

פרק ה'

המשקיעים המוסדיים

משקל המשקיעים המוסדיים בתיק הנכסים של הציבור עמד בסוף שנת 2002 על כ-36 אחוזים – ללא שינוי מהותי לעומת אשתקד. משקל קופות הגמל, קרנות ההשתלמות וקרנות הנאמנות, שירד, קוזו על ידי עליית משקלן של התכניות לביטוח חיים ושל קרנות הפנסיה החדשות. עם זאת ראוי לציין, כי משקל החיסכון המוסדי בתיק הנכסים של הציבור בשנה הנסקרת היה נמוך מאשר בסוף שנות השמונים, תקופה שבה הוא עלה על 50 אחוזים.

השנה בחר הציבור למשוך כספים מקופות הגמל, מקרנות ההשתלמות ומקרנות הנאמנות. המשך המגמה של משיכות הכספים מקופות הגמל מוסבר, בין היתר, בירידות שערים במרבית אפיקי ההשקעה, ובמיוחד בשוק המניות, שהשפיעו לרעה על תשואות קופות הגמל. המשיכות מקרנות ההשתלמות ומקרנות הנאמנות במהלך השנה היו בבחינת שינוי מגמה לעומת השנים הקודמות, שינוי המוסבר, בין היתר, בתשואה ריאלית שלילית שהציגו הקרנות במהלך השנה, לעומת תשואה ריאלית חיובית בשנים קודמות.

במחצית הראשונה של שנת 2002 ניתבו המשקיעים המוסדיים את השקעותיהם לאפיק הצמוד למדד והצמוד למטבע חוץ, בעיקר על חשבון השקעה במניות ובאפיק הלא-צמוד, בדומה למגמה שאפיינה את תיק הנכסים הכספיים של הציבור. שינוי זה הושפע, בין היתר, מהתאמה של הנכסים הפיננסיים להתפתחות האינפלציה בפועל ולאיןפלציה הצפויה. במחצית השנייה של השנה, על רקע ירידת הציפיות לאיןפלציה ורגיעה מסוימת בשווקים, התמתנה מגמה זו, והמשקיעים המוסדיים הגדילו חלקית את השקעותיהם באפיק הלא-צמוד, בעיקר על חשבון השקעה באפיק הצמוד למדד.

ההגבלה על ההשקעות בחו"ל של קופות הגמל, קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים מנעה עד השנה השקעות בחו"ל בהיקף העולה על 5 אחוזים מסך נכסיהן. בתחילת השנה, על רקע הליברליזציה בשוק מטבע החוץ בישראל, הועלתה תקרה זו ל-20 אחוזים, וב-1.1.03 היא בוטלה.

1. קרנות הנאמנות

א. התפתחות הנכסים

יתרת נכסי קרנות הנאמנות הצטמצמה בשנת 2002 ב-17.2 מיליארדי ש"ח, והסתכמה ב-45.8 מיליארדים, בניגוד למגמת עלייתן של היתרות בחמש השנים האחרונות. ירידת היתרה של סך נכסי הקרנות נבעה מפדיונות נטו של 14.9 מיליארדי ש"ח, עיקרם בקרנות המתמחות בהשקעה בנכסים שקליים, ומתשואה נומינלית שלילית של חצי אחוז על סך נכסי הקרנות.

לוח ה'1

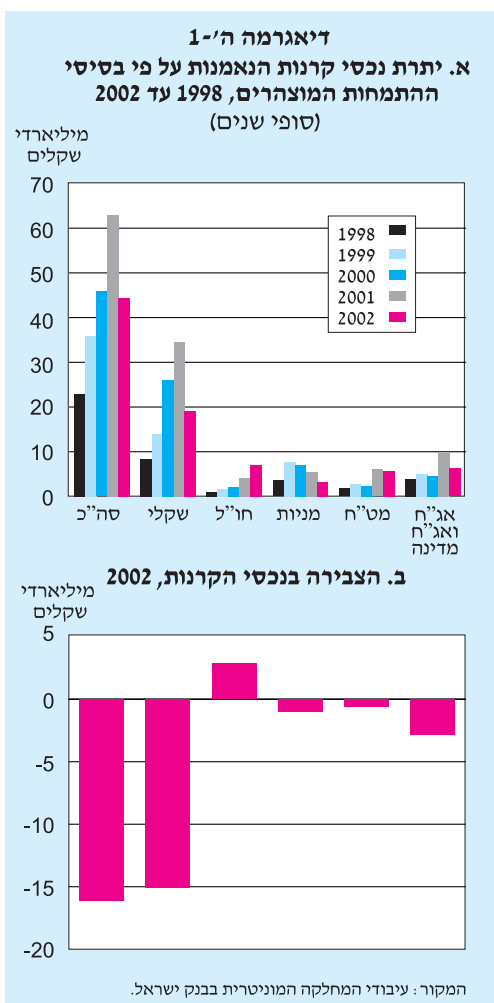
המשקיעים המוסדיים – ההתפתחויות העיקריות, 1999 עד 2002

השנה	קרנות הנאמנות	קופות התגמולים והפיצויים	קרנות ההשתלמות	קרנות הפנסיה		תוכניות לביטוח חיים		סך הכול
				ותיקות	חדשות	מבטיחות	משתתפות ברווחים	
יתרת הנכסים (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)								
1999	35.9	117.4	37.8	101.6	5.2	40.2	25.8	363.9
2000	45.8	120.0	42.2	105.4	7.5	40.6	30.1	391.6
2001	63.0	123.8	48.0	109.4	10.7	41.5	37.4	433.8
2002	45.8	119.8	47.0	119.7	14.4	44.6	41.3	432.6
אחוזים מסך כל תיק הנכסים של הציבור								
1999	3.5	11.3	3.6	9.8	0.5	3.9	2.5	35.0
2000	4.1	10.7	3.8	9.4	0.7	3.6	2.7	35.1
2001	5.3	10.3	4.0	9.1	0.9	3.5	3.1	36.2
2002	3.8	9.9	3.9	9.9	1.2	3.7	3.4	35.6
הצבירה נטו (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)								
1999	7.2	-5.0	2.0	-2.8	1.6			3.0
2000	11.0	-3.9	0.04	-2.1	2.0			7.1
2001	15.4	-4.2	2.5	-2.9	2.6			13.4
2002	-14.9	-3.2	-0.8	-3.2	3.1			-19.1
התשואה הריאלית (אחוזים) ¹								
1999	25.2	13.5	12.7					
2000	4.4	3.4	3.6					
2001	5.3	6.4	6.9					
2002	-0.5	-6.9	-6.4					

1. התשואה הריאלית של קופות התגמולים והפיצויים אינה כוללת את התשואה הריאלית של קופה מרכזית לפיצויים ששיעוריהם היו: 12.5% בשנת 1999, 2.8% בשנת 2000, 6.7% בשנת 2001 וכ-7% בשנת 2002. המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

בהתפתחות הנכסים ניכרו תנודות חדות במהלך השנה: בחודשים ינואר ופברואר הייתה צבירה חיובית של 15 מיליארדי ש"ח – רובה בקרנות המתמחות בהשקעה באיגרות חוב ובמטבע חוץ – ואילו בשאר חודשי השנה נרשמו פדיונות, שהקיפו את רוב קבוצות ההתמחות. היקף הפדיונות הלך וגדל ממארכ ועד יוני, שבו הוא הגיע לשיא של 7.2 מיליארדי ש"ח (דיאגרמה ה'1). במחצית השנייה של השנה נמשכה מגמת הפדיונות, שהקיפה את רוב רובן של הקרנות, אולם בהיקפים הולכים וקטנים, עד כדי 500 מיליוני ש"ח בנובמבר. בדצמבר נמשכה מגמת הפדיונות בכל הקרנות, למעט בקרנות המתמחות בנכסים שקליים לא-צמודים; באלה הייתה צבירה חיובית בסך של 2 מיליארדי ש"ח, ששיקפה רצון להשקיע בנכסים פטורים ממס. (ראו דיון בהמשך.)

למרות הפדיונות שנרשמו בקרנות הנאמנות בשנת 2002, גדל בשנה הנסקרת מספרן של קרנות הנאמנות, והגיע ל-584, לעומת 526 ו-450 בשנים 2001 ו-2000, בהתאמה. גידול זה התרכז בעיקר בקרנות המתמחות בנכסים שקליים ובנכסי חו"ל – המשך למגמה של השנים האחרונות. מספר הקרנות המתמחות בנכסי חו"ל גדל ב-26, וגידולו עולה בקנה אחד עם הצבירה החיובית בהן, בסך של 2.7 מיליארדי ש"ח. גידול מספר הקרנות



המתמחות בנכסים שקליים, ב־25, שאינו עולה בקנה אחד עם מגמת הפדיונות באפיק זה, מוסבר, בין היתר, בהשפעת הרפורמה במס, שתחילתה בינואר 2003. במהלך השנה נוסדו מספר קרנות שהצהירו כי הן משקיעות בנכסים פטורים ממס – בהם איגרות חוב שקליות, שהונפקו לפני התאריך הקובע לרפורמה במס (מאי 2000) וסדרות מק"ם הפטורות ממס עד סוף שנת 2003.

מדד הריכוזיות – מדד HHI מנורמל¹ – של ענף קרנות הנאמנות נותר ברמתו הגבוהה במהלך שנת 2002, לאחר עלייה ניכרת בין השנים 2000 ו־2001 (דיאגרמה ה'-2). שלושת הקונצרנים הבנקאיים הגדולים, המנהלים את מירב נכסי הקרנות, החזיקו בשנת 2002 ב־78 אחוזים מסך נכסיהן, לעומת 74 אחוזים בממוצע בשנת 2000. לצד עלייה זו, ירד משקלן של קרנות הנאמנות המנוהלות על ידי חברות פרטיות ל־11 אחוזים בממוצע בשנת 2002, לעומת 16 אחוזים בממוצע בשנת 2000; משקלן של קרנות הנאמנות המנוהלות על ידי הבנקים הקטנים נשאר ללא שינוי זו השנה השלישית. התפתחויות אלו מלמדות כי הצבירה הגדולה בשנת 2000 הייתה ברובה בקרנות המנוהלות על ידי שלושת הבנקים הגדולים, ואילו משיכות הכספים במהלך שנת 2002 התחלקו בערך שווה ושווה בין כל סוגי הקרנות.

(1) קרנות המתמחות בהשקעה בנכסים שקליים

קרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה בנכסים שקליים לא־צמודים הן חלק הארי של ענף קרנות הנאמנות. יתרתן הגיעה בתחילת שנת 2002 ל־34.5 מיליארדי ש"ח, שהם כ־55 אחוזים מסך נכסי הקרנות. בשנת 2002, עם עליית הציפיות לאינפלציה, שלווה בהתגברות אי־הוודאות בשוק, התהפכה מגמת הצבירה ששררה בקרנות אלו בשנים האחרונות, ונרשמו פדיונות בהיקף של 13 מיליארדי ש"ח (דיאגרמה ה'-1). סימנים ראשונים להתהפכות המגמה החיובית של השנים האחרונות ניתן לזהות עוד בחודשים דצמבר 2001 וינואר 2002, שבהם הייתה צבירה חיובית קטנה, בסכום כולל של 270 מיליוני ש"ח. בפברואר 2002 החלה מגמת הפדיונות, על רקע חששות לעליית האינפלציה, והיא התחזקה במהלך החודשים הראשונים של השנה והגיעה לשיא של 3.6 מיליארדי ש"ח ביוני. מגמה זו נבעה מעליית שיעור האינפלציה ומהתגברות הציפיות להעלאת ריבית בנק ישראל; אלה הובילו לתשואות שליליות על החזקת נכסים שקליים לא־צמודים, וכך אבדה האטרקטיביות של ההשקעה בנכסים אלו, שאפיינה את השנים האחרונות. מחודש יולי, על רקע שורה של העלאות הריבית המוניטרית – אשר בלמו

1 מדד הרפינדל-הירשמן, המודד את דרגת הריכוזיות, מחושב באמצעות סכימת הריבוע של שיעורי ההשתתפות של כל קבוצה בשוק קרנות הנאמנות, ומנורמל ביחס למדד הריכוזיות המייצג התפלגות אחידה. עלייה של המודד משמעותה גידול הריכוזיות בענף קרנות הנאמנות.

את התפרצות האינפלציה שהייתה במחצית הראשונה של השנה – נחלשה מגמת הפדיונות, והיקפם ירד עד ל-700 מיליוני ש"ח בלבד באוקטובר. בחודשים האחרונים של השנה, ובמיוחד בדצמבר נרשמה צבירה חיובית; זאת על רקע העדפת הציבור להשקיע בנכסים פטורים ממס², והערכות כי בחודשים הקרובים יפחית בנק ישראל את הריבית המוניתרית, דבר שחידש את האטרקטיביות של ההשקעה בנכסים שקליים לא-צמודים.

(2) קרנות המתמחות בהשקעה באיגרות חוב ובאיגרות חוב מדינה

היתרה של קרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה באיגרות חוב ושל אלה המתמחות בהשקעה באיגרות חוב מדינה הגיעה בתחילת שנת 2002 ל-9.7 מיליארדי ש"ח, שהם כ-15 אחוזים מסך הקרנות. במהלך השנה הנסקרת חלו שינויים חדים בהיקף הנכסים בקרנות אלו: בחודשים ינואר ופברואר נרשמה צבירה חיובית גדולה בסך של 11.5 מיליארדי ש"ח, כחלק מהתאמת תיק הנכסים של הציבור כתוצאה מההורדה הגדולה של הריבית המוניתרית בסוף 2001, שהקטינה מאוד את הרווח על פיקדונות בבנקים; אולם ממאס ועד יוני הביאו המשך עלייתן של הציפיות לאינפלציה והרעה נוספת במצב המשק לירידת התשואות על החזקת איגרות חוב צמודות ולא-צמודות. הדבר הביא לפדיונות בקרנות אלו, אשר קיזזו את הצבירה החיובית שנרשמה בהן בתחילת השנה, ואף מעבר לכך. במחצית השנייה של השנה נמשכה מגמת הפדיונות, אולם בהיקפים קטנים יותר, ויתרתן הגיעה בסוף השנה ל-5.5 מיליארדי ש"ח.

בחודשים ינואר ופברואר החזיקו קרנות האג"ח ואג"ח המדינה בנכסים צמודים למדד 23 ו-50 אחוזים, בהתאמה, מנכסיהן, ואילו מחודש מארס הגדילו קרנות אלו את החזקתן בנכסים אלו עד כדי 35 ו-54 אחוזים, בהתאמה, בעיקר על חשבון הנכסים השקליים. עלייה זו של משקל הנכסים הצמודים למדד בנכסי הקרנות הקטינה את חשיפתן לשיעור האינפלציה, שאי-הוודאות לגבי גברה, ובכך הקטינו מעט את סיכון ההשקעה בהן. החזקותיהם בנכסים צמודים למדד הצטמצמו מעט בחודשים נובמבר ודצמבר, על רקע הערכות בדבר מדדי מחירים נמוכים ואף שליליים, המקטינות את האטרקטיביות של ההשקעה בנכסים צמודים.

(3) הקרנות האחרות

בקרנות המתמחות בהשקעה במטבע חוץ נרשמה צבירה חיובית בדצמבר 2001 ובארבעת החודשים הראשונים של שנת 2002, ויתרת נכסיהן הגיעה באפריל ל-8.2 מיליארדי ש"ח. בחודשים יוני ויולי נרשמו פדיונות בקרנות אלו; יתרתן ירדה ל-6 מיליארדי ש"ח, ונשארה בסביבה זו במחצית השנייה של השנה.

בקרנות המתמחות בהשקעות בנכסי חו"ל נרשמה צבירה חיובית זו השנה החמישית ברציפות, צבירה שגדלה עם השנים. סכום הנכסים הגיע בסוף 2002 ל-7.2 מיליארדי ש"ח, לעומת 1.7 מיליארדים בסוף 1999. עלייה זו בהיקף הנכסים של הקרנות המתמחות בנכסי חו"ל היא חלק משינוי הדרגתי בתיק הנכסים הכספיים של הציבור, שהתאפשר הודות לתהליך הליברליזציה בשוק מטבע החוץ הישראלי. בבחינת הרכב הנכסים בקרנות אלו נמצא כי משקל המניות הנסחרות בחו"ל ירד בשנת 2002 והגיע ל-20 אחוזים בממוצע מסך הנכסים, לעומת 56 אחוזים בממוצע בשנים 2001 ו-2000. לצד ירידה זו עלה משקל איגרות

2 הנכסים הפטורים ממס הם איגרות החוב השקליות שהונפקו לפני התאריך הקובע לרפורמה במס – מאי 2000 – וסדרות המק"ם הפטורות ממס עד סוף שנת 2003.

פרק ה', המשקיעים המוסדיים

החוב הנסחרות בחו"ל, והגיע בשנת 2002 ל-53 אחוזים בממוצע מסך הנכסים, לעומת 12 ו-4 אחוזים בשנים 2001 ו-2000, בהתאמה. שינוי זה עולה בקנה אחד עם גידול האטרקטיביות של החזקת איגרות החוב ב-2002 – עקב ירידה חדה של מדדי המניות, מצד אחד, והפחתת הריבית, שהעלתה את תשואות ההחזקה על איגרות החוב, מהצד האחר. בקרנות המתמחות בהשקעה במניות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב נשמרה גם בשנת 2002 מגמת הפדיונות שאפיינה את השנים האחרונות, ואף התחזקה. השנה נפרדו מקרנות אלו 1.1 מיליארדי ש"ח, לעומת 270 מיליונים בשנת 2001 (דיאגרמה ה'-1). סכום נכסיהן הגיע בסוף 2002 ל-2.8 מיליארדי ש"ח, וזאת לעומת 7.6 מיליארדים בסוף שנת 1999 – שנת שיא מבחינת היקף הקרנות האלה בשנים האחרונות.

ב. התפתחות התשואות

קרנות הנאמנות הניבו ב-2002 תשואה ריאלית שלילית של 6.5 אחוזים, לעומת תשואות ריאליות חיוביות של 3.8 ו-4.4 אחוזים בשנים 2001 ו-2000, בהתאמה. התשואה השלילית התאפיינה בקרנות המשקיעות באיגרות חוב לסוגיהן, ובמיוחד בקרנות המשקיעות במניות. כנגד זאת נרשמה תשואה ריאלית חיובית בקרנות המשקיעות במטבע חוץ ובנכסי חו"ל – התפתחות התואמת את התפתחות שער החליפין שקל-דולר ואת שיעור האינפלציה (לוח ה'-2).

לוח ה'-2

התשואות הריאליות של מספר קרנות נאמנות בהתמחויות מוצהרות מול תשואות השוק*
והפער ביניהן, 2000 עד 2002

התשואות השנתיות של קרנות הנאמנות במספר התמחויות עיקריות					
שקליות	אג"ח	אג"ח מדינה	מט"ח	מניות בארץ	
2000	9.7	1.4	3.6	0.9	-16.0
2001	6.3	4.6	9.7	10.9	-13.4
2002	-5.2	-7.5	-7.8	1.9	-32.3
תשואות השוק השנתיות					
מק"ם ואג"ח לא-צמודות	אג"ח מדינה וקונצרניות	שער הדולר כולל ריבית דולרית	מדד המניות הכללי		
2000	11.0	4.5	3.4	0.5	
2001	7.6	11.6	11.9	-8.2	
2002	-4.4	-5.9	2.6	-24.9	
הפער בין תשואות הקרנות לתשואות השוק					
שקליות	אג"ח	אג"ח מדינה	מט"ח	מניות בארץ	
2000	-1.3	-3.1	-0.9	-2.5	-16.5
2001	-1.3	-7.0	-1.9	-1.0	-5.2
2002	-0.8	-1.5	-1.8	-0.7	-7.4

* חישוב תשואות השוק עבור כל התמחות מוצהרת מוסבר בהערה בעמ' 96.
המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

בבחינת התשואות של קרנות הנאמנות לפי התמחויות נהוג להשוות את תשואותיהן לתשואות מדדי הנכסים הרלוונטיים – מניות, איגרות חוב ושער החליפין, וכך לבחון את היתרון הטמון בניהול מקצועי של תיק השקעה. נצפה כי התשואה הריאלית השנתית של הקרנות בהתמחויות השונות, לאחר הפחתת דמי ניהול התיק, תהיה גבוהה מתשואות המדד הרלוונטי או לפחות זהה לה, בכל אחת מקבוצות ההתמחות.

בחינת התשואה הריאלית של סך כל הקרנות המתמחות בהשקעה במניות, באיגרות חוב, ובאיגרות חוב לא-צמודות מלמדת (לוח ה'2) כי תשואתן הייתה נמוכה מתשואות המדדים הרלוונטיים בכל אחת משלוש השנים האחרונות.

הפער בין תשואת הקרנות השונות לבין תשואת השוק³ שלהן, למעט הקרנות המתמחות במניות, נע בין 0.7- ל-1.8- נקודות אחוז, בדומה לפערים השליליים שהיו בשנים 2001 ו-2000. נציין עוד, כי סטיות התקן של התשואות הריאליות החודשיות בקרנות הנאמנות, המודדות את הסיכון בהשקעה, דומות לאלה המתקבלות מתשואות המדדים – דבר המלמד כי מנהלי הקרנות הרכיבו תיקי השקעה בעלי סיכונים הדומים לסיכוני המדדים הרלוונטיים. לכן, בהשוואת מדדי שארפ⁴ בין תשואת הקרנות, בהתמחויות שונות, לבין תשואת מדדי השוק הרלוונטיים מתקבלת תמונה דומה – פערים שליליים, שמשמעותם כי התשואה בקרנות הנאמנות הייתה נמוכה מתשואתם של מדדי השוק הרלוונטיים.

בקרנות המתמחות במניות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב נמצא כי הפערים השליליים גדולים יחסית בכל אחת משלוש השנים האחרונות, ובשנת 2002 הסתכם הפער בשיעור שלילי של 7.4 נקודות אחוז. ראוי לציין, כי כשבוחנים את תשואת הקרנות המתמחות בהשקעה במניות מול התשואה של מדד מניות המעו"ף ולא של מדד המניות הכללי מקבלים פער שלילי נמוך יותר, הדומה לפערים בשאר ההתמחויות. מכאן שההשקעה של קרנות אלו נוטה למניות הכלולות במדד המעו"ף יותר מאשר לשאר המניות, תופעה מוכרת בתקופה של ירידות מחירים.

פערים שליליים אלו, שנמצאו בכל קבוצות ההתמחות ובכל שלוש השנים האחרונות, מלמדים כי ההשקעה בנכסים פיננסיים באמצעות קרנות הנאמנות אינה עדיפה על השקעה ישירה בנכסים כאלה. אולם למשקיעים "קטנים" מקנה ההשקעה באמצעות הקרנות יתרון מסוים, הנובע מיכולתן לנהל תיק מפוזר תוך ניצול יתרונות ברורים לגודל. זאת משום שיכולתם של משקיעים כאלה לנהל בעצמם תיקי נכסים מגוונים, כך שהם יניבו תשואות דומות לתשואות המדדים הרלוונטיים, היא בדרך כלל מוגבלת. מגבלה זו של

3 תשואות השוק מחושבות כדלקמן:

א. לקרנות השקליות – ממוצע התשואות של מדד סדרות המק"ם ושל מדד איגרות החוב הלא-צמודות, כפי שמפרסמת הבורסה לניירות ערך, בניכוי שיעור האינפלציה.
ב. לקרנות המתמחות באיגרות חוב ובאיגרות חוב מדינה – תשואת מדד איגרות החוב הכללי, כפי שמפרסמת הבורסה לניירות ערך, בניכוי שיעור האינפלציה.
ג. לקרנות המתמחות במטבע החוץ – השינוי בשער הדולר בתוספת הריבית הממוצעת על הדולר ובניכוי שיעור האינפלציה.
ד. לקרנות המתמחות במניות בארץ – תשואת מדד המניות הכללי, כפי שמפרסמת הבורסה לניירות ערך, בניכוי שיעור האינפלציה.

4 מדד שארפ מייצג את התשואה העודפת של תיק הנכסים מעבר לתשואה של נכס חסר סיכון – במקרה זה המק"ם – ליחידת סיכון אחת.

המשקיע ה"קטן", הנפוצה גם במדינות מפותחות, יצרה ביקוש לקרנות נאמנות המתחייבות לחקות את תשואת מדדי השוק. קרנות אלו, הנקראות "קרנות אינדקס", מנהלות את נכסיהן ללא כל שיקול דעת של ניהול השקעות, וכך יכולות להשיג תשואה דומה לזו של המדד הרלוונטי תמורת דמי ניהול מינימליים.

ג. התפלגות תיק הנכסים של קרנות הנאמנות

משקל הנכסים השקליים הלא-צמודים בתיק הנכסים של קרנות הנאמנות ירד בשנת 2002, ובזאת התהפכה מגמת העלייה של משקל נכסים אלו, ששררה בשנים האחרונות. לצד ירידה זו, ירד גם משקל נכסי המניות, ולעומתן עלה משקל הנכסים הצמודים למדד המחירים לצרכן ולמטבע חוץ, וכן משקלם של נכסי חו"ל (דיאגרמה ה'3).

משקל הנכסים השקליים הלא-צמודים ירד, כאמור, מ-69 אחוזים בדצמבר 2001 ל-60 אחוזים בדצמבר 2002. מבין הנכסים השקליים הלא-צמודים עלה ב-2002 משקלן של איגרות החוב מסוג "גילון" – איגרות חוב לא-צמודות הנושאות ריבית משתנה ותכונותיהן דומות לאלו של איגרות חוב צמודות – ובהתאם לכך ירדה החשיפה של ההשקעה לסיכון האינפלציה. תהליך זה של שינוי הרכב הנכסים השקליים שבידי קרנות הנאמנות מוסבר ברמה הגבוהה של סיכון האינפלציה ששררה לאורך שנת 2002.

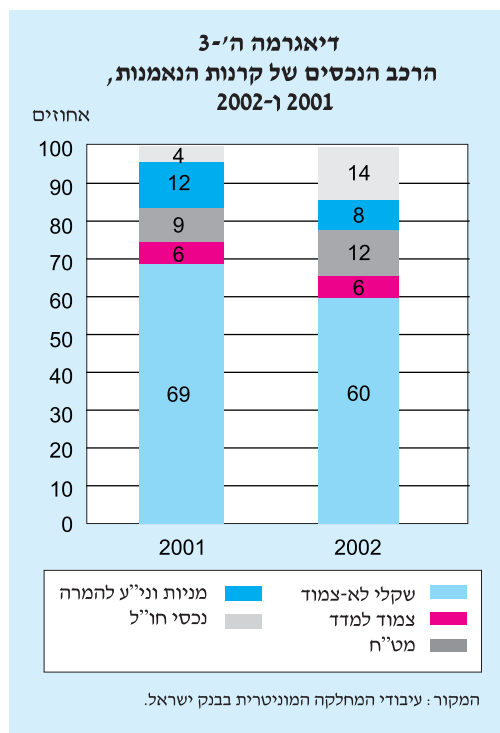
חלקן של המניות בתיק המשיך גם השנה לרדת – מרמה של 12 אחוזים בדצמבר 2001 ל-8.5 אחוזים בדצמבר 2002 – בהשפעת ירידתם של מחירי המניות בארץ ובעולם.

במשקל הנכסים הצמודים למדד בסך נכסי הקרנות התחוללו במהלך שנת 2002 תנודות חדות: במחצית הראשונה של השנה עלה משקלם והגיע לרמה של למעלה מ-10 אחוזים מסך הנכסים, ואילו במחצית השנייה שלה הוא שב וירד ל-6 אחוזים – הרמה ששררה

בסוף שנת 2001. לעומת זאת עלה משקל הנכסים הצמודים למטבע חוץ במשך שנת 2002, והגיע באוקטובר לרמה של 13.3 אחוזים. בחודשים נובמבר ודצמבר ירד מעט משקלם בתיק הקרנות, לרמה של 12 אחוזים, תוצאת רגיעה מסוימת בשוק מטבע החוץ. השינוי המשמעותי שחל ב-2002 היה גידול משקל הנכסים הנסחרים בחו"ל; זה עלה לאורך השנה כולה, עד לרמה של 14.3 אחוזים מסך נכסי הקרנות, לעומת 4.2 בסוף שנת 2001. גידול זה, המתווסף על גידול הנכסים הצמודים למטבע חוץ, הביא את משקל הנכסים הנקובים במטבע חוץ והצמודים למטבע חוץ לרמה של 26.5 אחוזים, הגבוהה ביותר מאז תחילת שנות התשעים.

ד. ההתפתחויות בענף קרנות הנאמנות

ביום 24.7.2002 אושר בכנסת תיקון לפקודת מס ההכנסה על פי המלצות "ועדת רבינוביץ", תיקון הכולל, בין היתר, הוראות בדבר מיסוי קרנות הנאמנות, שנכנסו לתוקף ביום 1.1.2003. בהתאם להמלצות הוועדה, יפוצל ענף קרנות הנאמנות לשלושה סוגי קרנות – קרן פטורה, קרן חייבת וקרן מעורבת.



"קרן נאמנות פטורה" תהיה פטורה מתשלום מס על כל סוגי ההכנסות, ובעת מכירת יחידות ההשתתפות בה ינוכה מהמשקיעים מס במקור על רווחי הון ריאליים המתקבלים מההשקעה; שיעור המס, 25 אחוזים, גבוה מאשר ברוב אפיקי ההשקעה האחרים. בקרן זו ישקיעו בעיקר חברות ומוסדות, המתקזזים מול רשויות המס באופן קבוע; משקיעים אלו, המשלמים כאמור מס גבוה, יעדיפו לקבל פטור מניכוי מס זה במקור, ובמקום זאת ליהנות מהאפשרות לקזז מרווחיהם הפסדי הון.

"קרן נאמנות חייבת" תהיה חייבת במס על כל הכנסותיה מריבית, מרווח הון ומדיבידנד – לפי כללי המס החלים על כל סוג של הכנסה⁵. המשקיעים יהיו פטורים מתשלום מס בעת הפדיון, וכן יהיו פטורים ממס על רווחים שתחלק הקרן. בעלי היחידות לא יהיו זכאים להחזר כלשהו מהמס ששילמה הקרן בגין הפסד מאפיקי השקעה אחרים. מסלול זה ישמש משקיעים פרטיים, הסולדים ממגע עם הרשויות, או לקוחות שאין להם אפיקי השקעה בניירות ערך נוספים, שכן הם לא יוכלו לקזז הפסדים בין אפיקי השקעה שונים.

"קרן נאמנות מעורבת" באה לענות על שתי הבעיות המרכזיות שקיימות בשני המסלולים הקודמים – שיעור המס הגבוה בקרן הפטורה ובעיית קיזוז ההפסדים בקרן החייבת. "קרן נאמנות מעורבת" תשלם מס אך ורק על רווחים מניירות ערך זרים ומדיבידנד המתקבל מחברות ישראליות. כנגד זאת, בעת המימוש ישלם בעל יחידות ההשתתפות מס רווח הון ריאלי של 15 אחוזים, בדומה למס על רווחי הון מניירות ערך אחרים, ובמקביל תשלם הקרן את המסים ששיעוריהם גבוהים מ-15 אחוזים. הקרן תשלם מס בשיעור של 12 אחוזים על דיבידנד ושיעור של 24 אחוזים על רווחי הון ריאליים מניירות ערך זרים – שיעורי מס נוספים המשלימים לכוללי המס הרגילים. לפיכך, שיעור המס המשולם על ידי הקרן ובעל היחידה יחד זהה לשיעור המס שהיה משולם לו הייתה ההשקעה במישרין. ל"קרן נאמנות מעורבת" יפנו משקיעים מתוחכמים, המעוניינים לקזז הפסדים בין כל ניירות הערך שהם משקיעים בהם, פעולה המחייבת הגשת דוח שנתי למס הכנסה.

2. קופות התגמולים והפיצויים (קופות הגמל) וקרנות ההשתלמות

א. התפתחות הנכסים

שנת 2002 התאפיינה בהמשך המגמה, שהחלה בשנת 1994, של משיכת כספים נטו מקופות הגמל בהיקפים נרחבים. הדבר מוסבר, בין היתר, בעליית התנודתיות של תשואות קופות הגמל, שהחריפה השנה, על רקע ירידות השערים במרבית אפיקי ההשקעה, ובמיוחד בשוק המניות. ירידות השערים תרמו להתגברות מודעותו של הציבור לרמת

5 תשלום המס על הכנסה מריבית ומרווח הון הוא 15 אחוזים מהריבית ומרווח ההון הריאליים, או 10 אחוזים מהריבית ומרווח ההון הנומינליים; המס על הכנסה מדיבידנד של חברה ישראלית יהיה בשיעור של 25 אחוזים; המס על רווחי הון מניירות ערך זרים יהיה בשיעור של 35 אחוזים.

הסיכון של הקופות (כפי שמפורט בדין וחשבון של המחלקה המוניטרית לשנת 2001), והדבר התבטא, כאמור, בצבירה השלילית. זאת למרות מאמצי שיווק שנקטו הקופות, על רקע הרפורמה במס, כדי לשכנע את הציבור להפקיד בהן לפני תאריך תחולת הרפורמה סכומים שיהיו פטורים ממס.

למרות המשיכות המתמידות מקופות הגמל, היקף נכסיהן עדיין גבוה, והן נמנות עם המשקיעים הדומיננטיים בשוק ההון. הדומיננטיות שלהן מתבטאת, בין היתר, בחלקן בשוק איגרות החוב הממשלתיות הצמודות למדד, שעמד בשנת 2002 על כ-47 אחוזים, ובחלקן במלאי המניות – כ-9 אחוזים.

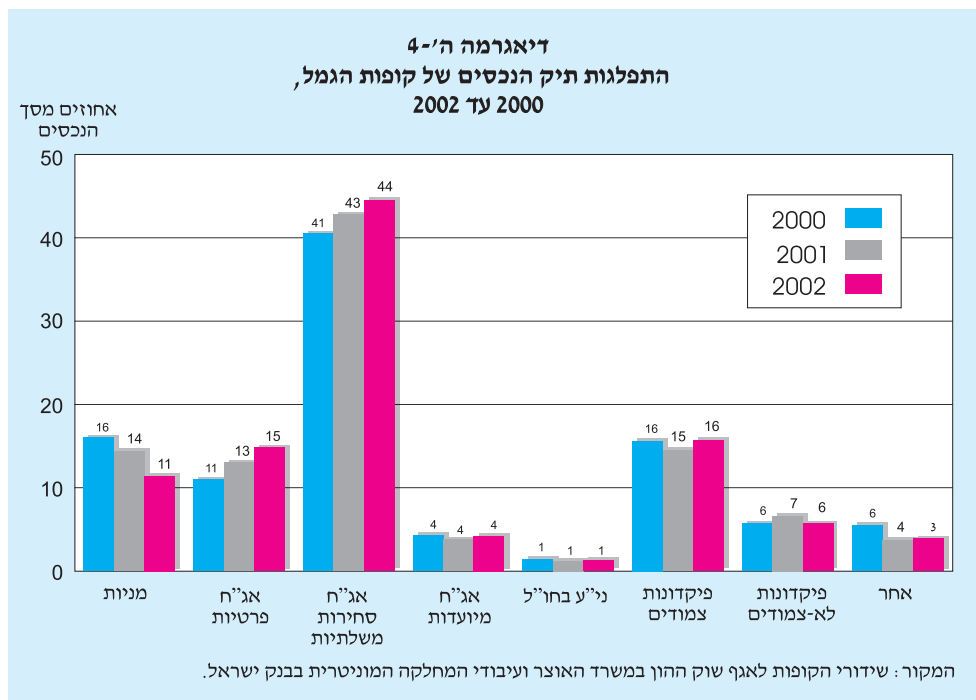
יתרת הנכסים של קופות הגמל הסתכמה בסוף שנת 2002 בכ-120 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-124 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד, ירידה ריאלית של כ-9 אחוזים. הירידה הריאלית נבעה ממשיכות כספים נטו של כ-3 מיליארדי ש"ח, ומהתשואות השליליות שהשיגו הקופות. יש לציין שמשנת 1994 נמשכו מקופות הגמל מעל 40 מיליארדי ש"ח, וכך ירד משקלן בתיק הנכסים של הציבור (לוח ה'-1); עם זאת הן מהוות עדיין רכיב חשוב בחיסכון לטווח ארוך, בזכות הטבות המס הניתנות לחוסכים באמצעותן. התשואה הריאלית שהניבו ההשקעות של קופות הגמל בשנת 2002 הייתה שלילית (6.9- אחוזים), לעומת תשואה חיובית של 6.4 אחוזים בשנת 2001 (לוח ה'-1).

יתרת הנכסים של קרנות ההשתלמות קטנה בשנת 2002 בכ-8 אחוזים, והסתכמה בסופה בכ-47 מיליארדי ש"ח, וזאת לעומת עליות בשנים קודמות (לוח ה'-1). מגמה חדשה זו נובעת ממשיכות נטו של כמיליארד ש"ח, מרביתן במחצית הראשונה של השנה. משיכות אלה נבעו בחלקן מפדיונות של קרנות השתלמות לעצמאיים, שאושרו לראשונה לפני 6 שנים והגיעו לפדיון. כן הושפעו המשיכות מהתשואה הריאלית השלילית שהניבו נכסי הקרנות השנה (6.4- אחוזים), לעומת תשואה חיובית של כ-6.9 אחוזים בשנת 2001 (לוח ה'-1).

(1) התפלגות תיקי הנכסים של קופות הגמל וקרנות ההשתלמות

השנה עלה משקל איגרות החוב הממשלתיות הסחירות, שהן הרכיב העיקרי בתיק הנכסים של הקופות (כ-44 אחוזים), בד בבד עם עליית משקלן של איגרות החוב הפרטיות, בעיקר הלא-סחירות, והפיקדונות הצמודים, במיוחד על חשבון חלק המניות והפיקדונות הלא-צמודים (דיאגרמה ה'-4). ירידת משקלן של המניות בתיק הנכסים של הקופות נבעה מירידת שוויין בשוק, ולא מהקטנה משמעותית של ההחזקה בהן. עליית משקלן של איגרות החוב הפרטיות, בעיקר הלא-סחירות, בתיק הנכסים של הקופות מוסברת, בין היתר, בגידול ההנפקות הפרטיות במשך בשנתיים האחרונות, על רקע הקושי של חברות במשק לגייס אשראי בנקאי והעדפת הבנקים לשתף גופים מוסדיים במימון פרויקטים. ייתכן שעלייה זו נבעה גם מהעדפת המשקיעים המוסדיים להשקיע בנכסים לא-סחירים כדי לצמצם את הרכיב התנודתי בתיק השקעותיהם. השינויים בתיק הנכסים של קרנות ההשתלמות במהלך השנה דמו לשינויים בתיק קופות הגמל.

התפתחות נכסי קופות הגמל וקרנות ההשתלמות מבחינת הרכב ההצמדה לא הייתה אחידה על פני השנה: במחצית הראשונה, על רקע עליית הציפיות לאינפלציה, הקטינו הקופות והקרנות את משקל הנכסים השקליים בתיקיהן, והגדילו את משקל הנכסים הצמודים למדד. במחצית השנייה, עם ירידת הציפיות לאינפלציה, הן הגדילו את ההשקעה בנכסים לא-צמודים, והקטינו את משקל הנכסים הצמודים למדד; בכך קוּזו חלקית גידולו של הרכיב הצמוד בתיקן לעומת דצמבר 2001.



ב. ההתפתחויות בענף קופות הגמל

(1) ההתפתחויות המבניות

ענף קופות הגמל מאופיין בריכוזיות גבוהה: הבנקים מנהלים את מרבית נכסי הקופות. בשנת 2002 הוחזקו ונוהלו על ידי הבנקים מעל 85 אחוזים מנכסי הקופות. היתר הוחזקו ונוהלו בידי גופים אחרים, בדומה לשנים קודמות. הריכוזיות הגבוהה והגבלת המעבר מקופה לקופה לפעם בשנה בלבד פוגעות בתחרות וביעילות של שוק ההון. מלבד זאת גלום בבעלות הבנקים על קופות הגמל ועל חברות הניהול של קופות הגמל פוטנציאל לניגודי עניינים. לפיכך חשוב אפוא לפעול להפרדה הדרגתית בין הבנקים לקופות.

(2) הסדרה

באוקטובר 2002 נכנסו לתוקף תקנות ההשקעה החדשות של קופות הגמל, המבטאות שינוי תפישה – ממצב שבו הכול אסור, למעט מספר היתרים מפורשים, למצב שבו הכול מותר, למעט מספר הגבלות מפורשות. כך התבטלו מרבית ההגבלות הכמותיות, והיום ניתנת אפשרות להשקיע בכל נכס בכפיפות למספר מגבלות יציבותיות (תיבה ה'-2).

3. קרנות הפנסיה

א. קרנות הפנסיה לעמיתים ותיקים

יתרת הנכסים של קרנות הפנסיה לעמיתים ותיקים הסתכמה באוקטובר 2002 בכ-120 מיליארדי ש"ח, לעומת 109.4 מיליארדים בסוף שנת 2001 (לוח ה'-1), וזאת בזכות התשואה המובטחת שמניבות איגרות החוב המיועדות. מאז 1995 עמיתים חדשים אינם

רשאים להצטרף לקרנות הפנסיה הוותיקות (אלא רק לקרנות הפנסיה החדשות), ולפיכך הולך ופוחת בהדרגה מספר העמיתים הפעילים שבגינם מופרשים דמי גמולים לקרנות אלה, במקביל לגידול היקף התגמולים המשולמים לעמיתים הוותיקים. סגירת הקופות הוותיקות בפני מצטרפים חדשים הביאה בשנים האחרונות למשיכות מקרנות אלה, ובמהלך שנת 2002 נפרדו מקרנות הפנסיה לעמיתים ותיקים כ-3 מיליארדי ש"ח, בדומה לפדיונות בשנת 2001. לקרנות הפנסיה לעמיתים ותיקים גירעונות אקטואריים, שנאמדו בסוף 2001 בכ-60 מיליארדי ש"ח⁶, והרפורמה החלקית בענף הפנסיה לא טיפלה בבעיה מרכזית זו.

החל מאוקטובר 2002 קרנות הפנסיה לעמיתים ותיקים חייבות על פי תיקון לתקנות מס ההכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), להשקיע לפחות 93 אחוזים מנכסיהן באיגרות חוב מיועדות מסוג "מירון", המניבות ריבית אפקטיבית שנתית של כ-5.57 אחוזים. זאת לעומת התקנות הישנות, שחייבו את הקרנות להשקיע לפחות 93 אחוזים באיגרות חוב מיועדות, באיגרות חוב ממשלתיות סחירות ובמניות גמול ומקרקעין שנרכשו לפני 1957. השינוי בתקנות הפחית אפוא את גמישות ההשקעה של הקרנות באיגרות חוב סחירות. עם זאת, בדומה לעבר, קרנות הפנסיה כמעט ולא משקיעות בנכסים סחירים בשוק ההון, ועיקר השקעתן היא בנכסים לא סחירים.

השנה, עם העלייה בתשואות של איגרות החוב הצמודות הממשלתיות הסחירות לרמה הגבוהה מהתשואה המובטחת על איגרות החוב המיועדות מסוג "מירון" (לוח ה'-3), הקטינו קרנות הפנסיה את השקעתן באיגרות חוב מיועדות. מאז ספטמבר התשואה הממוצעת של איגרות החוב הסחירות הצמודות למדד לטווחים ארוכים הייתה גבוהה מהריבית האפקטיבית המשולמת על איגרות החוב המיועדות מסוג "מירון". לפיכך נרשמה מראשית אוקטובר 2002 ירידה חדה בכמות איגרות החוב המיועדות מסוג "מירון" שרכשו קרנות הפנסיה הוותיקות, עד לסכום ממוצע של כ-200 מיליוני ש"ח ברביע האחרון של השנה, לעומת כ-700 מיליונים בממוצע בחודשים ינואר עד ספטמבר. משקל איגרות אלה בסך נכסי הקופות עמד בשנת 2001 עד אוגוסט 2002 על כ-95 אחוזים, בדומה למשקלן בשנים קודמות, ומאוקטובר הוא ירד לכ-93 אחוזים (דיאגרמה ה'-5). קרנות אלו

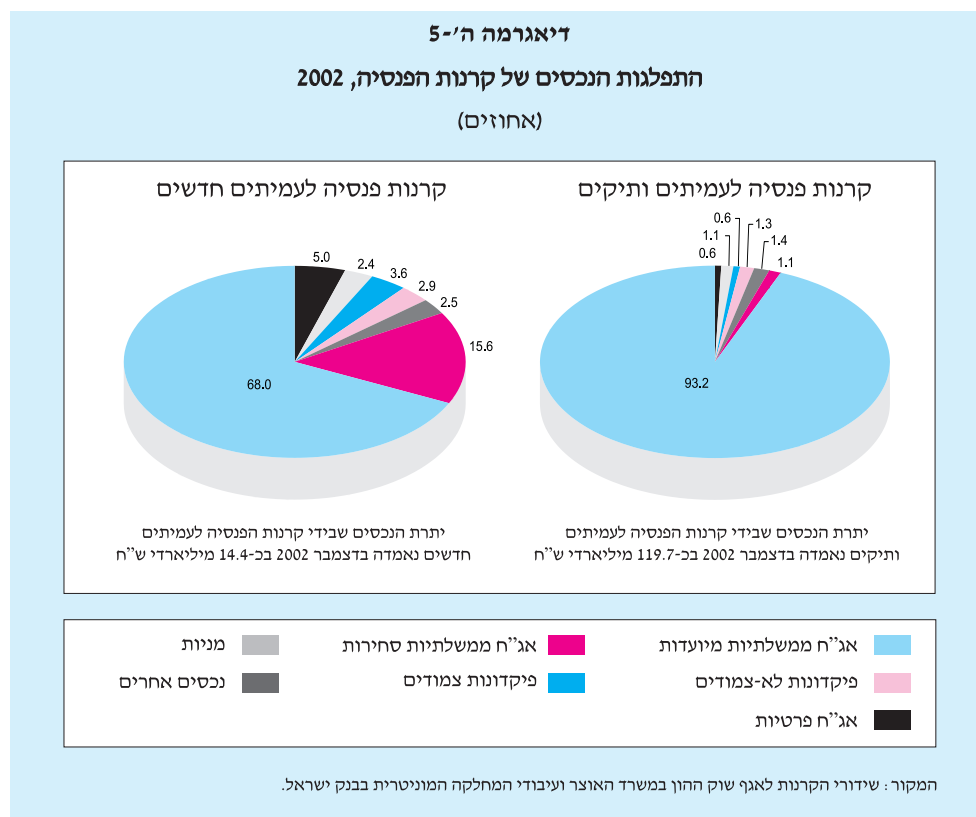
לוח ה'-3

ההפרש שבין התשואה של איגרות חוב מיועדות מסוג "מירון" לתשואת איגרות חוב הצמודות מסוג "גליל" לטווח ארוך, 1999 עד 2002

ספטמבר- דצמבר 02	ינואר- אוגוסט 02	2001	2000	1999	
5.7	5.0	4.8	5.4	5.1	"תשואה ממוצעת "גליל"
5.57	5.57	5.57	5.57	5.57	תשואה אפקטיבית "מירון"
-0.1	0.6	0.8	0.2	0.5	ההפרש

המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

6 המקור: דוח של הממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון לשנת 2001.



אינן נהנות מגמישות רבה בגיוון השקעותיהן, משום שהן מחויבות, כאמור, להשקיע לפחות 93 אחוזים מנכסיהן באיגרות המיועדות.

ב. קרנות הפנסיה לעמיתים חדשים

קרנות פנסיה לעמיתים חדשים, אשר החלו לפעול מינואר 1995, מתמקדות בצירוף עמיתים חדשים, לרוב צעירים, שרק החלו לחסוך לפנסיה, דבר הגורם לעלייה הדרגתית בגביית דמי הגמולים, ואילו תשלומי הפנסיה בהן עדיין נמוכים. יתרת הנכסים של קרנות הפנסיה לעמיתים חדשים הסתכמה באוקטובר 2002 בכ-14 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-11 מיליארדים בדצמבר 2001, עלייה ריאלית של יותר מ-20 אחוזים, והצבירה נטו בהן הסתכמה בכ-3.1 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-2.6 מיליארדים בדצמבר 2001 (לוח ה'-1). מאז שנת 1995, שבה החליטה הממשלה על סגירת הקרנות הוותיקות בפני עמיתים חדשים, ניכרת עלייה מתמשכת של משקל הקרנות לעמיתים חדשים בתיק הנכסים של הציבור, בעיקר עקב הצטרפותם של עמיתים חדשים לקרנות אלו (לוח ה'-1). הקרנות ממצות כמעט את כל פוטנציאל ההשקעה המותר להן באיגרות החוב המיועדות מסוג "ערד", הנושאות ריבית ריאלית שנתית אפקטיבית של 5.05 אחוזים. על פי תיקון לתקנות מס ההכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל) החל מאוקטובר 2002 קרן פנסיה חדשה מחויבת להשקיע 70 אחוזים משווי נכסיה המושוערכים באיגרות חוב מיועדות. (על פי התקנות הישנות נדרשו קרנות אלה להשקיע 70 אחוזים מהצבירה נטו באיגרות חוב מסוג "ערד"). כל עוד היו בתוקף התקנות הישנות, החזיקו הקרנות לעמיתים

חדשים כ־66 אחוזים מנכסיהן באיגרות חוב מיועדות. במהלך השנה עלה רכיב איגרות החוב המיועדות בתיק נכסי קופות אלה בהדרגה עד לכ־70 אחוזים באוקטובר; אשר לשאר התיק – כ־16 אחוזים הושקעו באיגרות חוב ממשלתיות סחירות, והיתר הושקעו בנכסים אחרים (דיאגרמה ה'־5). מאז הרפורמה בענף הפנסיה גדל היקף ההנפקות של איגרות חוב מיועדות לקרנות הפנסיה החדשות מכ־87 מיליוני ש"ח ב־1995 לכ־2 מיליארדים ב־2002. בשנת 1999 אושרה הקמתן של קרנות פנסיה חדשות כלליות. הקרנות הכלליות אינן זכאיות לאיגרות חוב מיועדות, ולכן אין הגבלה על תקרת השכר שניתן לבטח בהן. קרנות אלה נועדו לאפשר צבירה לפנסיה לחוסכים המעוניינים להפריש לקרנות פנסיה מעבר לתקרה המותרת להפרשה לקרן פנסיה חדשה (עד לפעמיים השכר הממוצע במשק). וכן ניתן להפריש לקרן כזאת הפרשות חד־פעמיות, שאינן מותרות לקרנות הפנסיה הזכאיות לאיגרות חוב מיועדות. יתרת נכסיהן של קרנות אלה הסתכמה בסוף שנת 2002 בכ־100 מיליוני ש"ח; כמחצית מסכום זה מושקעת באיגרות חוב ממשלתיות ומק"ם.

ג. ההתפתחויות המבניות

בסוף שנת 2002 פעלו 18 קרנות פנסיה לעמיתים ותיקים, 20 קרנות פנסיה חדשות, ו־3 קרנות חדשות כלליות, לעומת 18 קרנות ותיקות ו־17 קרנות חדשות בשנת 1999. אמנם הסדר הפנסיה החדש, מאז שנת 1995, הביא לפתיחתו של ענף קרנות הפנסיה לתחרות, אך הענף עדיין מאופיין בריכוזיות גבוהה. ראוי לזכור כי מעל 90 אחוזים מנכסי הקרנות הם עדיין בניהול ההסתדרות, ומרבית הקרנות החדשות מנוהלות בידי אלו המנהלים גם את הקרנות הוותיקות.

מדד הריכוזיות הרפינדל־הירשמן⁷ של קרנות הפנסיה החדשות עומד משנת 1999 על רמה גבוהה של כ־3.0, ומשקף את הריכוזיות הגבוהה בשוק קרנות הפנסיה בישראל, גבוהה מאשר ארצות אחרות. (באנגליה ובארה"ב – כ־0.03). סיבה עיקרית לריכוזיות הגבוהה בענף היא שליטה של האיגודים המקצועיים על הקרנות, העדר חופש בחירה והגבלת האפשרות של מעבר מקופה לקופה. חשוב לפעול לצמצום הדרגתי של הריכוזיות בענף.

(1) הסדרה

לגבי תקנות ההשקעה החדשות מאוקטובר 2002 ראו תיבה ה'־2. במאסר 1999 נחתם הסכם קיבוצי מיוחד בין המעסיקים בשירות הציבורי לבין הסתדרות העובדים בדבר מעבר של עובדי השירות הציבורי מפנסיה תקציבית לצוברת. על פי ההסכם עובדים חדשים בשירות הציבורי לא יוכלו להצטרף להסדרים של פנסיה תקציבית אלא יבוטחו בקרן פנסיה צוברת. עובדים ותיקים ימשיכו להיות מבוטחים בפנסיה תקציבית, כמו בעבר, בשיעור של כ־60 אחוזים מרכיב השכר. בסיס השכר המוכר לצורך פנסיה הורחב מכ־60 אחוזים ל־80 אחוזים. הדבר יחול גם על עובדים ותיקים הנהנים מפנסיה תקציבית, אולם ההפרשות הנוספות יבוצעו לקרנות הפנסיה החדשות. בפברואר 2002 תוקן חוק שירות המדינה־גמלאות בנושא המעבר לפנסיה צוברת. על פי התיקון, יקבע שר האוצר באמצעות הודעה ברשומות כי החל מאפריל 2002 עובדים

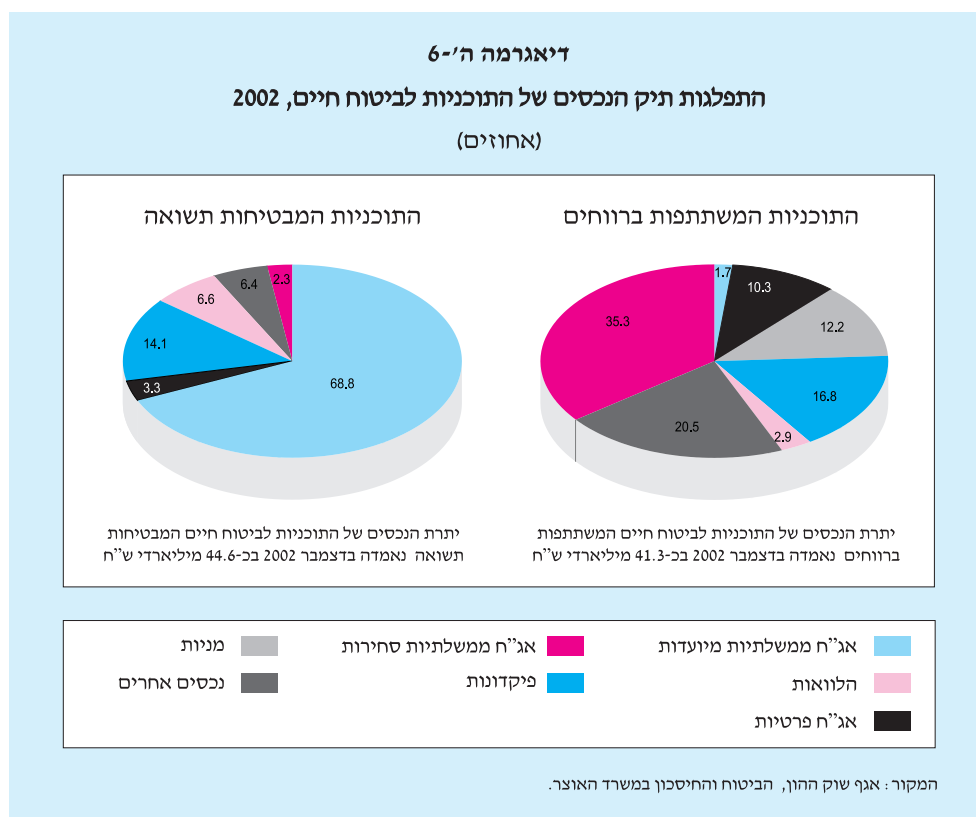
7 המדד מחושב כסכום ריבועי המנות המתקבלות מחלוקת סכום הנכסים המוחזקים בידי כל גוף בסך הנכסים בענף. מקור הנתונים: דוח של הממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון לשנת 2001.

חדשים בשירות המדינה יצברו את זכויות הפנסיה שלהם בקרנות של פנסיה צוברת. מעבר העובדים לפנסיה צוברת יוביל להגדלת החיסכון במשק על ידי צבירת הפרשות העובד והמעביד בקרנות הפנסיה – בניגוד למצב הקודם, שבו לא הייתה מבוצעת כל הפרשה בגין הפנסיה. היקף ההפרשות מוערך בכמה עשרות מיליוני שקלים בכל שנה, וסכום זה יילך ויגדל ככל שייגדל מספר העובדים המפרישים לקרנות הצוברות. המעבר לפנסיה צוברת יטיל על הממשלה נטל תקציבי נוסף, בשל הצורך להפריש עבור זכויות הפנסיה באופן שוטף, נוסף על תשלומי הפנסיה של עובדים שפרשו ונהנים מפנסיה תקציבית. לצורך מימון ההפרשות הנוספות תצטרך הממשלה להגדיל את הנפקותיה.

4. התכניות לביטוח חיים

א. התכניות לביטוח חיים מסוג "מבטיחת תשואה"

יתרת הנכסים שנצברו בתכניות לביטוח חיים מסוג "מבטיחת תשואה" נאמדה בסוף שנת 2002 בכ-45 מיליארדי ש"ח – עלייה ריאלית של כאחוז לעומת סוף שנת 2001 (לוח ה'1). תכניות מסוג זה זכאיות להנפקת איגרות חוב מיועדות הנושאות ריבית צמודה למדד, שנעה בין 4 אחוזים ל-6.2 אחוזים, בשיעור של 86 אחוזים מהצבירה בהן, ולפיכך חלק הארי של נכסיהן מושקע באיגרות חוב מיועדות, ורק השאר מושקע בנכסים אחרים (דיאגרמה ה'6).



בשנת 2002 נרשמה ירידה בהיקף המכרזים של הממשלה לפדיון מוקדם של איגרות חוב מיועדות המוחזקות בידי תכניות ביטוח אלו. כך נפדו פדיון מוקדם איגרות חוב בהיקף נמוך של כ-0.6 מיליארד ש"ח, לעומת כ-0.8 מיליארד בשנת 2000 וכ-2.9 מיליארדים במצטבר בשנים 1999 ו-2000. המכרזים לפדיון מוקדם של איגרות החוב המיועדות מסייעים לחברות הביטוח להקטין את חלקן של איגרות החוב הלא-סחירות בתיקן, ולעבור להשקעות סחירות, ובכך תורמים לשכלולו של שוק ההון המקומי. לפיכך חשוב להרחיב את היקף המכרזים האלה כחלק מתהליך רצוי של מסחור החוב. (ראו תיבה ה'1 בדיון וחשבון של המחלקה המוניטרית לשנת 2001).

ב. התכניות לביטוח חיים מסוג "משתתפות ברווחים"

משקלן של התכניות לביטוח חיים מסוג "משתתפות ברווחים" (הקיימות מאז 1999) עולה בהדרגה, הן בתיק הנכסים של הציבור והן בסך התכניות לביטוח חיים (לוח ה'1). יתרת הנכסים שנצברו בתכניות לביטוח חיים מסוג "משתתפות ברווחים" נאמדה בדצמבר 2002 בכ-41 מיליארדי ש"ח – עלייה ריאלית של כ-4 אחוזים לעומת סוף שנת 2001. בשנת 2002 עלה בעיקר משקל איגרות החוב הפרטיות וההשקעות בחו"ל בסך תיק הנכסים, על חשבון משקלותיהן של המניות וקרנות הנאמנות, שירדו. ירידת משקלן של המניות בתיק הנכסים של הקופות נבעה בעיקר מירידת שוויין בשוק. עליית משקלן של איגרות החוב הפרטיות, ובעיקר הלא-סחירות, בתיק הנכסים של תכניות אלה מוסברת בגידול ההנפקות הפרטיות במשק בשנתיים האחרונות. העלייה התאפשרה בזכות תקנות ההשקעה החדשות מאפריל 2001 – שלפיהן בוטלו מרבית מכסות ההשקעה של חברות הביטוח בנכסים ספציפיים, וניתן למבטח היתר להשקיע בכל נכס, למעט מספר מגבלות יציבותיות – ועל רקע הקושי לגייס אשראי בנקאי וההעדפה לשתף גופים מוסדיים במימון פרויקטים. ייתכן שלעלייה זו תרמה גם העדפת המשקיעים המוסדיים להשקיע בנכסים לא-סחירים, המקטינים את התנודתיות בתשואות. תכניות ביטוח אלה אינן זכאיות להשקיע באיגרות חוב מיועדות, ולכן מרבית הצבירה בהן מושקעת בשוק ההון הסחיר (דיאגרמה ה'6). תמונת מצב זו משתקפת בחלקן בשוקי ניירות הערך – איגרות חוב ממשלתיות, איגרות חוב פרטיות, מניות והשקעות בחו"ל – שהוא גבוה מחלק התכניות מסוג "מבטיחות תשואה". עם זאת, משקלן בשוק המניות עדיין נמוך יחסית (כ-3 אחוזים). משנת 2001 מותר לחברות אלה להשקיע בחו"ל, והשנה הן הגדילו את השקעתן בחו"ל בכ-90 אחוזים. במחצית הראשונה של השנה, בעקבות הפיחותים, הגיעה השקעתן בחו"ל ליותר מ-3 מיליארדי ש"ח, אולם מיולי, עקב מגמת הייסוס וגידול פער הריביות בינינו לחו"ל, ירדו ההשקעות בחו"ל לכ-2.8 מיליארדים.

תיבה ה'2 : כללי ההשקעה החדשים למשקיעים המוסדיים

בשנתיים האחרונות נכנסו לתוקף שינויים בתקנות ההשקעה של חברות הביטוח, קופות הגמל וקרנות הפנסיה. תקנות ההשקעה החדשות מבטאות תפיסה חדשה, שלפיה כל השקעה מותרת, למעט השקעות שנאסרו במפורש (לעומת התפישה המקורית, שלפיה הכול היה אסור למעט מה שהותר באופן מפורש). כן הוסרו

מגבלות כמותיות מעל ההשקעות, ונקבעו מגבלות יציבותיות. השינוי מבטא מעבר מפיקוח ישיר ופרטני לפיקוח עקיף. מרבית האחריות על קבלת החלטות ההשקעה וניהול תיקי ההשקעות הוטלה על המשקיעים המוסדיים, תוך התערבות מינימלית של הממשלה. עם זאת, תקנות ההשקעה של קרנות הפנסיה, הנגזרות בין היתר מתוקף הסכמי עבודה קיבוציים, עדיין מאלצות את הקרנות להשקיע את מרבית החסכונות המצטברים בהן באיגרות חוב ממשלתיות מיועדות, הסדר הפוגע בתפקוד וביעילות של שוק ההון המקומי. (ראו תיבה ה'1 בדן וחשבון של המחלקה המוניטרית לשנת 2001).

להלן עיקר השינויים בתקנות ההשקעה, שנכנסו באחרונה לתוקף:

חברות הביטוח – על פי תקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו) לגבי ההשקעה של חברות הביטוח, תקנות שנכנסו לתוקף באפריל 2001, ניתן למבטח היתר להשקיע בכל נכס, למעט מספר מגבלות יציבותיות. זאת בניגוד לתקנות הישנות, שהטילו מגבלות השקעה כמותיות על נכסים ספציפיים.

בנובמבר 2002 פורסמו תקנות השקעה חדשות, המרחיבות את האפשרות של חברות הביטוח להעמיד הלוואות כנגד התיק המשתתף ברווחים שהן מנהלות. עד לתיקון הייתה חברת ביטוח רשאית להעמיד הלוואות ללווה יחיד כנגד ההון העצמי שלה ו/או כנגד ההתחייבויות בתיק המשתתף ברווחים עד לגובה 15 אחוזים מהונה העצמי, ולקבוצת לוויים – עד ל-30 אחוזים מההון העצמי. התקנות שונן כך שמגבלת ההון העצמי תחול רק על עסקות "נוסטרו", ואילו על הלוואות כנגד התיק המשתתף ברווחים תחול מגבלה בשיעור מסוים מתיק זה – עד 10 אחוזים אם הלווה מדורג בדירוג AA לפחות, ובשיעור נמוך יותר ככל שדירוג הלווה נמוך יותר.

קופות הגמל – באוקטובר 2002 נכנס לתוקף תיקון לתקנות מס ההכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), המתיר לקופות הגמל להשקיע בכל נכס בכפופות למספר מגבלות יציבותיות ולמגבלות על שליטה בתאגידים. קבלת ההחלטות על ההשקעות וניהול ההתחייבויות והנכסים ניתנת לקופה על פי התקנות החדשות, תוך התערבות מינימלית של הממשלה, ובהתאם לכך הוסרו מרבית המגבלות מעל מכסות השקעה, למעט מגבלות הנוגעות לאופן ניהול ההשקעות ולכשירות הנדרשת מהמעורבים בקבלת החלטות ההשקעה. כן הורחבו אפשרויות ההשקעה בנכסים נגזרים סחירים ולא-סחירים, בכפיפות למגבלות יציבות, והותרה לקופות מכירה בחסר של ניירות ערך.

בתקנות מס ההכנסה הקודמות (כללים לאישור ולניהול קופות גמל) התשכ"ד-1964 נקבעו סוגי הנכסים ושיעורי החזקה בהם המותרים לקופות הגמל, ואפשרות ההשקעה בנכסים נגזרים הייתה מוגבלת מאוד; זאת, כאמור, בהתאם לתפישה שלפיה הכול היה אסור למעט מה שמותר באופן מפורש.

קרנות הפנסיה – מאוקטובר 2002 קרן פנסיה ותיקה מחויבת, על פי התיקון לתקנות מס ההכנסה, להשקיע לפחות 93 אחוזים מהשווי המשווער של נכסיה באיגרות חוב מיועדות, בפיקדון אצל החשב הכללי ובמזומנים. את יתרת הנכסים הקרן רשאית להשקיע בארץ בהתאם לכללי ההשקעה של קופות הגמל, בכפיפות לסייג לגבי פיזור סיכון.

קרן פנסיה חדשה מחויבת, על פי התקנות החדשות, להשקיע 70 אחוזים משווי נכסיה המשוערכים באיגרות חוב מיועדות, ואת שאר כספיה – בהתאם לכללי ההשקעה של קופות הגמל. קרן חדשה זו רשאית לקבל היתר להשקיע פחות מ-70 אחוזים משווי נכסיה באיגרות חוב מיועדות, אולם משהורידה את שיעור ההחזקה כאמור, היא לא תוכל לשוב ולהגדיל אותו. מגבלה זו מאלצת את קרנות הפנסיה החדשות בישראל להשקיע את מרבית החסכונות המצטברים אצלן באיגרות חוב ממשלתיות מיועדות, המניבות ריבית ריאלית קבועה ומנותקת מתשואות השוק.

בתקנות מס ההכנסה הקודמות (התשכ"ד–1964) חויבו קרנות פנסיה ותיקות להשקיע 93 אחוזים באיגרות חוב מיועדות, באיגרות חוב ממשלתיות סחירות ובמניות גמול ומקרקעין שנרכשו לפני 29 באוגוסט 1957. לגבי היתרה הוגדרו מגבלות של סוגי ההשקעות ושיעור ההשקעה המותר בהן. קרנות פנסיה חדשות חויבו להשקיע באיגרות חוב מיועדות 70 אחוזים מהצבירה נטו; לגבי היתרה – הוגדרו סוגי ההשקעות והשיעורים המותרים, ורק 5 אחוזים מהיתרה היה ניתן להשקיע בכל השקעה אחרת על פי שיקול דעת הקופה.

קרן פנסיה כללית חדשה, שהקמתה אושרה בשנת 1999, אינה זכאית להשקיע באיגרות חוב מיועדות, וחלים עליה כללי ההשקעה של קופות הגמל.