

קופת תגמולים
של עובדי אוצר החייל בע"מ

דו"ח הדירקטוריון
על מצבה של קופת הגמל
לשנה שהסתיימה ביום 31/12/2007

תוכן דו"ח הדירקטוריון

3	מאפיינים כלליים של קופת הגמל
3	בעלי המניות בקופה
4-7	תיאור מצבה הפיננסי של הקופה ותוצאות פעילותה בתקופה הנסקרת
7-10	ההתפתחויות הכלכליות במשק והקשרן למדיניות ההשקעות של הקופה
10	התפתחות תנאי הרקע הגלובליים
10	השוק המשני
11	שער חליפין
12	התפתחות האינפלציה והמדיניות המונטרית
9	התפתחות הפעילות הממשלתית
12-20	תיאור ההתפתחויות בשוקי ההון והכספים
20	מגמות והתפתחויות בענף קופות הגמל
20	התפתחויות בחקיקה
21	רפורמה בשוק ההון
24	הנהלת הקופה
24	א. חברי הדירקטוריון
24	ב. נוהל השימוש בזכויות ההצבעה של מניות המוחזקות ע"י קופת הגמל
24	אופן ניהול הקופה
25	א. נוהל עבודת דירקטוריון
25	ב. מתכונת כללית לקבלת החלטות על השקעות הקופה
25	ג. הגופים המנהלים את תיק ההשקעות ומה הרכב התיקים
25	ד. הקשר בין ועדת השקעות מנהלת הקופה ומנהל השקעות
25	ה. הקצאת השקעות בין הקופות

כלליים של קופת הגמל

שם קופת הגמל: "קופת תגמולים של עובדי בנק אוצר החייל בע"מ".
הקופה הינה קופה המיועדת לחסכון עובדי בנק אוצר החייל בע"מ במעמד שכיר בלבד, להפקדות עובד, מעסיק ופיצויים.

ההתקשרות בין הבנק לקופה מעוגנת בתקנות ההתאגדות של הקופה.

מועד הקמת הקופה : 30/01/1972.

סוג אישור מס ההכנסה שיש לקופה : קופה לעמיתים במעמד שכיר ועצמאי.

תוקף האישור : עד 31/12/2008.

מספר האישור : 1/230.

סוג העמיתים : שכירים.

אין לקופה מסלולי השקעה.

סוג הקופה : מפעלית.

שיעורי ההפרשות המרביים שרשאית הקופה לקבל ומטרתם :

תגמולים עובד : 5%

תגמולים מעביד : 5%

פיצויים : 8.33%

לא שונו מסמכי היסוד של הקופה בתקופת הדו"ח ועד לחתימתו.

בתאריך 1.1.2008 הושלם תהליך העברת ניהול הקופה לחברה מנהלת " איילון ניהול קופות גמל"

בעלי המניות בקופה :

הקופה הינה חברה מוגבלת בערבות, ללא מניות.

דירקטוריון הקופה נבחר באסיפה הכללית של עמיתי הקופה.

תאור מצבה הפיננסי של הקופה ותוצאות פעילותה בתקופה הנסקרת

התפתחויות בהפקדות ומשיכות ובצבירה

התפתחות סך נכסי הקופה (באלפי ש"ח – נומינלי), נטו

שנה	סך הנכסים	גידול נומינלי לעומת שנה קודמת (ב - %)
2003	103,131	8.2
2004	122,885	19.2
2005	135,946	10.6
2006	145,729	7.2
2007	157,784	8.3

בשנת 2007 חל גידול בנכסי הקופה. הגידול נבע מתשואה נומינלית חיובית ותזרים חיובי.

התפתחות תזרים הפקדות לקופה לעומת המשיכות (כולל העברות נטו) בחמש השנים האחרונות

(נומינלי):

שנה	הפקדות	העברות אל הקופה	משיכות	העברות מהקופה	תזרים הפקדות בניכוי משיכות
2003	2,400	1	-6,572	-143	-4,314
2004	14,903	0	-3,150	-247	11,506
2005	2,590	0	-2,036	0	554
2006	2,719	0	-2,528	-464	-273
2007	2,894	0	-1,132	-1,365	397

בנובמבר 1994 הצטרפו רוב עובדי הבנק לקרן פנסיה, בהתאם קטנו ההפקדות בקופה משנת 1995. בשנים האחרונות חל גידול במשיכות עקב פרישת מספר עובדים ותיקים בבנק. בשנת 2006 חל גידול בהעברות לקופות אחרות ובשנת 2007 נמשכה המגמה עם העברת מספר חשבונות של עובדי הבנק לקופות אחרות.

כ - 97% מההפקדות הן הפקדות לפיצויים.

ניתוח התשואות שהשיגה הקופה

להלן פירוט אחוזי ההשקעה הממוצעת השנתית באפיקי ההשקעה ותרומתם לתשואה השנתית:

	תרומה לתשואה נומינלית ברוטו (ב - %)		השקעה ממוצעת (ב - %)	
	2006	2007	2006	2007
אג"ח ממשלתיות צמודות מדד	0.88	1.17	21.85	15.87
אג"ח ממשלתיות לא צמודות בריבית קבועה	0.30	0.15	3.73	4.97
אג"ח ממשלתיות לא צמודות בריבית משתנה	0.31	0.08	5.39	1.85
מקמ	0.55	0.35	9.36	7.40
אג"ח קונצרנים סחיר	0.38	0.39	6.22	14.54
אג"ח קונצרנים סחיר צמוד מט"ח		0.00	0.20	0.07
אג"ח לא סחירות, פיקדונות והלוואות צמודות מדד	1.37	1.63	21.91	18.16
אג"ח לא סחירות, פיקדונות והלוואות לא צמודות מדד	0.03	0.03	0.52	0.82
מניות בארץ	3.10	3.84	14.82	16.97
מניות יתר	0.01	0.01	0.16	0.76

תדומה לתשואה נומינלית ברוטו (ב - %)		השקעה ממוצעת (ב - %)		
2006	2007	2006	2007	
0.06	0.06	0.02	-0.02	אופציות Warrants
0.33	-0.10	3.68	3.26	מניות חו"ל
-0.09	0.00	1.51	1.02	אג"ח בחו"ל
0.16	0.20	4.53	5.87	מזומנים ושווי מזומנים
0.00	0.29	0.72	0.71	קרנות השקעה
0.06	0.03	0.82	1.85	קרנות נאמנות
0.02	-0.05	4.39	2.89	מזומנים בחו"ל
0.00	0.25	0.16	2.99	פיקדונות מובנים
7.47	8.33	100.00		סה"כ

הכספים בקופה מיועדים לעמיתים במעמד שכיר. הפקדות שוטפות לקופה מבטיחות תזרים חיובי. מצב המשק, התפתחויות כלכליות ומצבת העובדים בבנק משפיעות על משיכות מהקופה והצטרפות עמיתים חדשים. רוב נכסי הקופה הם נכסים סחירים הניתנים למימוש בכל עת ללא הפסד או הפסד קטן. מח"מ תיק ההשקעות של הקופה לתאריך 31.12.2007 - 3.19 שנים לעומת 9.48 שנים משך חיים ממוצע בחסכון. אורך חיים ממוצע של תיק ההשקעות אינו גבוה ונבחן בוועדת ההשקעות. בשנת 2007 גדל שיעור ההשקעה במניות תל אביב 100 מ- 14.82% ל- 16.97% כתוצאה מביצוע רכישות ועליית ערך המניות, כמו כן ההשקעה הממוצעת במניות חו"ל קטנה מ 3.68% ל 3.26%. שיעור ההשקעה הממוצעת באג"ח ממשלתי צמוד מדד קטן מ- 21.85% ל- 15.87%. שיעור ההשקעה הממוצעת באג"ח ממשלתי לא צמוד בריבית משתנה (גילון) קטן מ- 9.10% ל- 5.39%. שיעור ממוצע הכספים הנזילים המושקעים בפיקדונות לטווח קצר קטנו מ- 5.39% ל- 1.85% השקעות הקופה בקרנות השקעה נשארו ברמה נמוכה של 0.71% במסגרת הגדלת החשיפה לחו"ל הקופה השקיעה בקרנות נאמנות בחו"ל 1.85%. בניירות ערך שאינם סחירים חל קיטון מ- 21.91% ל- 18.16% וזאת בשל פדיונות באפיק הלא סחיר הצמוד. השינויים שבוצעו קיצרו את מח"מ תיק ההשקעות מ- 3.66 שנים בשנת 2006 ל- 3.19% שנים בשנת 2007.

פעילות הקופה

האג"ח הממשלתי הלא צמוד היווה מרכיב דומיננטי ועיקרי בתיק ההשקעות של הקופה כאשר לריבית הנמוכה במשק ותחזיות לאינפלציה נמוכה הייתה השפעה על הקטנת היקף ההשקעה של הקופה באפיק. התחזית של הקופה כי המגמה החיובית בשוק המניות שהייתה בשנת 2006 תמשך גם ב- 2007, הביאה את הקופה להשבתה והרחבה של מרכיב המניות מסה"כ השקעות. בשנה שחלפה הקופה שמה דגש על הרחבת החשיפה למספר מטבעות ושווקים וזאת תוך שמירה על פיזור והגבלת היקף ההשקעה בתחום זה מסה"כ השקעות הקופה. ניתן היה לראות בשנת 2007 קיטון בשיעור ההשקעה בעיקר באפיק הפיקדונות וכן גידול, בשיעור נמוך, באפיקי האג"ח הצמודים הקונצרניים. בקופת 'עובדי אוצר החייל' הייתה צבירה חיובית, בעיקר עקב קיטון במשיכות מהקופה.

קופת עובדי אוצר החייל הניבה תשואה ריאלית שנתית ברוטו בשיעור של 5.39% המהווה תשואה נומינלית של 8.33%.

מידע על עמיתים

להלן התפתחות מספר עמיתים בקופה בחמש השנים האחרונות:

שנה	מספר עמיתים
2003	718
2004	721
2005	724
2006	883
2007	924

הקופה גדלה השנה ב- 41 עמיתים.

שוק הנגזרים

הקופה מבצעת פעילות בשוק הנגזרים לגוון תיק ההשקעות לצורך הגנות ולערך מוסף לתיק המניות. דירקטוריון הקופה אישר פעילות בנגזרים. בשנת 2007 בוצעה רכישה וכתובת נגזרים. הפעילות מתבצעת בהתאם להתפתחויות בשוק ההון ותחזיות מאקרו כלכליות. הקופה עושה שימוש בנגזרים כחלק ממהלך העסקים הרגיל באפיקי המניות והמט"ח. הפעילות בנגזרים באה במטרה ליצור חשיפות לאפיקי ההשקעה מצד אחד ולגדר סיכונים בפעילות זו מנגד. לקופות מוקצית מסגרת אשראי לצורך פעילות הכתיבה בנגזרים, כאשר פעילות הכתיבה הינה רק כנגד נכס בסיס. בשנת 2007 שהתאפיינה בעליות חדות בשוקי המניות, שימשו הנגזרים ככלי להקטנת הסיכון בקופה וכאמצעי מייצב בתיק ההשקעות.

חשיפה לסיכוני שוק

הקופה פועלת בתחומים שונים של שוק ההון המתאפיינים בתנודתיות גדולה בין היתר בשל השפעה של גורמים מדיניים, פוליטיים, בטחוניים, וכלכליים בארץ ובעולם. סיכוני השוק הנובעים מפעילות בסביבה הנ"ל הם:

- סיכוני ריבית
- סיכוני האינפלציה
- סיכוני שער החליפין
- סיכון מחירי ני"ע

סיכוני ריבית

הקופה מחזיקה בממוצע 20%-25% בנכסים שקליים, אשר חשופים לתנודות של שערי ריבית נומינליים, ועלולים להיפגע במקרה של עלית ריבית חדה ע"י בנק ישראל. המעקב אחרי שינויים של שער הריבית החזויה מתבצע ע"י קבצי הנתונים המשויים ריביות החזויות ע"י השוק (דרך תשואות מק"מ), לבין תחזית המחלקה לגבי התפתחות הריבית העתידית. ע"מ להקטין את חשיפת הנכסים לסיכוני ריבית חלק ניכר מהאפיק השקלי בנכסי הקופות מוחזק באר"נים או לחלופין הנכסים בעלי מח"מ נמוך.

סיכוני האינפלציה

כל נכסי הקופה, אשר אינם צמודי מדד עלולים להיפגע במקרה של התפרצות אינפלציונית. מאחר וקופות הגמל הן אפיק חיסכון סולידי וארוך טווח הנכסים הצמודים למדד המחירים לצרכן מהווים עוגן ואת עיקר האחזקות של הקופות. שיעור הנכסים צמודי מדד מגיע לכדי 50% מנכסי הקופות. בשנים האחרונות שיעורי האינפלציה בארץ ירדו בצורה דרסטית ועל פי כל התחזיות האינפלציה לא צפויה לגדול בעתיד הנראה לעין. על כן סביר להניח שבעתיד אנו נראה ירידה הדרגתית בשיעורי האחזקה הצמודות מדד בסך נכסי הקופות.

סיכוני שער חליפין

אחרי השוואת המיסוי על רווחי ההון המתקבלים בארץ ובחו"ל חלק הולך וגדל של נכסי הקופה יושקעו בבורסות בחו"ל ובמכשירי מט"ח לסוגיהם. ההשקעה בנכסי מט"ח כרוכה בסיכון כפול: סיכון של שערי חליפין צולבים בין מטבעות השונים וסיכון התיסוף של המט"ח מול שקל. תהליך הבדיקה לפני ההשקעה במטבע כולל בדיקת מאקרו של המדינה, תחזיות להתפתחות שער המטבע מול דולר ארה"ב ובדיקת סטיות תקן ומתאמים הקיימים בין מטבע ההשקעה לבין מטבעות אחרים. ע"מ להקטין סיכון מטבע ננקטות פעולות במכשירי מעו"ף לסוגיהם, כגון רכישת חוזה עתידי וסגירת כנגד פיקדון במטבע בסיס ע"מ ליהנות מהפרשי ריבית הגלומים בחוזה העתידי.

סיכון מחירי ני"ע

ירידה חדה במחירי ני"ע הנסחרים בבורסות בארץ ובחו"ל עלולה לגרום לתשואות שליליות ולהפסד כספי המשקיעים. נכון להיום מעל 20% מסך נכסי הקופות מושקעים במניות שהן נכס בעלי תנודתיות גדולה יחסית. ע"מ להקטין את הסיכון מח' השקעות נוקטת במגוון רחב של פעולות החל מפיזור גיאוגרפי, כולל פיזור פנימי (רכישת ETF) וכלה בשימוש רחב בנגזרים אשר נרכשים או נמכרים ע"מ להגן על התיק.

בנוסף מתבצע מעקב שוטף אחר השווקים שבהם מושקעים נכסי הקופה ומחקר מאקרו לאיתור שווקים פוטנציאליים. אנליסט המחלקה מבצע באופן שוטף את עבודות האנליזה של מניות הפוטנציאליות להשקעה, ומקיים מעקב שוטף אחרי הניירות המוחזקים ע"י הקופות. מח' ההשקעות מקבלת באופן שוטף סקירות מאקרו/מיקרו של מספר גופים פיננסיים בארץ ובעולם ואלה מהוות כלי נוסף לצורך קבלת החלטות אלוקציה וקניה/מכירה של ני"ע.

בקורות ונהלים

הערכת בקורות ונהלים לגבי הגילוי המנכ"ל והאחראית על העניינים הכספיים בחברה, העריכו לתום התקופה המכוסה בדוח זה את היעילות של הבקורות ונהלים לגבי הגילוי של החברה. על בסיס הערכה זו, המנכ"ל והאחראית על העניינים הכספיים בחברה הסיקו כי לתום תקופה זו הבקורות ונהלים לגבי הגילוי של החברה הן יעילות על מנת לרשום, לעבד, לסכם ולדווח על המידע שהחברה נדרשת לגלות בדוח השנתי בהתאם להוראות הדין והוראות הדיווח שקבע הממונה על שוק ההון ביטוח וחסכון ובמועד שנקבע בהוראות אלו.

בקרה פנימית על דיווח כספי

במהלך התקופה המכוסה המסתיימת ביום 31 בדצמבר 2007 לא אירע כל שינוי בבקרה הפנימית של החברה על דיווח כספי אשר השפיע באופן מהותי, או סביר שצפוי להשפיע באופן מהותי, על הבקרה הפנימית של החברה על דיווח כספי.

ההתפתחויות הכלכליות במשק והקשרן למדיניות ההשקעות של הקופה

תאור ההתפתחויות הפיננסיות-התפתחות הפעילות הכלכלית בישראל

בשנת 2007 נמשכה הצמיחה המהירה במשק הישראלי והתוצר המקומי הגולמי צמח בשיעור גבוה של 5.3%, והשלים בכך שנה רביעית ברציפות של צמיחה הגבוהה מ-5%. הצמיחה המהירה ב-2007 נתמכה בשיעורי צמיחה גבוהים בעולם, כאשר במקביל הואצה הפעילות המקומית בהשפעת סביבת ריבית ריאלית נמוכה והמשך השיפור בשוק העבודה. בחינת התפתחות התוצר לפי מחציות מראה שבמחצית הראשונה עלה התוצר ב-6.3% והאט במעט במחצית השנייה לקצב של 5.6% (בחישוב שנתי). התרחבות התוצר המקומי הגולמי הובילה לעלייה בתוצר לנפש בשיעור של 3.5%, והוא הסתכם ב-92.7 אלף ש"ח במחירים שוטפים (כ-22.6 אלף דולר).

בדומה לצמיחה בשנים 2004-2006, גם ב-2007 העלייה בקצב הצמיחה נבעה מצמיחה מהירה של הסקטור העסקי, שעלה בשיעור של כ-6.3%. העלייה בתוצר במגזר העסקי משקפת עליות בתוצר ענף התעשייה וברוב ענפי השירותים. תוצר ענף התעשייה עלה בשנת 2007 בשיעור של 4.9%, כאשר ברוב ענפי השירותים היו עליות בשיעורים של 5% עד 11%. התרומה הבולטת לצמיחה התקבלה מענפי שירותים פיננסיים ועסקיים (צמיחה של 8.3%) ושירותי אוכל והארתה (7.5%). תוצר ענף הבינוי המשיך את השינוי החיובי שהחל בשנת 2006 וצמח ב-4.5%.

הצמיחה הממושכת במשק הובילה לעלייה חדה ביבוא ב-2007. יבוא הסחורות והשירותים, עלה בשנת 2007 בשיעור גבוה של 12.8%. יבוא הסחורות והשירותים, למעט היבוא הביטחוני, אוניות ומטוסים ויהלומים, עלה בשיעור גבוה יותר של 14.1% לאחר עליות מתונות יותר של כ-5% בשנתיים הקודמות. העלייה ביבוא הסחורות שיקפה את העלייה בפעילות היצור המקומי, העלייה בהשקעות הסקטור העסקי והעלייה בצריכת מוצרי בני קיימא (בעיקר כלי רכב). כמו כן, נרשמה עלייה חדה ביבוא מוצרי אנרגיה שנבעה גם מעליית המחירים החדה במחצית השנייה של השנה. לפיכך, סיכום פעילות התוצר המקומי והיבוא מעלה כי סך המקורות שעמדו למשק עלה ב-2007 בשיעור גבוה של 7.6%.

בבחינת השימושים במקורות נרשמה בשנת 2007 עלייה בקצב הגידול בכל הרכיבים, עלייה שביטאה את התרחבות הצמיחה בענפי המשק השונים.

בשנת 2007 עלתה ההוצאה לצריכה פרטית בשיעור חד של 7.2%, המהווה עלייה בשיעור גבוה של 5.3% בצריכה הפרטית לנפש, וזאת לאחר עלייה של 2.7% בשנת 2006. ההוצאה לצריכה שוטפת לנפש (סך הצריכה למעט מוצרים בני קיימא), עלתה ב-2007 בשיעור של 3.6%. ההוצאה לרכישת מוצרים בני קיימא לנפש עלתה בשיעור חד של 22.6%, לאחר ירידה של 2.6% ב-2006. העלייה החדה נבעה בעיקר מעלייה של 33.5% ברכישות כלי רכב לשימוש פרטי ומעלייה של 23.2% ברכישות ציוד למשק הבית.

ההוצאה לצריכה ציבורית עלתה השנה ב-2.6%, לאחר עלייה של כ-2.3% ב-2006. ההוצאות לצריכה ציבורית אינדיבידואלית, הכוללות את ההוצאות לחינוך, בריאות, שירותי רווחה ותרבות עלו בשיעור של 4.0%, ואילו ההוצאות לצריכה ציבורית קולקטיבית, הכוללות בין היתר, את ההוצאות לביטחון עלו בשיעור גבוה יותר של 1.4%.

ההשקעה המקומית הגולמית עלתה בשיעור חד של 13.4%, לאחר עלייה בשיעור של 5.3% בשנת 2006. העלייה החדה בהשקעה הגולמית משקפת בעיקר את העלייה בהשקעה בנכסים קבועים במקביל לעלייה קלה במלאים. מלאי החומרים, המוצרים בתהליך הייצור והמוצרים הגמורים בשנת 2007, במחירים שוטפים, הסתכם ב-2.1% מהתמ"ג לעומת 1.8% תוצר בשנת 2006.

כאמור, העלייה בהשקעה המקומית הגולמית נבעה בעיקר מהשקעה בנכסים קבועים. עלייה זו נתמכה במיצוי הדרגתי של כושר הייצור במשק לאחר צמיחה ממושכת בשנים האחרונות ומסביבת ריבית ריאלית נמוכה במשק. השקעות בנכסים קבועים - בבנייה, במכונות וציוד ובכלי תחבורה, עלו ב-2007 ב-13.6%, לאחר עלייה של 10.1% ב-2006. ההשקעות בענפי המשק השונים (בבנייה שלא למגורים, במכונות, ציוד וכלי רכב, למעט אוניות ומטוסים) עלו בשנת 2007 ב-18.3%, לאחר עלייה של 11.6% ב-2006.

ב-2007 נמשכה ההתאוששות בפעילות ענף הנדל"ן שלא למגורים: ההשקעות בבניינים שלא למגורים ועבודות בנייה אחרות עלו בשיעור של 9.2% לעומת עלייה של 11.8% אשתקד. קצב הגידול בהשקעות בבנייה למגורים התמתן ל-1.1% בלבד לאחר שעלה בשנת 2006 ב-6.0%.

יצוא הסחורות והשירותים עלה ב-2007 בשיעור של 8.6%, לעומת עלייה של 5.9% ב-2006. יצוא הסחורות עלה בשיעור של 8.7% לאחר עלייה של 5.9% ב-2006. היצוא התעשייתי ללא יהלומים צמח בשיעור של 8.6%, כאשר שיעורי צמיחה גבוהים אפיינו את מרבית ענפי המשנה. לפי נתוני סחר חוץ (נקובים בדולר אמריקאי) צמח יצוא ענפי הטכנולוגיה העילית בכ-11% כאשר עיקר התרומה התקבלה מענפי ציוד בקרה ופיקוח ומתקופות. עלייה בולטת של כ-27% נרשמה ביצוא ענפי טכנולוגיה עילית-מעורבת ובעיקר בענף הכימיקלים שנהנה מעלייה בביקושים ובמחירי

הסחורות בעולם. יצוא ענפי השירותים למעט תיירות, (שכולל בעיקר שירותי תוכנה ומחקר) עלה ב-7.4%, בהמשך לעלייה של 8.3% ב-2006. ההכנסות מיצוא שירותי תיירות עלו ב-15.5%, לאחר פגיעה קשה בענף זה במחצית השנייה של 2006 (בהשפעת מלחמת לבנון השנייה שהובילה לירידה של 6.6% בפעילות הענף).

העלייה ביבוא סחורות ושירותים בקצב גבוה מזה של היצוא הובילה לגירעון קל בחשבון הסחורות והשירותים (למעט יבוא בטחוני) והוא הסתכם ב-134 מיליון דולר. זאת, לעומת עודף של כ-3.6 מיליארד דולר בשנת 2006.

התפתחות זו הובילה לירידה בעודף בחשבון השוטר במאזן התשלומים. החשבון השוטר, (הכולל את חשבון הסחורות והשירותים, הכנסות מעבודה ומהון והעברות שוטפות מחו"ל) הסתכם ב-2007 בעודף של 6.2 מיליארד דולר, לעומת עודף של 8.9 מיליארד דולר ב-2006. העודף בחשבון השוטר ב-2007 היווה כ-3.2% תוצר לעומת 5.6% ב-2006.

המשך הצמיחה המהירה של המשק בשנת 2007 הוביל להמשך מגמת השיפור בשוק העבודה. נתוני סקר כוח אדם לרביע השלישי הצביעו על ירידה בשיעור הבלתי מועסקים במשק ל-7.3%, לעומת 7.8% ברביע האחרון של 2006, ולעלייה בשיעור ההשתתפות ל-56.7% לעומת 55.6% ברביע האחרון של 2006. נתוני המגמה לחודש נובמבר הצביעו על שיפור משמעותי יותר ולפיהם שיעור הבלתי מועסקים ירד בחודש זה ל-6.6% לעומת רמה של 8.0% בסוף שנת 2006.

תשומת העבודה במגזר העסקי, כפי שהיא נמדדת ע"י מספר שעות העבודה של כלל המועסקים במגזר העסקי (עובדים ישראלים, עובדים זרים ועובדים מהרשות הפלסטינית) גדלה בשנת 2007 בשיעור של 4.7%, לאחר עלייה של 2.6% ב-2005. הגידול בשעות העבודה ב-2006 נבע מגידול במספר המועסקים הישראלים בשיעור של 5.0%. פריון העבודה – (התוצר הנקי לשעת עבודה במגזר העסקי) עלה בשנת 2007 בשיעור מתון יותר של 1.9%, לעומת עלייה בשיעור גבוה של 4.3% ב-2006.

התפתחות הפעילות הממשלתית

גם בשנת 2007 נמשכה הירידה במשקל הממשלה בתוצר במקביל להפחתת נטל המס וזאת תוך שמירה על עמידה ביעד הגירעון. בנוסף, נמשכה גם הפרטת החברות הממשלתיות והשנה הופרטו בתי הזיקוק בחיפה.

הכנסות המדינה הסתכמו בשנת 2007 בכ-228 מיליארד ש"ח, גבוה בכ-14.5 מיליארד ש"ח מהמתוכנן. המשך הצמיחה המהירה של הסקטור העסקי והשיפור המואץ בשוק העבודה הובילו לעלייה של כ-8.3% בהכנסות המדינה ממיסים והם הגיעו ל-190.8 מיליארד ש"ח, גבוה מההערכות המקוריות בתקציב שעמדו על 179.5 מיליארד ש"ח.

הוצאות הממשלה בשנת 2007 הסתכמו ב-225.4 מיליארד ש"ח, עלייה של 3.2% לעומת 2006. הוצאות הממשלה היו נמוכות בכ-4.6 מיליארד ש"ח מהמתוכנן, תת ביצוע של כ-2% ביחס למתוכנן. הוצאות המשרדים הסתכמו ב-184.7 מיליארד ש"ח, עלייה של 4.3% לעומת 2006, וגבוה בכ-2 מיליארד מהתכנון המקורי (לא כולל רוזבה) בעיקר בשל הגדלת הוצאות הביטחון. תשלומי הריבית והחזר קרן למוסד לביטוח לאומי הסתכמו ב-40.7 מיליארד ש"ח, כ-1.3 מיליארד ש"ח נמוך מהתכנון בתקציב המקורי עקב גיוס הון נמוך מהמתוכנן ב-2006 וב-2007 וסביבת ריביות נמוכה מהחזוי.

לפיכך, הגירעון הכולל ללא מתן אשראי נטו הסתכם בסכום אפסי של 126 מיליון ש"ח (0.02% תוצר) לעומת יעד גירעון של 18.7 מיליארד שקלים (2.9% תוצר).

בפעילות הכוללת מתן אשראי נטו, היה לממשלה עודף של 3.2 מיליארד ש"ח. עודף זה ביחד עם תקבולי הפרטה גבוהים בסך של כ- 6.2 מיליארד ש"ח אפשרו גיוס הון שלילי בהיקף של 10.6 מיליארד ש"ח. גיוס ההון נטו השלילי ביחד עם הצמיחה המואצת, האינפלציה המתונה והתיסוף החד בשער הדולר, הובילו לירידה משמעותית של יחס החוב-תוצר שירד לכ- 81% תוצר מכ- 87% ב- 2006.

העלאת זירוג האשראי ע"י חברת S&P

חברת הדירוג S&P הודיעה על העלאת דירוג האשראי במט"ח של ישראל בנובמבר 2007 ל-A עם תחזית חיובית. העלייה באמינות הפיסקאלית בשנים האחרונות שהתבטאה בירידה בגירעון הממשלתי ובירידת היחס חוב-תוצר, הצמיחה המהירה בשנים האחרונות והשיפור במאזן החוב החיצוני היו בין הגורמים העיקריים להחלטה על העלאת הדירוג.

שוק המט"ח

שע"ח של השקל מול הדולר הושפע בשנת 2007 בעיקר מהגורמים הבאים:

1. מהמשך מגמת היחלשות הדולר בעולם כפי שבאה לידי ביטוי בשע"ח אירו- דולר שעלה מכ- 1.31 בסוף 2006 לכ- 1.47 בסוף 2007, ובאופן כללי נחלש הדולר מול מטבעות בשווקים מתעוררים;
2. מהתפתחות המדיניות המוניטארית של בנק ישראל -הפחתת ריבית במחצית הראשונה של השנה ומעבר לעלייה בריבית במהלך המחצית השנייה;
3. מהעודף בחשבון השוטף במאזן התשלומים- עודף של 6.2 מיליארד דולר (כ- 3.2% תוצר) לעומת עודף של 8.9 מיליארד דולר ב-2006 (5.6% תוצר);
4. מהמשך זרימת השקעות זרות למשק הישראלי- היקף ההשקעות הישירות הגיע לכ-9.5 מיליארד דולר לעומת כ-14.3 מיליארד ב-2006 (כולל עסקת ישקר-4.5 מיליארד); השקעות בני"ע הסתכמו בכ-1.4 מיליארד דולר לעומת פעילות נטו אפסית ב-2006 (בניכוי עסקת טבע).
5. השקעות ישראלים בחו"ל- עלייה בהשקעות הישירות ל-6.9 מיליארד לעומת 5.8 ב-2006 (בניכוי עסקת טבע). המגזר העסקי הגדיל את השקעתו באג"ח ובני"ע בכ-5.1 מיליארד דולר לעומת כ-7.6 מיליארד ב- 2006. כמו כן, הגדיל את הצבירה בפיקדונות במט"ח מ-3.8 מיליארד דולר ב- 2006 לכ- 6 מיליארד ב- 2007.
- משקיעים מוסדיים המשיכו להסיט השקעות לחו"ל בהיקף של כ-3.6 מיליארד דולר לעומת כ-3.1 מיליארד ב-2006. משקי הבית פדו קרנות נאמנות מט"חיות בהיקף של כ- 1.1 מיליארד דולר וצברו פיקדונות במט"ח בהיקף של כ- 1.7 מיליארד דולר.
- לפיכך, בסיכום שנת 2007 יוסף השקל בשיעור של 9% מול הדולר ועמד ברמה של כ- 3.85 ש"ח לדולר בסוף השנה. לעומת זאת, מול האירו פחת השקל בשיעור של 1.7%, ועמד ברמה של כ- 5.66 ש"ח לדולר בסוף השנה. העוצמה אותה הפגין השקל הפתיעה במיוחד לנוכח התגברות משבר האשראי בעולם שהחל בחודש יולי והחשש מהאטה בפעילות הגלובלית, התפתחויות שבעבר הובילו להיחלשות השקל מול הדולר. השיפור ביציבות הפיננסית וצפי להמשך צמיחה פנימית של מרבית השווקים המתעוררים וישראל בתוכם, מהווים ככל הנראה הסבר עיקרי לכך.
- התפתחות שע"ח של השקל מול הדולר לאורך השנה לא הייתה אחידה: במהלך הרביע הראשון של השנה נסתר השקל סביב רמה של 4.20 ש"ח לדולר. בחודשים אפריל-מאי התחדשה היחלשות הדולר בעולם עקב ציפייה להפחתת ריבית בארה"ב. בתקופה זו נרשמה התחזקות מהירה של השקל מול

הדולר בעוצמה גבוהה מזו שנרשמה מול מרבית המטבעות בעולם, והוא יוסף עד לאמצע חודש מאי אל מתחת ל-4 ש' לדולר. החל מאמצע חודש מאי ועד לאמצע יוני נרשמה התחזקות של הדולר בעולם כתוצאה משינוי בציפיות השוק לגבי הריבית בארה"ב (ההערכה השתנתה לכך שהריבית תישאר ללא שינוי לעומת צפי להפחתה קודם לכן). התפתחות זו הובילה למהלך של פיחות מהיר בשקל חזרה לרמות של 4.20 ש' לדולר בתקופה זו. מהלך היחלשות השקל מול הדולר נמשך עד לסוף חודש יולי (פוחת ל-4.34 ש' לדולר), למרות שבתקופה זו נחלש הדולר בעולם כתוצאה מסימנים ראשוניים לפרוץ המשבר הפיננסי שהיתרגמו מיד לציפיות להפחתת הריבית בארה"ב. מנגד, החל מסוף חודש יולי התחדשה מגמת התחזקות השקל והוא יוסף בשיעור חד לרמה של 3.85 ש' לדולר בסוף השנה. התחזקות השקל נתמכה, בין היתר, בהיחלשות הדולר בעולם, כתוצאה מהחרפת המשבר הפיננסי. החרפת המשבר הובילה להפחתת הריבית בארה"ב מ-5.25% ל-4.25% בדצמבר, כאשר בתקופה זו העלה בנק ישראל את הריבית מ-3.5% ל-4% (בחודשים אוגוסט-ספטמבר) ובסוף חודש דצמבר הודיע על העלאה נוספת בריבית לחודש ינואר 2008 ל-4.25%.

התפתחות האינפלציה

בשנת 2007 עלה מדד המחירים לצרכן בשיעור של 3.4% לעומת ירידה בשיעור של 0.1% בשנת 2006, כך שהפעם נרשמה החטאה כלפי מעלה של יעד האינפלציה (1%-3%). המדד, בניכוי סעיפי הפירות והירקות והדיוור, המהווה את האינפלציה הבסיסית, אף עלה בשיעור גבוה יותר של 3.7%. העלייה הגבוהה במדד נבעה בעיקר מהעלייה החדה במחירי האנרגיה והמזון בעולם. ייסוף השקל מול הדולר קיזז במידת מה את העלייה באינפלציה אך בשיעור מתון מבעבר לנוכח הביקוש הגובר לדיוור ולנוכח הירידה בתמסורת שבין שע"ח לסעיף הדיוור. גורמים נוספים אשר תרמו לעלייה באינפלציה היו סביבת הריבית הריאלית הנמוכה והירידה בשיעור האבטלה.

התפתחות האינפלציה בשנת 2007 לא הייתה אחידה: בחודשים ינואר-מאי עלה המדד בשיעור מצטבר של 0.3% בלבד בעיקר בהשפעת הייסוף בשע"ח של השקל מול הדולר ולנוכח עלייה מתונה יחסית במחירי האנרגיה והמזון בעולם. לעומת זאת בחודשים יוני-דצמבר רשם המדד עלייה מצטברת של 3.1%. בחודשים יוני-אוגוסט עלה המדד בשיעור חד של 2.5% בהשפעת הפיחות המהיר בשע"ח, העלייה בביקוש לדיוור ועליה במחירי המזון. הייסוף החד בשע"ח (חזרה לכיוון 4 ש"ח לדולר) השפיע על מדדי החודשים ספטמבר-אוקטובר שירדו במצטבר בשיעור של 0.4%. לעומת זאת, השפעת עליית מחירי האנרגיה והמזון בעולם והביקושים המקומיים גברו על המשך מגמת הייסוף בשע"ח של השקל מול הדולר ומדדי החודשים נובמבר-דצמבר עלו בשיעור מצטבר של 1%.

בבחינת הסעיפים בעלי ההשפעה הגבוהה ביותר על מדד המחירים לצרכן בשנת 2007 היו אלה סעיפי המזון, תחבורה ותקשורת, דיוור ואחזקת הדירה. סעיף המזון (ללא פירות וירקות) עלה בשיעור של 6.3% ותרם 0.9% לעליית המדד. העלייה בסעיף זה נבעה בעיקר מעלייה חדה במחירי הסחורות החקלאיות בעולם בהשפעת הביקושים בשווקים המתעוררים ולתחליפי האנרגיה. העלייה במחירי האנרגיה בעולם הובילה לעלייה בסעיפים תחבורה ותקשורת ואחזקת הדירה, שעלו בשיעור של 4.2% ו-6.1%, בהתאמה, ותרמו לעליית המדד 0.9% ו-0.7%, בהתאמה. למרות הייסוף בשע"ח של השקל מול הדולר במהלך השנה עלה סעיף הדיוור בשיעור של 1.9% ותרם 0.4%

לעליית המדד. העלייה בסעיף זה ביטאה עלייה בביקוש לדיור במקביל לירידה בשיעור הצמדת חוזי השכירות לשע"ח של הדולר.

מדד המחירים הסיטוניים של תפוקות התעשייה המקומיים עלה בשנת 2007 בשיעור חד של 11.4% לעומת עלייה בשיעור מתון של 2.1% בשנת 2006. בדומה למדד המחירים לצרכן, הרכיבים בעלי התרומה הבולטת ביותר לעליית המדד היו אנרגיה ומזון בהשפעת עליית מחירי הסחורות בעולם. סעיף זיקוק נפט ומוצריו עלה בשיעור חד של 43.6% ותרם 5.6% לעליית המדד. סעיף המזון עלה בשיעור של 15.8% ותרם 3.2% לעליית המדד.

מדד מחירי התשומה בבנייה למגורים עלה בשיעור מתון 3.1% קצב מתון יותר בהשוואה ל-2006 בה עלה ב- 5.9%. העלייה במחירי החומרים והציוד בשיעור של 6.2% הייתה המרכיב העיקרי שתורם לעליית המדד (תרומה של 2.9%). לעומת זאת, הירידה בשכר העבודה בשיעור של 0.6% קיזזה 0.3% מעליית המדד.

המדיניות המוניטארית

בשנת 2007 הושפעה המדיניות המוניטארית של בנק ישראל, בעיקר, מהשינויים בשע"ח של השקל מול הדולר, מהתפתחות הריבית בארה"ב בהשפעת המשבר הפיננסי, מהאינפלציה בפועל שהושפעה מעליית מחירי הסחורות בעולם, מהתפתחות הציפיות לאינפלציה ומהשיפור בפעילות הריאלית במשך שנתך בהמשך ירידה בשיעור האבטלה. לכל אורך השנה התלבט בנק ישראל בנוגע למידת סגירת פער התוצר, לאחר 4 שנים של צמיחה, ובנוגע לצורך בתגובה מרסנת לעליה במחירי הסחורות בעולם. בחודשים הראשונים של השנה המשיך בנק ישראל את מגמת הפחתת הריבית בה החל ברביע האחרון של 2006. כך, הופחתה הריבית עד לחודש מאי בשיעור של 150 נקודות בסיס לרמה של 3.5%. הפחתת הריבית בתקופה זו נבעה בעיקר מהייסוף בשע"ח של השקל מול הדולר שגרם לירידה בציפיות לאינפלציה ולכך שהאינפלציה במונחי 12 חודשים אחרונים הייתה נמוכה מהגבול העליון של יעד האינפלציה. בחודש יולי נותרה הריבית ללא שינוי בהשפעת תחילת מהלך הפיחות בשע"ח של השקל מול הדולר. בחודש אוגוסט הפתיע בנק ישראל בהעלאת ריבית בשיעור של 25 נ"ב ל-3.75% והעלה בשיעור זה גם בחודש ספטמבר, ל-4%. העלאות אלו נבעו מעלייה גבוהה מהצפוי במדד המחירים לצרכן בחודשים יוני-יולי, מעלייה בציפיות לאינפלציה ומהמשך היחלשות השקל מול הדולר. לאחר שתי העלאות אלו נותרה הריבית ללא שינוי עד לסוף השנה. זאת כתוצאה מהייסוף המהיר בשע"ח של השקל מול הדולר מתחילת אוגוסט ועד לסוף השנה, ירידה בציפיות לאינפלציה, התעצמות החששות להאטה בפעילות הכלכלית בעולם בעקבות המשבר הפיננסי, התפתחות שהובילה להפחתת הריבית בארה"ב בנקודת האחוז ל-4.25% בין החודשים ספטמבר לדצמבר. בעקבות היציבות המרשימה שהפגין השקל ולמרות המשך העלייה במחירי האנרגיה והמזון בעולם בנק ישראל בחר שלא להעלות את הריבית בתקופה זו. לעומת זאת, לאחר פרסום מדד חודש נובמבר, שהפתיע בעלייה גבוהה משמעותית מהצפוי (עלה ב-0.4% לעומת צפי לירידה של 0.1%), העלה בנק ישראל את הריבית לחודש ינואר 2008 ב-25 נ"ב ל-4.25%.

במהלך שנת 2007 הושפע שוק המניות, בעיקר, מהתפתחויות בשוקי המניות בעולם ובפרט בשווקים המתעוררים, מהצמיחה המהירה בתוצר הסקטור העסקי, מהשינויים בריבית בנק

תיאור ההתפתחויות בשוקי ההון והכספים

ישראל ומפעילות משקיעים זרים שחזרו להשקיע בשוק המניות המקומי לאחר פעילות נטו אפסית ב-2006.

המדד הכללי של המניות וניירות ערך להמרה עלה בשנת 2007 בשיעור גבוה של כ-23%, לאחר שאשתקד עלה בכ-6%. המדד הכללי נהנה בעיקר מעליות חדות שאפיינו את מדד חברות התעשייה וחברות האחזקה בהשפעת כיל והחברה לישראל.

בבחינת מדדי המניות המובילים עלו המדדים "ת"א-100" ו-"ת"א-25" בשיעורים גבוהים יותר של 25.3% ו-31.4%, בהתאמה. בתחילת השנה המשיכו מדדי המניות את המגמה החיובית מסוף 2006 שנתמכה במגמה החיובית בעולם ובהורדת הריבית המקומית. במהלך חודש פברואר צפו סימנים ראשונים לפרוץ משבר הסאב-פריים בארה"ב שהובילו לירידות בשוקי העולם וגם בשוק המקומי. הצמיחה המהירה בעולם ובפרט בשווקים המתעוררים הובילה לחידוש מגמת העליות, כך שמתחילת השנה ועד לחודש יולי עלו המדדים בשיעורים של 20%-25%. בסוף חודש יולי התגבר החשש מפני התרפת משבר הסאב-פריים והשפעתו השלילית על הסקטור הפיננסי בעולם. תוך פרק זמן קצר התגלגל המשבר לכדי מחנק אשראי שהצריך הזרמת נזילות מאסיבית מצד בנקים מרכזיים בעולם. כתוצאה מכך נרשמו ירידות שערות חדות בשוקי המניות בעולם תוך פרק זמן קצר של כחודש, ומדד ת"א 25 ירד בלמעלה מ-10% ואילו מדד ת"א 75 רשם ירידה של קרוב ל-20% שינוי הטון מצד הבנק המרכזי האמריקאי, שבא לידי ביטוי בהזרמת נזילות ובתחילת מגמת הפחתות ריבית, אוששו את שוקי המניות בעולם ומשכו את שוקי המניות בשווקים המתעוררים לשיאים חדשים עד לסוף אוקטובר. המדדים המקומיים ת"א 25 ות"א 75 עלו בקרוב ל-20% בין אמצע אוגוסט לסוף אוקטובר. בסוף חודש אוקטובר אותה הבנק המרכזי האמריקאי על כוונתו לעצור את מגמת הפחתות הריבית. בנוסף החל גל הודעות של מחיקות ענק מצד מוסדות פיננסיים בעולם של חשיפה גבוהה למשבר הסאב-פריים, כך ששוקי המניות התאפיינו במגמה שלילית עד לסוף השנה.

בבחינה ענפית, נרשמה שונות גבוהה בין הענפים ב-2007. המדד הענפי הבולט ביותר היה מדד חברות הכימיה שעלה ב-2007 בשיעור של כ-52% ונבע בעיקר מעלייה במניית כ"ל שנהנתה מהעלייה במחירי הסחורות בעולם. בנוסף בלטו מדד חברות ההשקעה והאחזקה בעלייה של כ-32% ומדד חברות המסחר והשירותים שעלה בכ-20%. מנגד, נרשמה תשואת חסר במדד חברות הנדל"ן שעלה ב-2.9%, ובמדד חברות הביטוח שירד בכ-2%. מדדי מניות השורה השנייה והשלישית הציגו תשואת חסר ביחס למדד ת"א 25. מדד ת"א 75 ומדד היתר עלו ב-2007 בשיעור מתון של 7.7% ו-4.4%, בהתאמה.

שוק איגרות החוב

בשנת 2007 הושפע שוק איגרות החוב בעיקר מהגורמים הבאים:

ממדיניות הריבית של בנק ישראל- ירידה רצופה במהלך המחצית הראשונה של השנה ל-3.5% והעלאה הדרגתית במחצית השנייה עד ל-4.0% בסוף השנה.

מהתפתחות האינפלציה- סביבת אינפלציה מתונה במהלך המחצית הראשונה והאצה משמעותית באינפלציה במחצית השנייה.

מהשינויים בפרמיית הסיכון של המשק- הירידה במרווח מול האג"ח המקביל לט"א בארה"ב ירד באופן משמעותי במחצית הראשונה של השנה ואפילו התאפס במהלך חודש מאי. לאחר מכן

בהשפעת הפיחות בשע"ח ובעיקר עם פרוץ משבר האשראי הגלובלי נרשמה עלייה משמעותית במרווחים על אג"ח בשווקים המתעוררים שהשפיעה כמובן גם על האג"ח המקומי. מהשינויים בשע"ח של השקל מול הדולר- ייסוף עד לחודש מאי בו ירד השקל מתחת ל- 4 ש"ח לדולר, פיחות מהיר ומשמעותי לרמות של סביב 4.30 ש"ח בחודשים יולי-אוגוסט, ושוב חזרה למגמת ייסוף עד לסוף השנה.

גירעון נמוך מהמתוכנן- הגיוס הממשלתי בשוק המקומי הסתכם בכ-43 מיליארד ש"ח לעומת פדיון קרן וריבית של כ- 58 מיליארד ש"ח כך שהתקבל גיוס נטו שלילי של כ- 15 מיליארד ש"ח. עלייה חדה בהנפקות אג"ח חברות במיוחד במחצית הראשונה של השנה- הירידה בריבית במשק, הירידה במרווחי האשראי כחלק ממגמה גלובלית שאפיינה את המחצית הראשונה של השנה וגיוס ממשלתי מתון הובילו לעלייה ניכרת בהנפקת אג"ח חברות. הנפקות אג"ח סחיר ולא סחיר (כולל הקצאות) הסתכמו ב- 2007 בכ- 80 מיליארד ש"ח לעומת כ- 44 מיליארד ש"ח ב- 2006. לפיכך, איגרות החוב הצמודות למדד לטווח ארוך לפדיון שעמדו בסוף 2006 סביב תשואה של כ- 3.6% סיימו את 2007 סביב אותה רמה. לעומתם אג"ח השקליות הלא צמודות לטווח של 10 שנים לפדיון שעמדו בסוף שנת 2006 בתשואה של 5.6%, רשמו עליית תשואות לרמה של סביב 6.1% בסוף 2007. בבחינת שוק האג"ח ניתן לחלק את שנת 2007 לשני חלקים עיקריים: ינואר- מאי ויוני-דצמבר. השוני העיקרי בין תקופות אלו הוא השינוי במדיניות המוניטארית בישראל, השינוי בסביבת האינפלציה והשינוי בתפיסת הסיכון הגלובלית.

בתקופה הראשונה (ינואר-מאי) נתמך שוק האג"ח בהפחתת הריבית המקומית, בהתחזקות השקל, בירידה קלה בתשואות לטווח ארוך בארה"ב ובמגמה גלובלית של ירידה בפרמיית הסיכון שבאה לידי ביטוי בירידת המרווחים באג"ח בשווקים מתעוררים ובאג"ח חברות. העקום השקלי שעמד בסוף 2006 בין תשואה של 4.8% בטווח הקצר לפדיון לבין 5.6% בטווח הארוך, ירד עד לחודש מאי ל-3.7% ו-4.9%, בהתאמה. הירידה בריבית בנק ישראל היתרגמה לירידה בריבית הריאלית במשק כך שהעקום הצמוד שעמד בסוף 2006 בין תשואה של 3.9% בטווח קצר לפדיון ל-3.6% בטווח ארוך לפדיון התיישר סביב רמה של 3% בחודש מאי.

התקופה השנייה (יוני-דצמבר) אופיינה בתנודתיות גבוהה בשע"ח, בהאצה באינפלציה, בעלייה בריבית בנק ישראל ובעלייה בשנאת הסיכון הגלובלית שבאה לידי ביטוי בעלייה במרווחי אג"ח בשווקים מתעוררים ובאג"ח חברות. בעקבות עליית תשואות לטווח ארוך בארה"ב ופיחות מהיר בשקל מול הדולר נרשמה עליית תשואות חדה בעקום השקלי מאמצע חודש מאי ועד לאמצע יוני. לאחר מכן, במהלך חודש יולי הובילו עלייה גבוהה מהצפוי במדד חודש יוני, העלאת ריבית בנק ישראל וסימנים ראשונים למשבר האשראי הגלובלי להמשך עליית התשואות לטווח ארוך. לפיכך, בין מאי לאוגוסט עלתה תשואת האג"ח השקלי לטווח ארוך לפדיון מ-4.9% ל-6.1%, ואילו תשואת האג"ח הצמוד הארוך עלתה מ-3% ל-3.8%. במהלך תקופה זו, ירדו תשואות האג"ח הצמוד לטווחים קצר-בינוני לפדיון בשלב הראשון לרמה של 2%-2.5% (הגנה מפני אינפלציה) אך עם תחילת העלאת ריבית בנק ישראל נרשמה בהן עליית תשואות ל-3.5%-3.6%.

מגמת התחזקות השקל, הפחתת הריבית בארה"ב, ירידת התשואות לטווח ארוך בארה"ב לסביבה של 4% ועצירה בהעלאת ריבית בנק ישראל הובילו לרגיעה זמנית בשוק האג"ח המקומי בין ספטמבר לנובמבר. בתקופה זו ירדה תשואות האג"ח השקלי לטווח ארוך לפדיון מ-6.1% ל-5.5%, ואילו תשואת האג"ח הצמוד הארוך ירדה מ-3.8% ל-3.5%. התגברות החשש מפני משבר האשראי בעולם במהלך חודש דצמבר, שהובילה לעלייה מחודשת במרווחי האג"ח בשווקים מתעוררים מול

האג"ח האמריקאי, ועלייה חדה מהצפוי במדד נובמבר הובילו חזרה לעליית התשואות לטווח ארוך. בחודש זה נרשמה עלייה ניכרת בציפיות לאינפלציה ובצפי להעלאת ריבית בנק (הועלתה ל-4.25% בסוף דצמבר). לפיכך, עלתה תשואת האג"ח השקלי לטווח ארוך לפדיון מ-5.5% חזרה ל-6.15%, ואילו תשואת האג"ח הצמוד הארוך עלתה בשיעור מתון יותר מ-3.5% ל-3.7%. תשואות האג"ח לטווח קצר לפדיון רשמו ירידה חדה בתקופה זו חזרה לכיוון של 2%-2.5%. לפיכך, בסיכום שנת 2007 הניב מדד האג"ח הכללי תשואה של 4.0%. מדד איגרות החוב הממשלתיות הצמודות למדד בלט בעלייה של 6.7%. בחינת תתי האפיקים מעלה כי בטווחים הקצר-בינוני לפדיון 0-2 ו-2-5 שנים נרשמה עלייה של 7.4%-7.7%, בהתאמה. זאת, בהשפעת האינפלציה הגבוהה מהצפוי וירידת התשואות במהלך השנה בטווחים אלו. בטווחים הבינוני-ארוך לפדיון 5-7 ו-7-10 שנים נרשמה עלייה במדדים של 5.2%-6.5%, בהתאמה. מדד איגרות החוב הקונצרניות עלה בשיעור של 5.5%, עלייה ששיקפה עלייה במרווחים ביחס לאג"ח הממשלתי. אג"ח אלו התאפיינו בעליות בעיקר המחצית הראשונה של השנה וסבלו מסנטימנט שלילי במחצית השנייה כחלק מהעלייה בפרמיית הסיכון בעולם. בבחינת האפיקים הלא צמודים, עלה מדד המק"ם בשיעור של 4.5%, והוא הושפע ממעבר להעלאת ריבית בנק ישראל במחצית השנייה של השנה לאחר ירידה במחצית הראשונה. לנוכח העלייה הגבוהה מהצפוי באינפלציה ומעבר להעלאת ריבית בנק ישראל הניב מדד איגרות החוב הלא צמודות תשואת חסר על פני האפיק הצמוד למדד. המדד עלה בשנת 2006 בשיעור של 3.1%. מדד איגרות החוב מסוג גילון (ריבית משתנה) עלה בשיעור של 4.5%. לעומתו, מדד איגרות החוב מסוג "שחר" (ריבית קבועה) עלה בשיעור של 2.4% כתוצאה מעליית התשואות שאפיינה את אפיק זה במחצית השנייה של השנה.

השינוי באחוזים של מדדי שיעור תשואה כולל לניירות ערך מסחריים

2007	רבעון א'	רבעון ב'	רבעון ג'	רבעון ד'	
					מניות וניירות ערך להמרה
22.9	1.6	-0.9	10.9	10.1	מדד כללי
6.8	1.6	2.0	4.7	-1.6	בנקים מסחריים
-1.7	-3.9	-5.9	3.2	5.3	חברות וסוכנויות ביטוח
20.6	7.2	-3.7	7.0	9.3	מסחר ושירותים
2.9	-5.0	-11.8	9.4	12.3	נדל"ן, בינוי, פיתוח וחקלאות
33.9	1.6	4.1	12.7	12.4	חברות תעשייה
-3.6	-18.2	5.6	4.4	7.0	מוזה: חשמל, אלקטרוניקה ואופטיקה
51.5	8.3	4.9	16.1	14.8	כימיה, גומי ופלסטיק
31.5	2.6	-3.1	15.7	14.3	חברות להשקעה ולאחזקה
4.4	2.3	3.9	0.3	-2.1	חיפושי נפט וגז
23.3	1.7	0.7-	11.0	10.1	מדד מניות בלבד -
-5.2	-12.1	-20.1	13.1	19.4	מדד אופציות בלבד -
4.0	-3.4	-6.8	8.9	6.2	מדד אג"ח להמרה בלבד -
31.4	6.2	3.0	11.6	7.7	מדד - תל אביב - 25
7.7	-2.6	-4.8	8.3	7.4	מדד - תל אביב - 75
25.3	4.0	0.7	10.8	7.9	מדד - תל אביב - 100
4.4	-7.9	0.1	-0.9	14.2	מדד - יתר מניות והמירים
1.8	-14.2	1.8	7.4	8.4	מדד - תל-טק

7.3	2.2	2.0	5.7	-2.6	מדד - תל אביב - בנקים
					איגרות חוב
4.0	0.9	-0.9	2.2	1.8	מדד כללי
6.0	2.2	-1.4	3.0	2.1	אג"ח צמודות למדד המחירים לצרכן
6.7	2.4	-1.0	3.1	2.0	ממשלתיות:
7.4	2.6	1.2	2.1	1.3	שנים לפידיון 0 - 2
7.7	2.6	-0.9	4.0	1.9	שנים לפידיון 2 - 5
5.2	1.3	-2.3	4.1	2.0	שנים לפידיון 5 - 7
6.5	2.2	-0.8	3.1	1.9	שנים לפידיון 7 - 10
5.5	2.0	-1.7	2.9	2.2	קונצרניות
3.1	-0.1	0.5	1.0	1.6	אג"ח לא צמודות ("גילוף" ו-"שחר")
4.5	1.0	1.0	1.1	1.3	מק"מ

השנויים העיקריים בשווקים ופעילות הקופות בחברה המנהלת בהתאם לכך

נקודות ציון עיקריות

1. המשקיעים הזרים – ממשיכים להשקיע כסף בשוק ההון.
2. משקיעים מקומיים מוסדיים – ממשיכים בבצוע פיזור ההשקעות בחו"ל במניות ובאג"ח, כחלק מהניסיון להקטנת הסיכונים בתיקי ההשקעות. הרפורמות בשוק ועדכון תקנות המיסוי חיזקו מגמה זו.
3. יישום חקיקת בכר נמצא בשלבים סופיים של מכירת נכסי קופות הגמל שבבעלות המערכת הבנקאית ותחילת תהליך והתארגנות הבנקים למעמד החדש כיועצים פנסיונים מחד וכמתפעלים של קופות גמל עבור אחרים מאידך.
4. שנה חמישית ברציפות שבה נמשכת יציאת הכספים מתיקי ההשקעות מניהול בנקאי לניהול פרטי, (בעיקר בקרנות הנאמנות ובקופות גמל), ובדרך לבניית שוק הון מפוזר ואיכותי יותר. בשוק קרנות הנאמנות ניכרת המשך ירידה בצבירה ומעבר לאפיקי השקעה אלטרנטיביים כגון תעודות סל.
5. הפגנת עוצמה יציבות ובידול השוק המקומי - המשקיע הישראלי מפגין בגרות והפך חסין הרבה יותר לאירועים נקודתיים. הדבר בא לידי ביטוי בתגובות לאירועים ביטחוניים וממשך גם לאירועים פוליטיים, ובעיקר למול ואירועים בשוק ההון האמריקאי, חששות להאטה כלכלית בארה"ב שבעבר היו מסעירים את שוק ההון: המשך מתיחות ביטחונית בדרום ותחילת משבר המשכנתאות בארה"ב - כל אלו אינם מביאים לתגובות קיצוניות של השוק, שמעכל את החדשות וממשיך להתחזק ולמעט העיכוב לתקופות זמן קצרות עד להתבהרות התמונה במגמה.

תיאור ההתפתחות בשוק ההון ושוק הכספים

א. התפתחות בשוק ההון – נקודות ציון

מבט מהיר על התפתחות הנתונים

2007	2006	2005	נתוני סוף שנה
5.3%	5.2%	5.3%	צמיחה
7.3%	7.6%	8.9%	אבטלה
3.4%	-0.1%	2.4%	אינפלציה (במהלך השנה)
4%	5%	4.5%	ריבית (דצמבר)
-9%	-8.2%	6.9%	שע"ח שקל/דולר (+פיתות/-ייסוף) (במהלך השנה)
25%	12%	29%	השינוי במדד ת"א 100 (במהלך השנה)
6.2%	5.6%	6.2%	תשואות על אג"ח "שחרי" לעשר שנים (דצמבר)
3.6%	3.5%	3.9%	תשואות על אג"ח צמודות מדד ל-20 שנים (דצמבר)

ב. שוק המניות ותעודות הסל

לאורך השנה הסתמנה מגמה של עליות שערים ובשיעור של עד כ- 25% לקראת תום חודש יולי. מאז (ובעיקר בשל הצפת המשבר בשוק המשכנתאות) ועד אמצע ספטמבר ירדה תשואת שוק המניות בשיעור של כ- 11% ובתום ההפוגה שבה הבורסה ועלתה ברבעון האחרון של השנה.

עלית השערים השנה הושפעו מפרסום נתונים מקרו כלכליים חיוביים לגבי המשך הצמיחה ונתוני רווחיות משופרים של החברות המקומיות יחד עם הורדת הריבית במשק והתחזקות השקל למול הדולר.

במהלך השנה ופועל יוצא של חוסנם של השווקים המקומיים נרשמו גיוסי ההון על ידי החברות הבורסאיות שהגיעו לשיא של כ- 21 מיליארד שקל (ולעומת כ- 12 מיליארד בשנה קודמת).

מחזור המסחר היומי במניות הגיע לשיא חדש והסתכם ביותר משני מיליארד שקל גבוה בכ- 49% מהמחזור הממוצע שנרשם בשנה קודמת.

המשקיעים הזרים הזרימו כ- 800 מיליון דולר ולעומתם חלה ירידה בהשקעת הישראלים בחו"ל (וזאת למרות השוואת שערי המס) מ- 5.2 מיליארד דולר ל- 4.2 מיליארד דולר בשנת הדו"ח.

במסגרת תהליך ההפרטה השלימה המדינה את הפרטת בתי הזיקוק ומימוש אופציות רכישה למניות אל על.

בשנת 2007 עלו מספר החברות בבורסה ל- 654 חברות מול 606 חברות בסוף שנת 2006 ובמהלך השנה נמחקו מהבורסה תשע חברות בעקבות הצעות רכש ומיזוגים.

- העליות בבורסה הישראלית לוותה במגמה דומה גם השנה בבורסות בארה"ב, אירופה ובמזרח. מדד נאסד"ק האמריקני הוסיף במהלך 2007 ועלה ב- 9.8%,

מדד S & P 500 התחזק בכ- 3.5% ומדד דאו ג'ונס עלה בכ- 6.4%.

ההתפתחות המואצת של שוק תעודות הסל נמשכת גם בשנת 2007 שנה רביעית ברציפות במהלכה התווספו יותר מ- 140 סדרות חדשות, דבר שהוביל להכפלת מספרן.

הציבור הגדיל את אחזקותיו בתעודות סל השנה בכ- 75% ביחס לשנה קודמת. המחזור היומי בהן עלה לכ- 370 מיליון שקל ומהווה 18% ממחזור המסחר במניות בת"א.

שנת 2007 לא הייתה שנה קלה למנהלי השקעות. לכאורה עליית מדד ת"א 100 ב-25% מבטא שנה פיננסית מוצלחת. ולמעשה התשואה הושגה כמעט כולה ב- 6 מניות בלבד (4 מתחום הכימיה) - טבע חברה לישראל כמיכלים לישראל מכתשים ופרטנר ללא 6 מניות אלו המהוות 1/3 ממדד ת"א 100 הייתה התשואה 0.3% !! בלבד

בהמשך לאמור לעיל סקטור היה מבחינה ענפית, מניות הכימיה היו אטרקטיביות ביותר להשקעה בשנה החולפת והניבה תשואה של כ- 47% דבר שהשאיר את שאר המדדים

הענפיים הרחק מאחור. מניות החשמל והאלקטרוניקה היו השקעה פחות מוצלחת ב-2007 עם ירידה של 6%

היכולת להשתמש בתעודות הסל בצורה מושכלת לא נעלמה גם מהפוקוס של מנהלי ההשקעות בחברה המנהלת והחברה משתמשת בכלים אלו לא אחת על מנת להשיג את התשואות המרביות מאפיקי ההשקעה. השונים במיוחד ולאור היכולת לחשיפה באמצעות תעודות אלו לשוקים ולמדדים שבד"כ אין לחברה עדיפות בהשקעות ישירות בתחומים אלו.

במהלך השנה ובהתאם למגמה שתוארה לעיל היו אחזקות הקופה ברמות אחזקה ממוצעות של כ-30% עד לאמצע יולי שאז (ולאור הצפי להמשך המשבר שפרץ בתחום המשכנתאות) הוקטנה האחזקה לרמות של כ-25% בממוצע.

קרנות נאמנות

ג.

תעשיית קרנות הנאמנות עברה בשנה האחרונה תהפוכות של ממש. רפורמת בכר המשיכה לתת השפעתה על התעשייה והגביר את התחרותיות בה. וגופים חדשים המשיכו להיכנס לענף. בעיקר בלטה התפנית שחלה בחודשי הקיץ, כשהתעשייה המשגשגת החלה לשנות כיוון, ומגיוסים מבטיחים, שהצביעו על עתיד זוהר עברה לפדיונות כבדים, שהשליכו דרמטית על כל אפיקי שוק ההון.

תעשיית קרנות הנאמנות פתחה את שנת 2007 עם נכסים בהיקף של 111.8 מיליארדי שקלים. אבל בעוד שקודמתה הייתה רצופה בפדיונות, הרי שב-2007 החלה תעשיית הקרנות לגייס סכומים מרשימים, חודש אחר חודש (עד יולי 2007), כך שביוני 2007 היא הגיעה לשיא של כל הזמנים מבחינת היקף נכסיה -145 מיליארד שקל, גידול של כ-29% מאז תחילת השנה.

תהליך הורדת הריבית בישראל (שנמשך עד יוני 2007), יחד עם ירידתו החדה של הדולר, הפחיתו את אטרקטיביות ההשקעה בפיקדונות השקליים והדולרים, והציבור החל לתור אחר חלופות השקעה סולידיות אלטרנטיביות. בתי ההשקעות ניצלו את ההזדמנות ופתחו במסעות פרסום ושיווק אגרסיביים, וכך, קרנות האג"ח לסוגיהן הן שרשמו את כניסת הכספים המאסיבית ביותר, ובפרט קרנות האג"ח הקונצרני, ובעיקר במהלך מחצית השנה הראשונה.

קרנות האג"ח הקונצרני זכו לפופולאריות רבה, בין היתר, על רקע הירידה בהיקפי גיוס החוב של הממשלה והכמות הגדלה של הנפקות בסקטור העסקי תרמו למגמה בנוסף גם המגמה החיובית בבורסת ת"א ברוב חודשי השנה ומגמה חיובית בבורסות העולם.

המגמה השתנתה חדות כשרצף הגיוסים המרשימים נקטע ביולי. משבר האשראי בארה"ב, והחשש הכבד מהתרחבותו לרמה כלל עולמית, הקרין לשלילה על שוק ההון המקומי, והבהלה שאחזה בציבור הובילה לפדיונות כבדים. והמשקיעים נמלטו מהקרנות ובעיקר מאלו הקונצרניות ו לכיוון אפיקי השקעה בטוחים יותר.

וכך, בסיום 2007 עמד סך נכסי קרנות נאמנות על כ-120 מיליארד שקל, גידול של 7% בלבד בהשוואה להיקף נכסיה בתחילת השנה.

הריכוזיות שאפיינה את השוק בעבר, כאשר הבנקים הובילו את ענף הקרנות, המשיכה להתמתן. חברות הביטוח תפסו במהרה את השרביט מידי הבנקים הגדולים, וכיום הן אחוזות בנתח של כ-37% מכלל תעשיית קרנות הנאמנות, הגופים הפרטיים, שהתרחבו בעקבות הרפורמה תפסו נתח שוק של כ-32%, ואילו הגופים הבנקאיים נותרו עם נתח שוק זניח.

שוק איגרות החוב

ד.

האפיק השקלי

האפיק השקלי הפגין עוצמה אל מול פער הריבית השלילי בן ישראל לארה"ב. התחזקותו המשמעותית של המטבע המקומי במהלך השנה החולפת, יחד עם מדיניות מוניטרית מרחיבה (במחצית השנה הראשונה), היו לגורמים בעלי משקל רב בהתנהגות האפיק השקלי.

השקל רשם עלייה נאה אל מול הדולר של 9% מתחילת השנה האזרחית ועד סיומה, נוכח המשך צמיחת המשק הישראלי ופעילות רחבת היקף של משקיעים זרים. אולם, התחזקות זו באה לידי ביטוי גם במדדים הנמוכים, שהעלו חששות מפני החטאת יעד האינפלציה, דבר שהוביל לתהליך הפחתת ריבית, שהחל בנובמבר 2006 ונמשך עד יוני 2007.

רוח גבית התקבלה גם מהמעורבות הגדלה של המשקיעים הזרים יחד עם רפורמת עושי השוק שיצאה לדרך בסוף 2006 ותיזכר כאחת הרפורמות המוצלחות שידע שוק ההון בישראל. 18 גופים, 8 מהם בנקים זרים, התחייבו לרכוש היקף מינימאלי מהנפקות הממשלה, ולצטט מחירים לאג"ח מסוג שחר). הרפורמה הוסיפה לשוק ההון שחקנים חדשים, גדולים ובינלאומיים יצרה סביבה יותר תחרותית ואף העלתה את הביקושים. לא ניתן להתעלם משוק האג"ח האמריקאי והשפעתו על שוק האג"ח המקומי. נושא ריבית ה"פד" היה שיחת היום בקרב הכלכלנים בארה"ב, כאשר ההערכה בנוגע לשינוי ריבית עתידיים, שונו חדשות לבקרים בהתאם לפרסום נתוני מאקרו בארה"ב, ונאומים שנשא יו"ר ה"פד".

כתוצאה מכך, נרשמה טלטלה בסקטור אגרות החוב השקליות (בפרט הארוכות) שנרשמה בהן עליה וירידה, ולא אחת, בהתאם למצבי הרוח המתחלפים תדיר של המשקיעים בארה"ב ולא בתאם להתפתחויות הכלכליות המקומיות. נציין, כי האפיק השקלי הפגין עוצמה לא מועטה אל מול פער הריבית השלילי שנפתח בין ישראל לארה"ב ואל מול צמצום מרווחי התשואות בין האג"ח האמריקאי לישראלי, (כשבחודש מאי אף ניכר, לראשונה פער תשואות לפדיון שלילי ביניהם).

ביוני, שוב ניכרה השפעה בולטת של אגרות החוב בארה"ב ובעקבות זינוק שנרשם בתשואות עליהן, הרקיעו שחקים גם התשואות על אגרות החוב מסוג שחר, וירידות חדות נרשמו באפיק.

השפעותיו של משבר האשראי, שעלה ביולי לכותרות וגרר אחריו "רעידת אדמה", שזעזעה את האפיקים השונים בארה"ב וברחבי העולם, לא פסחו גם על האפיק ה"סוליד" בישראל.

המשבר הוביל לתמחור מחודש של הסיכונים, כך שהסיכונים הגלומים בהשקעה באג"ח קונצרני ובאג"ח ממשלתי בשווקים המתעוררים עלו, ומשקיעים רבים, בפרט זרים, מימשו את רווחיהם וניידו את כספם למקום מבטחים בדמות אג"ח ממשלת ארה"ב. עוד

בסיכום השנה עלו אגרות החוב הממשלתיות הלא צמודות בשיעור משוקלל של 3.1%. בדיקת התנהגות השוק השקלי על פי הסוגים השונים של אגרות החוב השקליות, מראה כי: אג"ח מסוג מק"מ המתאפיינות בזמן קצר, של עד שנה לפדיון, עלו בשיעור משוקלל של 4.48%, אג"ח מסוג גילון, המעניקות ריבית משתנה, השיגו תשואה דומה של 4.5%, אג"ח מסוג שחר, המעניקות ריבית קבועה, הניבו תשואה של 2.4% בממוצע משוקלל, כאשר האגרות לטווח הקצר של 0 עד 2 שנים עלו בשיעור החד ביותר של 4.1%.

בדיקת התנהגות השוק השקלי על פני השנה מלמדת, כי מנקודת השפל בסוף השנה האזרחית הקודמת (31/12/06) טיפס האפיק הלא צמוד ורשם תשואה של 4.0% עד נקודת השיא אליה הגיע ב- 25/11/07. זוהי, ולא במקרה, התקופה בה הגיע הדולר לנקודת השפל שלו כלפי השקל (3,830 שקלים).

התנהלות הקופה ברכיב השקלי הייתה ובכפוף לתחזיות להתנהגות השוקים שתוארו לעיל, כאשר בממוצע הוחזקו ברכיב השקלי כ-20% בממוצע עד למחצית הראשונה של השנה ולאחריה תוקנו השעורים ולטובת רכיבים צמודי מדד במהלך התקופה הווארכו וקוצרו מח"מ של אחזקות הקופות באג"חים השקליים כאשר בתחילת השנה הוחזקו אגרות בעלות משך חיים ארוך יותר ולקראת המחצית השנייה ואם התגברות הצפיות האינפלציוניות הוקטן הרכיב בהתאם.

ה. אפיק צמוד מדד

מדיניות תקציבית מרסנת וירידה בגרעון הממשלתי גרמו ליציבות ולאינפלציה נמוכה. ניהול ההשקעות במקטע זה ובדומה למקטעים אחרים בשוק ההון בשנת 2007 היווה אתגר בהחלט לא פשוט למנהלי ההשקעות.

צמודי מדד אמנם השיגו תשואה כפולה מעליית המדד אך תוך תנודתיות גבוהה שהמצאות או היעדרות מהאפיק בתקופה הרלוונטית יצרו השלכות מהותיות על תשואות הקופות והואיל ובאפיק זה נוהלו למעשה קרוב למחצית הנכסים של הקופות מבט על גרף התפתחות תשואות צמודי המדד הממשלתיים במהלך השנה, מצביע על חלוקה לשלוש תקופות מרכזיות :

האחת – (מראשית השנה ועד ל-5.6.07), שבה טיפסו אגרות החוב הצמודות בשיעור נאה של 5.8%. השנייה – (החל מה-5.6.07 ועד ל-9.9.07), שבמהלכה נרשמה תנודתיות חדה וניכרו ירידות של כ-3.6% באפיק.

תקופה שלישית – (בינוי-9/9/07 ועד לסוף השנה) בה חזר האפיק לטפס ורשם עלייה של 4.5%, ולמעשה סגר את השנה עם תשואה דומה לזו שעמד בה באמצע השנה, משמע חצי שנה שנייה של תשואה אפסית, למרות עליית מדד המחירים לצרכן בחצי השני של השנה. בתקופה הראשונה כאמור, התחזקו העלויות באפיק, כך שבסיומה הגיע לנקודת שיא. נפילתו החדה של הדולר לשפל של למעלה משש שנים, שחזקה את ההערכות בדבר המשך תהליך הפחתת הריבית. נתוני מאקרו חיוביים יחד עם ירידה ביחס חוב תוצר ב-2006 וציפיות להמשך הירידה ב-2007, גרעון נמוך מהתחזיות בשנת 2006 ובשנת 2007, העלאת תחזיות צמיחה על ידי גורמים מקומיים זורים, כאחד-כל אלו, תמכו באפיק. בנוסף העדר הנפקות ממשלתיות, כניסת כספים מאסיבית לקרנות אג"ח חברות וציפיות למדדים גבוהים בהמשך.

בתקופה השנייה, ניכרה תנודתיות גבוהה וירידות נרשמו באפיק הצמוד. נתוני מאקרו חיוביים המשיכו להתפרסם, היקף ההנפקות הממשלתיות היה מצומצם ביותר, מחירי הנפט עלו, מדדי המחירים הפתיעו את השוק והיו מעבר לתחזיות הכלכלנים, ונראה, כי ללא הסערות שהתרחשו מעבר לים היה ממשיך האפיק במסעו צפונה. אולם, משבר האשראי בארה"ב, גרם לירידות שערים חדות באגרות חוב של פירמות ברחבי העולם, המשקיעים מימשו רווחיהם, זעזועים בשווקים ופדיונות נרשמו בקרנות הנאמנות, ובפרט בקרנות האג"ח לסוגיו.

בשבוע אחד בלבד צנח מדד אגרות החוב הממשלתיות הצמודות בשיעור חד של 2.4% ונסוג לרמה של שלושה וחצי חודשים קודם לכן.

גורמים נוספים שהקרינו לשלילה על האפיק בתקופה זו היו סיום תהליך הפחתת הריבית והזינוק בתשואות על אגרות החוב בארה"ב לשיא של חמש שנים, ביוני, פרשת חברת הפציבה שעוררה סערה בישראל והבהירה למשקיעים, כי הסיכון הגלום באג"ח קונצרני גבוה משחשבו.

בתקופה השלישית, נהנה האפיק הצמוד מעלייה חדה במחירי הסחורות, ובפרט במחירי הנפט, שנשק לרמת שיא של 100 דולר. נתוני מאקרו חיוביים סייעו לצמודי המדד להמשיך לטפס.

כמתואר לעיל הרי שבתחילת השנה הוחזקו בקופה כ-40% מנכסי הקופה ברכיב הצמוד ושיעור זה הועלה בהדרגה עד לשיעורים של כ-50% בממוצע לקראת סוף השנה וכאמור עם עליית מדרגת האינפלציה

מגמות והתפתחויות בענף קופות הגמל

בשנת 2007 נמשכה המגמה של העברות חשבונות העמיתים מקופות לקופות גמל וקרנות השתלמות הפרטיות וזאת בשל המבצעים האגרסיביים ותשואות היסטוריות גבוהות, אשר משכו את העמיתים להעביר את יתרתם בין הגופים.

הנהגת מיסוי רווחי הון על רווח ריאלי והגדלתו מ-15% ל-20% מ-1.1.2006 ממשיך להרתיע את העמיתים בעלי יתרות פטורות ממס ממשיכת היתרה והפיכתה לחייבת במס בכל השקעה אחרת.

חלו שינויים בהשקעות קופות הגמל וקרנות ההשתלמות עקב השוואת המיסוי על רווחי הון מהשקעות בארץ ובח"ל. חלק גדול והולך של השקעות קופות הגמל וקרנות ההשתלמות מושקע בחו"ל והקופות משתמשות במגוון רב של מכשירים פיננסיים לצורך גוון בהשקעות.

קופות הגמל וקרנות השתלמות נדרשו להקים אתר אינטרנט ובו מידע מפורט על הקופה, כגון: מידע לגבי הנכסים והתפלגות ההשקעות, דוחות כספיים שנתיים, תשואות, פרטים אודות הצבעות של הקופה באסיפה כללית של תאגיד ציבורי שלקופה חובת הצבעה בו על פי דין וטפסים שימושיים בקופה.

כתובת האינטרנט של הקופה: www.otsargemel@co.il.

בהתאם לדרישת התקנות הקופה ערכה הליך תחרותי לבחירת גופים לביצוע פעילות קניה/מכירה ניירות ערך (ברוקרז). ההליך התבצע על ידי דירקטוריון הקופה והשתתפו בו שמונה גופים ובסופו נבחר בנק אוצר החייל לביצוע פעילות זו.

הנהלת הקופה בשיתוף עם ועד העובדים של בנק אוצר החייל יצאו למכרז לבחירת גוף מנהל לצורך העברת הפעילות של הקופה. חברת "איילון לניהול קופות גמל" נבחרה כגוף, אשר יקבל ניהול הקופה.

החברה בחרה בהליך תחרותי גוף חוץ בנקאי אשר ינהל את עסקי הקופה וזאת כחלק מחובות הקופה לבצע שינויים מבניים כאמור בסעיף 86 (ו) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (התשס"ה – 2005 (להלן: "חוק קופות גמל"). במסגרת הליכים כאמור, החברה קיימה הליך מעין מכרזי מול מספר גופים וקיבלה הצעות להעברת ניהול הקופה לחברה מנהלת אחרת בהתאם לנוהל שפירסם הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון ובהתאם למתווה הקבוע בסעיף 41 בחוק קופות גמל. הגוף שנבחר הינו "איילון חברה לניהול גמל בע"מ". החל מ 1.1.2008 הקופה מנוהלת על ידי החברה שנבחרה. הגוף המתפעל את הקופה הינו – בנק אוצר החייל בע"מ בע"מ.

הקופה השלימה את תהליך ההעברה ב 1.1.2008

התפתחויות בחקיקה

בחודש פברואר 2004 פרסם אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר חוזר בדבר הפסקת התאמת הדוחות הכספיים להשפעת האינפלציה. בהתאם לחוזר זה, הופסקה התאמת הדוחות הכספיים להשפעת האינפלציה.

פורסמו תקנות מס הכנסה בנושא שינוי שיטת שערך הנכסים הבלתי סחירים. בהתאם לשיטה מהוונים תזרימי המזומנים הצפויים מכל נכס כאמור בשערי ריבית אשר מצוטטים על ידי חברת "שערי ריבית" שנבחרה לצורך כך. פורסמו תקנות לשערך יומי לנכסי קופות גמל ושינוי בתשלומים לעמיתים והעברות לקופות אחרות.

בחודש אפריל 2005 החלו הקופות והקרנות לשערך את הנכסים שנרכשו אחרי 8/2003 בהתאם לשווי ההוגן. רווחי הקופות והקרנות משוערכים מידי יום והמעבר לשערך יומי אפשר ביצוע תשלומים יומיים והעברות קופות גמל לגופים אחרים תוך פרק זמן קצר שנקבע בתקנות. החל מ 7/2005 כל הנכסים הלא סחירים משוערכים בהתאם לשווי ההוגן.

מהלך המעבר לשערך שווי הוגן הביא לרווחי הון מיידיים לרוב הקופות במשק ובמיוחד לקופות הוותיקות, בעלות שיעור נכסים לא סחירים גבוה.

בחודש אפריל פורסמו תקנות מס הכנסה בעניין תנאי הזכאות להפקדות כספים בקופות גמל לתגמולים לעצמאים: קביעת רובד ראשון בגובה השכר הממוצע במשק ממנו יכול העמית במעמד עצמאי לבחור האם להמשיך ולהפקיד לאפיק הקצבתי או להפקיד לאפיק ההוני (קופת גמל). הוראה זו חלה על מי שנולד החל בשנת 1961 ואילך.

הושוו זכויות למשיכת כספים מקופת גמל לעמיתים עצמאים לאלו של עמיתים שכירים, באופן שיהיה ניתן למשוך אותם רק בגיל 60. עם מהלך זה הופכת קופת גמל לאפיק פנסיוני משלים ולטווח ארוך.

בשנת 2005 הוגדרו כללי פרסום תשואות קופות הגמל, כך שישקפו את ביצועי הגופים נאמנה ויעודדו את הצרכנים לשקול משתנים נוספים מלבד המידע על ביצועי העבר שהשיגו הגופים.

במהלך שנת 2006 פורסמו חוזרים והוראות בנושאים שונים הנוגעים בעבודה שוטפת של קופות גמל:

- א. הוספה שתי הצהרות מפורטות לגבי נכונות הדיווח ודוחות הכספיים השנתיים.
- ב. ניהול סיכוני מידע בגופים מוסדיים במטרה להבטיח שאבטחת מידע מוטמעת כראוי בטכנולוגית המידע של הארגון.
- ג. תקנות המתמקדות בדירקטוריון וקביעת כללים להבטחת פעילותו התקינה ולביטול השפעתם של אילוצים שבהם הוא פועל. בתקנות נקבעו כללים לעניין הרכב הדירקטוריון, הבטחת עצמאותו, כשירות חבריו, כללים למניעת ניגודי עניינים, נושאים בהם הדירקטוריון חייב לדון ולהחליט, נוכחות ומניין חוקי בישיבותיו.
- ד. חוזר הקובע עקרונות בסיסיים לדרכי התמודדות עם הונאות ומעילות וחובת דיווח לממונה במקרה של הונאת עובד או ספק שירותים של הגוף המוסדי.

- ה. חוזר בדבר פיתוח מדדים להערכת סיכוני השקעות, אשר יהווה כלי מדידה בידי החוסך לשם השוואת הביצועים והסיכון הטמון בהשקעות הקופה וכלי בידי הנהלת הקופה למדידת הסיכון בחשיפה.
- ו. הקופות חויבו בדיווח נושאי משרה.
- ז. חוזר בנושא דיווח רבעוני לעמיתים.

במהלך שנת 2007 פורסמו חוזרים והוראות בנושאים שונים הנוגעים בעבודה שוטפת של קופות גמל:

- א. פורסמה מתכונת ואופן דיווח כספי רבעוני של חברה מנהלת. בהתאם לחוזר זה חברה מנהלת תערוך דו"ח רבעוני ליום האחרון של כל רבעון בנוסף לדין וחשבון כספי לסוף שנה.
- ב. לצורך הגברת המידע המוצג לציבור באשר לעסקאות עם צדדים קשורים, נדרשו הקופות לדווח על ביצוע העסקאות עם צדדים קשורים באתר אינטרנט של הקופות.
- ג. פורסמה הנחיה לגבי אימוץ תקני דיווח בינלאומיים (IFRS) בגופים מוסדיים החל מיום 1.1.2008.
- ד. נקבע והורחב מידע הנדרש באתר האינטרנט של חברה מנהלת ונוספה דרישה לאחזור מידע הכולל יתרות מעודכנות.
- ה. פורסמו הוראות לניהול סיכוני אבטחת מידע ודרישות לסקר אבטחת מידע.
- ו. נקבעו כללים למערך הביקורת הפנימית לצורך שמירה על נכסי הגוף המוסדי, שיפור ושכלול ביצועיו של הגוף וזאת מתוך ראייה כי הפיקוח והביקורת הפנימית מסייעות להנהלה ולדירקטוריון לבצע את תפקידם על דין ולמלא את אחריותם ביעילות ובאופן אפקטיבי.
- ז. נקבעו כללים לבקרה על סיכוני אשראי שקופות הגמל נותנות מתוך ראייה שקיימת חשיבות רבה בהבטחת קיומם של תמיכה ניהולית, מקצועית ותפעולית ומנגנוני בקרה ופיקוח לניהול סיכוני אשראי אגב פעילות ההשקעות.
- ח. נקבעו כללים להקמת ועדת אשראי המורכבת מחברי ועדת ההשקעות.
- ט. הקופות נדרשו לחשב ולפרסם מדד ה- HS-STD. מדד זה הוא סימולציה היסטורית המחשבת את הסיכון בתיק ההשקעות הנוכחי אילו היה נתשף היום לאירועים שהתרחשו בשוק בעבר. זהו מדד סיכון המנטרל את שינויי העבר בחשיפות, אך משתמש בנתוני העבר עבור כל אחד מגורמי הסיכון להם חשוף הגוף המוסדי כיום.

רפורמה בשוק ההון

בשנת 1993 קיבלה הממשלה החלטות הנוגעות לצורך לבחון את מבנה מערכת הבנקאות בישראל, לרבות בנושא קופות הגמל. במרוצת השנים הוקמו ועדות שונות לבחינת הנושא. באפריל 2004 נתבקש צוות בראשות מנכ"ל משרד האוצר, ד"ר י. בכר, לשמש כצוות שיבחן וימליץ על הפעולות הדרושות בכדי להגביר את התחרות בשוק ההון בישראל. ביום 8 בנובמבר 2004 פרסם הצוות את "דוח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון" הידוע בשם דוח בכר. בספטמבר 2005 נחקקו שלושה חוקים:

- חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל)
 - חוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל.
 - חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (עיסוק בייעוץ פנסיוני ובשיווק פנסיוני)
- חוק קופות הגמל מחייב לקבל היתר שליטה לגופים המחזיקים ב-5% מאמצעי השליטה. החוק קבע את מספר הדירקטורים בחברה מנהלת ובוועדת ההשקעות ודרך התנהלותם בניהול השוטף של קופות הגמל. החוק מגדיר שורה של מעשים שעד כה נשאו "סנקציות" מנהלתיות ומעתה עשויים להיחשב כפליליים.
- תאגידים שפעלו כקופת גמל, חייבים לבצע רה ארגון ולעבור לתצורה של חברה מנהלת.

תאגיד בנקאי לא יחזיק אמצעי שליטה כלשהם בחברה לניהול קופת גמל או בקופת גמל ולא יהיה בעל עניין (מחזיק ביותר מ-5% מאמצעי שליטה כלשהם) בתאגיד שהנו בעל שליטה במימאלה.

בעל שליטה בתאגיד בנקאי וכל מי שנשלט על ידו לא יהיו בעלי עניין בקופת גמל.

רכישת אחזקותיהם של התאגידים הבנקאיים בקופות גמל בשיעור שייקבע בחוק, לרבות רכישת שליטה בהן, תותר רק לגורמים שיעמדו בקריטריונים שייקבעו, ובכללם נקיון כפיים, העדר ניגודי

עניינים, איתנות פיננסיות, שיקולי תחרות וריכוזיות. כמו כן תהיה רכישה מעין זו כפופה למגבלות של נתח השוק שיהיה בידי הרוכש לאחר הרכישה.

נקבע תהליך הדרגתי למכירת קופות גמל בנקאיות ומעבר לייעוץ פנסיוני על ידי הבנקים, אך עם פרסום החוק החלו להתבצע מכירות ענק בתחום קופות הגמל והעברת בעלות לחברות ביטוח בעיקר.

גופים שתאגיד בנקאי או בעלי שליטה בו הנם בעלי עניין בהם ורשאים לעסוק בניהול תיקים לא ינהלו נכסים עבור קופת גמל (להלן – גופים מוסדיים), פרט לניהול חשבונות הנוסטרו של אלה.

לפי החוק, העיסוק בשני התחומים (ייעוץ ושווק) יכול להיות חלופי, ולא עיסוק מקביל. במסגרת זו, תאגיד בנקאי, השולטים בו, הנשלטים בידיהם והעוסקים בשמם לא יקבלו רשיון שיווק של מוצרים פנסיוניים (לרבות קופות גמל), ויעסקו בייעוץ בלבד.

פרטי בעלי תפקידים בקופת תגמולים של עובדי אוצר החייל בע"מ
ליד בנק אוצר החייל בע"מ 2007

השכלה	האם הוא בן משפחה של בעל עניין בתאגיד	עיסוק עיקרי נוסף חברה קשורה או קשורה או של בעל עניין	מספר עיבודות בהן השתתף			התאריך	התאריך	מדינה	כתיבת	שנת לידה	ת.ז.	שם פרטי	שם משפחה	תפקיד
			בדיקת	השקעות	דירקטוריון									
לימודי ראיות חשבון	לא	יורג' ועד עובדי אוצר החייל	לא חבר	לא חבר	5	31.05.06	לא	ישראלית	1955	014318380	יעחק	נעמן	יורג'	
B.A בכלכלה M.B.A מנהל עסקים	לא	מנהלת מח' קשרי לקוחות חטיבת עסקיות	לא חברה	לא חברה	1	31.05.06	לא	ישראלית	1964	059137489	גליה	קורמר	דירקטור	
יועצת השקעות יועצת פנסיונית	לא	מנהלת מח' קופות הגמל וקרנות השתכמות	לא חברה	לא חברה	5	11.06.00	לא	ישראלית	1955	014919187	סופי	ציבל	דירקטור	
היכוננית יועץ	לא	מנהל תחום נקאות פרטיות חטיבת קמעונאית	5	20	4	01.11.03	לא	ישראלית	1960	056750912	שמואל	ליבו	דירקטור	
M.A מנהל עסקים	לא	יועץ פינוסי וכלכלי	3	25	4	01.11.03	כן	ישראלית	1964	058648247	רוטן	לנדסמן	דירקטור	
M.B.A מנהל עסקים	לא	מנהל השקעות בקרן השקעות פרטיות	5	22	5	01.11.03	כן	ישראלית	1969	024558884	יריב	כספי	דירקטור	

הדירקטורים הפנימיים אינם מתוגמלים בשכר.

שכר הדירקטורים החיצוניים לכל ישיבת דירקטוריון, בשנת הדוח – 693 ש"ח.

כמוכן, גמול שנתי לדירקטור – 23,100 ש"ח.

בשנת 2004 הוקמה ועדת ביקורת עם כל הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון ונבחר מבקר הקופה.

פרטי בעלי נושאי משרה בקופות הגמל וקרנות השתלמות 2007

שם משפחה	שם פרטי	ת.ז.	שנת לידה	תאריך שבו החלה כהונתו	האם הוא בן משפחה של נושא משרה או של בעל עניין	התפקיד שהוא ממלא בחברה קטורה או בעל עניין	השכלה וניסיון עסקי בחמש השנים האחרונות
ציבל	סופי	014919187	1955	11.06.00	לא	מנהלת מח' קופות הגמל וקרנות השתלמות	יועצת השקעות יועצת פנסיונית
קבלום	יואב	024440364	1969	2.09.07	לא	מנהל מח' השקעות קופות הגמל וקרנות השתלמות	MBA מנהל עסקים ורשיון ניהול תיקים
אמן	רחל	056554074	1960	01.01.85	לא	מנהלת תחום החשבות במח' קופות הגמל	מנהלת חשבונות מדופלמת
לנדסמן	עירית	64871940	1954	1988	לא	מנהלת תחום העמיתים במח' קופות הגמל	בעלת רשיון יעוץ פנסיוני

הדירקטוריון התכנס 5 פעמים במהלך שנת הדו"ח.
ועדת ההשקעות התכנסה 25 פעמים במהלך שנת הדו"ח.

ב. נוהל השימוש בזכויות הצבעה של מניות המוחזקות על ידי קופת הגמל:

הקופה משתתפת בכל אסיפה כללית של חברה מוחזקת, כאשר על סדר היום עומדות החלטות מהותיות שיש בהן כדי להשפיע באופן מהותי על אחזקות הקופה. הקופה קבעה נהלי עבודה הכוללים גוף המייצג את הקופה באסיפות כלליות וקריטריונים להשתתפות בהצבעה. ועדת ההשקעות מקבלת דוח על אופן הצבעתה של הקופה באסיפות אלו. בהתאם לכך, הקופה השתתפה בכ – 116 אסיפות.

אופן ניהול הקופה:

א. **נוהל עבודת דירקטוריון**
נוהל עבודת דירקטוריון כולל סעיפים הבאים:

- תגאים לכשירות הדירקטורים - חובת שמירה על סודיות ועל העדר ניגוד עניינים בעקבות כהונה בדירקטוריונים ובוועדות ההשקעה של תאגידים העוסקים בהשקעות.
- חובת התכנסות לשיבות תקופתיות – למסירת דיווחים על התפתחות הקופה ותיק הנכסים שלה וקבלת החלטות בנושא ניהול תיק הנכסים שלה ונושאים נוספים, הדרושים לתפעולה התקין של הקופה.
- חובת כינוס ישיבות מיוחדות לדיון בנושאים מיוחדים בשל אירועים חריגים בשוק ההון, בארץ ובעולם, המחייבים שינוי בהחלטות שהתקבלו וכן ישיבות נוספות, למסירת סקירות מקצועיות.
- קביעת סוגי הדיווחים ופירוט הנתונים המועברים לדירקטורים באופן שוטף וכן לקראת הישיבות קבלת דיווחים משיבות וועדת הביקורת של הדירקטוריון לצורך דיון בנושאים מיוחדים המחייבים קבלת החלטות הדירקטוריון.
- נקבע נוהל עבודת וועדת ביקורת וקיום בקרה על פעילות המבוצעות לפיו.

ב. מתכונת כללית לקבלת החלטות על השקעות הקופה

לבנק אוצר החייל מחלקת השקעות לקופות הגמל, אשר מתפקידה לאתר אפיקי השקעה, לנתח מצבי שוק ההון ולבצע השקעות עבור הקופה. כל זאת, בהתאם לחוק והנחיות הדירקטורים של הקופה. דירקטוריון הקופה מתעדכן לגבי פעילות הקופה במהלך התקופה שהסתיימה ודן בתחזיות על ההתפתחויות הצפויות בעתיד והמלצות על דרכי פעולה עתידיות. הדירקטוריון, בתוקף תפקידו, מקבל החלטות כדלקמן:

- קביעת מדיניות ההשקעות של הקופה ועדכון החלטות בהתאם להתפתחות הקופה ולהתפתחויות במשק ובשוק ההון.
- קביעת שיעורי השקעה מרביים באפיקי השקעה המותרים לקופה.
- אישור השקעה בתחומי השקעה חדשים וקביעת שיעור השקעה מרבי.
- אישור השקעה במכשירים פיננסיים חדשים, נסחרים בבורסה או מוצעים ע"י מוסדות או מתווכים פיננסיים וקביעת שיעור השקעה מרבי.
- אישור עסקאות חריגות או בעלות סיכון מיוחד כולל קביעת שיעור השקעה מרבי או תנאים וסייגים לביצוע.

ג. הגופים המנהלים את תיק ההשקעות ומה הרכב התיקים

ועדת ההשקעות של הקופה מתכנסת פעמיים בחודש ואחראית לתרגום החלטות המדיניות של הדירקטוריון להחלטות ספציפיות שוטפות וקביעת עיתוי משוער לביצוען. החלטות הוועדה מועברות לביצוע מנהל ההשקעות של הקופה, הפועל בהתאם להנחיות שנתקבלו בדירקטוריון ובוועדת ההשקעות. סך תיק ההשקעות המנוהל במחלקת השקעות קופות הגמל כ - 3.5 מיליארד ש"ח (2 קופות וקרן השתלמות), מתוכם כ- 157 מיליון ₪ משויך לקופה.

ד. הקשר בין ועדת ההשקעות, מנהלת הקופה ומנהל ההשקעות

הדירקטוריון מנחה את ועדת ההשקעות של הקרן ביישום מדיניות כללית שנקבעה ובנהלי פיקוח ובקרה, כללי דיווח ומעקב שוטף אחר ביצוע החלטות הדירקטוריון ווועדותיו. הפיקוח בפועל על יישום החלטות ועדת ההשקעות, מתבצע על ידי דווח מנהל ההשקעות לוועדת ההשקעות. מתבצעת תרשומת של החלטות ועדת ההשקעות מידי ישיבה. כל ישיבה נפתחת בהצגת פעולות שבוצעו בזמן שחלף בין הישיבות ובהתאם לסיכומי הוועדה.

ה. הקצאת השקעות בין הקופות

לא מתבצעות עסקאות מרוכזות, אי לכך לא נדרש פיזור בין הקופות בניהול הבנק.

מנכ"ל
סופי ציבל

יו"ר הדירקטוריון
יצחק מעמן