

פרק ד'

שוק ניירות הערך

במהלך שנת 2003 ירדו התשואות-לפדיון – הן הנומינליות והן הריאליות – המשך למגמה של השנים האחרונות, להוציא את שנת 2002. ירידת התשואות החלה במארס, עם פרסום התכנית הכלכלית וקבלת הערבויות מארה"ב, ועל רקע סיומה המהיר של המלחמה בעיראק. במקביל לירידת התשואות-לפדיון, פחתה אי-הודאות הפיננסית, כפי שמשקף, בין היתר, במחירי הנכסים הפיננסיים הנגזרים. בשארית השנה נמשכה מגמת הירידה בתשואות, ובסופה דמו רמותיהן לאלו של סוף 2001. בשוק המניות התהפכה המגמה ששררה בשנתיים האחרונות, והמדדים המובילים עלו עלייה חדה תוך מחזורי מסחר גבוהים; זאת על רקע הירידה באי הודאות הפיננסית, תהליך הפחתת הריבית ותהליכי התייעלות בפירמות רבות. מחזורי המסחר בסדרות המק"ם עלו בשנת 2003 עלייה מרשימה. לעומתם נרשמה ירידה – אף כי קטנה – של מחזורי המסחר באיגרות החוב הממשלתיות, אך הם היו עדיין גבוהים מאשר בשנים קודמות.

גיוס ההון הסחיר נטו של הממשלה בשוק המקומי הצטמצם בשנת 2003 – בניגוד למגמת התרחבותו בשנתיים הקודמות – על רקע גיוסי הממשלה בחו"ל, בעיקר במסגרת הערבויות, ובכך תרם אף הוא לירידת התשואות בשוק איגרות החוב הממשלתיות. בשוק איגרות החוב הקונצרניות נרשמה בשנת 2003 עלייה חדה בהיקפי ההנפקות, בעיקר של הלא-סחירות.

1. ההתפתחויות העיקריות

במהלך שנת 2003 ירדו התשואות-לפדיון – הן הנומינליות והן הריאליות – המשך למגמת ירידתן בשנים האחרונות, פרט למחצית הראשונה של 2002. בשוק המק"ם ירדו התשואות-לפדיון בכ-3.5 נקודות אחוז, לרמה של 5 אחוזים בממוצע, בשוק איגרות החוב הלא-צמודות הן ירדו בכ-4 נקודות אחוז, ל-6.2 אחוזים בממוצע, ותשואות איגרות החוב הצמודות למדד ירדו בכ-1.5 נקודות אחוז, ל-4.1 אחוזים בממוצע. כך הגיעו התשואות-לפדיון לרמות ששררו בסוף שנת 2001. התפתחויות אלה לוו בירידת אי-הודאות הפיננסית, כפי שמשקף, בין היתר, במחירי הנכסים הפיננסיים הנגזרים – במיוחד במחצית השנייה של השנה. סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר, שמוכר בנק ישראל, ירדה בכ-3 נקודות אחוז, מרמת שיא של 9 אחוזים ברביע הראשון של השנה ל-6 אחוזים בדצמבר 2003. בשוק המניות התהפכה המגמה ששררה בשנתיים האחרונות, והמדדים המובילים עלו עלייה חדה, תוך מחזורי מסחר גבוהים. זאת במקביל לעליות השערים בשוקי המניות בחו"ל, בעיקר במניות של חברות הטכנולוגיה העילית. הרקע לעלייה בשוק המניות המקומי היה ירידה בסיכון הפיננסי, תהליך הפחתה של ריבית בנק ישראל, והתייעלות בפירמות רבות. בשוק איגרות החוב הקונצרניות הסחירות והלא-סחירות נרשמה בשנת 2003 עלייה חדה של היקפי ההנפקות, בעיקר של איגרות חוב לא-סחירות.

ירידת התשואות הנומינליות והריאליות לא הייתה אחידה על פני השנה. לאחר ירידתן בסוף שנת 2002, החלה שנת 2003 בעליית התשואות-לפדיון – הריאליות והנומינליות – על רקע התגברות אי-הוודאות, בעיקר לנוכח העימות הקרב בעיראק והבחירות לכנסת. במהלך חודש מארס, עם סיומה המהיר של המלחמה בעיראק, פרסום התכנית הכלכלית וקבלת הסיוע והערבויות מארה"ב, פחתה אי-הוודאות וירדו התשואות-לפדיון של איגרות החוב והמק"ם. בשארית השנה נמשכה מגמת הירידה בתשואות, ורמותיהן בסופה דמו לאלה של סוף 2001.

עקום תשואות המק"ם שיקף במהלך השנה, בין היתר, את העובדה שהמק"ם – בשונה מנכסים אחרים – היה פטור בשנת 2003 ממס, והחל מינואר 2004 כל סדרה שנפדית תחויב במס. כך נרשם במרבית חודשי השנה שיפוע חיובי בסדרות החייבות במס. עם זאת, מחודש אוקטובר העקום הפך שטוח, ולקראת סוף השנה קיבל שיפוע שלילי, התפתחות ששיקפה, כנראה, ציפייה להמשך ההפחתה של ריבית בנק ישראל.

שנת 2003 אופיינה גם בגידול של מחזורי המסחר במק"ם, באיגרות החוב הלא-צמודות ובמניות. באיגרות החוב הצמודות למדד נרשמה ירידה קטנה של המחזוריים לעומת שנת 2002, אך הם היו עדיין גבוהים מאשר בשנים קודמות. מחזורי המסחר היומיים הממוצעים במניות עלו עלייה מרשימה – מכ-240 מיליארדי ש"ח בממוצע ליום בשנת 2002 לכ-370 מיליארדים ב-2003.

גיוס ההון הסחיר נטו בשוק המקומי ירד בשנת 2003 לעומת שנת 2002 בכ-3.2 מיליארדי ש"ח, בניגוד למגמת התרחבותו בשנתיים הקודמות, ובכך תרם אף הוא לירידת התשואות בשוק איגרות החוב הממשלתיות. הרקע לירידה זו בגיוס ההון המקומי היה גיוס ההון של הממשלה בחו"ל, שהתאפשר לאחר קבלת הערבויות מממשלת ארה"ב. השינויים בהרכב גיוס ההון הסחיר של הממשלה חזרו למגמה של השנים האחרונות, לאחר סטייה ממנה בעיקר בשנת 2002: עלה השנה משקלו של גיוס ההון הלא-צמוד בריבית קבועה בסך גיוס ההון הממשלתי הסחיר, לאחר ירידתו בשנים 2001-2002, והתארך הטווח-לפדיון של איגרות החוב הממשלתיות בהנפקה, הן הצמודות למדד והן הלא-צמודות בריבית קבועה, לאחר קיצורו בשנת 2002.

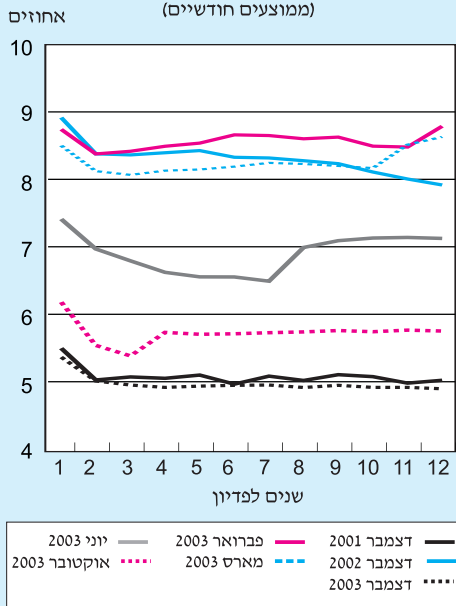
לקראת סוף השנה נכנסה לתוקף הרפורמה בקרנות הפנסיה, שעיקרה הפסקת הנפקתן של איגרות החוב המיועדות לקרנות הפנסיה הוותיקות. צפוי שרק ב-2008 וב-2013 יהיו קרנות הפנסיה החדשות והוותיקות, בהתאמה, רשאיות לשוב ולרכוש איגרות חוב מיועדות. על פי הערכות יופנו לשוק ההון הסחיר בשנים הקרובות כ-12 עד 14 מיליארדי ש"ח בשנה. סביר שחלק לא מבוטל מסכומים אלו יושקע בנכסים ארוכי טווח. (ראו פרק ה').

2. שוקי המק"ם ואיגרות החוב הממשלתיות

א. שוק המק"ם

(1) עקום התשואות-לפדיון של המק"ם
המק"ם הוא איגרת חוב לא-צמודה, שאינה נושאת ריבית (קופון), המונפקת ונסחרת בניכיון, והטווח שלה לפדיון עד שנה. בנק ישראל מוכר מכשיר זה לציבור, כאחד מהכלים לניהול המדיניות המוניטרית.

דיאגרמה ד'-1
עקום תשואות המק"ם,
דצמבר 2001 עד דצמבר 2003
 (ממוצעים חודשיים)



המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

התשואות לפדיון בשוק המק"ם ירדו במהלך שנת 2003 בשיעור של כ-3.5 נקודות אחוז במוצע לעומת דצמבר 2002 (דיאגרמה ד'-1). זאת לאחר עלייתן בשנת 2002, ובדומה למגמת ירידתן בשנים 1999 עד 2001.

התפתחות עקום התשואות על פני השנה הנסקרת לא הייתה אחידה. בחודשיים הראשונים שלה, לנוכח התגברות אי-הוודאות – על רקע העימות הקרב בעיראק והבחירות לכנסת – עלו התשואות בכל הטווחים, מרמה ממוצעת של כ-8.2 אחוזים בסוף דצמבר 2002 לכ-8.6 אחוזים בפברואר 2003. עלייה זו באה לאחר שבחודשיים האחרונים של שנת 2002, ובעיקר בדצמבר, ירדו תשואות המק"ם ירידה חדה של כנקודת אחוז במוצע.

החל מחודש מארס, עם גיבוש התכנית הכלכלית, קבלת הערבויות מארה"ב והסיום המהיר של העימות בעיראק, החלה ירידה בתשואות המק"ם, ובדצמבר הן הגיעו לרמה ממוצעת של כ-5 אחוזים. זאת במקביל לתהליך הפחתות של ריבית בנק ישראל. בעקום התשואות של המק"ם נרשם במהלך השנה שיפוע חיובי בסדרות החייבות במס; מבנה זה שיקף, בין היתר, את העובדה שהמק"ם, בשונה מנכסים אחרים, היה השנה פטור ממס, ואילו החל מינואר 2004 תחויב כל סדרה שנפדית במס. ואולם, מאוקטובר השתנה השיפוע של עקום המק"ם, בעיקר בטווחים הארוכים: הוא הפך מחיובי לשטוח, ולקראת סוף השנה אף לשלילי – התפתחות ששיקפה, כנראה, ציפיות להמשך הורדת הריבית, על רקע הירידה בציפיות לאינפלציה. אופן גביית המס על הניכיון ממק"ם בשנת 2004 טרם נקבע. הניכיון הוא ההפרש בין המחיר שבו האיגרת נפדית לבין המחיר שבו היא נמכרה – אם האחרון נמוך יותר. כידוע המק"ם נסחר בניכיון, וזו עיקר ההכנסה ממנו. (באיגרות החוב הממשלתיות אם יש רכיב ניכיון הוא קטן יחסית). הסיבה לקושי בגביית מס על הניכיון היא שהמק"ם (ואיגרות החוב הממשלתיות) נמכרים במקור במחירים שונים למשקיעים שונים, ואפילו במחירים שונים לאותו משקיע. זאת משום שהמכרזים מתבצעים בשיטת המכרז המדורג, והסדרות מונפקות מספר פעמים עד לפדיון. כך, בעת פדיון האיגרת – כשהתמורה מהניכיון מתקבלת – לא ניתן לזהות את שיעורו.

(2) הפעילות בשוק המק"ם

בסוף שנת 2003 עמדה יתרת המק"ם שבידי הציבור על כ-56 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-44 מיליארדים בשנת 2002 וכ-35.6 מיליארדים בשנת 2001. בנק ישראל ספג אפוא באמצעות המק"ם השנה כ-6.4 מיליארדי ש"ח נטו, לעומת ספיגה של 6.3 מיליארדים בשנת 2002 ו-2.5 מיליארדים בשנת 2001.

הסרת תקרת הכמות המותרת להנפקה של המק"ם בפברואר 2002 איפשרה תהליך החלפה הדרגתי של פיקדונות הבנקים בבנק ישראל במק"ם. (ראו תיבה ד'-1). במחצית השנייה של השנה הגדיל בנק ישראל את היקף המק"ם הנמכר לציבור בכמויות נוספות, על רקע ההזרמות לבסיס הכסף השקלי כתוצאה מגיוסי ההון של הממשלה בחו"ל. הממוצע השנתי של מחזורי העסקאות היומיים במק"ם עלה בשנת 2003 בשיעור ניכר, ועמד על כ-490 מיליוני ש"ח, לעומת כ-370 מיליונים בשנת 2002 (לוח ד'-1). עיקר הגידול

לוח ד'1

מחזורי עסקאות יומיים ממוצעים במק"ם ובאיגרות החוב הממשלתיות,

2000 עד 2003

(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

השנה	בבורסה	סך הכול	שחר	גילון	למדר	למט"ח	סך כל איגרות החוב בבורסה	
							בבורסה	ומחוצה לה
2000	171	192	67	56	58	44	225	294
2001	183	205	148	73	84	66	371	497
2002	342	371	269	103	210	75	657	753
2003	452	489	295	116	198	35	644	697

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

נרשם מחודש מארס. לעליית מחזורי המסחר השנה תרמה בין היתר הרפורמה במס, שהקנתה להשקעה במק"ם בשנת 2003 יתרון מס זמני על פני שאר האפיקים. מבחינת התפלגות החזקות המק"ם (לוח ד'2) עולה, כי שיעור החזקת המק"ם על ידי הבנקים ירד מ-24 אחוזים בסוף שנת 2001 ל-7.9 אחוזים בסוף 2002, והגיע בסוף שנת 2003 לכ-12 אחוזים. לעומת זאת עלה שיעור החזקת המק"ם על ידי הציבור מ-24 אחוזים בסוף שנת 2001 ל-64 אחוזים בסוף 2002, והגיע לכ-42 אחוזים בסוף 2003. זאת, בין היתר,

לוח ד'2

התפלגות המחזיקים באיגרות החוב ובמק"ם, 2002 ו-2003

(אחוזים)

מק"ם	אג"ח לא-צמודות (שחר)	אג"ח צמודות למדר	אג"ח צמודות לדולר	אג"ח סחירות פרטיות	מניות ¹						
						2003	2002	2003	2002	2003	2002
63.9	41.9	17.1	17.9	20.0	16.7	15.3	34.8	10.2	21.2	71.1	69.6
25.4	39.7	17.4	20.4	2.4	5.0	29.9	38.6	2.3	5.8	1.9	2.7
1.4	2.6	35.3	28.8	46.6	48.1	14.1	10.5	47.7	40.2	8.9	9.5
7.9	12.2	12.8	18.2	14.5	11.9	35.0	13.0	10.5	6.6		
0.4	1.7	2.3	1.1	0.1	0.1	1.1	0.1	0.1	0.2	10.0	10.8
0.7	1.8	14.2	12.7	12.6	14.7	4.2	2.0	24.9	19.5	3.0	2.9
0.1	0.1	0.9	0.9	3.8	3.5	0.4	1.0	4.3	6.5		
100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

1 הממשלה מחזיקה את המניות במישרין.

2 לא כולל את בנק ישראל.

המקור: מאזני הבנקים, הבורסה לניירות ערך, אגף שוק ההון במשרד האוצר, המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ, ועיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

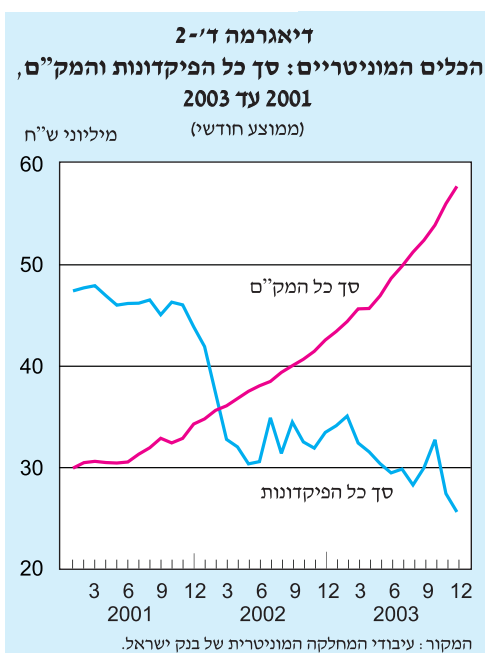
פרק ד', שוק ניירות הערך

בעקבות גידול של ביקוש הציבור למק"ם – ישירות ודרך קרנות הנאמנות – בהשפעת הרפורמה במס. במהלך שנת 2003 עלה שיעור ההחזקה של קרנות הנאמנות במק"ם והגיע לכ-40 אחוזים; זאת עקב שיווק מאסיבי של קרנות המתמחות במיוחד במק"ם. (ראו פרק ה' בסקירת המחלקה המוניטרית שבדוח בנק ישראל לשנת 2002). עדיפות המס של ההשקעה הישירה במק"ם על ידי הציבור הלכה ופחתה עם כל סדרה שהונפקה במהלך שנת 2003 (עקב תחולה של חובת המס מינואר 2004). ואכן, באפריל החלה בה מגמת ירידה, לעומת המשך מגמת העלייה בשיעור ההחזקה באמצעות קרנות הנאמנות. במקביל החלו גם הבנקים להגדיל בהדרגה את אחוז החזקתם במק"ם. כן עלה השנה חלקם של תושבי חוץ בהחזקות המק"ם והגיע לכ-1.7 אחוזים, לעומת פחות מחצי אחוז בשנת 2002. השנה הוכנסו במכרזי המק"ם שינויים, שעיקרם אי פרסום התשואה המרבית במכרזים, הנקבעת על ידי בנק ישראל לפני המכרז – שיטה המקובלת בעולם בהנפקת ניירות ערך ממשלתיים. שינוי זה בא להגביר את התחרות במכרזים על ידי הגדלת אי-הוודאות בהם.

תיבה ד'-1 : מסחור כלי מדיניות הריבית

בפברואר 2002 הוסרה התקרה שהגבילה את הכמות המותרת להנפקת המק"ם¹. מאז ועד סוף 2003 עלתה יתרת המק"ם הממוצעת בכ-22 מיליארדי ש"ח ויתרת הפיקדונות של הבנקים בבנק ישראל ירדה בכ-12 מיליארדים (דיאגרמה ד'-2). תהליך הדרגתי זה של החלפת פיקדונות הבנקים בבנק ישראל – שאינם סחירים ומותרים רק לבנקים – במק"ם, הנסחר בשוק ההון על ידי כלל הציבור, מגביר את יכולתם של קובעי המדיניות המוניטרית לשמור על יציבות מחירים תוך שינויים קטנים יחסית בריבית.

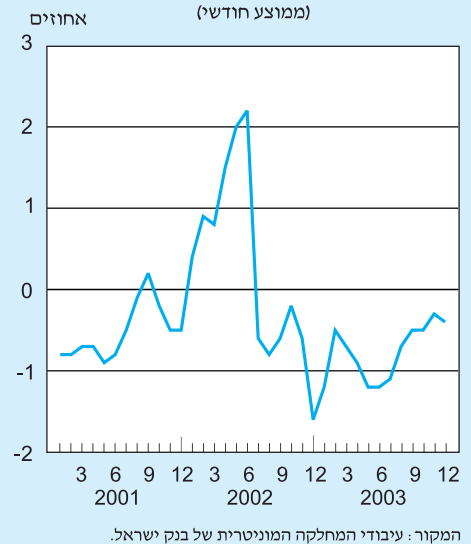
ככלל, השלכות צעד זה של מסחור כלי המדיניות המוניטרית דומות לאלו של תהליך מסחור החוב הממשלתי – שהחל באמצע שנות השמונים עם הפסקת הנפקתן של איגרות החוב לקופות הגמל, ומאוחר יותר לתכניות החדשות לביטוח חיים, ונמשך לאחרונה, עם הצמצום המשמעותי בהנפקתן לקרנות הפנסיה. כשם שמסחור החוב הממשלתי תורם להיווצרות תשתית לפיתוח שוק איגרות החוב, כך מסחור כלי ניהול המדיניות המוניטרית תורם להיווצרות התשתית החיונית לפיתוח שוק הכספים. לתהליכים אלו יש יתרונות גם מבחינת המדיניות: מסחור החוב מאפשר לקובעי המדיניות של ניהול החוב הממשלתי לקבל מהשוק ברציפות, למשל באמצעות התשואות על איגרות החוב, איתותים לגבי הדרך שבה השוק



¹ התקרה המותרת להנפקת מק"ם נקבעה בשנת 1995 בסכום של 15.5 מיליארדי ש"ח, והתעדכנה אחת לחצי שנה בהתאם לשינוי המצטבר במדד המחירים לצרכן, או לשינוי המצטבר באמצעי התשלום, הגבוה מביניהם. תקרה זו בוטלה סופית בחודש פברואר 2002. (ראו תיבה ד'-1 בחוברת של המחלקה המוניטרית בדוח בנק ישראל לשנת 2001).

תופס את המדיניות, ובכלל זה את יכולתה של הממשלה להתמיד במדיניותה. באופן דומה, מסחור כלי המדיניות המוניטרית מאפשר לקובעיה לקבל מהשוק היזון חוזר תמידי לגבי מדיניותם. אינדיקטור חשוב לדרך שבה השוק תופס את מדיניות הריבית הוא הפער בין תשואות המק"ם לריבית בנק ישראל. כך, אם התשואה לפדיון על המק"ם שונה מהותית מריבית בנק ישראל, ניתן לראות בכך איתות מהשוק שבנק ישראל לא יוכל להתמיד במדיניות הריבית הנוכחית ולשמור על יציבות המחירים גם יחד. לדוגמה, במחצית הראשונה של שנת 2002 הייתה תשואת המק"ם גבוהה מריבית בנק ישראל, וזו אכן הועלתה בסופו של דבר. לעומת זאת במחצית השנייה של אותה שנה ובשנת 2003 כולה הייתה תשואת המק"ם נמוכה מריבית בנק ישראל, במקביל לתהליך הפחתת הריבית (דיאגרמה ד'-3).

דיאגרמה ד'-3
הפער בין תשואות המק"ם לשנה
והריבית האפקטיבית של בנק ישראל,
2001 עד 2003
(ממוצע חודשי)



ב. שוק איגרות החוב הממשלתיות

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

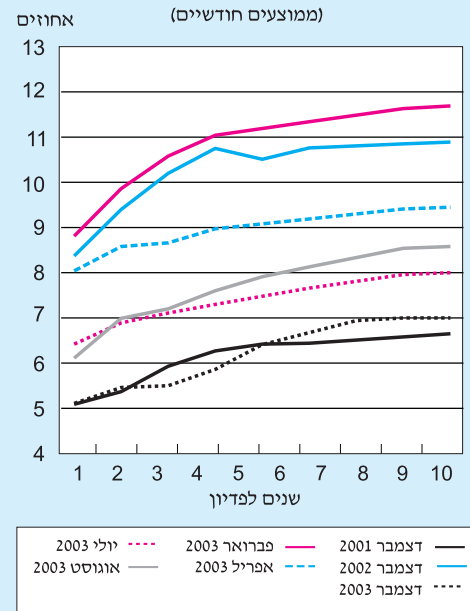
"שחר" היא איגרת חוב ממשלתית לא-צמודה, הנושאת ריבית שנתית קבועה, ומונפקת לטווחים בינוניים וארוכים יחסית. במהלך שנת 2003 ירדו תשואות איגרות החוב הלא-צמודות בכ-4 נקודות אחוז בממוצע, והגיעו בסופה לרמה ממוצעת של כ-6 אחוזים, לעומת כ-10 אחוזים בדצמבר 2002. ירידה זו הקיפה את כל הטווחים-לפדיון, וכך חזרו התשואות בממוצע לרמה של דצמבר 2001 (דיאגרמה ד'-4).

הירידה של עקום התשואות-לפדיון לא הייתה מיידית. בתחילת השנה הוא עלה לעומת דצמבר 2002, ומחודש מארס הוא ירד. בחודשיים הראשונים של השנה, על רקע העלייה באי-הוודאות, עלה העקום הנומינלי לכל אורכו; בפברואר הגיעו התשואות על איגרות החוב השקליות לטווחים הארוכים לשיעור של 11.7 אחוזים, לאחר ירידה ל-10.8 אחוזים בדצמבר 2002.

ממארס עד יולי, על רקע הרגיעה בשווקים, ירד העקום הנומינלי לכל אורכו; התשואות לטווחים הארוכים רשמו ירידה חדה עד לשיעור של כ-8 אחוזים בחודש יולי. כך התמתן בהדרגה שיפועו התלול של העקום הנומינלי, אך נותר חיובי.

המגמה של ירידת התשואות נעצרה באוגוסט; העקום הנומינלי עלה כמעט לכל אורכו, במיוחד בטווחים הארוכים, לכ-8.6 אחוזים, וכך התליל השיפוע שלו. אולם בספטמבר התחדשה מגמת ירידתו של התשואות, ונמשכה עד סוף השנה. כך הגיע העקום, בממוצע,

דיאגרמה ד'-4
עקום התשואות של איגרות החוב
הלא-צמודות,
דצמבר 2001 עד דצמבר 2003
(ממוצעים חודשיים)



לרמה של סוף דצמבר 2001, כ־6 אחוזים, והתשואות הארוכות הגיעו לכ־7 אחוזים. לירידת התשואות תרמו הירידה בגיוס ההון המקומי הסחיר במחצית השנייה של השנה והמשך ההפחתה של ריבית בנק ישראל.

(2) עקום התשואות-לפדיון של איגרות החוב הצמודות למדד

"גליל" היא איגרת חוב ממשלתית צמודה למדד, הנושאת ריבית שנתית קבועה, ומונפקת לטווחים ארוכים יחסית. התשואות של איגרות החוב הצמודות למדד מסוג "גליל" ירדו בשנת 2003 בכ־1.5 נקודות אחוז במוצע, והגיעו בסוף השנה לרמה ממוצעת של כ־4 אחוזים – רמה הנמוכה בכ־0.2 נקודת אחוז מזו של דצמבר 2001 (דיאגרמה ד'-5).

התפתחות עקום התשואות לא הייתה אחידה על פני השנה ודמתה להתפתחות התשואות-לפדיון של איגרות החוב הלא-צמודות בריבית קבועה: בחודשיים הראשונים של השנה עלו התשואות הריאליות לטווחים הבינוניים והארוך, לאחר ירידתן בדצמבר 2002. במקביל ירדו התשואות על איגרות החוב הצמודות לטווחים הקצרים, כך ששיפוע העקום הפך משטוח, כמעט בכל הטווחים, בסוף 2002 לחיובי חד.

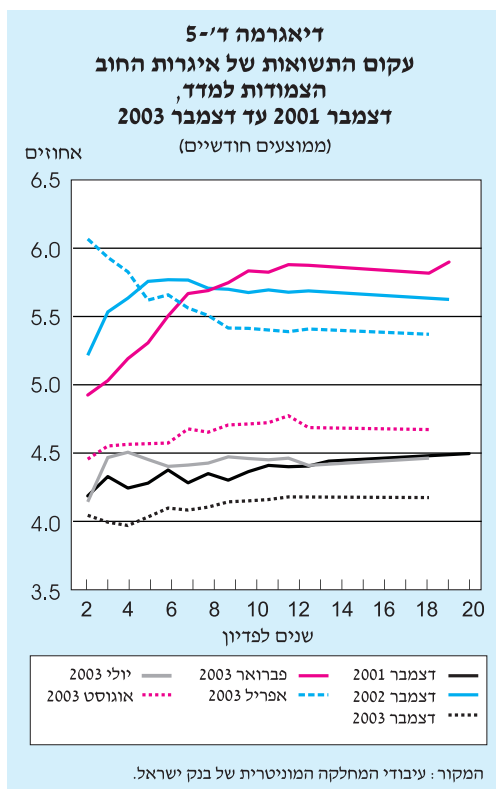
בחודשים מארס-יוני ירדו התשואות הריאליות לטווחים הארוכים, ובמקביל עלו התשואות על איגרות החוב הצמודות לטווחים הקצרים עלייה חדה, בעיקר עקב הירידה הניכרת בציפיות לאינפלציה. כך הפך שיפועו של העקום הריאלי בחודש מארס לשטוח ברמה ממוצעת של כ־5.3 אחוזים, ומאפריל עד יוני – לשלילי תלול; זאת כתוצאה מהעלייה המהירה-יחסית של התשואות הקצרות, על רקע הרמה הנמוכה של האינפלציה הצפויה והפחתות הריבית. ביולי, על רקע העלייה בציפיות לאינפלציה, ירדו התשואות בטווחים הקצרים ירידה חדה מזו של התשואות לטווחים הארוכים, ושיפוע העקום הפך שטוח.

בחודש אוגוסט נעצרה זמנית מגמת ירידתן של התשואות, והעקום הריאלי עלה לכל אורכו, אולם מגמה זו התחדשה בספטמבר ונמשכה עד סוף השנה. לקראת סוף השנה הגיע העקום לרמה ממוצעת של כ־4 אחוזים, מתחת לרמה של סוף דצמבר 2001. לירידת התשואות לקראת סוף השנה תרמה, כנראה, גם הפסקת ההנפקה של איגרות החוב המיועדות לקרנות הפנסיה הוותיקות והפנייתן לשוק ההון, החל מספטמבר.

(3) הפעילות בשוק איגרות החוב

התפתחות התשואות בשוק איגרות החוב בשנה הנסקרת לוותה בירידה מסוימת של מחזורי המסחר באיגרות החוב הצמודות למדד, יחסית לשנת 2002, אך אלה נשארו גבוהים מאוד יחסית לשנים קודמות (לוח ד'-1). מחזורי המסחר היומיים הממוצעים באיגרות החוב הצמודות למדד בבורסה ומחוצה לה הסתכמו בשנת 2003 בכ־214 מיליוני ש"ח, לעומת כ־233 מיליונים בשנת 2002. לעומת זאת באיגרות החוב הלא-צמודות נמשכה השנה מגמת העלייה של השנים האחרונות, אף שהיא התמתנה לעומת השנה הקודמת.

המסחר היומי הממוצע בבורסה ומחוץ לה באיגרות החוב הלא-צמודות מסוג "שחר" הסתכם ב־2003 בכ־315 מיליוני ש"ח, לעומת כ־300 מיליונים בשנת 2002.



איגרות החוב הלא-צמודות בריבית משתנה – "גילון" – היו גם השנה הרבה פחות סחירות. הסיבה לכך היא כנראה היותן מסובכות לתמחור, שכן תקבוליהן העתידיים אינם ידועים.

(4) התפלגות החזקות באיגרות החוב

הרכב החזקות באיגרות החוב הלא-צמודות מסוג "שחר": ברבע האחרון של שנת 2002 הגדילו הבנקים את השקעתם ב"שחר" – בעיקר על חשבון קרנות הנאמנות, שהעדיפו, ככל הנראה, לעבור למק"ם, בהשפעת הרפורמה במס; לעומת זאת בשנת 2003 המשיך לגדול חלקם של הבנקים, הפעם במקביל לעליית חלקן של קרנות הנאמנות, בעיקר על חשבון חלקן של קופות הגמל וקרנות ההשתלמות וחלקיהם של חברות הביטוח ותושבי חוץ – שירדו (לוח ד'2). כתוצאה משינויים אלה ירד חלקן של קופות הגמל וקרנות ההשתלמות לכ-29 אחוזים, לעומת 35 אחוזים בשנת 2002, והחזקת הבנקים עלתה מכ-13 אחוזים בשנת 2002 לכ-18 אחוזים השנה.

באיגרות החוב הצמודות למדד בלטה ירידת חלקיהם של הבנקים, הציבור וקרנות הפנסיה ועליית חלקיהן של קרנות הנאמנות וחברות הביטוח. קופות הגמל וקרנות ההשתלמות, המחזיקות את חלקן העיקרי של איגרות החוב מסוג זה, הגדילו את חלקן לכ-48 אחוזים. הריכוז של החזקת איגרות החוב הצמודות למדד בידי קופות הגמל מוסבר, בין היתר, בהיותן משקיע בעל טווח השקעה ארוך.

בהחזקת איגרות החוב הצמודות לדולר ירד חלקם של הבנקים, שהיו המחזיקים העיקריים באיגרות אלה, ירידה חדה – בעיקר בשל פדיון ה"גלבעים" – ועלה חלקן של קרנות הנאמנות (לוח ד'2).

משקלן של החזקות המשקיעים הזרים באיגרות החוב נמוך מ-2 אחוזים, דבר המעיד על חוסר עניין של משקיעים זרים בשוק איגרות החוב הישראלי. אחת הסיבות לכך היא היקף נמוך מהמקובל בעולם של מחזורי המסחר, המוסבר, בין היתר, בהעדר עושי שוק.

תיבה ד'2: מערך עושי שוק באיגרות חוב ממשלתיות – הערות עקרוניות

פעילותם של עושי שוק, שתפקידם לספק נזילות למסחר, בדרך של מתן פקודות קנייה ומכירה רציפות, עשויה לשמש אמצעי חשוב לשיפור הנזילות של ניירות הערך הנסחרים בבורסה, במיוחד של אלה שסחירותם כיום דלה.

משרד האוצר מגבש הצעה להקמת מערך עושי שוק ראשיים באיגרות החוב הממשלתיות, שיוטלו עליהם מכלול של התחייבויות תמורת הטבות שיוקנו להם. (ראו דין וחשבון של יחידת ניהול החוב הממשלתי לשנת 2002.) בין המחויבויות שיוטלו על עושי השוק הראשיים על פי הצעת משרד האוצר: ציטוט מחירי הקנייה והמכירה של איגרות החוב הממשלתיות במרבית זמן המסחר, במירווח מרבי מסוים; ביצוע עסקאות בניירות ערך אלה בהיקף מינימלי; השתתפות במכרזי איגרות החוב הממשלתיות וחכייה לפחות בחלקם. בין הזכויות שמשרד האוצר מציע להעניק להם: גישה בלעדית למכרזי איגרות החוב הממשלתיות; אופציה לרכישת כמות נוספת

במכרזים ללא תחרות; גישה בלעדית למערכת מסחר סגורה שבניהול משרד האוצר; גישה בלעדית למאגר ההשאלות בניהול משרד האוצר.

אמנם פעילותם של עושי השוק חשובה לשיפור הנזילות של ניירות הערך הנסחרים בבורסה, אך יש לבחון היטב את מסגרת החובות והזכויות שמדובר בה ואת השלכותיהן על תפקוד שוק איגרות החוב ועל שוק ההון בכלל. להלן נתייחס למספר הערות עקרוניות באשר למערכת המוצעת.

1. מתן גישה בלעדית למכרזי איגרות החוב הממשלתיות: אין לתת לעושי השוק גישה בלעדית למכרזי איגרות החוב הממשלתיות, שכן הדבר עלול לפגוע בתחרות בשוק הראשוני, ובסופו של דבר גם בשוק המשני. בנק ישראל, יחד עם משרד האוצר, פעל בעבר להרחבת מספר המשתתפים במכרזי איגרות החוב במטרה להגביר את התחרות בהם – ואכן השוק מתפקד היטב ומתנהלת בו תחרות. צמצום מספר המשתתפים לעושי שוק בלבד מנוגד למגמה זו ועלול לפגוע בתפקודו הטוב של השוק הראשוני. יתר על כן, אם עושי השוק המקומיים יהיו הבנקים, הדבר יגביר עוד יותר את מעורבותם בשוק ההון ואת הפוטנציאל לניגוד עניינים הרב הגלום בכך גם כיום. ואכן במדינות רבות בעולם שבהן פועל מערך של עושי שוק (ביניהן ארה"ב) לא נתנו לעושי השוק גישה בלעדית לרכישת איגרות חוב ממשלתיות במקור, משיקולים דומים לאלה שהוצגו כאן – ובעיקר מפני הצורך לשמר ואף לפתח את התחרותיות בשוק הראשוני¹. מכאן שגישה בלעדית למכרזי איגרות החוב אינה תנאי הכרחי להצלחת פעילותם של עושי השוק.

2. מאגר השאלות של איגרות חוב ממשלתיות בניהול משרד האוצר: חשוב שיקום מאגר השאלות, שכן הוא מהווה תשתית פיננסית חשובה לתפקודם של עושי השוק. מאגר ההשאלות מקנה דרגות חופש לפעילות עושי השוק המחויבים בפעילות רצופה, שכן האפשרות לשאול ניירות מהמאגר לזמן מסוים מסייעת להם לעמוד בהתחייבויותיהם. עם זאת, מאגר כזה צריך להיות מנוהל בידי גורם שאינו הממשלה – משום שהשאלת איגרות חוב ממשלתיות על ידי הממשלה (שהיא המנפיקה אותן) הופך את השאלתן להנפקה של ממש. במקרה כזה הממשלה עלולה לגייס הון לא רק לפי צורכי המימון של הגירעון, כפי שזה אמור להיות, אלא גם לפי דרישת עושי השוק. נוסף על כך, ההיצע הפוטנציאלי של איגרות חוב ממשלתיות לא יהיה ודאי, והדבר יקשה על ציבור המשקיעים לתמחר שוק זה, דבר שעלול לפגוע בתפקודו.

3. מערכת מסחר לעושי שוק בניהול משרד האוצר: חשוב שתקום מערכת מסחר לעושי השוק, אך אין מקום שזו תנוהל בידי הממשלה, אשר אין לה יתרון בניהול מערכות מסחר בניירות ערך. על כן חשוב שניהול מערכת זו יהיה בחסות גוף בעל יתרון יחסי – ובכלל זה ניסיון מקצועי – בניהול מערכות כאלה, למשל הבורסה לניירות ערך.

1 ראו: IMF: Primary Dealers Government Securities: Policy Issues and Selected Countries – IMF working paper Experience Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document – IMF The World Bank ומסמך שפרסם הבנק העולמי במארס 2001: Guidelines for Public Debt Management.

(5) גיוס ההון הממשלתי המקומי

גיוס ההון ברוטו של הממשלה הסתכם בשנת 2003 בכ-57 מיליארדי ש"ח (לוח ד'3), לעומת תכנון (הצעת תקציב) של 52 מיליארדי ש"ח, מתוכו גיוס הון מקומי סחיר ברוטו כ-44 מיליארדים וגיוס הון לא סחיר מקומי ברוטו של כ-13 מיליארדים, ירידה של כמיליארד ש"ח לעומת 2002. הירידה בגיוס ההון המקומי השנה הייתה על רקע גיוסי ההון בחו"ל, ובעיקר על רקע קבלת הערבויות ממשלת ארה"ב. במהלך השנה הפריטה הממשלה כ-0.3 מיליארד ש"ח, בעיקר על ידי מכירת מניות "אל על" ו"בזק".

לאחר הנפקות זעומות בחו"ל בשנתיים האחרונות, גייסה הממשלה בחו"ל השנה, נטו, כ-9.4 מיליארדי ש"ח, דבר שאיפשר לה לצמצם במידה מסוימת את גיוס ההון המקומי הסחיר שלה. כך הסתכם הגיוס הסחיר נטו בשוק המקומי השנה בכ-18.3 מיליארדי ש"ח, לעומת 21.5 מיליארדים בשנת 2002, וזאת בניגוד למגמת עלייתו בשנתיים הקודמות. הרכב גיוס ההון של הממשלה חזר למסגרת של השנים האחרונות, לאחר סטייה ממנה בעיקר במחצית השנייה של שנת 2002. כך עלה השנה משקלו של גיוס ההון הלא-צמוד בריבית קבועה בסך גיוס ההון הממשלתי הסחיר, לאחר ירידתו בשנים 2001 ו-2002.

לוח ד'3

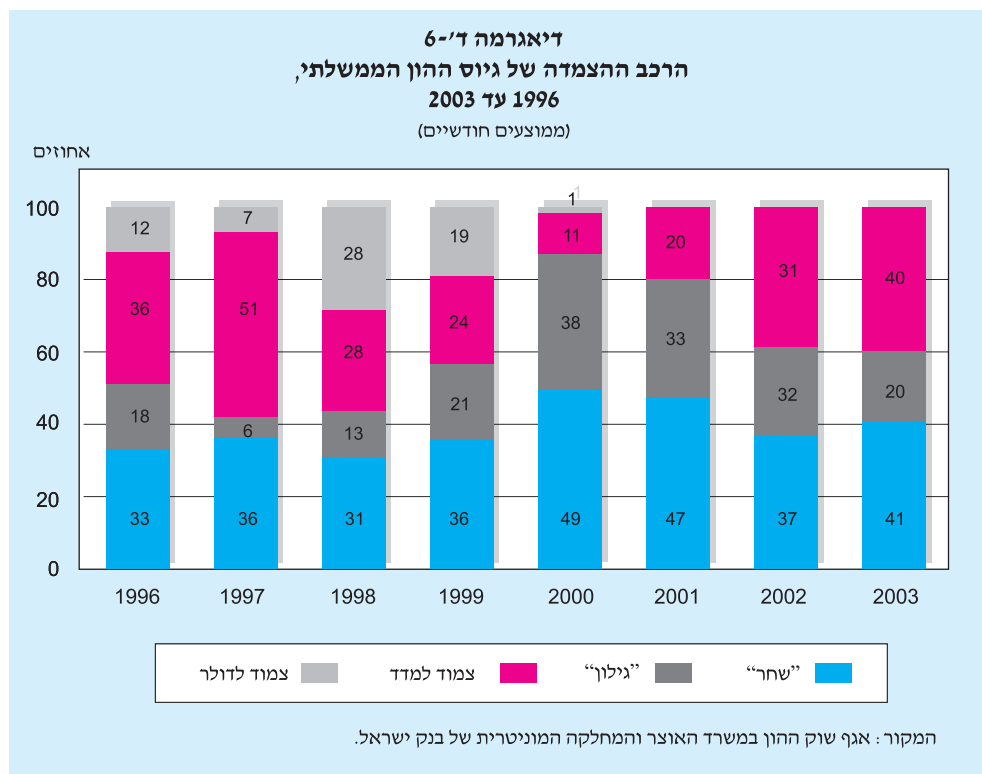
גיוס ההון הממשלתי לשנים 2001 עד 2003
(ערכים כספיים, מיליארדי ש"ח)

הצעת התקציב	2003						2002	2001
	2003	IV	III	II	I			
1. עודף (+) / גירעון (-) כולל (ללא מתן אשראי)	-15.2	-5.9	-5.4	-9.9	-4.4	-19.3	-21.0	
2. עודף (+) / גירעון (-) מקומי (ללא מתן אשראי)	-11.6	-7.0	-4.0	-9.9	-5.3	-19.2	-16.9	
3. גיוס הון נטו כולל (מקומי+חו"ל) (8+4=3)	15.4	8.3	5.7	11.3	5.9	21.7	19.8	
4. גיוס הון נטו מקומי	15.4	3.8	1.8	8.8	7.4	24.3	16.2	
מזה: סחיר	12.4	4.7	-0.3	7.0	7.0	21.5	12.3	
5. גיוס הון מקומי ברוטו	39.2	8.6	7.9	11.6	15.6	44.9	39.5	
סחיר	13.0	0.9	5.7	3.6	2.8	12.1	12.9	
לא-סחיר	52.2	9.5	13.6	15.2	18.4	57.1	52.4	
סך הכול	1.5	0.2	0.0	0.1	0.0	0.35	0.18	
6. הפרטה								
7. פדיון (קרן) מקומי ¹	26.8	3.9	8.2	4.6	8.6	23.5	27.2	
סחיר	7.0	2.0	3.6	1.8	2.4	9.7	8.7	
לא-סחיר	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.5	
רזרבה	38.3	5.9	11.8	6.4	11.0	33.2	36.4	
סך הכול	0.0	4.5	4.0	2.5	-1.5	-2.6	2.9	
8. גיוס הון נטו בחו"ל	3.8	3.2	2.3	1.0	-2.1	5.1	-0.7	
9. הזרמה (-) / ספיגה (+) (4+2=9)								

1 לא כולל ביטוח לאומי.

המקור: נתוני משרד האוצר ועיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

פרק ד', שוק ניירות הערך



(דיאגרמה ד'-6), והתאריך הטווח-לפדיון של איגרות החוב הממשלתיות בהנפקה, הן הצמודות למדד והן הלא-צמודות בריבית קבועה, לאחר התקצרותו בשנת 2002. השינויים בהרכב גיוס ההון על פי ההצמדה: משקלו של גיוס ההון באמצעות איגרות חוב לא-צמודות בריבית קבועה, "שחר", בסך גיוס ההון הסחיר עלה בשנת 2003 והגיע ל-41 אחוזים, ומשקלן של איגרות החוב הצמודות למדד עמד בממוצע על כ-40 אחוזים. כך, על רקע הירידה בתשואות הלא-צמודות במהלך השנה, במיוחד לעומת המחצית השנייה של שנת 2002 (דיאגרמה ד'-7) וירידת האינפלציה הצפויה, גדל חלקן של הרכיב הלא-צמוד בריבית קבועה. התפתחויות אלה ביטאו חזרה למגמה של השנים הקודמות (להוציא את 2001 ובעיקר את 2002), שבהן, בעקבות התבססות האינפלציה הצפויה ברמה נמוכה, גדל חלקן של איגרות החוב מסוג "שחר" בגיוס ההון הסחיר.

השנה צמצמה הממשלה את משקל איגרות החוב הלא-צמודות הנושאות ריבית משתנה מסוג "גילון" בגיוס ההון הסחיר. חשוב להמשיך ולצמצם את ההנפקה של איגרות חוב אלה, עד להפסקתה – מפני סחירות הנמוכה, שהיא, בין היתר, תוצאת היותן מסובכות לתמחור. זאת בהמשך למדיניות הממשלה בעבר, שבמסגרתה היא הפסיקה להנפיק איגרות חוב – למשל איגרות צמודות למדד המחירים לצרכן ונושאות ריבית משתנה מסוג "כפיר" ואיגרות צמודות לדולר ונושאות ריבית משתנה מסוג "גלבע".

השינויים בהרכב גיוס ההון על פי הטווח-לפדיון: בשנת 2003 – במיוחד מחודש מארס, על רקע ירידת התשואות, שהויללה את עלויות גיוס ההון – שינתה הממשלה את הרכב הגיוס על פי הטווח-לפדיון, ובכך התאריך הטווח של גיוס ההון המקומי הסחיר המונפק

והתקרב לרמה הממוצעת של שנת 2001. כך, מיולי 2003 חזרה הממשלה להנפיק רק את האיגרות מסוג "שחר", בסדרות הסמן לטווחים של 5 ו-10 שנים, וממאי 2003 הנפיקה רק את איגרות החוב מסוג "גליל", בסדרות הסמן ל-10 ול-20 שנה. בחודשים האחרונים של השנה עלה משקל איגרות החוב הצמודות למדד המונפקות לטווחים ארוכים, בעיקר על רקע כניסתן הצפויה של קרנות הפנסיה לשוק ההון.

כתוצאה משינויים אלה, הטווח הממוצע של גיוס ההון הממשלתי הלא-צמוד בריבית קבועה, בעת ההנפקה, עלה בסוף שנת 2003 לכ-7 שנים, והטווח של גיוס ההון הממשלתי הצמוד בריבית קבועה עלה לכ-17 שנים, לעומת כ-5 ו-8 שנים, בהתאמה, בסוף 2002 (דיאגרמה ד-7).

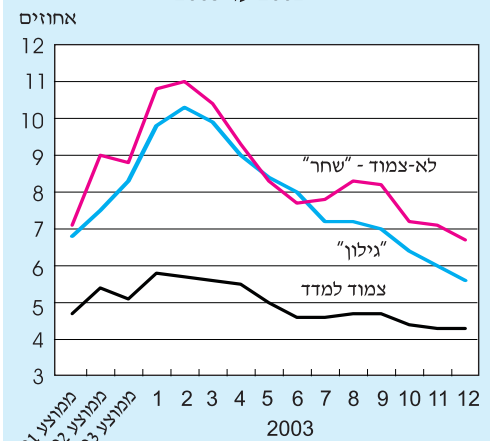
השנה הוכנסו במכרזי איגרות החוב של הממשלה שינויים שעיקרם: (א) אי פרסום מחיר מינימום פנימי שנקבע לפני המכרז; (ב) אפשרות להקצאה נוספת של איגרות חוב במחיר הסגירה, בהיקף מסוים מהכמות הבסיסית – אם יש עודף ביקוש במחיר הסגירה, והפער בין מחיר זה למחיר הממוצע אינו עולה על גודל מסוים. שינויים אלה מטרתם לתרום לתחרות ולאפשר לממשלה למכור איגרות חוב בתנאי שוק טובים יותר.

(6) התפלגות ההון הרשום למסחר של איגרות החוב
בשנת 2003 עלה חלקם של המק"ם ואיגרות החוב הלא-צמודות בסך ההון הרשום למסחר, על חשבון חלקן של איגרות החוב הצמודות למדד והצמודות למט"ח, שירד. זאת בהמשך למגמה ששררה בשנים האחרונות (דיאגרמה ד-8).

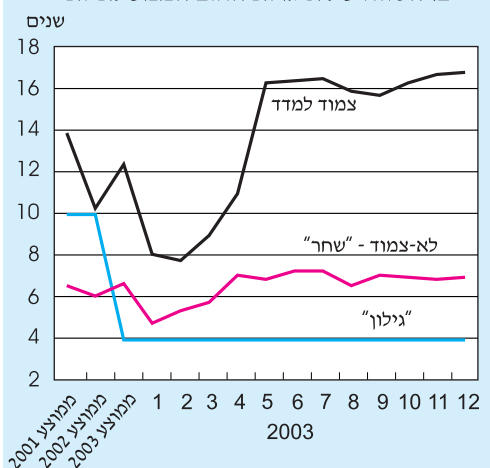
משקל איגרות החוב הלא-צמודות הלך ועלה מכ-8 אחוזים באמצע שנות התשעים לכ-35 אחוזים ב-2002, והגיע ל-40 אחוזים בשנת 2003. משקל איגרות החוב הצמודות למדד ירד מכ-70 אחוזים באמצע שנות התשעים לכ-40 אחוזים ב-2002, ול-37 אחוזים בשנת 2003. עליית חלקן של איגרות החוב הלא-צמודות בסך ההון הרשום למסחר בשנת 2003, בכ-5 נקודות אחוז, וירידת חלקן של איגרות החוב הצמודות למדד, בכ-3 נקודות אחוז, נבעו בין היתר מהשינוי בהרכב גיוס ההון של הממשלה – גידול חלקן של איגרות החוב הלא-צמודות בריבית קבועה בגיוס ההון הסחיר וירידת חלקן של האיגרות הצמודות למדד במהלך השנה ולעומת המחצית השנייה של שנת 2002.

חלקן של איגרות החוב הצמודות למטבע חוץ בהון הרשום למסחר ירד השנה ועמד על כ-2 אחוזים בלבד, עקב פדיונות גבוהים באיגרות החוב מסוג "גלבע", שהסתכמו בכ-9 מיליארדי ש"ח, והעדר הנפקות חדשות. הנפקת איגרות חוב צמודות לדולר החלה בתחילת שנות השמונים ונמשכה עד תחילת שנת 2000, שבה הפסיקה הממשלה את הנפקתן. בשנת 2004 יפקעו שתי סדרות של "גלבע", בהיקף של כ-1.2 מיליארד דולרים, וסדרה נוספת תיפדה בשנת 2010, בהיקף זעיר.

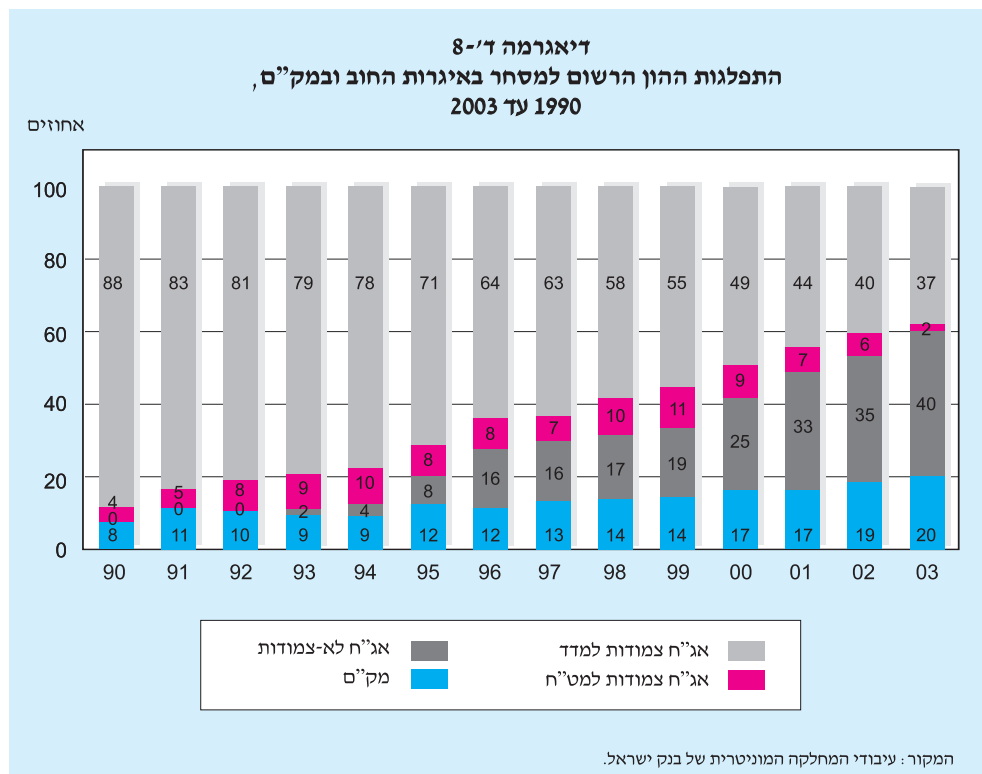
דיאגרמה ד-7
א. העלות של איגרות החוב הממשלתיות, 2001 עד 2003



ב. הטווח של איגרות החוב הממשלתיות



המקור: אגף שוק ההון במשרד האוצר ועיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.



3. שוק איגרות החוב הקונצרניות

בשנת 2003 נמשכה ההתרחבות, שהחלה בשנת 2002, של גיוס ההון¹ על ידי חברות עסקיות באמצעות איגרות החוב, במיוחד באיגרות חוב לא-סחירות למשקיעים מוסדיים. במהלך השנה גייסו חברות ישראליות באמצעות איגרות חוב קונצרניות, בבורסה ומחוצה לה, כ-18 מיליארדי ש"ח – מתוכם 65 אחוזים באמצעות ניירות ערך לא-סחירים ו-35 אחוזים באיגרות חוב סחירות. זאת לעומת שנת 2002 כולה, שבה הסתכם גיוס ההון בי-10.3 מיליארדי ש"ח – מתוכם 59 אחוזים באמצעות ניירות ערך לא-סחירים ו-41 אחוזים באיגרות חוב סחירות.

הפעילות בשוק איגרות החוב הקונצרניות בארץ עדיין אינה מפותחת יחסית לשוק איגרות החוב הממשלתי ולשווקים המקבילים במדינות המפותחות. להתעוררות המסוימת בשוק זה, שהחלה עוד בשנת 2002, מספר גורמים:

1. על רקע המיתון במשק והקשיים בהחזר אשראי – בעיקר בענפי הטכנולוגיה העלילית – החמיר הפיקוח על הבנקים את הוראותיו בתחום, והבנקים הפכו בררנים יותר במתן אשראי. לפיכך הלך וגבר המחסור של חברות עסקיות באשראי בנקאי למימון פעילותן, וחלקן פנו לשוק ההון כמקור מימון חלופי.

1 לא כולל הנפקות בחו"ל ואיגרות חוב להמרה שאינן סחירות.

2. ירידת התשואות בשוק איגרות החוב הממשלתיות, המשמשות בסיס לתמחור איגרות החוב הפרטיות, הוזילה את גיוס החוב של החברות ואיפשרה להן לשפר את מבנה ההון שלהן.
3. על רקע צמצום ההנפקות של איגרות החוב הממשלתיות במחצית השנייה של השנה והפסקת הנפקתן של איגרות חוב מיועדות לקרנות הפנסיה במסגרת הרפורמה בפנסיה, ובמקביל לירידת התשואות בשוק – רכשו המשקיעים איגרות חוב פרטיות כאפיק השקעה חלופי.
4. במסגרת הרפורמה בשוק ההון הושוו תנאי המיסוי של איגרות החוב הפרטיות לאלה של הפיקדונות בבנקים, שקודם לכן היו פטורים ממס.
5. על רקע תהליך ההתייעלות של פירמות רבות וירידת הסיכון הפיננסי במשק עלה הביקוש לאיגרות חוב קונצרניות.
6. פדיונות איגרות החוב הממשלתיות הצמודות למטבע חוץ מסוג "גלבע" והפסקת הנפקתן יצרו ביקוש לנכס דומה, ואיגרות החוב הקונצרניות הצמודות למטבע חוץ מהוות אחת החלופות.

א. הנפקות פרטיות של איגרות חוב קונצרניות לא סחירות

גיוס ההון באמצעות ניירות ערך לא-סחירים, שלא בדרך של הצעה לציבור, הסתכם בשנת 2003 בכ-11.6 מיליארדי ש"ח², גידול של כ-54 אחוזים לעומת 2002. מרבית ההנפקות הפרטיות הלא-סחירות השנה היו צמודות למדד או לדולר, למרות ירידה של אי-הוודאות בתחומי האינפלציה ושער החליפין השנה; זאת אולי משום שהמשקיעים בהנפקות אלה הם, בדרך כלל, גופים מוסדיים, המשקיעים לטווח ארוך ונוטים להחזיק איגרות חוב לא-סחירות צמודות כדי למתן תנודתיות בתיקיהם.

להנפקה של ניירות ערך לא-סחירים מספר יתרונות על פני הנפקת ניירות ערך סחירים: ראשית, הנפקת ניירות ערך לא-סחירים אינה מותנית בהכנת תשקיף, תהליך ממושך ויקר לחברה המנפיקה, שאף מחייב אותה לחשוף את עצמה; שנית, העמלות שהחתם גובה מהחברה על הנפקת ניירות ערך לא-סחירים נמוכות מאלה הנגבות על הנפקת ניירות ערך סחירים, שכן בראשונים לא ניתנת התחייבות חיתומית; שלישית, הואיל והסחירות בשוק איגרות החוב הקונצרניות דלה יחסית, חברות אינן רואות עדיפות בולטת בהנפקת איגרות חוב סחירות לעומת לא-סחירות; רביעית, כללי השיערוך של ניירות ערך לא-סחירים הם לפי מחיר הרכישה ותנאי הנייר ביום ההנפקה, בניגוד לנייר ערך סחיר, המשוערך לפי שווי בשוק. כללים אלה מקטינים את חשיפת המשקיעים לתנודות של מחירי השוק. בנקים מגייסים בדרך זו כתבי הון נדחים לצורך הגדלת בסיס ההון ועמידה במגבלת יחס ההון המזערי.

הבורסה לניירות ערך הודיעה בסוף אוקטובר על החלטתה להקים מערכת למסחר באיגרות חוב שהונפקו למשקיעים מוסדיים ללא תשקיף (ולא נרשמו למסחר). מטרת המערכת ליצור נזילות באיגרות החוב שלא הונפקו לציבור, ובכך לגוון את מקורות המימון של החברות בשוק, ולתרום לשכלול שוק האשראי. לאחרונה אנו עדים במגזר הפרטי לזומה דומה – להקמת מערכת מסחר מעבר לדלפק בנכסים פיננסיים (לרבות כאלה

2 אומדנים של המחלקה המוניטרית.

פרק ד', שוק ניירות הערך

שאינם רשומים במסלוקת הבורסה), אשר בה אמור להתנהל המסחר בין הגופים המוסדיים באמצעות הטלפון.

לצד ההתערורות בשוק האיגרות החוב הפרטיות הלא-סחירות, שתוארה לעיל, עדיין בולטת התחרותיות הנמוכה יחסית בשוק ההון. כך, למשל, בענף החיתום ריכוזיות השליטה של הבנקים גבוהה יחסית: מרבית ההנפקות הפרטיות מנוהלות על ידי מספר מצומצם של חברות חיתום, רובן של הבנקים הגדולים.

ב. הנפקות של איגרות חוב קונצרניות הנסחרות בבורסה

השנה התרחבו גם ההנפקות של איגרות חוב קונצרניות סחירות, והגיעו (כולל הקצאה פרטית) עד לשיא של 6.2 מיליארדי ש"ח, לעומת 4.2 מיליארדים בשנת 2002; זאת על רקע תהליך הפחתת הריבית במשק, התייעלות בפירמות והרפורמה במס הכנסה.

כ־41 אחוזים מההנפקות היו של ניירות ערך צמודים למדד, וכ־53 אחוזים היו של ניירות צמודים לדולר – על רקע פדיונות איגרות החוב הממשלתיות מסוג "גלבו" (יתר ההנפקות היו של ניירות ערך שקליים). מתברר אפוא, שביכולתו של המגזר הפרטי להציע איגרות חוב צמודות לדולר, כשיש להן ביקוש, ואין הכרח שהממשלה תעשה זאת.

שוק ההנפקות הציבוריות של איגרות החוב הקונצרניות מהווה כ־7.1 אחוזים בלבד מסך שוק איגרות החוב הסחירות והמק"ם. המחזיקים העיקריים באיגרות אלה הם קופות הגמל וקרנות ההשתלמות – אף שחלקן בסך ההחזקות ירד מ־48 אחוזים בשנת 2002 (ומ־61 אחוזים ב־1998) לכ־40 אחוזים השנה (לוח ד'־2).

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

4. שוק המניות

בשוק המניות נרשמו בשנת 2003 עליות שיערים חדות, שלוו בגידול המחזורים. בכך נשברה המגמה של ירידות השערים ודלות מחזורי המסחר, אשר אפיינה את השנתיים הקודמות (דיאגרמה ד'־9).

מדד המניות הכללי ומדד תל אביב 100 עלו בשנת 2003 ביותר מ־55 אחוזים, ומדד המעו"ף עלה ביותר מ־50 אחוזים, לעומת ירידות של מעל 20 אחוזים בשנת 2002. עליות השערים השנה הקיפו את כל הענפים (דיאגרמה ד'־10), ובלטו בענפי הבנקים המסחריים, בחברות הביטוח ובתעשייה. במקביל עלה השנה מדד הנאסד"ק בארה"ב בכ־50 אחוזים, לעומת ירידות חדות בשנתיים הקודמות – 32 אחוזים בשנת 2002 ו־21 אחוזים בשנת 2001. השפעת השוק האמריקני על השוק הישראלי חזקה במיוחד, בין היתר בגלל החברות הרשומות רישום כפול.

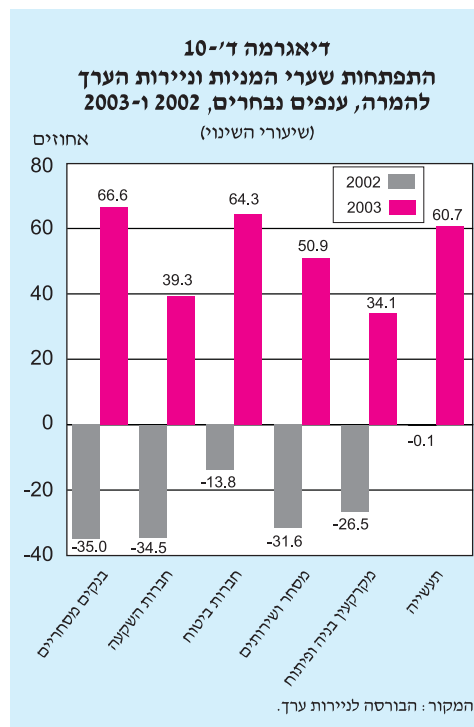
עליות השערים לא היו רצופות לאורך שנת 2003: השנה נפתחה בירידות שיערים; מגמה זו התהפכה במחצית השנייה של פברואר, ועד סוף השנה נרשמו עליות שיערים חדות. ירידות השערים בתחילת השנה היו המשך לירידות של סוף שנת 2002 – לפני



הרפורמה במס, שהוחלה בינואר 2003. במחצית השנייה של פברואר התהפכה המגמה, נרשמו עליות שיערים חדות, ואלה נמשכו עד סוף השנה – למעט החודשים יולי ואוגוסט. הרקע לעליות השערים היה סיומה המוצלח והמהיר של המלחמה בעיראק, התכנית הכלכלית, תהליך הפחתת הריבית במשק והתייעלות של פירמות רבות בהשפעת המיתון.

סך הון המניות הרשום למסחר עלה והגיע בשנת 2003 לכ-308 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-202 מיליארדים בשנת 2002 ו-271.5 מיליארדים ב-1999, על רקע עליית מחירי המניות. עליות השערים החדות לוּו בגידול מחזורי המסחר, לאחר שנתיים של ירידות, ורמתם הממוצעת של המחזורים עמדה על כ-360 מיליוני ש"ח, לעומת כ-240 מיליונים בשנת 2002. הרביע הראשון של השנה התאפיין במחזורי מסחר נמוכים, אולם מהרביע השני הם נסקו, למרות הרפורמה במס שבמסגרתה הוטל השנה מס מחזור על הפעילות בבורסה (דיאגרמה ד'-9). עם זאת מחזורי המסחר עדיין נמוכים מן המקובל בעולם.

מלאי ההחזקות של משקיעים זרים במניות עמד בסוף 2003 על 10.8 אחוזים, לעומת 10 אחוזים בסוף 2002 (לוח ד'-2) – על רקע



ירידת הסיכון של המשק הישראלי ביחס לשווקים מתעוררים בעולם. שיעור זה גדול משיעור ההחזקות של משקיעים זרים באפיקים האחרים. הממשלה הקטינה את חלקה בהון הרשום ל-4.5 אחוזים, בין היתר על ידי הפרטה של מניות "אל על" ו"בזק". הנפקות המניות ובני ההמרה³ ירדו מכ-3 מיליארדי ש"ח בשנת 2002 לכ-2.7 מיליארדים בסוף 2003. זאת לעומת גידול ההנפקות של איגרות החוב הקונצרניות וההקצאות הפרטיות. מיעוט ההנפקות בשוק המניות, למרות עליות המחירים החדות בשוק המשני, תומך בהשערה שהגיאיות בשוק המניות המשני איננה נובעת מהתאוששות בפעילות הכלכלית במשק, שכן זו הייתה אמורה לדרבן חברות להנפיק מניות לשם מימון פעילותן. מספר החברות הבורסאיות ירד מ-624 בסוף 2002 ל-577 בסוף 2003 – המספר הנמוך ביותר מאז סוף 1993. זאת כתוצאה ממחיקת חברות רבות מהרישום בבורסה בשנים האחרונות, רובן עקב הליך של הצעת רכש מצד חברות ומיעוטן ביזמת הבורסה.

א. שינויים בשוק ניירות הערך

במהלך שנת 2003 הכניסו הרשויות מספר שינויים בשוק ניירות הערך:

עסקאות "תואמות" – החל מאמצע אוגוסט מאפשרת הבורסה לניירות ערך למשקיעים באיגרות חוב פרטיות ומניות לבצע "עסקאות תואמות" – עסקאות שפרטיהן סוכמו בין הצדדים מראש. שילוב ה"עסקאות התואמות" במסחר ברצף משפר את שקיפות המסחר, וכן מאפשר למשקיעים קטנים שהגישו פקודות בשערים טובים משער העסקה לממש את פקודותיהם, צעד זה אמור לתרום לסחירות בשוק זה.

מערכת מסחר "רצף מוסדיים" – הבורסה לניירות ערך הודיעה בסוף חודש אוקטובר על החלטתה להקים מערכת למסחר באיגרות חוב שהונפקו למשקיעים מוסדיים ללא תשקיף (ולא נרשמו למסחר). המסחר הממוחשב יתבצע בשיטה דומה למסחר באיגרות חוב שהונפקו לציבור, אולם הגישה אליו תתאפשר רק למשקיעים מוסדיים. מטרת המערכת לשפר את הנזילות באיגרות החוב שלא הונפקו לציבור, ובכך לגוון את מקורות המימון של חברות, ולתרום לשכלול שוק האשראי.

עשיית שוק – בבורסה לניירות ערך בתל אביב הונחה תשתית לפעילות עושי שוק בניירות הערך הנסחרים בה: הבורסה קבעה כללים לפעילותם, לרבות רשימת חובות וזכויות ודרכים לפיקוח עליהם. עושי השוק שהבורסה תבחר ישולבו החל ממאוס 2004 במסחר בנגזרים על שער האירו, ויחויבו לצטט מחירים, בתמורה להטבות ותגמולים שהיא תיתן להם. (הרחבה ראו בסעיף 5 – הנגזרים.) בהמשך ישתלבו עושי שוק גם במסחר במניות ובאיגרות חוב. עושי השוק יפעלו במסגרת כללי המסחר ב"רצף", ולא תהיה להם עדיפות במסחר או במידע על פני המשקיעים האחרים. הגופים שיוכלו לשמש עושי שוק במניות ובאיגרות החוב הם חברי בורסה או חברות בנות שלהם. בשוק הנגזרים יכולים גם מי שאינם חברי בורסה להיות עושי שוק. כן פועל משרד האוצר לקידום מערכת של עושי שוק באיגרות החוב הממשלתיות. (ראו תיבה ד'-2.)

3 כולל הקצאה פרטית ולא כולל איגרות חוב להמרה שאינן סחירות והנפקות בחו"ל.

5. שוק הנגזרים

הפעילות בנכסים פיננסיים נגזרים מתנהלת בשלוש מסגרות – בבורסה לניירות הערך, בבנקים המסחריים ובבנק ישראל. בבורסה לניירות הערך נסחרים חוזים עתידיים ואופציות על מדד המעו"ף ועל שער הדולר והאירו; בבנקים המסחריים מתבצעות עסקאות מול הלקוחות בנכסים פיננסיים נגזרים לא-סחירים על מיגוון נכסי בסיס; בנק ישראל כותב אופציות שקל-דולר וחוזי מק"ם למסירה עתידית, ומוכר אותם לציבור באמצעות מכרזים.

רמת אי-הוודאות בהתפתחות מחירי הנכסים הפיננסיים מושפעת מגורמי פנים וחוץ ומשתקפת הן בהיקפי הפעילות בנכסים הפיננסיים הנגזרים והן במחיריהם – מידע המאפשר לחשב אומדנים סדירים לאי-הוודאות, כפי שהיא נתפסת בעיני ציבור המשקיעים. ברביע הראשון של השנה, על רקע העימות הצפוי בעיראק אשר התווסף לגורמי הסיכון האחרים שפעלו גם בסוף 2002, הגיעה אי-הוודאות, כפי שהשתקפה בשוק הנגזרים לשיאה. (פירוט ראו בפרק ב'). מהרביע השני ועד סוף השנה הלכה אי-הוודאות וירדה, מגמה שהתעצמה ברביע האחרון, וכך בסיכום שנתי היא הייתה נמוכה מאשר בשנת 2002.

היקפי הפעילות בנכסים הפיננסיים הנגזרים אופיינו בשנת 2003 במגמה מעורבת: בהיקפי המסחר בנגזרי שער החליפין המתבצעים במערכת הבנקאית נרשמה עלייה, ועלייה חדה במיוחד בנגזרי הריבית; לעומתם נרשמה ירידה קלה בהיקפי המסחר בנגזרי שער החליפין הנסחרים בבורסה לניירות ערך וירידה ממשית נרשמה בהיקפי המסחר בנגזרי מדד המחירים לצרכן. סך הפעילות בנגזרים ברביע הראשון של השנה הושפעה מאי-הוודאות, שפעלה לגידולה, ומיישומה של הרפורמה במיסוי שוק ההון, שפעלה להקטנת הפעילות בנכסים פיננסיים בכלל. בסיכום שנתי ירד מעט סך היקפי הפעילות בנגזרים לעומת אלו של 2002 ו-2001 – להוציא את נגזרי הריבית – ובכך נשברה מגמת העלייה בפעילות זו מאז שנת 1998.

בבורסה לניירות הערך הוחלט ליישם את המודל לעשיית שוק, שהוצע בדוח "ועדת האזור", וזאת במסחר בנגזרים על שער האירו: מחודש מארס ישולבו עושי שוק במסחר בנגזרים אלו, ויתוגמלו על ידי הבורסה לניירות ערך. במסגרת זו הם יקבלו על עצמם התחייבות לציטוטי מחירים, ובתמורה תעניק להם הבורסה הטבות ותגמולים, שהיקפם ייקבע על פי מספר ניירות הערך שבהם הם יסחרו עם גורמים שאינם עושי שוק. (פירוט ראו בהמשך).

א. נגזרי שערי חליפין

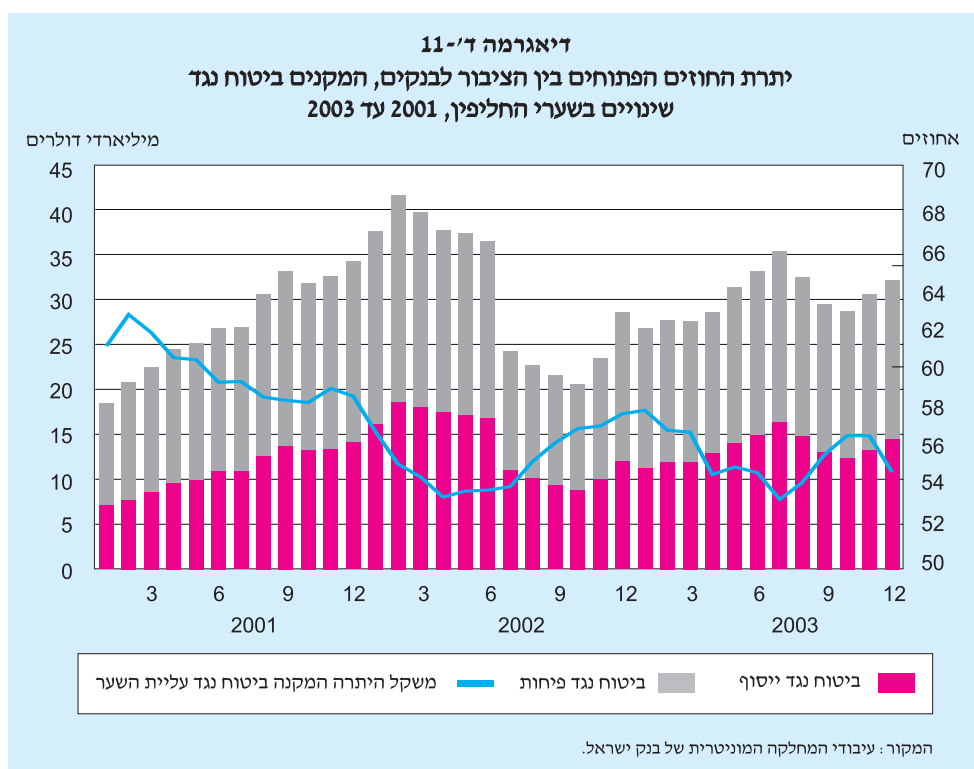
אי-הוודאות לגבי השינויים הצפויים בשער החליפין נותרה גבוהה ברביע הראשון של 2003, ואף המשיכה לעלות, בגלל העימות הצפוי בעיראק. ברביע השני, לאחר ההתפתחויות במישור הביטחוני והכלכלי (כפי שמפורט בפרק ב'), פחתה מעט אי-הוודאות לגבי השינויים הצפויים בשער החליפין. אף על פי כן, היקפי המסחר באופציות ובחוזים עתידיים על שערי החליפין נשארו גבוהים גם ברביע זה, ויתרת החוזים הפתוחים במערכת הבנקאית אף עלתה. התפתחות זו של היקפי המסחר התרכזה בעיקר בנגזרים המקנים הגנות נגד ייסוף שער החליפין, וזאת על רקע הייסוף שהיה בתקופה זו. במחצית השנייה של השנה, משנשתררה רגיעה בשוק מטבע החוץ, פחתה אי-הוודאות, ועמה ירדו היקפי המסחר. בסוף 2003 הגיעה אי-הוודאות, על פי חלק מהאינדיקטורים המפורטים

פרק ד', שוק ניירות הערך

בהמשך, לרמה הנמוכה ביותר מאז הפחתת הריבית של סוף 2001. נציין עוד כי הנהגת המיסוי בנגזרי שערי החליפין לא השפיעה מהותית על היקפי המסחר בבורסה לניירות ערך, להוציא את ימי המסחר הראשונים של ינואר.

(1) מערכת הבנקאות

במערכת הבנקאות מתבצעות עסקאות בין הבנקים לציבור⁴ בנכסים פיננסיים נגזרים לא-סחירים על מיוגון של שערי חליפין, עסקאות המוגדרות כעסקאות מעבר לדלפק. הפעילות במערכת הבנקאית מתבצעת בעיקר בנגזרי שער החליפין שקל-דולר ושקל-אירו, המהווים כ־90 וכ־8 אחוזים, בהתאמה, מסך פעילותם בנגזרי שקל-מטבע חוץ. בדיאגרמה ד'־11 מוצגת יתרת החוזים הפתוחים המקנים הגנות נגד שינויים בלתי צפויים במיוגון שערי חליפין. יתרת החוזים הפתוחים בין הציבור לבנקים בנגזרי שערי החליפין גדלה במהלך המחצית הראשונה של 2003, והגיעה ביולי ל־35 מיליארדי דולרים. גידול היתרה בתקופה זו התרכז בהגנות נגד ייסוף, וזאת במקביל לייסוף השקל לעומת הדולר, שהחל בסוף הרביע הראשון. במחצית השנייה, עם המשך ההתפתחויות החיוביות בשוק מטבע החוץ, נעצרה העלייה ביתרה ואף קווצה בחלקה, והיקפה הממוצע הגיע ל־31 מיליארדי דולרים. במקביל לכך נפסקה במחצית השנייה של השנה הירידה במשקלה של יתרת החוזים המקנים ביטוח נגד עליית השער בסך היתרה, והמשקל אף עלה מעט. בסיכום שנת 2003,



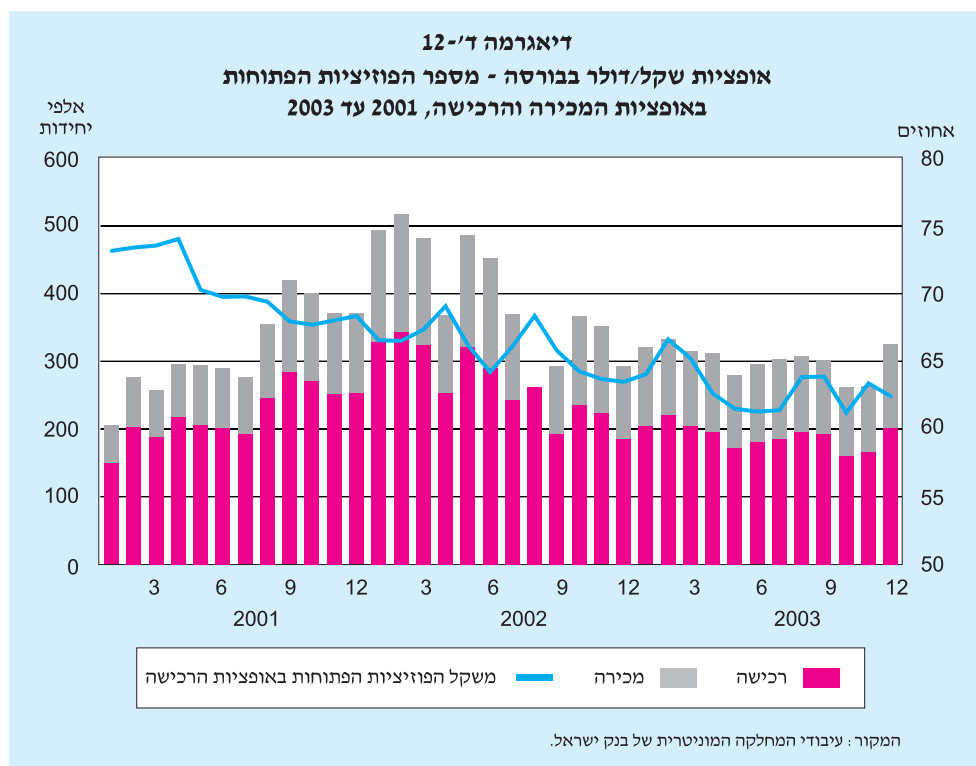
4 חלק מהעסקאות המבוצעות במערכת הבנקאות הן בין הבנקים לבין עצמם, ואלה מטות כלפי מעלה את אומדן היקף ההגנות של הציבור נגד שינויים במחירי נכסי הבסיס.

משקל יתרת החוזים המקנים ביטוח נגד עליית השער מתוך היתרה לא המשיך להצטמצם ונאמד ב־56 אחוזים, בדומה לרמתו בשנת 2002 ונמוך מרמתו ב־2001 (60 אחוזים).

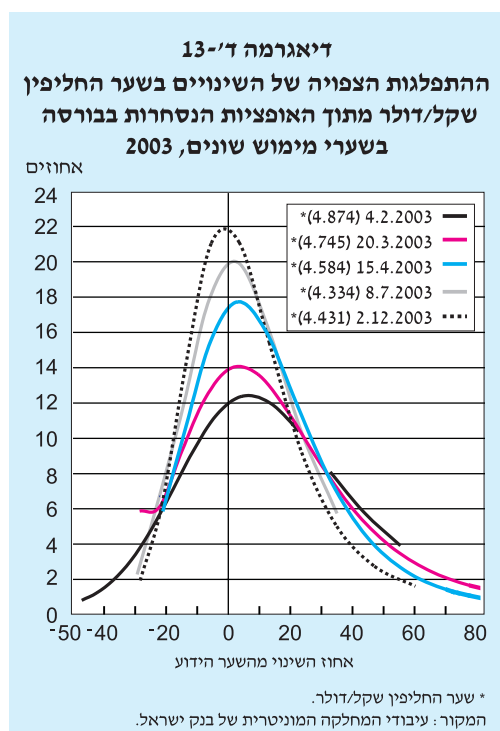
(2) הבורסה לניירות ערך

מספר הפוזיציות הפתוחות באופציות שקל-דולר⁵ הנסחרות בבורסה לניירות ערך נשאר ברביע הראשון של 2003 320 אלף בממוצע, בדומה למספרן ברביע האחרון של 2002, והן הקנו הגנות בהיקף של 3.2 מיליארדי דולרים (דיאגרמה ד'־12). ברביעים השני והשלישי ירד מעט מספר הפוזיציות הפתוחות והגיע בממוצע ל־300 אלף. בחודשים אוקטובר ונובמבר המשיך מספר הפוזיציות הפתוחות לרדת והגיע ל־260 אלף, ואילו בדצמבר קוזה כל הירידה שנרשמה במהלך השנה, ומספר הפוזיציות הפתוחות חזר ל־320 אלף. בחינת המסחר לפי סוג האופציה מעלה כי משקל הפוזיציות הפתוחות באופציות רכישה בסך הפוזיציות הפתוחות שמר על מגמת הירידה גם בשנת 2003, והגיע ל־63 אחוזים בממוצע, לעומת 66 ו־70 אחוזים ב־2002 וב־2001, בהתאמה (דיאגרמה ד'־12). מגמה זו מעידה כי ציבור המשקיעים המשיך להפנים את הצורך בהגנות מפני ירידה בשער החליפין שקל-דולר, וזאת לנוכח ייסוף בשער החליפין שקל-דולר, בעיקר ברביע השני. עם זאת, משקל הפוזיציות הפתוחות באופציות רכישה מתוך סך הפוזיציות הפתוחות בבורסה לניירות ערך עדיין גבוה ממשקלן במערכת הבנקאית.

מועדי המימוש של סדרות האופציות הם בכל סוף חודש, כך שבכל נקודת זמן קיימות שלוש סדרות של אופציות לשלושת החודשים הקרובים וסדרה נוספת לסוף הרביע הבא.



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



במהלך שנת 2002 הונפקה סדרת אופציות נוספת, שמועד פקיעתן הוא בתום השנה הקלנדרית. בחינת המסחר לפי מועדי המימוש מעלה כי היקפי המסחר של הסדרות בעלות הטווחים הקצרים המשיכו בשנת 2003 לבלוט בגודלם, לעומת היקפי המסחר בסדרות הארוכות: 94 אחוזים מסך הפוזיציות הפתוחות מתרכזו בשתי הסדרות הקצרות ביותר – עד חודשיים לפדיון.

מנתוני המסחר של האופציות שקל-דולר חושבה, בתאריכים שונים על פני השנה, ההתפלגות הצפויה⁶ של שער החליפין שקל-דולר. בדיאגרמה ד'-13 מוצגות ההתפלגויות במספר תאריכים המאפיינים את ההתפתחויות העיקריות בשנת 2003.

1. ב-4 בפברואר השנה, כשבוע לאחר הבחירות לכנסת, ובתקופה של ציפייה לתחילת הלחימה בעיראק, היה שער השקל ברמה של 4.87 ש"ח לדולר. כפי שמראה הדיאגרמה, ההתפלגות הייתה רחבה – דבר המעיד כי אי-הוודאות לגבי ההתפתחות העתידית בשוק מטבע החוץ הייתה גבוהה מאוד, וכי ההסתברות לשינויים חדים בשער החליפין, לשני הכיוונים, הייתה גבוהה: ההסתברות הגבוהה ביותר הייתה לפיחות של כ-5 אחוזים בשער החליפין שקל-דולר, וזאת ברמה של 12.4 אחוזים בלבד; ההסתברות לשינויים חדים בשער החליפין – פיחות או ייסוף של 25 אחוזים ויותר – הייתה גבוהה יחסית, 25.6 ו-13.6 אחוזים, בהתאמה.

2. ב-20 במארס, כשבוע לאחר הפרסום הראשוני בדבר התכנית הכלכלית, יום פתיחת המלחמה בעיראק ואישור הערבויות והסיוע הביטחוני על ידי הקונגרס האמריקאי, הצביעה ההתפלגות על רגיעה מסוימת בשוק מטבע החוץ: ההסתברות הגבוהה ביותר הייתה לפיחות של 3 אחוזים, וזאת ברמה של 14 אחוזים; ההסתברות לשינויים חדים בשער החליפין – פיחות או ייסוף של 25 אחוזים ויותר – ירדה מעט, ל-22.7 ו-11.7 אחוזים, בהתאמה. ממצא זה מלמד כי ציבור המשקיעים העריך שהערבויות האמריקאיות והתכנית הכלכלית מקנות לשוק מטבע החוץ יציבות ביחס לתקופה הקודמת.

3. ב-15 באפריל, כשבוע לאחר סיום העימות בעיראק ולאחר ייסוף בשקל לרמה של 4.58 ש"ח לדולר, אופיינה ההתפלגות ברמת ודאות גבוהה יותר סביב שער החליפין שקל-דולר הידוע. עם זאת ניתן לראות כי הזנב הימני של ההתפלגות עבה מזנבה השמאלי – דבר המעיד כי על אף ירידתה של אי-הוודאות ההסתברות לפיחות חד יחסית נותרה גבוהה: ההסתברות הגבוהה ביותר הייתה לפיחות של 3 אחוזים, וזאת ברמה של 17.7 אחוזים; ההסתברות לשינויים חדים – פיחות או ייסוף של 25 אחוזים ויותר – הייתה נמוכה יחסית, 18.4 ו-7.4 אחוזים בלבד, בהתאמה.

6 ההתפלגות הצפויה לחודש וחצי במונחים שנתיים. שיטת החישוב מוסברת בפרק ד' של סקירת המחלקה המוניטרית בדוח בנק ישראל לשנת 2002.

4. ב־8 ביולי, ימים ספורים לאחר הפסקת האש עם ארגוני הטרור והמשך הייסוף לרמה של 4.33 ש"ח לדולר, שיקפה ההתפלגות ירידה באי־הוודאות סביב שער החליפין שקל-דולר: ההסתברות הגבוהה ביותר הייתה לפיחות מתון, וזאת ברמה של 20 אחוזים; ההסתברות לפיחות או ייסוף של 25 אחוזים ויותר הייתה נמוכה יחסית, 17 ו־6.2 אחוזים בלבד, בהתאמה.

5. ב־2 בדצמבר, לאחר שסימנים ראשונים בישרו על התאוששות בפעילות הכלכלית העולמית ורגיעה יחסית באירועים הביטחוניים, אופיינה ההתפלגות ברמת ודאות הגבוהה ביותר מאז תחילת השנה: ההסתברות הגבוהה ביותר הצביעה על ייסוף מתון, וזאת ברמה של כ־22 אחוזים; ההסתברות לפיחות או ייסוף של 25 אחוזים ויותר הייתה הנמוכה ביותר, 12.1 ו־5.6 אחוזים בלבד, בהתאמה.

בחינה כזאת של האופציות הנסחרות בבורסה לניירות ערך מאפשרת אפוא ללמוד על התפתחותו הצפויה של שער החליפין שקל-דולר, ובכך משפרת את ניתוח ההתפתחויות בשוק מטבע החוץ.

בסוף נובמבר 2001 השיקה הבורסה אופציות שקל-אירו, שהתווספו על האופציות שקל-דולר הנסחרות בה מאז שנת 1994. המסחר באופציות על שער האירו במהלך שנת 2003 לא המשיך להתרחב, והמחזור היומי נשאר 1.6 אלף יחידות בממוצע, בדומה להיקפו בשנת 2002 – היקף קטן מאוד יחסית להיקף הפעילות בנגזרי שקל-דולר, וזאת על אף התנודתיות הרבה בשוק זה בשנה האחרונה. לפיכך הוחלט בבורסה לניירות הערך להתחיל ביישום המודל לעשיית שוק, כפי שהוצע בדוח "ועדת האזור". החל מחודש מארס ישולבו עושי שוק במסחר באופציות שקל-אירו ויתוגמלו על ידי הבורסה לניירות ערך. במסגרת זו יקבלו עושי השוק על עצמם התחייבות לציטוטי מחירים בשבע אופציות בשערי מימוש שונים סביב הכסף, בשתי הסדרות הקרובות ביותר לפדיון. בתמורה הם יקבלו תשלום חודשי קבוע, פטור מעמלות מסחר וסליקה, ונוסף על כך תתחלק הבורסה עמם בהכנסות מעמלות המסחר והסליקה שייגבו בגין כל עסקה באופציה, שעושה השוק יעשה עם גוף שאינו עושה שוק, מעבר ל־6 אלף האופציות הראשונות בכל חודש. השפעת עושי השוק על נפחי הפעילות בנגזרי האירו עשויה להיות מהותית, על רקע המסחר הדליל באופציות אלו כיום ולנוכח השוני שנוצר בשנה הנסקרת בין התפתחות שער השקל-אירו לזו של שער השקל-דולר.

(3) בנק ישראל

האופציות שנמכרות במכרזי בנק ישראל הן במצב של "טהור בכסף"⁷, אופציות המקנות הגנות נגד סטיות של שער החליפין שקל-דולר משער המימוש, שהוא שער הפורוורד ששרר בזמן המכרז. לכן ניתן לגזור מאופציות אלו אינפורמציה סדירה על הסיכונים בשוק מטבע החוץ – אינפורמציה ייחודית שלא ניתנת לגזירה פשוטה מאופציות שקל-דולר אחרות המצויות בבנקים המסחריים ובבורסה לניירות ערך. מאופציות אלו ניתן לחשב את סטיית התקן הגלומה לטווחים קבועים – שלושה ושישה חודשים – המשמשת מדד לאי־הוודאות האופפת את השינויים הצפויים בשער הדולר, ובעזרתה ניתן להעריך באופן סדיר את רמת הסיכון בשוק מטבע החוץ. על כן ממשיך בנק ישראל ומנפיק אופציות אלו גם בשנת 2003, אולם תוך שינוי הרכב ההנפקה: בתחילת 2003 הוסף סוג חדש של אופציות

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

פרק ד', שוק ניירות הערך

במכרזים השבועיים, אופציית מכירה (Put) לשישה חודשים בסכום שבועי של 4 מיליוני דולרים; סכום זה קיזז את הכמות המוצעת במכרזי האופציות האחרות – אופציית רכישה (Call) לשישה חודשים, בסכום שבועי של 4 מיליוני דולרים, ואופציות מכירה ורכישה לשלושה חודשים, בסכום שבועי של 8 מיליוני דולרים כל אחת. העלות הכספית לבנק ישראל במכרזים אלו – אופציות מכירה ורכישה בכמות שווה לכל טווח – מעידה כי הוא מוכר מעין ביטוח נגד שינויים לא-צפויים בשער החליפין. (הרחבה ראו בתיבה ד'-3.) הביקוש למכרזי האופציות שנערכו בשנת 2003 היה גבוה מהכמות המוצעת פי 6.4 בכל סוגי האופציות בממוצע, לעומת פי 8.5 בכל סוגי האופציות שהונפקו בשנת 2002. הירידה של סך הביקוש התבטאה גם במספר המשתתפים במכרזים: בשנת 2002 מספר המשתתפים הממוצע בכל אחד ממכרזי האופציות היה 4.5, ובשנת 2003 – 3.5. עם זאת, בחינת הביקוש למכרזים על פני השנה מעלה כי בינואר 2003, החודש שבו בנק ישראל החל להנפיק אופציה חדשה, היה סך הביקוש במכרזי האופציות גבוה פי 8.3 מהכמות המוצעת, בדומה לממוצע ב-2002, ובמהלך חודשי השנה ירד הביקוש בהדרגה והגיע ברביעי האחרון של השנה לפי 5.1 מהכמות המוצעת.

סטיית התקן הגלומה המתקבלת מאופציות המכירה והרכישה (לשלושה חודשים) עמדה בשנת 2003 בממוצע על 8 אחוזים במונחים שנתיים, לעומת 8.4 אחוזים ב-2002

(לוח ד'-4). סטיית התקן במהלך שנת 2003 אופיינה בתנודות חדות יחסית, שהושפעו מהאירועים הביטחוניים והמדיניים. ברביעי הראשון של השנה המשיכו לפעול הכוחות המרכזיים שהשפיעו בשנת 2002 – ביניהם המצב הביטחוני בארץ וההדרדרות בפעילות הכלכלית. נוסף על אלה, הציפייה הגוברת למלחמה בעיראק בתחילת 2003 העלתה את סטיות התקן הגלומות באופציות שקל-דולר, וברביעי הראשון של השנה הן הגיעו לרמות שיא של למעלה מ-9 אחוזים. סיומה המהיר של המלחמה, אישור התכנית הכלכלית ומתן הערבויות האמריקאיות בסך 9 מיליארדי דולרים, הביאו בתחילת הרביעי השני לירידה מסוימת בסטיות התקן, אך הן נשארו ברמה גבוהה יחסית, 8 אחוזים, גם במהלך הרביעי השלישי. לקראת סוף השנה השתררה רגיעה בשוק מטבע החוץ, וסטיות התקן הגלומות ירדו עד לרמה של 6 אחוזים. סטיית התקן הגלומה באופציות ל-3 חודשים בסוף שנת 2003 עדיין גבוהה מעט מרמתה בסוף שנת 2001, לפני ההפחתה של ריבית בנק ישראל.

תמונה דומה ניתן לקבל גם מאומדן ההסתברות לפיחות חד בשער החליפין

לוח ד'-4

אומדני סיכון הגלומים באופציות של בנק ישראל,

2001 עד 2003

(ממוצעים שנתיים וחודשיים)

ההסתברות לפיחות חד יחסית*	סטית התקן הגלומה לשלושה חודשים	שער החליפין שקל/דולר	התקופה
ממוצע שנתי			
(אחוזים)			
1.8	5.28		2001
11.5	8.35		2002
11.1	7.96		2003
2003 – ממוצע חודשי			
(אחוזים)			
15.5	9.18	4.836	ינואר
16.7	9.20	4.866	פברואר
15.8	9.01	4.781	מרס
12.7	7.83	4.619	אפריל
12.5	8.44	4.478	מאי
12.9	8.86	4.378	יוני
10.8	8.21	4.371	יולי
10.4	8.21	4.452	אוגוסט
9.5	7.73	4.465	ספטמבר
7.0	6.61	4.448	אוקטובר
6.3	6.22	4.494	נובמבר
4.3	5.96	4.401	דצמבר

* הסתברות לפיחות בשיעור של מעל 10 אחוזים בטווח של שישה חודשים. המקור: עיבודי בנק ישראל.

שקל-דולר, מעל 10 אחוזים, בטווח של שישה חודשים. זו מושפעת הן מרמת אי-הוודאות בשוק מטבע החוץ והן מפערי הריביות בין השקל לדולר⁸, ומשמשת אומדן להתפתחות חריגה של שער החליפין. ברביע הראשון של השנה עמדה ההסתברות על 16 אחוזים, בדומה לרמתה ברביע האחרון של 2002 (לוח ד'4). במהלך הרביעים השני והשלישי היא פחתה, בעיקר עקב צמצום פערי הריביות בין השקל לדולר, אולם הייתה עדיין גבוהה. ברביע האחרון נרשמה ירידה נוספת בהסתברות – בזכות המשך הצמצום של פערי הריביות בין השקל לדולר וירידת אי-הוודאות בשוק מטבע החוץ – ובדצמבר היא הגיעה ל-4.3 אחוזים, בממוצע. בסוף השנה ירדה ההסתברות לרמתה הנמוכה ביותר מאז הפחתת הריבית של סוף 2001.

תיבה ד'3: המשמעות של הנפקת האופציות על ידי בנק ישראל

בשנת 2003 בנק ישראל מכר כמות שווה של אופציות Call ו-Put טהורות בכסף לטווחים-לפדיון של שלושה חודשים ושישה חודשים. מכירת שתי אופציות Call ו-Put לאותו טווח-לפדיון ובשער מימוש השווה לשער החליפין הצפוי מחייבת את המוכר לפצות את הקונה במקרה של שינוי בשער הדולר מעבר לשינוי הצפוי, דבר השקול למכירת ביטוח נגד תנודתיות גבוהה בשער החליפין. בסיכום תזרים המזומנים הנובעים מפעילות בנק ישראל במכריז האופציות על פני זמן נצפה אפוא לאיזון: בתקופות של פיחות לא-צפוי ישלם בנק ישראל את הפרשי השערים בגין אופציות ה-Call, ובתקופות של ייסוף לא-צפוי הוא ישלם את הפרשי השערים בגין אופציות ה-Put. סיכום של תזרים המזומנים הנובעים משתי האופציות לכל אחד מטווחי-הלפדיון יהיה אפוא שלילי בתקופות שבהן שער הדולר יהיה תנודתי מעבר לתנודתיות הצפויה בו, כדוגמת שמונת החודשים הראשונה של שנת 2002, וחיובי בתקופות שבהן שער החליפין יהיה רגוע יחסית.

בשנת 2003 התאפיין שער החליפין בתנודתיות רבה, תוך ייסוף חד יחסית של השקל כלפי הדולר, שהתרכז בחודשים פברואר עד יולי. בסיכום תזרים המזומנים של האופציות לשלושה חודשים שנמכרו במכרזים והגיעו לפדיון בשנת 2003 (לוח ד'5) ניתן לראות כי סך תזרים המזומנים על אופציות ה-Put וה-Call שהגיעו לפדיון ברביע הראשון של השנה היה חיובי, וזאת אף על פי ששער השקל-דולר רשם ייסוף במהלך הרביע האחרון של 2002 ופיחות במהלך הרביע הראשון של 2003. נראה שתנודות אלה לא היו גדולות במידה שתיצור תזרים מזומנים שלילי משני סוגי האופציות יחד. ברביע השני של השנה ובחודש יולי תזרים המזומנים מאופציות ה-Put היה שלילי, כתוצאה מהייסוף באותה התקופה, ובכך הפך את סך תזרים המזומנים משני סוגי האופציות לשלילי. בחמשת החודשים האחרונים של

8 ההנחה המרכזית בחישוב זה של ההסתברות לפיחות היא שהשינויים בשער החליפין מתפלגים נורמלית.

השנה סך תזרים המזומנים על אופציות ה-Call ועל אופציות ה-Put היה חיובי, וזאת משום שבחודשים אלו לא היו תנודות חדות מדי בשער החליפין. בסיכום תזרים המזומנים של האופציות לשישה חודשים שנמכרו השנה במכרזים והגיעו לפדיון מתקבלת תמונה דומה, אך חריפה יותר: אופציות ה-Put לשישה חודשים הגיעו לראשונה לפדיון ביולי 2003, לאחר ייסוף חד יחסית, כאמור, בשער השקל כנגד הדולר. בחודש זה, וכן בחודשים אוגוסט וספטמבר, היו הפרשי השער גבוהים במיוחד והביאו לתזרים מזומנים שלילי באופציות ה-Put. לעומת אופציות ה-Put אופציות ה-Call לאותה התקופה הניבו תזרים חיובי לאורך כל המחצית השנייה של השנה. בהתאם לכך, סך תזרים המזומנים משני סוגי האופציות לשישה חודשים היה חיובי רק בחודשיים האחרונים של השנה. מניתוח זה של תזרים המזומנים עולה כי במכרזים אלו בנק ישראל מוכר מעין ביטוח נגד שינויים לא-צפויים בשער החליפין.

לוח ד'-5

תזרים המזומנים בהנפקת אופציות של בנק ישראל, 2003
(מיליוני שקלים)

התקופה 2003	Call 3	Put 3	סך כל תזרים המזומנים, אופציות ל-3 חודשים	Call 6	Put 6	סך כל תזרים המזומנים, אופציות ל-6 חודשים
ינואר	2.8	1.1	3.9			
פברואר	-0.6	3.2	2.6			
מרץ	0.9	1.5	2.4			
אפריל	3.9	-8.2	-4.3			
מאי	3.0	-11.7	-8.7			
יוני	2.9	-12.6	-9.7			
יולי	2.7	-9.1	-6.4	2.8	-7.8	-5.0
אוגוסט	2.8	-1.1	1.7	2.1	-7.3	-5.2
ספטמבר	2.0	2.8	4.8	2.5	-7.2	-4.7
אוקטובר	1.6	1.8	3.4	1.7	-3.1	-1.4
נובמבר	1.9	1.6	3.5	1.9	-0.3	1.6
דצמבר	2.3	-1.8	0.5	1.8	-0.2	1.6

המקור: עיבודי בנק ישראל.

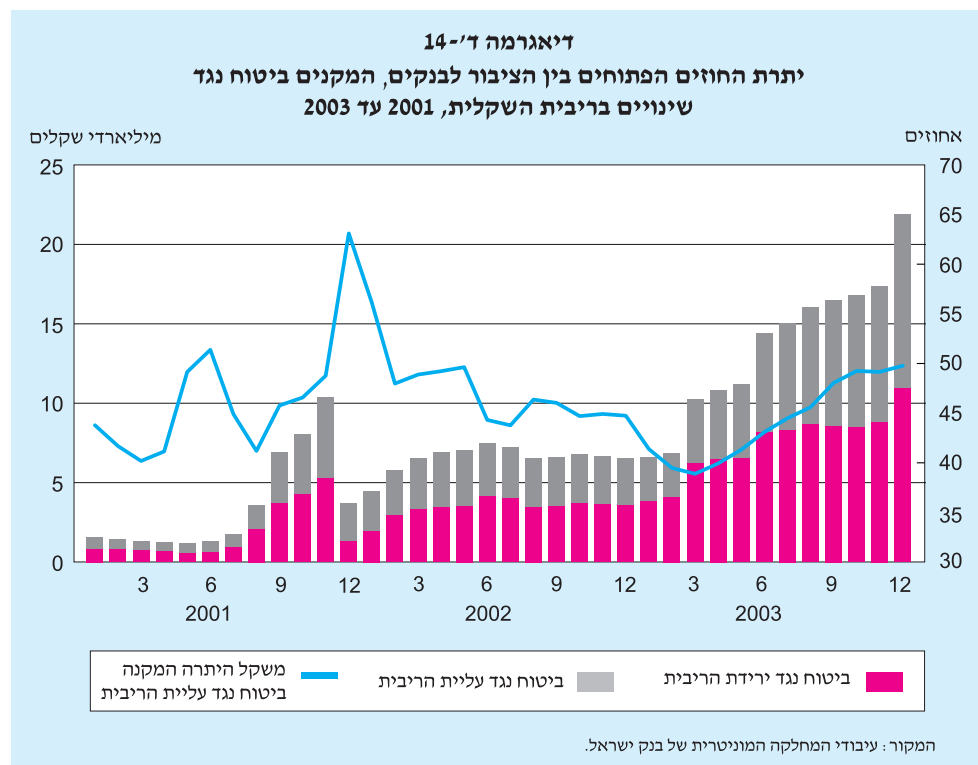
ב. נגזרי הריבית

הבורסה לניירות ערך הציעה למסחר במהלך שנת 2000 חוזים עתידיים על שיעור הריבית השקלית (במונחים שנתיים) לשלושה חודשים, שנקבע על פי ממוצע תשואות המק"ם (ממוצע של שלוש סדרות המק"ם הקרובות ביותר לשלושה חודשים). אולם לא נרשמו עסקאות בחוזים אלו, פרט לעסקאות בודדות לאחר ההשקה. לפיכך מוקד המסחר העיקרי בתחום נגזרי הריבית במשק הישראלי היה גם בשנת 2003 במערכת הבנקאית.

(1) מערכת הבנקאות

נפחי המסחר בנגזרי הריבית במערכת הבנקאית, שהם מוקד הפעילות העיקרי בתחום זה, גדלו מאוד בשנת 2003, ויתרת החוזים הפתוחים הגיעה בדצמבר לשיא חדש – 22 מיליארדי ש"ח (דיאגרמה ד'–14). יתרת החוזים הפתוחים בחודשיים הראשונים של 2003 נשארה ברמת המחצית השנייה של 2002, כ־7 מיליארדי ש"ח בממוצע. (ראו הערה 4). למרות ירידה מסוימת בחששות מהאירועים הביטחוניים והכלכליים במהלך חודש מארס (כפי שמפורט בפרק ב'), גדל מחודש זה ועד סוף השנה היקף ההגנות הן נגד עליית הריבית והן נגד ירידתה. משקל היתרה המקנה ביטוח נגד עלייה בריבית השקלית בסך היתרה עמד ברביע הראשון של השנה בממוצע על 40 אחוזים; אולם ברביע השני, על רקע תהליך ההפחתות של ריבית בנק ישראל, החלה מגמת עלייה ביתרת החוזים הפתוחים, ובמיוחד באלו המקנים הגנות נגד עליית הריבית. מגמת עלייה זו נמשכה גם במחצית השנייה של השנה, ומשקל היתרה המקנה ביטוח נגד עליית הריבית השקלית בסך היתרה הגיע בדצמבר ל־50 אחוזים. מכאן, שבדצמבר 2003 ביטח הציבור את נכסיו הן נגד ירידה בריבית השקלית והן נגד עלייתה, באותה מידה.

מלבד עסקאות על נגזרי הריבית הנומינלית, מבוצעות במערכת הבנקאית גם עסקאות על נגזרי הריבית הריאלית, לפי דרישת השוק. נפח העסקאות בנגזרים אלו המשיך להצטמצם, בהמשך למגמה שהחלה במארס 1999, ויתרת הפוזיציות הפתוחות בנכסים העתידיים על הריבית הריאלית ירדה והגיעה בדצמבר 2003 לכדי 100 אלף ש"ח.



(2) בנק ישראל

בשנת 2003 המשיך בנק ישראל למכור חוזים עתידיים לא-סחירים על הריבית הנומינלית, כדי לסייע בפיתוח שוק נגזרי הריבית במשק. בעסקאות אלו הוא מתחייב למסור לזוכים, בתום שלושה חודשים ממועד המכר, סדרות מק"ם לשלושה חודשים או לשנים עשר חודשים, בתשואה מובטחת, הנקבעת במכרז.

הכמות המוצעת החודשית של כל סדרת מק"ם נשארה קבועה גם בשנת 2003, בהתאם למדיניות בנק ישראל, ועמדה על 80 מיליוני ש"ח. הביקושים במכרזי המק"ם לשלושה חודשים בלטו בגודלם בחודשיים הראשונים של השנה וכן בתחילת מארס, והיקפם עלה פי 14 על הכמות המוצעת. גידול הביקוש נבע, ככל הנראה, מהתגברות אי-הוודאות באשר לרמת הריבית הנומינלית (הקצרה יחסית) שתשרור בעת תחילת הלחימה בעיראק. עם זאת בסיכום שנתי, היקף הביקושים במכרזי המק"ם לשלושה חודשים עלה פי 10 על הכמות המוצעת, קצת מעל להיקפם בשנת 2002, ובמכרזי המק"ם לשנים עשר חודשים עלה הביקוש פי 8.5 על הכמות המוצעת – נמוך במקצת מאשר בשנת 2002.

הפער שבין התשואה הממוצעת במכרזים לבין תשואת השוק⁹ בעת המכרז מצביע על ציפיות המשקיעים לגבי השינוי שיחול בתוך שלושה חודשים בריבית השקלית. במחצית הראשונה של 2003 היה פער זה, בסדרות לשלושה חודשים, שלילי בשיעור של 0.4 עד 0.8 נקודות אחוז – פער המצביע על ציפיות לירידה של הריבית השקלית. הפערים בחודשים אפריל ומאי היו הגדולים ביותר, והם הצביעו על ציפיות להפחתה של למעלה מנקודת האחוז במהלך שלושת החודשים הבאים. במחצית השנייה של השנה הפערים לא היו מובהקים, ומכאן שלא היו אז ציפיות לשינויים גדולים בריבית, אף כי בתקופה זו המשיך בנק ישראל בהפחתת הריבית.

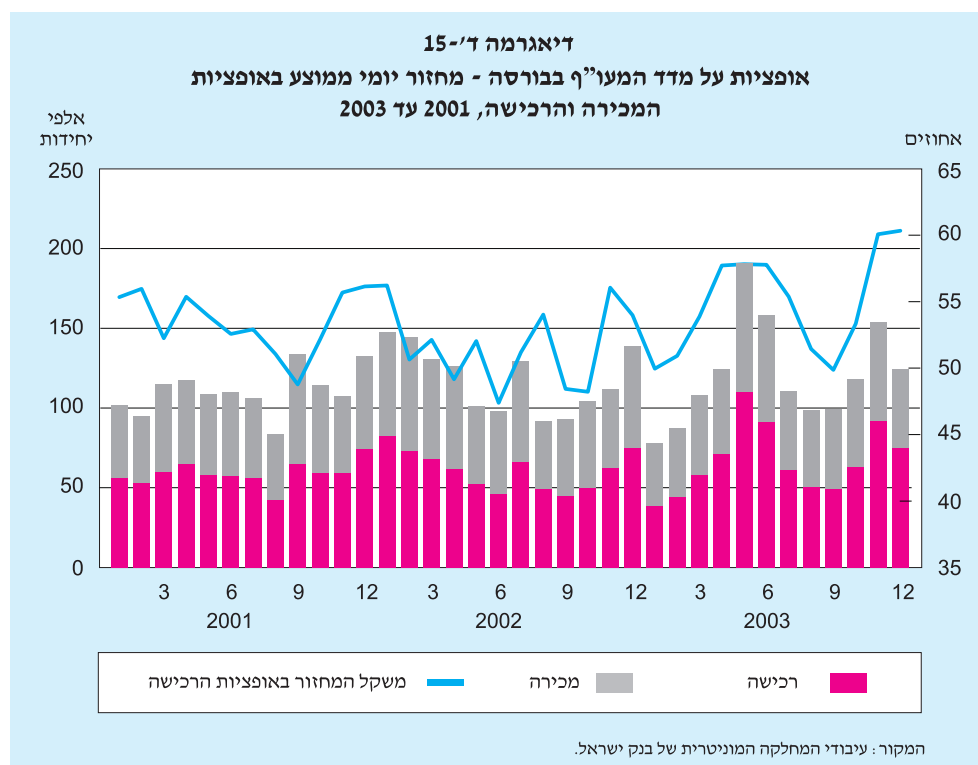
בבחינת התשואות הממוצעות שנקבעו במכרזים בהשוואה לאלו ששררו בשוק ביום המסירה (לאחר שלושה חודשים) נמצא, כי התשואה שנקבעה במכרזים במחצית הראשונה של 2003 הייתה גבוהה מזו ששררה בשוק המשני בעת המסירה עד כדי 2 נקודות האחוז – כנראה מפני הירידה בסביבת האינפלציה, שהביאה להפחתה מהירה מהצפוי של ריבית בנק ישראל. בחודשים יולי עד ספטמבר הייתה התשואה שנקבעה במכרז עדיין גבוהה מזו ששררה בשוק המשני בעת המסירה – כנראה מפני המשך הירידה בסביבת האינפלציה – וזאת גם לאחר שמגמת הייסוף בשער השקל-דולר נעצרה.

ג. הנגזרים על מדדי המניות

הבורסה לניירות ערך מאפשרת מסחר באופציות ובחוזים עתידיים על מדד תל אביב-25. המחזור הממוצע היומי היה בשנת 2003 כ-121 אלף יחידות אופציה¹⁰, גבוה מעט מאשר בשנים 2002 ו-2001 (דיאגרמה ד'15). בינואר 2003, החודש שבו נכנסה לתוקפה הרפורמה במס, היה המחזור היומי נמוך – 80 מיליוני דולרים בממוצע. ואולם, עוד במהלך הרביע הראשון עלה המחזור היומי והגיע לרמתו הממוצעת. דיאגרמה ד'15 מציגה את המחזור היומי של אופציות המכירה והרכישה ואת משקל המחזור היומי באופציות הרכישה בסך

9 תשואת השוק של הסדרה הנמסרת במסגרת המכרז. במקרה שהסדרה עדיין לא נסחרת, כמו במכרזים למסירה עתידית של המק"ם לשנים עשר חודשים, תשואת השוק תהיה של הסדרה שמועד פדיונה הוא הקרוב ביותר לשנה.

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



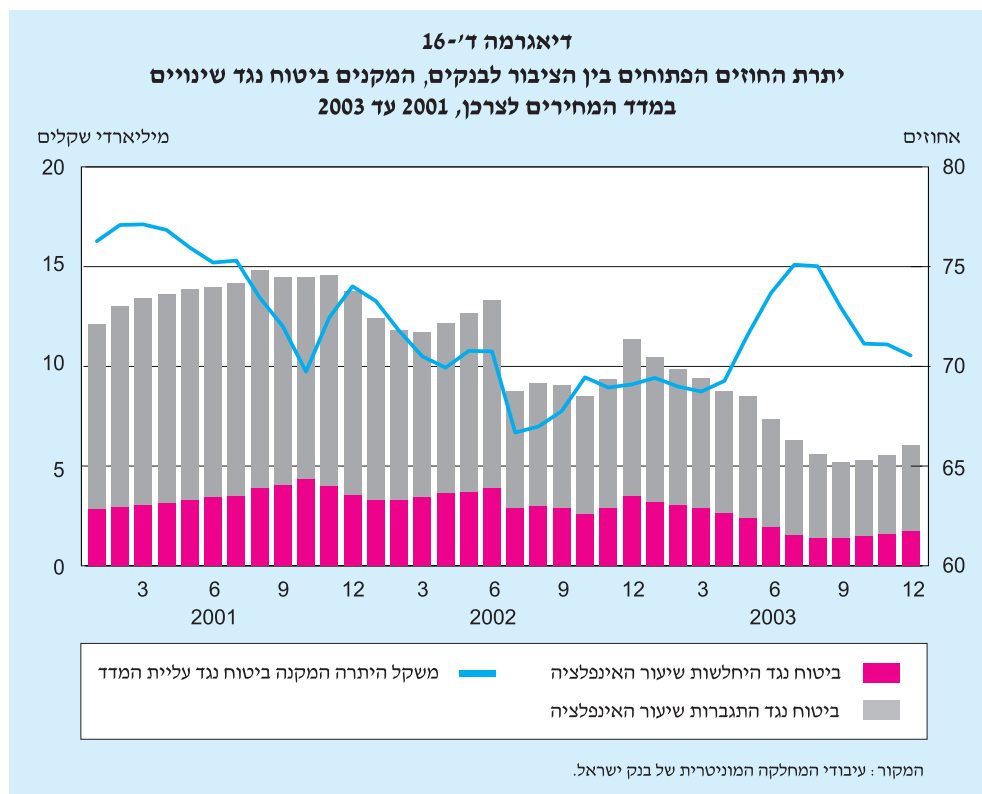
המחזור. ניתן לראות כי ברביע השני של השנה, יחד עם עליות במדדים המובילים במחזורי מסחר גבוהים, עלה משקל אופציות הרכישה בסך המחזור ל-58 אחוזים, דבר המרמז על ציפיות להמשך המגמה החיובית במחירי המניות. ברביע האחרון של השנה התחדשה המגמה החיובית בשוק המניות, ומשקל המחזור היומי באופציות הרכישה בסך המחזור הגיע בחודשים נובמבר ודצמבר אף ל-60 אחוזים, הרמה הגבוהה ביותר בשלוש השנים האחרונות.

באוגוסט 2000 השיקה הבורסה לניירות ערך נכסים נגזרים על מדד תל אביב-בנקים, על רקע הצלחת המסחר בנגזרים על מדד המעו"ף. בשנת 2001 היה היקף העסקאות נמוך מאוד, והמחזור הממוצע היומי הסתכם ב-150 יחידות אופציה. בשנת 2002 פחתה ההתעניינות בנגזרים אלו, והיקף העסקאות הצטמצם במידה ניכרת. במחצית הראשונה של 2003 התבצעו בהם עסקאות בודדות, ובמחצית השנייה לא התבצעה אף עסקה. אחת הסיבות לאי-ההתעניינות היא הדמיון, בטווח הקצר, שבין מדד תל אביב-בנקים, המורכב מחמשת הבנקים הגדולים, לבין מדד תל אביב-25, שארבעה מתוך חמשת הבנקים כלולים בו ומהווים 23.4 אחוזים ממנו. דמיון זה מתבטא גם בקשר הסטטיסטי ביניהם: מקדם המיתאם (האומדן לקשר הסטטיסטי) בין השינויים של שני המדדים עמד בשנת 2003 על 91 אחוזים.

ד. נגזרים על מדד המחירים לצרכן

עסקאות בנכסים נגזרים על מדד המחירים לצרכן נעשות כיום רק במערכת הבנקאות (דיאגרמה ד'-16), ויתרתן משקפת את דרישת הציבור להגנות פיננסיות נגד שינויים לא-

פרק ד', שוק ניירות הערך



צפויים במדד המחירים לצרכן. (ראו הערה 4.) בשנת 2003 נרשמה ירידה בהיקף ההגנות הן מפני היחלשות האינפלציה והן מפני התגברות האינפלציה, ויתרת הפוזיציות הפתוחות הגיעה בסוף השנה ל-6 מיליארדי ש"ח, לעומת 11.3 מיליארדים בסוף שנת 2002. בבחינת משקל ההגנות נגד התחזקות האינפלציה בסך ההגנות (דיאגרמה ד'-16) ניתן לראות תנודות חדות יחסית: ברביע הראשון של השנה משקל ההגנות נגד התגברות האינפלציה בסך ההגנות עמד על 69 אחוזים בממוצע, ואילו ברביע השני עלה משקלן ונאמד בתחילת הרביע השלישי ב-75 אחוזים. עלייה זו מלמדת כי חששות הציבור היו דווקא מעלייה בשיעור האינפלציה, וזאת על רקע תקופה של מדדי מחירים שליליים – תוצאת הייסוף בשער השקל-דולר שנרשם ברביע השני של השנה. לאחר מדדי מחירים שליליים גם במחצית השנייה של השנה, קוזה העלייה של משקל ההגנות נגד התגברות האינפלציה בסך ההגנות, וברביע האחרון של השנה הוא ירד ל-71 אחוזים בממוצע. ירידה זו מעידה כי החששות להתגברות האינפלציה התפוגגו, או לפחות פחתו.