



**בנק ישראל**

המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ

## **החשבון הפיננסי - 1998 עד 2005**

יחיאל רחבי\* • אשר וינגרטן\*\*

ספטמבר 2006

\* המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ, דואל: [yehreh@boi.gov.il](mailto:yehreh@boi.gov.il)

\*\* המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ, דואל: [ashw@boi.gov.il](mailto:ashw@boi.gov.il)

הדעות המובאות במאמר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת בנק ישראל

זכות היוצרים בפרסום זה שמורה לבנק ישראל,

הרוצה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

## Summary

In the years from 1998 to 2005 Israel's financial activity vis-à-vis abroad underwent significant changes. Israelis invested \$ 68 billion abroad, and nonresidents invested \$ 57 billion in Israel. Several developments contributed to this high level of activity: liberalization of the foreign exchange market which started in 1998 and which offered new possibilities for Israelis to raise capital abroad and to invest abroad; increased exposure of the economy to external factors, in keeping with increasing globalization that was expressed *inter alia* by increased capital flows to and from emerging markets; tax reform that reduced discrimination and distortion in the taxation of financial assets contributing to increased investment abroad by Israelis. In addition to the above, Israeli industry underwent considerable structural changes, with the expansion of the high-tech sector to a leading position in the economy.

Inward and outward capital flows showed more of an increase than did Israel's GDP; nonresident investment in equity and foreign direct investment in Israel rose rapidly; the proportion of tradable investment in the economy also grew to a certain extent; all of which contributed to a change in the composition of Israel's assets and liabilities portfolio.

The main effect of the Israeli economy's increased external exposure was seen in the financial activity of the private nonbanking sector, which raised capital in financial markets abroad and became less dependent on the traditional financial intermediaries such as the Israeli government and domestic banks. As a result, the government's and the domestic banks' shares in Israel's total external liabilities declined, while the share of the private nonbanking sector rose. The nonbanking sector's external assets increased as well, bringing the economy from a state of a net external borrower of some \$ 15 billion at the end of 1997 to having a net asset surplus (debt instruments) of \$ 23 billion at the end of 2005.

## Objective

The aim of this paper is to examine developments in Israel's financial account in the period following liberalization of the foreign exchange market. Changes in balances and flows, by type of investment and broken down by (resident) economic sector are discussed here, in analyzing developments in Israel's financial account from the second half of 1998 to the end of 2005 (the period under review).

## תקציר

בשנים 1998 עד 2005 חלו שינויים משמעותיים בפעילות של המשק מול חו"ל. תושבי ישראל השקיעו בחו"ל 68 מיליארדי דולרים ותושבי חוץ השקיעו בישראל 57 מיליארדים. רמת הפעילות הגבוהה של המשק מול חו"ל היא תוצאה של מספר גורמים: הליברליזציה במטבע חוץ, שהוכרזה במאי 1998 ופתחה בפני תושבי ישראל אפשרויות נוספות של גיוסי הון מחו"ל והשקעות בחו"ל; פתיחות המשק מול חו"ל שהשתלבה עם תהליך הגלובליזציה שביטויה היה, בין השאר, בגידול תנועות ההון הבינלאומיות אל משקים מתעוררים וממשקים מתעוררים; הרפורמה במס הקטינה אפילו ועיוותים במיסוי נכסים פיננסיים ותרמה גם היא לגידול בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל. בנוסף, חלו שינויים מבניים בתעשייה הישראלית – תחום ההייטק הלך והתרחב והיה לקטר המוביל של המשק.

הרכב תיק הנכסים וההתחייבויות של המשק הישראלי עבר שינוי משמעותי בתקופה הנסקרת. תנועות ההון אל המשק וממנו עלו בשיעורים גבוהים יותר משיעור הגידול בתוצר; משקל ההשקעות במניות ומשקל ההשקעות הישירות של תושבי חוץ במשק עלו גם הם בשיעור משמעותי; ההשקעות הסחירות במשק עלו גם הן במידה מסויימת. פתיחת המשק הישראלי כלפי חו"ל השפיעה בעיקר על פעילות המגזר הפרטי הלא-בנקאי שגייס הון בשווקים הפיננסיים בחו"ל ונזקק פחות ל"מתווכים הפיננסיים" המסורתיים, קרי: הממשלה והבנקים בישראל; כתוצאה מכך קטן משקל הממשלה ומשקל הבנקים בסך ההתחייבויות לחו"ל ועלה משקל המגזר הפרטי הלא-בנקאי. התרחבות הפעילות של המגזר הפרטי הלא-בנקאי הביאה לגידול מרשים בנכסיו בחו"ל, אשר בא לידי ביטוי, בין השאר, במעבר מחוב חיצוני נטו של כ-15 מיליארדי דולרים בסוף 1997 לעודף נכסים נטו (מכשירי חוב) של 23 מיליארדים בסוף 2005.

## מטרת הנייר

נייר זה בא לבחון את ההתפתחויות בחשבון הפיננסי של המשק הישראלי בתקופה שלאחר הליברליזציה במטבע חוץ, במטרה לראות כיצד השפיעה הליברליזציה על תנועות ההון אל המשק וממנו. הנייר דן בשינויים שחלו ביתרות ובתנועות, לפי סוגי השקעות ולפי מגזרי המשק השונים, תוך בחינת הגורמים השונים שהביאו לשינויים בהיקפי הפעילות של המשק מול חו"ל. בנייר זה נבחן את ההתפתחויות בחשבון הפיננסי של המשק הישראלי מהמחצית השנייה של 1998 ועד סוף 2005 (להלן: התקופה הנסקרת), בראיה ארוכת טווח.

## מבוא

מאז 1998 מפרסם בנק ישראל נתונים על מצבת הנכסים וההתחייבויות של המשק בדוח הנקרא: International Investment Position [IIP], המציג את הקשר שבין יתרות הנכסים וההתחייבויות של המשק לבין זרמי הכספים עם חו"ל. קרן המטבע הבינלאומית דורשת מכל המדינות החברות בה למסור דוח זה במסגרת דוחות ה-Special Data Dissemination [SDDS] Standard. הדוח הוא רבעוני ומציג את ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל ואת ההשקעות של תושבי חוץ בישראל, במבנה של: יתרות בתחילת ובסוף כל רביע, והסבר לשינויים ביתרות במהלך הרביע. השינוי ביתרת ההשקעות מורכב ממספר גורמים: מתנועות נטו, דהיינו השקעות פחות מימוש השקעות (להלן: זרם ההשקעות); מהפרשי שערים כתוצאה משינוי בשע"ח שבין הדולר לשאר המטבעות מאחר והנתונים מוצגים במונחי דולרים; מהפרשי מחירים בסעיפי המניות; ומהתאמות אחרות. יש חשיבות לנתח הן את התנועות נטו והן את היתרות; התנועות (נטו) מבטאות את זרם ההשקעות אל המשק וממנו והיתרה מבטאת את סך כל החשיפה של המשק מול חו"ל. בנייר זה יושם דגש בניתוח היתרות. התנועות נטו בדוח זה הן למעשה התנועות נטו בחשבון הפיננסי של מאזן התשלומים ומבטאות את מימון החשבון השוטף במאזן התשלומים.

החשבון הפיננסי מחולק לשניים: צד הנכסים עוסק בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל וצד ההתחייבויות עוסק בהשקעות של תושבי חוץ בישראל. ההתחייבויות לחו"ל מייצגות את סך התביעות של תושבי חוץ כלפי המשק הישראלי וכוללות – נוסף על "מכשירי החוב", שהם למעשה החוב החיצוני של ישראל (המורכבים: מאשראי, מפיקדונות ומאיגרות חוב) - גם התחייבויות הוניות (השקעות במניות). הנכסים בחו"ל הם למעשה סך התביעות של המשק הישראלי כלפי העולם.

ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל ושל תושבי חוץ בישראל נעשות במכשירים שונים ומגוונים. לצורך ניתוח ההשקעות מקובל לחלקם לשתי קבוצות התפלגות: האחת – לפי סוגי השקעות, דהיינו: השקעות ישירות, השקעות בתיק ניירות ערך למסחר (מניות ואג"ח סחירות) והשקעות אחרות (אשראי ופיקדונות); והשניה – לפי מגזרי משק ראשיים, דהיינו: מגזר ציבורי, מגזר פרטי לא-בנקאי ומגזר בנקאי.

## ההתפתחויות העיקריות בחשבון הפיננסי

### תנאי רקע

מאז 1998 ועד היום חלו שינויים רבים בישראל ובעולם, שהשפיעו הן על ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל והן על ההשקעות של תושבי חוץ בישראל. הליברליזציה במטבע חוץ שהוכרזה ב-14 במאי 1998 עם שינוי משטר הפיקוח על מט"ח, הסירה הגבלות על תנועות הון, ואיפשרה לתושבי ישראל חופש פעולה, כמעט מלא, בביצוע עסקאותיהם במט"ח ובשקלים עם תושבי חוץ<sup>1</sup>. תהליך הליברליזציה במט"ח הושלם בינואר 2003 עם הסרת ההגבלה האחרונה שנותרה על המשקיעים המוסדיים והותר להם להשקיע בנכסים נקובים במט"ח בארץ ובחו"ל ללא כל הגבלה. תהליך זה היה חלק מאסטרטגיה להגברת הפתיחות של המשק, לצורך מיצוי פוטנציאל הצמיחה שלו<sup>2</sup>. תהליך הגלובליזציה התרחב ואתו השקעות של תושבי חוץ במשקים מתעוררים. במקביל, החל תהליך השתלבות, גובר והולך, של המשק הישראלי בכלכלה העולמית, אשר פתח בפני המשק אפשרויות לתנועות הון בינלאומיות. בתעשייה הישראלית חלו שינויים מבניים - תחום ההייטק הלך והתרחב והיה לקטר מוביל של המשק. בינואר 2005 נכנסו לתוקפן הוראות הרפורמה במס, שביטלו את האפליה לרעה של הפעילות בחו"ל ביחס לפעילות בארץ, ותרמו בכך להקצאה טובה יותר של תיק הנכסים של הציבור ולשיפור תיפקודם של השווקים הפיננסיים. כתוצאה מאלו גברה הפתיחות הפיננסית של המשק ואיפשרה לו להתקרב יותר למיצוי פוטנציאל הצמיחה שלו ולהפיק יתרונות באינטגרציה עם השווקים הפיננסיים בעולם בתחום תנועות ההון, שבאו לידי ביטוי במספר מישורים: בהתרחבות ההשקעות הזרות במשק, בהתרחבות פעילות המוסדות הפיננסיים הזרים, ובפיזור תיקי הנכסים וההתחייבויות של הציבור גם לחו"ל תוך התאמתו לתנאים המשתנים.

תהליך הליברליזציה יצר סביבה נוחה לתנועות הון אל המשק וממנו, ויחד עם מגמת הגלובליזציה יצר קרקע נוחה לתוצאה של גידול בחשבון הפיננסי של המשק הישראלי הן בצד הנכסים והן בצד ההתחייבויות. חלה **התרחבות משמעותית בפעילות** של המגזר הפרטי הלא-בנקאי, הן בצד הנכסים והן בצד ההתחייבויות.

להלן נסקור את ההתפתחויות בחשבון הפיננסי; תחילה בצד הנכסים (השקעות תושבי ישראל בחו"ל) ולאחר מכן בצד ההתחייבויות (השקעות תושבי חוץ בישראל).

---

<sup>1</sup> למרות שהליברליזציה במטבע חוץ הוכרזה ב-1998, תהליך הליברליזציה נמשך בהדרגה ובעקביות כבר משנות השמונים. בעת הסרת ההגבלות, על מנת לאפשר מעקב שוטף ומהימן אחר תנועות ההון אל המשק וממנו, הורחבו דרישות הדיווח למחלקה לפעילות המשק במט"ח בבנק ישראל. דיווחים אלה תרמו גם הם לאפשרות בניית הדוחות על החשבון הפיננסי.

<sup>2</sup> ראה: בלפור עוזר, שלי רייס, יואב סופר, ינואר 2006, הליברליזציה בחשבון הפיננסי בישראל, רבעון לבנקאות 157.

## צד הנכסים – השקעות תושבי ישראל בחו"ל

יתרת הנכסים בחו"ל של המשק הישראלי מבטאת את סך כל יתרת ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל או את סך כל ההתחייבויות של העולם כלפי המשק הישראלי. יתרת הנכסים של המשק הישראלי גדלה ב-160% בתקופה הנסקרת. חל גידול בכל אחד מסוגי ההשקעות המרכיבים את נכסי המשק בחו"ל, אך עיקר הגידול היה בהשקעות האחרות (פיקדונות ואשראי) והשאר בתיק ני"ע למסחר ובהשקעות הישירות (לוח 1)

**לוח 1: הנכסים וההתחייבויות של המשק הישראלי כלפי חוץ לארץ (IIP), לפי סוגי השקעה**  
(מיליארדי דולרים)

זרם השקעות נטו מצטבר	השינוי הנומינלי	היתרה 31.12.05	היתרה 30.6.98	
<b>68</b>	<b>76</b>	<b>123</b>	<b>47</b>	<b>א. הנכסים</b>
16	17	21	5	ההשקעות הישירות בחו"ל
22	23	26	3	ההשקעות בתיק ניירות ערך למסחר
25	29	47	18	השקעות אחרות בחו"ל
5	7	28	21	נכסי רזרבה
<b>57</b>	<b>75</b>	<b>153</b>	<b>78</b>	<b>ב. ההתחייבויות</b>
26	26	37	10	ההשקעות הישירות
22	39	66	28	ההשקעות בתיק ניירות ערך למסחר
9	10	50	40	השקעות אחרות
<b>-11</b>	<b>-1</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>ג. ההתחייבויות נטו</b>

ניתוח זרמי ההשקעות מראה כי תושבי ישראל השקיעו נטו בחו"ל, בתקופה הנסקרת, סך של 68 מיליארדי דולרים, מהם: 23% בהשקעות ישירות, 33% בתיק ני"ע למסחר, 36% בהשקעות אחרות ו-8% בנכסי רזרבה<sup>3</sup> (לוח 1). הרכיב העיקרי בו חל גידול, כאמור, היה ההשקעות האחרות (25 מיליארדים) המורכב מאשראי ומפיקדונות. תושבי ישראל הפקידו בבנקים בחו"ל 18 מיליארדים ונתנו הלוואות לתושבי חוץ 8 מיליארדים, כמחציתם אשראי מסחרי של יצואנים. הגידול בפיקדונות בבנקים בחו"ל התפלג בין הבנקים בישראל שהפקידו בבנקים בחו"ל כ-11 מיליארדים והיתר - המגזר העסקי ומשקי הבית. הגידול בפיקדונות של הבנקים בישראל בבנקים בחו"ל נבע מעודפי נזילות במט"ח של הבנקים בישראל, כתוצאה מכך שסך כל המקורות של הבנקים במט"ח (פיקדונות תושבי ישראל ותושבי חוץ) עלה על השימושים שלהם במט"ח (אשראי במט"ח).

הגידול בפיקדונות בחו"ל של המגזר העסקי ומשקי הבית נבע מתהליך הליברליזציה במט"ח, שהתבטא בהסרת ההגבלות על העברת כספים לפיקדונות בחו"ל וכן מהתרחבות הפעילות של חברות ישראליות בחו"ל, שחלקן גייס הון בחו"ל (אג"ח ומניות) והפקיד חלק מהכספים

<sup>3</sup> בעיקר יתרות מטי"ח של בנק ישראל.

בבנקים בחו"ל; חלק אחר של החברות הישראליות העדיף להפקיד בבנקים בחו"ל, עקב הפטור בד"כ ממס על הכנסות של כספים שמקורם בחו"ל (עד סוף 2002), וכן בשל התשואה הגבוהה יותר שהוצעה להם ע"י בנקים זרים. תופעה זו הגדילה את רמת התחרות בשוק הפיקדונות, בעיקר למגזר העסקי<sup>4</sup>.

הגידול בהשקעות בחו"ל בא לידי ביטוי גם בתיק ני"ע למסחר ובהשקעות הישירות. זרם ההשקעות בתיק ני"ע למסחר הסתכם ב-22 מיליארדי דולרים (לוח 1), מהם: 15 מיליארדים באג"ח והשאר במניות; זרם ההשקעות הישירות הסתכם ב-16 מיליארדים והתפלג בין השקעות בחברות בנות (60%) והלוואות בעלים (40%).

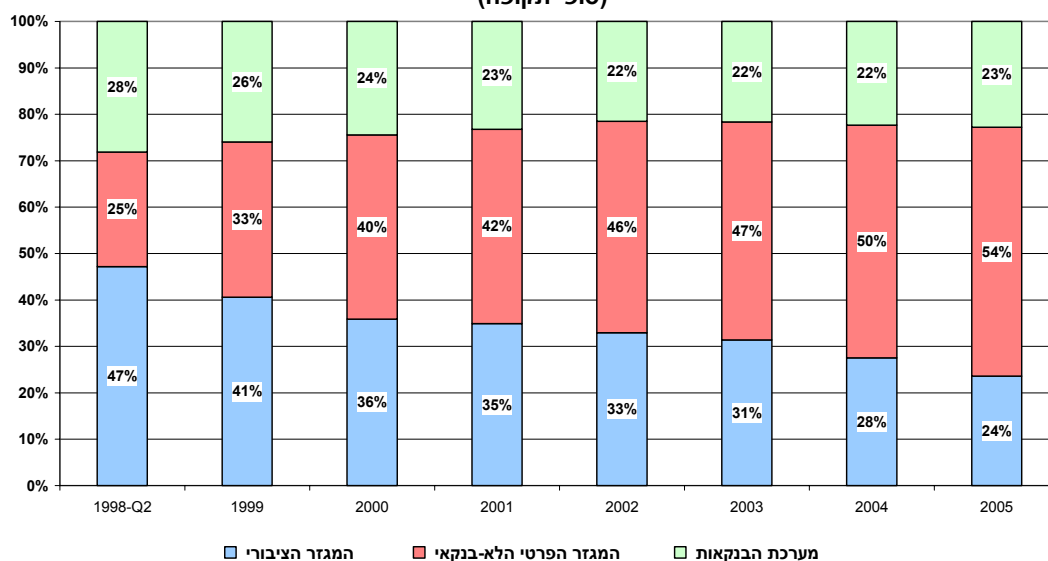
כתוצאה מזרמי ההשקעות החיוביים, שתוארו לעיל, חלו שינויים בתקופה הנסקרת ביתרת ההשקעות לפי סוגים: יתרת ההשקעות האחרות גדלה ב-29 מיליארדי דולרים (160%); יתרת ההשקעות בתיק ני"ע למסחר שהיתה נמוכה בתחילת התקופה הנסקרת גדלה ב-23 מיליארדים - גידול של פי 8; ויתרת השקעות הישירות, שגם היא היתה נמוכה בתחילת התקופה הנסקרת גדלה פי 3 (לוח 1).

גורמי הרקע שתוארו לעיל - דהיינו, הליברליזציה במט"ח, הגלובליזציה בתנועות ההון הבינלאומיות, הרפורמה במס והפתיחות הפיננסית (והריאלית) של המשק - תרמו להתרחבות בפעילות המשק מול חו"ל והם שהביאו לגידול המשמעותי של זרמי ההשקעות ולרמה הגבוהה של היתרה. כתוצאה מהתפתחויות אלה חל שינוי בהרכב יתרת הנכסים בחו"ל, לפי מגזרים: משקל המגזר הפרטי הלא-בנקאי בסך נכסי המשק בחו"ל הגיע ל-54% בסוף התקופה, ולעומתו משקל המגזר הציבורי והמגזר הבנקאי הצטמצמו עד ל-24% ו-23%, בהתאמה; כאשר משקל המגזר הציבורי קטן למחצית משקלו בתחילת התקופה (תרשים 1).

---

<sup>4</sup> בנצי שרייבר, אשר גרוסברג, נובמבר 2005, הפעילות הספקולטיבית של תושבי ישראל במטבע חוץ - באשראי ובפקדונות, סקר בנק ישראל 78.

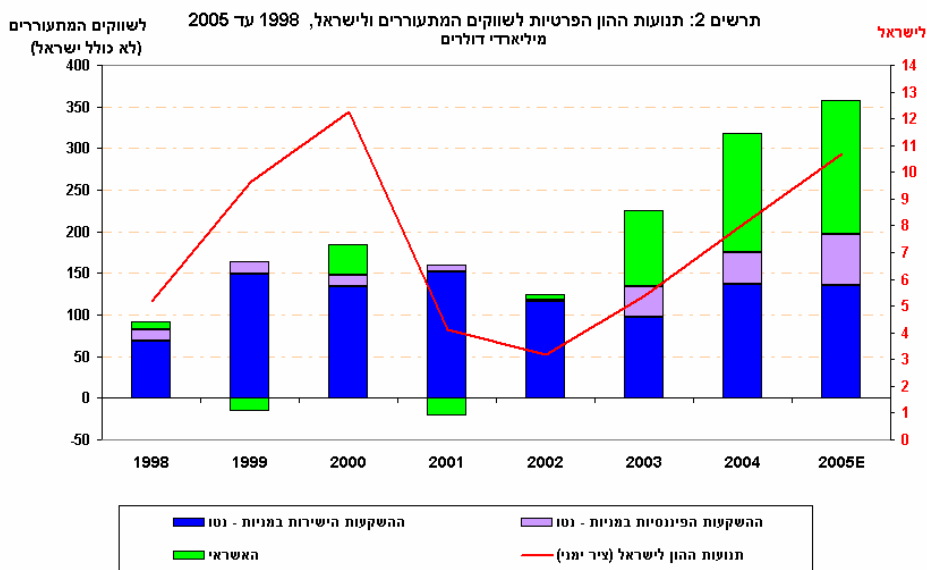
תרשים 1: משקל המגזרים השונים ביתרת הנכסים של תושבי ישראל בחו"ל  
(סופי תקופה)



### צד ההתחייבויות – השקעות תושבי חוץ בישראל

יתרת ההתחייבויות לחו"ל של המשק הישראלי מבטאת את סך כל יתרת ההשקעות של תושבי חוץ במשק הישראלי. יתרת ההתחייבויות של המשק הישראלי גדלה בתקופה הנסקרת ב-95%. עיקר הגידול היה בהשקעות הישירות שגדלו בכ-260%; ההשקעות בתיק ניירות ערך למסחר גדלו ב-140% ואילו בהשקעות האחרות חל גידול נמוך יותר של 24% (לוח 1). הגידול בהשקעות תושבי חוץ במשק הישראלי מצביע על מידת האמון שרוחשים המשקיעים הזרים למשק הישראלי בכלל ולענפי הטכנולוגיה העילית בפרט. מגמה זו של גידול בהשקעות הזרים בישראל מאפיינת, בשנים האחרונות, את כלל המשקיים המתעוררים; בעיקר מצד המדינות המפותחות (תרשים 2), הנובע, בין השאר, מרצונם לגוון את תיק ההשקעות שלהן, במטרה להשיג תשואה גבוהה יותר ולפזר את תיק השקעותיהן.



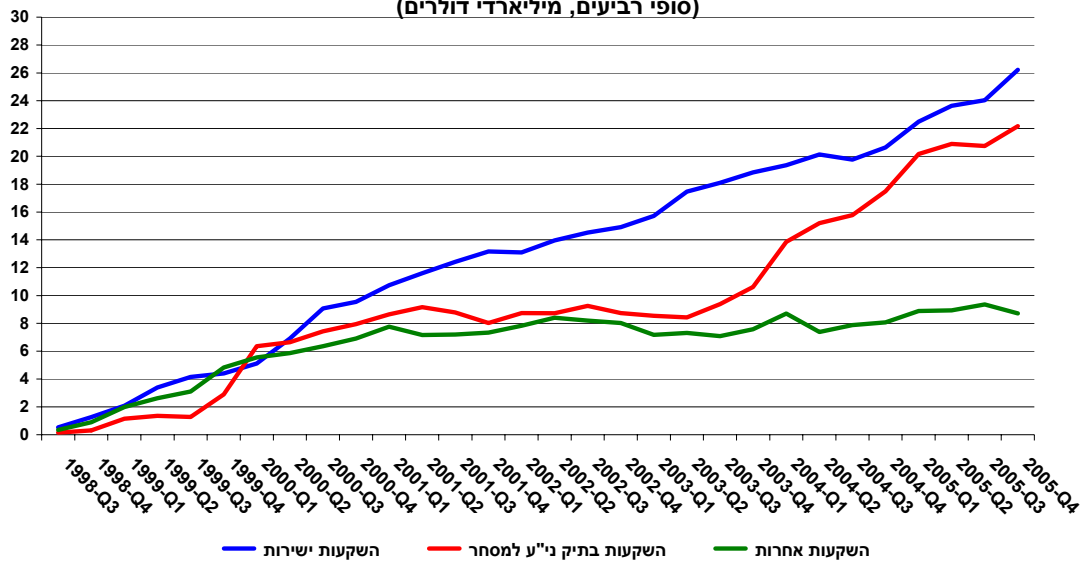


המקור: Capital Flows to Emerging Market Economies, Institute of International Finance, October 2004 and January 2006.  
 הערה: נתוני ישראל אינם נכללים בנתוני השווקים המתעוררים של ה-IIF.

ניתוח זרמי ההשקעות מראה כי תושבי חוץ השקיעו בישראל, בתקופה הנסקרת, סך של 57 מיליארדי דולרים, המתפלגים כדלקמן: 46% בהשקעות הישירות, 39% בתיק ני"ע למסחר, ו-15% בהשקעות אחרות (תרשים 3).

זרם ההשקעות הישירות בישראל הסתכם ב-26 מיליארדי דולרים – מרביתן (כ-80%) השקעות בחברות לא-סחירות והשאר השקעות במקרקעין והלוואות בעלים. ההשקעות בתיק ני"ע למסחר הסתכמו ב-22 מיליארדים, מהם: 69% במניות והשאר באיגרות חוב. החשיבות המיוחדת של ההשקעות הישירות היא בתרומתן לתוצר ולצמיחה, ובכך שהן השקעות לטווח ארוך, על כל המשתמע מכך.

תרשים 3: צבר זרמי ההשקעות של תושבי חוץ  
במשק הישראלי, לפי סוגי השקעות  
(סופי רביעים, מיליארדי דולרים)



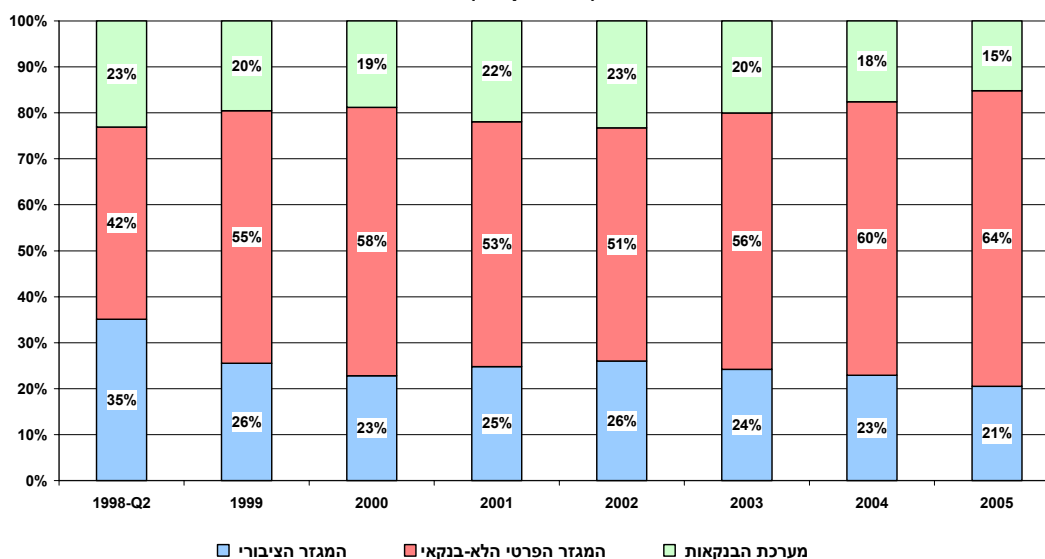
### התפתחויות נוספות בחשבון הפיננסי

מבט מעניין נוסף הוא הסעיף **התחייבויות נטו** (התחייבויות לחו"ל פחות נכסים בחו"ל), לפי מגזרי המשק השונים. יתרת **התחייבויות נטו** של המגזר הפרטי הלא-בנקאי עלתה מ-21 מיליארדי דולרים בתחילת התקופה ל-32 מיליארדים בסופה, בעוד שהמגזר הציבורי (הממשלה ובנק ישראל) הקטין את התחייבויותיו נטו מכ-5 מיליארדים ל-2 מיליארדים; ואילו המגזר הבנקאי עבר מהתחייבויות נטו של כ-5 מיליארדים **לעודף נכסים נטו** של 5 מיליארדים (לוח 2). פתיחת המשק הישראלי כלפי חו"ל העמידה בפני החברות הישראליות אפשרויות נוספות לגייס הון בשווקים הפיננסיים - הן במניות והן באיגרות חוב; כתוצאה מכך עלה משקלו של המגזר הפרטי הלא-בנקאי בסך ההתחייבויות לחו"ל עד ל-64% בסוף 2005. הגידול בפנייה למקורות חו"ל של חברות ישראליות הביאה לקיטון מקביל במשקל המגזר הבנקאי בסך התחייבויות המשק לחו"ל עד ל-15% בסוף התקופה (תרשים 4). ירידה דומה ובעוצמה גדולה יותר רואים במימון הממשלתי מחו"ל: משקלו של המגזר הציבורי בסך ההתחייבויות לחו"ל פחת עד לכדי 21%. בשנות השמונים היתה הממשלה הגורם העיקרי שסיפק מט"ח למשק הישראלי; כיום המגזר הפרטי הלא-בנקאי "התבגר" והוא מצליח לספק בכוחות עצמו את מרבית צרכי המט"ח שלו, ונזקק פחות ל"מתווכים פיננסיים", קרי: הממשלה והבנקים בישראל.

לוח 2: הנכסים וההתחייבויות של המשק הישראלי כלפי חוץ לארץ (IIP), לפי מגזרים  
(מיליארדי דולרים)

זרם השקעות נטו מצטבר	השינוי הנומינלי	היתרה 31.12.05	היתרה 30.6.98	
<b>68</b>	<b>76</b>	<b>123</b>	<b>47</b>	<b>א. הנכסים</b>
5	7	29	22	מגזר ציבורי
48	54	66	12	מגזר פרטי לא-בנקאי
16	15	28	13	מגזר בנקאי
<b>57</b>	<b>75</b>	<b>153</b>	<b>78</b>	<b>ב. ההתחייבויות</b>
4	4	31	27	מגזר ציבורי
49	66	98	33	מגזר פרטי לא-בנקאי
5	5	23	18	מגזר בנקאי
<b>-11</b>	<b>-1</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>ג. ההתחייבויות נטו</b>
-1	-3	2	5	מגזר ציבורי
1	11	32	21	מגזר פרטי לא-בנקאי
-11	-10	-5	5	מגזר בנקאי

תרשים 4: משקל המגזרים השונים ביתרת ההתחייבויות של המשק הישראלי  
(סופי תקופה)

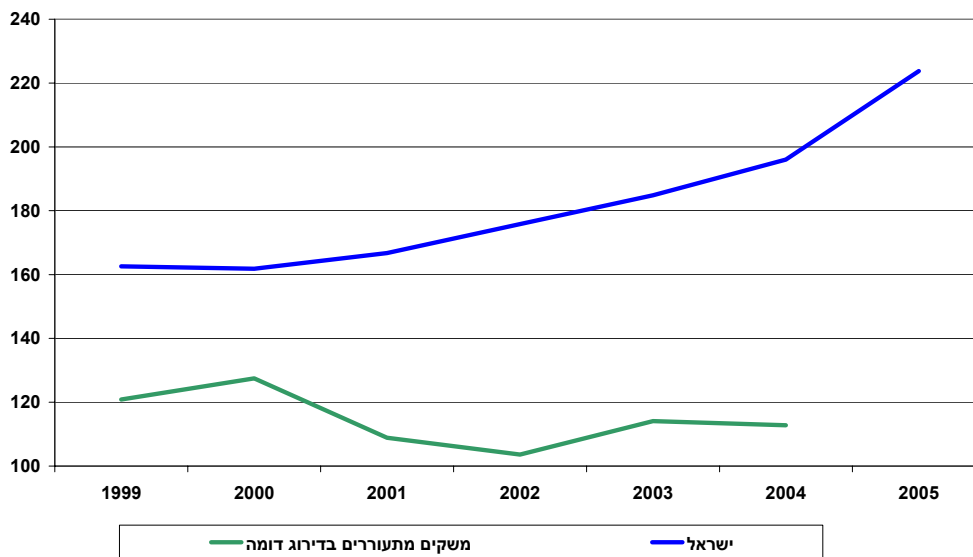


אחד המדדים לפתיחות הפיננסית של המשק הוא סך יתרת הנכסים ועוד סך יתרת ההתחייבויות לחו"ל מחולק בתמ"ג. יחס זה עלה מכ-118% בסוף 1997 ל-226% בסוף 2005. השוואת ישראל למדינות השייכות למשקים המתעוררים<sup>5</sup> ובעלות דירוג דומה או קרוב לזה של ישראל מראה כי, המדד לפתיחות הפיננסית גבוה יותר בישראל מאשר במשקים המתעוררים; במהלך התקופה הנסקרת עלה מדד זה באופן משמעותי, דבר המבטא התרחבות ניכרת בפעילות הפיננסית בישראל; בעוד שבמשקים המתעוררים שנבדקו, המדד

<sup>5</sup> המדינות הן: צ'ילה, צ'כיה, תיאלנד, הונגריה, פולין וקוריאה.

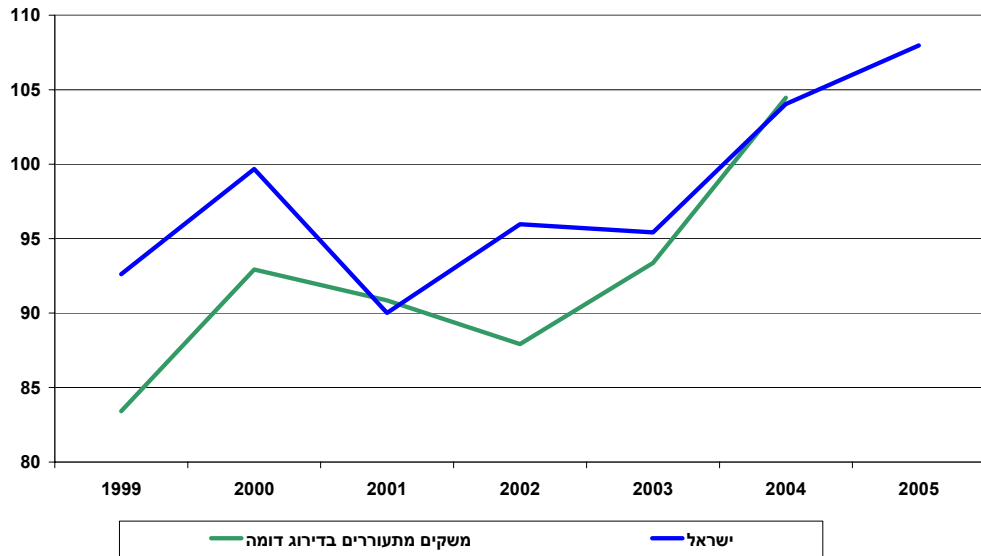
לפתיחות פיננסית נשאר ברמה קבועה, פחות או יותר, במהלך התקופה הנסקרת. (תרשים 5).

תרשים 5: היחס שבין יתרת הנכסים ועוד יתרת ההתחייבויות בחשבון הפיננסי לתמ"ג (סופי שנים, אחוזים מהתמ"ג)



בתקופה הנסקרת התרחבה גם הפעילות הריאלית של המשק הישראלי. מדד אפשרי לפתיחות הריאלית של המשק הוא סך היצוא ועוד סך היבוא מחולק בתמ"ג. יחס זה עלה ב-22 נקודות האחוז בין השנים 1997 ל-2004 ומבטא התרחבות בסחר החוץ של המשק עם חו"ל (תרשים 6). השוואה מול מדינות השייכות למשקים המתעוררים, מראה כי מגמה זו מאפיינת, בשלוש השנים האחרונות, גם את המשקים המתעוררים הדומים לישראל.

תרשים 6: היחס שבין היצוא והיבוא לתמ"ג  
(סופי שנים, אחוזים מהתמ"ג)



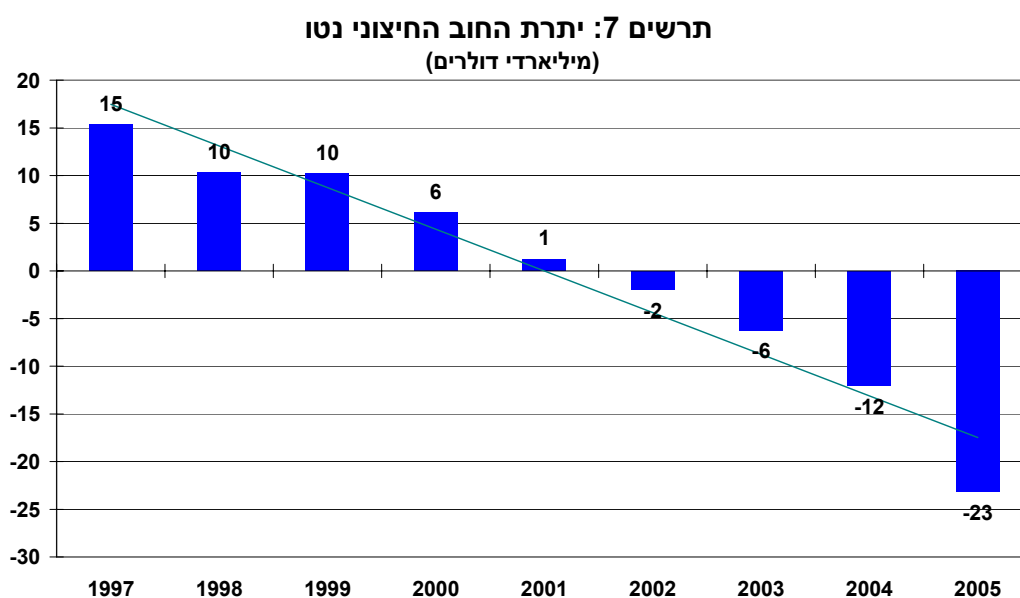
ההתרחבות בחשבון הפיננסי באה לידי ביטוי הן בצד הנכסים והן בצד ההתחייבויות. היחס שבין יתרת הנכסים לתמ"ג התרחב במהלך התקופה הנסקרת ב-114% ואילו היחס שבין יתרת ההתחייבויות לתמ"ג עלה ב-95%. נתונים אלה מצביעים על כך שההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל התרחבו יותר מאשר ההשקעות של תושבי חוץ בישראל. הסבר אפשרי לכך הוא שישראל נחשפה פורמלית מול תושבי חוץ כבר ב-1995, אז החלו חברות הדירוג לדרג את סיכון האשראי של ישראל, דבר שאיפשר לממשלה להנפיק אג"ח סחירות בחו"ל כבר באותה שנה ואיפשר לחברות ישראליות להנפיק אג"ח סחירות בחו"ל שנה לאחר מכן; לעומת זאת, על ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל חלו מגבלות עד 1998 ורק עם הסרתן וביטול אפליית המס על השקעה בנכסים זרים (החל מ-2003), הלך והתרחב זרם ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל.

כתוצאה ממגמות אלה חלו שינויים בחוב החיצוני נטו, המוגדר כחוב חיצוני ברוטו (מכשירי חוב) בניכוי הנכסים בחו"ל (מכשירי חוב). יתרת החוב החיצוני נטו פחתה בהדרגה החל מ-1996, תהליך שהתעצם מאז הליברליזציה במט"ח - נכסי המשק בחו"ל גדלו בהתמדה, עד למצב בו יתרת הנכסים גדלה אף מעבר לגודלה של יתרת החוב החיצוני; כתוצאה מכך הפך המשק הישראלי (החל מ-2002) – ממשק לווה נטו מחו"ל למשק מלווה נטו לחו"ל, עד שבסוף התקופה הנסקרת הגיע עודף הנכסים נטו ל-23 מיליארדי דולרים (תרשים 7). היותו של המשק הישראלי בעודף נכסי חוב לחו"ל נובע מכך, שבמהלך התקופה רוב הגידול בנכסים של המשק (הכוללים הון וחוב) היתה במכשירי חוב, בעוד שרוב הגידול בהתחייבויות של המשק (הכוללות הון וחוב) היה במכשירי הון.

ניתוח החוב החיצוני נטו לפי תקופות לפירעון מראה כי לישראל עודף גדול של נכסים לזמן קצר, הנובע מכך שהחוב הממשלתי הוא ברובו לזמן ארוך, בעוד שיתרות מט"ח של בנק

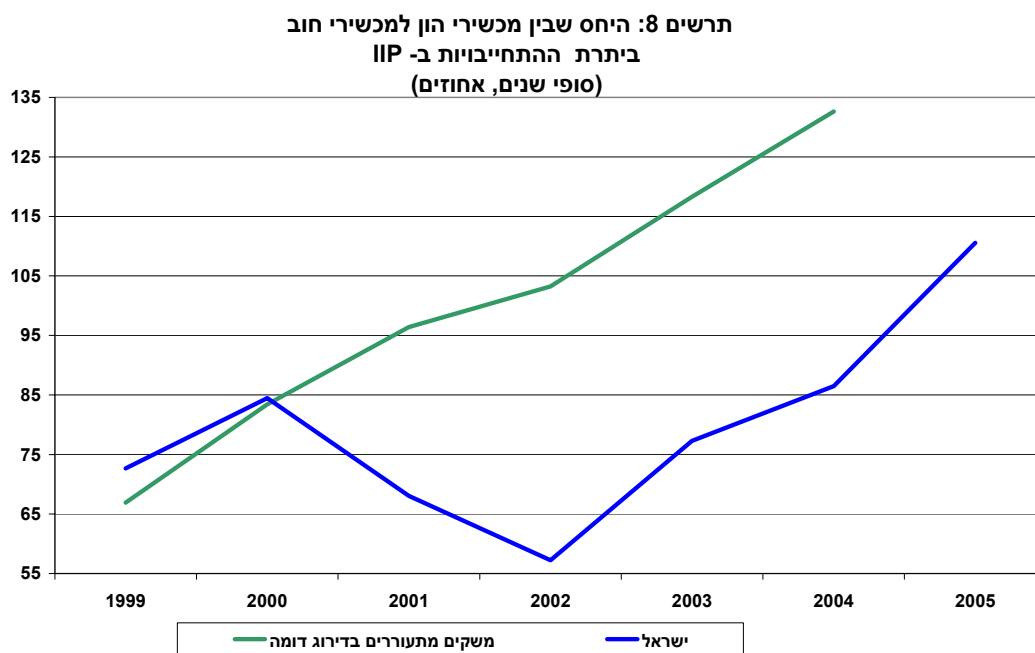
ישראל והנכסים בחו"ל של המגזר הפרטי הם בעיקר לזמן קצר. עודף הנכסים לזמן קצר הגיע לכ- 40 מיליארדי דולרים בסוף 2005. הערכים הגבוהים של עודף הנכסים ועודף הנכסים לזמן קצר תורמים לחוסנו הפיננסי של המשק וליכולתו לעמוד בפני התחייבויותיו החוזיות לחו"ל, ומהווים גם רכיב מרכזי בהערכת הסיכון של המשק ע"י מדרגים ואנליסטים בינלאומיים.

אחד המדדים לבחינת סיכון האשראי של ישראל ע"י תושבי חוץ הוא דירוג הסיכון הניתן ע"י חברות הדירוג הבינלאומיות. ישראל נמצאת בדירוג **A-** ע"י חברת **S&P** (מאז דצמבר 1995) ו-**A2** ע"י **Moody's** (מאז יולי 2000). דירוג זה מצביע על כושר החזר איתן (**strong payment capacity**) ומאפשר לממשלת ישראל להנפיק אגחי"ם בחו"ל בעלות נמוכה יחסית.



אחד המדדים ליציבות ההתחייבויות הפיננסיות של המשק, הוא היחס שבין **יתרת ההשקעות במכשירי הון ליתרת ההשקעות במכשירי חוב** (תרשים 8). יחס זה עמד בסוף 1999 על 74% והגיע בסוף 2005 ל-111% ונבע מגידול חלקן של ההשקעות הזרות במניות ישראליות - רמה גבוהה אף מזו של שנת 2000. במהלך התקופה הנסקרת חלו שינויים ביחס זה, כאשר בשנים 1998 עד 2000 היתה עלייה משמעותית עד לשיא של 84% בסוף 2000; לאחר "התפוצצות בועת הנסד"ק" (סוף 2000) צנח יחס זה עד ל-57% בסוף 2002 ומאז החלה עלייה הדרגתית שנמשכה עד סוף התקופה הנסקרת. הגידול בהשקעות ההוניות של תושבי חוץ היה בעיקר בחברות לא-סחירות ובחברות ישראליות הנסחרות בחו"ל. ההשקעות במכשירי הון מהוות אינדיקטור לעניין העסקי שיש למשקיעים הזרים במשק הישראלי. השוואת היחס שבין מכשירי הון למכשירי חוב של ישראל מול מדינות השייכות לקבוצת המשקים המתעוררים, מראה מגמה דומה בשנים האחרונות, אם כי הרמה במשקים

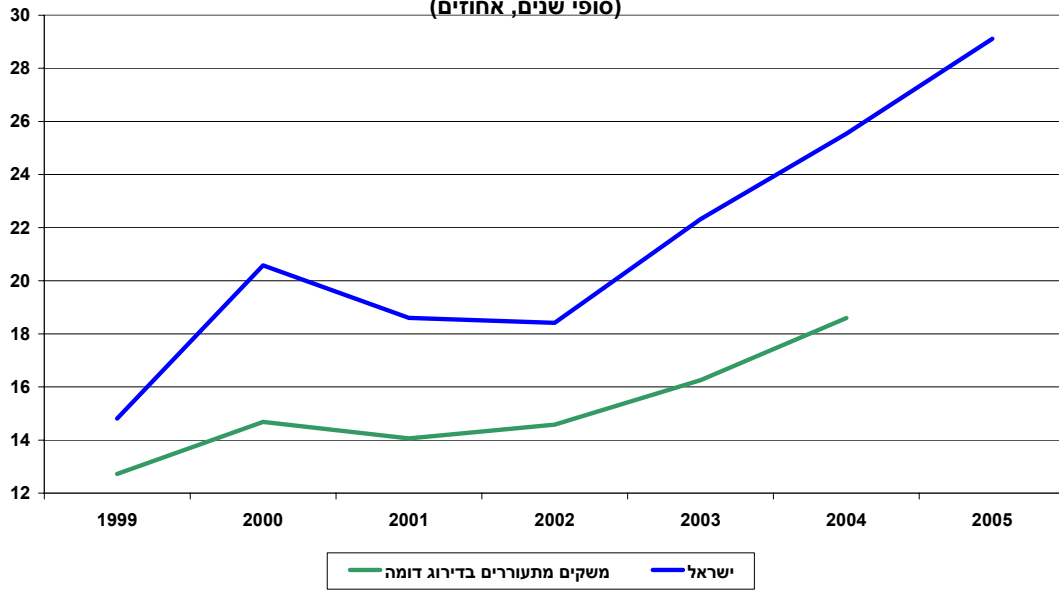
המתעוררים גבוהה יותר מאשר בישראל. הסבר אפשרי לכך הוא כי משקים מתעוררים מתאפיינים בצמיחה גבוהה יחסית, ומשקיעים זרים, המחפשים תשואות גבוהות במניות, מוצאים בהן חברות אטרקטיביות להשקעה. הצניחה ביחס זה בישראל בשנים 2001 ו-2002, לעומת המשך מגמת העליה ביחס במשקים המתעוררים, מוסברת בכך שישראל היא מדינה מוטאת הייטק ו"התפוצצות בועת הנסד"ק" גרמה לירידה חדה ביתרת ההשקעות של תושבי חוץ במניות<sup>6</sup>, בעוד שבמשקים המתעוררים הירידה היתה מזערית.



**בצד הנכסים** עלה היחס שבין מכשירי הון למכשירי חוב מ-15% בסוף 1999 ל-29% בסוף 2005 (תרשים 9); למרות הגידול ביחס זה, עדיין מרבית ההשקעות של תושבי ישראל הן עדיין במכשירי חוב. מגמה דומה רואים גם במשקים מתעוררים, אם כי הרמה בהן נמוכה יותר מאשר בישראל. המשק הישראלי נמצא כיום בעיצומו של תהליך של גידול בהשקעות במכשירי הון, המתרחש בעיקרו ע"י המשקיעים המוסדיים. בחינת משקל הנכסים הפיננסיים של הציבור הישראלי בחו"ל מול סך כל הנכסים הפיננסיים של הציבור הישראלי (בארץ ובחו"ל), מראה כי משקל הנכסים בחו"ל עלה משמעותית בתקופה הנסקרת. פתיחת המשק הישראלי כלפי חוץ הניעה ישראלים רבים להשקיע בחו"ל, ע"מ להשיג תשואות גבוהות יותר על השקעותיהם.

<sup>6</sup> הירידה ביתרות נבעה הן מהירידה בורם ההשקעות והן מהירידה במחירי המניות; גם בניכוי מחירי המניות נמצאה מגמה דומה.

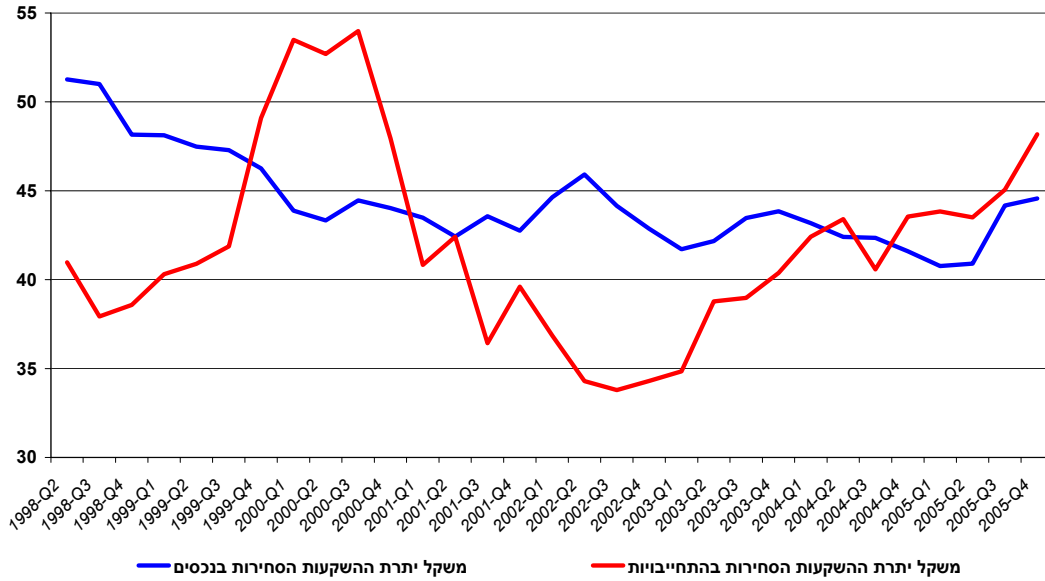
תרשים 9: היחס שבין מכשירי הון למכשירי חוב  
ביתרת הנכסים ב- IIP  
(סופי שנים, אחוזים)



מדד נוסף לפתיחות המשק הוא **משקל המכשירים הסחירים בסך ההשקעות**, הן בצד הנכסים והן בצד ההתחייבויות. עלייה במשקל ההתחייבויות הסחירות משקף את השתלבותן של המשק הישראלי בשווקים הפיננסיים הגלובליים, ומעיד על יכולתם של המגזרים השונים במשק לגייס הון מחו"ל; מנגד יש בכך גידול בסיכון, משום שנכסים סחירים קל יותר לממש מאשר נכסים לא-סחירים. בצד ההתחייבויות עלה משקל יתרת ההתחייבויות הסחירות בסך כל יתרת ההתחייבויות של המשק עד ל-48% בסוף התקופה; לעומת זאת, בצד הנכסים פחת משקל יתרת הנכסים הסחירים בסך כל יתרת נכסי המשק בחו"ל ל-45% (תרשים 10). במהלך התקופה חלו שינויים משמעותיים במשקל ההתחייבויות הסחירות: בשנת 1999 חלה עלייה משמעותית ביחס שהגיע לשיא של 54% בשנת 2000, הנובעת מהפיתוח המואץ של ענפי הטכנולוגיה העילית (היי-טק) בישראל, שהביא לגידול בהשקעות הסחירות של תושבי חוץ במשק הישראלי; בסוף שנת 2000 - עקב המשבר העולמי בענפי הטכנולוגיה העילית, ירדת מחירי מניותיהן וההאטה בפעילות בענפים אלה - פחתו ההשקעות הסחירות של תושבי חוץ בענפים אלה ומשקלן ירד עד ל-34% בספטמבר 2002; מסוף 2002 החלה שוב התאוששות בענפים אלה, שבאה לידי ביטוי בחזרה למגמת עלייה בהשקעות תושבי חוץ בנכסים סחירים במשק.



תרשים 10: משקל יתרת ההשקעות הסחירות  
(סופי רביעים, אחוזים)



## סיכום

בשנים 1998 עד 2005 גברה פעילות המשק מול חו"ל מעבר לגידול בתוצר. תושבי ישראל השקיעו בחו"ל 68 מיליארדי דולרים ותושבי חוץ השקיעו בישראל 57 מיליארדים. רמת הפעילות הגבוהה של המשק מול חו"ל היא תוצאה של הליברליזציה במטבע חוץ, שפתחה בפני תושבי ישראל אפשרויות נוספות לגיוסי הון מחו"ל והשקעות בחו"ל. פתיחות המשק מול חו"ל השתלבה בתהליך הגלובליזציה והתבטאה, בין השאר, בגידול תנועות ההון הבינלאומיות, שבאו לידי ביטוי הן בהשקעות של תושבי חוץ בישראל והן בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל. הרפורמה במס שהקטינה אפילויות ועיוותים במיסוי נכסים פיננסיים תרמה גם היא למגמות אלה. כל אלה העלו את רמת הפתיחות של המשק כלפי חוץ ואת רגישותו לזעזועים חיצוניים: תנועות ההון אל המשק וממנו עלו בשיעורים גבוהים יותר משיעור הגידול בתוצר; משקל ההשקעות במניות ומשקל ההשקעות הישירות של תושבי חוץ במשק עלו גם הם בשיעור משמעותי; ההשקעות הסחירות במשק עלו גם הן במידה מסויימת; וכל אלה הביאו לשינוי בהרכב תיק הנכסים וההתחייבויות של המשק הישראלי.

פתיחת המשק הישראלי כלפי חו"ל השפיעה בעיקר על המגזר הפרטי הלא-בנקאי שגייס הון בשווקים הפיננסיים בחו"ל ונזקק פחות ל"מתווכים הפיננסיים" המסורתיים (הממשלה והבנקים); כתוצאה מכך קטן משקל הממשלה ומשקל הבנקים בסך ההתחייבויות לחו"ל ועלה משקל המגזר הפרטי הלא-בנקאי. התרחבות הפעילות של המגזר הפרטי הלא-בנקאי הביאה לגידול מרשים בנכסים שלו בחו"ל. הגידול המשמעותי בנכסים בחו"ל מול הגידול המתון יותר בהתחייבויות לחו"ל הביא את המשק לעודף נכסים בחו"ל (מכשירי חוב) החל מ-2002.

השתלבותו של המשק הישראלי במגמות העולמיות ובפעילות הגלובלית מחייבת את קובעי המדיניות לנהל מדיניות מקרו כלכלית זהירה ואחראית, על מנת לשמור על יציבות המערכת והאיזונים בה, כדי להקטין השפעת זעזועים חיצוניים על הכלכלה המקומית.

## ביבליוגרפיה

בלפור עוזר, שלי רייס, יואב סופר, ינואר 2006, הליברליזציה בחשבון הפיננסי בישראל, רבעון לבנקאות 157.

בנצי שרייבר, אשר גרוסברג, נובמבר 2005, הפעילות הספקולטיבית של תושבי ישראל במטבע חוץ – באשראי ובפקדונות, סקר בנק ישראל 78.

Lambert, L.P. and P. Laurent, The International Investment Position: Measurement Aspects and Usefulness for Monetary Policy and Financial Stability Issues, Banque de France, BOP Directorate, September 2002. (Presented at the "Fifteenth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics", Canberra, Australia, October 21–25, 2002.)

Chang, R. and A. Velasco, The Asian Liquidity Crisis, *NBER Working Paper* No. w6796, November 1998.

Frankel, J. A. and A. K. Rose, Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators, *NBER Working Paper* No. w5437, January 1996.