונות צמודים ולא-צמודים, הלוואות, תעודות השתתפות בקרנות נאמנות, זכויות מקרקעין, נכסים עתידיים, חיקוי משכנתאות ונכסים אחרים.

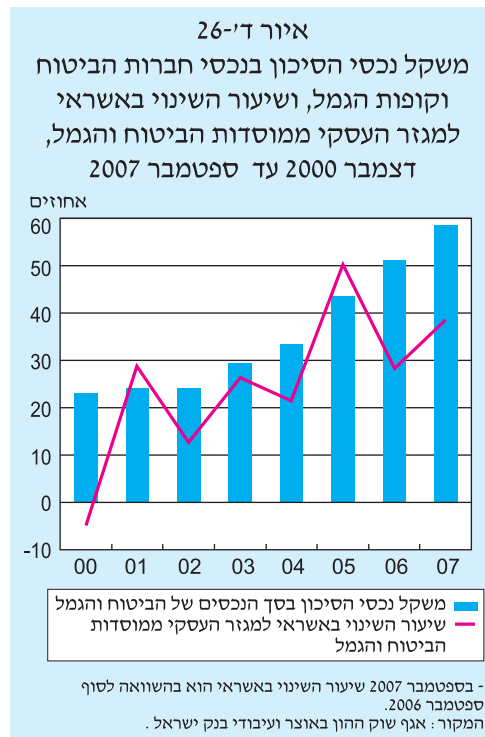
3) כולל את קופות הגמל המרכזיות לקצבה.

4) נכסי השקעה בלבד בנין תוכניות לכיסוח חיים.

המקור: דיווחי חברות הביטוח, קופות הגמל, ההשתלמות והפנסיה לאגף שוק ההון במשרד האוצר ודיווחי קרנות הנאמנות לבנק ישראל.

(3) נכסי הסיכון וסיכוני האשראי אצל המשקיעים המוסדיים²⁹

במהלך 2007 נמשכה
מגמת העלייה של
נכסי הסיכון בתיקי
הנכסים של המשקיעים
המוסדיים.



במהלך שנת 2007 נמשכה מגמת העלייה המהירה בנכסי הסיכון, ובהם האשראי למגזר העסקי, בתיקי הנכסים של המוסדיים. קצבי הגידול של נכסי הסיכון נותרו גבוהים: במהלך 2007 הם צמחו בקופות הגמל ב-22 אחוזים ובחברות הביטוח ב-25 אחוזים, ומשקלם בתיקי הנכסים של המוסדיים כבר ניכר - 68 אחוזים בקופות הגמל ו-72 אחוזים בנכסים שכנגד התוכניות לביטוח חיים המשתתפות ברווחים (איור ד'-26). גם משקל נכסי הסיכון שבהם הסיכון נופל על החברה ולא על העמיתים בנכסי הנוסטרו בביטוח (הכולל גם את הביטוח כללי ואת התוכניות המבטיחות תשואה) עולה בהתמדה, אך הוא נמוך הרבה יותר מאשר בתוכניות המשתתפות ברווחים 26 אחוזים ב-2007. גם האשראי למגזר העסקי, שהוא כמחצית מנכסי הסיכון, המשיך לצמוח בשנת 2007 בשיעור מהיר. אף על פי כן נראה כי איכותו של

האשראי עדיין מניחה את הדעת: רובו ניתן בצורה של אג"ח שהנפיקו חברות גדולות במשק, המדורגות בדירוג בינוני או גבוה (BBB ומעלה), או שיש כנגדן בטוחה, ואילו החלק המדורג נמוך או ללא דירוג וללא בטוחה מהווה רק כ-3 אחוזים מסך תיק הנכסים של הביטוח והגמל (לוח ד'-11).

לוח ד'-11

הרכב נכסי הסיכון¹ בתיקי המשקיעים המוסדיים (חברות הביטוח וקופות הגמל),

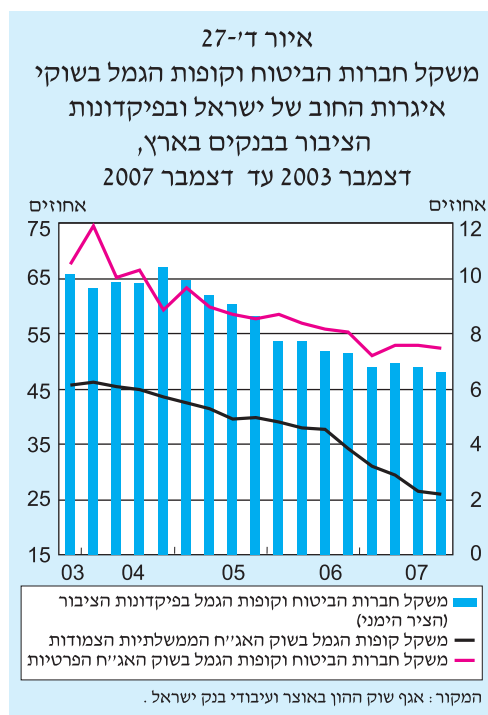
ספטמבר 2007

אחוזים	מיליארדי ש"ח	
100	484	סך כל הנכסים
58	280	מזה: סך נכסי הסיכון (בארץ ובחול)
34	165	האשראי (הלוואות ואג"ח)
3	14	מזה: בדירוג נמוך או לא מדורג ואין כנגדו בטוחה
17	84	מניות
6	31	אחר

(1) הנכסים שאינם נכללים בנכסי הסיכון הם בעיקר אג"ח ממשלתי, פיקדונות במוסדות הבנקאיים וחשבונות אצל מבטחי משנה. המקור: נתוני אגף שוק ההון במשרד האוצר ועיבודי תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל.

²⁹ נכסי הסיכון הם אשראי למגזר הפרטי (הלוואות ואג"ח למגזר העסקי ולמשקי הבית), אג"ח זרות, קרנות נאמנות מנייתיות בארץ ובחול וניירות ערך אחרים כתעודות סל ואג"ח מובנות.

(4) סיכוני ההדבקה מהמשקיעים המוסדיים לשוקי ניירות הערך ולבנקים



התלות הגדולה של שוק ניירות הערך המקומי במצבם הפיננסי של המשקיעים המוסדיים פחתה גם במהלך 2007, המשך למגמת הירידה ההדרגתית משנת 2003³⁰. בשנת 2007 ירד משקלן של חברות הביטוח וקופות הגמל בשוק האג"ח הממשלתי ובשוק האג"ח הפרטיות. בולטת במיוחד הירידה של משקל קופות הגמל בשוק האג"ח הממשלתי (הצמודות (איור ד'-27)). סיכוני ההדבקה לשוק המניות ולשוק המק"ם נותרו קטנים, הודות למשקלן הקטן יחסית של חברות הביטוח וקופות הגמל בהם. גם סיכוני ההדבקה מהמשקיעים המוסדיים לבנקים המשיכו לרדת במהלך 2007: משקלן של חברות הביטוח וקופות הגמל בפיקדונות הציבור ירד מעט, וכן פחתה משמעותית הזיקה הבעלתית בין קופות הגמל לבנקים, עם מכירת רוב הקופות שהיו בידיהם על פי "חקיקת בכר".

נספח: שינויים בתשתית הפיננסית במהלך 2007

שינויים בתחום חיזוק הפיקוח

- משרד האוצר קבע כללים לחיזוק מנגנוני הניהול, הפיקוח והבקרה הפנימיים של הגופים המוסדיים. הגופים המוסדיים נדרשו להקצות משאבים לשיפור ניהול הסיכונים בכל הקשור למתן אשראי, ניהול ותפעול. כמו כן הורחב המידע שהגופים המוסדיים מוסרים לציבור על ביצועי ההשקעות שלו, ותדירות הדיווח גדלה.
- הורחבה חובת הדיווח, ורמת השקיפות למשקיעים במכשירים פיננסיים מתוחכמים עלתה.
- משרד האוצר התקדם בהסדרה של שוק הייעוץ הפנסיוני בבנקים בהתאם לעקרונות שנקבעו ב"רפורמת בכר", אשר לפיהם תינתן עדיפות לכניסה של הבנקים הקטנים והבינוניים על פני שני הבנקים הגדולים, במטרה לסייע בהקטנת הריכוזיות במערכת הבנקאית. הממונה על שוק ההון סיכם ביולי 2007 על מיתווה המאפשר כניסה הדרגתית של "בנק הפועלים" לתחום הייעוץ הפנסיוני. במקביל

³⁰ המשקיעים המוסדיים הם שחקן עיקרי בשוק ניירות הערך המקומי: הם מחזיקים בכ-40 אחוזים משוק האג"ח הממשלתי והמק"ם, כ-70 אחוזים משוק האג"ח הפרטיות ולמעלה מ-10 אחוזים משוק המניות.

קיבל "בנק מזרחי-טפחות" רישיון לייעוץ פנסיוני באוגוסט 2007, והוא יוכל לייעוץ הן לשכירים והן לעצמאיים³¹.

- הפיקוח על הבנקים החל בתחילת 2007 את תהליך היישום של המלצות הוועדה הבין-לאומית באזל II למדידת הון, ולתקני הון, לקראת הטמעתם בתאגידים הבנקאיים בישראל מדצמבר 2009. יישום ההמלצות יחזק את יציבותה של מערכת הבנקאות בישראל, יתאים אותה לתקנים הבין-לאומיים, ויגדיל את כושרה להתחרות בבנקים זרים, שכן תקינת הלימות ההון תחדל לשמש מקור משמעותי לאי-שוויון בין בנקים הפעילים במישור הבין-לאומי³².
- ישראל התקדמה שלב נוסף ביישום תקנים ונהגים מיטביים (best practices) פיקוחיים בין-לאומיים מקובלים, בעקבות החתימה, ביוני 2007, על מזכר הבנות לשיתוף פעולה ושיתוף במידע בין המפקח על הבנקים, יו"ר הרשות לניירות ערך והממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון בפיקוח על המערכת הפיננסית בישראל. המזכר מעגן את שיתוף הפעולה הבלתי פורמלי הקיים בין הגופים זה מכבר.

שינויי הסדרה בתחום הגברת התחרות ושכלול שוקי הכספים וההון

- הוחלט על החלת פנסיית חובה על כלל ציבור העובדים במשק. מהלך זה, מעבר להשלכותיו החברתיות, עשוי להגדיל את היקף החיסכון במשק ואת הנזילות בשווקים הפיננסיים. עם זאת, הרחבת הפנסיה גם לאוכלוסיות חדשות, הפחות בקיאות בפרטי ההסדרים, מחדדת את הצורך בשיפור מנגנוני ההסדרה והפיקוח על הגופים המנהלים את כספי הציבור.
- אוחדו גם שני סוגי החיסכון לטווח ארוך - ההוני והקצבתי - והטבות המס המועדפות, שניתנו עד כה לחוסכים בקרנות הפנסיה, הורחבו גם לקופות הגמל וחברות הביטוח. נקבע מינימום של חיסכון לפנסיה, ומעבר לסכום זה יוכל העמית להחליט איזה סכום להקצות לקצבה ואיזה למשך כהון, החלטה שתתקבל במועד הפרישה. נוסף על כך הורחבה אפשרות העמית לנייד את חסכונויותיו בין כל אפיקי החיסכון לטווח ארוך.
- בנק ישראל, בשיתוף עם משרד האוצר, הרשות לניירות ערך והבורסה, הגבירו במהלך 2007 את המאמצים להסיר חסמים נוספים ולהשלים את התשתית החיונית להתפתחות שוק ריפו בישראל ולהגדלת המודעות לחשיבותו. במסגרת זו יושמו הצעדים הבאים: (א) בנק ישראל החל לקיים מכרזי "ריפו הפוך" (שבהם הוא מלווה מקורות למערכת הפיננסית) לצורכי ניהול המדיניות המוניטרית ובמטרה לסייע בפיתוח השוק. (ב) כדי להקל על הצדדים לבצע עסקת ריפו,

³¹ ב"חקיקת בכר" נקבע כי שני הבנקים הגדולים צריכים למכור את מלוא החזקותיהם בקופות הגמל ובקרנות הנאמנות, כתנאי לקבלת רישיון לייעוץ פנסיוני, ואילו הבנקים הקטנים צריכים למכור רק חלק. ואולם מודל זה, שנקבע בחקיקה, התברר בדיעבד כלא אפקטיבי. בפועל, מכירת הנכסים של הבנקים הגדולים הייתה מהירה מכפי שהמוחקק צפה, ובדיעבד מודל זה לא השיג את מטרותיו. הממונה על שוק ההון שקל, על פי סמכותו בחוק, את השפעת כניסתם המיידית של הבנקים הגדולים לתחום הייעוץ הפנסיוני על הריכוזיות והתחרות בשוק ההפצה של המוצרים הפנסיוניים, והחליט שהבנקים הגדולים ייכנסו לתחום זה בהדרגה, ואילו הקטנים יוכלו לעסוק בייעוץ פנסיוני לכל הציבור מייד. על פי עיקרון זה קיבל "בנק איגוד", כבר ביוני 2006, רישיון ייעוץ לעצמאיים, שיורחב בקרוב גם לשכירים, והבנקים "הבינלאומי", "דיסקונט" ו"מרכנתיל" צפויים לקבל בקרוב רישיון ייעוץ לשכירים ולעצמאיים.

³² יתר פירוט על היערכות הפיקוח על הבנקים ליישום הוראות באזל II ראו באתר בנק ישראל.

גיבש בנק ישראל טיוטת הסכם מסגרת לביצוע עסקה כזאת. ההסכם מותאם למסגרת המקובלת בעולם. (ג) צוות בשיתוף רשות המסים בוחן את צעדי החקיקה הנדרשים לשם הסדרת היבטי המיסוי של עסקות ה"ריפו" בישראל. רשות המיסוי כבר נתנה אישור מיקדמי, המסווג את מכרזי הריפו של בנק ישראל כעסקת אשראי. (ד) הבורסה לניירות ערך בתל אביב מקדמת הקמה של מערכת סליקה מרכזית לריפו, שתקל משמעותית על המסחר בחוזי ריפו ותחל לפעול באמצע 2008.

- באוקטובר 2007 אושרו שינויי חקיקה בתחום קרנות הנאמנות, שמיועדים להגדיל את השקיפות למשקיע ואת היצע המכשירים הפיננסיים בתחום זה ולהסיר חסמים המקשים על הפעילות בו. החקיקה קבעה כללים אחידים בסיווג מדיניות ההשקעה של הקרנות והסדירה הצעה של מכשירים חדשים כ"אגד קרנות", שהיא קרן המשקיעה בקרנות אחרות בארץ ובחו"ל, ו"קרן כספית", שהיא קרן להשקעות קצרות אשר תשמש תחליף תחרותי לפיקדונות קצרי מועד בבנקים. כן הוסדרה הנפקתן של קרן סגורה וקרן ממונפת, שייסחרו בבורסה.
- הכנסת אישרה ביולי 2007 את החוק לפיקוח על עמלות הבנקים. החוק מעניק לבנק ישראל ולפיקוח על הבנקים סמכות לקבוע רשימה אחידה ושקופה של שירותים בנקאיים שעבורם רשאים התאגידים הבנקאיים לגבות עמלות, וזאת, בין השאר, כדי לצמצם את מספר העמלות. מטרתו המרכזית של החוק היא לעודד את התחרות במערכת הבנקאות באמצעות הגברת השקיפות ויכולת ההשוואה בין הבנקים. בנובמבר 2007 השלים הפיקוח על הבנקים את השלב הראשון של ההיערכות ליישום החוק והפיץ לבנקים טיוטה מסכמת של תעריפון העמלות המלא שגיבש. בתעריפון אכן הושג צמצום של כשני שלישים במספר העמלות השכיחות.
- השוק הראשוני בישראל החל לפעול מיולי 2007 בכפיפות לכללים שנקבעו בחקיקה החדשה של רפורמת החיתום³³.
- מוסדה ועדת ריבית התלבור להסדרת שוק התלבור. שוק תלבור אמין ושקוף עשוי לתרום לפיתוחו של שוק הכספים בישראל.
- באוגוסט 2007 החלה לפעול בישראל מערכת זה"ב (זיכויים והעברות בזמן אמת, RTGS)-מערכת תשלומים חדשה המאפשרת להעביר כספים בין חשבונות בנק מייד ובאופן סופי³⁴.
- יוסד "פורום שוק ההון" לשם זיהוי חסמים במערכת הפיננסית באמצעות מפגשים תקופתיים של נציגי הרשויות עם הפעילים בשווקים.

³³ להרחבה על תרומתה של הרפורמה לשכלול השוק הראשוני והשלכות נוספות על שוקי ההון בישראל ראו דוח בנק ישראל לשנת 2006.

³⁴ לפירוט על מיגוון ההיבטים של המערכת החדשה ראו: דוחות כספיים של בנק ישראל לשנת 2006.