

## פרק ג'

### תיק הנכסים הכספיים של הציבור

ערך תיק הנכסים של הציבור<sup>1</sup> ירד ריאלית בשנת 2002 בכ־5 אחוזים והסתכם ב־1,214 מיליארדי ש"ח, בניגוד לעליות ריאליות מאז שנת 1995. שתי תופעות בלטו בהתפתחות התיק במהלך השנה: האחת היא ירידה חדה של שערי המניות בארץ ובעולם, שהייתה לגורם מרכזי בירידת ערכו של התיק; השנייה – מעבר מנכסים שקליים לא־צמודים לנכסים צמודים למדד או למטבע חוץ<sup>2</sup>.

השנה חל מפנה במגמות החיוביות שאפיינו את הרכבו של תיק הנכסים בעשור האחרון: נעצרה מגמת העלייה במשקל הנכסים השקליים הלא־צמודים, מגמה שהחלה עוד בשנת 1993, ובמקביל עלה משקל הנכסים הצמודים למדד, לאחר ירידה רצופה מאז אמצע שנות התשעים. התפתחות זו ביטאה בעיקר את התגברות אי־הוודאות האינפלציונית במהלך השנה. לעומת זאת, במשקלם של הרכיב הצמוד למטבע חוץ ושל רכיב המניות בתיק התחזקו המגמות ששררו בשנים האחרונות: משקלם של הנכסים הנקובים במטבע חוץ והצמודים למטבע חוץ עלה, עקב צבירה חיובית באפיק זה ופיחות בשער החליפין, ומשקלן של המניות בארץ ובחו"ל ירד, בעיקר בשל ירידות שערים חדות.

ההתפתחויות בהרכב תיק הנכסים של הציבור לא היו אחידות על פני השנה: במחציתה הראשונה, בעקבות הפיחות החד וציפיות להמשכו, וכן בשל עלייה באינפלציה הצפויה, הגדיל הציבור את משקלם של הנכסים הצמודים למדד ולמטבע חוץ והקטין את משקל הנכסים הלא־צמודים בתיק; לעומת זאת במחצית השנייה של השנה, לאחר העלאות הריבית בחודש יוני ולנוכח הרגיעה היחסית בשוק מטבע החוץ וירידתן של הציפיות לאינפלציה, שב הציבור והגדיל את משקל הנכסים הלא־צמודים, וזאת תוך התייצבות משקלם של הנכסים הצמודים למדד ולמטבע חוץ. ראוי לציין כי ההתפתחויות במחצית השנייה של השנה קיזזו רק חלקית את השינויים שחלו בהרכבו של התיק במחצית הראשונה.

#### 1. ההתפתחויות העיקריות

בשנת 2002 ירד ערך תיק הנכסים הכספיים של הציבור בכ־5 אחוזים, במונחים ריאליים, והסתכם בסופה ב־1,214 מיליארדי ש"ח (לוח ג'־1). זאת בניגוד לעליות ריאליות רצופות בערכו של התיק מאז אמצע שנות התשעים. הירידה הריאלית בתיק הנכסים בשנת 2002 משקפת את המשך המיתון בפעילות הריאלית ותואמת את הירידה בחיסכון הפרטי.

1 משקי הבית ופירמות; לא כולל את הממשלה, בנק ישראל, הבנקים המסחריים, הבנקים למשכנתאות ותושבי חוץ. לפירוט והגדרות ראו תיבה ג'־1.

2 הכוונה כאן ובהמשך היא לנכסים הנקובים במטבע חוץ או צמודים למטבע חוץ.

## לוח ג'1

תיק הנכסים הכספיים של הציבור, 1998 עד 2002  
(מחירים שוטפים)

| ההתפלגות והשינוי הריאלי |      |      |      |      | היתרה          |         |         |         |       |                                        |
|-------------------------|------|------|------|------|----------------|---------|---------|---------|-------|----------------------------------------|
| 2002                    | 2001 | 2000 | 1999 | 1998 | 2002           | 2001    | 2000    | 1999    | 1998  |                                        |
| (אחוזים)                |      |      |      |      | (מיליארדי ש"ח) |         |         |         |       |                                        |
| השינוי הריאלי           |      |      |      |      |                |         |         |         |       | סך כל הנכסים                           |
| -4.9                    | 5.8  | 7.5  | 23.3 | 4.5  | 1,214.1        | 1,198.2 | 1,116.8 | 1,039.4 | 832.1 |                                        |
| ההתפלגות                |      |      |      |      |                |         |         |         |       | הנכסים לפי סוג ההצמדה                  |
| 31.3                    | 31.3 | 28.7 | 24.9 | 25.0 | 379.6          | 374.5   | 320.0   | 258.5   | 208.4 | הנכסים הלא-צמודים                      |
| 38.2                    | 35.5 | 36.4 | 38.8 | 46.4 | 464.0          | 425.9   | 406.1   | 403.6   | 386.2 | הנכסים הצמודים למדד                    |
| 14.8                    | 11.8 | 10.2 | 10.0 | 10.3 | 180.0          | 140.9   | 113.8   | 103.5   | 86.0  | הנכסים במט"ח ובהצמדה למט"ח             |
| 14.1                    | 18.9 | 20.0 | 21.3 | 16.0 | 171.3          | 226.6   | 222.9   | 221.5   | 133.1 | מניות בארץ                             |
| 1.6                     | 2.5  | 4.8  | 5.0  | 2.2  | 19.3           | 30.3    | 54.0    | 52.2    | 18.5  | מניות בחו"ל                            |
|                         |      |      |      |      | 1,046.7        | 971.1   | 869.6   | 796.4   | 698.5 | הנכסים לפי טווח לפדיון (לא כולל מניות) |
| 32.9                    | 33.8 | 33.3 | 31.5 | 30.3 | 344.0          | 328.1   | 289.9   | 250.6   | 211.8 | לזמן קצר                               |
| 46.1                    | 45.8 | 45.5 | 46.8 | 47.3 | 482.8          | 444.4   | 396.1   | 372.8   | 330.3 | לזמן בינוני                            |
| 21.0                    | 20.5 | 21.1 | 21.7 | 22.4 | 219.9          | 198.6   | 183.6   | 173.0   | 156.4 | לזמן ארוך                              |
|                         |      |      |      |      |                |         |         |         |       | הבנקים המסחריים                        |
| 42.5                    | 40.9 | 39.5 | 38.3 | 41.5 | 516.3          | 490.2   | 441.2   | 398.3   | 345.2 | פיקדונות שקליים לא-צמודים              |
| 19.7                    | 21.4 | 20.1 | 18.2 | 18.0 | 239.5          | 256.8   | 224.0   | 189.5   | 150.1 | פיקדונות צמודים למדד                   |
| 2.7                     | 2.4  | 2.6  | 1.8  | 2.4  | 33.2           | 28.9    | 28.9    | 18.4    | 19.7  | פיקדונות במטבע חוץ ובהצמדה למטבע חוץ   |
| 10.5                    | 8.7  | 7.8  | 7.8  | 8.5  | 127.2          | 104.4   | 86.7    | 81.2    | 71.1  | תכניות חיסכון צמודות למדד              |
| 8.5                     | 7.4  | 8.2  | 9.7  | 11.6 | 102.7          | 88.7    | 91.3    | 100.7   | 96.7  | תכניות חיסכון צמודות למטבע חוץ         |
| 0.6                     | 0.6  | 0.7  | 0.6  | 0.7  | 6.9            | 7.4     | 7.8     | 6.6     | 6.2   | תכניות חיסכון לא-צמודות                |
| 0.6                     | 0.3  | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 6.9            | 4.1     | 2.5     | 1.9     | 1.4   |                                        |
|                         |      |      |      |      |                |         |         |         |       | הנכסים לפי ההרכב המוסדי                |
| 31.8                    | 30.9 | 30.9 | 31.5 | 35.5 | 386.4          | 370.0   | 345.4   | 327.5   | 295.5 | סך כל המוסדיים העוסקים בחיסכון חוזי    |
| 9.8                     | 10.3 | 10.7 | 11.2 | 12.9 | 119.5          | 123.5   | 119.8   | 116.9   | 107.3 | קופות הגמל                             |
| 3.9                     | 4.0  | 3.8  | 3.6  | 3.8  | 46.9           | 47.8    | 42.0    | 37.7    | 31.8  | קרנות ההשתלמות                         |
| 9.9                     | 9.1  | 9.4  | 9.8  | 11.4 | 119.7          | 109.4   | 105.4   | 101.6   | 95.1  | קרנות פנסיה ותיקות                     |
| 1.2                     | 0.9  | 0.7  | 0.5  | 0.4  | 14.4           | 10.7    | 7.5     | 5.3     | 3.4   | קרנות פנסיה חדשות                      |
| 3.7                     | 3.5  | 3.6  | 3.9  | 4.7  | 44.6           | 41.5    | 40.6    | 40.2    | 38.9  | תכניות לביטוח חיים – מבטיחות תשואה     |
| 3.4                     | 3.1  | 2.7  | 2.5  | 2.3  | 41.2           | 37.1    | 30.1    | 25.8    | 19.0  | תכניות לביטוח חיים – משתתפות ברווחים   |
| 25.6                    | 28.2 | 29.6 | 30.2 | 23.0 | 311.4          | 338.0   | 330.2   | 313.6   | 191.5 | הציבור במישרין                         |

ירידת שוויים הריאלי של הנכסים בתיק נבעה בעיקר מירידה ריאלית של כ-30 אחוזים ברכיב המניות (בארץ ובחו"ל), וכן משחיקה ריאלית של כ-5 אחוזים ברכיב השקלי הלא-צמוד. ירידות אלו קוזזו חלקית על ידי עלייה ריאלית של כ-20 אחוזים בשווי של רכיב מטבע החוץ ועלייה מתונה בשווי של הרכיב הצמוד למדד.

בשנים האחרונות גורם מרכזי בהתפתחותו של הרכב תיק הנכסים היה תהליך הדיסאינפלציה והתקרבות האינפלציה ליציבות מחירים. לפיכך עלה בהדרגה משקלם של הנכסים השקליים הלא-צמודים בתיק הנכסים הכספיים של הציבור על חשבון משקל הנכסים הצמודים למדד. לעומת זאת בשנת 2002 הביאו עלייתן של הציפיות לאינפלציה והתגברות אי-הוודאות האינפלציונית לגידול הסיכון הכרוך בהשקעה בנכסים שקליים לא-צמודים. הדבר הביא במהלך השנה להתאמת התיק, שהתבטאה בעליית משקל הנכסים הצמודים למדד וירידת משקל הנכסים השקליים הלא-צמודים (בייחוד במחצית הראשונה של השנה, כפי שמתואר בהמשך).

התפתחותו של הרכב התיק לאורך השנים הושפעה גם מתהליך הליברליזציה בשוק מטבע החוץ, שתורם לעליית משקלו של רכיב מטבע החוץ, ומהתנודתיות הגדולה בשערי המניות בארץ ובעולם, שהביאה לירידת משקל המניות בתיק. בשנת 2002 התחזקו מגמות אלו, על רקע הפיחות בשער החליפין, עליית סיכון המטבע וירידות חדות בשערי המניות בארץ ובעולם.

ההתפתחויות שגרמו לשינוי בהרכב ההצמדה של התיק הביאו גם לשינוי בהרכב התיק לפי הטווח-לפדיון. בחינה של הרכב התיק ללא רכיב המניות (המושפע בעיקר מירידות שערים) מראה כי משקלם של הנכסים לטווח הקצר, שרובם לא-צמודים, ירד השנה, בעוד שמשקל הנכסים לטווחים הבינוני והארוך, שמרביתם צמודים למדד או למטבע חוץ, עלה. שינויים אלו במשקלותיהם של הנכסים לטווחים הקצר והארוך בתיק בשנת 2002 מנוגדים למגמות שאפיינו את הרכבו בשנים האחרונות.

אשר להרכבו של תיק הנכסים לפי הסחירות – בשנה הנסקרת נמשכה מגמת הירידה בחלק הסחיר של התיק, מגמה שהחלה בשנת 2000 ושיקפה בעיקר את הירידה החדה ברכיב המניות. העלייה בחלק הלא-סחיר של התיק ביטאה בעיקר את העלייה במשקלם של הנכסים הצמודים למדד או למטבע חוץ.

בהתפתחותו של הרכב תיק הנכסים בשנה הנסקרת ניתן להבחין בין שתי תקופות עיקריות:

המחצית הראשונה של השנה התאפיינה בפער נמוך בין הריבית המקומית לעולמית – תוצאה של הפחתה בת שתי נקודות אחוז של ריבית בנק ישראל בסוף שנת 2001, בחוסר משמעת פיסקלית, שהתבטא בהעלאת יעד הגירעון מספר פעמים ובגיוס הון מואץ, וכן בהחמרת המצב הביטחוני. על רקע התפתחויות אלו פוחת שער החליפין של השקל בשיעור חד, וגברו הציפיות להמשך הפיחות, הואץ קצב האינפלציה, ועלו משמעותית הציפיות לאינפלציה לכל הטווחים. כל אלה הגדילו את הסיכון הכרוך בהשקעה באפיק הלא-צמוד, ואת הכדאיות של האפיקים הצמוד והמט"ח. לפיכך הגדיל הציבור את חלקם של הנכסים הצמודים למדד ולמטבע חוץ בתיק על חשבון חלקם של הנכסים הלא-צמודים. גידולו של ביקוש הציבור לנכסים צמודים למטבע חוץ או נקובים במטבע חוץ בגלל הציפיות לפיחות תרם להתמשכותו של הפיחות בתקופה זו, ולפיכך – לעליית שוויים של נכסים אלה.

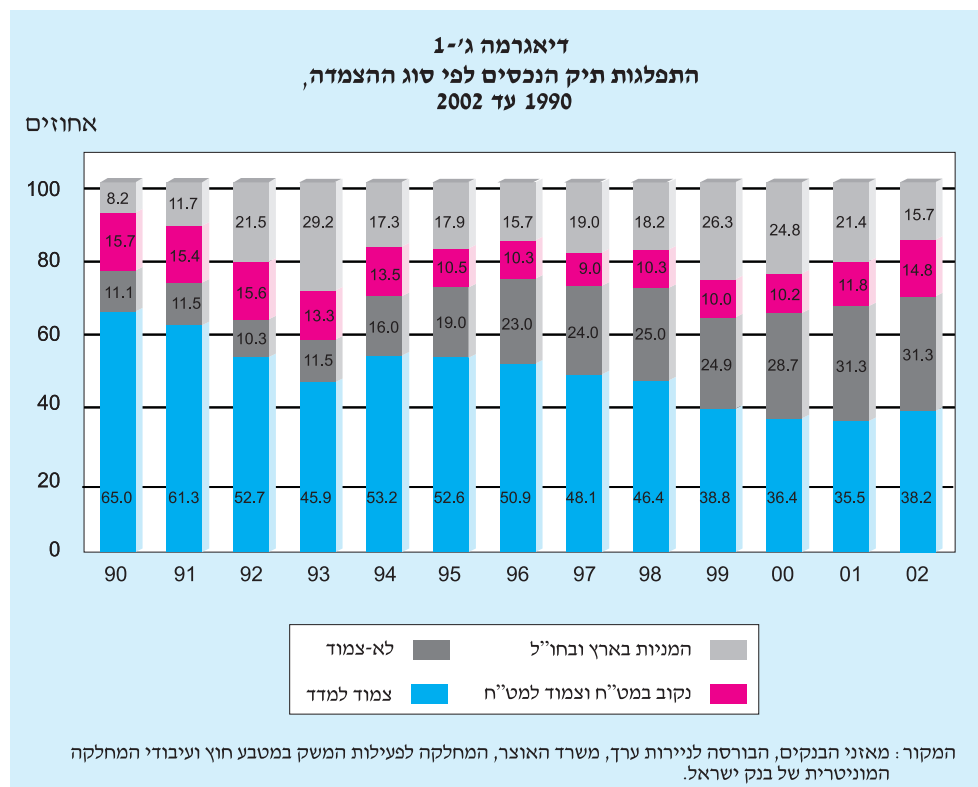
במחצית השנייה של השנה, בעקבות העלאות הריבית בחודשים יוני ויולי בשיעור מצטבר של 4.5 נקודות אחוז ועל רקע החלטת הממשלה בדבר קיצוצים בהוצאותיה, יוסף

שער החליפין, קצב האינפלציה הואט, והאינפלציה הצפויה לטווחים הקצרים החלה לרדת בחזרה לתחום היעד; זאת למרות המשך אי-הוודאות הגבוהה, שאפיינה את השווקים במחצית הראשונה. בהשפעת התפתחויות אלה גדל חלקם של הנכסים השקליים תוך התייצבות חלקם של הנכסים הצמודים למדד ולמטבע חוץ. אולם שינויים אלו בהרכבו של התיק קיזזו רק חלקית את השינויים שחלו בו במחצית הראשונה של השנה.

## 2. הרכב ההצמדה של תיק הנכסים

בשנת 2002 השתנו, כאמור, המגמות שאפיינו את הרכבו של תיק הנכסים בשנים האחרונות, שינוי שהתבטא במעבר מנכסים שקליים לא-צמודים לנכסים צמודים למדד או למטבע חוץ.

בשנת 2002, לראשונה מאז שנת 1993, נעצרה מגמת העלייה במשקל הרכיב הלא-צמוד בתיק הנכסים, ומשקלו עמד על כ-31 אחוזים מסך התיק, לעומת כ-11 אחוזים בתחילת שנות התשעים (לוח ג'-2 ודיאגרמה ג'-1). במהלך השנה ירד שווי של הרכיב הלא-צמוד בכ-5 אחוזים ריאלית, ונאמד בסופה בכ-380 מיליארדי ש"ח, לעומת עליות ריאליות רצופות בעשור האחרון. הרקע לגידול משקלו של הרכיב הלא-צמוד בתיק הנכסים של הציבור באותה התקופה היה הדיסאינפלציה והתכנסות האינפלציה ליציבות מחירים, כמקובל במשקים מערביים. האמינות שצברה המדיניות המוניטרית בחתירתה להשגת יעדי האינפלציה והירידה בשיעורי האינפלציה הצפויה הקטינו את הסיכון שבהשקעה



## לוח ג'-2

התפלגות הנכסים לפי סוג ההצמדה, 1998 עד 2002  
(מחירים שוטפים)

| ההתפלגות |       |       |       |       | היתרה          |         |         |         |       |                              |
|----------|-------|-------|-------|-------|----------------|---------|---------|---------|-------|------------------------------|
| 2002     | 2001  | 2000  | 1999  | 1998  | 2002           | 2001    | 2000    | 1999    | 1998  |                              |
| (אחוזים) |       |       |       |       | (מיליארדי ש"ח) |         |         |         |       |                              |
| 100.0    | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 1,214.1        | 1,198.2 | 1,116.8 | 1,039.4 | 832.1 | סך כל הנכסים                 |
| ההתפלגות |       |       |       |       |                |         |         |         |       |                              |
| 31.3     | 31.3  | 28.7  | 24.9  | 25.0  | 379.6          | 374.5   | 320.0   | 258.5   | 208.4 | הנכסים הלא-צמודים            |
| 4.7      | 5.7   | 5.2   | 5.2   | 5.4   | 57.5           | 68.1    | 57.7    | 53.7    | 45.0  | מזומן ופיקדונות נזילים       |
| 17.3     | 18.1  | 17.0  | 15.0  | 14.5  | 209.7          | 216.8   | 190.2   | 156.1   | 120.5 | פיקדונות לזמן קצוב           |
| 3.3      | 2.2   | 2.3   | 1.7   | 2.0   | 40.1           | 26.9    | 26.2    | 18.0    | 16.5  | מק"ם                         |
| 5.4      | 4.9   | 3.9   | 2.8   | 3.0   | 65.5           | 58.7    | 43.5    | 28.7    | 24.9  | גילון ושחר                   |
| 0.6      | 0.3   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 6.9            | 4.1     | 2.5     | 1.9     | 1.4   | תכניות חיסכון                |
| 38.2     | 35.5  | 36.4  | 38.8  | 46.4  | 464.0          | 425.9   | 406.1   | 403.6   | 386.2 | הנכסים הצמודים למדר          |
| 8.5      | 7.4   | 8.2   | 9.7   | 11.6  | 102.7          | 88.7    | 91.3    | 100.7   | 96.7  | תכניות חיסכון                |
| 4.9      | 4.6   | 5.0   | 4.9   | 6.2   | 59.6           | 55.2    | 55.4    | 50.9    | 51.9  | פיקדונות צמודים למדר         |
| 7.4      | 7.3   | 6.8   | 7.7   | 9.5   | 89.8           | 87.7    | 76.4    | 80.2    | 78.8  | איגרות חוב סחירות            |
| 17.5     | 16.2  | 16.4  | 16.5  | 19.1  | 211.9          | 194.3   | 182.9   | 171.8   | 158.7 | נכסים אחרים <sup>1</sup>     |
| 15.7     | 21.4  | 24.8  | 26.3  | 18.2  | 190.5          | 256.9   | 276.9   | 273.7   | 151.6 | המניות                       |
| 14.1     | 18.9  | 20.0  | 21.3  | 16.0  | 171.3          | 226.6   | 222.9   | 221.5   | 133.1 | מניות בארץ                   |
| 1.6      | 2.5   | 4.8   | 5.0   | 2.2   | 19.3           | 30.3    | 54.0    | 52.2    | 18.5  | מניות בחו"ל                  |
| 14.8     | 11.8  | 10.2  | 10.0  | 10.3  | 180.0          | 140.9   | 113.8   | 103.5   | 86.0  | הנכסים במט"ח ובהצמדה למט"ח   |
| 8.7      | 7.9   | 8.0   | 8.4   | 9.5   | 106.1          | 94.6    | 89.2    | 87.0    | 79.3  | הנכסים בארץ                  |
| 1.7      | 1.4   | 1.4   | 1.6   | 2.2   | 20.7           | 16.9    | 15.3    | 16.7    | 18.4  | פמ"ח פיצויים                 |
| 5.2      | 4.7   | 4.7   | 4.5   | 4.7   | 62.9           | 56.5    | 52.6    | 47.2    | 39.4  | פמ"ח אחרים                   |
| 0.4      | 0.3   | 0.2   | 0.4   | 0.8   | 4.5            | 3.4     | 2.8     | 4.5     | 6.3   | פיקדונות צמודים למט"ח        |
| 0.9      | 0.9   | 1.0   | 1.2   | 1.1   | 11.0           | 10.4    | 10.8    | 12.1    | 9.1   | איגרות חוב סחירות            |
| 0.6      | 0.6   | 0.7   | 0.6   | 0.7   | 6.9            | 7.4     | 7.8     | 6.6     | 6.2   | תכניות חיסכון                |
| 6.1      | 3.9   | 2.2   | 1.6   | 0.8   | 73.9           | 46.2    | 24.6    | 16.5    | 7.1   | הנכסים בחו"ל                 |
| 3.4      | 2.4   | 1.5   | 1.2   | 0.8   | 40.8           | 28.2    | 16.7    | 12.9    | 7.1   | פיקדונות בחו"ל               |
| 2.7      | 1.5   | 0.7   | 0.4   | 0.0   | 33.1           | 18.0    | 8.0     | 3.7     | 0.0   | ניירות ערך בחו"ל (ללא מניות) |

1 נכסים שבידי קופות הגמל, קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים – בעיקר איגרות חוב מיועדות.  
המקור: מאזני הבנקים, הבורסה לניירות ערך, משרד האוצר, המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ ועיבודי המחלקה המוניתרית של בנק ישראל.

בנכסים שקליים לא-צמודים, בד בבד עם עליית התשואה הצפויה על נכסים אלו כתוצאה מהריסון המוניטרי. לעומת זאת בשנה הנסקרת, עם התגברות אי-הוודאות האינפלציונית והכרסום באמינותה של המדיניות המוניתרית, ירד, כאמור, ריאלית, הרכיב הלא-צמוד בתיק, ירידה שנבעה בעיקר מירידות בפז"ק ובפח"ק. ירידות אלו קוזזו חלקית על-ידי עלייה ביתרת המק"ם שבידי הציבור, אשר נבעה ככל הנראה מגידול של ביקוש הציבור למק"ם, שבשנת 2003 יהיה עדיין פטור ממס; גידולו של היצע המק"ם מוסבר בהסרת

תקרת המק"ם (שאיפשרה לבנק ישראל להגדיל את היקף ההנפקות) ובמכירות מק"ם על ידי הבנקים המסחריים.

השנה, במקביל לירידת משקלם של הנכסים הלא-צמודים, עלה משקלם של הנכסים הצמודים למדד והגיע ל-38.2 אחוזים מסך התיק. זאת לעומת ירידות רצופות משיעור של כ-53 אחוזים בשנת 1994 עד לשיעור של 35.5 אחוזים בשנת 2001. בשנת 2002 עלה שווי של הרכיב הצמוד ריאלית בכ-2 אחוזים ונאמד בכ-465 מיליארדי ש"ח. בשנים האחרונות, עקב הירידה בקצב האינפלציה, הן בפועל והן הצפויה, פחתה הכדאיות היחסית של ההשקעה בנכסים אלו, המקנים הגנה מעליית מדד המחירים לצרכן, ולפיכך ירד משקלם בתיק. בשנת 2002, עם עלייתן של האינפלציה הצפויה לכל הטווחים והאינפלציה בפועל, תוך חריגה משמעותית מהיעד ארוך הטווח, שב והתעורר הצורך בהגנה מאי-הוודאות האינפלציונית, והדבר התבטא, כאמור, בעליית משקלו של הרכיב הצמוד למדד בתיק הנכסים של הציבור.

רכיב מטבע החוץ גדל בשנת 2002 בכ-20 אחוזים ריאלית, ושווי נאמד בכ-180 מיליארדי ש"ח. שיעורי השינוי הריאליים בשער החליפין של הדולר ושל הסל היו השנה 0.7 ו-6.1 אחוזים, בהתאמה, ומכאן שהגידול נבע מצבירה חיובית באפיק זה.

התפתחות רכיב מטבע החוץ בתיק הנכסים הושפעה בשנים האחרונות מתהליך הליברליזציה, שבמסגרתו הוסרו בהדרגה מגבלות ההשקעה במטבע חוץ. שינוי זה מקנה לציבור יתר גמישות בבחירת השקעותיו, ובכך מאפשר הקטנת החשיפה לסיכון המטבע ולגורמי הסיכון הייחודיים למשק הישראלי. לפיכך גדל חלקם של הנכסים הנקובים במטבע חוץ והצמודים למטבע חוץ משיעור של כ-10 אחוזים בשנת 1998 לכ-12 אחוזים בשנת 2001. בשנה הנסקרת הוסיף חלקו של רכיב מטבע החוץ לעלות והגיע לכ-15 אחוזים מסך התיק, וזאת בהשפעת הפיחותים בשער השקל ועל רקע העלייה בסיכון המטבע במהלך השנה. יתר על כן, השנה גדלו במידה ניכרת היקפי המסחר בנגזרי שער החליפין (בפרט במחצית הראשונה של השנה, כמפורט בפרק ד'); ייתכן שאלמלא התפתחות זו בשוק הנגזרים, שהפך לאמצעי חשוב בניהול סיכונים המטבע בידי המשקיעים הישראלים, הייתה העלייה ברכיב מטבע החוץ גדולה עוד יותר.

העלייה הריאלית ברכיב מטבע החוץ נבעה בעיקר מהעלייה בפיקדונות של תושבי ישראל ובהשקעות בניירות ערך (לא כולל מניות) בחו"ל, שהסתכמו בשנת 2002 בכ-41 ו-33 מיליארדי ש"ח, בהתאמה, לעומת 28 ו-18 מיליארדים בסוף 2001.

בשנת 2002 נרשמו ירידות חדות בשערי המניות בארץ ובעולם, ומדד המניות הכללי והנסד"ק ירדו בכ-20 וכ-32 אחוזים, בהתאמה. ירידות אלו היו לגורם דומיננטי בהתפתחות רכיבי המניות בארץ ובחו"ל בתיק הנכסים של הציבור.

ירידתו (הנומינלית) של רכיב המניות בארץ בתיק הנכסים, בכ-24 אחוזים במהלך השנה, נבעה בעיקר מירידות השערים החדות, שביטאו, בין היתר, את המשך ההאטה בפעילות הריאלית. כמו ברכיב המניות בארץ, נבעה גם ירידת השווי של רכיב המניות בחו"ל מירידות השערים, שקווצו חלקית על ידי עליית שער החליפין שקל-דולר, וכן מצמצום החזקות תושבי ישראל במניות חו"ל במחצית השנייה של השנה (דיאגרמה ג'-2).

**דיאגרמה ג'-2**  
**הצבירה ברכיב המניות בחוץ לארץ ,**  
**דצמבר 2001 עד דצמבר 2002**



(1) מדד הצבירה מבטא את שינוי החזקות של הציבור ברכיב זה ומחושב על-ידי ניכוי רכיב המניות במדד המניות המתאים.

## לוח ג'-3

התפלגות הנכסים לפי סוג ההצמדה (ללא מניות),  
1998 עד 2002  
(מחירים שוטפים)

| ההתפלגות      |      |      |      |      |                              |
|---------------|------|------|------|------|------------------------------|
| 2002          | 2001 | 2000 | 1999 | 1998 |                              |
| (אחוזים)      |      |      |      |      |                              |
| 37.1          | 39.8 | 38.1 | 33.8 | 30.6 | הנכסים הלא-צמודים            |
| 5.6           | 7.2  | 6.9  | 7.0  | 6.6  | מזומן ופיקדונות נזילים       |
| 20.5          | 23.0 | 22.6 | 20.4 | 17.7 | פיקדונות לזמן קצוב           |
| 3.9           | 2.9  | 3.1  | 2.3  | 2.4  | מק"ם                         |
| 6.4           | 6.2  | 5.2  | 3.8  | 3.7  | גילון ושחר                   |
| 0.6           | 0.4  | 0.3  | 0.3  | 0.2  | תכניות חיסכון                |
| 45.3          | 45.2 | 48.3 | 52.7 | 56.7 | הנכסים הצמודים למדד          |
| 10.0          | 9.4  | 10.9 | 13.2 | 14.2 | תכניות חיסכון                |
| 5.8           | 5.9  | 6.6  | 6.7  | 7.6  | פיקדונות צמודים למדד         |
| 8.8           | 9.3  | 9.1  | 10.5 | 11.6 | איגרות חוב סחירות            |
| 20.7          | 20.6 | 21.8 | 22.4 | 23.3 | נכסים אחרים                  |
| 17.6          | 15.0 | 13.6 | 13.5 | 12.6 | הנכסים במט"ח                 |
| ובהצמדה למט"ח |      |      |      |      |                              |
| 10.4          | 10.1 | 10.6 | 11.4 | 11.6 | הנכסים בארץ                  |
| 2.0           | 1.8  | 1.8  | 2.2  | 2.7  | פמ"ח פיצויים                 |
| 6.1           | 6.0  | 6.3  | 6.2  | 5.8  | פמ"ח אחרים                   |
| 0.4           | 0.4  | 0.3  | 0.6  | 0.9  | פיקדונות צמודים למט"ח        |
| 1.1           | 1.1  | 1.3  | 1.6  | 1.3  | איגרות חוב סחירות            |
| 0.7           | 0.8  | 0.9  | 0.9  | 0.9  | תכניות חיסכון                |
| 7.2           | 4.9  | 2.9  | 2.2  | 1.0  | הנכסים בחו"ל                 |
| 4.0           | 3.0  | 2.0  | 1.7  | 1.0  | פיקדונות בחו"ל               |
| 3.2           | 1.9  | 0.9  | 0.5  | 0.0  | ניירות ערך בחו"ל (ללא מניות) |

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

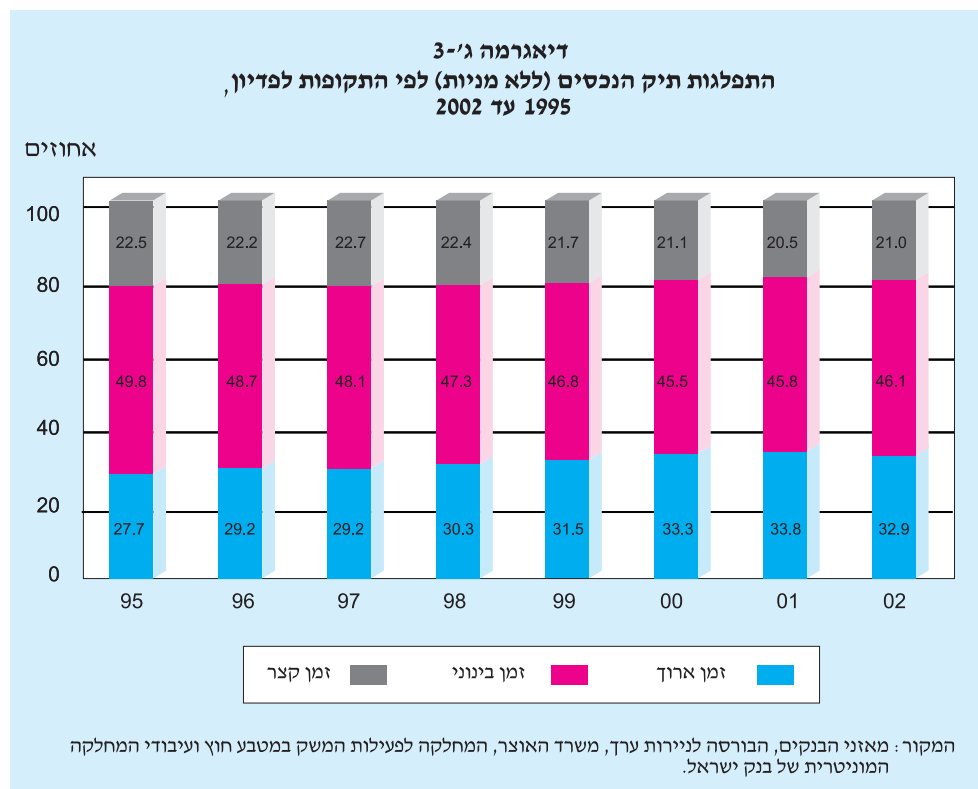
הואיל ולרכיבי המניות בארץ ובחו"ל, בתיק הנכסים, מאפיינים דומים, נתייחס אליהם בהמשך יחד כאל הרכיב המנייתי של התיק. במהלך שנת 2002 ירד רכיב המניות ריאלית בכ-30 אחוזים והסתכם בכ-191 מיליארדי ש"ח. חלקו של רכיב זה בתיק הנכסים של הציבור בשנים האחרונות הלך וירד, ובסוף שנת 2002 היווה כ-16 אחוזים מסך התיק. זאת לאחר שבשנת 1999 הגיע חלקו בתיק לכ-26 אחוזים, בעקבות הגיאות בשוקי המניות בארץ ובעולם.

מניתוח הרכב התיק הנכסים לפי סוג ההצמדה ללא רכיב המניות (בארץ ובחו"ל) בשנת 2002 מתקבלות אותן מגמות – עליית משקל הנכסים הצמודים למדד או למטבע חוץ על חשבון משקל הנכסים הלא-צמודים – אולם זאת תוך ירידה במשקלו של הרכיב הלא-צמוד ויציבות ברכיב הצמוד למדד (לוח ג'-3).

## 3. הרכב תיק הנכסים לפי הטווח-לפדיון

רכיב המניות בתיק הנכסים של הציבור מאופיין בתנודתיות רבה, הנובעת בעיקרה משינויי שער. על כן נבחן את הרכב התיק לפי הטווח לפדיון ללא רכיב זה.

בשנה הנסקרת עלה חלקם של הנכסים לטווחים הבינוניים והארוך על חשבון חלקם של הנכסים לטווח הקצר, שירד, וזאת לאחר מגמה הפוכה בשנים האחרונות (לוח ג'-4 ודיאגרמה ג'-3). שינוי זה במגמה ניתן להסביר בעובדה שמרבית הנכסים לטווח הקצר הם לא-צמודים, ואילו הנכסים לטווחים הבינוניים והארוך לרוב צמודים למדד או למטבע חוץ; בשנים האחרונות הביאה עליית חלקם של הנכסים הלא-צמודים בתיק, תוצאת תהליך



הדיסאינפלציה, לגידול החלק הקצר של התיק, ואילו השנה, לנוכח העלייה בסביבת האינפלציה, התהפכה המגמה.

הנכסים לטווח הקצר – אמצעי התשלום (מזומן ועו"ש), הפיקדונות לטווח של עד שנה והמק"ם – רשמו ירידה ריאלית של כ-2 אחוזים והסתכמו בכ-344 מיליארדי ש"ח. זאת לאחר עלייה ריאלית ממוצעת של כ-15 אחוזים בשנים 1998-2001. משקל הנכסים לטווח הקצר ירד השנה לכ-33 אחוזים מסך התיק (ללא מניות), וזאת לעומת עליות רצופות משיעור של כ-28 אחוזים בשנת 1995 עד לשיעור של כ-34 אחוזים בשנת 2001. בשנת 2002 בלטה ירידה חדה בפיקדונות הפח"ק, מכ-28 מיליארדי ש"ח בשנת 2001 לכ-21 מיליארדים בסוף 2002 (ירידה ריאלית של כ-30 אחוזים). כן הצטמצמו אמצעי התשלום ויתר הפיקדונות לטווח של עד שנה. ירידות אלו קוזזו חלקית על-ידי גידולה של יתרת המק"ם. הנכסים לטווח הבינוני – איגרות החוב, הפיקדונות לזמן ארוך, תכניות החיסכון, ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל (ללא מניות), קרנות ההשתלמות וקופות הגמל – עלו ריאלית בכ-2 אחוזים והסתכמו בכ-483 מיליארדי ש"ח, לאחר גידול ריאלי ממוצע של כ-9 אחוזים מאז 1998. משקלם של נכסים אלה עלה בשנת 2002 לכ-46 אחוזים מסך התיק (ללא מניות), בהשוואה לכ-45.8 אחוזים בשנת 2001 ולכ-50 אחוזים בשנת 1995. השנה נמשכה העלייה בהשקעות תושבי ישראל בפיקדונות ובניירות ערך (ללא מניות) בחו"ל, ונרשם גידול בתכניות החיסכון הצמודות למדד לעומת ירידה (במונחים ריאליים) בשנים הקודמות. בקופות הגמל נרשמה צבירה שלילית של כ-3 מיליארדי ש"ח, בהמשך למגמת הפדיונות שהחלה בשנת 1995. צבירה שלילית של כמיליארד ש"ח הייתה גם בקרנות ההשתלמות, לעומת צבירות חיוביות בעשור האחרון.



## לוח ג'-4

התפלגות הנכסים לפי הטווח לפדיון, 1998 עד 2002  
(ללא מניות בארץ ובחו"ל, מחירים שוטפים)

| ההתפלגות |       |       |       |       | היתרה          |       |       |       |       |                                      |
|----------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|--------------------------------------|
| 2002     | 2001  | 2000  | 1999  | 1998  | 2002           | 2001  | 2000  | 1999  | 1998  |                                      |
| (אחוזים) |       |       |       |       | (מיליארדי ש"ח) |       |       |       |       |                                      |
| 100.0    | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 1,046.7        | 971.1 | 869.6 | 796.4 | 698.5 | סך כל הנכסים (ללא מניות)             |
| ההתפלגות |       |       |       |       |                |       |       |       |       |                                      |
| 32.9     | 33.8  | 33.3  | 31.5  | 30.3  | 344.0          | 328.1 | 289.9 | 250.6 | 211.8 | הנכסים לזמן קצר                      |
| 4.7      | 6.0   | 5.7   | 5.9   | 5.8   | 49.4           | 58.3  | 49.8  | 46.9  | 40.4  | נכסים נזילים בשקלים                  |
| 17.0     | 18.2  | 18.3  | 16.5  | 15.0  | 178.1          | 176.6 | 159.5 | 131.2 | 104.6 | פיקדונות לא-צמודים                   |
| 0.0      | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.1   | 0.1            | 0.1   | 0.1   | 0.3   | 0.6   | פיקדונות צמודים למדד                 |
| 7.1      | 6.8   | 6.7   | 6.8   | 7.1   | 74.5           | 66.1  | 58.3  | 54.5  | 49.5  | פמ"ח                                 |
| 0.3      | 0.2   | 0.2   | 0.5   | 0.7   | 2.7            | 2.4   | 2.2   | 3.7   | 4.6   | פצ"ם                                 |
| 3.7      | 2.5   | 2.3   | 1.8   | 1.7   | 39.2           | 24.6  | 20.0  | 14.0  | 12.0  | מק"ם                                 |
| 46.1     | 45.8  | 45.5  | 46.8  | 47.3  | 482.8          | 444.4 | 396.1 | 372.8 | 330.3 | הנכסים לזמן בינוני ואחרים            |
| 11.1     | 10.3  | 11.7  | 13.7  | 14.9  | 116.5          | 100.1 | 101.6 | 109.2 | 104.3 | תכניות חיסכון                        |
| 2.4      | 3.5   | 2.9   | 2.7   | 1.9   | 25.3           | 34.3  | 25.3  | 21.7  | 13.6  | פיקדונות לא-צמודים                   |
| 3.2      | 3.0   | 3.3   | 2.3   | 2.7   | 33.0           | 28.8  | 28.8  | 18.1  | 19.2  | פיקדונות צמודים למדד                 |
| 0.0      | 0.0   | 0.0   | 0.1   | 0.2   | 0.1            | 0.4   | 0.0   | 0.8   | 1.7   | פיקדונות צמודים למט"ח                |
| 0.9      | 0.8   | 1.1   | 1.2   | 1.2   | 9.1            | 7.3   | 9.5   | 9.3   | 8.2   | פמ"ח                                 |
| 6.1      | 6.1   | 5.4   | 5.1   | 5.6   | 63.7           | 59.6  | 46.5  | 40.8  | 38.9  | איגרות חוב                           |
| 6.5      | 4.4   | 2.6   | 1.9   | 0.8   | 68.5           | 42.6  | 22.5  | 14.8  | 5.4   | השקעות בחו"ל (ללא מניות)             |
| 11.4     | 12.7  | 13.8  | 14.7  | 15.4  | 119.5          | 123.5 | 119.8 | 116.8 | 107.3 | קופות גמל                            |
| 4.5      | 4.9   | 4.8   | 4.7   | 4.6   | 46.9           | 47.8  | 42.0  | 37.7  | 31.8  | קרנות השתלמות                        |
| 21.0     | 20.5  | 21.1  | 21.7  | 22.4  | 219.9          | 198.6 | 183.6 | 173.0 | 156.4 | הנכסים לזמן ארוך                     |
| 11.4     | 11.3  | 12.1  | 12.8  | 13.6  | 119.7          | 109.4 | 105.4 | 101.6 | 95.1  | קרנות פנסיה ותיקות                   |
| 1.4      | 1.1   | 0.9   | 0.7   | 0.5   | 14.4           | 10.7  | 7.5   | 5.3   | 3.4   | קרנות פנסיה חדשות                    |
| 4.3      | 4.3   | 4.7   | 5.0   | 5.6   | 44.6           | 41.5  | 40.6  | 40.2  | 38.9  | תכניות לביטוח חיים – מבטיחות תשואה   |
| 3.9      | 3.8   | 3.5   | 3.2   | 2.7   | 41.2           | 37.1  | 30.1  | 25.8  | 18.9  | תכניות לביטוח חיים – משתתפות ברווחים |

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

הנכסים לטווח הארוך – קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים – גדלו ריאלית בכ-4 אחוזים והסתכמו ב-220 מיליארדי ש"ח, וזאת לאחר עליות ריאליות של כ-7 אחוזים בשלוש השנים הקודמות, בממוצע. העלייה הריאלית השנה נובעת מצבירה חיובית של כ-3 מיליארדי ש"ח בקרנות הפנסיה החדשות ומגידול ריאלי של כ-4 אחוזים בתכניות הביטוח ה"משתתפות ברווחים" (לפירוט ראו פרק ה'). חלקם של הנכסים לטווח הארוך עלה השנה ל-21 אחוזים, לאחר ירידה בשנים האחרונות – מכ-23 אחוזים בשנת 1997 ל-20 אחוזים ב-2001.

#### 4. התפלגות תיק הנכסים לפי הסחירות

במהלך שנת 2002 ירד משקל הנכסים הסחירים בתיק הנכסים והסתכם בכ־35 אחוזים, לעומת כ־38 אחוזים בשנת 2001 (לוח ג'־5). ירידת משקלם של הנכסים הסחירים נבעה מהירידה ברכיב המנייתי של התיק, שקוזה חלקית על ידי עליית משקלם של המק"ם, איגרות החוב הלא־צמודות וההשקעות בניירות ערך בחו"ל. עליית משקלם של הנכסים

##### לוח ג'־5

סחירות תיק הנכסים, 1998 עד 2002  
(מחירים שוטפים)

| ההתפלגות |       |       |       |       | היתרה          |         |         |         |       |                              |
|----------|-------|-------|-------|-------|----------------|---------|---------|---------|-------|------------------------------|
| 2002     | 2001  | 2000  | 1999  | 1998  | 2002           | 2001    | 2000    | 1999    | 1998  |                              |
| (אחוזים) |       |       |       |       | (מיליארדי ש"ח) |         |         |         |       |                              |
| 100.0    | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 1,214.1        | 1,198.2 | 1,116.8 | 1,039.4 | 832.4 | סך כל הנכסים                 |
| התפלגות  |       |       |       |       |                |         |         |         |       |                              |
| 35.4     | 38.3  | 39.6  | 40.1  | 33.7  | 430.1          | 458.8   | 441.7   | 416.4   | 280.9 | הנכסים הסחירים               |
| 8.7      | 7.1   | 6.2   | 4.5   | 5.0   | 105.6          | 85.6    | 69.7    | 46.7    | 41.5  | הנכסים הלא־צמודים            |
| 3.3      | 2.2   | 2.3   | 1.7   | 2.0   | 40.1           | 26.9    | 26.2    | 18.0    | 16.5  | מק"ם                         |
| 5.4      | 4.9   | 3.9   | 2.8   | 3.0   | 65.5           | 58.7    | 43.5    | 28.7    | 24.9  | גילון ושחר                   |
| 7.4      | 7.3   | 6.8   | 7.7   | 9.5   | 89.8           | 87.7    | 76.4    | 80.2    | 78.8  | הנכסים הצמודים למדד          |
| 7.4      | 7.3   | 6.8   | 7.7   | 9.5   | 89.8           | 87.7    | 76.4    | 80.2    | 78.8  | איגרות חוב סחירות            |
| 3.6      | 2.4   | 1.7   | 1.5   | 1.1   | 44.1           | 28.5    | 18.7    | 15.7    | 9.1   | הנכסים במט"ח ובהצמדה למט"ח   |
| 0.9      | 0.9   | 1.0   | 1.2   | 1.1   | 11.0           | 10.4    | 10.8    | 12.1    | 9.1   | איגרות חוב סחירות            |
| 2.7      | 1.5   | 0.7   | 0.4   | 0.0   | 33.1           | 18.0    | 8.0     | 3.7     | 0.0   | ניירות ערך בחו"ל (ללא מניות) |
| 15.7     | 21.4  | 24.8  | 26.3  | 18.2  | 190.5          | 256.9   | 276.9   | 273.7   | 151.6 | המניות בארץ ובחו"ל           |
| 64.6     | 61.7  | 60.4  | 59.9  | 66.3  | 784.0          | 739.5   | 675.1   | 623.0   | 551.5 | הנכסים הלא־סחירים            |
| 22.6     | 24.1  | 22.4  | 20.4  | 20.1  | 274.0          | 288.9   | 250.4   | 211.8   | 166.9 | הנכסים הלא־צמודים            |
| 4.7      | 5.7   | 5.2   | 5.2   | 5.4   | 57.5           | 68.1    | 57.7    | 53.7    | 45.0  | מזומן ופיקדונות נזילים       |
| 17.3     | 18.1  | 17.0  | 15.0  | 14.5  | 209.7          | 216.8   | 190.2   | 156.1   | 120.5 | פיקדונות לזמן קצוב           |
| 0.6      | 0.3   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 6.9            | 4.1     | 2.5     | 1.9     | 1.4   | תכניות חיסכון                |
| 30.8     | 28.2  | 29.5  | 31.1  | 36.9  | 374.2          | 338.2   | 329.6   | 323.4   | 307.3 | הנכסים הצמודים למדד          |
| 8.5      | 7.4   | 8.2   | 9.7   | 11.6  | 102.7          | 88.7    | 91.3    | 100.7   | 96.7  | תכניות חיסכון                |
| 4.9      | 4.6   | 5.0   | 4.9   | 6.2   | 59.6           | 55.2    | 55.4    | 50.9    | 51.9  | פיקדונות צמודים למדד         |
| 17.5     | 16.2  | 16.4  | 16.5  | 19.1  | 211.9          | 194.3   | 182.9   | 171.8   | 158.7 | נכסים אחרים <sup>1</sup>     |
| 11.2     | 9.4   | 8.5   | 8.4   | 9.3   | 135.8          | 112.4   | 95.1    | 87.8    | 77.2  | הנכסים במט"ח ובהצמדה למט"ח   |
| 1.7      | 1.4   | 1.4   | 1.6   | 2.2   | 20.7           | 16.9    | 15.3    | 16.7    | 18.4  | פמ"ח פיצויים                 |
| 5.2      | 4.7   | 4.7   | 4.5   | 4.7   | 62.9           | 56.5    | 52.6    | 47.2    | 39.4  | פמ"ח אחרים                   |
| 0.4      | 0.3   | 0.2   | 0.4   | 0.8   | 4.5            | 3.4     | 2.8     | 4.5     | 6.3   | פיקדונות צמודים למט"ח        |
| 0.6      | 0.6   | 0.7   | 0.6   | 0.7   | 6.9            | 7.4     | 7.8     | 6.6     | 6.2   | תכניות חיסכון                |
| 3.4      | 2.4   | 1.5   | 1.2   | 0.8   | 40.8           | 28.2    | 16.7    | 12.9    | 7.1   | פיקדונות בחו"ל               |

1 נכסים שבידי קופות הגמל, קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים – בעיקר איגרות חוב מיועדות.  
המקור: מאזני הבנקים, הבורסה לניירות ערך, משרד האוצר, המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ ועיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

הלא-סחירים, מכ-62 אחוזים בשנת 2001 לכ-65 אחוזים בשנת 2002, ביטאה בעיקר את העלייה בנכסים הצמודים למדד ולמטבע חוץ.

על-פי הרכב הסחירות של התיק ניתן לראות כי הירידה בחלקו של הרכיב הלא-צמוד הייתה בחלק הלא-סחיר של התיק, בעוד שבחלקו הסחיר של התיק משקלם של הנכסים הלא-צמודים (מק"ם ואיגרות חוב לא-צמודות) גדל. גידולה של יתרת המק"ם, ולפיכך של משקלו בתיק, התרכז בחודשים האחרונים של השנה, ונבע בעיקר מעלייה ניכרת של ביקושי הציבור למק"ם. עליית הביקוש הושפעה, בין היתר, מהרפורמה במס, שבמסגרתה המק"ם יהיה פטור ממס בשנת 2003. גידולן של רכישות הציבור התאפשר עקב הסרת תקרת המק"ם ומכירת מק"ם על ידי הבנקים המסחריים.

### תיבה ג'-1: תיק הנכסים הכספיים של הציבור

תיק הנכסים הכספיים של הציבור כולל את הנכסים הפיננסיים שבבעלות הציבור, המוחזקים במישרין, או בעקיפין, באמצעות מתווכים. בהגדרת ה"ציבור" נכללים משקי הבית והפירמות במשק ללא הממשלה, בנק ישראל, הבנקים המסחריים, הבנקים למשכנתאות ותושבי חוץ.

תיק הנכסים מבטא צבירת חסכוניות בנכסים פיננסיים, המהווים תביעות של הציבור כלפי גורמים אחרים בארץ ובחו"ל. התיק אינו כולל את הנכסים הפיזיים שבידי הציבור (מבנים, ציוד וכו'). אנו מתייחסים אל המניות המוחזקות בידי הציבור כאל נכס פיננסי, אף על פי שהחזקת מניות (פרט למניות חו"ל) היא תביעה של הציבור כלפי גורמים בתוכו – הפירמות המנפיקות אותן – ולא כלפי גורם אחר.

השינויים בערכו של תיק הנכסים יכולים לנבוע משתי סיבות: האחת היא צבירה (חיובית או שלילית) של נכסים פיננסיים על ידי הציבור; צבירת נכסים תיתכן בעקבות שינוי בדפוסי הצריכה והחיסכון של הציבור, כלומר כאשר הציבור מוכר נכסים פיננסיים ורוכש נכסים פיזיים, או מגדיל את הצריכה השוטפת, ולהפך. שינוי כזה בתיק מתאפשר, בין היתר, כאשר מנגד פועלים גורמים אחרים – למשל הממשלה, תושבי חוץ או הבנקים – הרוכשים מהציבור או מוכרים לו נכסים פיננסיים. הסיבה השנייה היא שינוי במחירי הנכסים בתיק; כך, למשל, בעקבות פחות בשער החליפין יעלה שווי ההשקעות הצמודות למטבע חוץ, ולכן גם ערכם של סך הנכסים בתיק. כן מושפע שווי הריאלי של התיק מהתפתחותו של מדד המחירים לצרכן, שעלייתו גורמת לשחיקתם של הנכסים הלא-צמודים בתיק.

המתווכים המנהלים את הנכסים הפיננסיים עבור הציבור הם הבנקים המסחריים, קרנות הנאמנות והמשקיעים המוסדיים העוסקים בחיסכון חוזי – קרנות ההשתלמות, קופות הגמל והפיצויים, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח. בין הנכסים הללו נכללים ניירות ערך – איגרות חוב, מק"ם ומניות – וכן מזומן, תכניות חיסכון ופיקדונות למיניהם שבידי הציבור, ונוסף על כך השקעות בחו"ל, באמצעות פיקדונות או באמצעות החזקת ניירות ערך. אנו מתייחסים אל הנכסים המנהלים עבור הציבור על ידי המשקיעים המוסדיים העוסקים בחיסכון חוזי כאל אפיק

השקעה העומד בפני עצמו, משום ששיקולי ההשקעה של הציבור באמצעותם שונים משיקולי ההשקעה באפיקים האחרים.

תיק הנכסים המנותח פה מהווה רק חלק מרכוש הציבור, שכן הוא אינו כולל את הנכסים הפיזיים ואינו מביא בחשבון את ההתחייבויות הנוצרות בצבירת חלק מהנכסים, בשל העדר נתונים זמינים מתאימים. זמינות מערכת הנתונים של תיק הנכסים הפיננסיים היא יתרון חשוב באפשרה מעקב אחר התפתחות התיק וניתוחו – שעל אף היותו חלקי יש לו חשיבות רבה למדיניות המוניטרית. הרכבו של התיק נקבע בעיקר על פי שיקולי תשואה, סיכון ונזילות, ובכך הוא משקף את החלטות הציבור על בסיס ציפיותיו להתפתחויות בשוקי ההון והכספים בעתיד. אנו מנתחים את תיק הנכסים על-פי שלושה חתכים עיקריים – סוג ההצמדה של הנכסים, הטווח לפדיון וסחירות הנכסים. בכל אחד מחתכים אלה בא לידי ביטוי היבט אחר בהחלטות ההשקעה של הציבור.

1. סיווג הנכסים על-פי סוג ההצמדה – חלוקה לנכסים צמודים למדד או למטבע חוץ ונכסים שקליים לא-צמודים (לוח ג'-2). התפלגות זו של הנכסים מצביעה על אמונו של הציבור ביציבות המטבע המקומי; זאת, כמובן, תוך התחשבות בשיקולי תשואה וסיכון.
2. סיווג הנכסים לפי הטווח לפדיון: הטווח לפדיון של הנכסים בתיק משקף את העדפות הציבור במונחי נזילות. בטווח הקצר נכללים אמצעי התשלום, המק"ם וכן הפיקדונות לטווח של עד שנה; בטווח הבינוני – איגרות החוב, הפיקדונות לטווח של מעל לשנה, תכניות החיסכון, ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל, קרנות ההשתלמות וקופות הגמל<sup>1</sup>. ובטווח הארוך – קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים (לוח ג'-4).
3. סיווג הנכסים לפי הסחירות: בחלק הסחיר של התיק נכללים המק"ם, איגרות החוב הסחירות והמניות (לוח ג'-5). כל היתר הם הנכסים הלא-סחירים (אמצעי התשלום, הפיקדונות, תכניות החיסכון ואיגרות החוב המיועדות). התפלגות זו של התיק מצביעה על עומקו של שוק ההון.

הרכבו של תיק הנכסים יכול להשתנות עקב שינוי במחירים היחסיים של הנכסים ברכיבים השונים של התיק, או עקב מעבר בין אפיקי ההשקעה בתיק, למשל מכירת נכסים לא-צמודים ורכישת נכסים צמודים למדד. בדרך כלל נראה, כי שתי התופעות מתרחשות במקביל ומשפיעות זו על זו, שהרי שינוי במחירי הנכסים גורר התאמה בתיק ולהפך.

1 סיווגן של קופות הגמל על פי הטווח לפדיון הוא בעייתי: קופות הגמל הן בדרך כלל אפיק חיסכון ל-15 שנים, אולם מאחר שחלק ניכר מהקופות הן נזילות, סיווגנו אותן, לצורך הניתוח, כנכסים לטווח בינוני.