

פרק ד'

המערכת הפיננסית

- ♦ בשנת 2006 נמשכו המגמות החיוביות בשווקים הפיננסיים, ובמערכת הפיננסית שררה יציבות, על אף זעזועים חיצוניים ומקומיים שהתרחשו במהלך השנה.
- ♦ בלטו השנה המשך עליות השערים בשוק המניות, ירידת התשואות-לפדיון בשוק איגרות החוב, תוך ירידת הריבית הריאלית לטווח ארוך לרמה נמוכה היסטורית, ייסוף בשער החליפין ביחס לדולר תוך רגיעה יחסית בשוק המט"ח והמשך התרחבות גיוסי ההון של המגזר העסקי, בעיקר באיגרות חוב.
- ♦ התנאים המקרו-כלכליים החיוביים במשק והרפורמות המבניות הובילו לעליית הנזילות והסחירות בשווקים, תוך העמקת המעורבות של משקיעים מוסדיים לטווח ארוך ושל תושבי חוץ בהם, וכן לירידה הדרגתית אך עקבית בדומיננטיות של הבנקים במימון המגזר העסקי ובשליטתם על אפיקי החיסכון של הציבור באמצעות קופות הגמל, קרנות הנאמנות וניהול פיקדונות הציבור.
- ♦ התפתחויות אלה תמכו בהמשך השיפור בעמידות של המערכת הבנקאית, תוך ירידה בסיכוני האשראי, אולם יחסי ההון במערכת הבנקאות הישראלית נמוכים מאשר במדינות המפותחות. בעמידותן של חברות הביטוח הייתה הרעה מסוימת - על אף המשך השיפור במצב המשק - כפי שעולה מירידת יחסי ההון ועליית נכסי הסיכון.
- ♦ השינויים הגדולים שהתרחשו במערכת הפיננסית בשנים האחרונות מחייבים מעקב שוטף אחר ההתפתחויות והסיכונים לשם זיהוי ההתאמות הנדרשות, זאת תוך הגברת הפיקוח על המשקיעים המוסדיים לטווח ארוך, שמעורבותם במימון המגזר העסקי ובניהול נכסי הציבור גברה מאוד כתוצאה מהרפורמות.

1. ההתפתחויות העיקריות

במהלך 2006 נמשכו
המגמות החיוביות
בשווקים הפיננסיים,
ובמערכת הפיננסית
שררה יציבות.

במהלך 2006 נמשכו המגמות החיוביות בשווקים הפיננסיים, ובמערכת הפיננסית שררה יציבות. בלטו השנה: המשך עליות השערים בשוק המניות, לאחר שלוש שנים של עליות חדות ורצופות, ירידת התשואות-לפדיון בשוק איגרות החוב יחסית לרמתן בסוף 2005, ייסוף בשער החליפין של השקל ביחס לדולר וביחס לסל המטבעות, תוך תפקוד תקין ורגיעה יחסית בשוק המט"ח, והמשך העלייה של מחזורי המסחר ושל הנזילות בשווקים הפיננסיים; זאת תוך שמירה על מדדי הסיכון של הנכסים ברמה נמוכה והמשך השיפור בעמידות של הבנקים.

היציבות השנה בולטת על רקע זעזועים חיצוניים ומקומיים שהתרחשו במהלכה. הבולטים שבהם, על פי סדר התרחשותם, היו מחלת ראש הממשלה, ניצחון החמאס בבחירות ברשות הפלשתינאית, הבחירות הכלליות בישראל, זעזוע בשווקים המתעוררים והמלחמה בצפון. על אף כובד משקלם של כל אחד מהאירועים שנמנו, השפעתם על השווקים הייתה קצרת טווח, ובמהלכם תפקדו השווקים באופן תקין, תוך מסחר ער. תפקודם התקין של השווקים במהלך השנה כולה על אף הזעזועים הוא פועל יוצא של התנאים

המקרו-כלכליים החיוביים השוררים במשך בשנים האחרונות, אשר תומכים ביציבותה של המערכת הפיננסית. בין הגורמים החשובים ניתן למנות את הצמיחה המהירה של המגזר העסקי והשיפור באיתנותו הפיננסית, וכן את המדיניות המקרו-כלכלית הפועלת להקטנת אי-הוודאות ולהגברת היציבות באמצעות שמירה על יציבות מחירים, משמעת פיסקלית והקטנת הגירעון והחוב הממשלתיים. לצד אלה נציין גם את הרפורמות המבניות החשובות שבוצעו בשנים האחרונות, התומכות בהעמקת השווקים המקומיים ושכלולם, תוך עלייה חדה במחזורי המסחר והמשך שיפור במדדי עומק השוק. השיפור בסביבה הכלכלית ובחוסנו הפיננסי של המשק בא לידי ביטוי גם בשיפור תחזית דירוג האשראי של המשק על ידי שתי חברות דירוג בין-לאומיות - אות לאמון המשקיעים בחו"ל ביציבות המשק - וכן במדדי הסיכון השונים מהשווקים, שאמנם עלו בתגובה לאירועים, אך חזרו לרמות של תחילת השנה, או אף למטה מזה.

הרפורמות המבניות שבוצעו בשנים האחרונות, ובראשן רפורמת בכר, הרפורמה בפנסיה, הרפורמה במס, ההקלות בתקנות ההשקעה של המשקיעים המוסדיים והרפורמה בשוק איגרות החוב, שינו את פניה של המערכת הפיננסית המקומית. בעקבות הרפורמות ירדו בהדרגה אך בעקבות הדומיננטיות של הבנקים במימון המגזר העסקי ושלטתם על אפיקי החיסכון של הציבור באמצעות קופות הגמל, קרנות הנאמנות וניהול פיקדונות הציבור. הבנקים הגיבו במהירות להמלצות רפורמת בכר, ומאז פרסומן הועברו כל נכסי קרנות הנאמנות לניהולם של חברות ביטוח, תושבי חוץ וברוקרים מקומיים, ונחתמו עסקאות גם לגבי העברת הבעלות על מרבית נכסי קופות הגמל, אף כי עסקאות אלה טרם הושלמו. נוסף על כך גברה המעורבות של גופים מוסדיים לטווח ארוך, כקרנות הפנסיה, בשוק ההון, התפתחות התומכת ביציבות השווקים ותורמת להגדלת הנזילות והסחירות בהם. הרפורמה במס הכניסה יתר רצינוליזציה בהחלטות ההשקעה של הציבור: הנטייה להשקיע בפיקדונות בבנקים פחתה משמעותית, וכנגד זאת גברה הנטייה להשקיע בנכסים סחירים בארץ ובחו"ל, בגלל השוואת שיעורי המס.

גם מעורבותם של תושבי חוץ בשווקים הפיננסיים המקומיים גברה, על רקע תהליכי הגלובליזציה והרפורמות שבוצעו. אלה יצרו הזדמנויות השקעה לתושבי חוץ והגדילו את האטרקטיביות של השווקים הפיננסיים המקומיים, בעקבות הפיכתם לשוקי הון פתוחים ותחרותיים.

המגמות החיוביות בסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית עמדו ברקע המשך השיפור בעמידותה של המערכת הבנקאית: יחסי ההון ומדדי סיכון האשראי השתפרו במעט. עם זאת, יחסי ההון במערכת הבנקאות הישראלית נמוכים מאשר במדינות המפותחות, ומדדי סיכון האשראי עדיין גבוהים יחסית לשנים שקדמו למיתון. בעמידותן של קופות הגמל חל שיפור קל בלבד, פרי השיפור בשיעור הכיסוי של ההתחייבויות הנזילות, ואילו עמידותן של חברות הביטוח, שהשתפרה בשנים האחרונות, פחתה השנה, בהשפעת ירידת יחסי ההון ועליית נכסי הסיכון (לוח ד'-1). מעבר להשפעת גורמים מחזוריים על עמידותם של המוסדות הפיננסיים בשנים האחרונות, השפיעו גם הרפורמות, שהקטינו את סיכון האשראי הכולל, תרמו לפיזור טוב יותר של האשראי בין המוסדות ולשיפור הנזילות בשווקים.

במהלך השנה הנסקרת יוסף השקל מול הדולר בשיעור של 8.5 אחוזים, בהשפעת היחלשות הדולר בעולם, גידול העודף בחשבון השוטף והמשך השיפור בתנאי היסוד של המשק.

היציבות בולטת על רקע זעזועים חיצוניים ומקומיים שהתרחשו השנה, והיא פועל יוצא של התנאים המקרו-כלכליים החיוביים השוררים במשק.

הרפורמות המבניות שבוצעו בשנים האחרונות שינו את פניה של המערכת הפיננסית המקומית.

המגמות החיוביות עמדו ברקע המשך השיפור בעמידותה של המערכת הבנקאית, ואילו עמידותן של חברות הביטוח פחתה, על אף המשך השיפור במצב המשק.

במהלך השנה יוסף השקל מול הדולר בשיעור של 8.5 אחוזים, בהשפעת היחלשות הדולר בעולם, גידול העודף בחשבון השוטף והמשך השיפור בתנאי היסוד של המשק.

לוח ד'-1

אינדיקטורים עיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל, 2000 עד 2006
(אחוזים)

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
							א. הסביבה העולמית
5.1	4.9	5.3	4.1	3.1	2.6	4.8	שיעור הצמיחה של התמ"ג העולמי ¹
8.9	7.4	10.6	5.3	3.4	0.2	12.4	שיעור הגידול של הסחר העולמי ¹
200	317	437	562	775	837	774	המירווח על אג"ח של המשקים המתעוררים EMBI
							ב. הסביבה המקומית
							איתנות המגזר העסקי (החברות הבורסאיות)²
61.9	61.9	61.1	61.8	64.4	61.1	59.1	המינוף הפיננסי (יחס החוב למאזן, סוף שנה)
11.3	15.0	11.6	5.2	-3.2	-8.6	3.0	התשואה להון
79.3	75.2	77.6	103.5	134.8	162.3	103.7	נטל החוב (יחס פירעונות הקרן והריבית לרווח התפעולי)
							איתנות משקי הבית²
85.8	88.3	88.5	81.9	88.1	83.8	78.7	נטל האשראי (יחס האשראי להכנסה הפנויה)
							החוסן הפיננסי של המשק (סוף שנה)
25	30	41	60	190			פרמיית הסיכון של ישראל (מירווח ה-CDS)
-21	-19	-9.5	-5.7	-2.2	0.7	4.7	יחס החוב החיצוני נטו לתמ"ג ²
86	95	99	100	97	90	88	יחס החוב הממשלתי לתמ"ג ²
							ג. ערכם של הנכסים הפיננסיים
							מדדי סיכון (ממוצע שנתי)
2.0	1.1	1.9	14.5	17.2			ההסתברות לפיחות חריג
							סטיית התקן של השינויים:
7.3	6.3	6.2	10.4	11.9			בשער החליפין (הגלומה)
13.0	12.4	12.9	16.6	15.8	17.0	21.6	במדד המניות הכללי
1.2	1.3	1.5	3.3	6.0	2.1	1.6	באג"ח הלא-צמודות
							מחירים ותשואות (במונחים שנתיים)
-8.2	6.8	-1.6	-7.6	7.3	19.3	-2.7	שיעור הפיחות של השקל מול הדולר
5.4	33.2	17.4	55.7	-20.2	-6.9	2.0	שיעור העלייה של מדד המניות הכללי
6.0	5.6	6.6	8.4	9.0	6.9	8.6	התשואה לפדיון על ה"שחר" ל-5 שנים (ממוצע)
							ד. עמידות המערכת הפיננסית
							מערכת הבנקאות²
11.2	10.7	10.8	10.3	9.9	9.4	9.2	יחס ההון לרכיבי הסיכון
79.6	84	86	91	96	92	85	יחס סיכון האשראי המאזני לתוצר
8.7	9.5	10.5	10.5	9.9	8.2	6.9	יחס האשראי הבעייתי לסך האשראי
2.1	2.3	2.5	2.6	2.4			מזה: האשראי הבעייתי שאינו נושא הכנסה

לוח ד'-1 (המשך)
אינדיקטורים עיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל, 2000 עד 2006
 (אחוזים)

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
							חברות הביטוח²
5.1	5.6	5.7	5.3	4.7	4.4	4.9	יחס ההון לנכסים ³
38.9	35.6	25.8	22.1	17.7	16.2	14.4	משקל נכסי הסיכון ³ בסך הנכסים
							קופות גמל²
51.3	49.9	47.4	45.1	44.1	40.6	41.2	משקל החשבונות הנזילים בסך ההתחייבויות
23.3	23.6	13.1	10.9	7.7	8.2	12.1	יחס הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות
37.7	39.7	43.5	45.7	46.6	51.8	50.3	משקל הקופות בשוק האג"ח הממשלתיות הצמודות
53.6	48.4	38.5	34.7	29.2	30.1	30.4	משקל נכסי הסיכון בסך הנכסים
							נזילות השווקים
26.2	35.6	9.0	-4.8	31.2	21.6	3.3	השינוי במחזור המסחר היומי הכולל בשווקים
0.08	0.08	0.10	0.15	0.11	0.08	0.07	מירווח ה-bid-ask בשוק שקל-מט"ח
							ה. מאפייני הפעילות הפיננסית²
134	137	132	133	138	129	114	יחס סך האשראי לתוצר המגזר העסקי
19.8	31.1	27.1	9.1	10.8	8.4	5.6	שיעור הגידול של האשראי החוץ-בנקאי למגזר העסקי
							משקל הפיקדונות בבנקים והחסכונות בקופות הגמל
41	43	46	49	51	54	56	שבבעלותם בסך נכסי המגזר הפרטי

(1) הנתון לשנת 2006 הוא אומדן שנתי.

(2) נתונים לתשעת החודשים הראשונים של 2006.

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

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

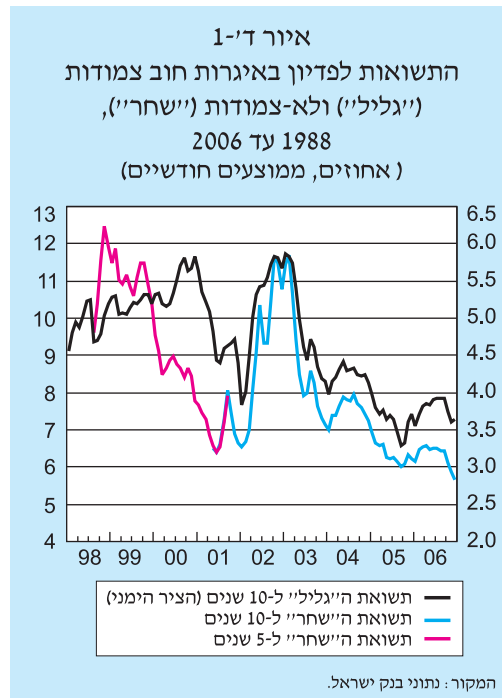
והן הסתכמו השנה בהיקף ללא תקדים. האצת ההשקעות הישירות של תושבי חוץ והגידול הניכר של העודף בחשבון השוטף יצרו לחץ בסיסי לייסוף השקל, ובמרבית השנה השפעתם על שער החליפין גברה על השפעת יצוא ההון של תושבי ישראל.

בשוק המניות נמשכו גם השנה עליות השערים - המשך לשלוש שנים של עליות שערים חדות ורצופות - וחלקן של המניות בתיק הנכסים של הציבור הגיע בסופה לכ-22 אחוזים, כפול מאשר בסוף 2002. על אף עליות השערים, כניסת משקי הבית לשוק במישרין או באמצעות קרנות הנאמנות עדיין שולית; עם זאת גדלה החשיפה שלהם למניות, הן דרך המשקיעים המוסדיים, שהגדילו את רכיב המניות בתיקיהם, והן באמצעות רכישת תעודות סל. אלה הפכו בשנתיים האחרונות למכשיר השקעה פופולרי בקרב המשקיעים המוסדיים והציבור הרחב, ושווי השוק הכולל שלהן הגיע בסוף 2006 ל-13 מיליארדי ש"ח.

הריבית הריאלית לטווח ארוך במשך הלכה וירדה מאז 2003, והגיעה בסוף 2006 לרמה נמוכה היסטורית - 3.6 אחוזים ל-20 שנה (איור ד'-1). הכוחות הפועלים ליירדתה של הריבית הריאלית, על אף הצמיחה המהירה, הם גידול החיסכון הממשלתי, שמקטין את צורכי מימון הגירעון הממשלתי, גידול החיסכון הפרטי, שמגדיל את הביקוש לנכסים

בשוק המניות נמשכו עליות השערים, המשך לשלוש שנים של עליות חדות ורצופות.

הריבית הריאלית לטווח ארוך הולכת ויורדת מאז 2003, ובסוף 2006 היא הגיעה לרמה נמוכה היסטורית.



בשוק אגרות החוב
 הממשלתיות ירדו השנה
 התשואות יחסית לרמתן
 בסוף 2005, אולם מגמת
 השינוי בתשואות לא
 הייתה אחידה במהלך
 השנה.

השנה הוחל ביישומה של
 רפורמה בשוק אגרות
 החוב הממשלתיות,
 ובמסגרתה מונו עושי
 שוק לאגרות.

גיוסי ההון של המגזר
 העסקי באמצעות אגרות
 חוב הוסיפו והתרחבו גם
 ב-2006, לאחר האצה
 ב-2005.

על אף התרחבות
 האשראי במשק לא
 עלו סיכוני האשראי
 במוסדות הפיננסיים,
 שכן המשך גידולו של
 האשראי לווה בשיפור
 איכותו.

פיננסיים, הגלובליזציה ותנועות ההון
 אל המשק, המחזקות את הקשר לריבית
 הריאלית העולמית, שהיא נמוכה יותר,
 הרפורמות המבניות והירידה בפרמיית
 הסיכון של המשק.

בשוק אגרות החוב הממשלתיות ירדו
 השנה התשואות יחסית לרמתן בסוף
 2005, אולם מגמת השינוי בהן לא הייתה
 אחידה במהלך השנה. הכוחות העיקריים
 שהשפיעו על התפתחות התשואות
 השנה היו האמינות הפיסקלית, שבאה
 לידי ביטוי בהמשך צמצום הגירעון
 והחוב הממשלתי, המשך יישומן של
 הרפורמות המבניות, הצמיחה המואצת,
 מגמת ההתפתחות של שיעורי הריבית
 בעולם, התפתחויות פוליטיות וביטחוניות
 מקומיות ושינויים חדים בהערכות סיכוני
 האינפלציה במהלך השנה.

השנה הוחל ביישומה של רפורמה

בשוק אגרות החוב הממשלתיות, שבמסגרתה מינה משרד האוצר גופים פיננסיים
 בין-לאומיים, לצד גופים מקומיים, כעושי שוק באגרות החוב הממשלתיות. בתמורה
 להתחייבותם לצטט מחירים לאגרות החוב קיבלו עושי השוק בלעדיות במכרזי האוצר,
 וכן גישה למאגר השאלות שהקים האוצר. אף שיישומה של הרפורמה החל רק בספטמבר,
 כבר ניתן להבחין בהשפעתה על שוק אגרות החוב הממשלתיות: בשליש האחרון של
 השנה גדלו מחזורי המסחר באגרות החוב הממשלתיות בכ-70 אחוזים, ומעורבותם של
 תושבי חוץ בהנפקות, במסחר ובהחזקות של אגרות החוב הממשלתיות גדלה מאוד,
 במקביל לירידתן של התשואות באותה תקופה.

גיוסי ההון של המגזר העסקי הוסיפו והתרחבו גם במהלך 2006, ומרביתם היו באמצעות
 הנפקת אגרות חוב (סחירות ולא-סחירות). כמו בשנים קודמות בוצעו ההנפקות בעיקר
 על ידי חברות גדולות בדירוג גבוה (מעל A). גידול היקפן של ההנפקות התאפשר על רקע
 צמצום גיוס ההון של הממשלה בשנים האחרונות, אשר פינה מקורות להגדלת גיוסי ההון
 של המגזר העסקי, וכן על רקע הרפורמות המבניות שבוצעו, בעיקר הרפורמה בפנסיה
 וההקלות בתקנות ההשקעה של המשקיעים המוסדיים, אשר הגדילו את הביקושים
 לאגרות חוב. גם התנאים המקרו-כלכליים החיוביים ושיעורי הריבית הנמוכים תמכו
 בגיוסי ההון של המגזר העסקי. התפתחות שוק אגרות החוב הפרטיות תורמת להקטנת
 הדומיננטיות של הבנקים במימון המגזר העסקי, להגברת התחרותיות בתחום האשראי
 ולהקטנת מירווחי האשראי.

על אף המשך התרחבות האשראי במשק לא עלו ב-2006 סיכוני האשראי של המוסדות
 הפיננסיים, שכן גידול האשראי לווה בהמשך השיפור של איכותו. השיפור באיכות האשראי
 הוא תוצאה של שיפור במצב הלווים (חברות ומשקי בית), וגידול הפיזור של סיכוני האשראי
 בין המוסדות הפיננסיים, בעקבות המעבר המואץ של אשראי מהבנקים למוסדות האחרים.
 כתוצאה ממעבר זה עלה משקל נכסי הסיכון בסך נכסי המוסדיים לשיעור גבוה מאוד, 41

אחוזים - התפתחות שיש לתת עליה את הדעת על רקע חוסר הניסיון והידע של המוסדיים בניהול סיכונים אשראי, בניגוד למערכת הבנקאית.

מלבד השינויים הרבים שהתחוללו במערכת הפיננסית בשנים האחרונות ישנן עדיין רפורמות נוספות, הנמצאות בשלבים שונים של תכנון וביצוע, שיישומן צפוי לתרום תרומה נוספת לשכלול השווקים הפיננסיים המקומיים ולהשתלבותם בשווקים הגלובליים. נוסף על כל אלה נדרשים צעדים לשם הגברת התחרות בין הבנקים על מגזר משקי הבית, וכן מעקב שוטף אחר תהליך ההתייצבות של מבנה המערכת הפיננסית וזיהוי ההתאמות הנדרשות בה.

- יישום "רפורמת בכר" מחייב צעדים נוספים בתחום אחריות המפקחים, ביניהם:
 - הגברת הפיקוח על יציבותם של המוסדות הפיננסיים שאינם בנקים ובראשם חברות הביטוח; זאת על רקע עליית חשיפתם של המוסדות הפיננסיים לסיכונים אשראי, וכן על רקע עליית חלקן של חברות הביטוח בניהול נכסי הציבור.
 - טיפול בניגודי עניינים הקיימים במוסדות פיננסיים שאינם בנקים, על רקע הגדלת מעורבותם במערכת הפיננסית הן כחתמים, הן כנותני אשראי והן כמנהלים של חסכונות הציבור.
 - מיסוד התיאום בין רשויות הפיקוח השונות.

2. השינויים בתשתית הפיננסית, בחקיקה ובהסדרה

הרפורמות המבניות שבוצעו בשנים האחרונות - ובראשן הרפורמה בפנסיה, הרפורמה במס, ההקלות בתקנות ההשקעה של המשקיעים המוסדיים, הרפורמה בשוק איגרות החוב, ולאחרונה גם רפורמת בכר - שינו את פניה של המערכת הפיננסית המקומית וקידמו אותה ליתר תחרותיות, יעילות ויציבות. (ההשלכות של רפורמת בכר, ושל שינויים נוספים שבוצעו במהלך 2006 בחקיקה, בהסדרה ובמיסוי, על השווקים הפיננסיים, מתוארות בסעיפים א', ב' וג' להלן.) השינויים המהירים שהתחוללו בשווקים הפיננסיים בעקבות הרפורמות, ובעיקר יישומה המהיר של רפורמת בכר, מחייבים מעקב שוטף אחר תהליך ההתייצבות של מבנה המערכת הפיננסית, לשם זיהוי ההתאמות הנדרשות בה. על אף ההתקדמות המערכת הפיננסית המקומית עדיין לוקה בריכוזיות גדולה; זו מחייבת להמשיך ולפעול לקידום רפורמות נוספות, שיתרמו להקטנת הריכוזיות ויסיעו להגברת התחרותיות ולשכלול המערכת.

א. מבנה המערכת הפיננסית על רקע "חקיקת בכר"

בשנת 2006 חלו שינויים בולטים במבנה המערכת הפיננסית בעקבות הרפורמה בשוק ההון, שיושמה החל בחודש יולי 2005 - "חקיקת בכר"¹. המטרה העיקרית של הרפורמה היא הקטנת הריכוזיות של המערכת הפיננסית והדומיננטיות של הבנקים. להלן השינויים שחלו מאז החקיקה בתחום החיסכון לטווח ארוך, בענף קרנות הנאמנות ובתחום הייעוץ הפיננסי והפנסיוני.

¹ "חקיקת בכר" מורכבת משלושה חוקים שנחקקו ביולי 2005: חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (גמל), חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (עיסוק ביעוץ ובשיווק מוצרים פנסיוניים) וחוק להגברת התחרות וצמצום הריכוזיות וניגודי עניינים בשוק ההון, שבמסגרתו נכללו גם תיקונים עקיפים רבים בחוקים נוספים, ביניהם חוק הפיקוח על הביטוח, חוק בנקאות (רישוי), פקודת הבנקאות וחוק הבנקאות (שירות ללקוח).

על אף ההתקדמות הרבה בשנים האחרונות, עדיין דרושות רפורמות נוספות, שצפויות לתרום לשכלול השווקים הפיננסיים ולהשתלבותם בשווקים הגלובליים.

הרפורמות המבניות שבוצעו בשנים האחרונות שינו את פניה של המערכת הפיננסית המקומית וקידמו אותה ליתר תחרותיות, יעילות ויציבות.

יישום מהיר של הסעיף
ב"רפורמת בכר" העוסק
בהפרדת קופות הגמל
הביא לשינוי מהיר וגדול
במפת התפלגות השליטה
של השחקנים השונים
במערכת הפיננסית
בתחום החיסכון לטווח
ארוך.

מערכת הבנקאות,
ששלטה בכ-80 אחוזים
משוק קרנות הנאמנות,
מכרה את מרבית
הקרנות שברשותה, כך
שחלקה בשוק עמד בסוף
2006 על קרוב ל-0.

בתחום החיסכון לטווח ארוך הגיבה מערכת הבנקאות על "חקיקת בכר" במהירות, ובתוך מספר חודשים בוצעו עסקאות ליישום סעיף הרפורמה העוסק בהפרדת קופות הגמל (וכן קרנות הנאמנות) שהיו בבעלותם, ורוב עסקות המכירה נחתמו עוד במחצית השנייה של שנת 2005². מהלך זה הביא לשינוי מהיר וגדול במפת התפלגות השליטה של השחקנים השונים במערכת הפיננסית בתחום החיסכון לטווח ארוך. בעקבות "חקיקת בכר" והרפורמה בפנסיה, ירד משמעותית חלקם של הבנקים בניהול החיסכון לטווח ארוך, וחלקן של חברות הביטוח עלה מאוד (לוח ד'-2). כך חלקם של חמשת הבנקים הגדולים בניהול נכסי החיסכון לטווח ארוך, שעמד בשנת 2003 על 52 אחוזים, פחת ל-19 אחוזים בלבד בסוף 2006, וחלקן של 5 חברות הביטוח הגדולות עלה מ-21 אחוזים ל-47 אחוזים. השינוי המהיר במבנה המערכת הפיננסית לא מאפשר עדיין לבחון את השגתן של מטרות מרכזיות ברפורמה בתחום הקטנת הריכוזיות במערכת והגדלת התחרותיות. אכן, הדומיננטיות של הבנקים בניהול החיסכון לטווח ארוך קטנה משמעותית - התפתחות מבורכת, התורמת להגדלת התחרותיות ולהקטנת ניגודי העניינים במערכת הפיננסית; כנגד זאת התעצמה מאוד שליטתן של חברות הביטוח בענף החיסכון לטווח ארוך - התפתחות המחייבת היערכות מהירה להגברת הפיקוח על חברות אלו והתאמתן לתקנים המקובלים במערכת הבנקאית.

בשוק קרנות הנאמנות התחוללה מהפכה בתוך תקופה קצרה לאחר "חקיקת בכר". מערכת הבנקאות, ששלטה בכ-80 אחוזים משוק קרנות הנאמנות, הגיבה על החקיקה במהירות גם בשוק זה ומכרה את מרבית הקרנות שברשותה, כך שחלקה בשוק עמד בסוף 2006 על קרוב ל-0. כ-40 אחוזים משווי הנכסים שנמכרו נרכשו על ידי חברות הביטוח, והיתר - על ידי אחרים (כולל זרים). בחודש דצמבר 2006 נסגרה העסקה לרכישת "להק קרנות נאמנות" מ"בנק הפועלים". החברה המנהלת "פריזמה" שבשליטת "קרן מרקסטון", שהיא חברה פרטית בבעלות משקיעים זרים, הפכה בעקבות העסקה לגוף הגדול ביותר בתחום קרנות הנאמנות בישראל, גוף המחזיק בכ-19 אחוזים מנתח השוק המצרפי ובנפח נכסים מנוהל בהיקף של 21 מיליארד ש"ח. שינוי מהיר זה - מעבר של חלק ניכר מתעשיית קרנות הנאמנות משליטת הבנקים לשליטת גופים פרטיים, כולל גופים זרים - פועל להקטנת הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון. עם זאת, גם בשוק זה קשה לנתח את תוצאות הרפורמה כל עוד מבנה המערכת טרם התייצב. כך, כבר בשנה הראשונה ירד משמעותית חלקן של הכסף המנוהל באמצעות שוק הקרנות, כתוצאה ממשיכות מקרנות הנאמנות בהיקף של 20 מיליארדי ש"ח. (הרחבה ראו בסעיף תיק הנכסים). תנועות כספים גדולות בסדרי גודל כאלה בתיק הנכסים הכספיים של הציבור מבליטות את הצורך לחזק את מערך הייעוץ הפיננסי, כך שיובטח ייעוץ אובייקטיבי כפי שנדרש בחוק.

על אף מכירת הנכסים המהירה-מהמצופה על ידי הבנקים, שמצביעה על הצלחה של הרפורמה, מספר התפתחויות מקטינות את עוצמת השפעתה של הרפורמה: המעבר המהיר של חלק לא מבוטל מנכסי הציבור מקרנות הנאמנות; השינויים שנעשו בענף הגמל, המקטינים את פוטנציאל ההפקדות בענף; התפתחותו המהירה של ענף הפיקדונות המובנים במערכת הבנקאות; גידול של היקף ניהול התיקים אשר בידי חברות שבשליטת הבנקים. בנושא הייעוץ והשיווק הפיננסי והפנסיוני קבעה "חקיקת בכר" בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (עיסוק בייעוץ ובשיווק מוצרים פנסיוניים) כי על הגופים הפועלים

² רב העסקאות ממתינות לאישור משרד האוצר.

לוח ד'-2
אומדן השינויים בהתפלגות השליטה בחיסכון לטווח ארוך¹ ובענף קרנות הנאמנות בעקבות הרפורמה בפנסיה ו"חקיקת בבר", 2003 עד 2006²
(אחוזים)

גופים אחרים		חמש קבוצות הביטוח הגדולות					חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות					סך הונסים (מיליארדי ש"ח)			
מזה:	סד"כ זרים	הראל	הפניקס	מנורה	כלל	מגדל	סד"כ	המזרחי-	טפחות	הבינלאומי	דיסקונט	בל"ל	הפועלים	סד"כ	החיסכון לטווח ארוך ¹
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	13	21	50	293 סוף 2004
0	26	3	6	4	7	9	29	3		2	9	12	19	45	355 סוף 2005
7	35	8	7	8	12	13	47	0		2	2	1	13	19	386 סוף 2006 ²
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 ²

קרנות הנאמנות

(1) החיסכון לטווח ארוך כולל את קופות הגמל, קרנות הפנסיה החדשות, והתכניות לביטוח חיים המשתתפות ברווחים (בהתאם להגדרות ועדת בבר).

(2) אף שרק חלק מהעסקאות למכירת קופות הגמל וקרנות הנאמנות יצאו אל הפועל במהלך 2006, התפלגות החיסכון לטווח ארוך וקרנות הנאמנות בין סוגי המוסדות הפיננסיים השונים חושבה בשנה זו בהנחה כי כל העסקאות שנוחתמו בבר יצאו אל הפועל. זאת כדי לקבל אומדן למלוא ההשפעה הצפויה של חקיקת בבר.

המקור: אגף שוק ההון הביטוח והחיסכון במשרד האוצר ועיבודי החום היעובדות הפיננסית בבנק ישראל.

בשוק ההון לבחור בין עיסוק בשיווק לבין עיסוק בייעוץ; זאת במטרה למנוע ניגודי עניינים. מאז "חקיקת בכר" אישר משרד האוצר בקשות רבות של יחידים לקבלת רישיונות לשווק מוצרים פנסיוניים, לעומת יחידים מעטים שהגישו בקשות וקיבלו רישיונות לשמש יועצים פנסיוניים. אשר לחברות - רק חברה פיננסית לא-בנקאית אחת קיבלה רישיון לשמש יועץ פנסיוני. לגבי מערכת הבנקאות נקבע כי בנק שמכר קופות הגמל שבניהולו יוכל לשמש יועץ פנסיוני (אך בשלב זה לא בנושא ביטוח). לאחר שבעקבות "חקיקת בכר" הבנקים מכרו במהירות את קופות הגמל שהיו ברשותם ועמדו בתנאי החוק, התחילה היערכותם של מרבית הבנקים לכניסתם לענף הייעוץ הפנסיוני. עד היום רק בנק בינוני אחד קיבל רישיון לייעוץ פנסיוני (לעצמאיים).

בשלב זה אופפת אי-ודאות את התייצבות מבנהו של שוק השיווק/הייעוץ הפנסיוני מבחינת השחקנים השונים, ובעיקר את האפשרות שהבנקים יעצו בעתיד גם בתחום הביטוח; כמו כן אין ודאות לגבי הצלחת הניסיון להפריד בין תפקידי היועץ והמשווק ולגבי יכולתן של חברות פיננסיות לפעול כמייצעות כשהעמלות מגיעות רק מהלקוחות ולא מהיצרנים.

ב. השינויים העיקריים בחקיקה, בהסדרה ובמיסוי ב-2006

במארס 2006 התקבל
"חוק הסכמים פיננסיים
התשס"ו 2006", העוסק
בהסכם מכר חוזר (ריפו)
וב-netting.

במארס 2006 התקבל חוק הסכמים פיננסיים התשס"ו - 2006, העוסק בהסכם מכר חוזר (ריפו) וב-netting³ מטרתו של חוק זה היא להקנות את הוודאות המשפטית והעסקית הנדרשת להבטחת פעילות התקינה של השוק הפיננסי בישראל, ולאפשר פעילות בזירה הפיננסית הבין-לאומית במסגרת העסקאות המקובלות בזירה זו. הוודאות הנדרשת היא הן באשר לסיווגו של הסכם מכר חוזר בניירות ערך והן באשר לתוקפם של הסכמי מסגרת - הוראות המקנות לצדדים אפשרות לסיים את כל העסקאות הכלולות בהסכם המסגרת במקרה של אירועים מסוימים, ולקזז את ערכי כל העסקאות בין הצדדים, כך שבסיכומו של דבר רק אחד מהצדדים יידרש לשלם לצד האחר סכום מסוים לפי ההסכם (netting). הסכם זה יחול בעסקאות בנגזרים ובהסכמי מכר חוזר בניירות ערך. ודאות משפטית באשר לסיווג העסקה פותרת את אחת הבעיות בפיתוח שוק ריפו בישראל, שוק שבעולם הוא אחד מהגדולים, הנזילים והחשובים ביותר בין שוקי הכספים.

בהמשך לרפורמה במיסוי אוחדו, החל מתחילת שנת 2006, שיעורי המס על רווחי הון, ריבית ודיבידנד לשיעור של 20 אחוזים. כמו כן מאפשרת ההוראה החדשה, לצד ניכוי מס מרווחים, קיזוז הפסדים שנוצרו בגין השקעות בניירות ערך מרווחים מניירות ערך אחרים, מריבית או מדיבידנדים שנתקבלו.

נמשכה ההיערכות
לקראת הפעלת מערכת
סליקה תוך-יומית.

השנה נמשכה ההיערכות לקראת הפעלת מערכת סליקה תוך-יומית, שתיקרא מערכת זה"ב⁴ (זיכויים והעברות בזמן אמיתי). המערכת, שמתוכנן להפעילה לקראת אמצע 2007, תכלול מסלקה לכל המסלקות הפועלות במשק, והסליקה תהיה סופית בו ביום. נוסף על כך ייסלקו במערכת זו כל התשלומים בסכומים גבוהים ותשלומים דחופים אחרים, שיועברו אליה ישירות, לא באמצעות המסלקות הקיימות. לקראת המעבר למערכת הזו"ב בוצעו רפורמות בתהליך הסליקה, והוארך יום העסקים הבנקאי. בין היתר, בוטלה בשנת 2005 האפשרות של רישומים רטרואקטיביים בחשבונות הבנקים ובבנק ישראל, כל

³ Netting - החשיפה של צד להסכם כלפי הצד האחר מתבטאת בערך נטו לאחר קיזוז הדדי בין כל העסקאות שבהסכם המסגרת.

⁴ הכינוי של מערכת זו בעולם הוא RTGS - Real Time Gross Settlement.

הצ'קים נסלקים בשיטה אלקטרונית, והחל מפברואר 2006 הוארך יום העסקים הבנקאי עד ל-18:30 (במקום 15:00).

גם בסליקת ניירות ערך, שמתבצעת בעיקר על ידי הבורסה, מתחוללים לאחרונה שינויים רבים לצורך התאמתה לתקנים בין-לאומיים מקובלים. חשיבותו של מערך התשלומים והסליקה לתפקוד תקין של המערכת הפיננסית ולמשק והשינויים במערך זה מדגישים את הצורך להסדיר את התפעול והפיקוח של המסלוקות בחוק מיוחד.

ב-2005 עבר בכנסת חוק החיתום, והתקנות הנדרשות ליישום החוק עברו בפברואר 2007. מטרתה של הרפורמה בשיטת החיתום היא לקרב את ישראל לתקנים הבין-לאומיים ולשפר את היעילות והתחרותיות של השוק. השינויים העיקריים הם: הקצאה של ניירות ערך במסגרת של הצעה לציבור תאפשר למשקיעים מוסדיים ללא צורך במכרז (בדומה לשיטה המקובלת בארה"ב), ושיקול הדעת לגבי המחיר והכמות יהיה בידי החתמים; תבטל החובה לפרסם את מחיר ההצעה בתשקיף; יהיה ניתן להציע (אך לא למכור) ניירות ערך לציבור כבר לאחר הגשת טיוטת תשקיף לרשות (road show); יוגדר תפקיד חדש בשוק ההנפקות - מפיץ; ייקבע מי יוכל לשמש חתם ואילו דרישות יוטלו עליו; תיקבע מגבלה על היקף המכירה של חתם למשקיעים מוסדיים קשורים במקרה שלחתם מתאפשר שיקול דעת בהקצאת ניירות הערך; יינתנו הקלות שיאפשרו את פעילותם של חתמים זרים בארץ.

ביוני 2006 החליט המוסד לתקינה חשבונאית לאמץ את התקינה החשבונאית הבין-לאומית (IFRS) החל מהרביע הראשון של 2008. התקינה הבין-לאומית מיושמת החל מ-2005 ביותר מ-90 מדינות, לרבות מדינות האיחוד האירופי ואוסטרליה. בארה"ב התקינה היא על פי התקינה המקומית (ה-FASB), אולם הוחלט לאמץ את התקינה הבין-לאומית בשנים הקרובות, וההערכה הנוכחית היא שהדבר יתבצע בשנת 2011.

התקינה הבין-לאומית (IFRS) מסתמכת פחות על מדדים אובייקטיביים תוך מעבר להסתמכות על הערכות שווי, שמאיות ואומדני הנהלה. היתרונות הם: גלובליזציה בשוק ההון (שפה חשבונאית אחידה), הגדלת השקיפות מול המשקיעים על ידי גילוי אספקטים שונים וחדשים בפעילות החברה, יעילות של תהליכי ההשקעה בחברות זרות, הקלה על תהליכי מיזוג חברות, התבססות על תקינה בין-לאומית ברישום למסחר בחו"ל וירידה בעלויות ההנפקה בחו"ל. אימוץ התקינה הבין-לאומית בישראל הוא הדרגתי: חלק כבר ייושם מתחילת 2006, חלק ייושם בתחילת 2007, והשאר ב-2008.

ג. הצעדים העיקריים הנדרשים לצורך המשך חיזוקה של התשתית הפיננסית

הצעדים העיקריים הנדרשים לצורך המשך פיתוחה של תשתית השווקים הם: (א) המשך פיתוח שוק הריפו; לאחר השלמת החקיקה בעניין חוק ההסכמים הפיננסיים במאסר 2006, יש להסדיר את הסכמי המסגרת לעסקאות ואת סליקת העסקאות, החשבונאות והמיסוי, וכן להסיר חסמים אחרים לפיתוחו של שוק חשוב זה. (ב) המשך ההיערכות לקראת הפעלת מערכת סליקה תוך-יומית במהלך 2007. (ג) אימוץ התקינה החשבונאית הבין-לאומית החל מ-2008. (ד) היערכות לקראת יישום "באזל 2" במערכת הבנקאית. שינויים אלה צפויים לתרום לשכלול השווקים הפיננסיים המקומיים ולהשתלבותם בשווקים הגלובליים.

במקביל, על רקע השינויים הרבים המתחוללים במערכת הפיננסית בשנים האחרונות, נדרשים מספר צעדים בתחום האחריות של המפקחים לחיזוק התשתית הפיננסית ושמירה על יציבות המערכת, ואלה העיקריים שבהם: (א) כדי להבטיח את הצלחת "רפורמת בכר"

עברו התקנות להפעלת חוק החיתום.

ביוני 2006 החליט המוסד לתקינה חשבונאית לאמץ את התקינה החשבונאית הבין-לאומית (IFRS) החל מהרביע הראשון של 2008.

הצעדים העיקריים הנדרשים להמשך פיתוחה של תשתית השווקים הם: פיתוח שוק הריפו; הפעלת מערכת סליקה תוך-יומית; אימוץ התקינה החשבונאית הבין-לאומית; יישום כללי "באזל 2" במערכת הבנקאית.

לשם חיזוק התשתית
הפיננסית ושמירה על
יציבות המערכת נדרשים
מספר צעדים בתחום
האחריות של המפקחים.

נדרש חיזוק של הפיקוח על הגופים החדשים, שחלקם בניהול נכסי הציבור עלה משמעותית, בעיקר חברות הביטוח. לשם כך חשובה הגברת עצמאותו של המפקח על חברות הביטוח והגדלת יכולת האכיפה והבקרה שלו עליהן על ידי הפיכתו לרשות נפרדת. (ב) טיפול בניגודי עניינים הקיימים במוסדות פיננסיים שאינם בנקים, על רקע הגדלת מעורבותם במערכת הפיננסית הן כחתמים, הן כנותני אשראי והן כמנהלים של חסכונות הציבור. (ג) בחינת הצורך בהתאמות בנושא הייעוץ והשיווק הפיננסי והפנסיוני. (ד) נקיטת צעדים להגברת התחרות בין הבנקים במגזר משקי הבית. (ה) מיסוד התיאום בין שלוש רשויות הפיקוח על ידי חתימה על מזכר הבנות (MOU). (ו) חידוד ההפרדה בין בנקים לביטוח על ידי איסור "הבטחת תשואה" בחברות הביטוח. (ז) חקיקה שתסדיר היבטים שונים של תפעול ופיקוח על כל סוגי מערכות התשלומים והסליקה. (ח) הגברת "החינוך הפיננסי" ומודעות הציבור לסיכונים בתיק הנכסים והפצת מידע ונתונים שיאפשרו לו לעקוב אחר הסיכונים, נוסף על המעקב אחר התשואות והעמלות.

חשוב להגביר את הפיקוח
בפועל על המוסדות
הפיננסיים.

חשוב גם להגביר את הפיקוח בפועל על המוסדות הפיננסיים - בין היתר, באמצעות הצעדים הבאים: (א) עידוד הבנקים וקבוצות הביטוח לנקוט מדיניות אנטי-מחזורית ולנצל את תקופת הגיאות במחזור העסקים ואת רווחיותם הגבוהה לשם המשך השיפור בהלימות הונם; (ב) חיזוק אכיפת הניהול התקין של סיכונים האשראי בקבוצות הביטוח והעמקת הביקורת על איכות תיקי האשראי (למרות השיפור הניכר בהסדרה של פעילות חברות הביטוח), וכן הסדרה של דרישות הלימות ההון ושל ניהול סיכונים הנזילות בקבוצות הביטוח.

3. השווקים הפיננסיים

א. שוק איגרות החוב

(1) איגרות החוב הממשלתיות

שווי השוק הכולל של איגרות החוב הממשלתיות הנסחרות בבורסה בתל אביב הגיע בסוף 2006 ל-265 מיליארדי ש"ח, כמעט ללא שינוי לעומת שווי השוק בסוף 2005, והוא הורכב מאיגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד - 43 אחוזים; איגרות חוב שקליות בריבית קבועה - 39 אחוזים; ובריבית משתנה - 18 אחוזים (לוח ד'-3).

בשנים האחרונות עבר
שוק איגרות החוב
הממשלתיות רפורמות
חשובות, שהעמיקו את
הנזילות והסחירות בו.

בשנים האחרונות עבר שוק איגרות החוב הממשלתיות רפורמות מבניות חשובות, במטרה לבטל עיוותים קיימים בשוק, אשר העיבו על התפתחותו. כך, למשל, בוצעו רפורמות במיסוי אשר ביטלו עיוותי מס בין סוגי איגרות שונות, וצומצם מאוד מימון החוב הממשלתי באמצעות איגרות חוב לא-סחירות. נוסף על כך הופחת מספר הסדרות המונפקות, במקביל להגדלת שווייה הכספי של כל סדרה סחירה.

אמניות המדיניות המקור-כלכלית בשנים האחרונות ויציבות המחירים במשק אפשרו להגדיל בהדרגה את חלקן של איגרות החוב הלא-צמודות בחוב המונפק ולהאריך את טווח ההנפקה הן של החוב הצמוד והן של החוב הלא-צמוד. כך הונפקו השנה הראשונה איגרת חוב ממשלתית צמודה למדד לתקופה של 30 שנה ואיגרת חוב שקלית לא-צמודה ל-20 שנה - התפתחות חשובה, שתאפשר בעתיד גם למגזר הפרטי לבצע הנפקות לטווחים מקבילים. הנפקות אלה נקלטו בשוק היטב בלי שנדרשה תוספת תשואה משמעותית בגין הארכת טווח ההנפקה. ראוי לציין כי בניית עקום תשואה של איגרות חוב נטולות סיכון

לוח ד'-3
שווי השוק הכולל של ניירות הערך הנסחרים בבורסה בתל אביב, 2002 עד 2006

2006	2005	2004	2003	2002	
(מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)					
1093.9	963.5	752.1	619.0	460.8	סך הכול
175.3	165.5	137.0	118.1	89.0	באחוזים מהתמ"ג
594.6	519.1	375.1	306.0	201.3	מניות ובני המרה
265.1	261.4	252.9	232.7	197.1	אג"ח ממשלתיות
96.9	87.2	75.4	56.1	45.3	מק"ם
122.7	87.5	42.2	22.2	16.0	אג"ח פרטיות
12.9	7.0	5.1	1.2	0.3	תעודות סל
1.7	1.4	1.4	1.0	0.7	חוזים עתידיים
(אחוזים)					התפלגות איגרות החוב הממשלתיות לפי הצמדה
42.6	42.0	44.6	46.4	49.7	צמודות למדד
0.1	0.1	0.1	2.5	7.7	צמודות למט"ח
38.9	36.0	32.7	30.5	23.6	לא-צמודות בריבית קבועה "שחר"
18.4	22.0	22.6	20.7	18.9	לא-צמודות בריבית קבועה "גילון"
(אחוזים)					התפלגות איגרות החוב הפרטיות לפי הצמדה
71.2	70.5	59.8	72.0	85.0	צמודות למדד
22.8	24.4	32.8	20.0	8.1	צמודות למט"ח
6.0	5.1	7.5	8.0	6.9	לא-צמודות

המקור: הבורסה לניירות ערך ועיבודי המחלקה המונית של בנק ישראל.

למיגוון רחב של טווחים יוצרת את התשתית לפיתוח ערוצים חלופיים לאשראי בנקאי למימון המגזר הפרטי, ביוצרה נקודת התייחסות זמינה לקביעת עלויות האשראי למנפיקים ולמשקיעים בחברות עסקיות.

הנפקת איגרות חוב לא-צמודות מקובלת בשוקי ההון בעולם, ולהגדלת חלקן גם בשוק המקומי, יחד עם תהליכי הגלובליזציה, תרומה חיובית להגדלת מעורבותם של תושבי חוץ בשוק.

כל ההתפתחויות שצוינו לעיל העמידו את היקפי המסחר בשוק איגרות החוב הממשלתיות, ואלה גדלו מ-0.7 מיליארד ש"ח בממוצע ליום ב-2002 ל-1.2 מיליארדים ב-2006 (עד אוגוסט). רפורמת עושי השוק, שיישומה החל בספטמבר (תיבה 1), הובילה לעליית מדרגה נוספת במחזורי המסחר, והם הגיעו בשליש האחרון של השנה ל-2.1 מיליארדי ש"ח, מתוכם 0.3 מיליארד במערכת ה-MTS (לוח ד'-4).

עליית מחזורי המסחר באיגרות החוב הקיפה הן את איגרות החוב השקליות הלא-צמודות והן את איגרות החוב הצמודות למדד, אף שהאחרונות עדיין לא נסחרות במערכת ה-MTS. אולם על אף גידולם של מחזורי המסחר באיגרות החוב הצמודות למדד, סחירותן

לוח ד'-4

מחזורי העסקאות היומיים הממוצעים¹ במק"ם, באיגרות חוב, במניות ובמט"ח,
2002 עד 2006

השנה	מק"ם	שחר	מזה: ב-MTS	גילון	גליל	ס"כ האג"ח הממשלתיות	אג"ח פרטיות	מניות	מט"ח ²
						(מיליוני שקלים, במחירים שוטפים)		(מיליוני דולרים)	
2002	371	301		116	234	651	9	242	1,525
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	165	388	1,664	273	1,452	3,029
2006									
ינואר-יוני	755	649		156	370	1,175	252	1,489	2,813
יולי	804	975		152	308	1,435	239	1,534	3,516
אוגוסט	636	921		119	283	1,323	216	1,118	2,868
ספטמבר	812	1,313	136	119	409	1,841	268	1,246	2,846
אוקטובר	982	1,643	342	242	464	2,349	285	1,437	3,042
נובמבר	735	1,276	360	191	422	1,889	326	1,720	3,839
דצמבר	1,111	1,401	175	217	547	2,165	439	1,422	3,577

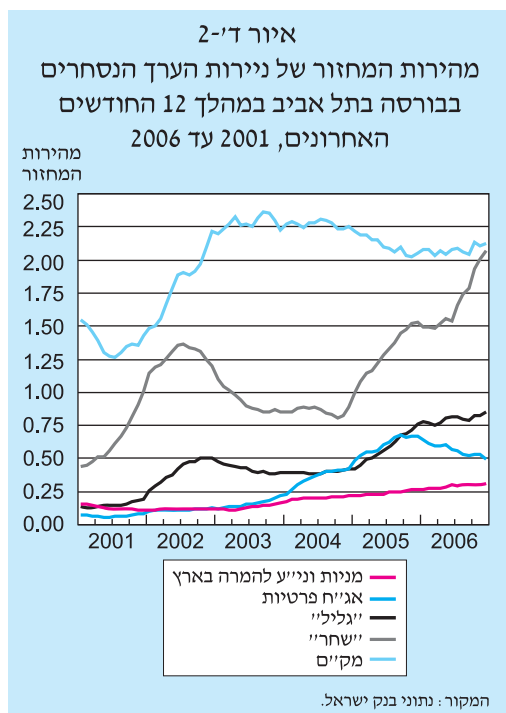
(1) עסקות בבורסה ומחוץ לבורסה.

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

נמוכה במידה ניכרת מזו של איגרות החוב הלא-צמודות (איור ד'-2), שכן רבות בהן הסדרות בעלות שווי שוק נמוך, ורובן (כמעט 70 אחוזים משווי השוק שלהן) מוחזקות בידי משקיעים מוסדיים לטווח ארוך, בעוד שתושבי חוץ ממעטים לפעול באיגרות אלה.

גידול מחזורי המסחר ב-2006 לווה בירידה נוספת של עקומי התשואה-לפדיון יחסית לרמתם בסוף 2005, אף כי מגמת השינוי בתשואות לא הייתה אחידה במהלך השנה (איורים ד'-3 וד'-4). הכוחות העיקריים שהשפיעו על התפתחות התשואות השנה היו האמינות הפיסקלית, שבאה לידי ביטוי בהמשך צמצום הגירעון וגיוס ההון הממשלתי, המשך יישומן של הרפורמות, הצמיחה המואצת, מגמת התפתחות שיעורי הריבית בעולם, התפתחויות פוליטיות וביטחוניות מקומיות ושינויים חדים בהערכות סיכוני האינפלציה במהלך השנה.

גידול מחזורי המסחר
לווה גם בירידת עקומי
התשואה-לפדיון יחסית
לרמתם בסוף 2005,
אולם מגמת השינוי
בתשואות לא הייתה
אחידה במהלך השנה.

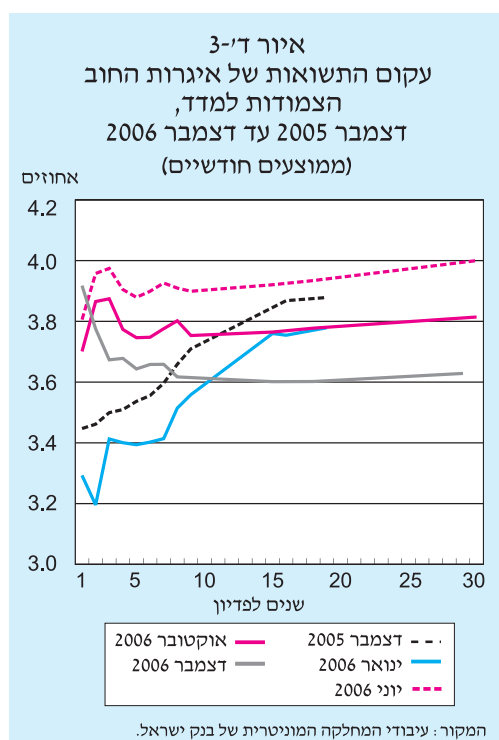


כך בחודשים הראשונים של השנה נעו התשואות הנומינליות כלפי מעלה, בעקבות ציפיות לעליית קצב האינפלציה בפועל, בהשפעת הפיחות ביחס לדולר, שהחל עוד ב-2005, עליית מחירי הסחורות והצמיחה המואצת. עליית התשואות הושפעה גם מעליית אי-הוודאות המקומית, בהשפעת ניצחון החמאס בבחירות ברשות הפלסטינאית והבחירות אצלנו ומעליית התשואות בעולם. כיוון שעליית התשואות בחו"ל הייתה גבוהה מאשר בשוק המקומי, הצטמצמו פערי התשואות הנומינליות בשווקים הפיננסיים והגיעו במאי לשיעור נמוך של 1.3 נקודות אחוז.

בחודשים הראשונים של השנה נעו התשואות הנומינליות כלפי מעלה, בעקבות ציפיות לעליית קצב האינפלציה והתגברות אי-הוודאות הביטחונית.

בהמשך השנה התייצבו התשואות בישראל ברמתן הגבוהה יחסית, וזאת על אף ירידה חדה של התשואות בחו"ל, בעיקר בארה"ב. כתוצאה מכך גדל פער התשואות ביחס לחו"ל - כנראה בתגובה על עליית אי-הוודאות הביטחונית עם ההסלמה בעזה והמלחמה בצפון.

בהמשך השנה התייצבו התשואות ברמתן הגבוהה.

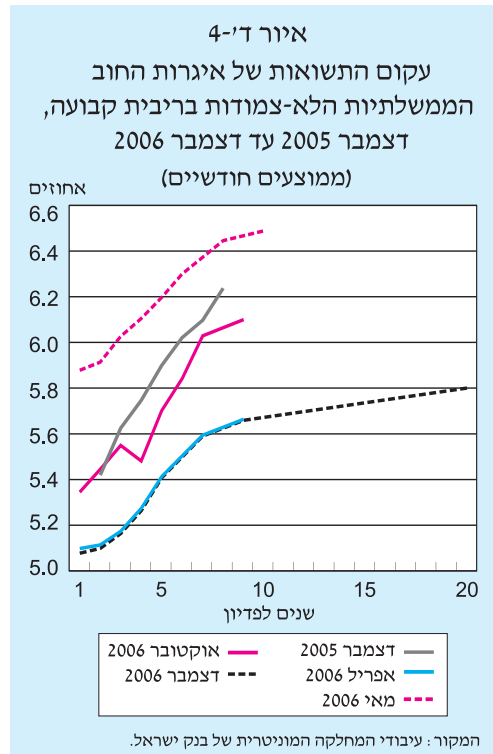


ברביע האחרון של השנה, על רקע הייסוס בשער החליפין, שחברה אליו ירידה חדה של מחירי הסחורות, התחזקה ההכרה שסביבת האינפלציה נמוכה במידה ניכרת ממה שהוערך קודם לכן, והתחזקו הציפיות לירידת הריבית הנומינלית. כך ירדו עקומי התשואה-לפדיון ירידה חדה, מגמה שנתמכה גם בהמשך ירידת שיעורי הריבית בעולם ובעליית מדרגה של פעילות תושבי חוץ בשוק איגרות החוב המקומי. (ראו להלן). פערי הריבית מול חו"ל שבו וירדו ברביע האחרון של השנה והגיעו לרמות נמוכות אף מאלה ששררו במאי.

ברביע האחרון של השנה התחזקה ההכרה שסביבת האינפלציה נמוכה במידה ניכרת ממה שהוערך קודם לכן, התפתחות שתמכה בירידת התשואות הנומינליות.

ירידת התשואות הנומינליות ב-2006 הקיפה את עקום התשואות לכל אורכו, והתשואות בקצהו הקצר הושפעו גם מהשינויים בריבית בנק ישראל - אשר עלתה ב-1 אחוז עד אוגוסט, ובהמשך השנה שבה וירדה בחצי אחוז.

מעורבותם של תושבי
חוץ בשוק איגרות
החוב המקומיות גברה
מאוד ב-2006 - בעיקר
באיגרות החוב מסוג
"שחר", שבהן החלה
בספטמבר עשיית שוק.



מגמת התפתחותן של התשואות הריאליות במהלך השנה הייתה דומה, אולם בדצמבר הן ירדו בטווחים הארוכים בלבד, ואילו בטווחים הקצרים הן עלו עלייה חדה, בעקבות הירידה החדה בהערכות האינפלציה, ושיפוע העקום הפך שלילי.

מעורבותם של תושבי חוץ בשוק איגרות החוב המקומיות גברה מאוד ב-2006, והשקעתם באיגרות חוב הגיעה ל-2.1 מיליארדי דולרים נטו, לעומת 0.5 מיליארד ב-2005. מרבית ההשקעה בוצעה באיגרות החוב מסוג "שחר", שבהן החלה עשיית השוק בחודש ספטמבר. בולטת ירידת המירווח בין איגרות החוב השקליות הלא-צמודות לאיגרות החוב ל-10 שנים של ממשלת ארה"ב, וזאת דווקא בתקופות שבהן גברו מאוד ההשקעות נטו של תושבי חוץ - ברביעים הראשון והאחרון של השנה. על אף עליית הפעילות של תושבי חוץ באיגרות החוב הממשלתיות

שיעור ההחזקה שלהם עדיין נמוך יחסית לשיעורי ההשקעה של תושבי חוץ באיגרות חוב ממשלתיות בשווקים מתעוררים אחרים - 1.2 אחוזים באיגרות חוב צמודות למדד ו-8.5 אחוזים באיגרות חוב לא-צמודות בריבית קבועה, לעומת 10-30 אחוזים בשווקים מתעוררים אחרים.

תיבה ד'-1: הרפורמה בשוק איגרות החוב הממשלתיות

בינואר 2005 אישרה מליאת הכנסת את תיקון 14 לחוק מילווה המדינה, שהיה הבסיס החוקי לרפורמה מקיפה בשוק איגרות החוב, אשר יישומה החל במהלך 2006. הרפורמה כללה שינויים הן בשוק הראשוני של הנפקת איגרות החוב הממשלתיות והן בשוק המשני, שבו מתנהל המסחר באיגרות חוב אלה.

הרפורמה בשוק הראשוני: לפני השינוי נוהלו המכרזים באיגרות החוב הממשלתיות בידי בנק ישראל והתבצעו באמצעות מערכת מכרזים מיוחדת (מערכת שב"א). מכרזים אלה היו פתוחים לתאגידים הבנקאיים, לחברי הבורסה לניירות ערך ולגופים נוספים כקרנות נאמנות, חברות ביטוח וקופות גמל לתגמולים או לקצבה. ביוני 2006 הוחלפה מערכת המכרזים הקיימת במערכת מכרזים בין-לאומית של חברת "בלומברג", וניהול המכרזים הועבר למשרד האוצר. במקביל מינה משרד האוצר עושי שוק ראשיים לאיגרות החוב הממשלתיות, ונקבע כי בשלב הראשון 80 אחוזים מהכמות המונפקת של איגרות החוב הלא-צמודות בריבית קבועה

תונפק במכרזים נפרדים, שיהיו פתוחים אך ורק לעושי השוק הראשיים - 8 גופים בין-לאומיים ו-10 גופים מקומיים - המקיימים את תנאי הסף שדרש משרד האוצר. בתמורה לבלעדיות שקיבלו עושי השוק במכרזים הם נדרשו לרכוש בהם כמות מינימלית ולצטט מחירים לאיגרות החוב בשוק המשני, כפי שיפורט בהמשך. במקביל לכך - הנפקת איגרות החוב הצמודות למדד וכ-20 האחוזים הנותרים מהכמות המונפקת של האיגרות הלא-צמודות נפתחה בפני אותם גופים שהיו ראשים לגשת למכרזים לפני הרפורמה וכן בפני עושי השוק שמינה משרד האוצר.

הרפורמה בשוק המשני: לפני הרפורמה התנהל רוב המסחר באיגרות החוב הממשלתיות בבורסה לניירות ערך בתל אביב, במערכת הרצף. במערכת זו פקודות קנייה ומכירה ניתנות באמצעות חברי הבורסה, והעסקאות נסלקות במסלוקת הבורסה. בספטמבר 2006 החלה לפעול זירת מסחר נוספת לאיגרות החוב הממשלתיות - מערכת מסחר בין-לאומית בשם MTS. במערכת זו ראשים לפעול רק עושי השוק הראשיים, ובה הם מחויבים לספק ציטוטי מחיר לאיגרות החוב על בסיס קבוע. כל עושה שוק ראשי מחויב לצטט מחירי קנייה ומכירה בהיקף מינימלי ובמירווח מקסימלי, שנקבע בתנאים של משרד האוצר. בשלב הראשון נסחרות ב-MTS רק איגרות חוב ממשלתיות לא-צמודות, שהערך המונפק בהן עולה על 4 מיליארדי ש"ח, או שהן מונפקות באופן שוטף, והזמן הנותר לפדיון ארוך משנה. איגרות החוב הרשומות למסחר ב-MTS רשומות במקביל למסחר גם בבורסה לניירות ערך בתל אביב. הסליקה, גם בגין עסקאות המבוצעות ב-MTS, תבוצע, לפחות בשלב הראשון, באמצעות מסלוקת הבורסה.

מחויבותם של עושי השוק לצטט מחירים לאיגרות החוב חושפת אותם לסיכון כאשר בשוק אין נזילות מספקת. לפיכך, וכיוון שעדיין אין בישראל שוק השאלות פעיל, מפעיל משרד האוצר החל מספטמבר מאגר השאלות לעושי השוק, וממנו ניתן לשאול לא רק איגרות חוב שעושי השוק מחויבים לצטט עבורן מחירים, אלא גם איגרות חוב צמודות למדד העונות על תנאי נזילות שנקבעו. עסקות ההשאלה אינן מוגבלות בזמן, אך היתרה המושאלת על ידי כל עושה שוק בכל נקודת זמן מוגבלת ל-0.5 מיליארד ש"ח.

ההשפעות הצפויות של הרפורמה: מינוי גופים פיננסיים בין-לאומיים כעושי שוק באיגרות החוב הממשלתיות וכן העברת המסחר וההנפקה של האיגרות למערכות אלקטרוניות בין-לאומיות המוכרות בחו"ל, תוך אימוץ תקנים בין-לאומיים של מסחר וסליקה צפויים להעמיק את ההשתלבות של שוק ההון המקומי בשווקים הבין-לאומיים. התפתחות זו צפויה להגדיל את מעורבותם של תושבי חוץ בהשקעות, ולתרום לגידול מחזורי המסחר והנזילות בשוק ההון המקומי. הריכוזיות בשוק ההון המקומי צפויה לקטון הודות לכניסת גופים בין-לאומיים גדולים אל השוק, וכך צפויים להתפתח גם מכשירים פיננסיים חדשים, בעיקר בתחום הנגזרים הפיננסיים, שאף הם עשויים לתרום להגברת הסחירות והנזילות.

מוקדם עדיין לעמוד על מלוא השפעתה של הרפורמה, אך כבר מנתוני המסחר והמכרזים באיגרות החוב הממשלתיות במהלך 2006 ניתן לראות גידול משמעותי של מעורבות זרים במכרזי איגרות החוב ובמסחר בשוק המשני הן במערכת ה-MTS והן בבורסה לניירות ערך בתל אביב. כך, למשל, בשליש האחרון של 2006 הגיע חלקם של תושבי חוץ בזכויות במכרזי איגרות החוב הממשלתיות ל-40 אחוזים

בממוצע מסך הכמות המוצעת במכרזים, לעומת 9 אחוזים בלבד במהלך החודשים ינואר-ספטמבר, ערב הרפורמה. נוסף על כך גדלו במידה ניכרת מחזורי המסחר באיגרת החוב "שחר", הנסחרת גם ב-MTS, והיקף המחזור היומי הממוצע הגיע בשליש האחרון של 2006 ל-1.4 מיליארדי ש"ח, לעומת 0.7 מיליארדים בממוצע ערב הרפורמה.

אף שלבורסה לניירות ערך קמה זירת מסחר מתחרה, הבורסה לא צפויה להיפגע מהרפורמה, והיקפי המסחר בה צפויים אף לגדול, במקביל להתרחבות המסחר במערכת ה-MTS, שכן היא משמשת זירה בלעדית למסחר בין עושי השוק הראשיים ליתר המשקיעים באיגרות החוב ובין יתר המשקיעים לבין עצמם. את השפעת הרפורמה על הבורסה ניתן לראות כבר היום דרך עושי השוק שגם היא מינתה לפעילות באיגרות החוב הממשלתיות ודרך בנקים זרים המצטרפים אליה כחברים. נוסף על כך נסלקות העסקאות המבוצעות ב-MTS במסלקת הבורסה, וכן מתופעל באמצעות הבורסה מאגר ההשאלות שהקים משרד האוצר.

(2) המק"ם

המק"ם הוא אחד
מניירות הערך הסחירים
והנזילים בשוק, והוא
משמש סמן לשוק
הריביות הקצרות.

המק"ם הוא איגרת חוב סחירה לטווח קצר (עד שנה) המונפקת על ידי בנק ישראל ומשמשת מכשיר לניהול המדיניות המוניטרית. שווי השוק הכולל של המק"ם הגיע בסוף 2006 ל-97 מיליארדי ש"ח, גידול של כ-10 אחוזים ביחס ליתרת המק"ם בסוף 2005. מאז ביטול ההגבלה על הנפקת מק"ם בסוף 2001 גדלה יתרת המק"ם ב-170 אחוזים, ומחזורי המסחר הממוצעים בו גדלו בכ-300 אחוזים והגיעו ב-2006 לכ-800 מיליוני ש"ח בממוצע ליום. אולם כיוון שרוב המסחר במק"ם (כ-50 אחוזים בממוצע ב-2006) מתקיים בשתי סדרות של מק"ם בלבד - הסדרה לטווח של שנה והסדרה לחודש - נזילותן של הסדרות בטווחי הביניים נמוכה יחסית, בעוד שהסדרות לשנה ולחודש הן מהנזילות והסחירות בשוק ומשמשות סמן לשוק הריביות הקצרות.

השנה, בעקבות משיכות גדולות של כספים מקרנות הנאמנות והקטנת ההחזקות של הבנקים והמשקיעים המוסדיים לטווח ארוך במק"ם, גדלה מאוד החזקת הציבור במישרין במק"ם והגיעה ל-61 אחוזים מהכמות המונפקת של מק"ם, לעומת 34 אחוזים בסוף 2005. התפתחות זו מצביעה אולי על הפיכתו של המק"ם בעיני הציבור לתחליף להשקעה בפיקדונות. תושבי חוץ ממעטים להחזיק מק"ם: החזקתם בסוף 2006 הגיעה ל-1.1 אחוז בלבד משווי המק"ם בשוק.

(3) איגרות החוב הפרטיות

חלקן של איגרות החוב
הפרטיות בשוק איגרות
החוב המקומי הולך
ועולה, ובסוף 2006 הוא
הגיע ל-32 אחוזים.

שווי השוק הכולל של איגרות החוב הפרטיות הסחירות הגיע בסוף 2006 לכ-120 מיליארדי ש"ח, גידול של כ-40 אחוזים ביחס ליתרת האיגרות בסוף 2005, ושל 450 אחוזים ביחס ליתרתן בסוף 2003 (לוח ד'-3). ההאצה בקצב התפתחותו של שוק איגרות החוב הפרטיות בשנים האחרונות והצמצום בהיקף גיוס ההון של הממשלה הביאו לעליית חלקן של איגרות החוב הפרטיות הסחירות בשוק איגרות החוב המקומיות הסחירות ל-32 אחוזים בסוף 2006, לעומת כ-9 אחוזים בלבד בסוף 2003.

רובו של החוב הפרטי
צמוד למדד, בשונה
מהחוב הממשלתי.

שלא כמו החוב הממשלתי הסחיר, רובו של החוב הפרטי הסחיר עדיין צמוד למדד (71 אחוזים); היתר הוא חוב צמוד למט"ח, 23 אחוזים, וחוב שקלי לא-צמוד, כ-6 אחוזים. אחת הסיבות להרכבי ההצמדה השונים של החוב הממשלתי והחוב הפרטי היא שהנפקות המגזר הפרטי מנסות לענות על צורכי השוק; כך, כשהממשלה מצמצמת את היקף גיוס החוב הצמוד למדד ומפסיקה את ההנפקות הצמודות למט"ח, המגזר הפרטי מגדיל את היקף ההנפקות האלה כדי לספק את הביקושים. יתר על כן, גם היום המשקיעים המוסדיים לטווחים הבינוני והארוך דומיננטיים בהחזקת החוב הפרטי הסחיר, ובסוף 2006 כ-44 אחוזים ממנו הוחזקו בידי מוסדות גמל, ביטוח ופנסיה; משקיעים אלה, שאופק ההשקעה שלהם בדרך כלל ארוך, מעדיפים להחזיק חלק גדול מתיקיהם בנכסים צמודים למדד.

מחזורי המסחר בשוק
איגרות החוב הפרטיות
עדיין נמוכים יחסית
למחזורי המסחר
באיגרות החוב
הממשלתיות ולמחזוריים
במדינות מפותחות.

על אף העלייה הניכרת בשווי השוק של איגרות החוב הפרטיות מחזורי המסחר בשוק זה עדיין נמוכים, וקצב עלייתם נמוך מזה של שווי השוק, כך שמהירות המחזור של איגרות החוב הפרטיות קטנה (איור ד'-2). כך גדלו מחזורי המסחר היומיים הממוצעים ב-2006 ב-26 אחוזים והגיעו ל-273 מיליוני ש"ח בממוצע ליום - מחזור נמוך במידה ניכרת ממחזורי המסחר באיגרות החוב הממשלתיות, 1.7 מיליארדים ב-2006 - ומהמצוי במדינות מפותחות. אחד ההסברים למחזורי המסחר הנמוכים הוא ריבוי הסדרות המונפקות ששוויה הכספי של כל אחת מהן נמוך יחסית, מה שמקטין את עומק השוק ומונע ממשקיעים מוסדיים גדולים לסחור באג"ח אלה. כך, למשל, שווי השוק הממוצע לסדרה של איגרות החוב הפרטיות היה בסוף 2006 380 מיליוני ש"ח, לעומת 5.1 מיליארדי ש"ח באיגרות החוב הממשלתיות. מסיבה זו גם תושבי חוץ, שהם בדרך כלל משקיעים מוסדיים, המנהלים נכסים בהיקפים גדולים, נמנעים כמעט לחלוטין מהשקעה באיגרות חוב פרטיות: שיעור החזקתם בהן הגיע בסוף 2006 ל-0.4 אחוז בלבד מהמלאי הקיים, שיעור דומה לזה שהחזיקו בסוף 2005. במקביל להתפתחות שוק איגרות החוב הפרטיות הסחירות התפתח בשנים האחרונות גם שוק של איגרות חוב פרטיות לא-סחירות, ויתרתו בסוף 2006 מוערכת ב-75 מיליארדי ש"ח, גידול של כ-20 אחוזים ביחס לאומדן היתרה בסוף 2005 ושל 136 אחוזים ביחס ליתרה בסוף 2003⁵. למעלה מ-90 אחוזים מיתרת איגרות החוב הלא-סחירות צמודות למדד, שכן גם הן מוחזקות ברובן בידי משקיעים מוסדיים לטווח ארוך המעוניינים בנכסים צמודים בתיקיהם.

ב. שוק המניות

שערי המניות הוסיפו ועלו ב-2006 בשיעור של כ-13 אחוזים. זאת בהמשך ל-3 שנים של עליות שערים חדות, ששיעורן המצטבר הגיע ל-147 אחוזים (איור ד'-5). התפתחות השערים השנה הושפעה ממספר מגמות סותרות, שהובילו לעליית התנודתיות בשוק יחסית לשנים האחרונות: עד אמצע מאי נמשכו עליות השערים, בהשפעת המשך הצמיחה המואצת במשק והציפיות להתמדתה. ממאי עד אמצע יולי נרשמו ירידות שערים חדות, בהשפעת המגמות השליליות בשווקים המתעוררים. ירידות אלו אף התחזקו בימים הראשונים של הלחימה בצפון. בהמשך השנה, ועל אף התמשכות הלחימה עד אמצע חודש אוגוסט, התחדשו עליות השערים - אמנם תוך תנודתיות גדולה בהרבה מאשר בתקופת העליות של ראשית השנה, וזאת בשל גידול אי-הוודאות הביטחונית. החל מאמצע ספטמבר התעצמו עליות השערים, והתנודתיות פחתה - במקביל למגמות החיוביות בשוקי ההון בחו"ל, לרבות התחדשות עליות השערים בשווקים המתעוררים. לקראת סוף השנה הושפעו עליות

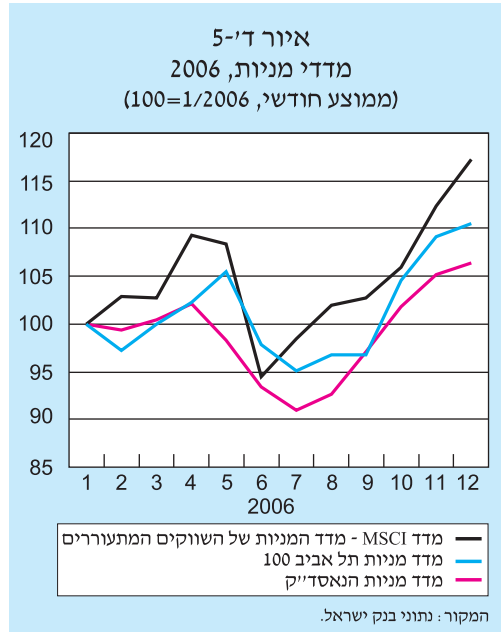
שערי המניות הוסיפו
ועלו ב-2006 - המשך
לשלוש שנים של עליות
שערים חדות ורצופות.

⁵ זהו אומדן חסר, המסתמך על דיווחי קופות הגמל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח בלבד.

תנודתיות השערים עלתה
השנה, אולם תגובת
השוק לזעזועים הייתה
מתונה יחסית, ודמתה
בעוצמתה לתגובה
בשווקים המפותחים.

מחזורי המסחר בשוק
המניות גדלו משמעותית
בעקבות הרפורמות
המבניות, הגלובליזציה
והאצת תהליך
ההפרטה.

על אף עליות השערים
החדות והמתמשכות
נראה כי עד סוף 2006 לא
התפתח בשוק תמחור
יתר קיצוני.



השערים גם מהתמתנות קצב האינפלציה ומהתחזקות ההערכות כי מגמת עלייתם של שיעורי הריבית במשק בחודשים האחרונים הגיעה לידי מיצוי.

על אף עליית התנודתיות נמשכה תגובת שוק המניות לזעזועים שהתרחשו השנה זמן קצר בלבד; גם עוצמתה במאי-יוני הייתה נמוכה בהרבה מאשר בשווקים מתעוררים אחרים, ותאמה יותר לעוצמת התגובה בשווקים המפותחים. איתנות השוק חרף האירועים נתמכה בהמשך צמיחה איתנה במשק, שהתבטאה גם בביצועי החברות העסקיות, וכן בגידול הניכר של מחזורי המסחר ושל מיגוון המשקיעים הפעילים בשוק.

כך גדלו מחזורי המסחר במניות מאז 2002 פי חמישה, וב-2006 לבדה בכ-45

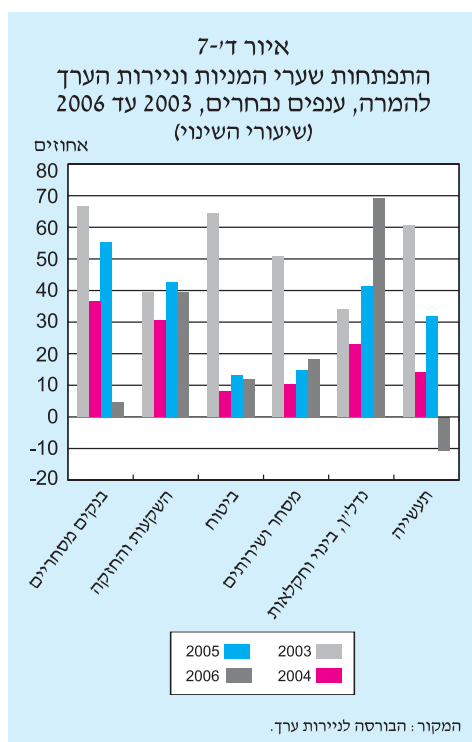
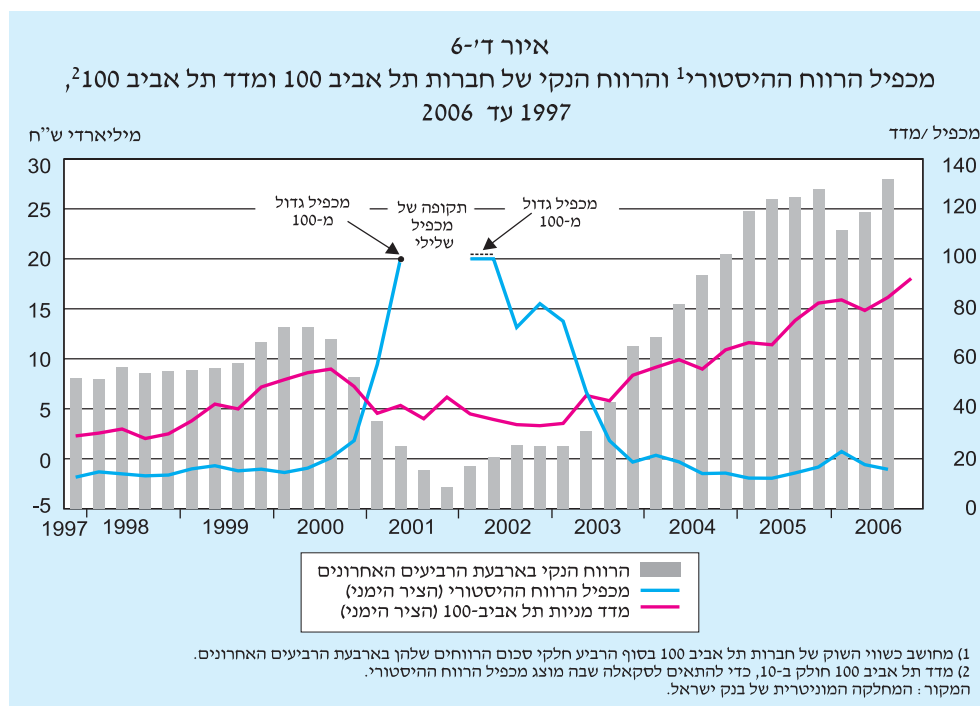
אחוזים, והגיעו ל-1.5 מיליארדי ש"ח בממוצע ליום, לעומת 1 מיליארד ב-2005 (לוח ד'-4). תרמו לכך גם הרפורמות המבניות שבוצעו, הגלובליזציה והאצת תהליך ההפרטה. מינוי עושי שוק למניות דלות הסחירות (כ-150 חברות) במהלך 2005, ובעיקר ב-2006, עשוי לתרום לשיפור הנזילות גם במניות אלה. למרות הגידול הניכר של מחזורי המסחר במניות, מהירות המחזור בהן עדיין נמוכה מאוד, שכן למעלה ממחצית שווי השוק הרשום למסחר מוחזקת בידי בעלי עניין (איור ד'-2).

מחירי המניות אמורים לשקף את הערך הנוכחי של תזרים הדיווידנדים העתידי הצפוי. עם זאת, על רקע עליות השערים החדות והמתמשכות בשוק המניות (כ-150 אחוזים מ-2003) נשאלת השאלה אם מתפתח בשוק המניות תמחור-יתר קיצוני ("בועה"), כלומר אי-התאמה בין נתוני היסוד (fundamentals) של החברות למחירים בשוק. לשאלה זו אין תשובה פשוטה, אולם ניתן לבחון כמה אינדיקטורים מקובלים, ולפיהם אף ששערי המניות המשיכו לעלות, ככל הנראה לא התפתח בשוק, עד סוף 2006, תמחור יתר קיצוני: (1) על פי הדוחות של החברות לרביע השלישי, עליית מחירי המניות בשנת 2006 התרחשה במקביל לעלייה במגמת הצמיחה בהכנסות וברווחים של החברות, וזאת תוך ירידה במכפיל הרווח ההיסטורי לארבעת הרבעים האחרונים⁶ מ-16.8 בדצמבר 2005 ל-15.8 בספטמבר 2006 (איור ד'-6). רמת המכפיל אינה שונה מהותית מהרמות ששררו בעבר ומאלו של מדינות אחרות⁷, ומשקפת תשואה⁸ שהיא עדיין גבוהה מרמת התשואה לפדיון של מק"ם לשנה. גם מכפיל ההון, שעמד ברביע השלישי על 2.1, לא חרג מהרמה של השנים האחרונות. (2) בניגוד לתופעות בועתיות בעבר, השתתפות הציבור במסחר בשוק המניות לא גדלה בתקופה זו בשיעור ניכר, כפי שעולה מנתון הצבירה בקרנות הנאמנות המתמחות במניות, אשר היה השנה קרוב ל-0; זאת גם כשמביאים בחשבון את התפתחותו המהירה של ענף תעודות

⁶ סך שווי השוק מחולק בסך הרווח הנקי בארבעת הרבעים האחרונים (P/E).

⁷ לדוגמה: על פי הערכות בנק ההשקעות Goldman Sachs מכפיל הרווח הצפוי לשנת 2007 לחברות S&P 500 הוא 16.4.

⁸ (E/P).



הסל למניות. (3) העלייה במחירי המניות אינה רצופה, וגם במהלך 2006 היו פרקי זמן של ירידות ניכרות, שאחריהן מחירי המניות חזרו לרמתם הקודמת. (4) בעת היווצרות בועה נצפה שהשוק כמעט לא יבחין בין הענפים השונים, ואילו ההתפתחויות בשוק המניות שיקפו סלקטיביות ושונות בביצועי מדדי הענפים השונים. כך, למשל, מניות הבנקים והביטוח עלו ב-6-12 אחוזים בלבד, בעוד שמניות הנדל"ן, הבינוי והחקלאות עלו ב-67 אחוזים (איור ד-7). (5) היקף גיוס ההון של החברות באיגרות חוב עלה משמעותית על היקף גיוסן במניות, בניגוד לצפוי בתהליך "בועתי". (6) נתוני הבסיס של המשק (הצמיחה, החוב, האינפלציה, הגירעון) טובים. (7) תהליך הגלובליזציה של השווקים הפיננסיים והעלייה במחזורי המסחר והנזילות בשוק המניות מאפשרים כיום למשקיעים

המקומיים, כולל המשקיעים המוסדיים, וכן למשקיעים הזרים, מעבר קל יותר מהשוק המקומי לשוקי חו"ל.

הרפורמות שבוצעו, ובעיקר ההקלות בכללי ההשקעה למשקיעים המוסדיים והגברת השקיפות והתחרותיות בענף החיסכון לטווח ארוך הגדילו את מעורבותם של המשקיעים המוסדיים לטווח ארוך בשוק המניות, התפתחות חשובה התורמת למיתון תנודות חריפות בשוק המניות בתקופות של משבר ומימושים מהירים (לוח ד'-5).

תושבי חוץ היו אחד הגורמים הדומיננטיים שהשפיע על שוק המניות במהלך 2006. זרם השקעותיהם במהלך השנה לא היה אחיד, והושפע בעיקר ממגמות ההשקעה בשווקים מתעוררים אחרים: ברביע הראשון של השנה, כחלק מהמגמה העולמית להגדלת רכיב ההשקעה בשווקים מתעוררים, הגדילו תושבי חוץ את השקעותיהם בשוק המניות המקומי - הן השקעות פיננסיות והן השקעות של בעלי עניין - ובסוף מארס הגיע שיעור החזקתם במניות ובני המרה הנסחרים בתל אביב לשיא של השנים האחרונות: 18.3 אחוזים; בהמשך השנה קטנו השקעותיהם, ובסופה הגיע שיעור החזקתם במניות ובני המרה הנסחרים בתל אביב ל-16.4 אחוזים, בדומה לשיעורה בסוף 2005 - תוצאת ירידה בהחזקות הפיננסיות של תושבי חוץ ועלייה בהשקעות של בעלי עניין.

המניות שעלו ב-2006 בשיעורים חדים ביותר היו מניות חברות הנדל"ן, המשך לעליות החדות של שעריהן כבר מ-2003. עלייה זו היא תוצאת רווחיות גבוהה של חברות הנדל"ן המושקעות בחו"ל, וכן תוצאת הצפי להתאוששות הענף גם בישראל, לאחר מספר שנים של צמיחה מואצת במשק. כן בלטו השנה מניות מדד היתר, ששיעורי עלייתן היו חדים מאלה של מניות המעו"ף, וזאת אף תוך תנודתיות נמוכה יותר.

ג. השוק הראשוני - גיוסי ההון של המגזר הפרטי במניות ובני המרה ובאיגרות חוב

גיוסי ההון של המגזר הפרטי הלא-בנקאי בארץ ובחו"ל הסתכמו ב-2006 בסכום שיא - 100.6 מיליארדי ש"ח, לעומת 61 מיליארדים ב-2005 - הנפקות של מניות ובני המרה וכן הנפקות של איגרות חוב סחירות ולא סחירות (לוח ד'-6).

גיוסי ההון בחו"ל הסתכמו ב-38 מיליארדי ש"ח, ועיקרם הנפקה בודדת של חברה מענף הפרמצבטיקה (96 אחוזים מסכום הגיוס), בעוד שבגיוסי ההון של חברות אחרות הייתה השנה האטה משמעותית, התואמת את הירידה בהיקף ההנפקות בעולם.

גיוסי ההון בשוק המקומי הוסיפו וגדלו ב-2006, לאחר האצה ב-2005, והגיעו לשיא - 62.8 מיליארדי ש"ח, לעומת 54.3 מיליארדים במהלך 2005. 89 אחוזים מסכומי ההנפקות בארץ ב-2006 גויסו למימון פעילותו של המגזר העסקי, והיתר היה גיוס באמצעות מכשירים פיננסיים לשם פעילות פיננסית.

התרחבות גיוסי ההון מאז 2003 היא תוצאה של התנאים המקרו-כלכליים החיוביים השוררים במשק. אלו מתבטאים בשיעורי צמיחה מהירים, ברווחיות גבוהה של החברות ובצפי להמשך הצמיחה. תנאים אלו מתמרצים חברות להגדיל את מקורות המימון שלהן למימון הרחבת הפעילות, ומגדילים את הנכונות של המשקיעים השונים להשקיע בהנפקות של המגזר הפרטי, בהפחיתם את הערכת הסיכון הכרוך בהשקעה כזו.

סיבות נוספות להתרחבות ההנפקות של המגזר הפרטי הן המשמעת הפיסקלית בשנים האחרונות, שהקטינה את צורכי הגיוס של הממשלה ופינתה מקורות להגדלת גיוסי ההון של המגזר העסקי, והרפורמות המבניות, שהגדילו את הביקושים להנפקות אלה ואפשרו את התרחבות הגיוסים.

תושבי חוץ היו אחד הגורמים הדומיננטיים שהשפיע על שוק המניות במהלך 2006.

גיוסי ההון של המגזר העסקי בארץ ובחו"ל הגיעו ב-2006 לסכום שיא - כ-100 מיליארדי ש"ח.

התרחבות הגיוסים היא פועל יוצא של התנאים המקרו-כלכליים החיוביים השוררים במשק ושל המשמעת הפיסקלית, שפינתה מקורות להגדלת הגיוסים של המגזר העסקי.

לוח ד-5
התפלגות חיק הונכסים של המשקיעים המוסדיים לפי סוגי הונכסים, 2004 עד 2006
(אחוזים)

נכסים אחרים ²	ממשלתיות			אג"ח פרטיות			מניות			השקעות בחו"ל ¹					
	2006	2005	2004	2006	2005	2004	2006	2005	2004	2006	2005	2004			
15.8	18.4	21.6	28.0	33.4	41.3	28.8	23.9	17.5	18.5	17.3	16.6	8.9	7.0	3.0	קופות הגמל והפציעיים
18.1	21.3	25.5	25.1	31.9	40.0	29.0	23.4	17.5	18.2	15.8	14.8	9.6	7.6	2.2	
6.1	4.9	4.2	78.1	84.6	89.9	9.0	6.5	3.9	3.5	3.3	2.0	3.3	0.7	0.0	קרנות הפנסיה הוותיקות
19.0	19.7	18.7	29.4	35.9	50.7	28.9	26.2	14.7	16.4	13.6	14.8	6.3	4.6	1.1	קרנות הפנסיה הכלליות החדשות
14.2	13.3	8.3	51.5	61.6	73.2	19.0	15.6	11.3	7.4	6.0	6.6	7.9	3.5	0.6	קרנות הפנסיה המקיפות החדשות ³
24.4	30.8	44.0	29.6	33.3	27.8	14.4	8.9	3.9	14.2	10.7	11.3	17.4	16.3	13.0	קרנות הנאמנות
22.7	24.7	24.4	66.6	66.3	69.6	7.5	6.7	4.4	1.5	0.6	0.4	1.7	1.7	1.2	תוכניות הביטוח המבטחות תשואה ⁴
19.6	21.0	22.4	18.1	23.9	36.6	24.2	22.5	16.1	20.1	17.6	14.9	18.0	15.0	10.0	תוכניות הביטוח המשתתפות
16.2	18.6	22.0	41.7	47.3	52.6	19.6	11.0	17.0	12.8	11.0	10.3	9.7	7.7	4.5	ברוחים ⁴
															סך כל המשקיעים המוסדיים

סך כל המשקיעים המוסדיים

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

(2) מק"ם, פיקדונות צמודים ולא-צמודים, חלוואות, תעודות השתתפות בקרנות נאמנות, נכרות מקרקעין, נכסים עתדיים, חיק משכנתאות ונכסים אחרים.

(3) כולל את קופות הגמל המרכזיות לקצבה.

(4) נכסי השקעה בלבד בנין תכניות ביטוח חיים.

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

לוח ד'-6

**הנפקת ניירות ערך של המגזר הפרטי הלא בנקאי בארץ ובחו"ל לפי סוג הנייר¹, ברוטו,
2003 עד 2006**

התפלגות הגיוס בארץ, אחוזים				מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים			
2006	2005	2004	2003	2006	2005	2004	2003
100	100	100	100	62,832	54,286	29,776	18,234
61	59	63	44	38,229	31,955	18,847	8,091
89	92	78	80	55,849	49,733	23,214	14,664
19	23	22	15	11,873	12,237	6,656	2,825
31	28	19	9	19,373	15,165	5,629	1,695
39	41	37	56	24,603	22,331	10,929	10,144
11	8	22	20	6,983	4,553	6,562	3,571
8	1	12	5	4,719	711	3,495	933
4	7	10	14	2,264	3,842	3,067	2,638
				38,078	6,767	18,740	4,497
				32,958	6,296	18,133	4,497
				5,120	471		
						607	
				100,910	61,053	48,516	22,731

א. הגיוס בארץ

מזה: בניירות ערך סחירים

1. גיוס למימון פעילות

מניות ובני המרה

אגרות חוב סחירות

אגרות חוב לא סחירות²

2. מכשירים פיננסיים

תעודות סל למניות

תעודות סל לאג"ח, אג"ח מובנות

ותעודות פיקדון

ב. הגיוס בחו"ל³

מניות ובני המרה

אגרות חוב סחירות

אגרות חוב לא סחירות

ג. סה"כ הגיוס בארץ ובחו"ל

(1) מנתוני הגיוס נוכח ההנפקות של תאגידים בנקאיים.

(2) כולל הנפקת איגרות חוב של רשויות מקומיות בסכום של 140 ו-330 מיליוני ש"ח ב-2005 ו-2006, בהתאמה.

(3) 96 אחוזים מסכום הגיוס ב-2006 הוא בגין עסקה אחת של חברה מענף הפרמצבטיקה.

המקור: הבורסה לניירות ערך ודיווחים ישירים לבנק ישראל.

רוב הגיוס היה באמצעות
הנפקת איגרות חוב,
ואילו הגיוס באמצעות
מניות ובני המרה היווה
רק כ-20 אחוזים מהיקף
ההנפקות.

למעלה מ-90 אחוזים
מההנפקות ב-2006 היו
מדורגות, וזאת בדירוג A
ומעלה.

ב-2006, כמו בשנתיים הקודמות, רוב הגיוס למימון פעילות היה באמצעות הנפקת איגרות חוב (סחירות ולא-סחירות), ואילו הגיוס באמצעות מניות ובני המרה היווה רק כ-20 אחוזים בממוצע מהיקף ההנפקות. הדומיננטיות של הגיוס באמצעות איגרות החוב נתמכת בסביבת הריביות הנמוכה לכל הסוחרים, המגדילה את הנכונות של הפירמות להגדיל התחייבויות למימון הרחבת פעילותן, וכן ברווחיות הגבוהה של החברות. עליית החוב במקביל לעליית רווחיות הפירמות איפשרה להן ליהנות מיתרונות המיסוי של הנפקת חוב ללא עלייה מקבילה בנטל החוב, ברמת המינוף ובמחיר ההון של הפירמה, ומה עוד שחלק מהאשראי שגויס בהנפקה החליף אשראי בנקאי.

מדגם של הנפקות האג"ח ב-2006⁹ מלמד כי חברות מענף הנדל"ן גייסו כ-30 אחוזים מהיקף ההנפקות, והיקף דומה גויס על ידי חברות מענף ההשקעה וההחזקה. אשר לסיכון של החברות המנפיקות - מעל 90 אחוזים מההנפקות מדורגות, ודירוגן הוא A ומעלה. בישראל - היקף ההנפקה של איגרות חוב לא מדורגות, או שדירוגן נמוך, קטן מאוד בהשוואה

⁹ על פי מדגם של 80 ההנפקות הגדולות (סחירות ולא-סחירות), ששיעורן 86 אחוזים מהסכום אשר הונפק במהלך השנה.

למקובל בשווקים הבין-לאומיים, וב-2006 הוא היווה כ-15 אחוזים מהיקף ההנפקות. ייתכן שהמצב המיוחד בישראל מושפע מתקנות ההשקעה לגבי המשקיעים המוסדיים לטווח ארוך, אשר, למשל, מונעות בעד קרנות הפנסיה הוותיקות כמעט לחלוטין השקעה באיגרות חוב בדירוג נמוך מ-A או מגבילות את שיעור ההשקעה של קופות הגמל באיגרות חוב לא סחירות בדירוג נמוך; סיבה נוספת נעוצה בנטייה של המשקיעים המוסדיים בישראל להסתמך בעיקר על מכשיר הדירוג ככלי לבחינת השקעות, מפאת חוסר ניסיונם בפעילות בשוק האשראי. הדבר מצביע על שוק אשראי חוץ-בנקאי בשלב התפתחות מוקדם יחסית, שכן היכולת של חברות רבות, גם פחות איכותיות, לגוון את מקורות המימון שלהן תורמת להרחבת התחרות בתחום האשראי למגזרים נוספים, ומאפשרת לציבור המשקיעים ליהנות מנכסי השקעה הנושאים תשואה גבוהה יותר, תוך הגדלה מבוקרת של הסיכון.

החברות שגייסו השנה בשוק איגרות החוב הן החברות הגדולות יחסית¹⁰ והחזקות, שיכולות לקבל אשראי גם בבנקים. הפנייה של חברות אלה לשוק איגרות החוב מתיישבת עם רצונן של החברות הגדולות לגוון את מקורות המימון שלהן, ולהפחית את התלות הגדולה במערכת הבנקאית, גם על רקע ההגבלות החלות במערכת הבנקאית על מימון של לוויים גדולים או קבוצת לוויים. אף אם רובן עדיין לא הגיעו למגבלה זו, מהלך כזה מרחיק אותן ממנה ומגדיל את יכולת השימוש שלהן במערכת הבנקאית בעתיד, כאשר שוק ההון יהיה אולי פחות זמין.

מצד הבנקים - נראה שרמת תמחור הסיכון בשוק איגרות החוב מניעה את הבנקים לא להתחרות על אשראי זה - דבר המרמז אולי על תמחור סיכונים נמוך מדי של הגופים המוסדיים בהשוואה למערכת הבנקאית. מכל מקום, לבנקים טבעי יותר להעניק אשראי קצר מהמח"ם המקובל בשוק האג"ח¹¹, מפני שהוא מתאים יותר למח"ם המקורות שלהם - בעיקר עם צמצום מקורות המימון לטווח ארוך במערכת הבנקאית, על רקע ביטול האטרקטיביות של תוכניות החיסכון.

כ-60 אחוזים מהנפקות האג"ח בשנתיים האחרונות היו של איגרות חוב לא-סחירות, שיעור מפתיע על רקע צעדים שננקטו בשנים האחרונות לעידוד שוק איגרות החוב הסחירות, ביניהם הקלות בדרישות התשקיף, לרבות אפשרות להנפיק באמצעות תשקיף מדף, החל מ-2005, וכן מעבר לשערוך האיגרות הלא-סחירות שבתיקי הגופים המוסדיים בהתאם למחירי השוק. גם העובדה שקרנות הנאמנות מנועות מלהשקיע באיגרות חוב לא סחירות יוצרת, בהעדר תמריצים אחרים, תמריץ להנפקת חוב סחיר. נראה אפוא שעדיין קיים בכללי השערוך עיוות, המאפשר למשקיעים המוסדיים לרשום רווחי הון חשבונאיים (לעתים גבוהים) כבר במועד ההנפקה, והוא שגורם להסטה של הנפקות איגרות חוב אל השוק הלא-סחיר.

בגיוסי ההון באיגרות החוב הלא-סחירות בלטו השנה מספר הנפקות של רשויות מקומיות, שהיקפן המצטבר הגיע ל-230 מיליוני ש"ח, זאת בהמשך להנפקה ראשונה, שבוצעה ב-2005. גיוסים אלה התאפשרו בעקבות החלטה עקרונית של משרד האוצר ומשרד הפנים לאפשר לרשויות המקומיות לממן את פעילותן גם באמצעות שוקי ההון, כפי שמקובל במדינות מפותחות רבות, בכפיפות לעמידה בתנאים מסוימים. הפניית הרשויות המקומיות אל שוק ההון מאפשרת שיתוף של המגזר הפרטי במימון פעילותן של הרשויות המקומיות, תוך הקטנת התלות שלהן בתקציבים ממשלתיים או במערכת

החברות שגייסו השנה בשוק איגרות החוב הן חברות גדולות וחזקות, שיכולות לקבל אשראי גם מבנקים.

כ-60 אחוזים מהנפקות איגרות החוב בשנתיים האחרונות היו של איגרות חוב לא-סחירות, שיעור מפתיע על רקע צעדים שננקטו בשנים האחרונות לעידוד שוק האיגרות הסחירות.

בגיוסי ההון בלטו השנה מספר הנפקות של רשויות מקומיות.

¹⁰ כשני שלישים מהיקף ההנפקות בוצעו על ידי חברות שהמאזן הממוצע שלהן עמד על כ-19 מיליארדי ש"ח.

¹¹ המח"ם הממוצע בשוק איגרות החוב הפרטיות הוא 5-6 שנים.

הבנקאית, ועשויה לתרום לירידת עלויות המימון של הרשויות. כיוון שהנפקה של רשות מקומית, כמו קבלת אשראי בנקאי, טעונה אישור מוקדם, אין חשש כי מקור חדש זה ינוצל להגדלת גירעונות.

מרבית ההנפקות בוצעו על ידי הקמת חברה ייעודית הנפרדת מהרשות, תוך כדי שעבוד תזרימי מזומנים ספציפיים להבטחת פירעון החוב. אם החזר החוב תלוי בהתנהלותה השוטפת של הרשות, המשקיעים בשוק ההון נחשפים לסיכונים התלויים בהתנהלותה של הרשות, וייתכן שיש בכך בעייתיות, על רקע התפיסה-בציבור בדבר אחריות הממשלה להתנהלות הרשויות.

גיוסי ההון במניות ובני המרה נותרו ב-2006 כמעט ללא שינוי והסתכמו ב-11.9 מיליארדי ש"ח, לעומת 12.2 מיליארדים ב-2005. מרבית הגיוסים השנה התרכזו בענף הנדל"ן. נוסף על ההנפקות למימון המגזר העסקי, גדל בשנים האחרונות גם היקף ההנפקות של מכשירים פיננסיים מובנים מסוגים שונים, כתעודות סל, תעודות פיקדון ואיגרות חוב מובנות. היקף הנפקות אלה הגיע ב-2006 ל-6.9 מיליארדי ש"ח, לעומת 4.6 מיליארדים ב-2005. עיקר הגיוס התבצע באמצעות תעודות סל - מכשיר השקעה שהתפתח מאוד בשנים האחרונות גם בשווקים אחרים בעולם. (ראו תיבה 2). כספי הגיוס במכשירים פיננסיים אינם משמשים למימון פעילות ריאלית, אלא מופנים להשקעה חוזרת בשוקי הכספים וההון, ובכך תורמים להגברת הסחירות של כלל ניירות הערך.

נוסף על הנפקות למימון פעילות גדל השנה גם היקף ההנפקות של מכשירים פיננסיים מובנים מסוגים שונים.

תיבה ד'-2: תעודות סל

תעודת סל היא נייר ערך הנסחר בבורסה בתל אביב, עוקבת אחר מדד מסוים ומבטיחה למחזיק בה את שווי המדד, או את שווי ניירות הערך המרכיבים אותו. כך יכול המשקיע לקבל באמצעות רכישת נייר ערך בודד תשואה הקרובה מאוד לתשואה של סל ניירות ערך.

החברה המנפיקה את תעודת הסל רוכשת תמורת ההנפקה את ניירות הערך המרכיבים את המדד שהיא עוקבת אחריו או נכסים נגזרים, וכך מבטיחה את יכולתה לעמוד בהתחייבותיה כלפי הרוכשים. מחיר התעודה נקבע בשוק על ידי ההיצע והביקוש של התעודות, אך מושפע ממחירי הנכסים המרכיבים את המדד. זאת משום שקיים מנגנון המרה אשר על פיו מחזיק התעודה יכול לדרוש מהחברה המנפיקה, בתנאים מסוימים, לפדות את התעודה ולקבל בתמורה את ניירות הערך המרכיבים את המדד.

תעודות הסל החלו להיסחר בישראל לראשונה בשנת 2000, ובשנתיים האחרונות הן הפכו למכשיר השקעה פופולרי. בסוף 2006 נסחרו בתל-אביב 116 תעודות סל, ושווי השוק הכולל שלהן הגיע לכ-13 מיליארדי ש"ח, גידול של כ-80 אחוזים ביחס לשווי התעודות בסוף 2005 (ללא שווי השוק המוחזק על ידי חברות בנות של מנפיקי תעודות הסל). 41 מהתעודות הן על מדדים מקומיים, ושוויין בדצמבר הגיע ל-60 אחוזים משווי השוק הכולל של התעודות הנסחרות בתל אביב. יתר התעודות הן תעודות על שווקים בחו"ל, שהעיקריים שבהם הם שוקי ארה"ב, מזרח אסיה ואירופה. אף כי שווי השוק של תעודות הסל הוא פחות מ-3 אחוזים משווי השוק הכולל של המניות הנסחרות בתל אביב (בדצמבר), היקפי המסחר בהן הגיעו ל-20

אחוזים מנפח המסחר הממוצע במניות, והן הפכו למכשיר השקעה מרכזי וחשוב. עיקר המחזור - כ-70 אחוזים - מתרכז בתעודות הסל על מדדים מקומיים, מתוך אלה כ-50 אחוזים על תעודות סל רגילות ו-20 אחוזים על תעודות סל בחסר. הפריחה של תעודות הסל בישראל היא חלק ממגמה כלל-עולמית של התרחבות ההשקעה במכשירים מדדיים על חשבון ניהול השקעות אקטיבי. מגמה זו התחזקה על רקע מחקרים רבים שהראו כי לאורך זמן קשה להשיג תשואה עודפת על זו של מדד מפורז היטב, וגם אם מנהל השקעות הצליח בכך תקופה מסוימת, אין הדבר מצביע על סיכויי להתמיד בהצלחה זו.

עד לפיתוחן של תעודות הסל קרנות הנאמנות היו מכשיר ההשקעה היחיד שאפשר למשקיע מן השורה, שאינו בקי במגמות בשווקים הפיננסיים, להגדיל את הפיזור בניהול השקעותיו. תעודות הסל נועדו לאותה מטרה, אולם יתרון על קרן הנאמנות הוא בדמי ניהול נמוכים יותר; אלה מתאפשרים בין היתר משום שמנהלי התעודות אינם צריכים להשקיע במחקר וניהול השקעות, שכן הם נצמדים למדד הייחוס שלהם ללא ניסיון להכותו ולהשיג תשואה גבוהה ממנו. נוסף על כך, כיוון שתעודות הסל נסחרות בבורסה, ניתן לפעול בהן במהלך כל שעות המסחר ולהגיב על התפתחויות במהלך יום המסחר ברציפות, בעוד שלקרן נאמנות נקבע מחיר רק פעם אחת ביום. הבדל זה מקנה לתעודות הסל יתרון נוסף: בניגוד למכירה נטו של יחידות מקרן נאמנות, המחייבת את מנהלי הקרן לממש נכסים בשוק כדי לפדות את התעודה, מכירה של תעודת סל מתבצעת בשוק מול קונה אחר של התעודה, ואינה צריכה להיות מלווה במימוש נכסים שבהם מושקעת התעודה; יתרון זה ניכר בעיקר בתקופה של פדיונות גדולים, המחייבים את מנהלי קרן הנאמנות לממש נכסים בשוק יורד, תוך העצמה של המגמות השליליות בו.

עם זאת יש לזכור כי בעוד שבקרן נאמנות יש זהות מוחלטת בין שווי השוק של הנכסים שהקרן מחזיקה לבין מחירי היחידות, מחיר תעודת הסל נקבע בשוק. אמנם בגלל מנגנון ההמרה, המאפשר לבעל התעודה לבקש להמירה בנכסי הבסיס של המדד, מחיר התעודה בדרך כלל קרוב מאוד לשווי מדד הייחוס - אולם לעיתים יכול להיווצר פער בין מחיר התעודה בשוק לשווי הנכסים המוחזקים בפועל על ידי מנהל התעודה. מצב זה אפשרי הן כתוצאה מחשיפה מכוונת של נכסי החברה למדד (בניסיון של מנהלי התעודה להשיג לעצמם רווח) והן כתוצאה מליקויים תפעוליים בניהול ההשקעות. כדי להקטין סיכונים אלה על המשקיע בתעודת סל לבחון את ביצועי העבר והמוניטין של החברה המנפיקה ולבדוק אם יש מחויבות תשקיפית שלה להיצמד למדד הייחוס. אחד הכלים המאפשרים להעריך את רמת הסיכון של התעודה הוא מכשיר הדירוג, שממנו נהנות חלק מתעודות הסל.

מלבד גורמים אלה ישנם גורמים נוספים העלולים ליצור פער בין התעודה למדד הייחוס, ביניהם מדיניות הדיבידנדים של מנפיק התעודה ושינויים בשער החליפין, היוצרים פער בין שווייה של תעודה הנסחרת בישראל לשווי המדד בחו"ל.

עוד סיכון הנשקף למשקיע בתעודות סל הוא סיכון של העדר סחירות. ריבוי של תעודות סל המשקיעות באותו מדד עלול לגרום לסחירות נמוכה בכל סוג של תעודה ולהקשות על מימוש התעודה בשוק. כך, למשל, נמצא כי מתוך תעודות הסל הנסחרות בתל אביב 15 תעודות מרכזות למעלה מ-60 אחוזים מהיקפי המסחר, בעוד ש-27 תעודות סל אחרות מרכזות פחות מ-1 אחוז מהמחזור, מה שיכול להצביע על

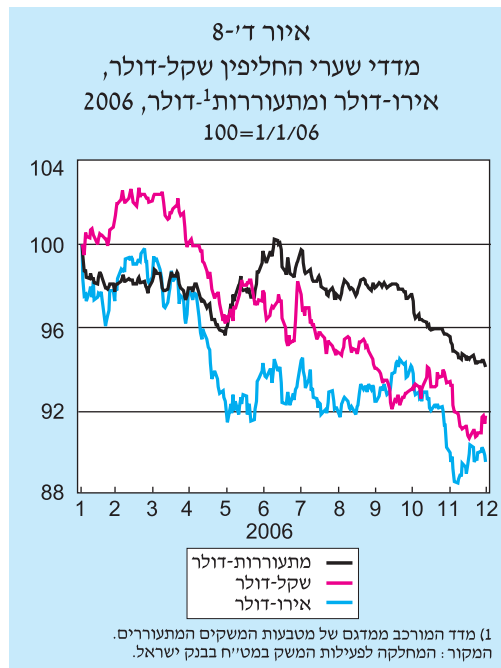
סחירות נמוכה באחרונות. כיוון שמנגנון ההמרה של התעודה לנכס הבסיס מותנה בדך כלל בהחזקת שווי כספי גבוה יחסית בתעודה, הוא לא יכול לתת מענה למשקיע מן השורה המחזיק בתעודות הפחות נזילות.

ד. שוק שקל-מטבע חוץ

(1) התפתחות של שער החליפין, רמת סיכנונו ופער הריביות

(א) התפתחות שער החליפין

במהלך השנה הנסקרת
יוסף השקל מול הדולר
בשיעור של 8.5 אחוזים.



במהלך השנה הנסקרת יוסף השקל מול הדולר בשיעור של כ-8.5 אחוזים. התפתחות שער החליפין של השקל מול הדולר לא הייתה אחידה, ובמרבית השנה הייתה מתואמת עם התפתחות שער האירו מול הדולר (איור ד'-8): בחודשים ינואר ופברואר נמשכה מגמת הפיחות בשקל, שהחלה במאי אשתקד, ולאחר מכן נע שער החליפין במגמה של התחזקות השקל, עם תנודות לשני הכיוונים. במהלך החודשים מארס עד דצמבר יוסף השקל בשיעור של כ-10 אחוזים מול הדולר, והשער הגיע לרמה הנמוכה ביותר בחמש השנים האחרונות. השקל התחזק במידה ניכרת גם מול סל מטבעות המחושב על פי משקלות סחר החוץ של ישראל (שער החליפין האפקטיבי)¹², אף כי בשיעור מתון יותר מאשר מול הדולר.

עם הגורמים המרכזיים שתורמו להתחזקות השקל נמנים: היחלשות הדולר בעולם, בעיקר מול המטבעות של המדינות המפותחות; הגידול הניכר של העודף בחשבון השוטף, הצפוי להסתכם בשנה הנסקרת בהיקף שיא של כ-7 מיליארדי דולרים¹³; המשך השיפור בתנאי היסוד במשק והתבססות האמון במדיניות המקרו-כלכלית, שהמשיכו לתמוך בהשקעות הישירות של המשקיעים הזרים בחברות ישראליות, והן הסתכמו השנה בהיקף ללא תקדים של כ-13 מיליארדי דולרים; האצת ההשקעות הישירות של תושבי חוץ והגידול הניכר של העודף בחשבון השוטף יצרו לחץ בסיסי לייסוף השקל, ובמרבית השנה השפעתם על התפתחות שער החליפין גברה על השפעת יצוא ההון של תושבי ישראל. להתחזקות השקל

¹² ראו י' סופר (2005), מדדי שער החליפין הריאלי בישראל והשפעותיו על היצוא והיבוא, סוגיות במטבע חוץ, בנק ישראל.

¹³ על פי אומדני המחלקה לפעילות המשק במט"ח בבנק ישראל.

בחודשים האחרונים של השנה תרמה גם החלת רפורמת עושי השוק בספטמבר, שהביאה להגברת מעורבותם של הגופים הפיננסיים הזרים בשוק האג"ח הממשלתי.

מניתוח כמותי של ההשפעה היחסית של הגורמים הגלובליים על התחזקות השקל מול הדולר עולה כי חלק הארי של הייסוף (כ-70 אחוזים) הושפע מגורמים אלו. הניתוח הכמותי מתבסס על ההנחה כי מבחינת תנועות ההון הבין-לאומיות המשק הישראלי נמנה עם המשקים המתעוררים; לכן ניתן לצפות שההתפתחויות בשער השקל יהיו דומות להתפתחויות בשערי החליפין של מטבעות השווקים המתעוררים, אלא אם כן פועלים גורמים מקומיים המביאים לסטייה מההתנהגותה של קבוצת ייחוס זו¹⁴.

התחזקות השקל בשנה הנסקרת בולטת על רקע הריבוי של אירועים גיאופוליטיים משמעותיים, שהגבירו את אי-הודאות במשק, ובראשם מלחמת לבנון השנייה, ההסלמה הביטחונית ברצועת עזה, ועלייתו של ה"חמאס". ככלל, ניכר כי בשנתיים האחרונות פחתה השפעתם של אירועים כאלה על התפתחות שער החליפין של השקל ביחס להשפעתם של משתנים מקרו-כלכליים. זאת בשונה משנים עברו, שבהן אירועים בעצימות דומה הביאו לפיחותים חדים בשקל, ואף להתערערות היציבות בשוק המט"ח.

לצד האירועים הגיאופוליטיים שהגבירו את אי-הודאות בשוק המט"ח פעלו גורמים מקומיים וגלובליים להיחלשות השקל - ביניהם: (1) המשך תהליך התאמת התיקים של תושבי ישראל, על רקע הרפורמה במס (תיבה ד'-3), שהגדילה את הכדאיות היחסית של השקעה בנכסים זרים, והתייצבות פער הריביות על רמה נמוכה ואף שלילית בחודשים האחרונים של השנה; (2) מגמה של יציאת הון מהמשקים המתעוררים בחודשים מאי ויוני, שהביאה למימושים של השקעות תושבי חוץ בבורסה המקומית; עם זאת נציין, כי מגמת יציאת ההון מהמשקים המתעוררים, שלוותה בירידות שערים בשוקי המניות, הניעה גם תהליך של החזרת הון לארץ על ידי משקי הבית, וזאת לאחר שהשקעותיהם בשווקים אלו גדלו במידה ניכרת בתחילת השנה. תהליך זה קיזז את השפעת יצוא ההון, שנבע מהמימושים של תושבי חוץ בבורסה המקומית.

מניתוח כמותי של ההשפעה היחסית של הגורמים הגלובליים על התחזקות השקל מול הדולר עולה כי חלק הארי של הייסוף הושפע מגורמים אלו.

התחזקות השקל בשנה הנסקרת בולטת על רקע הריבוי של אירועים גיאופוליטיים משמעותיים, שהגבירו את אי-הודאות במשק.

תיבה ד'-3: הרפורמה במס והשלכותיה על הרכב תיק הנכסים של משקי הבית והמשקיעים המוסדיים

מאז החלת הרפורמה במס (ועדת רבינוביץ') בתחילת 2003 אנו עדים לתהליך של התאמת תיקים על ידי המשקיעים המוסדיים ומשקי הבית, תהליך שעיקרו הנזלת תיק הנכסים והרחבת הפיזור הבין-לאומי של תיק ההשקעות. הרפורמה במס התמקדה בהרחבת בסיס המס על הכנסות מהון ובהאחדת שיעורי המס החלים עליהם, לצד הפחתת נטל המס הישיר על הכנסות מעבודה.

הצעד הראשון של הרפורמה, שנכנס לתוקף בתחילת 2003, יצר האחדה בשיעורי המס על הכנסות מהון בהשקעות בארץ, וביטל למעשה את יתרונות המיסוי של אפיקי השקעה שהיו פטורים ממס, כתוכניות חיסכון. תגובתם של משקי הבית

¹⁴ לפירוט רחב יותר של שיטת הניתוח ראו: בנק ישראל, דין וחשבון לשנת 2004, החוברת של המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

לרפורמה לא איחרה לבוא, ובמהלך השנים 2003 עד 2005 הם פדו כ-80 מיליארדי ש"ח מתוכניות חיסכון, סכום שרובו הופנה להשקעה בקרנות נאמנות, וחלקו לפיקדונות שקליים. לתהליך זה, שעיקרו הנזלת תיק הנכסים, יש השלכות חיוביות הן על ניהול התיקים והן על השכלול של השווקים הפיננסיים: ראשית, הגדלת שיעור ההשקעה בנכסים סחירים מגבירה את הגמישות של משקי הבית במעבר בין אפיקי ההשקעה השונים, ובכך משפרת את יכולתם לנהל את התיק ביתר יעילות; שנית, הגברת מעורבותם של משקי הבית באופן ישיר ועקיף בשווקים הפיננסיים מגבירה את התחרותיות בשווקים ותורמת לשכלולם.

במסגרת הצעד השני של הרפורמה, שנכנס לתוקף בתחילת 2005, נקבע ששיעורי המס על רווחי הון והכנסות מדיבידנד ומריבית בניירות ערך זרים, שעמדו ערב הרפורמה על 35 אחוזים, יושוו לאלה החלים על השקעות בניירות ערך ישראלים. עבור קרנות הפנסיה, קרנות ההשתלמות וקופות הגמל השוואת שיעורי המס משמעותה פטור ממס על רווחים מניירות ערך זרים. צעד זה, שהגדיל את הכדאיות היחסית של השקעה בניירות ערך זרים, השפיע על המשקיעים המוסדיים ומשקי הבית בעוצמות שונות. מאז ביטול אפליית המס הגדילו המשקיעים המוסדיים לטווח ארוך ובינוני¹ את השקעותיהם בנכסים זרים משיעור של כ-2.6 אחוזים בסוף 2004 לכ-8.2 אחוזים בסוף 2006² (איור ד'-11). עם זאת, שיעור ההשקעה שלהם בנכסים זרים עדיין נמוך מהשיעורים הנהוגים במדינות דומות, העומדים בממוצע על כ-25 אחוזים (לוח 1). לכן ניתן להעריך שתהליך התאמת התיקים של המשקיעים המוסדיים עדיין לא הגיע למיצוי, והוא צפוי להימשך גם בשנים הבאות. הערכה זו נתמכת גם בממצאי מחקר שנערך בבנק ישראל, אשר אמד את פוטנציאל ההשפעה של הרפורמה במס על הרכב תיק הנכסים של הציבור, תוך ניתוח אמפירי של דפוסי ההשקעה של המשקיעים בישראל³. מהמחקר עולה כי בטווח הארוך שיעור ההשקעה של המשקיעים המוסדיים בחו"ל צפוי להגיע לכ-30 אחוזים מסך נכסיהם הסחירים.

פיזור בין-לאומי של תיק ההשקעות מחייב תהליך של למידה ובניית תשתיות מתאימות להשקעות בחו"ל. מרבית הגופים המוסדיים נמצאים כיום בשלבים מתקדמים של התהליך, ולכן ניתן להעריך שקצב התאמת התיקים יגבר בשנים הבאות. עם זאת הקצב תלוי גם בהתפתחות המחירים היחסיים בשווקים הפיננסיים המקומיים והזרים ובהתפתחות שערי החליפין של השקל. זאת מפני שהמשקיעים המוסדיים, על אף טבעם כמשקיעים לטווח ארוך, נוקטים לעיתים שיקולי השקעה קצרי טווח.

תגובתם של משקי הבית על ביטול אפליית המס הייתה מתונה יותר והתבטאה בעיקר בהגדלת השקעותיהם במניות ובאג"ח זרות, תוך האטת הצבירה בפיקדונות צמודים למט"ח. השינוי בהרכב ההשקעות הזרות של משקי הבית מצביע על שינוי

¹ קרנות ההשתלמות, קופות הגמל, קרנות הפנסיה ותוכניות הביטוח.

² כולל השקעה בתעודות סל על שוקי מניות זרים ולא כולל השקעה במניות ישראליות הנסחרות בחו"ל.

³ ג' בניטה וח' לוי, "פוטנציאל ההשפעה של ביטול אפליית המס בין ניירות ערך זרים לניירות ערך ישראלים על הרכב תיק הנכסים של הציבור", *הרבעון לכלכלה*, חוברת 3, ספטמבר 2006.

במניעים להשקעה בנכסים זרים: צבירה בפיקדונות צמודים למט"ח מונעת בעיקר משיקולים של גידור או יצירת חשיפה מטבעית, ואילו השקעות במניות ובאג"ח זרות מונעת בדרך כלל משיקולים של פיזור הסיכון בתיק ההשקעות. גורם נוסף שתורם להגדלת ההשקעות של משקי הבית במניות זרות הוא התפתחות המסחר בתעודות סל על מדדים של שוקי מניות זרים בבורסה המקומית. התפתחות זו שיפרה במידה ניכרת את הגישה של משקי הבית להשקעה בשווקים הפיננסיים הזרים.

לוח 1

שיעור ההשקעה של משקיעים מוסדיים ממדינות שונות בניירות ערך זרים כאחוז מנכסיהם, 2001 (אחוזים)

המדינה	באמצעות תוכניות לביטוח חיים	באמצעות קרנות פנסיה
נורבגיה	34	16
שוודיה	32	-
אוסטרליה	17	15
הולנד	28	64
פינלנד	62	44
קנדה	2	21
אוסטריה	22	1
בלגיה	50	42
ספרד	16	34
אנגליה	16	23
איטליה	21	-
יפן	10	15
ישראל ¹	18.1	3.8

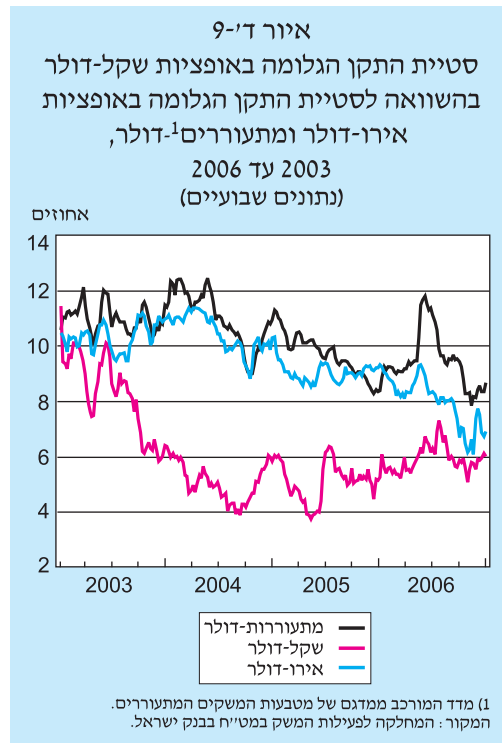
המקור: נתוני בנק ישראל לדצמבר 2006.

Institutional Investors Statistical Yearbook (1992-2001), OECD.

בסיכום, איחוד שיעורי המס על אפיקי ההשקעה השונים הניע תהליך של הנזלת תיק הנכסים של משקי הבית והרחבת הפיזור הבין-לאומי בתיקי ההשקעות של המשקיעים המוסדיים ומשקי הבית. תהליך זה תרם לשכלול השווקים הפיננסיים ושיפר במידה ניכרת את היכולת לנהל את תיקי ההשקעות ביתר יעילות, תוך פיזור רחב יותר של הסיכונים.

(ב) סיכון שער החליפין ופרמיית הסיכון של ישראל

התפתחות הסיכון של שער החליפין - הנמדד באמצעות סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר - לא הייתה אחידה על פני השנה הנסקרת, והושפעה מהתפתחות גורמי



אי-הוודאות בשוק המט"ח (איור ד'-9): בחודשים ינואר-מאי נע סיכון שער החליפין ללא מגמה בתחום צר של 5-6 אחוזים; בחודשים מאי עד אוגוסט עלה סיכון שער החליפין עלייה חדה, לרמה של כ-7.5 אחוזים; זאת על רקע שני אירועים שהגבירו את אי-הוודאות בשוק המט"ח - התפתחות מגמה של יציאת הון מהמשקים המתעוררים בחודשים מאי ויוני, שהתבטאה במימושים של תושבי חוץ בבורסה המקומית, ומלחמת לבנון השנייה. רמת סיכון זו נמוכה בהרבה מהרמות ששררו במהלך אירועים בעצימות דומה בעבר, כגון מלחמת המפרץ ומבצע "ענבי זעם", אשר במהלכם נע הסיכון בין 10 ל-12 אחוזים. עם כניסת הסכם הפסקת האש לתוקף שב סיכון שער החליפין וירד בהדרגה לרמות ששררו בתחילת השנה. הירידה בסיכון שער החליפין בחודשים האחרונים

של השנה לא הייתה ייחודית לישראל, והיא נצפתה גם בסיכון שערי החליפין של מטבעות המשקים המפותחים והמתעוררים. ככלל, בשנים האחרונות אנו עדים למגמה מתמשכת של ירידה ברמת התנודתיות בשווקים הפיננסיים ובשוקי המטבעות של מרבית המדינות בעולם, וההסבר המרכזי לכך הוא העלייה ברמת הנזילות ורפורמות מבניות שהביאו להגברת השכלול של השווקים¹⁵.

במהלך תקופת הלחימה בצפון פרמיית הסיכון של ישראל - הנמדדת באמצעות הפרמיה בחוזי CDS על אג"ח של ממשלת ישראל הנסחרות בארה"ב - עלתה בשיעור מתון בלבד, וזאת בשונה מאירועים דומים בעבר, אשר במהלכם הפרמיה עלתה בשיעורים חדים.

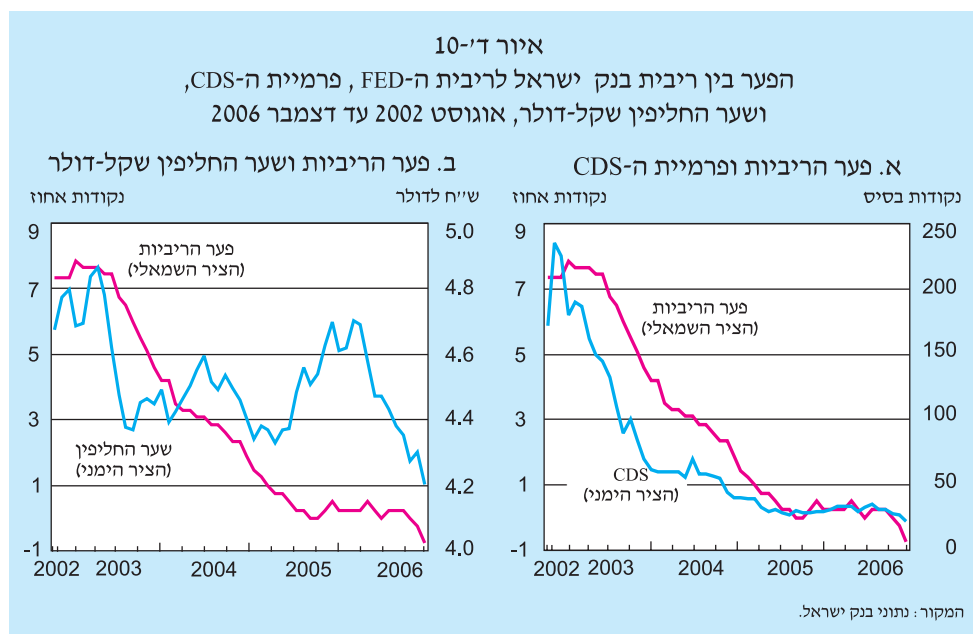
(ג) פער הריביות

הפער בין הריבית השקלית לריבית הדולרית הצטמצם בארבע השנים האחרונות בכ-8 נקודות אחוז (איור ד'-10). הפער הצטמצם כמעט ברציפות משיעור של כ-7.8 אחוזים בדצמבר 2002 עד להתאפסותו באוגוסט 2005. מאז הוא נע סביב אפס, עקב מספר העלאות של ריבית בנק ישראל במקביל להעלאות של ריבית ה-Fed, ובנובמבר השנה הוא הפך לשלילי.

לאורך תהליך ההצטמצמות של פער הריביות הובעו חששות כי הוא יביא להתגברות יצוא ההון מהמשק, ובעקבותיו לפיחות מואץ בשער החליפין, שיערער את יציבות המחירים ואת היציבות הפיננסית במשק - אולם הדבר לא קרה; אדרבה, במהלך תקופה זו גדל יבוא ההון למשק בהתמדה, והשקל התחזק מול הדולר בשיעור של כ-9 אחוזים.

במהלך תקופת הלחימה
בצפון עלתה פרמיית
הסיכון של ישראל
בשיעור מתון בלבד.

¹⁵ ראו: *The Recent Behavior of Financial Market Volatility, Working Paper, BIS, 2006*.



ההסבר לאי התממשותם של החששות נעוץ בירידה מקבילה של גורמי הסיכון במשק הישראלי, שהתבטאה, בין היתר, בירידה מתמשכת בפרמיית הסיכון של המדינה. זאת על רקע ההתאוששות בכלכלה העולמית והשיפור בתמהיל המדיניות המקרו-כלכלית ובאמינותה, שהביאו להתרחבות הפעילות הריאלית, ליציבות מחירים ולהתחזקות האיתנות הפיננסית של המגזר העסקי. התפתחויות אלו תמכו בהאצת ההשקעות של תושבי חוץ בחברות ישראליות והתבטאו בגידול ניכר של העודף בחשבון השוטף. האצת ההשקעות של תושבי חוץ במשק לצד העודף הגדל בחשבון השוטף יצרו לחץ בסיסי מתמיד לייסוף השקל, ובמרבית התקופה מיתנו את השפעת יצוא ההון - שהונע, בין היתר, על ידי תהליך הצטמצמות פער הריביות - על שער החליפין.

תהליך ההצטמצמות של פער הריביות מול ארה"ב אינו ייחודי לישראל; מאז אמצע 2004 - תחילתו של תהליך הריסון המוניטרי בארה"ב - תהליך כזה נצפה ברבות מהמדינות המפותחות והמתפתחות. בחלק מהמדינות נרשם במהלך התקופה אף פער ריביות שלילי, ובמרביתן לווה תהליך ההצטמצמות של פער הריביות בהתחזקות המטבע המקומי מול הדולר, כחלק ממגמה גלובלית של היחלשות הדולר בעולם. מההשוואה העולמית ניתן להתרשם אפוא כי השפעת פער הריביות מול ארה"ב על התנהלות שערי החליפין של המטבעות השונים מול הדולר הייתה נמוכה מן ההשפעות הגלובליות והמקומיות שדחפו להתחזקותם.

תהליך ההצטמצמות של פער הריביות מול ארה"ב אינו ייחודי לישראל; מאז אמצע 2004 הוא נצפה ברבות מהמדינות המפותחות והמתפתחות.

(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 ההשקעה שניתן לייחס להם. דפוסי הפעילות של כל מגזר מאופיינים בהומוגניות יחסית, וישנם הבדלים מהותיים בין דפוסי הפעילות של המגזרים השונים. כך, לדוגמה, תושבי חוץ, המנהלים תיקי השקעות עולמיים, מגיבים

על התפתחויות גלובליות ביתר מהירות ועוצמה מאשר תושבי ישראל. ארבעת המגזרים העיקריים הפעילים בשוק המט"ח הם תושבי חוץ ושלושה מגזרים מקרב תושבי ישראל - משקי הבית, המגזר העסקי והמשקיעים המוסדיים. בניתוח אנו מבחינים גם בין הפעילות במכשירי הון¹ לפעילות במכשירי חוב². הניסיון מלמד שהעוצמה והכיוון של פעילות המגזרים במכשירי חוב רגישה יותר לשינויים בפער הריביות ובהערכות לגבי ההתפתחות הצפויה בשער החליפין וברמת סיכנונו. מסגרת ניתוחית זו מסייעת בהערכת הכוחות השונים הפועלים על שער החליפין ובהבנת התפתחותו. לוח ד'-7 מסכם את פעילות המגזרים השונים במכשירי ההון ובמכשירי החוב³.

לוח ד'-7

סיכום הפעילות בשוק המט"ח לפי מגזרים ולפי מכשירים¹

מכירות (+) ורכישות (-) (מיליארדי דולרים)

2006			2005			
סך הכול	מכשירי הון	מכשירי חוב	סך הכול	מכשירי הון	מכשירי חוב	
19.6	16.3	3.3	6.9	9.3	-2.4	תושבי חוץ
-26.4	-13.5	-12.9	-14.9	-5.6	-9.3	תושבי ישראל
-2.6	-1.2	-1.4	-3.5	-1.4	-2.1	מזה: משקי הבית
-20.5	-9.1	-11.4	-8.5	-2.8	-5.7	המגזר העסקי
-3.3	-3.2	-0.1	-2.9	-1.5	-1.4	המשקיעים המוסדיים
-1.9		-1.9	4.6		4.6	הבנקים
	-11.5			-7.1		ס"כ מכשירי החוב
	2.8			3.7		ס"כ מכשירי ההון
	5.1			4.3		החשבון השוטף וחשבון ההון

(1) הנתונים המובאים בלוח נאמדו במסגרת מודל שוק-שקל מט"ח שפותח במחלקה לפעילות המשק במט"ח. (ראו הערה 18 בגוף הטקסט). המקור: נתוני המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

הפעילות של תושבי ישראל בשוק המט"ח בשנה הנסקרת הושפעה משלושה גורמים מרכזיים: התייצבות פער הריביות על רמה נמוכה ואף שלילית בחודשים האחרונים של השנה, הרפורמה במס (שנכנסה לתוקף בתחילת 2005) והתפתחות המחירים בשווקים הפיננסיים בעולם, שהשפיעה על האטרקטיביות היחסית של השווקים המקומיים. שלא

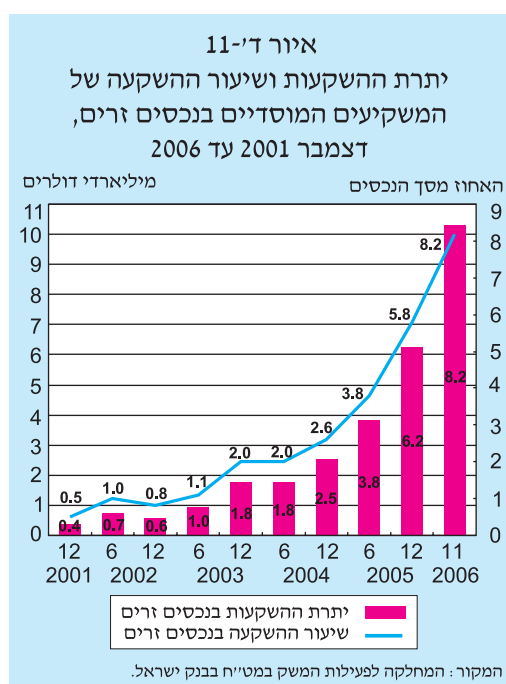
¹ השקעות במניות לסוגיהן - ישירות ובתיק ניירות הערך למסחר.

² פיקדונות ואשראי במט"ח, איגרות חוב ומכשירים פיננסיים נגזרים במט"ח.

³ הנתונים המובאים בלוח נאמדו במסגרת מודל שוק שקל-מט"ח שפותח במחלקה לפעילות המשק במט"ח. במסגרת ניתוח הפעילות בשוק שקל-מט"ח אנו מודדים רק את הפעילות הרלוונטית להיקבעותו של שער החליפין. בשונה ממסגרת מאזן התשלומים, הכוללת רק את הפעילות של המשק מול חו"ל בשקלים ובמט"ח, אנו כוללים גם את הפעילות במט"ח בין המגזרים השונים בתוך המשק. לעומת זאת אין אנו כוללים חלק מרכיבי מאזן התשלומים - למשל תשלומים במט"ח של תושבי חוץ העוברים במישרין לממשלה - שאינם משפיעים על שער החליפין. לפירוט המודל ראו בנק ישראל, דין וחשבון לשנת 2005, הערה 10 בפרק ד'.

כבעבר, תגובתם של תושבי ישראל על האירועים הגיאוגרפיים שהתרחשו במהלך השנה הייתה מתונה.

תהליך ההצטמצמות של פער הריביות, שהחל ב-2003, השפיע בעיקר על המגזר העסקי, ולאורך התהליך הוא הגדיל במידה ניכרת את עודף נכסיו במט"ח - בין היתר, באמצעות פירעונות אשראי וצבירה בפיקדונות מט"ח. בשנה הנסקרת האט המגזר העסקי את קצב פירעונות האשראי במט"ח - כנראה על רקע האטה בהצטמצמות פער הריביות. אלו הסתכמו השנה בכ-1.5 מיליארדי דולרים, לעומת פירעונות של כ-3.5 מיליארדים אשתקד. בתחילת 2005 הושגו 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 את שיעור השקעתם בנכסים זרים בכ-5.6 נקודות אחוז (איור ד' 11). עם זאת, שיעור ההשקעה של המוסדיים בחו"ל, שעמד בסוף 2006 על כ-8 אחוזים⁴, עדיין נמוך מן השיעורים הנהוגים במדינות דומות - העומדים במוצע על כ-25 אחוזים; דבר המצביע על פוטנציאל להמשך תהליך התאמת התיקים בעתיד.

משקי הבית מפוזרים את השקעותיהם בחו"ל בעיקר באמצעות צבירה בקרנות נאמנות המתמחות בהשקעה במניות זרות. מאז החלת הרפורמה במס ועד ערב נפילת השערים בשוקי המניות בעולם במאי 2006 צברו משקי הבית יתרה ניכרת של השקעות בקרנות אלו, ובעיקר באלו המתמחות במשקים המתעוררים, צניחת השערים בשוקי המניות בחו"ל ומגמת

ההתחזקות של השקל מול מרבית המטבעות בעולם הסבו הפסדים ניכרים למשקי הבית, והניעו תהליך של פדיונות מקרנות הנאמנות, שנמשך עד סוף השנה. דפוס פעולה זה מלמד כי האצת ההשקעות של משקי הבית במניות זרות ב-2005 ובתחילת 2006 הונעה בחלקה משיקולים קצרי טווח, ולא משיקולים ארוכי טווח של הרחבת הפיזור הבין-לאומי של תיק ההשקעות. עם זאת, יתרת ההשקעות של משקי הבית במניות זרות, במישורין ובעקיפין, נותרה עדיין גבוהה מרמתה ערב החלת הרפורמה במס.

הפעילות של תושבי חוץ התמקדה השנה במכשירי הון, בעוד שפעילותם במכשירי חוב הייתה מתונה מאשר בשנים קודמות. ההשקעות של תושבי חוץ במניות של חברות ישראליות הסתכמו בתקופה הנסקרת בהיקף שיא של כ-16 מיליארדי דולרים; רובן המכריע

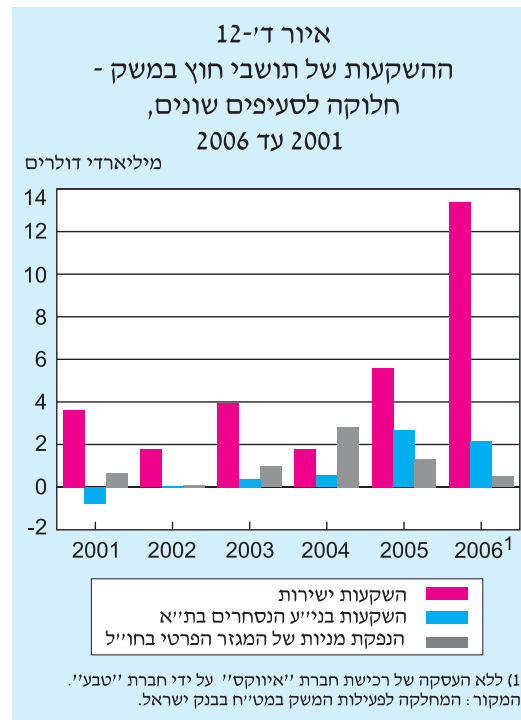
⁴ קופות הגמל, קרנות ההשתלמות, חברות הביטוח וקרנות הפנסיה.

⁵ כולל השקעה בתעודות סל על שוקי מניות זרים ולא כולל השקעה במניות ישראליות הנסחרות בחו"ל.

היה באמצעות השקעות ישירות, ואילו השקעותיהם בבורסה המקומית, שעמדו אשתקד על רמת שיא, הסתכמו השנה במימושים נטו. השנה הנסקרת בלטה במספר עסקאות גדולות, שחלקן השפיעו במידה ניכרת על שוק המט"ח. בדומה לאשתקד, הגיוסים של חברות ישראליות בחו"ל⁶, שהיו בשנים עברו, ובפרט בתקופת ה"בועה", רכיב מרכזי בהשקעות של תושבי חוץ במשק, הסתכמו השנה בהיקף מתון. רמתם המתונה של גיוסי החברות הישראליות בחו"ל בשנתיים האחרונות מוסברת בהתמתנות ההנפקות בנסדא"ק, שהוא היעד המרכזי לגיוסים של החברות הישראליות, ובאטרקטיביות הגבוהה של שוק ההון המקומי ביחס לשווקים בחו"ל.

ההתפתחות ברכיבי ההשקעות של תושבי חוץ במשק לא הייתה אחידה (איור ד'-12): השקעותיהם הישירות התפרסו על פני כל השנה והסתכמו בהיקף שיא של כ-13 מיליארדי דולרים. התרחבות ההשקעות הישירות בשנים האחרונות, שהתרכזו בעיקר בחברות מענפי הטכנולוגיה העילית, מבטאת את האמון של המשקיעים הזרים במשק הישראלי וביתרונותיו הטכנולוגיים. לעומתן ההשקעות של תושבי חוץ בבורסה המקומית לא התפרסו על פני כל השנה, והתפתחותן הושפעה בעיקר ממגמת השקעות של המשקיעים הבין-לאומיים במשקים מתעוררים. עם זאת, זרם ההשקעות בבורסה בתחילת השנה והמימושים לאחר מכן היו בהיקפים מתונים ביחס לזרמי ההון במשקים המתעוררים.

ההשקעות של תושבי חוץ במניות של חברות ישראליות הסתכמו השנה בהיקף שיא של כ-16 מיליארדי דולרים.



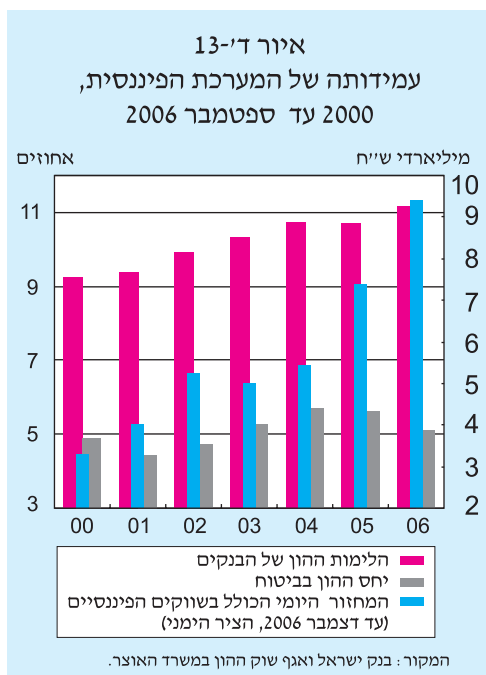
4. המוסדות הפיננסיים

א. הבנקים

במהלך שלושת הרבעים הראשונים של שנת 2006 נמשך השיפור בביצועי מערכת הבנקאות הישראלית. השיפור מתבטא בעיקר בעליית הרווחים מפעולות בלתי רגילות, שמקורן במכירת חברות הניהול של קופות הגמל וקרנות הנאמנות, במסגרת יישום המלצות ועדת בכר. התשואה-להון של חמש הקבוצות הבנקאיות בשלושת הרבעים הראשונים עמדה על 17.9 אחוזים, ובניכוי הרווחים מפעולות בלתי רגילות - על 10.3 אחוזים.

בתקופה הנסקרת גברה עמידותה של מערכת הבנקאות, הודות לשיפור בהלימות ההון (איור ד'-13) ולהמשך השיפור במדדי סיכון האשראי, בפרט המשך ירידה של מדדי

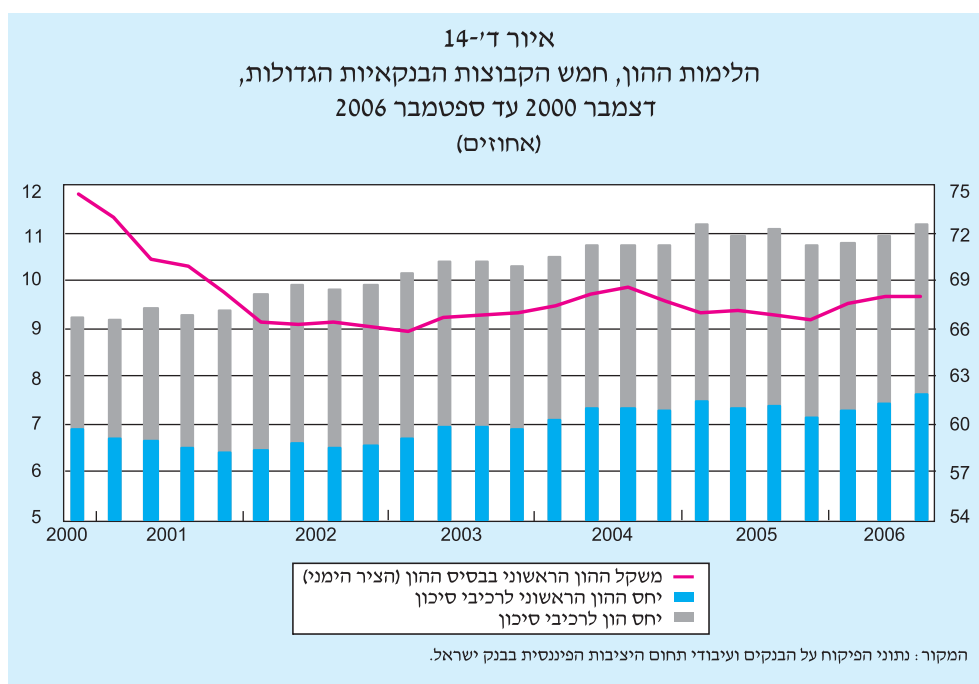
⁶ ללא עסקת "טבע"-איווקס



האשראי הבעייתי. השיפור בהלימות ההון משתקף ביחסי ההון ובאינדיקציות חיוביות לפוטנציאל הצבר ההון. יחס ההון הרגולטורי הגיע ל-11.2 אחוזים, גבוה מרמתו בסוף 2004 ו-2005, תוך שיפור ביחס ההון הראשוני (מ-7.1 אחוזים ל-7.6 אחוזים) ועלייה של חלק ההון הראשוני בבסיס ההון (ל-68 אחוזים); זאת כתוצאה מצבירה בסיס הון, עם העלייה ברווחים (איור ד' 14). גידול ההון הראשוני פעל גם לשיפור בפוטנציאל הצבר ההון, כפי שמשקף בירידה ביחס כתבי ההתחייבויות הנדחים להון הראשוני, תוך התרחקות מהמגבלה הרגולטורית על היחס⁷. עם זאת, יחסי ההון במערכת הבנקאות הישראלית נמוכים מאשר במדינות המפותחות.

התשואה הגבוהה נבעה בעיקר מרווחים חד-פעמיים מפעילות בלתי רגילה⁸, אף כי נמשך השיפור ברכיבי ההכנסות מפעילות בנקאית שאינה קשורה באופן ישיר לשוק ההון, על רקע התרחבות הפעילות הפיננסית

בתקופה הנסקרת גברה עמידותה של מערכת הבנקאות, הודות לשיפור בהלימות ההון ולהמשך השיפור במדדי סיכון האשראי. עם זאת, יחסי ההון במערכת הבנקאות הישראלית נמוכים מאשר במדינות המפותחות.



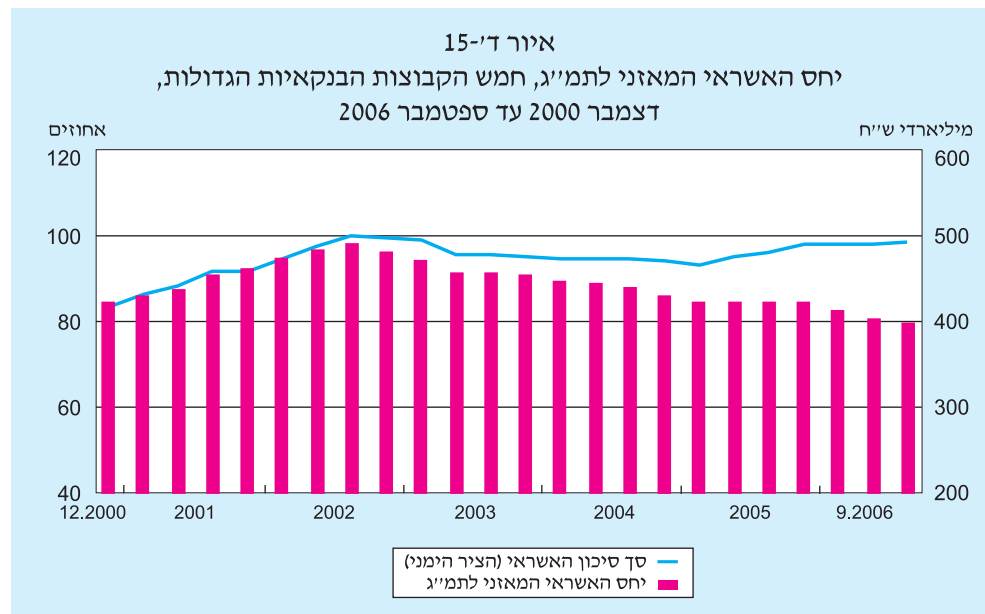
⁷ הוראת ניהול בנקאי תקין 311 - יחס הון מוערי.

⁸ הרווחים מפעילות בלתי רגילה היוו 41.9 אחוזים מסך הרווח הנקי (לעומת כ-10 אחוזים בממוצע בשנים קודמות) על רקע שינויים רגולטוריים - בעיקר מכירת החזקות בחברות ניהול קרנות נאמנות. השפעות הרפורמה צפויות להימשך עם השלמת מכירת קופות גמל.

והשיפור במצב הלווים. ואולם, המדיניות המוצהרת של הרחבת חלוקת הדיבידנד מקטינה את פוטנציאל הצבר ההון.

בתקופה הנסקרת נמשך השיפור במדדי סיכון האשראי בשני רכיביו העיקריים - העלייה במדדי איכות האשראי והירידה בחשיפה היחסית לסיכון האשראי. היקף החשיפה הצטמצם הן יחסית לתוצר והן יחסית להון העצמי, בעקבות המשך הצמצום באשראי הבנקאי למגזר העסקי (איור ד'-15). כן נמשכה, זו השנה השנייה, הירידה של שיעור החוב הבעייתי בסך האשראי (ל-8.7 אחוזים), על רקע העמקת השיפור במצב הלווים⁹, ואף נרשמה גבייה חלקית של חובות בעייתיים. (ראו תיבה ד'-4 ואיור ד'-16). כל אלו, יחד עם המשך שיפור בהלימות ההפרשה לחובות מסופקים¹⁰, מעידים על ירידת סיכון האשראי הנשקף למערכת הבנקאות. עם זאת, הרמות עדיין גבוהות יחסית לשנים שקדמו למיתון, ולא חל שיפור של ממש בהרכב החובות הבעייתיים, דבר שמשתקף במשקל החוב שאינו נושא הכנסה בסך החובות הבעייתיים; משקלו נותר גבוה ברמה של 21.3 אחוזים (לוח ד'-1). משום שהתאוששות הלווים הבעייתיים-במיוחד איטית יותר. מלבד זאת, ענף הבינוי והנדל"ן הוא עדיין מוקד פגיעות משמעותי, כפי שמשתקף הן במשקל הגבוה של האשראי לענף והן בשיפור לא מספק במדדי החוב הבעייתי בו (המהווה 13.25 אחוזים מסך האשראי לענף). **יתרת החשיפה המצרפית של מערכת הבנקאות לשינויים בשער החליפין של השקל** הסתכמה בסוף שנת 2006 בעודף התחייבויות במט"ח של כ-0.7 מיליארד דולרים,

בשנת 2006 נמשך
השיפור במדדי סיכון
האשראי בשני רכיביו
העיקריים - העלייה
במדדי איכות האשראי
והירידה בחשיפה
היחסית לסיכון
האשראי.



שמשמעותו חשיפה לפיחות השקל. יתרה זו היא תוצאת השילוב בין הפעילות המאזנית והחוץ-מאזנית של הבנקים - עסקאות עתידיות ואופציות שקל-מטבע חוץ. לאורך שנת

⁹ נטל החוב (יחס פירעונות הקרן והריבית לרווח התפעולי) של החברות הבורסאיות הולך ויורד, ורמת המינוף של החברות לא עלתה למרות גידול ההנפקות עקב החלפת אשראי בנקאי ועלייה ברווחים. נוסף על כך ירד יחס האשראי למשקי הבית להכנסתם הפנויה (לוח ד'-1).

¹⁰ למרות הירידה בהוצאה התקופתית לחובות מסופקים. הלימות ההפרשה לחובות מסופקים מחושבת כיחס יתרת ההפרשה לחובות מסופקים לסך האשראי הבעייתי.

תיבה ד'-4: חובות בעייתיים בתיק האשראי הבנקאי

משקל החוב הבעייתי במערכת הבנקאות הישראלית¹ הולך ויורד מאז 2004, אולם הוא עדיין גבוה מאשר לפני המיתון האחרון (איור ד'-16). משקלו ב-2006, 8.7 אחוזים, גבוה משמעותית ביחס לבנקים בני השוואה בעולם, כפי שמתבטא גם בדוחות של חברות דירוג בין-לאומיות ושל ה-IMF.

ואולם ההשוואה לנתונים בחו"ל אינה פשוטה, בגלל הבדלים מהותיים בהגדרות. בישראל משתמשים במושג "חוב בעייתי", ואילו בחו"ל נהוגים המושגים Non-Performing Loans (NPLs) ו-Impaired Loans², שמאחוריהם הגדרות שונות של חוב בעייתי במדינות שונות.

בישראל הוראת ניהול בנקאי תקין מס' 314 בנושא הטיפול בחובות בעייתיים מגדירה מידרג של חובות בעייתיים (לוח 1), המתחיל בחוב שאינו נושא הכנסה, שבתוספת החוב בפיגור זמני הוא קרוב יותר להגדרות של NPLs ו-Impaired Loans. עיקר ההבדלים בין ישראל למדינות אחרות בנושא נובע מהכללת החוב בהשגחה מיוחדת בהגדרת החוב הבעייתי בישראל. חוב זה, המהווה כ-60 אחוזים מיתרת החוב הבעייתי המאזני של הבנקים, אינו תואם ברובו את הקריטריונים של NPLs ו-Impaired Loans.

המשקל הגבוה יחסית של החובות הבעייתיים בסך האשראי לציבור מקורו בשני גורמים עיקריים:

א. בישראל אין שוק משני למכירת חובות בעייתיים, שכן שוק האיגרות אינו מפותח, וכן מועט בו השימוש במכשירים פיננסיים חדשניים להעברת סיכונים אשראי. כדי להכין את התשתית שעליה יוכל שוק איגור ישראלי להתבסס, נדרשת עבודה גם בתחומי החקיקה, התקינה החשבונאית והמיסוי. איגור מגובה-נכסים הוא כלי מרכזי להפחתת סיכון האשראי, ופעולת האיגור, בתנאים מסוימים, מביאה לגריעת ההלוואות שאוגחו מהמאזן. העדר שוק משני למכירת חובות בעייתיים משמעו השארת החובות הבעייתיים בתיק האשראי הבנקאי לאורך זמן והצגת משקל גבוה של חובות בעייתיים בסך האשראי לציבור.

ב. בשל הכללים החשבונאיים הנהוגים בישראל, חובות בעייתיים נשארים במאזן תקופה ארוכה (במקביל לביצוע הפרשות ספציפיות על החוב; לכן גם יתרת ההפרשות הספציפיות בישראל גבוהה יחסית למקובל בעולם). כך, למשל, נהוג להשאיר במאזן חובות המצריכים מאמצי גבייה ארוכי טווח וחובות שיתרתם עולה על השווי ההוגן של הביטחונות המשועבדים להבטחת פירעונם. מדיניות זו גורמת להצגת משקל גבוה של חובות בעייתיים בסך האשראי לציבור.

לוח 1

האשראי הבעייתי המאזני¹ בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות, ספטמבר 2006

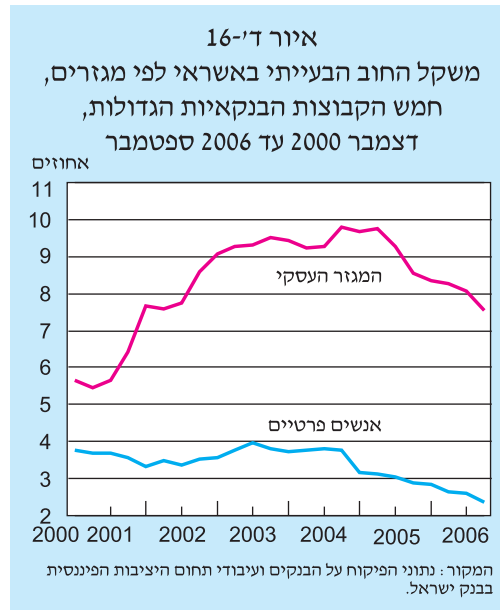
יתרת האשראי הבעייתי במיליארדי ש"ח	המשקל בסך האשראי הבעייתי באחוזים	המשקל בסך האשראי לציבור באחוזים
11.8	23.7	2.1
3.6	7.3	0.7
3.9	7.8	0.7
1.3	2.5	0.2
29.3	58.7	5.2
50.0	100.0	8.9

(1) הנתונים בתיבה זו הם על היתרות המאזניות בלבד, בניכוי ההפרשה הספציפית לחובות מסופקים, בגלל אילוצי הנתונים הבין-לאומיים הנדרשים להשוואה. זאת אף על פי שבדרך כלל, וגם באיור ד'-16 ובלוח ד'-1, אנו מציגים את סך סיכון האשראי המאזני והחוץ-מאזני. באופן כללי, רמת החובות הבעייתיים בסיכון האשראי החוץ-מאזני נמוכה מזו שבסיכון האשראי המאזני.

¹ ממוצע חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות.

² התקנים החשבונאיים ה-FASB מס' 114 ו-118 בארדה"ב מגדירים את ה-Impaired loans. הפרקטיקה של ה-FDIC (גוף פיקוחי המבטח את פיקדונות הציבור של בנקים בארדה"ב) בעניין הטיפול באשראי בעייתי תואמת את כללי החשבונאות האלה.

לאורך שנת 2006, כבעבר, שמרו הבנקים על עודף התחייבויות נמוך ביחס להיקף נכסיהם במט"ח. בדומה לשנים קודמות, יתרת החשיפה הממוצעת בשנת 2006 עמדה על כ-0.3 מיליארד דולרים בלבד. חשוב להדגיש כי הבנקים מנהלים את פעילותם בשוק המט"ח תוך בקרה על חשיפתם הכוללת לסיכונים שער חליפין והימנעות מחריגה לאורך זמן מרמת החשיפה הנקבעת כמותית על ידי הדירקטוריון של הבנק.



ב. המשקיעים המוסדיים¹¹

(1) חברות הביטוח

נכסי ענף ביטוח החיים הסתכמו בסוף 2006 ב-132 מיליארדי ש"ח, 7.1 אחוזים מתיק הנכסים של הציבור (לוח ד'-8). כ-63 אחוזים מנכסי הענף מרוכזים בתוכניות ביטוח חיים משתתפות ברווחים, וחלקן של אלה בסך נכסי ביטוח החיים הולך ועולה בהדרגה מאז 1992 - מועד סגירתן של התוכניות המבטיחות תשואה בפני עמיתים חדשים. תוכניות הביטוח המשתתפות ברווחים צומחות בשנים האחרונות בקצב ממוצע של כ-15 אחוזים לשנה, ומעורבותן בשווקים הפיננסיים הולכת וגדלה - התפתחות התומכת ביציבות השווקים ומגדילה את הנזילות בהם. מעורבותן בשוק המניות גדלה מאוד בשנים האחרונות, וכ-20 אחוזים מנכסיהן מושקעים במניות. חברות הביטוח משקיעות גם שיעור גבוה מנכסיהן בחו"ל - 18 אחוזים בסוף 2006. ענף הביטוח לוקה בריכוזיות גבוהה: חמש קבוצות הביטוח הגדולות מחזיקות למעלה מ-95 אחוזים מנכסי הענף.

עמידותן של חברות הביטוח ירדה ב-2006: אף שחלק מההתפתחויות החיוביות בסיכונים המערכתיים נמשכו - יחסי ההון ירדו, והרווחיות הייתה נמוכה מאשר בשלוש השנים הקודמות. ירדה גם התשואה-להון - מ-30 אחוזים ב-2004 ו-2005 ל-20 אחוזים ב-2006 (במונחים שנתיים). יחסי ההון, שהחלו לרדת מעט בשנה הקודמת לאחר מגמת עלייה ארוכה, הוסיפו לרדת במהירות בשנת 2006, עקב המשך הגידול המהיר של הנכסים וחלוקת דיבידנדים, וכך הגיע יחס ההון לסך הנכסים ל-5.1, אחוזים לעומת 5.7 אחוזים בסוף 2004 (איור ד'-17). ירידה זו בולטת על רקע השיפור בפעילות המשקית, שהיה ראוי לנצל לשיפור הלימות ההון. אמנם קריטריון יחס ההון לנכסים אינו מבחין בסיכונים השונים בתיק הנכסים וההתחייבויות, אולם יחס זה נוח לחישוב, ולכן מאפשר השוואות בין-לאומיות. בתחום הביטוח אין עדיין קריטריונים בין-לאומיים מוסכמים ליחס ההון הנדרש (כדוגמת

עמידותן של חברות הביטוח ירדה ב-2006, תוך המשך ירידה ביחסי ההון.

¹¹ הניתוח של קופות הגמל ושל חברות הביטוח מתייחס עדיין לתמונת המצב לפני יציאתן לפועל של רוב המכירות של קופות הגמל הבנקאיות לחברות הביטוח, משום שאלה טרם הושלמו.

לוח ד'-8

המשקיעים המוסדיים - ההתפתחויות העיקריות, 2002 עד 2006

השנה	קרנות הנאמנות והפיצויים	קופות התגמולים	קרנות הפנסיה		התוכניות לביטוח חיים ¹		סך הכול	
			ותיקות	חדשות	מבטיחות תשואה	משתתפות ברווחים		
יתרת הנכסים ² (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)								
2002	45.8	119.5	46.9	119.7	14.4	44.5	432.5	
2003	83.2	134.3	54.4	120.6	18.9	43.8	507.6	
2004	101.1	146.8	61.9	124.4	23.8	43.6	559.6	
2005	124.6	165.3	71.9	142.5	44.7	47.3	667.2	
2006	111.5	175.6	79.8	146.6	54.6	48.5	699.7	
אחוזים מסך החיסכון המוסדי ³								
2002	10.6	27.6	10.9	27.7	3.3	10.3	9.6	100.0
2003	16.4	26.5	10.7	23.8	3.7	8.6	10.3	100.0
2004	18.1	26.2	11.1	22.2	4.3	7.8	10.4	100.0
2005	18.7	24.8	10.8	21.4	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
אחוזים מסך כל תיק הנכסים של הציבור								
2002	3.9	10.1	4.0	10.1	1.2	3.8	3.5	36.6
2003	6.3	10.2	4.1	9.2	1.4	3.3	4.0	38.7
2004	7.0	10.1	4.3	8.6	1.6	3.0	4.0	38.5
2005	7.5	9.9	4.3	8.5	2.7	2.8	4.3	40.0
2006	6.0	9.4	4.3	7.9	2.9	2.6	4.5	37.6
הצבירה נטו (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)								
2002	-14.9	-3.0	-0.7	-3.2	3.1			-18.7
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			35.4
2006	-18.3	-0.8	3.0	-4.2	6.9			-13.4
התשואה הנומינלית (אחוזים) ⁴								
2002	-0.5	-0.8	-0.2		8.3		-6.6	
2003	13.4	16.7	15.4		7.6		21.0	
2004	5.5	9.1	8.7		7.1		9.6	
2005	7.4	13.2	12.2		10.9		14.8	
2006	6.5	7.4	7.1		6.7		8.7	

(1) יתרת הנכסים של התוכניות לביטוח חיים כוללת נכסי השקעה בלבד.

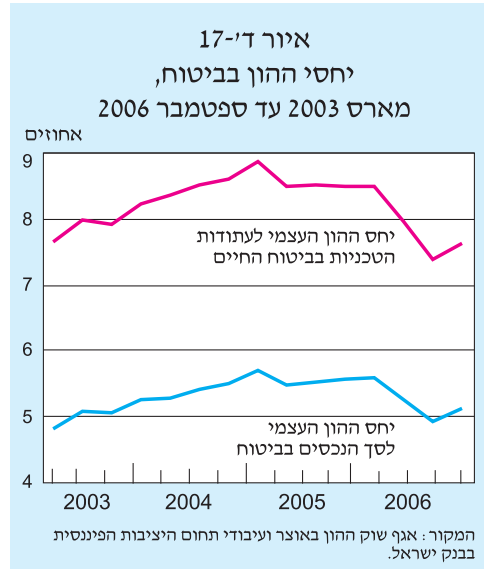
(2) נכסי כל משקיע מוסדי הם בניכוי השקעותיו בקרנות נאמנות.

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

(4) התשואה של קופות התגמולים והפיצויים אינה כוללת את התשואה של קופות מרכזיות לפיצויים וקופות למטרה אחרת.

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

הירידה ביחס ההון
בולטת על רקע השיפור
בפעילות המשקית.



נמשך הגידול המהיר של
נכסי הסיכון, ובפרט של
האשראי למגזר העסקי.



כללי באזל בתחום הבנקאות), אולם בהשוואה בין-לאומית נמצא כי בישראל יחס זה נמוך¹². יתר על כן, ברוב מדינות העולם יש הפרדה בהון בין חברות ביטוח חיים לחברות ביטוח כללי, ולא כן בישראל. במקביל נמשך הגידול המהיר של נכסי הסיכון, ובפרט של האשראי למגזר העסקי¹³. לעומת זאת ההתפתחויות בסיכונים המערכתיים הגלומים בפעילותן של חברות הביטוח היו בחלקן חיוביות: סיכוני ההדבקה מחברות הביטוח לשווקים ולבנקים הוסיפו לרדת, כפי שניכר בירידת משקלן של החברות בהם; גם בכיוון הנגדי, כלומר בחשיפה של החברות לשווקים, נרשם שיפור קל: אף שמשקל הנכסים הסחירים בארץ בסך הנכסים הוסיף ועלה מעט השנה, נמשכה מגמת הגידול של משקל הנכסים בחו"ל (רמתם עדיין נמוכה מהמקובל בעולם) - התפתחות הפועלת לגיוון תיק הנכסים ופיזור הסיכונים בו (איור ד-18).

(2) קופות הגמל

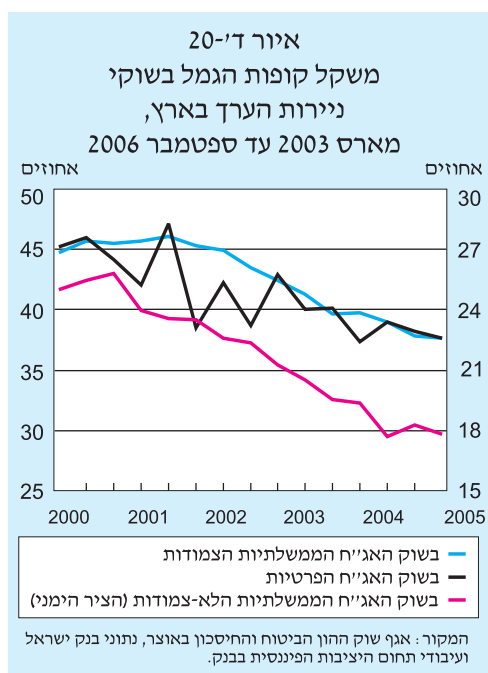
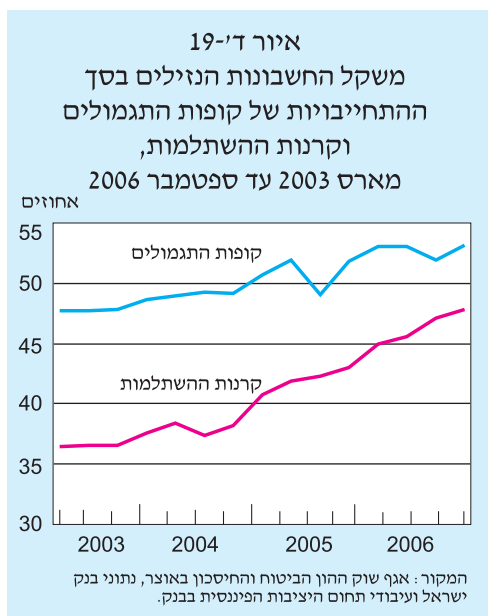
נכסי ענף קופות הגמל והפיצויים הסתכמו בסוף 2006 ב-176 מיליארדי ש"ח, גידול של 6.2 אחוזים ביחס להיקפם בסוף 2005. עליית שווי הנכסים היא תוצאה של עליות מחירים, בעוד שהצבירה בענף הייתה ב-2006 שלילית - כ-0.8 מיליארד ש"ח. הסיבה לצבירה השלילית נעוצה

כנראה בתקנה חדשה, שנכנסה לתוקף בתחילת 2006, אשר על פיה הזכאות להטבות מס בעת הפקדה לקופת גמל מותנית בהפקדה מוקדמת לקרן פנסיה¹⁴. כמו כן נקבע כי כספים שיופקדו החל מראשית 2006 בקופת גמל יהיו ניתנים למשיכה רק בגיל 60, במקום לאחר 15 שנים. מטרת השינוי היא לעודד חיסכון לגיל פרישה בלבד, ולהימנע ממתן

¹² ראו: וייצמן נגר, *מגזר הביטוח ויציבות פיננסית - פרספקטיבה בין-לאומית והערכת המצב בישראל*, סוגיות ביציבות פיננסית, יולי 2005.

¹³ בהעדר נתונים מפורטים, אי אפשר להפריד, בניתוח ההון מבחינת הסיכונים, בין הסיכונים החלים על חברות הביטוח לאלה החלים על העמיתים. הנכסים בתיק הנוסטרו של החברות הם כ-60 אחוזים מסך הנכסים, אך משקל נכסי הסיכון בהם נמוך משמעותית מאשר בתוכניות המשתתפות ברווחים.

¹⁴ לעמיתים שנולדו לאחר 1961.



הטבות מס לחיסכון לטווחים קצרים יותר. כתוצאה משינוי זה צפויה הצבירה בענף להצטמצם משמעותית, שכן הוא מפחית את האטרקטיביות של ההפקדה לגמל. בעמידותן של קופות הגמל לא חל בשנת 2006 שינוי משמעותי. מצד אחד, סיכון הנזילות המערכתי הוסיף לעלות מעט, ומהצד האחר, היו התפתחויות חיוביות בסיכונים המערכתיים. סיכון הנזילות המערכתי אמנם עלה מעט השנה, כתוצאה מהמשך מגמת העלייה של משקל החשבונות הנזילים בקופות הגמל, בעיקר בקרנות ההשתלמות (איור ד'-19, ד'-20), בעוד ששיעור הכיסוי של ההתחייבויות הנזילות, אשר עלה במהירות בשנתיים האחרונות, נותר ללא שינוי; אולם יכולת הכיסוי של הקופות בנכסים נזילים השתפרה באופן כללי, הודות לשיפור שחל בשנים האחרונות בעומק ובנזילות של השווקים בישראל. כללית נרשמו בתחום הסיכונים המערכתיים התפתחויות חיוביות: נמשכה הירידה של סיכוני ההדבקה לבנקים ולשווקי איגרות החוב הממשלתיים, וכן פחתה התלות של קופות הגמל בשווקים הפיננסיים בארץ.

בעמידותן של קופות הגמל לא חל בשנת 2006 שינוי משמעותי: מצד אחד הוסיף ועלה מעט סיכון הנזילות המערכתי, ומהצד האחר היו התפתחויות חיוביות בסיכונים המערכתיים.

(3) קרנות הפנסיה

נכסי ענף הפנסיה הסתכמו בסוף 2006 בכ-201 מיליארדי ש"ח, גידול של כ-8 אחוזים ביחס להיקף הנכסים בסוף 2005. כ-55 מיליארדים מנכסי הענף מוחזקים בידי קרנות הפנסיה החדשות, והיתר בקרנות הוותיקות. נכסי הקרנות הוותיקות צומחים בשנים האחרונות במתינות הודות לתשואה עליהם, שכן מאז 1995 עמיתים חדשים לא רשאים להצטרף לקרנות, והצבירה בהן הסתכמה בכ-6.9 מיליארדי ש"ח.

הרפורמה בענף הפנסיה מ-2003 שינתה את פני הענף - מענף ריכוזי מאוד, הנשלט על ידי ההסתדרות ונהנה מקהל שבוי של עובדים המצטרפים לקרן הספציפית על פי החלטת

המעסיק בעידוד האיגוד המקצועי, הוא הפך לענף תחרותי יותר; זאת הן עקב גיוון בעלי השליטה בענף והן עקב הפסקה כמעט מוחלטת של הנפקת איגרות החוב המיועדות לקרנות¹⁵. כתוצאה מכך נכנסות הקרנות בהדרגה לשוק ההון ונבחנות בהתאם לתשואה שהן מציגות. גם ההקלה באפשרויות המעבר בין הקרנות, הגברת השקיפות ושיפור הדיווח על הביצועים תרמו להגדלת התחרות בענף.

כתוצאה מהרפורמה בענף בוצעו מספר מיזוגים בין קרנות הפנסיה החדשות, ומספר הקרנות הפעילות ירד. כיום פעילות בענף 13 קרנות מקיפות ו-10 קרנות כלליות, והשליטה בו נתונה בידי 6 חברות ביטוח ומספר מועט של ברוקרים פרטיים. על אף הרפורמה, הריכוזיות בענף עדיין גבוהה: שתי הקרנות הגדולות ביותר מחזיקות למעלה מ-60 אחוזים מהנכסים.

(4) סיכון האשראי במוסדות הפיננסיים

בסיכוני האשראי של המוסדות הפיננסיים¹⁶ יחד ("סיכון האשראי המערכתי") לא חל כמעט שינוי - תוצאת עלייה מסוימת בחשיפה של המוסדות הפיננסיים לסיכון האשראי ושיפור באיכות האשראי. החשיפה של המוסדות הפיננסיים לסיכון האשראי גדלה במקצת בתקופה הנסקרת לעומת השנה הקודמת, כפי שניתן ללמוד משיעור הגידול של האשראי שלהם למגזר העסקי: זה עלה ב-2006 בשיעור של 5.0 אחוזים - האטה בקצב גידול לעומת 8.4 אחוזים ב-2005. באיכות האשראי ניכר שיפור, הודות למספר גורמים: (1) השיפור המתמשך במצב המשק והלווים; (2) גידול הפיזור של החשיפה לסיכוני האשראי בין המוסדות הפיננסיים, ובמיוחד מעבר מהבנקים למוסדיים; (3) ניתוב האשראי למגזר העסקי מהמוסדיים בעיקר ללווים גדולים, רובם המוחלט מדורגים.

במקביל להמשך השיפור במדדי סיכון האשראי בבנקים, נמשכה העלייה המהירה של חלק האשראי למגזר העסקי בתיקי הנכסים של המוסדיים. עם זאת, שיעור הגידול פחת מכ-57 אחוזים ב-2005 לכ-19 אחוזים. משקל נכסי הסיכון בסך נכסי קופות הגמל וחברות הביטוח הגיע כבר לשיעור גבוה מאוד, 47.2 אחוזים. גידול מואץ זה פועל להגדלת סיכוני האשראי של הגופים המוסדיים, במיוחד על רקע מיעוט הניסיון והידע שלהם בניהול סיכוני אשראי ביחס למערכת הבנקאות (איור ד'-21). למרות זאת, לפי אינדיקציות שונות, איכות האשראי עדיין מניחה את הדעת: רובו ניתן בצורה של איגרות חוב שהנפיקו חברות גדולות במשק, המדורגות בדירוג גבוה (A ומעלה), או שיש כנגדו בטוחות.

5. תיק הנכסים הכספיים של הציבור והאשראי במשק

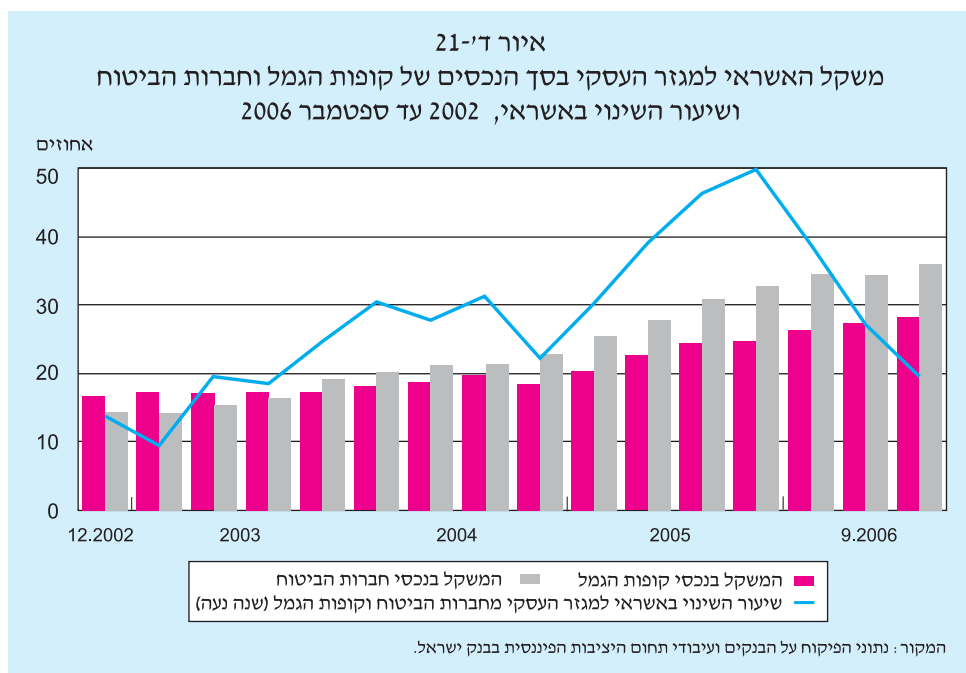
שווי של תיק הנכסים של הציבור עלה ב-2006 בשיעור של 11.6 אחוזים והגיע בדצמבר ל-1.9 טריליוני ש"ח (לוח ד'-9). הגידול הקיף את כל רכיבי התיק, אולם עיקרו נבע מעליית שווי החזקות הציבור במניות בארץ ובחו"ל, שעלה מראשית השנה בשיעור של 27 אחוזים, וכן מעלייה בשיעור של 32 אחוזים בשווי החזקות באיגרות החוב שהונפקו על ידי המגזר הפרטי.

¹⁵ הנפקת איגרות החוב המיועדות לכל קרן תתחדש כשיתרת איגרות החוב המיועדות בתיקה תרד מתחת ל-30 אחוזים מיתרת נכסיה.

¹⁶ אשראי בנקאי ואשראי של הגופים המוסדיים.

על אף הרפורמה,
הריכוזיות בענף הפנסיה
עדיין גבוהה: שתי
הקרנות הגדולות ביותר
מחזיקות למעלה מ-60
אחוזים מהנכסים.

בסיכוני האשראי של
המוסדות הפיננסיים
יחד ("סיכון האשראי
המערכתי") לא חל כמעט
שינוי - תוצאת עלייה
מסוימת בחשיפה של
המוסדות הפיננסיים
לסיכון האשראי ושיפור
באיכות האשראי.



התפתחותו של תיק הנכסים בשנים האחרונות הושפעה בעיקר מההתפתחויות המקרו-כלכליות החיוביות, וביניהן הצמיחה המהירה והציפיות להתמדתה, התייצבות שיעורי האינפלציה ברמות נמוכות מאוד ויציבותם של השווקים הפיננסיים. כן הושפע הרכב התיק מהרפורמות המבניות שבוצעו, וביניהן הרפורמה במס, הרפורמה בפנסיה, רפורמת בכר, ההקלות בתקנות ההשקעה של המשקיעים המוסדיים והשינויים בכללי הדיווח החשבונאי שלהם.

בלטה השנה עליית חלקן של המניות בארץ בתיק הנכסים של הציבור, המשך לעליית חלקן מאז 2003 - עם הצמיחה המואצת במשק והציפיות להתמדתה. חלקן של המניות בתיק הנכסים הוכפל מאז סוף 2002 והגיע בסוף 2006 ל-22.4 אחוזים, שיעור שיא שלא נצפה כמותו מראשית העשור (איור ד' 22). עליית חלקן של המניות השנה היא בעיקר תוצאה של עליות השערים החדות בבורסה לצד הנפקות שבוצעו בשוק הראשוני, וכן של מעבר מניות מתושבי חוץ ומהממשלה לציבור בישראל בעקבות מימושי השקעות של תושבי חוץ ומכירת מניות על ידי הממשלה במסגרת ההפרטה¹⁷.

על אף עליות השערים החדות והמתמשכות בשוק המניות מאז 2003 מיעטו משקי הבית להיכנס לשוק המניות במישרין או באמצעות קרנות הנאמנות. כך, למשל, הייתה הצבירה בקרנות המתמחות בהשקעה במניות מאז 2003 1.8 מיליארדי ש"ח בלבד, ובשנת 2006 היא הייתה אף שלילית. למרות זאת הגדיל הציבור את חשיפתו לשוק המניות המקומי באמצעות רכישת תעודות סל המשקיעות במניות המדדים בתל אביב, ושווי תעודות אלה הגיע בסוף 2006 ל-6.7 מיליארדי ש"ח, לעומת 3.7 מיליארדים בסוף 2005. נוסף על כך גדלה חשיפת משקי הבית לשוק המניות גם באמצעות המשקיעים המוסדיים לטווח בינוני

שווי של תיק הנכסים
עלה ב-2006 בשיעור
של 11.6 אחוזים והגיע
בדצמבר ל-1.9 טריליוני
ש"ח.

בלטה השנה עליית חלקן
של המניות בארץ בתיק,
המשך לעלייתו מאז
2003.

¹⁷ תיק הנכסים של הציבור אינו כולל את נכסי הממשלה, תושבי חוץ ותאגידים בנקאיים, ועל כן מעבר של מניות ממגזרים אלה למגזרים אחרים מגדיל את שווי החזקת הציבור.

לוח ד'-9
תיק הנכסים הכספיים של הציבור, 2003 עד 2006

ההתפלגות (אחוזים)				היתרה (מיליארדי ש"ח)				
2006	2005	2004	2003	11.201	2005	2004	2003	
100.0	100.0	100.0	100.0	1,860.8	1,667.7	1,454.6	1,312.5	סך כל הנכסים
								שיעור השינוי הנומינלי ביחס לשנה הקודמת
				11.6	14.7	10.8	10.8	(אחוזים)
								הנכסים לפי סוגי ההצמדה
29.2	30.2	32.6	32.9	542.7	503.1	474.7	432.2	הנכסים הלא-צמודים
29.6	31.2	31.3	34.7	550.6	520.9	456.0	455.2	הנכסים הצמודים למדד
15.0	15.6	15.4	15.1	278.6	259.7	223.7	198.0	הנכסים במט"ח ובהצמדה למט"ח
22.4	19.8	17.1	15.3	416.9	330.0	249.1	201.2	המניות בארץ
3.9	3.2	3.5	2.0	72.0	54.0	51.1	25.9	המניות בחו"ל
100.0	100.0	100.0	100.0	1,358.9	1,283.7	1,154.4	1,085.5	הנכסים לפי סוגי ההצמדה (ללא מניות)
39.3	39.2	41.1	39.8	533.6	503.1	474.7	432.2	הנכסים הלא-צמודים
40.3	40.6	39.5	41.9	547.5	520.9	456.0	455.2	הנכסים הצמודים למדד
20.4	20.2	19.4	18.2	277.8	259.7	223.7	198.0	הנכסים במט"ח ובהצמדה למט"ח

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

וארוך, שהוסיפו והגדילו את רכיב המניות בתיקיהם גם ב-2006 בניסיון להציג תשואות גבוהות יותר.

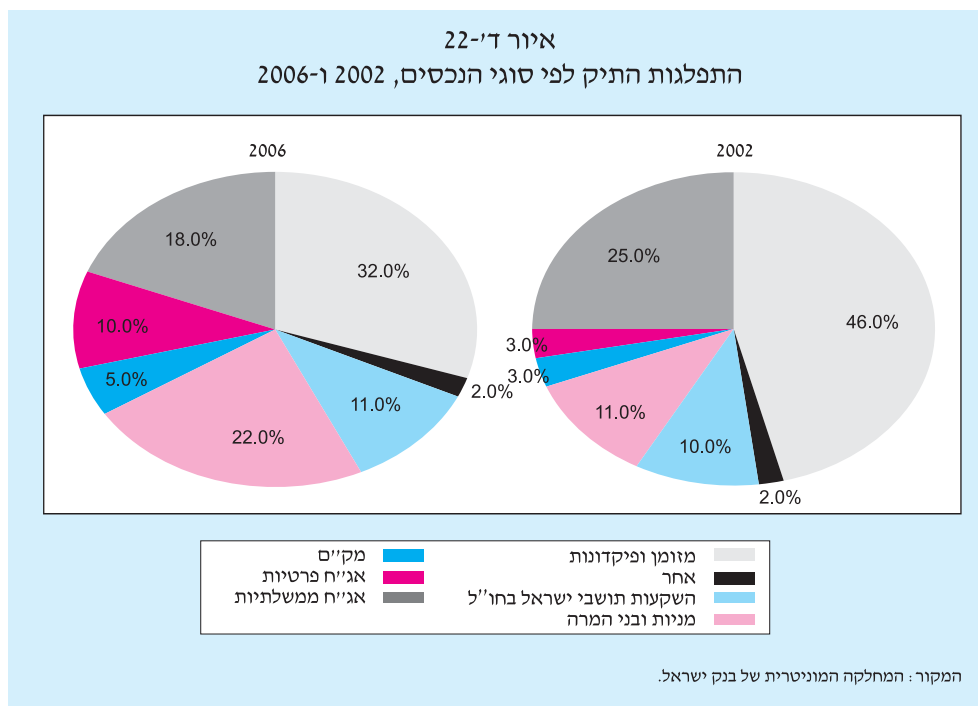
על אף עליות השערים
החדות והמתמשכות
מיעטו משקי הבית
להיכנס לשוק המניות,
במישרין או באמצעות
קרנות הנאמנות.

במקביל לעליית חלקן של המניות בתיק הנכסים של הציבור עלה גם שווי החזקת הציבור באיגרות החוב הפרטיות. הגידול הוא תוצאת המשך ההאצה בהיקף ההנפקות של המגזר הפרטי ועליות של שערי האג"ח, והוא התאפשר הודות לגידול היצע האג"ח ולעליית הביקוש לו, כפי שמפורט בסעיף 3ג' לעיל. התפתחות זו הובילה לירידת חלקן של איגרות החוב הממשלתיות בתיק הנכסים של הציבור, במקביל לעליית חלקן של איגרות החוב של המגזר הפרטי.

גם לרפורמה במס הייתה השפעה ניכרת על הרכב תיק הנכסים של הציבור - בין היתר, בתרומתה לעליית חלקם של הנכסים הסחירים בתיק ולעליית רכיב ההשקעה בחו"ל. (ראו תיבה 3.)

עלה השווי של החזקת
הציבור באיגרות חוב
פרטיות.

לעליית רכיב ההשקעה בחו"ל תרמו גם הצטמצמות פערי הריביות בין הארץ לחו"ל והגברת השקיפות והתחרותיות בענף החיסכון לטווח ארוך, שהניעו את המשקיעים המוסדיים להגדיל את פיזור השקעותיהם בניסיון להציג תשואות גבוהות יותר. השנה גדלו ההשקעות בחו"ל הן של המשקיעים המוסדיים לטווח ארוך והן של הציבור במישרין, ואילו השקעות קרנות הנאמנות בחו"ל פחתו, עקב משיכות של הציבור מקרנות אלה. על אף הגידול של השקעות המשקיעים המוסדיים לטווח ארוך בחו"ל שיעור ההשקעה שלהם בחו"ל עדיין נמוך מן המקובל בעולם, ומפאת גודלם הם חשופים אף יותר ממשקיעים אחרים לתנודתיות התשואות בשוק המקומי.



אחת הסיבות לשיעוריה הנמוכים יחסית של ההשקעה בחו"ל היא "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 מקלה את ההשקעה בשוקי ההון בחו"ל וצפויה לסייע להגדלתה.

עליית חלקם של הנכסים הסחירים בתיק הושפעה מרפורמות נוספות - בהן הרפורמה בפנסיה, שינוי שיטת השערוך של הנכסים הלא-סחירים שבידי קופות הגמל וביטול תקרת המק"ם. כתוצאה מכל אלה הגיע החלק הסחיר בתיק בדצמבר ל-51.2 אחוזים, לעומת 40.2 אחוזים בלבד בסוף 2003 - התפתחות התורמת להעמקה ושכלול של שוק ההון המקומי ולירידת מעורבות הבנקים בניהול נכסי הציבור.

בחינת התפלגותו של התיק לפי רכיבי הצמדה (ללא מניות) מלמדת כי ב-2006 נותר חלקם של הנכסים השקליים הלא-צמודים כמעט ללא שינוי, ואילו חלקם של הנכסים הצמודים למדד ירד. (בניגוד ל-2005). ירידת חלקם של הנכסים הצמודים למדד היא תוצאה של סביבת האינפלציה הנמוכה מאוד השנה, שהקטינה את סיכוני האינפלציה ואת האטרקטיביות של הנכסים הצמודים למדד.

אחד מאפיקי ההשקעה הפופולריים בשוק ההון עבור משקי הבית הוא קרנות הנאמנות. השנה נמשכו מקרנות הנאמנות 18.3 מיליארדי ש"ח, לאחר שבשנים 2003-2005 הופקדו בהן 60 מיליארדים (איור ד' 23). נמשכו כספים כמעט מכל סוגי הקרנות, אך בלטו המשיכות מקרנות אג"ח המדינה ומקרנות השקליות. עיקר המשיכות היו מהקרנות שבניהול הבנקים, הן אלה שעדיין נותרו בניהולם והן אלה שעברו במהלך השנה לניהול של מנהלים אחרים כתוצאה ממכירתן, בעקבות המלצות רפורמת בכר. על רקע זה נשאלת השאלה אם המשיכות השנה הן פרי הכוונה של הבנקים - הפניית לקוחותיהם לאפיקי השקעה חלופיים, אשר הניבו לבנקים הכנסות גבוהות יותר, כפיקדונות מובנים. יש לזכור

הרפורמה במס תרמה לעליית חלקם של הנכסים הסחירים בתיק ולעליית רכיב ההשקעה בחו"ל.

חלקם של הנכסים
השקליים הלא-צמודים
בתיק נותר כמעט ללא
שינוי, ואילו חלקם של
הנכסים הצמודים למדד
ירד.

השנה נמשכו מקרנות
הנאמנות 18.3 מיליארדי
ש"ח, לאחר שבשנים
2003 עד 2005 הופקדו
בהן 60 מיליארדים.

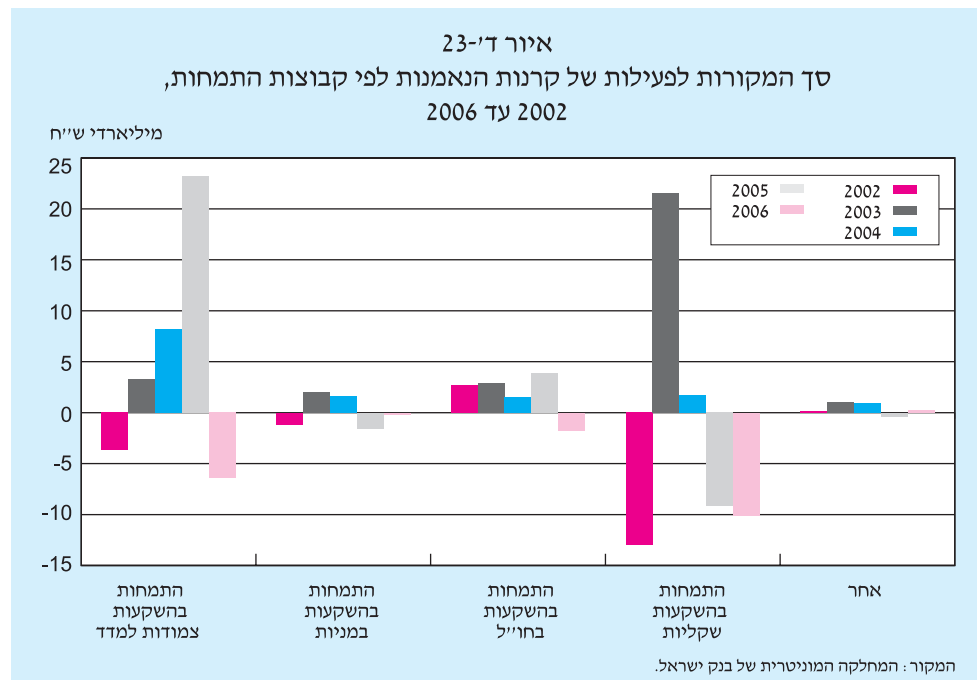
הכספים שנמשכו
מקרנות הנאמנות
הופנו בעיקר להשקעה
בתעודות סל, במק"ם
ובחו"ל, ואילו חלקם
של הפיקדונות בתיק
הנכסים הוסיף וירד גם
השנה.

כי המשיכות מהקרנות החלו עוד לפני העברת הבעלות מידי הבנקים, ולפיכך הייתה להן השפעה על המחיר שבו בוצעו חלק מעסקות המכירה, וכן כי המשיכות התמקדו לא רק בקרנות שהבעלות עליהן הועברה, אלא גם בקרנות שעדיין נשלטו על ידי הבנקים. ניתוח ההתפתחויות בתיק הנכסים במהלך השנה אינו מצביע על הסטת כספים לפיקדונות; חלקם של הפיקדונות בתיק הנכסים אפילו ירד השנה, והגיע ל-31.7 אחוזים מהתיק, לעומת 34.2 אחוזים בסוף 2005; זאת בהתאם למגמה שהחלה עוד ב-2003, עם השוואת שיעורי המס על פיקדונות לנכסי השקעה אחרים. נראה שהכספים אשר נמשכו מקרנות הנאמנות הופנו השנה בחלקם לתעודות סל (כ-5 מיליארדים) וכן למק"ם ולהשקעות בחו"ל - אפיקים שתרומתם לרווחי הבנקים אינה בהכרח גבוהה מזו של קרנות נאמנות.

השינויים שחלו בהרכב התיק בשנים האחרונות בהשפעת הרפורמות והמדיניות המקרו-כלכלית, תרמו לשכלול שוק ההון המקומי, תוך הגברת הסחירות והנזילות בו, ולפיתוח מכשירים פיננסיים חדשים. התפתחויות אלו צפויות להימשך גם בשנים הקרובות, בעקבות המשך התאמת התיק לשינויים המבניים שבוצעו.

האשראי במשק - סך האשראי למגזר הפרטי גדל בשנת 2006 ב-3.8 אחוזים והגיע ל-838 מיליארדי ש"ח, מהם 611 מיליארדים אשראי למגזר העסקי (לוח ד'-10). גידולה של יתרת האשראי נבע בעיקר מהתרחבות האשראי החוץ-בנקאי למגזר העסקי, שעלה בשיעור של 20 אחוזים, בעוד שיתרת האשראי הבנקאי פחתה ב-2.3 אחוזים. האשראי החוץ-בנקאי הוא היום חלק משמעותי מהאשראי למגזר העסקי - 43 אחוזים, לעומת 23 אחוזים בשנת 2001. בין ספקי האשראי החוץ-בנקאי בולטים תושבי חוץ (43 אחוזים), ואחריהם קופות הגמל (26 אחוזים) וחברות הביטוח (13 אחוזים).

התפתחות שוק האשראי החוץ-בנקאי, בדומה לתהליך המתרחש בעשור האחרון ברוב המדינות המפותחות, היא תוצאה של הרפורמות שבוצעו במהלך השנים האחרונות. תהליך זה צפוי להוסיף ולהתגבר כתוצאה מהשינויים במבנה המערכת לפי "חקיקת בכר". מכירת



קופות הגמל וקרנות הנאמנות הבנקאיות מובילה לירידה בדומיננטיות של הבנקים בפעילויות מרכזיות של המערכת הפיננסית, כולל מתן אשראי למגזר העסקי, ולכן אמורה לתמוך בהמשך מגמה זו. פיזור מקורות האשראי במשק בין סוגי המוסדות הפיננסיים הוא שינוי התורם ליציבות בתקופות משבר, אולם צפוי להקשות על חברות שייקלעו לקשיים בעתיד; זאת משום שבמקרה של צורך לשאת ולתת על שינוי תנאי ההלוואה קל יותר לעשות זאת מול הבנקים.

יתרת האשראי למגזר הפרטי עלתה השנה ב-3.8 אחוזים, תוצאת התרחבות מהירה של האשראי החוץ-בנקאי וירידה של האשראי הבנקאי.

לוח ד'-10

השינויים באשראי למגזר הפרטי והעסקי¹, 2001 עד ספטמבר 2006

09/2006	2005	2004	2003	2002	2001	
(מיליארדי ש"ח, מחירי ספטמבר 2006)						יתרות
838	808	751	726	724	709	סך האשראי למגזר הפרטי ²
611	584	533	512	509	497	מזה: סך האשראי למגזר העסקי
350	356	359	375	384	384	האשראי הבנקאי למגזר העסקי
261	228	174	137	125	113	האשראי החוץ-בנקאי למגזר העסקי
(אחוזים)						התפלגות האשראי למגזר העסקי
57	61	67	73	75	77	האשראי הבנקאי
43	39	33	27	25	23	האשראי החוץ-בנקאי
20	18	13	10	8	7	מזה: המשקיעים המוסדיים
(הקצב השנתי, אחוזים)						שיעורי השינוי באשראי למגזר העסקי
6.2	9.5	4.1	0.5	2.4	10.6	סך האשראי למגזר העסקי
46.0	44.2	33.7	9.4	6.5	20.2	מזה: אג"ח סחירות
						לפי מקורות
-2.3	-0.9	-4.3	-2.3	-0.1	11.3	האשראי הבנקאי
19.8	31.1	27.1	9.1	10.8	8.4	האשראי החוץ-בנקאי
21.8	57.5	28.0	30.8	14.9	30.6	מזה: מהמשקיעים המוסדיים
13.3	7.5	20.6	-4.7	8.1	1.1	מתושבי חוץ

(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.