

פרק ג'

תיק הנכסים של הציבור

בשנת 2004 עלה ערך תיק הנכסים הכספיים של הציבור ב־10.7 אחוזים במונחים נומינליים והסתכם ב־1,512.5 מיליארדי ש"ח, לאחר עלייה של 12.2 אחוזים בשנת 2003. גידול התיק בשנת 2004 הקיף את כל הנכסים, אולם התרומה העיקרית נבעה מרכיב המניות (בארץ ובחו"ל), ששווי עלה ב־29.8 אחוזים. הגורמים העיקריים שפעלו לעליית שווי המניות בארץ בשנת 2004 היו התאוששות בפעילות הריאלית ורגיעה יחסית במצב הביטחוני. כתוצאה מעליית שווי המניות בארץ ובחו"ל משקלן היה הגבוה ביותר מאז שנת 2001 – כרבע משווי של תיק הנכסים. ערך תיק הנכסים ללא מניות עלה בשנת 2004 בשיעור של 5.6 אחוזים, לעומת עלייה של 4.6 אחוזים בשנת 2003. על גודלו והרכבו של תיק הנכסים בשנת 2004 פעלו גם הגורמים העיקריים הבאים: אינפלציה נמוכה ששררה במהלך השנה וציפיות ליציבות מחירים בעתיד, המשך יישום הרפורמות בשוק ההון, והמדיניות הפיסקלית המרסנת, שהתבטאה בהיקף קטן של גיוס ההון. בחינת תיק הנכסים ללא רכיב המניות מעלה כי השנה נמשכו מגמות רבות שנים בהרכב ההצמדה של התיק: ירידה במשקל הנכסים הצמודים למדד לצד עלייה של משקל הנכסים הלא־צמודים והנכסים במט"ח¹.

1. ההתפתחויות העיקריות

בשנת 2004 עלה ערך תיק הנכסים של הציבור ב־10.7 אחוזים במונחים נומינליים והסתכם ב־1,512.5 מיליארדי ש"ח (לוח ג'־1), לאחר עלייה משמעותית יותר, 12.2 אחוזים, בשנת 2003. העלייה בתיק הקיפה את כל הנכסים, אולם התרומה העיקרית נבעה מרכיב המניות (בארץ ובחו"ל), ששווי עלה השנה ב־29.8 אחוזים, לעומת עלייה של כ־53 אחוזים בשנת 2003, בעיקר עקב עליית מחיריהן של המניות. ללא רכיב המניות עלה ערך תיק הנכסים בשנת 2004 בשיעור של 5.6 אחוזים, לעומת 4.6 אחוזים בשנת 2003. הגורמים העיקריים שתרמו לעליית שווי המניות בארץ היו התאוששות בפעילות הריאלית והערכה כי מגמה זו תימשך². תרמה לכך גם הגיאות בשווקים בחו"ל, הרגיעה היחסית במצב הביטחוני במהלך שנת 2004 וסיכוי להיווצרות אופק מדיני בעתיד הקרוב. כתוצאה מעליית שווי המניות בארץ ובחו"ל, הגיע משקלן בתיק הנכסים לשיא, מאז שנת 2001 – כרבע משווי של התיק. רכיב המניות בתיק הנכסים של הציבור מאופיין בתנודתיות רבה, ולכן התפלגות התיק

1 הכוונה כאן ובהמשך לנכסים הנקובים במטבע חוץ או צמודים למטבע חוץ.

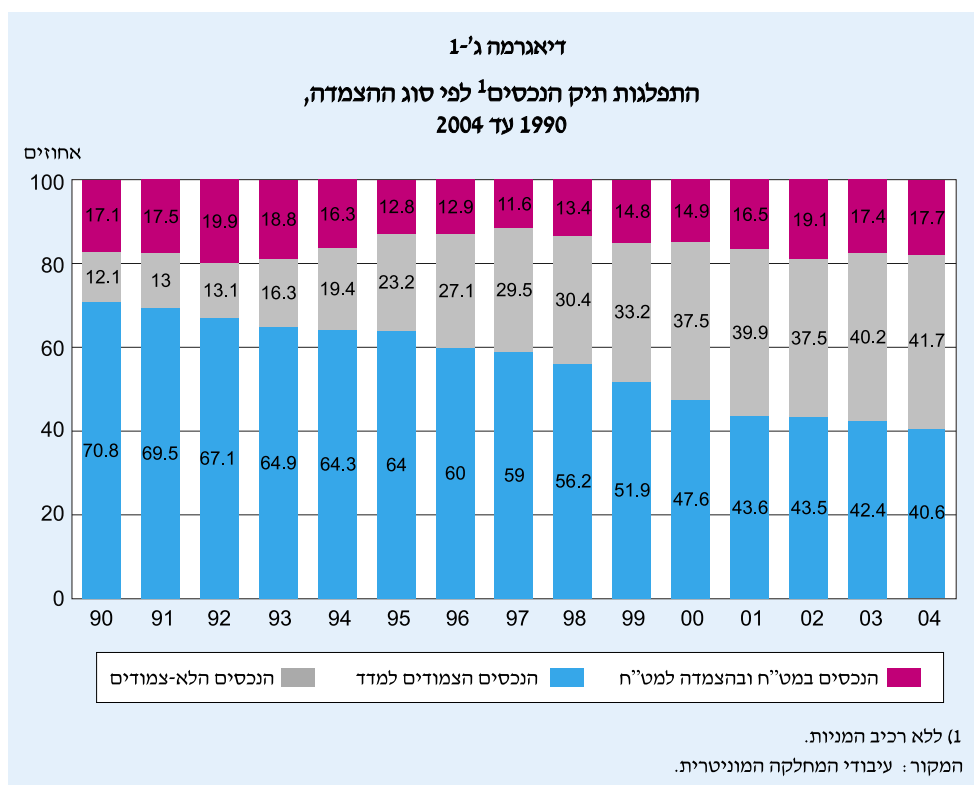
2 על הערכה זו ניתן ללמוד, בין היתר, מסקר החברות והעסקים לרביע האחרון של שנת 2004

לוח ג'-1
תיק הונסים הכספיים של האציבור, 2000 עד 2004
(מחזירים שוטפים)

	השנים					ההתפלגות					היתרה											
2004	2003	2002	2001	2000		2004	2003	2002	2001	2000		2004	2003	2002	2001	2000						
					(אחוזים)						(אחוזים)						(מיליארדי ש"ח)					
10.7	12.2	1.8	5.8	7.5	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1,512.5	1,366.0	1,217.9	1,196.3	1,130.3	סך כל הנהבים						
32.0	52.4	-24.7	1.7	0.6	22.7	19.0	14.0	18.9	19.7	19.7	343.2	259.9	170.6	226.6	222.9	המניות בארץ						
10.5	60.3	-38.3	-43.9	3.5	2.2	2.2	1.5	2.5	4.8	4.8	33.1	30.0	18.7	30.3	54.0	המניות בחו"ל						
5.6	4.6	9.5	10.1	9.7	75.1	78.8	84.5	78.5	75.5	75.5	1,136.2	1,076.1	1,028.6	939.3	853.4	הנהבים ללא מניות בארץ ובהו"ל						
					ההתפלגות (ללא מניות)																	
9.6	12.2	2.8	17.0	23.9	41.7	40.2	37.5	39.9	37.5	37.5	473.5	432.2	385.3	374.7	320.2	הנהבים לפי סוג ההצמדה						
1.1	2.0	9.1	1.0	0.6	40.6	42.4	43.5	43.6	47.6	47.6	461.4	456.4	447.3	410.0	406.0	הנהבים הלא-צמודים						
7.4	-4.4	26.8	21.5	10.2	17.7	17.4	19.1	16.5	14.9	14.9	201.3	187.4	196.0	154.6	127.2	הנהבים במט"ח ובהצמדה למט"ח						
					הנהבים לפי הטוות לפדיון																	
					(לא כולל מניות)																	
8.6	5.2	6.7	12.5	13.9	33.1	32.4	32.6	33.2	32.3	32.3	1,184.7	1,113.1	1,051.7	969.2	883.0	לומן קצר						
5.3	5.7	8.8	8.5	11.0	45.9	46.4	46.5	46.4	46.9	46.9	543.9	516.8	488.7	449.3	413.9	לומן בינוני						
5.7	7.0	10.9	8.2	6.1	21.0	21.2	20.9	20.5	20.8	20.8	249.2	235.7	220.2	198.6	183.6	לומן ארוך						
					הנהבים המטחריים																	
0.8	0.3	4.0	5.0	3.0	41.1	43.0	44.9	47.3	49.5	49.5	466.6	462.9	461.5	443.9	422.6	פיקדונות שקלים לא-צמודים						
4.9	5.4	-4.1	12.8	17.2	23.4	23.5	23.3	26.7	26.0	26.0	265.6	253.1	240.1	250.4	222.1	פיקדונות צמודים למדד						
41.6	79.0	9.2	-40.1	57.2	4.2	3.1	1.8	1.8	3.4	3.4	48.0	33.9	18.9	17.3	28.9	פיקדונות במט"ח ובהצמדה למט"ח						
11.6	3.6	13.1	8.6	-24.7	8.7	8.3	8.4	8.1	8.2	8.2	99.3	89.0	85.9	76.0	70.0	תכניות היטכון צמודות למדד						
-37.9	-26.0	15.9	-2.9	-9.3	4.2	7.1	10.0	9.4	10.7	10.7	47.2	76.0	102.7	88.7	91.3	תכניות היטכון צמודות למט"ח						
-36.2	-23.2	-6.2	-4.7	17.7	0.3	0.5	0.7	0.8	0.9	0.9	3.4	5.3	6.9	7.4	7.8	תכניות היטכון לא-צמודות						
-43.4	-20.3	69.3	61.9	31.8	0.3	0.5	0.7	0.4	0.3	0.3	3.1	5.5	6.9	4.1	2.5	הנהבים לפי ההרכב המוסדי						
					הנהבים לפי סוג ההצמדה																	
7.4	9.8	4.5	7.1	5.5	40.1	39.4	37.6	39.4	40.5	40.5	455.9	424.4	386.7	370.0	345.4	סך כל המוסדיים						
8.1	12.4	-3.2	3.1	2.5	12.8	12.5	11.6	13.1	14.0	14.0	145.2	134.3	119.5	123.5	119.8	קופות הגמל						
12.9	15.9	-1.9	13.8	11.5	5.4	5.1	4.6	5.1	4.9	4.9	61.4	54.4	46.9	47.8	42.0	קרנות ההשתלמות						
3.2	0.8	9.4	3.8	3.7	11.0	11.2	11.6	11.6	12.4	12.4	124.5	120.6	119.7	109.4	105.4	קרנות פנסיה ותיקות						
21.9	31.6	35.0	42.5	41.3	2.0	1.8	1.4	1.1	0.9	0.9	23.1	18.9	14.4	10.7	7.5	קרנות פנסיה חדשות						
-0.6	-1.4	7.3	2.0	1.1	3.8	4.1	4.3	4.4	4.8	4.8	43.6	43.8	44.5	41.5	40.6	תכניות לכיסוח חיים - מבטוחות תשואה						
11.0	25.6	12.5	23.3	16.5	5.1	4.9	4.1	3.9	3.5	3.5	58.1	52.3	41.7	37.1	30.1	תכניות לכיסוח חיים - משתתפות ברווחים						
13.2	4.7	43.8	47.0	32.3	18.8	17.5	17.5	13.4	10.0	10.0	213.7	188.8	180.4	125.5	85.4	הצבור במישרין						

המקור: מאגזי הבנקים, הבורסה לניירות ערך, משרד האוצר, המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ ועבודת המחלקה המוניטרית.

פרק ג', תיק הנכסים של הציבור

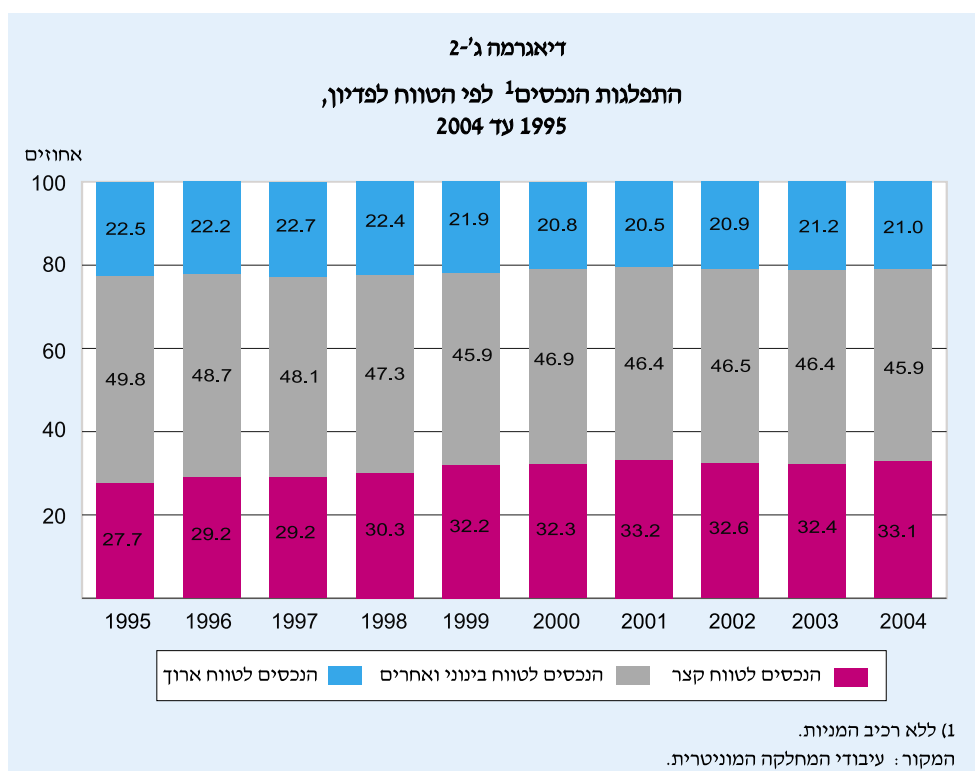


לפי ההצמדה, הטווח לפדיון והסחירות תיבדק בהמשך בניכוי המניות. הגורמים העיקריים שתרמו להתפתחות תיק הנכסים בשנת 2004 היו אינפלציה נמוכה, ציפיות ליציבות מחירים בעתיד, שהן בעיקר תולדה של מדיניות מוניטרית אמינה, המשך הרפורמות בשוק ההון ובשוק המט"ח ומדיניות פיסקלית מבוקרת, שהתבטאה בהיקף קטן של גיוסי הון.

בחינת תיק הנכסים לפי ההצמדה מעלה כי בשנת 2004 ירד משקל הנכסים הצמודים למדד, ובמקביל עלו משקלותיהם של הנכסים הלא-צמודים והנכסים במט"ח. התפתחות זו תאמה את המגמה שאפיינה את הרכב ההצמדה של התיק מאז שנות התשעים (דיאגרמה ג'1)³. יכולתה של המדיניות המוניטרית להוריד את שיעורי האינפלציה הגבוהים ששררו בשנות התשעים ולשמור על יציבות מחירים לאורך זמן, בעיקר בשנים האחרונות, תרמה להגברת אמינותה של המדיניות והייתה גורם חשוב ביותר בקביעת הרכב תיק הנכסים הכספיים של הציבור. כתוצאה מכך, משקל הנכסים הצמודים למדד בתיק הלך וירד מאז תחילת שנות התשעים, ומשקל הנכסים הלא-צמודים עלה בהתמדה, להוציא ירידה מסוימת בשנת 2002 (דיאגרמה ג'1).

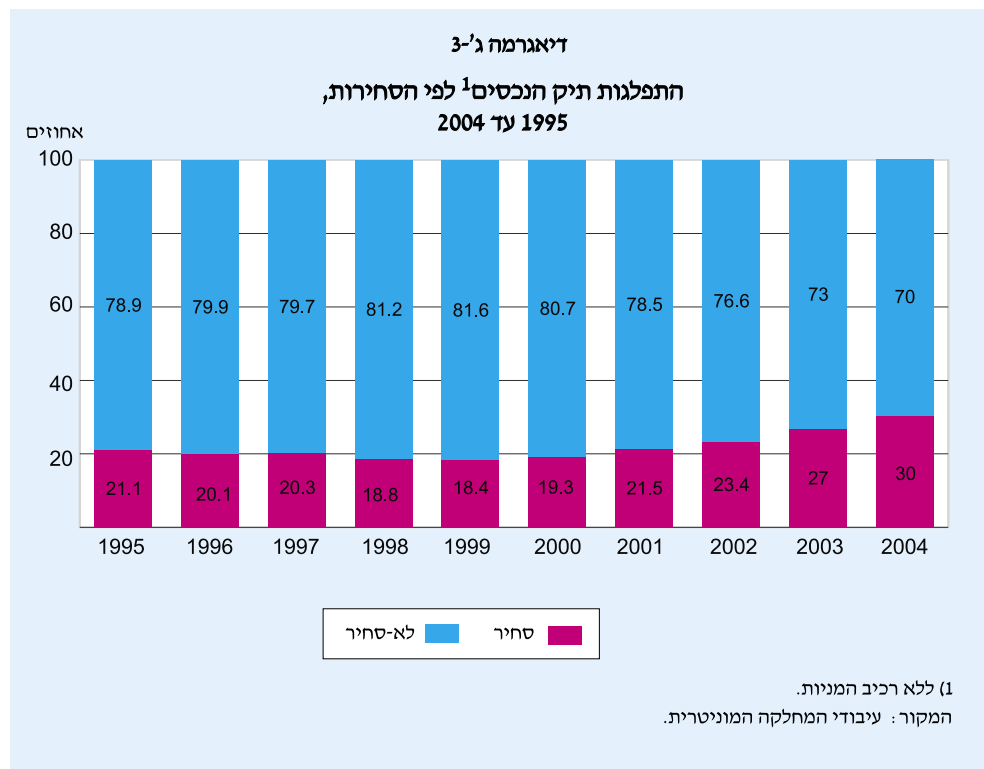
העלייה המתונה של משקל הנכסים במט"ח השנה הייתה המשך למגמה שהחלה בסוף שנות התשעים, בעקבות הליברליזציה בשוק המט"ח. ייתכן שאלמלא פער הריביות בין ישראל לחו"ל, שהלך והצטמצם במהלך השנה וצפוי לקטון גם בעתיד, ויישום שלב נוסף ברפורמה במס העומד להיכנס לתוקף בתחילת שנת 2005, הביקוש לנכסים במט"ח היה נמוך יותר, ולכן משקלם בתיק היה עולה בשיעור מתון יותר.

3 עליית משקל הנכסים במט"ח החלה בסוף שנות התשעים.



בחינת תיק הנכסים לפי הטווח לפדיון מלמדת, כי בשנת 2004 נפסקו מגמות הירידה במשקל הנכסים לטווח הקצר והעלייה במשקלותיהם של הנכסים לטווחים הבינוניים והארוך. הסתכלות ארוכת טווח מגלה התפתחות לא אחידה במהלך העשור האחרון (דיאגרמה ג'2): עד שנת 2001 עלה משקלם של הנכסים לטווח קצר על חשבון משקל הנכסים לטווחים הבינוניים והארוך שירד, בשנים 2002 ו-2003 מגמה זו התהפכה, אולם בשנת 2004 היא התחדשה. בשנת 2004 עלה משקל הנכסים הסחירים בתיק – המשך למגמה שהחלה בשנת 2000 (דיאגרמה ג'3). מגמה זו התעצמה בשנתיים האחרונות כתוצאה מהרפורמה במס, שנכנסה לתוקף בתחילת שנת 2003, אשר במסגרתה מוסו כל אפיקי החיסכון הסחירים והלא-סחירים, והרפורמה בקרנות הפנסיה, שהחלה באמצע שנת 2003, אשר בעקבותיה החל תהליך הדרגתי של ירידת משקל ההשקעה של הקרנות באג"ח מיועדות, הלא-סחירות, ועלה משקל הנכסים הסחירים (אג"ח ממשלתיות ומניות). הרפורמה, שעליה המליצה ועדת בכר, בעניין פעילות המשקיעים המוסדיים, אשר אמורה להיכנס לתוקף בקרוב ולפעול להגברת התחרותיות בשוק ההון, צפויה אף היא לתרום להעמקת הסחירות של תיק הנכסים. הן המדיניות המוניטרית של הפחתות ריבית בנק ישראל והן המדיניות הפיסקלית, שפעלה השנה בנחישות לצמצום הגירעון וצפויה לפעול כך גם בעתיד, פעלו לירידת התשואות הנומינליות והריאליות לכל הטווחים (בעיקר במחצית השנייה של השנה) ביחס לשנה הקודמת. ירידת התשואות השתקפה בעליית השווי של איגרות החוב (הצמודות והלא צמודות) והמק"ם. השנה בלטה עלייה תלולה ביתרת המק"ם שבידי הציבור – כ-39 אחוזים לעומת שנת 2003 – והיא הסתכמה בכ-65 מיליארדי ש"ח. המגמה החיובית של גידול יתרת המק"ם בשנים האחרונות היא תוצאה של שתי השפעות – עלייה בצד ההיצע, הודות להסרת תקרת המק"ם, ועלייה בצד הביקוש, הודות לרפורמות בשוק ההון ולתהליך

פרק ג', תיק הנכסים של הציבור



הורדת הריבית של בנק ישראל. התפתחות זו במק"ם תרמה הן לעליית הסחירות של תיק הנכסים והן להנזלתו.

2. הרכב ההצמדה של תיק הנכסים

בשנת 2004 נרשמה עלייה במשקלם של הנכסים הלא-צמודים בתיק (ללא מניות). אולם עלייה זו הייתה מתונה יותר מאשר בשנת 2003: משקל הנכסים הלא-צמודים הסתכם השנה בכ-41.7 אחוזים, לעומת 37.5 ו-40.2 אחוזים בשנים 2002 ו-2003, בהתאמה. בחינת הרכיבים הלא-צמודים של התיק במהלך 2004 מגלה מגמה מעורבת בהתפתחותם של הסעיפים השונים (לוח ג'-2): עלה המשקל של יתרת המק"ם, האג"ח הלא-צמודות, המזומנים והפיקדונות הנזילים, ועליות אלה קוזזו בחלקן על ידי ירידות במשקל תכניות החיסכון והפיקדונות לזמן קצוב. במקביל לעליית משקלם של הנכסים הלא-צמודים, נמשכה בשנת 2004 המגמה של ירידת משקל הנכסים הצמודים למדד, כך שבסוף השנה הוא הסתכם ב-40.6 אחוזים, לעומת 42.4 אחוזים בסוף 2003.

השנה נמשכה מגמת הפירעונות של תכניות החיסכון הצמודות למדד, מגמה שהחלה בשנת 2003 בעקבות הרפורמה במס. שוויו של רכיב זה ירד בכ-28.8 מיליארדי ש"ח, לאחר ירידה דומה אשתקד. בעקבות ירידות אלה הסתכם המשקל של תכניות החיסכון בשנה הנסקרת בכ-4.2 אחוזים, לעומת 10 ו-7.1 אחוזים בשנים 2002 ו-2003, בהתאמה. במקביל נרשמה בשנת 2004 עלייה בשוויים של הפיקדונות הצמודים למדד, בסך 12 מיליארדי ש"ח, מכאן שהציבור העביר חלק מכספי תכניות החיסכון לנכסים סחירים צמודים ולא-צמודים (אג"ח ומק"ם).

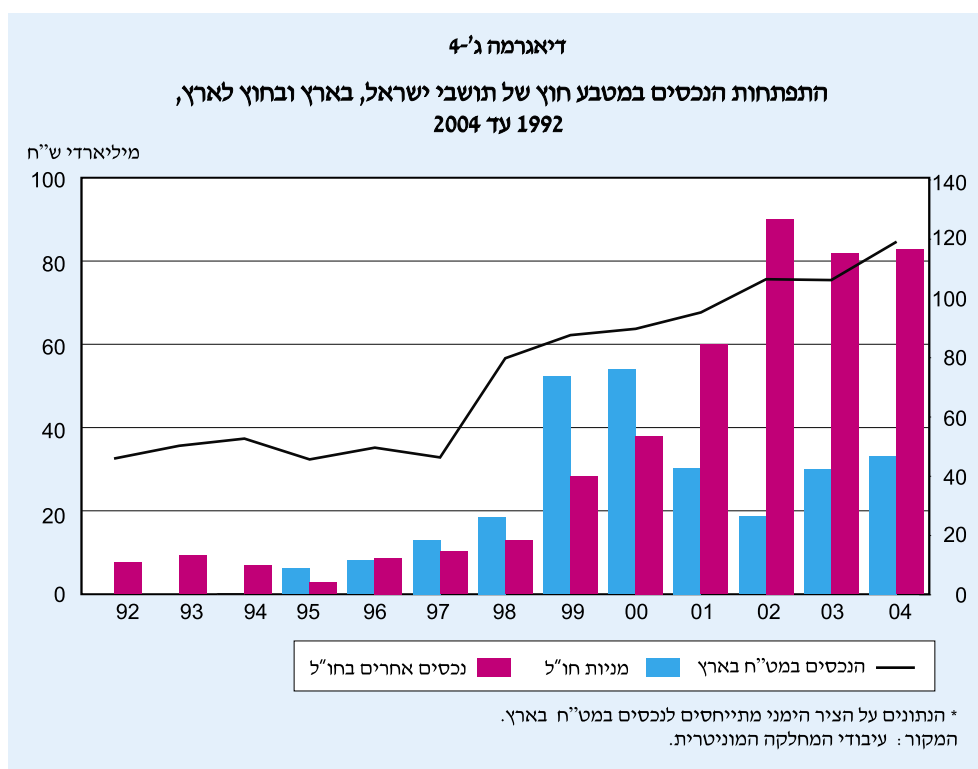
לוח ג'2 התפלגות הנכסים לפי סוג ההצמדה (ללא מניות), 2000 עד 2004 (מחירים שוטפים)										
ההתפלגות					היתרה					
2004	2003	2002	2001	2000	2004	2003	2002	2001	2000	
(אחוזים)					(מיליארדי ש"ח)					
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1,136.2	1,076.1	1,028.6	939.3	853.4	סך כל הנכסים
41.7	40.2	37.5	39.9	37.5	473.5	432.2	385.3	374.7	320.2	הנכסים הלא-צמודים
7.0	6.8	6.1	7.2	6.8	79.0	73.1	62.4	68.1	57.7	מזומן ופיקדונות נזילים
19.4	19.7	20.4	23.1	22.3	220.9	211.8	210.1	216.8	190.2	פיקדונות לזמן קצוב
5.7	4.4	3.9	2.9	3.1	65.3	47.1	40.5	27.0	26.2	מק"ם
9.3	8.8	6.4	6.3	5.1	105.2	94.7	65.5	58.9	43.6	גילון ושחר
0.3	0.5	0.7	0.4	0.3	3.1	5.5	6.9	4.1	2.5	תכניות חיסכון
40.6	42.4	43.5	43.6	47.6	461.4	456.4	447.3	410.0	406.0	הנכסים הצמודים למדד
4.2	7.1	10.0	9.4	10.7	47.2	76.0	102.7	88.7	91.3	תכניות חיסכון
7.3	6.6	5.7	5.9	6.5	82.5	70.5	58.4	55.2	55.4	פיקדונות צמודים למדד
10.9	9.8	8.7	9.3	9.0	123.8	105.0	89.7	87.8	76.5	איגרות חוב סחירות
18.3	19.1	19.1	19.0	21.4	207.8	205.0	196.5	178.4	182.9	נכסים אחרים
17.7	17.4	19.1	16.5	14.9	201.3	187.4	196.0	154.6	127.2	הנכסים במט"ח ובהצמדה למט"ח
10.4	9.8	10.3	10.1	10.5	118.5	105.6	105.9	94.7	89.2	נכסים בארץ
2.0	2.0	2.0	1.8	1.8	23.0	21.6	20.7	16.9	15.3	פמ"ח פיצויים
6.5	6.0	6.1	6.0	6.2	73.3	64.6	62.8	56.5	52.6	פמ"ח אחרים
0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	4.8	4.8	4.6	3.4	2.8	פיקדונות צמודים למט"ח
1.2	0.9	1.1	1.1	1.3	14.0	9.3	10.9	10.5	10.8	איגרות חוב סחירות
0.3	0.5	0.7	0.8	0.9	3.4	5.3	6.9	7.4	7.8	תכניות חיסכון
7.3	7.6	8.8	6.4	4.5	82.8	81.8	90.1	60.0	38.0	נכסים בחו"ל
4.4	4.4	5.4	4.5	3.5	50.3	47.8	55.8	41.9	30.0	פיקדונות בחו"ל
2.9	3.2	3.3	1.9	0.9	32.5	34.0	34.3	18.0	8.0	ניירות ערך בחו"ל (ללא מניות)

המקור: מאזני הבנקים, הבורסה לניירות ערך, משרד האוצר, המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ ועיבודי המחלקה המוניטרית.

משקל הנכסים במט"ח עלה בשנת 2004 ב־0.3 נקודת אחוז והסתכם ב־17.7 אחוזים, לאחר ירידה של 1.7 נקודות אחוז בשנת 2003. שוויו של רכיב המט"ח בתיק עלה השנה בכ־7.4 אחוזים, מעבר לעלייה בשער השקל מול הסל, שעלה ב־0.8 אחוז, ומול הדולר, שיוסף ב־1.6 אחוזים. מכאן, שהעלייה בערכו של רכיב המט"ח נבעה גם מצבירה חיובית, אשר התבטאה בעיקר בפיקדונות בחו"ל ובפיקדונות מט"ח בארץ. הירידה המשמעותית של היקף המסחר בנגזרי שער החליפין והתפתחות חיובית באינדיקטורים נוספים משוק המט"ח במהלך השנה, מלמדות, כי ההתפתחות ברכיב המט"ח, שתוארה לעיל, לא שיקפה עלייה בסיכון של שער החליפין, אלא הייתה פועל יוצא של תהליך התאמת התיק לאפיקי השקעה מגוונים, המאפשר לציבור לפזר את הסיכון – תהליך שניתן לייחס גם לשלב הרפורמה במס הצפוי להיכנס לתוקף ב־2005. נוסף על כך ייתכן, שלעליית הביקוש לנכסים במט"ח תרמה גם הצטמצמות פערי הריבית בין הארץ לחו"ל במהלך השנה.

הליברליזציה בשוק המט"ח, שהחלה בסוף שנות התשעים הרחיבה את מיגוון אפיקי

פרק ג', תיק הנכסים של הציבור



ההשקעה של תושבי ישראל במט"ח ובנכסים בחו"ל, ובזאת איפשרה לציבור לפזר את הסיכון הכרוך בהשקעה בנכסים מקומיים. כתוצאה מכך עלה בהדרגה משקל הנכסים במט"ח בתיק והגיע בשנת 2004 ל-17.7 אחוזים, לעומת 11.6 אחוזים בלבד בסוף שנות התשעים. (את התפתחות הנכסים במט"ח והצמודים למט"ח בארץ ובחו"ל ניתן לראות בדיאגרמה ג'4). ההשלכה של התפתחות זו על תיק הנכסים באה לידי ביטוי גם בעליית הרגישות של שווי התיק לשינויים בשער החליפין.

שלב נוסף של הרפורמה במס שנכנס לתוקף בתחילת 2005, אשר במסגרתו בוטלה אפליית המס בין ניירות ערך זרים למקומיים, עתיד להשפיע לחיוב על גודלו ומשקלו של רכיב המט"ח בתיק. בעקבות הרפורמה צפוי הציבור להגדיל את השקעותיו בניירות ערך זרים (אג"ח ומניות זרות), אף כי תהליך ההתאמה של התיק צפוי להיות הדרגתי והוא יהיה תלוי בחוסנם של השווקים בארץ.

התפתחות של הרכב תיק הנכסים במהלך שנת 2004 לא הייתה אחידה. במחצית הראשונה של השנה נרשמה עלייה בתשואות הריאליות והנומינליות לצד עלייה באינפלציה וביציפיות לאינפלציה לכל הטווחים, שנתמכה בעיקר על ידי הורדת ריבית בנק ישראל ועלייה בשער החליפין⁵. על רקע התפתחות זו ירדו המשקלות של הנכסים הלא-צמודים ושל הנכסים הצמודים למדד ועלה משקל הנכסים במט"ח.

במחצית השנייה של השנה התמתנה סביבת האינפלציה, ורמת איהוודאות פחתה: התשואות הריאליות והנומינליות ירדו תוך ירידת היציפיות לאינפלציה לכל הטווחים. כמו כן נרשם ייסוף של השקל מול הדולר ומול הסל, וזאת למרות הצטמצמות פערי הריביות בין הארץ לחו"ל. בהשפעת התפתחויות אלה, המגמה של הנכסים הלא-צמודים והצמודים

5 לפירוט ההתפתחויות ראו פרק ב'.

למט"ח שינתה כיוון לעומת המחצית הראשונה של השנה, וירידת המשקל של הנכסים הצמודים למדד אף התעצמה. ייתכן כי לשינוי המגמות בהתפתחות הנכסים תרמה גם התבססות האמון במדיניות הפיסקלית, שהלך והתחזק עם הזמן, בזכות הפגנת נחישותה של הממשלה לעמוד ביעדיה ולקדם רפורמות בשוק ההון.

גם התפתחות רכיב המניות בארץ ובחו"ל במהלך שנת 2004 לא הייתה אחידה, והתפתחותו דמתה לזו של התפתחות של המדדים בבורסות בארץ ובחו"ל: במהלך המחצית הראשונה של השנה עלה שווי של רכיב המניות בארץ, עד אוקטובר נרשמו בו ירידות, אולם לקראת סוף השנה התחדשה מגמת העליות בבורסה, ולכן עלה גם ערכן של המניות בתיק. התפתחות המניות בחו"ל שיקפה מגמה דומה במהלך השנה, אף כי עיתוי השינויים היה שונה במקצת מאשר בארץ.

להתפתחות תיק הנכסים של הציבור נודעת חשיבות רבה בניהול המדיניות המוניטרית, אולם קשה לאבחן שינויים בהעדפות הציבור על פי התפתחותו של התיק. הקושי נובע משתי סיבות עיקריות: (א) שינוי בערכו של תיק הנכסים יכול לנבוע הן משינוי במחירי הנכסים בתיק והן מצבירה (חיובית או שלילית), ולא תמיד ניתן לפלג את השינוי בתיק בין שני הגורמים; (ב) הרכב הצבירה בתיק הנכסים יכול לשקף הן תהליך של פיזור הסיכון על ידי המשקיעים והן תגובה של הציבור לשינוי הסיכון של נכסים מסוימים. כך, למשל, צבירה חיובית בפיקדונות בחו"ל יכולה לבטא תהליך של פיזור הסיכון על ידי המשקיעים בארץ, או, בנסיבות אחרות, להצביע על ירידת האמון במטבע המקומי.

עם זאת, מעקב אחרי מהירות ההתאמה של התיק וגודלם של שינויים בתיק, בצירוף של אינדקטורים נוספים מהשווקים הפיננסיים, יכול לסייע בזיהוי שינויים בציפיותיו ובטעמו של הציבור.

3. הרכב תיק הנכסים לפי הטווח לפדיון

השנה הנסקרת התאפיינה בעליית משקלם של הנכסים לטווח הקצר בתיק (ללא מניות)⁶, ובירידת משקלותיהם של הנכסים לטווחים הבינוני והארוך. בעקבות התפתחות זו נפסקה מגמה, שהחלה בשנת 2002, של ירידה במשקל הנכסים לטווח הקצר לעומת עלייה במשקל הנכסים לטווחים הבינוני והארוך. בסוף שנת 2004 הסתכם המשקל של הנכסים לטווח הקצר ב־33.1 אחוזים, ומשקלותיהם של הנכסים לטווחים הבינוני והארוך הסתכמו ב־45.9 ו־21.1 אחוזים, בהתאמה (לוח ג'־3).

התרומה העיקרית לעליית משקלם של הנכסים לטווח קצר בשנת 2004 נבעה מעליית משקלותיהם של המק"ם, הפיקדונות במט"ח והנכסים הנזילים. עליות אלה קוזזו חלקית על ידי ירידה של משקל הפיקדונות הלא־צמודים. העלייה של משקל המק"ם בתיק נבעה מעלייה מתמשכת בהיצע המק"ם של בנק ישראל מאז הוסרה תקרת המק"ם בשנת 2002. ייתכן שבמקביל עלה ביקוש הציבור למק"ם, הודות ליתרון הסחירות, הבולט יותר בסביבה של ריביות נמוכות, וגם הודות להמשך העמקת שוק המק"ם על ידי בנק ישראל.

בחינת תיק הנכסים לטווח הבינוני, מעלה כי עלה שוויים של כל הסעיפים, למעט הסעיף של תכניות חיסכון, שירד משמעותית. בלטו העליות בפיקדונות הצמודים למדד ובאג"ח, ומשקלותיהם בתיק עלו בשיעורים דומים של כנקודת אחוז.

6 בחינת תיק הנכסים לפי הטווח לפדיון תיערך ללא רכיב המניות, בגלל תנודתיות רבה המאפיינת רכיב זה, ובעיקר בשל הקושי לסווג את המניות לפי הטווח לפדיון.

פרק ג', תיק הנכסים של הציבור

לוח ג-3 התפלגות הנכסים לפי הטווח לפדיון, 2000 עד 2004 (ללא מניות בארץ ובח"ל, מחירים שוטפים)

ההתפלגות					היתרה (במיליארדי ש"ח)					
2004	2003	2002	2001	2000	2004	2003	2002	2001	2000	
(אחוזים)					(מיליארדי ש"ח)					
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1,184.7	1,113.1	1,051.7	969.2	883.0	סך כל הנכסים (ללא מניות)
33.1	32.4	32.6	33.2	32.3	391.6	360.6	342.8	321.3	285.5	הנכסים לטווח קצר
5.8	5.6	5.1	5.9	5.6	69.2	62.8	53.1	56.8	49.6	נכסים נזילים בשקלים
14.6	15.6	16.5	17.7	17.6	172.6	173.9	173.3	171.4	155.7	פיקדונות לא-צמודים
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.2	0.0	0.0	0.1	פיקדונות צמודים למדר
7.2	6.8	7.0	6.8	6.6	85.2	76.0	74.1	66.0	58.3	פמ"ח
0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	2.4	2.8	2.7	2.4	1.6	פצ"ם
5.2	4.0	3.8	2.5	2.3	61.6	45.0	39.6	24.6	20.1	מק"ם
45.9	46.4	46.5	46.4	46.9	543.9	516.8	488.7	449.3	413.9	הנכסים לטווח בינוני ואחרים
4.5	7.8	11.1	10.3	11.5	53.8	86.8	116.5	100.1	101.6	תכניות חיסכון
3.5	2.9	2.8	3.8	3.3	41.6	32.6	29.3	36.8	29.1	פיקדונות לא-צמודים
4.0	3.0	1.8	1.8	3.3	47.5	33.7	18.9	17.3	28.8	פיקדונות צמודים למדר
0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.9	0.5	0.2	0.3	0.5	פיקדון צמוד למט"ח
0.9	0.9	0.9	0.7	1.1	10.8	9.8	9.0	7.3	9.5	פמ"ח
9.5	8.4	6.0	6.2	5.3	112.5	93.1	63.6	59.8	46.7	איגרות חוב
5.9	6.4	8.1	5.8	4.1	70.3	71.5	84.8	56.3	35.9	השקעות בחו"ל (ללא מניות)
12.3	12.1	11.4	12.7	13.6	145.2	134.3	119.5	123.5	119.8	קופות גמל
5.2	4.9	4.5	4.9	4.8	61.4	54.4	46.9	47.8	42.0	קרנות השתלמות
21.0	21.2	20.9	20.5	20.8	249.2	235.7	220.2	198.6	183.6	הנכסים לטווח ארוך
10.5	10.8	11.4	11.3	11.9	124.5	120.6	119.7	109.4	105.4	קרנות פנסיה ותיקות
1.9	1.7	1.4	1.1	0.8	23.1	18.9	14.4	10.7	7.5	קרנות פנסיה חדשות
3.7	3.9	4.2	4.3	4.6	43.6	43.8	44.5	41.5	40.6	תכניות לביטוח חיים - מבטיחות תשואה
4.9	4.7	4.0	3.8	3.4	58.1	52.3	41.7	37.1	30.1	תכניות לביטוח חיים - משתתפות ברווחים

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

משקל תיק הנכסים לטווח הארוך ירד, כאמור, השנה; זאת בשיעור קל של 0.2 נקודת אחוז ובניגוד למגמת עלייתו בשנים 2003 ו-2002. במהלך השנה בלטה עלייה של כ-22 אחוזים בנכסי קרנות הפנסיה החדשות, בעיקר עקב צבירה חיובית. במקביל נרשמה בנכסי קרנות הפנסיה הוותיקות עלייה מתונה יותר, כ-3 אחוזים. משקלן של קרנות הפנסיה (החדשות והוותיקות) בסך הנכסים לטווח הארוך נותר יציב במהלך השנים האחרונות – כ-60 אחוזים.

4. התפלגות תיק הנכסים לפי סחירות

בשנת 2004 עלה שוויים של מרבית הנכסים הסחירים בתיק הנכסים של הציבור; משקלם גדל ב-3.0 נקודות אחוז והגיע ל-30 אחוזים, לאחר עלייה של 3.6 נקודות אחוז בשנת 2003 (לוח ג-4). התרומה המשמעותית ביותר לעליית המשקל של הנכסים הסחירים השנה נבעה מעליית משקלם של המק"ם והאג"ח הסחירות.

בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, דין וחשבון 2004

אחד הגורמים שתרמו לעליית המשקל של האג"ח הסחירות היה הרפורמה בקרנות הפנסיה, שהחלה באמצע שנת 2003. במסגרת הרפורמה צפוי להוסיף ולהצטמצם משקלם של נכסי קרנות הפנסיה החדשות והוותיקות המושקעים באג"ח מיועדות. מגמה זו החלה כבר השנה, ובמקביל גדלה ההשקעה של קרנות הפנסיה בנכסים סחירים, בעיקר באג"ח סחירות ממשלתיות. כן נרשמה עלייה מסוימת בשיעור ההחזקות של הקרנות באג"ח פרטיות לא-סחירות.

ירידת משקלם של הנכסים הלא-סחירים מ-73 אחוזים בשנת 2003 ל-70 אחוזים בשנת 2004, ביטאה בעיקר את הירידה במשקל תכניות החיסכון הצמודות למדד ובמשקל הנכסים האחרים, בעיקר האג"ח המיועדות. לכך תרמה גם ירידת משקלם של הנכסים הלא-צמודים הלא-סחירים, בעיקר הפיקדונות לזמן קצוב ותכניות החיסכון. רמת סחירות גבוהה של תיק הנכסים תורמת להגברת יעילותו של שוק ההון. ההשלכה של רמת יעילות וסחירות גבוהה על שוק ההון באה לידי ביטוי בעיקר בתנודתיות נמוכה של מחירי הנכסים הפיננסיים, בגמישות גבוהה של הקצאת המקורות ובעלויות נמוכות.

לוח ג'-4
סחירות תיק הנכסים (ללא מניות), 2000 עד 2004
(מחירים שוטפים)

ההתפלגות					היתרה					
2004	2003	2002	2001	2000	2004	2003	2002	2001	2000	
(אחוזים)					(מיליארדי ש"ח)					
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1,136.2	1,076.1	1,028.6	939.3	853.4	סך כל הנכסים
30.0	27.0	23.4	21.5	19.3	340.7	290.1	240.9	202.2	165.1	הנכסים הסחירים
15.0	13.2	10.3	9.1	8.2	170.5	141.8	106.0	85.9	69.8	הנכסים הלא-צמודים
5.7	4.4	3.9	2.9	3.1	65.3	47.1	40.5	27.0	26.2	מק"ם
9.3	8.8	6.4	6.3	5.1	105.2	94.7	65.5	58.9	43.6	גילון ושחר
10.9	9.8	8.7	9.3	9.0	123.8	105.0	89.7	87.8	76.5	הנכסים הצמודים למדד
10.9	9.8	8.7	9.3	9.0	123.8	105.0	89.7	87.8	76.5	איגרות חוב סחירות
4.1	4.0	4.4	3.0	2.2	46.5	43.3	45.2	28.5	18.7	הנכסים במט"ח ובהצמדה למט"ח
1.2	0.9	1.1	1.1	1.3	14.0	9.3	10.9	10.5	10.8	איגרות חוב סחירות
2.9	3.2	3.3	1.9	0.9	32.5	34.0	34.3	18.0	8.0	ניירות ערך בחר"ל (ללא מניות)
70.0	73.0	76.6	78.5	80.7	795.5	786.0	787.8	737.2	688.5	הנכסים הלא-סחירים
26.7	27.0	27.2	30.8	29.3	303.1	290.4	279.4	288.9	250.4	הנכסים הלא-צמודים
7.0	6.8	6.1	7.2	6.8	79.0	73.1	62.4	68.1	57.7	מזומן ופיקדונות נזילים
19.4	19.7	20.4	23.1	22.3	220.9	211.8	210.1	216.8	190.2	פיקדונות לזמן קצוב
0.3	0.5	0.7	0.4	0.3	3.1	5.5	6.9	4.1	2.5	תכניות חיסכון
29.7	32.7	34.8	34.3	38.6	337.6	351.5	357.6	322.2	329.6	הנכסים הצמודים למדד
4.2	7.1	10.0	9.4	10.7	47.2	76.0	102.7	88.7	91.3	תכניות חיסכון
7.3	6.6	5.7	5.9	6.5	82.5	70.5	58.4	55.2	55.4	פיקדונות צמודים למדד
18.3	19.0	19.1	19.0	21.4	207.8	205.0	196.5	178.4	182.9	נכסים אחרים
13.6	13.4	14.7	13.4	12.7	154.8	144.1	150.8	126.1	108.4	הנכסים במט"ח ובהצמדה למט"ח
2.0	2.0	2.0	1.8	1.8	23.0	21.6	20.7	16.9	15.3	פמ"ח פיצויים
6.5	6.0	6.1	6.0	6.2	73.3	64.6	62.8	56.5	52.6	פמ"ח אחרים
0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	4.8	4.8	4.6	3.4	2.8	פיקדונות צמודים למט"ח
0.3	0.5	0.7	0.8	0.9	3.4	5.3	6.9	7.4	7.8	תכניות חיסכון
4.4	4.4	5.4	4.5	3.5	50.3	47.8	55.8	41.9	30.0	פיקדונות בחר"ל

המקור: מאזני הבנקים, הבורסה לניירות ערך, משרד האוצר, המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ ועיבודי המחלקה המוניטרית.