

## 2. השקעות תושבי ישראל בחוץ לארץ<sup>13</sup>

### א. ההתפתחויות העיקריות

בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל בשנת 2003 נמשכו המגמות שאפיינו אותן במחצית השנייה של שנת 2002, והושפעו הן מהתפתחויות בשוק המקומי והן מהתפתחויות גלובליות. יתרת ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל גדלה ב-10 מיליארדי דולרים והסתכמה בסוף השנה ב-88 מיליארדים. זרמי ההשקעות הסתכמו השנה ב-7 מיליארדי דולרים, מעל לרמה של השנתיים האחרונות שהתייצבה על כ-4 מיליארדים (לוח I-ג-2-1). ההשקעות הישירות, המושפעות בעיקר משיקולים ארוכי טווח מההתפתחויות הבין-לאומיות, בייחוד בענפי הטכנולוגיה העילית, הסתמנה בשנתיים האחרונות מגמה של עלייה, ואילו ההשקעות בתיק ניירות ערך למסחר נרשמה השנה התייצבות; המגזר הבנקאי הגדיל את השקעותיו ואילו המגזר הפרטי הלא בנקאי הקטין מאוד את ההשקעות לעומת השיא שנרשם במחצית הראשונה של 2002, וזאת בגלל גורמים מקומיים - עלייה בסיכון שער החליפין והתערערות האמון במדיניות המקרו-כלכליות. ואולם בראייה ארוכת טווח של המגמה ובנטרול תקופות חריגות ניתן להצביע על מגמה עקבית של עלייה בהשקעות אלו של תושבי ישראל בחו"ל - כתוצאה מהשתלבות המשק בתהליכי הגלובליזציה העולמיים, ומתהליכי הליברליזציה במט"ח, הסרת חסמים רגולטוריים מעל השקעות המשקיעים המוסדיים והפחתת הריבית.

השקעות תושבי ישראל בחו"ל הולכות וגדלות.

בהשקעות האחרות נרשם גידול - רובו עקב גידול פיקדונות הבנקים הישראליים בחו"ל, שהעבירו לחו"ל את עודפי המקורות במט"ח, אשר נוצרו בהשפעת ההתפתחויות המקומיות בשוק שקל-מט"ח. (אלה מתוארות בחלק II הדין בשוק שקל-מט"ח.) התנהגות חלקיו של המגזר העסקי לא הייתה אחידה לא במהלך השנה ולא בין תת-המגזרים השונים, והם הושפעו מהתפתחויות מקומיות ועולמיות בעוצמות שונות - כל חלק על פי מידת רגישותו.

**המגזר העסקי הושפע השנה בעיקר מההתפתחויות הבין-לאומיות הן ביחס לנכסיו הארוכים (ההשקעות הישירות) והן ביחס לנכסיו הקצרים (ניירות הערך הסחירים והפיקדונות).** ההתאוששות ברמת הפעילות העולמית בענפי הטכנולוגיה העילית הביאה לגידול זרם ההשקעות הישירות של חברות מענפים אלו - לראשונה, לאחר שנתיים של האטה. כפועל יוצא של הגלובליזציה, ההתרחבות העסקית המתבצעת באמצעות רכישת חברות, הייתה על ידי מספר מצומצם של חברות גדולות. בנכסים הקצרים של המגזר ניכר הבדל התנהגות בין החברות לפי גודלן: החברות הגדולות הושפעו בעיקר מהריבית הדולרית הנמוכה ששררה בתקופה הנסקרת, והמשיכו את המגמה שאפיינה את שנת 2002 - החלפת פיקדונות באיגרות חוב - אף כי מגמה זו הואטה השנה. כנגד זאת, החברות הקטנות, שבשנת 2002 היו הגורם העיקרי לגידול הפיקדונות בחו"ל והתנהגו בדומה למגזר משקי הבית, לא העבירו השנה סכומים מהותיים לפיקדונות בחו"ל, מגמה שהחלה כבר במחצית השנייה של 2002 עם השיפור בתנאים בשוק המקומי.

השקעות המגזר העסקי בחו"ל מושפעות בעיקר מההתפתחויות הבין-לאומיות.

**המגזר הבנקאי הגדיל השנה את נכסיו הקצרים בחו"ל - בעיקר בפיקדונות - בכ-2.7**

13 הניתוח והמידע בפרק זה הם מנקודת ראות מאזן התשלומים, ועל כן אינם מתייחסים להשקעות של תושבי ישראל בנכסים ישראליים במט"ח הנסחרים בחו"ל (ממשלתיים ושל המגזר הפרטי). ניתוח כולל על השקעות תושבי ישראל בנכסים אלה מוצג בחלק II הדין בשוק שקל-מט"ח. רכישת נכסים אלה באה לידי ביטוי בפרק הקודם, כמימוש השקעות של תושבי חוץ בישראל.

**לוח I-ג'-2-1**  
**ההשקעות של תושבי ישראל בחוץ לארץ, 1999 עד 2003**  
 (מיליארדי דולרים)

	2003	2002	2001	2000	1999			
	7.0	3.9	4.2	9.4	6.0	<b>סך כל זרמי ההשקעות</b>		
	1.6	1.0	0.6	3.5	1.0	ההשקעות הישירות		
	2.6	2.5	1.1	2.1	0.8	ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר		
	1.5	1.1	2.1	2.8	2.7	ההשקעות האחרות <sup>1</sup>		
	1.3	-0.7	0.4	1.0	1.5	המגזר הציבורי		
	0.9	-1.0	-0.2	0.9	0.9	מזה: רזרבות בנק ישראל		
<b>השינוי בשנת 2003</b>								
<b>סך הכול<sup>2</sup> מזה: השפעת המחירים</b>								
	2.8	10.0	88.0	78.0	72.3	69.3	60.4	<b>יתרת ההשקעות (סופי תקופה)</b>
	0.1	1.6	12.1	10.5	9.5	9.4	6.4	ההשקעות הישירות
	1.0	3.5	13.8	10.3	8.0	7.4	5.0	ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר
	0.7	2.9	35.5	32.6	30.9	28.5	25.6	ההשקעות האחרות <sup>1</sup>
	1.0	2.0	26.6	24.6	23.9	24.0	23.4	נכסי המגזר הציבורי
	1.2	2.1	25.8	23.7	23.2	23.2	22.5	מזה: רזרבות בנק ישראל

(1) ההשקעות האחרות כוללות פיקדונות בבנקים זרים ואשראי לתושבי חוץ.  
 (2) סך כל השינוי ביתרת ההשקעות מורכב מזרמי ההשקעות, מהשפעת המחירים, וכן מהפרשי שערים ומהתאמות אחרות שאינם מוצגים כאן.  
 המקור: דיווחי הבנקים, החברות, משרד האוצר ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

מיליארדי דולרים וזאת כחלק מניהול עודפי הנזילות שלו, המופקדים בחו"ל. הרקע לגידול הנכסים בחו"ל הוא המשך המגמה של גידול המקורות במטבע חוץ שהחלה במחצית השנייה של 2002, וזאת בעקבות המשך ההפחתה ההדרגתית של חובת הנזילות המשנית בבנק ישראל על פיקדונות במטבע חוץ ופירעונות אשראי במט"ח מצד תושבי ישראל.

**מגזר משקי הבית**, הפועלים במישרין ובאמצעות קרנות הנאמנות, השקיע השנה בניירות ערך למסחר ובפיקדונות בחו"ל 0.6 מיליארד דולרים בלבד, לעומת 2.5 מיליארדים בשנת 2002. ההסבר העיקרי לירידה השנה בהשקעות אלה נעוץ בגורמים מקומיים - ירידה של סיכון שער החליפין והתחדשות האמון במדיניות המקרו-כלכלית - שהביטוי העיקרי לכך היה ירידה מהותית בהעברות לפיקדונות בחו"ל, במחצית הראשונה של השנה והיפוך המגמה ליבוא הון במחצית השנייה שבה הוחזרו חלק מהפיקדונות לישראל. פקיעת איגרות החוב מסוג "גלבוע" הצמודות למט"ח שהוחזקו על ידי קרנות הנאמנות המתמחות במט"ח, הביאה לרכישת איגרות חוב זרות בעיקר במחצית השנייה.

**המשקיעים המוסדיים** השקיעו בתקופה הנסקרת כ-0.9 מיליארד דולרים בניירות ערך למסחר. כמחצית ההשקעות האלה - כ-0.4 מיליארד - בוצעו על-ידי חברות ביטוח,

המשקיעות בחו"ל בשנים האחרונות במסגרת אסטרטגיה ארוכת טווח של פיזור תיק נכסיהן. עיקר ההשקעות של חברות הביטוח בוצעו במחצית השנייה של השנה, חלקן כתחליף לאיגרות החוב מסוג "גלבו" שהוחזקו על ידם ופקעו, כאמור, בתקופה זו. השקעות קופות הגמל גדלו ביחס לשנת 2002, אך מפאת אפליית המס לטובת נכסים ישראליים, הן נמנעות מלהשקיע בחו"ל בהיקפים ניכרים. גם קופות הגמל ביצעו את מרבית השקעותיהן במחצית השנייה, כתחליף לאיגרות החוב הנ"ל.

היקף הנכסים בחו"ל של המגזר הפרטי הלא-בנקאי גדל בחמש השנים האחרונות בכ-19 מיליארדים - ל-40 מיליארדים. בתקופה זו גדל משקל הנכסים בחו"ל בסך הנכסים (בשקלים ובמט"ח) מ-9% ל-13% בלבד. קצב התאמת תיק הנכסים נמוך בהתחשב בהחלטה של הליברליזציה במט"ח בתקופה זו, בשחרורם של המשקיעים המוסדיים מכל הגבלה כמותית על השקעותיהם בחו"ל ובעליית התשואות היחסיות של הנכסים במט"ח עם הפעלת הרפורמה במס ב-2003 ובשל הפחתת הריבית המקומית. ההסבר לקצב האיטי של התאמת תיק הנכסים טמון ככל הנראה באסטרטגיה ארוכת הטווח שנקטו הגופים המוסדיים בתחום זה, באפליית מס, לגבי חלקם, בין נכסים בישראל לנכסים בחו"ל, וכן ב"יתרון הביתיות" (home bias) - בנטייה אצל משקיעים מוסדיים, ובעוצמה גדולה יותר אצל משקי הבית, להעדיף נכסים מקומיים.

שיעור הנכסים בסך כל נכסיו של המגזר הפרטי הלא-בנקאי בחו"ל גדל בקצב איטי.

## ב. ההשקעות הישירות

יתרת ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחו"ל גדלה השנה ב-1.6 מיליארדי דולרים (15%) והסתכמה בסופה ב-12.1 מיליארדי דולרים - 10.2 מיליארדים בידי המגזר הפרטי הלא-בנקאי ו-1.9 מיליארדים בידי המגזר הבנקאי.

זרמי ההשקעות של המגזר הפרטי הלא-בנקאי הסתכמו בשנת 2003 ב-1.6 מיליארדי דולרים, והם מצביעים על עלייה מתונה במגמה ארוכת הטווח של ההשקעות הישירות. עם זאת הן נמוכות משמעותית מאשר בשנת 2000 - שהייתה שנת שיא בתחום זה, הודות לגיאומטריה בענפי הטכנולוגיה העילית, וחלק ניכר מהעסקאות בה היו בהחלפות מניות, ששיקפו את תופעת הבועה.

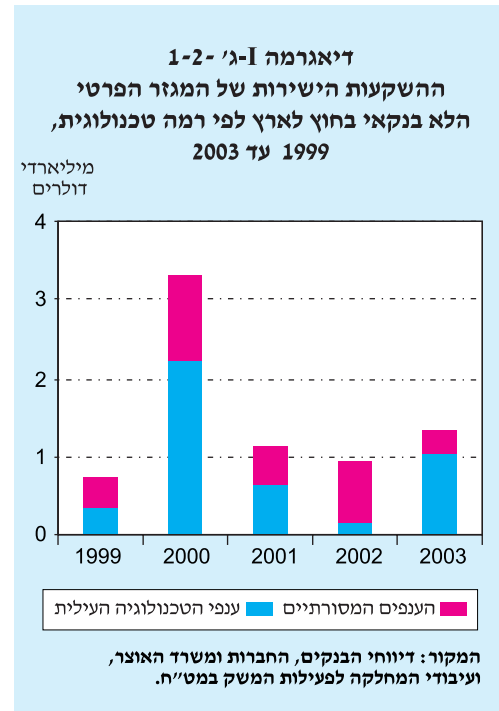
ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחו"ל מושפעות בעיקר מתהליך הגלובליזציה, שבמסגרתה חברות ישראליות גדולות רוכשות חברות יצרניות בחו"ל ומשלבות אותן בעסקיהן. כך השנה, בוצעו כמחצית מההשקעות על ידי חברה אחת מענף התרופות, והמחצית השנייה בוצעה על ידי מספר מצומצם של חברות גדולות.

ביטוי נוסף להשפעת הגלובליזציה הוא התנודתיות בהיקף ההשקעות הישירות של הענפים השונים בהתאם לרמת הפעילות העולמית בענפים אלה. ענפי הטכנולוגיה העילית, הגדילו השנה מאוד את השקעותיהם בחו"ל (דיאגרמה I-ג-2), על רקע ההתאוששות העולמית בענפים אלה, שהחלה עוד בשנה הקודמת; גידול זה בלט כאמור, בענף התרופות, וכן בענף האלקטרוניקה. לעומת זאת, ענף התוכנה שומר על יציבות זה מספר שנים, ואילו ענף התקשורת נמנע מלהשקיע בחו"ל בשנים האחרונות - בין היתר, על רקע הצטברות הפסדים גדולים של חברות מובילות בענף זה. בתחום הענפים המסורתיים - ענף הכימיה שומר על יציבות, בזכות הרמה המתונה של תנודתיות בפעילות העולמית של ענף זה, ואילו ענף הבנייה מושפע בעיקר מההתפתחויות המקומיות, המשליכות על היקף השקעותיו בחו"ל. השפל המקומי בענף זה, הנמשך זה כמה שנים, גרם בשנים האחרונות להסטת השקעותיו מישראל לחו"ל. נכסי הענף בחו"ל נאמדים בשנת 2003 ב-8-10 מיליארדי דולרים,

ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחו"ל מושפעות בעיקר מתהליך הגלובליזציה.

אף כי הסכומים שהועברו לחו"ל על ידי חברות מהענף הסתכמו בכמה מאות מיליונים בלבד; זאת משום שהסכומים המועברים משקפים רק את ההון העצמי המועבר מישראל, המהווה כ-15%-20% משווי הנכסים הנרכשים, ואילו היתר ממומן באשראי ממקורות זרים. נכסים והתחייבויות אלה מוחזקים באמצעות חברות בנות, ואינם מוגדרים כנכסי המשק על פי הגדרות מאזן התשלומים.

ריכוזיות גבוהה מאפיינת גם את יתרת ההשקעות הישירות: ל-20 חברות, בעיקר מענפי הכימיה, התרופות והאלקטרוניקה, השקעות בהיקף של כ-50% מסך כל יתרת ההשקעות. ניתוח ההתפלגות הגיאוגרפית של ההשקעות הישירות, מראה שמדינות הסחר של ישראל הן הגורם העיקרי המכתיב את מיקום ההשקעה: כ-60% מההשקעות הישירות ממוקמות במערב



אירופה, ו-32% - בצפון אמריקה.

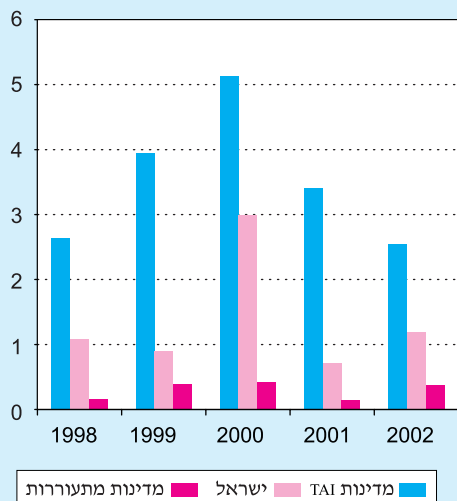
ניתוח ארוך טווח מראה, ששיעור ההשקעות הישירות של המשק הישראלי בחו"ל בסך התוצר המקומי הגולמי עמד בשנים 1998 עד 2002 על 1.4 נקודות אחוז. שיעור זה נמוך משמעותית מאשר במדינות הדומות לישראל ברמתן הטכנולוגית ובהיקף התוצר (3.5 נקודות אחוז). וגבוה רק במעט מאשר במדינות מתפתחות (דיאגרמה I-ג' 2-2). שיעור ההשקעה הנמוך של תושבי ישראל, בהשוואה למדינות אלה מוסבר ככל הנראה במיעוטן של חברות ישראליות גדולות בקנה מידה עולמי (משום שהמשק הישראלי הוא מוטה טכנולוגיה עילית - מגזר שהתפתח רק בשנים האחרונות) - אי השתייכותה של ישראל לגוש כלכלי אזורי, וקיומן בעבר של הגבלות על השקעות בחו"ל. עם זאת, מספר החברות הנוטלות חלק בתהליך הגלובליזציה ורוכשות חברות זרות הולך וגדל - תהליך שהוא עדיין בראשיתו. בשנת 2004 צפויות מספר השקעות בהיקפים גדולים של חברות ישראליות גדולות, שצברו עודפי מזומנים בהיקפים ניכרים.

היקף ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחו"ל נמוך בהשוואה למדינות דומות.

## ג. ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר והפיקדונות של המגזר הפרטי

יתרת תיק ניירות הערך למסחר (מניות ואיגרות חוב סחירות) של המגזר הפרטי גדלה בשנה הנסקרת ב-3.5 מיליארדי דולרים (35%) והסתכמה בסופה ב-13.8 מיליארדי דולרים-10.7 מיליארדים באיגרות חוב ו-3.1 מיליארדים במניות. זרמי ההשקעות נטו הסתכמו ב-2.6 מיליארדי דולרים ורובן בוצעו במחצית השנייה של השנה. יתרת הפיקדונות של המגזר הפרטי בחו"ל גדלה בשנה הנסקרת ב-1.6 מיליארדי דולרים (8%) והסתכמה בסופה בסכום שיא של 21.1 מיליארדים; המגזר הבנקאי הפקיד נטו 1.8 מיליארדי דולרים, בעוד שהמגזר הלא-בנקאי משך 0.2 מיליארד בלבד. בניתוח התנהגותו של המגזר הפרטי בתחום השקעותיו בתיק ניירות הערך למסחר

**דיאגרמה I-ג'-2-2**  
 שיעור ההשקעות הישירות בחוץ לארץ של  
 ישראל, של מדינות הדומות לישראל ברמתן  
 הטכנולוגית ושל מדינות מתעוררות,  
 1998 - 2002 (אחוזי תוצר)



מדינות TAI: אירלנד, מורטוגל, ניו זילנד, נורווגיה, סינגפור, הונגריה, יוון.  
 מדינות מתעוררות: מאלזיה, הפיליפינים, תאילנד, טורקיה, פולין, בולגריה.  
 המקור: European Information Technology Observatory 2003.

ובפיקדונות בחו"ל, המשמשים במידה מסוימת מוצרים תחליפיים אלה לאלה - בייחוד כשמדובר באיגרות חוב - יש להבחין בין חלקיו השונים של מגזר זה: משקי הבית, המשקיעים המוסדיים, המגזר העסקי ומערכת הבנקאות. כל אחד מאלה פעל משיקולים שונים, שלעיתים קיזוזו אלו את אלו.

ככלל ניתן לומר, שהמגזר הפרטי פעל במהלך השנה הנסקרת בהמשך להתנהגותו במחצית השנייה של השנה הקודמת, ובניגוד להתנהגותו במחצית הראשונה (לוח I-ג'-2-2). כל מאפייני המחצית השנייה של שנת 2002 שררו גם בשנה הנסקרת - רגיעה ביטחונית יחסית, התגברות האמון במדיניות הפיסקלית והמוניטרית ועלייה במקורות מטבע החוץ של מערכת הבנקאות. נוסף על אלה פקעו השנה איגרות חוב הצמודות לדולר מסוג "גלבוע" בהיקף 1.9 מיליארדי דולרים, (כפי שמפורט בחלק הדין בשוק שקל-מט"ח), וחלק מהמגזרים רכשו נכסים זרים כתחליף לאיגרות חוב אלו.

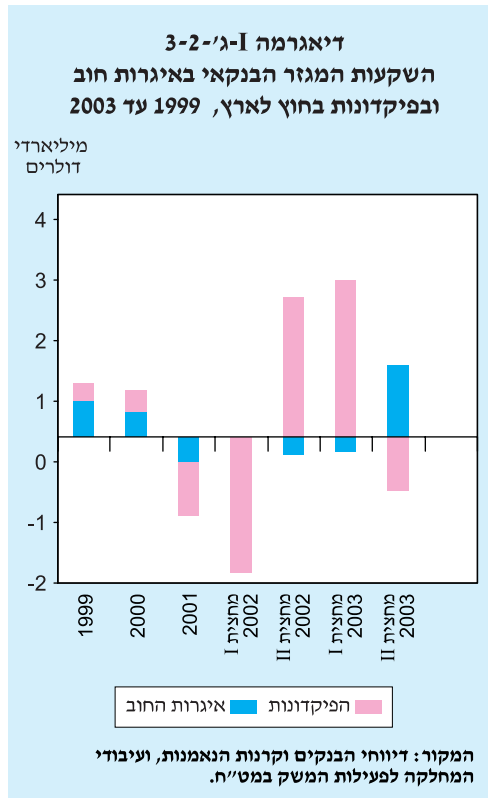
בהתנהגות המגזר הפרטי ניכר הבדל בין חלקיו השונים.

### לוח I-ג'-2-2

השקעות המגזר הפרטי בתיק ניירות הערך למסחר ובפיקדונות בחוץ לארץ, 1999 עד 2003 (מיליארדי דולרים)

	2003			2002			2001	2000	1999	
	סה"כ	מחצית II	מחצית I	סה"כ	מחצית II	מחצית I				
סך כל המגזר הפרטי	4.5	1.5	3.0	4.5	2.9	1.6	3.4	4.3	1.9	
משקי הבית	0.6	0.4	0.3	2.5	0.5	2.0	0.7	0.6	0.5	
המשקיעים המוסדיים	0.9	0.7	0.2	0.5	-0.3	0.8	0.2	0.0	0.0	
המגזר העסקי	0.3	0.1	0.2	1.6	0.7	1.0	3.7	2.8	0.5	
המגזר הבנקאי	2.7	0.4	2.4	-0.1	2.1	-2.1	-1.2	0.9	0.9	
<b>התפלגות מכשירי ההשקעה</b>										
מניות	0.8	0.4	0.4	0.6	0.0	0.5	0.4	1.6	-0.4	
איגרות חוב	2.1	2.3	-0.2	2.1	0.0	2.1	1.2	1.3	1.1	
פיקדונות	1.6	-1.2	2.8	1.8	2.9	-1.0	1.8	1.4	1.2	

המקור: דיווחי הבנקים, החברות, המשקיעים המוסדיים ומשרד האוצר, ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

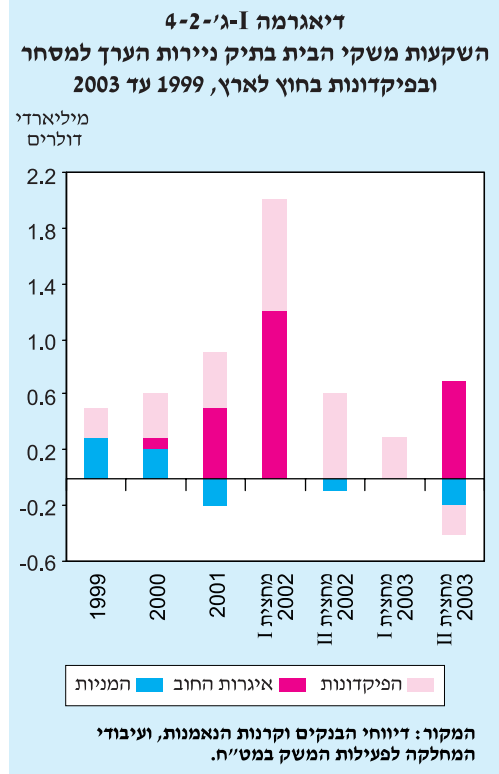


במחצית זו ב-0.1 מיליארד דולרים בלבד, ועל רקע הירידה בעודפי המקורות במט"ח, צומצמו מאוד העברות הבנקים לחו"ל במחצית זו; ההשקעות באיגרות חוב זרות הסתכמו בכ-1.2 מיליארדי דולרים, וכנגדם משכו הבנקים מפיקדונותיהם בחו"ל כ-0.9 מיליארד דולרים זאת, ככל הנראה, בשל פערי התשואות בין האפיקים השונים.

משקי הבית הקטינו מאוד את השקעותיהם בחו"ל, כביטוי להתגברות אמונם במדיניות הכלכלית.

**(2) מגזר משקי הבית**, המורכב מיחידים הפועלים במישורין - גם במישור העסקי- ובאמצעות קרנות הנאמנות, השקיע בשנה הנסקרת (דיאגרמה I-ג'-2-4) בניירות ערך למסחר ובפיקדונות בחו"ל 0.6 מיליארד דולרים בלבד, לעומת 2.5 מיליארדים בשנת 2002, ברובם הגדול במחצית הראשונה של השנה. משקי הבית, שבמחצית הראשונה של 2002 העבירו לפיקדונות בחו"ל 0.8 מיליארד דולרים, כביטוי להתערערות אמונם במדיניות המשק-כלכלית ששררה באותה תקופה, הקטינו מאז את היקף

**(1) המגזר הבנקאי:** יתרת החזקות הבנקים באיגרות חוב זרות ובפיקדונות בחו"ל גדלה ב-2.7 מיליארדי דולרים (27%), לסך של 13.4 מיליארדים. העברות הבנקים לפיקדונות בחו"ל, וכן השקעותיהם באיגרות חוב זרות, נובעים מעודפי מקורות במט"ח שלא מנוצלים לשימושים מקומיים. במחצית הראשונה של 2003 נמשכה מגמת הגידול של המקורות במט"ח, שהחלה במחצית השנייה של 2002, והבנקים העבירו לחו"ל 2.6 מיליארדים (דיאגרמה ג-2-3). הגורמים העיקריים לגידול המקורות היו הפחתה הדרגתית של חובת הנזילות על פיקדונות הבנקים במט"ח בבנק ישראל עד לביטולה המלא בחודש מאי (1.2 מיליארדי דולרים) ופירעונות אשראי נקוב במט"ח בהיקף של כ-1.2 מיליארדי דולרים. (הגורמים לירידה באשראי במט"ח לתושבי ישראל מנותחים בחלק הדין בשוק שקל-מט"ח). במחצית השנייה השתנתה התמונה; פירעונות האשראי של תושבי ישראל הסתכמו



הפקדותיהם בחו"ל: 0.6 מיליארד במחצית השנייה של 2002, 0.3 במחצית הראשונה של שנת 2003 - ובמחצית השנייה של שנה זו אף הוחזרו לישראל חלק מהפיקדונות בהיקף של כ-200 מיליוני דולרים.

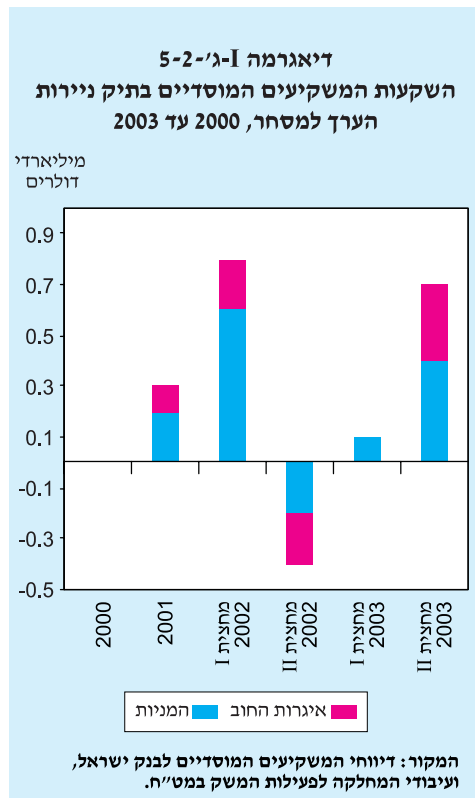
משקי הבית כמעט לא פועלים במישרין באיגרות חוב ובמניות זרות במסגרת התיק למסחר, אלא מרכזים את עיקר פעילותם בקרנות הנאמנות. אשר ליתרת התיק המוחזקת בידי משקי הבית זו אמנם הגיעה בסוף השנה הנסקרת לכ-2 מיליארדי דולרים, אך רובה הגדול הוחזק בידי אלה הפועלים במישור העסקי. גם קרנות הנאמנות שינו מאוד את התנהגותן. במחצית הראשונה של שנת 2002 הן השקיעו כמיליארד דולרים בחו"ל, הרוב הגדול באיגרות חוב, השקעות שביטאו את הביקוש לנכסים במט"ח ובוצעו בחו"ל בגלל היקפו הקטן של היצע הנכסים האלו בישראל; לעומת זאת, במחצית השנייה של 2002 ובמחצית הראשונה של 2003 עם הירידה של ביקוש הציבור לנכסים במט"ח, חדלו הקרנות להשקיע בחו"ל. במחצית השנייה של 2003 שבו הקרנות להשקיע בהיקפים גדולים 0.8 מיליארד דולרים רובם באיגרות חוב זרות - זאת כתחליף לאיגרות חוב מסוג "גלבו" שהוחזקו על ידם ופקעו בתקופה זו, וכן עקב מעבר של משקי הבית מנכסים צמודים למט"ח (פיקדונות ותכניות חיסכון) לקרנות הנאמנות המט"חיות שבהן שיעורי התשואה (והסיכון) גבוהים יותר.

יתרת הנכסים של משקי הבית בחו"ל עמדה בסוף השנה על 6.7 מיליארדי דולרים שהיוו 30% מסך כל הנכסים במט"ח, לעומת 1.8 מיליארדים ו-14% בהתאמה, בסוף 1999. קצב זה של התאמת תיק הנכסים נחשב למתון - בהתחשב בליברליזציה שהוחלה בתחום ההשקעות בחו"ל של משקי הבית עוד ב-1998 וברפורמה במס שהוחלה ב-2003, והפחיתה את התשואה על נכסים שקליים ביחס לזו של הנכסים במט"ח, ומה עוד שמחצית מהגידול של הנכסים בחו"ל נצבר במחצית הראשונה של שנת 2002, כשהתערערה היציבות הפיננסית. ההסבר לקצב המתון של ההשקעות בחו"ל נעוץ, ככל הנראה, ב"יתרון הביתיות" ונטייתם של משקי הבית להעדיף נכסים מקומיים - ובאפליית המס ששררה בפועל גם ב-2003 לטובת נכסים שקליים: רווחים ממניות בישראל מוסו בשיעור 1% מהמחזור - לעומת מס גבוה הרבה יותר על רווחים מנכסים במט"ח, כמו כן הפטור ממס על רווחים ממק"ם ב-2003, ועל רווחי הון מאיגרות חוב בישראל בשנת 2003 ועוד. הקטנת אפליית המס בשנת 2004 וביטולה המוחלט ב-2005, יגדילו ככל הנראה את משקל הנכסים בחו"ל, של משקי הבית, וכן של קופות הגמל.

**(3) מגזר המשקיעים המוסדיים**, המורכב מחברות ביטוח, קופות גמל, קרנות השתלמות וקרנות פנסיה, השקיע בשנה הנסקרת 0.9 מיליארד דולרים בניירות ערך למסחר (דיאגרמה I-2-5), ויתרתם בסוף השנה הסתכמה ב-2.1 מיליארדים.

חברות הביטוח השקיעו בחו"ל בתקופה הנסקרת כ-450 מיליוני דולרים, במסגרת אסטרטגיה ארוכת טווח של פיזור תיק הנכסים, אך הושפעו גם הן מהתפתחויות קצרות טווח. כך, למשל, במחצית הראשונה של שנת 2002, עם הפחתת החדה של ריבית בנק ישראל ועליית סיכון שער החליפין, רכשו חברות הביטוח ניירות ערך זרים בהיקף של כ-700 מיליוני דולרים ואילו במחצית השנייה של אותה השנה, עם הירידה בסיכון שער החליפין, מימשו חלק ניכר מהשקעות אלו. במחצית השנייה של השנה הנסקרת נרשמה שוב האצה בהשקעות של חברות הביטוח בחו"ל, הפעם כתחליף לאיגרות החוב "גלבו" שהוחזקו על ידן ופקעו בתקופה זו. שיעור הנכסים הזרים מסך נכסי חברות הביטוח עמד בספטמבר 2003 על 3%, שיעור נמוך במיוחד בהשוואה למדינות OECD, שבהן כ-20% מנכסי

השקעות המשקיעים המוסדיים הן חלק מאסטרטגיה ארוכת טווח של פיזור התיק.



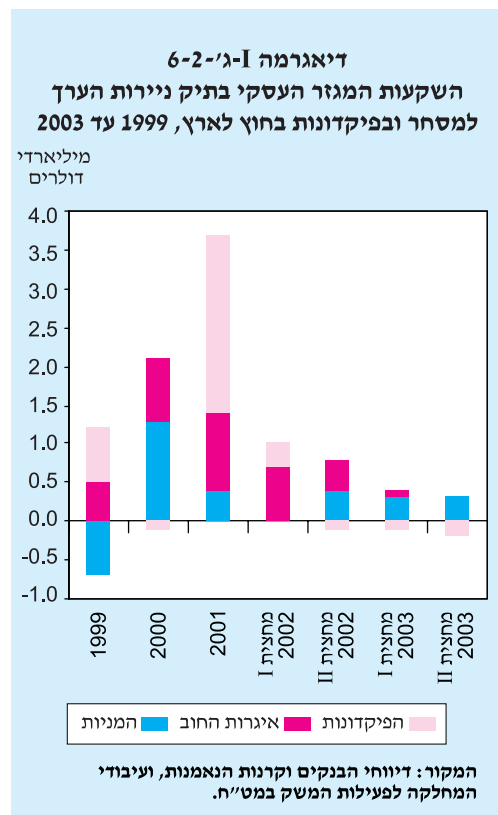
התנהגות שונה אפיינה את הסוגים השונים של החברות במגזר העסקי.

השנה תנועות כספיות בהיקפים ניכרים, שקיזזו זו את זו והושפעו משוני בהתנהגות ובמניעים בין תת הקבוצות השונות של המגזר העסקי - חברות מנפיקות הנסחרות בבורסת בחו"ל; חברות פרטיות גדולות הנשלטות על ידי תושבי חוץ; חברות יצואניות; חברות פרטיות אחרות. בקבוצת החברות שהנפיקו בעבר והשאירו את תמורת ההנפקה בחו"ל - קבוצה המונה כ-120 חברות - נמשכה המגמה שאפיינה את שנת 2002: משיכות מהפיקדונות בחו"ל והבאת התמורה לישראל, וזאת תוך העדר ההנפקות גם בשנה הנסקרת. היקף העברות אלו הסתכם בכ-0.2 מיליארד דולרים. בקבוצה הקטנה של חברות פרטיות שבעלות תושבי חוץ, העברות מישראל בהיקף של 0.5 מיליארד דולרים קוזזו על ידי העברות לישראל בהיקף של 0.3 מיליארד לצורך תשלום דיונדנדים לבעלים תושבי חוץ. חברות אלה מתאפיינות בפעילות ייצור בענפי

חברות הביטוח מושקעים בנכסים זרים. הבדל זה מעיד שחברות הביטוח נמצאות רק בתחילת תהליך ארוך של התאמת תיק נכסיהן לתנאים של משק פתוח.

בניגוד לחברות הביטוח, שבהן שיעורי המס על רווחים מהשקעות בחו"ל ובישראל זהה, קופות הגמל מחויבות במס בשיעור של 35% על הכנסותיהן מניירות ערך זרים לעומת פטור מלא ממס על רווחיהן מנכסים ישראלים. אפליית מס זו היא החסם העיקרי המונע מקופות הגמל להשקיע בהיקפים ניכרים בחו"ל ושיעור ההשקעה שלהן שם בסך נכסיהן כ-2% - נמוך אף מזה של חברות הביטוח.

**(4) המגזר העסקי (דיאגרמה I-ג'-2-6):** יתרת הפיקדונות של המגזר העסקי בחו"ל קטנה השנה ב-0.3 מיליארד דולרים ועמדה בסופה על כ-9 מיליארדים. למרות הירידה המתונה יחסית של הפיקדונות בחו"ל, היו





הטכנולוגיה העילית ומרביתן חברות בנות של תאגידים בין-לאומיים. מבנה בעלות זה מביא להעברת עודפי מזומנים לפיקדונות בחו"ל, משיקולי המדיניות הגלובלית של חברות האם המושפעות מדירוג המוסדות הבנקאיים שבהם מופקדים כספים אלו. בחברות היצואניות הסתכם הגידול נטו של הפיקדונות בחו"ל בכ-0.1 מיליארד דולרים בלבד, אולם גם בהן נרשמו תנועות כספים בהיקף ניכר לשני הכיוונים, שביטאו את הרחבת פעילותן בחו"ל תוך שימוש בפיקדונות אלו להפקדות קצרות טווח. השנה בלטה פעילותן של כמה חברות מהמגזר העסקי שאינן יצואניות - חברות השקעה והחזקה - שהקטינו את פיקדונותיהן בחו"ל בכ-0.4 מיליארד דולרים, לצורך מימון עסקאות של רכישות ומיזוגים בישראל. נוסף על כך הנפיקו מספר חברות פיננסיות מכשירים פיננסיים מט"חיים כתחליפים לאיגרות חוב מסוג "גלבוע", שפקעו השנה, המגובים בפיקדונות בחו"ל, ובכך תרמו 0.3 מיליארד לגידולה של יתרת הפיקדונות. נוסף על גיבוי המכשירים האמורים באמצעות הפקדות בחו"ל נרכשו איגרות חוב זרות לא-סחירות בהיקפים דומים - פעילות שהגדילה את יתרת ההשקעות האחרות של המגזר העסקי בחו"ל. בתקופה הנסקרת צומצמו מאוד הרכישות של איגרות חוב זרות מהפיקדונות בחו"ל - 0.4 מיליארד בלבד, לעומת 1.2 מיליארדים אשתקד, רובן על ידי חברות מעטות. הצטמצמות פער התשואות בין איגרות החוב לפיקדונות השנה ביחס ל-2002 והירידה ביתרת הפיקדונות של החברות שביצעו מהלך זה אשתקד התבטאו בהאטה בתחום זה השנה.

#### ד. נכסי המגזר הציבורי בחוץ לארץ

נכסי המגזר הציבורי בחו"ל הסתכמו בסוף שנת 2003 ב-26.6 מיליארדי דולרים - גידול של 2 מיליארדים מתחילת השנה. הרכיב העיקרי בנכסי המגזר הציבורי הוא יתרות המט"ח של בנק ישראל, שהסתכמו ב-25.8 מיליארדי דולרים. נוסף עליהן כוללים נכסי המגזר הציבורי בחו"ל נכסים אחרים של בנק ישראל ופיקדונות של הממשלה בבנקים בחו"ל. יתרות המט"ח של בנק ישראל גדלו במהלך 2003 ב-2.1 מיליארדי דולרים. בצד התקבולים, שהסתכמו ב-3.3 מיליארדים, - לבנק ישראל נרשמו הכנסות מהיתרות (ריבית, רווחי הון והפרשי שער) בהיקף של כ-1.4 מיליארדי דולרים, תקבולים נטו של הממשלה בסך - 1.5 מיליארדים, שעיקרם תמורת ההנפקות בחו"ל במסגרת הערבויות, והפקדות המוסדות הלאומיים - 0.4 מיליארד. כנגד זאת, גרמה הירידה בחובת הנזילות המשנית על הפיקדונות בארץ להקטנת הרזרבות ב-1.2 מיליארדי דולרים, רובם ככולם במהלך חמשת החודשים הראשונים של השנה. הכנסות בנק ישראל מהיתרות, שהסתכמו השנה כאמור, ב-1.4 מיליארדים היו נמוכות ב-0.6 מיליארד מאשר אשתקד, ותרומת הפרשי השער, על רקע היחלשות הדולר בעולם, הסתכמה ב-1.1 מיליארדי דולרים, בדומה לאשתקד. ההכנסות מריבית ומרווחי הון הסתכמו בשנה הנסקרת בכ-0.8 מיליארד, לעומת כ-1.3 מיליארדים ב-2002 כולה. ירידה חדה זו מוסברת בירידת הריביות והתשואות במדינות הרלבנטיות השנה לעומת אשתקד: כך, למשל, הריבית הממוצעת של הבנק המרכזי בארה"ב עמדה, ב-2003 על כאחוז, לעומת כ-1.7% אשתקד; באירופה עמדה הריבית בשנה זו על כ-2.1% בממוצע, לעומת 3.2% אשתקד; מדד של איגרות החוב הממשלתיות, המורכב מאיגרות לטווח לפדיון של 1-3 שנים של ממשלת ארה"ב, הניב השנה תשואת החזקה של 1.9%, לעומת 5.8% אשתקד, והמדד המקביל בגוש האירו הניב תשואות של 3.3% ו-5.9%, בהקבלה.