

**עתודות קרן פנסיה לשכירים ועצמאיים**  
**בע"מ**

**דו"ח דירקטוריון ליום 31.12.2008**

## תוכן העניינים

נד

3-6	<b>פרק 1: תיאור תמציתי של קרן הפנסיה ושל החברה המנהלת</b>
6-18	<b>פרק 2: תאור סביבה עיסקית</b>
19	<b>פרק 3: מצב כספי של קרן הפנסיה</b>
19-22	<b>פרק 4: תוצאות פעילות</b>
23	<b>פרק 5: תחזית זרמי המזומנים</b>
23-45	<b>פרק 6: השפעת גורמים חיצוניים</b>
45-47	<b>פרק 7: הערכת בקרות ונהלים לגבי הגילוי</b>
	<b>פרק 8: אחריות ההנהלה על הבקרה הפנימית על דיווח כספי</b>

עתודות קרן פנסיה לשכירים ועצמאיים בע"מ

דו"ח הדירקטוריון ליום 31 בדצמבר 2008

1. תיאור תמציתי של קרן הפנסיה ושל החברה המנהלת:

א. מבנה ארגוני

עתודות קרן פנסיה לשכירים ועצמאיים בע"מ (להלן – הקרן או עתודות) אושרה לפעילות בשלהי שנת 1993. החל מיום 1/1/2007 קרן הפנסיה עתודות מנוהלת בנאמנות על ידי החברה המנהלת עתודות קרן פנסיה לשכירים ועצמאיים בע"מ (להלן – החברה).

להלן מבנה הבעלות בחברה המנהלת:

<u>שם החברה</u>	<u>% האחזקה</u>
ביטוח חקלאי א.ג.ש.ח בע"מ	50%
כלל חברה לביטוח בע"מ	50%

לעתודות רישיון מבטח כמתחייב מחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), תשמ"א – 1981. מטרות החברה המנהלת הנה להקים, להחזיק ולנהל קרנות פנסיה.

מועסקים בחברה: לחברה מנכ"ל ושני עובדים. החברה רוכשת מ"כלל שירותי ניהול פנסיה וגמל בע"מ" שירותי תפעול מחשוב וכספים.

ב. תחומי פעילות

החברה מנהלת את קרן הפנסיה שעיסוקה בביטוח פנסיוני. לקרן עמיתים שכירים ועצמאיים מכל המגזרים במשק שהבולטים שבהם הם תחום ההיי-טק, בנקאות וקיבוצים.

ג. הרכב ההכנסות בתקופת הדו"ח (באלפי ש"ח)

להלן פירוט ההכנסות מהשקעות:

לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר		
2007	2008	סוג ההשקעה
אלפי ש"ח		
650	2,986	מזומנים ושווי מזומנים
		<b>ניירות ערך סחירים</b>
(4,455)	(83,820)	אגרות חוב
30,829	(134,533)	מניות
		<b>ניירות ערך שאינם סחירים</b>
218,913	88,162	אגרות חוב
4,900	(6,710)	מניירות ערך אחרים
<u>3,182</u>	<u>3,062</u>	פיקדונות בבנקים
<b>253,369</b>	<b>(130,853)</b>	<b>סה"כ</b>

ד. התפתחויות או שינויים מהותיים בהסכמי ביטוח משנה בהשוואה לשנים קודמות:

אין לקרן או לחברה ביטוח משנה.

ה. אירועים חריגים מאז הדו"ח הכספי האחרון:

- א. עד יום 31 בדצמבר 2005, הייתה ש.ב.ח ניהול קופת פנסיה בע"מ (להלן - ש.ב.ח) החברה המנהלת של עתודות, והיא הוחזקה בחלקים שווים על-ידי מבטח פיננסים בע"מ (להלן - מבטח) ועל-ידי ביטוח חקלאי אגודה שיתופית מרכזית בע"מ (להלן - ביטוח חקלאי). במהלך חודש ינואר 2006 נרכשו כל החזקותיה של מבטח בש.ב.ח ע"י כלל חברה לביטוח בע"מ (להלן - כלל ביטוח), תהליך הרכישה אושר על-ידי המפקח על הביטוח בהתאם לתנאי היתר השליטה מ-16 בינואר 2006 (להלן - היתר השליטה).
- ב. על-פי תנאי היתר השליטה שניתן לביטוח חקלאי וכלל ביטוח, עמד ההיתר בתוקף עד למועד בו יבוטל רישיון המבטח של ש.ב.ח או של עתודות. בנוסף, התחייבות עתודות, ש.ב.ח ביטוח חקלאי וכלל ביטוח, כי בתוך שנה, לכל המאוחר, ממועד השלמת העסקה, יתבצע שינוי מבני בעתודות ובש.ב.ח. לאור זאת ולאור התחייבותן המשותפת של בעלות השליטה (ביטוח חקלאי וכלל ביטוח) ושל ש.ב.ח ועתודות ננקט הליך רה-אורגניזציה (נספח 1 לנוהל) בחברה ובעתודות. בהתאם לנוהל שנקבע על-ידי אגף שוק ההון: "נוהל הגשת בקשה להפיכת קופת גמל המאוגדת כתאגיד להיות מנוהלת בנאמנות בידי חברה מנהלת".

על-פי הליך הרה-אורגניזציה, החל מיום ה-1 בינואר, 2007 הקרן מנהלת ע"י החברה וכל התחייבויותיה של ש.ב.ח הוסבו לחברה, כאשר בתום התהליך הפסיקה ש.ב.ח לשמש כחברה המנהלת של הקרן.

ש.ב.ח קיבלה את אישור רשות המיסים להליך הרה-אורגניזציה. בעקבות הפסקת פעילות ש.ב.ח כחברה מנהלת של הקרן החליטה אסיפה כללית המיוחדת של ש.ב.ח ביום 26 לדצמבר 2007 על פירוק החברה מרצון. עו"ד אסנת נווה מונתה למפרקת של ש.ב.ח. וביום 03.06.08 החברה חוסלה.

ג. להשפעת ההתפתחויות בשוק ההון בשנת 2008 על הקרן ראה פרק 6 בדוח.

## 1. מבנה ניהול ההשקעות:

דירקטוריון החברה מתווה, באמצעות ועדת ההשקעות מטעמו, את מדיניות ההשקעה הכללית של הקרן. ועדת ההשקעות קובעת את אופן ביצוע ההשקעות, אופיין, אפיקי ההשקעה, סדרי הגודל, עיתוי ההשקעה וכדומה. יישום הנחיות ועדות ההשקעה וביצוע ההשקעות בפועל, מתבצע בנפרד ומובחן על ידי מנהלת ההשקעות של הקרן. חלק מניהול תיק ההשקעות הסחירות של הקרן מתבצע באמצעות מנהלי תיקים חיצוניים לפי התמחות כפי שמפורט להלן:

תיק מניות- (כ- 157 מיליון ₪) גורן אלומות, אג"ח בארץ- (כ- 30 מיליון ₪) ע"י בטוחה, תיק חו"ל (כ- 122 מיליון ₪) בטוחה.

הקרן מנהלת נכסים בהיקף של כ- 3.8 מיליארד ₪. מח"מ נכסי הקרן הינו בינוני ארוך – כ- 7-8 שנים והוא נמוך ממח"מ ההתחייבויות.

החברה משקיעה את יתרות המזומנים בנכסים סולידיים: אגרות חוב ממשלתיות, אגרות חוב קונצרניות בדרוג גבוה, תעודות סל על מדדי האג"ח ופיקדונות לטווח ארוך. היקף אגרות החוב המיועדות, שהריבית עליהן מובטחת, הינו, נכון לסוף שנת 2008 כ- 51% מנכסי הקרן הותיקה וכ- 40% מהנכסים העומדים כנגד ההתחייבויות בגין העמיתים שהצטרפו לקרן בחודשים ינואר- מרץ 1995 (להלן: "קרן הרבעון"). הסיכונים הפיננסיים הינם בגין יתרת נכסי הקרן, בגינם מובטח סיוע של האוצר בגובה 1.57% (על כל הנכסים החופשיים בקרן הותיקה ועל חלקם בקרן הרבעון), אולם מכיון שהריבית חסרת הסיכון נמוכה כעת באופן יחסי, הרי שבכדי להגיע לתשואה לפיה מחושבות ההתחייבויות, יש להשקיע בנכסים שאינם חסרי סיכון.

השקעת נכסים אלה מתבצעת בהתאם למגבלות שנקבעו בתקנות וע"פ המדיניות שקבעה ועדת ההשקעות.

מרבית הנכסים החופשיים מושקעים באפיק צמוד מדד (אג"ח ממשלתיות, אג"ח קונצרניות סחירות ולא סחירות, שטרי הון ופיקדונות), שמרביתו בדירוגים מקומיים A ומעלה. בגין נכסים אלה הסיכונים העיקריים הם סיכוני ריבית ואשראי.

יתרת הנכסים החופשיים מושקעים באפיקים שאינם צמודי מדד ולכן חשופים לסיכון אינפלציה ובנוסף לסיכוני השוק בהתאם לסוג הנכס- סיכוני שע"ח, סיכוני אשראי, סיכון מחירי מניות, ריבית שקלית וריבית מט"ח.

לאור המשבר הפקד את השווקים בשנת 2008, החליטה הקרן כי לא תגדיל את מרכיב המנייתי בתיק. הקרן המשיכה להשקיע באג"ח ממשלתיות צמודות במח"מ בינוני ארוך וכן באג"ח קונצרני בדירוג גבוה לצורך שיפור התשואה הפנימית של תיק האג"ח שלה. במהלך השנה שינתה הקרן את תמהיל של התיק המט"חי שלה, תחת הגדרת מדיניות חדשה תוך צמצום החשיפות לענף הפיננסים. חשוב לציין כי שנת 2008 התאפיינה בקריסת המערכת הפיננסית החופשית ובסוף עידן של הבנקים להשקעות בוול סטריט, בתנודות חדות ובהפסקת מסחר בגלל ירידות חריגות ותוכניות חילוץ עולמיות של הבנקים ובהזרמת מיליארדי דולרים לשווקים על ידי ממשלות.

## 2. תיאור הסביבה העסקית

### **א. מגמות בענף הפנסיה, השפעתן על עסקי הקרן בתקופת הדו"ח ועל נתוני הדו"ח הכספי של הקרן.**

הסביבה העסקית של שוק הפנסיה בישראל עברה שינויים ותהפוכות מבניים ועסקיים בשנים האחרונות. בשנת 1995 בוצעה רפורמה ראשונה בקרנות הפנסיה, במסגרתה נסגרו קרנות הפנסיה הוותיקות לעמיתים חדשים, הוקמו קרנות פנסיה חדשות, מאוזנות אקטוארית, לעמיתים שהצטרפו ממועד זה ואילך ושיעור הנפקת אג"ח המיועדות להן צומצם. בשנים 2003-2004 בוצעה רפורמה נוספת בקרנות הפנסיה. רפורמה זו באה לידי ביטוי, בין היתר, בכך שהמדינה הסדירה את הגירעונות של קרנות פנסיה הוותיקות, תוך צמצום זכויות העמיתים בהם, צמצום הנפקת האג"ח המיועדות והעלאת גיל הפרישה.

לאחר מכן, בוצעו רפורמות נוספות בתחום החסכון ארוך הטווח, כגון: רפורמת בכר (2005), שמטרתה להגביר את התחרות ולצמצם את הריכוזיות בתחום, רפורמת פנסיית חובה (2007), בה נקבעה חובת הפרשה לחיסכון פנסיוני, רפורמת המוצרים (2008) בה נקבע כי החסכון הפנסיוני יוסט למסלול קצבה בלבד ורפורמת הניוד (2008) שאפשרה את ניוד כפי החסכון הפנסיוני מהאפיק ההוני לאפיק הקצבתי.

עד שנת 2003 נהנו קרנות הפנסיה הוותיקות מהבטחת תשואה ריאלית בשיעור של 5.57% לכיסוי של לפחות 93% מההתחייבויות. יתרת הנכסים הושקעה בהשקעות חופשיות, בהתאם למגבלות המוטלות על פי תקנות קופות הגמל. ב-1995 הופסק שיווקן של קרנות הפנסיה הוותיקות והן וחדלו לקבל עמיתים חדשים. במקומן נפתחו קרנות פנסיה חדשות שנהנו מריבית ריאלית מובטחת של 5.05% בשיעור של עד 70% מההתחייבויותיהן. יתרת הנכסים הושקעה בהשקעות חופשיות בהתאם לתקנות קופות הגמל.

- בשנת 2003 עבר שוק הפנסיה רפורמה שבעקבותיה צומצמה בשנים 2003-2004 באופן הדרגתי הנפקת אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה המקיפות (הוותיקות והחדשות), עד לשיעור מקסימלי של 30% מסך הנכסים אגרות חוב אלה נושאות ריבית ריאלית מובטחת של 4.86%.
- בעקבות הרפורמה מינה משרד האוצר מנהלים מיוחדים לקרנות הפנסיה הוותיקות שלהן היה גירעון אקטוארי והעמיד למכירה, באמצעות מכרז לגופים פרטיים, את קרנות הפנסיה החדשות שהיו בבעלותן של הקרנות הוותיקות הגירעוניות. בפועל נמכרו קרנות הפנסיה החדשות לחברות ביטוח.

- עם הסדרת פעילותן של קרנות הפנסיה בעקבות הרפורמה, הפכו קרנות הפנסיה החדשות המקיפות מקרנות מסוג זכויות לקרנות מסוג תשואה, שערכי הפדיון בגינן צמודים לרווחי ההשקעות. שיעור דמי הניהול שונה באופן שחברה מנהלת של קרן פנסיה חדשה רשאית לגבות דמי ניהול מצבירה בשיעור של עד 0.5% ודמי ניהול מההפקדות השוטפות בשיעור של עד 6%. כמו כן שונו תקנוני קרנות הפנסיה, באופן שמאפשר בחירה בין מגוון מסלולים פנסיוניים המשלבים חיסכון וכיסוי ביטוחי בדרגות משתנות. בנוסף, הוגבלה יכולתה של חברה מנהלת לנהל יותר מקרן פנסיה מקיפה חדשה אחת.
- הרפורמה הביאה לשינוי מבנה התחרות בענף, הן בכל הקשור להיחשפות ללקוחות חדשים והן בכל הקשור לשיעור דמי הניהול ועיקר התחרות בענף מתמקדת בגובה דמי הניהול ובתחרות על התשואות של הקרנות. הרפורמה לא השפיעה על החברה, מבחינת התחרות, לאור העובדה כי הקרן סגורה בפני עמיתים חדשים.

### ב. מגבלות חקיקה, תקינה ואילוצים מיוחדים החלים על תחום הפעילות:

- **חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה – 2005 ("חוק קופות הגמל")** המסדיר את פעילות קופות הגמל.
  - בחוק קופות גמל נקבע, כי שליטה בחברה מנהלת ואחזקת אמצעי השליטה בה יותנו בקבלת היתר. בנוסף, בשנת 2005 תוקן חוק הביטוח ונקבע כי לא יינתן לאדם היתר לשליטה במבטח, אם לאחר מתן ההיתר תהיה לאותו אדם אחזקה העולה על שיעור של 15% מסך הנכסי החיסכון ארוך-הטווח, כהגדרתם בחוק הביטוח..
  - חוק קופות גמל הסדיר יחסי נאמנות וקבע כי על חברה מנהלת וכל העוסקים מטעמה בניהול כספי עמיתי הקופה לנהל את קופות הגמל, בנאמנות ובשקיפה לטובת כל אחד מהעמיתים בלבד, כי לא יעדיפו כל עניין וכל שיקול על פני טובת העמית וינהגו באמונה, בשקיפה, בזהירות ובמיומנות כפי שנאמן מיומן היה נוהג באותן נסיבות.
- **תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), בתשכ"ד – 1964 ("תקנות קופות הגמל")** – קודם לחקיקתו של חוק קופות הגמל, קופות הגמל אושרו והתנהלו בהתאם לתקנות קופות הגמל. התקנות עוסקות בהסדרת פעילותן של קופות הגמל הקימות, והן מסדירות נושאים אשר לא הוסדרו בחוק קופות הגמל, וביניהם אופן ניהול כספי קופות הגמל, כללי משיכות והפקדות, חובות דיווח וחובות נוספות המוטלים על חברה מנהלת של קופות גמל.

### רפורמות

בתחום הביטוח הפנסיוני היו בשנים האחרונות מספר רב של רפורמות. להלן בתמציתיות רבה עיקרי הרפורמות:

**א. הרפורמה בענף הפנסיה** – רפורמה שהתפרסה על פני מספר שנים החל משנת 1995, במסגרתה בוצעו הפעולות הבאות:

- סגירת קרנות הפנסיה הותיקות לעמיתים חדשים.
- הקמת קרנות פנסיה חדשות מאוזנות אקטוארית ומכירתן לחברות ביטוח ובתי השקעות בשוק הפרטי.
- צמצום הנפקת אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה הותיקות והחדשות והגברת מעורבותן בשוק החופשי.
- הסדרת הגרעונות האקטואריים של הקרנות הותיקות באמצעות התחייבות ממשלתית.
- הפיכת קרנות הפנסיה החדשות מ"קרנות מסוג זכויות" ל"קרנות מסוג תשואה".

**ב. רפורמת בכר** – רפורמה משנת 2005 במסגרתה נחקקו חוק קופות הגמל, חוק הייעוץ הפנסיוני וחוקים נוספים.

רפורמת בכר מטפלת במספר רב של נושאים, ובין היתר:

- איסור על בנקים ובעלי שליטה בהם בהחזקת אמצעי שליטה בחברות מנהלות של קופות גמל ובמנהל קרן נאמנות.
- הטלת מגבלות נתח השוק של גוף מוסדי בשוק הביטוח הפנסיוני ובשוק קרנות הנאמנות באופן שמגביל צמיחה חיצונית (רכישה/מיזוגים וכדו').
- אבחנה בין תפקידו של יועץ השקעות/פנסיוני לבין משווק השקעות/פנסיוני וקביעת נורמות הפעולה החלות על כל אחד מהסוגים.
- היתר לבנקים לפעול כיועצי השקעות/פנסיוניים ולא כמשווקים.
- בנוסף, נועדה הרפורמה להסדיר את הנורמות החלות על חברה מנהלת ועל קופות הגמל שבניהולה בחקיקה ראשית.

#### **ג. רפורמת המוצרים -**

ביום 28 בינואר 2008 נכנסו לתוקף הוראות חוק הפיקוח על שרותים פיננסיים (קופות גמל) (תיקון מס' 3), התשס"ח – 2008. רפורמה זו הובילה להפיכת מרבית המוצרים הפנסיוניים החל משנת 2008 למוצרים קצבתיים, שניתנים למשיכה רק החל מגיל פרישה, וזאת בדרך של קצבה עד לגובה של תקרת מינימום.

#### **ד. רפורמת הניוד - ניוד כספי חיסכון ארוך טווח**

רפורמה משנת 2008 שאפשרה ניוד בין המוצרים הפנסיוניים השונים, הרחיבה בפני הצרכן את אפשרויות ניוד החיסכון הפנסיוני בין הגופים המנהלים חיסכון פנסיוני, והביאה בכך להגברת התחרות ולשכלול השוק. עוד קודם לרפורמת הניוד ניתן היה לנייד כספים בין מוצרים פנסיוניים לאותה מטרה, ללא מגבלות רגולטוריות (חיוב במס). תקנות הניוד אינן מאפשרות להעביר כספים מקופות גמל לקצבה לקופות גמל הוניות וכן לא מאפשרות להעביר כספים לקופות גמל סגורות לקבלת עמיתים חדשים. רפורמת הניוד אינה משפיעה על החברה כיוון שלא ניתן להעביר כספים מקרנות פנסיה ותיקות לקופות גמל אחרות ולהיפך.



## ה.פנסיית חובה

רפורמה משנת 2007 במסגרתה הוצא צו הרחבה להסכם קיבוצי שחייב את רובם המוחלט של המעבידים במשק להפקיד בשל עובדיהם הפקדות לקופת גמל לקצבה בשיעורים גדלים, וזאת מחודש ינואר 2008 ואילך.

## השקעות

- במסגרת הרפורמה בפנסיה (כמפורט לעיל) חלו שינויים רגולטורים בהשקעות של כספי קרנות הפנסיה, ובין היתר צמצום בהנפקת אג"ח מיועדות על ידי המדינה והפניית הכספים להשקעה בשוקי ההון בארץ ובח"ל, הסרת מגבלות השקעה ובכך הגדלת האחריות של ועדת ההשקעות של הקופות. כל אלו הפכו את ניהול ההשקעות לרכיב משמעותי בתחרות בין הקרנות החדשות ודרשו תשומת לב והפניית משאבים ניהוליים בכלל הקרנות בנושא ניהול ההשקעות.
- **מגבלות על השקעה בצדדים קשורים**: בהתאם לתיקון לתקנות מס הכנסה משנת 2004 הוטלו מגבלות השקעה של חברות מנהלות בצדדים קשורים. ביולי 2008 פורסמה טיוטה שלישית של תקנות הפיקוח של שירותים פיננסיים (כללי השקעה), התשס"ו-2006 ("תקנות ההשקעה החדשות"). תקנות ההשקעה החדשות באות להחליף ולאחד את המסגרת המשפטית של כללי ההשקעה החלים על הגופים המוסדיים (קופות גמל, קרנות פנסיה וחברות ביטוח) המעוגנים כיום בשתי הוראות דין שונות. בטיטת תקנות ההשקעה החדשות נקבעו כללים אחידים ביחס לאישור עסקאות ו/או השקעה בצדדים קשורים לגופים המוסדיים. בעניין זה נקבעו גם מגבלות כמותיות ביחס להיקף ההשקעות בצדדים קשורים ו/או באמצעות צדדים קשורים. היה ותתקבל טיוטת תקנות ההשקעה החדשות, עשוי הדבר להקל על המגבלות על השקעה בצדדים קשורים המוטלות על חברות מנהלות של קרנות פנסיה, בהשוואה למצב הנוכחי, ומאידך עשויה להמשיך ולהיות לכך השפעה על השקעות החברה בחברות מקבוצת אי.די.בי. ו/או בצדדים קשורים אחרים ו/או בניירות ערך המשוקים על ידי חברות מקבוצת אי.די.בי. ו/או צדדים קשורים אחרים.
- במרץ 2009 פורסמו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (רכישה ומכירה של ניירות ערך), התשס"ט-2009, שיכנסו לתוקף באפריל 2009. התקנות מטילות מגבלות על רכישות ניירות ערך בהנפקות בהן החתם, המפיץ או המשווק הוא צד קשור לגוף המוסדי (פנסיה, גמל ומשתתפות ברווחים). על פי התקנות - כל המשקיעים המוסדיים שאותו צד קשור להם הוא משווק של ניירות ערך לא סחירים, או חתם או מפיץ המשתתף בהנפקה או מכירה של ניירות ערך סחירים, רשאים לרכוש יחד עד 5% מכמות ניירות הערך שנמכרו בהצעה, בתנאי שניתנו לכך האישורים המתאימים. אם שווי הנכסים המנוהלים בידי כל המשקיעים המוסדיים גבוה מ- 10 מליארד ₪, הם

רשאים לרכוש עד 10% מהכמות שנמכרה (עד לסוף שנת 2010 המגבלות הן 7.5% ו-15%, בהתאמה). בנוסף מטילות התקנות מגבלות על רכישת או מכירת ניירות ערך באמצעות צד קשור. על פי התקנות, בין היתר, תוטל מגבלה לפיה גוף מוסדי לא יוכל לרכוש או למכור ניירות ערך (ברוקראז') באמצעות חבר בורסה הקשור אליו בהיקף העולה על 20% מהעמלות ששולמו בשל כלל הרכישות והמכירות שביצע המשקיע המוסדי במהלך השנה וזאת עד ינואר 2010, ולאחר מועד זה, לא יוכל גוף מוסדי לרכוש או למכור ניירות ערך כלל באמצעות חבר בורסה הקשור אליו. התקנות קובעות כי רכישה ומכירה של ניירות ערך על ידי קופת גמל תעשה לפי הליך תחרותי שיאושר על ידי ועדת ההשקעות. להערכת החברה, אין לתקנות השפעה מהותית על התקשורתיותה לרכישת שירותי ברוקראז' בטווח הקצר. בטווח הארוך תהיה החברה מנועה מלרכוש ולמכור ניירות ערך באמצעות צד קשור. להערכת החברה, לאור העובדה שכלל המשקיעים בקבוצת כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ, נחשבים צדדים קשורים, הרי שתחול עליהם מגבלה משותפת, כמפורט לעיל, לרכישת ניירות ערך ממשווק, חתם או מפיץ כאמור שהינו צד קשור. להערכת החברה, לאור העובדה שכלל המשקיעים בקבוצת כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ, נחשבים צדדים קשורים, הרי שתחול עליהם מגבלה משותפת, כמפורט לעיל, לרכישת ניירות ערך ממשווק, חתם או מפיץ כאמור, שהינו צד קשור.

- **מעורבות גופים מוסדיים בשוק ההון - ועדת חמדני -** במרס 2008 פורסם דוח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל ("ועדת חמדני"), שעיקריו חובת ההשתתפות של הגופים המוסדיים באסיפות בעלי מניות ומחזיקי אג"ח, התמודדות עם ניגודי עניינים, עידוד הגופים המוסדיים לקבלת סיוע מגורמים מקצועיים לגיבוש המלצות הצבעה באסיפות, הגברת מעורבות הגופים המוסדיים במינוי דירקטוריונים חיצוניים בחברות ציבוריות, ועידוד הגופים המוסדיים למעורבות פעילה בתחומים אחרים של הממשל התאגידי והפיקוח על החברות הציבוריות בהן הם משקיעים. בעקבת פרסום ההמלצות, פורסמו באוגוסט 2008 טיוטת תקנות, טיוטת חוזר וטיוטת הבהרה, אשר הוראותיהן מאמצות ומסדירות את המלצות הוועדה, כמפורט להלן:

- **טיוטת תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ח – 2008** קובעת, בין היתר, חובת השתתפות והצבעה של משקיע מוסדי באסיפה כללית של תאגיד שהוא בעל זכות הצבעה בו, בנושאים המנויים בטיוטה, והוראות ביחס להתקשרות משקיע מוסדי עם גורם מקצועי לצורך גיבוש המלצות הצבעה באסיפות. הוראות הטיוטה אם וככל שיאומצו יחליפו הוראות דומות בדין הקיים. **טיוטת חוזר גופים מוסדיים בדבר הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל**, מסדירה, בין היתר, את חובתו של משקיע מוסדי לקבוע ולפרסם באתר האינטרנט שלו את הפרטים הבאים: (1) מדיניות ההצבעה בנוגע להצעות החלטה בנושאים שונים (כמפורט בתקנות שלעיל), אלא אם התקשר עם גורם מקצועי, בהתאם לתקנות, אז עליו לפרסם פרטים לגבי זהות הגורם המקצועי, הפניה למדיניות ההצבעה של הגורם המקצועי ולנסיבות בהן הגוף המוסדי לא יפעל בהתאם להמלצת הגורם המקצועי; (2) אופן הצבעתו בפועל, לרבות פירוט האם ההצבעה הייתה בהתאם למדיניות

ההצבעה שלו או של הגורם המקצועי עימו התקשר; (3) אמות מידה ביחס לאיכות הממשל התאגידי של חברות, המנחות את ועדת ההשקעות שלו בבואה להחליט על השקעות בניירות ערך; ו- (4) המדיניות שנקבעה על ידי ועדת ההשקעות לפיקוח על החברות הציבוריות בהן משקיע המשקיע המוסדי.

#### • התמודדות משקיעים מוסדיים עם אשראי בעייתי:

○ בנובמבר 2008 ובינואר 2009, ובעקבות משבר האשראי הגלובלי, פרסמה רשות ניירות ערך מתווה להתמודדות עם קשיים בארגון מחדש של חובות מסוג תעודות התחייבות שהונפקו על ידי תאגידים מזווחים. המתווה מצריך שינוי חקיקה ובהתאם כולל הוראות לתקופת הביניים עד שינוי החקיקה. המתווה מסדיר, בין השאר, את אפשרות מינוי נציגות למחזיקי תעודות התחייבות, מינוי וסמכויות קצין אשראי, וקובע הסדרים בעניין סודיות, מידע פנים ותיקון התשקיף. במקביל, פרסמה הממונה על ההגבלים העסקיים החלטה המתירה שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים במתווה האמור.

○ בפברואר 2009 פרסם הממונה טיוטת חוזר בעניין טיפול בחובות בעייתיים ופעולות גופים מוסדיים לגביית חוב. בטיוטה נקבע כי לאור המשבר הפיננסי בשוק האג"ח וההלוואות מחויבים הגופים מוסדיים (קרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח), בפרט מכוח חובת הנאמנות בה הם חבים כלפי החוסכים, לנקוט באופן עצמאי ובמשותף באמצעים לגביית החוב או, במקרים המתאימים, לפעול להשגת הסדרי חוב, אשר יאפשרו ללווים לקיים את התחייבויותיהם כלפיהם. בטיוטה כללים המחייבים את הגופים המוסדיים לפעול באופן אקטיבי לגביית תשלום בשל השקעות באגרות חוב קונצרניות ובשל הלוואות שניתנו על ידן. כמו כן נועד החוזר להגדיר פעולות מינימאליות שעל גוף מוסדי לנקוט לצורך מעקב ובקרה שוטפים אחר חוב שבניהולו, לצורך הערכה ובחינת מצב החוב בתיק נכסי ההשקעה שבניהולו, לצורך טיפול בחוב בעייתי ולצורך גיבוש החלטה בדבר אמצעים שינקוט לגביית החוב ובדבר השתתפותו בתהליך הסדר חוב, וכן לקבוע את הגורמים האחראים לביצוע פעולות אלה.

#### • ניהול סיכוני אשראי:

באוגוסט 2007 פרסם חוזר גופים מוסדיים בדבר ניהול סיכוני אשראי אגב פעילות השקעות בגופים המוסדיים. מטרת החוזר היא הבטחת קיומם של מנגנוני ניהול, פיקוח ובקרה לניהול סיכוני אשראי אגב פעילות השקעות והוא מטיל דרישות על הדירקטוריון וועדות ההשקעה בכל הנוגע לקביעת מדיניות מתן אשראי אגב פעילות השקעה. החוזר קובע את הפרמטרים אליהם נדרש הדירקטוריון להתייחס בעת קביעת מדיניות האשראי (סוגי אשראי, סוגי לוויים, סוגי סיכוני אשראי וכו') וכן מטיל על הדירקטוריון חובה לקבוע דרכי פיקוח על עמידת הגוף המוסדי במדיניות שקבע. כמו כן, החוזר מטיל על ועדות ההשקעה חובה לקבוע את גבולות חשיפת הגופים המוסדיים לאשראי (במסגרת המגבלות שנקבעו על ידי הדירקטוריון) וכן כללים לתמחור אשראי. בנוסף ועדות ההשקעה מחויבות לקבוע נהלים למעקב שוטף שלהן אחר ישום המדיניות שקבעו. בהתאם להבהרת המפקח מיולי 2008, רוב הוראותיו של החוזר נכנסו לתוקף בסוף יולי 2008.

באוגוסט 2007 פורסם חוזר גופים מוסדיים העמדת אשראי לא סחיר על ידי גופים מוסדיים. מטרת החוזר היא הבטחת קיומם של תמיכה ניהולית, מקצועית ותפעולית, מבנה ותשתית ארגוניים מתאימים ומנגנוני פיקוח ובקרה נאותים לצורך העמדת אשראי לא סחיר, אגב פעילות השקעות, על ידי גופים מוסדיים, ולהבטחת איכותו. בהתאם להבהרת המפקח מיולי 2008, רוב הוראותיו של החוזר נכנסו לתוקף בסוף יולי 2008. החוזר קובע חובה להקים מערך אשראי המורכב משלוש יחידות אשראי: יחידת ניהול אשראי, יחידת הערכת סיכונים אשראי ויחידת תפעול אשראי, וכן חובה למנות מנהל מערך אשראי. החוזר קובע גם את הצורך בהקמת יחידת בקרת אשראי. בנוסף, קובע החוזר כללים ביחס לאופן ניהול האשראי, הערכתו ודירוגו, כאשר לגבי אשראים מסוימים (בד"כ אשראים המדורגים על ידי חברות דירוג חיצוניות בדירוג מינימלי מסוים) ניתן להסתפק בביצוע בדיקה עצמאית להערכת הסיכון ולגבי סוגי אשראי אחרים יש לבצע דירוג פנימי, על פי מודל דירוג פנימי שיאושר על ידי המפקח. החוזר מטיל על הדירקטוריון חובה לקבוע מדיניות בדבר העמדת אשראי לא סחיר וכן לקבוע כללים לפיקוח על ביצוע מדיניות זו, וכן מטיל על ועדות ההשקעה חובה לקבוע את שיעור חשיפתן לאשראי לא סחיר במסגרת המדיניות שקבע הדירקטוריון.

• **שקיפות וגילוי בדבר השקעות הגופים המוסדיים:**

בדצמבר 2008 פורסם חוזר גופים מוסדיים בענין פרסום מרכיבי התשואה של הגופים המוסדיים בהמשך להוראה המחייבת את הגופים המוסדיים לפרסם את התשואה אותה השיגו במהלך החודש ואת הרכב הנכסים באתר האינטרנט. מטרת החוזר, לאפשר לחוסכים השוואה נכונה ויעילה בין התשואות השונות של הגופים המוסדיים. בכדי לעודד גילוי ושקיפות, נדרש הגוף המוסדי לפרסם את מרכיבי התשואה החודשית בציון תרומתו של כל אפיק השקעה לתשואה של כספי החיסכון שבניהולו. בנוסף, אחת לרבעון יפורסמו מרכיבי התשואה הרבעונית המצטברת במקביל למרכיבי התשואה החודשית. פירוט המרכיבים יעשה בהתאם להוראות החוזר ביחס לאפיקי ההשקעה השונים.

באוגוסט 2008 פורסמה טיוטת חוזר גופים מוסדיים בדבר הצהרה על מדיניות השקעה צפויה בגופים המוסדיים. טיוטת החוזר קובעת כי על כל גוף מוסדי להצהיר אחת לשנה, באמצעות אתר האינטרנט שלו, ברבעון האחרון של כל שנה, על מדיניות ההשקעות הצפויה שלו לשנה הקלנדארית הקרובה. המדיניות תוצג, במתכונת של קביעת שיעורים מינימאליים ומקסימאליים להשקעה באפיקי השקעה שונים, תוך התייחסות לטווחי סטייה אפשריים משיעורים אלו וקביעתם של מדדי ייחוס. הטיוטה קובעת עוד כי במקרה בו שונתה מדיניות ההשקעות, כולה או חלקה, במהלך השנה על ידי דירקטוריון החברה או ועדת ההשקעות, הדיווח יפורסם תוך 7 ימי עסקים מיום השינוי וידווח לעמיתים בדוח הרבעוני העוקב תוך התייחסות למהות השינוי והסיבות לכך. מטרת הדיווח הינה לאפשר לפקח, לבקר ולהעריך את ביצועי הגוף המוסדי ביחס למדיניות ההשקעות שהצהיר עליה וביחס למדדי הייחוס הרלוונטיים אותם בחר להשיג.

בינואר 2008 פורסם חוזר בדבר רשימת נכסי הגופים המוסדיים ברמת הנכס הבודד. מטרת החוזר, כחלק מהמדיניות להגברת הגילוי הנאות

והשקיפות, הינה הצגת מידע זמין, באתר האינטרנט של כל גוף מוסדי, בדבר אופן השקעת כספי הציבור על ידי הגופים המוסדיים, ויצירת אחידות במידע שמספקים הגופים המוסדיים לציבור, בנוגע לכספי ההשקעות של המבוטחים או העמיתים, תוך פירוט ההשקעות ברמת הנכס הבודד. תחולתו של החוזר החל מהדיווחים בגין הדוח השנתי לשנת 2008, וזאת בהתאם לחוזר מתקן שפורסם באוגוסט 2008. בפברואר 2009 פורסם עדכון לחוזר שמטרתו להוסיף דיווח על נכסי חוב קונצרניים המחושבים לפי עלותם המתואמת בהתאם לחוזר הוראת שעה מנובמבר 2008 בעניין השקעה באגרות חוב קונצרניות המאפשר לגופים מוסדיים לחשב את שוויין של איגרות חוב קונצרניות של חברות ישראליות שיירכשו, לפי עלותן המתואמת.

#### • **הוצאות ישירות מדמי ניהול לעמיתים**

○ במאי 2008 פורסמו טיוטת תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל)(הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות)(תיקון), התשס"ח-2008 וכן טיוטת חוזר גופים מוסדיים בעניין השקעה בתעודות סל. הטיטות מתייחסות להשקעות מכספי עמיתים בתעודות סל וקובעות כי לא יהיה ניתן לחייב את נכסי העמיתים בכל התקבולים שמקבל מנפיק תעודת סל בכל צורה שהיא, למעט בתעודות סל העונות למספר קריטריונים מצטברים כפי שהוגדרו בטיטות. על פי מדיניות ההשקעות של הקופה, חשיפת נכסי הקופה למניות מבוצעת, בין היתר, באמצעות תעודות סל. לפיכך, טיוטות אלו, היה ותתקבלנה, עלולות לצמצם את היקפי ההשקעות של החברה בתעודות סל ו/ או להעלות את שיעור ההוצאות בחברה המנהלת.

○ בפברואר 2008 פורסמו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות), התשס"ח-2008. מטרת התקנות להסדיר את סוגי ההוצאות שמותר לגוף המוסדי להוציא בשל ביצוע עסקאות בנכסים שבניהולו, כאשר הוצאות אלו לא יכללו במסגרת דמי הניהול אותם הוא גובה מהעמיתים. על פי התקנות, בין היתר, תשלומי עמלות קנייה ומכירה ודמי שמירת ניירות ערך סחירים, תשלומי דמי ניהול בקרנות השקעה והוצאות הנובעות מהשקעה בניירות ערך לא סחירים ובזכויות במקרקעין יהיו מותרות בניכוי מנכסי הקופות. בנוסף, לתקופת מעבר שנקבעה בתקנות, עמלות ניהול חיצוני - למנהל תיקים זר, לבעל רישיון מנהל תיקים ולמנהל קרן נאמנות, המשקיעים את רוב הנכסים המנוהלים על ידם מחוץ לישראל, וכן הוצאות הקשורות בהליך הדירוג הפנימי של אשראי, יכללו במסגרת הוצאות כאמור, בתנאים ובמגבלות המפורטים בתקנות.

○ בפברואר 2008, פורסם חוזר גופים מוסדיים דיווח רבעוני לציבור על הוצאות ישירות. מטרת החוזר לקבוע את אופן הדיווח לציבור באתר האינטרנט של החברה, בו יפורטו מרכיבי ההוצאות הישירות הנגבות מכספי החוסכים בשל ביצוע עסקאות בגופים המוסדיים, ובאמצעות כך להגביר את רמת המידע המוצג לציבור וליצור מנגנון שקוף ביחס לגביית הוצאות אלו.

## חישוב שווי נכסים :

- במרס 2009 פורסם חוזר בעניין שערך השקעה בנכס חוב לא סחיר - הוראת שעה. במסגרת החוזר נקבע כי משקיע מוסדי יהיה רשאי לשערך נכס חוב לא סחיר שהוקצה החל מיום תחילתה של הוראה זו, בהתאם למרווח סיכון ומנגנון שערך שוטף על פי שווי ההוגן, שנקבע על ידי אורגן מוסמך. לחילופין, רשאי משקיע מוסדי לסווג השקעה בנכס חוב לא סחיר כהלוואות וחייבים ולשערכו בהתאם, והכל בהתאם לתנאים המפורטים בחוזר. שערך נכס חוב לא סחיר לפי מרווח סיכון ומנגנון שערך שוטף ייעשה על ידי משקיע מוסדי המנהל היקף נכסים העולה על 12 מיליארד ש"ח או משקיעים מוסדיים אחרים אשר השתתפו במסגרת של קונסורציום בראשות משקיע מוסדי כאמור או אשר מסתמכים על אופן השערך של משקיע מוסדי כאמור; ההוראה חלה על השקעות בנכסי חוב לא סחירים אשר הועמדו החל מ-1 בינואר 2009 ועד ליום 31 בדצמבר 2009.
- בפברואר 2009 פורסמו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (חישוב שווי נכסים), התשס"ט-2009. התקנות מחליפות חלק מתקנות קופות גמל שהסדירו נושא זה. יחד עם התקנות יכנס לתוקף גם חוזר הקובע הוראות לגבי חישוב לראשונה של נכסי השקעה בגופים מוסדיים (ראו חוזר מיולי 2008 להלן). התקנות קובעות את התדירות ואת השיטה על פיה יחשב הגוף המוסדי (קרנות פנסיה, קופות גמל וחברות ביטוח – לגבי התחייבויות תלויות תשואה) את שווי של הנכסים המנוהלים על ידו. התקנות מפרידות בעיקר בין נכסים שהינם "נייר ערך סחיר" ובין נכסים שאינם "נייר ערך סחיר", כאשר נייר ערך סחיר ישוערך לפי שווי שוק, בעוד שנכס שאינו נייר ערך סחיר – ישוערך לפי שווי הוגן שיחושב לפי הוראות הממונה. השינוי העיקרי בתקנות הוא הקביעה כי נייר ערך סחיר יחשב רק נייר בעל היקף ותדירות מסחר מינימאליים (כפי שיקבע הממונה). בתקנות נקבע כי שווי הנכסים המנוהלים יחושב מידי יום על פי כללים שנקבעו בתקנות ויפורטו גם בהוראות שיפרסם הממונה (ראו טיוטת חוזר מאוגוסט 2008 להלן). בתקנות נקבע עוד כי אם סבר הממונה כי גוף מוסדי ביצע עסקה מתוך שיקולים שאינם כלכליים במטרה לשפר את תוצאות פעילותו בצורה לא נאותה, יהיה הממונה רשאי, בתנאים שנקבעו בתקנות, להורות לגוף המוסדי לחשב את שווי של אותם נכסים באופן שיבטל באופן מלא או חלקי את שיפור התוצאות כאמור. בהשלמה לתקנות אלו פרסם הממונה באוגוסט 2008 טיוטת חוזר לעניין הוראות בדבר חישוב שווי נכסים של גוף מוסדי וביוני 2008 חוזר לעניין חישוב לראשונה של נכסי השקעה בגופים מוסדיים, ראה להלן.
- בנובמבר 2008 פרסם הממונה הוראת שעה לעניין השקעה באגרות חוב קונצרניות. הוראת השעה מאפשרת לקופות גמל, קרנות פנסיה וחברות ביטוח ביחס לכספי פוליסות משתתפות ברווחים, להציג אגרות חוב קונצרניות שיירכשו החל מיום הפרסום ועד למועד עליו יודיע הממונה, לפי עלותן המתואמת, ולא לפי שווי שוק או שווי הוגן, בהיקף שלא יעלה על שלושה אחוזים משווי נכסיהן המנוהלים. מטרת ההוראה היא לאפשר לגופים מוסדיים להשקיע באגרות חוב קונצרניות מבלי שיהיו חשופים בהצגת הנתונים בדוחות הכספיים, לתנדטיות הגבוהה המאפיינת לאחרונה

את מחיריהן. על פי הוראת השעה אגרות החוב האמורות יוחזקו על ידי הגופים המוסדיים בחשבון נפרד, שיפוקח על ידי ועדות ההשקעה של הגופים המוסדיים. אגרות החוב יוחזקו בחשבון האמור ממועד רכישתן ועד למועד פדיון הסופי.

○ באוגוסט 2008 פורסמה טיוטה שלישית של חוזר גופים מוסדיים לעניין הוראות בדבר חישוב שווי נכסים של גוף מוסדי. מטרת חוזר זה היא קביעת עקרונות לאופן הערכת שווי נכסים לא סחירים בגופים מוסדיים ולתהליכי בקרה עליהם. בטיטה נקבע כי על גוף מוסדי לוודא כי בטרם ביצוע עסקה יש ביכולתו לקבל באופן שוטף את הנתונים הנדרשים לצורך חישוב שווי של נכסיו לפי שווי ההוגן ולשערכם לפי העקרונות שנקבעו בחוזר. החוזר מפרט את העקרונות להערכת שווי של נכסים לא סחירים שונים בהם משקיע הגוף המוסדי לרבות: הלוואות, מניות, נגזרים פיננסיים, קרנות השקעה, נדל"ן וכו'. בין השאר החוזר משנה את הגדרת "נייר ערך סחיר" תוך תלות ובאוגוסט 2008 פורסם **חוזר בדבר פרסום סולם המרה בין סולם הדירוג הישראלי לסולם הדירוג הבינלאומי**. טיוטת החוזר קובעת כי סולם הדירוג המקומי, בו משתמשות חברות הדירוג הישראליות לדירוג חוב של חברה ישראלית, אינו תואם לסולם הדירוג הבינלאומי, הבחנה היוצרת בעיות. לפיכך קובעת הטיטה, כי על חברות הדירוג שקיבלו אישור מהממונה לפעול כחברה מדרגת, לפרסם סולם המרה בין סולם הדירוג המקומי לבין סולם הדירוג הבינלאומי במקום בולט וברור באתר האינטרנט של חברת הדירוג. על החברות לעקוב באופן שוטף אחר סולם ההמרה ולעדכן במידת הצורך. על פי החוזר חיוב החברות הישראליות המדרגות לפרסם סולם זה בתקופה הקרובה, הוא שלב ראשון בתהליך. לאחריו תיבחן האפשרות לחייב את החברות המדרגות לדרג חברות מקומיות על פי סולם הדירוג הבינלאומי, זאת כנדבך נוסף בתהליך הגלובליזציה שעובר שוק ההון הישראלי. מועד פרסום סולם ההמרה הינו החל מיום 1 ביולי 2009.

○ ביולי 2008 פורסם חוזר גופים מוסדיים בדבר **חישוב לראשונה של נכסי השקעה בגופים מוסדיים**, שמטרתו היא קביעת אופן חישוב שווי נכס סחיר ונכס לא סחיר במועד ההכרה הראשון של הנכס. החוזר קובע כי במידה שבמועד ההכרה הראשון של נכס לא סחיר קיים פער בין ערך הנכס לפי מודל שנועד לשקף את שווי ההוגן לבין התשלום ששולם עבורו בפועל במועד ביצוע העסקה, תתווסף פרמיה פרטנית כך שערך הנכס לפי המודל בתוספת הפרמיה (חיובית או שלילית), יביא לערכו כפי שנקבע בפועל במועד ביצוע העסקה. פרמיה זו תישאר קבועה עד לפדיון הנכס ותתווסף בכל הערכה מחדש של הנכס. תחילתן של הוראות חוזר זה מיום כניסת תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (חישוב שווי נכסים), התשס"ט – 2009 לתוקף (ראו לעיל), דהיינו 25 במרס 2009.

○ באפריל 2007 פורסמה טיוטת **נייר עמדה על פיה מוצע להשתמש במדד ניזלות**, שיחושב ויפורסם על ידי אגף שוק ההון, בכדי לספק מידע על אמינות ותכיפות התמחור של הנכסים המוחזקים בתיק ההשקעות ולתת אינדיקציה למידת הדיוק והמהימנות של הערכים והתשואות המדווחים.

#### ד. הרחבת הדיווחים לרשויות ולציבור

בשנים האחרונות ובשנת הדוח נמשכה המגמה של הרחבת יצירת השקיפות כלפי המבוטחים והעמיתים וכלפי המפקח באופן שירחיב את המידע הניתן על ידי הגופים המוסדיים וישפר את אפשרויות הבקרה. הרחבת השקיפות באה לידי ביטוי בדרישות

שונות של דיווח לרשויות השונות, לציבור הרחב, לעמיתים, למבוטחים ולמפקח על הביטוח. בין הדיווחים הנדרשים ניתן למנות: דיווחים חודשיים למפקח, נתוני השוואה באתר האינטרנט של המפקח, פרסום תשואות, דוחות רבעוניים לעמיתים ואתר אינטרנט של הגופים המוסדיים.

#### • **דיווחים למפקח**

○ **דיווחים חודשיים**: על מנת ליצור מתכונת אחידה לדיווח למפקח, פורסמו בשנת 2008 חוזרים בדבר דוח חודשי של קרנות פנסיה, קופות גמל וחברות ביטוח. הוראות החוזרים נועדו להסדיר את מתכונת הדיווח החודשית של הגופים המוסדיים ולקדם את איכות הדיווחים הנשלחים לממונה על שוק ההון, ובהתאם הורחבו חובות הדיווח בכל הנוגע להשקעות, לדמי ניהול, העברות כספים, מדדי סיכון ועוד.

#### • **דיווחים לציבור ו/או לעמיתים**

○ **נתוני השוואה באינטרנט למוצרי התחום** - הממונה על שוק ההון מפרסם באתר האוצר נתונים השוואתיים ביחס לקופות הגמל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח, כל אחת בנפרד. בשנת הדוח נוספה באתר האינטרנט מערכת "ביטוח נט" באמצעותה ניתן לבצע השוואה לגבי מספר משתנים, ביחס לתכנית ביטוח המשוקות משנת 2004. וזאת בנוסף למערכות ה"גמל נט" וה"פנסיה נט" המבצעות השוואה ביחס למוצרי הגמל והפנסיה.

○ **אתר אינטרנט**: החל מינואר 2006 חלה על הגופים המוסדיים החובה להקים אתר אינטרנט אשר מאפשר לעמית לקבל מידע בנושאים שונים, בין היתר, מאפשר ללקוח, במסגרת האתר, לקבל מידע בדבר החיסכון הפנסיוני שלו ולצפות בתשואות תיק ההשקעות ובהרכבו, לרבות ברמת הנכס הבודד. כמו כן, האתר כולל מידע שמפרסם הגוף המוסדי מדי רבעון בגין עסקאות והשקעות בצדדים קשורים וכן נתונים רבעוניים אודות הוצאות ישירות הנגבות בשל ביצוע עסקאות בגופים המוסדיים המנוכות מחשבונות העמיתים.

○ **ינואר 2007 פרסם המפקח על הביטוח חוזר גופים מוסדיים בדבר דיווח רבעוני לציבור על עסקאות והשקעות בצדדים קשורים**. מטרת החוזר להגביר את רמת המידע המוצג לציבור באשר לעסקאות עם צדדים קשורים שמבצע גוף מוסדי, באמצעות כספי חוסכים שהוא מנהל עבורם, וליצור מנגנון פיקוח ציבורי שקוף ביחס להשקעות ולעסקאות אלה. הוראות החוזר חלות מיוני 2007.

#### **ה. גמול לדירקטורים חיצוניים**

בחודש מרץ 2009 פורסם חוזר בעניין גמול לדירקטורים חיצוניים בגופים מוסדיים שמטרתו להשוות בין הגמול המשולם לדירקטורים חיצוניים ונציגים חיצוניים בגופים מוסדיים שהם חברות פרטיות לבין הגמול שהיה משולם להם אילו הגוף המוסדי היה חברה ציבורית. על פי החוזר, גוף מוסדי יפעל בהתאם לתקנות החברות (כללים בדבר גמול והוצאות לדירקטור חיצוני), התשי"ס-2000 ובהתאם לתקנות החברות (עניינים שאינם



מהווים זיקה), התשס"ז – 2006, לענין הגמול שיש לשלם לדירקטור חיצוני, בשינויים שיחולו בהן מעת לעת, בהתאמות הנדרשות ובכפוף לחריגים המפורטים בטיוטת החוזר. החוזר קובע כי גוף מוסדי שהוא חברה מנהלת של קופת גמל מרכזית לקצבה אחת בלבד, והוא חברה פרטית, רשאי לשלם לדירקטור חיצוני גמול שנתי וגמול ישיבות נמוך יותר, כמפורט בחוזר. החוזר ייכנס לתוקף, לגבי דירקטורים חיצוניים מכהנים, ביום 8 באפריל 2009. החברה פועלת לאישור גמול הדירקטורים החיצוניים באורגנים המוסמכים בהתאם להוראות הדין.

## ב. מאפיינים והתפתחויות בענף הפנסיה.

להלן פירוט המאפיינים וההתפתחויות בענף הפנסיה, ככל שהדבר רלוונטי לקרנות פנסיה ותיקות:

### 1. שיטות שיווק –

בשנה זו, בדומה לשנה שעברה עובה הקשר עם סוכני ביטוח וסוכנויות ביטוח גדולות, וזאת במטרה להגדיל את נפח הפעילות במגזרים השונים, להגביר את ההכרות עם הקרן הותיקה ולהגדיל ככל שאפשר את הצבירה של העמיתים בקרן הותיקה. במגזר הקיבוצים נערכו מפגשים רבים עם משקים שחבריהם עמיתים בקרן. במיוחד עם המשקים שעברו או נמצאים במהלך של שינוי ומעבר לשכר דיפרנציאלי. מטרת המפגשים הינה סיוע בהערכות והרחבת הצבירה הפנסיונית בתוכניות הקיימות.

### 2. התפתחויות בהסכמי ביטוח משנה

אין לקרן או לחברה ביטוח משנה.

### 3. מיסוי –

א. חוקי המס החלים על החברה:

על החברה חלות הוראות חוק מס הכנסה (תיאומים בשל אינפלציה), התשמ"ה-1985. על-פי החוק נמדדות התוצאות לצרכי מס כשהן מותאמות לשינויים במדד המחירים לצרכן.

בחודש פברואר, 2008 התקבל בכנסת תיקון לחוק מס הכנסה (תיאומים בשל אינפלציה), התשמ"ה-1985 המגביל את תחולתו של חוק התיאומים משנת 2008 ואילך. החל משנת 2008, נמדדות התוצאות לצרכי מס בערכים נומינליים למעט תיאומים מסוימים בגין שינויים במדד המחירים לצרכן בתקופה שעד ליום 31 בדצמבר, 2007. התיקון לחוק כולל בין היתר את ביטול התוספת והניכוי בשל אינפלציה והניכוי הנוסף בשל פחת החל משנת 2008.

ב. שיעורי המס החלים על הכנסות החברה:

בחודש יוני 2004 התקבל בכנסת תיקון פקודת מס הכנסה (מס 140 והוראת שעה) התשס"ד - 2004 וביום 25 ביולי, 2005 התקבל בכנסת החוק לתיקון פקודת מס הכנסה (מס' 147), התשס"ה-2005 אשר קובע, בין היתר, כי שיעור מס

החברות יופחת בהדרגה לשיעורי המס הבאים: שנת 2005 - 35%, שנת 2006 - 32.1%, שנת 2007 - 29%, שנת 2008 - 27%, שנת 2009 - 26%, שנת 2010 ואילך - 25%.

ביום 27 ביוני, 2006 פורסם ברשומות צו מס ערך מוסף (שיעור המס על מלכ"רים ומוסדות כספיים), התשס"ו-2006 (להלן - התיקון).

בעקבות התיקון שיעורי מס שכר ומס רווח החלים על מוסדות כספיים יופחתו מ-17% ל-15.5%. התיקון נכנס לתוקף החל מ-1 ביולי, 2006.

כתוצאה מכך הופחתו שיעורי המס המשוקללים (כולל מס רווח המוטל על ההכנסה, לפי חוק מס ערך מוסף) החלים על הכנסות החברה כדלקמן: 2006 - 40.65%, 2007 - 38.53%, 2008 - 36.80%, 2009 - 35.93% ומשנת 2010 ואילך יחול שיעור מס של 35.06%.

המסים השוטפים ויתרות המסים הנדחים ליום 31 בדצמבר, 2007 חושבו בהתאם לשיעורי המס החדשים כפי שנקבעו בתיקון.

ג. לחברה טרם הוצאו שומות מס סופיות מיום היווסדה.

#### **4. תחרות**

קרנות הפנסיה הותיקות הינן קרנות הסגורות לעמיתים חדשים ולכן התחרות בענף זה מועטה באופן יחסי, וזאת בצירוף העובדה כי לא ניתן כיום להעביר עמיתים מקרן אחת לקרן אחרת.

#### **ג. השפעת חוקים, תקנות והוראות חדשות על עסקי קרן הפנסיה בתקופת הדו"ח ועל נתוני הדו"ח הכספי:**

להשפעת החוקים, התקנות וההוראות החדשות על עסקי קרן הפנסיה בתקופת הדו"ח ועל נתוני הדוח הכספי ראה פירוט בסעיף 2(ב) לעיל.

#### **ד. כניסה ושיווק תחומי פעילות חדשים, לרבות תכניות ביטוח ושירותים הקשורים לביטוח ושאינם קשורים לביטוח:**

לא היו שינויים בפעילות החברה בנושאים שבנדון.

### 3. מצב כספי –

#### התפתחויות שחלו בסעיפי המאזן בתקופת הדו"ח:

א. שינויים התחייבות הפנסיונית (במיליוני ש"ח):

<u>2007</u>	<u>2008</u>	
573.4	696.2	התחייבות לפנסיונרים (1)
3,131.5	2,804.4	התחייבות לפעילים- זכויות שכבר נצברו (2)
2,159.8	2,454.3	התחייבות לפעילים- זכויות שייצברו בעתיד (3)
1,377.7	2,159.9	התחייבות לעמיתים לא פעילים

1. ההתחייבויות לפנסיונרים גדלו מ – 573.4 מיליוני ש"ח בשנת 2007 ל – 696.2 מיליוני ש"ח בשנת 2008. עיקר הגידול נובע מגידול במספר הפנסיונרים מ – 2,097 בשנת 2007 ל – 2,707 בשנת 2008. הפנסיה הממוצעת גדלה מסך של 2,011 ש"ח בשנת 2007 לסך של 2,055 ש"ח בשנת 2008.
2. ההתחייבויות לפעילים (זכויות צבורות) קטנה מ – 3,131.5 מיליוני ש"ח בשנת 2007 ל – 2,804.4 מיליוני ש"ח בשנת 2008. עיקר הקיטון נובע מכך שעמיתים הקפואו את הפנסיה או פרשו לפנסיה.
3. ההתחייבויות לפעילים (זכויות עתידיות) גדלו מ – 2,159.8 מיליוני ש"ח בשנת 2007 ל – 2,454.3 מיליוני ש"ח בשנת 2008. כמפורט בדוח האקטוארי בהרחבה, קיים קושי לחזות את ההתחייבויות הפנסיוניות העתידיות עקב הקושי לחזות את דמי הגמולים העתידיים, בייחוד במסלולי הקבוצה.

### 4. תוצאות הפעילות

א. עודף (גרעון) במאזן האקטוארי (במיליוני ש"ח):

<u>2007</u>	<u>2008</u>	
(316.8)	(1,280.2)	(גרעון) אקטוארי

במהלך שנת 2008 חל שינוי מגרעון אקטוארי של 316.8 מיליוני ש"ח לגירעון אקטוארי של 1,280.2 מיליוני ש"ח. השינוי כאמור נבע בעיקר מהפסדי תשואה ומשינוי שער הריבית. פירוט מלא מופיע בנספח א לדוח האקטוארי.

## אופן חלוקת הגרעון לשנת 2008

בהתאם לאמור לעיל, החברה קיימה דיונים עם משרד הממונה בנוגע לאופן חלוקת הגרעון האקטוארי בשנת 2008. להלן אופן חלוקת הגרעון בהתאם לסיכום עם הממונה:

1. אוכלוסיית הפנסיונרים – 5% מהגרעון יחולקו באופן מיידי ואילו יתרת הגרעון תתפרס לתקופה של 5 שנים.
2. עוד יצוין, כי לאור העובדה שעד למועד השלמת חישוב המאזן האקטוארי, שולמו כבר שתי פנסיות לפנסיונרים בגין חודשים ינואר ופברואר 2009, שלא כללו את חלוקת הגרעון באופן שמתואר לעיל, החברה תפרוס את חלוקת הגרעון עבור חודשים אלה (10% במצטבר) באופן שווה, מחודש מרץ ועד לתום השנה, כפי שמפורט בטבלה המצורפת להלן:

סך הגרעון לחלוקה	גרעון לחלוקה בהתאם לאישור האוצר	גרעון שלא חולק עבור חודשים ינואר-פברואר בפריסה ל-10 חודשים	חודשים
-6%	-5%	-1%	03/09
-6%	-5%	-1%	04/09
-6%	-5%	-1%	05/09
-6%	-5%	-1%	06/09
-6%	-5%	-1%	07/09
-6%	-5%	-1%	08/09
-6%	-5%	-1%	09/09
-6%	-5%	-1%	10/09
-6%	-5%	-1%	11/09
-6%	-5%	-1%	12/09

מתשלומי הפנסיה בגין חודש מרץ 2009 ועד לתום השנה, תופחת הפנסיה בשיעור של - 6% הכוללים: הפחתה בשיעור של 5% כתוצאה מהמאזן האקטוארי והפחתה נוספת בשיעור של -1% בגין גרעון בחודשים ינואר-פברואר 2009, שלא חולק.

- ב. **השפעת שינויים בהנחות ובבסיסים האקטואריים, אם היו כאלה, בתקופת הדו"ח בהשוואה לתקופה שקדמה לה.**

לא היו שינויים בהנחות ובבסיסים האקטואריים בתקופת הדוח.

- ג. **התפתחויות יוצאות דופן בהתחייבות לעמיתים:**

אקטואר הקרן ציין בחוות דעתו שהמאזן האקטוארי נערך על-פי ההנחות לחישוב ההתחייבויות הפנסיוניות שנקבעו על ידי אגף שוק ההון, הנחות אלו ששימשו בעריכת המאזן הינן הנחות "מוכתבות" שאינן מבוססות על שיקול דעת אקטוארי המותאם לאופי הקרן. מאחר והקרן הינה קרן צעירה יחסית, לא נצברו מספיק נתונים סטטיסטיים המצדיקים הגשת בקשה לאוצר להתאמת ההנחות לאופי הקרן. לפיכך, ההתחייבויות האקטואריות המוצגות במאזן מהוות הערכה על בסיס קשיח שרק עם הזמן ניתן יהיה להעריך את מידת התאמתה.

המאזן האקטוארי נערך על בסיס קרן סגורה. הערכת התשלומים כוללת את התחייבויות הקרן כלפי פנסיונרים, החברים הפעילים ובעלי הזכויות המוקפאות בקרן נכון לתאריך המאזן. הערכת התשלומים הצפויים בעתיד מדמי הגמולים של העמיתים הקיימים נעשתה על יסוד התשלומים שנעשו בעבר ובהתבסס על הערכות והנתונים שקיבלתי מהקרן ובפרט נתוני השכר בקרן בשלושת החודשים שקדמו למועד עריכת המאזן. החישובים מבוססים על מקדמים מעודכנים על פי תקנון שאושר ע"י האוצר ב-2008.

ד. ההתפתחות, במשך שלוש השנים האחרונות בסך כל המאזן, בהתחייבות הפנסיונית ובעודף ההכנסות על ההוצאות (במיליוני ש"ח מדווחים)

<u>2007</u>	גידול באחוזים	<u>2008</u>	
3,781.6	3.24	3,904.3	סך כל המאזן (1)
3,779.1	3.24	3,901.6	התחייבות פנסיונית (2)
257.8	-	(129.6)	עודף ההכנסות על ההוצאות (3)

1. סך כל המאזן בשנת 2008 עלה בשיעור של כ-3%, המהווה שיעור נמוך יחסית לשנת 2007 בה שיעור הגידול היה 13%. עיקר השינוי נובע מהפסד בהכנסות מהשקעות (ראה סעיף 4(א)), ועליה של כ-33% בדמי גמולים בשנת 2008 לעומת שנת 2007.
2. סעיף ההתחייבויות הפנסיוניות עלה בשיעור של כ-3%, המהווה שיעור נמוך יחסית לשנת 2007 בה שיעור הגידול היה 13%. עיקר השינוי נובע מהפסד בהכנסות מהשקעות (ראה סעיף 4(א) 1), ועליה של כ-33% בדמי גמולים בשנת 2008 לעומת שנת 2007.
3. בשנת 2008 עודף הוצאות על הכנסות הסתכם בכ-130 מיליון ש"ח, לעומת עודף הכנסות על הוצאות של כ-258 מיליון בשנת 2007.

#### 5. תוצאות הפעילות

##### להלן ניתוח והסברים למרכיבי דוח הכנסות והוצאות, בעניינים הבאים:

א. מרכיבים עיקריים של דוח הכנסות והוצאות, לרבות הכנסות מהשקעות, עודף הכנסות מהשקעות ודמי ניהול  
להלן פירוט נתונים כספיים עיקריים מהדוח הכספי של הקרן:

<u>2007</u> במיליוני ש"ח	גידול (קיטון) באחוזים %	<u>2008</u> במיליוני ש"ח	
253.4	-	(133.8)	<u>סך הכל הכנסות מהשקעות (1)</u>
25.9	5.8	27.4	<u>סיוע כספי מהאוצר (2)</u>
			<u>הוצאות</u>
22.3	17.0	26.1	<u>דמי ניהול לחברה מנהלת (3)</u>
<b>257.8</b>		<b>(129.6)</b>	<u>עודף הכנסות על הוצאות - (3)</u>

1. הפסדים מהשקעות בשנת 2008 הסתכמו בכ-134 מיליון ש"ח וזאת לעומת הכנסות מהשקעות של כ-253 מיליון שהיו בשנת 2007. עיקר ההפסדים נובעים מהפסדים מניירות ערך סחירים.

2. לקרן ניתן, מדי שנה, סיוע כספי ממשרד האוצר, וזאת בהתאם להנחיית הממונה מיום 11 בדצמבר 2003. הסיוע ניתן כפיצוי על הקטנת שיעור אגרות החוב המיועדות לקרנות הפנסיה הותיקות המאוזנות אקטוארית. בשנה זו, קיים גידול בסעיף זה, של כ-6% לעומת שנה קודמת. הגידול בסיוע הכספי מושפע ביחס ישר לקיטון באגרות החוב המיועדות. בשנת 2008 ירד שיעור אגרות החוב המיועדות מסך נכסי הקרן ביחס לשיעורן בשנת 2007.

3. הוצאות דמי הניהול עלו בשנת 2008 לסך של 26.1 מיליון ש"ח. עיקר הגידול נובע מגידול בדמי גמולים המופקדים. בשנת 2008 דמי גמולים הסתכמו בכ-318 מיליון ש"ח לעומת 239 מיליון שנת 2007.

**ב. השפעה של תופעות או אירועים מיוחדים על תוצאות הפעילות**  
בשנת 2008 לא היו אירועים מיוחדים שהשפיעו על תוצאות הפעילות.

**ג. שינוי מהותי ברווחי השקעות ביחס לתקופות קודמות**  
ראה פירוט בסעיפים 1(ג), 3(ד) ו-1(ו) לעיל.

**ד. השפעת שינויים בהוראות המפקח על הביטוח על תוצאות הפעילות**  
אין שינויים מהותיים בהוראות המפקח על הביטוח שהשפיעו על תוצאות הפעילות.

**ה. השפעת השינויים בהוראות המס על תוצאות הפעילות**  
אין שינויים מהותיים בהוראות המס שהשפיעו על תוצאות הפעילות.

**ו. השפעת עונתיות על תוצאות הפעילות של קרן הפנסיה**  
הפקדות דמי גמולים במהלך חודש דצמבר גבוהות באופן יחסי מההפקדה הממוצעת במהלך השנה בכ-360%. הסיבה לכך נעוצה בעובדה שאוכלוסיית העמיתים העצמאיים בקרן מפרישים בדרך כלל בחודש דצמבר סכומים הגבוהים מההפקדות השוטפות במהלך השנה.

**ז. שינויים בהיקף דמי הגמולים**  
בשנת 2008 חל שינוי בהיקף הפקדות דמי גמולים ביחס לשנת 2007. קיים גידול בסעיף זה של כ-33%.

**ח. שינויים מהותיים בשיטת חישוב המאזן האקטוארי בהשוואה לתקופה קודמת**  
בשנת 2008 לא היו שינויים מהותיים בשיטת חישוב המאזן האקטוארי בהשוואה לתקופה קודמת.

ט. **פרטים בדבר סכום דמי הניהול שנגבה מהמבוטחים**

בשנת 2008 נגבה סך של 26.1 מליון ש"ח, וזאת בהשוואה לסך של 22.3 מיליוני ש"ח. עיקר הגידול נובע מגידול בהיקף הפקדות דמי גמולים ביחס לשנת 2007.

6. **תחזית זרמי כספים-**

פירוט מלא של תחזית זרמי הכספים של קרן הפנסיה מתשלום וגביית דמי גמולים, הכנסות מהשקעות וגביית דמי ניהול לשנים 2008-2056 ניתן למצוא בנספח י' לדוח האקטוארי.

(א) **פדיון מואץ של זכויות עמיתים:** אין.

(ב) **נכסים שלגביהם קיים קושי במימוש:** אין.

(ג) **חובות של מעסיקים ועצמאיים, מבטחי משנה, מבוטחים, יתרות סוכנים וחייבים עסקיים אחרים, שהפיגור בגבייתם עלול להשפיע על תזרים המזומנים של קרן הפנסיה:** אין.

(ד) **גביית חובות ע"י העברת נכסים ולא במזומן:** אין.

6. **סקירת של ההתפתחות הכלכלית במשק ושוק ההון לשנת 2008 והקשרן למדיניות ההשקעה של הקרן**

1. **השפעת גורמים חיצוניים**

**ההתפתחויות הכלכליות במשק והקשרן למדיניות ההשקעה של הקרן**

**התפתחות הפעילות הכלכלית בישראל**

לאחר צמיחה מהירה של למעלה מ-5% בשלוש השנים האחרונות, צמח המשק הישראלי ב-2008 בשיעור מעט נמוך יותר של 4.1%. בחינת צמיחת התוצר לפי מחציות מספקת הסבר טוב יותר לאופן ההתפתחות הכלכלית של המשק, שהייתה לא סימטרית. בעוד במחצית הראשונה של השנה נמשכה הצמיחה המהירה בקצב שנתי של 4.9%, הואט הצמיחה הקצב במחצית השנייה של השנה לכ-1.8% בלבד. במחצית הראשונה של השנה נהנה המשק הישראלי מעלייה בביקושים המקומיים במקביל להמשך הצמיחה המהירה יחסית בשווקים המתעוררים. אלו, הושפעו במידה מועטה יחסית מהשלבים הראשונים של המשבר הפיננסי, לעומת פגיעה משמעותית יותר במדינות המפותחות (הצמיחה בארה"ב ובגוש באירו הסתכמה ב-2008 בכ-1% בלבד לעומת צמיחה של כ-6% במדינות המתפתחות). לעומת זאת, ככל שעבר הזמן וצעדי המדיניות שנקטו לא הצליחו לבלום את החרפת המשבר, נבלמה הצמיחה גם במדינות המתפתחות, התפתחות שלא פסחה כאמור גם על המשק הישראלי. קריסת בנק ההשקעות ליהמן ברדרס בספטמבר 2008 הובילה להחרפה חסרת תקדים של המשבר הפיננסי העולמי, להתנזלות משמעותית במרבית הנכסים הפיננסיים ובריצה לחוף מבטחים בדמות הדולר האמריקאי ואיגרות חוב ממשלתיות של המדינות

המפותחות. התפתחות זו הובילה לבלימה חדה של הפעילות הכלכלית בעולם (התוצר בארה"ב צנח ברביע האחרון ב-3.5%) וההערכות הן כי הרביע האחרון של השנה אופייין בצמיחה אפסית ואולי אף שלילית של המשק הישראלי.

בסיכום 2008 הובילה התרחבות התוצר המקומי הגולמי לעלייה בתוצר לנפש בשיעור של 2.2%, והוא הסתכם ב-97.9 אלף ₪ במחירים שוטפים (כ-27.3 אלף דולר).

בדומה לתמ"ג, גם התוצר העסקי רשם ב-2008 צמיחה גבוהה אך מתונה ביחס לשנים הקודמות, והיא הסתכמה ב-4.5%. העלייה בתוצר העסקי שיקפה עלייה בכל ענפי התעשייה והשירותים העיקריים. מבין ענפי התוצר העסקי בלט ענף התעשייה בצמיחה גבוהה של 7.2%. הצמיחה בענף הבינוי ובענפי השירותים (מסחר, שירותי אוכל והארוחה, תחבורה, שירותים פיננסיים ועסקיים ובינוי) הייתה מתונה יותר ונעה בין 0.5% ל-3.5%.

הצמיחה הממושכת של המשק בשנים האחרונות וקירבה למיצוי פוטנציאל התוצר תמכו בעלייה ביבוא בשנת 2008. יבוא הסחורות והשירותים, למעט היבוא הביטחוני, אוניות ומטוסים ויהלומים, עלה בשיעור של 7.5%. לעומת זאת, סך יבוא הסחורות והשירותים עלה ב-2008 בשיעור מתון יותר של 2.9%, בהשפעת ירידה חדה של כ-22% ביבוא יהלומים.

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 הראשונה של השנה.

לפיכך, סיכום פעילות התוצר המקומי והיבוא מעלה כי סך המקורות שעמדו למשק עלה ב-2008 בשיעור של 3.7%.

בבחינת השימושים במקורות נרשמה בשנת 2008 עלייה בקצב הגידול בכל הרכיבים, עלייה שביטאה בעיקר את צמיחת הביקושים המקומיים ואת הצמיחה הגלובלית, כאמור, בעיקר במחצית הראשונה של השנה.

בשנת 2008 עלתה ההוצאה לצריכה פרטית בשיעור של 3.9%, המהווה עלייה בשיעור של 2% בצריכה הפרטית לנפש, וזאת לאחר עלייה חדה של 4.8% בשנת 2007. ההוצאה לצריכה שוטפת לנפש (סך הצריכה למעט מוצרים בני קיימא), עלתה ב-2008 בשיעור של 1.5%. ההוצאה לרכישת מוצרים בני קיימא לנפש עלתה בשיעור גבוה של 7%, לאחר עלייה חדה של למעלה מ-17% ב-2007. עלייה זו נתמכה בשיפור המתמשך בשוק העבודה לאחר מספר שנים רצופות של צמיחה מהירה במשק.

ההוצאה לצריכה ציבורית עלתה ב-2008 ב-3.2%, לאחר עלייה של 2.9% ב-2007. ההוצאות לצריכה ציבורית אינדיבידואלית (הכוללות את ההוצאות לחינוך, בריאות, שירותי רווחה ותרבות) עלו בשיעור של 3.6%, ואילו ההוצאות לצריכה ציבורית קולקטיבית (הכוללות בין היתר, את ההוצאות לביטחון) עלו בשיעור של 2.7%.

ההשקעה המקומית הגולמית עלתה בשיעור של 4.1%, לאחר עלייה בשיעור של 12% בשנת 2008. העלייה בהשקעה הגולמית משקפת את העלייה בהשקעה בנכסים קבועים לעומת האטה בגידול המלאים. הגידול במלאי החומרים, המוצרים בתהליך הייצור והמוצרים הגמורים הסתכם בשנת 2008 ב-0.8% מהתמ"ג במחירים שוטפים, לאחר שעמד על 1.4% בשנת 2008.



כאמור, העלייה בהשקעה המקומית הגולמית נבעה בעיקר מעלייה בהשקעה בנכסים קבועים. עלייה זו נתמכה במיצוי הדרגתי של כושר הייצור של המשק, לאחר צמיחה ממושכת בשנים האחרונות, ומסביבת ריבית ריאלית נמוכה יחסית במשק. ההשקעות בענפי המשק השונים (בבנייה שלא למגורים, במכונות, ציוד וכלי רכב, למעט אוניות ומטוסים) עלו בשנת 2008 ב-6.3%, לאחר עלייה של 18.9% ב-2008 ושל 12.8% ב-2006. ההשקעות בכלי תחבורה יבשתיים לשימוש עסקי עלו ב-12.7%, וההשקעות במכונות וציוד מיבוא עלו ב-16.5%. ההשקעות בבנייה למגורים הוסיפו לעלות גם ב-2008 ב-2.7% לאחר עלייה של 6.0% ב-2007. לעומתם נבלמה צמיחת ההשקעה בבנייה אחרת, שירדה ב-1%. ירידה זו שיקפה עלייה בהשקעות בבניינים שלא למגורים (7.8%) לעומת ירידה ניכרת (10.3% -) בעבודות בנייה אחרות.

יצוא הסחורות והשירותים עלה השנה ב-3.6%, לאחר עלייה של 8.5% ב-2008. בדומה ליבוא, גם כאן התמונה שונה בניכוי יצוא ענף היהלומים, שצנח בכ-25%. למרות ההתחזקות המשמעותית בשע"ח של השקל צמח היצוא התעשייתי (למעט יהלומים) בכ-10%, לאחר עלייה בשיעור זהה אשתקד. שנת 2008 הייתה שנת שיא בכניסות תיירים לארץ, ולפיכך צמחו ההכנסות מיצוא שירותי תיירות בכ-30%. יצוא שירותים, למעט שירותי תיירות, שכולל בעיקר שירותי תוכנה ומחקר, עלה ב-5.0%, בהמשך לעלייה של 8% ב-2007.

לפי נתוני סחר חוץ (נקובים בדולר אמריקאי) צמח היצוא התעשייתי בכ-17%. יצוא ענפי הטכנולוגיה העילית עלה אמנם בכ-9%, אך זאת בעיקר בהשפעת עלייה חדה של למעלה כ-37% ביצוא תרופות. עלייה חדה של כ-27% נרשמה ביצוא ענפי טכנולוגיה עילית-מעורבת ומעורבת מסורתית, שנהנו מעלייה בביקושים ומעלייה במחירי הסחורות בעולם, בעיקר במחצית הראשונה של השנה.

ב-2008 הסתכם הגירעון בחשבון הסחורות והשירותים (למעט יבוא בטחוני) ב-1.4 מיליארד דולר, לעומת גירעון של 312 מיליון דולר בשנת 2007. בחשבון השוטרף, הכולל את חשבון הסחורות והשירותים (כולל יבוא בטחוני), הכנסות מעבודה ומהון והעברות שוטפות מחו"ל, התמתן העודף לכ-1.5 מיליארד דולר (0.8% תוצר), לעומת עודף של 4.5 מיליארד דולר אשתקד.

המשך הצמיחה המהירה של המשק הוביל לירידה נוספת בשיעור הבלתי מועסקים, וזה הגיע ל-5.9% ברביע השלישי של 2008, לעומת שיעור של 6.7% ברביע האחרון של 2007. עיקר השיפור נרשם במחצית הראשונה של השנה בהשפעת הצמיחה המהירה בתקופה זו. נתוני המגמה לחודש נובמבר הצביעו על התייצבות שיעור הבלתי מועסקים סביב רמה של 5.9% במחצית השנייה של השנה, פועל יוצא של ההאטה בצמיחה בתקופה זו.

פריון העבודה – התוצר הנקי לשעת עבודה במגזר העסקי – ירד בשנת 2008 ב-0.3% לעומת עלייה של 1.2% ב-2007.

### **התפתחות הפעילות הממשלתית**

בשנת 2008 נמשכה אמנם הירידה במשקל החוב בציבורי בתוצר (לכ-78% תוצר) אך בשיעור מתון יותר מהשנים הקודמות. זאת, לנוכח התמתנות קצב הצמיחה במחצית השנייה של השנה במקביל לגירעון ממשלתי הגבוה מהיעד, והכנסות נמוכות מהצפוי מהפרטה בשל ההידרדרות בשוקי ההון.

הכנסות המדינה (ללא גביית קרן) הסתכמו בשנת 2008 בכ-217 מיליארד ש"ח, נמוך בכ-5.2 מיליארד ש"ח מהמתוכנן. עיקר הסטייה מטה נבעה מגביית מיסים נמוכה מהמתוכנן בהיקף של כ-6.5 מיליארד ש"ח (184.1 מיליארד ש"ח לעומת צפי ל-190.6). סטייה זו נבעה מגבייה נמוכה

מהצפוי במסים ישירים בהיקף של כ-8 מיליארד ש"ח, כתוצאה מפגיעה ברווחיות הסקטור הפיננסי בשל ההידרדרות בשוק ההון, מפגיעה ברווחיות היצוא בשל התחזקות השקל ומהאטה בצמיחת המשק במהלך המחצית השנייה של השנה. המשך השיפור בשוק העבודה במהלך השנה, לאחר שנים רצופות של צמיחה, תרם לעלייה בהכנסות ממיסים עקיפים והם הסתכמו ב-83.3 מיליארד ש"ח, כ-1.3 מיליארד ש"ח מעל המתוכנן.

הוצאות הממשלה בשנת 2008 (ללא מתן אשראי) הסתכמו ב-232.7 מיליארד ש"ח, נמוך בכ-1.4 מיליארד ש"ח מהמתוכנן. הוצאות המשרדים היו כמתוכנן בתקציב המקורי והסתכמו ב-192.6 מיליארד ש"ח, עלייה של 5.5% לעומת 2007. העמידה ביעד המתוכנן, למרות תוואי הוצאות נמוך יחסית במהלך השנה, נבעה מהוצאה גבוהה במיוחד בחודש דצמבר בהיקף של כ-26.7 מיליארד ש"ח (77% גבוה מרמת ההוצאות החודשית הממוצעת במהלך השנה) בעיקר בשל הקדמת הוצאות ל-2009. תשלומי הריבית והחזר קרן למוסד לביטוח לאומי הסתכמו ב-40 מיליארד ש"ח, כ-1.3 מיליארד ש"ח נמוך מהתכנון בתקציב המקורי.

לפיכך, הגירעון הכולל, ללא מתן אשראי נטו, הסתכם בסכום של 15.2 מיליארד ש"ח (2.1% תוצר) לעומת גירעון מתוכנן של 11.5 מיליארד ש"ח (1.6% תוצר). כאמור מרבית הגירעון, כ-13.9 מיליארד ש"ח, נוצר בחודש דצמבר בעקבות ההוצאה החריגה.

בפעילות הכוללת מתן אשראי נטו, היה לממשלה גירעון של 9 מיליארד ש"ח. סך ההפרטה ב-2008 הסתכמה ב-1.7 מיליארד ש"ח, נמוך מההיקף המתוכנן, שעמד על 4 מיליארד ש"ח. גיוס ההון נטו בחו"ל היה שלילי והסתכם ב-6.1 מיליארד ש"ח, ואילו גיוס ההון המקומי נטו היה חיובי והסתכם בכ-19.4 מיליארד שקלים, גבוה משמעותית מהגיוס המתוכנן, שעמד על 8.7 מיליארד ש"ח. חלק מעלייה זו מוסבר בהקדמת הגיוסים ופריסתם לנוכח פדיונות גדולים במיוחד בסוף 2008 ובתחילת 2009. לפיכך, הוביל הגיוס המקומי הגבוה לעלייה של כ-5.9 מיליארד ש"ח ביתרות הממשלה בבנקים.

#### **שינוי דירוג האשראי ע"י חברות הדירוג הבינלאומיות**

בהמשך להעלאת הדירוג בנובמבר 2007 ע"י חברת הדירוג S&P, העלו חברות הדירוג Moody's ו-Fitch את דירוג האשראי של מדינת ישראל במהלך המחצית הראשונה של 2008 מדירוג של A- ל-A. העלאת הדירוג נתמכה בביצועים הטובים של המשק הישראלי, במשמעת הפיסקאלית, בירידה המתמשכת והניכרת ביחס חוב-תוצר בשנים האחרונות, בשיפור במאזן החוב החיצוני ובחשיפה הנמוכה יחסית של המשק הישראלי למשבר הפיננסי בעולם. לעומת זאת, החרפת המשבר העולמי לאחר קריסת בנק ההשקעות ליהמן ברדרס בספטמבר 2008 העלתה את החשש מפגיעה בחוסנו של המשק הישראלי. לכן, חברת הדירוג S&P הודיעה באוקטובר 2008 אמנם על אשרור דירוג האשראי במט"ח של ישראל (A), אך הורידה את התחזית מחיובי ליציב.

#### **שוק המט"ח**

שע"ח של השקל מול הדולר הושפע בשנת 2008 בעיקר מהגורמים הבאים:

1. מהתנודתיות החרפה של הדולר בעולם, כפועל יוצא של התפתחות המשבר הפיננסי שהעמיק לקראת סוף השנה לכדי משבר ריאלי. במהלך המחצית הראשונה של השנה בה ניראה היה כי עוצמת המשבר בארה"ב חריפה יותר מאשר בשאר העולם, ולנוכח מדיניות הפחתות ריבית ואגרסיביות מצד הבנק המרכזי האמריקאי (הריבית הופחתה מ-4.25% ל-2% בתקופה זו לעומת

העלאת ריבית מ-4% ל-4.25% בגוש האירו בתחילת יולי 2008) נחלש הדולר מול האירו מרמה של 1.47 ל-1.6 דולר לאירו. לעומת זאת, ככל שהעמיק המשבר וסחף איתו את שאר העולם (במיוחד לאחר קריסת ליהמן ברדרס), התגברו הציפיות להפחתות ריבית מחוץ לארה"ב, במקביל לתפיסת הדולר כחוף מבטחים. לפיכך, התחזק הדולר מול האירו במהלך המחצית השנייה מ-1.6 עד ל-1.25 דולר לאירו (בנובמבר). המשך המדיניות האגרסיבית של הבנק המרכזי האמריקאי, שבאה לידי ביטוי במעבר למדיניות של ריבית אפסית במהלך דצמבר, הובילה להיחלשות מחודשת של הדולר לרמות של 1.4 דולר לאירו בסוף השנה.

2. מהתפתחות המדיניות המוניטארית של בנק ישראל – העלאת ריבית בתחילת השנה, הפחתת ריבית בחודשים מרץ-אפריל מחשש להחרפת המשבר הכלכלי וכתוצאה מהתחזקות השקל, העלאה מחודשת של הריבית בחודשים יוני-ספטמבר כתוצאה מהאצה באינפלציה והפחתה אגרסיבית של הריבית ברביע האחרון של השנה כתוצאה מהחרפת המשבר ל-2.5% בחודש דצמבר.

3. נדבך נוסף וחשוב בו השתמש בנק ישראל – הגדלת רזרבות המט"ח באמצעות התערבות ישירה בשוק המט"ח. במהלך ודש מרץ, בעקבות התחזקות ניכרת של השקל מול מרבית המטבעות (מול הדולר יוסף לרמה של כ-3.40 ש"ח לדולר) למרות הפחתת הריבית המקומית, הודיע בנק ישראל כי התערב במסחר במט"ח. כשזה לא סייע להחלשת השקל, הודיע הבנק על תוכנית להגדלת רזרבות המט"ח בכ-10 מיליארד דולר (לרמה של בין 35 ל-40 מיליארד דולר) באמצעות רכישה יומית של כ-25 מיליון דולר. מהלך זה הצליח להוביל לפיחות לזמן קצר בלבד, שלאחריו נמשך הייסוף המהיר בשקל לרמות של קרוב ל-3.20 ש"ח לדולר במהלך חודש יולי. בתגובה, הודיע בנק ישראל על הגדלת הרכישות יומיות לכ-100 מיליון דולר במוצע, ובמהלך נובמבר על הגדלת תוכנית הרכישות ל-40 עד 44 מיליארד דולר.

4. מהקיטון בעודף בחשבון השוטף במאזן התשלומים – עודף של 1.5 מיליארד דולר (כ-1% תוצר) לעומת עודף של 4.5 מיליארד דולר ב-2007 (2.8% תוצר); מהמשך זרימת השקעות זרות למשק הישראלי – היקף ההשקעות הישירות הגיע ב-2008 לכ-9.7 מיליארד דולר בדומה להיקף ההשקעות ב-2007. מנגד מימשו תושבי חוץ השקעות בני"ע בכ-1.9 מיליארד דולר (בניכוי עסקת טבע-באר) לעומת השקעות של 2.2 מיליארד דולר אשתקד. יש להדגיש כי עיקר המימושים היו בשליש האחרון של השנה עם החרפת המשבר לאחר קריסת ליהמן ברדרס; מהשקעות ישראלים בחו"ל – ההשקעות הישירות הסתכמו בכ-4.3 מיליארד דולר (בניכוי עסקת טבע-באר) לעומת כ-7 מיליארד ב-2007. ההשקעות בני"ע סחירים ירדו לכ-850 מיליון דולר בלבד לעומת כ-4 מיליארד דולר אשתקד.

לפיכך, בסיכום שנת 2008 יוסף השקל בשיעור של 1.1% מול הדולר ועמד ברמה של כ-3.80 ש"ח לדולר בסוף השנה. לעומת זאת, מול האירו יוסף השקל בשיעור של 6.4%, ועמד ברמה של כ-5.30 ש"ח לדולר בסוף השנה. העוצמה אותה הפגין השקל הפתיעה במיוחד לנוכח העמקת המשבר העולמי ולנוכח הצעדים האגרסיביים שנקט בנק ישראל באמצעות הפחתת הריבית ורכישות המט"ח. היציבות יחסית של המערכת הפיננסית והמשמעת התקציבית לצד צמיחה נאה של המשק היו בין הגורמים העיקריים לעוצמה זאת.

התפתחות שע"ח של השקל מול הדולר לאורך השנה לא הייתה אחידה: במהלך המחצית הראשונה של השנה נרשמה מגמת ייסוף מול הדולר, כאמור עד לרמה של כ-3.20 ש"ח לדולר, רמה אליה הגיע במקביל לשפל שרשם הדולר בעולם (כ-1.6 דולר לאירו). עם שינוי המגמה של הדולר

בעולם ובמקביל להגדלת הרכישות היומיות של בנק ישראל, נרשם שינוי מגמה גם בשקל ובמחצית השנייה של השנה הוא פוחת עד לרמה של כ-4 ש"ח לדולר (נובמבר 2008). ההיחלשות של הדולר בעולם בחודש דצמבר הובילה לייסוף מחודש לרמה של 3.8 ש"ח לדולר בסוף השנה.

### התפתחות האינפלציה

בשנת 2008 נרשמה החטאה נוספת כלפי מעלה של יעד האינפלציה (1%-3%) כאשר מדד המחירים לצרכן עלה בשיעור של 3.8% לאחר עלייה בשיעור של 3.4% ב-2007. העלייה הגבוהה במדד נבעה בעיקר מהעלייה בביקושים המקומיים במשך לאחר שנים רצופות של צמיחה ומהמשך שיפור בשוק העבודה. כל זאת, במקביל להאצה במחירי הסחורות שנמשכה עד לרביע השלישי של השנה. בעקבות החרפת המשבר הגלובלי בחודש ספטמבר נרשמה צניחה במחירי הסחורות בעולם, והיא מיתנה את האינפלציה השנתית במידה ניכרת. הייסוף בשע"ח של השקל מול הדולר במהלך השנה קיזז חלק מעליית מחירי הסחורות בעולם. לעומת זאת, בניגוד לעבר, השפעת התחזקות השקל על סעיף הדיור הייתה מינורית בשל המעבר המשמעותי מחוזים צמודי דולר לחוזים הנקובים בשקלים.

התפתחות האינפלציה בשנת 2008 לא הייתה אחידה: ברביע הראשון של השנה, המאופיין בגורמי עונתיות שליליים, עלה המדד בשיעור מצטבר של 0.1% בלבד, וזאת בעיקר בהשפעת הייסוף בשע"ח של השקל מול הדולר ולנוכח עלייה מתונה יחסית במחירי האנרגיה. לעומת זאת ברבעון השני והשלישי של השנה רשם המדד עלייה מצטברת של 4.2% בתקופה זו, באו לידי ביטוי השפעות העליות החדות במחירי האנרגיה והמזון בעולם והעלייה הניכרת בביקוש לדיור. ברביע האחרון של השנה ירד המדד בכ-0.6% בעקבות הצניחה במחירי הסחורות, שהובילה לירידה חדה במחירי האנרגיה וירידה קלה במחירי המזון.

בבחינת הסעיפים בעלי ההשפעה הגבוהה ביותר על מדד המחירים לצרכן בשנת 2008 היו אלו סעיפי המזון והדיור. סעיף המזון (ללא פירות וירקות) עלה בשיעור של 9.1% ותרם 1.3% לעליית המדד. העלייה בסעיף זה נבעה בעיקר מעלייה חדה במחירי הסחורות החקלאיות בעולם וממצב המשק שאיפשר גלגול של עליות המחירים אל הצרכנים. הצמיחה הגבוהה במשק בשנים האחרונות והירידה בשיעור האבטלה תמכו בעליית הביקוש לדיור. התפתחות זו הובילה לעלייה חדה של 12.1% בסעיף זה, שתרם כ-2.5% לעליית המדד. סעיף אחזקת הדירה עלה בכ-4% ותרם כ-0.4% לעליית המדד וזאת בהשפעת העלייה במחירי המים והחשמל. לעומתם, בלט בירידה סעיף התחבורה והתקשורת בשיעור של 2% (תרם כ-0.5% לירידת המדד) בעיקר בשל הצניחה במחירי האנרגיה במחצית השנייה של השנה.

מדד המחירים הסיטוניים של תפוקות התעשייה המקומיים ירד בשנת 2008 ב-4.4% לעומת עלייה חדה של 11.4% בשנת 2007. הירידה במדד הושפעה בעיקר מהצניחה במחירי האנרגיה בעולם. צניחה זו היתרגמה לירידה של כ-42% במחירי תזקי הנפט ותרמה 7% לירידת המדד, כך שהמדד ללא דלקים עלה ב-3%. מחירי ההלבשה בלטו בירידה חדה של כ-20% ותרמו 0.2% לירידת המדד. מנגד ובדומה למדד המחירים לצרכן, עליית מחירי הסחורות החקלאיות תמכה בעליית מחירי המזון ואלו עלו ב-4.6% ותרמו 1% לעליית המדד. עליות מחירים בולטות נרשמו גם במחירי הכרייה והחציבה, מינרלים אל מתכתיים ומוצרי מתכת והם תרמו בין 0.4%-ל-0.7% לעליית המדד.

מדד מחירי התשומה בבנייה למגורים עלה בשיעור של 3.3% בדומה לקצב העלייה ב-2007 (3.1%). העלייה במחירי החומרים והמוצרים בשיעור של 3.7% הייתה המרכיב העיקרי שתרם לעליית המדד (תרומה של 1.8%). תרומה נוספת לעליית המדד התקבלה ממחירי התובלה שעלו ב-15.8% ותרמו 0.8% לעליית המדד.

#### המדיניות המוניטארית

לכל אורך שנת 2008 נעו החלטות הריבית של בנק ישראל סביב סוגיית מידת השפעת המשבר העולמי על המשק הישראלי לעומת החשש מהאצה באינפלציה כתוצאה מהעלייה במחירי הסחורות, הצמיחה החזקה והמשך הירידה בשיעור האבטלה. כך, לאחר העלאת הריבית לחודש ינואר, הובילו הירידות החדות בשוקי ההון בעולם בתחילת 2008 והמשך ההתחזקות בשע"ח של השקל לעצירה במגמת העלאת הריבית, ובחודש פברואר היא נותרה ללא שינוי, ברמה של 4.25%. החרפת הירידות בשווקים במקביל להתחזקות ניכרת בשע"ח של השקל במהלך הרביע הראשון של השנה, הובילו את הבנק להפחתות ריבית אגרסיביות וזאת למרות שלא נראו סימנים להתמתנות האינפלציה בתקופה זו. לפיכך, ירדה הריבית בכל אחד מן החודשים מרץ-אפריל ב-50 נ"ב ל-3.25%, כאשר בבסיס ההפחתות עמדה הערכת הבנק כי ההאטה העולמית תפעל למיתון מחירי הסחורות ובשילוב עם השפעת התחזקות השקל תתמתן גם האינפלציה המקומית. לאחר שנרשמה רגיעה מסוימת בשווקים, בעקבות הצלת בנק ההשקעות בר סטרנס, חזר המיקוד לנושא האינפלציה, במיוחד לנוכח המשך העלייה החדה במחירי הסחורות בעולם. בנק ישראל בחר להתערב בשוק המט"ח בכדי לבלום את התחזקות השקל בכדי למנוע פגיעה חריפה ביצוא, אך מנגד בעקבות עלייה חדה בסביבת האינפלציה נאלץ לשוב ולהעלות את הריבית במשק. העלייה בסביבת האינפלציה התבטאה בסדרת מדדי מחירים גבוהים משמעותית מהצפוי במקביל לעלייה בציפיות לאינפלציה מעל לגבול העליון של היעד (3%), לא רק לט"ק, אלא גם לט"א. לפיכך, בין החודשים יוני-ספטמבר הועלתה הריבית ב-25 נ"ב כל חודש (ב-100 נ"ב במצטבר) חזרה ל-4.25%. לעומת זאת, בחודש אוקטובר נותרה הריבית ללא שינוי בהשפעת האירועים שסבבו את קריסת בנק ההשקעות ליהמן ברדרס ולנוכח ההחרפה הניכרת במשבר הפיננסי והציפיות להעמקת המיתון הגלובלי. התפתחויות אלו הובילו, בין היתר, לצניחת מחירי הסחורות ולירידה מהירה וחדה בציפיות לאינפלציה. לנוכח המשך הצניחה בשוקי המניות, ההרעה בתנאים הפיננסיים בארץ ובעולם ומתוך הערכה כי פני העולם למיתון, בנק ישראל לא המתין לשיבה מן המניין בסוף אוקטובר ובחר להוריד את הריבית באמצע אוקטובר ב-50 נ"ב ל-3.75%. בסוף אוקטובר הפחית בנק ישראל את הריבית ב-25 נ"ב ל-3.5%. הפחתות ריבית אלו יישרו קו עם הבנקים האגרסיביים יותר במלחמתם במיתון העולמי כדוגמת הבנקים המרכזיים בארה"ב ובאנגליה. במהלך נובמבר, משנרשמה הרעה נוספת בשווקים הפיננסיים תוך החרפת מחנק האשראי, נמשכו הורדות הריבית בעולם, הופחתה תחזית הצמיחה העולמית ע"י קרן המטבע והציפיות לאינפלציה המשיכו לרדת מתחת לגבול התחתון של היעד (1%), שוב הוריד הבנק את הריבית בישיבה שלא מן המניין ב-50 נ"ב ל-3%. בסוף נובמבר הופחתה הריבית ב-50 נ"ב נוספים ל-2.5%. החלטת הריבית לחודש ינואר הושפעה מסימני האטה ברורים במשק הישראלי, מהמשך הירידה בסביבת האינפלציה בהשפעת המדדים השליליים ומסביבת הציפיות הנמוכה. כמו כן, הפחתת הריבית האגרסיבית של הבנק המרכזי האמריקאי במהלך דצמבר לרמה של בין 0.25% ל-0% הובילה את בנק ישראל להפחתת ריבית ב-75 נ"ב לרמה של 1.75%.

#### תיאור ההתפתחויות בשוקי ההון והכספים

במהלך שנת 2008 הושפע שוק ההון המקומי, בעיקר, מהתפתחויות בשוקי ההון בעולם ומההערכות לגבי עוצמת המשבר העולמי, בכלל, ואופן השפעתו על המשק הישראלי, בפרט. החוסן שהפגין המשק הישראלי, תודות לחשיפה נמוכה באופן יחסי למשבר הפיננסי, המשך צמיחה מהירה במחצית הראשונה של 2008 והגדלת השקעות מצד משקיעים זרים, הובילו לביצוע עודף של מדד ת"א 25 (במונחים דולריים, בין היתר, בהשפעת התחזקות השקל) בהשוואה למרבית שוקי המניות בעולם, גם ביחס לאלו של המדינות המפותחות. החשיפה הנמוכה יחסית של הסקטור הבנקאי המקומי (למעט בנק הפועלים) לנכסים "הרעילים" (בעיקר נכסים מגובי משכנתאות על נגזרותיהם), הייתה בניגוד לבנקים במדינות המפותחות. בנקים אלו, בעיקר בארה"ב ובאירופה, נאלצו לבצע מחיקות נכסים בהיקף אדיר של כ-800 מיליארד דולר במהלך 2008, כך שמאז פרוץ המשבר ב-2007 נמחקו נכסים בלמעלה מטריליון דולר.

בנוסף להתחזקות השקל, תרם לביצוע העודף גם משקלם הגבוה במדד של כ"ל והחברה לישראל, שנהנו מעלייה חדה במחירי הסחורות בעולם במחצית הראשונה של השנה. לעומת זאת, במחצית השנייה של השנה עם החרפת המשבר העולמי, ובמיוחד מחודש ספטמבר, נרשמה התנזלות חסרת תקדים בשוקי ההון בעולם, ולנוכח הצניחה במחירי הסחורות (שהובילה לירידה חדה במניות כ"ל והחברה לישראל) התחזקו הירידות במדד ת"א 25.

גורמים נוספים שהשפיעו על השווקים במהלך השנה היו:

1. מדיניות הריבית של בנק ישראל והתפתחויות בשוק המט"ח- כפי שתואר לעיל.
2. העלייה החדה בתשואות אג"ח קונצרניות בארץ ובעולם, מחשש לעלייה חדה בחדלות הפירעון של הפירמות לנוכח הציפיות למיתון עולמי עמוק. במיוחד בלטה התופעה באג"ח קונצרניות של ענף הנדל"ן ובאג"ח לא מדורגות, שהתגברה מאוד במחצית השנייה של השנה.
3. עליית מדרגה במשיכת כספים של הציבור מאפיקי החיסכון לט"ב- ארוך. בעוד ש- 2007 התאפיינה במשיכה חודשית ממוצעת של כ-1.5 מיליארד ש"ח (נטו נרשמה צבירה שנתית חיובית של כ-3 מיליארד ש"ח), השתנתה התמונה לרעה בשנת 2008. במחצית הראשונה של השנה הסתכמה המשיכה החודשית הממוצעת בכ-1.9 מיליארד ש"ח, ואילו במחצית השנייה של השנה היא עלתה בשיעור חד לכ-2.8 מיליארד ש"ח. לפיכך, הסתכמה 2008 בצבירה שלילית נטו של כ-9 מיליארד ש"ח.

לפיכך, בסיכום 2008 ירד מדד ת"א 25 בשיעור חד של 46.2% (45.1% במונחים דולריים), כך שהוא הציג ביצוע חסר ביחס למדד MSCI של המדינות המפותחות (ירידה של 42.1%) וביצוע עודף על פני מדד MSCI של השווקים המתעוררים (ירידה של 54.5%).

המדד הכללי של המניות וניירות ערך להמרה ירד בשנת 2008 בשיעור חד של 46.4% לעומת עלייה של כ- 23% בשנת 2007. בבחינת מדדי המניות המובילים האחרים ירדו המדדים ת"א-100 ו- ת"א-75 בשיעורים גבוהים יותר של 51.1% ו- 67.7%, בהתאמה. הרביע הראשון של השנה התאפיין בהמשך חדשות רעות מהמגזר הפיננסי ואלו משכו את המדדים המובילים בארץ לירידות של כ-20%. השפל ברביע זה נרשם במהלך חודש מרץ, עם החשש לקריסתו של בנק ההשקעות בר סטרנס. אופן ההצלה של הבנק, שנמכר תוך מתן ערבות של הבנק המרכזי האמריקאי לבנק JP מורגן, סימן לשווקים כי הבנק המרכזי האמריקאי נחוש למנוע קריסה של גוף פיננסי גדול. התפתחות זו, לצד הערכה כי פגיעת המשבר בכלכלה העולמית ובפרט בשווקים המתעוררים הינה מוגבלת, הובילו לתיקון חיובי בשוקי המניות בארץ ובעולם. בלטו במיוחד בתקופה זו שוקי

המניות מוטי הסחורות, לנוכח הגאות שאפיינה את מחירי האנרגיה (מחיר הנפט האמיר ברביע השני של השנה למחיר שיא של 140 דולר לחבית) ואת הסחורות החקלאיות. לפיכך רשמו מדד ת"א-25 ו-ת"א-100 עליות של כ-9% ו-6.5% ברביע השני של השנה, בהתאמה. אך העלייה החדה במחירי הנפט החלה אט-אט להעלות את החשש מפני פגיעה בכלכלה העולמית. כל זאת, במקביל להכרה שהפגיעה בארה"ב מתפשטת אל שאר העולם, לנוכח החרפת מחנק האשראי והכישלון של בנקים מרכזיים והממשלות לטפל בו למרות הזרמת נזילות מאסיבית לשווקים. אך נקודת השבר לשווקים הגיעה רק במהלך ספטמבר עת נקלעו לקשיים שניים מהבנקים להשקעות המובילים, מריל לינץ' וליהמן ברדרס. הבנק המרכזי האמריקאי החליט לסייע בהצלתו של מריל לינץ' באמצעות מכירה לבנק אוף אמריקה ומנגד לאפשר את קריסתו של ליהמן, בכדי להימנע בעתיד מבעיית סיכון מוסרי. אך הימור זה של הבנק נדון לכישלון מכיוון שהוא הוביל לאבוד אמון מוחלט בשווקים, לעלייה חדה בפרמיית הסיכון, לגל התנזלות חסרת תקדים ולריצה לנכסים שנתפסו כחוף מבטחים כדוגמת הדולר האמריקאי, הין היפני ואג"ח ממשלתיות של מדינות מפותחות. לפיכך, הסתכמה הירידה במדדי המניות המובילים ברביע השלישי בכ-20%. הירידות הוחרפו במהלך הרביע האחרון של השנה לאחר שתוכנית ההצלה של הממשל בהיקף של 700 מיליארד דולר, שעיקרה היה רכישת הנכסים הבעייתיים מהבנקים והזרמת הון להבטחת יציבותה של המערכת הפיננסית, נתקלה בקשיים בהעברה בבית הנבחרים האמריקאי. גם לאחר שאושרה התוכנית ובהמשך אף שונתה (במקום רכישת נכסים בעייתיים בוצעה הלאמה חלקית מתוך כוונה שהון המניות המוזרם ישמש כמנוף למתן אשראי ע"י הבנקים) נמשכה ההרעה בשווקים. תרמה לכך התכווצות תעשיית קרנות הגידור בשל גל פדיונות ניכר שנבע מתשואות שליליות משמעותיות באפיק זה, שאמור להיות בעל קורלציה נמוכה יחסית לשווקים. ההיזדרדות בשווקים הגיעה לשיאה במהלך חודש נובמבר, כתוצאה מחשש שעלה לקריסתה של תעשיית הרכב האמריקאית, חשש לפשיטות רגל של מדינות שהתאפיינו בגירעונות במאזן תשלומים כדוגמת איסלנד וחשש ליציבותן של מדינות במזרח אירופה (הונגריה ואוקראינה).

לעומת זאת, מהשלבים המאוחרים של נובמבר ועד לסוף השנה נרשמה התאוששות בשוקי המניות בעולם. התאוששות זו נתמכה בבחירתו של ברק אובמה לנשיא ארה"ב מתוך ציפייה לתוכנית אגרסיבית שתתמוך בכלכלה האמריקאית, בצעדים אגרסיביים מרחיבים מצד ממשלות ובנקים המרכזיים בעולם (בפרט בארה"ב שם הופחתה הריבית לרמה אפסית ולמעשה עבר הבנק למדיניות של הרחבת אמצעי התשלום) ובירידת תשואות על אג"ח ממשלתיות שסחפה לתיקון חיובי משמעותי גם את אג"ח הקונצרניות המדורגות. לפיכך, רשמו מדדי המניות המובילים ת"א-25 ו-ת"א-100 ברביע האחרון ירידה של כ-26% ו-30%, בהתאמה. מדד ת"א-75, המוטה לענף הנדל"ן, צנח ברביע זה בכ-43% והשלים ירידה של כ-68% מתחילת 2008.

בבחינה ענפית, נרשמה כמובן ירידה בכל הענפים המובילים, כאשר השונות נבעה ממידת החשיפה למשבר הפיננסי. כך, בענפים כגון מסחר ושירותים (-32%), שנהנו מצמיחת המשק, ובתעשייה (-37%) שנהנו מהצמיחה הגלובלית עד לרביע השלישי של השנה, נרשמו ביצועים עודפים משמעותית על המדד הכללי. לעומת זאת, מדד ענף חברות האחזקה (-75%) ומדד חברות הנדל"ן (-69%) רשמו ירידות חדות בשל רגישותן הרבה למחנק האשראי ולצניחה בפעילות ענף הנדל"ן בעולם. מדדי החברות הפיננסיות, הביטוח והבנקים, ירדו בשיעורים של 60% ו-55%, בהתאמה, בהשפעת הצניחה בשוקי ההון, הפגיעה בתיקי הנוסטרו, והצפי לפגיעה חריפה בפעילות המשק ב-2009.

**שוק איגרות החוב**

בשנת 2008 הושפע שוק איגרות החוב, בנוסף לגורמים שצוינו לעיל, בעיקר מהגורמים הבאים:

מהתפתחות תשואות האג"ח ל-10 שנים בארה"ב- אלה נעו לאורך מרבית השנה בסביבת תשואות שבין 3.5%-4%. לעומת זאת, בחודשיים האחרונים של השנה, לנוכח החרפת המשבר והירידה החדה בריבית הבנק המרכזי, הן רשמו ירידה חדה לכיוון של 2% ובסוף השנה הגיעו לרמה של כ-2.5%;

מפרמיית הסיכון הנמוכה יחסית של המשק הישראלי- העוצמה אותה הפגין המשק הישראלי בזכות העודף בחשבון השוטף, המאזן חיזוני משופר, האמינות הפיסקאלית הגבוהה והחשיפה נמוכה יחסית של המשק הישראלי למשבר הפיננסי. כל אלו באו לידי ביטוי בפרמיית סיכון נמוכה, הן במונחי CDS והן במונחי תשואות אג"ח הממשלתיות המקומיות, וזאת בניגוד מוחלט למשבר הקודם של שנת 2002;

מהשונויות הגבוהה במדיניות הריבית של בנק ישראל- עלייה קלה בתחילת השנה ל-4.25%, הפחתה חדה בריבית בחודשים מרץ-אפריל ל-3.25%, עלייה מחודשת בחודשים יוני-ספטמבר ל-4.25% וסדרת הפחתות רצופה ומהירה עד ל-2.5% בדצמבר ו-1.75% לינואר 2009;

מהתפתחות האינפלציה- סביבת אינפלציה מתונה יחסית ברביע הראשון של השנה, עלייה משמעותית ברביעים השני והשלישי והתמתנות ניכרת ברביע האחרון של השנה;

מהשינויים בשע"ח של השקל מול הדולר- מגמת ייסוף במהלך המחצית הראשונה של השנה לסביבה של 3.20 ש"ח לדולר ומגמת היחלשות עד לסוף השנה חזרה לרמות של 3.80 ש"ח לדולר;

מעלייה בהיקף המשיכות מקופות הגמל וקרנות ההשתלמות כפי שתואר לעיל- התפתחות שהתגברה במיוחד בשליש האחרון של השנה עם החרפת המשבר בשווקים וגל ההתנזלות החרף;

מההתפתחויות בשוק איגרות החוב הקונצרניות הראשוני והמשני- החרפת מחנק האשראי והעלייה בפרמיית הסיכון בעולם אפיינו גם את השוק המקומי והובילו לעלייה במרווחים שבין אג"ח ממשלתיות לבין אג"ח קונצרניות במיוחד בשליש האחרון של השנה. כמו כן התפתחויות אלו הובילו לייבוש הדרגתי בהנפקות של אג"ח חברות עד לשיתוק מוחלט של שוק האשראי החוץ-בנקאי בשליש האחרון השנה. לפיכך, הסתכמו הנפקות אג"ח סחיר ולא סחיר (כולל הקצאות) ב-2008 בכ- 22 מיליארד ש"ח לעומת כ- 80 מיליארד ש"ח ב-2007.

לפיכך, איגרות החוב הצמודות למדד לטווח ארוך לפידיון שעמדו בסוף 2007 סביב תשואה של כ-3.6% סיימו את שנת 2008 סביב רמה של 3.0%. מגמה זוהי נרשמה גם באג"ח השקליות הלא צמודות לטווח של 10 שנים לפידיון שעמדו בסוף שנת 2007 בתשואה של 6.2%, U רשמו ירידת תשואות לרמה של סביב 5.0% בסוף 2008.

בבחינת שוק האג"ח ניתן לחלק את שנת 2008 לשלושה חלקים עיקריים: ינואר-מרץ, אפריל-אוקטובר ונובמבר-דצמבר. השוני העיקרי בין תקופות אלו הוא השינוי במדיניות המוניטארית בישראל, השינוי בסביבת האינפלציה והשינוי בתפיסת הסיכון הגלובלית.

בתקופה הראשונה (ינואר-מרץ) נתמך שוק האג"ח בחוסנו של המשק הישראלי, שהובילה להתחזקות מהירה של השקל ולמהלך הפחתות הריבית המפניע. ירידת התשואות בארה"ב לכיוון של 3.5% ברביע הראשון תמכה אף היא בירידת התשואות לט"א. לפיכך, ירדו התשואות לט"א במהלך התקופה לרמות של 5.5%-3.0% באפיק הלא צמוד והצמוד, בהתאמה.



בתקופה השנייה (אפריל-אוקטובר) שבה ניראה היה כי שיאו של המשבר מאחור, נרשמה האצה באינפלציה, עלייה בצפיפות לאינפלציה ומעבר להעלאות ריבית מצד בנק ישראל. במרבית תקופה זו (אפריל-ספטמבר) עלו התשואות לט"א לרמות של 6.0%-ו-3.2% באפיק הלא צמוד והצמוד, בהתאמה. לנוכח ההאצה באינפלציה ירדו התשואות הצמודות לט"א בתקופה זו לסביבת תשואות של 1% ומטה. לעומת זאת, עם החרפת המשבר העולמי נרשמה עלייה בפרמיית הסיכון בכל השווקים המתעוררים, ולמרות שהמשק הישראלי המשיך להיתפס כיציב, חווה אף הוא עליית תשואות תוך עלייה במרווחי הסיכון. תרומה נוספת לעליית התשואות הגיעה מחשש לעליית מדרגה בהיקף המשיכות מאפיקי החיסכון לט"ב-ארון. זאת, לנוכח הירידה בהיקף המסחר באג"ח קונצרניות שהובילה להתנזלות גם באפיק אג"ח הממשלתיות. לפיכך, נרשמה עלייה בתשואות לט"א עד לסוף אוקטובר לרמות של 6.5%-ו-4.5% באפיק הלא צמוד והצמוד, בהתאמה.

בתקופה האחרונה (נובמבר-דצמבר) נרשמה יציבות יחסית בשווקים הפיננסיים כך שירידת התשואות החדה בארה"ב תורגמה בחלקה לירידת תשואות בשוק האג"ח המקומי. הפחתות הריבית החדות מצד בנק ישראל והתמתנות ניכרת בסביבת האינפלציה תמכו בירידת תשואות חדה באג"ח לט"א והן ירדו לרמות של סביב 5.0%-ו-3.0% באפיק הלא צמוד והצמוד, בהתאמה.

### **שוק איגרות החוב הקונצרניות**

שוק אג"ח הקונצרניות, שנהנה בשנים האחרונות מתנאי מאקרו ונזילות נוחים, סבל בשנת 2008 מהרעה הדרגתית בפרמטרים אלו, הרעה שהגיעה לשיאה בשליש האחרון של השנה לאחר קריסת ליהמן ברדרס. מתחילת השנה ועד לחודש ספטמבר נרשמה יציבות יחסית במרווחים שבין אג"ח מדורגות בדירוגים גבוהים לבין מקבילותיהן הממשלתיות סביב מרווח של 170 נ"ב. לעומתן, באג"ח קונצרניות לא מדורגות ובאג"ח מדורגות מענף הנדל"ן חלה הרעה הדרגתית כבר מתחילת השנה. זאת, בשל רגישותן הגבוהה למחנק האשראי המחריף ובשל הידרדרות בענף הנדל"ן בארה"ב ובמזרח אירופה אזורים אליהם חשופות מרבית חברות הנדל"ן המקומיות. בחינת מדדי האג"ח העיקריים של אג"ח קונצרניות המדורגות - תל בונד 20 ותל בונד 40 - מראה כי עד לחודש אוגוסט נעו התשואות הגלומות בהן סביב 4%-3.5% ו-5.5%-4.5%, בהתאמה, תשואות ששיקפו מרווחי סיכון מעל אג"ח ממשלתיות מקבילות של 100-150 נ"ב ו-200-250 נ"ב, בהתאמה.

לעומת זאת, במהלך ספטמבר לאחר קריסת ליהמן ברדרס נרשמה עלייה חדה בתשואות ובמרווחי הסיכון כחלק מעלייה בשנאת הסיכון וגל ההתנזלות החריף בעולם. לפיכך, עלו התשואות הגלומות במדדי תל בונד 20 ותל בונד 40 לרמות של סביב 8%-7% ו-13%-12%, בהתאמה, תשואות ששיקפו מרווחי סיכון מעל אג"ח ממשלתיות מקבילות של 400-350 נ"ב ו-900-800 נ"ב, בהתאמה. בנוסף נרשמה הרעה משמעותית בשורה של אג"ח לא מדורגות, בעיקר מתחום מענף הנדל"ן, ששיקפה סבירות גבוהה לחדלות פירעון של אג"ח אלה.

### **התפתחות מדדי איגרות החוב העיקריים**

בסיכום שנת 2008 הניב מדד האג"ח הכללי תשואה שלילית -0.07%. התשואה השלילית היא תוצאה של תשואה חיובית גבוהה במדדי איגרות החוב הממשלתיות, לעומת תשואה שלילית במדדי אג"ח הקונצרניות. מדד אג"ח הממשלתיות הצמודות למדד עלה בשיעור של 9.6%. תתי האפיקים שבלטו בעלייה באפיק זה היו 7-5 ו-7-10 שנים לפדיון, שעלו בשיעורים של 10.8% ו-12.5%, בהתאמה.

מדד איגרות החוב הקונצרניות ירד בשיעור חד של 16.6%. במחצית הראשונה של השנה נרשמו תשואות חיוביות באפיק זה ואילו במחצית השנייה של השנה נרשמו ירידות חדות. מדד התל בונד 20 המאופיין בחשיפה נמוכה יחסית לענף הנדל"ן רשם ירידה של כ-3% בסיכום שנתי. לעומתו, מדד התל בונד 40, המאופיין בחשיפה גבוהה יותר לענף הנדל"ן, צנח בכ-22%.

בבחינת האפיקים הלא צמודים, עלה מדד המק"מ בשיעור של 5.5%, והוא הושפע לחיוב מירידת הריבית בחודשים האחרונים של השנה. מדד איגרות החוב הלא צמודות הניב תשואה גבוהה של 9.7% ב-2008. בעוד במחצית הראשונה של השנה הוא הניב תשואת חסר ביחס לאפיק הממשלתי הצמוד לנוכח ההאצה בקצב האינפלציה, אופיינה המחצית השנייה של השנה בירידה בציפיות לאינפלציה ולפיכך הוא הניב תשואה עודפת על פני האפיק הצמוד הממשלתי. מדד איגרות החוב מסוג גילון (ריבית משתנה) עלה בשיעור של 3.8%. לעומתו, מדד איגרות החוב מסוג "שחר" (ריבית קבועה) עלה בשיעור גבוה של 12.5% כתוצאה מירידת התשואות החדה שאפיינה את האפיק בחודשים האחרונים של השנה.

#### השינוי באחוזים של מדדי שיעור תשואה כולל לניירות ערך מסחריים

2008	רבעון ד'	רבעון ג'	רבעון ב'	רבעון א'	
					מניות וניירות ערך להמרה
					מדדי חו"ל
-42.1	-22.2	-15.7	-2.5	-9.5	MSCI שווקים מפותחים (\$)
-54.5	-27.9	-27.6	-1.6	-11.3	MSCI שווקים מתעוררים (\$)
					מדדים מקומיים עיקריים
-46.2	-26.2	-18.3	8.9	-18.1	מדד - תל אביב - 25
-67.7	-43.4	-18.6	-4.9	-26.3	מדד - תל אביב - 75
-51.1	-29.8	-18.6	6.4	-19.6	מדד - תל אביב - 100
-54.0	-30.9	-14.1	-7.5	-16.3	מדד - יתר מניות והמירים
-63.0	-35.3	-6.7	-9.6	-32.1	מדד - תל - טק
-55.9	-29.5	-26.3	6.0	-20.0	מדד - תל אביב - בנקים
-46.4	-25.8	-17.8	5.3	-16.6	מדד כללי
					מדדים ענפיים

-55.1	-28.6	-25.5	3.9	-18.7	בנקים מסחריים
-61.2	-31	-18.1	-8.9	-24.6	חברות וסוכנויות ביטוח
-36.6	-18.8	-10.8	0.2	-12.7	מסחר ושירותים
-68.7	-44.2	-20.3	-6.2	-25.1	נדל"ן, בינוי, פיתוח וחקלאות
-31.5	-19	-11.7	8.3	-11.6	חברות תעשייה
-75.1	-51.3	-38.8	13.1	-26.2	חברות להשקעה ולאחזקה
-46.4	-33.1	3.1	-2.6	-20.0	חיפוש נפט וגז
					איגרות חוב
-0.7	-1.4	-2.9	2.2	1.5	מדד כללי
-5.4	-6.3	-5.3	4.0	2.6	אג"ח צמודות למדד המחירים לצרכן
9.6	3.3	-1.8	4.6	3.3	ממשלתיות:
4.7	0.1	0.3	2.4	1.9	שנים לפידיון 0 – 2
8.4	2.5	-2.4	4.2	4.0	שנים לפידיון 2 – 5
10.8	3.8	-1.7	3.4	5.1	שנים לפידיון 5 - 7
12.5	4.9	-5.8	9.4	4.1	שנים לפידיון 7 - 10
-16.6	-14.3	-8.0	4.4	1.3	קונצרניות
-3.2	-4.4	-6.7	6.2	2.1	מדד תל בונד 20
-22.2	-16.4	-11.1	4.5	0.1	מדד תל בונד 40 (הושק ב-31.1.08)
9.7	5.6	1.4	0.1	2.2	אג"ח ממשלתיות לא צמודות
12.5	7.5	2.1	-0.4	2.9	בריבית קבועה
3.8	1.6	0.2	1.1	0.9	בריבית משתנה
5.5	2.0	1.1	0.6	1.6	מק"מ
					שער החליפין של השקל (רמת סוף תקופה, ש"ח)
	3.80	3.42	3.35	3.55	מול הדולר
	5.30	5.0	5.28	5.62	מול האירו

### ההקשר למדיניות ההשקעה של הקרן

את הסיכונים העיקריים אליהם חשופה הקרן ניתן לסווג לשני סוגים: סיכונים חיצוניים שאינם בשליטת הקרן ולועדת ההשקעות של הקרן אין יכולת להתמודד איתם, וסיכונים פנימיים עימם יש לועדת ההשקעות של הקרן כלים ויכולות להתמודד.

- א. שינויים בהנחות אקטואריות – שינויים בהנחות האקטואריות כגון תוחלת חיים, שכר ממוצע וכו' שמשפיעים על המחויבות האקטוארית אך אין להם השפעה על נכסי הקרן, כך שהם עלולים ליצור עודף התחייבויות על נכסים (גירעון אקטוארי).
- ב. אירועים קטסטרופאליים – אירועים כגון מגיפות, רעידת אדמה וכיוצ"ב יכולים להיות בעלי השפעה על היקף מחויבות הקרן.
- ג. שינויים רגולטורים – שינויי רגולציה, לרבות שינויים חשבונאיים, יכולים להשפיע על ערכם של התחייבויות הקרן ו/או ערך נכסיה.

**סיכונים פנימיים מרכזיים –**

- א. **סיכוני שוק** - נכסי הקרן ואף התחייבויותיה חשופים לירידת ערכם כתוצאה משינויים במחירי שוק כגון: שערי ריבית, מחירי ני"ע, שערי חליפין, אינפלציה וכד'.  
ב. **סיכוני אשראי בתיק נכסים** – הסיכון לירידת ערך נכס חוב (אג"ח/הלוואה) כתוצאה מחדלות פרעון או ירידה באיכות האשראי של הצד הנגדי, ריכוזיות בתיק האשראי, במנפיק, קבוצת מנפיקים בענף ו/או באיזור גאוגרפי, עלולה להעצים את החשיפה לסיכוני אשראי.  
ג. **סיכוני נזילות** – סיכון הנובע מאי יכולת הקרן לספק את צרכי הנזילות שלה. סיכון זה נובע מאי הודאות שקיימת לגבי עיתוי התשלומים מחד וזמינות מקורות מאידך. צורך אפשרי לגיוס מקורות באופן בלתי צפוי ובזמן קצר עשוי לחייב מימוש נכסים משמעותי בתנאי לחץ ומכירתם במחירים הנמוכים ממחירי השוק. צורך כזה עלול להיווצר בנסיבות מסוימות, כתוצאה מעזיבת עמיתים.  
ד. **סיכונים תפעוליים** – סיכון להפסד כתוצאה מאי נאותות או כשל של תהליכים פנימיים של אנשים ומערכות הקשורים באופן ניהול נכסי הקרן, ובכללם גם סיכונים הנובעים מניהול השקעות הקרן ע"י מנהלי תיקים חיצוניים..

ועדת ההשקעות של הקרן דנה בישיבותיה בסיכוני ההשקעה השונים של התיק וגיבשה מדיניות וכללי השקעה בכדי לצמצם סיכוני השקעה. במסגרת זו ועל מנת לתת מענה למדיניות השקעות כוללת, לסיכונים המתוארים לעיל, קבעה ועדת ההשקעות של הקרן הקצאת נכסים מפורטת וכן

מסגרות פעילות, כלי השקעה, כללי פיזור וחשיפה, כללים לאופן השימוש במנהלי השקעות חיצוניים, מדדי ייחוס וכללי דיווח ובקרה.

מדיניות ההשקעות של הקרן נבחנת אחת לתקופה ע"י דירקטוריון הקרן וועדת ההשקעות של הקרן נפגשת בתדירות של אחת לשבועיים וכמו כן מתבצעות בקרות אירועים מהותיים. הועדה מקבלת עדכון שוטף לגבי מצב התיק, הערכות כלכליות, עדכון בנוגע לשווקים, אלטרנטיבות השקעה, הצעות השקעה ובחינת ביצועים.

נציין כאן כי קיימת מגבלה רגולטורית שלא מאפשרת לקרן להשקיע מעבר ל-14% מהתיק החופשי במניות או בני"ע לא מדורגים. כיום הקרן נמצאת בסף העליון של המגבלה ולכן היא אינה יכולה להגדיל את רכיב המניות בתיק.

### ההקשר למדיניות ההשקעה של הקרן

המשבר בשווקים הפיננסיים מלווה אותנו קצת יותר משנה. השילוב של מינוף יתר, חשיפת יתר לנדל"ן ומוצרים מגובי משכנתאות, חוסר בהון, נפילה ברווחיות, מחנק אשראי והיסטריה בקרב הציבור מתדלק את המשבר. ולכן, כל עוד רכיבים אלו שולטים בשטח- אין סיבה להניח שהאירועים שאנו חווים לא ימשיכו באותה אינטנסיביות. להערכתנו ייקח זמן עד שהמנופים יפחתו, החשיפה לנגזרי הנדל"ן תפחת, הנזילות תשוב לשווקים, הבנקים ימלאו את עתודות ההון שלהם וההיסטריה של הציבור תירגע. המשבר הנוכחי גרם לפגיעה משמעותית ברווחיות החברות הישראליות. חלו שינויים לרעה באיתנות הפיננסית של החברות במהלך רבעון שני ושלישי שנת 2008. ההסתברות לקשיים שבהם יתקלו חלק מן החברות בבואן לפרוע חובות שנטלו בשנים האחרונות עולה.

המשבר הפיננסי גובה קורבנות רבים בקרב מערכת הבנקאות העולמית, ומחייב שינוי מבני כולל של העולם הפיננסי המוכר לנו. בשנה האחרונה ראינו קריסת המערכות הפיננסיות החופשיות ובסוף עידן של בנקים להשקעות בוול סטריט, בתנודות חדות ובהפסקות מסחר בגלל עליות חריגות ובגלל ירידות חריגות, תוכניות חילוץ עולמיות של הבנקים ובהזרמת מיליארדי דולרים לשווקים ע"י ממשלות. ליהמן ברדרס, בנק ההשקעות הרביעי בגודלו בארה"ב, פושט את הרגל לאחר שהמו"מ על מכירתו עלה על שרטון, ולאחר ששרד האוצר האמריקאי החליט לתת לו ליפול. ההחלטה לתת לליהמן ליפול היא זו ששינתה את מצב הצבירה מ"משבר" ל"קריסה". מניות גולדמן זקס ומורגן סטנלי, שני בנקי ההשקעות שמצבם דווקא הוערך כשפיר, מתרסקות.

בכלכלות העולם – העולם נכנס עתה לתקופה של מיתון, שיימשך לפחות שנה. בישראל, תהיה האטה משמעותית לפחות שנה. אחרי שנה של מיתון עולמי, המצב יכול להשתפר מעט, אולם עדיין ייקח שנים מספר עד שנשוב לשיעורי הצמיחה שראינו בישראל ובעולם כולו בארבע השנים האחרונות. הסכנה בעולם

עדיין לא חלפה. בישראל הסכנה הגדולה נעוצה בתגובת משקי הבית. פדיונות גדולים בקופות הגמל, קרנות נאמנות, בביטוחי המנהלים ובפנסיה עלולים לגרום למכירה כפויה של נכסים שיורידו את מחירם- גם אם מנהלי התיקים, הקרנות והקופות יעריכו שמכירה כזו בעת הזו אינה נכונה. ישראל בדרך להאטה משמעותית. תחזית צמיחה לשנת 2009, לפי אינדיקטורים כלכליים יכולה להסתכם סביב אפס (ואפילו שלילית) לעומת צמיחה של 4.5% בשנת 2008. הריביות בכל העולם וגם בישראל בכיוון ירידה. להערכתנו לא תהיה בעיית אינפלציה בישראל בשנת 2009. על תשואות האג"ח בישראל מופעלים שני כוחות מנוגדים: מצד אחד הפחתות ריבית והפחתת האינפלציה, שמושכת את התשואות כלפי מטה. התערבות של בנק ישראל במסחר בשוק איגרות החוב הממשלתיות, אך עדיין קשה להעריך באיזה עוצמה. מצד שני, בנק ישראל צופה גירעון תקציבי של מעל ל-5% תוצר בשנת 2009.

בשנת 2008 המשיכה הקרן להשקיע באג"ח ממשלתיות צמודות במח"מ בינוני ארוך וכן באג"ח קונצרני לצורך שיפור התשואה הפנימית של תיק האג"ח שלה. בקרן הותיקה כ- 51% מסך נכסי הקרן הינם אג"ח ממשלתיות מיועדות, וכ- 49% מנכסי הקרן מהווים נכסים חופשיים, כאשר נכסים צמודי מדד אשר כוללים בתוכם פיקדונות בנקאיים שטרי הון אג"ח קונצרניות סחירות ולא סחירות מסתכמים לסך 1094 מל"ש המהווים כ-32.07% מסך נכסי הקרן. הקרן מקפידה להחזיק אחוז גבוה של נכסים צמודי מדד על מנת להקטין את החשיפה האינפלציונית של נכסי הקרן. בקרן הרבעון כ- 42% מסך נכסי הקרן הינם אג"ח ממשלתיות מיועדות, וכ- 58% מנכסי הקרן מהווים נכסים חופשיים, כאשר נכסים צמודי מדד אשר כוללים בתוכם פיקדונות בנקאיים שטרי הון אג"ח קונצרנים סחירות ולא סחירות מסתכמים לסך כ-162 מל"ש המהווים 34.96% מסך נכסי הקרן. הקרן מקפידה להחזיק אחוז גבוה של נכסי צמודי מדד על מנת להקטין את החשיפה האינפלציונית של נכסי הקרן.

הקרן הותיקה משקיעה באג"ח קונצרניות מדורגות בארץ ובח"ל. ההשקעות בארץ ברובן בקבוצת דירוג AA (דירוג מקומי) ובח"ל בדירוג בינ"ל A ומעלה. לקרן הותיקה מגבלות ברמת הקונצרן והנייר.

אחוז הנכסים המדורגים A- ומטה בקרן הותיקה אינו עולה על 3.5% מסך נכסי הקרן.

מבחינת סיכון הריכוזיות, קיים פיזור בהשקעה באפיק הקונצרני בין הענפים השונים, הענפים הבולטים הם ענף הנדל"ן המהווה כ- 5.7% בקרן הותיקה מסך הנכסים וכ- 7.5% מתוך סך נכסי קרן הרבעון. ענף הבנקאות המהווה כ- 16.2% מסך הנכסי בקרן הותיקה וכ- 17.04% בקרן הרבעון.

יחד עם זאת לקופה חשיפה למט"ח בהיקפים של כ- 4.3% בקרן הותיקה וכ- 4.65% בקרן הרבעון הנובעים מהשקעות באג"ח זרות ובמניות בחו"ל, כמענה לסיכון המח"מ שאינו ניתן לגידור באמצעות נכסים צמודי מדד מקומיים.

התיק נבנה ע"פ שאיפה זו, בתיק ישנו פיזור גיאוגרפי, סקטוריאלי גבוה יחסית, שיעור המניות בתיק נמוך יחסית ומהווה כ- 4.15% משווי של שתי הקרנות.

**נתונים בדבר תיקי הנכסים של הקרן הותיקה וקרן הרבעון**

1. **פילוח לפי אפיקי השקעה :** (נתונים ליום 31/12/08 באלפי ש"ח)

**נתוני קרן ותיקה :**

אחוז מהתיק	היקף חשיפה	אפיק השקעה
3.39%	115,789	מניתי
4.78%	163,061	לא צמוד
32.07%	1,094,257	צמוד מדד
4.29%	146,238	צמוד מט"ח
50.83%	1,734,358	מיועדות
4.64%	158,448	מזומן שקלי*
<b>100.00%</b>	<b>3,412,151</b>	<b>סה"כ :</b>

\* לא כולל חשבונות בנק תפעוליים

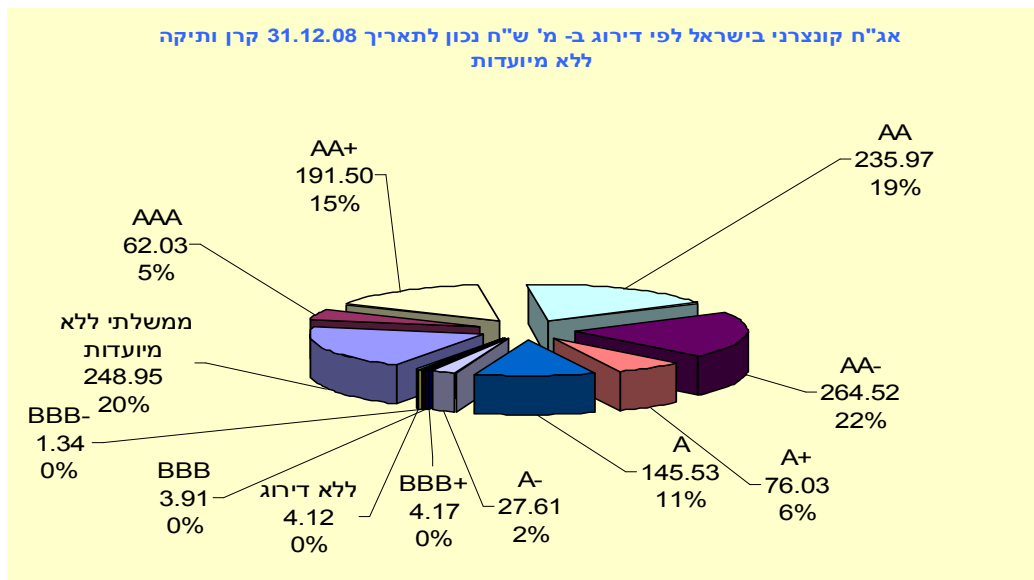
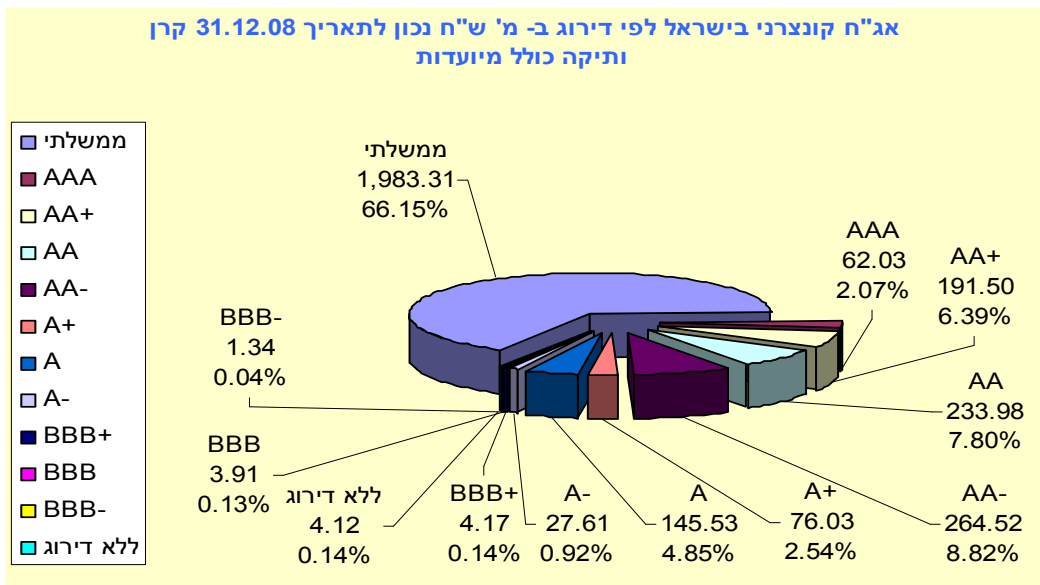
**נתוני קרן רבעון :**

אחוז מהתיק	היקף חשיפה	אפיק השקעה
9.06%	42,022	מניתי
5.11%	23,713	לא צמוד
34.94%	161,962	צמוד מדד
4.65%	21,562	צמוד מט"ח
4.20%	19,486	מזומן שקלי*
42.03%	194,863	מיועדות
<b>100.00%</b>	<b>463,608</b>	<b>סה"כ :</b>

\* לא כולל חשבונות בנק תפעוליים

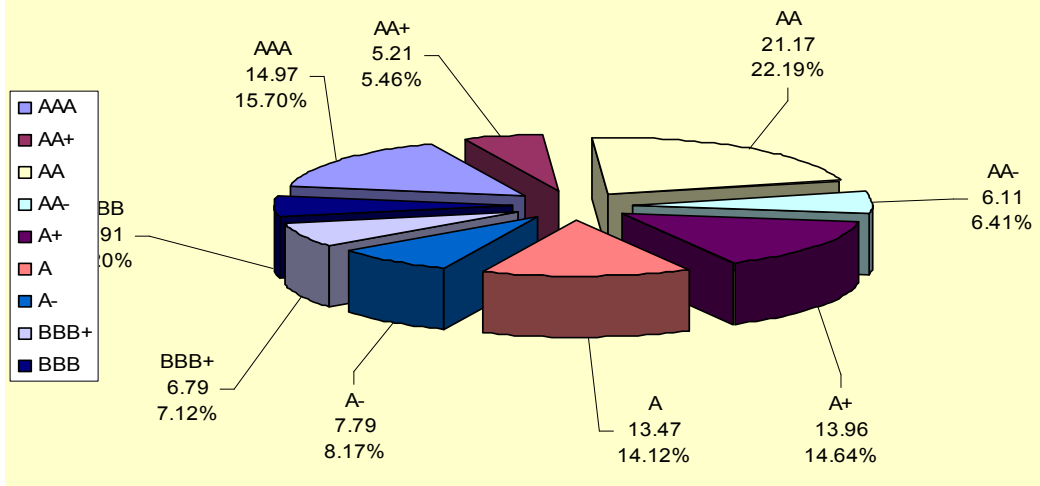
2. התפלגות אג"ח בישראל לפי דירוגים : (נתונים ליום 31/12/08 במ' ש"ח)

קרן ותיקה – (סה"כ נכסי הקרן – 3,412 מ' ש"ח)



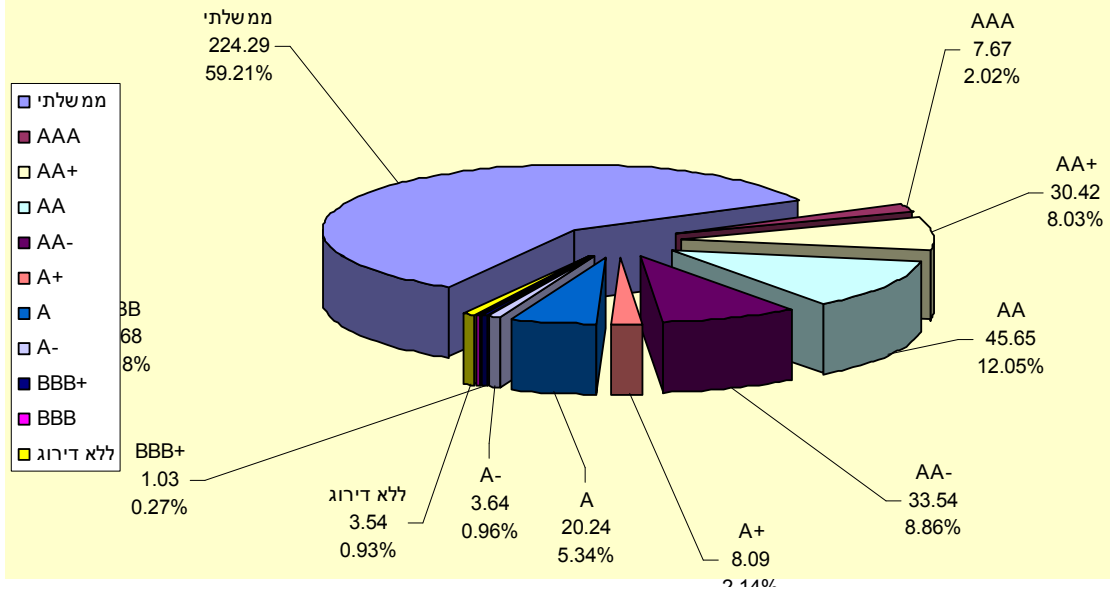


אג"ח קונצרני זר לפי דרוג בינלאומי ב- מ' ש"ח נכון לתאריך 31.12.08  
קרן ותיקה

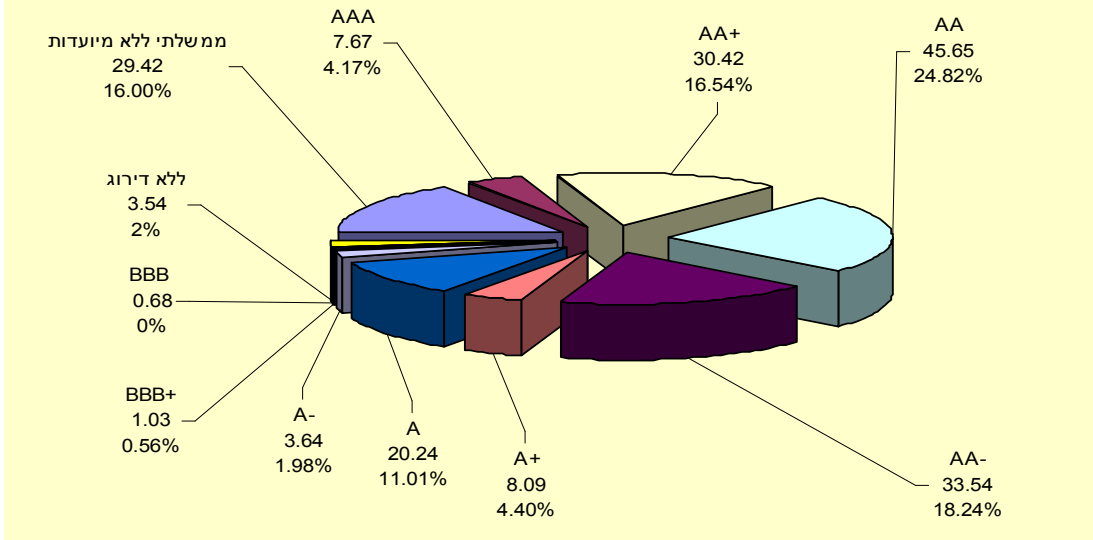


קרן רבעון – (סה"כ נכסי הקרן – 463 מ' ש"ח)

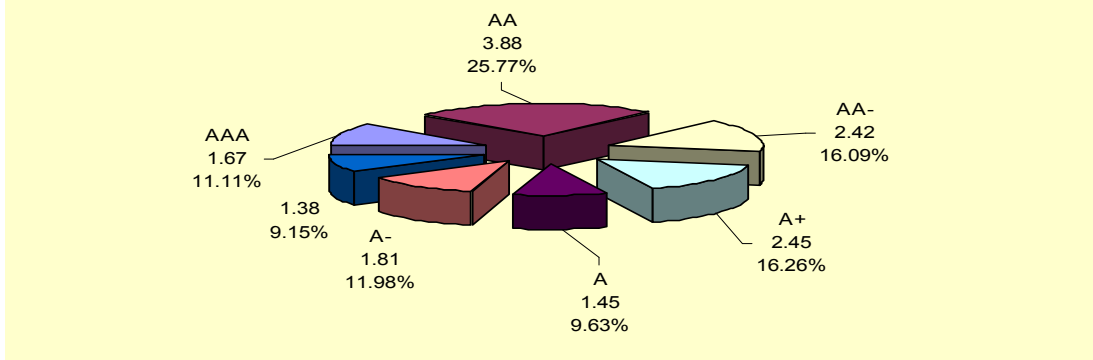
אג"ח קונצרני בישראל לפי דירוג ב- מ' ש"ח נכון לתאריך 31.12.08  
קרן רבעון כולל מיעדות



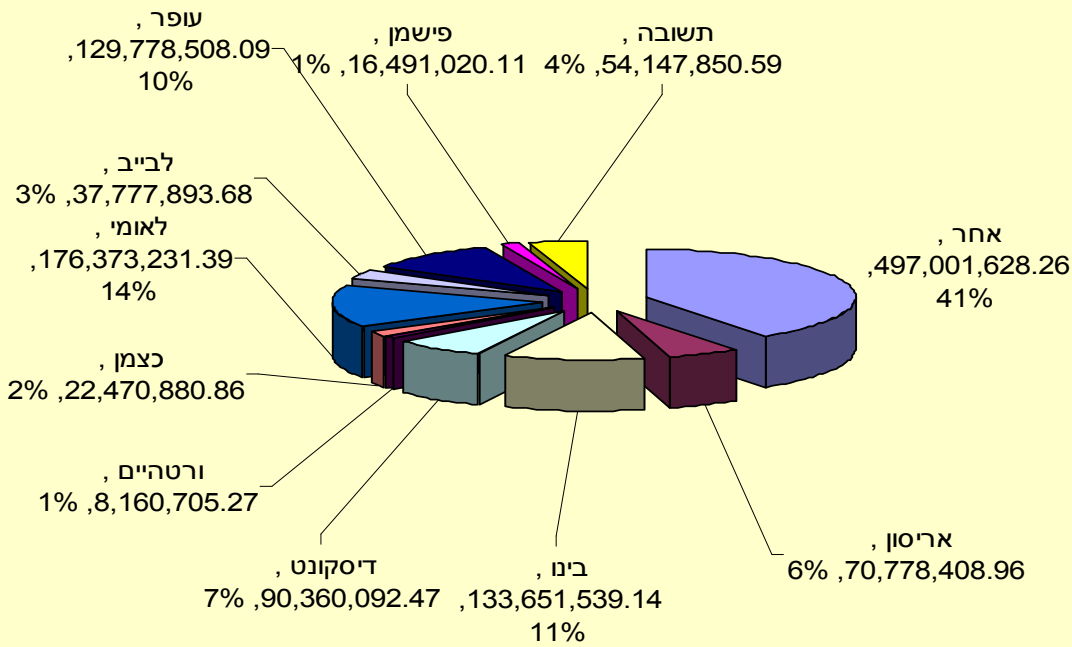
אג"ח קונצרני בישראל לפי דירוג ב- מ' ש"ח נכון לתאריך 31.12.08 קרן רבעון ללא מיועדות



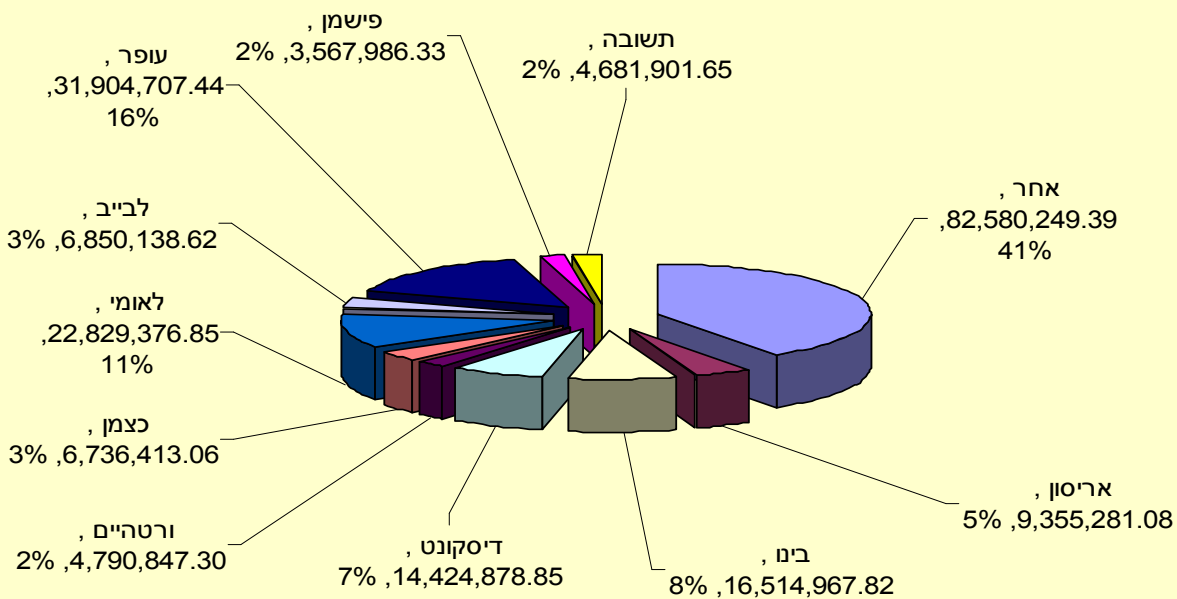
אג"ח קונצרני זר לפי דרוג בינלאומי במ' ש"ח נכון לתאריך 31.12.08 קרן רבעון



### ותיקה פילוח לפי מנפיקים

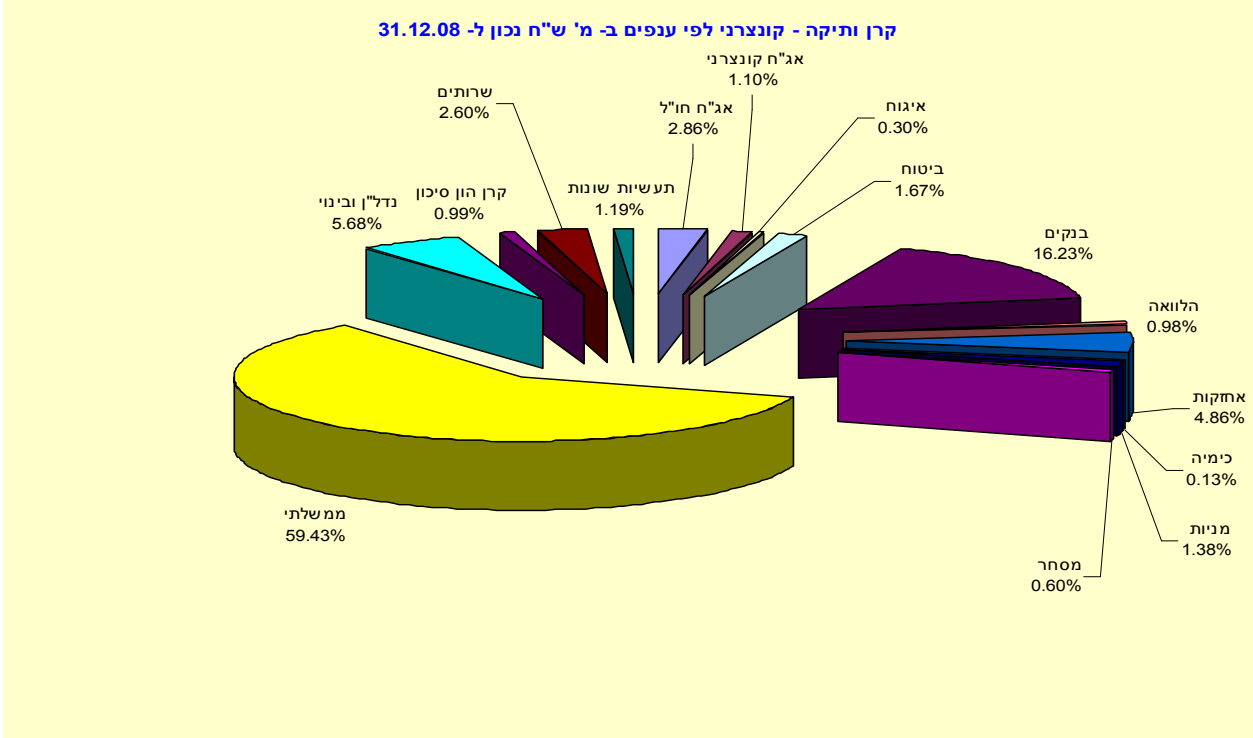


### רבעון פילוח לפי מנפיקים

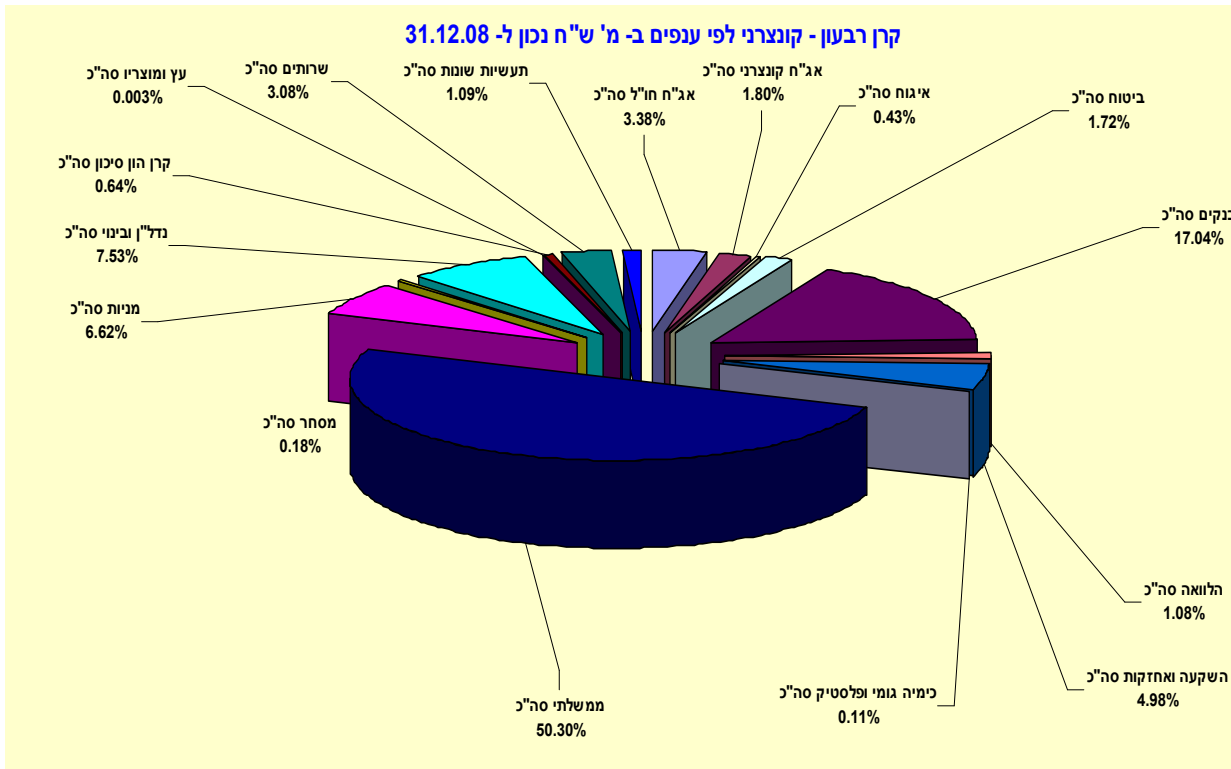


4. התפלגות לפי ענפים : (נתונים ליום 31/12/08 במ' שח)

קרן ותיקה – (סה"כ נכסי הקרן – 3,412 מ' שח)



קרן רבעון – (סה"כ נכסי הקרן – 463 מ' שח)



## 6. השפעת גורמים חיצוניים על פעילות התאגיד

לעניין זה ראה פירוט לעיל בפרק 2(ד) .

## 7. הערכת בקורות ונהלים לגבי הגילוי

"המפקח", מצורפות לדוחות כספיים שנתיים ורבעוניים של חברות המנהלות קרנות פנסיה ושל קרנות פנסיה (להלן "הגופים המוסדיים"), הצהרות עליהן חותמים מנכ"ל וסמנכ"ל כספים, או מי שממלא בפועל את התפקיד האמור, בגופים המוסדיים.

ההצהרות מבוססות על הוראות הרשות לניירות ערך בארה"ב (ה- US Securities and Exchange Commission - להלן "SEC") ומאמצות את דרישות סעיף 302 של חוק סרבנס אוקסלי ( The Sarbanes-Oxley Act - להלן "ה-SOX Act"). ההצהרות מצורפות לדוחות הכספיים של הגופים המוסדיים החל מהדוחות התקופתיים לשנת 2007.

הנהלת החברה והנהלת הקרן קבעו נהלים בסיוע יועצים חיצוניים ומינו ועדת בהתאם לחוזרי המפקח על שוק ההון ביטוח וחסכון (להלן גילוי בהשתתפות מנהלים בכירים, במתכונת המאפשרת לקיים הנחיות חוזרים אלו.

הנהלת החברה והקרן, בשיתוף המנכ"לים ומנהלי הכספים של החברה והקרן, העריכו לתום התקופה המכוסה בדוח זה את היעילות של הבקורות והנהלים לגבי הגילוי של החברה והקרן. על בסיס הערכה זו, המנכ"לים ומנהלי הכספים של החברה והקרן הסיקו כי לתום תקופה זו הבקורות והנהלים לגבי הגילוי של החברה והקרן הנן יעילות על מנת לרשום, לעבד, לסכם ולדווח על המידע שהחבר והקרן נדרשות לגלות בדוח השנתי בהתאם להוראות הדין והוראות הדיווח שקבע הממונה על שוק ההון ביטוח וחסכון ובמועד שנקבע בהוראות אלו.

זאת למעט, הטעות בהערכה האקטוארית שבוצעה על ידי אקטואר הקרן ליום 31.12.2007, אשר בעקבותיה נדרש תיקון ביתרת ההתחייבויות הפנסיוניות בגירעון האקטוארי לאותו תאריך, כמפורט בדוח השנתי של הקרן בהערות אקטואר סעיף ה'.

יצוין כי, החל בשנת 2008 בוצע חישוב ההערכה האקטוארית על ידי אקטואר נוסף (שאינו אקטואר הקרן) והנהלת הקרן מתכוונת להמשיך ביישום נהלי בקרה בקשר להערכה האקטוארית.

במהלך התקופה המכוסה המסתיימת ביום 31 בדצמבר 2008 לא אירע כל שינוי בבקרה הפנימית של החברה והקרן על דיווח כספי אשר השפיע באופן מהותי, או סביר שצפוי להשפיע באופן מהותי, על הבקרה הפנימית של החברה והקרן על דיווח כספי, למעט המתואר לעיל לגבי בקרת ההערכה האקטוארית של הקרן.

## אחריות ההנהלה על הבקרה הפנימית על דיווח כספי

בחודש מאי 2007 הפיץ הממונה על שוק ההון ביטוח וחסכון חוזר בעניין האמור, לפיו על הגופים המוסדיים להיערך לכלול בדוחותיהם השנתיים, החל בדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2009, הצהרת הנהלה באשר לאחריותה על הבקרה הפנימית על דיווח כספי (להלן "החוזר"). בנוסף, תיכלל בדוחות הכספיים מאותו מועד, חוות דעת של רואי החשבון המבקרים לגבי הבקרה הפנימית על דיווח כספי. נוסח הצהרת ההנהלה על הבקרה הפנימית ונוסח חוות הדעת של רואה החשבון המבקר טרם הופצו על ידי המפקח.

הוראות החוזר נועדו ליישם את דרישות סעיף 404 של ה-SOX act (להלן "סעיף 404") בגופים מוסדיים ואת הכללים שנקבעו בהתייחס אליו על ידי ה- SEC וה- Public Company Accounting Oversight Board.

דרישות אלה קובעות בין היתר:

- ההנהלה תצהיר על אחריותה להקמה ותחזוק של מערך ונהלי בקרה פנימית נאותים, על דיווח כספי, ותכלול את הערכתה לתום שנת הכספים לגבי יעילות המערך וכללי הבקרה הפנימית על דיווח כספי.
- בקרה פנימית נאותה מחייבת קיום מערך בקרה על פי מסגרת מוגדרת ומוכרת. מודל בקרה פנימי שפורסם בדוח של ה- Committee Of Sponsoring Organizations of the Tread way Commission (להלן "COSO"), עונה על הדרישות ויכול לשמש לצורך הערכת הבקרה הפנימית.
- יישום הוראות החוזר מחייב פיתוח והקמה של מערכות תשתית של בקרות פנימיות בגופים המוסדיים והליך פיתוחן של מערכות אלה מחייב את הגופים המוסדיים להיערך ולקבוע שלבים ויעדי ביניים עד ליישומן המלא.

בחודש דצמבר 2008 הפיץ המפקח על שוק ההון ביטוח וחסכון טיוטה לתיקון החוזר (להלן "הטיוטה"), לפיו לוחות הזמנים ליישום נדחו בשנה אחת. דהיינו, הצהרת ההנהלה תחל החל בדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2010. כמו כן, הטיוטה כוללת דרישות ביניים ליישום הן על ידי הגופים המוסדיים והן על ידי רואי החשבון במהלך השנים 2009 ו-2010. איגוד חברות הביטוח ואיגוד קרנות הפנסיה הגישו למפקח את התייחסותן לטיוטה, תוך בקשה להקל בדרישות הביניים שנקבעו.

במסגרת לוחות הזמנים שנקבעו ליישום החוזר, בצע הגוף המוסדי עד למועד פרסום הדוח השנתי ליום 31.12.08 את הפעולות הבאות:

- מונתה ועדת היגוי אשר כוללת גורמי הנהלה בכירים של הגוף המוסדי.
- נבחרו יועצים חיצוניים בעלי ניסיון שיסייעו ידריכו וילוו את הגוף המוסדי בהיערכותו.

- הגוף המוסדי בחר את מודל הבקרה הפנימית COSO לצורך הערכת הבקרה הפנימית. מודל COSO מגדיר מהי בקרה פנימית ומספק אמות מידה לפיהן נבחנת האפקטיביות של מערך הבקרה הפנימית.
- הותקנה מערכת ממוכנת שתשמש לניהול המידע בקשר לתהליכי העבודה והבקורות הפנימיות ולניהול תהליך העמידה בהוראות סעיף 404.
- זוהו חשבונות ותהליכים עסקיים מהותיים לדיווח הכספי וזוהו היחידות המהותיות שעוסקות בניהול ודיווח בגין תהליכים אלה.
- בוצע תיעוד של חלק מתהליכים אלה לרבות הכנת תיאורי תהליך, ניתוח הסיכונים והבקורות לדיווח כספי בתהליכים אלה וניתוח פערי בקרה אל מול מודל הבקרה הפנימית. כמו כן, בוצעה במסגרת שלב זה הערכה של מידת היעילות בעיצוב של הבקורות. יובהר כי, בדיקת האפקטיביות התפעולית של הבקורות תבוצע, בעקבות דחיית הלוחות הזמנים ליישום, בשנת 2010.
- תיקון ליקויים – במסגרת קביעת לוחות הזמנים וסדרי העדיפויות לתיקון הליקויים, הנחת העבודה המנחה את הגוף המוסדי היא כי עד לשנת 2010 יבוצע תיקון של ליקויי בקרה בבקורות המפתח לדיווח הכספי, במידה וזוהו ליקויים כאלה במסגרת התיעוד, או יישום של בקורות מפצות.

הגורם שמונה כאחראי לתיקון הליקויים הינו מנכ"ל החברה.

שנת 2009 תוקדש ל:

- השלמת תיעוד התהליכים, ניתוח הסיכונים והבקורות לדיווח כספי בתהליכים אלה, ניתוח פערי בקרה אל מול מודל הבקרה הפנימית, והערכת מידת היעילות של עיצוב הבקורות.
- תיקון ליקויים, ככל שימצאו כאלה.
- דרישות ביניים ככל שיידרש הגוף המוסדי לבצע בשנת 2009 עקב הדחייה ביישום החוזר, יבוצעו אף הן במהלך שנה זו.

שנת 2010 תוקדש ל:

- בדיקת האפקטיביות התפעולית של הבקורות באמצעות ביצוע בדיקות מדגמיות.
- המשך תיקון ליקויים, ככל שימצאו כאלה, לרבות ליקויים שעשויים להימצא במהלך ביצוע הבדיקות.
- הכנת הצהרת ההנהלה על הבקרה הפנימית.
- כמו כן, תבוצע במהלך שנת 2010 ביקורת של רואי החשבון המבקרים של הגוף המוסדי ותינתן חוות דעתם רואי החשבון לגבי הבקרה הפנימית על דיווח כספי.

שמות החותמים:

1. עמוס אפשטיין – יו"ר הדירקטוריון \_\_\_\_\_

2. צביקה קידר – מנכ"ל החברה המנהלת \_\_\_\_\_