

# מדינת ישראל

משרד האוצר - אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון

ד' באב התשס"ד  
22 ביולי 2004

## שוק ההון - סקירה חצי שנתית

### מבוא

להלן סקירה סטטיסטית של הנעשה בשוק ההון בחודש יוני ובמחצית הראשונה של השנה:

- מדד ת"א 25 עלה החודש בשיעור של 4.97%, ובמחצית הראשונה של השנה נרשמה עלייה בשיעור של 10.66%.
- מדד ת"א 100 עלה החודש בשיעור של 4.63%, ובמחצית הראשונה של השנה נרשמה עלייה בשיעור של 11.57%.
- החודש לא חל שינוי בממוצע תשואות איגרות החוב הממשלתיות צמודות המדד. במחצית הראשונה של השנה נרשמה ירידה בשיעור של 0.2 נקודת האחוז בממוצע.
- תשואת איגרות החוב הממשלתיות הלא צמודות מסוג "שחר" ירדו החודש בשיעור של 0.2 נקודת האחוז בממוצע. במחצית הראשונה של השנה נרשמה עלייה בשיעור של 0.4 נקודת האחוז בממוצע.
- החודש התחזק השקל מול הדולר בשיעור של 1.27%, ומתחילת השנה נרשם פיחות בשיעור של 2.69%.
- השקל התחזק מול האירו בשיעור של 2.24%, ובמחצית הראשונה של השנה נרשם ייסוף בשיעור של 1.22%.
- ריבית בנק ישראל נשארה החודש ברמה של 4.1%, ומתחילת השנה סך ההפחותות הסתכם ב-1.1 נקודות האחוז.
- מדד המחירים לצרכן לא השתנה במהלך החודש, ומתחילת השנה עלה המדד בשיעור של 1.4%.
- גירעון בסך של 5.4 מיליארד ש"ח נרשם החודש בפעילותה הכוללת של הממשלה (ללא מתן אשראי נטו). מתחילת השנה הגירעון מסתכם ב-7.3 מיליארד ש"ח שהם כ-35% מסך כל הגירעון שנקבע לשנת 2004.



## 1. שוק המניות

### א. סיכום חצי שנתי

במחצית הראשונה של שנת 2004 נמשכה מגמת עליות השערים שהחלה בחודש פברואר 2003, והאפיק המנייתי בתקופה זו (כמו בשנת 2003) היה האפיק הרווחי ביותר למשקיעים בו (בהשוואה לאפיק המט"ח והאג"ח).

עם זאת, אף על פי שכיוון המגמה נשאר חיובי הרי שהקצב הואט. אם במחצית הראשונה של שנת 2003 עלו שערי המניות (ת"א 25) ב-32.6% ובמחצית השנייה ב-13.9%, הרי שבמחצית הנוכחית הסתכמה העלייה ב-10.66%.

הסיבות לעליות השערים רבות, חלקן דומות לסיבות שהשפיעו על השוק בשנת 2003:

✓ יציבות ממשלתית-פוליטית והבעת אמון מצד ציבור המשקיעים (ישראלים ובינלאומיים) במדיניותה הכלכלית של הממשלה וביכולתה לפעול למען התאוששות המשק - מדיניות כלכלית זו באה לידי ביטוי בהורדת שיעור המע"מ בחודש מארס ל-17%, בהפחתת מסי הקנייה והמכס בחודש פברואר, בהורדת נטל המס לשכבות הביניים ובהפחתה הדרגתית של שיעור המס לחברות (עד לרמה של 30%).

✓ התאוששות כלכלית עולמית - הפרמטרים הכלכליים בארצות הברית, ביפן ובגוש האירו מצביעים על מגמת צמיחה גלובלית. אותות חיוביים אלו באו לידי ביטוי בעליות שערים במדדי המניות העיקריים בעולם:

S&P 500 - 2.6%

נאסד"ק - 2.2%

Nikkei 225 - 11.07%

Dax - 2.2%

✓ שיפור בולט במצב הכלכלי - במהלך כל התקופה פרסמה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה נתונים מקור-כלכליים חיוביים שמצביעים על צמיחה במשק ועל שיפור כלכלי. בתקופה הנוכחית חל שיפור כמעט בכל הפרמטרים הכלכליים (בחישוב שנתי), לדוגמה:

✚ ברבע הראשון של השנה עלה התמ"ג ב-5.1%.

✚ היה גידול חד בייצוא ובייבוא של סחורות ושל שירותים - ייצוא הסחורות והשירותים עלה

ברבע הראשון של השנה בשיעור של כ-26%, והייבוא עלה בשיעור של 31.2%.

✚ ההשקעה בנכסים קבועים עלתה ב-7.8% ברבע הראשון.

✓ שיעור גבוה של גביית מסים ועמידה ביעד הגירעון - נתוני התקציב לשנת 2004 מצביעים על כך שמתחילת השנה הסתכמה גביית המסים ב-74.7 מיליארד ש"ח, עלייה ראלית של 9% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. הגירעון בחוק התקציב נקבע לסך של 20.6 מיליארד ש"ח. על פי הנתונים שבפועל, הגירעון בתום מחצית השנה הוא כ-7.3 מיליארד ש"ח שהם כ-35% מסך הגירעון שנקבע. המשך מגמה זו תאפשר לעמוד ביעד הגירעון שנקבע (4%).

✓ אפיקי השקעה אלטרנטיביים המגלמים תשואות נמוכות יותר - מראשית שנת 2003 הופחתה ריבית בנק ישראל בשיעור של חמש נקודות האחוז עד לרמה של 4.1%. תהליך זה הפך את מכשירי החיסכון השקליים לאטרקטיביים פחות להשקעה בקרב הציבור.

האינפלציה השלילית במהלך שנת 2003 וברבעון הראשון של שנת 2004 (בשיעור של 0.1%) והירידה ברמת הריבית הראלית לרמה הנמוכה מ-3% הפכו את המכשירים 'המדדיים' למועדפים פחות. אמנם האפיק הדולרי רשם עלייה בשיעור של כ-2.7%, אך תשואה זו נמוכה בהשוואה לתשואת האפיק המנייתי.

- ✓ ירידה חדה במפלס הפיגועים הביאה לידי רגיעה יחסית בגזרה הביטחונית.
- ✓ פרסום הדוחות הכספיים בגין שנת 2003 ובגין הרבעון הראשון של שנת 2004 מצביעים על שיפור בתוצאות העסקיות בהשוואה לתקופות מקבילות אשתקד. בין הדוחות הללו בולטים הדוחות של חברות המעו"ף: הבנקים, חברות הביטוח וחברות מוטות ייצוא.

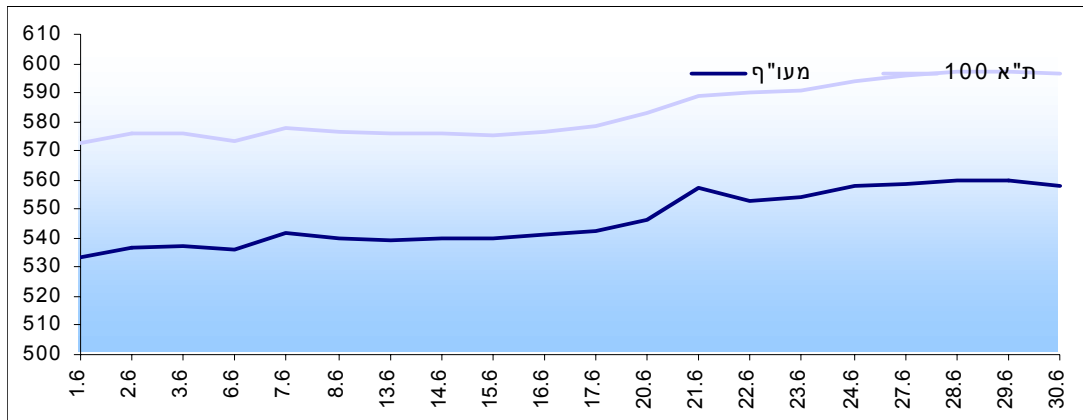
עלייה בולטת בשיעור של 5% נרשמה בשערי המניות במהלך חודש יוני. עלייה זו היא כ-47% מסך כל העלייה מראשית השנה. אישור תכנית ההתנתקות בממשלה בתחילת החודש, פיזור הערפל הפוליטי בעקבות החלטת היועץ המשפטי לממשלה בנושא 'האי היווני', דשדוש מסוים שנרשם בשוק המניות בחודשים אפריל-מאי וההשפעה של עליות בולטות במדדי המניות הדומיננטיים בעולם (לדוגמה מדד הנאסד"ק עלה בשיעור של 3%, ומדד ניקיי 225 עלה בשיעור של 5.5%) דחפו בחודש יוני את שוק המניות מעלה.

עם זאת, בתקופה זו נרשמו כמה אירועים שהשפיעו לרעה על מדדי המניות: חיסול השיח' יאסין והחשש הכבד מפיגועי נקמה ומהתחדשות גל הטרור, תוצאות משאל ההתנתקות והשפעתו על הגזרה הפוליטית, כניסת צה"ל לרפיח ושתי התקריות שבהן נהרגו חיילי צה"ל, ירי טילי הקאסם על שדרות והחשש מהחרפה במצב הביטחוני וירידות שערים תקופתיות בוול סטריט.

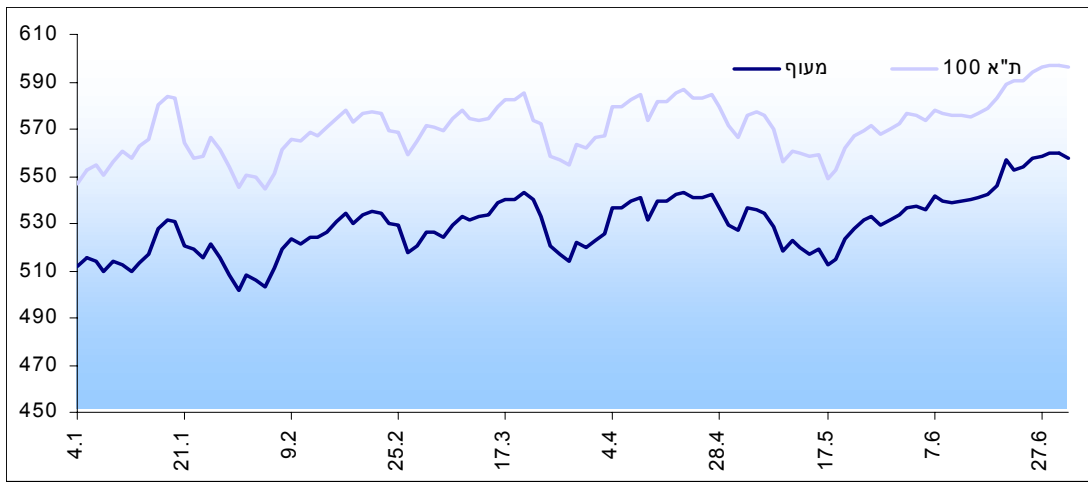
בראייה לאחור השפעת אירועים אלו הייתה נקודתית וקצרת טווח לעומת ההשפעה החיובית של שאר הגורמים. עדות בולטת להתאוששות שוק ההון היא בקשתו של דויטשה בנק מקבוצת הבנק הגרמני העולמי להצטרף כחבר בבורסה בתל אביב.

להלן גרף המתאר את התנודות בשוק המניות במהלך חודש יוני ובמחצית הראשונה של השנה:

### בחודש יוני



### במחצית הראשונה של השנה



## שוק המניות

### ב. השקעות הגופים המוסדיים

הגופים המוסדיים (קופות גמל, חברות ביטוח-פוליסות משתתפות ברווחים וקרנות פנסיה ותיקות) הזרימו נטו כ-600 מיליוני ש"ח לבורסה בתל אביב בין החודשים ינואר-מאי. קופות הגמל הזרימו סכום של כ-213 מיליוני ש"ח, הקרנות הזרימו כ-236 מיליוני ש"ח וחברות הביטוח הזרימו כ-150 מיליוני ש"ח.

בקופות הגמל נתונים אלו מצביעים על כך שעליית ערך הנכסים המנייתיים, מרמה של 28.1 מיליארדי ש"ח בחודש דצמבר 2003 לרמה של 30.6 מיליארדי ש"ח בחודש מאי 2004, נובעת בעיקר מעליית התשואות בבורסה ולא מפעילות השקעה - תרומת התשואה לעליית ערך הנכסים היא 92% ותרומת תזרים ההשקעות היא כ-8%.

בחברות הביטוח התמונה זהה, עליית ערך הנכסים המנייתיים מרמה של 7.3 מיליארד ש"ח בחודש דצמבר 2003, לרמה של 7.9 מיליארד ש"ח בחודש מאי 2004, נובעת בעיקרה מעליית התשואות בבורסה-תרומה של כ-80% ותרומת תזרים ההשקעות היא כ-20%.

לעומת זאת, בקרנות הוותיקות כפועל יוצא של הרפורמה בענף, התמונה שונה לחלוטין, ועיקר העלייה בערך הנכסים המנייתיים נובעת מפעילות השקעה. ההשקעה במניות הסחירות בתל אביב עלתה מרמה של כ-533 מיליוני ש"ח בחודש דצמבר 2003 לרמה של 844 מיליוני ש"ח בחודש מאי 2004 - תרומת התשואה לעלייה היא 24% ותרומת תזרים ההשקעות היא כ-76%.

השקעת קופות הגמל במניות הבורסה בתל אביב (באלפי ש"ח)						
סך הכול	ינואר-04	פברואר-04	מרס-04	אפריל-04	מאי-04	
5,881,916	1,535,210	1,260,701	1,293,427	773,202	1,019,376	תקבולים (ממכירת מניות)
(6,095,190)	(1,532,923)	(912,599)	(1,213,533)	(776,884)	(1,659,251)	תשלומים (לרכישת מניות)
(213,274)	2,287	348,102	79,894	(3,682)	(639,875)	זרימת כספים, נטו
	28,885,408	29,160,589	29,336,126	29,865,616	30,680,837	סך יתרת ההשקעה במניות
	15.16	15.30	15.26	15.46	15.46	אחוז מסך נכסי הקופות
השקעת הקרנות הוותיקות במניות הבורסה בתל אביב (באלפי ש"ח)						
סך הכול	ינואר-04	פברואר-04	מרס-04	אפריל-04	מאי-04	
110,099	21,909	28,430	10,557	19,041	30,162	תקבולים (ממכירת מניות)
(346,078)	(68,068)	(45,931)	(89,993)	(56,535)	(85,551)	תשלומים (לרכישת מניות)
(235,979)	(46,159)	(17,501)	(79,436)	(37,494)	(55,389)	זרימת כספים, נטו
	594,842	641,446	726,514	782,450	843,647	סך יתרת ההשקעה במניות
	0.49	0.53	0.60	0.65	0.70	אחוז מסך נכסי הקופות

מקור: נתוני הדוחות החודשיים של קופות הגמל וקרנות הפנסיה ועיבודי אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון

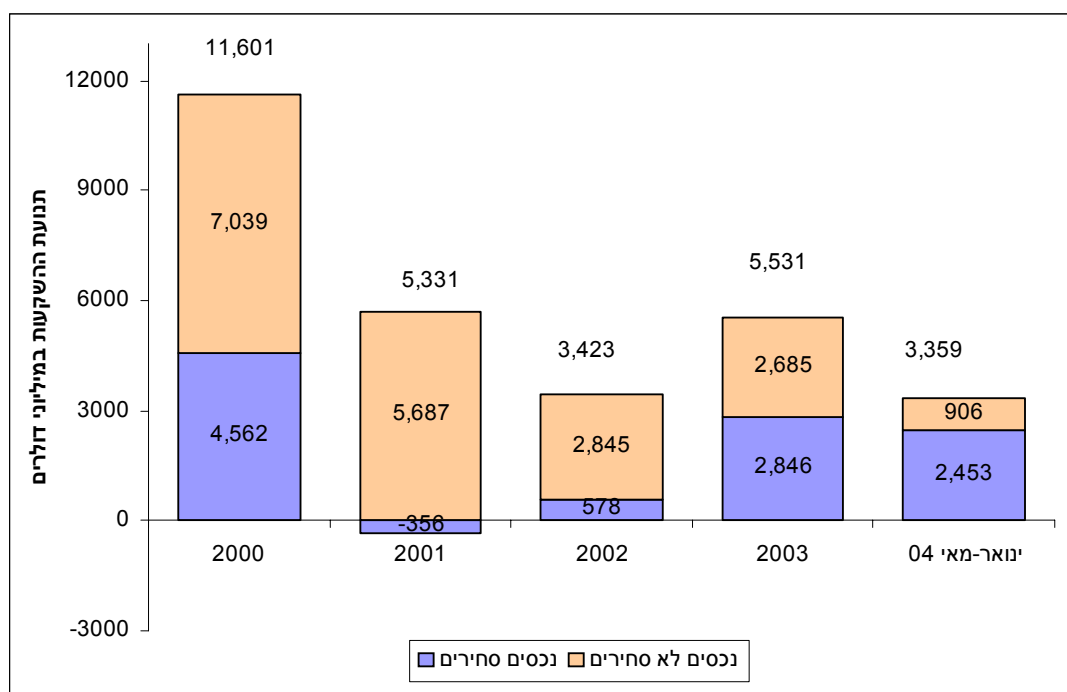
רח' קפלן 1 ירושלים 91131 ת.ד. 13185 טל': 5317111-02 פקס': 6521857-02

## 2. השקעות תושבי חוץ

### א. נכסים סחירים ונכסים שאינם סחירים

הנתונים הכלכליים האופטימיים והאווירה החיובית בשוק ההון השפיעו לא רק על המשקיעים הישראליים אלא גם על המשקיעים הזרים. משנת 2003 היקף השקעות הזרים בכלל הנכסים הישראליים (הסחירים והלא סחירים) נמצא בקו עלייה מתמיד. עם זאת, תחת להשקיע בנכסים לא סחירים עברו המשקיעים להשקיע בנכסים סחירים. על כן יש קיטון בהיקף פעילות המשקיעים הזרים בנכסים לא סחירים (פיקדונות וכדומה) ועלייה ניכרת ובהיקף גדול בהשקעותיהם בנכסים סחירים.

זרם ההשקעות של תושבי חוץ בנכסים סחירים (לרבות השקעה בניירות ערך ישראליים בחו"ל)  
ובנכסים לא סחירים (פיקדונות, אשראי ומקרקעין) בשנים 2000-2004  
(במיליוני דולרים)



מקור: על פי נתוני בנק ישראל - המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ

### ב. השקעה במניות סחירות - השקעה ראלית לעומת השקעה פיננסית

עיקר השקעות הזרים הן השקעות פיננסיות ולא השקעות ראליות (לעניין זה-השקעה ראלית היא השקעה שבה המשקיע הזר הוא בעל עניין<sup>1</sup>) הן מבחינת זרם ההשקעות הן מבחינת יתרת השקעות. אם יתרת ההשקעות הפיננסיות במניות ישראליות סחירות (בארץ ובחו"ל) עמדה על כ-22 מיליארד דולר בסוף שנת 2003, הרי יתרת ההשקעות הראליות במניות אלו הגיעה לכ-7 מיליארד דולר בלבד. זרם ההשקעות הפיננסיות במהלך חמישה החודשים הראשונים של השנה הסתכם ב-1.7 מיליארד דולר בהשוואה להשקעה ראלית שלילית בסכום של 80 מיליון דולר.

<sup>1</sup> בעלי עניין לצורך זה הם יחידים או תאגידים המחזיקים יותר מ-10% מהון החברה.

נדמה כי לעת עתה המשקיעים הזרים רואים בהשקעה במניות הישראליות השקעה לטווח קצר, ולכן הם מעדיפים השקעה פיננסית על פני השקעה ראלית.

### ג. השקעות פיננסיות של תושבי חוץ במניות ישראליות סחירות בארץ ובחו"ל

השקעת הזרים במניות ישראליות סחירות (בבורסה בתל אביב ובבורסות אחרות בעולם, בעיקר בארצות הברית) נמצאת בקו עלייה החל משנת 2003. מתחילת שנת 2004 זרם ההשקעה מסתכם בכ-1.7 מיליארד דולר לעומת 1.2 מיליארד דולר בכל שנת 2003. עם זאת, בחינת מגמת ההשקעות בבורסה בתל אביב חושפת תמונה שונה לחלוטין בהשוואה למגמת ההשקעה בחברות ישראליות ציבוריות בחו"ל.

#### 1.1. השקעה פיננסית של תושבי חוץ במניות בבורסה בתל אביב

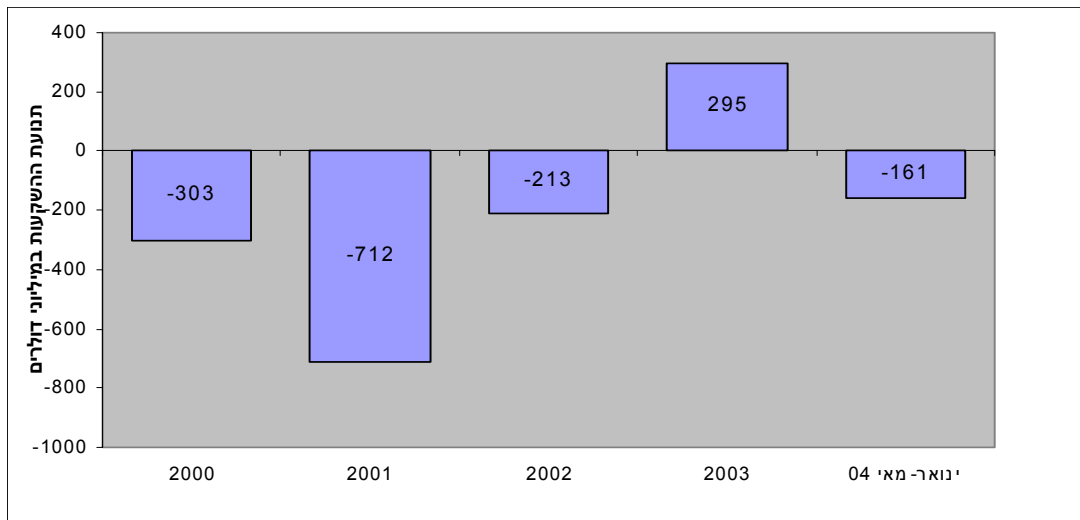
מן הנתונים עולה כי על אף המגמה החיובית בבורסה בתל-אביב העדיפו המשקיעים הזרים לממש רווחי הון. מכירת מניות בידי משקיעים זרים בחמשת החודשים הראשונים של השנה הסתכמה ב-161 מיליוני דולרים. התנהגות זו שונה לחלוטין מהתנהגות המשקיעים בשנה הקודמת, שבה עלו השקעותיהם בבורסה על סך של כ-295 מיליוני דולרים.

ייתכן שההסבר להתנהגות זו נעוץ בכך שהמשקיעים הזרים סברו כי כבר בשנת 2003 מיצתה הבורסה בתל אביב את פוטנציאל הרווח הגלום בה, ושיש סיכוי לא גבוה שהבורסה תניב השנה תשואה שתצדיק השקעה במניות בת"א (אם נביא בחשבון את כל השיקולים הרלוונטיים, כגון פרמיית הסיכון של ישראל, תשואות בורסות אחרות בעולם וכולי).

לפיכך, ובמיוחד לנוכח עליות השערים בבורסות אחרות בעולם והתחזיות האופטימיות על אודות האצת ההתפתחות הכלכלית במדינות אחרות, ביכרו המשקיעים לממש חלק מהשקעותיהם בבורסה בתל אביב.

זרם ההשקעות נטו של תושבי חוץ במניות הנסחרות בבורסה בתל אביב בשנים 2000-2004

(במיליוני דולרים)



מקור: על פי נתוני בנק ישראל - המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ

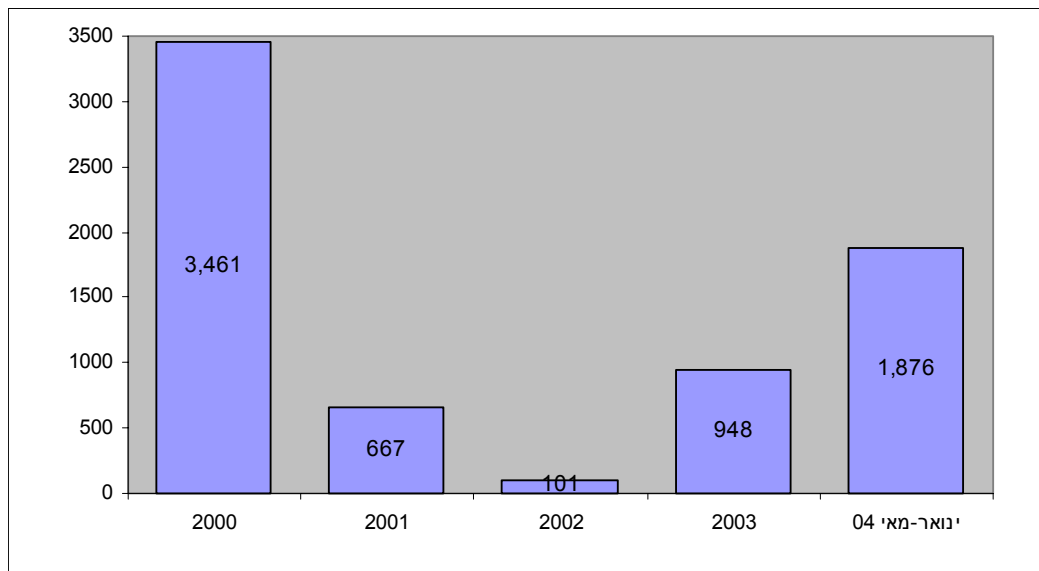
## 2.ג. השקעת<sup>2</sup> תושבי חוץ במניות ישראליות בחו"ל

על אף האמור לעיל המשקיעים הזרים מאמינים בחברות הישראליות שמונפקות ושנסחרות בחו"ל (לרבות החברות הדואליות). ביטוי לכך ניתן לראות בהיקף ההשקעות של המשקיעים הזרים במניות אלו, היקף השקעות שנמצא בעלייה מתמדת משנת 2003. אם בשנת 2002 רכשו המשקיעים הזרים בהנפקות ציבוריות של חברות ישראליות בחו"ל מניות בשווי של 101 מיליוני דולרים אזי בשנת 2003 ההשקעה עלתה פי 9.4 לסך של 948 מיליוני דולרים, ובשנת 2004 (עד חודש מאי) ההשקעה הגיעה לסך של 1.88 מיליארד דולר.

### הסיבות להעדפת ההשקעה במניות ישראליות סחירות בחו"ל על פני השקעה במניות ישראליות שנסחרות בארץ הן כדלקמן:

1. השקעה בחברות ישראליות המונפקות ונסחרות בחו"ל מבטלת את החשיפה הישירה לשקל.
2. חלק ניכר מן החברות הישראליות שנסחרות בחו"ל הן חברות עם היקף פעילות גבוה שהולם את קווי המתאר של פעילות המשקיעים הזרים.
3. חברות ישראליות שנסחרות בחו"ל הן לרוב חברות 'גלובליות' שמוקדי פעילותן מצוי בחו"ל והשפעת גורמים 'פנים-ישראליים' (השפעה פוליטית, ביטחונית וכולי) על פעילותן ועל רווחיותן מצומצמת, ולכן הסיכון בהשקעה בהן קטן.
4. זירות מסחר עולמיות מוכרות הן גדולות ונגישות יותר בהשוואה לזירת המסחר בבורסה בתל אביב, וקל למשקיעים הזרים לפעול בהן.

### רכישת מניות בהנפקות ציבוריות של חברות ישראליות בחו"ל בידי תושבי חוץ בשנים 2000-2004 (במיליוני דולרים)



מקור: על פי נתוני בנק ישראל-המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ

<sup>2</sup> השקעה בחו"ל - השקעות פיננסיות רק ברכישת מניות ישראליות בשוק הראשוני. הגדרה זו של השקעה אינה כוללת רכישת מניות ישראליות בחו"ל בשוק המשני מפאת היקפן הזניח.

### 3. שוק איגרות החוב הממשלתיות

#### א. איגרות חוב לא צמודות (שקליות)

התפלגות ההשקעה בין האפיקים השונים הייתה כדלקמן:

- א. "שחר" - התשואות עלו ב-0.4 נקודות האחוז בממוצע מרמה של 6% לרמה של 6.4%. המחירים עלו בשיעור של 1.1%.
- ב. "גילון" - התשואות עלו ב-0.3 נקודות האחוז בממוצע מרמה של 5% לרמה של 5.3%. המחירים עלו בשיעור של 1.3%.
- ג. המק"מ - התשואות ירדו ב-0.37 נקודות האחוז בממוצע מרמה של 4.97% לרמה של 4.6%. המחירים עלו בשיעור של 2.5%.

הפסקת תהליך הפחתת הריבית, הפיחות בשקל מול הדולר קיזזו את השפעת הקטנת היצע הגיוס ע"י המדינה והובילו לעלייה בתשואות. על אלו, ייתכן כי עליית התשואות נגזרת גם מ"ציפיות משקיות" לעלייה במחירי גיוס ההון לטווח הארוך במגזר העסקי.

השיפור הכלכלי במשק מצא את ביטוי, בין השאר, בהגדלת גיוסי אשראי ע"י חברות סחירות ושאינן סחירות. המשך הצמיחה במשק וגידול בביקושים, ימשיכו להשפיע לחיוב על פעילות החברות במשק ויניבו גיוסים נוספים מצידן. הצע גיוס אשראי גבוה מצד המגזר העסקי יעלה את מחיר גיוס ההון במשק. ייתכן כי ציפיות אלו הופנמו כבר עתה ותרמו לעליית התשואות באג"ח הממשלתיות.

על האפיק השקלי השפיעו במחצית הראשונה של השנה כמה גורמים עיקריים:

✓ הציפיות (שהתממשו מאוחר יותר) כי תהליך הפחתת הריבית קרוב למיצוי וכי האפיק השקלי מיצה את פוטנציאל הרווח הגלום בו הביאו לידי עליית התשואות ב"שחרים" ברבעון הראשון של השנה בשיעור של 0.2 נקודות האחוז בממוצע.

לקראת תום מחצית השנה, העלייה התקופתית בציפיות לאינפלציה והציפיה הדרוכה להעלאת ריבית הפדרל ריזרב ארצות הברית גרמו לשוק להסיק כי ייתכן שהריבית בישראל תעלה עוד השנה. לפיכך, העדיפו המשקיעים להשקיע באיגרות חוב מסוג 'גילון' שתספקנה להם הגנה במקרה של עליית ריבית. הערכות אלו התבססו גם על העלייה בכמות הכסף בחמשת החודשים הראשונים של השנה מרמה של 33 מיליארדי ש"ח בחודש דצמבר 2003 לרמה של 36.8 מיליארדי ש"ח בחודש מאי 2004, עלייה בשיעור של 11.5%.

✓ התחזקות הדולר מול השקל. בארבעת החודשים הראשונים של השנה התחזק הדולר מול השקל בשיעור של 4.8%. התחזקות זו החלישה את האפיק השקלי ותרמה לעליית התשואות. בחודשים מאי-יוני נחלש הדולר בשיעור של 1.98%, עובדה שתרמה להתחזקות האג"ח השקלי.

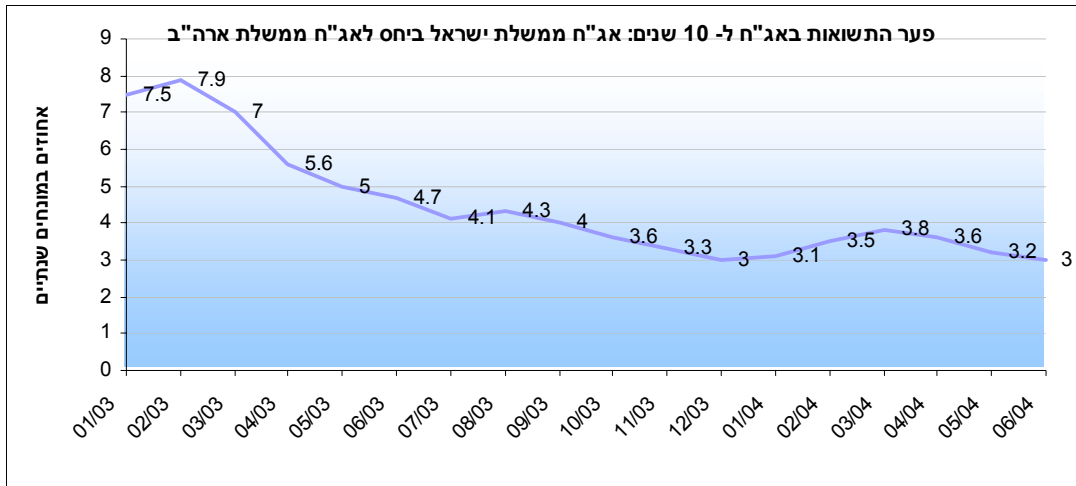
✓ פער התשואות באיגרות החוב הממשלתיות לעשר שנים בין ארצות הברית לבין ישראל. בראשית השנה עמד פער זה על כשלוש נקודות האחוז, פער יחסית נמוך שהטיב עם האפיק הדולרי. בהמשך השנה ועד וכולל חודש מרץ התרחב הפער עד לרמה של 3.8 נקודות האחוז. לקראת תום מחצית השנה הצטמצם שוב הפער עד לרמה של שלוש נקודות האחוז.

✓ הקטנת הגיוסים בידי המדינה. בטבלה שלהלן ניתן לראות כי מתחילת השנה הייתה ירידה בהיקפי הגיוסים הן באיגרות החוב מסוג 'שחר' הן באיגרות החוב מסוג 'גילון'. על פי הודעת החשב הכללי צפויה מגמה זו של ירידה להמשיך ולהתרחב בהמשך השנה.

רח' קפלן 1 ירושלים 91131 ת.ד. 13185 טל': 5317111-02 פקס': 6521857-02

על פי תחזית הגיוס של החשב הכללי מחודש מאי, סך הגיוס הסחיר ברבעון השלישי יהיה 5.75 מיליארד ש"ח ע"נ, לעומת גיוס סחיר בפועל של כ-13 מיליארד ש"ח ברבעון הראשון וכ-10 מיליארד ש"ח ברבעון השני. תחזית זו משקפת ירידה של יותר מ-1.2 מיליארד ש"ח בגיוס החודשי.

גיוס במיליוני ש"ח						
יוני 2004	מאי 2004	אפריל 2004	מארס 2004	פברואר 2004	ינואר 2004	
1,660	1,395	1,513	1,965	1,908	2,019	'שחר'
935	830	930	1,095	1,052	1,002	'גילון'
<b>2,595</b>	<b>2,225</b>	<b>2,443</b>	<b>3,060</b>	<b>2,960</b>	<b>3,021</b>	<b>סך הכול</b>



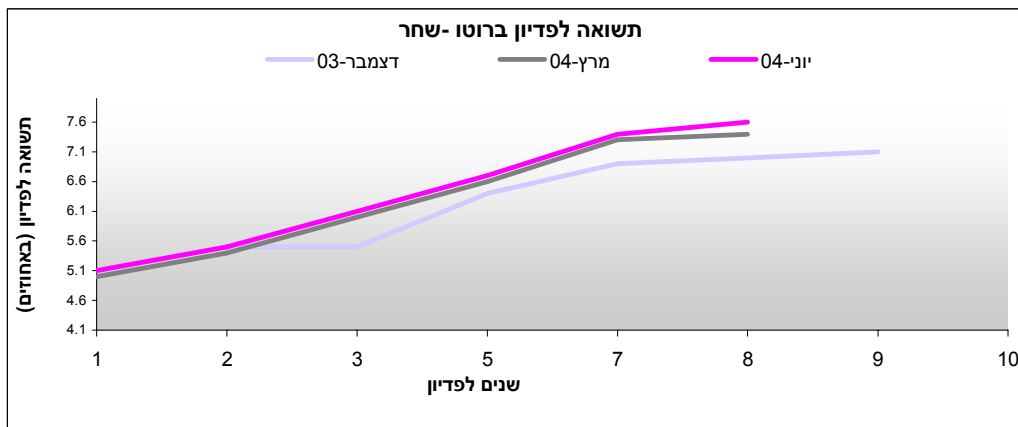
מקור: על פי נתוני בנק ישראל

להלן טבלה המציגה את התשואות לפדיון לפי שנים לפדיון:

תאריך/שנים לפדיון	1	2	3	5	7	8	9-10
31.12.2003	5.1	5.5	5.5	6.4	6.9	7	7.1
31.3.2004	5	5.4	6	6.6	7.3	7.4	7.4
30.6.2004	5.1	5.5	6.1	6.7	7.4	7.6	7.8

ע"פ נתוני המחלקה המוניטרית, בנק ישראל

להלן גרף המתאר את התפתחות עקום התשואה לפדיון באיגרות חוב לא צמודות מסוג 'שחר':



**ב. איגרות חוב צמודות מדד**

מחירי איגרות החוב צמודות המדד עלו במחצית הראשונה של השנה בשיעור של 2.19%, התשואה ירדה ב-0.2 נקודת האחוז בממוצע.

במרבית איגרות החוב נרשמו עליות שערים וירידה בתשואות, בעיקר בטווחים הקצרים והבינוניים, כפי שמוצג בטבלה זאת:

תקופה לפדיון	עליית מחירים (%)	עליית/ירידת תשואה (בנקודות האחוז)
0-2 שנים	2.46	-0.45
2-5 שנים	3.27	-0.36
5-7 שנים	3.19	-0.1
7-10 שנים	2.64	+0.06
10-15 שנים	1.32	+0.1

הסיבות העיקריות לירידה בתשואה בטווחים הקצרים-בינוניים הן כדלקמן:

✓ שינוי סביבת האינפלציה לרמה חיובית - סביבת האינפלציה השלילית ששררה בשנת 2003 (בשיעור של 1.9%) וברבעון הראשון של שנת 2004 (-0.1%) השתנתה בהמשך, ובמחצית הראשונה של השנה הגיע שיעור האינפלציה ל-1.4%.

בעת ובעונה אחת עם העלייה בפועל של שיעור האינפלציה עלו הציפיות לאינפלציה בהשוואה לסוף השנה הקודמת. אם בחודש דצמבר 2003 ממוצע התחזיות עמד על 1.6%, הרי בחודש מאי 2004 הממוצע עלה בנקודת האחוז לרמה של 2.6%. עלייה זו במחצית הראשונה של השנה סייעה בעיקר לביקושים לאיגרות חוב לטווח קצר ולטווח בינוני.

✓ התחזקות הדולר מול השקל במחצית הראשונה של השנה בשיעור של כ-2.69%.

בטווחים הארוכים, נרשמו עליית מחירים (למרות העלייה הקטנה שנרשמה בתשואות):

✓ הקטנת היצע הגיוסים על ידי הממשלה - כמו באיגרות החוב השקליות גם באיגרות החוב מסוג 'גלילי' ניכרת מתחילת השנה מגמת ירידה בגיוסים, כפי שמוצג בטבלה שלהלן:

גיוס במיליוני ש"ח						
	ינואר 2004	פברואר 2004	מארס 2004	אפריל 2004	מאי 2004	יוני 2004
'גלילי'	1,446	1,353	1,217	1,028	1,116	1,032

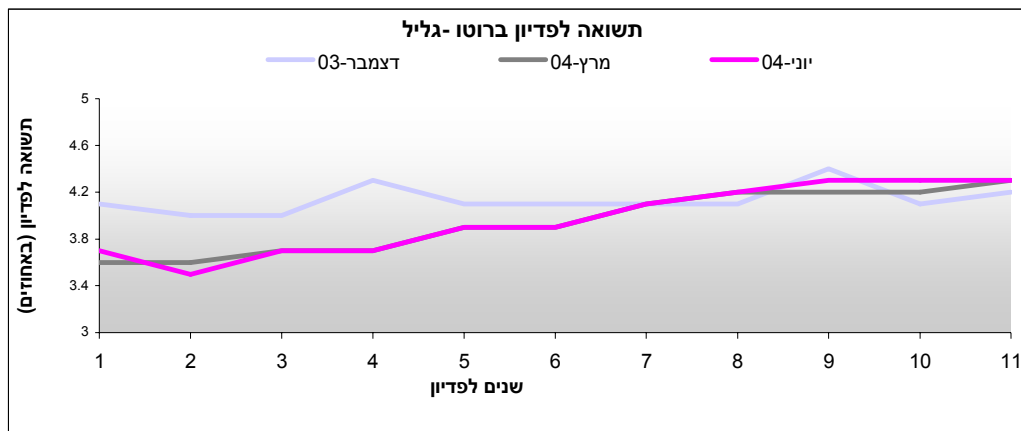
תחזית הגיוס לרבעון השלישי, שדיווחה על המשך המגמה של הפחתת היקף הגיוסים, אותתה למשקיעים על היצע קטן יותר בהמשך השנה והניעה אותם (בעיקר את המשקיעים המוסדיים) להצטייד באיגרות חוב מסוג 'גלילי'. רכישה זו השפיעה בעיקר על מחירי האג"ח לטווחים ארוכים יותר.

✓ הרפורמה בענף קרנות הפנסיה - ברפורמה נקבע כי קרנות הפנסיה ישקיעו כ-30% מנכסיהן באיגרות חוב מיועדות. עד להתייצבות ברמת השקעה של 30% באיגרות חוב אלו יופנו עודפי הכספים הנובעים מעודף תקבולים על תשלומים (בקרנות החדשות) ומפדיון איגרות חוב מיועדות להשקעה בשוק ההון.

חלק ניכר מכספים אלו הופנו להשקעה באיגרות חוב ממשלתיות צמודות מדד, הואיל ואיגרות חוב אלו מספקות תחליף דומה מאוד לאיגרות חוב מיועדות. בבדיקת ההשקעות של הקרנות הוותיקות מתחילת השנה באיגרות חוב מסוג 'גליל' עולה כי אחוז ההשקעה של הקרנות באיגרות חוב אלו עלה כמעט פי שניים - מרמה של 1.44% בחודש דצמבר 2003 לרמה של 2.81% בחודש מאי 2004. בסך הכול ההשקעה נטו של הקרנות באיגרות חוב מסוג 'גליל' עלתה ב-1.7 מיליארד ש"ח.

השקעת הקרנות הוותיקות באיגרות חוב ממשלתיות סחירות צמודות מדד (באלפי ש"ח)						
סך הכול	מאי-04	אפריל-04	מרס-04	פברואר-04	ינואר-04	
293,722	125,336	38,138	17,767	5,065	107,416	תקבולים (ריבית, פדיון ומכירה)
(1,998,187)	(351,073)	(279,544)	(349,268)	(375,837)	(642,465)	תשלומים/השקעה (רכישת אג"ח)
(1,704,465)	(225,737)	(241,406)	(331,501)	(370,772)	(535,049)	זרימת כספים, נטו
	3,433,197	3,168,378	2,954,922	2,599,683	2,278,106	סך יתרת איגרות החוב מסוג 'גליל' (במיליוני ש"ח)
	2.81	2.62	2.45	2.16	1.89	אחוז מסך נכסי הקרנות

להלן גרף המתאר את התפתחות עקום התשואה לפדיון באיגרות חוב צמודות מסוג 'גליל':



#### 4. שוק המט"ח

במחצית הראשונה של השנה התחזק הדולר מול השקל בשיעור של 2.69%. את התנודות בשער הדולר במהלך פרק הזמן הזה ניתן לחלק לשתי תקופות - בתקופה הראשונה, בין החודשים ינואר-אפריל, התחזק הדולר בשיעור של כ-4.8%, ולאחר מכן, בחודשים מאי-יוני, נבלמה התחזקות הדולר והוא נחלש בשיעור של כ-1.98%.

ככלל, המשק הישראלי, כמו שווקים מתעוררים אחרים בעולם, עובר בשנים האחרונות תהליך של אינטגרציה עם השווקים הבינלאומיים. כדי לסייע, לקדם ולשלב את הכלכלה הישראלית בכלכלה הגלובלית ננקטו בשנים האחרונות כמה צעדים: בראשית שנת 2003 הושלם תהליך הליברליזציה באמצעות ביטול המגבלה האחרונה בנוגע להשקעת הגופים המוסדיים בחו"ל, ממשלת ישראל וחברות ישראליות מנפיקות איגרות חוב בחו"ל, יש ניסיון לשלב עושי שוק ראשיים זרים במערכת המסחר באיגרות חוב ממשלתיות, שיעור המס בגין השקעה בניירות ערך ישראליים צפוי להשתוות בראשית שנת 2005 לשיעור המס בגין השקעה בניירות ערך זרים ונעשה מאמץ לעודד את הפעילות של גופי השקעה זרים בבורסה בישראל אם בעקיפין (באמצעות ברוקרים ישראליים) אם במישרין (באמצעות בקשה להתקבל כחברי בורסה בישראל).

תהליך אינטגרטיבי זה מביא לידי כך שהתנהגות שוק המט"ח בארץ נגזרת בעיקר מהתנהגות שוק המט"ח בחו"ל, ולכן שוק הדולר-שקל סימטרי בהתנהלותו לשוק הדולר-אירו.

בין החודשים ינואר-אפריל 2004 נחלש האירו מול הדולר בשיעור של כ-4.9%. הדולר בתקופה זו התחזק על רקע ההערכות כי ריבית הפדרל ריזרבי לא תישאר זמן ארוך על כנה, וכי הבנק הפדרלי יעלה אותה בתקופה הקרובה. התבטאויותיו של נגיד הפד' במהלך תקופה זו על כך שהמשק האמריקני עלה על פסים של צמיחה וכי אין המשק נתון לאיום אינפלציוני מחד גיסא או דפלציוני מאידך גיסא סיפקו בסיס נאות להערכות אלו.

נוסף על הערכות אלו, תרמו להתחזקות הדולר פרסומי נתוני מקרו חיוביים המצביעים על צמיחת המשק האמריקני. מבין כל הנתונים בולטים נתוני התעסוקה שהצביעו על עלייה מתמדת במספר מקבלי המשכורות בארצות הברית (עלייה חודשית ממוצעת של 235,000 משרות חדשות, לא כולל המגזר החקלאי) ושהציגו תמונה חיובית ומעודדת של שוק התעסוקה האמריקני. נוסף על גידול זה ירד שיעור הבלתי מועסקים בעשירית נקודת האחוז מ-5.7% בחודש דצמבר 2003 ל-5.6% בחודש מאי 2004.

התחזקות הדולר מול האירו בתקופה זו (בין החודשים ינואר-אפריל) הביאה לידי התחזקות הדולר מול השקל באותה תקופה בשיעור של כ-4.8%.

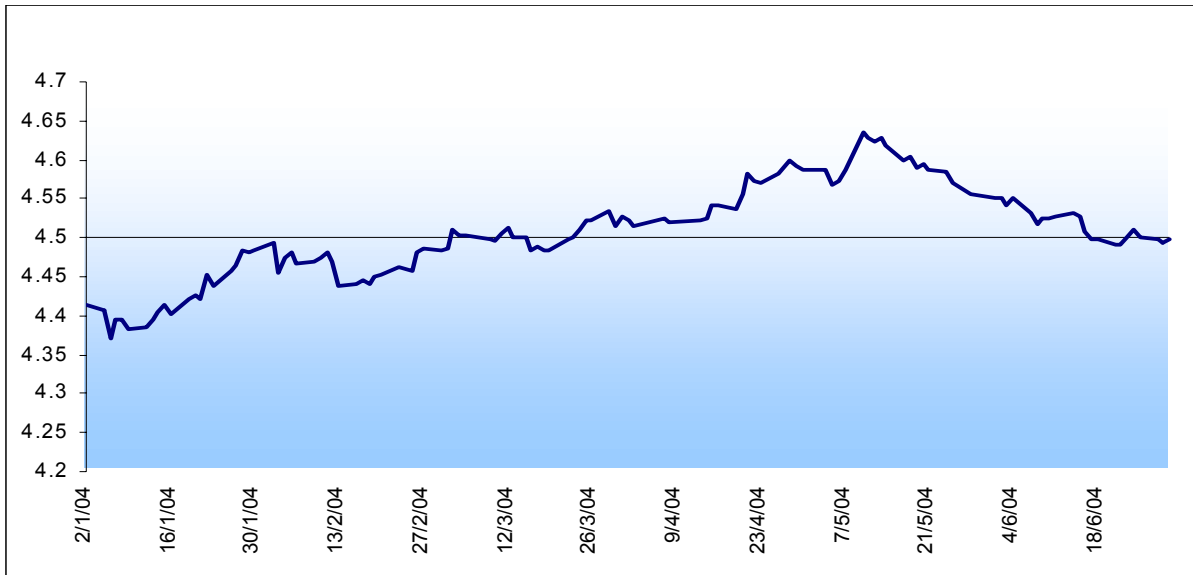
על גורמי החוץ שהביאו לידי התחזקות הדולר נוספה הפחתת הריבית בשיעור מצטבר של 0.4 נקודות האחוז. היו גם גורמים נוספים, כגון דשדוש הבורסה במהלך חודש אפריל, חיסול רנטיסי והשיח' יאסין והחשש מפיגועי נקם ומהתחדשות גל הטרור.

בחודשים מאי ויוני התהפכה מגמת התחזקות הדולר מול האירו, והדולר נחלש בשיעור של 1.68%.

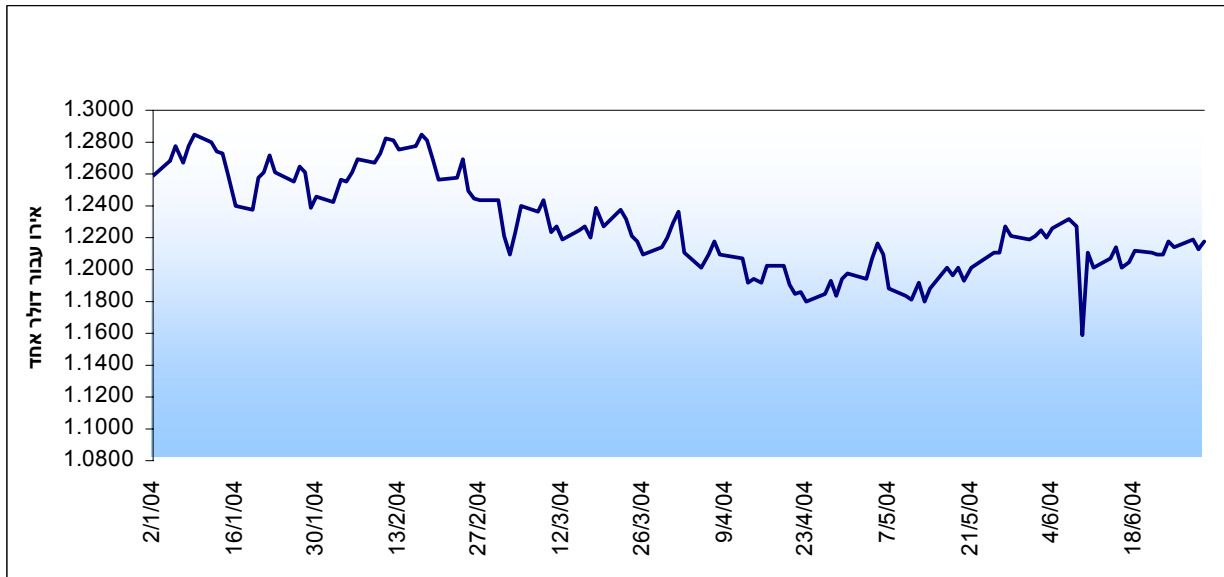
נתוני התעסוקה האופטימיים והציפיות (שהתממשו) להעלאת הריבית הופנמו וגולמו כבר בשליש הראשון של השנה. ההסלמה נגד מעורבות ארצות הברית בעיראק, החשש מהמתרחש בעיראק לאחר העברת השלטון לידיים מקומיות, הגידול בגירעון במאזן המסחרי של ארצות הברית לרמה של 48.3 מיליארד דולר, עליית מדד המחירים לצרכן בחודש מאי בשיעור של 0.6% ובעיקר עליית מחירי הנפט בעולם הביאו לידי היחלשות הדולר בחודשים מאי-יוני.

בו בזמן נחלש הדולר בתקופה זו גם מול השקל בשיעור של 1.98%. פרט להשפעה הגלובלית סייעו לשקל מול הדולר השפעת ההפסקה בתהליך הפחתת הריבית בידי נגיד בנק ישראל והתבהרות המפה הפוליטית לאחר החלטת היועץ המשפטי לממשלה בעניין 'האי היווני'.

הגרף שלהלן משקף את התנודות של השקל ביחס לדולר במהלך המחצית הראשונה של השנה :



הגרף שלהלן משקף את תנודות הדולר ביחס לאירו אחד במהלך המחצית הראשונה של השנה :



## 5. קופות גמל - נתונים בולטים

1. סך נכסי הקופות עלה מאז תחילת השנה ועד חודש מאי בשיעור של 2.8%, והוא עומד בסוף חודש יוני על סך של 194.5 מיליארד ש"ח. כל הגידול נובע מהתשואה החיובית שהושגה בקופות במהלך תקופה זו בשיעור של 2.9%. צבירה שלילית מתחילת השנה בסכום של 493 מיליוני ש"ח קיזזה במעט את השפעת התשואה החיובית על עליית ערך נכסי הקופות.
2. **קופות גמל לתגמולים** - הצבירה נטו מתחילת השנה הייתה שלילית והסתכמה ב-163 מיליוני ש"ח, זאת בהשוואה לתקופה המקבילה בשנה הקודמת שבה הצבירה הייתה שלילית והסתכמה ב-2.3 מיליארד ש"ח.
3. **קרנות השתלמות** - הצבירה נטו מתחילת השנה הייתה חיובית והסתכמה ב-304 מיליוני ש"ח, זאת שלא כמו הצבירה השלילית בסך של 762 מיליוני ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד.
4. **קופות מרכזיות לפיצויים** - הצבירה נטו מתחילת השנה הייתה שלילית והסתכמה ב-625 מיליוני ש"ח, זאת בהשוואה לתקופה המקבילה בשנה הקודמת שגם בה הייתה הצבירה שלילית והסתכמה ב-510 מיליוני ש"ח.

השיפור הניכר בצבירה מתחילת השנה מושפע בעיקר מהירידה החדה במשיכות העמיתים מקופות הגמל לתגמולים ומקרנות ההשתלמות. הירידה החדה מקורה בתשואות הגבוהות שהשיגו הקופות מראשית השנה וברפורמה במס שפטרה את רווחי הפקדות העמיתים שהופקדו עד ל-1.03 מ.מס.

בקופות הגמל לתגמולים הייתה ירידה במשיכות בשיעור של 41% בהשוואה לתקופה המקבילה בשנה הקודמת, ובקרנות השתלמות הייתה ירידה של 21% במשיכות בהשוואה לתקופה המקבילה בשנה הקודמת.

לעומת זאת, בקופות מרכזיות לפיצויים הייתה עלייה של כ-16% בהשוואה לתקופה המקבילה בשנה הקודמת וירידה בהפקדות בשיעור של כ-2% שהביאה לידי הרעה בצבירה מתחילת השנה לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

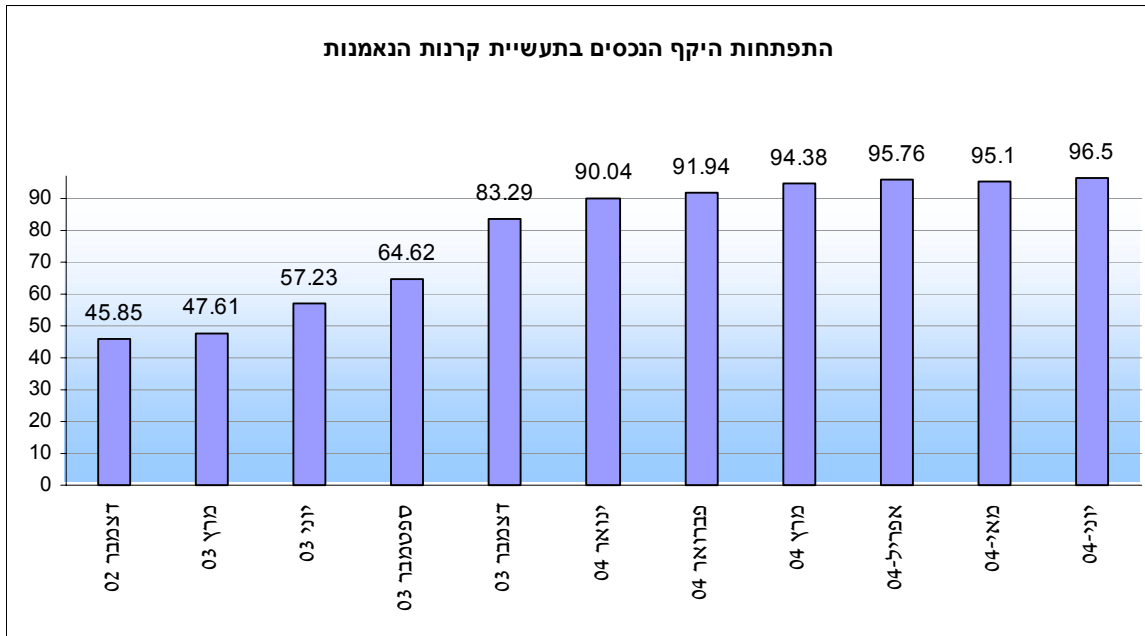
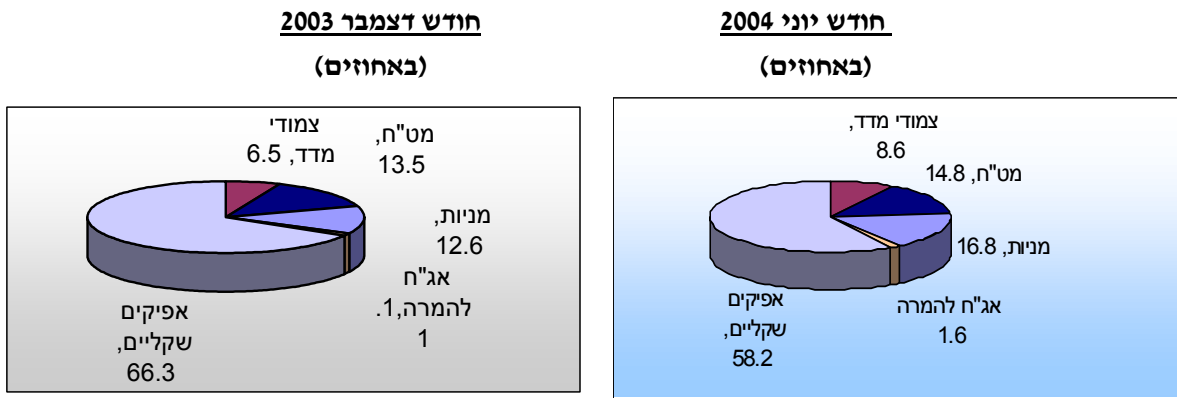
### תשואות נומינליות ברוטו לפי סוג תאגיד שולט

תשואה מצטברת 2004 עד לחודש מאי 2004	נכסים - מאי 2004 (במיליארדי ש"ח)	
3.44%	140.8	תאגידי בנקאיים
5.79%	5.4	גופים פרטיים
3.68%	3.8	קרנות פנסיה
3.65%	1.8	חברות ביטוח
3.44%	42.7	גופים אחרים
<b>3.51%</b>	<b>194.5</b>	<b>סך הכול</b>

### 6. קרנות נאמנות - נתונים בולטים<sup>3</sup>

1. מדד כלל קרנות הנאמנות עלה בחודש יוני בשיעור של 0.7%, ומתחילת השנה נרשמה עלייה בשיעור של 2.7%.
2. קבוצת הקרנות המתמחות במניות ישראליות הניבו מתחילת השנה תשואה בשיעור של 12.4%.
3. קבוצת הקרנות השקליות הניבו מתחילת השנה תשואה בשיעור של 1.3%.
4. בסך הכול עלו נכסי הקרנות מאז תחילת השנה בשיעור של 15.8%, ונכון לסוף חודש יוני סכום זה עומד על 96.5 מיליארד ש"ח.

להלן הרכב ההשקעות בענף הקרנות לחודש יוני ובהשוואה לחודש דצמבר 2003:



<sup>3</sup> ע"פ נתוני חברת מיטב