

## התפתחויות בחשבון הבסיסי של המשק בשני העשורים האחרונים

הדר גוטסמן\* ושלי רייס\*

### תקציר

החשבון הבסיסי הוא מצרף מקובל לניתוח נתוני מאזן התשלומים של המשק. לחשבון הבסיסי הגדרות שונות, אך בהגדרה המקובלת שלו, הוא כולל את העודף בחשבון השוטף ואת ההשקעות הישירות נטו למשק וממנו. עבודה זו, תציג את נתוני החשבון הבסיסי בישראל על הגדרותיו השונות ותתאר את ההתפתחויות והתמורות שחלו בו וברכיביו בשני העשורים האחרונים. בהגדרתו המקובלת, החשבון הבסיסי בישראל עבר ב-2004 מאיזון לעודף, שנשמר ברציפות עד לשנת 2014. מעבר זה לעודף היה קשור בשינויים מבניים רבים שחלו במשק, ובראשם התבססות תעשיית ההיי-טק, שתרמה הן ליצירת עודף בחשבון השוטף והן לגידול משמעותי בזרמי ההשקעות הישירות. העודף המתמשך בחשבון הבסיסי משקף יבוא הון מבני למשק. במבט קדימה, גילוי מאגרי הגז והפקתו לצרכים מקומיים ולייצוא מהווה גורם משמעותי שיתמוך בהמשך קיומו של עודף בחשבון הבסיסי.

\* החטיבה למידע ולסטטיסטיקה, בנק ישראל

---

## א. מבוא

**מאזן התשלומים של המשק** מודד את כל העסקאות בין תושבי ישראל לתושבי חוץ במטבע חוץ ובשקלים. מקובל להציג את העסקאות במאזן התשלומים לפי סוגיהן. כך, למשל, עסקאות יבוא וייצוא של סחורות ושירותים נכללות בחשבון השוטר, ועסקאות יבוא וייצוא של הון – בחשבון הפיננסי. בתוך החשבון הפיננסי, נהוג להבחין בין השקעות ישירות (השקעות בעלי עניין בחברות) לבין השקעות פיננסיות בניירות ערך סחירים והשקעות אחרות (פיקדונות ואשראי).

בניתוח של נתוני מאזן התשלומים מקובל לבחון, בין היתר, מצרף הנקרא "חשבון בסיסי", הכולל את העודף בחשבון השוטר ואת ההשקעות הישירות נטו למשק (Net FDI). החשבון הבסיסי מאפשר לעמוד על שינויים מבניים המתחוללים במשק במהלך השנים והמשתקפים במאזן התשלומים. רכיביו – ההשקעות הישירות והחשבון השוטר – מושפעים יותר משינויים ארוכי טווח בנתוני היסוד של המשק, כגון צמיחה ותחרותיות של המשק מול חו"ל, ורגישים פחות לשינויים קצרי טווח בפרמטרים כלכליים כגון פערי ריבית, שערי החליפין ומדדי מניות. שינויים קצרי טווח אלה משפיעים יותר על הסעיפים האחרים במאזן התשלומים, כגון השקעות פיננסיות והשקעות אחרות.

מהחשבון הבסיסי ניתן לגזור גם את ההשפעה ה"מבנית" – זו הנובעת מגורמי היסוד של המשק – של מאזן התשלומים על שוק מטבע חוץ; כלומר, לאפיין בעזרתו האם שורר במשק עודף ביקוש מבני למטבע חוץ או עודף היצע מבני של מטבע חוץ. העודף/גירעון בחשבון הבסיסי משקף את הכיוון והעוצמה של עודף ההיצע/הביקוש המבני במט"ח ("הלחץ הבסיסי") על שער החליפין.

השפעתו של מצרף החשבון הבסיסי על מגמת שער החליפין נדונה גם בפרסומים בינלאומיים שונים, לדוגמה, במאמר של קרן המטבע<sup>1</sup> משנת 2001 נבדקה השפעת החשבון הבסיסי, בשתי הגדרות שונות, על השינויים בשער החליפין של היורו ושל היין היפני מול הדולר.

בספרות ובפרקטיקה המקובלת, ההגדרה של תנועות הון ארוכות טווח למשק וממנו איננה תמיד חד-משמעית ועשויה להיות שונה ממשק למשק, ולעתים אף מתקופה לתקופה.

חלק מההגדרות רחבות יותר, וכוללות גם השקעות פיננסיות ארוכות טווח (במידה שניתן למדוד אותן); הגדרות אחרות דווקא מצמצמות ומכניסות למצרף רק את ההשקעות הישירות הנכנסות (FDI inflows).

**בעבודה זו**, נראה את המצרף של החשבון הבסיסי בהגדרותיו השונות בישראל, ונאמץ את ההגדרה המקובלת כיום – העודף בחשבון השוטר וההשקעות הישירות נטו למשק – על מנת לתאר את ההתפתחויות והתמורות שחלו בחשבון הבסיסי של המשק וברכיביו בשני העשורים האחרונים (ליתר דיוק, 1998-2014). כמו כן, נערוך השוואה בין החשבון הבסיסי בישראל לבין החשבון הבסיסי במדינות ה-OECD ובקבוצה של מדינות מתפתחות.

## ב. החשבון הבסיסי בישראל

### 1. הגדרות שונות של החשבון הבסיסי בישראל:

**ניתן ליישם לישראל שלוש הגדרות שונות של החשבון הבסיסי:**

**ההגדרה המצמצמת** של החשבון הבסיסי (איור 1) מצרפת לעודף בחשבון השוטר את ההשקעות הישירות הנכנסות למשק (FDI) בלבד. בהגדרה כזו, החשבון הבסיסי משקף יבוא הון ארוך-טווח **ברוטו** למשק, אך אינו מביא בחשבון יצוא הון מבני מהמשק,

Robin Brooks, Hali Edison, Manmohan Kumar and Torsten Slok, 2001, "Exchange Rates and Capital Flows", IMF Working Paper, <sup>1</sup> WP/01/190.

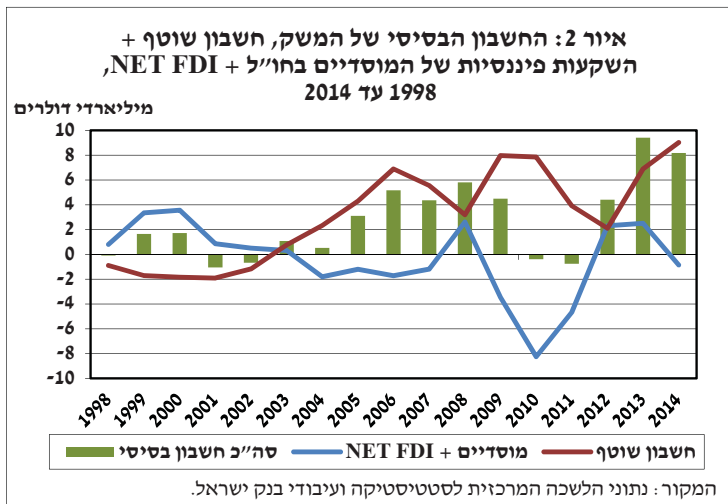
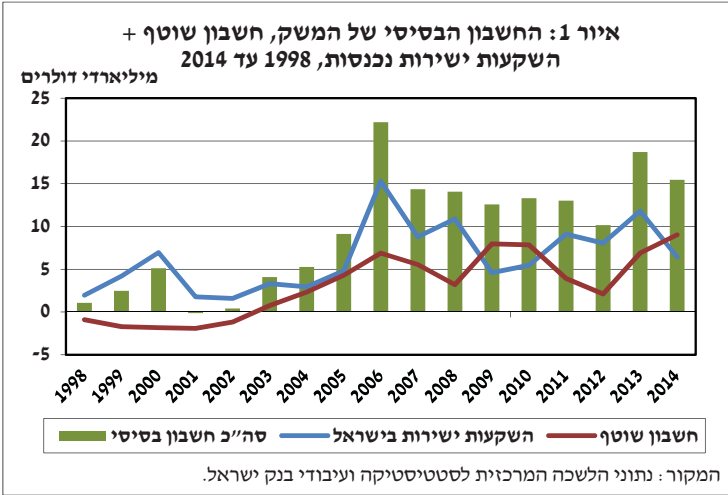
כגון השקעות ישירות של המשק בחו"ל. בהגדרה זו, העודף בחשבון הבסיסי שמר על רמה שנתית גבוהה בעשור האחרון (2005 עד 2014) והסתכם בכ-14.3 מיליארד דולר בממוצע לשנה.

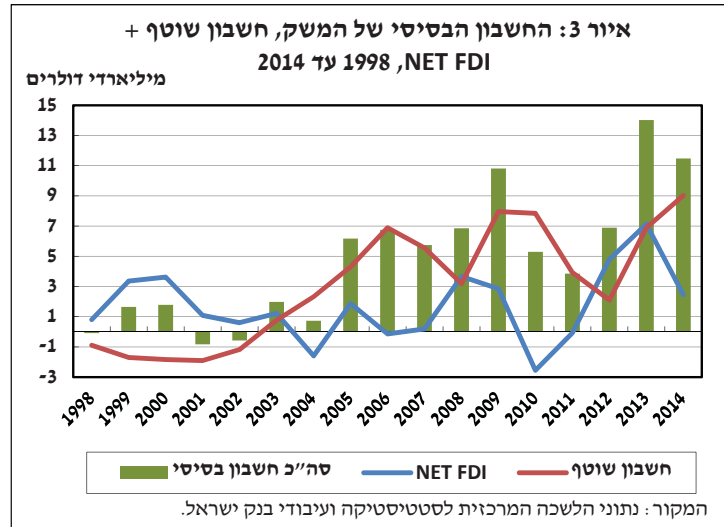
**בהגדרה מרחיבה יותר** (איור 2), כוללים במצרף הן את ההשקעות הישירות של המשק בחו"ל והן את ההשקעות הפיננסיות בחו"ל של המשקיעים המוסדיים, שמאז ביטול אפליית המס ב-2004, משקיעים בחו"ל כחלק מאסטרטגיה ארוכת-טווח של פיזור סיכונים. הגדרה זו אינה כוללת השקעות פיננסיות של תושבי חוץ במשק מכל סוג שהוא. לפי הגדרה כזו, העודף בחשבון

הבסיסי מצטמצם, כמובן, ובשנים מסוימות אף הופך לשלילי. בעשור האחרון, הממוצע השנתי שלו הסתכם בכ-4.4 מיליארד דולר בלבד. עם זאת, מעניין לראות שגם בהגדרה זו, חל ב-3 השנים האחרונות גידול משמעותי בעודף בחשבון הבסיסי, בעיקר כתוצאה מגידול משמעותי בעודף בחשבון השוטף – בשנים 2012-2014 הממוצע השנתי של העודף בחשבון הבסיסי הסתכם בכ-7.3 מיליארד דולר.

בהמשך עבודה זו בחרנו לאמץ את החשבון הבסיסי בהגדרת ביניים (איור 3), המקובלת יותר, המצרפת לעודף בחשבון השוטף את ההשקעות הישירות נטו למשק. הגדרה זו מתייחסת רק לייבוא ההון ארוך-הטווח נטו, הנובע מהשקעות ישירות בשני הכיוונים, ואינה כוללת את ההשקעות הפיננסיות בחו"ל של המשקיעים המוסדיים (וגם לא השקעות פיננסיות של תושבי חוץ במשק).

הגדרה זו מאמצת את ההבחנה בחשבון הפיננסי בין סוגי ההשקעות – ישירות ופיננסיות – ומבוססת על כך, שהיקף יצוא ההון הפיננסי של המשקיעים המוסדיים מושפע משינויים קצרי-טווח יחסית במחירי המניות בשווקי חו"ל, וכן משינויים במגמת שערי החליפין ובשערי הריבית. בהגדרה זו, העודף בחשבון הבסיסי בעשור האחרון הסתכם בממוצע בכ-7.8 מיליארד דולר לשנה.





## 2. שתי תקופות:

ניתן להבחין בשתי תקופות עיקריות בחשבון הבסיסי של המשק בתקופה הנסקרת (1998-2014, איור 3):

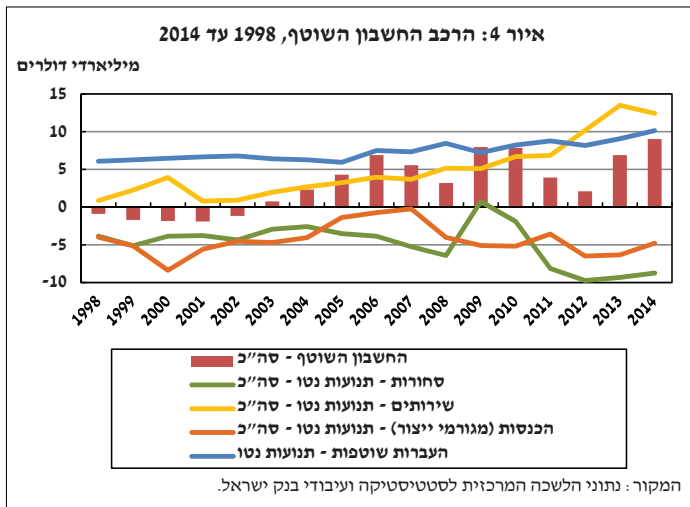
**השנים 1998-2004** התאפיינו בגירעון בחשבון השוטף ובהיקף נמוך של השקעות ישירות נטו, ולכן העודף בחשבון הבסיסי היה זניח ובחלק מהשנים אף שלילי. לעומת זאת, בכל אחת מעשר השנים האחרונות (2005-2014) שרר עודף בחשבון הבסיסי של המשק בהיקף משמעותי (כ-7.8 מיליארדי דולרים, 3.5% מהתוצר בממוצע לשנה): שילוב של עודף בחשבון השוטף וזרם חיובי של השקעות ישירות נטו למשק.

המעבר מאיזון יחסי בחשבון הבסיסי בתקופה הראשונה לעודף בתקופה השנייה, קשור בשורה של תהליכים משמעותיים שהתחוללו במשק ובסביבה הכלכלית העולמית:

**במשק** חל שינוי מבני בתעשייה הישראלית, שהביא להתגבשות היתרונות היחסיים של המשק בתחום ההיי-טק, הושלם תהליך של ליברליזציה במטבע חוץ ובחשבון הפיננסי, וכן חלו שינויים גיאופוליטיים. התפתחויות אלו תרמו לשיפור ניכר בנתוני היסוד של המשק ובאטרקטיביות שלו מול חו"ל.

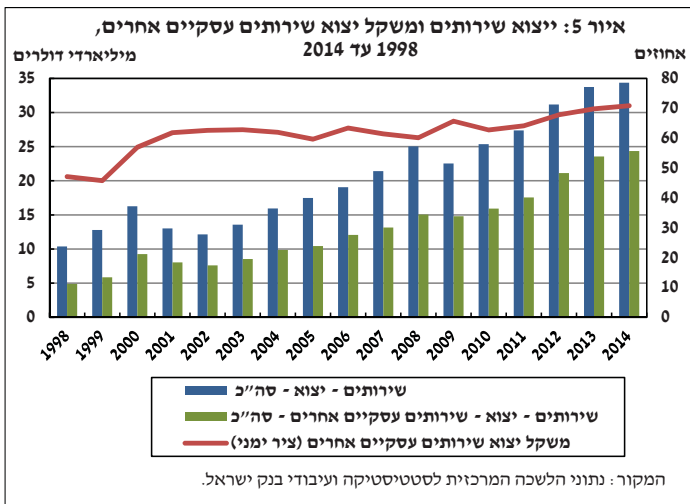
**בעולם** התגברו תנועות ההון הפיננסיות והריאליות למשקים מתעוררים במסגרת תהליך גלובליזציה מתמשך, במקביל להתרחבות הסחר העולמי. התוצאה המשולבת של כל הגורמים האלו הייתה הגברת תנועות ההון אל המשק וממנו. גם ההתפתחויות של השנים האחרונות בתחום האנרגיה – גילוי מאגרי הגז וירידת מחירי הדלקים – הביאו לגידול נוסף בעודף בחשבון השוטף. אלה צפויים להשפיע בצורה משמעותית עוד יותר על החשבון השוטף בשנים הבאות.

3. רכיבי החשבון הבסיסי:



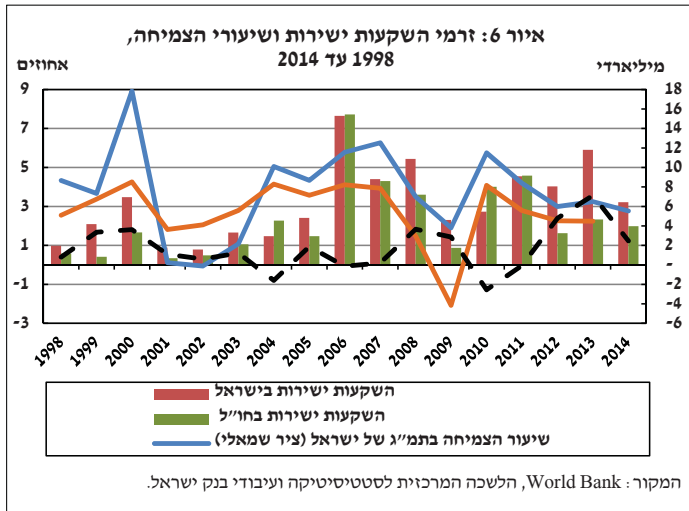
**החשבון השוטף:** עד 2002 שרר גירעון בחשבון השוטף, ששיקף עודף מבני של יבוא על יצוא בחשבון הסחורות, תשלומים נטו לגורמי ייצור וחשבון שירותים מאוזן. הגירעון ביחס לתוצר התרחב בתקופה זו עד לרמה של -1.5 אחוזי תוצר ב-2001, לאחר התפוצצות בועת ההיי-טק.

החל משנת 2003 עבר החשבון השוטף לעודף, שהלך והתרחב (לא בהתמדה) והגיע לשיא ב-2014 (איור 4). המעבר לעודף התרחש על רקע השינוי המבני בענפי הייצוא של המשק והתגבשות היתרונות היחסיים של החברות הישראליות בתחום ההיי-טק (משקלם של ענפי הטכנולוגיה העילית בסך הייצוא גדל מאוד). התפתחויות אלו, על רקע הגידול בסחר העולמי, תרמו לירידה בגירעון בחשבון הסחורות, ולגידול משמעותי בייצוא השירותים – יצוא שירותים עסקיים (הכולל את יצוא התוכנה) היווה כ-47% מסך יצוא השירותים בשנת 1998 ועלה לכ-70% עד שנת 2012 (איור 5). בנוסף, בחלק מהשנים חל קיטון משמעותי בגירעון בחשבון ההכנסה מגורמי ייצור, בעיקר כתוצאה מגידול בהכנסות מהשקעות ישירות ואחרות ומירידה בתשלומי שכר לעובדים זרים.



בשנתיים האחרונות חל שיפור נוסף בחשבון השוטף, שנבע מירידת מחירי הדלק בעולם וגילוי מאגרי הגז הטבעי בארץ. התפתחויות אלו צמצמו את הצורך בייבוא של דלקים, ובשנים הבאות הן יתרמו גם לגידול בתקבולי הייצוא כתוצאה מייצוא של גז לחו"ל.

**ההשקעות הישירות:** במבט על, עד שנת 2005 היו זרמי ההשקעות הישירות ברוטו למשק וממנו ברמה נמוכה יחסית (למעט בשנת הבועה – 2000), וגדלו בהיקף ניכר בשני הכיוונים משנת 2006 ועד 2014. זרמי ההשקעות הישירות נטו למשק היו חיוביים במרבית השנים, תוך תנודות גדולות בשיעורן מהתוצר. בסוף שנות ה-90, התפתחות ענף ההיי-טק בישראל הגבירה מאוד את האטרקטיביות של ישראל למשקיעים. ההשקעות הישירות של חברות בינלאומיות בישראל הגיעו לשיא תקופתי בשנת 2000 (כ-5.3% מהתוצר) ונמשכו עד התפוצצות בועת ההיי-טק בשנת 2001. לאחריה, על רקע צמיחה אפסית של המשק וירידה משמעותית גם בצמיחה העולמית, חלה בשנים 2002-2001 ירידה ניכרת בהיקף ההשקעות הישירות בשני הכיוונים. החל משנת 2003 חלה התאוששות בהיקף ההשקעות הישירות בישראל, ומאז שנת 2006, לאחר ההשקעה המשמעותית של חברת ברקשייר האתאווי בחברת ישקר הישראלית, זרם ההשקעות הישירות למשק גדל מאוד ועמד בממוצע על כ-8.9 מיליארד דולר בשנה; זאת בהשוואה לזרם ההשקעות היוצאות, בחו"ל, שעמד בממוצע של 6.9 מיליארד דולר לשנה. המשבר העולמי, שהחל ב-2008, גרם לירידה זמנית בלבד בהשקעות בשני הכיוונים במהלך 2009, ולאחריה אף התרחב זרם ההשקעות נטו למשק.



השקעות ישירות מתאפיינות בעיקר בעסקאות בהיקפים משמעותיים, אשר מבשילות בתהליכים ארוכי טווח; המשקיעים הינם בעלי עניין בחברות ומחזיקים בהן לאורך זמן, ואינם נוטים להגיב במהירות לתנודתיות קצרת טווח במדדי המניות, פערי ריביות ושינויים בשערי חליפין. לעומת זאת, ההשקעות הישירות בהחלט מגיבות לשינויים משמעותיים במחזורי העסקים ובצמיחה המקומית והגלובלית (איור 6). בתקופות בהן יש ירידה בצמיחה או מיתון גלובלי – למשל, בשנים 2001-2002, לאחר התפוצצות בועת ההיי-טק, ובשנים 2008-2009 בעת המשבר הפיננסי – חל קיטון בזרמי ההשקעות הישירות בשני הכיוונים. החברות הבינלאומיות חוות קשיי נזילות אשר מקטינים את יכולתן להשקיע, זאת במקביל לניהול נוקשה יותר של השקעות וירידה בתאבון לסיכון.

### ג. החשבון הבסיסי בהשוואה בינלאומית

ערכנו השוואה בין נתוני החשבון הבסיסי של ישראל לבין שתי קבוצות של מדינות: מדינות מפותחות, המיוצגות על ידי מדינות החברות ב-OECD, ומדינות מתפתחות.<sup>2</sup> מהשוואה בינלאומית של היחס בין העודף בחשבון הבסיסי לתוצר של המשק (איור 7), ניתן לראות כי העודף בחשבון הבסיסי של ישראל דומה ומעט נמוך, לאורך השנים, מזה שבמדינות המתפתחות. עם זאת, מאז שנת 2012 ניכרת מגמת עלייה בעודף בחשבון הבסיסי של ישראל, שעמד ב-2014 על 3.8% מהתוצר, בהשוואה לירידה בו במדינות המתפתחות (כ-2.5% מהתוצר בשנת 2013). לאורך השנים, קיים במדינות ה-OECD גירעון ממוצע בחשבון הבסיסי של כ-1.5% מהתוצר. כאשר משווים את רכיביו של החשבון הבסיסי לשתי קבוצות ההשוואה, בולטות התופעות הבאות:

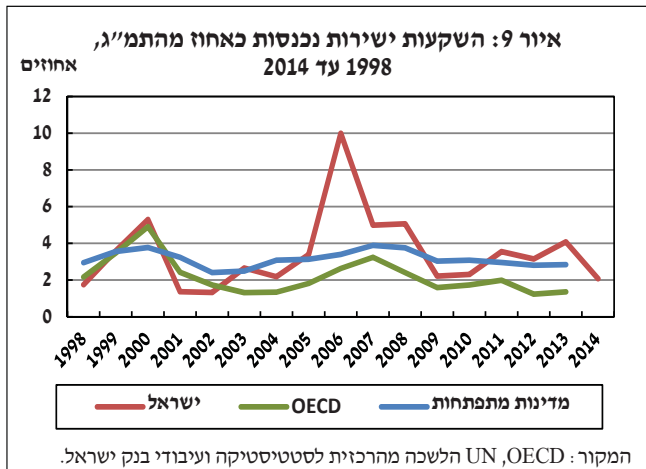
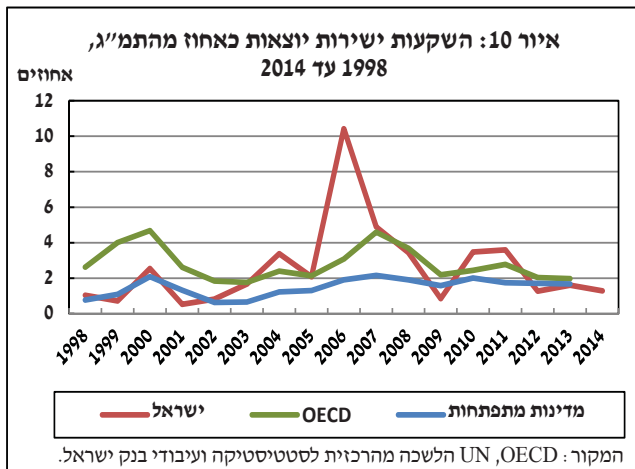
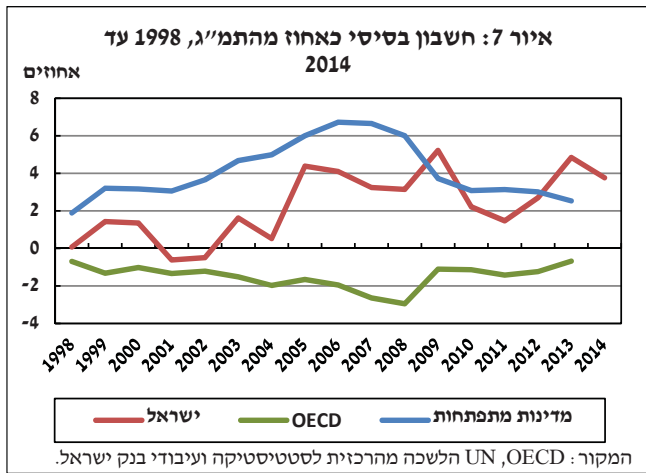
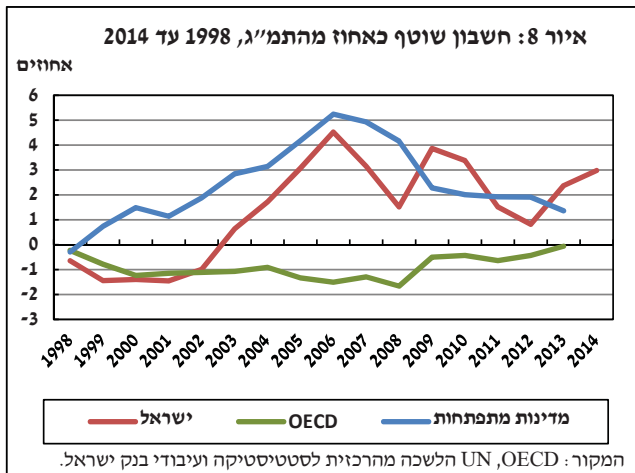
**העודף בחשבון השוואה של ישראל כאחוז מהתוצר דומה לאורך השנים ומתואם למדי עם קבוצת המדינות המתפתחות.<sup>3</sup>** עם זאת, בשנתיים האחרונות ניכרת בישראל מגמת עלייה ביחס זה, לכ-3% מהתוצר, וירידה בממוצע המדינות המתפתחות, של כ-1.4% מהתוצר (2013). במדינות ה-OECD שורר מאז 2009 גירעון בחשבון השוואה של כ-0.4% מהתוצר בממוצע – שיפור בהשוואה לשנים שלפני המשבר הפיננסי, בהן הגירעון הממוצע עמד על כ-1.3% מהתוצר (איור 8).

**יחס ההשקעות הישירות הנכנסות לתוצר בישראל, דומה ומתואם גם הוא, בשנים האחרונות, עם קבוצת מדינות המתפתחות (ממוצע של כ-3.2%, ללא שנת 2006 החריגה<sup>4</sup>), ומעט גבוה מממוצע מדינות ה-OECD, שעמד בשנים האחרונות על כ-1.9% (איור 9).** יחס ההשקעות הישירות היוצאות לתוצר דומה בישראל לשתי קבוצות ההשוואה (ממוצע של כ-2.1% ללא 2006, איור 10).

<sup>2</sup> מקור הנתונים והחישובים – OECD, האו"ם ועיבודי בנק ישראל.

<sup>3</sup> בהתאם להגדרת האו"ם.

<sup>4</sup> בשנת 2006 חל גידול חריג בהשקעות הישירות בשני הכיוונים, בעיקר כתוצאה משתי עסקאות גדולות (השקעת חברה זרה בחברת ישקר והשקעה של חברת טבע בחברה זרה).



#### ד. סיכום

החשבון הבסיסי הוא מצרף מקובל לניתוח נתוני מאזן התשלומים של המשק. בהגדרה המקובלת שלו, הוא כולל את העודף בחשבון השוטף ואת ההשקעות הישירות נטו למשק וממנו – רכיבים המושפעים יותר משינויים ארוכי טווח בנתוני הייסוד של המשק ופחות משיקולים פיננסיים קצרי טווח. החשבון הבסיסי בישראל עבר ב-2004 מאיזון לעודף, שנשמר ברציפות עד לשנת 2014.

מעבר זה לעודף היה קשור בשינויים מבניים רבים שחלו במשק, ובראשם התבססות תעשיית ההיי-טק, שתרמה הן ליצירת עודף בחשבון השוטף והן לגידול משמעותי בזרמי ההשקעות הישירות. מצאנו שרמתן של ההשקעות הישירות היוצאות והנכנסות קשורה למחזורי העסקים במשק ולצמיחה המקומית והגלובלית. העודף המתמשך בחשבון הבסיסי השתקף ביבוא הון מבני למשק אשר תרם לייסוף בשער החליפין של השקל.

היחס בין העודף בחשבון הבסיסי לתוצר בישראל גבוה מהיחס הממוצע במדינות ה-OECD והוא דומה ליחס הממוצע במדינות מתפתחות.

במבט קדימה, הגז – גילוי המאגרים והפקתו לצרכים מקומיים וליצוא – מהווה גורם משמעותי שיתמוך בהמשך קיומו של עודף בחשבון הבסיסי, מכיוון שהוא משפיע הן בכיוון של עודף בחשבון השוטף (יותר יצוא ופחות יבוא) והן בכיוון של גידול בהשקעות הישירות במשק. התממשותם של סיכונים שיפגעו בצמיחה המקומית ו/או הגלובלית עלולה לפגוע במגמה זו.