

פרק I-ג' החשבון הפיננסי

1. ההשקעות של תושבי חוץ בישראל

א. ההתפתחויות העיקריות

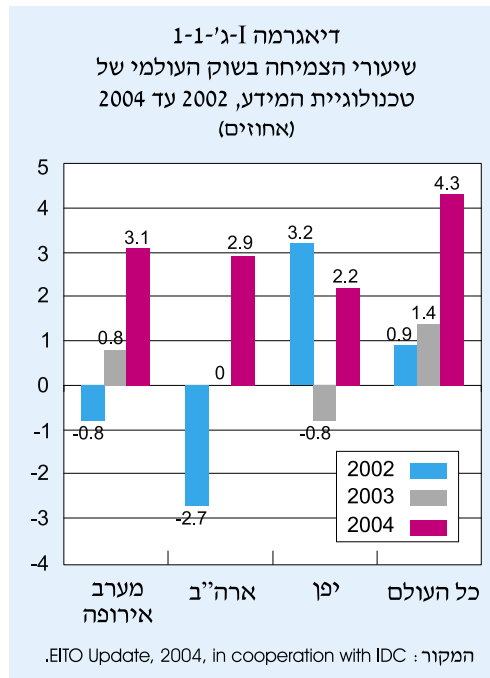
ההתפתחויות הגלובליות
באו לידי ביטוי בעלייה
חדה בזרמי ההשקעות
נטו בתיק ניירות
ערך למסחר, אך לא
בהשקעות הישירות,
שבהן נרשמה דווקא
ירידה חדה.

שנת 2004 דמתה לשנת 2003 מבחינת היקף זרמי ההשקעות, שהסתכמו השנה ב-6.6 מיליארדי דולרים, לעומת 6.0 מיליארדים אשתקד, אך הייתה שונה ממנה מאוד מבחינת הרכבם. ההשקעות נטו בתיק ניירות ערך למסחר גדלו ב-2004 בכ-3.4 מיליארדי דולרים והסתכמו ב-5.4 מיליארדים. לעומת זאת ההשקעות הישירות ירדו בשיעור ניכר, מ-4 מיליארדי דולרים ל-1.6 מיליארדים, הרמה הנמוכה ביותר בעשור האחרון. מרבית הירידה מקורה בגידול במימושי ההשקעות, ומיעוטה בירידת היקף ההשקעות הנכנסות.

העלייה החדה השנה בזרמי ההשקעות נטו בתיק ניירות ערך למסחר עלתה בקנה אחד עם המגמות הגלובליות, ובעיקר עם ההתאוששות בשוק ההנפקות העולמי של מגזר הטכנולוגיה וכן על רקע המשך הירידה בשנאת הסיכון של המשקיעים הגלובליים. הירידה בהשקעות הישירות נטו, שבאה לידי ביטוי בעיקר בחברות טכנולוגיה, אינה מתיישבת עם המגמות העולמיות, ובפרט עם המשך ההתאוששות בביקושים למוצרי טכנולוגיה (דיאגרמה I-ג'-1-1). ההשקעות הישירות נטו ירדו למרות השיפור בתנאי הרקע המקר-

כלכליים של המשק הישראלי, ובהם: עלייה ניכרת בשיעור הצמיחה הריאלית, התבססות ואף התחזקות אמינותה של המדיניות המקרו-כלכלית והמשך הירידה בסיכון המשק שנבעה, בין השאר, מהשיפור במצב הגיאו-פוליטי.

עם זאת, בחינה מעמיקה של הגורמים לירידה בהשקעות הישירות מעלה, כי אין בה כדי להצביע על הרעה במידת האטרקטיביות של המשק הישראלי במשיכת השקעות ישירות. הירידה בהן היא תוצאה של התפתחויות, שביסודן הן חיוביות דווקא, בחלקן גלובליות ובחלקן מקומיות: על רקע מחירים גבוהים של מספר מניות ישראליות הנסחרות בחו"ל בחלק מהשנה, מכרו משקיעים זרים ישירים מניות בהיקפים גדולים (0.5 מיליארד דולרים), שנרכשו על ידי משקיעים זרים במסגרת תיק למסחר. מהלך זה גורם לפיזור



הירידה בהשקעות
הישירות אינה
משקפת שינוי במידת
האטרקטיביות של
המשק הישראלי.

לוח I-ג'-1-1

ההשקעות של תושבי חוץ בישראל, 1999 עד 2004 (מיליארדי דולרים)

	2004	2003	2002	2001	2000	1999	
סך כל זרמי ההשקעות	6.6	6.0	3.5	5.3	11.7	7.5	
ההשקעות לפי סוגים:							
ההשקעות הישירות	1.6	4.0	1.8	3.6	5.1	3.1	
ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר	5.4	2.0	0.7	0.1	5.1	2.6	
מזה: מניות	3.5	0.4	0.4	0.5	4.4	1.6	
איגרות חוב	1.9	1.6	0.3	-0.5	0.6	1.1	
ההשקעות האחרות ¹	-0.4	0.0	1.0	1.6	1.5	1.8	
ההשקעות לפי מגזרי המשק:							
המגזר הפרטי הלא-בנקאי	6.6	4.6	3.2	4.3	10.2	4.8	
מזה: בענפי הטכנולוגיה העילית	2.3	2.5	1.9	4.4	9.1	4.0	
מזה: במניות	5.0	4.2	2.2	4.1	9.0	4.4	
המגזר הבנקאי	-1.1	-0.6	0.1	1.3	1.6	2.4	
המגזר הציבורי	1.1	2.0	0.1	-0.3	-0.1	0.3	
השינוי בשנת 2004							
מזה: השפעת							
סך הכל ²							
המחירים							
יתרת ההשקעות (סופי תקופות)	3.9	11.6	135.1	123.5	104.5	107.5	118.1
ההשקעות הישירות	0.8	1.5	33.2	31.7	24.8	24.8	23.8
ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר	3.1	9.8	53.1	43.3	32.7	37.6	50.5
ההשקעות האחרות ¹	0.0	0.3	48.8	48.5	47.1	45.0	43.8

1 ההשקעות האחרות כוללות פיקדונות במערכת הבנקאות הישראלית והלוואות לתושבי ישראל.

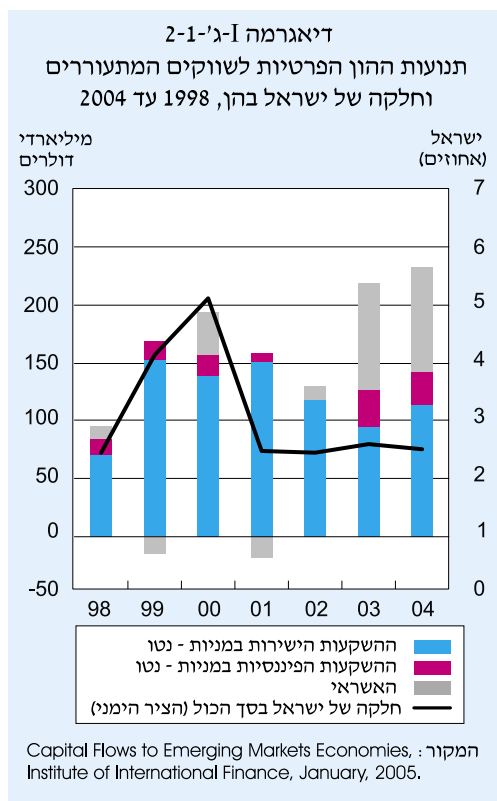
2 סך כל השינוי ביתרת ההשקעות מורכב מזרמי ההשקעות, מהשפעת המחירים, ומהפרשי שערים והתאמות אחרות שאינם מוצגים כאן.
המקור: דיווחי הבנקים והחברות, נתוני משרד האוצר ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

ההשקעות במניות ישראליות בין מספר גדול יותר של משקיעים, ובכך תורם לשכלול המסחר בהן. בנוסף, על רקע תהליכי ההפרטה בענף התקשורת, נרכש חלקם של תושבי חוץ בחברת תקשורת מקומית על ידי חברת תקשורת אחרת, בהיקף של 0.7 מיליארד, כחלק ממגמה עולמית של רכישת חברות תקשורת מקומיות על ידי משקיעים מקומיים. ההשקעות הישירות מאופיינות במספר מצומצם של עסקאות בהיקפים גדולים, שעיתוי ביצוען נובע משיקולי השקעה ארוכי טווח, וקשור בהתפתחויות מקומיות וגלובליות. לפיכך, יש לבחון את ההתפתחויות בהשקעות הישירות לא על בסיס קלנדרי, אלא באספקלריה ארוכת טווח. ברביע האחרון של שנת 2004 סוכמו עסקאות להשקעות ישירות של תושבי חוץ בהיקף של כ-1.8 מיליארדים. עסקאות אלה יתבטאו רק בנתוני 2005. עוד יצוין, כי תושבי

חוץ משתתפים בתהליכי ההפרטה, המתוכננים להתבצע במהלך שנת 2005. בהשקעות תושבי חוץ בחברות ההזנק ובגיוסי קרנות ההון סיכון הישראליות נרשם גידול בשיעור ניכר אף בהשוואה לשיעורי הגידול בארצות הברית. אפיקי השקעה אלה, שחלקם יבוא לידי ביטוי רק בעתיד, מצביעים על מידת האמון שרוחשים המשקיעים הזרים לישראל, ובפרט לענפי הטכנולוגיה העילית.

השקעות תושבי חוץ במגזר הפרטי הלא בנקאי הסתכמו בכ-6.6 מיליארדי דולרים, לעומת 4.6 מיליארדים בשנת 2003. השקעות אלה מבטאות את מידת האמון של המשקיעים הזרים במשק. עיקר הגידול בהשקעות בתיק ניירות ערך למסחר היה, כבשנים עברו, בניירות ערך הנסחרים בחו"ל. ואילו בהשקעות בתיק ניירות ערך למסחר בבורסה בתל אביב נרשמו השקעות נטו זו השנה בשלישית ברציפות, מרביתן ברביע האחרון של השנה. העניין הגובר של תושבי חוץ בבורסה בתל אביב התבטא הן בהיקף הפעילות והן בגידול משמעותי של חלקם במחזור. הדבר תואם מגמה כלל-עולמית של גידול פעילותם של משקיעים בין-לאומיים בבורסות של שווקים מתעוררים בשנתיים האחרונות. הממשלה גייסה כ-1.1 מיליארדים נוספים, רובם ככולם במסגרת הסדר הערבויות. לעומת זאת, נמשכו, ואף התעצמו, המשיכות מהפיקדונות של בנקים זרים ושל תושבי חוץ פרטיים במערכת הבנקאות, והן הסתכמו השנה ב-1.2 מיליארדי דולרים בהשוואה למשיכות של 0.6 מיליארד אשתקד. תושבי חוץ פרטיים משכו, זו השנה השלישית ברציפות, מפקדונותיהם בבנקים הישראליים, סכום נטו של כ-0.5 מיליארד דולרים. עם זאת, לקראת סוף השנה הסתמנה תפנית, ותושבי חוץ חזרו להפקיד בפיקדונות במט"ח במערכת הבנקאות.

יתרת ההשקעות של תושבי חוץ בישראל גדלה במהלך שנת 2004 בכ-11.5



מיליארדי דולרים, והסתכמה בכ-135 מיליארדי דולרים, לאחר גידול של 19 מיליארדי דולרים בשנה הקודמת. השפעת המחירים, שבשנה שעברה תרמה כ-11.5 מיליארדי דולרים לגידול ביתרה, הייתה השנה מתונה יותר, ותרמה כ-4 מיליארדי דולרים לגידול ביתרה. עיקר השפעת המחירים היה במניות הנסחרות בחו"ל בתיק ניירות ערך למסחר של תושבי חוץ. תיק זה הניב השנה למשקיעים תשואה משוקללת של כ-13 אחוזים, בהשוואה לתשואה של כ-9 ו-3 אחוזים, שהניבו מדד הנסד"ק ומדד מניות הטכנולוגיה שבנסד"ק, בהתאמה. ההשקעות הפיננסיות בתל אביב הניבו, לעומת זאת, למשקיעים הזרים תשואה של כ-20 אחוזים בהשוואה לתשואה של 25 אחוזים על מדד המעו"ף. ההשקעות הישירות הסחירות הניבו למשקיעים הזרים ב-2004 תשואה דומה בארץ ובחו"ל, כ-13 אחוזים.

נשמר משקלה של ישראל
בתנועות ההון הפרטיות
לשווקים מתעוררים.

על פי פרסומים שונים¹, משקלה של ישראל בתנועות ההון הפרטיות לשווקים מתעוררים² נשמר בשנה הנסקרת על 2.5 אחוזים, לעומת 2.6 אחוזים בקודמתה (דיאגרמה I-ג'-1-2), אך הרכבן בישראל היה שונה מאשר במדינות אחרות: המגמה הכללית שאפיינה את יבוא ההון למשקים מתעוררים אופיינה בעלייה בהשקעות הישירות וירידה בהשקעות בתיק ניירות ערך למסחר, ואילו בישראל, כאמור, המגמה הייתה הפוכה. כתוצאה מכך ירד משקלה של ישראל בזרמי ההשקעות הישירות באופן חד מ-3.5 ל-0.6 אחוזים, ולעומת זאת, בהשקעות נטו בתיק ניירות הערך למסחר, עלה משקלה של ישראל באופן דרמטי מ-1.2 ל-12.8 אחוזים.

ב. ההשקעות הישירות

זרמי ההשקעות הישירות
הצטמצמו בעיקר
בהשפעת ענפי הטכנולוגיה
העילית.

יתרת ההשקעות הישירות של תושבי חוץ, המורכבת מהשקעות בתאגידים לא סחירים, מהלוואות בעלים ומהחזקות של בעלי עניין בתאגידים הנסחרים בישראל ובחו"ל, נותרה ברמתה מסוף 2003, כ-33 מיליארדי דולרים, מהם 23 מיליארדים בחברות לא-סחירות. זרמי ההשקעות נטו הצטמצמו בשנה הנסקרת בהשוואה לשנה הקודמת, והסתכמו ב-1.6 מיליארדי דולרים בלבד בהשוואה ל-4 מיליארד אשתקד. הירידה נבעה ברובה מגידול של 1.7 מיליארדי דולרים במימוש השקעות, מהם כ-0.7 מיליארד בעסקה אחת, בה רכשה חברת תקשורת מקומית את חלקם של תושבי חוץ בחברת תקשורת אחרת. כמו כן נרשמו

לוח I-ג'-1-2

זרמי ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בישראל, 1999 עד 2004

(מיליארדי דולרים)

2004	2003	2002	2001	2000	1999	
1.6	4.0	1.8	3.6	5.1	3.1	סך הכל
5.6	6.3	4.0	6.6	8.3	5.6	זרמי ההשקעות הנכנסות
4.0	2.3	2.2	3.0	3.2	2.5	זרמי ההשקעות היוצאות
1.3	3.1	1.7	4.0	5.4	2.6	החברות הלא-סחירות
-0.3	1.5	0.5	1.9	1.9	1.4	מזה: השקעות בחברות טכנולוגיה ותיקות
0.9	0.8	0.9	1.3	1.4	0.6	חברות הזנק
0.5	0.6	0.3	0.6	1.5	0.5	רווחים לא-מחולקים
0.1	0.2	0.0	0.1	0.5	0.2	הלוואות בעלים
-0.5	0.4	-0.2	-0.5	-0.5	0.3	החברות הסחירות (בחו"ל ובת"א)
0.8	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	מקרקעין

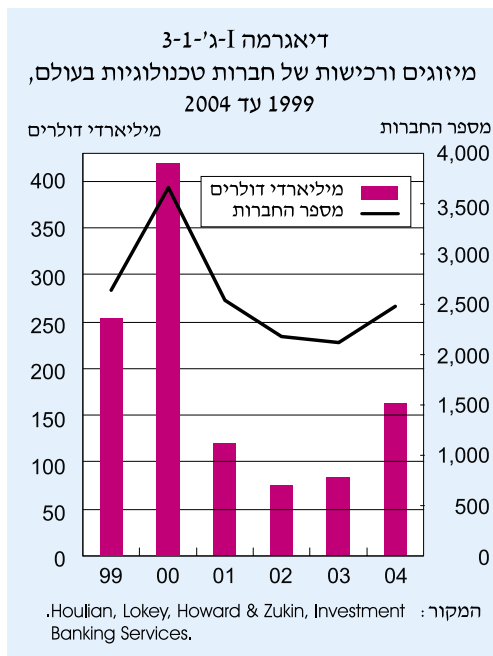
המקור: דיווחי הבנקים והחברות, ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

1 Institute of International Finance, "Capital Flows to Emerging Markets", January 2005

2 29 מדינות המוגדרות כשווקים מתעוררים.

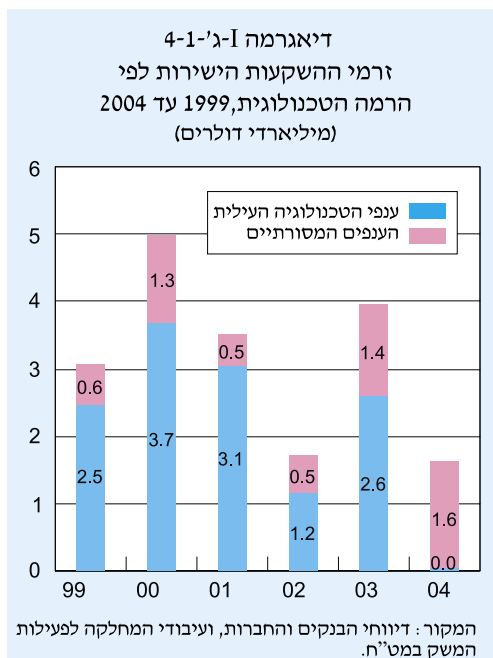
מימושים של כחצי מיליארד על ידי מספר מצומצם של בעלי עניין בחברות טכנולוגיה, שניצלו את רמות המחירים למימוש חלק מאחזקותיהם. בנוסף נרשמה ירידה של 0.7 מיליארדי דולרים בהשקעות הנכנסות, אף כי אין הדבר מעיד על הרעה באטרקטיביות של המשק ביחס לאשתקד, אלא בעיקר על פער בין מועד ההתקשרות לביצוע השקעה לבין ביצועה בפועל.

הירידה בהשקעות
הישירות נטו נבעה
בעיקר ממימושים,
בעוד שזרמי ההשקעות
הנכנסות ירדו במידה
מתונה.



הירידה בזרם ההשקעות הישירות בולטת במיוחד על רקע נתונים, המצביעים על גידול משמעותי בהיקפי הרכישות והמיזוגים בעולם, בשיעור של כ-90 אחוזים (דיאגרמה I-ג'-3). עיקר הירידה חל בהשקעות בענפי הטכנולוגיה העילית, שהסתכמו בהשקעות נטו זניחות לעומת השקעות נטו של 2.6 מיליארדי דולרים אשתקד. בענפים המסורתיים, לעומת זאת, נרשמה עלייה של כ-0.4 מיליארד בהשקעות נטו, והן הסתכמו ב-1.6 מיליארדי דולרים (דיאגרמה I-ג'-4).

הגידול בגיוסי חברות
ההזנק וקרנות ההון-
סיכון הישראליות היה
השנה בשיעורים גבוהים
בהשוואה לארצות
הברית.



הירידה בהשקעות בענפי הטכנולוגיה העילית לעומת השנה הקודמת אינה משקפת שינוי ארוך טווח במידת האטרקטיביות של החברות הישראליות. בחינת השינויים ברכיבים השונים של ההשקעות הישירות, כפי שיפורטו להלן, מעלה כי הירידה בהשקעות בענפי הטכנולוגיה העילית נבעה משתי סיבות: מעיתוי הביצוע של מספר עסקאות גדולות על ידי מספר מצומצם של חברות, וממעבר טכני מסעיף השקעות ישירות לסעיף השקעות בתיק ניירות ערך למסחר. לעומת זאת, בגיוסי קרנות ההון-סיכון והשקעות בחברות ההזנק ניכר השנה המשך השיפור, ולמעשה ההתאוששות בהשקעות בחברות ההזנק ובתעשיית ההון-סיכון בישראל הייתה מואצת בהשוואה לארצות הברית.

השקעות בחברות טכנולוגיה ותיקות: בשנת 2004 נרשמו מימושי השקעות נטו של תושבי חוץ בחברות אלה בהיקף של כ-0.3 מיליארד דולרים, לעומת השקעות נטו של כ-1.3 מיליארדי דולרים בשנת 2003. אחד הגורמים העיקריים לירידה הוא מימוש

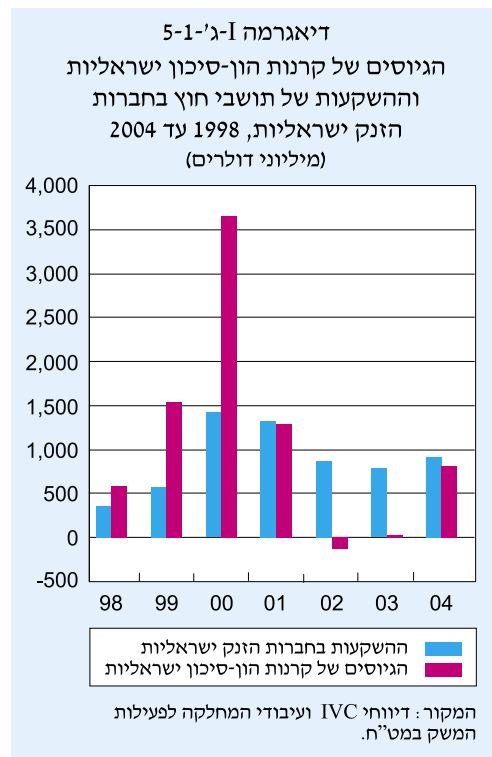
ההשקעות של תושב חוץ בחברת תקשורת, אשר בוצע על רקע תהליכי הפרטה בענף זה, שהבשילו השנה. בנוסף, לקראת סוף השנה סוכמו פרטי רכישה של חברה ישראלית על

ידי משקיע תושב חוץ שתמומש בשנה הבאה בהיקף גדול. כמו כן סוכמו בתחילת חודש ינואר 2005 שלוש עסקאות נוספות לרכישת שתי חברות ישראליות ובנק ישראלי על ידי משקיעים זרים. צבר זה של עסקאות, בשווי 1.9 מיליארדי דולרים, מצביע על כך שהירידה בהשקעות הישירות בשנת 2004 איננה משקפת, ככל הנראה, שינוי מגמה ארוך טווח בדפוסי ההשקעה במשק, וכי שינויים קלים בעיתוי העסקאות, היו משנים את התמונה.

מימושים על ידי בעלי עניין: במהלך השנה ניצלו בעלי עניין במספר מצומצם של חברות טכנולוגיות סחירות את רמות המחירים הגבוהות של מניותיהם על מנת למכור חלק מאחזקותיהם למשקיעים זרים אחרים, שאינם בעלי עניין. מימושים אלה הסתכמו ב-0.5 מיליארד דולרים, בהשוואה להשקעות חיוביות בהיקף של 0.2 מיליארד דולרים בשנת 2003, והם מקבלים ביטוי רישומי בהשקעות בתיק ניירות ערך למסחר.

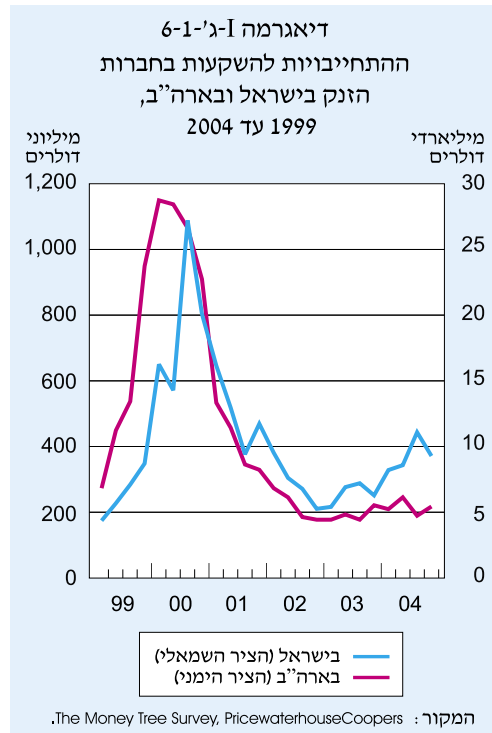
חברות ההזנק: בהשקעות בחברות הזנק ובתעשיית ההון-סיכון, לעומת זאת, נרשמה בשנת 2004 עלייה בשיעור של כ-13 אחוזים, מ-0.8 מיליארד דולרים בשנת 2003 ל-0.9 מיליארד ב-2004. רמה זו דומה לרמה שנרשמה ב-2002. רמת ההשקעות גבוהה מן הממוצע השנתי של השנים 1997 ו-1998, השנים שקדמו לשנות ה"בועה" בענפי הטכנולוגיה העילית, אשר בלטה במיוחד במגזר זה (דיאגרמה I-ג'-5).

על פי סקרים שונים³, ההתאוששות בגיוסי ההון של קרנות הון-סיכון ישראליות צברה השנה תאוצה. אלה הסתכמו בשנת 2004 בכ-0.8 מיליארדי דולרים לעומת סכום זניח של 28 מיליוני דולרים בשנה הקודמת, ובהמשך לגיוסים שליליים של 145 מיליונים בשנת 2002. עם זאת, היקף הגיוסים נמוך עדיין מהממוצע השנתי בשנים 2001-1999, שהגיע ל-2.2 מיליארדי דולרים. מלאי ההון המצוי בידי הקרנות להשקעות בעתיד, שרובו גויס מתושבי חוץ, מוערך ב-1.8 מיליארדי דולרים, לעומת כ-1.15 מיליארד בסוף 2003. כמחצית מההון הפנוי להשקעות מיועדת לחברות המצויות בתיקי הנכסים של הקרנות, דהיינו להשקעות המשך, והיתר - להשקעות בחברות חדשות. כל הסכום מיועד להשקעה בטווח של שלוש עד ארבע שנים. הגידול בגיוסי חברות ההזנק וקרנות ההון-סיכון הישראליות היה השנה בשיעורים גבוהים בהשוואה לאלה שנרשמו בארצות הברית. גידול זה מעיד



על מידת אמון רבה של המשקיעים הזרים במשק הישראלי בכלל, ובמגזר הטכנולוגיה העילית בפרט (דיאגרמה I-ג'-6).

3 למשל סקר של Israel venture capital (ivc).



רווחים לא מחולקים המושקעים מחדש:
רווחים אלו מרוכזים במספר מצומצם של חברות לא סחירות בענפי הטכנולוגיה העילית. חלה בהם ירידה מ-640 מיליוני דולרים בשנת 2003 לכ-530 מיליונים ב-2004. הירידה משקפת בעיקר אירועים חד-פעמיים בתחומי החשבונאות והמיסוי, הקשורים להיותן של החברות הישראליות בבעלות של חברות רב-לאומיות, שהשפיעו על הרווחים השפעה מהותית. ירידת הרווחים הלא מחולקים המושקעים מחדש איננה תוצאה של ירידה במכירות, שבהן דווקא חל גידול.

הדומיננטיות של ענפי הטכנולוגיה העילית בישראל היא מקור לשונות גדולה בהשקעות הישירות, שהן אפיק ההשקעות המרכזי של תושבי חוץ בשנים האחרונות. הסיבה לשונות הגדולה נעוצה בריכוזן של ההשקעות: יתרת השקעות בהיקף של כ-8 מיליארדי דולרים, כרבע מסך כל יתרת

ההשקעות הישירות, מוחזקת בעשר חברות בלבד, שרובן מצויות אף בשליטה מלאה של תושבי חוץ. מצב זה מגביר את תלותן בשלושה גורמים: בהתפתחויות העולמיות בתחומי פעילותן של החברות, במצבן של חברות האם ובמספר מצומצם יחסית של מקבלי החלטות. לעומת זאת, ריכוז הרוב הגדול של ההשקעות הישירות, כ-23 מיליארדי דולרים, בחברות לא-סחירות מפחית מפוטנציאל הפגיעות בשל הקושי היחסי במימוש השקעות אלה.

השוואה ארוכת טווח של ההשקעות הישירות הנכנסות לישראל עם מדינות הדומות לה ברמתן הטכנולוגית ובהכנסה לנפש מעלה, כי בין השנים 1998 עד 2000 צומצם משמעותית הפער בין ישראל לבין מדינות מערב אירופה שבמדגם. צמצום זה התאפשר בשל הפריחה העולמית בענפי הטכנולוגיה ויתרונה היחסי של ישראל בתחום זה. מאז שנת 2000 התרחב הפער לעומת מדינות מערב אירופה, ואילו מדינות מזרח אירופה צמצמו את הפער מול ישראל. זאת, ככל הנראה בשל ההשפעה המשולבת של המשבר העולמי בענפי הטכנולוגיה ופרוץ האירועים הביטחוניים באוקטובר 2000, שאליה נוספו השקעות מאסיביות של האיחוד האירופי במדינות אלה לקראת הצטרפותן לאיחוד. לעומת זאת, בחינה של פוטנציאל ההשקעות הישירות מעלה, כי ישראל דומה למדינות מערב אירופה (ראה תיבה I-ג'-1).

השקעות במקרקעין: השנה נמשך הגידול המואץ בהשקעות של תושבי חוץ במקרקעין. אלה הסתכמו השנה בכ-0.8 מיליארד דולרים לעומת כ-0.5 מיליארד בשנת 2003, ובהשוואה לכ-0.2 מיליארד בכל אחת מהשנים 1999-2002. הגורמים העיקריים לגידול באפיק השקעות זה היו ירידה מתמשכת במחירי דירות היוקרה בישראל (דירות הנרכשות בעיקר על ידי תושבי חוץ), שיצרה הזדמנויות השקעה. בנוסף לכך, שיעורי הריבית הנמוכים ששולמו על פיקדונותיהם של תושבי חוץ בבנקים הישראליים במטבע חוץ הביאו השנה כמו בשנה הקודמת להסטת חלק מפיקדונות אלו לרכישת דירות. ייתכן שהתגברות האנטישמיות

במערב אירופה, שהגדילה את מספר העולים מחלק זה של העולם, עשויה לספק הסבר נוסף.

תיבה I-ג' 1: ההשקעות הישירות הזרות בישראל - פוטנציאל ולמעשה

בשנים 1998-2004 הסתכמו ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בישראל בכ-24 מיליארדי דולרים, המהווים כ-50 אחוזים מסך כל ההשקעות של תושבי חוץ בישראל. העניין המיוחד בהשקעות ישירות זרות בישראל נובע ממשקלן הגבוה מסך ההשקעות הזרות בישראל, וכן גם מתרומתן לתוצר, מתרומתן לצמיחה דרך ההשקעה המקומית ולתעסוקה. חשיבות בחינתן לאורך זמן נובעת ממאפייניהן כהשקעות לטווח ארוך, שמושפעות פחות מגורמים קצרי טווח.

מאז 2002 מפרסמת ועדת האו"ם למסחר ופיתוח (UNCTAD) שני מדדים לבחינת התמודדותן של מדינות שונות עם התחרות העולמית על השקעות ישירות זרות. מדדים אלה מדרגים את מדינות העולם על פי היקף קליטת השקעות ישירות ("מדד ביצועים") ועל פי פוטנציאל משיכת השקעות ישירות ("מדד פוטנציאל"). נוכח העובדה, כי 75 אחוזים מההשקעות הישירות של תושבי חוץ בישראל התרכזו במגזר הטכנולוגיה העילית בשנים אלו, מעניין לבחון את מיקומה של ישראל ביחס למדינות הדומות לה ברמתן הטכנולוגית ובתוצר לנפש⁴: אירלנד, פורטוגל, ספרד, איטליה, צרפת, הונגריה, צ'כיה, סלובניה ופולין ("מדינות המדגם"). מדינות אלו מדורגות בטווח של ± 6 מקומות מישראל בדירוג הישגים טכנולוגיים, ובתוצר לנפש הגבוה בכ-2,600 דולרים בממוצע מזה של ישראל.

למרות היותה של ישראל משק קטן בעל סיכון מדינה גבוה, פוטנציאל ההשקעה הישירה בישראל הוא דומה לזה שבמדינות מערב אירופה בזכות שיעורי מו"פ מתוצר גבוהים, צמיחה גבוהה במרבית התקופה, שיעור יצוא גבוה ביחס לתוצר וזמינות אמצעי תקשורת ומידע. עם זאת, ההשקעות הישירות בישראל ביחס לגודלה נמוכות משלהן בשל ריכוזיותן בענפי הטכנולוגיה ובשל המצב הגיאוגרפי-פוליטי.

בחינת דירוג מדד ביצועים בעשור האחרון, המודד את היחס בין חלקה של מדינה בסך זרמי ההשקעות הישירות הנכנסות בעולם לבין חלקה בתוצר המקומי הגלובלי, מעלה כי הגאות בענפי הטכנולוגיה איפשרה צמצום משמעותי של פער הביצועים מול מדינות מערב אירופה בשנים 1999-2000. השפעת המשבר העולמי בענף הטכנולוגיה בצירוף פרוץ האירועים הביטחוניים בספטמבר 2000 התבטאו בירידת מיקומה של ישראל ביחס למדינות המדגם⁵ (דיאגרמה 1).

מדד הפוטנציאל משקלל 12 משתנים מבניים, שביכולתם להשפיע על אטרקטיביות המדינה במשיכת השקעות ישירות זרות⁶. המשתנים משקפים פרופיל כלכלי של המדינה: רמת התפתחות כלכלית (שנמדדת בתמ"ג לנפש וצמיחה בעשר השנים

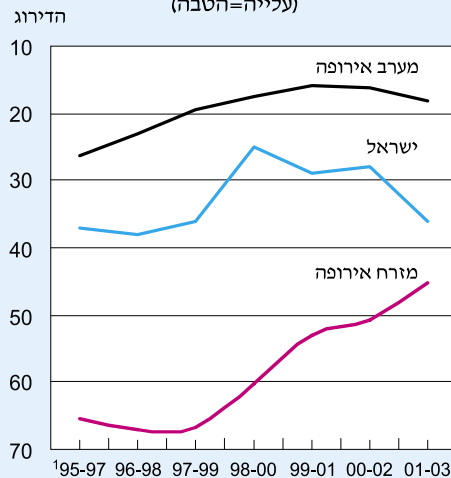
4 דירוג הישגים טכנולוגיים: World Economic Outlook 2002;

דירוג עושר: תוצר לנפש 2002 לפי PPP, Human Development Report 2004.

5 הירידה החדה בתקופה 2001-2003 ביחס לתקופה הקודמת נובעת מגריעתה של שנת 2000 מתקופה זו. מיקומן היחסי של מדינות מזרח אירופה בדירוג השתפר מאז שנת 2000 ביחס לכל מדינות המדגם. השיפור נבע במידה רבה מהשקעות האיחוד האירופי לקראת הצטרפותן לאיחוד.

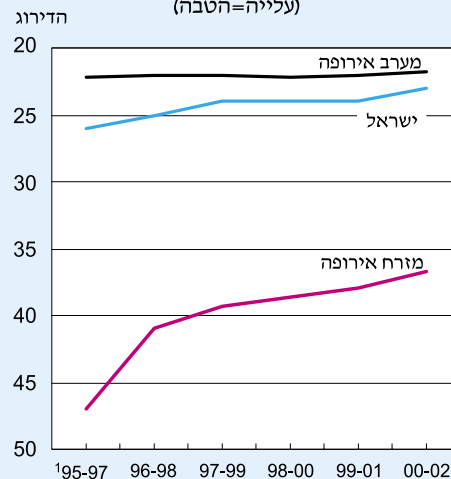
6 ממוצע נע לשלוש שנים.

דיאגרמה 1
דירוג מדינות המדגם על פי אינדקס הביצועים, 1995 עד 2003
(עלייה=הטבה)



(1) ממוצע של 3 שנים.
המקור: World Investment Report 2004 ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

דיאגרמה 2
דירוג מדינות המדגם על פי אינדקס הפוטנציאל, 1995 עד 2002
(עלייה=הטבה)



(1) ממוצע של 3 שנים.
המקור: World Investment Report 2004 ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

האחרונות), פתיחות ותחרותיות של המשק (המתבטאים בחלקו של היצוא בתוצר המקומי), יכולות טכנולוגיות (מבוטאות בחלקה של הוצאה על מו"פ בתוצר המקומי), השכלה (נבחנת בשיעור תלמידי דוקטורט באוכלוסייה), קיום תשתיות תקשורת ומידע וזמינותן (מוערכים על ידי ממוצע קווי טלפון וסלולארי ל-1,000 תושבים וצריכת אנרגיה לנפש), חלקה של ישראל במערכת הייצור העולמית (נמדד בחלקה ביבוא רכיבים אלקטרוניים, יצוא משאבי טבע, יצוא שירותים ויתרת השקעות ישירות ביחס לעולם) וסיכון מדינה.

פוטנציאל ההשקעות הישירות בישראל, על פי רכיבי הממד, מוגבל אפריורית בשל היתרון של מדינות גדולות על קטנות (בשליש מרכיביו) ובשל סיכון מדינה, הגבוה משמעותית מסיכון מדינות המדגם. למרות ההטיה האינהרנטית של ישראל כלפי מטה, בחינת הדירוג לשנים 1995-2002 מעלה, כי הפער בין פוטנציאל ההשקעות הישירות בישראל מול מדינות מערב אירופה הוא קטן, ואף מצטמצם⁷. מיקומן היחסי של מדינות מזרח אירופה בדירוג משתפר באופן רציף מול ישראל ומול מדינות מערב אירופה בשל כוח עבודה זול ומיומן, גישה חופשית לשוק האירופי, השקעה בשינויים מבניים, והמשך תהליכי ההפרטה (דיאגרמה 2).

פוטנציאל השקעות הזרות בישראל נובע בעיקר משיעור הוצאות

⁷ יצוין כי אירלנד מטה כלפי מעלה באופן משמעותי את דירוג קבוצת מדינות מערב אירופה, בהוותה אחוזים מהקבוצה, בשל דירוגה הגבוה בכל רכיבי הממד לאורך שנות המדגם. כך למשל, שיעור הצמיחה הממוצע של התמ"ג הריאלי בשלוש תקופות המדגם האחרונות עמד באירלנד וביתר מדינות מערב אירופה שבמדגם על 8.1 ו-2.1 אחוזים בהתאמה, וחלקו של היצוא בתמ"ג עמד על 95 ו-28 אחוזים בהתאמה.

מו"פ גבוה ביחס לתוצר, פי שלושה מחלקו במדינות מזרח אירופה ומערבה. גידולו לאורך זמן אף מאפשר את צמצום הפער מול מדינות מערב אירופה, למרות השפעה שלילית של רכיבים אחרים. כך למשל, למרות שקצב צמיחת התמ"ג הריאלי בישראל בשלוש תקופות המדגם האחרונות הואט ביחס למדינות מערב אירופה, עדיין הוטב מיקומה ביחס אליהן בדירוג פוטנציאל ההשקעה⁸.

רכיבים נוספים, שתורמו למיקומה של ישראל בדירוג, היו ממוצע קווי סלולאר ל-1,000 תושבים, שהיה גבוה ב-30 אחוזים מיתר מדינות המדגם, וחלקו של היצוא בתוצר, שהיה גבוה מממוצע מדינות מערב אירופה (למעט אירלנד) בכ-9 אחוזי תוצר בממוצע. קצב הצמיחה המהיר של התמ"ג ביחס למדינות המדגם תרם אף הוא לדירוגה הגבוה והעקבי של ישראל.

8 יצוין כי בשל כך שמדובר בממוצע צמיחת תוצר ל-10 שנים, ההשוואה לקבוצת מזרח אירופה היא בעייתית, בשל שיעורי צמיחה נמוכים בתחילת שנות התשעים (בסמוך להתפרקות ברית המועצות).

ג. ההשקעות בתיק ניירות ערך למסחר (Portfolio)

יתרת ההשקעות של תושבי חוץ בתיק ניירות ערך למסחר מורכבת מאחזקות פיננסיות של תושבי חוץ במניות ובאיגרות חוב לסוגיהן (סטרייט ואיגרות חוב להמרה) של חברות ישראליות, הנסחרות בבורסה בתל אביב ובבורסות חו"ל, ובאיגרות חוב המונפקות על ידי ממשלת ישראל. יתרה זו, הנסחרת ברובה הגדול בבורסות בחו"ל, גדלה השנה בכ-10 מיליארדי דולרים לרמה של 53 מיליארדים (דיאגרמה I-ג'-1-7). זרמי ההשקעות הסתכמו השנה ב-5.4 מיליארדי דולרים, שעיקרם, 3.9 מיליארדים, הושקעו במגזר הפרטי.

לוח I-ג'-1-3

זרמי ההשקעות של תושבי חוץ בתיק ניירות הערך הישראליים למסחר,

1999 עד 2004

(מיליארדי דולרים)

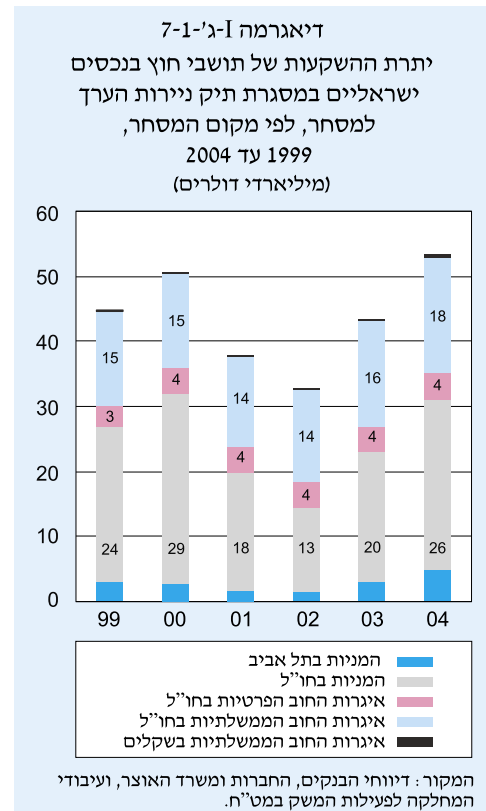
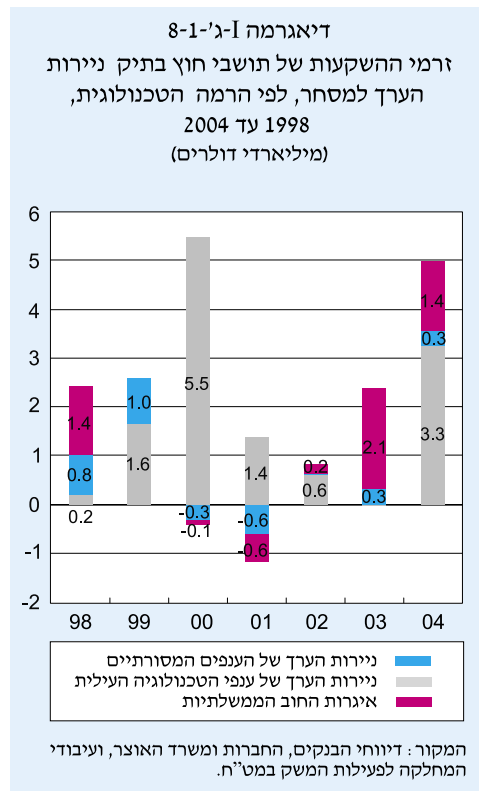
2004	2003	2002	2001	2000	1999	
5.4	2.0	0.7	0.1	5.1	2.6	סך כל זרמי ההשקעות
0.5	0.3	-0.2	-0.7	-0.3	-0.1	המניות הנסחרות בתל אביב
3.0	0.1	0.6	1.3	4.7	1.6	המניות הנסחרות בחו"ל
2.8	1.0	0.1	0.7	3.5	2.1	מזה: הנפקת מניות
0.4	-0.5	0.2	0.1	0.7	1.1	איגרות החוב הפרטיות הנסחרות בחו"ל
0.0	-0.5	0.0	0.8	1.4	1.2	מזה: הנפקת איגרות חוב
1.4	2.0	-0.1	-0.5	0.0	0.0	איגרות החוב הממשלתיות בחו"ל
0.0	0.1	0.2	-0.1	-0.1	0.0	איגרות החוב הממשלתיות השקליות

המקור: דיווחי הבנקים והחברות, ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

1.5 מיליארדים נוספים הושקעו בניירות ערך ממשלתיים, שגויסו ברובם במסגרת הסדר הערבויות (דיאגרמה I-ג'-1-8).

נתוני ההשקעות הפיננסיות אינם כוללים את ההנפקות, בהיקף 2.2 מיליארדי דולרים, כפליים מההיקף שנרשם בשנה שעברה, שביצעו החברות הסמי-ישראליות. אלה חברות, הנתפשות בעיני המשקיעים הזרים כחברות ישראליות, למרות שלפי הגדרת מאזן התשלומים הן נחשבות לחברות זרות.

בנוסף, נרשמו השנה מימושים של אחזקות בעלי עניין תושבי חוץ בחברות הישראליות, שמניותיהן נסחרות בחו"ל, שניצלו את המגמות במחירי המניות על מנת למכור חלק מאחזקותיהם ואלה נרכשו על ידי משקיעים פיננסיים.



(1) ההשקעות של תושבי חוץ במניות של חברות ישראליות

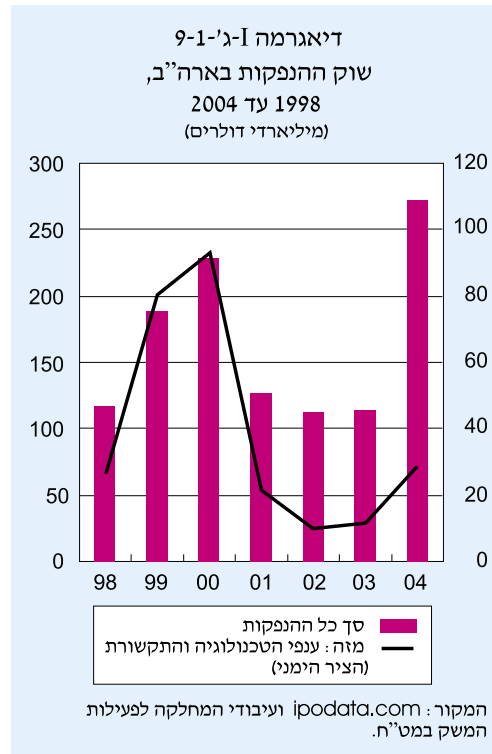
יתרת ההשקעות של תושבי חוץ במניות של חברות ישראליות הנסחרות בחו"ל ובתל אביב, במסגרת תיק ניירות הערך למסחר גדלה השנה בכ-8 מיליארדי דולרים (34 אחוזים), לרמה של כ-31 מיליארדים. זרמי ההשקעות הסתכמו השנה בכ-3.5 מיליארד דולרים, בהשוואה ל-0.4 מיליארד בלבד אשתקד. כמו כן נרשמה עליית מחירים של 3 מיליארדי דולרים, רובה ככולה במניות הטכנולוגיה העילית הנסחרות בחו"ל.

ההתאוששות הגלובלית בענפי הטכנולוגיה נמשכה גם ב-2004. בניגוד לשנה הקודמת התבטאה התאוששות זו, בין היתר, בגידול ניכר בהנפקות בשוקי ההון הבינ-לאומיים בכלל ובשוק ההנפקות של ענפי הטכנולוגיה והתקשורת בארה"ב בפרט (דיאגרמה I-ג'-1-9).

ההתאוששות הגלובלית, בפרט בענפי הטכנולוגיה, באה לידי ביטוי בגידול ההנפקות של חברות ישראליות בחו"ל.

התפתחויות אלו התבטאו בגידול ניכר בהשקעות תושבי חוץ בתיק ניירות ערך למסחר, אשר גדלו ב-3.4 מיליארדי דולרים, והסתכמו בכ-5.4 מיליארדים. מעל מחציתם נבע מהנפקת מניות של חברות ישראליות ממגזר הטכנולוגיה בחו"ל, שגדלו בשיעור גדול יותר מהנפקות החברות המקומיות. חברות אלו אופיינו השנה בהיותן ותיקות ורווחיות (בניגוד לחברות שהונפקו בתקופת ה"בועה").

יתרת ההשקעות של תושבי חוץ במניות של חברות ישראליות, הנסחרות בחו"ל, עלתה השנה בכ-5 מיליארדי דולרים ל-26 מיליארד. כ-70 אחוזים מהן מרוכזים בשתי חברות בלבד. בנוסף, השקיעו תושבי חוץ כ-16 מיליארדי דולרים בחברות סמי ישראליות, רובם בשלוש חברות. מגמת השיפור בשוק ההנפקות בארצות הברית, ובפרט בענפי התוכנה, האינטרנט והתקשורת, שבהם פועלות



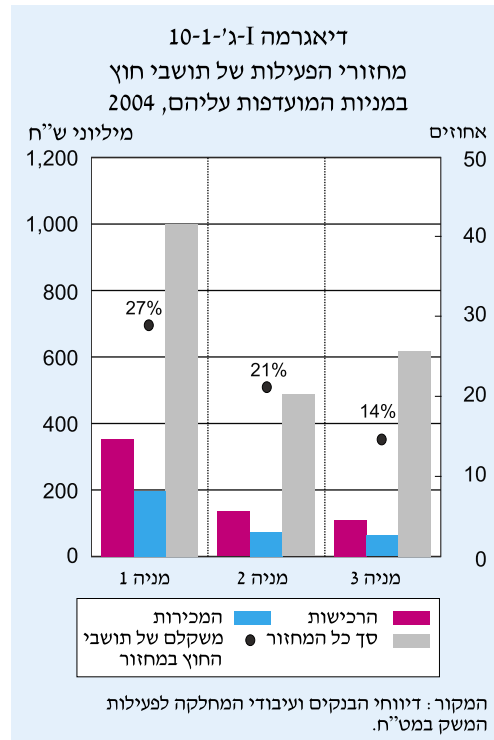
חברות ישראליות רבות המתאימות להנפקה, לא הייתה יציבה במהלך השנה. כך למשל, ברביע השני חלה ירידה ניכרת בהיקף ההנפקות של חברות מתחומים אלה בארצות הברית, בהשוואה לרביע הראשון. ברביע השלישי שוב נרשם שיפור, ובתחילת הרביע הרביעי שוב נסיגה. דהיינו מדי פעם נפתחו ונסגרו חלונות הזדמנויות עבור חברות שהיו בתהליכי הנפקה. חברות צעירות, שניתן היה להנפיקן בנקל בשנות ה"בועה" של הטכנולוגיה, עדיין מתקשות להנפיק. כל החברות שכן הנפיקו הן חברות ותיקות, בעלות עבר של מכירות ורווחיות. עם זאת, עבור כמה חברות ישראליות הייתה זו הנפקה ראשונית (IPO) בארצות הברית. יש לציין, כי ברביע הראשון של השנה התבצעו, לאחר מספר שנים של הפסקה, גם שלוש הנפקות של חברות ישראליות בבורסות באירופה. החברות המנפיקות באירופה הן בדרך כלל חברות קטנות, שאינן עומדות בדרישות הסף להנפקה בשוק האמריקאי. מגמה נוספת שנצפתה השנה הייתה של רכישה חוזרת (buy-back) של מניות על ידי חברות מתחום הטכנולוגיה העילית. זאת, כחלק ממגמה כלל עולמית שנועדה לתמוך במחירי המניות. החברות שרכשו בחזרה את מניותיהן מאופיינות בצבר גדול של מזומנים.

המניות הישראליות שבתיק ניירות ערך למסחר של תושבי חוץ, הנסחרות בארצות הברית, הניבו למשקיעים תשואה משוקללת של כ-13 אחוזים במהלך השנה כולה, בעוד שמדד הנסד"ק הניב תשואה של כ-9 אחוזים, ומדד מניות הטכנולוגיה הניב תשואה של כ-3 אחוזים בלבד.

יתרת ההשקעות של תושבי חוץ בניירות ערך הנסחרים בבורסה בתל אביב עמדה בסוף 2004 על כ-5.2 מיליארדי דולרים. זאת בהשוואה ל-3.4 מיליארד בסוף 2003. זרמי ההשקעות נטו הסתכמו ב-520 מיליוני דולרים, מהם כ-480 מיליונים במניות, והיתרה באיגרות חוב ממשלתיות (בעיקר מסוג "שחר") ובמק"ם. השנה נמשך הגידול במחזורים

גידול ניכר בהשקעות תושבי חוץ בתיק ניירות ערך למסחר בתל אביב, בעיקר ברביע האחרון של השנה.

הממוצעים החודשיים של תושבי החוץ בבורסה. מחזורים אלה הסתכמו ב-1.8 מיליארדי דולרים בהשוואה ל-1.2 מיליארד ב-2003. העניין הגובר של תושבי חוץ בבורסה בתל אביב הוא חלק ממגמה כלל-עולמית של גידול בפעילותם של משקיעים בין-לאומיים בבורסות של שווקים מתעוררים בשנתיים האחרונות. מגמה זו נובעת ממספר גורמים: תשואות נמוכות על נכסים חסרי סיכון, ירידה בשנאת הסיכון של המשקיעים הגלובליים, בד בבד עם התפוגגותם של גורמי סיכון בשווקים המתעוררים. זו באה לידי ביטוי, בעיקר השנה, בשיפור דירוג סיכון המדינה של מספר שווקים שכאלה. מרבית השווקים המתעוררים אופיינו בהאצה בפעילות הכלכלית, בשיפור במצבם הפיננסי, כמו גם בביצוע רפורמות כלכליות ובשיפור בתנאי הרקע הפוליטי.



תושבי חוץ המשקיעים במניות בבורסה בתל אביב הם ברובם המכריע גופים פיננסיים גדולים, הפועלים בשווקים מתעוררים. גופים אלה מנהלים את השקעותיהם תוך התייחסות למדרג של ניירות ערך דומים, המשמש כסמן (benchmark portfolio). המדרג החשוב ביותר בתחום ההשקעה במניות של שווקים מתעוררים הוא זה של Morgan Stanley Capital International (להלן: המדרג). ישראל מיוצגת במדרג על ידי כשלושים חברות, שעיקר ההשקעה בהן מתבצע בבורסת הנסד"ק, ומיעוטה בבורסה בתל אביב. לפיכך, ההשקעות של תושבי חוץ בבורסה בתל אביב מרוכזות במספר מצומצם של מניות, שלהן מחזורי מסחר גבוהים, ושאינן נסחרות בחו"ל. ההשקעות של תושבי חוץ בשלוש מניות מהוות יותר מ-50 אחוזים מסך השקעותיהם, וחלקם במחזורי המסחר של מניות אלה הוא משמעותי ביותר

(דיאגרמה I-ג'-10). לכן, למרות משקלם הקטן יחסית של תושבי חוץ במחזורי המסחר בבורסה, כ-10 אחוזים בממוצע חודשי, הייתה להם השפעה מהותית על מחירי המניות שהם השקיעו בהן. בכך השפיעו תושבי חוץ במידה ניכרת על מדרג תל אביב-25 כולו. בחינת שיעור ההשקעה בפועל של קרנות, המשקיעות במניות בשווקים מתעוררים, מול משקלה של ישראל במדרג מעלה, כי גם השנה, בהמשך ל-2003, נמשכה התופעה של השקעת חסר בישראל, בשיעור של כ-1.5 אחוזים. כנראה, השקעת החסר בישראל, נובעת, בין היתר, ממשקלה הגבוה יחסית של ישראל במדרג גיסא, ומאי-הוודאות הנגזרת מתנאי הרקע הגיאוגרפי-פוליטיים בישראל ובאזור, מאידך גיסא. ייתכן שגורם נוסף להשקעת החסר בישראל הוא היותן של המניות הישראליות העיקריות במדרג דפנסיביות ביחס אליו (ביתא נמוכה). לכן כאשר משקיעים בין-לאומיים מחפשים אחר תשואות גבוהות בבורסות של שווקים מתעוררים במקביל לירידה בשנאת הסיכון שלהם, כפי שהיה בשנתיים האחרונות, המניות הישראליות שבמדרג אטרקטיביות פחות לעומת מניות אחרות בו.

(2) ההשקעות של תושבי חוץ באגרות חוב

אגרות החוב הממשלתיות: יתרת ההשקעות של תושבי חוץ באגרות חוב ממשלתיות הנסחרות בחו"ל הסתכמה בסוף השנה ב-17.6 מיליארדי דולרים. מהם 14.8 מיליארדים באגרות חוב בערבות ממשלת ארצות הברית ו-2.8 מיליארדים באגרות חוב ללא ערבות. במהלך השנה הנסקרת ביצעה הממשלה שתי הנפקות לתקופה של 20 שנה בערבות ממשלת ארצות הברית בהיקף 1.75 מיליארדי דולרים (בהשוואה לשתי הנפקות בהיקף כולל של 2.4 מיליארד אשתקד). במקביל פרעה הממשלה אגרות מסוג זה בהיקף של 0.7 מיליארד, ושילמה על אגרות כאלה ריבית בהיקף של 0.6 מיליארד. היקף תשלומי הריבית הושפע מפקיעתן של אגרות חוב מסוג zero coupon. נוסף על כך גייסה הממשלה 500 מיליוני דולרים לתקופה של עשר שנים באגרות חוב ללא ערבות.

התשואות בהנפקת אגרות החוב בערבות ממשלת ארצות הברית היו במירווח של 30 נקודות בסיס מעל אגרת חוב לתקופה דומה לפדיון של ממשלת ארצות הברית, בדומה לשנה שעברה. בהנפקה ללא ערבות, שנערכה בסוף חודש פברואר, המירווח מעל התשואה של אגרת חוב לתקופה דומה לפדיון של ממשלת ארצות הברית היה 115 נקודות בסיס לעומת 153 נקודות בסיס בהנפקה שהייתה תשעה חודשים קודם לכן.

ירידת המירווח בשנת 2004 משקפת את המשך הירידה בסיכון המדינה של ישראל. יש לציין, כי עוצמת הירידה הייתה פחותה מזו שנרשמה במהלך 2003. ירידה זו נבעה הן מהתפתחויות מקומיות והן מהתפתחויות גלובליות (ראה פרק היציבות הפיננסית). שהתבטאו בירידת המירווח של השווקים המתעוררים במהלך 2004 בכ-50 נקודות בסיס, לרמה של כ-370 נקודות בסיס בסוף השנה. בין ההתפתחויות המקומיות שהשפיעו על המירווח היו הירידה באי-הוודאות הגיאופוליטית והתגברות האמון בניהול המדיניות המקרו-כלכלית, הן המוניטרית והן זו של הממשלה, שהעידה על נחישות לבצע רפורמות במשק תוך שמירה על ריסון תקציבי.

כאמור, התפתחויות אלה הצטרפו להתפתחויות הגלובליות, שתרמו לירידה מקבילה במירווח של שווקים מתעוררים אחרים. השילוב של הירידה בתפיסת הסיכון הגלובלי ושל הרמה הנמוכה של התשואות בשוקי אגרות החוב של המדינות המפותחות הניע משקיעים לחפש תשואה בשווקים מסוכנים יותר, כדוגמת שוקי המניות ושוקי אגרות החוב בשווקים המתעוררים. הכספים הופנו בעיקר למשקים, שבהם ירדה רמת הסיכון המקומית והתשואות הגבוהות, כדוגמת ארגנטינה, ברזיל וטורקיה.

נוסף על ההשקעות באגרות חוב ממשלתיות הנסחרות בחו"ל, משקיעים תושבי חוץ גם באגרות חוב סחירות של ממשלת ישראל, המונפקות בישראל ובמק"ם. בעבר לא השקיעו תושבי חוץ סכומים משמעותיים באפיקים אלה, למרות הפער בין הריבית השקלית לריבית על מט"ח. אולם מאמצע 2002, על רקע פער התשואות הגבוה, החל גל רכישות של אגרות חוב ממשלתיות מסוג "שחר" ומק"ם. חלקן של רכישות אלה אף מומש לקראת סוף השנה. עיקר ההשקעות והפעילות מרוכזת במספר מצומצם של בנקים להשקעות זרים המשקיעים ב"נוסטרו" שלהם, על פי הערכותיהם את ההתפתחויות הצפויות בריביות, בתשואות ובשער החליפין. רכישות המק"ם התבצעו בדרך כלל בסמוך למועד ההנפקה, והוחזקו במרבית המקרים לתקופה של חודש עד שלושה חודשים. לעומת זאת, אגרות החוב הממשלתיות מסוג "שחר" נרכשו בעיקר בשוק המשני ולטווחים שונים. למרות ההתפתחויות בתחום זה בשנתיים האחרונות יתרת אגרות החוב הממשלתיות הנקובות בשקלים ובמק"ם מסתכמת בקצת יותר מחצי מיליארד דולר, שמהווים פחות מאחוז אחד משווי השוק הכולל של אגרות חוב אלה. ייתכן שחלק מההסבר לשיעור נמוך זה, בעיקר

נמשך הגידול בהיקף פעילותם של תושבי חוץ בשוק אגרות החוב המקומי, אך שיעור אחזקותיהם נותר נמוך.

בהשוואה לשיעור האחזקות של תושבי חוץ בשוקי איגרות חוב במשקים מתעוררים אחרים, נעוץ בעומק השוק ובנזילותו. למרות ההתפתחות הניכרת בשנים האחרונות, הם עדיין קטנים ביחס לשווקים אחרים. יישום הרפורמה המוצעת בעניין "עושי שוק" בשוק איגרות החוב הישראלי, כמו גם פיתוח שוק REPO ומעבר למערכת של סליקה רציפה (RTGS), יתרמו להגדלת הנזילות והסחירות. כל אלה עשויים להתבטא בהגדלת שיעור האחזקות של תושבי חוץ באיגרות חוב, הנסחרות בבורסה בתל אביב, וכן בהגדלת חלקם במחזורי המסחר.

למרות המספר המצומצם יחסית של תושבי חוץ הפעילים בבורסה בתל אביב והיקפי הפעילות הגדולים בקרב אותם גופים, שחלקם מעורבים הן במסחר במניות והן במסחר במכשירי חוב, נמצא מיתאם נמוך בין ההשקעות של תושבי חוץ במניות לבין השקעותיהם באיגרות חוב. מיתאם נמוך זה מעיד על היעדר תחלופה בין האפיקים, וגם על כך שהחלטות ההשקעה בין אפיקים השונים הן בלתי תלויות.

איגרות החוב של המגזר הפרטי: יתרת איגרות החוב של המגזר הפרטי המוחזקת בידי תושבי חוץ - כולל איגרות חוב להמרה שהנפיקו חברות ישראליות בחו"ל - כמעט לא השתנתה בשנים האחרונות. יתרה זו הסתכמה ב-4.3 מיליארדי דולרים, וכולה באיגרות חוב הנסחרות בחו"ל. כל ההנפקות, להוציא את אלו של שנת 2000 (שבה הנפיקו חברות טכנולוגיה עילית ישראליות איגרות חוב בחו"ל כחלק מתהליך ה"בועה" ששרר אז), בוצעו על ידי חברות מענפי התשתית. רובן הגדול בוצע על ידי חברת החשמל. חברה זו גייסה בשנים 1996-2001 בחו"ל באמצעות איגרות חוב כ-0.7 מיליארד דולרים בממוצע שנתי. בתחילת שנת 2002 היא חדלה מכך בשל הסדרים מוסדיים, המניעים אותה להעדיף אשראי בשקלים על אשראי במט"ח. מאז היא מגייסת הון באמצעות הנפקת איגרות חוב שקליות צמודות מדד, הנמכרות בעיקר למשקיעים מוסדיים מקומיים.

לוח I-ג'-1-4

זרמי ההשקעות האחרות של תושבי חוץ בישראל, 1999 עד 2004

(מיליארדי דולרים)

2004	2003	2002	2001	2000	1999	
-0.4	0.0	1.0	1.6	1.5	1.8	סך כל זרמי ההשקעות האחרות
-0.5	-0.7	-0.8	0.3	1.9	2.6	מזה: הפיקדונות של ציבור תושבי החוץ
-0.6	0.1	0.9	1.0	-0.3	-0.3	הפיקדונות של בנקים זרים
1.0	0.7	0.9	0.1	-0.1	-0.8	האשראי למגזר הפרטי
-0.3	-0.1	0.0	0.2	0.0	0.3	האשראי לממשלה

המקור: דיווחי הבנקים והחברות, ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

ד. ההשקעות האחרות

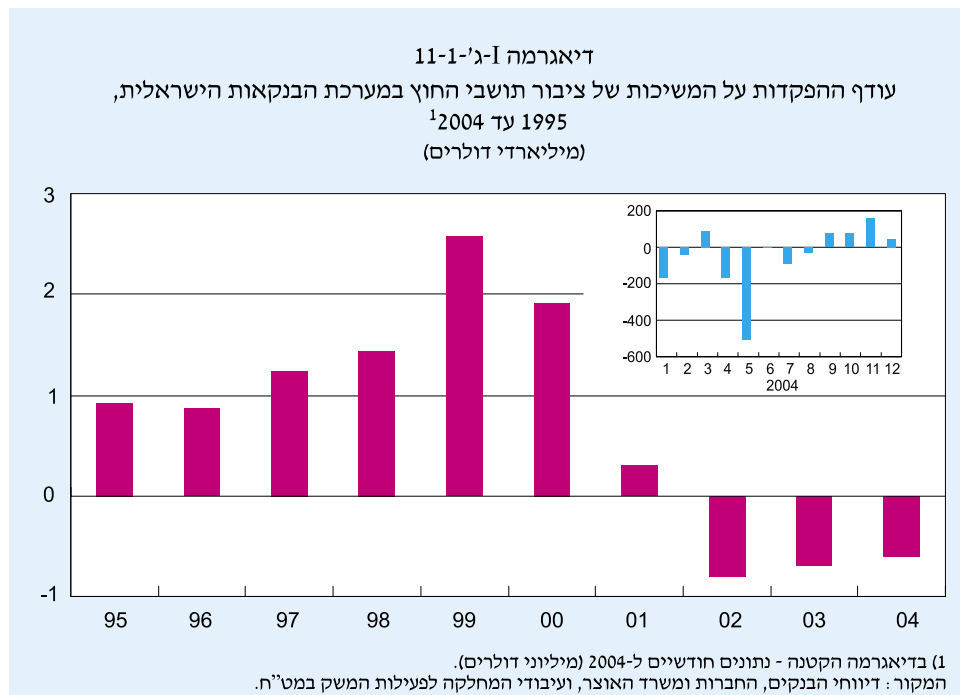
ההשקעות האחרות של תושבי חוץ בישראל הן פיקדונות במט"ח ובשקלים במערכת הבנקאות הישראלית ואשראי פיננסי ומסחרי מחו"ל למגזר הציבורי ולמגזר הפרטי הלא-בנקאי. יתרת ההשקעות האחרות עמדה בסוף השנה הנסקרת על 49 מיליארדי דולרים, בדומה ליתרתה בסוף 2003.

(1) פיקדונות תושבי חוץ במערכת הבנקאות בישראל

יתרת הפיקדונות של תושבי חוץ בישראל (הציבור והבנקים) עמדה בסוף 2004 על כ-24 מיליארדי דולרים. זוהי ירידה של כ-0.8 מיליארד בהשוואה לסוף שנת 2003. כ-98 אחוזים מהפיקדונות הם במט"ח, והיתר בשקלים. כ-80 אחוזים מהפיקדונות במט"ח מופקדים לתקופות שאינן עולות על שנה, וכ-70 אחוזים מופקדים לתקופות שאינן עולות על שלושה חודשים. עם זאת, נתוני העבר מלמדים, כי בפועל הפיקדונות התחדשו עם מועד פירעונם והוחזקו תקופות ארוכות מאוד.

בשנים 1990 עד 2000 הפקידו תושבי חוץ - למעט הפקדות של תמורות הנפקה על ידי חברות בנות זרות של בנקים ישראליים, המשמשים לגיוס מקורות במט"ח לטווח ארוך

ברביע האחרון של השנה היו הפקדות נטו של תושבי חוץ במערכת הבנקאות הישראלית לאחר כ-40 חודשי משיכות.



- כמיליארד דולרים בממוצע שנתי בבנקים בארץ. בשנת 2001 התהפכה המגמה: מיוני 2001 עד אוגוסט 2004 משכו תושבי חוץ סך של 3.7 מיליארדי דולרים מפיקדונותיהם במט"ח, מתוכם כ-0.9 מיליארד מתחילת 2004 (דיאגרמה I-ג'-11). משיכות אלה היו תוצאה של מספר גורמים שפעלו באופן משולב, ובהם: ירידה מתמשכת של הריבית הדולרית הבין-לאומית על פיקדונות קצרים (כ-80 אחוזים מיתרת הפיקדונות הם בדולרים) מרמה של 6 אחוזים בשנת 2000 לרמה של אחוז אחד ברביע הראשון של 2004. ירידה זו היוותה תמריץ למפקידים לחפש אפיקי השקעה אלטרנטיביים בעלי סיכון נמוך, המניבים תשואות גבוהות יותר (לדוגמא איגרות חוב); הרעה במצב הביטחוני מאז אוקטובר 2000, שגרמה להעברת כספים של תושבי חוץ מהבנקים בארץ לחו"ל; החוק לאיסור הלבנת הון, שנכנס לתוקף ב-2002, והעלה חשש בקרב חלק מהמפקידים מפני חשיפת זהותם ומהות העסקאות המבוצעות על ידם. כך ירד מספר החשבונות של תושבי חוץ בבנקים בארץ בכ-10 אחוזים בשנים 2002-2004. החל מחודש ספטמבר הסתמן שינוי במגמה, ונראה כי

תושבי חוץ חזרו להפקיד בישראל. זאת, ככל הנראה, על רקע תהליך העלאת הריבית בארצות הברית והציפיות להמשכו, ירידה מתמשכת בתפישת הסיכון הפיננסי של ישראל ושיפור במצב הביטחוני. בנוסף, ייתכן כי בשל מיסוי פיקדונות בשווייץ ולוקסמבורג, יעבירו חלק מהמפקידים פיקדונות לישראל, שבה הם פטורים ממס.

ביתרת ההפקדות של השלוחות בחו"ל של הבנקים הישראליים נרשמה השנה ירידה של כ-700 מיליוני דולרים לאחר גידול של כ-100 מיליון במהלך שנת 2003. הירידה חלה על רקע הצטברות עודפי מקורות במטבע חוץ בחברות האם הישראליות. עודפי המקורות נוצרו כתוצאה מפירעונות נטו של אשראי במטבע חוץ ומהפקדות נטו בפיקדונות במטבע חוץ על ידי תושבי ישראל בהיקפים ניכרים, על רקע תהליך הצמצום בפער הריביות וירידת סיכון שער החליפין. לכך נוספו פירעונות אשראי במטבע חוץ על ידי תושבי חוץ ומימוש השקעות באיגרות חוב בחו"ל.

(2) האשראי מחוץ לארץ למגזר הפרטי הלא-בנקאי

יתרת האשראי הלא-סחיר למגזר הפרטי הלא-בנקאי (למעט הלוואות בעלים) הסתכמה בסוף 2004 ב-12 מיליארדי דולרים. זהו גידול של 1.7 מיליארדים לעומת סוף 2003. היתרה מתחלקת באופן שווה בין אשראי ישיר לבין אשראי ספקים. תקבולי האשראי הישיר הסתכמו השנה בכ-1.8 מיליארדי דולרים ומנגד הסתכמו הפירעונות בכ-800 מיליוני דולרים, כאשר הפעילות מרוכזת במספר מצומצם של חברות. האשראי הישיר מהבנקים הזרים, המהווה כ-45 אחוזים מסך האשראי הישיר, מרוכז מאוד: ארבע חברות נטלו 85 אחוזים ממנו. רובו הוא אשראי ארוך, שכמותו לא ניתן לגייס מהבנקים המקומיים, עבור חברות בתחום התשתיות וההובלה הימית. חברות אלה רכשו נכסים המניבים הכנסות במטבע חוץ, דבר המגדר את הסיכון המטבעי הכרוך באשראי. חברת החשמל וחברות אחרות, שבעבר נזקקו לאשראי בהיקף גדול מחו"ל - בין היתר, בשל קשיים בגיוס אשראי מקומי לטווח ארוך ובהיקפים גדולים - גייסו גם השנה בשוק המקומי סכומים ניכרים. גיוס האשראי נעשה באמצעות הנפקת איגרות חוב שקליות לזמן ארוך למשקיעים מוסדיים ישראליים, במקביל להתרחבות המוצאת של שוק איגרות החוב הפרטיות בישראל.

(3) האשראי מחוץ לארץ לממשלה

יתרת האשראי הלא-סחיר במט"ח לממשלה הסתכמה בסוף השנה ב-12.9 מיליארדי דולרים, כמעט ללא שינוי ביחס לסוף השנה הקודמת. החשוב במקורות האשראי ברכיב זה הוא מפעל ה"בונדס", המשמש תחליף לגיוס באמצעות הנפקת איגרות חוב סחירות. יתרת הגיוסים במסגרת מפעל ה"בונדס" עמדה בסוף 2004 על כ-10 מיליארדי דולרים. בשנת 2003 הגדיל מפעל זה את היקף הגיוסים ברוטו לסכום שיא של כ-1.5 מיליארדי דולרים, ואילו השנה הסתכם היקף הגיוסים ברוטו בכ-1.3 מיליארד, בדומה להיקף הגיוס בשנת 2002. עלות איגרות ה"בונדס" אשר הונפקו השנה עדיין הייתה גבוהה ב-20 נקודות בסיס מזו של איגרות חוב סחירות של ממשלת ישראל לתקופה דומה. הירידה בהיקף ההנפקות השנה התאפשרה לאור הגיוסים בערבות ממשלת ארצות הברית. בעבר נהגה הממשלה לגייס גם מממשלות זרות, ממוסדות בין-לאומיים ומבנקים זרים. יתרת האשראי הכוללת מגופים אלה עמדה בסוף השנה על כ-2.8 מיליארדי דולרים, ירידה של כ-0.3 מיליארד לעומת היתרה בסוף 2003.