

## 2. ההשקעות של תושבי ישראל בחוץ לארץ

### א. ההתפתחויות העיקריות

יתרת ההשקעות של תושבי ישראל בחוץ לארץ גדלה בשנת 2004 ב-11.6 מיליארדי דולרים (13 אחוזים), והסתכמה בסוף התקופה ב-100 מיליארדים. זרמי ההשקעות הסתכמו ב-9.6 מיליארדי דולרים, לעומת 7.4 מיליארדים אשתקד (לוח I-ג'-1-2). זרמים אלה נבעו הן מגורמים גלובליים והן מגורמים מקומיים, אשר השפיעו במידה שונה על תתי-המגזרים השונים. חלק מהגורמים, שתרמו השנה לגידול ההשקעות, פעלו גם ב-2003, אך התעצמו השנה. הגורמים הגלובליים, ובעיקר המשך התאוששות רמת הפעילות העולמית בענפי הטכנולוגיה העילית, תרמו להגדלת ההשקעות הישירות ולגידול הפיקדונות של המגזר העסקי בחוץ לארץ על רקע הגידול ביצוא של ענפי הטכנולוגיה העילית וההתאוששות בשוק ההנפקות בארצות הברית. גם תהליך הגלובליזציה, שבו נוטלות חלק החברות הגדולות, פעל לגידול ההשקעות הישירות. גורם גלובלי נוסף שהשפיע השנה היה חולשת שווקי ההון בארצות הברית וחולשת הדולר בעולם, שגרמו להאטה בהשקעות משקי הבית והמשקיעים המוסדיים במניות ובאיגרות חוב זרות. בין הגורמים המקומיים ניתן למנות את צמצום פער הריביות, שגרם לפירעונות אשראי במטבע חוץ, ולגידול בפיקדונות תושבי ישראל במטבע חוץ. אלה יצרו עודפי מקורות במט"ח במערכת הבנקאות שהופקדו בחוץ לארץ.

**ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחוץ לארץ גדלו בשנת 2004 ב-25 אחוזים ל-3.6 מיליארדי דולרים, ויתרתן בסוף השנה הסתכמה ב-16 מיליארדי דולרים, רובה בידי המגזר העסקי (לוח I-ג'-1-2).** מגזר זה, ובעיקר חברות מענפי הטכנולוגיה העילית, מושפע בתחום ההשקעות הישירות בעיקר מהמגמות הגלובליות, ופועל להשתלבות בהן. השנה על רקע התאוששות ענפי הטכנולוגיה העילית בוצעו מספר רכישות של חברות יצרניות בהיקפים גדולים. חברות נוספות המתפתחות לכיוונים דומים החלו בתכנון רכישות בהיקפים גדולים, שיבשילו בעתיד הקרוב. השתלבות המגזר העסקי בתהליך הגלובליזציה מתבטאת במעבר מהשקעות בהלוואות בעלים, שאפיינו את ההשקעות בשנות התשעים המוקדמות, שבהן הוקמו בעיקר מערכות שיווק בחוץ לארץ, להשקעות בהון לרכישת מערכות ייצור.

**ההשקעות בתיק ניירות ערך למסחר, הכוללות השקעות במניות ובאיגרות חוב זרות, קטנו ב-60 אחוזים למיליארד דולרים, ויתרתן בסוף התקופה הסתכמה ב-15.9 מיליארדים.** בתחילת השנה נמשכה מגמת העלייה בהשקעות בחוץ לארץ של משקי הבית, קופות הגמל וקרנות ההשתלמות והפנסיה. מגמה זו החלה כבר ברביעי האחרון אשתקד, על רקע הצמצום המתמשך בפער הריביות והשפעת הרפורמה במס, אך מהרביע השני של השנה התהפכה המגמה ונרשמו מימושים על רקע התשואות הנמוכות, שהניבו השקעות אלו. חברות הביטוח, אשר אינן מושפעות מהרפורמה, גם הן האטו מאוד את השקעותיהן בחוץ לארץ באותה תקופה. המגזר העסקי הקטין בשיעור מתון את השקעותיו בתיק ניירות הערך למסחר, זאת בשל העברות לחוץ לארץ של החברות הבנות של חברות רב-לאומיות, אשר משקיעות את עודפי הנוזליות שלהן בחוץ לארץ משיקולי מדיניות גלובליים של חברות האם, אשר קיזזו את מימושי שאר החברות.

**ההשקעות האחרות, הכוללות פיקדונות בחוץ לארץ ואשראי לתושבי חוץ, שילשו את היקפן ל-5.2 מיליארדי דולרים - רובן ככולן בפיקדונות - ויתרתן בסוף התקופה הסתכמה ב-40.3 מיליארדי דולרים.** המגזר הבנקאי העביר גם השנה לפיקדונות בחוץ לארץ 4 מיליארדי דולרים, כחלק מניהול עודפי המקורות מפעילות מקומית, זאת בהמשך ל-1.8 מיליארדי דולרים אשתקד. עודפי המקורות במט"ח נוצרו בעיקר מגידול בפיקדונות הציבור

ההשקעות של תושבי ישראל בחוץ לארץ המשיכו לגדול השנה, והסתכמו ב-9.6 מיליארדי דולרים.

ההשקעות הישירות של המגזר העסקי גדלו על רקע התאוששות ענפי הטכנולוגיה העילית והמשך ההשתלבות בתהליכי הגלובליזציה.

מערכת הבנקאות העבירה לחוץ לארץ 4 מיליארדי דולרים בשל עודפי מקורות במט"ח מפעילות מקומית.

## לוח I-ג'-2-1

**ההשקעות של תושבי ישראל בחוץ לארץ, 2000 עד 2004**  
(מיליארדי דולרים)

|                     | 2004      | 2003  | 2002 | 2001 | 2000 |                                 |
|---------------------|-----------|-------|------|------|------|---------------------------------|
|                     | 9.6       | 7.4   | 4.2  | 4.3  | 9.3  | סך כל זרמי ההשקעות              |
|                     | 3.0       | 2.1   | 1.0  | 0.7  | 3.5  | ההשקעות הישירות                 |
|                     | 1.0       | 2.5   | 2.5  | 1.1  | 2.1  | ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר' |
|                     | 0.9       | 1.9   | 2.2  | 1.2  | 1.3  | מזה: איגרות חוב                 |
|                     | 0.6       | 0.9   | 0.6  | 0.4  | 1.5  | מניות                           |
|                     | 5.2       | 1.6   | 1.3  | 2.0  | 2.9  | ההשקעות האחרות <sup>2</sup>     |
|                     | 5.3       | 1.5   | 2.1  | 3.4  | 1.5  | מזה: פיקדונות                   |
|                     | 0.0       | 1.3   | -0.7 | 0.4  | 1.0  | המגזר הציבורי                   |
|                     | 0.4       | 0.9   | -1.0 | -0.2 | 0.9  | מזה: רזרבות בנק ישראל           |
| השינוי בשנת 2004    |           |       |      |      |      |                                 |
| מזה: הפרשי          |           |       |      |      |      |                                 |
| סך הכל <sup>3</sup> | מחיר ושער |       |      |      |      |                                 |
| 1.4                 | 11.6      | 100.0 | 88.4 | 72.3 | 69.3 | יתרת ההשקעות (סופי תקופות)      |
| 0.1                 | 2.9       | 16.0  | 13.1 | 9.5  | 9.4  | ההשקעות הישירות                 |
| 0.4                 | 2.2       | 15.9  | 13.7 | 10.1 | 7.2  | ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר  |
| 0.2                 | 1.1       | 11.7  | 10.6 | 8.3  | 4.7  | מזה: איגרות חוב                 |
| 0.2                 | 1.1       | 4.2   | 3.1  | 2.0  | 2.5  | מניות                           |
| 0.4                 | 6.0       | 40.3  | 32.4 | 30.4 | 28.7 | ההשקעות האחרות                  |
| 0.3                 | 5.6       | 26.4  | 19.5 | 17.3 | 15.4 | מזה: פיקדונות                   |
| 0.5                 | 0.4       | 27.7  | 25.0 | 24.5 | 24.0 | נכסי המגזר הציבורי              |
| 0.5                 | 0.8       | 26.6  | 23.7 | 23.2 | 23.2 | מזה: רזרבות בנק ישראל           |

1 לרבות עסקאות פורוורד ועסקאות עתידיות.

2 ההשקעות האחרות כוללות פיקדונות בבנקים זרים ואשראי לתושבי חוץ.

3 סך כל השינוי ביתרת ההשקעות מורכב מזרמי ההשקעות, מהפרשי מחיר ושער וכן מהתאמות אחרות שאינן מוצגות כאן. המקור: דיווחי הבנקים והחברות, נתוני משרד האוצר ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

במט"ח ומפירעונות אשראי במט"ח. במגזר העסקי בולטות חברות יצואניות ומנפיקות, שעיקר פעילותן במט"ח, אשר הגדילו את פיקדונותיהן בחוץ לארץ על רקע ההתאוששות בתחומים אלה, וחברות מהמגזר הפיננסי, שעשו כן כגיבוי להנפקות בהיקף ניכר של מכשירים פיננסיים בשוק המט"ח בישראל. לעומת המגזר העסקי, מגזר משקי הבית הקטין במידת מה את הפיקדונות בחוץ לארץ. האשראי לתושבי חוץ, רובו אשראי מסחרי, גדל השנה ב-9 אחוזים על רקע התאוששות היצוא, אך גידול זה קוּזו על ידי פירעונות אשראי של תושבי חוץ.

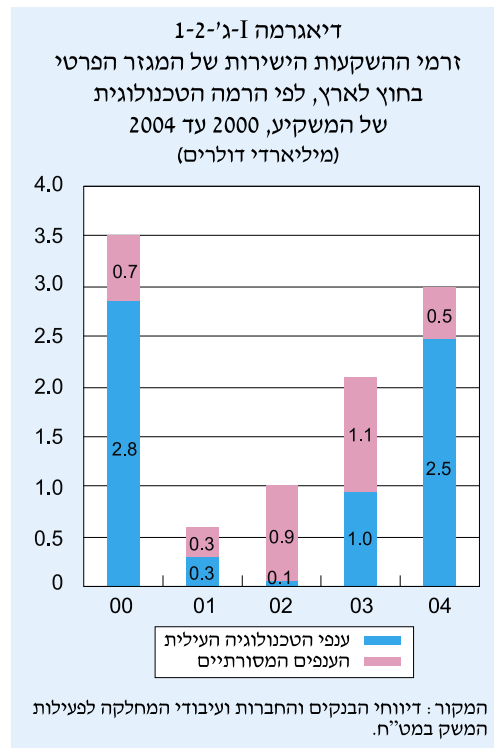
ניתוח ארוך טווח של משקל הנכסים בחוץ לארץ בתיק הנכסים הכספיים של הציבור מעלה, שהוא נותר יציב בחמש השנים האחרונות סביב 8 אחוזים. ואילו המשקל בתיק הנכסים במט"ח ירד ב-2002 וחזר ועלה במתינות בשנתיים האחרונות ל-37 אחוזים. זאת למרות קיומם של מספר תהליכים, שאמורים היו לפעול להסטת הנכסים לחוץ לארץ: השתלבות ישראל בשווקים הבין-לאומיים, הסרת אפליית המס בעקבות הרפורמה, הסרת החסמים הרגולטוריים מעל השקעות המשקיעים המוסדיים וירידת פער התשואות, במקביל לירידה בסיכון המדינה של ישראל בשל התבססות האמינות המדיניות המקרו-כלכלית. נראה, כי למרות שתהליך הסטת הנכסים לחוץ לארץ הוא ארוך טווח, הרי שבתקופה זו פעלו גם גורמים קצרי טווח - חולשת שווקי ההון בחוץ לארץ וייסוף שער החליפין ביחס לדולר - שמיתנו אותו. בנוסף יש לציין גורמים נוספים הפועלים להתאמה איטית של התיק, ביניהם תקופת הלמידה של השווקים, הקמת תשתיות הדרושה להשקעות בחוץ לארץ, העדפה חזקה של השקעות מקומיות (home bias) וחוסר המודעות אצל משקי הבית, והיותם נתונים למאמצי השיווק הבנקאיים, שהשנה התמתנו מאוד.

שיעור הנכסים בחוץ לארץ מסך נכסיו של הציבור נשאר יציב בשנים האחרונות.

## ב. ההשקעות הישירות

יתרת ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחוץ לארץ גדלה השנה ב-19 אחוזים והסתכמה בסוף התקופה בסך 16 מיליארדי דולרים: 14 מיליארדים בידי המגזר הפרטי הלא בנקאי ו-2 מיליארדים בידי המגזר הבנקאי (לוח I-ג'-2-1).  
זרמי ההשקעות הישירות של תושבי ישראל הסתכמו בשנת 2004 ב-3 מיליארדי דולרים, ובוצעו כולם על ידי המגזר העסקי, מהם כ-2.5 מיליארדי דולרים של ענפי הטכנולוגיה העילית (דיאגרמה I-ג'-2-1).

ההשקעות הישירות של המגזר העסקי מושפעות בשנים האחרונות מתהליך הגלובליזציה, שמתבטא ברכישות גדולות של מערכות ייצור ושיווק בחוץ לארץ על ידי חברות מענפי הטכנולוגיה העילית, ומהתנודות ברמת הפעילות העולמית של ענפים אלה. בשנתיים האחרונות עם ההתאוששות בענפים אלה גדלו ההשקעות הישירות של החברות הישראליות מענפי הטכנולוגיה העילית, אף כי רמתן לא הגיעה לרמת השיא שנרשמה בשנת 2000 - "שנת הבועה". יחד עם זאת, בשונה משנת 2000, שבה רוב העסקאות נעשו באמצעות החלפת מניות - גידול במקביל של השקעות תושבי חוץ במשק והשקעות תושבי ישראל בחוץ לארץ - והיוזמים היו תושבי חוץ, הרי שבשנתיים האחרונות משקל המזומן בהשקעות גדל, והיוזמה היא של החברות הישראליות - הרוכשות. ניתוח ההשקעות לפי ענפי המשק בשנת



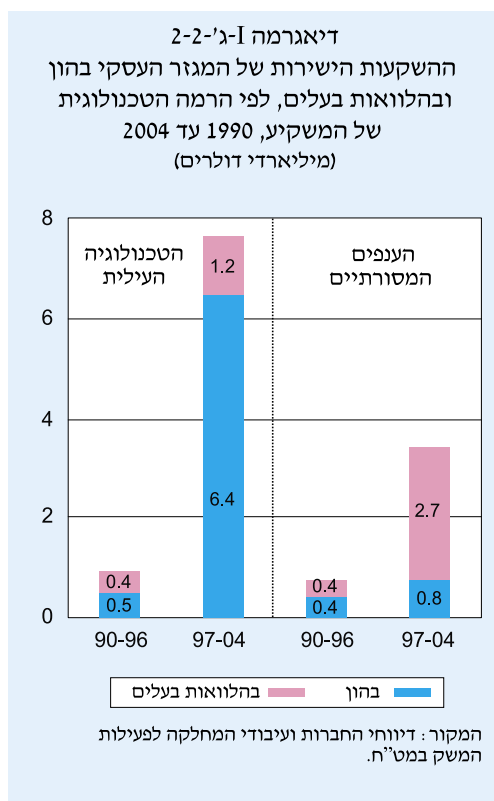
2004 מגלה תמונה לא אחידה: ענף התרופות וענף התוכנה רשמו עלייה חדה, לעומתן ענפי האלקטרוניקה והתקשורת רשמו גם השנה מימושים נטו - תופעה זו נמשכת מזה ארבע שנים, אם כי בהיקף הולך ופוחת. בהשקעות של הענפים המסורתיים ניכרת יציבות בענף הכימיה וגידול בהשקעות ענף הבנייה. השקעות ענף הבנייה מושפעות בעיקר מהשפל בענף בשוק המקומי הגורם להסטת השקעותיו לחוץ לארץ בשנים האחרונות. ראוי לציין, ששווי הנכסים בנדל"ן הנרכשים בחוץ לארץ עולה בהרבה על זרמי ההשקעות, אשר משקפות את החלק הממומן על ידי תושבי ישראל. השנה למשל, נרכשו נכסים בסך 1.4 מיליארדי דולרים, כאשר ההון העצמי שהושקע מישראל הסתכם ב-0.5 מיליארד דולרים בלבד, והיתרה מיומנה באמצעות הלוואות מבנקים בחוץ לארץ.

השפעת הגלובליזציה באה לידי ביטוי גם בתמהיל ההשקעות הישירות, המתבצעות בהון עצמי או בהלוואות בעלים. בשנים 1990 עד 1996 עמד משקל ההשקעות בהון בסך ההשקעות הישירות על כ-50 אחוזים בכל הענפים. אך משנת 1997, עם השפעת הגלובליזציה ועל רקע ההשקעות הגדולות של ענפי הטכנולוגיה העילית, גדל משקל ההון בהשקעות הישירות של ענפים אלה ל-84 אחוזים. לעומת זאת בענפים המסורתיים, אשר גם הם הגדילו את היקף ההשקעות, משקל ההון בהשקעות ירד ל-23 אחוזים (דיאגרמה I-ג'-2-2). ההסבר לכך נעוץ בייעוד ההשקעה: המשקל הגבוה של השקעות בחברות שיווק בחוץ לארץ, שבהן קיימת עצימות בהלוואות, בהשקעות הענפים המסורתיים, לעומת הקמת חברות ייצור בענפי הטכנולוגיה העילית או רכישתן, המחייבת השקעות בהון עצמי, בין היתר לצורך קבלת מימון זר לפעילותן. בנוסף, ישראל חריגה בתמהיל הון-הלוואות בהשוואה למדינות המערב, שבהן משקל ההון בהשקעות הוא 83 אחוזים בשנים 2001-

2002. זאת כנראה, משום שהשתלבותן של מדינות אלה בתהליך הגלובליזציה, שמתבטא ברכישת חברות יצרניות, החל מוקדם יותר בהשוואה למגזר העסקי של ישראל.

ניתוח יתרת ההשקעות הישירות לפי התפלגות גיאוגרפית מעלה שצפון אמריקה ומערב אירופה, שהם אזורי הסחר העיקריים של ישראל, הם אזורי היעד של ההשקעות הישירות של המגזר העסקי. ההשקעות בצפון אמריקה מתואמות עם התנודות העולמיות בענפי הטכנולוגיה העילית, זאת משום שחלק ניכר מההשקעות באזור זה, שיתרתן מהווה 25 אחוזים מסך כל ההשקעות, הן בענפי הטכנולוגיה העילית. לעומת זאת ההשקעות במערב אירופה - המהוות 68 אחוזים מסך כל ההשקעות - הן בעיקר בענפים המסורתיים, בהם התנודתיות העולמית נמוכה יותר.

בשנת 2003 חל מפנה ברווחים של החברות הבנות בחוץ לארץ של המגזר העסקי, ונצברו רווחים בסך 0.3 מיליארד

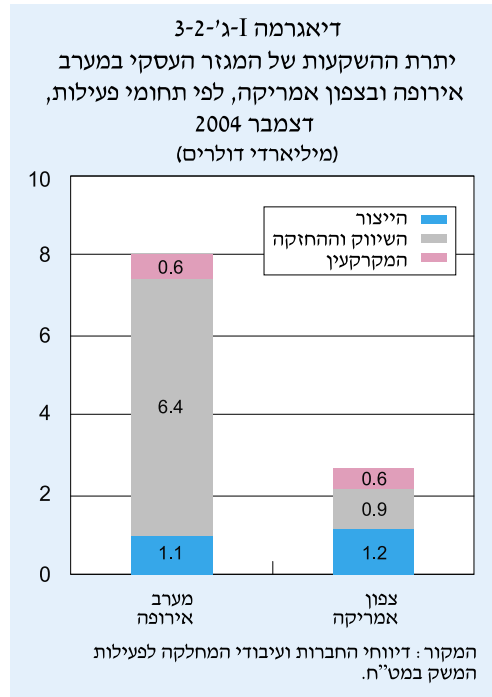


תהליך הגלובליזציה של ענפי הטכנולוגיה העילית מתבטא במעבר מהשקעות באמצעות הלוואות להשקעות בהון ומעבר מרכישות חברות שיווק לחברות יצרניות.

משקל ההשקעות באירופה בשיווק גבוה יחסית להשקעות בצפון אמריקה.

דולרים לאחר שנתיים של הפסדים מצטברים של כ-0.8 מיליארד. שינוי זה הוא תוצאה של הקטנת היקף ההפסדים בענפי האלקטרוניקה והתקשורת יחד עם גידול הרווחים בענף התרופות, המוביל ברווחיות. ענף הבנייה שומר על רמת רווחים יציבה בשנים האחרונות. נראה, כי מגמות אלו נמשכו גם השנה, על רקע המשך ההתאוששות בטכנולוגיה העילית והמשך הגאות בענף הנדל"ן בחוץ לארץ.

הרכישות של חברות הבת בחוץ לארץ מ ישראל הסתכמו בשנת 2003 ב-1.2 מיליארדים, ומהווים כ-10 אחוזים בלבד ממחזור המכירות בחוץ לארץ, בניגוד למצב בשנות התשעים, שבהן רוב מחזור המכירות בחוץ לארץ מקורו היה ביצוא מ ישראל. נתונים אלה ממחישים גם הם את המעבר של ההשקעות הישירות ממערכות שיווק למערכות ייצור. מחזורי המכירות במערב אירופה ובצפון אמריקה דומים בהיקפם - כ-4 מיליארדי דולרים. כמו כן, במערב אירופה משקל יתרת ההשקעות בחברות שיווק ואחזקה מהווה כ-80 אחוזים לעומת 14 אחוזים בחברות ייצור. בצפון אמריקה המשקל הוא 33 אחוזים ו-45 אחוזים בהתאמה. במערב אירופה חלק ניכר מהשיווק מתבצע באמצעות מערכות שיווק בבעלות החברות הישראליות, בעוד שבצפון אמריקה עיקר השיווק נעשה באמצעות סוכנים מקומיים. הבדל זה נובע מכך, שעלויות רכישת מערכות שיווק עצמאיות במערב אירופה זולות ביחס לצפון אמריקה (דיאגרמה I-ג'-2-3).



## ג. ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר

יתרת תיק ניירות הערך למסחר (מניות ואיגרות חוב סחירות) של המגזר הפרטי גדלה בשנת 2004 ב-2.2 מיליארדי דולרים (16 אחוזים), והסתכמה בסופה ב-15.9 מיליארדים - 11.7 מיליארדים באיגרות חוב ו-4.2 מיליארדים במניות. זרמי ההשקעות נטו הסתכמו במיליארד דולרים, מתוכם 0.9 מיליארד באגרות חוב ו-0.6 מיליארד במניות (לוח I-ג'-2-1). בחינת המגמות בהשקעות של המגזר הפרטי בתיק ניירות הערך למסחר במהלך השנה מעלה, כי ניתן לחלק את השנה לשתי תקופות שונות: הרביע הראשון מאופיין בהשקעות של המגזר הפרטי (1.2 מיליארדי דולרים), והתקופה השנייה - החל מאפריל - מאופיינת בעצירת ההשקעות (לוח I-ג'-2-2). בניית התנהגותו של המגזר בתחום השקעותיו בתיק למסחר יש להבחין בין חלקיו השונים, אשר פועלים משיקולים שונים, קצרים וארוכי טווח כאחד.

## לוח I-ג'-2-2

## זרמי ההשקעות של המגזר הפרטי בתיק ניירות הערך למסחר בחוץ לארץ,

לפי תתי מגזרים, 2000 עד 2004

(מיליארדי דולרים)

| 2004  |        | I    | 2003 | 2002 | 2001 | 2000 | סך הכל              |
|-------|--------|------|------|------|------|------|---------------------|
| IV-II | סך הכל |      |      |      |      |      |                     |
| -0.2  | 1.0    | 1.2  | 2.5  | 2.5  | 1.1  | 2.2  | סך הכל <sup>1</sup> |
| 0.5   | 1.5    | 1.0  | 2.8  | 2.7  | 1.6  | 1.1  | מזה: אג"ח ומניות    |
| -0.3  | 0.6    | 0.9  | 1.0  | 0.8  | 0.0  | 0.7  | משקי הבית           |
| 0.6   | 0.7    | 0.1  | 0.8  | 0.3  | 0.3  | 0.1  | המשקיעים המוסדיים   |
| 0.3   | 0.6    | 0.3  | 0.1  | 1.8  | 1.7  | 0.6  | המגזר העסקי         |
| -0.1  | -0.4   | -0.3 | 1.0  | -0.2 | -0.4 | -0.6 | המגזר הבנקאי        |

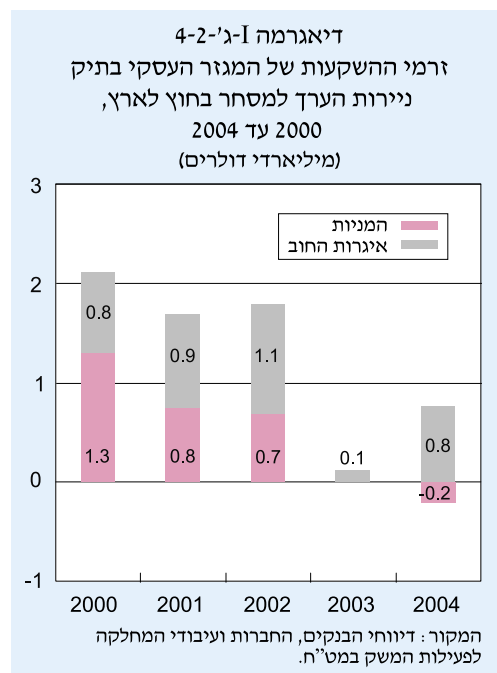
1 לרבות עסקות פורוורד ועסקאות עתידיות.  
המקור: דיווחי הבנקים, החברות, והמשקיעים המוסדיים ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

יתרת ההשקעות בתיק ניירות ערך למסחר של תת-המגזר העסקי גדלה השנה ב-0.6 מיליארד דולרים (13 אחוזים) ל-5.3 מיליארדים, רובם ככולם באיגרות חוב. זרמי השקעות

באיגרות חוב הסתכמו ב-0.8 מיליארד (דיאגרמה I-ג'-2-4) בעיקר בשליש הראשון של השנה, ובחודשים שבהם תתי-מגזרים אחרים מימשו את השקעותיהם באיגרות חוב, תת-המגזר העסקי הקטין, אך לא מימש את השקעותיו. תהליך המעבר מפיקדונות לאיגרות חוב שהתרחש בשנת 2003, לא נמשך השנה, ושני אפיקי השקעה אלה גדלו במקביל.

תת-המגזר משקי הבית, המורכב מיחידים הפועלים במישרין ובעקיפין באמצעות קרנות הנאמנות, השקיע ב-2004 בתיק ניירות ערך למסחר בחוץ לארץ 0.6 מיליארד דולרים בלבד, לעומת מיליארד דולרים אשתקד, ויתרתו גדלה ל-5.1 (24 אחוזים) מיליארדים בסוף השנה (דיאגרמה I-ג'-2-5). הפעילות של משקי הבית באיגרות חוב מבוצעת בעיקר באמצעות קרנות נאמנות בגלל המורכבות

היחסית של ניהול השקעות במכשיר זה. לעומת זאת ההשקעות במניות מבוצעות גם במישרין. ברביע הראשון השקיעו משקי הבית 0.9 מיליארד דולרים, מזה כ-80 אחוזים באמצעות קרנות נאמנות, בהמשך למגמה שהחלה בסוף 2003. מאפריל ואילך הופסקו



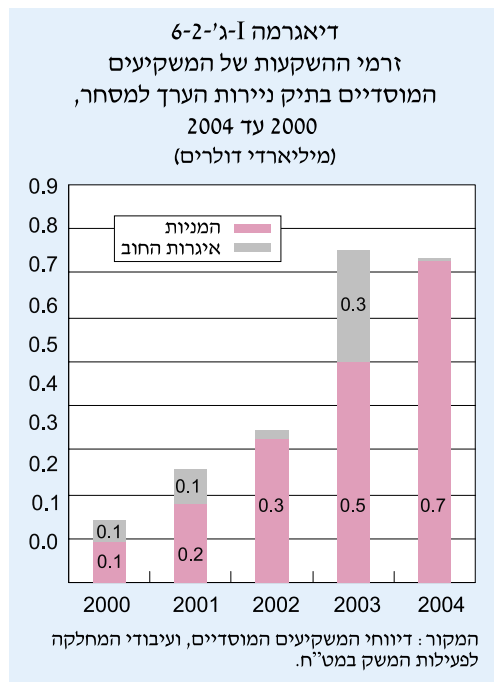
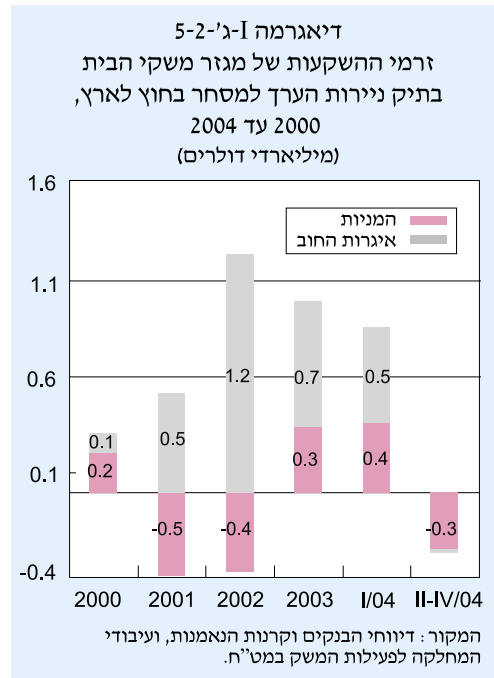
מאפריל משקי הבית  
הפסיקו להשקיע בחוץ  
לארץ על רקע חולשת  
השווקים שם וייסוף  
השקל ביחס לדולר.

זרמי ההשקעות, ואף נרשמו מימושים בסך 0.4 מיליארד דולרים על רקע חולשת שווקי ההון בחוץ לארץ וההיחלשות של הדולר בעולם. ככלל ניתן לומר, שמשקי הבית פעלו עם המגמה, ולא הקדימו את המגמות בשווקים. יתר על כן, משקי הבית אף לא רכשו תעודות סל על מדדים מובילים בחוץ לארץ בהיקפים ניכרים, החייבות כבר השנה בשיעור מס מופחת. תופעה זו מלמדת על חוסר הנגישות והמודעות של ציבור זה לאפשרויות ההשקעה המשתנות. גורם נוסף, שהשפיע גם השנה על השקעות הקרנות בחוץ לארץ, הוא פקיעת איגרות חוב מסוג "גלברע", שמדן החזיקו קרנות הנאמנות 0.5 מיליארד דולרים. חלקן הפכו לקרנות, המתמחות בהשקעות בחוץ לארץ, וחלקן העדיפו לרכוש נכסים צמודי מט"ח מקומיים על רקע הנפקות של מכשירים צמודי מט"ח, שהחליפו את איגרות החוב

האלה ללא זעזועים. מנתונים על השקעות של יחידים, המחזיקים נכסים בחוץ לארץ בהיקפים גדולים, נראה שברביע הראשון של השנה הוסטו כספי פיקדונות לאג"ח בחוץ לארץ. זהו המשך המגמה, שהחלה ברביע האחרון של 2003, על רקע הפרשי התשואות לטובת אג"ח.

תת-המגזר המשקיעים המוסדיים, המורכב מחברות ביטוח בתוכניות ביטוח חיים "משתתפות ברווחים", קופות גמל, קרנות השתלמות וקרנות פנסיה, השקיע השנה 0.7 מיליארד דולרים בניירות ערך למסחר - רובם ככולם במניות - לעומת 0.8 מיליארד דולרים אשתקד, ויתרתם בסוף השנה הסתכמה ב-2.5 מיליארדים (דיאגרמה I-ג'-2-6). שיעור ההשקעה בנכסים זרים של הגופים המוסדיים מסך הנכסים הוא 3.5 אחוזים, ונמוך בהשוואה ל-20 אחוזים במדינות OECD. שיעור זה צפוי לעלות בשנים הקרובות אם תמשך מגמת התאמת התיק.

תהליך התאמת התיק של המשקיעים המוסדיים הוא אסטרטגיה ארוכת טווח, אולם קצב התקדמותו מושפע מהתפתחויות קצרות טווח. כך למשל, החולשה בשוקי



הואט קצב ההשקעות של המשקיעים המוסדיים בחוץ לארץ על רקע חולשת שוקי ההון בחוץ לארץ וייסוף שער החליפין.

ההון בארצות הברית בשלושת הרבעים הראשונים של השנה והייסוף בשער החליפין הביאו להאטה בזרמי ההשקעות בתיק למסחר על ידי קופות הגמל ואף למימושים מצד חברות הביטוח. השוואת שיעורי המס, המוטלים על המשקיעים המוסדיים מהכנסותיהם מניירות ערך ישראליות וזרים הוא אחד הגורמים העיקריים בקביעת קצב התאמת התיק. חברות הביטוח הפטורות ממס על רווחיהן מניירות ערך זרים מעת שהותר להן להשקיע בחוץ לארץ, מחזיקות כבר 7.3 אחוזים מנכסיהן בחוץ לארץ. שיעור זה אמנם נמוך בהשוואה בין-לאומית, אך גבוה ביחס לקופות הגמל, המחזיקות 2.5 אחוזים בלבד מנכסיהן בחוץ לארץ, ואשר יהיו פטורות ממס על ניירות ערך זרים רק בתחילת 2005. על רקע זה, קופות הגמל החלו להשקיע מאוגוסט השנה בניירות ערך זרים באמצעות תעודות סל על מדדי מניות זרות בשל תקנה, שפטרה אותם ממס כבר השנה. בנוסף ראוי לציין את קופות הפנסיה החדשות, שלעת עתה, היקף השקעותיהן בחוץ לארץ מסתכם בסכומים זניחים, אך שיקולי פיזור התיק יחד עם היצע מצומצם בשוק ההון המקומי - בין היתר עקב הפסקת הנפקת איגרות החוב המיועדות - יוצרים פוטנציאל להשקעות נרחבות בחוץ לארץ בשנים הקרובות מצד גופים אלה, שהיקף הצבירה השנתי שלהן עומד על 0.8 מיליארד דולרים בשנה. זאת ועוד, תהליך ההפרטה, שבמסגרתו עוברת הבעלות על קופות הפנסיה לחברות הביטוח, אשר צברו ניסיון בשוקי ההון הבין-לאומיים, צפוי להגביר את קצב ההשקעות בחוץ לארץ.

ביטול אפליית המס צפוי להגדיל את ההשקעות בחוץ לארץ, אך על פי ניסיון העבר קצב ההתאמה יהיה איטי.

כאמור, **ביטול אפליית המס** בין ניירות ערך ישראליות וניירות ערך זרים בינואר 2005 צפוי להשפיע על הגדלת שיעור ניירות הערך הזרים בתיק הנכסים של קופות הגמל, קרנות פנסיה ומשקי הבית. על פי ממצאי מחקר, שנערך במחלקת פעילות המשק במט"ח (ראה תיבה II-ב'-1 בחלק הדן בשוק שקל-מט"ח), אשר בדק במסגרת מודל של תיקי השקעות את השפעת הרפורמה במס, נמצא, כי קיימת נטייה חזקה של המשקיעים להשקיע במניות מקומיות, נטייה שנמצאה גם במדינות אחרות, אך לא קיימת כל כך באיגרות חוב. על פי המחקר, הרפורמה צפויה להגדיל את ההשקעות באיגרות החוב בכ-10 מיליארדי דולרים, ברובן על ידי קופות הגמל וקרנות הפנסיה, אשר יהיו פטורים ממס לחלוטין, ואת השקעות במניות בכ-1.5 מיליארדי דולרים נוספים. מניסיון של חברות הביטוח אשר פטורות ממס מעת שהותרו להשקיע בחוץ לארץ, יש להניח, שקצב ההתאמה של קופות הגמל וקרנות ההשתלמות יהיה איטי, ויושפע מהתפתחויות קצרות טווח.

## ד. ההשקעות האחרות

ההשקעות האחרות כוללות פיקדונות בחוץ לארץ ואשראי לתושבי חוץ. יתרת הפיקדונות **בחוץ לארץ** של המגזר הפרטי גדלה השנה בכ-5.6 מיליארדי דולרים, והסתכמה בסופה ב-26 מיליארדי דולרים. בתת-המגזר העסקי, שהגדיל את פיקדונותיו במיליארד דולרים, נכללות גם חברות בבעלות בין-לאומית זרה, אשר משקיעות את עודפי הנוזלות שלהן משיקולי מדיניות גלובליים של חברות האם. מגזר זה כולל גם חברות יצואניות וחברות שהנפיקו בחוץ לארץ, אשר הגדילו השנה את הפיקדונות בחוץ לארץ על רקע הגידול ביצוא ובהנפקות. ראוי לציין, שרובם של הפיקדונות של המגזר העסקי מרוכז בחברות מענפי הטכנולוגיה העלית, אשר מרבית פעילותן כמו גם ספריהן מנוהלים במט"ח, והן מושפעות בעיקר מפערי התשואות במט"ח בין הארץ לבין חו"ל. השנה בולטות גם חברות פיננסיות, שהעבירו מט"ח לפיקדונות בחוץ לארץ בהיקפים ניכרים כגיבוי לניירות הערך צמודי המט"ח שהונפקו לתושבי ישראל (להרחבה ראה חלק II-ב' בפרק שוק שקל-מט"ח).

הוצאה העברת עודפי המקורות של מערכת הבנקאות לפיקדונות בחוץ לארץ.

**תת-המגזר הבנקאי**, שהגדיל את פיקדונותיו ב-4.3 מיליארדי דולרים (דיאגרמה I-ג'-2-7), משתמש בפיקדונות בעיקר לצורך ניהול נזילותו במט"ח, הנובעת בין השאר מעודפי מקורות במט"ח, שאינם מנוצלים לשימושים מקומיים. ההשקעות של הבנקים בפיקדונות בחוץ לארץ השנה נובעות בעיקר מגידול במקורות, שנוצר בשל צבירה בפיקדונות נקובים במט"ח של תושבי ישראל, פירעונות אשראי נקוב במט"ח, בעיקר של המגזר העסקי נוכח שערי חליפין נמוכים לפי תפיסתו, ופירעונות אשראי של תושבי חוץ (לפירוט ראה חלק II-ב' בפרק שוק שקל-מט"ח). **משקי בית** משכו השנה סכומים זניחים מפיקדונותיהם בחוץ לארץ.

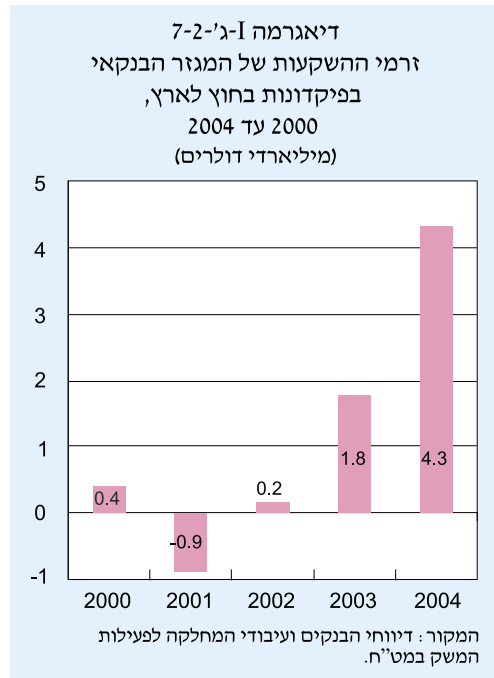
יתרת **אשראי הלקוחות** לחוץ לארץ של המגזר העסקי גדלה ב-0.6 (8 אחוזים) מיליארד דולרים ליתרה של 8.2 מיליארדי דולרים בסוף ספטמבר 2004. גידול זה מוסבר בין היתר בגידול היצוא, אם כי בשיעור מתון ממנו.

ניתוח דפוסי ההתנהגות של החברות גדולות, שיתרת אשראי הלקוחות שלהן מהווה כ-60 אחוזים מיתרת אשראי הלקוחות של המשק, מעלה שימי האשראי הממוצע ליצוא גבוהים יחסית לאלה הניתנים בשוק המקומי בחודש ימים, ועומדים על כ-90 יום במוצע. עוד נמצא, שימי האשראי לשוק המקומי מתואמים למחזור העסקים, ומשקפים הן את קשיי הנזילות של הפירמות בתקופות שפל והן את השיפור בנזילות בעת התאוששות. כך קרה השנה, שבה נרשמה ירידה בימי האשראי. מאידך גיסא ימי האשראי ליצוא

אינם מושפעים ממחזור העסקים בחוץ לארץ ונשארים יציבים על פני הזמן, ככל הנראה משום שהחברות הישראליות אינן גדולות מספיק על מנת להכתיב את דפוסי הסחר, את המחירים או את תנאי האשראי. עוד נמצא, שמספר ימי האשראי ליצוא של ישראל גבוה בהשוואה לימי האשראי הנהוגים בכמה מדינות במערב אירופה, כנראה בשל המשקל היחסי הגבוה של ענפי הטכנולוגיה העילית ביצוא הישראלי, בהם ימי האשראי גבוהים מהממוצע הענפי.

## ה. נכסי המגזר הציבורי בחוץ לארץ

נכסי המגזר הציבורי בחוץ לארץ גדלו מתחילת השנה ב-0.4 מיליארד דולרים, והסתכמו ביתרה של 27.7 מיליארדי דולרים. הרכיב העיקרי בנכסי המגזר הציבורי הוא יתרות המט"ח של בנק ישראל, אשר גדלו מתחילת השנה ב-0.8 מיליארד דולרים. נוסף עליהן כוללים נכסי המגזר הציבורי בחוץ לארץ נכסים אחרים של בנק ישראל ופיקדונות הממשלה בבנקים בחוץ לארץ.



1 ימי אשראי ממוצע שווה ליחס בין יתרת האשראי הממוצעת לזרם היצוא בתקופה, ומבוטא בימים.

הגורם הדומיננטי שהשפיע על גידול היתרות הוא הריבית, המתקבלת מהשקעת הרזרבות והפרשי השער בין הדולר למטבעות האחרים. תקבולי הריבית על היתרות הסתכמו ב-0.5 מיליארד בדומה לשנה שעברה. הפרשי השער הסתכמו בסך 0.5 מיליארד דולרים, ונוצרו בעיקר ברביע האחרון של השנה על רקע היחלשותו של הדולר בעולם, לעומת 1.1 מיליארדי דולרים אשתקד.

אישור הממשל האמריקאי על הארכת תקופת ניצול הערבויות לשש שנים איפשר לממשלה השנה לגייס בחוץ לארץ סכום נמוך יותר מאשר השנה הקודמת ובהיקף דומה להוצאותיה. לפיכך לא הייתה לפעילות הממשלה השפעה מהותית על הרזרבות. זאת בניגוד ל-2003, שבה גדלו הרזרבות מפעילות הממשלה ב-1.5 מיליארדי דולרים.