

פרק ז'

מאזן התשלומים

- בשנת 2005 הסתכם העודף בחשבון השוטף ב-1.9 אחוזי תוצר - עלייה בהשוואה לשנים 2003 ו-2004.
- בפרספקטיבה של שלוש השנים האחרונות, המעבר לעודף בחשבון השוטף מבטא בעיקר שיפור בחשבון הסחורות והשירותים, וזאת למרות הרעה בתנאי הסחר.
- קצבי הצמיחה של היצוא והיבוא היו השנה נמוכים מאשר אשתקד, אף כי משקלם בתוצר המשיך לעלות. הירידה בקצב צמיחת הסחר העולמי האטה את צמיחת היצוא, ואילו היבוא הושפע מרמתו המפוחתת של שער החליפין הריאלי, מההרעה בתנאי הסחר ומההאטה ביצוא הסחורות, שחלק ניכר מגורמי הייצור שלו מיובאים.
- תהליך הגלובליזציה מוצא את ביטוי בהרכב המדינות שישראל סוחרת עמן. חלקן של המדינות הפחות עשירות עלה בחמש השנים האחרונות הן ביצוא והן ביבוא של ישראל. עליית חלקן של מדינות אלה, שבהן העבודה זולה יחסית, בולטת בענפים עתירי עבודה, אך עלה חלקן גם בענפים עתירי טכנולוגיה, שהם עתירי הון.
- החשבון הפיננסי של המשק הסתכם בשנת 2005 ביצוא הון נטו ניכר של כ-6.1 מיליארדי דולרים, תוצאת התרחבות גדולה בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל לסך של 16.9 מיליארדי דולרים, מעבר להתרחבות ההשקעות של תושבי חוץ במשק, לסך 10.8 מיליארדים.
- גידול ההשקעות של תושבי ישראל נבע בעיקרו מהאצת תהליך פיזור ההשקעות בחו"ל על ידי המשקיעים המוסדיים. גורם מרכזי נוסף היה פירעון אשראי במט"ח על ידי המגזר העסקי וגידול בפיקדונותיו, עם הצטמצמות פער הריביות מול חו"ל, שבעטיו מערכת הבנקאות העבירה מקורות לחו"ל.
- שני תהליכים מרכזיים עמדו ברקע ההתפתחויות בחשבון הפיננסי: פעילות הממשלה והחלטותיה, שהתבטאו בהפרטה בהיקף שיא, ורפורמות מבניות במיסוי ובשוק ההון; מגמות פיננסיות עולמיות ובראשן עליית התשואות לטווח קצר, שפעלה לגידול ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל, יציבות התשואות לטווח ארוך וגידול תנועות ההון למשקים מתעוררים, שתמכו בהמשך תנועות ההון של תושבי חוץ למשק.

1. ההתפתחויות העיקריות

בשנת 2005 הסתכם
העודף בחשבון השוטף
ב-1.9 אחוזי תוצר, עודף
גדול יותר מאשר בשנים
2003 ו-2004.

בשנת 2005 הסתכם העודף בחשבון השוטף ב-2.4 מיליארדי דולרים, שהם 1.9 אחוזי תוצר - עלייה בהשוואה לעודף של 1.6 אחוזי תוצר בשנת 2004 ועודף קטן יותר בשנת 2003 (לוח ז'-1). השיפור בחשבון השוטף השנה מבטא אי שינוי בחשבון הסחורות והשירותים - תוצאת שיפור בחשבון השירותים והרעה בחשבון הסחורות - ושיפור בחשבון ההכנסות, שמקורו

בעליית הריביות על הנכסים המוחזקים בידי ישראלים בחו"ל לעומת עלייה מצומצמת יותר של רווחי החברות הישראליות שבהן שותפים משקיעים תושבי חוץ.

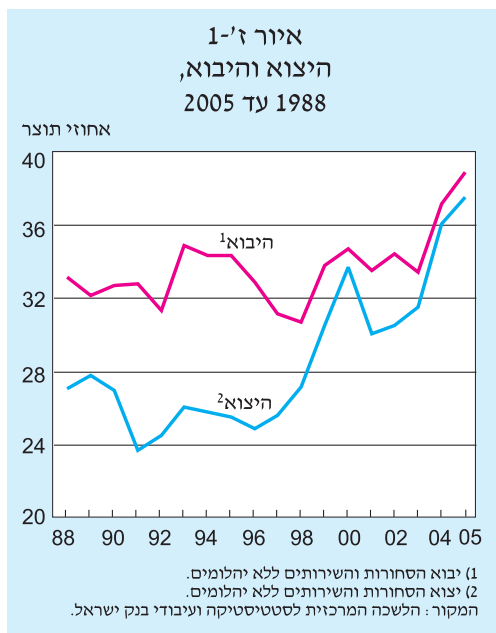
בפרספקטיבה ארוכת טווח - העודף בחשבון השוטף בשלוש השנים האחרונות הוא שינוי, לאחר גירעון ששרר כמעט לאורך כל שנות קיומה של המדינה. המעבר לעודף בחשבון השוטף מבטא בעיקר את השיפור בחשבון הסחורות והשירותים, וזאת למרות הרעה בתנאי הסחר: בכל אחת מהשנתיים האחרונות הסתכם הגירעון בחשבון הסחורות והשירותים בכ-0.7 מיליארד דולרים, לעומת גירעון ממוצע של כארבעה וחצי מיליארדים בשנים 1995 עד 2002. השיפור בחשבון הסחורות והשירותים הוא תוצאה של צמיחה מוטת יצוא בשנים 2003 ו-2004 תוך פיתוח ריאלי מתמשך.

מנקודת מבט של החיסכון וההשקעה, המעבר מגירעון לעודף בחשבון השוטף בשלוש השנים האחרונות הוא תוצאת שילוב של מגמת ירידה ממושכת בשיעור ההשקעה במשק ותנודתיות בשיעורי החיסכון וההשקעה, הקשורה לרמת הפעילות במשק בשלוש השנים האלה. בשנים 2003 עד 2005 עמד שיעור ההשקעה הגולמית בתוצר במוצע על 16.5 אחוזים בלבד - 6 נקודות אחוז פחות מהממוצע במחצית השנייה של שנות התשעים - ואילו שיעור החיסכון הלאומי ירד ב-1.5 נקודות אחוז בלבד. עם זאת מהתבוננות ברכיבי ההשקעה העיקריים - מכונות וציוד, מבנים לא למגורים, ודיר - נראה כי רמת ההשקעה כאחוז מהתוצר ב-2005 הייתה נמוכה, וכי בטווח הארוך היא צפויה להיות גבוהה מעט יותר (תיבה ב'-1, לוח נ'-ב'-17 בנספח). בהשוואה לשנת 2004 גידול העודף בחשבון השוטף השנה מבטא עלייה של 0.9 נקודת אחוז בשיעור ההשקעה הגולמית בתוצר ועלייה מעט גבוהה יותר בשיעור החיסכון. העלייה בהשקעה מבטאת עלייה במלאים, והעלייה בחיסכון מבטאת עלייה בחיסכון הציבורי, שקוזה חלקית על ידי ירידה בחיסכון הפרטי.

קצבי הצמיחה של היצוא והיבוא היו השנה נמוכים מאשר אשתקד. היצוא והיבוא של הסחורות והשירותים (ללא יהלומים) עלו כמותית בשיעורים של 6.6 ו-5.7 אחוזים, בהתאמה, לעומת 19.1 ו-11.8 בשנת 2004. למרות הירידה, קצבי הגידול של היצוא והיבוא היו גבוהים מזה של צמיחת התוצר, ומשקלותיהם בתוצר עלו (איור ז'-1). עליית משקל

בפרספקטיבה ארוכת טווח - העודף בחשבון השוטף בשלוש השנים האחרונות הוא שינוי, לאחר גירעון ששרר כמעט לאורך כל שנות קיומה של המדינה.

קצבי הצמיחה של היצוא והיבוא היו השנה נמוכים יחסית, אך גבוהים מזה של צמיחת התוצר, ומשקלותיהם בתוצר עלו.



היצוא בתוצר היא חלק ממגמה הנמשכת זה קרוב לעשור ומבטאת את פתיחותו של המשק והתמקצעותו בתחומים שבהם הוא נהנה מיתרון יחסי. בראשית שנות התשעים, עם בוא גל העלייה, שהגדיל את הביקושים המקומיים, ירד משקל היצוא בתוצר, אך בשנת 1998, עם מיצוי גל העלייה ובלימת מגמת הייסוף הריאלי, החלה עלייה של היצוא כאחוז מהתוצר. עליית משקל היבוא בתוצר בשנתיים האחרונות מבטאת בעיקר את עליית משקל יבוא הדלקים בתוצר כתוצאה מהעלייה החדה במחירים היחסי.

תהליך הגלובליזציה מוצא את ביטויו בהרכב המדינות שישראל סוחרת עמן. הן ביצוא והן ביבוא של ישראל עלה בחמש השנים האחרונות חלקן של מדינות פחות

לוח ז'-1
מאזן התשלומים, 1995 עד 2005
 (מיליארדי דולרים)

2005	2004	2003	2002 - 1999	1998-1995	
2.4	1.8	0.8	-1.5	-3.7	(1) החשבון השוטף
-4.0	-2.9	-3.1	-4.1	-5.8	חשבון הסחורות
39.7	36.5	30.1	28.1	21.8	יצוא הסחורות
-43.8	-39.5	-33.2	-32.2	-27.6	יבוא הסחורות
3.3	2.2	1.5	1.3	-0.3	חשבון השירותים
16.9	15.0	12.7	12.4	8.5	יצוא השירותים
-13.6	-12.8	-11.2	-11.2	-8.9	יבוא השירותים
-2.9	-3.7	-4.0	-5.2	-3.5	חשבון ההכנסות
-0.7	-1.7	-1.7	-2.4	-1.5	ההכנסות נטו מהשקעות ¹
4.1	2.7	2.6	2.7	1.8	הכנסות תושבי ישראל ²
-4.8	-4.4	-4.4	-5.1	-3.3	הכנסות תושבי חוץ ³
-2.2	-2.0	-2.3	-2.8	-2.0	התמורה נטו לעבודת שכירים
-2.0	-1.9	-2.1	-2.3	-1.6	מזה: תשלום לעובדים זרים
-0.3	-0.3	-0.3	-0.7	-0.6	תשלום לעובדים פלשתינאים
6.0	6.3	6.4	6.6	6.0	ההעברות השוטפות
0.5	0.5	0.5	0.5	0.7	(2) חשבון ההון נטו
-6.1	-3.4	-2.6	0.9	2.2	(3) החשבון הפיננסי ⁴
3.8	-1.7	1.8	1.9	0.6	ההשקעות הישירות נטו
-2.3	-3.4	-2.1	-1.5	-0.9	השקעות תושבי ישראל בחו"ל
6.1	1.7	3.9	3.4	1.5	השקעות תושבי חוץ בישראל
-3.1	3.7	-0.8	0.1	3.1	ההשקעות בתיק ניירות הערך
-7.8	-2.1	-2.6	-2.0	0.1	השקעות תושבי ישראל בחו"ל
4.7	5.8	1.8	2.1	3.0	השקעות תושבי חוץ בישראל
-4.9	-5.0	-2.5	-0.9	2.4	ההשקעות האחרות נטו
1.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	הממשלה
-5.2	-4.8	-1.8	0.9	1.1	הבנקים
-0.7	0.0	-0.6	-1.7	1.5	מגזרים אחרים
0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	ההשקעות במכשירים פיננסיים נגזרים
-1.9	-0.3	-1.1	-0.3	-3.9	השינוי ביתרות המט"ח ⁵
3.1	1.0	1.3	0.1	0.7	(4) הפרשים סטטיסטיים

(1) ההכנסות נטו מהשקעות כוללות תשלומים ותקבולים של ריבית על הלוואות, פיקדונות ואיגרות חוב, דיווידנדים ורווחים שלא חולקו.

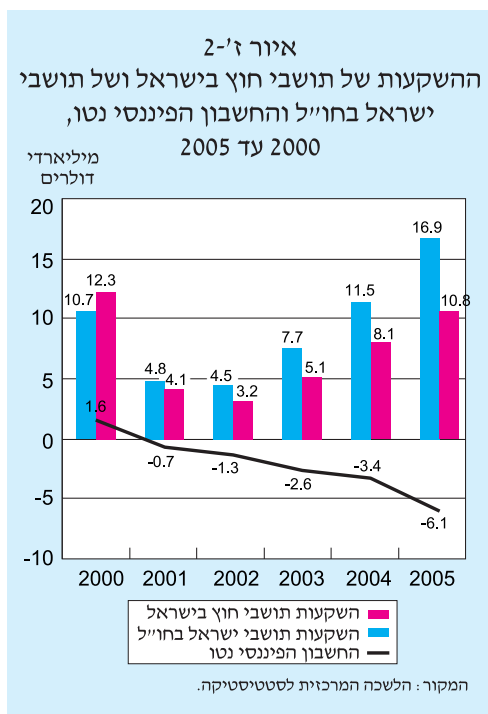
(2) הכנסות תושבי ישראל מהשקעות בחו"ל.

(3) הכנסות תושבי חוץ מהשקעות בישראל.

(4) סימן שלילי מבטא יצוא הון.

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

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.



עשירות. עליית חלקן של מדינות אלה, שבהן העבודה זולה יחסית, בולטת בענפים עתירי עבודה, אך עלה חלקן גם בענפים עתירי טכנולוגיה, שהם עתירי הון. הסיבה לכך היא שהשקעות הון של משקיעים זרים, המעוניינים ליהנות מעבודה זולה, באותן המדינות, הן שמאפשרות להן לייצר גם מוצרים עתירי הון שאינם דורשים הון אנושי גבוה. לעומת זאת, כצפוי, ההתרחבות של יבוא המוצרים עתירי הטכנולוגיה המבוססים על הון אנושי מהמדינות הפחות עשירות היא מצומצמת בלבד.

החשבון הפיננסי של המשק, שהוא ההשקעות של תושבי חוץ בו בניכוי השקעות תושבי ישראל בחו"ל, הסתכם בשנת 2005 ביצוא הון נטו של כ-6.1 מיליארדי דולרים. זה גידול ניכר לעומת יצוא הון נטו של 3.4 מיליארדים בשנת 2004, תוצאת התרחבות גדולה בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל

לסך של 16.9 מיליארדי דולרים, מעבר להתרחבות ההשקעות של תושבי חוץ במשק, לסך 10.8 מיליארדים (איור 2-2). גידול ההשקעות של תושבי ישראל הוא בעיקרו תוצאה מהתקדמות התהליך של הסרת חסמי ההשקעה בחו"ל, שעמדו בפני המשקיעים המוסדיים. סיבה נוספת לגידול ההשקעות היא העברת מקורות של מערכת הבנקאות לחו"ל. זאת כתוצר של פירעון אשראי במט"ח על ידי המגזר העסקי וגידול בפיקדונותיו, עם הצטמצמות פער הריביות מול חו"ל. רוב הגידול נרשם בהשקעות המגזר הפרטי באג"ח זרות. רמת ההשקעות של תושבי חוץ בישראל ב-2005 היא הגבוהה ביותר מאז שנת 2000. גידול ניכר נרשם בהשקעות הישירות במשק, בעיקר בזכות תהליך ההפרטה המואץ.

פעילות הממשלה והחלטותיה המשיכו השנה להשפיע בעוצמה על החשבון הפיננסי של המשק - בזכות צמצום הגירעון הממשלתי, הפרטה בהיקף שיא והשפעת רפורמות מבניות במיסוי ובשוק ההון. החשבון הפיננסי של המשק הושפע גם ממגמות פיננסיות עולמיות, ובראשן עליית התשואות לטווח קצר, שפעלה לגידול ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל, יציבות התשואות לטווח ארוך וגידול תנועות ההון למשקים מתעוררים, שתמכו בהמשך תנועות ההון של תושבי חוץ למשק.

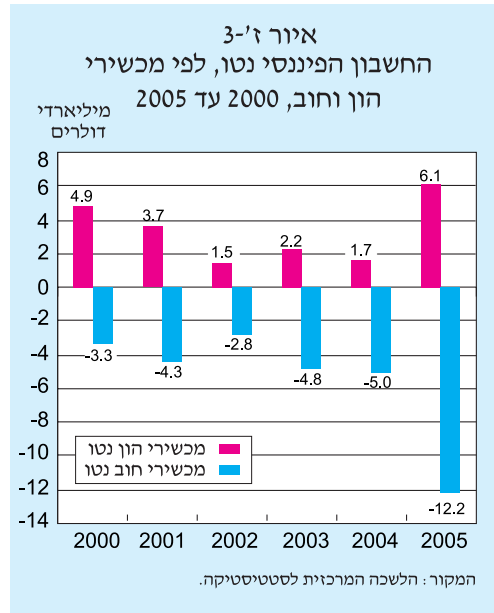
גידולו של יצוא ההון בחשבון הפיננסי נטו השנה הוא השתקפות של השיפור בחשבון השוטף. פילוח החשבון הפיננסי נטו לפי מכשירי השקעה (איור 2-3), מעלה שהשנה, כבעבר, נרשמו יבוא הון נטו במכשירי הון (כלומר במניות - ישירות ובתיק למסחר - ובנדל"ן) ויצוא הון נטו במכשירי חוב (כלומר בפיקדונות, באג"ח ובאשראי). גידול העודף בחשבון השוטף והתגברות ההשקעות של תושבי חוץ במכשירי הון התבטאו בגידול המקורות שהמגזר העסקי מעביר אל הבנקים. הבנקים מייצאים מקורות אלו לחו"ל במסגרת ניהול נזילותם, כמכשירי חוב¹.

תהליך הגלובליזציה מוצא את ביטויו בהרכב המדינות שישראל סוחרת עמן. הן ביצוא והן ביבוא של ישראל עלה בחמש השנים האחרונות חלקן של מדינות פחות עשירות.

גידול ההשקעות של תושבי ישראל הוא בעיקרו תוצאה מהתקדמות התהליך של הסרת חסמי ההשקעה בחו"ל, שעמדו בפני המשקיעים המוסדיים. גידול ניכר נרשם בהשקעות הישירות במשק, בעיקר בזכות תהליך ההפרטה המואץ.

החשבון הפיננסי הושפע בעיקר מפעולות הממשלה והחלטותיה וכן ממגמות פיננסיות עולמיות.

1 המגזר הבנקאי, על פי רוב, אינו משקיע במכשירי הון. חלק ממקורות אלה מועברים לחו"ל ישירות על ידי המגזר הפרטי הלא-בנקאי, הן כמכשירי הון והן כמכשירי חוב.



ההשקעות הישירות נטו הסתכמו השנה בכ-3.8 מיליארדי דולרים, לעומת מימוש של כ-1.7 מיליארדים ב-2004. בחינה ארוכת טווח לשנים 2000 עד 2005 מעלה כי המשק נהנה מהשקעות ישירות נטו בהיקף שנתי ממוצע של כ-1.6 מיליארדי דולרים, אך התנודתיות בין השנים גבוהה. השקעות ישירות נחשבות לצורת ההשקעה העדיפה למשק: הן פוריות יחסית לצורות השקעה אחרות; בעלות ערך מוסף גבוה למשק, הנובע למשל מהידע המועבר אליו באמצעותן - ידע תעשייתי וידע בניהול - ותורמות להרחבת רשת קשריו העסקיים; הן יציבות יחסית - בהיותן ארוכות טווח, והיכולת למשוך אותן בזמן קצר מוגבלת; נוסף על כך סיכוני ההשקעה שלהן מתחלקים עם חו"ל.

שער החליפין של השקל ביחס לדולר וביחס לסל נותר בממוצע בשנת 2005 ללא שינוי, אף כי במחצית השנייה של השנה נרשם פחות ביחס לראשונה. אחד הגורמים לפיחות השקל היה נטייה של תושבי ישראל לייצא הון - מעבר לביקוש להשקעה של תושבי חוץ במשק - שפעלה להחלשת השקל, וגברה במחצית השנייה של 2005 על התמיכה שהשקל קיבל מהעודף בחשבון השוטף. ניתוח מלא של מכלול הגורמים שפעלו על שער החליפין בתקופה הנסקרת ראו בסעיף שוק שקל-מט"ח, בפרק ד'.

2. החשבון השוטף

א. החשבון השוטף, שער החליפין הריאלי ותנאי הסחר

בשנת 2005 הסתכם העודף בחשבון השוטף ב-2.4 מיליארדי דולרים, שהם 1.9 אחוזי תוצר - שיפור לעומת עודף של 1.6 אחוזי תוצר בשנת 2004 ועודף קטן יותר בשנת 2003. השנה נשמרה יציבות בגירעון בחשבון הסחורות והשירותים, לאחר שנתיים של שיפור, ששיקף את היותה של הצמיחה באותן השנים מוטת יצוא. מקור העלייה בעודף בחשבון השוטף השנה הוא שיפור בחשבון ההכנסות - תוצאה של עלייה בריביות על הנכסים המוחזקים על ידי ישראלים בחו"ל ועלייה מצומצמת יותר ברווחי החברות הישראליות שבהן שותפים משקיעים תושבי חוץ.

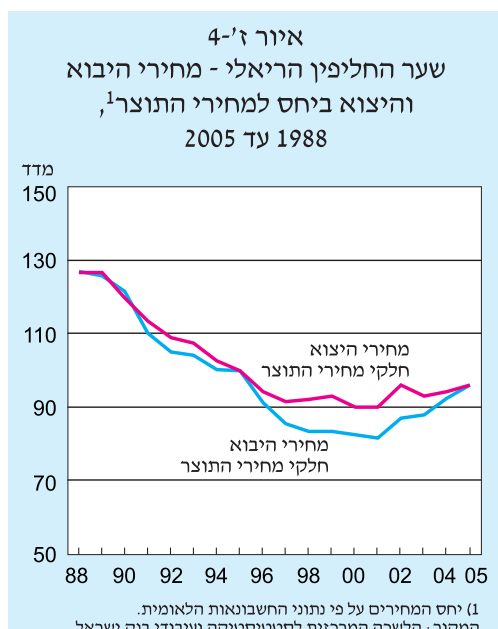
גידול העודף בחשבון השוטף השנה מסתיר שינוי שהתחולל בקצבי הגידול של היצוא והיבוא ובהשפעתם על הצמיחה: בשנת 2004 היצוא, שצמח כמותית (ללא יחידים) ביותר מ-19 אחוזים, היה הקטר של צמיחת התוצר העסקי, והיבוא (ללא יחידים) עלה ב-11.8 אחוזים; השנה הואטו קצבי הגידול הן של היצוא והן של היבוא - היצוא עלה ב-6.6 אחוזים, קצב דומה לזה של צמיחת התוצר העסקי והסחר העולמי. היבוא עלה בקצב מתון יותר של 5.7 אחוזים. הגורמים העיקריים שלחצו לעלייה מתונה בלבד ביבוא הם:

מקור השיפור בחשבון השוטף השנה הוא שיפור בחשבון ההכנסות.

השנה הואטו קצבי הגידול הן של היצוא והן של היבוא.

ההאטה ביצוא, ובפרט ביצוא הסחורות, שרכיב גבוה מהתשומות שלו מיובא, ההרעה בתנאי הסחר, שמשמעותה פגיעה בהכנסה הפנויה וביכולת לקנות מוצרי יבוא, ושער החליפין הריאלי המפוחת.

שער החליפין הריאלי, בהגדרתו על פי היחס שבין מחירי היבוא למחירי התוצר, פוחת השנה, בהמשך למגמה של שלוש השנים הקודמות, ופעל להאטה ביבוא. זאת בניגוד למגמת ייסוף ריאלי של כ-4 אחוזים בשנה, ששררה מאז המחצית השנייה של שנות השמונים ולאורך שנות התשעים. על פי מחירי היצוא נרשם פחות ריאלי בשיעור נמוך יותר, ורמתו של שער החליפין הריאלי נותרה מפוחתת בהשוואה לזו של ראשית שנות ה-2000. שער החליפין הריאלי, המוגדר במונחי מדד המחירים לצרכן מול המדד במדינות הסחר של ישראל², מצביע על מגמה דומה: פחות בשיעור של יותר מ-20 אחוזים ביחס לרמתו בשנים 1995 עד 1998, מהם 2 נקודות אחוז השנה (לוח ז'-2)³.



רמתו המפוחתת של שער החליפין הריאלי השנה בהשוואה למגמה הרב-שנתית מבטאת שילוב של מספר כוחות מקומיים וחיצוניים בעלי השפעה, בעיקר בטווחים הקצר והבינוני. המשך קיומו של פער תוצר שלילי לאורך שנת 2005 פעל להאטה בעליית מחירי התוצר ביחס למחירי המוצרים הסחירים. המדיניות המוניטרית המרחיבה, שהתבטאה בריבית נומינלית נמוכה, אפשרה פחות נומינלי במהלך השנה הן ביחס לדולר והן ביחס לסל המטבעות, ולא הגיבה על הפחות בהעלאות ריבית חריגות. כך התאפשר פחות ריאלי תוך עלייה של מחירי התוצר. ההרעה בתנאי הסחר, שהקטינה את ההכנסה הפנויה, פעלה אף היא לפחות ריאלי.

כוח נוסף שתורם לפחות הריאלי הוא הרפורמה במס על השקעות בחו"ל ותהליך הרחבת השקעותיהם של המשקיעים המוסדיים בנכסים בחו"ל. הרפורמה יצרה תהליך הדרגתי של התאמת תיק הנכסים של הציבור והרחבת משקל הנכסים שהוא מחזיק בחו"ל. תהליך התאמת תיק הנכסים יוצר לחץ לאורך זמן על שער החליפין הנומינלי, וזה תורם לפחות ריאלי. השפעה זו על שער החליפין מקוזת את הלחץ לייסוף ריאלי - הנמשך כמעט ברציפות מאמצע שנות התשעים - הודות לשיפור בפריזון של המגזר הסחיר ביחס למגזר הלא-סחיר ולכניסתם של המשקיעים הזרים למשק⁴.

2 הכוונה ליחס שבין מחירי חו"ל, כשהם מוכפלים בשער החליפין הנומינלי, לבין המחירים המקומיים.
3 העלייה החריגה של מחירי הדלק וחומרי הגלם יוצרת הטיה לפחות במדד שער החליפין הריאלי המחושב כיחס שבין מחירי היצוא או היבוא למחירי התוצר, שכן מחירי היצוא והיבוא הם מחירי תפוקה המושפעים משינויים במחירי חומרי הגלם, ואילו מחירי התוצר אינם מושפעים משינויים אלו. מדד שער החליפין הריאלי הנמדד במונחי מדד המחירים לצרכן מול מדינות הסחר של ישראל בוחן שינויים יחסיים במחירי סלי תצרוכת, ולכן אינו לוקה במגבלה זו.
4 דיון נרחב בהשקעות של ישראלים בחו"ל ושל משקיעים זרים בישראל ראו להלן, בסעיף העוסק בחשבון הפיננסי.

שער החליפין הריאלי
פוחת השנה, בהמשך
למגמה של שלוש השנים
הקודמות.

רמתו המפוחתת של שער
החליפין הריאלי מבטאת
שילוב של מספר כוחות
מקומיים וחיצוניים,
שעיקר השפעתם
מתבטאת בטווחים הקצר
והבינוני.

לוח ז'-2

**תנאי הרקע של מאזן התשלומים - הסחר הבין-לאומי, שער החליפין הריאלי
ותנאי הסחר, 1995 עד 2005**

2005	2004	2003	2002-1999	1998-1995	
(שיעור שינוי, אחוזים)					
					הסחר העולמי ¹
7.0	10.3	5.4	5.3	7.8	ההתרחבות הכמותית - סחורות ושירותים
7.0	10.9	5.6	5.4	8.2	ההתרחבות הכמותית - סחורות
6.0	9.7	14.4	-2.5	-1.6	מחירי המוצרים התעשייתיים
(שיעור השינוי הנומינלי, בדולרים שוטפים)					
					היבוא מהמדינות המפותחות ²
	13.8	13.0	2.4	4.4	תעשיות הטכנולוגיה המסורתית
	25.3	17.8	2.3	6.0	תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-מסורתית
	17.4	14.4	2.9	8.4	תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-עילית
	18.5	10.7	4.8	10.8	תעשיות הטכנולוגיה העילית
(מדדים)					
					המחירים היחסיים ³
106.7	104.5	103.5	102.5	104.9	מחירי היצוא/מחירי התוצר ⁴
116.7	112.1	106.6	101.6	109.3	מחירי היבוא/מחירי התוצר ⁴
132.4	130.3	120.9	104.9	106.8	שער החליפין הריאלי על פי מדד המחירים לצרכן ⁵
88.5	92.1	95.8	101.2	100.5	תנאי הסחר בחשבון הסחורות ⁶
106.6	104.1	100.1	99.6	110.0	מחירי יצוא הסחורות ^{8,7}
120.4	113.0	104.5	98.3	109.4	מחירי יבוא הסחורות ^{8,7}
175.5	127.0	99.9	85.6	69.2	מחירי יבוא דלק ⁷

(1) המקור: IMF, World Economic Outlook, ספטמבר 2005.

(2) המקור: OECD-STAN database, 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.

לשמירה על רמתו המפותחת של שער החליפין הריאלי תרמו, נוסף על הכוחות המקומיים, עליות מחיריהם של המוצרים התעשייתיים הנסחרים בעולם. אלו עלו בשנת 2005 במונחי דולרים ב-6 אחוזים, ובשלוש השנים האחרונות - בממוצע שנתי ב-10 אחוזים, לעומת עלייה ממוצעת של פחות מחצי אחוז בשנה בין השנים 1990 ו-2002.

תנאי הסחר בחשבון הסחורות, המוגדרים כיחס שבין מחירי יצוא הסחורות למחירי יבוא הסחורות (ללא אניות מטוסים ויהלומים), הורעו השנה בכ-4 אחוזים, המשך להרעה

איור 5-
תנאי הסחר בחשבון הסחורות,
1991 עד 2005

מדד
130
120
110
100
90
80

לא אניות, מטוסים ויהלומים
לא דלק, אניות, מטוסים ויהלומים

91 92 93 94 95 96 97 98 99 00 01 02 03 04 05

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

בשיעור דומה בשנת 2004. המקור העיקרי להרעה בתנאי הסחר במהלך השנתיים האחרונות הוא העלייה של מחירי הנפט בעולם. ללא דלקים תנאי הסחר דווקא שופרו השנה בשיעור של 1.3 אחוז. ההרעה בתנאי הסחר פגעה בהכנסה הריאלית, שכן כמות היבוא שניתן לרכוש ברמת יצוא נתונה פחתה. בפרספקטיבה של 15 השנים האחרונות נמצאים תנאי הסחר ברמה נמוכה במיוחד. בהשוואה לתנאי הסחר בממוצע לשנים 1991-2000 תנאי הסחר בשנת 2005 נמוכים ב-14 אחוזים, ועליית מחירי הנפט בעולם באותה התקופה תרמה קרוב לשלושה רבעים מההרעה.

תנאי הסחר בחשבון הסחורות הורעו השנה. המקור העיקרי להרעה הוא העלייה של מחירי הנפט בעולם.

ב. היצוא

יצוא הסחורות והשירותים (ללא יהלומים) עלה השנה כמותית ב-6.6 אחוזים - שיעור דומה לצמיחת התוצר העסקי ונמוך משמעותית מצמיחת היצוא אשתקד. בשנת 2004 היצוא היה הקטר של צמיחת התוצר העסקי - בפרט היצוא של ענפי הטכנולוגיה העילית ויצוא שירותי התיירות, שהובילו את הצמיחה המהירה - ואילו השנה היצוא היה רכיב תומך בלבד בצמיחת התוצר העסקי. גם השנה הובילו התעשיות והשירותים של הטכנולוגיה העילית וכן שירותי התיירות את צמיחת היצוא. יצוא התעשיות שהן פחות עתירות טכנולוגיה לא צמח כלל (לוח 3-ז).

השנה היצוא היה רכיב תומך בלבד בצמיחת התוצר העסקי.

השוואת גידולו של היצוא בשנתיים האחרונות לגידולו הצפוי לנוכח השינוי במשתנים ארוכי הטווח וקצרי הטווח הרלוונטיים, כפי שעולה ממשוואת היצוא, מעלה כי הקצב המהיר של גידול היצוא בשנת 2004 לא חרג מהחזוי על פי המשוואה, ואילו השנה צמיחת היצוא בפועל הייתה נמוכה מהחזוי. על פי המשוואה⁵, הגורמים העיקריים שתמכו ביצוא ב-2005 הם השיפור במצב הביטחוני, צמצום הצריכה הציבורית והסחר העולמי, ועלייה של 7 אחוזים בסחר העולמי השנה.

היצוא של תעשיות הטכנולוגיה העילית מוביל זה שנים את צמיחת היצוא התעשייתי⁶. בעשור האחרון עמד קצב הצמיחה השנתי של תעשיות אלו על כ-12 אחוזים, לעומת כ-5 אחוזים בלבד בשאר רכיבי היצוא התעשייתי. בהתאם לכך גדל משקלו של יצוא תעשיות הטכנולוגיה העילית בסך היצוא התעשייתי מ-37 אחוזים בשנת 1995 ל-45 אחוזים השנה. השנה גדל יצוא ענפי הטכנולוגיה העילית בשיעור של 9.8 אחוזים, מתחת לממוצע של העשור האחרון.

יצוא ענף התרופות הוא שהוביל את הצמיחה של יצוא תעשיות הטכנולוגיה העילית מעבר לצמיחת התוצר העסקי. ענף זה צמח בעשור האחרון בקצב מהיר ביותר של קרוב ל-25 אחוזים בשנה, וכתוצאה מכך הפך לענף בעל משקל נכבד של כ-20 אחוזים ביצוא

יצוא התרופות הוביל את הצמיחה של יצוא תעשיות הטכנולוגיה העילית מעבר לצמיחת התוצר העסקי.

5 משוואת היצוא היא מתוך: יעקב לביא ועמית פרידמן, "שער החליפין הריאלי וסחר חוץ של ישראל", סדרת מאמרים לדיון 2005.10, בנק ישראל, מחלקת המחקר.

6 היצוא התעשייתי ללא יהלומים מהווה 45 אחוזים מסך יצוא הסחורות והשירותים, וכ-55 אחוזים מסך יצוא הסחורות והשירותים ללא יהלומים.

לוח ז'-3 יצוא הסחורות והשירותים, 1995 עד 2005

שיעור השינוי הכמותי (אחוזים)					2005		
2005	2004	2003	2002-1999	1998-1995	ההתפלגות מיליארדי דולרים (אחוזים)	ההתפלגות מיליארדי דולרים (אחוזים)	
4.5	17.6	7.3	4.6	7.3	56.6	100	הסחורות והשירותים
6.6	19.1	7.5	3.9	9.0	46.5	82	הסחורות והשירותים ללא יהלומים
4.7	17.6	3.3	6.1	9.1	25.5	45	היצוא התעשייתי (ללא יהלומים) ¹
9.8	23.1	0.9	9.3	12.0	11.7	21	תעשיות הטכנולוגיה העילית
-0.9	10.3	3.1	4.5	10.6	6.9	12	תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-עילית
0.2	18.9	8.9	3.0	5.8	4.7	8	תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-מסורתית
0.2	8.9	3.0	0.4	-0.9	2.1	4	תעשיות הטכנולוגיה המסורתית
-6.1	10.3	6.4	8.3	-0.1	10.2	18	יצוא היהלומים
10.8	22.5	13.7	4.2	6.7	16.9	30	יצוא השירותים
30.2	35.8	15.5	-24.9	-5.7	1.9	3	מזה: שירותי תיירות ²
7.8	20.6	14.1			10.3	18	שירותים "אחרים" ³

(1) נתוני סחר החוץ. 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.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

ענפי הטכנולוגיה העילית. ללא התרופות צמח יצוא ענפי הטכנולוגיה העילית השנה ב-3.1 אחוזים בלבד.

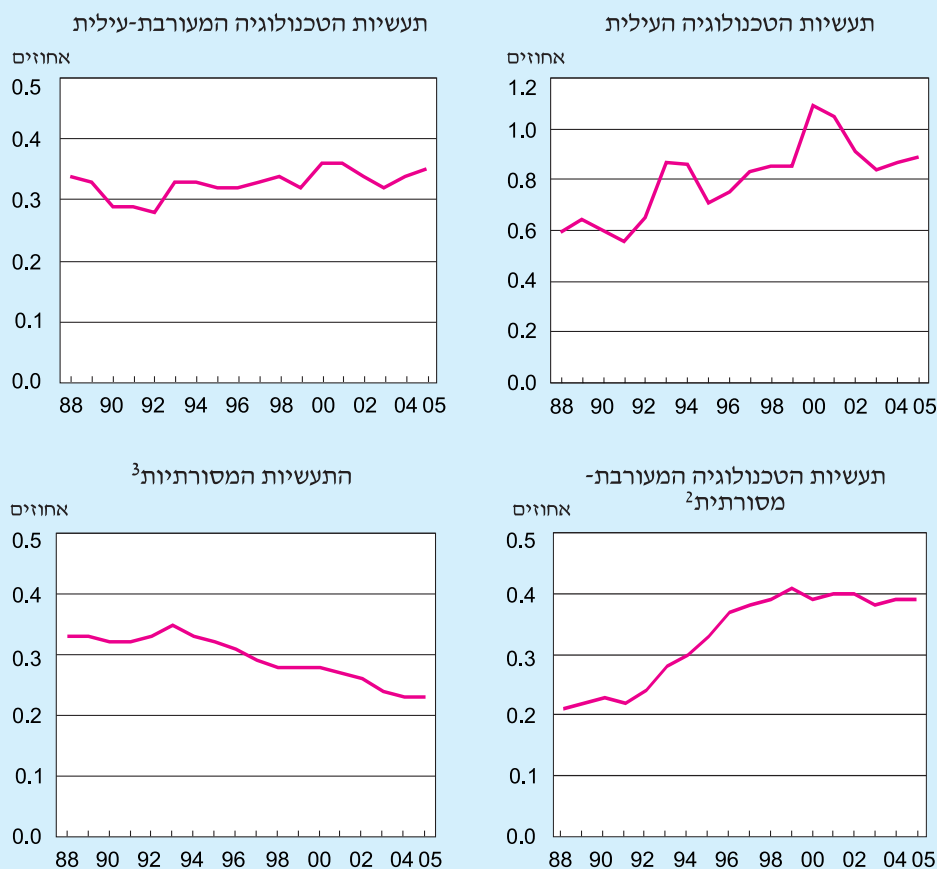
אזור ז'-6 מציג את משקל היצוא התעשייתי הישראלי, על פי העתירות הטכנולוגיות, ביחס ליבוא המקביל של מדינות OECD⁷. באזור ניתן לראות את המגמה העולה של משקל היצוא הישראלי עתיר הטכנולוגיה בסחר הבין-לאומי של מוצרים אלו משנת 1988 ועד 2005. העלייה במשקל היצוא של תעשיות הטכנולוגיה העילית ביבוא של מדינות OECD בשנים 2000 עד 2002 נבעה מפתחתו של מפעל "אינטל" בקרית גת, שהיה באותה עת חדשני מבחינת יכולת הייצור, וכן מהביקוש העולמי הגואה לצידוק תקשורת אלקטרוני באותן השנים. מהאזור ניתן לראות כי העלייה החדה, 23 אחוזים, ביצוא של מוצרי טכנולוגיה עילית בשנת 2004 והעלייה האיטית יותר השנה תואמות את המגמות בסחר הבין-לאומי, כך שלאורך השנתיים האחרונות נשמרה המגמה הרב-שנתית של עלייה במשקל היצוא של מוצרי טכנולוגיה עילית ביבוא העולמי של מוצרים אלו⁸.

7 לשנים 1988 עד 2003 נכלל היבוא של 23 מ-30 המדינות השייכות לארגון OECD: אוסטרליה, איסלנד, אירלנד, איטליה, ארה"ב, בלגיה, בריטניה, גרמניה, דנמרק, הולנד, טורקיה, יוון, יפן, מקסיקו, נורווגיה, ניו-זילנד, ספרד, פורטוגל, פינלנד, צרפת, קנדה, שוודיה, שווייצריה. בשנת 2003 היווה סך יבוא הסחורות של מדינות אלה כ-65 אחוזים מהיבוא העולמי. לשנים 2004 ו-2005 שורשרו נתוני היבוא של המדינות שצוינו לעיל על פי נתוני היבוא של ארה"ב והאיחוד האירופי (25 מדינות). לאחר שאלו סווגו על פי העתירות הטכנולוגיות.

8 לשנת 2004 והמחצית הראשונה של 2005 ההשוואה היא, כאמור, ליבוא על פי העתירות הטכנולוגיות של ארה"ב ו-25 מדינות האיחוד האירופי. בשנת 2004 סך יבוא הסחורות של ארה"ב ומדינות האיחוד האירופי היווה 55 אחוזים מיבוא הסחורות העולמי.

איור ז' 6-

משקל היצוא התעשייתי הישראלי ביבוא של מדינות OECD על פי
עצימות טכנולוגית¹, 1988 עד 2005



(1) לשנים 1988 עד 2003: היבוא של המדינות המתועשות נבנה על פי נתוני STAN וכלל 23 ממדינות OECD שלגביהן יש נתונים במאגר. לפירוט המדינות ראו הערה 7 בגוף הפרק. נתוני השנים 2004 ו-2005 שורשרו על פי נתוני היבוא של ארה"ב ומדינות האיחוד האירופי (כולל סחר בין מדינות האיחוד האירופי).
(2) ללא כרייה וחציבה, תכשיטים וצורפות ומוצרים לנמ"א, בהתאם להגדרת תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-מסורתית של OECD.
(3) כולל הענפים תכשיטים וצורפות ומוצרים לנמ"א, בהתאם להגדרת תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-מסורתית של OECD.
המקור: נתוני מאגר STAN (Structural Analysis) של OECD, נתוני הסחר של ארה"ב (מתוך United States International Trade Commission), נתוני Eurostat לסחר הבין-לאומי של 25 מדינות האיחוד האירופי ועיבודי בנק ישראל.

משקלו של היצוא הישראלי בסחר הבין-לאומי הוא עשיריות אחוז בודדות בלבד. משקל היצוא התעשייתי של ישראל (ללא יהלומים) בסך היבוא של מדינות OECD בשנת 2005 הסתכם במעט יותר מ-0.5 אחוז, ומשקל היצוא התעשייתי עתיר הטכנולוגיה העלילית ביבוא של אותן מדינות הגיע ל-0.9 אחוז. המשקל הנמוך של היצוא הישראלי בסחר הבין-לאומי מעלה את ההשערה כי היצואנים הישראליים רואים מולם עקומת ביקוש עולמי גמישה לחלוטין, וגורמים מקומיים בלבד הם הקובעים את התפתחות היצוא. במקרה כזה הסחר הבין-לאומי, כמדד לביקושים העולמיים, אינו צפוי להשפיע על צמיחת היצוא אלא דרך המחירים היחסיים בלבד. השערה זו אינה משתקפת בנתונים: אילו השערה זו הייתה נכונה היינו מצפים לראות תנודתיות גבוהה יחסית של משקל היצוא בסחר הבין-לאומי, בגלל תנאי הרקע המקומיים, המשתנים תדיר; אולם בפועל, כפי שעולה מאיור ז' 6,

הקושי לחדור לשווקים
חדשים יוצר קשר בין
הביקושים העולמיים
ליצוא הישראלי, במיוחד
בטווחים הקצר והבינוני.

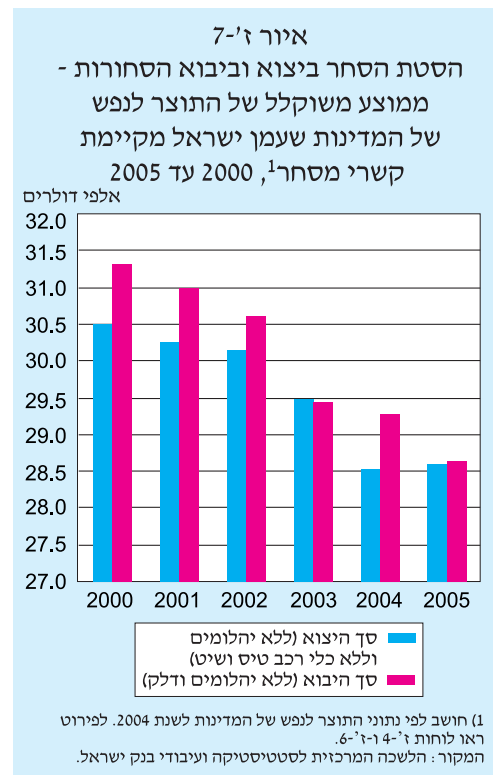
התנודתיות של היצוא התעשייתי הישראלי בסחר הבין-לאומי קטנה יחסית, וזאת במיוחד בענפי תעשיות הטכנולוגיות המסורתיות והמעורבת-מסורתית. סביר אפוא שהקושי לחדור לשווקים חדשים הוא שיוצר את הקשר בין הביקושים העולמיים ליצוא הישראלי, במיוחד בטווחים הקצר והבינוני. תהליך הכניסה לשווקים חדשים מחייב השקעה רבה ויתרון יחסי משמעותי. לעומת זאת מאפשרת התרחבות הביקושים העולמיים ליצואן הישראלי להגדיל את נפח היצוא בשווקים שבהם הוא מופך ללא צורך בהשקעה הנדרשת לשם חדירה לשווקים חדשים.

תהליך הגלובליזציה מקשה מאוד על הישרדותם של ענפי היצוא ה"מסורתיים". תהליך זה הוא איטי ומתמשך ומתבטא בהפחתת מכסים, ביטול מכסות, והעברה הדרגתית של הייצור של מוצרים "מסורתיים" למדינות המתפתחות, שבהן העבודה זולה. כך, למשל, בראשית 2005 בוטלו המכסות על יבוא מוצרי טקסטיל והלבשה לארה"ב ולאיחוד האירופי במסגרת הסכמי הסחר הבין-לאומיים שעליהם חתומות המדינות החברות בארגון הסחר העולמי⁹. היקף היצוא של הענפים ה"מסורתיים" של ישראל כמעט לא השתנה בעשור האחרון, ובהתאם לכך הצטמצם חלקם בסחר הבין-לאומי, ובפרט ביבוא הענפים המסורתיים של מדינות OECD. למרות האמור לעיל, דווקא בשנתיים האחרונות הואט קצב הירידה של משקל הענפים המסורתיים ביבוא העולמי של מוצרים אלו⁸. סביר כי

האטה זו אינה משקפת התפתחות ארוכת טווח, אלא נובעת בעיקר מהתמיכה של הפיחות הריאלי ביצוא.

תהליך הגלובליזציה מתבטא בהתרחבות הסחר העולמי וכולל מעבר של ייצור סחורות אל מדינות שבהן העבודה זולה יחסית. תהליך זה מוצא את ביטויו גם בהסטה של היצוא הישראלי למדינות פחות עשירות. מדינות אלו מרחיבות את הייצור שלהן לשם יצוא למדינות המפותחות, ומרחיבות את הביקוש שלהן למוצרים שבהם אין להן יתרון יחסי. לוח ז'-4 מציג את הממוצע המשוקלל של התוצר לנפש של המדינות שאליהן מיוצא היצוא הישראלי, כשהתוצר לנפש של כל מדינה שוקלל בהתאם למשקלה ביצוא של כל ענף¹⁰. מהלוח ניתן ללמוד על תהליך ההסטה של היצוא אל מדינות פחות עשירות. תהליך זה מתבטא בירידה של התוצר לנפש הממוצע של מדינות היעד של היצוא הישראלי, בין שנת 2000 לשנת

היקף היצוא של הענפים
המסורתיים של ישראל
כמעט לא השתנה בעשור
האחרון, והצטמצם
חלקם בסחר הבין-
לאומי.



תהליך הגלובליזציה
מוצא את ביטויו בהסטה
של היצוא הישראלי
למדינות פחות עשירות.

9 קשה להעריך עד כמה ביטול מכסות היבוא לארה"ב ולאיחוד האירופי השנה פגע ביצואני הטקסטיל וההלבשה הישראליים, משום שהתחרות מצד מדינות מתפתחות, שלגביהן המכסות לא היו אפקטיביות, הייתה קשה גם לפני ביטול המכסות.

10 חושב על סמך היצוא של ישראל ל-40 מדינות והתבסס על נתוני התוצר לנפש של מדינות אלו לשנת 2004. היצוא למדינות שלגביהן חושב התוצר-לנפש הממוצע היווה בשנת 2004 93 אחוזים מהיצוא שאינו יצוא מסווג הממוין למדינות.

2005¹¹. בולטת במיוחד ירידה של כ-10 אחוזים בתוצר-לנפש הממוצע של מדינות היעד של יצוא הענפים "מכונות, ציוד חשמלי, מפיקי תמונה וקול וחלקיהם", ו"מתכות פשוטות ופריטים מהן" - שני ענפים שחלק משמעותי מתוצרם משמש גורמי ייצור של מוצרים שייצורם הוסט אל המדינות המתפתחות.

לוח ז'-4

יצוא הסחורות - ממוצע משוקלל של התוצר לנפש במדינות שאליהן מיוצאות הסחורות של ישראל והיצוא על פי מדינות וענפים, 2000, 2003 ו-2005

משקל המדינות ביצוא של כל ענף בשנת 2005	ממוצע משוקלל של התוצר לנפש של המדינות שאליהן מיוצאות הסחורות ¹			משקל הענף ביצוא הסחורות ללא יהלומים		
	2005	2003	2000	2005	2003	2000
האיחוד האירופי מזרח אסיה ³	ארה"ב האירופי	אחוזים	(אלפי דולרים)	אחוזים	(אלפי דולרים)	אחוזים
12	35	29	28.6	29.5	30.5	96
18	28	26	27.9	28.4	30.7	32
22	26	35	30.1	31.6	32.0	9
8	37	32	27.0	28.3	26.1	26
2	52	21	28.8	29.5	30.2	7
9	39	27	28.1	29.9	31.8	6
5	55	16	29.1	28.3	29.5	2
1	79	7	32.1	32.9	33.2	4
3	30	51	33.4	33.3	34.8	5

(1) השקלול נעשה בהתאם למשקלן של המדינות בסך היצוא וביצוא של כל ענף בנפרד. החישוב בוצע על פי נתוני היצוא של ישראל ל-40 מדינות. במרבית הענפים יצוא זה היווה לאורך השנים המוצגות בלוח בין 91 אחוזים ל-97 אחוזים מסך היצוא מישראל. נתוני התוצר לנפש של המדינות לשנת 2004.

(2) רק כ-86 אחוזים מהיצוא של ענף זה יוצא לאחת מ-40 המדינות שעל פיהן חושב התוצר הממוצע לנפש, ולכן ייתכן כי הנתון של ממוצע התוצר לנפש של המדינות שאליהן מיוצאות הסחורות של ענף זה מוטה כלפי מעלה.

(3) הודו, הונג-קונג, טיוואן, סין, סינגפור, הפיליפינים, דרום קוריאה ותאילנד.

המקור: נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. נתוני התוצר לנפש של המדינות לשנת 2004 מתוך:

United Nations Statistics Division - National Accounts Main Aggregates Database

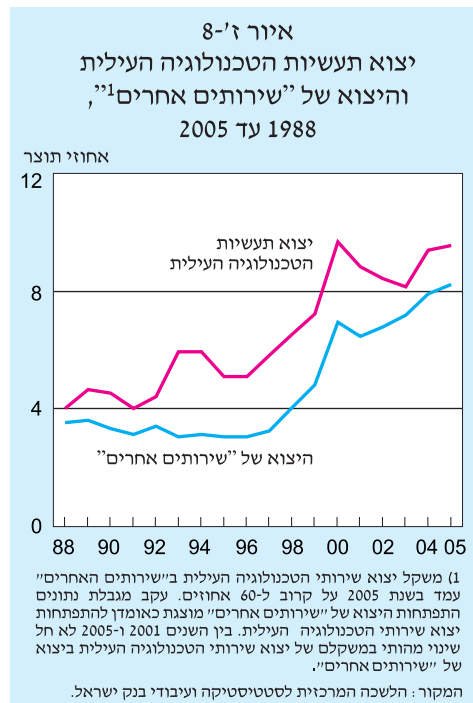
11 לפירוט התפתחות היצוא על פי מדינות בעשור האחרון ראו גם לוח ז'-6 בנספח.

תוצר הענפים המסורתיים המיוצר בישראל הוא פחות עתיר עבודה מהתוצרים המתחרים במדינות המתפתחות, שבהן העבודה זולה, והוא מבדל את עצמו מהם באיכות. היצוא של ענפים אלו, שכמחציתו מרוכזת בענף "טקסטיל, הלבשה ועור", מהווה פחות מ-10 אחוזים מסך היצוא התעשייתי. בחינת התוצר לנפש הממוצע של מדינות היעד של היצוא על פי ענפים מצביעה על ייחודו של ענף הטקסטיל מבחינת מדינות היעד - הטיה לעבר ארה"ב ומשקל זעיר למדינות עם תוצר לנפש נמוך. תוצאה זו היא ביטוי ליתרון שהסכם הסחר החופשי עם ארה"ב מקנה ליצואן הישראלי, לביקוש-לאיכות שם, וכן לכך שחלק משמעותי מתוצרי ענף "טקסטיל ומוצרי טקסטיל" הוא מוצרים מוגמרים שאין להם ביקוש במדינות עניות יחסית.

יצוא השירותים הסתכם בשנת 2005 ב-17 מיליארדי דולרים, שהם כ-14 אחוזי תוצר. לאורך חמש עשרה השנים האחרונות כמעט לא חל שינוי במשקל יצוא השירותים בסך יצוא הסחורות והשירותים - 30 אחוזים בשנת 2005. יציבות זו מסתירה את השינוי שחל בשנים האחרונות בהרכב יצוא השירותים ובפוטנציאל הצמיחה שלו בשנים הקרובות. בשנים 1995 עד 1998 היה משקל יצוא שירותי התיירות בסך היצוא קרוב ל-9 אחוזים, ומשקל היצוא של "שירותים אחרים", שרכיב גדול ממנו הוא יצוא של שירותי טכנולוגיה עילית, עמד על 11 אחוזים. המשבר שפקד את ענף התיירות עם פרוץ האינתיפאדה הוריד את משקל יצוא שירותי התיירות בסך היצוא ל-2.3 אחוזים בלבד בשנת 2002, אך הצמיחה של יצוא שירותי הטכנולוגיה העילית, שבאה לידי ביטוי בצמיחת היצוא של "שירותים אחרים", פיצתה על הירידה בתיירות: היא העלתה את משקל "השירותים האחרים" ביצוא ל-18 אחוזים ושמרה על המשקל של סך יצוא השירותים ביצוא (ללא יהלומים). משקל יצוא שירותי התיירות בשנת 2005 בסך היצוא (ללא יהלומים) עמד על 3.3 אחוזים בלבד¹².

בשנת 2005 הסתכמו ההכנסות מתיירים (ללא הוצאות מחיה של עובדים זרים בישראל) ב-1.9 מיליארדי דולרים. למרות העלייה החדה של מספר כניסות התיירים השנה, ההכנסה מתיירות נמוכה בקרוב ל-30 אחוזים מההכנסה הממוצעת בשנים 1995-1998 וב-45 אחוזים מההכנסה מתיירות בשנת 1999 (ההשוואה בדולרים שוטפים). ייתכן כי הדבר נובע משינוי בהרכב התיירות שהתרחש עם פרוץ האינתיפאדה והשפעתו טרם פגה - ירידה במשקל התיירים הבאים למטרות טיול ועלייה במשקלם של הבאים למטרות ביקור, אשר לנים בבתי ידידים וקרובים. הרמה הנמוכה-עדיין של ההכנסות מתיירות מעידה על פוטנציאל הצמיחה הגלום בענף זה.

הסעיף "שירותים אחרים" הוא הגדול ביותר ביצוא השירותים - כ-60 אחוזים. סעיף זה כולל יצוא של שירותי טכנולוגיה עילית



12 לפירוט יצוא השירותים בדולרים שוטפים, ובכללם יצוא שירותי הטכנולוגיה העילית, ראו לוח ז'-8.

כ"שירותי מחשוב" ו"מחקר ופיתוח", וכן יצוא שירותים עסקיים כשירותי ייעוץ ועריכת דין. היקפו הגדול של יצוא "השירותים האחרים", שאיננו מוגדר היטב וכולל סל נרחב של שירותים, מצביע על הקושי במדידת היצוא של שירותים אלה. החל משנת 2004 מפרסמת הלמ"ס חלוקה של יצוא "השירותים האחרים" על פי הענף הכלכלי של היצואן. מחלוקה זו אנו למדים כי יצוא ענפי הטכנולוגיה העילית מהווה קרוב ל-60 אחוזים מסך יצוא "השירותים האחרים" בשנת 2005. על פי נתונים אלו עלה יצוא שירותי הטכנולוגיה העילית¹³ (בדולרים שוטפים) בשנתיים האחרונות בקצב שנתי ממוצע של 17 אחוזים. השנה בלטה צמיחתם של שירותי הטכנולוגיה העילית על רקע ההאטה ביצוא של ענפי האלקטרוניקה. ייתכן כי התפתחות זו מבטאת תופעה ארוכת טווח יותר - מעבר מיצוא של מוצרי טכנולוגיה עילית ליצוא של שירותי טכנולוגיה עילית, שהם עתירים יותר בהון אנושי.

ג. היבוא

יבוא הסחורות והשירותים (ללא יהלומים) עלה השנה כמותית ב-5.7 אחוזים, לאחר עלייה של 11.8 אשתקד; ללא דלק ויהלומים עלה היבוא השנה כמותית ב-5.2 אחוזים בלבד, שיעור נמוך בהתחשב בקצב הצמיחה של המשק. ניתוח ההתפתחויות במהלך השנה מלמד על עצירת מוחלטת של מגמת העלייה ביבוא בשנת 2005. העצירה בצמיחת היבוא מוסברת ברמתו המפוחתת של שער החליפין הריאלי וכן בהאטה ביצוא התעשייתי, שבו מוצרי היבוא הם גורם ייצור חשוב (לוח ז'-5).

שיעור גידולו של יבוא הסחורות והשירותים השנה הוא נמוך, בהתחשב בקצב הצמיחה של המשק.

לוח ז'-5
יבוא הסחורות והשירותים, 1995 עד 2005

שיעור השינוי הכמותי (אחוזים)				2005			
2005	2004	2003	2002	1998	מיליארדי דולרים	ההתפלגות (אחוזים)	
4.2	12.3	-1.2	5.3	5.5	57.4	100	הסחורות והשירותים
5.7	11.8	-2.5	4.0	6.2	48.2	84	הסחורות והשירותים ללא יהלומים
3.6	11.4	-2.2	5.3	5.1	43.8	76	הסחורות
4.8	12.3	-5.9	3.3	5.7	27.8	49	(1) הסחורות למעט דלק ויהלומים
6.3	12.2	-6.0	4.9	7.5	5.3	9	מוצרי הצריכה
8.4	18.6	-10.3	2.3	6.1	2.3	4	מזה: בני קיימא
1.9	14.7	-4.1	1.5	6.0	16.8	29	תשומות לייצור ¹
6.3	10.3	-11.4	7.3	1.8	6.2	11	נכסי השקעה
8.7	-4.2	8.1	0.0	6.8	6.8	12	(2) דלק
-3.3	14.7	5.9	14.2	0.3	9.2	16	(3) יהלומים
5.9	14.8	1.6	5.3	6.4	13.6	24	השירותים

(1) ללא דלק ויהלומים.

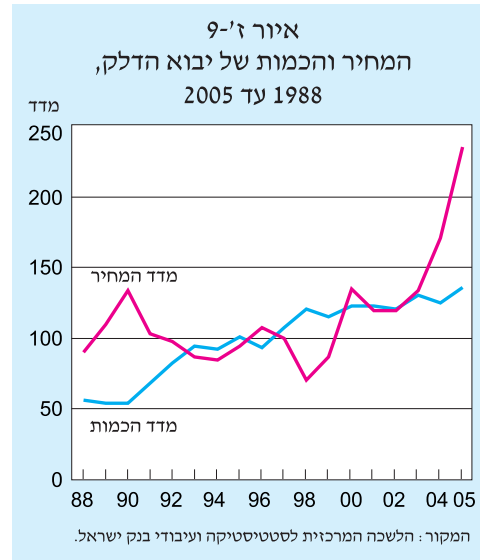
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

13 ליצוא שירותי הטכנולוגיה העילית אנו מייחסים את היצוא של ענפי הכלכלה הבאים: רכיבים אלקטרוניים, ציוד תקשורת אלקטרוני, ציוד לבקרה ולפיקוח, ציוד רפואי ומדעי, תקשורת, שירותי מיחשוב, מחקר ופיתוח.

יבוא הדלק הסתכם השנה בקרוב ל-7 מיליארדי דולרים, בהשוואה ל-4.5 מיליארדים בשנת 2004 ו-3.7 מיליארדים ב-2003. הביקוש לדלקים הוא קשיח כמעט לחלוטין, ושינויים במחיר משפיעים בעיקר על עיתוי היבוא.

כך, למשל, בשנת 2004, כשמחירי הדלק עלו בכ-30 אחוזים והייתה הערכה כי זוהי עלייה זמנית, ירד יבוא הדלק כמותית בכ-4 אחוזים. בשנת 2005, אף שמחירי הדלק המשיכו לעלות, עלתה כמות הדלק המיובא בכ-9 אחוזים (איור ז'-9). השנה בלבד, עליית מחירי הדלק עלתה למשק כ-1.9 מיליארדי דולרים; אם נתייחס למחירי הדלק בשנת 2003 כאל נקודת מוצא, נמצא שהעלות של עליית המחירים למשק בשנת 2005 הייתה קרובה לשלושה מיליארדי דולרים.

תהליך הגלובליזציה מוצא את ביטויו גם בנתוני היבוא. ניתוח יבוא הסחורות על פי מדינות מצביע על תופעה דומה לזו שנצפתה בנתוני היצוא (שנותחו לעיל) - הסטת הסחר אל מדינות בעלות הכנסה לנפש נמוכה



השנה בלבד, עליית
מחירי הדלק עלתה
למשק כ-1.9 מיליארדי
דולרים.

תהליך הגלובליזציה
מוצא את ביטויו גם
בנתוני היבוא - הסטת
הסחר אל מדינות שבהן
ההכנסה לנפש נמוכה
יחסית.

הסטת היבוא בולטת
במיוחד בענף הטקסטיל.

המדינה הבולטת ביותר
שאליה הוסט היבוא
בשנתיים האחרונות היא
סין.

יחסית - ובנתוני היבוא הסטת הסחר בחמש השנים האחרונות בולטת אף יותר. הסטת היבוא אל מדינות שבהן העבודה זולה יחסית מאפשרת את הוזלת המוצרים, מרחיבה את המיגוון שלהם על ידי יצירת רמות איכות שונות, ובכך תורמת לרווחה. לוח ז'-6 מציג את הממוצע המשוקלל של התוצר לנפש של המדינות שישראל מייבאת מהן על פי ענפים¹⁴. מהלוח ניתן לראות ירידה של כ-9 אחוזים בתוצר לנפש המשוקלל של מדינות היבוא בין שנת 2000 לשנת 2005, ירידה המבטאת את הסטת היבוא ממדינות עשירות יחסית למדינות פחות עשירות. ההסטה בולטת במיוחד בענף "טקסטיל ומוצרי טקסטיל", שבו התוצר הממוצע לנפש של המדינות שישראל מייבאת מהן ירד בחמש השנים האחרונות בכ-20 אחוזים. הסטה של הסחר לעבר מדינות פחות עשירות ניתן לזהות גם בענפים שעתירות הטכנולוגיה ועתירות ההון שלהם גבוהות יותר, כ"מכונות, ציוד חשמלי, מפיקי תמונה וקול ודומיהם". תופעה זו תואמת את ההסטה ביצוא של ישראל בענף זה, שכן מוצרים ישראליים משמשים גורמי ייצור או תשומות ביניים לייצור מכשירים בני קיימא עתירי טכנולוגיה עילית כמחשבים וטלפונים סלולריים, שייצורם מוסט אל מדינות אשר בהן העבודה זולה יחסית. הסטת היבוא אל המדינות הפחות עשירות מתאפשרת עקב הקמת מפעלים של מותגים בין-לאומיים במדינות אלה. המדינה הבולטת ביותר שאליה הוסט היבוא בשנתיים האחרונות היא סין. בשנת 2005 הייתה סין המדינה השלישית מבחינת היקף יבוא הסחורות (ללא יהלומים) לישראל, אחרי ארה"ב וגרמניה, וזאת לאחר שרק שנתיים קודם לכן היא מוקמה במקום השביעי, אחרי מדינות קנדה, אוסטרליה וצרפת. בשנת 2005 בלט היבוא מסין, במיוחד בענף הטקסטיל אך גם בענף "מכונות, ציוד חשמלי, מפיקי תמונה וקול ודומיהם", שבו משקל היבוא מסין אינו נופל ממשקלה של סין בסך היבוא.

14 שקלול התוצר לנפש נעשה על פי משקלן של המדינות בסך יבוא הסחורות (ללא יהלומים) וביבוא לפי ענפים נבחרים, על פי התוצר לנפש באותן המדינות בשנת 2004. החישוב נעשה על פי היבוא מ-40 מדינות, שהיווה בשנת 2004 97 אחוזים מהיבוא הממוין למדינות.

לוח ז'-6

**יבוא הסחורות - ממוצע משוקלל של התוצר לנפש של המדינות שישראל מייבאת מהן
סחורות והיבוא על פי מדינות וענפים, 2000, 2003 ו-2005**

משקל המדינות ביבוא של כל ענף בשנת 2005	ממוצע משוקלל של התוצר לנפש של המדינות שמהן מייבאות הסחורות ¹			משקל היבוא לישראל ביבוא ללא יהלומים	
	2005	2003	2000	2005	
האיחוד ארה"ב האירופי	(אלפי דולרים)			(אחוזים)	
סין	2005	2003	2000	2005	
(אחוזים)	(אלפי דולרים)			(אחוזים)	
6 44 17	28.6	29.4	31.3	83	
6 44 26	30.5	32.0	33.5	26	
3 43 35	34.9	34.8	35.5	4	
1 48 11	29.9	28.9	31.7	9	
6 57 12	31.1	33.3	34.2	10	
5 50 14	26.9	28.5	29.9	5	
5 37 16	23.3	24.4	26.4	7	
1 61 14	31.2	31.8	32.9	3	
26 30 5	16.9	17.9	21.4	4	

(1) השקלול נעשה בהתאם למשקלן של המדינות בסך היבוא (ללא יהלומים) וביבוא של כל ענף בנפרד. החישוב בוצע על פי נתוני היבוא של ישראל מ-40 מדינות. יבוא זה היווה לאורך השנים המוצגות בלוח בין 95 אחוזים ל-97 אחוזים מסך היבוא לישראל. נתוני התוצר לנפש של המדינות לשנת 2004.

המקור: נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. נתוני התוצר לנפש של המדינות לשנת 2004 מתוך:

United Nations Statistics Division - National Accounts Main Aggregates Database.

ד. חשבון ההכנסות (עבודה והון)

חשבון ההכנסות כולל את התקבולים והתשלומים של המשק לגורמי הייצור - הון ועבודה. בין השנים 1993 ו-2002 גדל מאוד מספרם של העובדים הזרים בישראל, וכפועל יוצא מכך גדלו ההוצאות של המשק על שכר עבודה. אלו הגיעו לשיא בשנת 2000, שבה הן הסתכמו ב-3.2 מיליארדי דולרים¹⁵. בשנת 2003 החלה הממשלה במדיניות של צמצום מספר העובדים הזרים, מדיניות שהביאה לירידה של כ-20 אחוזים במספרם והתבטאה בירידת ההוצאות על עבודת שכירים תושבי חוץ בישראל. בשנת 2005 לא חל שינוי מהותי במספר העובדים הזרים בישראל, ועלה מעט מספר הפועלים הפלסטינים. ההוצאות על שכר של הלא-ישראלים הסתכמו ל-2.3 מיליארדי דולרים.

השנה לא נרשם שינוי מהותי במספר העובדים הזרים בישראל. ההוצאות על שכר של הלא-ישראלים הסתכמו ל-2.3 מיליארדי דולרים.

15 כולל הוצאות שכר עבודה לפלסטינים.

העברת יותר ממחצית
ההכנסות של הפועלים
הזרים לחו"ל מבדילה
אותם מהפועלים
הפלסטינים מבחינת
ההשפעה על החשבון
השוטף.

התשלומים נטו בתמורה
להון הסתכמו השנה
ב-0.7 מיליארד דולרים
בלבד.

כ-45 אחוזים מההכנסה מעבודה של הפועלים הזרים משמשים אותם להוצאות מחיה בישראל. חלק זה בהוצאות על תשלומי שכר של הפועלים הזרים מתקזז עם יצוא השירותים שהם צורכים לשם מחייתם בישראל, כך שהשפעתם נטו על החשבון השוטף השנה עמדה על 1.1 מיליארדי דולרים. העברת יותר ממחצית ההכנסות של הפועלים הזרים לחו"ל מבדילה אותם מהפועלים הפלסטינים מבחינת ההשפעה על החשבון השוטף. מפני קירבת המגורים של הפלסטינים לישראל והקשר ההדוק בין הכלכלה הישראלית לפלסטינית מרבית התמורה-לעבודה של הפלסטינים זולגת בסופו של דבר לשווקים בישראל. התשלומים נטו בתמורה להון פחתו השנה במיליארד דולרים, והסתכמו ב-0.7 מיליארד בלבד. הירידה בתשלומים לחו"ל נטו בתמורה להון הייתה השנה גורם חשוב בשיפור העודף בחשבון השוטף. הירידה בתשלומים אלו מבטאת עלייה של יותר ממיליארד דולרים בהכנסות של תושבי ישראל מהשקעות בחו"ל, עלייה של קרוב ל-300 מיליוני דולרים בהכנסה על יתרות מטבע החוץ ועלייה בשיעור מתון בלבד, פחות מחצי מיליארד דולרים, בהכנסות של תושבי חוץ מהשקעותיהם בישראל.

הירידה בתשלומים בתמורה להון נובעת בחלקה מעליית הריביות בחו"ל, אף כי גורם זה אינו יכול להסביר את מלוא השינוי שחל השנה בחשבון ההכנסות. בשנים האחרונות הפך המשק הישראלי למלווה נטו: יתרת הנכסים במכשירי חוב (פיקדונות ואג"ח) המוחזקת בידי תושבי ישראל גבוהה מיתרת מכשירי החוב שבידי תושבי חוץ. כיוון שעלייה בריבית תומכת בעלייה של ההכנסות נטו ממכשירי חוב, תושבי ישראל המחזיקים בעודף של מכשירי חוב נהנים מעלייה זו.

הפיכת המשק למלווה
נטו היא תוצאה
ההשקעות הרבות של
תושבי חוץ בישראל
בשנים האחרונות, בעיקר
במכשירי הון.

התופעה של הפיכת המשק למלווה נטו היא תוצאה ההשקעות הרבות של תושבי חוץ בישראל בשנים האחרונות, בעיקר במכשירי הון - מניות של חברות ישראליות. יתרת ההשקעות של תושבי חוץ במכשירי הון עמדה בסוף 2005 על כ-77 מיליארדי דולרים, בעוד שיתרת ההחזקות של תושבי ישראל בחו"ל במכשירי הון הייתה כ-20 מיליארדים בלבד. הבעלות על החברות הישראליות צפויה להניב לתושבי חוץ הכנסות בעת צמיחה - כשרווחיות החברות גבוהה, ומחולקים דייוידנדים. למרות הצמיחה המהירה והעלייה ברווחיות השנה לא עלו ההכנסות מדיוידנדים של תושבי חוץ המחזיקים במניות של חברות ישראליות, או ההכנסות של תושבי חוץ מ"רווחים שלא חולקו" - רווחי החברות שבבעלות תושבי חוץ המושקעים מחדש בישראל.

ה. ההעברות השוטפות

ההעברות השוטפות
הסתכמו בשנת 2005
ב-4.9 אחוזי תוצר,
לעומת 5.4 אחוזי תוצר
אשתקד.

ההעברות השוטפות הסתכמו בשנת 2005 ב-4.9 אחוזי תוצר, לעומת 5.4 אחוזי תוצר אשתקד. היקף ההעברות השוטפות בשנתיים האחרונות נמוך בכחצי אחוז עד אחוז תוצר מסך ההעברות השוטפות בעשר השנים האחרונות. ייתכן כי הירידה בהעברות השוטפות (במונחי אחוזי תוצר) מסמלת חזרה של מגמת הירידה בהיקפן, שהחלה לאחר תוכנית הייצוב ונבלמה במחצית השנייה של שנות התשעים.

מקור הירידה בהעברות השוטפות הוא ירידה בסיוע הישיר של ממשלת ארה"ב לישראל, שעמד השנה על 1.9 אחוזי תוצר. לעומת זאת ניכרת יציבות בהעברות השוטפות נטו למגזר הפרטי, שהסתכמו ב-2.2 אחוזי תוצר.

בהשוואה בין-לאומית היקף ההעברות השוטפות לישראל גבוה. להעברות השוטפות ארבעה מקורות: הסיוע של ממשלת ארה"ב, פיצויים מגרמניה, תרומות למוסדות כאוניברסיטאות ובתי חולים והעברות פרטיות. הסיוע ממשלת ארה"ב הולך ופוחת, ובשנת 2007 הוא צפוי להתייצב על 2.4 מיליארדי דולרים. השנה היוו הסיוע ממשלת ארה"ב

והפיצויים מגרמניה כ-40 אחוזים ו-12 אחוזים, בהתאמה, מסך ההעברות השוטפות נטו. ההעברות לפרטים נטו נעו בחמש השנים האחרונות ללא מגמה סביב 2.1 אחוזי תוצר, רמה נמוכה מעט מזו ששררה בעת העלייה הגדולה מבריה"מ, אז הגיעו ההעברות נטו של המגזר הפרטי ליותר מ-2.5 אחוזי תוצר.

3. החשבון הפיננסי

א. ההתפתחויות המרכזיות

בשנת 2005 ניתן להבחין במספר תהליכים מרכזיים - מקומיים ועולמיים - שהשפעתם חצתה סעיפים רבים בחשבון הפיננסי. הגורם המקומי המשמעותי ביותר היה פעילות הממשלה, והגורמים העולמיים המשפיעים ביותר היו שינויים בתשואות הקצרות יחד עם יציבות בתשואות לטווח ארוך, ותנועות הון בהיקפים גבוהים למשקים מתעוררים.

פעילות הממשלה: פעילות הממשלה המשיכה השנה להשפיע בעוצמה על החשבון הפיננסי של המשק. זאת בהמשך לתהליך שהחל בשנת 2002, בתגובה על ההרעה במצב המשק. בבסיס התהליך עמדו צמצום מעורבות הממשלה בשווקים הפיננסיים (למשל צמצום הגירעון התקציבי ומכירת חברות) ונקיטת צעדים לשכלולם (כגון שינוי עיוותי המס והקצאות השקעה). השפעה זו ניכרה השנה בסעיפים שונים של החשבון הפיננסי ובמספר ערוצים.

הממשלה המשיכה השנה לצמצם את הגירעון הפיסקלי. ההצלחה בצמצום הגירעון אפשרה לה לצמצם את הגיוסים שלה בארץ ובחו"ל¹⁶ ולהוזיל את המימון. הירידה בהיצע האג"ח של הממשלה, בין השאר בהנפקת אג"ח מיועדות, היא אחד הגורמים שהניעו את המשקיעים המוסדיים להשקיע בנכסים זרים בחו"ל ותרמו גם לגיאות בהנפקות של אג"ח חברות ומניות בבורסה בתל אביב. ההפרטה המואצת (ראו להלן) תרמה גם היא לצמצום ניכר בצורכי המימון של הגירעון הממשלתי.

שנת 2005 הייתה שנת שיא בתהליך ההפרטה של החברות הממשלתיות. לאחר שתהליך ההפרטה נבלם במשך שנים רבות מכרה הממשלה השנה גרעיני שליטה של חברות בהיקף של כ-2 מיליארדי דולרים. תושבי חוץ נטלו חלק ניכר בהפרטה: הם רכשו גרעיני שליטה בחברת תקשורת גדולה ובבנק תמורת 1.7 מיליארדי דולרים וסיכמו על רכישת בנק נוסף תמורת 0.2 מיליארד.

הממשלה השפיעה על החשבון הפיננסי גם דרך הרפורמות המבניות השונות שהנהיגה בשנים האחרונות. השוואת המיסוי על נכסים זרים, אשר נועדה לבטל עיוותים בהקצאת ההשקעות, גררה גידול בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל, בפרט של הגופים המוסדיים; צמצום מס החברות הגדיל את הכדאיות של השקעות ישירות במשק עבור תושבי החוץ. הפרדת קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים הביאה להגברת העניין של תושבי חוץ במשק.

מגמות פיננסיות וכלכליות בעולם¹⁷: החשבון הפיננסי של המשק הושפע באופן בולט ממספר מגמות כלכליות ופיננסיות עולמיות ומקומיות - בראשן גירעון ניכר בחשבון השוואת

במסגרת תהליך ההפרטה
מכרה הממשלה השנה
לתושבי חוץ גרעיני
שליטה בחברות בהיקף
של 1.9 מיליארדי
דולרים.

16 לצמצום הגירעון הממשלתי היו השפעת על החיסכון, ההשקעה והריבית הריאלית במשק. ראו דיון בפרק ב'.

17 ממצאי סקירת ההתפתחויות הבין-לאומיות מתבססים על WEO, September 2005, Global Financial Stability Report, September 2005.

של ארה"ב, ייקור הריביות והתשואות לטווח קצר, יציבות התשואות לטווח ארוך והמשך תנועות ההון למשקים מתעוררים בהיקפים ניכרים. הכלכלה העולמית המשיכה לצמוח בשנת 2005 במהירות יחסית, במקביל לגידול הגירעון בחשבון השוטף של ארה"ב, שמומנו בהתמדה על ידי תנועות הון פרטיות וציבוריות אליה. השווקים הפיננסיים העולמיים התנהלו בצלה של התפתחות זו.

העודף המתמשך בחשבון השוטף של ישראל - שיצוא ההון נטו נתפס על פי רוב כבבואתו - נתמך במגמת הגירעון בחשבון השוטף בארה"ב והצמיחה בענפי הטכנולוגיה העילית בעולם. חברות ישראליות בענפי הטכנולוגיה העילית נהנו מתנאים אלו, ורשמו רווחים גם בזכות גידול היצוא. ייתכן שתנאים מעודדים אלו תרמו אף הם להתגברות ההשקעות הישירות בישראל ובמניות ישראליות בשוק המשני בחו"ל. למרות שיפור זה נרשמה האטה כללית בהנפקות של חברות טכנולוגיה עילית בבורסת הנאסד"ק, ובפרט בהנפקות הישראליות - בעיקר של חברות ששווי השוק שלהן קטן יחסית - פלח שוק שבו מצויות מרבית החברות הישראליות.

התשואות לטווח ארוך בשווקים הפיננסיים בעולם נותרו נמוכות באופן מפתיע¹⁸, והריביות והתשואות לטווח קצר המשיכו ועלו. התשואות הארוכות הנמוכות היו בין הגורמים המרכזיים להמשך תנועות ההון למשקים מתעוררים, וביניהם ישראל. אי עליית התשואות הארוכות גם מיתנה את קצב ההשקעות של המשקיעים המוסדיים בחו"ל, בשל חששם מהפסדי הון לכשתשואות אלו תעלינה.

התייקרות עולמית של הריביות לטווח קצר ועלייה מהירה יותר בתשואות לטווח קצר השפיעו על החשבון הפיננסי במספר ערוצים ובכיוונים מנוגדים: אצל תושבי החוץ עליית התשואות הקצרות גררה האטה בתנועות ההון למשקים מתעוררים, ובכללם לישראל, מאמצע 2005. כנגד זאת פעלה עליית הריביות למיתון המשיכות מפקדונות תושבי חוץ בארץ (פת"ח): אצל תושבי ישראל עליית התשואות לטווח קצר עודדה את המשקיעים המוסדיים הישראליים להגביר את השקעותיהם באג"ח לטווח קצר בחו"ל, ונוסף על כך - יחד עם ירידת הריבית בישראל - צמצמה את פער הריביות מול חו"ל; הצטמצמות הפער הניעה את המגזר העסקי לפרוע אשראי בנקאי במט"ח, והבנקים הפנו את עודפי המקורות האלה לחו"ל. גידול הפער שבין תשואות האג"ח הקצרות לריביות על פיקדונות קצרים גרר הסטה בהשקעות המגזר העסקי בחו"ל מפקדונות לאג"ח וגידול של השקעות הבנקים והמשקיעים המוסדיים באג"ח.

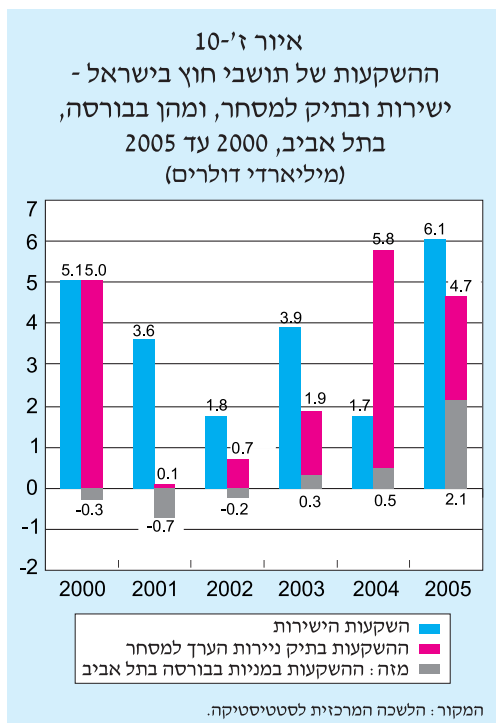
מגמת ההשקעות הפיננסיות במשקים מתעוררים התחזקה בשנת 2005, אך לא הייתה רצופה במהלך השנה. גורמי משיכה של המשקים האלה היו שיפור במשתנים הבסיסיים שלהם, עם עליית מחיריהם של מוצרי הגלם שהם מייצאים, שיפור פיסקלי ושיפורים בדירוג האשראי. בין הגורמים החיצוניים שעודדו השקעות אלו - ריבית ארוכה נמוכה בארה"ב, התגברות הנוכחות של משקיעים זרים אסטרטגיים לטווח ארוך והמשך "החיפוש אחר התשואה". באמצע 2005 נרשמה עצירה זמנית של ההשקעות במשקים מתעוררים - תוצאה מציפיות לעליית התשואות הארוכות בארה"ב, מעליית מחירי הנפט ומציפיות לבלימת הצמיחה במשקים אלו. מגמות ההשקעה במשקים מתעוררים באו לידי ביטוי גם בהיקף ובתזמון של ההשקעות בבורסה בתל אביב, אך בעוצמה נמוכה יותר.

התשואות לטווח ארוך
בשווקים הפיננסיים
בעולם נותרו נמוכות
באופן מפתיע, ועודדו
את המשך ההשקעות
במשקים מתעוררים.

עליית התשואות
לטווח קצר עודדה את
המשקיעים המוסדיים
הישראליים להגביר את
השקעותיהם באג"ח
לטווח קצר בחו"ל.

18 "חידת הריביות הנמוכות" העסיקה השנה כלכלנים רבים בעולם: בניגוד לציפיות, עליית הריביות לטווח קצר והגירעונות התאומים בארה"ב לא גררו עלייה של הריביות לטווח ארוך שם.

ב. ההשקעות של תושבי חוץ במשק



השקעות תושבי חוץ בישראל במניות, באג"ח, בנדל"ן, באשראי ובפיקדונות (איור ז'-10) הסתכמו השנה בכ-10.8 מיליארדי דולרים - הרמה הגבוהה ביותר מאז שנת 2000 - לעומת כ-8.1 מיליארדים אשתקד. גידול ניכר נרשם בהשקעות הישירות, והוא קוּזוּ במקצת על ידי ירידה בהנפקות של מניות ישראליות בחו"ל. גידול ההשקעות הישירות הונע השנה בעיקר על ידי תהליך ההפרטה המואץ במשק¹⁹. גורמים עולמיים, ובראשם כניסת תנועות הון למשקים מתעוררים, הסיטו אל המשק ההשקעות בהיקף ניכר, בעיקר במניות בתיק למסחר בבורסה בתל אביב. גידול ההשקעות נתמך גם בשיפור במשתנים הריאליים של המשק, וזה השתקף בשיפור בביצועי הפירמות ובמאזניהן. המגמה של משיכת פיקדונות תושבי חוץ מבנקים בישראל, שהחלה בשנת 2002, נבלמה השנה. ההאטה בהנפקות של מניות ישראליות בחו"ל נבעה בעיקר מהתפתחויות חיצוניות

גידול ניכר נרשם בהשקעות הישירות, והוא קוּזוּ במקצת על ידי ירידה בהנפקות של מניות ישראליות בחו"ל.

למשק, שמקורן בארה"ב. (ראו דיון בהמשך סעיף זה).

השנה חל שינוי מסוים בהתפלגות ההשקעות במשק לפי ענפיו. כבשנים קודמות, חלק הארי של ההשקעות הישירות ובתיק למסחר נרשם בענפי הטכנולוגיה העילית (5.3 מיליארדי דולרים). עם זאת, מפני ההפרטה גדל חלקן של ההשקעות בבנקים בתיק למסחר ל-1.3 מיליארדי דולרים.

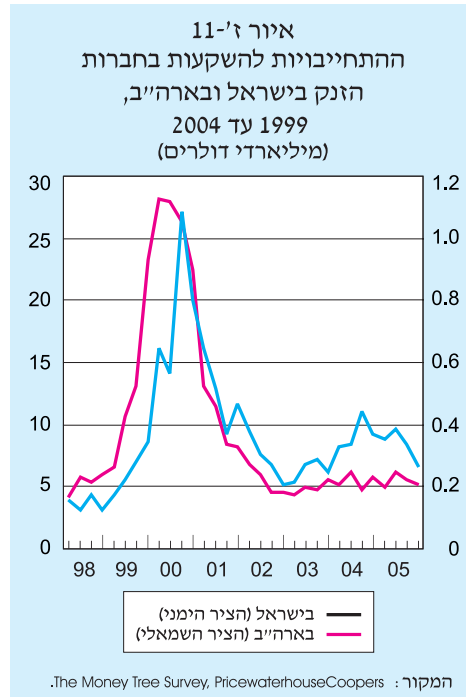
כבשנים קודמות, חלק הארי של ההשקעות הישירות ובתיק למסחר נרשם בענפי הטכנולוגיה העילית.

ההשקעות הישירות של תושבי חוץ במשק גדלו בשיעור ניכר בשנת 2005 והסתכמו בכ-6.1 מיליארדי דולרים, לעומת 1.7 מיליארדים ב-2004, מזה כ-1.0 מיליארד בהפרטה (איור ז'-10). נציין כי ההשקעות הישירות הללו יוצרות תנודתיות רבה בסעיף זה, מפני היקפן הרב ומפני היותן, על פי רוב, בדידות.

בהשקעות הישירות ישנם גם רכיבים המתאפיינים ביציבות - מספר גדול של עסקאות בעלות מאפיינים דומים, כגון השקעות בחברות הזנק ובנדל"ן וכן השקעות מרווחים הצבורים בישראל. ההשקעות הישירות בחברות הזנק הסתכמו השנה בכ-0.8 מיליארד דולרים, בדומה לאשתקד. קצב ההשקעות יציב בשנים האחרונות ונתפס כגבוה יחסית בהשוואה לעולם. היקף ההון הפנוי להשקעה - שהוא היקף ההשקעות שמחויבים לו המשקיעים בקרנות, המרמוז על מידת העניין במשק ועל ההשקעות הצפויות בו בעתיד, עומד כיום על כ-1.4 מיליארדים - נמוך יחסית לעבר, אך יציב מזה תקופה ארוכה (איור ז'-11). הענפים שבהם מתרכזות מרבית ההשקעה הם תקשורת, תוכנה ומדעי החיים (life sciences).

19 לתהליך ההפרטה השפעות רבות על המשק בתחום הגברת היעילות והתחרות. כאן אנו מתייחסים רק להשלכות התהליך על תנועות ההון למשק הנובעות מהשתתפות הזרים. זו תורמת רבות ליעילות ולתחרות במשק, שכן מדובר בהשקעה ישירה על שלל יתרונותיה.

מיתאם גבוה בין היקפי
ההתחייבות להשקעה
בחברות הזנק בארה"ב
באמצעות קרנות
הון-סיכון לבין היקפי
ההתחייבות להשקעה
באמצעות קרנות כאלה
בחברות הזנק בישראל.



באיור ז'-11 ניתן לראות מיתאם גבוה בין היקפי ההתחייבות להשקעה בחברות הזנק בארה"ב באמצעות קרנות הון-סיכון לבין היקפי ההתחייבות להשקעה באמצעות קרנות כאלה בחברות הזנק בישראל²⁰.

ההשקעות בנדל"ן בישראל נמשכו בקצב ניכר (1.2 מיליארדים), גבוה מאשר ב-2004. קצב ההשקעות הנוכחי גבוה משמעותית מזה ששרר עד לפני שנתיים (כ-0.2 מיליארד בשנה).

גידול ההשקעות הישירות השנה הוא חלק ממגמה ארוכת טווח של התגברות ההשקעות הישירות במשק, תופעה שנצפתה במשקים מתעוררים אחרים²¹. היחס של ההשקעות הישירות בישראל להשקעות הישירות בשווקים מתעוררים²² הוא כ-2 נקודות אחוז, אך הוא מאופיין בתנודתיות (איור ז'-12). בשנת 2005 יחס זה היה קרוב לממוצע ארוך הטווח (2 אחוזים). בחינה אחרת²³

מעלה שרמת ההשקעות הישירות במשק נמוכה ביחס למדינות הדומות לנו בתוצר לנפש ובהתפתחות הטכנולוגית.

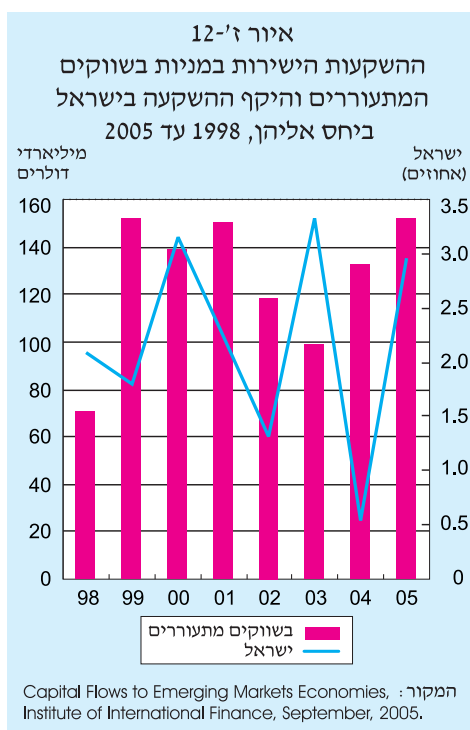
השקעות תושבי חוץ בתיק למסחר נמשכו השנה בהיקף ניכר של כ-4.7 מיליארדי דולרים, אך קטנו ביחס לאשתקד (5.8 מיליארדים). ירידה ניכרת בהנפקות בחו"ל התקווה חלקית על ידי גידול ניכר של ההשקעות במניות בשוק המשני, בייחוד בבורסה בתל אביב. הנפקת מניות של חברות ישראליות נטו בחו"ל קטנה השנה בשיעור ניכר - מ-2.8 מיליארדי דולרים ב-2004 לכ-1.3 מיליארד²⁴. כ-20 חברות ישראליות הונפקו השנה לראשונה, והן גייסו כ-1.0 מיליארד דולרים, מרביתם לקראת סוף 2005. הירידה בהנפקות מתיישבת עם ירידה בהנפקות הראשוניות בארה"ב, בפרט של חברות קטנות מענפי הטכנולוגיה העילית (איור ז'-13) - גורם הנתפס בדרך כלל כמוביל הנפקות של חברות ישראליות בחו"ל. גם היכולת לגייס הון בישראל גברה השנה, על רקע תנאי השוק המקומי, ומספר חברות טכנולוגיה עילית אף הנפיקו בתל אביב.

20 בבחינה של הנושא נמצא שהיקף ההתחייבות להשקעה בחברות הזנק בישראל מושפע בעיקר מהשינוי ברמת מדד הנאסד"ק, מהשינוי בהיקף הרכישות והמזיגות בארה"ב ומהצמיחה בישראל.

21 לפי World Investment Report 2005, ההשקעות הישירות במשקים מתעוררים התאוששו בשנת 2004 בשיעור ניכר, לאחר שלוש שנות צמצום, וזאת על חשבון ההשקעות במשקים מפותחים, שירדו. הגורמים המרכזיים לכך היו הרצון לחדור לשווקים חדשים, כמנוע צמיחה לחברות בשוק תחרותי, ואטרקטיביות רבה יותר של ההשקעה במדינות בעלות משאבי טבע, על רקע עליית מחירם של האחרונים. היכולת הטכנולוגית הגבוהה של ישראל היא גורם משיכה ייחודי לה.

22 קבוצת המדינות המתעוררות מכילה 31 מדינות (לפי הגדרת IIF). ישראל אינה נכללת בקבוצה זו. 23 מדד של האו"ם לבחינת התמודדות המדינות השונות עם התחרות העולמית על השקעות זרות ישירות. המדד מדרג את המדינות לפי היקף קליטת ההשקעות הישירות. הוא מודד את היחס בין חלקה של המדינה בסך זרמי ההשקעות הישירות הנכנסות בעולם לבין חלקה בתוצר המקומי הגולבלי. ראו גם תיבה I-1 בסקירת פעילות המשק במט"ח בדוח בנק ישראל לשנת 2004.

24 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-1.4 מיליארדי דולרים, כמחצית מהיקפן בשנה הקודמת.

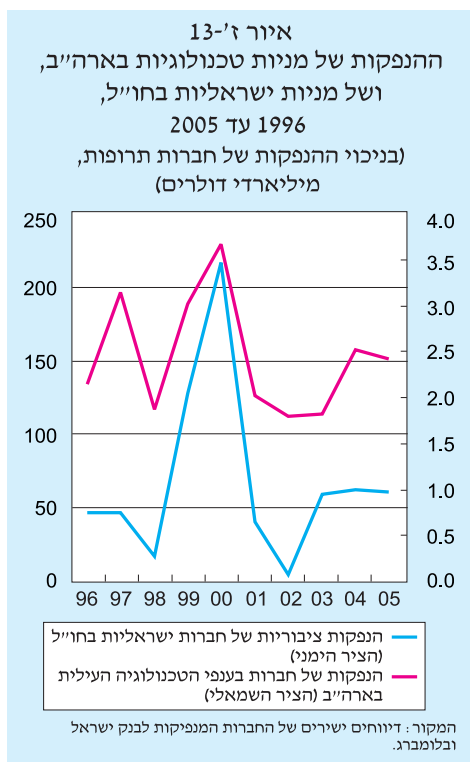


ההשקעות במניות בתיק למסחר בבורסה בתל אביב גדלו השנה לשיעור שיא - מ-0.5 מיליארד דולרים אשתקד לכ-2.1 מיליארדים ב-2005 - גידול ניכר ביחס לשנים הקודמות (איור ז'-10). ההשקעות השנה נתמכו על ידי מספר גורמים מקומיים ועולמיים: מגמות כניסה בתנועות הון למשקים מתעוררים, שמקורן בצמיחה, בשינויים בתשואות לטווח קצר וארוך, בהעדר חלופות השקעה במשקים המפותחים והמשך "החיפוש אחר תשואה". התנאים המקומיים שפעלו הם: השיפור הריאלי - הצמיחה במשק, צמצום של החוב ושל הגיוס הממשלתי וגידול היצוא; השיפור הגיאוגרפי-פוליטי, על רקע סיום תהליך ההתנתקות; השיפור במאזני הפירמות, כתוצאה מגידול הרווחים, בזכות גידול המכירות וירידת עלויות המימון עם ירידת הריבית במשק; האצת תהליך ההפרטה, ובראשו הפרטת בנק גדול.

עיקר ההשקעות בתל אביב התבצעו במחצית הראשונה של השנה, המשך למגמת ההשקעות של סוף 2004; ואילו במחצית השנייה הביאו שינויים בתשואות העולמיות ובגורמים גיאוגרפי-פוליטיים מקומיים להאטה מסוימת.

עיקר ההשקעות בתל אביב התבצעו במחצית הראשונה של השנה, המשך למגמת ההשקעות של סוף 2004; ואילו במחצית השנייה הביאו שינויים בתשואות העולמיות ובגורמים גיאוגרפי-פוליטיים מקומיים להאטה מסוימת. פעילותם של תושבי חוץ בבורסה התמקדה במניות של החברות הגדולות, אך הייתה הטרוגנית: בכל עת הם פעלו באופן מבוזר, ולא היה ניתן לזהות כיוון פעולה אחיד.

ההשקעות האחרות של תושבי חוץ-פיקדונות בשקלים ובמט"ח בבנקים בארץ, מתן אשראי ישיר ואשראי מסחרי - הסתכמו השנה באיזון, לעומת השקעות נטו של כ-0.2 מיליארד אשתקד. בסעיף זה ראוי לציין את העצירה המסתמנת מאז סוף 2004 במשיכות מהפיקדונות של תושבי חוץ (פת"ח), לאחר שלוש שנים של משיכות ניכרות בקצב של כ-0.7 מיליארד דולרים בשנה. עם הגורמים שפעלו לעצירת המשיכות נמנו השיפור במצב הגיאוגרפי-פוליטי והירידה בסיכון המדינה, עליית



התשואות על הפיקדונות עקב עליית הריביות הקצרות בחו"ל, ואולי אף עקב הטלת מס על פיקדונות ביעדי הפקדה חלופיים כשווייץ ולוקסמבורג.

ג. ההשקעות של תושבי ישראל בחוץ לארץ

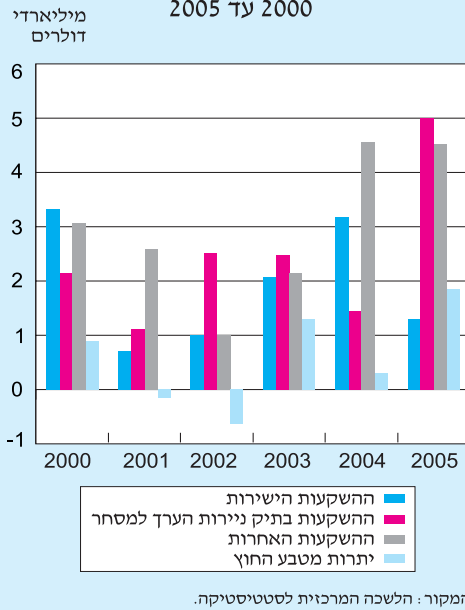
ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל - מניות, אג"ח, נדל"ן, אשראי, פיקדונות ויתרות מט"ח בבנק ישראל - גדלו בשיעור ניכר: מ-11.5 מיליארדי דולרים, לכ-16.9 מיליארדים, בעיקר כתוצאה מגידול ההשקעות של המגזר הבנקאי והמשקיעים המוסדיים באג"ח בחו"ל (איור ז'-14).

התפתחויות אלו הן תוצאה של התקדמות התהליך של הסרת חסמי ההשקעה בחו"ל בפני המשקיעים המוסדיים, פירעון אשראי במט"ח על ידי המגזר העסקי וגידול של פיקדונותיו, שנבע מהצטמצמות פער הריביות מול חו"ל, ומצמצום הגיוס הממשלתי. עם זאת נראה כי אי-העלייה של התשואות לטווח ארוך בעולם, על אף העלייה בתשואות הקצרות, מיתנה את יצוא ההון של המשקיעים המוסדיים, מחשש להפסדי הון כשהתשואות הארוכות יעלו. הפקדות הבנקים בחו"ל, המשמשות לניהול נזילותם, התמידו בקצבן המהיר. עליית התשואות לטווח קצר מעבר לעליית הריביות הקצרות גם גרמה לגידול ההשקעות של המגזר הפרטי באג"ח (איור ז'-15).

המשקיעים המוסדיים והבנקים הגדילו את השקעותיהם בתיק ניירות הערך למסחר לעומת השנה הקודמת, ואילו ההשקעות של מגזר משקי בית - המורכב מיחידים הפועלים במישרין ובעקיפין באמצעות קרנות הנאמנות - ירדו.

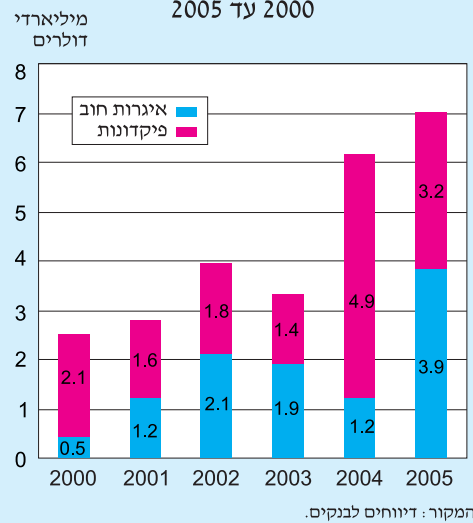
ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחו"ל הסתכמו בשנת 2005 ב-2.3 מיליארדי דולרים, לעומת כ-3.4 מיליארדים אשתקד. ההשקעות הישירות בחו"ל התגברו בשנים האחרונות, על רקע תהליכי הגלובליזציה, המחייבים חברות ישראליות להרחיב את פעילותן לשווקים בחו"ל²⁵, כדי לשמור על תחרותיות ולצמוח. בחינה של ממוצע

איור ז'-14
ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל
לפי סוג ההשקעה,
2000 עד 2005



נראה כי אי-העלייה של התשואות לטווח ארוך בעולם, על אף העלייה בתשואות הקצרות, מיתנה את יצוא ההון של המשקיעים המוסדיים, מחשש להפסדי הון כשהתשואות הארוכות יעלו.

איור ז'-15
זרמי ההשקעות של המגזר הפרטי
באיגרות חוב ובפיקדונות בחו"ל,
2000 עד 2005



ההשקעות הישירות בחו"ל התגברו בשנים האחרונות, על רקע תהליכי הגלובליזציה, המחייבים חברות ישראליות להרחיב את פעילותן לשווקים בחו"ל, כדי לשמור על תחרותיות ולצמוח.

25 תהליך ההתרחבות של פירמה בחו"ל הוא הדרגתי: בשלב הראשון הפירמה רוכשת או בונה מערכי שיווק בחו"ל לשם הרחבת פוטנציאל לקוחותיה; מאוחר יותר היא מרחיבה, על פי רוב, את יכולת הייצור שלה בחו"ל כדי לנצל יתרונות בייצור ובפיתוח או לצמצם מרחקים ועלויות של הובלה לשווקים החדשים.

ההשקעות הישירות בשנים 1999 עד 2004 (ביחס לתוצר) של מדינות הדומות לישראל²⁶ מראה שהמשק הישראלי משקיע בחו"ל פחות מאשר משקים מפותחים - 1.7 אחוזי תוצר לעומת 2.6 אחוזים בהתאמה - ויותר מממשקים מתפתחים, המשקיעים 0.5 אחוזי שיעור ההשקעה בחו"ל צפוי להמשיך ולגדול לרמתו במשקים מפותחים. השנה נחלשה הדומיננטיות הרבה של חברות מענפי הטכנולוגיה העילית - שבהן שיעור החברות הבין-לאומיות ניכר - בהשקעות בחו"ל.

ההשקעות בתיק למסחר בחו"ל גדלו השנה בשיעור ניכר (כ-5.7 מיליארדים), לסך של כ-7.8 מיליארדים דולרים. מרבית הגידול השנה נרשם באג"ח (3.7 מיליארדים). הבנקים השקיעו באג"ח בחו"ל 1.6 מיליארדים, משום שנוצרו להם עודפי מקורות, תוצאת פירעונות אשראי בנקאי במט"ח²⁷ ועלייה בפיקדונות המט"ח של המגזר העסקי.

המשקיעים המוסדיים²⁸, הכוללים את קופות הגמל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח, הגבירו את השקעותיהם באג"ח ובמניות בחו"ל בשיעור ניכר, והן הסתכמו בכ-3 מיליארדי דולרים. הגידול התרכז בהשקעה באג"ח - 1.4 מיליארדים, לעומת השקעה זניחה ב-2004. מרבית ההשקעה (1.1 מיליארד דולרים) התבצעה באג"ח על ידי קופות הגמל. הגורמים העיקריים לגידול ההשקעות של המשקיעים המוסדיים בחו"ל הם התקדמות בתהליך פיזור השקעותיהם שם, בעקבות השוואת שיעורי המיסי על השקעה בניירות ערך זרים לאלה החלים על ניירות ערך מקומיים בתחילת השנה וצמצום אפשרויות הגיוס בארץ, עם ירידת הגיוס הממשלתי. מספר גורמים האטו את תהליך פיזור ההשקעות בחו"ל, ביניהם הזמן הנדרש לתהליך הלמידה וליצירת התשתיות להשקעות אלו²⁹ מזה והפריחה של שוקי ההון בישראל השנה מזה.

ההשקעות במניות בחו"ל הסתכמו השנה בכ-2.6 מיליארדי דולרים, לעומת כ-0.5 מיליארד ב-2004. את מרבית ההשקעה (כ-1.2 מיליארד דולרים) ביצעו המשקיעים המוסדיים. עיקר ההשקעות בוצעו במחצית השנייה של 2005, על רקע הערכות של המשקיעים בשווקים שהמניות בשוק המקומי מתומחרות במלואן וכי בשוקי חו"ל הפוטנציאל לרווחים טוב יותר. משקי הבית השקיעו במניות בחו"ל 0.7 מיליארד דולרים, מרביתם באמצעות קרנות נאמנות, בפרק זמן קצר במהלך הרביעי הרביעי.

ההשקעות האחרות הסתכמו השנה בכ-4.9 מיליארדי דולרים, היקף קטן במעט מאשר אשתקד, אך בהרכב ההשקעות חלו שינויים. פיקדונות הממשלה ואשראי הלקוחות ירדו, וירידתם קווצה על ידי עלייה במתן האשראי לתושבי חוץ.

ד. החשבון השוטף, החשבון הפיננסי, מצבת הנכסים וההתחייבויות מול חוץ לארץ והחוב החיצוני

העודף בחשבון השוטף מופנה לחו"ל ואמור להתבטא בחשבון הפיננסי כיצוא של הון ושל חוב (כשאינן הפרשים סטטיסטיים). כשמשק מייצא מכשירי חוב הוא מגדיל את נכסי החוב שלו בחו"ל. משנות התשעים ועד שנת 2002 מומן הגירעון בחשבון השוטף באמצעות

הבנקים השקיעו באג"ח בחו"ל 1.6 מיליארדים, משום שנוצרו להם עודפי מקורות, תוצאת פירעונות אשראי בנקאי במט"ח ועלייה בפיקדונות המט"ח של המגזר העסקי.

מספר גורמים האטו את תהליך פיזור ההשקעות בחו"ל, ביניהם הזמן הנדרש לתהליך הלמידה וליצירת התשתיות להשקעות אלו מזה והפריחה של שוקי ההון בישראל השנה מזה.

26 מדינות הדומות לישראל ברמתן הטכנולוגית ובתוצר לנפש: אירלנד, פורטוגל, ספרד, איטליה, צרפת, ניו-זילנד, הונגריה, צ'כיה, סלובניה ופולין. מדינות אלו מדורגות בטווח של ± 6 מקומות מישראל בדירוג ההישגים הטכנולוגיים (World Economic Outlook 2002), והתוצר לנפש בהן גבוה בממוצע בכ-2,600 דולרים מזה של ישראל.

27 ראו סעיף שוק שקל-מט"ח, בפרק ד'.

28 ראו סעיף שוק שקל-מט"ח, בפרק ד'.

29 אלו הם חלק מגורמיה של תופעת "יתרון הביתיות" ("home bias"), נטייה של גופים מקומיים להשקיע בנכסים זרים בשיעור נמוך מזה הנגזר מהקצאת תיק מיטבית.

בשנת 2005 הגדיל המשק הישראלי את נכסי החוב שלו בשיעור ניכר, בזכות העודף בחשבון השוטף והתמדת ההשקעות ההוניות של תושבי חוץ.

העברות והשקעות של תושבי חוץ במכשירי הון במשק בהיקף ניכר, אשר אינן מגדילות את החוב החיצוני. בשנת 2005 הגדיל המשק הישראלי את נכסי החוב שלו בשיעור ניכר, הן בזכות העודף בחשבון השוטף והן בזכות התמדת ההשקעות ההוניות של תושבי חוץ בו. תיבה ז'-1 מתארת את מאפייני ההשקעה של תושבי חוץ במשק ושל תושבי ישראל בחו"ל, תוך הבחנה בין מכשירי החוב למכשירי ההון.

ההתפתחויות העיקריות במצבת הנכסים וההתחייבויות מול חוץ לארץ ב-2005

שנת 2005 עמדה בסימן גידול מהיר הן של הנכסים בחו"ל והן של ההתחייבויות מול חו"ל (לוח ז'-7). עיקר הגידול של נכסי המשק בחו"ל נבע מהשקעות בתיק ניירות הערך למסחר, אשר מבטאות את תהליך התאמת התיקים בקרב כל מגזרי המשק. במגזר העסקי התבצעה התאמה זו בעיקר בסעיף פירעון אשראי במט"ח ממערכת הבנקאות, על רקע הצטמצמות פער הריביות, ובאה לידי ביטוי בהגדלת הפיקדונות של מערכת הבנקאות בחו"ל. במגזר המוסדי ובמגזר משקי הבית התבטאה התאמת התיקים בגידול ההשקעות בניירות ערך בחו"ל, על רקע השוואת שיעורי המס. גידולן של ההתחייבויות המשק מול חו"ל נבע מהשקעות ניכרות של תושבי חוץ - ישירות ובתיק ניירות הערך למסחר - ברביע הראשון וברביע הרביעי ומעלייה ניכרת של מחירי הנכסים בתיק במחצית השנייה של השנה.

החוב החיצוני נטו, שהוא שלילי מאז 2002 (המשק מלווה נטו לחו"ל), המשיך לקטון במהלך 2005, והסתכם בשיא של כ-21 מיליארדי דולרים.

החוב החיצוני נטו, שהוא שלילי מאז 2002 (המשק מלווה נטו לחו"ל), המשיך לקטון במהלך 2005, והסתכם בשיא של כ-21 מיליארדי דולרים. ישראל מקיימת גם עודף גדול של נכסים (מכשירי חוב) לזמן קצר, שכן רובו של החוב הממשלתי הוא לזמן ארוך, ואילו יתרות המט"ח של בנק ישראל והנכסים בחו"ל (מכשירי חוב) של המגזר הפרטי הם בעיקר

לוח ז'-7

הנכסים וההתחייבויות של המשק הישראלי כלפי חוץ לארץ (IIP), 2001 עד 2005 (יתרות לסופי שנים, מיליארדי דולרים)

2005	2004	2003	2002	2001	
118.4	103.6	89.9	78.8	72.8	א. סך כל נכסי המשק
98.7	87.8	78.3	71.0	65.5	מזה: מכשירי חוב
18.7	16.7	13.1	10.3	9.2	ההשקעות הישירות בחו"ל
24.9	16.5	13.6	10.1	8.0	ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר
46.6	43.1	36.8	34.2	32.2	השקעות אחרות בחו"ל
28.2	27.2	26.4	24.2	23.4	נכסי רזרבה
153.0	136.5	123.6	105.3	108.7	ב. סך כל ההתחייבויות המשק
75.6	75.8	72.1	69.1	66.8	מזה: חוב חיצוני
36.8	31.8	29.4	23.2	23.0	ההשקעות הישירות
66.7	54.0	44.8	33.7	39.1	ההשקעות בתיק ניירות ערך למסחר
49.5	50.7	49.4	48.4	46.6	השקעות אחרות
34.6	32.9	33.7	26.5	35.9	ג. ההתחייבויות נטו
-23.2	-12.0	-6.2	-2.0	1.2	מזה: חוב חיצוני נטו

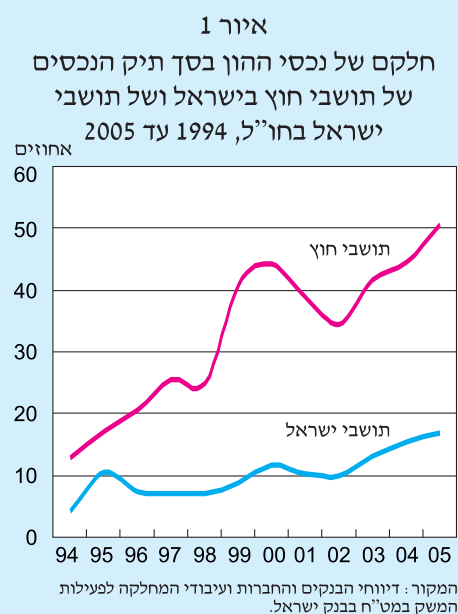
המקור: עיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח בבנק ישראל.

לזמן קצר. יש לציין כי החוב נטו לזמן קצר הוא רכיב מרכזי בהערכת הסיכון של כל משק, ועודף נכסים לזמן קצר תורם לשיפור דירוג האשראי. יתרת החוב החיצוני של המגזר הציבורי עמדה בסוף 2005 על כ-31 מיליארדי דולרים. הממשלה היא הלווה העיקרי במגזר הציבורי, ומשקל חובותיה כ-42 אחוזים מסך החוב של המשק הישראלי. במהלך 2005 עלו הפירעונות שביצעה הממשלה על גיוס חוב חדש - וזאת על רקע הריסון התקציבי וניצול תקבולי ההפרטה, שהפחיתו את הצורך בגיוס חוב חיצוני.

תיבה ז'-1: השינויים במבנה הנכסים וההתחייבויות מול חוץ לארץ בעשור האחרון

מאז 1994 הרבו תושבי חוץ להשקיע במניות ישראליות, ומשקל נכסי ההון בסך נכסיהם בישראל עלה בהתמדה. זאת לעומת עלייה מתונה במשקל נכסי ההון של תושבי ישראל בסך השקעותיהם בחו"ל. לפיכך, בסוף 2005, השקעות תושבי ישראל במניות - ישירות ובתיק ניירות הערך למסחר - היוו 17 אחוזים בלבד מסך הנכסים של תושבי ישראל בחו"ל, בעוד שההשקעות במניות ישראליות היוו כמחצית מתיק הנכסים של תושבי חוץ (איור 1).

גידול ההשקעות של תושבי חוץ בנכסי הון, בעשור האחרון, ניכר גם



במשקים מתעוררים אחרים, ומשקף תהליכים של השתלבות בשווקים הפיננסיים הגלובליים, התפתחות חברות בין-לאומיות, ביטול אפליות מס וליברליזציה במט"ח, וכן שיפור בתשתיות הרגולטוריות והטכנולוגיות במדינות המתפתחות. המניע להשקעות ישירות בשווקים המתעוררים הוא פעמים רבות ניצול שכר עבודה נמוך בתעשיות מסורתיות לשם הוזלת תהליך הייצור. התופעה המייחדת את ישראל היא שההשקעות הישירות של תושבי חוץ בנכסי הון ישראליים מופנות בעיקרן לענפי הטכנולוגיה העילית, ולכן כרוכות בסיכון רב יחסית. המניעים במקרה זה הם ציפייה לתשואה גבוהה, שתנבע

מעלייה מהירה של ערך החברה ומימוש ההשקעה באמצעות מכירה (exit), או לגידול מהיר של הרווחיות, שיאפשר משיכת דיווידנד בעקבות החידוש הטכנולוגי. אשר לסחירות של הנכסים - כ-45 אחוזים מהתיק שבידי תושבי ישראל הם נכסים סחירים; הרכב דומה נמצא גם אצל תושבי חוץ, אלא שערכו של התיק הסחיר

שבידי תושבי חוץ תנודתי יותר, בשל הרכיב המנייתי הגבוה. מכאן שבמאזן מול חו"ל תושבי חוץ בישראל מחזיקים תיק השקעות שהסיכון והתשואה בו גבוהים מאלו המאפיינים את תיק ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל.

במשק הישראלי התחוללו השנה גם תמורות מרחיקות לכת במבנה השווקים הפיננסיים, שהעיקריות בהן נובעות מהליברליזציה במט"ח ומביטול אפליית המס על השקעות בחו"ל. לכך חבר עודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים מאז 2003. התפתחויות אלו הביאו לגידול מהיר של נכסי המשק הישראלי בחו"ל, ובחמש השנים האחרונות הוא מקיים עודף במכשירי חוב, כלומר מלווה נטו לחו"ל.

בתריסר השנים האחרונות נרשמה עליה רצופה ביתרות המט"ח של בנק ישראל, אך את עיקר המעבר למשק מלווה נטו וגידול הנכסים (מכשירי החוב) בחו"ל הוביל

המגזר הפרטי הלא-בנקאי, ובפרט המגזר העסקי. הדבר משתקף בגידול של פיקדונותיו בחו"ל (המבטאים הפקדות של תמורות יצוא ותמורות של הנפקות וגיוסי הון) ושל החזקותיו באג"ח זרות. מאז 1994 הגדיל המגזר הפרטי הלא-בנקאי את נכסיו בחו"ל פי שישה, בעוד שנכסי מערכת הבנקאות ונכסי המגזר הציבורי (בעיקר יתרות המט"ח של בנק ישראל) גדלו פי שניים ופי ארבעה, בהתאמה. בין השנים 1994 ו-1996 מערכת הבנקאות הייתה המגזר הדומיננטי בהשקעות המשק בחו"ל: נכסי הבנקים היוו קרוב ל-50 אחוזים מסך נכסי המשק (מכשירי חוב) בחו"ל; לאחר מכן, בשנים 1997 עד 2001, יתרות בנק ישראל היו חלק הארי, ומאז שנת 2002 המגזר הפרטי הלא-בנקאי הוא שמחזיק בבכורה (איור 2).

