

קופת גמל "הבטחון"
ליד בנק אוצר החייל בע"מ

דו"ח הדירקטוריון
על מצבה של קופת הגמל
לשנה שנסתיימה ביום 31/12/2004

תוכן דו"ת הדירקטוריון

3	מאפיינים כלליים של קופת הגמל
3	בעלי המניות בקופה
4	תיאור מצבה הפינאנסי של הקופה ותוצאות פעילותה בתקופה הנסקרת
6	ההתפתחויות הכלכליות במשק והקשרן למדיניות ההשקעות של הקופה
8	שוק ההון
8	א. כללי
9	ב. אג"ח צמודות
9	ג. אג"ח לא צמודות
10	ד. אג"ח קונצרניות ואג"ח להמרה
11	ה. מניות
12	ו. מט"ח
13	ז. שווקי המניות והאג"ח בחו"ל
14	ח. נדל"ן
15	מגמות והתפתחויות בענף קופות הגמל
15	פעילות הקופה
16	הנהלת הקופה
16	א. חברי הדירקטוריון
16	ב. חברי ועדת ההשקעות
17	ג. ארבעת העובדים הבכירים בקופה
17	ד. נוהל השימוש בזכויות ההצבעה של מניות המוחזקות ע"י קופת הגמל
17	אופן ניהול הקופה

מאפיינים כלליים של קופת הגמל

שם קופת הגמל: "הבטחון" – קופת גמל ליד בנק אוצר החייל בע"מ.
הקופה הינה קופה המיועדת לחסכון עמיתים במעמד עצמאי ושכיר.
ההתקשרות בין הבנק לקופה מעוגנת בתקנות ההתאגדות של הקופה.
הגוף המחזיק בקופת הגמל: בנק אוצר החייל בע"מ.

מועד הקמת הקופה: 30/01/1972.

סוג אישור מס ההכנסה שיש לקופה: תגמולים, פיצויים ועצמאיים.

תוקף האישור: עד 31/12/2005.

מספר האישור: 1/258.

סוג העמיתים: עצמאיים ושכירים.

סוג הקופה: בנקאית.

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.

בעלי המניות בקופה:

הקופה הנה חברה מוגבלת בערבות, ללא מניות, בבעלות בנק אוצר החייל בע"מ והחברה לנאמנות של בנק אוצר החייל בע"מ.

תאור מצבה הפיננסי של הקופה ותוצאות פעילותה בתקופה הנסקרת

התפתחויות בהפקדות ומשיכות ובצבירה

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

<u>שנה</u>	<u>סך הנכסים</u>	<u>גידול נומינלי לעומת שנה קודמת (ב - %)</u>
2000	337,465	3.2
2001	363,527	7.7
2002	357,140	- 1.8
2003	426,449	19.4
2004	471,207	10.5

בשנת 2004 חל גידול בנכסי הקופה, אשר נבע מתשואת הקופה, עודף הפקדות העמיתים לקופה ועודף בהעברת זכויות אל הקופה.

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

(אלפי ש"ח)

<u>שנה</u>	<u>הפקדות</u>	<u>משיכות</u>	<u>תזרים הפקדות בניכוי משיכות</u>
2000	42,307	31,460	10,847
2001	53,138	51,287	1,851
2002	57,355	66,393	-9,038
2003	59,265	38,559	20,706
2004	53,130	38,588	14,542

שיעור חשבונות נזילים בקופה 35.9%.

רוב הפקדות העמיתים לקופה הנן באמצעות הוראות קבע בסניפי הבנק או הוראות קבע לניכוי מהשכר לניצול הטבות מס הכנסה.

זה מספר שנים, מקור הפקדות משמעותי בקופה נובע מהעברות מקופות אחרות. שיעור ההעברות לקופה מסך ההפקדות בשנת 2004 הסתכם ב- 26.7% לעומת 39% בשנת 2003. בשנת 2004 הסתמנה ירידה בהעברות לקופה ועלייה חדה בהעברות לגופים שונים ובעיקר קופות גמל פרטיות.

ניתוח התשואה שהשיגה הקופה

להלן פירוט אחוזי ההשקעה הממוצעת השנתית (2004) באפיקי ההשקעה המרכזיים ותרומתם לתשואה השנתית:

תרומה לתשואה נומינלית ברוטו (ב - %)		השקעה ממוצעת (ב - %)		
2004	2003	2004	2003	
3.2	5.0	13.8	9.3	מניות
1.6	3.4	24.5	25.5	צמודי מדד – ממשלתי
0.1	0.5	3.0	1.5	צמודי מט"ח - סחיר
1.0	3.1	17.4	12.3	לא צמוד ממשלתי
0.4	0.7	4.5	5.2	אג"ח סחירות אחרות
0.5	0.4	9.9	13.3	פקדונות בבנקים
0.3	0.4	10.6	14.9	פח"ק ומזומנים
1.2	0.7	16.2	17.4	השקעות לא סחירות אחרות
-0.2	-0.6	0.1	0.5	נגזרים

קופ"ג "הבטחון" הניבה תשואה ריאלית שנתית ברוטו בשיעור 7.12% המהווה תשואה נומינלית של 8.09%.

מידע על עמיתים

להלן התפתחות מספר עמיתים בקופה בחמש השנים האחרונות:

שנה	מספר עמיתים
2000	26,096
2001	28,584
2002	30,039
2003	30,034
2004	30,837

בשנת 2004 חל גידול של 2.7% במספר עמיתי הקופה המסתכם בתוספת של 803 עמיתים.

שוק הנגזרים

הקופה מבצעת פעילות בשוק הנגזרים כחלק מפעילות ההשקעות. דירקטוריון הקופה אישר פעילות בנגזרים. בשנת 2004 בוצעה רכישה וכתובת נגזרות. הפעילות מתבצעת בהתאם להתפתחויות בשוק ההון ותחזיות כלכליות.

הקשר בין יתרות חשבונות העמיתים לבין הרכב תיק ההשקעות

הכספים בקופה מיועדים לעמיתים במעמד עצמאי ושכיר. 86% מעמיתי הקופה הם במעמד עצמאי. מצב המשק והתפתחויות כלכליות משפיעות גם על גיוס עמיתים חדשים ומגמת המשיכות. הפקדות שוטפות לקופה וגיוס מעסיקים חדשים לקופה במצב שוק רגיל מבטיח תזרים שוטף לקופה. רוב נכסי הקופה הם נכסים סחירים הניתנים למימוש בכל עת ללא הפסד או הפסד קטן. מח"מ תיק ההשקעות של הקופה לתאריך 31.12.2004 - 4.8 שנים. אורך החיים הממוצע של התיק אינו גבוה ונבחן בוועדת ההשקעות. אורך חיים ממוצע בחסכון - 7 שנים. בסוף שנת 2004 גדל שיעור ההשקעה במניות מ- 15.5% ל- 17.6% כתוצאה מביצוע מכירות המניות, לעומת זאת השקעה ממוצעת באפיק המניות גדלה מ- 9.3% ל- 13.8%. שיעור ההשקעה הממוצעת באג"ח ממשלתי צמוד מדד קטן מ- 25.5% ל- 24.5%. שיעור ההשקעה הממוצעת באג"ח ממשלתי לא צמוד גדל מ- 12.3% ל- 17.4%. שיעור ממוצע הכספים הנזילים המושקעים בפקדונות לטווח קצר קטן מ- 14.9% ל- 10.6%. בניירות ערך שאינם סחירים חל קיטון מ- 17.4% ל- 16.2% וזאת בשל פדיונות באפיק הלא סחיר הצמוד. השינויים שבוצעו קיצרו את מח"מ תיק ההשקעות מ- 5.3 שנים בשנת 2003 ל- 4.8 שנים בשנת 2004.

ההתפתחויות הכלכליות במשק והקשרן למדיניות ההשקעות של הקופה

התפתחות תנאי הרקע הגלובליים

שנת 2004, בהמשך לשנת 2003, הייתה שנת מפנה בכלכלה הישראלית בכלל ובשוק ההון הישראלי בפרט. שנת 2004 הייתה שנה של אוירה חיובית המוסברת במעבר מהתייצבות לצמיחה, התאוששות בכלכלת העולם, התעוררות בענפי ההיי-טק והתקשורת ותקווה חדשה להסדר במזרח התיכון, שהזרימה גם כסף זר של משקיעים.

הדבר שהביא לשיפור במשק הישראלי היה המשך השיפור הכלכלי בתוצאות הכספיות של החברות במשק תוך שידור סימני צמיחה ותחילת יציאה מהמיתון.

השוק המשני

בסיכום שנתי עלה מדד ת"א 25 ב- 22.6%, מדד התל טק עלה ב- 27.3% ומדד ת"א 100 הוסיף 19% - כמעט פי שניים מהתשואה השנתית הממוצעת בשוק המניות. הבורסה, שפתחה את המחצית הראשונה של 2004 במגמה חיובית, שינתה כיוון לאחר מכן ומחקה את כל העליות שהיו בה עד אז, שינוי המגמה נבע בין היתר מפיגוע הטרור בסיני ומעליית מחיר הנפט שחצה את רף 55 דולר לחבית. החודשים נובמבר ודצמבר החזירו את הצבע ללחיי המשקיעים, אז רשמו המדדים כמעט את כל התשואה השנתית בשוק, בעיקר בעקבות כניסה מסיבית של כסף זר.

זו הייתה השנה השנייה ברציפות שהמניות היו אפיק ההשקעה המנצח אשר בהמשך לתחזיות האופטימיות השיג תשואה דו ספרתית. גם אלה שהשקיעו באפיקים השקליים או הצמודים רשמו תשואה ריאלית חיובית של 7%-6%. אלה שהשקיעו בדולר הפסידו.

אם ב- 2003 היו הניצחון האמריקאי בעיראק, הממשלה החדשה של אריאל שרון, שכללה את בנימין נתניהו על כסא שר האוצר והערבויות האמריקאיות שהובילו לעליות החדות - השנה מוסברת האווירה החיובית במעבר של המשק מהתייצבות לצמיחה, בהתאוששות בכלכלות העולם ובהתעוררות בענפי ההיי-טק והתקשורת.

אבל את המפנה האמיתי בבורסה הביאו החודשיים האחרונים של השנה. בנובמבר ודצמבר עלה שוק המניות בשיעור של 15%, מה שאפשר לקופות הגמל להציג תשואות ממוצעות של 8%-7%.

מותו של יאסר ערפאת הפיח רוח חדשה של הסדר מדיני באזור, נחישות שרון להעביר את תוכנית ההתנתקות למרות הכישלון במשאל בליכוד וחיידוש תהליך הורדת הריבית על ידי נגיד בנק ישראל דוד

קליין, החזירו את הבורסה למסלול של עליות וממש ביום המסחר האחרון הגיעה הבורסה לרמת שיא חדשה של כל הזמנים, כשמדד המעוף עלה לרמה של 618 נקודות. מדד המניות הקטנות יותר בבורסה, היתר, זינק בשיעור חד של 25.7%. ענפי ההשקעה הטובים ביותר היו הבנקים עם עלייה של 39% וחברות ההשקעה עם עלייה של 30%. השיפור המשמעותי במצב המגזר העסקי גרם לבנקים להפריש פחות לחובות מסופקים, צעד שהקפיץ את רווחיהם. הפירמות העסקיות עקפו השנה את המימון הבנקאי באמצעות גיוסי הון באגרות חוב בהיקף של 10.3 מיליארד שקל. גיוסי הון אלו היו תחליף לאשראי הבנקאי וגיוס האג"ח, אפשר להם לשחרר לחץ פיננסי. לחלק גדול מהעליות בבורסה והיחלשות הדולר אחראים המשקיעים הזרים, שהזרימו לבורסה סכומים לא מבוטלים וגם החברות בבורסה שהציגו תוצאות מעודדות לאחר שלוש שנים קשות. סיבות אלו ואחרות הביאו להמשך אופטימיות במשק הישראלי ולהתגברות עליות השערים בבורסה, לירידת פרמיית הסיכון של מדינת ישראל בעולם ולשיפור ניכר במצב הרוח הכלכלי. והצפי הוא להמשך אוריה חיובית גם בשנת 2005.

שער החליפין

הדולר היה אחד המטבעות הבודדים שנחלשו בשנת 2004 מול השקל, כשהוא קוטף, זו השנה השנייה ברציפות, את התואר המפוקפק של אפיק ההשקעה המאכזב. לעומת זאת, השקל נחלש מול סל המטבעות, הירו, הליש"ט ומטבעות מובילים נוספים. בחצי השני של השנה ביצע הירו, לצד מטבעות מרכזיים אחרים, תפנית והחל במהלך של התחזקות מרשימה מול הדולר. זאת על רקע הגירעון העצום בתקציב הממשל האמריקני והגירעון הענק במאזן המסחרי בארה"ב. וכך, חרף היותה של ארה"ב המעצמה הכלכלית מס' 1 בעולם, נחלש הדולר והידרדר מול המטבעות האחרים. היחלשות ניכרת זו השליכה, כמובן, גם על מעמדו כלפי השקל, שהתחזק מולו השנה ב- 0.9%.

התפתחות האינפלציה והמדיניות מוניטרית

האינפלציה בשנת 2004 הסתכמה בשיעור של כ- 0.9%. אנו רואים יציבות ברמת אינפלציה מזה מספר שנים ואף אינפלציה שלילית בשנת 2003 עובדה המשדרת יציבות. בנק ישראל הפחית את הריבית במשך במהלך השנה, בצורה איטית תוך הקטנת הריבית הריאלית. במקביל, לחלק מהפירמות היו קשיים מימוניים רבים עקב מחנק בנקאי שעוכב את יכולתו של המשק לצאת מהמיתון העמוק שבו היה שרוי בשנים האחרונות.

התפתחות הפעילות הממשלתית

בשנת 2004 הסתכם הגירעון הממשלתי בשיעור של 3.88% מהתל"ג, פחות מהיעד הממשלתי 4%, זאת בשונה משנת 2003. הורדת גיוסי הממשלה כאמור אפשרה לחברות העסקיות להיכנס לחלל שנוצר ולהנפיק אגרות חוב שלהן. על פי תוכנית הממשלה לשנת 2005 מגמה זו תימשך. כאמור לעיל, שנת 2004 הייתה המשך שנת "המהפך" שבו המשק הישראלי עבר לראשונה מבלימה לצמיחה חיובית, על פי אומדנים מוקדמים של החשבונאות הלאומית, עלה התמ"ג בשנת 2004 ב-4.2 אחוזים לעומת 1.3 אחוזים ב-2003. בחלוקה למחציות עלה התוצר במחצית הראשונה ב-3.2 אחוזים ובמחצית השנייה ב-2.9 אחוזים. התוצר לנפש עלה ב-2.4 אחוזים לעומת ירידה של 0.4 אחוזים ב-2003. היבוא עלה ב-12.5 אחוזים לעומת ירידה של 1.8 אחוזים ב-2003, כאשר יבוא הסחורות עלה בכ-17 אחוזים לעומת ירידה של 4 אחוזים ב-2003. בצד השימושים, הובילה את העלייה בתמ"ג הצריכה הפרטית (המהווה כ-60 אחוזים מהתמ"ג) שעלתה ב-5.3 אחוזים. היצוא שעלה ב-14 אחוזים, לעומת 6.2 אחוזים ב-2003, תרם גם הוא משמעותית לצמיחה. חלק ניכר מעליית היצוא נבע מעלייה של 16.2 אחוזים ביצוא התעשייתי (המהווה למעלה מ-50 אחוזים מסה"כ היצוא) לעומת 4.7 אחוזים ב-2003. העלייה הניכרת ביצוא התעשייתי נבעה בעיקר כתוצאה מהתעוררות תעשיות הטכנולוגיה עלית בעולם, ובעיקר בארה"ב. בהוצאה הציבורית נרשמה, כצפוי, ירידה של 2.3 אחוזים, בדומה לשנת 2003. התפתחות זו משקפת בחלקה את צמצום כוח האדם במגזר הציבורי ותחזית לתת ביצוע בהוצאות של המשרדים הממשלתיים.

ההשקעה המקומית הגולמית – הכוללת השקעה בנכסים קבועים ומלאי - עלתה ב- 11.2 אחוזים, לעומת ירידה של 10.7 אחוזים ב- 2003. כל העלייה בהשקעה מקורה בעליית המלאים שכן בהשקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים) חלה ירידה של 1.6 אחוזים בהמשך לירידה של 3.9 אחוזים ב- 2003. ירידה משמעותית נרשמה בענפי המשק (הכוללים השקעות בבנייה שלא למגורים) בשיעור של 5.5 אחוזים בהמשך לירידה של 4.2 אחוזים ב- 2003. המשך הירידה בהשקעה בנכסים קבועים, זו השנה הרביעית ברציפות, מדליק אור אדום לגבי חוסנה של ההתאוששות הכלכלית שהחלה השנה.

כך רשמנו בסיכום הסקירה השנתית לשנת 2003: "תקוותנו לשינוי ולמפנה בשנת 2003 התגשמה ולכן נותר לנו לקוות כי שנת 2004 תביא עימה להמשך צמיחה כלכלית, עליה במספר המועסקים במשק, ירידה דרמטית בשיעור האבטלה ושיפור מצבה הפיננסי של מדינת ישראל". תחזיתנו ותקוותנו לשנת 2004 התגשמו במלואן ואנו מקווים כעת כי בשנת 2005 יתחזק המשק הישראלי עוד יותר, האינפלציה תהייה בשיעור חיובי נמוך ותמשך הירידה בגרעון הממשלתי ועליה במספר המועסקים במשק.

תיאור ההתפתחויות בשוקי ההון והכספים

שוק ההון

א. כללי

בשנה החולפת היו הפרמטרים המשקיים חיוביים, ובכך תרמו לתשואה חיובית של המדדים השונים, הן הסולידיים והן המנייתיים. המהלכים הכלכליים שנעשו מאז פברואר 2003, מועד כניסתה לתפקיד של ההנהגה הכלכלית החדשה, הבשילו בסוף 2003 ותחילת 2004 היציאה של המשק מן ההאטה הכלכלית שאפיינה אותו עד ספטמבר 2003 התבטאה כמעט בכל נתון כלכלי שפורסם. בין הבולטים: המעבר מהתייצבות לצמיחה והתהליך המשמעותי של הורדת הריבית לשפל של כל הזמנים. ירידת הריבית הביאה לשינוי משמעותי באטרקטיביות ההשקעה באפיקים השונים והיוותה זרז מרכזי בהשגת היציבות. בנוסף, נרשמו התאוששות של ממש בצריכה הפרטית, עלייה ניכרת ביצוא ועלייה ביבוא.

גורמים כלכליים נוספים שהשפיעו ובאופן חיובי על האפיקים השונים הם השיפור הנמשך במצב העסקי של החברות הבורסאיות, ההתייצבות האינפלציונית, עוצמת השקל מול חולשת הדולר בעולם, הירידה בהיקפי הגיוס של הממשלה, העלייה בהכנסות הממשלה ממסים, התקציב המרוסן, העמידה ביעד הגירעון הממשלתי, הפחתות המסים הנמשכות, הפרטת חברות ממשלתיות, ובאופן כללי: התחושה כי קיימת הנהגה כלכלית יציבה היודעת לאן היא חותרת.

הרמה החדשה של שערי המניות הביאה לגידול ניכר במחזורי המסחר ובגיוסי הון, אף כי היקף הגיוסים המקומי היה נמוך מאשר בתקופות גאות קודמות. במקביל, חלה ירידה בהנפקת איגרות חוב על ידי הממשלה וגידול בהנפקת איגרות חוב ומכשירים מובנים על ידי הסקטור העסקי והפיננסי.

שנת 2004 הייתה שנה מוצלחת למניות ואגרות החוב, בעיקר לאגרות החוב הסחירות ארוכות הטווח הבלתי צמודות.

אגרות החוב צמודות המדד עלו בשיעור של 5.6% . אגרות החוב הממשלתיות צמודות המדד לטווח ארוך עלו ב- 5%, ואילו לטווח בינוני עלו ב- 6.5%. הקצרות עלו ב- 6%.

ההסבר לעלייה הגבוהה יותר בטווח הבינוני היא קיצור הטווחים של המשקיעים בעקבות התשואות הנמוכות. מכירת האגרות הארוכות הביאה לקיצוץ בתשואה שלהם.

שנת 2004 הייתה שנה מוצלחת לאפיק השקלי שהניב תשואה ממוצעת של כ- 6.45%. ב"שחרים" ארוכים הייתה עלייה של 7%. בבינוניים הייתה עלייה של 6.5% ובקצרים 5.1%. בשווקי המניות שנת 2004 הייתה מוצלחת במיוחד בעיקר בשל ירידת האטרקטיביות של אפיקים סולידיים אשר נשחקה בעקבות ירידת הריבית הריאלית והייסוף בשקל. מדד ת"א 25 עלה בכ- 22.6% ומדד ת"א 100 עלה בכ- 19%.

ב. אג"ח צמודות

בתחילת 2004, עמדו הציפיות לאינפלציה על רמה של 0.44% אולם עד לחודש אפריל הם זינקו לרמה של 1.95% (שהייתה גם הרמה הגבוהה ביותר בשנת 2004), זאת בעקבות העלייה במחירי הסחורות ובעיקר של מחיר הנפט בעולם. עד לסיום השנה התייצבו הציפיות האינפלציוניות ברמה של כ-1% כשבסיום השנה שוב ירדו ציפיות האינפלציה ועמדו על רמה של 0.6%.

בפועל, במחצית הראשונה של שנת 2004 הושפעה האינפלציה מהתחזקות הדולר מול השקל ומכאן גם המדד הגבוה שעלה ב-1.4%. היחלשות הדולר מול השקל בהמשך השנה ובעיקר בסופה באו לידי ביטוי במדדים נמוכים ושלייליים והביאו בסיכום שנתי לשיעור עלייה של 1.2% (לעומת ירידה בשיעור 1.9% בשנת 2003), שיעור הנמצא בגבול התחתון של היעד שנקבע ל-1.0% + עד 3.0%+.

על אף האינפלציה הנמוכה בשנת 2004, הניב האפיק הצמוד למדד, תשואה חיובית של 5.10% במוצע. בתחילת השנה חלו עליות (למעט חודש פברואר בו האג"ח ירדו נקודתית בגלל הורדת המע"מ) שבלטו במיוחד בסדרות הבינוניות לפדיון, בעקבות מעבר כספים מהאפיק השקלי לאפיק הצמוד על בסיס ההנחה שהריבית הריאלית קצרת הטווח תמשיך לרדת (מצד אחד ירידה בריבית הריאלית, ומצד שני עליה בציפיות האינפלציוניות).

בחודשים מרץ-מאי חלו עליות חדות באג"ח הצמודות הקצרות בגלל ציפיות אינפלציה מתגברות באותה עת ועליה חדה של מדד אפריל (1.1%) ואילו בסדרות הארוכות נרשמה מגמה מעורבת שנבעה בעיקר מעליית תשואות עולמית בכלל ובארה"ב בפרט.

בחודש יוני חזינו בירידות באפיק הצמוד עקב עדכון מטה של הציפיות האינפלציוניות, מגמה זו התחלפה במהרה בחודשים הבאים בגלל הערכות המשקיעים כי התקרבו לקיצו עידן המדדים השליליים בעיקר בעקבות עליות המחירים בנפט, הערכה שקיבלה חיזוק ע"י התחזקות מסוימת של הדולר מול השקל.

בחודשים אוקטובר-נובמבר ירד האפיק הצמוד בעיקר בסדרות הקצרות בעקבות פרסום המדד השלילי בשיעור של 0.2% בספטמבר ומדד ללא שינוי באוקטובר בניגוד לכל התחזיות המוקדמות. בדצמבר חלו עליות חדות בכל האפיק בעיקר עקב צמצום פער תשואות בין האפיק הצמוד לאפיק השקלי.

להלן פירוט ביצועי אגרות החוב הצמודות הממשלתיות עפ"י תקופה לפדיון :

תקופה לפדיון	הגדרת התקופה לפדיון	שינוי ב- % בשנת 2004
2-0 שנים לפדיון	קצרה	3.72 %
2-5 שנים לפדיון	קצרה-בינונית	6.15 %
5-7 שנים לפדיון	בינונית	6.55 %
7-10 שנים לפדיון	בינונית – ארוכה	5.68 %
10-15 שנים לפדיון	ארוכה	5.03 %

ג. אג"ח לא צמודות

לאחר התשואות החדות מאוד בשיעור דו-ספרתי גבוה שהשיג אפיק זה ב-2003, נרגעו מעט העניינים והאפיק השקלי המשיך את המגמה החיובית, אך באופן מתון יותר.

שנת 2004, הייתה שנה בלא הפתעות מיוחדות באפיק השקלי, שהניב תשואה ממוצעת של 5.6% במהלך השנה החולפת, או במונחים ריאליים תשואה של כ-5%.

ניתן לחלק את השנה החולפת לשני חלקים כאשר ב-5 החודשים הראשונים של השנה נרשמו ירידות באגרות החוב הלא צמודות ("ב"שחר" וב"גילון"), זאת בעקבות החשש מהפסקת התהליך של הורדת הריבית שירדה עד לרמה של 4.1%. ברמה זו הריבית אכן התייצבה כצפוי במשך חודשים רבים כאשר מנגד, היינו עדים להתחזקות רציפה של הדולר מול השקל עד לאמצע מאי.

המהלך הגדול של העלויות באג"ח השקליות החל למעשה במחצית השניה של השנה אז נרשמה אופטימיות במסחר באג"ח השקליות לאורך כל העקום וזאת לאור הייסוף בשקל מול הדולר ובעיקר מהורדת הריבית בחודשיים האחרונים של השנה.

נגיד בנק ישראל היוצא ד"ר דוד קליין הוריד את ריבית בנק ישראל בהדרגה מריבית של 4.8% בתחילת השנה עד לרמה של 4.1% בחודש מרץ. הריבית נשארה יציבה ברמה זו במשך שמונה חודשים רצופים וזאת בעקבות יציבות בתנאים הכלכליים והיציבות הפיננסית. בבנק ישראל הסבירו את ההחלטה העקבית שלא לשנות את הריבית, על סמך הערכות לגבי התפתחות האינפלציה לתקופה של שנה ושנתיים קדימה, (עפ"י ציפיות האינפלציה הנגזרות משוק ההון והתחזיות השונות של חזאים פרטיים) עם יעד יציבות מחירים שבין 1-3% לשנה. בנוסף, ההאטה בקצב הצמיחה תמכה בהשאת הריבית על כנה.

בסוף 2004, בחודשים נובמבר ודצמבר הפחית הנגיד את הריבית ב- 0.2% בכל חודש עד לרמה של 3.7%, הרמה הנמוכה ביותר של ריבית בנק ישראל, אי פעם בישראל. הורדות אלו גרמו לעלויות חדות ולרווחי הון בעיקר בסדרות השקליות הארוכות מסוג "שחר".

בסיכום שנתי, עלו אגרות החוב מסוג "שחר" בשיעור נאה של 6.45% (בעיקר בזכות ירידת הריבית המצטברת של 0.4% בסוף השנה), אגרות החוב מסוג "גילון" עלו בשיעור מצטבר של 4.46% ואילו המק"מים עלו בשיעור של 5.15%.

תופעה נדירה שהתרחשה השנה באפיק השקלי, הייתה ירידה בתשואות בסדרות הקצרות לפדיון, כתוצאה מירידות הריבית האחרונות שגרמו לירידה בריבית קצרת הטווח. מנגד, נרשמה דווקא עלייה בתשואות של הסדרות הארוכות מרמה של 6.8% בתחילת השנה לרמה של 7.2% בסופה, תופעה המוסברת בעיקר בגלל עליית הריבית בארה"ב וצמצום הפעם בין אגרות החוב "שחר" הארוכות בישראל לאלו המקבילות בארה"ב. כתוצאה מעליית הריבית בארה"ב, ביקשו המשקיעים בארץ "פרמיה" על החזקת אג"ח שקלי ל- 7 ו-10 שנים, דבר שגרם לעליית התשואה.

ד. אג"ח קונצרניות ואג"ח להמרה

התופעה המעניינת בשנת 2004 הייתה הגידול בהנפקות של אגרות חוב פרטיות ע"י פירמות ישראליות. מנתוני בנק ישראל עולה כי הסקטור הפרטי גייס בחודשים ינואר – נובמבר כ- 6.4 מיליארד ש"ח באמצעות הנפקה של אגרות חוב פרטיות, לעומת גיוס של כ- 3.4 מיליארד ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול בגיוסים של הסקטור הפרטי מתבטא גם במשקלן של אגרות החוב הפרטיות מסך אגרות החוב הסחירות שעלה מכ- 8.7% בסוף 2003 לכ- 14.1% באוקטובר 2004. ההתפתחות המהירה של שוק אגרות החוב הפרטיות נבעה מצירוף של מספר נסיבות, כדלהלן:

1. התשואה הריאלית על האגרות החוב הממשלתיות ירדה מאוד בהשוואה לשנים קודמות, והמשקיעים חיפשו חלופות השקעה עם תשואה גבוהה יותר מאשר אגרות חוב ממשלתיות צמודות מדד.
2. הממשלה הפסיקה להנפיק לקרנות הפנסיה אגרות חוב מיועדות הנושאות תשואה ריאלית גבוהה. כתחליף, החלו הקרנות להשקיע חלק מנכסיהן באגרות חוב פרטיות בעלות תשואה גבוהה יותר.
3. הצטמקות שוק ה"גלבוועים" (אגרות חוב ממשלתיות צמודות דולר) אפשרה לגופים פיננסיים פרטיים להיכנס לשוק זה ולהציע תחליף ל"גלבוועים" באמצעות אגרות חוב פרטיות צמודות מט"ח המגובות בנכסים במט"ח בעלי דירוג אשראי גבוה.
4. אשראי בנקאי נמוך ומחנק אשראי שהיה לחברות שהגיעו עד מגבלת סף האשראי עודדה גיוס הון באמצעות הנפקה ישירה של אג"ח לא סחירות.

אגרות החוב להמרה נסחרו במהלך שנת הדו"ח בעלויות שיעורים. בעוד שאגרות החוב הקונצרניות צמודות המדד עלו בשיעור של 8.2%, הרי שאגרות החוב להמרה עלו בצורה חדה יותר בשיעור של 13.3%!

ה. מניות

במחצית הראשונה של שנת 2004 עלה מדד המניות הכללי בכ- 14% והשלים עלייה של כ- 90% החל ממחצית פברואר 2003. הסיבות העיקריות לעליות השערים היו פרסום נתונים חיוביים לגבי הפעילות במשק, שיפור בתוצאות העסקיות של החברות הנסחרות והעלאת תחזית הצמיחה לשנת 2004 ע"י בנק ישראל. גורמים אלה גברו על ההשפעה השלילית שהייתה לחוסר הוודאות במישור הביטחוני-מדיני ולמכירות של מניות ע"י בעלי עניין ומשקיעי חוץ. בתחילת יולי התהפכה המגמה, בעקבות ירידה של כ- 15% במדד הנאסד"ק ופרסום אינדיקטורים המעידים על האטה בקצב הצמיחה במשק הישראלי.

בחודשיים האחרונים של השנה חזרו ונרשמו עליות שערים בשיעור של כ- 15%. מגמת המסחר השתנתה בעקבות תוצאות הבחירות לנשיאות בארה"ב, שגרמו לעליות שערים בנאסד"ק, וכן החילופים בראשות ההנהגה הפלסטינית, שיצרו ציפיות לקידום התהליך המדיני. בנוסף, השפיעה על שוק ההון הפחתת הריבית, בשיעור מצטבר של 1.3%, כך שבסוף השנה הגיעה ריבית בנק ישראל ל- 3.7%.

בסיכום שנתי עלה מדד המניות הכללי בכ- 17.6%, כאשר מדד היתר על בכ- 32.2%, לעומת מדדי ת"א – 25, ת"א-100, שעלו בכ- 22.6% ו-19 בלבד. ברמה הענפית, הטובים ביותר היו הבנקים המסחריים וחברות ההשקעה, שעלו ב- 38.7% ו- 30.5% בהתאמה. את תשואת הקבוצה הראשונה ניתן לייחס לתוצאות המצוינות שהציגו הבנקים, להמלצות החיוביות שקיבל הסקטור מבתי השקעות רבים – מקומיים ובינלאומיים, ולשיפור המשמעותי בהפרשה לחובות מסופקים, שהינו פועל יוצא של השיפור במצב המשק. כמו כן, כניסתם המאסיבית של המשקיעים הזרים למניות אלה, בעיקר ברבעון האחרון של השנה, תמכה גם כן בתשואה העודפת שהשיגו מניות הבנקים על השוק.

בשנת 2004 נרשם בשוק המניות מחזור המסחר השנתי הגבוה ביותר בתולדות הבורסה. המחזור היומי הממוצע הסתכם בכ- 650 מיליון שקל – עלייה של כ- 75% לעומת אשתקד. בדצמבר הסתכם המחזור היומי בכמיליארד שקל – הגבוה ביותר מאז השיא של ינואר 1994.

בהנפקת מניות לציבור בישראל ובארה"ב חלה עלייה חדה, וסך הכל גויסו ע"י חברות הבורסאות כ- 4.9 מיליארד שקל – כמעט פי חמישה מהסכום שגויס בדרך זו אשתקד. ב- 47 הנפקות לציבור, שבוצעו בבורסה בתל-אביב, גויסו כ- 3.3 מיליארד שקל (כ- 55% מהם באמצעות אג"ח להמרה).

יתרת הסכום, כ- 1.6 מיליארד שקל, גויסה ע"י חברת דואליות בארה"ב. יצוין, כי בשונה מהגאות של שנת 2000, מרבית ההנפקות השנה הן של חברות תעשייה מסורתיות ולא של חברות טכנולוגיה.

ההתאוששות בשוק הראשוני אפשרה השנה ל- 20 חברות חדשות לגייס כ- 1.7 מיליארד שקל, לעומת 2 חברות חדשות בלבד שהנפיקו בבורסה בכל אחת משלוש השנים הקודמות, בלטו חברות הנדל"ן החדשות – אפריקה נכסים וג'י.טי.סי, שגייסו כ- 390 וכ- 130 מיליון שקל, בהתאמה, רובן באמצעות אג"ח להמרה. לאחר הפסקה של מספר שנים שב הסקטור הקיבוצי לבורסה ו- 6 חברות תעשייה, בבעלות קיבוציים, הנפיקו לציבור לראשונה.

הקצאות פרטיות של מניות גדלו פי ארבע והסתכמו השנה בכ- 10 מיליארד שקל. רובן בוצעו במסגרת מיזוגים: מניות בשווי כ- 6.1 מיליארד שקל הוקצו ע"י טבע לבעלי החברה אמריקנית "סיקור", ומניות בשווי כ- 1.8 מיליארד שקל הוקצו ע"י עלית, במסגרת מיזוג החברה בורסאית עם החברה הפרטית "שטראוס".

ביטוי נוסף לביקוש למניות הוא מכירת מניות ע"י בעלי עניין בתמורה כוללת של יותר מ- 5.5 מיליארד שקל, לעומת כ- 3.5 מיליארד שקל אשתקד. מכירת מניות ע"י בעלי עניין הייתה הגורם העיקרי לגידול בכמות הצפה השנה. בפברואר 2004 חצה שיעור הכמות הצפה, לראשונה, את גבול ה- 50%, ובסוף השנה הסתכמו החזקות הציבוריות ביותר מ- 51% משוק המניות.

אנו רואים השנה גם גידול ניכר בהשקעות בתעודות סל המקנות אפשרות לקנות מדד (אינדקס) של בורסה מקומית או בינלאומית, תוך תשלום עמלה נמוכה.

בסוף השנה החזיקו המשקיעים הזרים כ- 10.5% משוק המניות, לעומת כ- 11.3% אשתקד. חלקם של המשקיעים הפיננסיים עלה מ- 3% ל-5%, על חשבון ירידת חלקם של בעלי העניין הזרים. במסגרת ההפרטה, גייסה המדינה כחצי מיליארד שקל, לעומת כ- 1.2 מיליארד שקל בשנה שעברה. כ- 350 מיליון ש"ח ממניות בזק, בהצעת מכר לציבור, וכ- 180 מיליון שקל נוספים גויסו באמצעות מימוש אופציות רכישה למניות אל על.

הפחתת שיעור המס המוטל על רווחי הון מניירות ערך זרים, מניות ואג"ח סחיר, בבורסות בחו"ל, אשר ירד מ- 35% ל- 15% ישפיע באופן הדרגתי על הסתת כספים מהבורסה בארץ לבורסות בחו"ל.

1. מט"ח

בשוק ההון המקומי רגילים להתייחס למטבע האמריקאי כמייצג הבלעדי של שוק המט"ח. אך בחינה מעמיקה יותר של התוצאות השנתיות בשוק המט"ח, מגלה, כי הדולר היה אחד המטבעות הבודדים שנחלשו בשנת 2004 מול השקל, כשהוא קוטף, זה השנה השנייה ברציפות, את התואר "המפוקפק" של אפיק ההשקעה המאכזב. לעומת זאת - מול סל המטבעות, מול האירו, מול הליש"ט ומול מטבעות מובילים נוספים - נחלש השקל. מהזווית הכלכלית הטהורה, "התבקש" פיחות של השקל מול הדולר, אך המגמה בשוק המט"ח בשנה החולפת נקבעה פחות ע"י הסברים כלכליים וביקושים מקומיים למט"ח, ויותר ע"י יחסי הכוחות בין הדולר למטבעות אחרים ובראשם האירו. הממצאים העיקריים של 2004 בזירת המט"ח מעלים כי:

- א. התיסוף של השקל כלפי הדולר הסתכם ב- 1.6%.
- ב. הפיחות של השקל כלפי האירו הסתכם ב- 6.2%.
- ג. הפיחות של השקל כלפי סל המטבעות הסתכם ב- 0.8%.

גם את התנהלות יחסי הגומלין שקל – דולר, ניתן בבירור לחלק ל- 2 תקופות.

1. מתחילת השנה (31.12.03 – רמה של 4.379 שקלים) ועד ה- 10.5.04 נרשם פיחות זוחל של השקל ועד נקודה זו הוא נחלש כלפי הדולר ב- 5.8% כשבסוף התקופה הוא מגיע לנקודת השיא השנתית שלו : 4.634 שקלים.
2. מה- 10.5 ועד סוף השנה רשם הדולר ירידה חדה של 6.4% מול השקל כשהוא חותם את השנה ברמת שפל של 4.308 שקלים.

הגורם המהותי ביותר שהשפיע על שוק המט"ח היה, כאמור, יותר חיצוני ופחות פנימי – מקומי. את עיקר מהלך ההתחזקות שלו מול השקל בחודשים הראשונים של השנה ביסס המטבע האמריקני על התחזקותו בעולם מול שאר המטבעות. כך, התחזק הדולר בחצי הראשון של השנה מול האירו ב- 3.1% והגיע לרמה של 1.18 דולר לאירו, ומול הין היפני ב- 2.0%. הציפייה להעלאת הריבית בארה"ב (שאכן התממשה בסופו של דבר), שהביאה לעלייה בתשואות לפדיון באיגרות החוב של ממשלת ארה"ב, הייתה אחד מהגורמים המרכזיים להתחזקות הדולר מול המטבעות הזרים. גורמים נוספים שהשפיעו בכיוון התחזקות הדולר בחלק הראשון של השנה, אם כי באופן מתון יותר, היו חוסר היציבות הפוליטית, והמשך תהליך הורדת הריבית מתחילת השנה. מנגד, קיזזו את ההשפעות הנ"ל ו"שיחקו" לטובת השקל: ייבוא הון מוגבר מחו"ל על רקע חזרת המשקיעים הזרים, יתרות המט"ח הגדולות בבנק ישראל והעדר חוב חיצוני במט"ח של המשק הישראלי.

החצי השני של השנה, ובעיקר התקופה שמתחילת חודש אוגוסט עד סיום השנה, היה שונה בתכלית השינוי מן החצי הראשון: האירו, לצד מטבעות מרכזיים אחרים, ביצע תפנית והחל במהלך של התחזקות מרשימה מול הדולר עד לרמה של 1.36 דולר לאירו בסוף השנה, ובסה"כ 15.3%. זאת, על רקע הגירעון העצום בתקציב הממשל האמריקאי והגירעון הענק במאזן המסחרי בארה"ב שרק הולך ומחריף. חרף היותה של ארה"ב המעצמה הכלכלית מס' 1 בעולם, נחלש הדולר והידרדר מול המטבעות האחרים.

היחלשות ניכרת זו במעמד הדולר בשוק המט"ח הבינלאומי השליכה, כמובן, גם על מעמדו כלפי השקל.

החולשה שהפגין הדולר מול המטבעות הזרים עזרה לשקל גם בשמירת כוחו אל מול ירידת הריבית השקלית לרמתה הנמוכה ביותר מעולם, עליית הריבית בארה"ב מנגד, וכפועל יוצא מכך צמצום פער הריבית, שבעבר היווה פרמטר מרכזי בקביעת יחסי הגומלין בשוק המט"ח. הפער, שעומד נכון לסוף השנה על 1.45% בלבד, היה אמור ללחוץ בכיוון של פיחות, אך במקביל הירידה הנמשכת בפרמיית הסיכון על המשק הישראלי, העניקה גם היא למשקיעים בטחון רב יותר ב"הימור" על השקל.

פרמטרים נוספים הראויים לציון ברקע הדברים שהשפיעו לאורך השנה כולה:

1. ההנהגה הכלכלית. זו, המשיכה להקריין עוצמה ושליטה במצב. המשק הישראלי פרץ קדימה והחל לצמוח לאחר שנה של התייצבות, הכנסות המדינה ממסים גדלו, הממשלה עמדה ביעד הגירעון השנתי שלה והאינפלציה התייצבה. אמון הציבור העמיק והביא את המשקיעים המקומיים ובעיקר הזרים להמיר דולרים ולרכוש אג"ח שקליות שהעניקו תשואות נאות.
2. לאירועים הביטחוניים הייתה אמנם השפעה, אך היא הייתה מינורית ונקודתית.
3. התייצבות, ואף ירידה קלה, בתשואות האג"ח הארוכות בארה"ב במחצית השנייה של השנה תרמו גם הם ליציבות והחזוק שהפגין השקל.

ז. שווקי המניות והאג"ח בחו"ל

שוק המניות בארה"ב

הבורסות בארה"ב הניבו תשואות חיוביות (אם כי נמוכות) בשנת 2004. בסיכום השנה החולפת, סיימו המדדים המובילים של וול סטריט בעליות שערים קלות שבין 9%-3% (ראה טבלה לנתונים מדויקים) ובניגוד לעליות הרצופות בשנת 2003 בוול סטריט, עלה השוק הפעם מעלה, קצת בחודש הראשון בעיקר ברבעון האחרון של השנה.

בתחילת 2004, התנהלה המסחר במניות באווירה אופטימית, אווירה שהושפעה בעיקר מפרסומי אינדיקטורים כלכליים טובים בדמות ירידה במספר דורשי דמי אבטלה, צפי לשיפור קל בגרעון התקציבי של ארה"ב בשנה הפיסקלית של 2004 ועלייה במדדי בטחון הצרכנים ומנהלי הרכש. ברבעון השני נרשם מסחר רגוע יחסית עם נטייה לירידות שערים קלות, וזאת בעקבות אכזבה מנתוני התעסוקה בפברואר, כאשר הנתונים הצביעו על תוספת של 21 אלף מקומות עבודה חדשים לעומת צפי לתוספת של 130 אלף מקומות עבודה. בנוסף לכך, הפיגוע במדריד וחסול מנהיג החמאס, יאסין, שהעלו את הפחד מהטרור העולמי בגלל איומי טרור אסלאמי בדבר פגיעות באינטרסים ישראלים ואמריקאיים, הוסיפו לאווירה העכורה של המשקיעים.

בחודשי הקיץ ובעיקר בחודשים יוני-יולי חלו ירידות שערים חדות במדדים המובילים של ארה"ב בעיקר בעקבות עלייה חדה במחירי הנפט לשיאים חדשים, הנמכת תחזיות ואכזבה מהדו"חות הכספיים של חברות מובילות כגון אינטל, יאהו ונוקיה. בנוסף, העיבה על השוק התרחבות הגרעון במאזן השוטף של ארה"ב ובתקציב ממשלתי, דבר שהשאיר "טעם לפגם" בפי סוחרי המניות.

לאחר 3 רבעונים צוננים למדי, חזר האור הירוק למסכי הבורסה: מגמה חיובית מאוד נרשמה בחודשיים האחרונים של השנה בעקבות נצחונו בכהונה נוספת של נשיא ארה"ב ג'ורג' בוש, אשר פיזר את הערפל בזירה המדינית ונתן זריקת עידוד למשקיעי מניות הטכנולוגיה אשר הרימו את מדד הנאסד"ק בסערה אל מעבר למשוכת 2000 הנקודות בארה"ב. המדדים המובילים חתמו את השנה עם עלייה שנתית של כ-8% למעט מדד הדאו-ג'ונס שעלה בכ-3%.

המדדים סיימו את שנת 2004 ברמה גבוהה מ-2150 נקודות בנאסד"ק (שעדיין רחוק בכ-60% משיאו במרץ 2000 ומהווה תשואה של 8.59%), רמה של מעל 10,700 במדד הדאו ג'ונס (תשואה של 3.15%) ורמה גבוהה מ-1,200 נקודות במדד 500 (תשואה של 8.99%)

השווקים בשאר העולם:

שווקי אירופה העיקריים הניבו תשואה של כ-7.5% (רבעון רביעי תרם את החלק הארי בתשואה השנתית) באנגליה הניבו ה- FTSE 100 תשואה של 7.5% בגרמניה הניב ה- DAX תשואה של 7.3% בצרפת הניב ה- CAC 40 תשואה של 7.4% גם ביפן הניבו המניות תשואות דומות (7.6%). בהונג קונג לעומת זאת הניב השוק תשואה כפולה כמעט של 13.2%. העליות בעולם (למעט סין ורוסיה) היוו המשך לשנת 2003 בה התחילה ההתאוששות הכלכלית והצמיחה.

שוק האג"ח בארה"ב

שנה מעורבת נרשמה בשוק אגרות החוב האמריקאי. אגרות החוב הממשלתיות של ארה"ב חתמו את 2003 במגמה שלילית בממוצע, כאשר הירידות באו לידי ביטוי כמעט לאורך כל העקום, מלבד אג"ח בעלות תקופה של מעל ל-10 שנים לפדיון. בתחילת השנה מחירי אגרות החוב הקצרות (עד 6 חודשים) ירדו (עליית תשואות) בעוד שאגרות החוב בעלות מח"מ מעל שנה עלו (ירידת תשואות), אירוע שבלט בסופו של חודש ינואר היה כאשר בתום שני ימי דיונים של הוועדה לשוק הפתוח של הפדרל ריזרב, הושמטה במפתיע הצהרה קבועה אותה נהג להשמיע מאז חודש אוגוסט, 2003 כי "הריבית הנמוכה צפויה להמשיך תקופה ממושכת". השוק מיד תרגם את ההודעה לציפיות לעלייה קרובה בריבית וכתוצאה מכך עלו תשואות האג"ח הקצרות. בחודשים אפריל-מאי נרשמה עליית תשואות (ירידת מחירים) חדה שאופיינה לאורך כל העקום האג"חי בעקבות פרסומם של פרמטרים חיוביים על כלכלת ארה"ב והתחזקות הציפיות להעלאת הריבית הדולרית. לקראת סיום השנה נרשמה מגמה שלילית לאורך כל עקום התשואות שהתבטאה בעיקר בסדרות הקצרות עקב העלאת הריבית של הפדרל ריזרב. לסיכום, הפער בין הריבית קצרת הטווח לבין הריבית ארוכת הטווח, הצטמצמה מאוד בשנה החולפת. אם בתחילת 2004, היה מדובר על פער של כמעט 4%, הרי שבסוף 2004, הצטמצם הפער לסדר גודל של 1.5%.

ת. נדל"ן

ההשקעות בנדל"ן מאופיינות על פי המצב הכלכלי כאשר בשנות גאות יש צפייה לצמיחה שיוצרת ביקוש לנדל"ן והפוך. המיתון ב-7 שנים האחרונות נובע מבניה מסיבית במחצית השניה של שנות ה-90 אשר גרמה עודפי היצע. עם פרוץ המיתון בשנת 2000 ירד הביקוש ונוצרו עודפי היצע משמעותיים שגרמו לשפל בענף. המיתון והמצב הביטחוני פגע גם בתעשייה ובתיירות ולכן השפיע נחרצות על בניה לתעשייה ומלונאות.

למרות הצמצום החד בהשקעות בשנים האחרונות, מספר מדדים מצביעים עדיין על קיומם של עודפי היצע בתחומי הנדל"ן העסקי. כך למשל, שטח המבנים המיועדים לתעשייה למסחר ולמשרדים גדל בשלוש שנות האינתיפאדה הראשונות בכ-10% בעוד שמספר המועסקים במשק גדל בכ-5.0% בלבד. כתוצאה מכך נוצרו עודפי היצע גדולים בשוק זה המתבטאים בירידה ניכרת בתפוסה במשרדים ובשטחי מסחר. זאת גם כתוצאה מגמר פרויקטים שהתחילו בשנות ה-90. על כן, ללא התאוששות משמעותית בשוק העבודה שתביא לגידול במספר המועסקים ובביקוש למשרדים ולשטחי תעשייה, לא צפויה בעתיד הנראה לעין תפנית חיובית בהשקעות בנדל"ן עסקי.

ירידה חדה בשיעורי התפוסה נרשמה בשנים האחרונות גם בבית המלון, בעקבות המשבר הקשה שפקד את ענף התיירות עם פרוץ האינתיפאדה. ההתאוששות שנרשמה לאחרונה במספר התיירים שהגיעו לארץ שיפרה את מצב הענף, אך שיעורי התפוסה בבתי המלון היו עדיין ברמה נמוכה של כ-51% לעומת תפוסה ממוצעת של כ-65% באותה תקופה ערב האינתיפאדה. נתוני התפוסה אינם כוללים בתי מלון שנסגרו בשל העדר פעילות, כך שבפועל התפוסה בכלל בתי המלון בארץ ירדה בשיעור גדול יותר.

על רקע נתונים אלו ניתן להבין את המשך הירידה בהתחלות הבנייה של פרויקטים שלא למגורים. היקף התחלות הבנייה צנח בשנת 2003 בכ-34% והסתכם בכ-1.6 מיליון מ"ר. ובתשעת החודשים הראשונים של 2004 המשיך לרדת לרמה שנתית של כ-1.3 מיליון מ"ר. להערכתנו, בשנת 2005 לא צפויה

התאוששות בהשקעות בנדל"ן עסקי. היקף התיירות הנכנסת לישראל עדיין לא הגיע לרמות המחייבות בניית בתי מלון נוספים. בשוק העבודה אמנם נרשם שינוי חיובי ומספר המועסקים עלה, אך קצב הגידול הוא איטי ושיעורי התפוסה של משרדים ושטחי מסחר עדיין נמוכים. כדי לאכלס את כל שטחי העסקים הפנויים יידרש גידול מהיר יותר בתעסוקה. על כן, הסיכוי למפנה בענף בשנת 2005 הוא קטן. המשך מגמת הצמיחה במשק עשוי להביא לעלייה בהשקעות בנדל"ן עסקי רק בעוד כשנתיים.

מגמות והתפתחויות בענף קופות הגמל

קופות הגמל הנן הגופים הפיננסיים המרכזיים בשוק ההון הישראלי, הן לאור פעילותן המעשית והפוטנציאלית, והן לאור משקלן בתיק הנכסים הכספיים של הציבור. הקופות מהוות מסלול חיסכון לטווח ארוך או בינוני הנהנה מהטבות במיסוי, באמצעותו ניתן לצבור כספים למטרות שונות, בין היתר, גם לצרכים פנסיונים עתידיים של העמיתים. ענף קופות הגמל מורכב מ- 553 קופות גמל (נכון לסוף שנת 2004), הכוללות קופות לתגמולים ופיצויים המהוות כ- 53% מסך נכסי קופות הגמל, קופות מרכזיות לפיצויים כ- 18% קרנות השתלמות כ- 27% וקופות למטרה אחרת כ- 2%. למרות השוני בין מאפייני החסכון של קרנות ההשתלמות לקופות לתגמולים ופיצויים, נוהגים להתייחס אל כולן כמכלול אחד, בעיקר משום שהן פועלות מכוח אותן תקנות מיסוי. כ- 84% מנכסי קופות הגמל מנוהלים על ידי בנקים (כ- 72% בניהול ישיר וכ- 12% בניהול עקיף), ושאר הנכסים מנוהלים ע"י קופות גמל מפעליות, סקטוריאליות ומנהלים פרטיים. סך שוויין של קופות הגמל לסוף שנת 2004 היינו כ- 207 מיליארד ש"ח. בשנת 2004 השיגו קופות הגמל תשואה ריאלית ברוטו חיובית בשיעור ממוצע של כ- 8.04% וזאת לעומת תשואה ריאלית ברוטו חיובית ממוצעת בשנת 2003 בשיעור של 18.71%. התשואה החיובית בשנת 2004 נבעה מהעליות הנאות שהיו במהלך השנה בכל אפיקי ההשקעה הסחירים ובעיקר בשוק המניות. בשנת 2004 הייתה צבירה נטו (הפקדות בניכוי משיכות) חיובית בקופות הגמל בסך של 4 מיליארד ש"ח, לעומת צבירה נטו שלילית בשנת 2003 בסך של 2.5 מיליארד ש"ח. היקף הצבירה בשנת 2004 הורכב מצבירה של כ- 1.2 מיליארד ש"ח בקופות גמל לתגמולים ולפיצויים, כ- 79 מיליון ש"ח בקופות פיצויים מרכזיות וצבירה של כ- 2.7 מיליארד ש"ח בקרנות ההשתלמות. היקף הצבירה החיובית בקופות הגמל מהווה היפוך מגמה לעומת השנים הקודמות שבהן נרשמה צבירה שלילית מידי שנה. היפוך המגמה בהיקפי הצבירה מוסבר בתשואות הגבוהות שהשיגו בשנתיים האחרונות הקופות.

פעילות הקופה

האג"ח הממשלתי הלא צמוד, כמו בשנת 2003, היווה מרכיב דומיננטי ועיקרי בתיק ההשקעות של הקופה כאשר לריבית הנמוכה במשק הייתה השפעה על הגדלת היקף ההשקעה של הקופה באפיק זה. התחזית של הקופה כי המגמה החיובית בשוק המניות בשנת 2003 תמשך גם ב- 2004, הביאה את הקופה להשבחה והרחבה של מרכיב המניות מסה"כ השקעות הקופה בשנת 2004. בשנה שחלפה הקופה שמה דגש על הרחבת החשיפה למספר מטבעות וזאת תוך שמירה על גידול לא מהותי בהיקף ההשקעה בתחום זה מסה"כ השקעות הקופה. ניתן היה לראות בשנת 2004 קיטון בשעור ההשקעה בעיקר באפיק הפיקדונות וכן קיטון, בשעור נמוך, באפיקי האג"ח הצמודים הקונצרניים ולא קונצרניים. בקופת "הבטחון" הייתה צבירה חיובית גדולה, כאשר להעברות מקופות אחרות תרומה משמעותית. בשנת 2004 הניבה הקופה תשואה ריאלית ברוטו של 7.12% לעומת ממוצע קופות תגמולים במערכת – 8.19%. בשנת 2003 הניבה הקופה תשואה בשיעור – 16.8% לעומת – 19.09% בכלל המערכת.

התפתחויות בחקיקה

בחודש פברואר 2004 פרסם אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון 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 השיערוך הנכסים הבלתי סחירים. בהתאם לשיטה, יהוונו תזרימי המזומנים הצפויים מכל נכס כאמור בשערי ריבית אשר יצוטטו על ידי חברה שתיבחר לצורך כך. פורסמו תקנות לשיערוך יומי לנכסי קופות גמל ושינוי בתשלומים לעמיתים והעברות לקופות אחרות.

הצעות לרפורמה 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. עד כה, לא נחקרו חוקים אשר הביאו לשינויים מבניים בתחומים אלה. בחודש ינואר 2004 הונחה על שולחן הכנסת הצעת חוק פרטית, לפיה ימנע מתאגיד בנקאי מלהחזיק במשקיע מוסדי שהוא קופת-גמל. הצעה זו אושרה על-ידי הכנסת בקריאה טרומית בחודש מרץ 2004.

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.

להלן ריכוז ההמלצות, המופיעות בדוח בכר, ככל שהן נוגעות לקופות הגמל:

א. מערכת קופות הגמל

תאגיד בנקאי לא יחזיק אמצעי שליטה כלשהם בחברה לניהול קופת גמל או בקופת גמל (להלן קופת גמל) ולא יהיה בעל עניין (מחזיק ביותר מ- 5% מאמצעי שליטה כלשהם) בתאגיד שהנו בעל שליטה במי מאלה. בעל שליטה בתאגיד בנקאי וכל מי שנשלט על ידו לא יהיו בעלי עניין בקופת גמל.

תהליך היישום של ההוראות דלעיל יהיה הדרגתי, החל במועד תחולת החוק שיעגן הוראות אלה, כך שבתום שלוש שנים ממועד תחולת החוק לא תהיינה עוד לתאגיד בנקאי החזקות כלשהן 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.

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.

ב. מודל הייעוץ והשיווק

לפי המלצות הוועדה העיסוק בשני התחומים (ייעוץ ושיווק) 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.

הבנק מי ששולט בו והנשלטים על – ידיהם (כמו שאר הגופים העוסקים בייעוץ) לא יהיו בעלי עניין (מחזיקים ב- 5% ומעלה מאמצעי שליטה כלשהם) בגוף מוסדי, ולא יהיו קשורים עימם בהסכם שאינו במהלך עסקים רגיל או שתנאיו שונים מהמקובל בהסכמים דומים, אלא אם קבלו אישור שטיבו ותנאיו לא נדונו בדוח בכר.

לפי דוח בכר יקבע הממונה על ההגבלים העסקיים בתיאום עם המפקח על הבנקים, הממונה על שוק ההון, ביטוח והסכון ויו"ר רשות ניירות ערך אלו הסכמים מחייבים קבלת אישור כאמור.

הנהלת הקופה

א. חברי הדירקטוריון

שם	נציג ציבור	עיסוק	תפקיד	השכלה	מס' ישיבות
----	------------	-------	-------	-------	------------

בהן השתתף השנה				כן/לא	
4	אקדמאית	דירקטור	מנכ"ל התאחדות הקבלנים	כן	שגב יהודה
3	אקדמאית	דירקטור	סמנכ"ל כספים אל-על	כן	מלכי ניסים
4	אקדמאית	דירקטור	מרצה למימון וכלכלה באוניברסיטת ת"א	כן	פרופ. יאיר זימון
4	תיכונית	דירקטור	מנכ"ל חברה פרטית	לא	רוזנברג גד
4	אקדמאית	דירקטור	ראש מרכז תעסוקת עובדי צה"ל	לא	יוסי סולניק
4	אקדמאית	דירקטור	יועץ כלכלי, בטחוני וארגוני	כן	יוסוב הרצל
4	אקדמאית	דירקטור	מנהל סניף בבנק אוצר החייל	לא	גלזר פבלו

שכר הדירקטורים לכל ישיבת דירקטוריון, בשנת הדוח – 784 ש"ח.
 הגמול השנתי לדירקטור – 13,572 ש"ח.
 הקופה אינה משלמת את שכר הדירקטורים. השכר משולם ע"י בנק אוצר החייל בע"מ מתוך דמי הניהול המועברים אליו.
 בשנת 2004 הוקמה וועדת ביקורת עם השתתפות רוב חברי הדירקטוריון החיצוניים ומונה מבקר פנים.

ב. חברי ועדת ההשקעות

שם	נציג ציבור כן/לא	עיסוק	תפקיד	הכשרה מקצועית בתחום	מס' ישיבות בהן השתתף השנה
ניסים מלכי	כן	סמנכ"ל כספים אל-על	יו"ר ועדת ההשקעות	B.A-למדעים בתעשייה וניהול M.A-מנהל עסקים	22
פרופ. יאיר זימון	כן	מרצה למימון וכלכלה באוניברסיטת ת"א	חבר הוועדה	P.H.D בפקולטה למנהל עסקים אוניברסיטת ת"א	23
הרצל יוסוב	כן	יועץ כלכלי, בטחוני וארגוני	חבר הוועדה	B.A – לימודי כלכלה וסטטיסטיקה. M.B.A – מנהל עסקים.	24
גד רוזנברג	לא	מנכ"ל חברה פרטית	חבר הוועדה	נסיון של 3 שנים כחבר בוועדת השקעות	21
יוסי סולניק	לא	ראש מרכז תעסוקת עובדי צה"ל	דירקטור	M.A – מנהל עסקים ניסיון של 3 שנים כיו"ר ועדת השקעות	22

שכר חברי ועדת ההשקעות לכל ישיבת ועדת ההשקעות, בשנת הדוח – 784 ש"ח.
ג. ארבעת העובדים הבכירים בקופה:

שם	תפקיד
סופי ציבל	מנהלת הקופה
רמי זימאן	מנהל מח' ההשקעות
רחל אמן	חשבת
עירית לנדסמן	מנהלת עמיתים

לקופה מונה רפרנט להשקעות – אלכס מריאש
הדירקטוריון התכנס 4 פעמים במהלך שנת הדו"ח.
ועדת ההשקעות התכנסה 24 פעמים במהלך שנת הדו"ח.

ד. נוהל השימוש בזכויות ההצבעה 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 הקמת 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 – 73 אסיפות וב – 34 אסיפות הוחלט לא להשתתף.

אופן ניהול הקופה:

א. נוהל עבודת דירקטוריון

נוהל עבודת דירקטוריון כולל סעיפים הבאים:

- תנאים לכשירות הדירקטורים - חובת שמירה על סודיות ועל העדר ניגוד עניינים בעקבות כהונה בדירקטוריונים ובוועדות ההשקעה של תאגידים העוסקים בהשקעות.
- חובת התכנסות לישיבות 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 מישיבות 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 לקופת 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 ההחלטות 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.
- קביעת מדיניות ההצבעה של הקופה באסיפות כלליות של חברות, אשר ניירות הערך שלהן מוחזקים ע"י הקופה.

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 – 4.6 מיליארד ש"ח (7 קופות ו- 2 קרנות השתלמות), מתוכם כ- 471.6 מיליון ש"ח משויך לקופה. הרכב תיק ההשקעות לסוף שנת 2004 של הקופה:

<u>אחוז מהקופה</u>	<u>אפיק השקעה</u>
29.59%	מדד
21.95%	ניירות לא סחירים
19.47%	שקלים
17.63%	מניות
6.11%	מט"ח
4.84%	עו"ש ופח"ק
0.41%	השקעות אחרות

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 וועדותיו. הפיקוח בפועל על יישום החלטות ועדת ההשקעות, מתבצע על ידי דוח מנהל ההשקעות לוועדת ההשקעות. מתבצעת תרשומת של החלטות ועדת השקעות 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 פיצול בין הקופות בניהול הבנק.