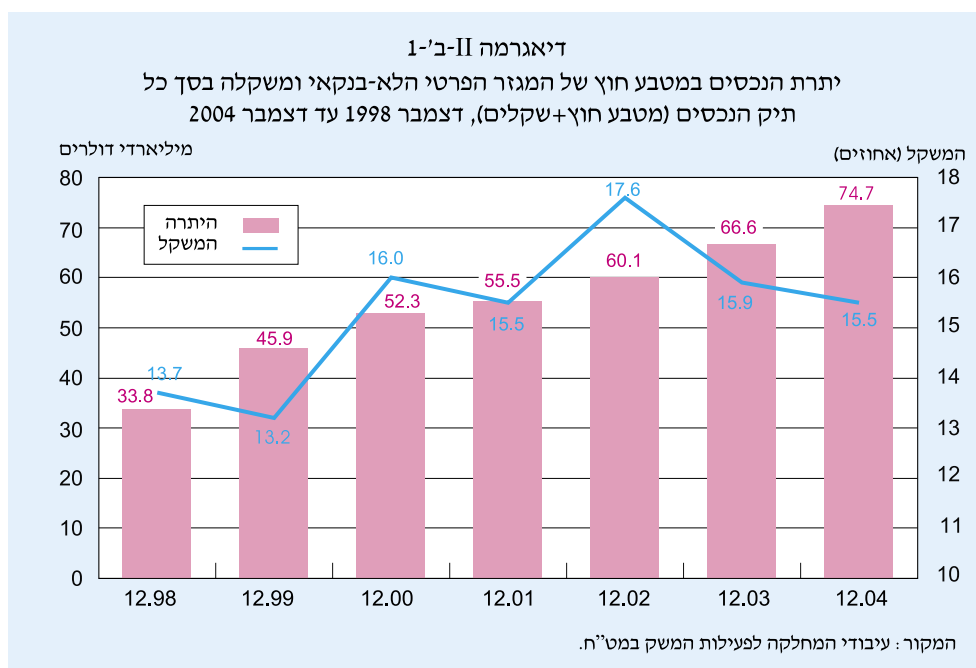


# פרק II-ב': פעילות תושבי ישראל במטבע חוץ ופעילות תושבי חוץ בשקלים<sup>5</sup>

## 1. פעילות המגזר הפרטי הלא-בנקאי במטבע חוץ

תיק הנכסים וההתחייבויות במטבע חוץ של המגזר הפרטי הלא-בנקאי יתרת הנכסים של המגזר הפרטי הלא-בנקאי במט"ח, המורכב מהמגזר העסקי, ממשקי בית וממשקיעים מוסדיים, המשיכה לגדול בשנת 2004. עלייה זו הסתכמה בכ-8.1 מיליארדי דולרים. רובם הגדול כ-7.5 מיליארדים, על ידי המגזר העסקי. זאת בהמשך לעלייה של כ-6.5 מיליארדים אשתקד. יתרה זו עמדה בסוף השנה על כ-75 מיליארדי דולרים. כשני שלישים מוחזקים בנכסים בחוץ לארץ - בהשקעות ישירות, באגרות חוב זרות ובנכסים אחרים, והשאר מוחזקים בפיקדונות מט"ח בארץ ובעסקאות עתידיות שקל-מט"ח. משקלה של יתרה זו בתיק הנכסים של המגזר הפרטי הלא-בנקאי ירדה השנה במקצת והגיעה ל-15.5 אחוזים (דיאגרמה II-ב'-1).



במהלך השנים האחרונות משקל הנכסים במט"ח ובחוץ לארץ מסך כל נכסי הציבור נמצא במגמת עלייה. ברקע מגמה זו עומדים שינויים מבניים ארוכי טווח, העוברים על המשק הישראלי: (א) תהליכי הליברליזציה בתחום המט"ח והגלובליזציה, אשר הביאו להגברת מעורבותם של תושבי ישראל בשוק המט"ח ובשוקי ההון הבין-לאומיים;

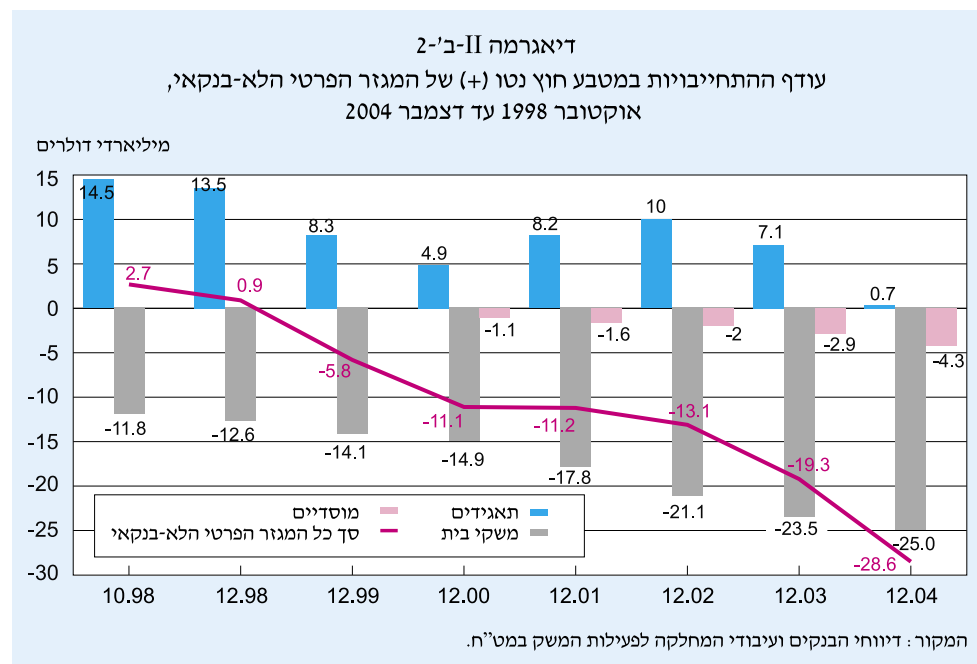
5 פרק זה מתמקד בסך הפעילות במט"ח (יתרות ותנועות) בארץ ובחוץ לארץ יחד, ומרחיב על הפעילות המקומית בלבד. להרחבה בנושא הפעילות מול חוץ לארץ ראה חלק I, פרק החשבון הפיננסי.

(ב) ביטול אפילויות מס, אשר הגדיל את הכדאיות היחסית של החזקת נכסים במט"ח, בארץ ובחוץ לארץ. מגמת הגידול בנכסים במט"ח אינה רציפה, כיוון שלצד הגורמים שצוינו והתומכים בה, פועלים גם גורמים הממתנים אותה. גורמים אלה בחלקם ארוכי טווח, כגון ריסון האינפלציה, שהיא בעלת מתאם גבוה עם שער החליפין, המקטין את ההפסד הנגרם כתוצאה מהחזקת נכסים בשקלים; ירידת הסיכון של המשק הישראלי, והנטייה הטבעית להעדיף את השוק המקומי על פני שווקים רחוקים (home bias), ובחלקם קצרי טווח, כגון מצב השווקים הפיננסיים בעולם והציפיות לגביהם.

צבירת הנכסים במט"ח השנה הייתה כמעט בכל האפיקים, שהבולטים שבהם: (א) השקעות ישירות בחוץ לארץ של כ-2.1 מיליארדי דולרים, מתוכם קרוב לשני מיליארדים על ידי חברת "טבע" (להרחבה, ראה חלק I, פרק ג' של סקירה זאת); (ב) צבירה בפיקדונות במט"ח בבנקים של כ-2.8 מיליארדים, מתוכם 1.7 מיליארדים בבנקים בארץ והשאר בפיקדונות בבנקים בחוץ לארץ; (ג) מתן אשראי במט"ח לתושבי חוץ של כ-1.4 מיליארדי דולרים, בעיקר הלוואות בעלים לחברות בנות בחוץ לארץ ואשראי מסחרי.

במקביל להמשך גידולה של יתרת הנכסים במט"ח, ירדה ב-2004 יתרת ההתחייבויות במט"ח בסכום של כמיליארד דולרים לעומת גידול זעיר אשתקד, ועמדה בסוף השנה על כ-46 מיליארדים, מהם כ-70 אחוזים אשראי בנקאי במט"ח, הרוב ממערכת הבנקאות בישראל. נטילות אשראי ישיר מבנקים בחוץ לארץ בהיקף של כמיליארד דולר קווצו חלקית על ידי פירעונות אשראי במט"ח מבנקים מקומיים בסך כ-0.9 מיליארד דולרים. בקרב נוטלי האשראי הישיר מחוץ לארץ בולטות חמש חברות גדולות, אשר נטלו יחד כ-600 מיליוני דולרים. בחברות אלו לא נמצאה תחלופה משמעותית של אשראי מבנקים בארץ.

בסך הכול גדל בשנת 2004 עודף הנכסים במט"ח של המגזר הפרטי הלא-בנקאי על ההתחייבויות במט"ח בסכום ניכר של כ-9.3 מיליארדי דולרים בהמשך למגמת גידולו הרב שנתית, ועמד בסופה של השנה על כ-28.6 מיליארדי דולרים. זאת לעומת עודף התחייבויות של קרוב ל-3 מיליארדים בסוף שנת 1998 (דיאגרמה II-ב'-2). עודף הנכסים או ההתחייבויות



במט"ח מהווה אומדן לחשיפה של המגזר הפרטי הלא-בנקאי לשינויים בשער החליפין של השקל. עודף התחייבויות במט"ח על פני הנכסים במט"ח פירושו חשיפה לפיחות, שכן פיחות בשער השקל יגרום להפסדים במונחי שקלים.

המגזר הפרטי הלא-בנקאי מורכב משלושה תת-מגזרים: משקי בית, הפועלים במישרין או באמצעות קרנות נאמנות, משקיעים מוסדיים - קופות גמל ופיצויים, קרנות השתלמות, קופות פנסיה וחברות ביטוח בתוכניות ביטוח חיים - ותאגידים, כלומר חברות עסקיות ומלכ"רים. באופן מסורתי, למשקי הבית ולמשקיעים המוסדיים עודף נכסים במט"ח. עודף הנכסים במט"ח של שני המגזרים הללו יחד עלה בכ-2.9 מיליארדי דולרים, 1.5 מיליארדים על ידי משקי בית ו-1.4 מיליארד על ידי המשקיעים המוסדיים.

לשני תת-המגזרים האלה, בעלי עודף הנכסים במט"ח, נוסף השנה גם המגזר העסקי, שבעבר התאפיין בעודף התחייבויות במט"ח. השנה הקטין עד מאוד מגזר זה את עודף ההתחייבויות שלו במט"ח, שעמדו על 0.7 מיליארד לעומת 7.1 מיליארדים לפני שנה (דיאגרמה II-ב-2). שינוי משמעותי זה הוא תוצאה של גידול בנכסיו בחוץ לארץ, על רקע התאוששות ענפי הטכנולוגיה העילית וביצוע מספר רכישות של חברות יצרניות בחוץ לארץ בהיקפים גדולים. בפיקדונות המגזר העסקי בבנקים בחוץ לארץ נרשם גידול של כ-1.2 מיליארדי דולרים, בפרט של חברות יצואניות ומנפיקות על רקע ההתאוששות בתחומים אלה, ושל חברות מהמגזר הפיננסי, שהגדילו את פיקדונותיהן בחוץ לארץ כגיבוי למכשירים פיננסיים בשוק המט"ח, שהונפקו לתושבי ישראל בהיקף ניכר השנה.

השנה נמשכה מגמת הגידול בעודף הנכסים במט"ח של תושבי ישראל, והמגזר העסקי הקטין עד מאוד את חשיפתו רבת השנים לשינויים בשער החליפין.

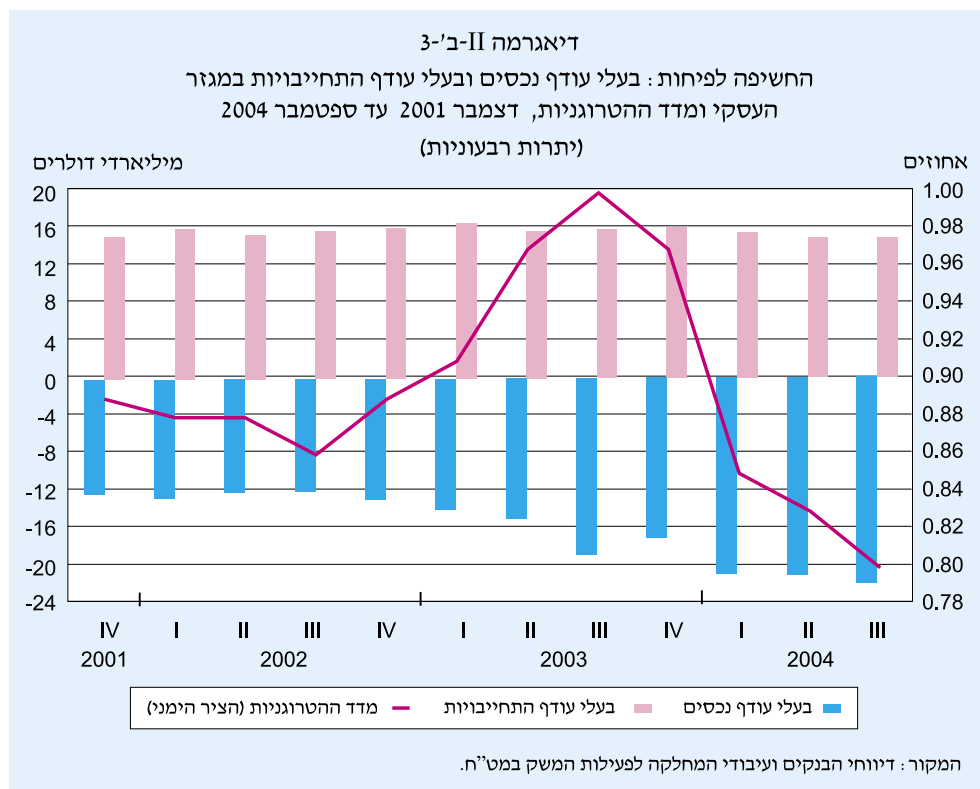
## א. המגזר העסקי

בשנת 2004 הקטין המגזר העסקי את עודף התחייבויותיו במטבע חוץ בסכום ניכר של כ-6.4 מיליארדי דולרים, מעודף התחייבויות במט"ח של כ-7.1 מיליארדים לכ-0.7 מיליארדים בלבד. בכך השלים מגזר זה תהליך רב שנתי של סגירת חשיפה גדולה לפיחות, שהגיעה בשיאה - באמצע שנת 1998 - ל-15 מיליארדי דולרים בקרוב. למגמה זאת נודעת השפעה חיובית בהקשר של היציבות הפיננסית של המשק, שכן היא מצמצמת את החשש, שסגירה מואצת של החשיפה בתגובה לאירועים קיצוניים תוביל לתנודות חדות בשער החליפין. סגירת החשיפה של המגזר העסקי לפיחות מקורה בגידול נכסיו במט"ח, רובם בנכסים בחוץ לארץ, בפיקדונות בחוץ לארץ ובהשקעות ישירות.

התפתחות זו בחשיפה של המגזר העסקי בשנים האחרונות היא תוצאה משולבת של שני גורמים מרכזיים: (א) המדיניות הכלכלית, אשר השפיעה במישרין על הסיכון והתשואה בשוק המט"ח באמצעות תהליך הליברליזציה במטבע חוץ, תהליך הפחתת הריבית השקלית, הגמשת רצונות הניוד והפסקת ההתערבות במסחר; (ב) תהליכי הגלובליזציה, שהשפעתם על השוק התבטאה בהגברת האינטגרציה בין השווקים הפיננסיים בעולם, בניידות הון והשקעות פרטיות במשקים זרים ובגידול הביקושים למוצרים עתירי טכנולוגיה, במקביל להתגבשות היתרונות היחסיים של המשק בתחומים אלו. תהליכים אלו איפשרו לחברות יצואניות ומנפיקות להגדיל במהירות את נכסיהן במט"ח.

המגזר העסקי אינו קבוצה הומוגנית, והוא כולל חברות בעלות עודף נכסים וחברות בעלות עודף התחייבויות. בחינת התפלגות החשיפה בין קבוצת החברות בעלות עודף התחייבויות במט"ח לקבוצת החברות בעלות עודף נכסים במט"ח מלמדת, כי הגידול

6 להרחבה בנושא, ראה בנק ישראל - המחלקה לפעילות המשק במט"ח, דין וחשבון 2003 עמ' 80-81, תיבה II-ב-1 "החשיפה של המגזר הפרטי הלא-בנקאי לסיכונים שער החליפין בראייה ארוכת טווח".



**לוח II-ב' 1-**  
**המקורות לירידה' (-) בעודף ההתחייבויות במט"ח של המגזר**  
**העסקי, 2004**  
 (מיליארדי דולרים)

|      |                                                  |
|------|--------------------------------------------------|
| -6.4 | סך כל הירידה (-) בעודף ההתחייבויות במט"ח (יתרות) |
| -4.6 | מזה: סך כל התנועות                               |
| -6.5 | התנועות בנכסים (-)                               |
| -2.3 | מזה: השקעות ישירות (-)                           |
| -2.3 | הצבירה בפקדונות במט"ח בבנקים בארץ ובחו"ל (-)     |
| -1.1 | רכישות מט"ח באמצעות מכשירים פיננסיים נגזרים (-)  |
| 1.9  | התנועות בהתחייבויות (+)                          |
| 1.8  | מזה: הנפקת אג"ח פרטיות בארץ ובחו"ל (+)           |

1 רוב הירידה בעודף ההתחייבויות, 4.6 מיליארדי דולרים מתוך 6.4 מיליארדים, נבעה מתנועות. שאר הסכום - 1.8 מיליארדים, מהווה הפרשי מחירים והפרשי שערים.  
 המקור: דיווחי הבנקים, ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

בנכסים התרכזו בקבוצת החברות בעלות עודף הנכסים, בעוד שהחברות בעלות עודף ההתחייבויות לא הקטינו את חשיפתן. השנה חלה ירידה של ממש בהטרוגניות במגזר העסקי בין בעלי הנכסים לבין בעלי ההתחייבויות. מדד ההטרוגניות<sup>7</sup> ירד בצורה תלולה, והדבר הוא פועל יוצא מכך שכאמור, החשיפה ההיסטורית הגדולה של המגזר לפיחות נסגרה (דיאגרמה II-ב'-3).

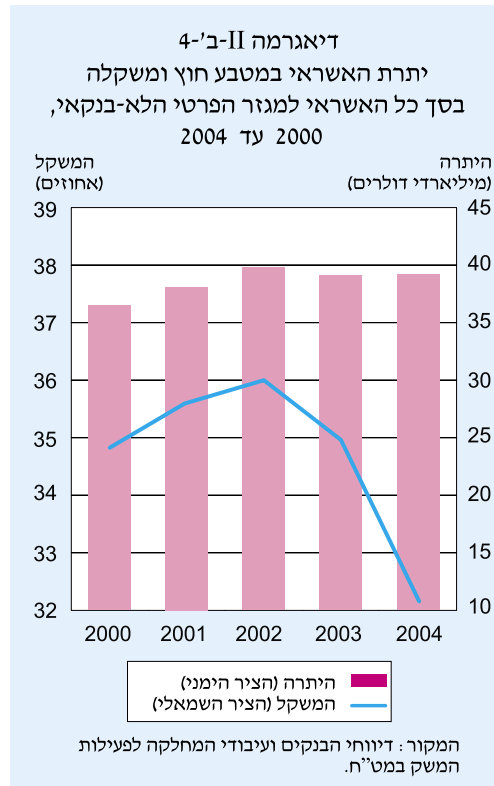
### (1) אשראי במטבע חוץ

שנת 2004 הסתכמה בפירעונות נטו של האשראי במט"ח ממערכת הבנקאות בהיקף של כמיליארד דולר, בהמשך לפירעונות נטו של כ-800 מיליונים ב-2003. מגמה זו ראויה לציון על רקע נטילות האשראי ממערכת הבנקאות מאמצע שנות התשעים בהיקף של 22 מיליארדי דולרים. שינוי זה במגמה ניתן לייחס לירידה מתמשכת של פער הריביות, שהוזילה יחסית את האשראי השקלי, וקווצה חלקית על ידי ירידה חדה של סיכון שער החליפין. פער זה עמד בסוף 2004 על כ-1.0 אחוז בלבד, לעומת 3.1 אחוזים בסוף 2003 ולעומת 5.4 אחוזים בסוף 2002.

**מבחינת ההתפלגות המטבעית של האשראי עולה,** כי בדומה לשנה שעברה, נרשמו פירעונות בכל המטבעות העיקריים: במטבעות יין יפני, שבו החלה מגמת פירעונות כבר בשנת 2001; בדולר ארצות הברית, בהמשך לפירעונות בשנת 2003; גם בפנק השווייצרי ובאירו נרשמו השנה פירעונות נטו.

**ההתפלגות הענפית של האשראי מראה,** כי כמחצית מהפירעונות נטו התרכזו בענפי התעשייה והמחצית השנייה בענף הנדל"ן, לאחר נטילות נטו בשנים האחרונות ובהיקפים משמעותיים. ענף הנדל"ן נחשב לענף בעל עודף התחייבויות במט"ח, שכן תקבוליו העתידיים, להבדיל מחברות יצואניות, צמודים למט"ח באופן חלקי בלבד, אם בכלל.

**יתרת האשראי במט"ח,** בארץ ובחוץ לארץ, עמדה בסוף שנת 2004 על כ-39 מיליארדי דולרים, כלומר ללא שינוי של ממש בשנתיים האחרונות. זאת למרות הפירעונות נטו. הדבר נגרם כתוצאה מהפרשי שערים על יתרת האשראי הלא-דולרית עקב התחזקות מטבעות אלו לעומת הדולר השנה. משקלה של יתרת האשראי במט"ח בסך האשראי למגזר העסקי המשיך לרדת, בהמשך לירידה שנרשמה ב-2003, לשיעור של כ-32 אחוזים, לעומת כ-36 אחוזים בסוף 2002 (דיאגרמה II-ב'-4).



7 במקרה של הטרוגניות מלאה בין בעלי עודף הנכסים לבין בעלי עודף ההתחייבויות המודד יקבל את הערך 1. במקרה של הומוגניות מושלמת המודד יראה 0.

## (2) פיקדונות במטבע חוץ

בשנת 2004 צבר המגזר העסקי מטבע חוץ בפיקדונות בבנקים בארץ ובחוץ לארץ בהיקף משמעותי של כ-2.3 מיליארדי דולרים, מתוכם, כ-1.2 מיליארדים בבנקים בחוץ לארץ. התהליך נמשך ברציפות במהלך כל השנה. זאת בניגוד למשיכות נטו מפיקדונות אלו בשנה שעברה. יתרת הפיקדונות של מגזר זה בארץ ובחוץ לארץ עמדה בסוף השנה על כ-16 מיליארדי דולרים. (הרחבה ראה בפרק מאז"ת). חלק משמעותי בצבירה בפיקדונות, כ-300 מיליוני דולרים בפיקדונות בחוץ לארץ וכ-200 מיליונים בפיקדונות בבנקים בארץ, מיוחס למנפיקים מהמגזר הפיננסי הלא-בנקאי של "תעודות פיקדון סחירות". זהו מכשיר פיננסי, שהוחל בשיווקו השנה, ושהפיקדונות בבנקים, בארץ ובחוץ לארץ, והוא משמש למנפיקים כיסוי להנפקה. חלק מהצבירה בפיקדונות בחוץ לארץ נובע מכספי הנפקות, שלא הובאו לארץ, וחלק אחר של הצבירה הוא של תמורות יצוא, שלא הומרו לשקלים. נראה, כי הדבר קשור לגידול בתמורות הייצוא של חברות יצואניות, בעיקר בקרב חברות עתירות ידע<sup>8</sup>, ולהערכות לגבי התפתחות שער החליפין של השקל בעתיד.

## (3) הנפקת מכשירים פיננסיים חדשים

החל מאמצע שנת 2002 פיתחו גופים פיננסיים פרטיים מספר מכשירים פיננסיים חדשים בשוק המט"ח בארץ. להתפתחותם של המכשירים החדשים מספר גורמי רקע: (א) פקיעת איגרות חוב ממשלתיות צמודות מט"ח מסוג "גלבוע", אשר לא חודשו, בסכום של כ-2 מיליארד דולר בשנת 2003, וכ-1.4 מיליארדים במהלך 2004. פקיעה זו יצרה ביקוש לנכסים תחליפיים במט"ח בארץ מצד המחזיקים, משקיעים מוסדיים ומשקי הבית באמצעות קרנות נאמנות; (ב) הרפורמה במס אשר החילה שיעורי מס אחידים על הכנסות מהון בין השקעות בשקלים לבין השקעות במט"ח ובחוץ לארץ, אשר גרמה להגדלת הביקושים לנכסים מסוג זה; (ג) ירידת הריביות הקצרות והתשואות הנמוכות בעולם, אשר הביאו להתפתחותם של מכשירים פיננסיים מובנים (structured products).<sup>9</sup>

במהלך שנת 2004 הוצאו תשקיפים למכשירים הפיננסיים החדשים בהיקף ניכר של כ-2.8 מיליארדי דולרים: תעודות פיקדון סחירות ב-1.2 מיליארדים; תעודות סל על מדדי מניות בחוץ לארץ ב-800 מיליוני דולרים; איגרות חוב בעלות מבנה פיננסי דומה לאג"ח מסוג "גלבוע" ב-500 מיליונים ואג"ח מובנות בהיקף של 300 מיליונים. ההיקף הכולל של ההנפקות בפועל של המכשירים הפיננסיים החדשים במהלך 2004 הסתכם בכ-1.0 מיליארד דולרים, ואלה נרכשו בהיקף דומה של 500 מיליוני דולרים על ידי משקיעים מוסדיים ועל ידי משקי הבית באמצעות קרנות הנאמנות המתמחות במט"ח.

## (4) מכשירים פיננסיים נגזרים

יתרת הרכישות העתידיות שבידי המגזר העסקי הסתכמה בסוף 2004 בכ-3.6 מיליארדים, בכ-1.1 מיליארדי דולרים יותר מאשר בסוף 2003. רכישות אלו מתבצעות על ידי מספר גדול יחסית של פעילים הן מהמגזר הפיננסי הלא-בנקאי והן על ידי חברות בעלות פעילות שאופיה ריאלי. הפעילות בשוק שקל-מט"ח באמצעות עסקאות עתידיות מאופיינת לרוב בהטרוגניות גדולה עם מספר גדול של רוכשים לצד מספר רב של מוכרים. במהלך הרבעון

8 להרחבה בנושא ראה חלק I של סקירה זו, פרק ב' "החשבון השוטף".

9 להרחבה בנושא המכשירים המובנים, ראה בנק ישראל - המחלקה לפעילות המשק במט"ח, דין וחשבון 2003 עמ' 90-91, תיבה II-ב-2 "מכשירים פיננסיים חדשים בשוק שקל-מט"ח".

הראשון של השנה המגזר העסקי מכר עתידית כ-700 מיליוני דולרים, אך ברבעון האחרון של השנה קנה כ-1.4 מיליארדים.

יתרת רכישות המט"ח באמצעות אופציות שקל-מט"ח רכש ומכר מעבר לדלפק במגזר העסקי עמדה בסוף השנה על כ-700 מיליוני דולרים, בערך נוכחי, בדומה ליתרה בסוף 2003. עם זאת, במהלך השנה ולתקופות קצרות נרשמה פעילות ערה במכשיר זה, ובדרך כלל תוך מתאם עם הפעילות באמצעות עסקאות עתידיות.

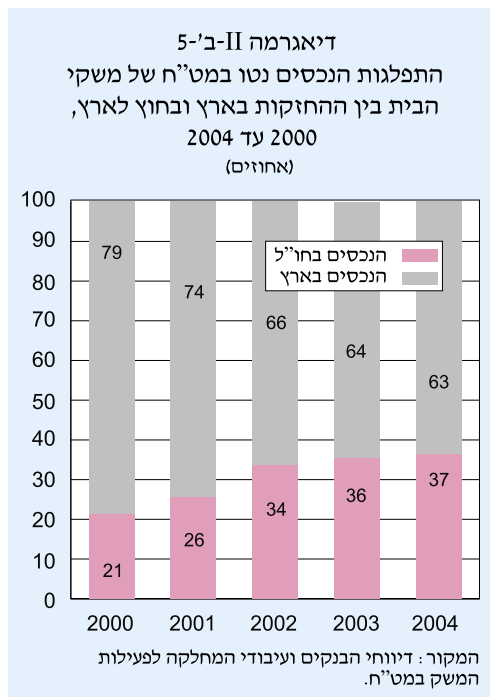
התפתחות הפעילות בנגזרים משקפת את הפנמת המודעות לסיכונים שער החליפין, ומאפשרת לשחקנים שונים בשוק, בעלי מגוון צרכים והעדפות, לנהל סיכונים אלו באופן מושכל. ואכן, נצפו השנה מקרים בהם חברות גדולות, שלהן צפויים תשלומים עתידיים במט"ח בהיקפים ניכרים, גידרו את חשיפתן באמצעות רכישות עתידיות של מט"ח כנגד תשלומים עתידיים אלה. עם זאת, היקפי הפעילות במכשירים אלה עדיין נמוכים יחסית, וייתכן כי הדבר קשור לכללים חשבונאיים, המחייבים הכללת התוצאות של עסקאות ההגנה בהוצאות המימון.

## ב. משקי הבית

מגזר משקי הבית מחזיק נכסים במט"ח במישרין - בעיקר בפקדונות בבנקים, ובעקיפין - באמצעות קרנות נאמנות, וחשוף לייסוף בשער החליפין בהיותו מחזיק תיק נכסים גדול. בפני משקי בית בבואם להשקיע את נכסיהם במט"ח עומדות מספר אפשרויות, וביניהן להשקיע במישרין, על ידי רכישת מט"ח והפקדתו בחשבונות במט"ח בבנקים בארץ או על ידי רכישה של ניירות ערך בחוץ לארץ. עוד אפשרות היא באמצעות קרנות נאמנות, המתמחות בהשקעות במט"ח - והמעניקות יתרונות משמעותיים למשקי הבית: עלויות נמוכות יחסית, מיומנות גבוהה יחסית של מנהלי הקרנות, ניהול דינאמי של הנכסים, זמינות ועוד. ואכן, כ-70 אחוזים מרכישות המט"ח של משקי הבית ב-2004 בוצעו באמצעות קרנות נאמנות המתמחות במט"ח, ורק כ-

30 אחוזים במישרין. עם זאת, התלות של משקי הבית במתווכים הפיננסיים לסוגיהם, חושפת אותם להשפעות המתווכים בכל הנוגע להחלטה על אפיקי ההשקעה ועל עיתוי ביצוע ההשקעות. בהקשר זה ראוי לציין, כי אף שתעודות הסל על מדדי מניות בחוץ לארץ שהונפקו השנה נהנו מיתרונות מס ועמלות בולטים על פני קרנות נאמנות מקבילות, משקי הבית כמעט ולא השקיעו בהן. נראה, כי הדבר נעוץ בחולשה השיווקית של המתווכים הפיננסיים החוץ-בנקאים, המנפיקים את תעודות הסל.

עודף הנכסים במט"ח של משקי הבית עלה בכ-1.5 מיליארדי דולרים במהלך השנה, לעומת גידול של כ-2.4 מיליארדים ב-2003 ו-3.3 מיליארדים ב-2002. יתרת עודף הנכסים במט"ח עמדה בסוף 2004 על כ-25 מיליארדי דולרים. כ-37 אחוזים



שיעור האחזקות בחוץ לארץ של נכסים במט"ח של משקי הבית, מתוך סך נכסיו במט"ח, המשיך השנה לעלות והגיע לכ-37 אחוזים.

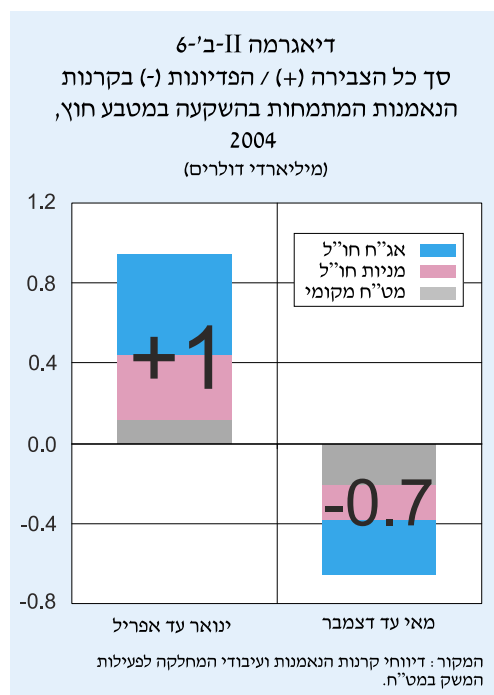
מיתרת הנכסים במט"ח נטו של משקי הבית מוחזקת בחוץ לארץ, בעיקר בפיקדונות בבנקים בחוץ לארץ ובאיגרות חוב זרות, והשאר בארץ, בעיקר בפיקדונות בבנקים בארץ. שיעור האחזקות בחוץ לארץ, מתוך סך כל עודף הנכסים של תושבי ישראל המשיך השנה לעלות, בהמשך למגמה רבת שנים ועל רקע הליברליזציה במט"ח ותהליך ביטול הפליית המסים לטובת ההשקעות במט"ח. נציין, כי במהלך המחצית הראשונה של שנת 2002 שיעור האחזקות בחוץ לארץ עלה במידה ניכרת. בסוף שנת 2002, שיעור זה עמד על 34 אחוזים לעומת 26 אחוזים בלבד בסוף 2001. עם הרגיעה שחלה בשוק שקל-מט"ח החל מהמחצית השנייה של 2002, תהליך המעבר לאחזקות בחוץ לארץ על ידי משקי הבית הואט. אולם נראה, כי ביטול אפליית המס לטובת השקעות בניירות ערך זרים בראשית ינואר 2005 צפויה להמשיך ולהזין תהליך זה (דיאגרמה II-ב'-5).

### פעילות משקי בית באמצעות קרנות נאמנות

הפעילות במט"ח ובחוץ לארץ של משקי בית מתבצעת ברובה הן באמצעות קרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה בנכסים במט"ח בארץ, והן באמצעות אלה המתמחות בהשקעה בחוץ לארץ. יתרת ההשקעות במט"ח של סך כל קרנות הנאמנות, המט"חיות והאחרות, מסתכמת בדצמבר 2004 בכ-4 מיליארדי דולרים - כ-30 אחוזים מושקעים בארץ וכ-70 אחוזים בחוץ לארץ. ההשקעות במט"ח מהוות כיום כ-17 אחוזים מהנכסים של סך הקרנות, בדומה לשיעור שהתקיים בסוף שנת 2003. בקרנות הייעודיות להשקעה במט"ח שיעור זה עומד על כ-85 אחוזים מזה כשנה.

הצבירה של מגזר משקי הבית בקרנות המט"ח ובקרנות המשקיעות בחוץ לארץ הסתכמה השנה ב-0.3 מיליארד דולרים והתפתחותה על פני השנה לא הייתה אחידה: בחודשים ינואר עד אפריל נרשמה צבירה נטו בהיקף כולל של מיליארד דולרים - מתוכם

0.9 מיליארד בקרנות חוץ לארץ - ואילו בחודשים מאי עד דצמבר נרשמו פידיונות נטו בהיקף של 0.7 מיליארד (דיאגרמה II-ב'-6). מגמת הצבירה בקרנות חוץ לארץ בתחילת השנה - שהחלה כבר ברבעון האחרון של שנת 2003 - מוסברת בהתאמת תיקים על רקע צמצום פער הריביות והרפורמה במס, שהעלתה את הכדאיות היחסית של החזקת נכסים במט"ח בארץ ובחוץ לארץ על פני נכסים שקליים. המימושים מקרנות המט"ח, שהחלו בחודש מאי ונמשכו עד סוף השנה, מוסברים על ידי שילוב של גורמים גלובליים ומקומיים; בצד הגורמים הגלובליים נמנים הירידה בשווי המניות בחוץ לארץ בתחילת המחצית השנייה של 2004, העלייה בתשואות הצפויות על איגרות זרות, יחד עם ציפיות להמשך תהליך הייסוף בשער החליפין, שהחל בחודש מאי. במקביל נרשם בארץ שיפור



תהליך התאמת התיק  
של משקי הבית לתנאי  
המיסוי החדשים  
בינואר 2004 התבטא  
ברכישות מט"ח בהיקף  
של כמיליארד דולר  
באמצעות קרנות נאמנות  
המתמחות בעיקר  
בהשקעה בנכסים זרים  
בחודשים ינואר עד  
אפריל.

משמעותי במשתנים המקרו-כלכליים, שלווה בירידת סיכון המדינה. גורמים אלה באו לידי ביטוי בתשואות הנמוכות יחסית, שנרשמו באותה תקופה בקרנות המט"חיות, בהשוואה לקרנות שהתמחו בהשקעה במניות ישראליות, והגדילו את האטרקטיביות היחסית של השקעה בארץ ביחס להשקעה בנכסים זרים.

בקרנות המתמחות במט"ח בארץ נרשמו השנה פדיונות נטו בהיקף של כ-0.1 מיליארד דולרים. הפעילות של קרנות אלה הושפעה ב-2004 מהפקיעה של שתי הסדרות האחרונות של איגרות חוב "גלבווע", בינואר ויולי. רוב הקרנות החליפו את איגרות החוב מסוג "גלבווע", שאותן החזיקו בהיקף של 450 מיליוני דולרים בסוף שנת 2003, באיגרות חוב זרות ובמכשירים פיננסיים צמודי מט"ח בארץ, שהונפקו על ידי המגזר הפרטי.

לקראת השוואת המיסוי בין רווחים מניירות ערך זרים ורווחים מניירות ערך ישראלים בינואר 2005, ניתן לזהות היערכות של קרנות הנאמנות, המתבטאת בין היתר בהשקת קרנות חדשות ייעודיות להשקעה בחוץ לארץ (בחדשים נובמבר ודצמבר 2004 הוקמו כ-20 קרנות חוץ לארץ, המתמחות בהשקעה באג"ח ובהשקעה במניות בחוץ לארץ) וכן בהתקשרויות של מנהלי הקרנות עם גופי השקעה זרים. עם זאת ההערכה היא, שהשוואת המיסוי בין נכסים זרים וישראלים, כשלעצמה, תגרום למעבר הדרגתי להשקעות בחוץ לארץ של משקי הבית, מהסיבות הבאות: (א) ההצטרפות של משקי הבית לקרנות חוץ לארץ מושפעת באופן ישיר מעוצמת מהלכי השיווק של מנהלי הקרנות, וניתן להניח שזו תהיה מוגבלת על רקע אירועי שיווק קודמים הנמצאים בבדיקה של הרשות לניירות ערך; (ב) מספר רב של קרנות כבר שינו מדיניות ועברו להשקעות בחוץ לארץ, כתוצאה מתהליך פקיעת אג"ח "גלבווע" האמור. כבר היום כ-30 אחוזים מהקרנות הן קרנות ייעודיות להשקעה במט"ח ובחוץ לארץ, וכ-12 אחוזים מסך נכסי הקרנות כבר מושקע בחוץ לארץ.

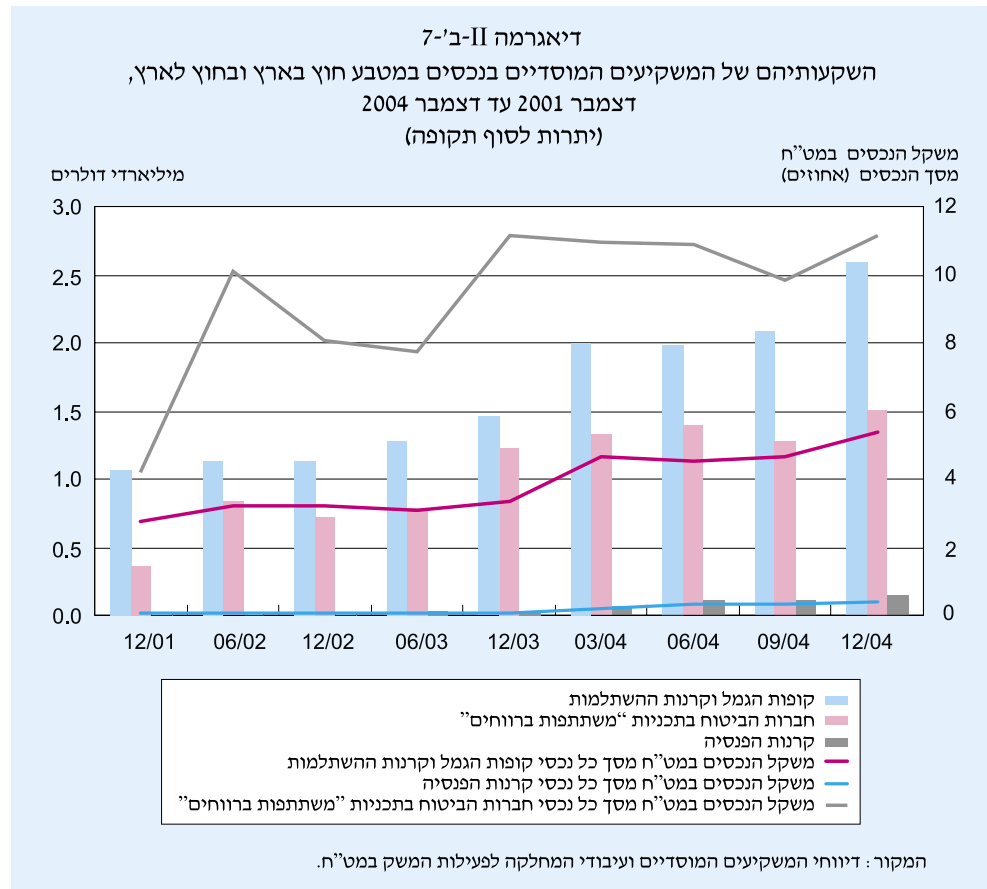
### ג. המשקיעים המוסדיים

קבוצת המשקיעים המוסדיים כוללת את קופות הגמל וקרנות ההשתלמות, חברות הביטוח בתוכניות לביטוח חיים "משתתפות ברווחים" וקרנות הפנסיה. יתרת השקעותיהם בנכסים במט"ח הסתכמה השנה בכ-4.2 מיליארדי דולרים, שהיוו כ-4.5 אחוזים מסך הנכסים: כ-40 אחוזים מהם מושקעים בארץ וכ-60 אחוזים בחוץ לארץ. משקל הנכסים במט"ח מתוך סך הנכסים משתנה לפי הגופים, כפועל יוצא של התקנות השונות החלות עליהם. קופות הגמל וחברות הביטוח מחזיקות נכסים במט"ח בשיעור של 5.4 אחוזים ו-11.2 אחוזים בהתאמה מסך נכסיהן, ואילו משקל הנכסים במט"ח של קרנות הפנסיה מתוך סך נכסיהן עומד על 0.4 אחוז בלבד, בעיקר כתוצאה מהחובה החלה על קרנות הפנסיה הוותיקות להשקיע את מרבית נכסיהן באג"ח מיועדות ומהאיסור להשקיע בחוץ לארץ (דיאגרמה II-ב'-7).

במהלך 2004 רכשו המשקיעים המוסדיים נכסים במט"ח בהיקף של כ-1.3 מיליארדי דולרים, בעיקר על ידי קופות הגמל וקרנות ההשתלמות, שרכשו אג"ח פרטיות צמודות מט"ח<sup>10</sup> ותעודות סל על מדדי מניות זרות בחוץ לארץ הנסחרות בארץ. לפיכך עלה שיעור ההשקעה במט"ח של המוסדיים מתוך סך נכסיהם מ-3 אחוזים ב-2003 ל-4.5 אחוזים בסוף 2004.

הגידול בשיעור ההשקעה במט"ח של המוסדיים מתוך סך הנכסים שלהם (דיאגרמה

10 רכישות של אג"ח פרטיות בהיקף של כ-0.5 מיליארד דולרים, שנרכשו בשנים קודמות, ומתבטאות בנתוני שנת 2004.



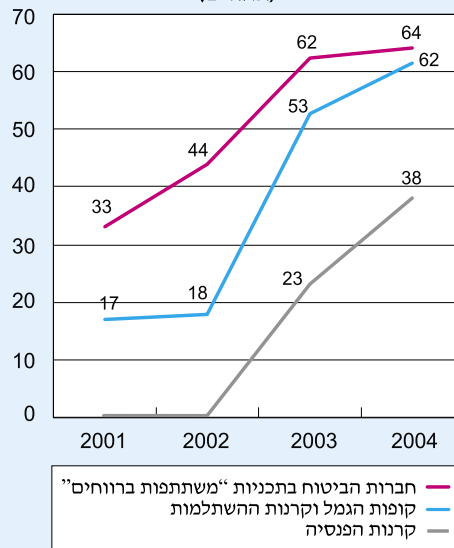
II-ב' 7) על פני השנים 2001 עד 2004 לווה בשינוי מהותי בהרכב הנכסים המט"חיים המוחזקים על ידם. בשנים אלו הגדילו המשקיעים המוסדיים את אחזקותיהם בנכסים ארוכי טווח במט"ח מתוך סך הנכסים במט"ח, כאשר קצב הגידול ועוצמתו שונים לפי הגופים (דיאגרמה II-ב' 8).

בחברות הביטוח בתוכניות "משתתפות ברווחים" החל הגידול במשקל הנכסים במט"ח לטווח ארוך באמצע שנת 2001, עת הותר להן להשקיע בחוץ לארץ תוך שהן פטורות מתשלום מס על רווחים מניירות ערך זרים. גידול זה התבטא בעיקר על ידי רכישת מניות זרות בשנים 2001 עד 2004 בהיקף כולל של 0.7 מיליארד דולרים. בסוף 2004 עומד שיעור ההשקעה בנכסים במט"ח לטווח ארוך מתוך סך נכסיהן במט"ח על 65 אחוזים. בקופות הגמל הגידול הניכר ביותר במשקל הנכסים במט"ח ארוכי טווח נרשם בשנת 2003, בעקבות רכישה של מניות זרות בהיקף של 0.4 מיליארד דולרים, וכתוצאה מפדיון של אג"ח "גלבו" בספטמבר 2003. גידול זה נמשך בשנת 2004, בעיקר כתוצאה מרכישת תעודות סל העוקבות אחר מדדי מניות בחוץ לארץ והנסחרות בארץ. שיעור ההשקעה הגבוה של המשקיעים המוסדיים בנכסים בעלי אופי השקעה ארוך טווח במט"ח, בעיקר במניות זרות, מצביע על מרכיב יציב של השקעה בחוץ לארץ, פחות רגיש לשינויים קצרי טווח בפער הריביות, ומתיישב עם אופי ההשקעה ארוך-הטווח של המוסדיים.

11 הנכסים לטווח ארוך כוללים: אג"ח לא סחירות, השקעות ישירות, השקעות במניות למסחר ומכשירים נגזרים על מניות בחוץ לארץ. הנכסים לטווח קצר כוללים: אג"ח סחירות, פיקדונות במט"ח, ונגזרים שקל-מט"ח.

הרפורמה במס, שנכנסה לתוקף בינואר 2005 (תיבה II-ב'-1), רלוונטית לקופות הגמל, קרנות ההשתלמות וקרנות הפנסיה החדשות, הרשאות כיום להשקיע בחוץ לארץ ללא הגבלה כמותית. משמעותה המעשית של הרפורמה היא פטור ממס על רווחי הון, ריבית ודיבידנד מניירות ערך זרים לעומת מס בשיעור של 35 אחוזים, שהוטל עליהם עד סוף שנת 2004. היא איננה רלוונטית לחברות הביטוח בתוכניות לביטוח חיים הפטורות ממס כבר היום, ולקרנות הפנסיה הוותיקות, המנועות מלהשקיע בחוץ לארץ, כאמור. קופות הגמל וקרנות ההשתלמות נהנו כבר באוגוסט 2004 מפטור ממס על תעודות סל העוקבות אחר מדדי מניות בחוץ לארץ והנסחרות בארץ. זוהי הטבת מס, שנקבעה כצעד מקדים לרפורמה במס, שנכנסה לתוקף כמה חודשים לאחר מכן, בינואר 2005<sup>12</sup>. בחודשים אוגוסט עד דצמבר 2004 הן רכשו תעודות סל מסוג זה בהיקף כולל של כ-0.5 מיליארד דולר, ובכך הגדילו את

דיאגרמה II-ב'-8  
שיעור השקעותיהם של המשקיעים המוסדיים  
בנכסים לטווח ארוך במטבע חוץ מתוך סך  
כל נכסיהם במטבע חוץ,  
2001 עד 2004  
(אחוזים)



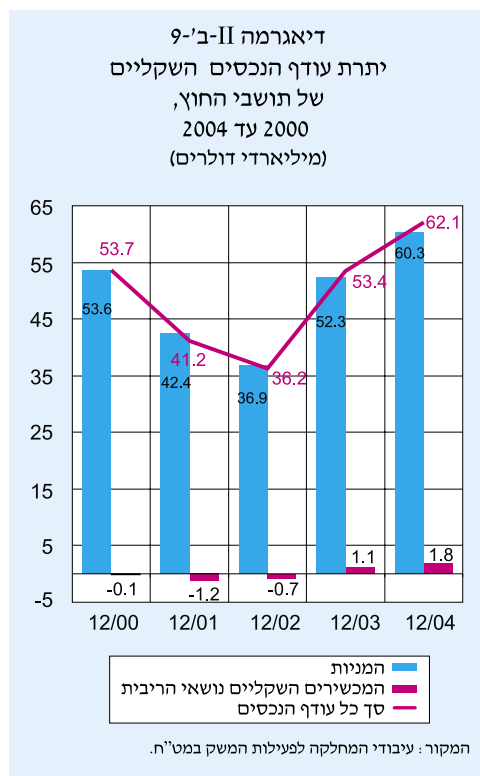
המקור: דיווחי המשקיעים המוסדיים ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

שיעור ההשקעה בחוץ לארץ מתוך סך נכסיהם מ-1.8 אחוזים ביולי 2004 ל-3 אחוזים בדצמבר 2004. בטווח הארוך ניתן להניח, ששיעור ההשקעה בחוץ לארץ של גופים אלה יתכנס לשיעור המקובל במדינות שהן חלק מקבוצת הייחוס של המשק הישראלי - כ-20 אחוזים מסך הנכסים - כהתאמה לתנאי המיסוי החדשים. ואילו בטווח הקצר קצב ההתאמה יושפע בעיקר מההתפתחויות בשווקים בארץ ובחוץ לארץ וממכלול גורמים רגולטוריים ואחרים. בקרנות הפנסיה החדשות קצב ההשקעה בחוץ לארץ מושפע מהיעדר תשתית להשקעה במכשירי שוק בכלל ולהשקעה בחוץ לארץ בפרט, מאחר שרוב נכסיהן מושקע באג"ח מיועדות. מספר תהליכים, המתרחשים בתקופה האחרונה, עשויים להשפיע בעתיד על היקף ההשקעות בחוץ לארץ על ידי קרנות הפנסיה החדשות: האחד, תהליך המכירה של הקרנות הגדולות לחברות הביטוח, שצברו ניסיון רב בהשקעה בחוץ לארץ, צפוי לגרום לשינויים בהקצאת הנכסים, שיתבטאו בין היתר בהגדלת ההשקעה בניירות ערך זרים. השני, כתוצאה ישירה מהרפורמה בקרנות הפנסיה יעברו הקרנות להשקיע במכשירי שוק לרבות בנכסים זרים. אמנם היקף הנכסים של קרנות הפנסיה החדשות קטן, 5 מיליארדי דולרים בלבד, אך היקף הצבירה השנתי ב-2004 עומד על כ-850 מיליוני דולרים. כמו כן קצב ההצטרפות של עמיתים חדשים הולך וגדל בשל המעבר מפנסיה תקציבית לפנסיה צוברת, כך שגופים אלה עשויים למלא בשנים הקרובות תפקיד משמעותי בהקשר של השקעות בחוץ לארץ.

בשנת 2004 רכשו  
קופות הגמל וקרנות  
ההשתלמות תעודות סל  
פטורות ממס, הנסחרות  
בארץ והעוקבות אחר  
מדדי מניות זרות, בהיקף  
כולל של חצי מיליארד  
דולרים.

12 שינוי כללי המס הוחל רטרואקטיבית לינואר 2004. שינוי זה כולל גם הפחתת שיעור המס למשקיעים אחרים לבדי 15 אחוזים.

## 2. פעילות תושבי חוץ בשקלים



יתרת עודף הנכסים השקליים של תושבי חוץ גדלה בשנת 2004 בכ-8.7 מיליארדי דולרים. יתרה זו עמדה בסוף השנה על כ-62.1 מיליארדי דולרים (דיאגרמה II-ב' 9), והיא מורכבת מהחזקת מניות של חברות ישראליות בארץ ובחוץ לארץ. היקפי החזקות מוסבר בביקושים העולמיים לטכנולוגיות עיליות ישראליות ובהגברת תהליכי הגלובליזציה של השנים האחרונות.

נוסף על כך מחזיקים תושבי חוץ סכום קטן יחסית במכשירים שקליים הנושאים ריבית, לרבות איגרות חוב שקליות ועסקאות עתידיות שקל-מט"ח. בחלק זה של הסקירה תידון הפעילות של תושבי חוץ במכשירים קצרי טווח, שרגישותה לריבית גבוהה. פעילותם ארוכת הטווח נידונה בהרחבה בפרק I, חלק ג'.

### א. הפעילות במכשירים קצרי טווח

שנת 2004 התאפיינה בהתמתנות השפעתן היחסית של תנועות ההון הקצרות, ובעיקר אלו של תושבי חוץ, על ההתפתחויות בשער החליפין. התמתנות זאת נגרמה כתוצאה הן מגידולו של היצע המט"ח ארוך הטווח, הן מהתכווצות פעילותם כל המגזרים במכשירים הקצרים, והן מפעילות בכיוונים מנוגדים בין המגזרים השונים ובתוכם. להתפתחות זו הייתה השפעה ניכרת על יציבות השקל, שכן בשנים האחרונות גברה מאוד השפעתן היחסית של תנועות ההון הקצרות על התפתחות שער החליפין. ב-2003 אף ניכר היה, כי פעילותם הקצרה של תושבי חוץ הובילה את המגמות בשער החליפין.

רוב העסקאות במכשירים הקצרים (איגרות חוב ועסקאות עתידיות) מבוצעות על ידי מוסדות פיננסיים זרים, תוך יצירת פוזיציה קצרת טווח על שער החליפין או הריבית, ומטרת עסקאות אלה היא להפיק רווחים משינוי הצפוי, להערכת המשקיעים, בשער החליפין או בריבית. אף כי בסך כל השנה הפעילות של המוסדות הפיננסיים הזרים בשוק שקל-מט"ח במכשירים קצרי טווח הסתיימה בסכומים קטנים, יחסית לפעילות במניות, הרי תקופות שונות של השנה התאפיינו בפעילות ערה ובכיוונים מנוגדים. במהלך הרביע הראשון של השנה, על רקע הצמצום בפער הריביות, אשר הביא לתהליך של התאמת תיקים על ידי משקי הבית, והתחזקותו של הדולר מול המטבעות העיקריים בעולם, תושבי חוץ רכשו סכום של כ-600 מיליוני דולרים באמצעות מכשירים פיננסיים נגזרים. במהלך הרביעים השני והשלישי של השנה לא נרשמה פעילות נטו של ממש באמצעות מכשירים פיננסיים

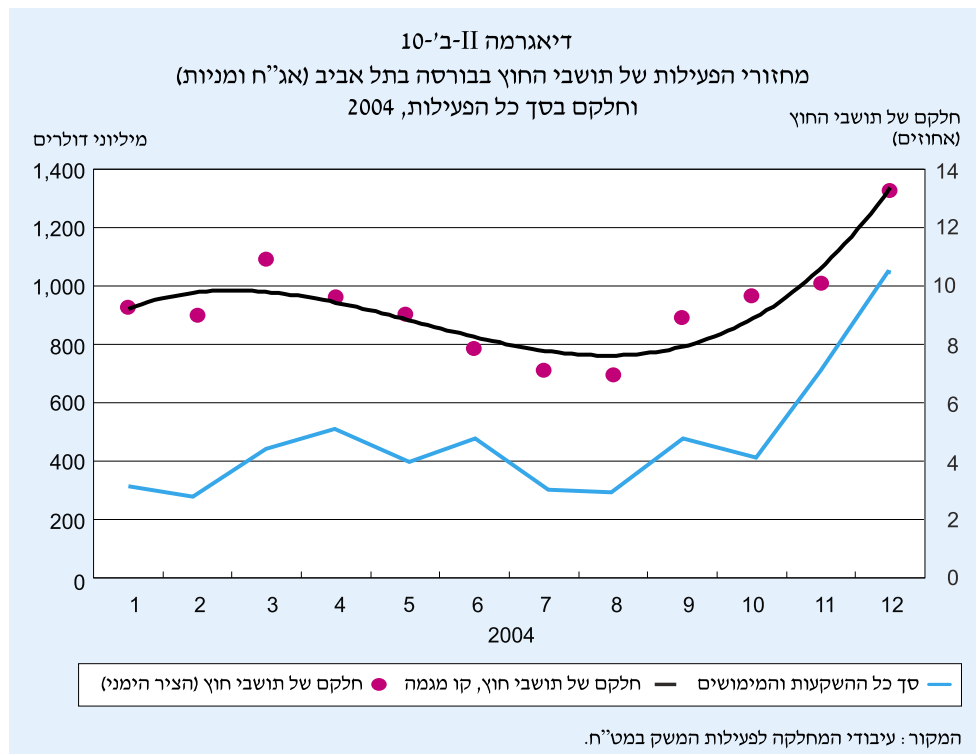
נגזרים, אך נרשמו מימושים של אג"ח ממשלתיות בבורסה בתל אביב. עליית התשואות בשוק האג"ח אמריקאי הקטינה את פער התשואות המותאם לסיכון בין ישראל לארצות הברית. תופעה זו של צמצום פוזיציות של זרים אפיינה בתקופה זו גם משקים מתעוררים אחרים. **ברביע האחרון של השנה**, על רקע ההחלשות של הדולר מול המטבעות העיקריים, הגופים הפיננסיים הזרים מכרו מט"ח בהיקף של כ-1.2 מיליארדי דולרים באמצעות מכשירים פיננסיים נגזרים.

### (1) מכשירים פיננסיים נגזרים

בשנת 2004 הפעילות במכשירים אלה הייתה בהיקפים משמעותיים, לתקופות קצרות ומתואמת עם השינוי בשער החליפין של השקל. הפעילות נטו של תושבי חוץ בעסקאות עתידיות לא הייתה אחידה: ברבעון הראשון של השנה הם רכשו נטו מט"ח, וברבעון הרביעי של השנה שבו תושבי חוץ ומכרו נטו מט"ח באמצעות עסקאות עתידיות. התפלגות פעילותם מאופיינת בריכוזיות רבה: כ-25 לקוחות גדולים, בדרך כלל גופים פיננסיים, הפועלים בשווקים שונים בעולם, מרכזים את עיקר הפעילות, אף כי פעילותם, בדרך כלל, הטרוגנית יחסית. הואיל וחלק ניכר מפעילות המוסדות הפיננסיים היא עבור לקוחות, לא ניתן להעריך את מידת ריכוזיותה.

### (2) ניירות ערך הנסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב

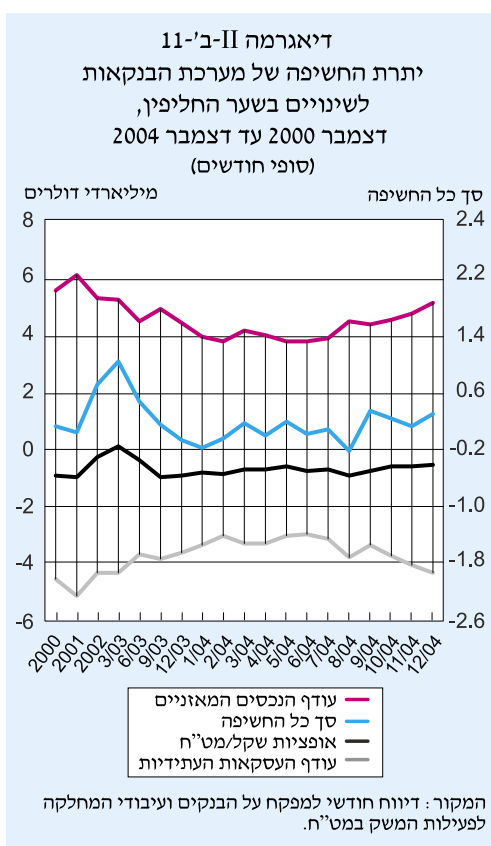
שווי החזקתם של תושבי חוץ באיגרות חוב של ממשלת ישראל הנסחרות בארץ הסתכם בסוף שנת 2004 בכ-0.4 מיליארד דולרים, בדומה לסוף 2003. ההשקעות בשוק איגרות החוב בישראל בוצעו בידי מספר מצומצם של בתי השקעה זרים, וכחלק ממגמה עולמית של הסטת זרמי הון אל השווקים המתעוררים, שהריבית בהם גבוהה מאשר במשקים



המפותחים. פעילות הזרים במכשיר זה לא הייתה אחידה על פני השנה. כך, ברבעונים הראשון והרביעי של השנה נרשמו השקעות נטו, בעוד שברבעון השני נרשמו מימושים נטו. ברבעון השלישי הפעילות נטו הייתה בהיקף קטן מאוד. השקעות אלו, שאופיינו בהטרוגניות בין הפעילים והתרכזו באיגרות חוב לא-צמודות של ממשלת ישראל מסוג "שחר" ובמק"ם, החלו עוד באמצע שנת 2002.

מחזורי הפעילות של תושבי החוץ בבורסה לניירות ערך בתל אביב המשיכו השנה להתרחב, אך לא בקצב אחד על פני השנה. ניכר בהם מיתאם עם התפתחות המחירים בשווקים הפיננסיים העיקריים בעולם: בחודשים הראשונים של השנה מחזורי הפעילות הסתכמו בכ-700 מיליוני דולרים בממוצע לחודש, בחודשים יולי-אוגוסט ירדו לכ-550 מיליונים, ועלו במידה ניכרת בחודשים נובמבר ודצמבר. התנהגות דומה ניכרת בחלקם של תושבי חוץ במחזור הפעילות: עלייה לכ-11 אחוזים ממחזור הפעילות בחודש מרץ, ירידה לכ-7 אחוזים מהמחזור בחודשי הקיץ, ועלייה חדה לשיעור של כ-13 אחוזים מהמחזור בחודש דצמבר (דיאגרמה II-ב'10).

### 3. הפעילות של מערכת הבנקאות במטבע חוץ<sup>13</sup>

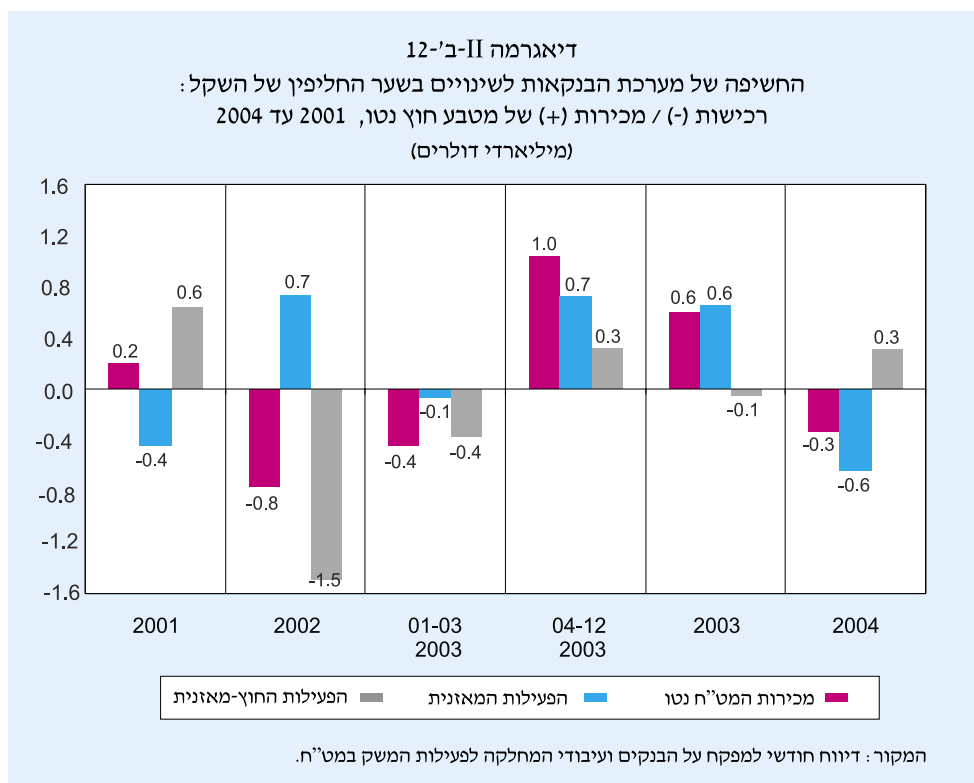


יתרת החשיפה הכוללת של מערכת הבנקאות לשינויים בשער החליפין של השקל הסתכמה בסוף שנת 2004 בעודף נכסים על התחייבויות במט"ח בסך 0.3 מיליארד דולרים, שמשמעותה חשיפה לייסוף השקל. יתרה זו היא תוצאת השילוב של הפעילות המאזנית והחוץ-מאזנית - עסקאות עתידיות ואופציות שקל-מט"ח של הבנקים (דיאגרמה II-ב'11).

לאורך שנת 2004, כבעבר, שמרו הבנקים על עודף נכסים נמוך ביחס להיקף נכסיהם במט"ח. יתרת החשיפה הממוצעת בשנת 2004 עמדה על 0.1 מיליארד דולרים בלבד, ובחמש השנים האחרונות נעה החשיפה הממוצעת בטווח שבין 0.1 ל-0.5 מיליארד.

הבנקים מנהלים את פעילותם בשוק מטבע החוץ תוך בקרה על חשיפתם הכוללת לסיכונים שער חליפין והימנעות מחריגה לאורך זמן מרמת החשיפה, הנקבעת כמותית על ידי הנהלותיהם. זאת על אף קיומה של "פוזיציה מבנית" - עודף נכסים מבני, שמקורו בהשקעות בחברות בת

13 ניתוח נתוני מערכת הבנקאות מבוסס בעיקר על נתונים מאזניים, ולפיכך שינוי בחשיפה - עודף התחייבויות על נכסים, מייצג את מכירות המט"ח נטו. מכאן שגידול בחשיפה משמעו מכירת מט"ח נטו כנגד שקלים.



בנקאיות בחוץ לארץ בהיקף של כ-2 מיליארדי דולרים. מאז המחצית השנייה של 1997, לאחר שהממשלה חדלה להתערב בשוק המט"ח, פועלים הבנקים בשוק שקל-מט"ח כעושי שוק, המספקים את הביקוש למטבע חוץ וקולטים את ההיצע במסגרת פעילות הנוסטרו שלהם, תוך שינויים בשער החליפין של השקל. עם זאת בתקופות, שבהן שוק המט"ח מאופיין בשינויים גדולים, הבנקים יוצרים חשיפות יזומות בתוך התחום הצר, שהותר להם על ידי הנהלותיהם, כאמור, המתאימות להערכתם את כיוון ההתפתחות של שער החליפין. כך בשנת 2003 התאימו הבנקים את עודף נכסיהם במידה משמעותית על פי הערכתם את התפתחות שער החליפין; מנובמבר 2002 ועד מרץ 2003 - על רקע העלייה בסיכון שער החליפין והציפיות לפיחות, שמקורן באי-הוודאות לגבי המלחמה עם עיראק - רכשו הבנקים מט"ח נטו בהיקף של כמיליארד דולרים, והגדילו את עודף נכסיהם במט"ח עד לרמת שיא של 1.1 מיליארד במרץ. לעומת זאת מחודש אפריל ועד סוף שנת 2003 - תקופה המאופיינת ביציבות ובכוחות שדחפו לייסוף השקל - מכרו הבנקים מט"ח נטו בהיקף כולל של כמיליארד דולרים, וכתוצאה מכך עברו לפוזיציה אפסית.

לצורך שמירה על חשיפה נמוכה הבנקים מבצעים מעברים בין הפעילות במגזר המאזני לפעילות במגזר החוץ-מאזני. להלן עיקרי הפעילות בשנת 2004 (דיאגרמה II-ב'-12):  
**הפעילות המאזנית** - הפעילות מול תושבי ישראל התאפיינה בהגדלת עודף ההתחייבויות המקומיות של הבנקים בהיקף של כ-4 מיליארדי דולרים, בעיקר בשל פירעונות אשראי במט"ח - כ-1.9 מיליארדי דולרים - והפקדה בפיקדונות בארץ של תושבי ישראל - 1.6

מערכת הבנקאות  
 הפקידה בבנקים זרים  
 בחוץ לארץ בשנת 2004  
 כ-4 מיליארדי דולרים  
 בעיקר כתוצאה מעודף  
 מקורות במט"ח, שנבע  
 מצבירה בפיקדונות  
 במט"ח ופירעונות  
 אשראי של תושבי ישראל  
 וממימוש איגרות חוב  
 במט"ח.

## לוח II-ב'-2

השינויים בחשיפה<sup>1</sup> של מערכת הבנקאות לשינויים בשער החליפין של השקל,

2001 עד 2004

(תנועות הנגזרות משינויים ביתרות, מיליארדי דולרים)

|                                           | 2003  |      |      | 2003 | 2002 | 2001 |
|-------------------------------------------|-------|------|------|------|------|------|
|                                           | IV-II | I    |      |      |      |      |
| 1. מכירות מט"ח נטו (2+3)                  |       |      |      |      |      |      |
| (גידול של עודף ההתחייבויות במט"ח)         |       |      |      |      |      |      |
| -0.3                                      | 1.0   | -0.4 | 0.6  | -0.8 | 0.2  |      |
| 2. בפעילות המאזנית <sup>2</sup> (2.4-2.1) |       |      |      |      |      |      |
| -0.6                                      | 0.7   | -0.1 | 0.7  | 0.7  | -0.4 |      |
| 2.1 מול ציבור תושבי חוץ                   | -0.1  | 0.1  | -0.3 | -0.3 | -0.2 | -1.0 |
| 2.2 מול ציבור תושבי ישראל                 | 3.5   | 1.3  | 0.4  | 1.8  | -0.8 | -1.7 |
| 2.3 מול בנק ישראל                         | 0.2   | 0.2  | 0.7  | 0.9  | 0.9  | -0.2 |
| 2.4 נוסטרו <sup>3</sup>                   | -4.3  | -0.9 | -0.8 | -1.7 | 0.7  | 2.5  |
| מזה: פיקדונות בבנקים בחו"ל                | -4.3  | -0.5 | -1.2 | -1.8 | -0.2 | 0.9  |
| פיקדונות מבנקים בחו"ל                     | -0.6  | 0.4  | -0.3 | 0.1  | 0.9  | 1.0  |
| השקעה באג"ח זרות                          | 0.4   | -1.3 | 0.3  | -1.0 | 0.2  | 0.4  |
| 3. בפעילות החוץ-מאזנית (3.2+3.1)          |       |      |      |      |      |      |
| 3.1 עסקאות עתידיות                        | 0.7   | -0.7 | 0.0  | -0.7 | -0.8 | 0.6  |
| 3.2 אופציות שקל-מט"ח (במונחי נכס בסיס)    | -0.4  | 1.0  | -0.4 | 0.6  | -0.7 | 0.0  |

- 1 החשיפה מוגדרת כיתרת עודף ההתחייבויות על נכסים במט"ח, בסימן חיובי. השינוי בחשיפה הוא השינוי ביתרת עודף זה, הנובע מתנועה; גידול של עודף זה מוגדר כמכירת מט"ח נטו כנגד שקלים על ידי הבנקים ומוצג בסימן חיובי. לעומת זאת, הפחתה בעודף זה מוגדרת כרכישת מט"ח נטו מהציבור על ידי הבנקים ומוצגת בסימן שלילי.
- 2 בפעילות המאזנית, סימן חיובי מייצג עודף מקורות (צבירה בפיקדונות ופירעון אשראי) על שימושים במט"ח, מנקודת המבט של הבנקים, כלומר מכירת מט"ח נטו לציבור. סימן שלילי מייצג עודף שימושים (משיכה מפיקדונות ונטילת אשראי) על מקורות במט"ח, כלומר רכישת מט"ח נטו מהציבור.
- 3 כולל: פיקדונות בין-בנקאיים בחו"ל נטו, השקעה נטו באגרות חוב בחו"ל ובאגרות חוב צמודות למט"ח בארץ והשינוי בהשקעה במניות בשלוחות. המקור: דיווחי הבנקים ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

מיליארד (ראה הרחבה בחלק א'). פעילות הנוסטרו של הבנקים בשנת 2004 התאפיינה כמו כן בגידול בעודף ההתחייבויות של הבנקים בהיקף של כמיליארד דולרים בעיקר בשל מימוש איגרות חוב - זרות וישראליות. הפעילות מול ציבור תושבי חוץ התאפיינה בגידול בעודף ההתחייבויות של הבנקים כתוצאה מפירעונות אשראי של תושבי חוץ בהיקף של כ-0.4 מיליארד דולרים. הגידול קוּוּז על ידי משיכות מפיקדונות של תושבי חוץ (פת"ח). הגידול האמור בעודף ההתחייבויות, שמבטא גידול במקורות במט"ח של הבנקים, קוּוּז על ידי גידול בפיקדונות הבנקים בבנקים זרים בחוץ לארץ בהיקף של כ-4 מיליארדי דולרים ועל ידי גידול במשיכות של בנקים זרים בארץ (בעיקר השלוחות הבנקאיות) בהיקף של כ-0.6 מיליארד, שהגדילו את עודף הנכסים של הבנקים. בסיכומו של דבר הבנקים הגדילו נטו את עודף נכסיהם המאזניים במט"ח בהיקף של כ-0.6 מיליארד דולרים, שהתבטאו ברכישת מט"ח נטו.

פעילותם של הבנקים במכשירים הפיננסיים החוץ-מאזניים - עסקאות עתידיות ואופציות שקל-מט"ח, המשמשות בדרך כלל ככלי מרכזי לניהול החשיפה - הסתכמה בשנת 2004 במכירות מט"ח נטו לציבור בהיקף של כ-0.3 מיליארד דולרים, בעיקר למגזר העסקי של תושבי ישראל. פעילות הבנקים במכשירים חוץ - מאזניים לא הייתה אחידה על פני השנה: במחצית הראשונה רכשו הבנקים מט"ח בהיקף של כ-0.8 מיליארד דולרים, בעיקר באמצעות עסקאות עתידיות, ובמחצית השנייה מכרו הבנקים מט"ח בהיקף של כמיליארד דולרים, בעיקר למגזר העסקי.

השילוב של הפעילות המאזנית והחוץ מאזנית הסתכמה השנה ברכישות מט"ח נטו על ידי הבנקים בהיקף של 0.3 מיליארד דולרים, שהגדילו את חשיפתם לייסוף השקל לרמה של 0.3 מיליארד, כאמור.

## תיבה II-ב'-1

### ביטול אפליית המס בין ניירות ערך זרים לניירות ערך ישראליים

במסגרת הרפורמה במס שנכנסה לתוקף בינואר 2003 נקבע, ששיעורי המס על רווחי הון, ריבית ודיבידנד מניירות ערך זרים העומדים כיום על 35 אחוזים, יושוו בעתיד<sup>14</sup> לאלה הנהוגים בארץ. בסוף 2003 התגבש מהלך של שינוי בחקיקה, שהושלם לקראת סוף 2004, להקדמת השוואת המיסוי לתחילת שנת 2005. השוואת המיסוי רלוונטית לקופות הגמל, קרנות ההשתלמות וקרנות הפנסיה החדשות, ומשמעותה המעשית היא פטור ממס על רווחי הון, ריבית ודיבידנד מניירות ערך זרים. היא איננה רלוונטית לחברות הביטוח בתוכניות לביטוח חיים הפטורות ממס כבר היום. עבור משקי הבית וקרנות הנאמנות משמעותה של הרפורמה היא תשלום מס בשיעור של 15 אחוזים על רווחי הון והכנסות מריבית מניירות ערך זרים ושיעור מס של 25 אחוזים על הכנסות מדיבידנד, בדומה לשיעור המס על נכסים דומים בישראל.

במחקר שנערך בבנק ישראל נבחן הפוטנציאל של השפעת הרפורמה במס על הרכב תיק הנכסים של הציבור, תוך ניתוח אמפירי של דפוסי ההשקעה המאפיינים את המשקיעים בישראל, ובפרט נטייתם להשקעה בנכסים מקומיים<sup>15</sup>. המחקר התמקד בתיקי ניירות הערך הסחירים של משקי הבית, קרנות הנאמנות והמשקיעים המוסדיים, שבהם צפויה להתבטא ההשפעה העיקרית של הרפורמה. במחקר נמצא, שכמו במדינות רבות בעולם, המשקיעים הישראליים מגלים נטייה חזקה להשקיע במניות מקומיות: שיעור ההשקעה במניות המקומיות גבוה בהרבה משיעור ההשקעה האופטימאלי הנגזר משיקולי תשואה וסיכון. לעומת זאת לא נמצאה נטייה דומה בהרכב תיק האג"ח של המשקיעים.

ממצאי הניתוח מלמדים, כי זרימת ההון לחוץ לארץ, הצפויה בעקבות הרפורמה, מסתכמת בכ-11.5 מיליארדי דולרים, מתוכם כ-10 מיליארדים גידול של ההשקעה באג"ח זרות, והשאר גידול של ההשקעה במניות זרות; זאת, בין השאר, משום שביטול אפליית המס משפיע יותר על הכדאיות היחסית של השקעה באג"ח זרות.

14 בינואר 2007 עבור יחידים, ובינואר 2006 עבור משקיעים מוסדיים.

15 גולן בניה וחיים לוי, 2004, "פוטנציאל ההשפעה של ביטול אפליית המס בין ניירות ערך ישראליים לניירות ערך זרים על הרכב תיק הנכסים של הציבור" סוגיות במטבע חוץ, 2/04.

עוד עולה מהמחקר, שהרפורמה צפויה להשפיע הרבה יותר (הן במונחים יחסיים והן במונחים כספיים) על המשקיעים המוסדיים, והסיבה העיקרית לכך היא שאפליית המס כיום משמעותית יותר עבור משקיעים אלו.

## ההשפעות הצפויות של יישום הרפורמה על השווקים הפיננסיים

### ושוק מטבע חוץ

אחד הגורמים המרכזיים בהתפתחויות הצפויות בשווקים הפיננסיים ובשוק מטבע חוץ בעקבות הרפורמה הוא קצב ההתאמה של התיק. מניתוח דפוסי ההשקעה של המשקיעים המקומיים, הגורמים המשפיעים על הרכב תיק הנכסים שלהם בכלל וניהול החשיפה למט"ח בפרט, עולים מספר אינדיקטורים המצביעים על כך, שקצב ההתאמה של התיק בעקבות הרפורמה צפוי להיות איטי ומדורג, אם כי ישנם מספר גורמים, הפועלים בכיוון של האצת קצב ההתאמה.

עם הגורמים, הפועלים בכיוון של האטת קצב ההתאמה של התיק בעקבות הרפורמה במס, ניתן למנות:

1. מכיוון שהרפורמה במס צפויה להשפיע בעיקר על המשקיעים המוסדיים, לאופן שבו הם יפעלו בעקבות הרפורמה צפוי משקל מרכזי בהתפתחות השווקים הפיננסיים ושוק המט"ח המקומיים. ניסיון העבר מלמד, שהמשקיעים המוסדיים פועלים באופן מדורג ואיטי בעקבות שינויים רגולטורים. דוגמה בולטת לכך היא תהליך התאמת התיק של חברות הביטוח בעקבות ההיתר, שניתן להן להשקעה הפטורה ממס בנכסים זרים מ-2001. במקרה זה התאמת התיק הייתה מדורגת, והתפרסה על פני מספר שנים (אם כי טרם נסתיימה).
2. קצב התאמת התיק יושפע גם מהתפתחות המחירים בשווקים הפיננסיים. בריחת הון מהירה מהשוק המקומי עשויה להוביל לירידת יתר (over shooting) במחירי ניירות הערך המקומיים וכתוצאה מכך ההשקעה בהם תהפוך לאטרקטיבית בעיני המשקיעים המקומיים והזרים כאחד. תהליך התאמת המחירים עשוי להימשך עד שיושג שיווי משקל חדש. התפתחות כזו עשויה למתן את קצב ההתאמה המהירה של התיק, שכן מעבר לשיקולים ארוכי הטווח התומכים בפיזור בין-לאומי של התיק, מדיניות ההשקעה של המשקיעים מונעת גם משיקולים קצרי טווח, כגון האטרקטיביות היחסית של מחירי הנכסים.
3. ישנו מכלול שלם של גורמים נוספים, שהשפעתם פועלת בכיוון של הקטנת ההשקעות, להלן העיקריים שבהם: האחד, פרסום התשואות בתדירות חודשית גורמת למוסדיים, שמטבעם משקיעים לטווח ארוך, לקחת בחשבון שיקולים של הטווח הקצר באופי הנכסים ובהרכב ההשקעות. גורם נוסף הוא כפל דמי הניהול הנובעים מהתשלום לגופי השקעה זרים, אם ניהול ההשקעות הזרות יתבצע באמצעותם. מגבלה זו פועלת בכיוון של האטה והקטנה בהשקעות בחוץ לארץ בעיקר בשל החיסרון היחסי של מנהלי ההשקעות בארץ לעומת גופי השקעה זרים.

4. המשקיעים המוסדיים מפרידים בשיקולי ההשקעה בין החשיפה לנכסים בחוץ לארץ לחשיפה המטבעית שנגזרת מכך. לפיכך ניתן להניח, שחלק מההשפעה על שער החליפין כתוצאה מהגברת ההשקעות בחוץ לארץ תקוזז על ידי מכירות עתידיות של מט"ח לצורכי גידור.
5. ניסיון העבר מלמד, כי משקי הבית משקיעים בחוץ לארץ בעיקר באמצעות קרנות נאמנות. בשונה מבעבר, קיימת כיום בשוק ההון רגישות גבוהה לשיווק אגרסיבי של מוצרים פיננסיים, ולפיכך ניתן להעריך, כי מהלכי השיווק של קרנות, המשקיעות בניירות ערך זרים בעקבות הרפורמה במס, יהיו מתונים. לעומת כל אלה, ישנם גורמים הפועלים בכיוון של הגברת קצב ההתאמה של התיק, להלן העיקריים שבהם:
  - א. נזילות קופות הגמל - כ-50 אחוזים מנכסי העמיתים בקופות הגמל הגיעו לפדיון והן נזילות. קופות אלה רצוי שיהיו בעלות סטיית תקן נמוכה יותר, וזו יכולה להיות מושגת באמצעות פיזור ההשקעות. כמו כן בעקבות אירוע משברי שיגרור "ריצה" של העמיתים לפדיון הקופות, עלולים להיגרם משבר חמור בשוק ההון וירידת מחירים דרמטית, אם כל הנכסים שהקופות יממשו יהיו בשוק ההון המקומי. השקעה בחוץ לארץ יכולה למתן התפתחויות מסוג זה.
  - ב. הפסקת הנפקות אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה החדשות-שינוי מבני זה, שנעשה במסגרת הרפורמה בקרנות הפנסיה, ישפיע ככל הנראה בכיוון של הגדלת השקעות בחוץ לארץ של הקרנות בשל הפניית הביקוש לאג"ח על ידי קרנות הפנסיה, בתנאים מסוימים, לחוץ לארץ. ההתגברות הצפויה בביקוש לאג"ח מקורה בהפסקת הנפקת אג"ח המיועדות, בצמצום הנפקות של אג"ח סחירות על ידי הממשלה ובצבירה השנתית הגבוהה בקרנות החדשות, שנובעת מהמעבר מפנסיה תקציבית לפנסיה צוברת.
  - ג. בהנחה שהממשלה תתמיד בשמירה על תוואי גירעון יורד ותשמור על שיעור הגיוסים הנוכחי בחוץ לארץ, תיתכן ירידת תשואות בשוק האג"ח המקומי בטווח הארוך, מה שעשוי להגדיל את האטרקטיביות היחסית של ההשקעה באג"ח זרות.