

פרק ז'

מאזן התשלומים

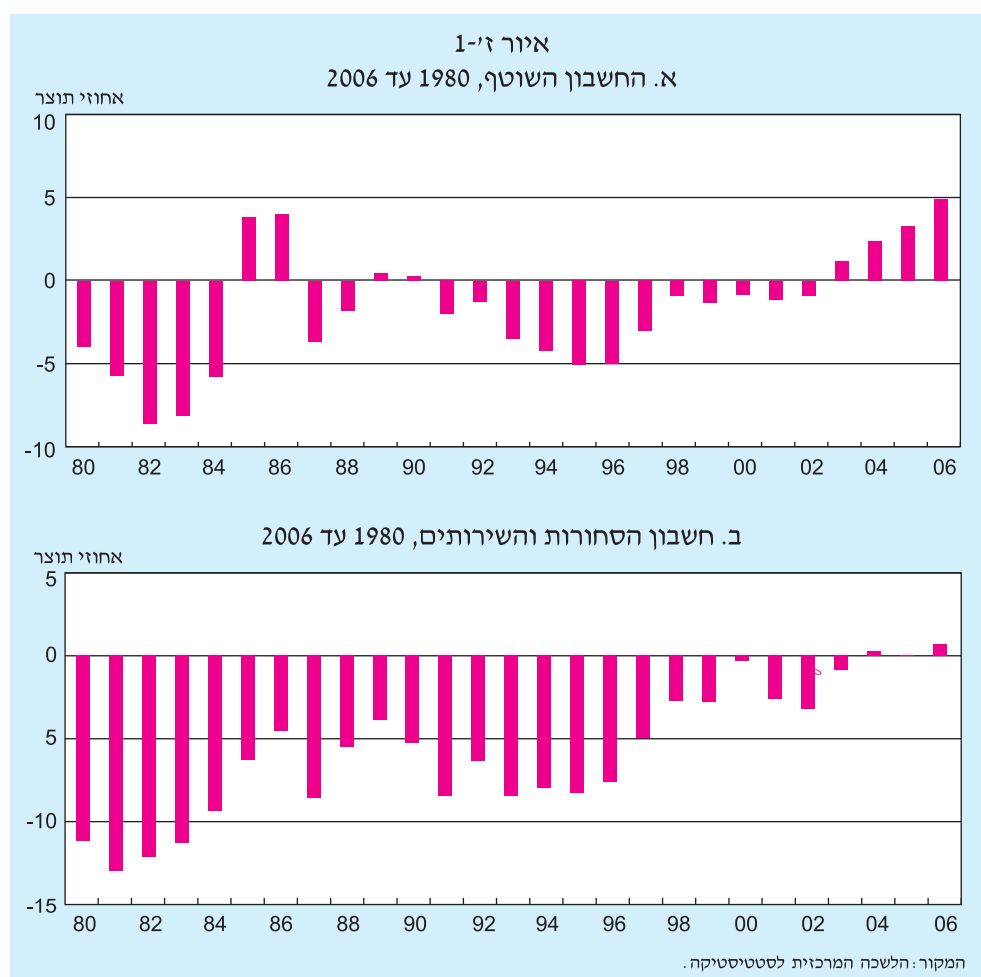
- ◆ החשבון השוטף הסתכם בשנת 2006 בעודף של 4.9 אחוזי תוצר, עודף גבוה וחריג הן בפרספקטיבה היסטורית והן בפרספקטיבה בין-לאומית.
- ◆ העודף הגבוה בחשבון השוטף מבטא בעיקר את ההשפעות של הרפורמה במס, הפועלת לגידול ההשקעות בחו"ל, של חיסכון ציבורי מעבר לצפוי ושל ריבית מקומית דומה ברמתה לריבית בארה"ב; אלה לוחצים לפיחות נומינלי וריאלי, ובכך תורמים בשנים האחרונות להרחבה ניכרת של העודף בחשבון השוטף.
- ◆ כמו כן פועלים במשק כוחות לירידה בהשקעות ועלייה בחיסכון כאחוז מהתוצר, שמשמעותם עלייה של העודף בחשבון השוטף. עם כוחות אלו נמנים הירידה של מספר העולים לישראל, הלוחצת לירידה בהשקעות; השינוי המבני במשק, הפועל להקטנת ההשקעות הפיזיות בו ולהגדלת ההשקעה בהון אנושי - השפעות שאמנם עשויות להתקזז, אולם לנוכח מגבלת הנזילות של הפרטים ואי הוודאות שלהם לגבי התשואה להשכלה, השפעת הירידה בהשקעות הפיזיות חזקה יותר; צמצום רשת הביטחון הסוציאלי, המגדיל את אי-הוודאות של הפרטים לגבי מצבם הכלכלי בעתיד ולוחץ להגדלת החיסכון הפרטי.
- ◆ הצמיחה המהירה בשלוש השנים האחרונות תוך גידול העודף בחשבון השוטף, בניגוד לתקופות צמיחה קודמות, שבהן התרחב הגירעון בחשבון השוטף, מבליטה את עוצמת הכוחות הפועלים ליצירת העודף: היצוא, שהוא גורם חשוב בהובלת הצמיחה, והכוחות קצרי הטווח התומכים בשער חליפין ריאלי מפותח הביאו יחד לעודף בחשבון השוטף, במקביל לצמיחה המהירה.
- ◆ בשנת 2006 נמשכה המגמה הגוברת של יצוא השקעות נטו, תוך התרחבות של זרמי ההשקעות אל המשק וממנו לרמות שיא. מגמה זו, שהחלה בשנת 2002, מבטאת את השתלבותו של המשק בכלכלה העולמית, ונובעת הן מכוחות גלובליים והן מגורמים מקומיים.
- ◆ התהליכים הגלובליים-שהשפיעו השנה על החשבון הפיננסי הם בעיקרם מחזוריים - ביניהם המשך מגמה עולמית של מיוזגים ורכישות, שפעלה לגידול היקף ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בישראל, וירידות חדות של מדדי המניות בשווקים המתעוררים במאי-יוני, שפעלו לירידת היקף ההשקעות הפיננסיות הן של תושבי חוץ בישראל והן של תושבי ישראל בחו"ל. ההשפעות המקומיות אשר הביאו לגידול של תנועות ההון הן בעיקרן מבניות, ונבעו מרפורמות בשווקים הפיננסיים.
- ◆ השוואה ארוכת טווח למדינות דומות לישראל מלמדת כי ישראל, בדומה למדינות מתפתחות, מייבאת נטו השקעות ישירות, אמנם בהיקף נמוך יחסית. בשנים האחרונות ניכרת מגמה של עלייה בהיקף ההשקעות הנכנסות והיוצאות באחוזי תוצר.
- ◆ חלקן של ההשקעות הישירות התורמות במישרין להצבר ההון בסך ההשקעות הישירות עלה מתחילת העשור, אך ירד בשנתיים האחרונות, על רקע תהליכי ההפרטה.

1. ההתפתחויות העיקריות

החשבון השוטף הסתכם בשנת 2006 בעודף של 6.8 מיליארדי דולרים, שהם 4.9 אחוזי תוצר, עודף גבוה וחריג הן בפרספקטיבה היסטורית והן בפרספקטיבה בין-לאומית (לוח ז'-1). גידול העודף בחשבון השוטף השנה מבטא בעיקר שיפור בחשבון השירותים וכן עלייה בהעברות השוטפות, אך גם צמצום מסוים בחשבון הסחורות. התבוננות ארוכת טווח יותר מצביעה על שיפור בכל רכיביו של החשבון השוטף (למעט העברות שוטפות): השנה, זו השנה השלישית ברציפות, מתקיים עודף בחשבון הסחורות והשירותים, לעומת גירעון ממוצע של יותר מ-6 אחוזי תוצר בשנות התשעים; בחשבון ההכנסות הסתכם הגירעון השנה באחוז תוצר בלבד, לעומת 3.3 אחוזי תוצר בשנות התשעים.

העודף הגבוה בחשבון השוטף השנה מבטא שילוב של כוחות קצרי טווח וארוכי טווח הפועלים בשנים האחרונות להרחבתו. (ראו דיון בסעיף 2 להלן.) במשך קרוב לעשר שנים הצטמצם הגירעון בחשבון השוטף והפך לעודף, והשנה העודף אף התרחב במידה משמעותית - בשיעור של יותר מ-1.5 אחוזי תוצר. הצמיחה המהירה בשלוש השנים האחרונות, תוך גידול העודף בחשבון השוטף, בניגוד לתקופות קודמות של צמיחה מהירה, שבהן התרחב הגירעון בחשבון השוטף, מבליטה את עוצמת הכוחות הפועלים ליצירת העודף.

החשבון השוטף הסתכם בשנת 2006 בעודף של 6.8 מיליארדי דולרים, שהם 4.9 אחוזי תוצר, עודף גבוה וחריג הן בפרספקטיבה היסטורית והן בפרספקטיבה בין-לאומית.



לוח ז'-1
מאזן התשלומים, 1995 עד 2006
 (מיליארדי דולרים)

2006	2005	2004	2003	2002 - 1999	1998-1995	
6.8	4.3	2.9	1.4	-1.2	-3.6	(1) החשבון השוטף
-3.6	-3.8	-2.8	-3.1	-4.1	-5.8	חשבון הסחורות
43.3	40.1	36.7	30.2	28.1	21.8	יצוא הסחורות
-46.9	-43.9	-39.5	-33.3	-32.2	-27.6	יבוא הסחורות
4.5	3.8	3.2	2.1	1.6	-0.2	חשבון השירותים
19.3	17.5	16.0	13.3	12.8	8.6	יצוא השירותים
-14.8	-13.7	-12.8	-11.2	-11.2	-8.9	יבוא השירותים
-1.5	-1.7	-3.7	-4.1	-5.2	-3.5	חשבון ההכנסות
0.4	0.2	-1.7	-1.7	-2.4	-1.5	ההכנסות נטו מהשקעות ¹
6.2	5.2	2.7	2.6	2.7	1.8	הכנסות תושבי ישראל ²
-5.7	-5.0	-4.4	-4.4	-5.1	-3.3	הכנסות תושבי חוץ ³
-1.9	-1.9	-1.9	-2.3	-2.9	-2.0	התמורה נטו לעבודות שכירים
-2.0	-1.9	-2.0	-2.2	-2.4	-1.6	מזה: תשלום לעובדים זרים
-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.7	-0.6	תשלום לעובדים פלסטינים
7.4	6.0	6.3	6.4	6.5	6.0	ההעברות השוטפות
0.9	0.7	0.7	0.5	0.5	0.7	(2) חשבון ההון נטו
-7.6	-8.7	-4.3	-2.4	0.5	2.3	(3) החשבון הפיננסי ⁴
0.5	1.4	-2.5	1.8	2.0	0.6	ההשקעות הישירות נטו
-13.6	-3.3	-4.5	-2.1	-1.5	-0.9	השקעות תושבי ישראל בחו"ל
14.1	4.8	2.1	3.9	3.4	1.5	השקעות תושבי חוץ בישראל
-0.2	-3.7	4.5	-1.3	0.0	3.1	השקעות בתיק ניירות הערך
-8.8	-8.2	-2.4	-3.2	-2.1	0.1	השקעות תושבי ישראל בחו"ל
8.6	4.6	6.9	1.8	2.1	3.0	השקעות תושבי חוץ בישראל
-7.5	-4.6	-6.0	-1.8	-1.2	2.4	ההשקעות האחרות נטו
-0.3	1.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	הממשלה
-5.4	-4.9	-4.8	-1.8	0.9	1.1	הבנקים
-1.9	-0.8	-1.0	0.1	-2.0	1.5	מגזרים אחרים
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	ההשקעות במכשירים פיננסיים נגזרים
-0.4	-1.9	-0.3	-1.1	-0.3	-3.9	השינוי ביתרות המט"ח ⁵
-0.1	3.7	0.7	0.5	0.3	0.6	(4) הפרשים סטטיסטיים

(1) ההכנסות נטו מהשקעות כוללות תשלומי ריבית ותקבולי ריבית על הלוואות, פיקדונות ואיגרות חוב, דיווידנדים ורווחים שלא חולקו.

(2) הכנסות תושבי ישראל מהשקעות בחו"ל.

(3) הכנסות תושבי חוץ מהשקעות בישראל.

(4) סימן שלילי מבטא יצוא הון.

(5) סימן שלילי מבטא עלייה ביתרות המט"ח.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

מנקודת המבט של היצוא, היבוא וחשבון ההכנסות, העודף הגבוה בחשבון השוטף מבטא שילוב של השפעות גלובליות, התומכות ביצוא ובגירעון מינימלי בחשבון ההכנסות, ושל השפעות מקומיות, הפועלות בעיקר להאטה בצמיחת היבוא. הצמיחה המהירה של היצוא בשנים האחרונות מתבססת על התפתחות גלובלית - צמיחה מהירה בסחר העולמי - ואילו שער החליפין הריאלי המפוחת, המבטא השפעות מקומיות, הוא גורם משני בתמיכתו ביצוא. השיפור בחשבון ההכנסות הושפע אף הוא מגורם גלובלי - העלאת הריביות בחו"ל, התורמת להגדלת ההכנסות, שכן ישראל מחזיקה נכסים נטו במכשירי חוב. לעומת אלה מוסברת ההאטה ביבוא בעיקר על ידי שער החליפין הריאלי, שרמתו נותרה מפוחתת - ביטוי ללחצים מקומיים ליצוא הון נטו ולגידול החיסכון הציבורי.¹

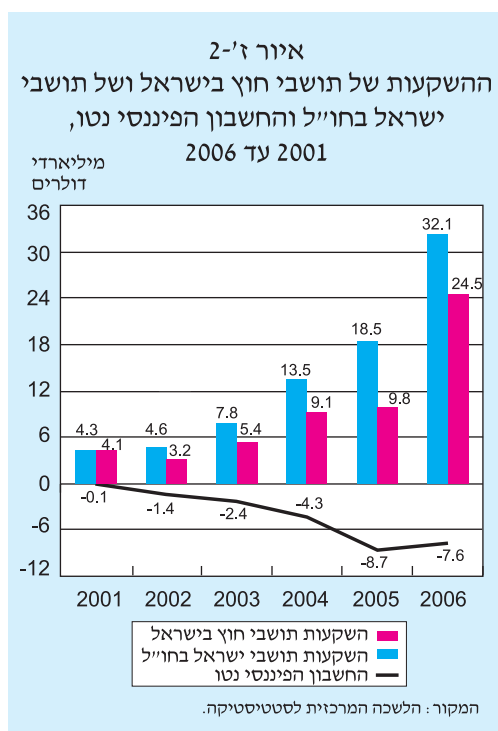
הגידול המהיר של היצוא בשלוש השנים האחרונות הוא גורם מוביל בצמיחת התוצר. גם השנה הובילו תעשיות הטכנולוגיה העילית ושירותי הטכנולוגיה את גידול היצוא, בעוד שיצוא התעשיות והשירותים הפחות מתקדמים צמח לאט יותר. יצוא שירותי התיירות, שתרים לגידול היצוא בשנתיים האחרונות נקודת אחוז, נותר בממוצע ללא שינוי, בעטיה של מלחמת לבנון השנייה והפגיעה הקשה בענף בעקבותיה.

החשבון הפיננסי של המשק (לוח ז'-1) - ההשקעות של תושבי חוץ בו בניכוי השקעות

תושבי ישראל בחו"ל (לרבות הממשלה ורזרבות בנק ישראל) - הסתכם בשנת 2006 ביצוא השקעות נטו של 7.6 מיליארדי דולרים (איור ז'-2), תוך עלייה לרמות שיא בהשקעות של תושבי חוץ בישראל ובהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל. זאת בהמשך למגמה של גידול זרמי ההשקעות בשני הכיוונים מאז שנת 2002. מגמה זו משקפת את השתלבותו של המשק בכלכלה העולמית, ונובעת הן מכוחות גלובליים והן מגורמים מקומיים. המשך יצוא ההשקעות נטו בחשבון הפיננסי בהיקפים גדולים הוא השתקפות גידולו של העודף בחשבון השוטף², אשר מגדיל ישירות את מקורות המשק במט"ח, ואלה מושקעים על פי רוב במכשירי חוב. זאת לצד תהליך של ביקוש מבני להשקעות בחו"ל. עודף יצוא ההשקעות בחשבון הפיננסי מוסבר בעובדה שהמשק לא השתמש במקורות לצריכה או להשקעה מקומית בלבד,

העודף הגבוה בחשבון השוטף מבטא שילוב של השפעות גלובליות, התומכות ביצוא, ושל השפעות מקומיות, הפועלות בעיקר להאטה ביבוא.

החשבון הפיננסי הסתכם בשנת 2006 ביצוא השקעות נטו של 7.6 מיליארדי דולרים, תוך עלייה לרמות שיא בהשקעות אל המשק וממנו.



¹ לביא ופרידמן (2006) מראים כי השפעת שער החליפין הריאלי על היצוא קטנה, כנראה משום שהיצוא מוטה לטכנולוגיה עילית, שבה שולי הרווח גבוהים. לעומת זאת הם מוצאים גמישות של 0.4 של היבוא ביחס לשער החליפין הריאלי. י' לביא וע' פרידמן (2006). "שער החליפין הריאלי וסחר החוץ של ישראל", סקר בנק ישראל 79. תוצאה דומה נמצאה אצל י' סופר (2005). "מדידת שער החליפין הריאלי והשפעתו על היצוא והיבוא", בנק ישראל, סוגיות במטבע חוץ.

² הפערים בין החשבון השוטף וחשבון ההון לבין החשבון הפיננסי הם בבחינת הפרשים סטטיסטיים, המשקפים טעויות מדידה הן בחשבון השוטף והן בחשבון הפיננסי.

אלא גם לחיסכון בחו"ל. העדפת המשק לחסוך בחו"ל נתמכת בשנתיים האחרונות בהסרת המגבלות מעל יצוא ההון.

החשבון הפיננסי הושפע השנה בעיקר מהמגמות ותנאי הרקע בכלכלה הגלובלית, שרובם מחזוריים. השנה הוסיפה וגברה המגמה של השקעות ישירות, מיוזגים ורכישות בעולם. על החשבון הפיננסי פעלו גם השפעות ריאליות של הכלכלה העולמית, ובראשן הצמיחה המובלת על ידי התרחבות הסחר העולמי, שהגדילה את היקף ההון המחפש השקעה ואת רווחיות הפירמות; גורמים אלו תמכו בהשקעות הריאליות של תושבי חוץ. הרפורמות, שהסירו מגבלות מעל יצוא ההון והגדילו את החשיפה של תושבי ישראל לנכסים פיננסיים זרים, העלו את רגישותם למגמות הפיננסיות העולמיות. ירידות חדות של מדדי המניות בשווקים מתעוררים במאי-יוני פעלו להאטת זרם ההשקעות הפיננסיות במניות הן של תושבי ישראל בחו"ל והן של תושבי חוץ במשק. חוסר הוודאות לגבי התפתחות התשואות בחו"ל הקטין את היקף ההשקעות באיגרות חוב זרות, ובכך השפיע על תמהיל ההשקעות בחו"ל של המשקיעים המוסדיים, הבנקים והמגזר העסקי.

בין הגורמים המקומיים, שהשפיעו על סעיפי החשבון הפיננסי יש לציין את תנאי היסוד החיוביים של המשק - בעיקר את המשך הצמיחה, העודף בחשבון השוטף, שהשפיע בעקיפין על ההשקעות הזרות, התרחבות החוב החיצוני השלילי, התנואי היורד של הגירעון הפיסקלי ואמינות המדיניות המקרו-כלכלית. תנאי יסוד אלו סיפקו תמיכה נוספת להשקעות הישירות של תושבי חוץ. נוסף על אלה פעלו גורמים מקומיים מבניים - שהתבטאו בעיקר במדיניות הממשלה, אשר השפעתה על החשבון הפיננסי הייתה ניכרת. השפעת הממשלה פעלה הן במישרין - דרך ההפרטה ורפורמת עושי השוק - והן בעקיפין, דרך השוואת המיסוי על נכסים זרים אשתקד, שביטלה עיוות בהקצאת ההשקעות והגבירה את ההשקעות הפיננסיות בחו"ל. "רפורמת בכר", שבמסגרתה הופרדו קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהמערכת הבנקאית, הביאה לרכישת אחדות מהן בידי תושבי חוץ.

ההשקעות של תושבי חוץ התרכזו ברכישת חברות ישראליות פרטיות, עתירות ידע טכנולוגי ומוטות יצוא, וזאת, כאמור, כחלק ממגמה גלובלית של מיוזגים ורכישות. ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל התרכזו בעיקר בהעברת עודפי מקורות מט"ח של מערכת הבנקאות לחו"ל, המשך למגמה שהחלה אשתקד. גורמי הרקע שתמכו בהגדלת עודפי המקורות של הבנקים הם העודף בחשבון השוטף, שהגדיל במישרין את הכנסות המגזר העסקי במט"ח, רמתו הנמוכה של שער החליפין הנומינלי של השקל מול הדולר ופער הריביות האפסי מול חו"ל, שתמרץ פירעונות אשראי במטבע חוץ מצד המגזר העסקי. סיבות נוספות ליצוא ההון הן המשך תהליך הפיזור הבין-לאומי של תיק הנכסים של הציבור (על ידי המשקיעים המוסדיים ומשקי הבית) והמשך הרכישות של חברות זרות על ידי חברות ישראליות רב-לאומיות, על רקע השתלבותן בגלובליזציה.

השוואה ארוכת טווח למדינות הדומות לישראל בעושרן וברמתן הטכנולוגית ("מדינות ההשוואה"), מלמדת כי ישראל, בדומה למדינות מתפתחות, מייבאת נטו השקעות ישירות (net FDI), וזאת בזכות ריבוי של חברות עתירות בידע טכנולוגי, המושכות השקעות ישירות. ואולם, היקפן של ההשקעות הישירות נטו נמוך יחסית. בשנים האחרונות נצפית מגמת של עלייה בהשקעות הישירות, הן הנכנסות והן היוצאות (באחוזי תוצר), יחסית למדינות ההשוואה - על רקע התנאים החיוביים במשק והמשך השתלבותן של חברות ישראליות גדולות בפעילות הגלובלית.

בשנתיים האחרונות גדל משקלן של ההשקעות הישירות שאינן תורמות ישירות להצבר ההון (באמצעות העברת בעלות) - בין השאר, על רקע תהליכי ההפרטה. זאת לעומת

החשבון הפיננסי הושפע מהמגמות הגלובליות בתנועות ההון הישירות והפיננסיות.

הגורמים המקומיים - שיפור בתנאי היסוד של המשק ומדיניות הממשלה - תמכו בתנועות ההון אל המשק.

ההשקעות של תושבי חוץ התרכזו ברכישת חברות ישראליות פרטיות - עתירות ידע טכנולוגי ומוטות יצוא.

דומיננטיות של ההשקעות הישירות, הכרוכות בהצבר הון ישיר בשנים 2000-2004, בפרט בענפי הטכנולוגיה העילית, על רקע צמיחתם המהירה בעולם באותן שנים. שער החליפין של השקל ביחס לדולר ושער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל, המחושב על פי משקלות סחר החוץ של ישראל, יוספו במהלך השנה (בכ-9 אחוזים ו-4 אחוזים, בהתאמה). מכאן שהעודף בחשבון השוטר, אשר נבע מהמגמות הגלובליות ומרמתו המפוחתת של שער החליפין הריאלי, היה גדול מעודף הביקוש המבני להשקעות בחו"ל, ולכן הוא לחץ ליצוא הון נטו, תוך ייסוף בשער החליפין. ניתוח מלא של מכלול הגורמים שפעלו על שער החליפין בתקופה הנסקרת ראו בסעיף העוסק בהתפתחויות בשוק שקל-מט"ח בפרק ד'.

ייסוף השקל מעיד כי העודף בחשבון השוטר היה גדול מהביקוש המבני להשקעות-בחו"ל.

2. החשבון השוטר

א. החשבון השוטר, שער החליפין הריאלי ותנאי הסחר

החשבון השוטר הסתכם בשנת 2006 בעודף של 6.8 מיליארדי דולרים, שהם 4.9 אחוזי תוצר, לעומת עודף של 3.3 אחוזי תוצר בשנת 2005 ועודף קטן יותר בשנים 2003 ו-2004. זו השנה הרביעית ברציפות שבה לישראל עודף בחשבון השוטר, תופעה המבטאת שינוי ארוך טווח בחיטון ובהשקעה במשק. הכוחות המרכזיים הפועלים בשנתיים האחרונות לעודף הגבוה בחשבון השוטר כוללים את הרפורמה במס על השקעות בחו"ל, תהליך הרחבת השקעותיהם של המשקיעים המוסדיים בחו"ל, חיטון ציבורי מעבר לצפוי, וכן ריבית מקומית ברמה דומה לריבית בארה"ב. כוחות אלו תרמו להתרחבות העודף בחשבון השוטר על ידי לחץ לפיחות נומינלי וריאלי. תהליך הייסוף הריאלי כמנגנון המאזן את העודף בחשבון השוטר החל לאחרונה, לנוכח העודף בחשבון השוטר, שהוא גבוה מהנדרש למימון הביקוש להשקעות נטו בחו"ל.

הכוחות המרכזיים הפועלים בשנתיים האחרונות לעודף בחשבון השוטר כוללים את הרפורמה במס על השקעות בחו"ל, חיטון ציבורי מעבר לצפוי, וכן ריבית מקומית ברמה דומה לריבית בארה"ב.

עודף בחשבון השוטר, בפרט בעת צמיחה מהירה, הוא תופעה חדשה במשק. עודף בחשבון השוטר נרשם בעבר בשנות מיתון, וכן מייד לאחר תוכנית הייצוב של 1985, אך הוא לא נמשך יותר משנתיים רצופות. העודף בחשבון השוטר למרות הצמיחה המהירה הוא תוצאת חלקו החשוב של היצוא בהובלת הצמיחה, יחד עם פעולתם של הכוחות קצרי הטווח שתוארו לעיל, התומכים בשער חליפין ריאלי מפוחת.

המעבר לעודף בחשבון השוטר בשנים האחרונות מבטא, מעבר לכוחות שתוארו לעיל, השפעות ארוכות טווח הפועלות לצמצום הגירעון המבני בחשבון השוטר, ששרר בישראל עד ראשית שנות ה-2000, ואף להתהפכותו. בין כוחות אלו נציין (א) ירידה בשיעור העולים באוכלוסייה ובמאזן ההגירה-לישראל נטו (תוספת עולים פחות עזיבת ישראלים), תופעה שהשפעתה על החשבון השוטר החלה כבר בשנת 1998. הגירעון המבני בחשבון השוטר אפיין את ישראל כמדינה צעירה הקולטת עלייה, מפני ההשקעות לקליטת העלייה - פרטיות וממשלתיות - ושיעור החיטון הנמוך של העולים בשנותיהם הראשונות בארץ. לעומת זאת בשנתיים האחרונות הגיע מאזן ההגירה נטו לכ-0.2 אחוז מהאוכלוסייה - נמוך ביותר מנקודת אחוז מאשר באמצע שנות התשעים, נמוך בכ-0.3 נקודת אחוז מאשר בשנות השבעים וגבוה במקצת מאשר באמצע שנות השמונים. על פי אומדנים שנערכו בבנק ישראל (תיבה ב'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 1998), הירידה במאזן ההגירה נטו בהשוואה לתקופת גל העלייה

המעבר לעודף בחשבון השוטר מבטא, מעבר לכוחות שתוארו לעיל, כוחות בעלי אופי ארוך טווח הפועלים לצמצום ההשקעה ולהרחבת החיטון במשק.

לוח ז'-2

תנאי הרקע של מאזן התשלומים - הסחר הבין-לאומי, שער החליפין הריאלי ותנאי הסחר, 1999 עד 2006

2006	2005	2004	2003	2002-1999	
(שיעור השינוי, אחוזים)					
					הסחר העולמי ¹
8.9	7.4	10.6	5.3	7.0	ההתרחבות הכמותית - סחורות ושירותים
9.4	7.5	10.9	6.3	5.2	ההתרחבות הכמותית - סחורות
2.2	3.6	9.4	14.2	-2.5	מחירי המוצרים התעשייתיים (דולרים שוטפים)
(שיעור השינוי הנומינלי בדולרים שוטפים, אחוזים)					
					היבוא של ארה"ב והאיחוד האירופי ²
0.8	7.7	13.0	11.8	4.1	תעשיות הטכנולוגיה המסורתית
25.7	11.1	25.1	15.5	3.0	תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-מסורתית
11.7	9.3	15.3	11.2	5.2	תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-עילית
2.7	9.0	17.5	10.9	4.8	תעשיות הטכנולוגיה העילית
(מדדים)					
					המחירים היחסיים ³
106.5	106.6	105.1	103.8	102.4	מחירי היצוא/מחירי התוצר
118.3	116.6	112.3	107.2	101.6	מחירי היבוא/מחירי התוצר
127.7	128.1	125.4	117.9	104.3	שער החליפין הריאלי על פי מדד המחירים לצרכן ⁴
90.0	91.4	93.6	96.8	100.8	תנאי הסחר בחשבון הסחורות ⁵
109.4	106.6	104.1	100.1	99.5	מחירי יצוא הסחורות ^{7,6}
126.2	120.4	113.0	104.5	98.3	מחירי יבוא הסחורות ^{7,6}
206.4	175.5	127.0	99.9	84.6	מחירי יבוא הדלק ⁶

(1) המקור: IMF, World Economic Outlook, ספטמבר 2006.

(2) המקור: United States International Trade Commission ו-Eurostat.

(3) המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ונתוני ה-IFS.

(4) יחס המחירים - על פי נתוני החשבונאות הלאומית.

(5) היחס בין מחירי חו"ל, המוכפלים בשער החליפין הנומינלי, לבין המחירים המקומיים.

(6) מחירי היצוא מחולקים במחירי היבוא.

(7) מדד המחירים על פי המחירים בדולרים שוטפים. 2000=100.

(8) ללא אניות, מטוסים ויהלומים.

של אמצע שנות התשעים תרמה ירידה של כ-3 אחוזי תוצר בהשקעה³; את היקפה של השפעה זו על החשבון השוטף דרך גידול החיסכון קשה להעריך. (ב) השינוי המבני במשק, הפועל להקטנת משקלן של ההשקעות הפיזיות בתוצר ולהגדלת ההשקעה בהון אנושי,

³ חישוב זה תואם חישוב אחר, הבוחן את ההשקעה הנדרשת לשמירה על יחס קבוע של מלאי ההון לעובד בהנחות פשטניות: ירידה של אחוז בקצב גידולה של האוכלוסייה כאשר יחס מלאי ההון לתוצר הוא 3 משמעה ירידה נדרשת של 3 אחוזי תוצר בהשקעה לשם שמירה על יחס קבוע של מלאי ההון לעובד.

הנרשמת בחשבונאות הלאומית כהקטנת החיסכון. אמנם השפעות אלו עשויות להתקזז, אולם לנוכח מגבלת הנזילות של הפרטים ואי-הוודאות שלהם לגבי התשואה להשכלה, השפעת הירידה בהשקעות הפיזיות חזקה יותר, כך שבחשבון כולל השינוי המבני פועל להקטנת הגירעון בחשבון השוטף. (ג) צמצום רשת הביטחון הסוציאלי, המגדיל את אי-הוודאות של הפרטים לגבי מצבם הכלכלי בעתיד ולוחץ להגדלת החיסכון הפרטי. (ד) צמצום גירעון הממשלה מנוכה המחזור ביחס לגירעון, שהיה נהוג בשנות התשעים, אשר מגדיל את החיסכון הלאומי, ובכך משפיע על החשבון השוטף. אמנם מקובל להניח כי בטווח הארוך הפרטים יקזזו את השפעת הממשלה, אולם עבודות אמפיריות מלמדות שבטווח של חמש שנים הגדלת החיסכון הציבורי עדיין משפיעה על החשבון השוטף. (ה) הצטמצמות עודף ההתחייבויות מול חו"ל, המקטינה את התשלומים נטו בגין ההתחייבויות⁴, וכן מקטינה את הסיכון למשבר במשק, ולפיכך, גם את מחיר ההון המיובא שהמשק משלם למשקיעים מחו"ל.

כנגד הכוחות הפועלים לגידול העודף בחשבון השוטף פועלים גורמים לגידול הגירעון - המס על ההון, הפועל להקטנת החיסכון, והצטמצמות ההעברות השוטפות למשק. על פי ההתפתחויות בפועל ניתן לומר כי כוחות אלו הם משניים בחשיבותם.

התבוננות בהתפתחויות לפי ממוצעים רב-שנתיים מצביעה אף היא על שינוי ארוך טווח בחשבון השוטף וברכיביו, שינוי שהחל כבר לאחר תוכנית הייצוב (לוח ז'-3, איור נ'-1). רק בשנה אחת (1987) משמונה השנים שלאחר תוכנית הייצוב נרשם בחשבון השוטף גירעון החורג משני אחוזי תוצר. בשנים 1993-1997 נבע גידול הגירעון בחשבון השוטף משילוב של כמה גורמים - גל העלייה, הסכמי אוסלו והסכם השלום עם ירדן, גירעון משמעותי בתקציב הממשלה וצמצום ההעברות השוטפות - שהביאו להרחבת ההשקעות במשק ולצמצום החיסכון. מאז שנת 1998 לא חרג הגירעון מ-1.5 אחוזי תוצר, ובארבע השנים האחרונות הוא אף בעודף.

ניתוח ההתפתחויות בחשבון השוטף בפרספקטיבה בין-לאומית מלמד שהעודף בחשבון השוטף בישראל השנה גבוה וחריג. לוח ז'-4 בוחן עד כמה מצב של עודף הגבוה מ-4 אחוזי תוצר בחשבון השוטף הוא יוצא דופן. הלוח מציג את אחוז התצפיות שבהן העודף בחשבון השוטף של מדינה כלשהי בשנה מסוימת חרג מ-4 אחוזי תוצר בתקופות שונות בין השנים 1980 ו-2006. המדגם המלא, המקיף את כל התקופה ואת רובן המכריע של מדינות העולם, מכיל כ-4,400 תצפיות⁵. מהלוח ניתן לראות כי בין השנים 1980 ו-2006 בכ-15 אחוזים מהתצפיות היה למדינות עודף שנתי בחשבון השוטף בשיעור של יותר מ-4 אחוזי תוצר. חלק מתצפיות אלו מקורו בהכללתן של המדינות יצואניות הנפט, החוסכות סכומים ניכרים בתקופות שבהן מחיר הנפט גבוה. ללא הכללת יצואניות הנפט במדגם אחוז התצפיות שבהן העודף בחשבון השוטף חורג מ-4 אחוזי תוצר הוא פחות מ-10 אחוזים.

חלוקה של מדינות העולם לשתי קבוצות - מדינות שהיה להן במחצית הראשונה של שנות השמונים עודף נכסים מול חו"ל ומדינות שהיה להן באותה התקופה עודף התחייבויות מול חו"ל - מדגישה כי העודף בחשבון השוטף של ישראל השנה אכן חריג. הלוח מכליל כי מדינות בעלות עודף נכסים מול חו"ל נוטות לעודף גבוה בחשבון השוטף הרבה יותר

התבוננות בהתפתחויות לפי ממוצעים רב-שנתיים מצביעה אף היא על שינוי ארוך טווח בחשבון השוטף וברכיביו, שינוי שהחל כבר לאחר תוכנית הייצוב.

ניתוח ההתפתחויות בחשבון השוטף בפרספקטיבה בין-לאומית מלמד שהעודף בחשבון השוטף בישראל השנה גבוה וחריג.

⁴ ההשקעות בחו"ל מגדילות את תשלומי הריבית/הדיבידנד שמהם נהנה המשק, אך כאשר הן באות על חשבון השקעות במשק המקומי הן פוגעות בכורש הייצור שלו וביצוא העתידי.

⁵ 181 מדינות על פני 27 שנה. לחלק מהמדינות חסרות תצפיות, בשל חוסר נתונים או קבלת עצמאות בשנים מאוחרות.

לוח ז'-3

החשבון השוטף בפרספקטיבה של 30 השנים האחרונות, 1975 עד 2006

(ממוצעים שנתיים, אחוזי תוצר)

החשבון השוטף	החשבון הסחורות והשירותים	החשבון הסחורות	חשבון השירותים	חשבון ההכנסות	ההעברות השוטפות
1984-1975	-6.2	-13.8	-15.2	1.4	-4.6
1979-1975	-6.0	-16.2	-17.9	1.7	-4.0
1984-1980	-6.5	-11.4	-12.5	1.1	-5.3
1992-1985	0.0	-6.1	-6.7	0.6	-4.9
1986-1985	3.9	-5.4	-7.5	2.0	-7.5
1992-1987	-1.3	-6.4	-6.5	0.1	-4.0
1997-1993	-4.2	-7.5	-6.8	-0.7	-3.2
2006-1998	0.7	-1.3	-3.1	1.8	-3.4
2002-1998	-1.0	-2.4	-3.6	1.2	-4.4
2006-2003	3.0	0.0	-2.6	2.6	-2.2

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

ממדינות בעלות עודף התחייבויות⁶. בתקופת המדגם המלא 23 אחוזים מהתצפיות של המדינות בעלות עודף נכסים מול חו"ל (ללא יצואניות הנפט) היו בעודף של יותר מ-4 אחוזי תוצר, לעומת 7.6 אחוזים בלבד מהתצפיות של מדינות בעלות עודף התחייבויות מול חו"ל. בישראל, שהיא, כאמור, בעלת עודף התחייבויות מול חו"ל, עודף בחשבון השוטף בשיעור של 4.9 אחוזי תוצר הוא אפוא יוצא דופן⁷.

עם זאת מצביע לוח ז'-4 גם על תופעה גלובלית המפחיתה במידה מסוימת את ייחודיות העודף הגבוה בחשבון השוטף של ישראל השנה: אחוז התצפיות במדינות שבהן העודף בחשבון השוטף גבוה מ-4 אחוזי תוצר עלה במידה משמעותית בשנות ה-2000. חלוקה של המדינות בין מדינות פתוחות לתנועות הון למדינות פתוחות פחות מבליטה תופעה זו; כך בקבוצת המדינות הפתוחות יותר לתנועות הון, הכוללת גם את ישראל, אחוז המדינות שבהן העודף בחשבון השוטף חרג מ-4 אחוזי תוצר נע בשנות ה-2000 בין 20 ל-25 אחוזים⁸.

⁶ תוצאה דומה מתקבלת כאשר החלוקה של המדינות לשתי קבוצות נעשית על פי הנכסים וההתחייבויות שלהן מול חו"ל במחצית הראשונה של שנות התשעים.

⁷ משקלן של ההעברות השוטפות בישראל גבוה במיוחד בהשוואה בין-לאומית - 5.4 אחוזי תוצר בשנת 2006 ובכך הן תורמות לעודף בחשבון השוטף. אולם למרות העברות שוטפות בשיעורים שבין 5 ל-9 אחוזי תוצר בשנות התשעים ושיעורים גבוהים יותר בשנות השמונים היה החשבון השוטף של ישראל בגירעון במרבית השנים.

⁸ חלוקת המדינות לפתוחות ולפחות פתוחות לתנועות הון נעשתה על פי משקל ההשקעות הישירות וההשקעות בתיק ניירות הערך של תושבים מקומיים בחו"ל ושל זרים במשק המקומי כאחוז מהתוצר המקומי. על פי מדד זה ישראל בשנות ה-2000 נחשבת פתוחה: היא נמצאת, באחוזן ה-64 מבין 89 מדינות (ללא יצואניות הנפט). האחוז של מספר התצפיות שבהן החשבון השוטף חורג מ-4 אחוזי תוצר תלוי בנקודת החלוקה של המדינות לפתוחות ופחות פתוחות לתנועות הון.

לוח ז'-4

אחוז האירועים במדינות העולם שבהם העודף בחשבון השוטף חרג מ-4 אחוזי תוצר¹

2006-2000	1999-1990	1989-1980	2006-1980	
20.2	11.0	12.8	14.2	מדינות העולם (181)
24.1	11.1	12.3	14.9	מדינות העולם ² (112)
52.9	24.0	35.5	35.7	בעלות עודף נכסים מול חו"ל (20)
17.9	8.3	7.3	10.4	בעלות עודף התחייבויות מול חו"ל (92)
15.2	7.8	7.4	9.6	מדינות העולם ללא יצואניות נפט ² (94)
33.3	16.7	21.7	22.8	בעלות עודף נכסים מול חו"ל (12)
12.5	6.5	5.4	7.6	בעלות עודף התחייבויות מול חו"ל (82)
19.6	12.2	6.7	12.1	מדינות OECD ² (27)
26.5	20.0	15.7	20.1	בעלות עודף נכסים מול חו"ל (7)
17.1	9.5	3.5	9.3	בעלות עודף התחייבויות מול חו"ל (20)

(1) בסוגריים מספר המדינות בכל קבוצה. מספר התצפיות הכולל הוא מספר המדינות מוכפל במספר השנים בניכוי תצפיות חסרות. המדינות חולקו לבעלות עודף נכסים או עודף התחייבויות מול חו"ל על פי ממוצע נתוני 1980 - 1985.

(2) כולל רק מדינות שלגביהן היו בדינו נתוני עודף נכסים והתחייבויות לשנים 1980 - 1985.

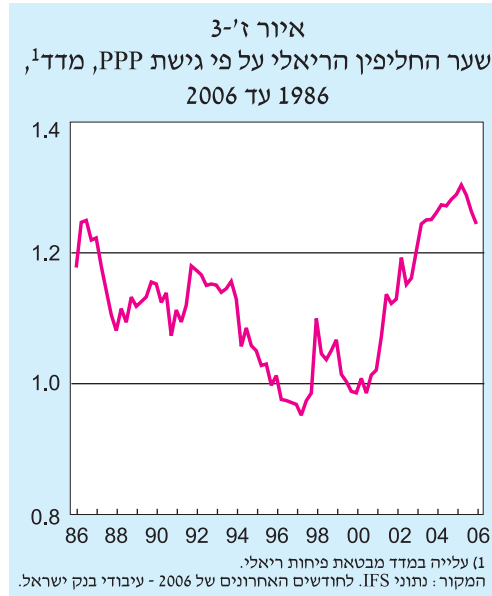
המקור: נתוני החשבון השוטף של המדינות: World Economic Outlook, September 2006; נתוני הנכסים והתחייבויות מול חו"ל של המדינות: Lane and Milesi-Ferretti (2006) "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970 - 2004". נתוני החשבון השוטף לשנת 2006 הם אומדנים בלבד.

ייסוף שער החליפין הריאלי הוא המנגנון העיקרי הצפוי לפעול לצמצום העודף בחשבון השוטף, אולם כל עוד קיימים במשק כוחות ליצוא הון נטו, העודף בחשבון השוטף משמש מקור מימון ליצוא ההון, ולא אמור להיווצר ייסוף ריאלי. ואכן, העודף בחשבון השוטף בשנים האחרונות לא גרר ייסוף ריאלי. בשנים 2004 ו-2005 אף נרשם פחות ריאלי, שעודד את התרחבות העודף בחשבון השוטף למימון ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל.

החל מהרביע השני של 2006 החל תהליך של ייסוף ריאלי, הנמשך זה שלושה רבעים, ומעיד שהעודף בחשבון השוטף גדול מהנדרש למימון ההשקעות נטו של תושבי ישראל בחו"ל. שער החליפין הריאלי על פי גישת ה-PPP יוסף במהלך שלושת הרבעים האחרונים של השנה ב-4 אחוזים; שער החליפין הריאלי, הנמדד כיחס שבין מחירי היצוא למחירי התוצר, או כיחס שבין מחירי היבוא למחירי התוצר, יוסף במהלך אותה התקופה בשיעור דומה. ייתכן שעוצמתו של הייסוף הריאלי במחצית השנייה של השנה הושפעה מהעלאת ריבית בנק ישראל בתחילת המחצית והפחתתה רק לקראת סוף השנה. למרות הייסוף הריאלי במהלך השנה, שער החליפין הריאלי הממוצע בשנת 2006, בהגדרותיו השונות, נשאר קרוב לרמתו הממוצעת בשנת 2005, כאשר רמתו על פי גישת PPP מפוחתת ביותר מ-20 אחוזים ביחס למחצית השנייה של שנות התשעים וב-10 אחוזים ביחס למחצית הראשונה של אותו עשור (איור ז'-3). המשך צמיחת היצוא, כתוצאה מביקושים מחו"ל או משיפור בפריזם של הענפים הסחירים, צפוי ללחוץ להמשך הייסוף הריאלי.

תנאי הסחר בחשבון הסחורות, המוגדרים כיחס שבין מחירי יצוא הסחורות למחירי יבוא הסחורות (ללא אניות, מטוסים ויהלומים), הורעו השנה בכ-2 אחוזים המשך להרעה

ברביע השני של 2006
החל תהליך של ייסוף
ריאלי, המעיד שהעודף
בחשבון השוטף גדול
מהנדרש למימון
ההשקעות נטו של תושבי
ישראל בחו"ל.



יצוא הסחורות
והשירותים (ללא
יהלומים) צמח השנה
בשיעור של 8.9 אחוזים,
שיעור גבוה מזה של
צמיחת התוצר והתוצר
העסקי.

ניכרת בשלוש השנים הקודמות. ההרעה בתנאי הסחר היא תוצאה של עליית מחירי הדלקים; ללא מוצרי אנרגיה תנאי הסחר דווקא השתפרו השנה, ורמתם הייתה נמוכה בכ-2 אחוזים בלבד מאשר בשנים 1999-2002. ההרעה בתנאי הסחר פוגעת בהכנסה הריאלית, בהפחיתה את כמות היבוא שניתן לרכוש ברמת יצוא נתונה, ובכך פועלת לפיחות ריאלי.

ב. היצוא

יצוא הסחורות והשירותים (ללא יהלומים) צמח השנה בשיעור של 8.9 אחוזים, שיעור גבוה מזה של צמיחת התוצר והתוצר העסקי. הצמיחה המהירה של היצוא בשלוש השנים האחרונות היא גורם מוביל בצמיחת

התוצר. גם השנה הובילו תעשיות הטכנולוגיה העילית ושירותי הטכנולוגיה העילית את צמיחת היצוא, ואילו יצוא התעשיות והשירותים, שהם פחות עתירי טכנולוגיה, צמח בקצב איטי יותר. בפרט - יצוא שירותי התיירות, שתרם לגידול יצוא הסחורות והשירותים (ללא יהלומים) בכל אחת מהשנתיים האחרונות נקודת אחוז, נותר בממוצע ללא שינוי, בגלל פגיעתה הקשה של מלחמת לבנון השנייה בענף.

יצוא תעשיות הטכנולוגיה העילית צמח השנה בקצב מהיר של כ-20 אחוזים, גבוה מקצב הגידול הממוצע בשנות התשעים. גם השנה הוביל את היצוא של ענפי הטכנולוגיה העילית ענף התרופות, שצמח ביותר מ-40 אחוזים. בעשור האחרון צמח ענף התרופות בקצב מהיר מאוד של יותר מ-20 אחוזים בשנה, ומשקלו ביצוא של ענפי הטכנולוגיה העילית עלה והתקרב לרבע. גם ענפי האלקטרוניקה⁹ צמחו השנה בקצב מהיר יחסית, 18 אחוזים, לאחר האטה בצמיחתם אשתקד.

היקף הסחר העולמי הוא משתנה חשוב, המשפיע על היצוא של ישראל. מניתוח משוואת יצוא, הבוחנת את השפעת השינויים במשתנים רלוונטיים על התפתחות היצוא, עולה כי קצב צמיחת הסחר העולמי בשלוש השנים האחרונות, ביחס לשלוש השנים שקדמו להן, תרם לצמיחת היצוא בשנים האחרונות כ-2 נקודות אחוז בשנה. איור ז'-4 מציג את היצוא התעשייתי הישראלי לארה"ב ולאייחוד האירופי, על פי העתירות הטכנולוגיות, ביחס ליבוא של אותן מדינות, המהווה יחד כ-60 אחוזים מסך היבוא העולמי של מוצרי תעשייה. מהאיור ניתן לראות את הקשר ההדוק בין היצוא של ישראל לארה"ב ולאייחוד האירופי לבין היבוא של ארה"ב ושל האיחוד האירופי מכלל העולם בתעשיות הטכנולוגיה העילית, וכן בתעשיות הטכנולוגיה המעורבת-עילית והמעורבת-מסורתית. קשרים אלו מצביעים על החשיבות של היקף הסחר העולמי להתפתחות היצוא של ישראל. מעניין הקשר בין היצוא של ישראל ליבוא של ארה"ב והאיחוד האירופי בתעשיות המעורבת-עילית והמעורבת-מסורתית. ממנו

⁹ הכוונה לענפים "רכיבים אלקטרוניים", "ציוד תקשורת אלקטרוני", ו"ציוד תעשייתי לבקרה ולפיקוח, ציוד רפואי ומדעי".

קצב צמיחת הסחר
העולמי בשלוש השנים
האחרונות, ביחס לשלוש
השנים שקדמו להן, תרם
לצמיחת היצוא בשנים
האחרונות כ-2 נקודות
אחוז בשנה.

לוח ז'-5
יצוא הסחורות והשירותים, 1999 עד 2006

שיעור השינוי הכמותי ⁴ (אחוזים)					2006		
					ההתפלגות מיליארדי דולרים (אחוזים)	1999-2002	
2006	2005	2004	2003	2002			
5.2	4.1	17.5	7.8	4.8	63	100	הסחורות והשירותים
8.9	6.1	19.1	8.1	4.1	54	86	הסחורות והשירותים ללא יהלומים
11.7	5.0	17.6	3.3	6.1	29	47	היצוא התעשייתי (ללא יהלומים) ¹
19.9	10.0	23.1	0.9	9.3	14	23	תעשיות הטכנולוגיה העילית
0.9	-0.5	10.3	3.1	4.5	8	12	תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-עילית
7.1	0.3	18.9	8.9	3.0	5	8	תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-מסורתית
-0.7	0.8	8.9	3.0	0.4	2	3	תעשיות הטכנולוגיה המסורתית
-16.2	-6.1	10.3	6.4	8.3	9	14	יצוא היהלומים
7.1	8.2	22.2	14.3	4.8	19	31	יצוא השירותים
-5.2	29.6	36.8	14.7	-24.9	2	3	מזה: שירותי תיירות ²
13.2	4.1	22.9	14.9	15.6	13	20	שירותים "אחרים" ³

(1) נתוני סחר חרוץ. נתונים אלה אינם זהים לנתוני מאזן תשלומים עקב אי הכללת היצוא לאוטונומיה וכן עקב התאמות שונות.

(2) בניכוי ההוצאות של עובדים זרים בישראל.

(3) על פי הגדרת מאזן תשלומים, ללא שירותי ביטוח ושירותי תחבורה.

(4) נתוני היצוא הכמותיים בפרק מבוססים על נתוני מאזן התשלומים, נתונים אלה שונים במקצת מנתוני החשבונאות הלאומית.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

ניתן להסיק כי קצב הצמיחה האיטי יחסית של יצוא התעשיות האלה מבטא צמיחה נמוכה של הביקוש העולמי למוצריהן. בתעשיות הטכנולוגיה העילית עלה בשנה האחרונה נתח השוק של ישראל ביבוא של ארה"ב והאיחוד האירופי, התפתחות המבטאת את העלייה ביצוא התרופות. לעומת אלו בולטת החולשה של יצוא תעשיות הטכנולוגיה המסורתית - תוצאה של הגלובליזציה והתחרות הגוברת עם המדינות המתפתחות.

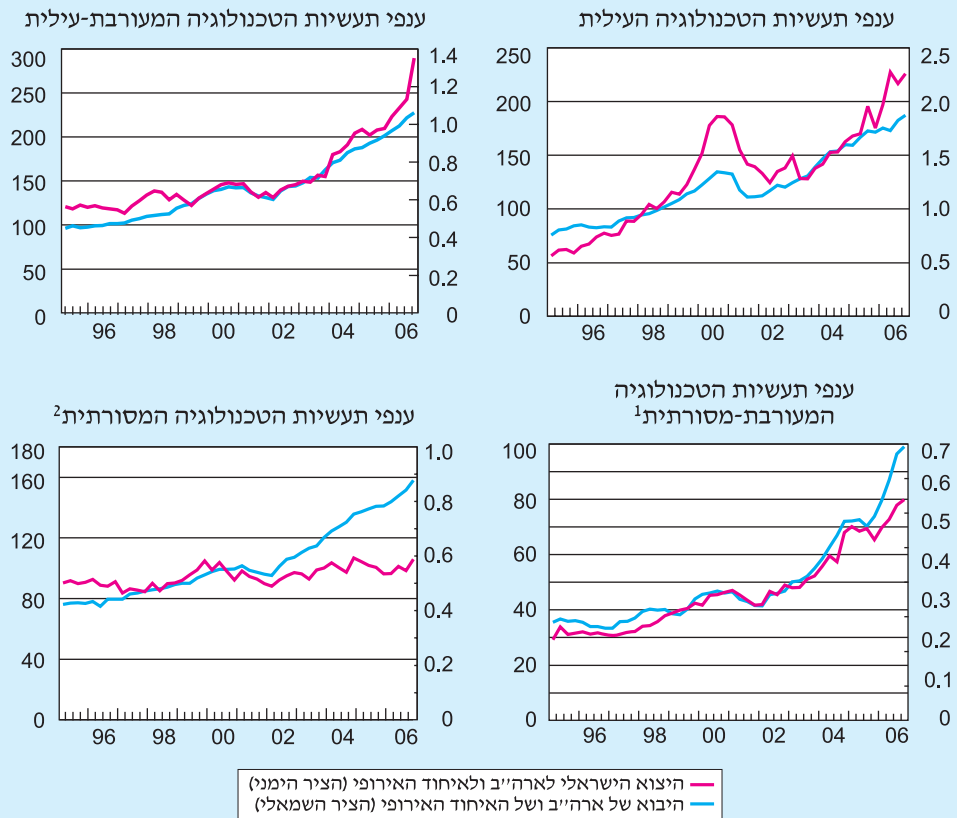
כחלק מתהליך הגלובליזציה ישראל נאלצת להתמודד עם התחרות הגוברת מצד המדינות המתפתחות, בעיקר בענפים עתירי עבודה וענפים עתירי הון פיזי, ונהנית מפתיחת שווקים חדשים במדינות המתפתחות ליצוא מוצרים של ושירותים עתירי הון אנושי. איור ז'-5 מציג את היבוא של שווקים מתעוררים במזרח אסיה לעומת היצוא של ישראל למדינות אלו¹⁰. מהאיור ניתן לראות את העלייה המהירה ביבוא של שוקי אסיה המתעוררים - ממוצע של כ-15 אחוזים לשנה בדולרים שוטפים - ובמקביל את העלייה גם ביצוא של ישראל למדינות אלו.

למרות קצב הגידול הנאה של היצוא הישראלי לשווקים המתעוררים במזרח אסיה בשנים האחרונות, הוא אינו מדביק את קצב הגידול של יבוא המדינות האלה, כך שמשקל ישראל ביבוא שלהן יורד (איור ז'-5). הסיבה לכך היא, ככל הנראה, צמיחה מהירה של הסחר האזורי במזרח אסיה, במיוחד בענפים שבהם ישראל איננה מתחרה. כדי לנטרל

¹⁰ הכוונה לסין, הודו, אינדונזיה, טייוואן, קוריאה, סינגפור, פיליפינים, מלזיה וטאילנד. התוצר הכולל של מדינות אלו מהווה יותר מ-90 אחוזים מהתוצר של מדינות אסיה ללא יפן.

איור 4-ז'

היצוא התעשייתי הישראלי לארה"ב ולאיחוד האירופי לעומת סך היבוא של ארה"ב והאיחוד האירופי על פי עצימות טכנולוגית, 1995 עד 2006 (מיליארדי דולרים, בניכוי עונתיות)

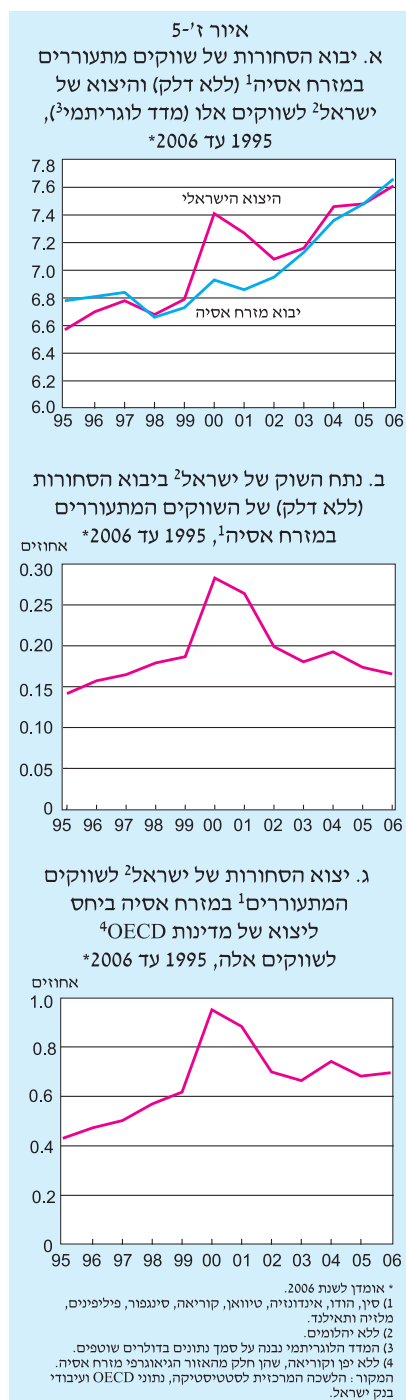


1) ללא כרייה וחציבה, תכשיטים וצורפות ומוצרים לנמ"א, בהתאם להגדרת תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-מסורתית של OECD.
2) כולל הענפים תכשיטים וצורפות ומוצרים לנמ"א, בהתאם להגדרת תעשיות הטכנולוגיה המסורתית של OECD.
המקור: מאגר נתוני הסחר של ארה"ב (United States International Trade Commission) ומאגר נתוני הסחר של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה של האיחוד האירופי (COMEXT-EUROSTAT).

השפעה זו בחנו, באיור 4-ז', את משקל היצוא של ישראל לשווקים המתעוררים במזרח אסיה ביבוא של אותם השווקים ממדינות OECD בלבד (ללא קוריאה ויפן, שהן שותפות לסחר האזורי). האיור מצביע על עליית משקלה של ישראל כחלק מהשווקים המפותחים ביצוא לשווקים המתעוררים במזרח אסיה, ומכאן שישראל נהנית מהשתלבותן של מדינות מזרח אסיה בסחר העולמי.

יצוא השירותים הסתכם בשנת 2006 ב-19.3 מיליארדי דולרים, שהם כ-14 אחוזי תוצר, בהשוואה לכ-8 אחוזי תוצר בלבד בשנת 1996. העלייה של משקל יצוא השירותים בתוצר היא חלק מתהליך ארוך טווח המתחולל במשק - שילוב של התפתחויות מקומיות ושל התרחבות הסחר בשירותים בעולם. לאחר ירידה ביצוא השירותים בשנים 2001 ו-2002 - תוצאה של המשבר העולמי בענפי הטכנולוגיה העילית והאינפלציה, שפגעה קשה

העלייה של משקל יצוא השירותים בתוצר היא חלק מתהליך ארוך טווח המתחולל במשק - שילוב של התפתחויות מקומיות ושל התרחבות הסחר בשירותים בעולם.



בתיירות - צמח יצוא השירותים בשיעור נאה בשנים 2003 עד 2005, צמיחה שהובילה על ידי שירותי התיירות ושירותי הטכנולוגיה העילית. בשנת 2006 עלה יצוא השירותים ב-7 אחוזים, ויצוא ה"שירותים האחרים" ב-13 אחוזים.

השנה הואטה מעט הצמיחה של יצוא השירותים, בגלל פגיעתה הקשה של המלחמה בתיירות במחצית השנייה של השנה¹¹. במחצית הראשונה של השנה הסתכמו ההכנסות מתיירות (בניכוי עונתיות וללא הוצאות מחיה של עובדים זרים בישראל) ב-1.2 מיליארדי דולרים, גידול של 35 אחוזים לעומת המחצית המקבילה של 2005. עם פרוץ מלחמת לבנון השנייה צנחו לינות התיירים במלונות בישראל בכ-40 אחוזים, ונפגעה קשות ההכנסה מתיירות. נתוני כניסות התיירים לחודש דצמבר מלמדים שגם לאחר כחצי שנה התאוששות הענף רחוקה מלהיות מלאה. על פי הערכות בבנק ישראל, הפגיעה בתיירות הקטינה את התוצר השנה בכ-0.3 אחוז. (ראו תיבה בפרק ב').

יצוא "השירותים האחרים", בדומה ליצוא הסחורות, מושפע מאוד מהסחר העולמי בשירותים. יצוא ה"שירותים האחרים" הוא 66 אחוזים מסך יצוא השירותים וכ-50 אחוזים מרכיב זה הם יצוא שירותי הטכנולוגיה העילית. איור 5-6 מציג את יצוא "השירותים האחרים" של ישראל כאחוז מיבוא "השירותים האחרים" בעולם ומיבוא "השירותים האחרים" במדינות OECD. האיור מראה עליית מדרגה במשקל יצוא "השירותים האחרים" של ישראל בסחר העולמי מ-0.6 אחוז בשנות התשעים ליותר מאחוז אחד בשנים 2002-2005. עלייה זו מבטאת התפתחות מקומית - גידול של יצוא שירותי הטכנולוגיה העילית בסוף שנות התשעים. עוד ניתן ללמוד מהאיור כי צמיחת יצוא "השירותים האחרים" בשנים 2003-2005 בשיעור דולרי שנתי ממוצע של 14 אחוזים, התומכת בצמיחת

יצוא "השירותים האחרים", בדומה ליצוא הסחורות, מושפע מאוד מהסחר העולמי בשירותים.

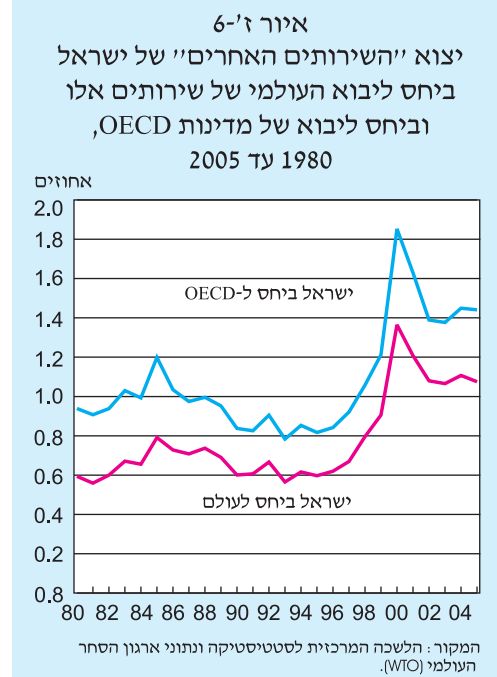
התוצר, מבטאת בעיקר התפתחות גלובלית - התרחבות המסחר בענפים אלו. סביר כי עליית יצוא "השירותים האחרים" ב-17 אחוזים בשנת 2006 נבעה בעיקר מההתפתחות הגלובלית.

¹¹ באותו כיוון פעלה גם האטה ביצוא שירותי התחבורה. עם זאת, חלק נכבד מיצוא שירותי התחבורה הוא מעבר מטענים בין נמלים זרים, שבו הערך המוסף למשק הישראלי נמוך יחסית.

ג. היבוא

יבוא הסחורות והשירותים (ללא יהלומים) עלה השנה כמותית ב-5 אחוזים, שיעור נמוך במקצת מזה של צמיחת התוצר העסקי, וכן נמוך משיעור הצמיחה של היבוא אשתקד. הצמיחה האיטית יחסית של היבוא מבטאת את הלחץ המקרו-כלכלי במשק ליצירת עודף בחשבון השוטף, ואפיק מרכזי שדרכו פועל לחץ זה הוא רמתו המפוחתת של שער החליפין הריאלי.

יבוא הסחורות והשירותים הנגזר מהשימושים המקומיים וממקדמי תשומה-תפוקה תואם את גידול היבוא בפועל. תאימות היבוא הנגזר ליבוא בפועל מעידה כי התפתחות היבוא השנה תואמת את התפתחות



השימושים המקומיים - הצריכה, ההשקעה והיצוא - וכי השפעות מחיר היבוא על הכמויות המיובאות באו לידי ביטוי בשימושים המקומיים, ולא מצאו את דרכן אל הביקושים ליבוא ולתחליפי יבוא.

יבוא הדלק נטו¹² הסתכם השנה ב-7.5 מיליארדי דולרים, שהם 5.4 אחוזי תוצר, לעומת 2.6 אחוזי תוצר בשנים 2001 ו-2002. הביקוש לדלק בטווחים הקצר והבינוני קשיח כמעט לחלוטין, ושינויים במחיר משפיעים בעיקר על עיתוי היבוא. לאחר 4 שנים של עליות חדות במחירי הנפט בשיעור מצטבר של 140 אחוזים עדיין קשה לזהות שינוי משמעותי בכמות הדלק המיובאת. השנה כמותו אמנם ירדה, אך זאת לאחר עלייה חדה אשתקד. למרות קשיחות הביקוש סביר כי מחיריו הגבוהים של הדלק ישפיעו בטווח הארוך על צריכתו, דרך העלייה באטרקטיביות של גורמי ייצור ומוצרי תצרוכת שצריכת האנרגיה שלהם נמוכה. כך, למשל, מחירי הדלק הגבוהים הופכים את המכוניות הצורכות פחות דלק לאטרקטיביות יותר, אך עד שמשקלן במצבת כלי הרכב יהפוך משמעותי יחלוף, כנראה, זמן רב.

היבוא של מוצרי צריכה בני קיימא עלה השנה בשיעור של 8.8 אחוזים, הנמוך משיעור הצמיחה של היבוא לצריכה שוטפת. התפתחות זו מנוגדת להתפתחות בשנות צמיחה מהירה בעבר, שבהן גידול היבוא של מוצרי התצרוכת בני הקיימא היה מהיר מזה של סך היבוא לצריכה. סביר כי רמתו המפוחתת של שער החליפין הריאלי היא המאטה את צמיחת היבוא של בני הקיימא. סיבה נוספת, בעלת אופי טכני, היא האטה במכירת כלי רכב פרטיים לקראת סוף השנה, לנוכח ירידה צפויה במס הקנייה ובמחיר הקובע את קבוצות הרישוי¹³.

¹² יבוא הדלק בניכוי יצוא התזקיקים.

¹³ אמנם גם לקראת סוף שנת 2005 הייתה האטה במכירת כלי רכב, אך נראה כי ההאטה השנה הייתה משמעותית יותר.

יבוא הסחורות
והשירותים (ללא
יהלומים) עלה השנה
כמותית ב-5 אחוזים,
שיעור נמוך במקצת
מזה של צמיחת התוצר
העסקי.

יבוא הדלק נטו הסתכם
השנה ב-7.5 מיליארדי
דולרים, שהם 5.4 אחוזי
תוצר, לעומת 2.6 אחוזי
תוצר בשנים 2001 ו-
2002.

לוח ז'-6						
יבוא הסחורות והשירותים, 1999 עד 2006						
שיעור השינוי הכמותי ² (אחוזים)					2006	
					ההתפלגות מיליארדי דולרים	
2006	2005	2004	2003	2002	1999-	(אחוזים)
2.0	4.6	11.9	-1.0	5.3	61.7	100
5.0	6.1	11.4	-2.3	4.0	53.0	86
1.1	3.8	10.9	-1.8	5.3	46.9	76
7.0	5.5	12.3	-5.5	4.1	30.8	50
9.2	6.3	12.2	-6.0	4.9	5.9	10
8.8	8.4	18.6	-10.3	2.3	2.5	4
6.2	1.8	14.7	-4.1	1.5	18.5	30
6.9	8.0	10.3	-11.4	7.3	6.7	11
-6.3	8.7	-4.2	8.1	0.0	7.5	12
-14.3	-3.3	14.7	5.9	14.2	8.6	14
4.4	6.6	14.7	1.1	5.4	14.8	24
הסחורות והשירותים						
הסחורות והשירותים ללא יהלומים						
הסחורות						
הסחורות למעט דלק ויהלומים						
מוצרי הצריכה						
מזה: בני קיימא						
תשומות לייצור ¹						
נכסי השקעה						
דלק						
יהלומים						
השירותים						

1) ללא דלק ויהלומים.

2) נתוני היבוא הכמותיים בפרק מבוססים על נתוני מאזן התשלומים, נתונים אלה שונים במקצת מנתוני החשבונאות החאומית.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

תיבה ז'-1: אי האיזון הגלובלי והחשבון השוטף של ישראל

על פי הגדרה, החשבון השוטף של כלל מדינות העולם, שחלקן נמצאות בעודף בחשבון השוטף ואחרות נמצאות בגירעון, חייב להסתכם בכל יחידת זמן באפס¹. כמו כן ערך יצוא הסחורות והשירותים, התשלום עבור גורמי הייצור, וההעברות החד-צדדיות שווה לערך יבוא הסחורות והשירותים, התקבולים עבור גורמי ייצור, וקבלת ההעברות, בהתאמה, שהרי כל יצוא של מדינה אחת הוא יבוא של מדינה אחרת.

המונח "אי האיזון הגלובלי" (global imbalances), שהשימוש בו הולך וגובר בשנים האחרונות, מבטא את הגירעון העצום בחשבון השוטף של ארה"ב, שכנגדו הצטבר עודף חיסכון ניכר של סין וכן של יצואניות הנפט. בשנת 2006 הסתכם הגירעון בחשבון השוטף של ארה"ב ב-6.3 אחוזי תוצר, שהם 840 מיליארדי דולרים, לעומת גירעון בשיעור של 3.2 אחוזי תוצר בשנת 1999 וכ-4 אחוזי תוצר בשנים 2000 ו-2001. גירעון כה גדול בחשבון השוטף, המבטא בעיקר שיעור חיסכון נמוך, איננו בר-קיימא, ולכן מעריכים מרבית הכלכלנים בעולם כי צפוי שינוי משמעותי במחירים היחסיים

¹ עקב בעיות מדידה והבדלי הגדרות בין מדינות, החשבון השוטף של כלל מדינות העולם אינו מסתכם בדיוק באפס.

בארה"ב, שינוי שיביא לצמצום הגירעון בחשבון השוטף. מנקודת המבט של יצוא ויבוא, גידול הגירעון בחשבון השוטף של ארה"ב בחמש השנים האחרונות מבטא גידול של הגירעון בחשבון הסחורות - בהיקף של כ-450 מיליארדי דולרים לעומת 2001, שמהם כ-180 מיליארדים מבטאים את עליית מחירי הנפט.

הגירעון בארה"ב אינו הגורם היחיד התורם ל"אי האיזון הגלובלי". עליית מחיר הנפט, ממחיר ממוצע של כ-20 דולרים לחבית בשנות התשעים לכ-65 דולרים בשנת 2006, הביאה לעודף כולל של כ-500 מיליארדי דולרים בחשבון השוטף של יצואניות הנפט הגדולות² - קרוב ל-20 אחוזים מסך תוצרן וכאחוז מהתוצר העולמי.

גידול הגירעון בחשבון השוטף של ארה"ב הקל על משקים רבים בעולם ליצור עודף בחשבון השוטף, אך עליית מחיר הנפט פועלת בכיוון ההפוך על המדינות המייבאות נפט. החשבון השוטף של ישראל מושפע משני כוחות אלו, ולא ניתן להכריע איזה מהם דומיננטי³.

בשנת 2006 חשבון הסחורות של ישראל מול ארה"ב (ללא יהלומים) היה בעודף של 4.4 מיליארדי דולרים, לעומת גירעון של מיליארד וחצי דולרים בשנת 1999, גירעון של 0.3 מיליארד בשנת 2001 ועודף זעיר בשנת 2002. לשם השוואה: בחשבון הסחורות של ישראל מול האיחוד האירופי לא חל שינוי מהותי בין השנים 1999 ו-2006⁴. איור 1 מציג את סך יבוא הסחורות של ארה"ב (ללא דלק ויהלומים) החל בשנת 1989, את היצוא של ישראל לארה"ב ואת נתח השוק של ישראל ביבוא של ארה"ב. מהאיור ניתן ללמוד על חשיבות סך היבוא של ארה"ב להתפתחות היצוא של ישראל לארה"ב. אמנם בשנים 2000 ו-2001, וכן השנה, עלה נתח היצוא של ישראל ביבוא של ארה"ב, אך ככלל השינויים בנתח היצוא של ישראל לארה"ב קטנים. בהנחה שהגירעון בחשבון השוטף של ארה"ב יחזור בתוך מספר שנים לרמה בת-קיימא, סביב 3.5 אחוזי תוצר וזאת באמצעות הצטמצמות בשיעורים דומים של הגירעון מול כל המדינות שלארה"ב יש קשרי מסחר עמן יצטמצם העודף של ישראל ארה"ב בכ-2 מיליארדי דולרים, שהם 1.4 אחוזי תוצר.

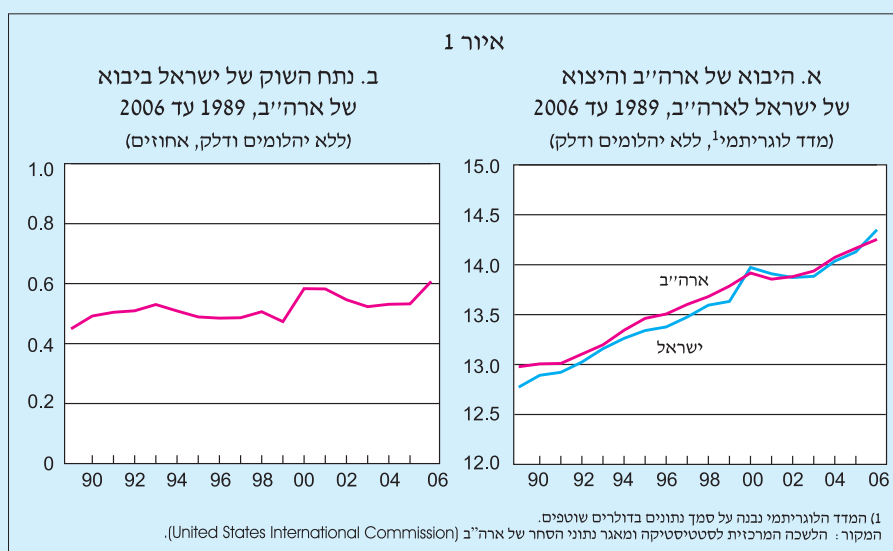
נוסף על ההשפעה הישירה אפשר שצמצום עתידי של הגירעון בחשבון השוטף של ארה"ב ישפיע על ישראל דרך השפעה עקיפה של הביקוש ליבוא ממדינות שלישיות. קשה להעריך את מידת ההשפעה העקיפה, אולם היא עשויה להיות משמעותית. חלק ניכר מהיצוא של ישראל למדינות מתפתחות הוא של גורמי ייצור המשמשים מוצרי ביניים ליצוא שלהן למדינות המפותחות, ובהן ארה"ב. צמצום היצוא של המדינות המתפתחות לארה"ב עלול לגרום ירידה בביקוש שלהן לאותם גורמי ייצור.

² על פי ההגדרה הכוללת 23 מדינות, המקובלת בפרסום *World Economic Outlook* של קרן המטבע הבין-לאומית.

³ אמנם המשק בישראל הוא משק קטן ופתוח, ועיקר ההשפעה של ההתפתחויות הגלובליות עליו היא דרך יחסי המחירים העולמיים, אולם ניסיון העבר מלמד כי היצוא הישראלי מושפע מהיקף הסחר העולמי, ובפרט מהביקושים בשוקי היצוא - ולא רק מהמחירים העולמיים של גורמי הייצור וממחירי המוצרים הישראליים בעלי הפוטנציאל ליצוא; לכן ניתן לומר שהעלייה החדה ביבוא של ארה"ב תרמה לצמיחת היצוא של ישראל.

⁴ במונחי דולרים; במונחי אירו הצטמצם הגירעון ב-0.7 מיליארד.

עליית מחירי הנפט בארבע השנים האחרונות הביאה לעלייה חדה בהוצאות של ישראל על יבוא דלק. בשנים 2001 ו-2002 הוציאה ישראל 2.6 אחוזי תוצר על יבוא דלק, ואילו בשנתיים האחרונות היווה יבוא הדלק נטו 5.2 אחוזי תוצר⁵. בין אם מחירי הנפט יירדו ובין אם הם יישארו ברמתם הגבוהה, העודף בחשבון השוטף של יצואניות הנפט צפוי להצטמצם עם הזמן. אם מחירי הנפט יישארו ברמתם הגבוהה, סביר שעם הזמן יקטינו יצואניות הנפט את החיסכון שלהן ויגדילו את היבוא; אם מחירי הנפט יירדו, תקטן הכנסתן. מכל מקום, הצטמצמות העודף העצום בחשבון השוטף של יצואניות הנפט תפעל לעלייה בעודף (או לירידת הגירעון) בחשבון השוטף של המדינות יבואניות הנפט, ובהן ישראל.



⁵ הנתונים הם בניכוי יצוא תזקי נפט.

ד. חשבון ההכנסות

חשבון ההכנסות נטו הסתכם בשנת 2006 בגירעון של 1.5 מיליארדי דולרים, לעומת גירעון של 3.6 מיליארדים ו-1.7 מיליארדים בשנים 2004 ו-2005 בהתאמה. השיפור בחשבון ההכנסות מבטא עלייה בתקבולים נטו על השקעות (ריבית, דיבידנד ורווחים שלא חולקו) ואי שינוי משמעותי בתשלומים נטו לשכר עבודה.

התשלומים נטו שהמשק משלם בתמורה להשקעות ירדו, בשנים האחרונות, וב-2005 ו-2006 הם אף הפכו לתקבולים נטו. התשלומים נטו בתמורה להשקעות הם תוצאת השילוב של יתרת ההתחייבויות נטו של המשק, הרכב הנכסים והתשואה עליהם. תהליך יצוא ההון המסיבי בשלוש השנים האחרונות הביא לירידה של יתרת ההתחייבויות נטו, ובדרך זו הוא לוחץ כלפי מטה על התשלומים שהמשק משלם בתמורה להון. נוסף על כך, הואיל והמשק הוא בעל נכסים נטו במכשירי חוב, עליית הריביות בחו"ל הגדילה מאוד את תקבולי הריבית נטו לזכותם של תושבי ישראל.

התשלומים נטו שהמשק משלם בתמורה להשקעות ירדו בשנים האחרונות, וב-2005 ו-2006 הם אף הפכו לתקבולים נטו.

למרות השינויים החדים
ביתרת ההתחייבויות
של המשק מול חו"ל אין
בהם כדי לספק הסבר
מלא למעבר מתשלומים
נטו בתמורה להון
לתקבולים נטו.

למרות השינויים החדים ביתרת ההתחייבויות של המשק מול חו"ל - ירידה ביתרת ההתחייבויות במכשירי הון ועלייה בעודף הנכסים במכשירי חוב - אין בהם כדי לספק הסבר מלא למעבר מתשלומים נטו בתמורה להון לתקבולים נטו. יתר על כן, היותו של המשק בעל יתרת התחייבויות נטו, כאשר מרבית הנכסים של תושבי ישראל בחו"ל מוחזקים במכשירי חוב, שתשואתם נמוכה יחסית, בעוד מחצית מההתחייבויות של תושבי ישראל כלפי תושבי חוץ הן במכשירי הון, שתשואתם צפויה להיות גבוהה יחסית, מעמידה בספק את המשך רמתה החיובית של התמורה להון נטו למשק.

התשלומים לחו"ל נטו בתמורה לעבודה הסתכמו בשנת 2006 ב-1.9 מיליארדי דולרים, שהם 1.4 אחוזי תוצר. התשלום לעובדים הזרים (כולל פלסטינים) הסתכם השנה ב-2.4 מיליארדי דולרים, ואילו התמורה לעובדים הישראלים בחו"ל הסתכמה ב-0.5 מיליארד. בשנים האחרונות שוררת מגמה של ירידה בתמורה לעבודה נטו שישראל משלמת לחו"ל, במונחי תוצר. זוהי תוצאת שילוב של מספר גורמים: ירידה במספר העובדים הזרים בראשית העשור ויציבות של מספרם בשנתיים האחרונות; צמיחת התוצר לעומת אי שינוי בשכר העובדים הזרים, המתאפשר עקב שיעור האבטלה הגבוה של בעלי השכלה נמוכה ועמדת מיקוח חלשה של עובדים אלו; עלייה בתמורה לעבודה של ישראלים בחו"ל.

ה. ההעברות השוטפות

ההעברות השוטפות ב-2006 הסתכמו ב-7.4 מיליארדי דולרים, 5.3 אחוזי תוצר. בשנות ה-2000 עמדו ההעברות השוטפות על ממוצע שנתי של 5.4 אחוזי תוצר, לעומת 5.8 אחוזים במחצית השנייה של שנות התשעים. השנה, בניגוד למגמת הירידה ארוכת הטווח, ההעברות השוטפות כאחוז מהתוצר היו גבוהות מאשר אשתקד בכאחוז תוצר. גידולן מבטא עלייה של 0.8 מיליארד דולרים בסיוע הביטחוני של ארה"ב, וכן עלייה בתרומות.

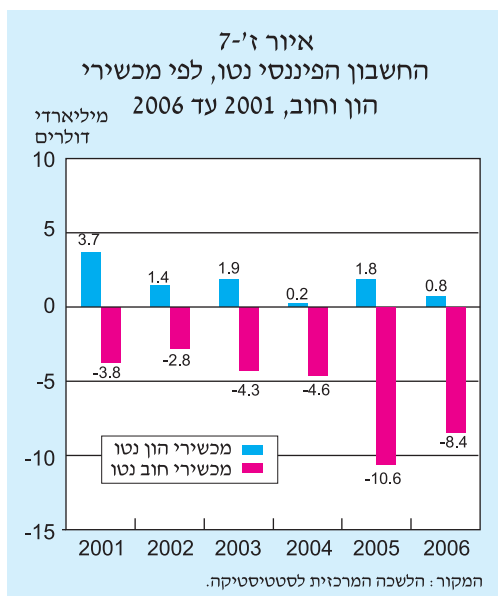
בהשוואה בין-לאומית היקף ההעברות השוטפות לישראל גבוה. מבין ארבעת מקורותיהן - הסיוע של ממשלת ארה"ב, פיצויים מגרמניה, תרומות והעברות פרטיות - שלושה צפויים לקטון עם השנים: הסיוע של ארה"ב פחת בעשור האחרון, במונחים נומינליים, ב-0.6 מיליארד דולרים, והחל מהשנה הבאה הוא צפוי להתייצב על רמה נומינלית של 2.4 מיליארד דולרים לשנה - התייצבות נומינלית משמעותה ירידה ריאלית; גם הפיצויים מגרמניה צפויים לקטון עם השנים; הרכיב השלישי שצפוי לקטון הוא העברות הפרטים, וזאת משום שחלק מרכיב זה הוא העברות של עולים חדשים, ואלה הולכות ופוחות עם דעיכת גל העלייה.

3. החשבון הפיננסי¹⁴

א. החשבון הפיננסי נטו ותנאי הרקע המרכזיים

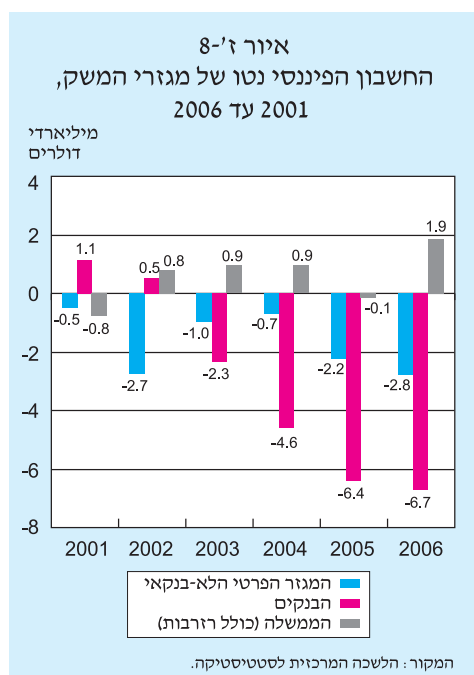
החשבון הפיננסי נטו של המשק (השקעות תושבי חוץ במשק בניכוי השקעות תושבי ישראל בחו"ל) הסתכם בשנת 2006 ב-7.6 מיליארדי דולרים, תוך התרחבות ניכרת בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל ובהשקעות של תושבי חוץ בישראל, עד לרמות שיא (32.1 ו-)

¹⁴ ייתכנו הבדלים בין הנתונים בחלק זה לנתונים בנספח הסטטיסטי, בשל הבדלי עיתוי.



24.5 מיליארדי דולרים, בהתאמה; איור ז'-2) - בהמשך למגמה גוברת של יצוא השקעות נטו וגידול זרמי ההשקעות בשני הכיוונים. מגמה זו, שראשיתה בשנת 2002, משקפת את השתלבותו של המשק בשווקים הגלובליים, ונובעת הן מתהליכי הגלובליזציה ומגמת השקעות ישירות בעולם והן מגורמים מקומיים, ובראשם שינויים מבניים שהפחיתו את המגבלות על יצוא ההון.

השנה בלטו שתי עסקאות של השקעות ישירות בהיקפים גדולים - האחת של חברה ישראלית והשנייה של חברה זרה - שהגדילו במידה ניכרת את ההשקעות ברוטו. עם זאת, השפעתן הישירה תרמה ליבוא הון נטו של כ-0.7 מיליארד דולרים בלבד¹⁵.



פילוח החשבון הפיננסי נטו לפי סוגי ההשקעה (איור ז'-7) מעלה שהשנה, כמו בעבר, נרשם יצוא הון נטו במכשירי חוב (בפיקדונות, באיגרות חוב ובאשראי) ויבוא הון נטו במכשירי הון (במניות - ישירות ובתיק למסחר - ובנדל"ן). עודף יצוא ההשקעות במכשירי חוב, המבטא עלייה בהתחייבויות נטו של העולם למשק, מלמד כי העודף בחשבון השוטף היה דומיננטי בהשפעה על יצוא ההון, שכן תמורות היצוא מתקבלות במזומן ומופקדות לרוב במכשירי חוב. ההשקעות הנכנסות במכשירי הון משקפות שיפור בהתחלקות הסיכון של המשק עם חו"ל.

עודף יצוא ההשקעות במכשירי חוב מלמד כי העודף בחשבון השוטף היה דומיננטי בהשפעה על יצוא ההון.

בחינת החשבון הפיננסי נטו לפי מגזרים (איור ז'-8) מעלה כי מגמת יצוא ההון מובלת בשנים האחרונות על ידי הבנקים. הפיקדונות והאשראי ממערכת הבנקאות משמשים ערוצים לניהול הביקוש וההיצע

של המגזרים השונים למטבע חוץ. השנה גדל עודף מקורות מטבע החוץ של המגזר העסקי, על רקע השיפור בחשבון השוטף - במקביל להשפעות נוספות, שהגדילו את הביקוש לפיקדונות בבנקים, של משקי הבית ותושבי חוץ. (להרחבה ראו חלק ג' - ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל).

¹⁵ עסקת "טבע-IVAX" ורכישת "ישקר". השפעתן של שתי העסקאות יחד ברוטו מסתכמת בכ-11 מיליארדי דולרים בהשקעות תושבי ישראל ובכ-12 מיליארדי דולרים בהשקעות תושבי חוץ.

ההשקעות הישירות נטו (net FDI), שהן ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בישראל בניכוי ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחו"ל, הסתכמו השנה בהיקף של כ-0.5 מיליארד דולרים, לעומת 1.4 מיליארדים אשתקד. כאשר בוחנים את ההשקעות הישירות נטו בפרספקטיבה ארוכת טווח¹⁶, מתקבל כי בשנים 1998-2005 הן הסתכמו בכ-11 מיליארדי דולרים. השוואה למדינות מתפתחות ומפותחות הדומות לישראל ("מדינות ההשוואה"¹⁷), מלמדת כי בדומה למדינות המתפתחות ההשקעות הישירות נטו בישראל חיוביות, וזאת לעומת השקעות ישירות נטו שליליות במדינות המפותחות. השקעות ישירות נטו חיוביות מבטאות את הרצון של חברות גלובליות ליטול חלק בצמיחה של המדינות המתעוררות, ולרכוש חברות רווחיות בעלות ידע טכנולוגי. ואולם, ההשקעות הישירות נטו בישראל נמוכות יחסית¹⁸, וזאת, בין השאר, משום שבניגוד לרוב המשקים התעוררים אין לישראל משאבים טבעיים, ותהליכי ההפרטה בה מצומצמים יחסית. זאת ועוד, למשק הישראלי גם מאפיינים של משק מפותח, ופועלות בו מספר חברות רב-לאומיות, שהפכו בשנים האחרונות לשחקניות גלובליות המשקיעות בחו"ל.

החשבון הפיננסי הושפע השנה מגורמים ארוכי טווח, וחלק מהמגמות שהחלו אשתקד נמשכו. חלקם של התהליכים המרכזיים השנה השפיע על היקף ההשקעות, וחלקם השפיע על תמהיל ההשקעות. הגורמים הגלובליים, שהם מחזוריים בעיקרם, היו דומיננטיים בהשפעה על היקף ההשקעות הישירות, וחברו אל ההשפעה החזקה של הממשלה על החשבון הפיננסי.

השפעות של המגמות הגלובליות בשווקים הפיננסיים ובפעילות הריאלית¹⁹: בשנה הנסקרת נמשכה ההתרחבות במגמה הגלובלית של מיזוגים ורכישות (Mergers & Acquisitions), והיקפם הגיע לסכום שיא²⁰. מגמה זו נתמכת בצמיחה הגלובלית ובשיעורי ריביות נמוכים יחסית, המגדילים את היקף ההון המחפש תשואה, ובירידה של רמת הסיכון. בשנתיים האחרונות מתאפיינות העסקאות במעורבות גבוהה של קרנות השקעה פרטיות²¹ (Private Equity), שהעלו את חלקן של המזומן במימון העסקאות. מגמת המיזוגים והרכישות בעולם תמכה בהתרחבות ההשקעות הישירות. בשנים האחרונות גדל משקל המדינות המתעוררות הן בסך קליטת ההשקעות הישירות בעולם, והן ביצוא

¹⁶ התנודתיות הבין-שנתית של נתון זה היא גבוהה, משום שהוא מושפע ממספר קטן יחסית של עסקאות גדולות.

¹⁷ המשק הישראלי משלב מאפיינים של משק מתעורר ושל משק מפותח. (ישנם גופים, כגון IIF, המשייכים את ישראל - מבחינת ההשקעות הישירות - למדינות המתעוררות, וגופים המשייכים אותה לקבוצת המדינות המפותחות בתחום זה - UNCTAD). לשיטתנו, מדינות ההשוואה הרלוונטיות הן מדינות הדומות לישראל בתוצר לנפש (2002) וברמתן הטכנולוגית על פי דירוג ההישגים הטכנולוגיים (World Economic Outlook, 2002). מדינות מתפתחות: פולין, סלובניה, הונגריה, צ'כיה, סינגפור, קוריאה. מפותחות: פורטוגל וספרד.

¹⁸ מבין המדינות המתפתחות הדומות לישראל, ישראל מדורגת במקום השישי (מתוך שבע) מבחינת היקף ההשקעות הישירות נטו בתקופה זו (גם אם מודדים אותן באחוזי תוצר).

¹⁹ סקירת ההתפתחויות הבין-לאומיות מתבססת על: WEO, September 2006, IMF; Global Financial Stability Report, September 2006, IMF; Capital Flows to Emerging Market Economies, Institute of International Finance, September 2006.

²⁰ בשנת 2006 הוכרזו עסקאות בשווי של 3.8 טריליוני דולרים. המקור: Mergers & Acquisitions Review. Thomson.

²¹ אלו הן חברות שירות פיננסי המאגדות כמה משקיעים - בעיקר מוסדיים אך גם משקיעים פרטיים - ומהוות זרוע ביצועית לרכישה והשתלטות על פירמות. בניגוד להשקעות הישירות המסורתיות, קרנות אלו לא רוכשות פעילות לטווח ארוך, ומשך הבעלות הממוצע עד למימוש הוא כ-5 שנים. בשנתיים האחרונות 20 אחוזים משווי עסקות המיזוגים והרכישות בעולם בוצעו על ידי קרנות השקעה פרטיות. המקור: World Investment Report 2006, Box I.5. Thomson.

המשק, בדומה למדינות מתפתחות מייבא נטו השקעות ישירות, אף כי היקפן נמוך יחסית.

בהשפעת המגמה הגלובלית התרחבו השנה במידה ניכרת ההשקעות הישירות במשק, וביניהן השקעות על ידי קרנות השקעה פרטיות.

של השקעות אלה. ההשקעות הישירות מתרכזות בשנים האחרונות בענפי השירותים - בעיקר הפיננסים והתקשורת - בנדל"ן ובענפי הטכנולוגיה. המשק הישראלי, כמשק מתפתח, קטן ופתוח מושפע בראש ובראשונה מהמגמות הגלובליות, ולכן יש מיתאם בין שווי המיזוגים והרכישות בעולם לבין ההשקעות הישירות בישראל. השנה התרחבו במידה ניכרת ההשקעות הישירות של תושבי חוץ - ביניהן קרנות השקעה פרטיות - בחברות ישראליות.

הצמיחה הגלובלית השפיעה על החשבון הפיננסי בערוצים נוספים - במישורין, דרך גידול תמורות היצוא של החברות הישראליות, בעיקר בענפי הטכנולוגיה, תמורות שהופקדו בבנקים והושקעו בנכסים פיננסיים בחו"ל, ובעקיפין דרך השפעתו של העודף בחשבון השוטף על תפיסת הסיכון של המשק הישראלי בעיני תושבי חוץ.

חוסר הוודאות בשווקים לגבי התנהלות המדיניות המוניטרית של הכלכלות המובילות, ובעטייה גם לגבי התפתחות התשואות בעולם - הקטין את האטרקטיביות של ההשקעה באיגרות חוב, ובכך השפיע על הרכב ההשקעות בחו"ל: המוסדיים העדיפו להשקיע במניות והשקעות אחרות, והבנקים העדיפו להשקיע בפיקדונות. במאי ויוני הייתה יציאת הון מסיבית ממשקים מתעוררים, על רקע חששות מהאטה מהירה בפעילות הריאלית, וכתוצאה מכך צנחו מחירי הנכסים הפיננסיים במשקים מתעוררים, ועלתה שנאת הסיכון בקרב המשקיעים הגלובליים. נפילות המחירים בשווקים והירידה בנזילות הגלובלית תרמו להאטה בהשקעות הפיננסיות של תושבי חוץ במניות ישראליות בשוק המשני בישראל ובחו"ל ושל המשקיעים המוסדיים ומשקי הבית במניות זרות.

השפעות מקומיות: התבססות תנאי יסוד חיוביים - צמיחה, צמצום בגירעון הפיסקלי, צפי לשיפור בדירוג, מגמת שיפור בחוב החיצוני השלילי ואמון במדיניות המקרו-כלכלית - העלו את אטרקטיביות ההשקעה במשק בעיני תושבי חוץ ותרמו להמשך ההשקעות הזרות על אף מלחמת לבנון השנייה. העלייה בחיסכון הפרטי, על רקע הגיאות במשק (משיקולי החלקת תצרוכת) ובשל ציפיות להרעה במצב העתיד²², והסרת המגבלות מעל יצוא ההון, תמכו ביצוא ההשקעות לחו"ל. מדיניות הממשלה תמכה גם השנה ביבוא הון, והשפעתה הישירה הייתה גדולה אף יותר מאשר אשתקד. רפורמת עושי השוק הגדילה את היקף השקעותיהם של תושבי חוץ באיגרות חוב ממשלתיות, והן הגיעו להיקף שיא. לאחר שיא בשנת 2005, שבה הופרטו נכסים בשווי 2 מיליארדי דולרים, אשר רובם נרכשו בידי תושבי חוץ, הפריטה הממשלה השנה נכסים בשווי מיליארד דולרים, שמהם רכשו תושבי חוץ נכסים בשווי 0.4 מיליארד²³. "רפורמת בכר" פעלה בעקיפין על יבוא ההון, והביאה להגברת העניין של תושבי חוץ בחברות ישראליות לניהול תיקים ולרכישת אחדות מהן.

רפורמת עושי השוק
הגדילה את היקף
השקעותיהם של תושבי
חוץ באיגרות חוב
ממשלתיות, והן הגיעו
להיקף שיא.

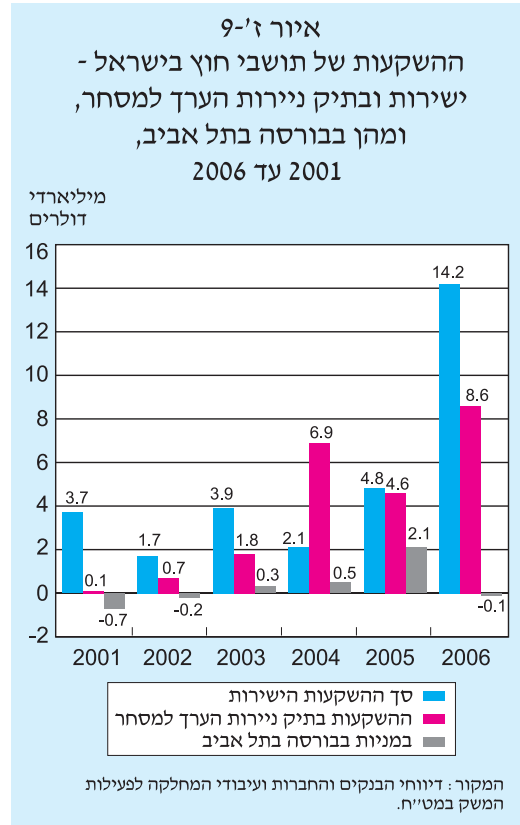
ב. ההשקעות של תושבי חוץ במשק

השקעות תושבי חוץ בישראל במניות, באיגרות חוב, בנדל"ן, באשראי ובפיקדונות (איור 9-ז) הסתכמו השנה בהיקף שיא של כ-24.5 מיליארדי דולרים, לעומת כ-9.8 מיליארדים אשתקד. עיקר הגידול נבע מרכישת חברות ישראליות פרטיות עתירות ידע טכנולוגי, מהשקעות תושבי חוץ במניות ובאג"ח למסחר, כתוצאה ממימון השקעה ישירה גדולה

ההשקעות של תושבי חוץ
בישראל הסתכמו השנה
בהיקף שיא של כ-24.5
מיליארדי דולרים.

²² להרחבה בגורמים הקצרים וארוכי הטווח הפועלים לעלייה בחיסכון הפרטי ראו פרק ב' סעיף 4.

²³ גרעין שליטה ב"בנק דיסקונט" ו-6 אחוזים ממניות "בנק לאומי".



ההשקעות הישירות של תושבי חוץ במשק גדלו בשנת 2006 בשיעור ניכר והסתכמו בהיקף שיא של כ-14.2 מיליארדי דולרים.

ההשקעות הישירות של תושבי חוץ הן מקור מימון חשוב למשק, ותורמות לצמיחה בטווח הארוך.

של חברה ישראלית באמצעות הנפקות²⁴, מהתרחבות ניכרת של השקעות תושבי חוץ באגרות חוב ממשלתיות עם תחילת פעילותם כעושי שוק ומגידול הפיקדונות של תושבי חוץ בבנקים בישראל. כנגד זאת מימשו תושבי חוץ מניות בבורסות בתל אביב ובחו"ל, על רקע השפעות גלובליות של יציאת הון ממשקים מתעוררים, ובצל אירועים גיאוגרפיים מקומיים בתחילת השנה (מחלת ראש הממשלה והקדמת הבחירות בעקבותיה ועליית החמאס לשלטון בראשות הפלסטינית). המשך האטה בשוק ההנפקות בארה"ב הקרין על היקף ההנפקות של החברות הישראליות.

ההשקעות הישירות (FDI)

ההשקעות הישירות של תושבי חוץ במשק גדלו בשנת 2006 בשיעור ניכר, והסתכמו בהיקף שיא של כ-14.2 מיליארדי דולרים, לעומת 4.8 מיליארדים ב-2005 (איור ז'-9).

עיקר הגידול של ההשקעות הישירות השנה נבע מרכישת חברות ישראליות לא סחירות (10 מיליארדים), רובן חברות עתירות ידע טכנולוגי, הנהנות מרווחיות גבוהה, על רקע הצמיחה הגלובלית בענפים אלו. חלק מהעסקאות גררו מחיקה של חברות מהמסחר והפיכתן ללא-סחירות, בדומה להתפתחות בעולם²⁵. נציין כי סעיף זה מושפע ממספר קטן של עסקאות גדולות וכי תהליך הבשלתן של עסקאות מסוג זה הוא ארוך. השנה התבצעו עסקאות גדולות רבות, שסביר כי תהליך הבשלתן החל עוד אשתקד, ולכן אין להסיק מההיקף שנרשם השנה אומדן להיקף ההשקעות הפרמננטי.

ההשקעות הישירות של תושבי חוץ הן מקור מימון חשוב למשק. רובן מתבצע במכשירי הון, ובכך מועבר הסיכון הכרוך בהן לתושבי חוץ, ללא גידול החוב של המשק. הן גם פחות הפיכות, מעבירות ידע וטכנולוגיה למשק הקולט ומאפשרות גישה לצינורות שיווק ומקורות מימון זרים. תרומתן לצמיחה בטווח הארוך, על פי רוב המחקרים האמפיריים, אינה מוטלת בספק. היא מתבטאת בעיקר בהשפעות עקיפות של הגדלת ההון, הידע והטכנולוגיה, התורמת להגברת הפרייה. לעומת זאת תרומתן להשקעה המקומית אינה מובהקת, משום

²⁴ חברה ישראלית גדולה מימנה עסקת רכישה של חברה מתחרה באמצעות הנפקת מניות בהיקף של 5.5 מיליארדי דולרים ואגרות חוב בהיקף של 2.6 מיליארדים.

²⁵ שנת 2006 הייתה שנת שיא מבחינת שווי החברות שנמחקו מבורסות בעולם בעקבות רכישות פרטיות (150 מיליארדי דולרים). מגמה זו עולה בקנה אחד עם המגמה החזקה במיזוגים והרכישות. המקור: Mergers & Acquisitions Review, Thomson.

שהן מגדילות רק את מקור המימון ולא את השימוש בו²⁶, על פי עבודה שנעשתה בבנק ישראל²⁷ עלייה של דולר אחד בהשקעות הזרות הנכנסות למדינות מתפתחות וביניהן ישראל, תורמת בטווח הארוך בממוצע, 0.68 דולר להשקעה המקומית ו-0.23 דולר לצמיחה. מכאן, שההשקעות הישירות במהלך השנתיים האחרונות צפויות להגדיל את ההשקעה המקומית הגולמית בטווח הארוך בכ-14 מיליארדי דולרים, ותרומתן נטו לתוצר מוערכת בכ-5 מיליארדים (4 אחוזי צמיחה).

עם זאת חשוב להזכיר כי להשקעות הישירות יכולים להיות גם חסרונות. בעיקר אם חברה זרה רכשה חברה מקומית מתחרה לצורך "חיסול" או דחיקה של חברות מקומיות אחרות; במקרה כזה הבעלים עשויים לקבל שווי הוגן מבחינתם, אך המשק יפסיד הכנסות ממסים ויספוג פגיעה בתוצר ובשוק העבודה, נוסף על פגיעה אפשרית במבנה השוק ובתחרותיות. במקרה אחר, חברה זרה שמשתלטת על חברה ישראלית יצאנית עלולה להפחית את מחירי ההעברה; זאת אם רשויות המס מתקשות לפקח על מחירים אלו. במקרה כזה הפגיעה העיקרית במשק היא הקטנת תשלומי המס על הרווחים, ואילו על החשבון השוטף פועלות שתי השפעות מנוגדות המקוזות חלקית זו את זו: הפחתת מחירי ההעברה מקטינה את תקבולי היצוא, אך כנגד זאת מקטינה גם את התשלומים בגין גורמי הייצור (רווחים).

מבחינת התפלגות ההשקעות הישירות במשק לפי ענפים עולה, כי גם השנה ענפי הטכנולוגיה העילית היו היעד העיקרי להשקעות (כ-7.7 מיליארדים לעומת 2.2 מיליארדים אשתקד), בשונה מרוב המשקים המתפתחים²⁸. גם ענפי התעשייה המסורתית ריכוזו היקף נכבד מההשקעות הישירות, הודות לרכישת "ישקר" (בשווי של 4 מיליארדי דולרים). נוסף על כך התבצעו שתי עסקאות בהיקף של 0.7 מיליארד דולרים, שבהן נרכשו חברות פיננסיות של ניהול תיקים בידי תושבי חוץ, כתוצאה מהפרדת קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים.

ההשקעות הישירות בתאגידים הסחירים הסתכמו ב-0.7 מיליארד דולרים, לעומת היקף שיא של 1.4 מיליארדים אשתקד, תוצאת תהליכי ההפרטה של חברות סחירות. יש לציין את הריכוזיות בהשקעות הישירות של תושבי חוץ בחברות הישראליות הסחירות: כשני שלישים מהן מרוכזות בשש חברות ישראליות בלבד מענפי הפיננסים, התקשורת, הנדל"ן והכימיה. חלקם של בעלי העניין הזרים בסך שווי השוק של הבורסה בתל אביב עלה בכאחוז והגיע בסוף שנת 2006 לכ-5.5 אחוזים.

השנה נמשכה היציבות היחסית בהשקעות הישירות האחרות, שבראייה ארוכת טווח אינן תנודתיות - ההשקעות בחברות הזנק (חלק מההשקעות בתאגידים הלא-סחירים), בנדל"ן וברווחים הצבורים של חברות ישראליות לא-סחירות הנשלטות על ידי תושבי חוץ. ההשקעות הישירות בחברות הזנק הסתכמו השנה בכ-0.85 מיליארד דולרים, בדומה להיקפן בשנים האחרונות. גם היקף ההון הפנוי להשקעה - שהוא היקף ההשקעות שמחויבים לו המשקיעים בקרנות - יציב ועמד בסוף 2006 על כ-1.3 מיליארדי דולרים. ההשקעות בנדל"ן בישראל המשיכו לגדול גם השנה, והגיעו להיקף שיא של 1.4 מיליארדים. מגמת ההשקעות

גם השנה ענפי
הטכנולוגיה העילית היו
היעד העיקרי להשקעות
הישירות.

²⁶ את ההשפעה ההשקעות הישירות על ההשקעה המקומית נהוג לסווג לשני מצבים קיצוניים: השקעה ישירה עשויה לרחוק ולהחליף השקעה מקומית (crowding out), או להתווסף להשקעה המקומית (crowding in); זאת בהתאם לסביבה הכלכלית במדינה המארחת.

²⁷ י' הכט, א' רוזין ונ' שנער, יחסי גומלין בין תנועות הון נכנסות להשקעה מקומית וצמיחה, סוגיות במטבע חוץ 2003.

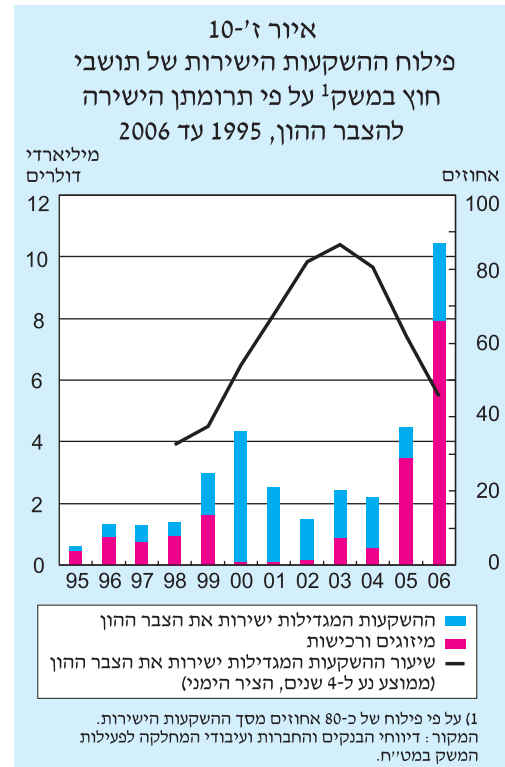
²⁸ ברוב המשקים המתפתחים ההשקעות הישירות מרוכזות במשאבים טבעיים ובמגזר השירותים, בעיקר הפיננסיים. World Investment Report 2006.

בנדל"ן החלה ב-2003, ומסתכמת מאז בכ-4 מיליארדי דולרים.

את ההשקעות הישירות מקובל לסווג לשני סוגים על פי השפעתן הישירה על הצבר ההון במדינה המושקעת: א. השקעות ישירות הכרוכות בהצבר ההון ישיר, הכוללות מיזמים חדשים (Green-Field), רווחים צבורים, השקעות בחברות הזנק²⁹, והנפקות פרטיות (Extension of Capacity). ב. השקעות שלא מתבטאות בגידול ישיר של הצבר ההון, ומבוצעות תוך העברת בעלות (מיזוגים ורכישות - M&A). כללית על פי מחקרים אמפיריים בעולם³⁰ השקעות הכרוכות בהצבר ההון ישיר נחשבות לעדיפות, משום שהתרומה של העברת בעלות להשקעות במשק אינה חד-משמעית. העברת בעלות עשויה להגדיל בעקיפין את ההשקעה, וזאת באמצעות כמה ערוצים - דרך יצירת גישה של הפירמה הנרכשת למקורות מימון זרים למימון רכישת

הון נוסף, דרך השקעות נוספות בהון לשיפור ושדרוג יכולת הייצור שנרכשה, או דרך השקעה מחדש של תמורות המכירה באופן יעיל יותר. מלבד זאת ייתכן כי ההשקעה הישירה באמצעות העברת בעלות תממן הוצאה שוטפת ולא השקעה פיזית. מכל מקום עיקר החסרונות באים לידי ביטוי בטווח הקצר, ואילו בטווח הארוך ההבדלים בין סוגי ההשקעות מטשטשים, משום שלשניהם השפעות עקיפות, כשיפורים בטכנולוגיה, בפריון, בניהול ובגישה למימון.

בחינה ארוכת טווח של התפלגות ההשקעות הישירות לפי תרומתן להצבר ההון³¹ (איור ז'-10) מעלה כי ניתן לחלק את התקופה 1995-2006 לשתי תקופות משנה השונות זו מזו בהרכב ההשקעות: התקופה הראשונה, 1995-1999, התאפיינה בהיקפים נמוכים של השקעות ישירות, שההשקעות באמצעות M&A היו הדומיננטיות בהן, והתקופה השנייה 2000-2006, התאפיינה בהיקפים גדולים של השקעות ישירות, תוך גידול משקלן של השקעות המגדילות ישירות את הצבר ההון. השוני בין שתי התקופות נובע ישירות מהתרחבות מגזר הטכנולוגיה העילית במשק הישראלי, אשר גררה כמה התפתחויות: הזרמת הון מצד תושבי החוץ, לצורך הרחבת יכולת הייצור של החברות הישראליות; השקעות בהיקף יציב בחברות הזנק (בממוצע כ-0.8 מיליארד דולרים בשנה) ורווחיות גבוהה של החברות בענפי הטכנולוגיה העילית. בחינה של התפתחות שיעור ההשקעות בעלות



התרחבות ענפי
הטכנולוגיה העילית
תמכה בעליית ההשקעות
הישירות התורמות באופן
ישיר להצבר ההון במשק.

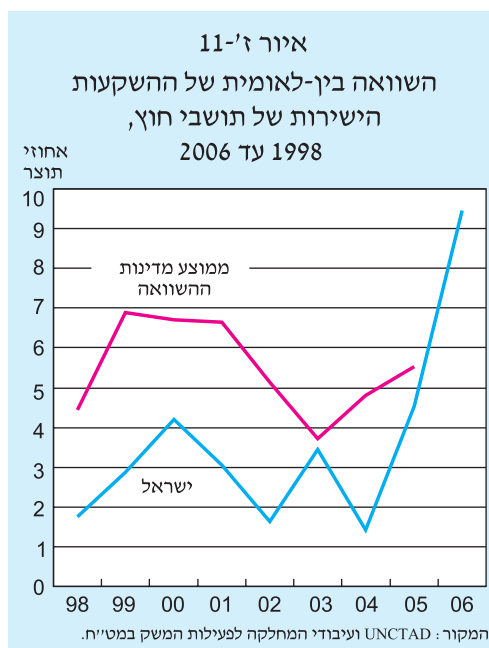
²⁹ על פי נתוני החשבונאות הלאומית ערך התפוקה שטרם נמכרה בחברות הזנק, שהוא השינוי במלאי (זרם ההשקעה הגולמית), נאמד על פי נתוני ההשקעות נטו בחברות הון-סיכון. משמע שבמקרה זה הקשר בין ההשקעה הישירה להשקעה המקומית הגולמית הוא אחד לאחד.

³⁰ C.A. calderon and al., nctad 2000 ; World bank 2004.

³¹ על פי פילוח 80 אחוזים מסך ההשקעות במהלך 1995-2006.

התרומה הישירה להצבר ההון בסך ההשקעות (ממוצע נע 4 שנים) מצביעה על עליית שיעורן עד 2004 ועל ירידתו בשנתיים האחרונות, בעיקר על רקע תהליכי ההפרטה.

מגמת הגידול של ההשקעות הישירות בשנים האחרונות בישראל נתמכת במגמה גלובלית ארוכת טווח של השקעות ישירות במשקים מתעוררים (החל מ-2003) - על רקע השיפור בתנאי היסוד במשקים אלו, רפורמות מבניות, עליית מחירי הסחורות והצמיחה העולמית. השוואה בין-לאומית של היקף ההשקעות הישירות (באחוזי תוצר) בישראל ביחס למדינות הדומות לה בתוצר לנפש וברמת הטכנולוגיה³² (איור ז'-11) מלמדת כי הממוצע ארוך הטווח (1998-2005) של שיעור ההשקעות הישירות בישראל נמוך מאשר במדינות ההשוואה (3 אחוזים לעומת ממוצע של



בפרספקטיבה ארוכת טווח ההשקעות הישירות בישראל נמוכות מאשר במדינות הדומות לה.

כ-5.2 אחוזים). ייתכן כי הבדל זה נובע מהחסרונות המבניים של המשק הישראלי ביחס למשקים מתעוררים אחרים - חסרונות הנעוצים בתהליכי הפרטה מצומצמים יחסית, בחוסר משאבים טבעיים, בהעדר כוח עבודה זול וברחוק גיאוגרפי מהמדינות המשקיעות. ואולם, בשנתיים האחרונות, הביאו גורמים מקומיים - ובראשם התבססות תנאי יסוד חיוביים לצד תהליכי ההפרטה - לגידול היקפן של ההשקעות הישירות בישראל, כך שמשקל ההשקעות הישירות בתוצר עלה ב-2006 ל-10.8 אחוזים. יתר על כן, שיעור ההשקעות בישראל מסך ההשקעות הישירות בכל המשקים המתעוררים³³ עלה במהלך השנתיים האחרונות ל-6 אחוזים - מעל לממוצע ארוך הטווח, העומד על 3 אחוזים - ועליותו ביטאה שיפור בכושרה של ישראל להתחרות על ההשקעות הישירות³⁴.

ההשקעות בתיק ניירות ערך למסחר (Portfolio Investment)

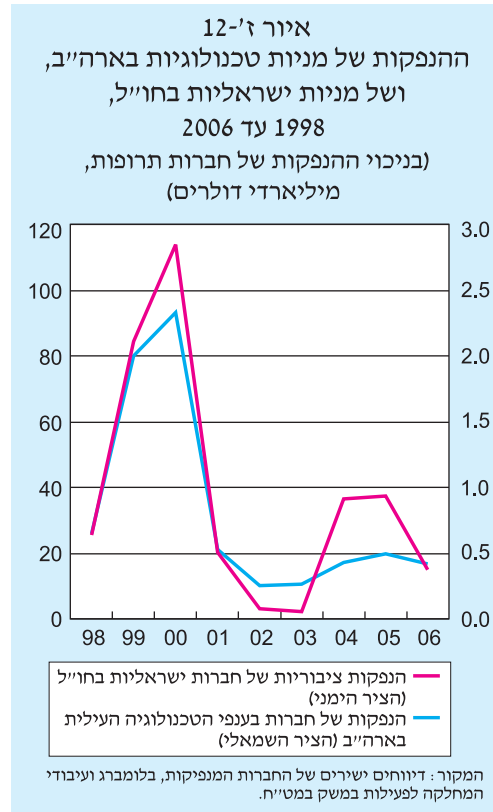
השקעות תושבי חוץ בתיק למסחר גדלו השנה והסתכמו גם הן בהיקף שיא של כ-8.6 מיליארדי דולרים, וזאת לעומת 4.6 מיליארדים אשתקד. רוב ההשקעות נבעו מהנפקות של חברה ישראלית גדולה לצורך מימון השקעה ישירה ומהשקעות של תושבי חוץ באיגרות חוב ממשלתיות. כנגד זאת נמשכה הירידה בהיקף ההנפקות של החברות הישראליות בחו"ל, והיקף ההשקעות בשוק המשני - בייחוד בבורסה בתל אביב - ירד ירידה חדה.

³² ראו הערה 17 לעיל.

³³ ביטוי לכושר התחרות של המשק. קבוצת המדינות המתעוררות מכילה 31 מדינות (על פי הגדרת IIF).

³⁴ גם מדד של האו"ם, המדרג את המדינות לפי היקף קליטת ההשקעות הישירות (על פי מדידה של היחס בין חלקה של המדינה בסך זרמי ההשקעות הישירות הנכנסות בעולם לבין חלקה בתוצר המקומי הגלובלי). מראה שב-2005 (ממוצע נע של שלוש שנים אחרונות) השתפר הדירוג של ישראל (ירידה למיקום ה-63 מהמיקום ה-85) לעומת עלייה במדינות ההשוואה המתפתחות (מ-50 ל-57).

השנה נמשכה הירידה
בהיקף ההנפקות
בחוו"ל, במקביל להאטה
בהנפקות של חברות
טכנולוגיה בארה"ב.



השנה נמשכה הירידה בהיקף ההנפקות בחוו"ל, והן הסתכמו בהיקף זעום³⁵ (בניכוי הנפקות של חברות ישראליות גדולה: 5.5 מיליארדי דולרים במניות ו-2.6 מיליארדים באיגרות חוב). ההאטה הניכרת בהיקף ההנפקות עולה בקנה אחד עם הירידה בהנפקות הראשוניות של חברות טכנולוגיה בארה"ב³⁶ (איור ז'-12). חולשת שוק ההנפקות נובעת משני גורמים: (א) תקנות חשבונאיות מחמירות בארה"ב ("Sarbanes-Oxley"), שהביאו להגברת הדרישות מחברות ציבוריות, והקטינו את ההתאמה של חברות ישראליות בשל ההוצאות גדולות; (ב) המשך החולשה של שוק המניות (בורסת הנאסד"ק), שהוא יעד עיקרי להנפקות של חברות מענפי הטכנולוגיה העילית. גורמים חיצוניים אלו הניעו חלק מהחברות להנפיק בבורסות קטנות בעולם (AIM ו-OPAX).

השנה מימשו תושבי חוץ מניות בתיק למסחר בבורסה בתל אביב (0.15 מיליארד

דולרים), לעומת השקעות בהיקף שיא אשתקד (2.1 מיליארדים); (איור ז'-9). תושבי חוץ פעילים בבורסה בעוצמות גבוהות החל מסוף 2004, ומשקלם בסחורה "הצפה" עמד בסוף 2006 על 13.5 אחוזים. פעילותם מתרכזת במניות בעלות נזילות גבוהה: 86 אחוזים מיתרת תיק המניות בסוף שנת 2006, המוערך בכ-10.5 מיליארדי דולרים מושקעים במניות בודדות הנכללות במדד המעו"ף, ו-60 אחוזים מהתיק מוחזקים בידי קרנות השקעה ואינדקסים של שווקים מתעוררים.

ההשקעות בישראל נובעות בראש ובראשונה ממגמות גלובליות בתנועות ההון למשקים מתעוררים. בבחינה ארוכת טווח (איור ז'-13) ניתן לראות מיתאם בין השקעות המשקיעים הזרים במניות ישראליות לכלל ההשקעות במניות של משקים מתעוררים³⁷. אולם השנה, על רקע השפעות מקומיות, פחתה עוצמת השפעתן של המגמות הגלובליות על המשק: בתחילת השנה ההשקעות בישראל היו בהיקפים נמוכים יחסית, על רקע השפעות מקומיות גיאוגרפיות שליליות. גם יציאת ההון המאסיבית במאי ויוני, על רקע חששות מהאטה במשקים המתעוררים, הייתה פחותה בהשוואה לכלל המשקים המתעוררים, כתוצאה

³⁵ סכום זה אינו כולל את ההנפקות שביצעו החברות הסמי-ישראליות - חברות הנתפסות כחברות ישראליות או קשורות לישראל אף שלפי הגדרת מאזן התשלומים הן נחשבות לחברות זרות. הנפקות אלו הסתכמו השנה בכ-2.7 מיליארדי דולרים, פי שניים מאשר בשנה הקודמת.

³⁶ ההאטה בשוק ההנפקות תמכה במגמה של מיוזגים ורכישות, שהם תחליף להנפקות.

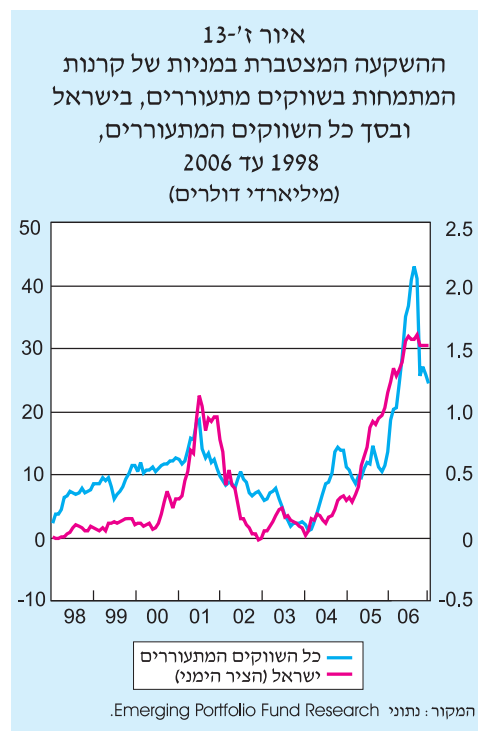
³⁷ 550 קרנות השקעה המתמחות בהשקעות במניות בשווקים מתעוררים, בעלות נכסים בשווי של כ-220 מיליארדי דולרים. יתרת ההשקעות של קרנות אלו במניות ישראליות עמדה בסוף שנת 2006 על 3 מיליארדי דולרים. לשם השוואה: זהו שליש מתיק ההשקעות הפיננסיות של תושבי חוץ במניות בבורסה בתל אביב.

השנה, על רקע השפעות
מקומיות, פחתה עוצמת
השפעתן של המגמות
הגלובליות בתנועות ההון
הפיננסיות אל המשק.

ממיעוט ההשקעות היחסי בתחילת השנה ועקב הערכתם כי המניות הישראליות יציבות יחסית ומאופיינות בדפנסיביות³⁸.

כושרו של המשק הישראלי להתחרות על ההשקעות הפיננסיות והאטרקטיביות היחסית שלו משתקפים במשקל יתרת ההשקעות-בישראל של קרנות ההשקעה המתמחות בהשקעה במשקים מתעוררים בסך ההשקעה של קרנות אלה במניות של משקים מתעוררים (איור ז'-14). בטווח הארוך משקל המניות הישראליות בסך תיק הנכסים של קרנות ההשקעה הוא כאחוז. ניתן לראות כי בשנת 2004 החלה מגמת שיפור באטרקטיביות היחסית של המניות הישראליות, עם השיפור במשתנים הבסיסיים של המשק, וכי זו נקטעה בתחילת 2006 על רקע האירועים הגיאופוליטיים המקומיים.

ההשקעות של תושבי חוץ באיגרות חוב הנסחרות בבורסה בתל אביב הסתכמו השנה בהיקף שיא של 2.2 מיליארדי דולרים, לעומת השקעות זניחות בשנים האחרונות. רובן ככולן התרכזו ברביע האחרון של השנה, עם תחילת פעילותם של תושבי חוץ כעושי שוק באיגרות החוב הממשלתיות. (להרחבה בנושא זה ראו פרק ד'-3 השווקים הפיננסיים - וכן תיבה 1 שם). כתוצאה מכך משקל החזקותיהם של תושבי חוץ באיגרות חוב שקליות (כולל מק"ם) עלה מ-1.3 אחוזים ערב הרפורמה ל-3.7 אחוזים בסוף השנה. בטווח הארוך ניתן לצפות לשיעורי החזקה גבוהים יותר, שכן שיעור ההחזקה הממוצע של זרים באיגרות חוב בשווקים מתעוררים, שברובם פעילים עושי שוק זרים בשוק איגרות החוב, עומד על כ-13 אחוזים³⁹.



³⁸ הערכת שוק המניות הישראלי כדפנסיבי משותפת למרבית הבנקים הזרים. המשמעות היא כי כאשר מדד המניות בשווקים המתעוררים עולה בשיעור מסוים, שיעור העלייה של המדד הישראלי נמוך יחסית. הדבר נכון גם לגבי ירידות מחירים.

³⁹ IMF. *Global Financial Stability Report*, April 2006

ההשקעות האחרות (Other Investment)

ההשקעות האחרות של תושבי חוץ - פיקדונות בשקלים ובמט"ח בבנקים בארץ, מתן אשראי ישיר ואשראי מסחרי - הסתכמו השנה בכ-1.8 מיליארדי דולרים, לעומת 0.6 מיליארד אשתקד. עיקר הגידול נרשם בפיקדונות של תושבי חוץ (פת"ח) - 1.5 מיליארדי דולרים, לעומת 0.3 מיליארד אשתקד, תוצאת האטרקטיביות של הפיקדונות בבנקים, יחסית להשקעה באיגרות חוב, לנוכח אי-וודאות לגבי התפתחות התשואות של איגרות החוב בחו"ל.

ג. ההשקעות של תושבי ישראל בחוץ לארץ

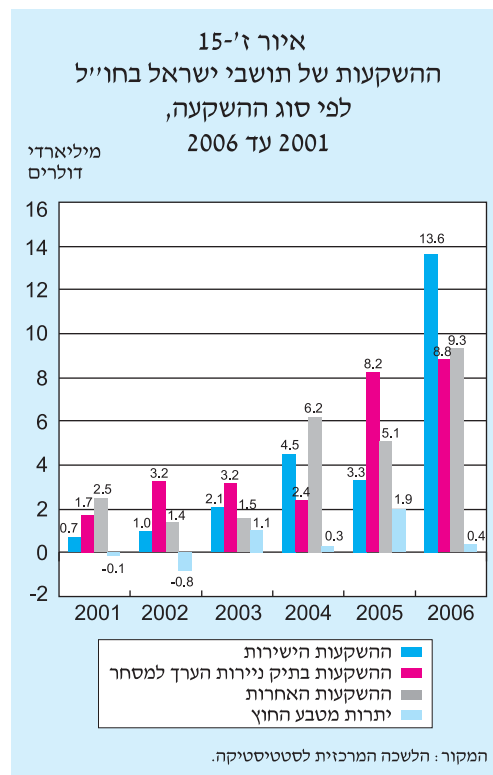
ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל (לרבות השקעות הממשלה ובנק ישראל) - מניות, אג"ח, נדל"ן, אשראי, פיקדונות, ויתרות מטבע החוץ - הסתכמו בהיקף שיא של כ-32.1 מיליארדי דולרים, לעומת 18.5 מיליארדים אשתקד (איור ז'-2). עיקר השינוי נבע מגידול של ההשקעות הישירות בחו"ל ושל פיקדונות המגזר הפרטי בחו"ל, ואילו ההשקעות באיגרות חוב זרות פחתו.

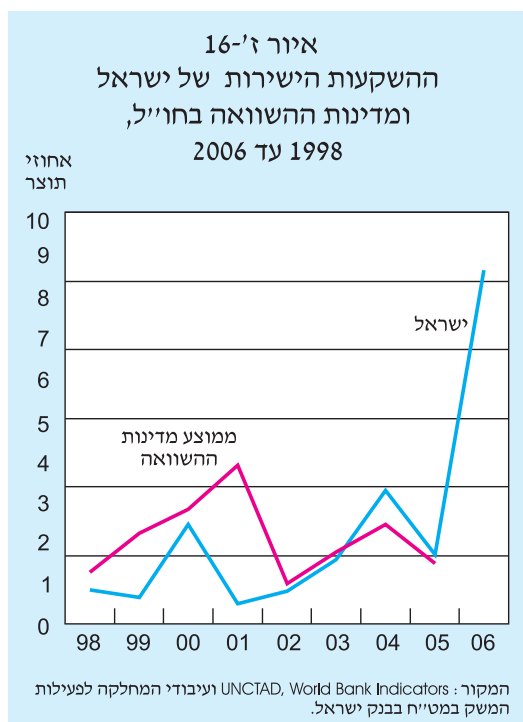
העלייה בתמורות היצוא, הצמצום בפער הריביות מול חו"ל והיחלשות הדולר פעלו להגדלת היקף ההשקעות של המגזר העסקי בחו"ל.

ההתפתחויות בהיקף השקעותיהם של תושבי ישראל בחו"ל בתיק ניירות הערך ובהשקעות האחרות, וכן בתמהיל ההשקעות התחליפיות בחו"ל נגזרו השנה בעיקר מההתפתחויות הגלובליות. כמה התפתחויות גלובליות פעלו להגדלת היקף ההשקעות של המגזר העסקי בחו"ל - התרחבות הסחר פעלה להגדלת תמורות היצוא; הצמצום בפער הריביות מול חו"ל והיחלשות הדולר תמכו בפירעונות אשראי. השפעות אלו הגדילו את המקורות במטבע חוץ של המגזר העסקי ואת עודף המקורות של הבנקים, ואלה הופנו לפיקדונות ולהשקעות באיגרות חוב בחו"ל. כנגד זאת פעלו הירידות החדות של מדדי המניות בשווקים המתעוררים במאי-יוני להאטת קצב ההשקעות של המוסדיים בחו"ל ולמימושים של משקי הבית. תמהיל ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל הושפע מחוסר הוודאות לגבי התפתחות התשואות בחו"ל ומרמותיהן הנמוכה של התשואות הארוכות שם. כאפיקים חלופיים להשקעות באיגרות חוב העדיפו הבנקים והמגזר העסקי פיקדונות, והמוסדיים העדיפו להשקיע במניות.

ההשקעות הישירות בחוץ לארץ

ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחו"ל הסתכמו בשנת 2006 ב-13.6 מיליארדי דולרים, לעומת כ-3.3 מיליארדים אשתקד. בניכוי העסקאות של חברה ישראלית גדולה נרשמה השנה יציבות בהשקעות הישירות. בדומה לשנים הקודמות רוב ההשקעות





הישירות בחו"ל התבצעו על ידי חברות מענפי הטכנולוגיה העילית; השנה נמשכו ההשקעות של חברות ישראליות בנדל"ן⁴⁰ (0.5 מיליארד לעומת 0.35 מיליארד אשתקד).

ההשקעות הישירות של המגזר העסקי בחו"ל נתמכות בתהליכי הגלובליזציה: חברות ישראליות משתמשות בעודפי הנזילות שלהן כדי להתרחב ולרכוש מערכות שיווק וייצור בחו"ל. מהשוואת היקף ההשקעות הישירות באחוזי תוצר ביחס למדינות ההשוואה⁴¹ (איור ז'16-1) נמצא כי במוצע (2005-1998) שיעור ההשקעות הישירות היוצאות מהמשק אמנם נמוך מעט ביחס למדינות ההשוואה (כ-1.6 אחוזים לעומת כ-2.5 אחוזים במדינות ההשוואה), אך הוא הולך ועולה מאז שנת 2001. התפתחות זו היא חלק

ההשקעות הישירות של המגזר העסקי בחו"ל נתמכות בתהליכי הגלובליזציה, בדומה למגמה בהשקעות הישירות של חברות רב-לאומיות ממדינות מתפתחות.

ממגמה בהשקעות הישירות של חברות רב-לאומיות ממדינות מתפתחות, שהפכו בשנים האחרונות לשחקניות גלובליות⁴². ההשקעות הישירות נחוצות להתמודדות בתחרות בשוק הגלובלי, שכן הן מגבירות את הקשר למשאבים החיוניים לתחרות הגלובלית, כגון מערכות ייצור, שווקים פיננסיים והון זר, וכן לטכנולוגיה ולכוח עבודה.

ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר

זרם ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר בחו"ל הסתכם השנה בהיקף שיא של כ-8.8 מיליארדי דולרים, לעומת 8.2 מיליארדים אשתקד. בניגוד לשנה הקודמת רוב ההשקעות נרשמו במניות (5.1 מיליארדים) והיו בעיקרן השקעות של המוסדיים, בעוד שזרם ההשקעות באיגרות חוב הסתכם בכ-3.6 מיליארדים בלבד (לעומת 4.6 אשתקד). ועיקרו השקעות של הבנקים והמגזר העסקי. הירידה בזרם ההשקעות באיגרות חוב התרחשה בקרב המשקיעים המוסדיים, על רקע אי-וודאות בשווקים לגבי התפתחות התשואות של איגרות החוב ורמתן הנמוכה של התשואות על פי תפיסתם.

למשקיעים המוסדיים - קופות הגמל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח - אסטרטגיה ארוכת טווח לפיזור גלובלי של תיקי הנכסים, שמיומשה התאפשר הודות להשוואת שיעורי המס על ניירות ערך מקומיים וזרים החל משנת 2005, ולשינויים רגולטוריים בענף⁴³. כתוצאה

המשקיעים המוסדיים הקטינו את זרם השקעותיהם באיגרות חוב זרות, על רקע אי-וודאות גבוהה לגבי התפתחות התשואות.

⁴⁰ על פי הסיווג הענפי של החברה המשקיעה, שכן חברות מענף הנדל"ן אינן נוהגות להשקיע בפעילות שאינה נדל"ן. לאפיון פעילות זו ראה הפרק המקביל בדוח בנק ישראל הקודם.

⁴¹ ראו הערה 17 לעיל.

⁴² World Investment Report 2006, FDI from developing and transition economies: implication for development.

⁴³ ההיתר שניתן לקרנות פנסיה ותיקות להשקיע בחו"ל (מסוף 2005), ורכישת קופות הגמל על ידי חברות הביטוח, שלהן ניסיון עשיר יותר בפעילות בחו"ל, שכן הן משקיעות שם מאז שנת 2001.

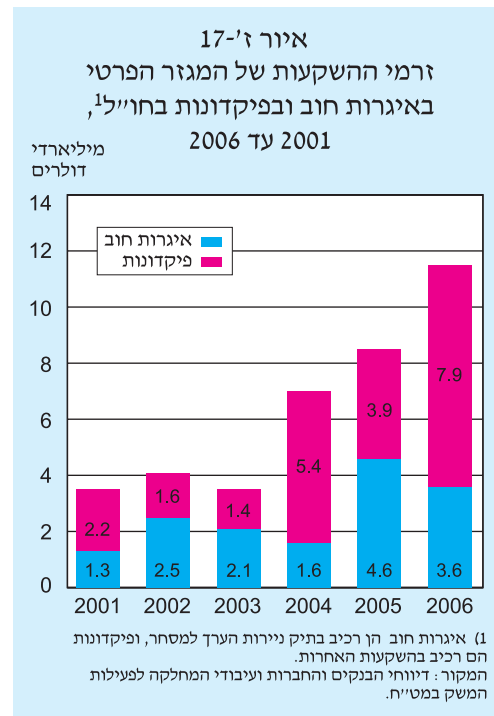
ירידות השערים
בשווקים המתעוררים
במאי-יוני גרמו להאטת
קצב ההשקעות של
המוסדיים ולתהליך
של פדיונות מקרנות
הנאמנות.

מרפורמות אלו, שיעור ההשקעה של המוסדיים בנכסים זרים בסך נכסיהם הואץ בשנתיים האחרונות, ועמד בסוף 2006 על כ-8.5 אחוזים, לעומת 2.5 אחוזים ערב הרפורמה. (ראו איור ד'-11 בפרק ד'). עם זאת שיעור זה נמוך משיעור ההשקעות הזרות של משקיעים מוסדיים⁴⁴ במדינות דומות (25 אחוזים). זרם ההשקעות של המשקיעים המוסדיים בחו"ל הסתכם השנה בכ-3.3 מיליארדי דולרים, בדומה להיקפן בשנה הקודמת. ואולם, בניגוד לאשתקד רוב ההשקעות התרכזו במניות ובהשקעות אלטרנטיביות⁴⁵. קצב ההשקעות לא היה אחיד על פני השנה, והושפע מהתפתחויות בשווקים הפיננסיים. מגמת הייסוף מאפריל, שהסבה למשקיעים המוסדיים הפסדים במונחי שקלים, והנפילות בשווקים המתעוררים במאי ויוני גרמו להאטת קצב ההשקעות ברביע השלישי, ואילו ברביע האחרון התחדשו ההשקעות.

משקי הבית משקיעים בחו"ל בעיקר במניות זרות באמצעות קרנות נאמנות ותעודות סל⁴⁶. השנה הם השקיעו במניות זרות כ-1.3 מיליארדי דולרים, בדומה לאשתקד. פעילותם באפיק זה לא הייתה אחידה, והושפעה גם היא מהמגמות בשווקים הפיננסיים: ירידת השערים בשוקי המניות בשווקים המתעוררים במאי-יוני, והתחזקות השקל הניעו תהליך של פדיונות מקרנות הנאמנות, שנמשך עד סוף השנה.

ההשקעות האחרות

ההשקעות האחרות של המגזר הפרטי (ללא הממשלה) הסתכמו בכ-9.7 מיליארדי דולרים, לעומת 6.4 מיליארדים אשתקד, תוך שינוי בהרכב ההשקעות. סך האשראי לתושבי חוץ ירד, והפיקדונות בחו"ל גדלו בהיקף ניכר (איור ז'-17). רוב ההפקדות (כ-6.3 מיליארדים) בוצעו על ידי הבנקים, על רקע עודפי מקורות במטבע חוץ. עודפים אלו נבעו השנה מההפקדות של המגזר העסקי, על רקע עלייה בתמורות היצוא, מפיקדונות של משקי הבית ומפירעונות אשראי של המגזר העסקי, לנוכח רמתו הנמוכה של שער החליפין והצטמצמות פער הריביות, ומפיקדונות של תושבי חוץ. פיקדונות המגזר העסקי בחו"ל גדלו השנה, הודות להפקדת תמורות המכירה של חברה ישראלית גדולה בחו"ל.



הבנקים השקיעו בחו"ל את עודפי המקורות במטבע חוץ שנוצרו מעלייה בתמורות היצוא, מפיקדונות ומפירעונות אשראי.

⁴⁴ להרחבה בנושא התאמת תיק הנכסים של המוסדיים ראו תיבה ד'-3 בפרק ד'.

⁴⁵ קרנות גידור, קרנות השקעה פרטיות, מכשירים מובנים, ומכשירים פיננסיים לא-סחירים אחרים. התפתחות זו תואמת את המגמה בעולם, ונובעת מעליית החשיפה של המשקיעים המוסדיים לשווקים הגלובליים.

⁴⁶ 60 אחוזים מיתרת ההשקעות בתעודות סל על מדדי מניות בחו"ל מוחזקים על ידי משקי הבית. רוב ההחזקות (כ-63 אחוזים) הן בתעודות סל על מדדי בורסות במדינות מפותחות.

ד. מימון הגירעון בחשבון המסחרי ובחשבון ההכנסות וההתפתחויות העיקריות בחוב החיצוני

(1) מימון הגירעון

צורכי המימון⁴⁷ של המשק היו השנה נמוכים (0.7 מיליארד דולרים), הודות לצמצום ניכר של הגירעון בחשבון הסחורות, השירותים וההכנסות (גורמי הייצור), אשר הסתכם ב-0.6 מיליארד דולרים. מקורות המימון שאינם חוב העומדים לרשות המשק הם ההעברות השוטפות, העברות ההון ועודף ההשקעות נטו במכשירי הון (עודף ההשקעות הישירות והפיננסיות של תושבי חוץ בישראל על פני השקעות תושבי ישראל בחו"ל). ההעברות השוטפות וההון למשק הסתכמו בתקופה זו ב-8.4 מיליארדי דולרים, ועודף ההשקעות של תושבי חוץ נטו הסתכם ב-0.8 מיליארד דולרים; ועל כן סך עודף המקורות שאינם חוב על פני צורכי המימון הסתכם בתקופה הנסקרת ב-8.4 מיליארדי דולרים. עודף זה איפשר למשק להגדיל את עודף מכשירי החוב נטו (הלוואות ופיקדונות) מול חו"ל בהיקף של 8 מיליארדי דולרים. יחד עם הגידול ביתרות מטבע החוץ (0.4 מיליארד דולרים) והשפעת הפרשי השערים ורווחי ההון על שווי הנכסים, גדלה יתרת עודף הנכסים של המשק השנה ב-10.5 מיליארדים.

עודף מקורות המימון על צורכי המימון איפשר למשק להגדיל את עודף מכשירי החוב מול חו"ל.

(2) התפתחויות בחוב החיצוני

יתרת החוב החיצוני ברוטו של המשק הסתכמה בסוף 2006 בכ-83 מיליארדי דולרים. גידולה היה מתון ביחס לגידול הנכסים (מכשירי החוב) של המשק בחו"ל, כך שעודף הנכסים (מכשירי חוב) מול חו"ל המשיך לעלות, זו השנה החמישית ברציפות, ועמד בסופה על 31.7 מיליארדי דולרים⁴⁸. עודף הנכסים (מכשירי חוב) לזמן קצר הסתכם בסוף 2006 בכ-47 מיליארדי דולרים, גידול של כ-8.4 מיליארדים לעומת סוף 2005, בעיקר כתוצאה מעלייה בפיקדונות התאגידים והבנקים בחו"ל.

עודף הנכסים (מכשירי חוב) מול חו"ל המשיך לעלות, זו השנה החמישית ברציפות, ועמד בסופה על 31.7 מיליארדי דולרים.

משקל החוב הסחיר בסך החוב החיצוני ברוטו עלה בשנת 2006 לרמה של-34 אחוזים. זאת בעיקר כתוצאה מעלייה בהנפקות של איגרות חוב על ידי המגזר העסקי, ומעליית חלקן של הנפקות איגרות החוב הסחירות על ידי הממשלה. התפתחות זו מבטאת את המשך השתלבותו של המשק הישראלי בשווקים הפיננסיים הגלובליים, ומעידה על יכולתם של המגזרים השונים במשק לגייס חוב בחו"ל.

יתרת החוב החיצוני ברוטו של המגזר הציבורי עמדה בסוף 2006 על 33.5 מיליארדי דולרים - עלייה של כ-2 מיליארדים לעומת 2005. הממשלה היא הלווה העיקרי במגזר הציבורי, ומשקל חובותיה בסך החוב ברוטו של המשק היה השנה 40 אחוזים. במהלך 2006 גייסה הממשלה חוב באמצעות הנפקת איגרות חוב (סחירות ולא-סחירות) בחו"ל בסך של 2.7 מיליארדי דולרים, ופרעה איגרות חוב בסך 3.1 מיליארדים. תשלומי הריבית של הממשלה הסתכמו בשנת 2006 בכ-1.5 מיליארדים. תושבי חוץ רכשו (נטו) במהלך 2006 איגרות חוב ממשלתיות שקליות בסך של כ-2.2 מיליארדי דולרים, בעיקר במסגרת

⁴⁷ הגירעון הטעון מימון של המשק הוא הגירעון בחשבון הסחורות, השירותים וההכנסות, בניכוי הפרשים הסטטיסטיים. הפרשים אלו משקפים טעויות מדידה הן בחשבון השוטף והן בחשבון הפיננסי.

⁴⁸ עם זאת יש להזכיר שבמידת סך ההתחייבויות והנכסים - הן במכשירי ההון והן במכשירי החוב (IIP) - יש למשק עודף התחייבויות, שגם הוא במגמת שיפור, ובסוף 2006 הוא עמד על כ-13.3 מיליארדי דולרים.

רפורמת עושי השוק. נכסי הרזרבות הסתכמו בסוף 2006 ב-29 מיליארדי דולרים - גידול של כמיליארד במהלך 2006.

יתרת החוב החיצוני ברוטו של המגזר הפרטי הלא-בנקאי הסתכמה בסוף 2006 ב-24.5 מיליארדי דולרים - עלייה של כ-20 אחוזים לעומת סוף שנת 2005, הנובעת ברובה מהנפקת איגרות חוב של חברה גדולה בחו"ל.

לוח ז'-7

החוב החיצוני של המשק הישראלי - ברוטו ונטו

(יתרות, מיליארדי דולרים)

31.12.06	31.12.05	31.12.04	31.12.03	
החוב החיצוני ברוטו של המשק לחוץ לארץ				
33.5	31.4	31.3	29.9	1. המגזר הציבורי
24.5	20.0	19.7	15.6	2. המגזר הפרטי הלא-בנקאי
25.0	23.2	24.0	24.7	3. מערכת הבנקאות
82.9	74.6	74.9	70.2	4. סך כל החוב החיצוני ברוטו (1+2+3)
נכסי המשק בחוץ לארץ (מכשירי החוב ויתרות המט"ח של בנק ישראל)				
29.7	29.0	29.3	28.5	5. המגזר הציבורי
50.1	40.8	35.1	30.6	6. המגזר הפרטי הלא-בנקאי
34.8	26.0	21.7	17.8	7. מערכת הבנקאות
114.7	95.8	86.1	76.8	8. סך כל נכסי המשק בחו"ל (5+6+7)
החוב החיצוני נטו של המשק לחוץ לארץ				
3.7	2.4	2.0	1.4	9. המגזר הציבורי (1-5)
-25.7	-20.8	-15.4	-15.0	10. המגזר הפרטי הלא-בנקאי (2-6)
-9.8	-2.8	2.3	7.0	11. מערכת הבנקאות (3-7)
-31.7	-21.2	-11.1	-6.6	12. החוב החיצוני נטו (4-8)
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.				

