

פרק ז' מאזן התשלומים

- ◆ העודף בחשבון השוטף נותר בשנת 2010 ברמה גבוהה, כ-6.7 מיליארדי דולרים - ירידה קלה לעומת השנה הקודמת. באחוזי תוצר עמד עודף זה על 3.1 אחוזים.
- ◆ בשנתיים האחרונות המאזן המסחרי של ישראל בעודף, לאחר שנים רבות של גירעון, שהלך והצטמצם.
- ◆ היצוא הישראלי נפגע במהלך המשבר פחות מאשר היצוא של המדינות המפותחות האחרות, הודות למתינותה של פגיעת המשבר הנוכחי בתעשיות הטכנולוגיה העילית.
- ◆ ההתאוששות של היצוא הישראלי הייתה מהירה מזו של יצוא המדינות המפותחות, הודות לגידול משקלם של שוקי המזרח ביצוא הישראלי ולגידול מהיר ביצוא של שירותי תיירות ותחבורה.
- ◆ השנה גברו תנועות ההון מהמדינות המפותחות למדינות המתפתחות, ובכללן ישראל. ההרחבה המוניטרית בארה"ב, בגוש האירו ובבריטניה הניעה זרמי הון גדולים מהן ליתר חלקי העולם, וגם לישראל.
- ◆ העלאת הריבית בישראל, שנועדה למנוע חריגה מיעד האינפלציה ולמתן את מחירי הנכסים, פעלה להגברת זרמי הון לטווח קצר לישראל ולייסוף שער החליפין של השקל.
- ◆ בנק ישראל, בדומה לבנקים מרכזיים אחרים בעולם, ביקש למתן את ההשפעות השליליות של יבוא ההון לטווח קצר על שער החליפין והיצוא באמצעות רכישות מטבע חוץ, ומאוחר יותר גם באמצעות הטלת חובת נזילות על עסקאות הכרוכות ביבוא הון.
- ◆ מידת ה"התנגדות" של בנק ישראל ליבוא ההון השנה לא הייתה חריגה ביחס למדינות אחרות שהיו יעד ליבוא הון; זאת על פי מדד שפיתחה קרן המטבע הבין-לאומית.
- ◆ השוואה למדינות OECD מלמדת שהאינטגרציה של ישראל בשוקי ההון העולמיים נמוכה יחסית למדינות המפותחות. בולט היקפן הנמוך של השקעות הישראלים בניירות ערך בחו"ל (מניות ואיגרות חוב), וגם היקף ההשקעות הישירות של ישראלים בחו"ל נמוך יחסית.
- ◆ מאגרי הגז שנתגלו בחופי ישראל צפויים להביא להחלפת חומרי אנרגיה מיובאים בהיקף ניכר, אך בבדיקה שנערכה נמצא כי השפעת תחלופה זו לייסוף שער החליפין צפויה להיות מתונה. רק אם תהיה כדאיות כלכלית ביצוא גז טבעי צפוי ייסוף משמעותי, שיגרום לפגיעה של ממש בענפים הסחירים - "המחלה ההולנדית".

לוח ז'-1				
אינדיקטורים עיקריים למאזן התשלומים, 2003 עד 2010				
2010	2009	2008	2007-2003	
שיעורי שינוי, אחוזים				
21.7	-19.7	13.7	14.0	יצוא הסחורות ¹
16.6	-22.6	15.6	16.5	סחר עולמי בסחורות ¹
12.2	-9.6	15.0	11.6	יצוא השירותים ¹
20.4	-25.1	14.6	13.5	יבוא הסחורות והשירותים ¹
-4.4	10.4	1.8	-1.2	תנאי הסחר
-5.0	1.8	-10.7	2.2	שער החליפין הריאלי
מיליארדי דולרים				
6.7	7.1	1.5	3.9	החשבון השוטף
4.5	4.7	-2.8	-0.5	מאזן הסחורות והשירותים
-6.2	-5.1	-4.1	-2.3	חשבון ההכנסות נטו
8.4	7.4	8.5	6.7	העברות שוטפות נטו
1.0	-0.3	1.1	0.7	חשבון ההון
-9.1	-11.3	-1.6	-5.4	החשבון הפיננסי
-2.6	2.7	3.7	0.3	ההשקעות הישירות נטו
				ההשקעות בתיק לניירות ערך נטו
-9.2	-6.8	-0.6	-0.4	(ללא מק"ם)
14.4	9.5	9.6	-4.9	ההשקעות האחרות נטו ומק"ם ²
-11.8	-16.8	-14.2	-0.4	השינוי ביתרות המט"ח
1.5	4.6	-1.1	0.7	הפרשים סטטיסטיים

(1) במונחי דולרים.

(2) כולל מכשירים פיננסיים נגזרים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, IFS.

1. החשבון השוטף

העודף בחשבון השוטף נותר בשנת 2010 ברמה גבוהה, כ-6.7 מיליארדי דולרים - ירידה קלה לעומת השנה הקודמת. באחוזי תוצר עמד עודף זה על 3.1 אחוזים. רמתו הגבוהה של העודף בחשבון השוטף נתמכה ביציבות של העודף במאזן המסחרי השנה, שהסתכם ב-4.5 מיליארדי דולרים. האחרונה היא תוצאת גידול של הגירעון בחשבון הסחורות - בגלל עליית מחירי הדלק - שקוּזו על ידי גידול של העודף בחשבון השירותים, שמגמת עלייתו נמשכה. אשר לשני הרכיבים האחרים של החשבון השוטף - בחשבון ההכנסות גדל השנה הגירעון, וגידולו קוּזו על ידי גידול מקביל של העודף בחשבון ההעברות החד-צדדיות. הירידה הקלה של העודף בחשבון השוטף השנה קטעה את מגמת עלייתו, שהחלה עם צמצום הגירעון באמצע שנות התשעים, ונמשכה במעבר לעודף, עם היציאה מהמיתון בתחילת העשור הנוכחי.

ההתפתחויות בחשבון השוטף הושפעו גם השנה מן ההתפתחויות בעולם, ובפרט מן ההתאוששות מהמשבר העולמי. במהלך המשבר עלה משקל היצוא הישראלי ביבוא וביצוא של המדינות המפותחות; זאת משום שפגיעתו של המשבר בישראל הייתה נמוכה יחסית - תוצאת משקלם הגדול של ענפי הטכנולוגיה העילית, שנפגעו פחות, ביצוא הישראלי.

העודף בחשבון השוטף נותר בשנת 2010 ברמה גבוהה, כ-6.7 מיליארדי דולרים - ירידה קלה לעומת השנה הקודמת.

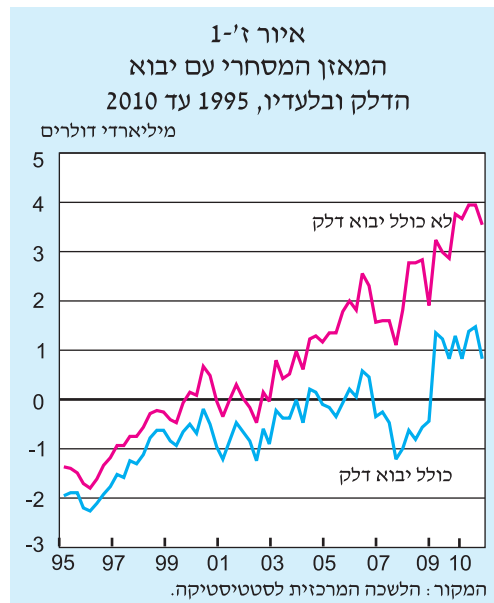
בתקופת ההתאוששות הוסיף ועלה משקל היצוא הישראלי בסחר של המדינות המפותחות, בזכות ההתאוששות המהירה יחסית ביצוא של המשק הישראלי. זו מיוחסת דווקא ליצוא של שירותי התיירות ושירותי התחבורה, שגדלו בקצב מהיר, יותר מאשר הסחר העולמי - גם כתיקון לרמתם הנמוכה אשתקד, בגלל מבצע "עופרת יצוקה". גורם נוסף שתמך בהתאוששות המהירה של המשק הישראלי הוא יכולתו להסיט את היצוא מאזור לאזור בעולם. במהלך השנה גדל משקלם של שוקי המזרח ביצוא הישראלי, מעבר לגידול משקלם בסחר העולמי, במקביל לצמצום המשקל של שוקי המערב. שינוי זה הוא ככל הנראה פרמננטי, בניגוד לגידול המהיר של יצוא שירותי התיירות, שייתכן כי הוא זמני.

את גידול משקל היצוא הישראלי ביבוא וביצוא של שותפות הסחר בשנים האחרונות למרות ייסוף ריאלי של המטבע המקומי ניתן להסביר בעליית הפריז של ענפי הכלכלה הסחירים בארץ, יחסית לפריזם של הלא סחירים; השוואה של הפריז היחסי בענפי הכלכלה הסחירים בין ישראל לארה"ב מצביעה על האפשרות שלחצים ריאליים פועלים לייסוף ריאלי של המטבע המקומי (תיבה ב'-1).

א. המאזן המסחרי ותנאי הסחר

בשנתיים האחרונות המאזן המסחרי של ישראל הוא בעודף, לאחר שנים רבות של גירעון, שהלך והצטמצם (איור ז'-1). העודף במאזן המסחרי הסתכם בשנת 2010 ב-4.5 מיליארדי דולרים, בדומה להיקפו בשנה הקודמת. חלק ניכר מהשינויים במאזן המסחרי בשנים האחרונות נבעו מהשינויים הדרמטיים במחירי הדלק בעולם; בניכוי השינויים במחירי הדלק ניכרת בעודף מגמת עלייה יציבה יותר, שנמשכה גם השנה, למרות הייסוף הריאלי וההרעה בתנאי הסחר.

את ההתפתחויות בחשבון הסחורות ניתן לחלק להשפעות מחיר והשפעות כמות¹. השפעת המחיר מתוארת באיור ז'-2, המציג את תנאי הסחר של ישראל עם מחירי הדלק ובלעדיהם²: השנה הייתה הרעה של כ-4.4 אחוזים בתנאי הסחר של ישראל, וזו הביאה לירידה של 2.6 מיליארדי דולרים בעודף במאזן המסחרי; לעומת זאת בחינת נתוני הסחר ללא דלקים מצביעה על מדד יציב יותר לאורך השנים, ובשנת 2010 על הרעה מתונה יחסית, שהביאה לירידה של כ-700 מיליוני דולרים בעודף³. ההרעה בתנאי הסחר, שנבעה



חלק ניכר מהשינויים
במאזן המסחרי
בשנים האחרונות נבעו
מהשינויים הדרמטיים
במחירי הדלק בעולם;
בניכוי השינויים במחירי
הדלק ניכרת בעודף
מגמת עלייה יציבה יותר,
שנמשכה גם השנה,
למרות הייסוף הריאלי
וההרעה בתנאי הסחר.

¹ מדדי מחירים לסחר בשירותים אינם קיימים.

² תנאי הסחר מוגדרים כמחירי היצוא חלקי מחירי היבוא: כיוון שישראל מייבאת דלק נטו, ייכנסו מחירי הדלק לתנאי הסחר במכנה. כדי להמחיש את הקשר בין תנאי הסחר למחירי הדלק מופיעה באיור גם סדרה של מחירי הדלק.

³ משקל הדלק ביבוא הסחורות עומד בשנים האחרונות על כ-18 אחוזים.

השנה בעיקר מעלייה של כ-25 אחוזים במחירי הדלק לעומת השנה הקודמת, הביאה אפוא לירידה של כ-1.9 מיליארדי דולרים בעודף. הרעה בתנאי הסחר מביאה לירידה בערך המוסף של היצוא. מבדיקה שנערכה השנה בבנק ישראל עולה ששיעור הערך המוסף של היצוא הישראלי הוא כ-60 אחוזים, תוצאת ערך מוסף של כ-52 אחוזים בענפי הסחורות וכ-70 אחוזים בענפי השירותים⁴. הרעת תנאי הסחר השנה הביאה לירידה של כשני אחוזים בשיעור הערך המוסף של סך היצוא. זאת בהנחה שעליית מחיריהם של מוצרי היבוא המשמשים ליצוא דמתה לעלייתם של מחירי היבוא בכללם.

ב. ההתפתחויות במהלך השנה

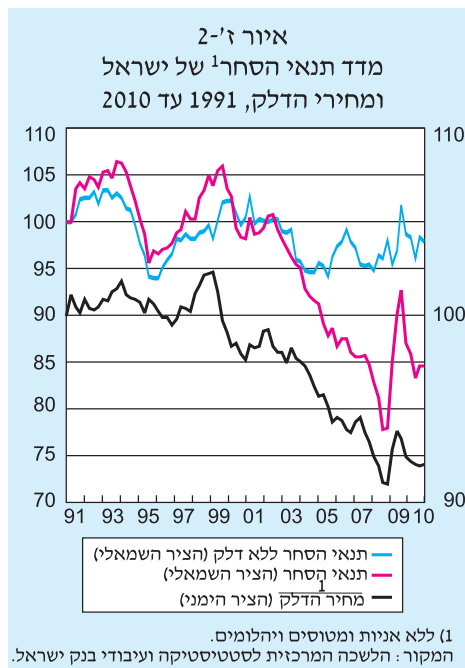
יציבותו של העודף במאזן המסחרי

השנה היא תוצאת עליות דומות ביצוא וביבוא לעומת השנה הקודמת. עם זאת נדיש כי ההתפתחויות במהלך השנה לא היו אחידות: היצוא והיבוא גדלו בשיעורים ניכרים ברביע הראשון של השנה, גידולם הואט במהלך הרביעים השני והשלישי, וברביע האחרון הוא שב והואץ. את ההאטה באמצע השנה ניתן לייחס להאטה שהייתה אז בסחר העולמי. מלבד זאת ייתכן כי היא באה כתיקון להתאוששות המואצת של היצוא הישראלי בסוף השנה הקודמת, יחסית לסחר העולמי. גורם נוסף שתורם להאטה היה התקרבות המשק הישראלי למיצוי פוטנציאל הייצור שלו; התפתחות זו פועלת לייקור העלויות המקומיות (ביחס לעלויות בעולם, שכמובן אינן מושפעות ממנה) ומתבטאת בייסוף של שער החליפין הריאלי. האטת גידולו של היצוא התעשייתי במהלך השנה הביאה גם להאטה דומה בגידול היבוא של חומרי גלם לתעשייה, המהווה כ-60 אחוזים מהיבוא של סחורות לישראל. במהלך השנה הואט גם גידול היבוא של מוצרי צריכה ושל מוצרי השקעה, על אף הייסוף והתקרבות המשק למיצוי פוטנציאל הייצור, אך זאת כנראה מפני שרמת היבוא של רכיבים אלו הייתה, למרות ההאטה, גבוהה יחסית לעבר.

ג. היצוא הישראלי והסחר העולמי

היצוא מישראל גדל השנה בכ-19 אחוזים (בדולרים שוטפים) למרות הייסוף הריאלי וההרעה בתנאי הסחר. במונחים ריאליים גדל היצוא הישראלי בכ-15 אחוזים לעומת השנה הקודמת. גידול היצוא הישראלי השנה הסתייע בהמשך ההתאוששות של שותפות הסחר של ישראל מהמשבר העולמי. הסחר העולמי גדל השנה במונחים ריאליים ב-11.3 אחוזים, והיבוא של שותפות הסחר של ישראל גדל ב-10.7 אחוזים. הפער נובע מהמשקל

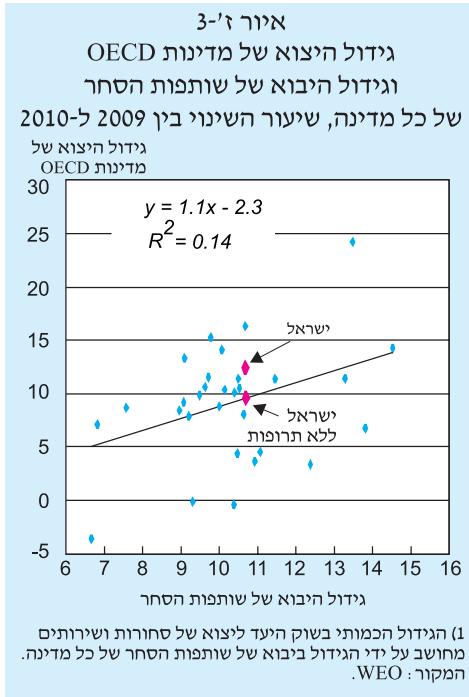
ההרעה בתנאי הסחר, שנבעה השנה בעיקר מעלייה של כ-25 אחוזים במחירי הדלק לעומת השנה הקודמת, הביאה אפוא לירידה של כ-1.9 מיליארדי דולרים בעודף.



היצוא והיבוא גדלו בשיעורים ניכרים ברביע הראשון של השנה, גידולם הואט במהלך הרביעים השני והשלישי, וברביע האחרון.

גידול היצוא הישראלי השנה הסתייע בהמשך ההתאוששות של שותפות הסחר של ישראל מהמשבר העולמי.

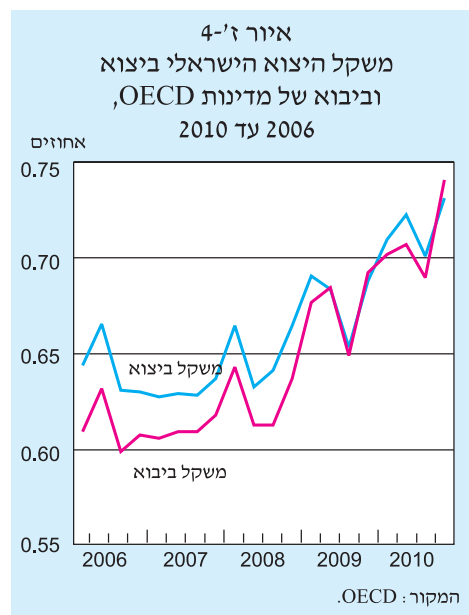
⁴ לפירוט ראו סקירת ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים 129, חלק ב', הערך המוסף של היצוא.



הנמוך יחסית של מדינות אסיה, שצמחו בשיעורים גבוהים יותר, ביצוא הישראלי. בחינת שיעורי השינוי ביצוא הריאלי של מדינות OECD לעומת היבוא אל שותפות הסחר של כל מדינה מעלה כי חלק ניכר מהתפתחות היצוא מונע על ידי גידול הביקושים של שותפות הסחר (איור ז'-3). עם זאת עולה מהאיור כי שיעור צמיחתו של היצוא הישראלי השנה עלה על זה של יבוא שותפות הסחר. ההפרש אמנם אינו משמעותי מבחינה סטטיסטית, אך הוא מקבל משנה תוקף לנוכח הייסוס הריאלי השנה, שהיה בו כדי לפגוע ביצוא. בחינה פרטנית יותר מעלה כי הגידול המואץ של היצוא הישראלי השנה ביטא גידול חריג בענף התרופות; בניכוי ענף התרופות שיעור צמיחתו תאם את זה של יבוא שותפות הסחר - כ-10 אחוזים.

המשבר וההתאוששות בישראל ובעולם

המשבר הכלכלי שפרץ בסוף 2008 וההתאוששות מאז השפיעו על המשק, בין היתר, דרך תמורות בביקוש של שותפות הסחר של ישראל לסחורות ולשירותים. שותפות הסחר המרכזיות של ישראל בעולם הן המדינות המפותחות: אליהן מופנים מעל 80 אחוזים



מהיצוא הישראלי. הפגיעה של המשבר ביצוא הישראלי הייתה פחותה מפגיעתו בסחר של מדינות אלו, והתאוששות היצוא הישראלי הייתה מהירה מהתאוששות הסחר של מדינות אלו, למרות הייסוס של שער החליפין הריאלי בתקופת ההתאוששות. הדבר התבטא בגידול משקלו של היצוא הישראלי בסחר הבין-לאומי של המדינות המפותחות, הן במהלך המשבר והן במהלך ההתאוששות, כפי שמוצג באיור (ז'-4)⁵. נזכיר שמשקל היצוא הישראלי בסחר של המדינות המפותחות הלך וירד מתחילת העשור עד אמצע 2007; אז התהפכה המגמה, והוא החל לגדול.

כדי להשוות את מצב היצוא הישראלי לזה של מדינות העולם ולספק רקע להתפתחויות במסחר הבין-לאומי, מוצגת

⁵ גידול משקלו של היבוא ביחס לערב המשבר ביטא גידול מהיר של יצוא השירותים והסחורות הלא תעשייתיות.

לוח ז'-2									
היצוא והיבוא של ישראל, מדינות OECD ומדינות BRIC ¹ במהלך המשבר ² וההתאוששות ³									
100 = הרביע השני של 2008									
(מדדים המבוססים על נתונים דולריים)									
BRIC			OECD			ישראל			
המשקל בסחר ⁴			המשקל בסחר ⁴			המשקל בסחר ⁴			
המשבר			המשבר			המשבר			
ההתאוששות			ההתאוששות			ההתאוששות			
היצוא									
			(אחוזים)						
96	75	100%	85	70	100%	94	76	100%	סחורות ושירותים
96	74	90%	84	68	77%	91	67	70%	סחורות
100	81	10%	86	81	23%	102	87	30%	שירותים
היבוא									
111	76	100%	83	68	100%	84	68	100%	סחורות ושירותים
111	73	86%	82	65	80%	82	62	76%	סחורות
108	94	14%	87	81	20%	90	89	24%	שירותים
(1) מדינות BRIC הן: ברזיל, רוסיה, הודו וסין. (2) מהרביע השני של 2008 עד הרביע השני 2009. (3) מהרביע השני של 2008 עד הרביע השלישי 2010. (4) שנתיים שלפני המשבר. המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, OECD, EUROSTAT, USITC, IFS, ובנקים מרכזיים במדינות BRIC.									

לוח ז'-2 התפתחות הסחר בסחורות ובשירותים בישראל, במדינות המפותחות (OECD) ובקבוצה של מדינות מתפתחות (BRIC) מאז ערב המשבר, ברביע השני של 2008, ועד הרביע השלישי של 2010 (בדולרים שוטפים). מהלוח עולה כי הסחר של המדינות המתפתחות נפגע מהמשבר פחות מאשר הסחר של המדינות המפותחות (ירידה של 25 אחוזים לעומת 30 אחוזים, בהתאמה, ביצוא הסחורות והשירותים), וכי ההתאוששות של המדינות המתפתחות מן המשבר הייתה מהירה יותר. בעוד שהיצוא של המדינות המפותחות עלה מאז המשבר ב-15 נקודות אחוז, היצוא של המדינות המתפתחות עלה ב-21 נקודות אחוז, וזאת אף על פי שירידתו במהלך המשבר הייתה, כאמור, פחותה. ממצא נוסף העולה מהלוח הוא שהסחר העולמי בשירותים נפגע במהלך המשבר פחות מאשר הסחר בסחורות, תופעה שהקיפה את היצוא והיבוא של כל מדינות העולם. בהתאם לכך הייתה התאוששותו של הסחר בסחורות מהירה מזו של הסחר בשירותים, ועתה המדדים של רמות הסחר בסחורות ובשירותים בעולם ביחס לרמותיהם ערב המשבר דומים.

התפתחות היצוא הישראלי מהרביע השני של 2008 עד הרביע השלישי של 2010 דומה להתפתחות היצוא של המדינות המתפתחות יותר מאשר לזו של המדינות המפותחות. הוא המשיך להתקרב השנה לרמתו הגבוהה ברביע השני של 2008, ערב המשבר, ועמד ברביע השלישי של 2010 על 94 אחוזים ממנה. היצוא של המדינות המתפתחות עמד באותו רביע, בממוצע, על 96 אחוזים מרמתו ערב המשבר, ואילו יצוא המדינות המפותחות עמד אז על כ-85 אחוזים מאותה רמה.

היצוא המשיך להתקרב השנה לרמתו הגבוהה ברביע השני של 2008, ערב המשבר, ועמד ברביע השלישי של 2010 על 93 אחוזים ממנה.

היצוא הנרחב של
שירותי מחשוב ושירותי
המחקר ופיתוח הוא
ביטוי ליתרונה היחסי
של ישראל בתעשיית
טכנולוגיה עילית, יתרון
המתבטא גם בהרכבו של
יצוא הסחורות הישראלי.

עם זאת, הרכב היצוא הישראלי בין סחורות ושירותים דומה דווקא לזה של המדינות המפותחות - דמיון המתבטא במשקל גבוה יותר של יצוא השירותים, לעומת משקל נמוך יותר של רכיב זה ביצוא של המדינות המתפתחות⁶. משקל השירותים בסך היצוא של ישראל עומד על 30 אחוזים, ובמדינות המפותחות הוא עומד על 23 אחוזים מסך היצוא שלהן. כנגד זאת במדינות המתפתחות משקלו של יצוא השירותים בסך היצוא הוא 10 אחוזים בלבד. ניכר אפוא החיסרון היחסי של המדינות המתפתחות ביצוא השירותים לעומת היתרון היחסי של המדינות המפותחות. יתרונה היחסי של ישראל ביצוא השירותים אף עולה על זה של המדינות המפותחות, דבר המתבטא במשקלם הגבוה ביצוא הישראלי. היתרון היחסי הבולט של ישראל ביצוא השירותים עיקרו ביצוא של שירותי המחשוב ושירותי המחקר והפיתוח. בניכוי היצוא הנרחב של שירותים אלו משקל השירותים ביצוא הישראלי דומה למשקל המקביל במדינות המפותחות. היתרון היחסי של ישראל ביצוא השירותים האלה הוא ביטוי ליתרונה היחסי בתעשיות הטכנולוגיה העילית, יתרון המתבטא גם בהרכבו של יצוא הסחורות הישראלי. המשקל של תעשיות הטכנולוגיה העילית בסך היצוא הישראלי הוא 26 אחוזים, לעומת 22 אחוזים בזה של מדינות OECD. הסחר העולמי של ענפי הטכנולוגיה העילית נפגע במהלך המשבר פחות מזה של שאר הענפים: במדינות המפותחות היצוא של תעשיות הטכנולוגיה העילית ירד ל-82 אחוזים, בעוד שהיצוא של כל התעשיות ירד ל-70 אחוזים, והיצוא של שירותי תוכנה ירד בהן ל-92 אחוזים, לעומת ירידה ל-81 אחוזים בסך יצוא השירותים. הפגיעה הנמוכה של המשבר בסחר העולמי של ענפי הטכנולוגיה העילית, שמשקלם ביצוא הישראלי כאמור גבוה, מסבירה את מידתה הנמוכה של פגיעתו ביצוא הישראלי.

שתי התפתחויות תמכו
בהתאוששות המהירה
של היצוא הישראלי
יחסית לסחר של
המדינות המפותחות
– גידול מהיר של
יצוא שירותי התיירות
והתחבורה והגדלת
המשקל של שוקי המזרח
ביצוא הישראלי.

במהלך ההתאוששות החזיר היצוא הישראלי 18 נקודות אחוז מרמתו ערב המשבר, שיעור גבוה מאשר במדינות המפותחות. שתי התפתחויות תמכו, להערכתנו, בהתאוששות המהירה של היצוא הישראלי יחסית לסחר של המדינות המפותחות - גידול מהיר של יצוא שירותי התיירות והתחבורה והגדלת המשקל של שוקי המזרח ביצוא הישראלי. היצוא של שירותי התיירות גדל בשיעור של כ-25 אחוזים לעומת השנה הקודמת, שהושפעה מאוד ממבצע "עופרת יצוקה" ומהמשבר הכלכלי בעולם, והתקרב מאוד לשיא של שנת 2000. ממחקר שנערך בבנק ישראל עולה כי בכמה אזורים בארץ בעיקר בירושלים ובצפון - התפוסה במלונות מתקרבת למיצוי הפוטנציאלי⁷. לעומת הגידול המואץ של שירותי התיירות היצוא של שירותי הטכנולוגיה העילית דווקא ירד במהלך ההתאוששות, לאחר גידול מפתיע בזמן המשבר. היצוא התעשייתי מישראל עלה בדומה לעלייה ביבוא ובדומה לעליית היצוא התעשייתי של המדינות המפותחות.

בשנים האחרונות אנו עדים למגמת עלייה של משקל המדינות המתפתחות שבמזרח ביצוא הישראלי, על חשבון משקלן של המדינות המפותחות שבמערב, אשר ירד. גידול המשקל של שוקי המזרח ביצוא הישראלי במהלך השנה היה מעבר לגידול משקלם במסחר הבין-לאומי, ונתונים עדכניים על התפלגות היצוא הישראלי לפי אזורי סחר מצביעים על התחזקות מגמה זו. יעדי היצוא המרכזיים של ישראל בשנים האחרונות היו האיחוד האירופי (33 אחוזים), ארה"ב (28 אחוזים) ואסיה (15 אחוזים). ברביע השני של 2009 החלה

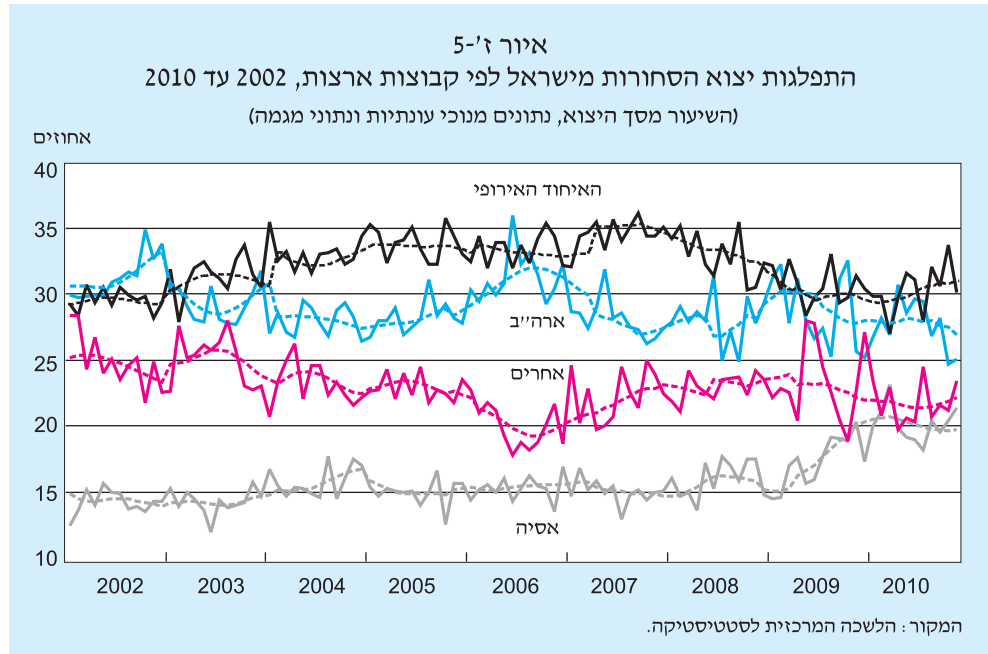
⁶ גם הרכב היצוא התעשייתי הישראלי מבחינת רמות העצימות הטכנולוגית דומה לזה של OECD: תעשיות הטכנולוגיה העילית דומיננטיות ביצוא של המדינות המפותחות, ואילו בקרב במדינות המתפתחות היצוא הדומיננטי הוא של התעשיות המסורתיות.

⁷ ראו ר' שהרבני וי' מנשה, "שוק בתי המלון בישראל", סדרת מאמרים לדיון 2011.3, חטיבת המחקר של בנק ישראל.

לוח ז'-3
התפתחות רכיבי היצוא מישראל ורכיבי היצוא והיבוא של מדינות OECD במהלך המשבר¹ וההתאוששות²
100 = הרביע השני של 2008
 (מדדים המבוססים על נתונים דולריים)

BRIC		OECD		ישראל	
המשקל	המשקל	המשקל	המשקל	המשקל	המשקל
ההתאוששות	המספר	ההתאוששות	המספר	ההתאוששות	המספר
בסחר ⁵	בסחר ⁴	בסחר ⁴	בסחר ⁴	בסחר ⁴	בסחר ⁴
(אחוזים)					
84	68	77%	82	65	80%
88	69	69%	95	70	70%
89	74	18%	107	82	22%
87	67	32%	84	62	22%
81	64	9%	82	58	10%
93	75	100%	107	79	16%
86	81	23%	87	81	20%
116	80	5%	110	81	5%
87	69	5%	94	88	11%
95	84	12%	85	65	4%
92	87	1%	99	92	1%
-	-	1%	-	-	1%
				91	67
				95	77
				114	98
				110	92
				84	65
				72	52
				94	85
				102	87
				103	90
				113	83
				106	120
				108	94
				89	138
					70%
					52%
					26%
					16%
					15%
					8%
					3%
					30%
					30%
					6%
					5%
					20%
					7%
					3%

(1) מדיניות השני של 2008 עד הרביע השני 2009.
 (2) מדיניות השני של 2008 עד הרביע השלישי 2010.
 (3) הסחר של OECD כאן כולל את ארה"ב ו-EU-25.
 (4) הסחר של OECD כאן כולל את ארה"ב ו-EU-25 ויפן.
 (5) המשקל בסחר מתייחס לשנתונים שלפני המשבר.
 המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, IFS, USITC, OECD, EUROSTAT.



מגמת עלייה במשקלה של אסיה ביצוא זה, לאחר שנים רבות של משקל קבוע בשיעור של כ-15 אחוזים (איור ז'-5), והשנה משקלה בו התייצב על 20 אחוזים. שינוי מבני זה ביעדי היצוא של ישראל התאפשר, כנראה, בהשפעת המשבר העולמי וההתפתחויות בעקבותיו: ההתאוששות המואצת באסיה לעומת ההתאוששות המתונה של הביקושים מהמערב והציפייה למשבר נוסף באירופה הפכו את החדירה לשווקים במזרח לכדאית. זאת שלא

כמו בשנים הקודמות, שגם בהן גידול הביקושים של אסיה עלה על אלו של אירופה וארה"ב, אך אז ההרכב הגיאוגרפי של היצוא הישראלי התפתח בהתאם להתפתחות ההרכב הגיאוגרפי של היבוא בעולם. המשבר העולמי ב-2008 והחששות ממשבר נוסף באירופה העמידו בספק את היכולת של שוקי המערב להמשיך ולצמוח, ועל רקע זה השתנתה ההתפלגות של היצוא הישראלי בין אירופה לאסיה. בדיקת יעדי היצוא הישראלי באסיה מלמדת שמרבית העלייה הייתה ביצוא להונג-קונג, לסין, להודו ולמלזיה, שמשקלן ביצוא הישראלי הגיע השנה לכ-15 אחוזים (לוח ז'-4). אם מגמות אלו יתחזקו, השינוי בהרכב הגיאוגרפי עשוי להשפיע על ההרכב הענפי של הסחר

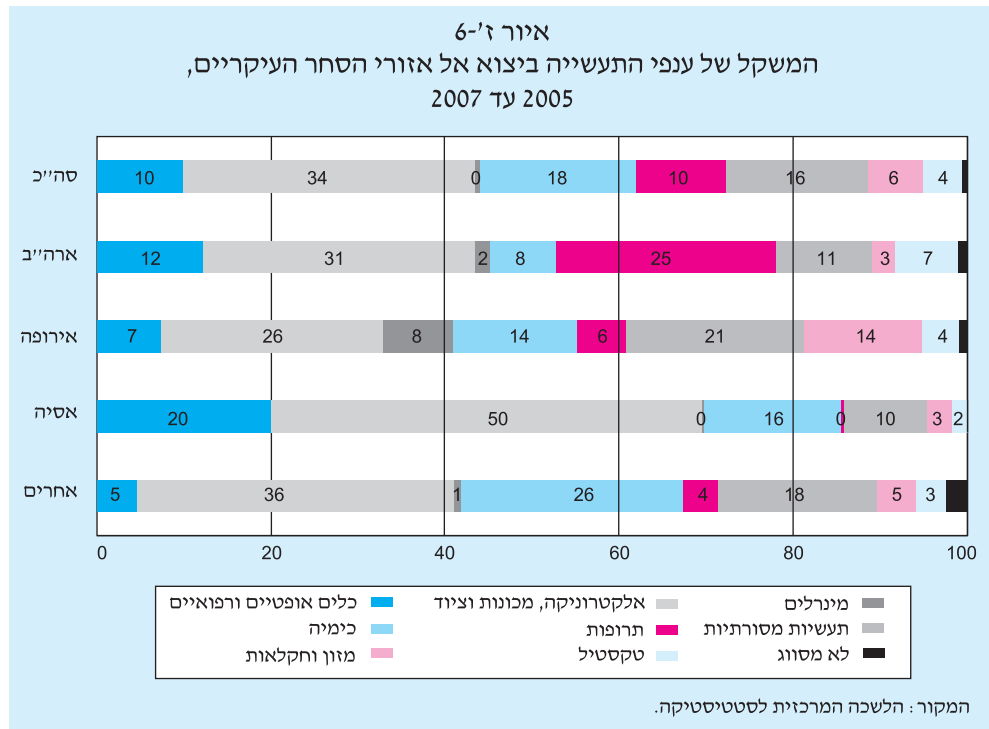
לוח ז'-4 המשקל של מדינות אסיה ביצוא הישראלי

(השיעור מסך יצוא הסחורות)

מדינה	2007	2010
הונג קונג	5.2	5.9
הודו	2.7	4.3
סין	1.7	3.1
יפן	1.3	1.0
קוריאה	1.3	1.3
מלזיה	0.1	1.3
אחרים	3	3
סה"כ	15	20

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

החששות ממשבר נוסף
 באירופה העמידו בספק
 את היכולת של שוקי
 המערב להמשיך ולצמוח,
 ועל רקע זה השתנתה
 ההתפלגות של היצוא
 הישראלי בין אירופה
 לאסיה.



הישראלי. ההרכב הענפי של היצוא לאזורי הסחר השונים אינו אחיד (איור ז'6): היצוא לארה"ב עתיר בתרופות, היצוא לאירופה עתיר במוצרים של התעשיות המסורתיות ותעשיות המזון, ואילו היצוא לאסיה עתיר במוצרי אלקטרוניקה. בדיקה של השינוי בהרכב הענפי של היצוא הישראלי לאסיה מעלה כי גידול משקלו ביצוא הישראלי מקורו ביצוא של ענפי האלקטרוניקה והכימיה.

ד. גורמים ריאליים המשפיעים על שער החליפין הריאלי

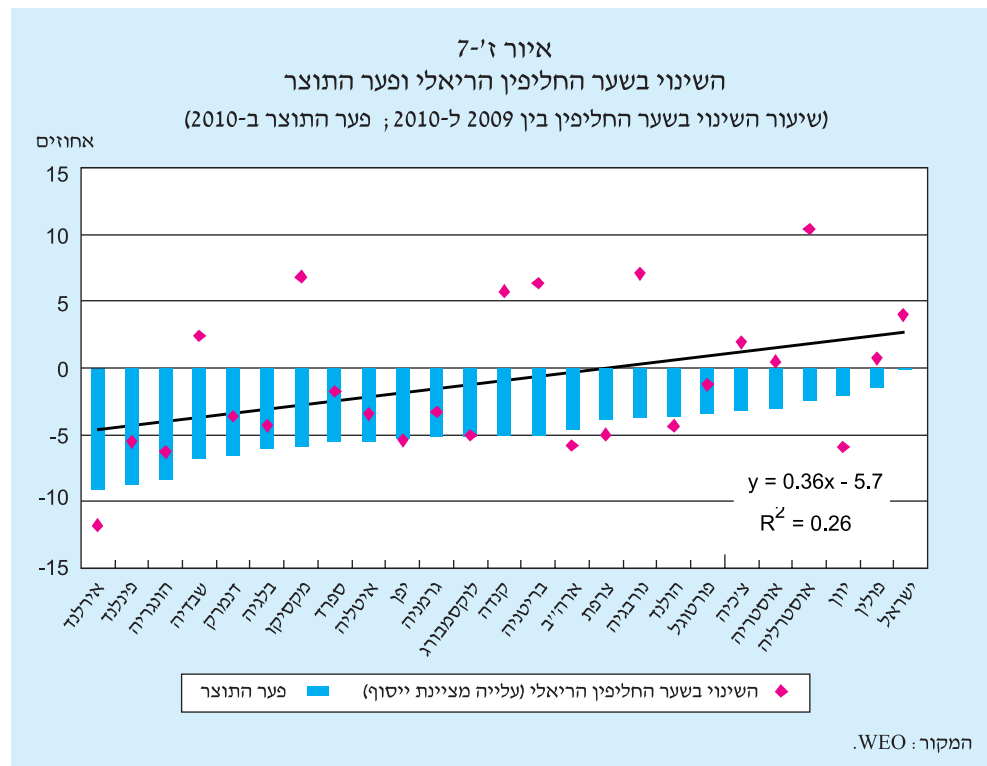
גידולו של משקל היצוא הישראלי בסחר של המדינות המפותחות בשנים האחרונות התרחש על רקע ייסוף ריאלי של המטבע המקומי ביחס למטבעות של שותפות הסחר של ישראל. השנה נרשם ייסוף ריאלי של כ-5 אחוזים, ומאז 2007 - ייסוף ריאלי מצטבר של כ-15 אחוזים. הקשר בין שער החליפין הריאלי ליצוא יכול להיות שלילי או חיובי: מצד אחד, ייסוף בשער החליפין הריאלי מוריד את ערך היצוא במונחי המטבע המקומי, ובזאת הוא פוגע ברווחי החברות המייצאות. בגלל קשר שלילי זה בין שער החליפין הריאלי ליצוא ייסוף יקטין את היצוא. מצד שני, קשר חיובי בין הייצוא לשער החליפין אפשרי במקרה של שיפור בפריון היחסי של הענפים הסחירים (יחסית לפריון של הענפים הלא סחירים). שיפור כזה יביא לגידול היצוא, ובמקביל יגרום לייסוף של שער החליפין הריאלי, כתוצאה ממעבר של עובדים מהענפים הלא סחירים לסחירים (אפקט בלסה - סמואלסון). חשיבה זו מתארת קשרים חיוביים בין שער החליפין הריאלי והיצוא ובין הפריון בענפים הסחירים, משום שגידול יחסי של פריון הענפים האלה יביא הן לגידול היצוא והן לייסוף. משנת 2007 אנו עדים לייסוף ריאלי של השקל במקביל לעלייה של משקל היצוא הישראלי ביבוא של

גידולו של משקל היצוא הישראלי בסחר של המדינות המפותחות בשנים האחרונות התרחש על רקע ייסוף ריאלי של המטבע המקומי ביחס למטבעות של שותפות הסחר של ישראל.

שותפות הסחר. ממצאים אלו ניתנים להסבר על ידי עלייה בפריזם של הענפים הסחירים יחסית לזה של הענפים הלא סחירים. בדיקה של הפריזם היחסי בענפים הסחירים בארץ בהשוואה לפריזם היחסי בארה"ב בשנים האחרונות מראה שהשיפור בישראל גדול מעט יותר, דבר הפועל לייסוף ריאלי של השקל. (לפירוט ראו תיבה ב'-1).

שער החליפין הריאלי ופער התוצר

לחץ נוסף לייסוף ריאלי מקורו בסגירת פער התוצר. בזמן שפל יורד הביקוש לכלל המוצרים, ומאחר שמחירי המוצרים הסחירים בארץ ובחו"ל זהים, המחיר היחסי של המוצרים הלא סחירים עשוי לרדת. לעומת זאת בזמן גאות גדל הביקוש לכלל המוצרים במשק ועמו עולים השכר ועלויות הייצור, תוך עליית המחיר היחסי של המוצרים הלא-הסחירים; מאחר שמחיר המוצרים הסחירים נקבע בחו"ל, עליית השכר ועלויות הייצור תביא לירידה של רווחיות המגזר הסחיר, ולמעבר עובדים ממנו אל המגזר הלא סחיר. לכן נצפה לייסוף - עלייה של מחיר המוצרים הלא-סחירים ביחס למחיר המוצרים הסחירים - ככל שהמשק מתקרב למיצוי פוטנציאל הייצור. ואכן, בחינה של השינוי בשער החליפין הריאלי לעומת פער התוצר במדינות OECD מצביעה על קשר חיובי ביניהם (איור ז'-7). על פי ההערכות של ארגון OECD ישראל קרובה מאוד למיצוי פוטנציאל הייצור, בעוד ששותפות הסחר העיקריות שלה עדיין שרויות במיתון. בהתאם לכך אנו עדים לייסוף ריאלי של המטבע המקומי. בבדיקה ארוכת טווח של הקשר בין פער התוצר לשער החליפין הריאלי אכן נמצא קשר מובהק בין משתנים אלו. בפרט נמצא כי צמצום פער התוצר בנקודת אחוז ביחס לממוצע ב-OECD מביא לייסוף של כחצי אחוז בשער החליפין הריאלי. מאחר שפער



מאחר שפער התוצר בישראל השנה קטן מן הממוצע במדינות OECD בכ-3.5 נקודות אחוז תורם לייסוף הריאלי כ-2 אחוזים.

התוצר בישראל השנה קטן מן הממוצע במדינות OECD בכ-3.5 נקודות אחוז תרומתו של הפער לייסוף הריאלי שיעורה כ-2 אחוזים. את הייסוף הריאלי שמקורו בהבדלים בין פערי התוצר ניתן לקשור גם לחשיבה הקלסית. אפקט בלסה-סמואלסון עניינו בייסוף ריאלי הנגרם כתוצאה ממעבר של גורמי ייצור מהמגזר הלא סחיר למגזר הסחיר כתגובה של שוק העבודה לגידול יחסי של הפריץ בענפים הסחירים. כאשר המשק נמצא בשיווי משקל (תעסוקה מלאה), גידול הביקוש לעובדים בענפים הסחירים עקב עליית פריזם היחסי יכול להיענות על ידי מעבר של עובדים אליהם מהענפים הלא סחירים. לעומת זאת, אם המשק אינו בשיווי משקל, ויש בו גורמי ייצור מובטלים (עודפי היצע), גידול יחסי של ביקוש הענפים הסחירים יכול להיענות על ידי כניסה של מובטלים אליהם. לכן ככל שהמשק קרוב יותר למיצוי פוטנציאל הייצור, גידול יחסי של פריץ הענפים הסחירים ישפיע יותר על שער החליפין.

ה. היבוא

גורמי הרקע לגידול של יבוא הסחורות היו התאוששות הפעילות הכלכלית וייסוף הריאלי של כ-5 אחוזים. גורמי היבוא גדל השנה ב-22 אחוזים, בעוד שיבוא השירותים נותר ברמה של השנה הקודמת. גורמי הרקע לגידול של יבוא הסחורות היו התאוששות הפעילות הכלכלית וייסוף ריאלי של כ-5 אחוזים, שהזיל את מחירי הסחורות המיובאות ביחס לסחורות המקומיות (לוח ז'5), ובכך הביא לגידול ניכר של כל רכיבי יבוא הסחורות, בשיעורים שונים. יבוא התשומות לייצור (ללא יהלומים וחומרי אנרגיה) גדל השנה ב-25 אחוזים, היבוא של מוצרי

יבוא הסחורות גדל השנה ב-22 אחוזים, בעוד שיבוא השירותים נותר ברמה של השנה הקודמת. גורמי הרקע לגידול של יבוא הסחורות היו התאוששות הפעילות הכלכלית וייסוף ריאלי של כ-5 אחוזים, שהזיל את מחירי הסחורות המיובאות ביחס לסחורות המקומיות (לוח ז'5), ובכך הביא לגידול ניכר של כל רכיבי יבוא הסחורות, בשיעורים שונים. יבוא התשומות לייצור (ללא יהלומים וחומרי אנרגיה) גדל השנה ב-25 אחוזים, היבוא של מוצרי

לוח ז'5

השינוי במחיר היחסי של יבוא הסחורות, 2001 עד 2010

(אחוזים)

2010	2009	2008	2007	2006-2003	2002-2001
-5.7	1.9	-8.7	-7.7	0.9	3.0
-4.5	0.0	-7.5	-6.6	1.2	1.6
-7.6	4.6	-9.9	-9.7	0.7	4.5
-7.1	2.1	-11.3	-4.8	-1.4	5.4
-2.4	-7.7	-4.3	-0.2	3.3	3.6
-3.3	6.5	-1.5	-4.0	-2.2	-0.3
21.5	-35.0	24.7	3.5	21.0	-0.2

המקור: נתוני הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

לוח ז'-6

המשבר¹ וההתאוששות² - היבוא לישראל והיבוא למדינות OECD

100 = הרביע השני של 2008

(מדדים המבוססים על נתונים דולריים)

OECD ³			ישראל			
ההתאוששות	המשבר	המשקל ⁴	ההתאוששות	המשבר	המשקל ⁴	
86	64	100%	88	66	100%	1. סחורות
85	58	18%	89	67	45%	חומרי גלם (ללא דלק)
						מוצרי צריכה (ללא כלי
107	85	26%	104	89	15%	רכב)
110	83	12%	107	94	5%	בני קיימא
104	87	14%	103	87	11%	צריכה שוטפת
						מוצרי השקעה - ללא כלי
96	71	23%	86	70	13%	רכב ותחבורה
83	62	10%	97	71	7%	כלי רכב
66	48	22%	74	50	20%	דלק
87	81	100%	90	89	100%	2. שירותים
110	81	25%	93	82	19%	תיירות
94	88	25%	86	80	32%	תחבורה
85	65	50%	92	101	45%	שירותים עסקיים אחרים

(1) מהרביע השני של 2008 עד הרביע השני 2009.

(2) מהרביע השני של 2009 עד הרביע השלישי 2010.

(3) הסחר של ה-OECD כאן כולל את ארה"ב ו-EU-25.

(4) המשקל בסחר מתייחס לשנתיים שלפני המשבר.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, OECD, EUROSTAT, USITC, IFS.

צריכה גדל בכ-13 אחוזים, והיבוא של מוצרי השקעה - בכ-10 אחוזים. לעומת זאת יבוא השירותים נותר ברמה של השנה הקודמת, אך הפגיעה בו במהלך המשבר הייתה מתונה מן הפגיעה ביבוא השירותים בעולם.

במהלך המשבר וההתאוששות התפתח היבוא לישראל בדומה לזה של המדינות המפותחות, אף על פי שהפגיעה במשק הישראלי הייתה נמוכה יותר (לוח ז'-6). עם זאת ישנם הבדלים בין היבוא לישראל ליבוא למדינות המתפתחות, בעיקר כתוצאה מהבדלים בהרכבם. הירידה ביבוא הסחורות לישראל במהלך המשבר הייתה גבוהה יותר מאשר במדינות המפותחות, מפני שהמשקל של יבוא חומרי הגלם ביבוא הישראלי גבוה, ויבואם בעולם כולו ירד בשיעורים גבוהים עקב ירידה חדה של מחיריהם. שיעורי השינוי ביבוא של חומרי גלם לישראל וביבוא הסחורות מישראל, במהלך המשבר וההתאוששות, דומים, משום שחלק ניכר מיבוא הסחורות מיועד לייצור לצורך יצוא. היבוא של מוצרי השקעה לישראל לא התאושש בקצב ההתאוששות של יבוא למדינות המפותחות, אף שכאמור,

המשק הישראלי מתקרב, על פי ההערכות, לסגירת פער התוצר. ואולם מבדיקה ארוכת טווח עולה כי היבוא של מוצרי השקעה ערב המשבר היה גבוה משמעותית ממגמתו ארוכת הטווח, ואילו במהלך המשבר ירדה רמתו אל מתחת למגמה; במחצית השנייה של 2010 חזר אפוא היבוא של מוצרי השקעה לרמה התואמת את מגמתו.

יבוא השירותים לארץ נפגע במהלך המשבר פחות מיבוא הסחורות, תופעה שנצפתה בכל העולם. היבוא של שירותי תיירות (יציאה של ישראלים לחו"ל) נפגע בישראל פחות מאשר בעולם, ועם ההתאוששות היה קצב גידולו מהיר מהקצב העולמי. יבוא השירותים העסקיים האחרים לישראל לא הגיב כלל למשבר, שלא כתגובתו במדינות המפותחות.

2. החשבון הפיננסי

א. ההתפתחויות העיקריות

הכוח הדומיננטי בתנועות ההון השנה היה כניסת הון לישראל (יבוא הון), שפעלה לייסוף השקל; זאת כחלק מתנועות ההון הבין-לאומיות מהמדינות המפותחות הגדולות, שנקלעו למשבר כלכלי חמור, אל מדינות שגילו עמידות יחסית למשבר - רובן מדינות מתפתחות. ההרחבה הכמותית במדינות המפותחות הגדולות - בארה"ב, במדינות גוש האירו ובבריטניה - הביאה לעודפי נזילות עצומים שם; חלק מעודפים אלו זרם ליתר חלקי העולם בחיפוש אחר תשואות; כך, לדוגמה, הוכפל השנה היקף יצוא ההון של אזרחי ארה"ב במכשירי חוב⁸. זרמי ההון הביאו להתחזקות המטבעות של המדינות שקלטו את ההון, לגאות במחירי המניות והנכסים במדינות אלו ולסגירת פערי התשואות (במניות ונכסים אחרים) בין המדינות שבמשבר למדינות הקולטות, רובן מדינות מתפתחות.

עודפי הנזילות מהמדינות המתפתחות זרמו גם לישראל, ותרמו להתחזקות השקל. אמנם הזרים כמעט לא רכשו נכסים בישראל באופן ישיר, אך עודפי הנזילות שהזרימו למשק (באמצעות רכישות מק"ם ופיקדונות) פעלו לירידת הריביות לכל הטווחים, ובכך - לעלייה של מחירי הנכסים בישראל. ואכן, מחירי המניות והנדל"ן בישראל עלו בשנתיים האחרונות מעבר לעלייה הצפויה של הדיווידנדים העתידיים (ושל מחירי השכירות), ובכך ירדו התשואות הריאליות בישראל והתקרבו לתשואות הנמוכות של הנכסים והמניות בעולם⁹.

השנה נמשך זרם ההון לישראל, אך הרכבו השתנה: בעבר זרם הון הן לטווח ארוך והן לטווח קצר, ואילו השנה ההשקעות של זרים בישראל היו ברובן לטווח קצר: ההשקעות לטווח ארוך ולטווח בינוני, הכוללות את ההשקעות הישירות ואת ההשקעות בתיק ניירות הערך - השקעות במניות ובאיגרות חוב למעט ניירות לפדיון קצרי טווח (מק"ם) - הסתכמו השנה ב-5 מיליארדי דולרים בלבד, לעומת היקף שנתי ממוצע של 15 מיליארדי דולרים בשנים 2006-2008. לעומת זאת השקעות הזרים לטווח קצר, הכוללות בין היתר את ההשקעות במק"ם ובפיקדונות בבנקים ישראליים, נסקו השנה ל-13 מיליארדי דולרים, לעומת ממוצע שנתי של 1.6 מיליארדים בלבד בשנים 2006-2008. למעשה, היקף ההון

הריביות הנמוכות וההרחבה הכמותית במדינות המפותחות הגדולות הביאו לזרמי הון גדולים למשק, ופעלו לייסוף שער החליפין ולעליית מחירי הנכסים בישראל.

עיקר תנועות ההון למשק השנה היו באפיקי השקעה קצרי טווח.

⁸ יצוא ההון של אזרחי ארה"ב לחו"ל ללא השקעות ישירות והשקעות במניות היה בשנת 2010 כפול בהיקפו מזה שלפני המשבר (2006-2008). הוא הסתכם בשלושת הרבעים הראשונים של שנת 2010 ב-514 מיליארדי דולרים (סכום הכולל השקעות באיגרות חוב קצרות וארוכות). רכישות האג"ח של הבנק המרכזי של בריטניה וארה"ב הסתכמו ב-200 ו-490 מיליארדי דולרים, בהתאמה.

⁹ העלייה של מחירי הדירות נבעה גם מגורמים מקומיים: רמת המחירים ערב המשבר הייתה נמוכה, ומלאי הדירות היה נמוך ביחס למספר משקי הבית.

לוח ז'-7

החשבון הפיננסי של ישראל, 2006 עד 2010

(מיליארדי דולרים)

2010	2009	2008-2006	
27.0	22.0	22.0	א. ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל
7.8	1.7	10.4	1. ההשקעות הישירות
9.0	8.3	4.6	2. בניירות ערך למסחר
-1.5	-4.5	2.7	3. ההשקעות האחרות
11.8	16.8	4.2	4. יתרות מטבע החוץ
17.9	10.7	17.1	ב. ההשקעות של תושבי חו"ל בישראל
5.2	4.4	11.7	1. ההשקעות הישירות
-0.2	0.3	3.9	2. בניירות ערך למסחר למעט מק"ם
12.9	4.8	1.6	3. ההשקעות האחרות ומק"ם
-9.1	-11.3	-4.9	ג. התנועות הפיננסיות נטו ¹
-11.8	-4.1	0.5	מזה: יבוא ההון נטו לטווח ארוך (1+2) ²
14.5	9.5	-1.2	יבוא ההון נטו לטווח קצר (3) ³
-11.8	-16.8	-4.2	יתרות מטבע החוץ

(1) סימן חיובי מבטא יצוא הון נטו.

(2) יצוא הון נטו לטווח ארוך - ההשקעות הישירות ובניירות הערך למסחר נטו (למעט המק"ם).

(3) יצוא הון נטו לטווח קצר - ההשקעות האחרות נטו, מק"ם ומכשירים פיננסיים נגזרים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

הפרטי הנכנס למשק נטו באפיקים קצרי הטווח היה גבוה יותר - 14.4 מיליארדי דולרים - שכן גם ישראלים הזרימו אליו הון, בהחזירים מחו"ל כספים שהחזיקו כפיקדונות בבנקים זרים ובאפיקים קצרי טווח אחרים.

מספר גורמים הפכו את ישראל ליעד אטרקטיבי ליבוא הון לטווח קצר: הריבית לטווח קצר בישראל עלתה בהדרגה במהלך השנה והפכה גבוהה ביחס לריביות האפסיות בחו"ל; השתייכותה של ישראל למועדון מצומצם יחסית של מדינות שתנועות ההון אליהן ומהן חופשיות לחלוטין, והמטבע שלהן בר-המרה, הקלה את פעילות המשקיעים הזרים לניצול פערי הריבית; יבוא ההון הגדול לטווח הקצר נקלט ברובו כעלייה ביתרות המט"ח, בעוד שהשינוי ביתר רכיבי מאזן התשלומים - החשבון השוטף ותנועות ההון לטווח הבינוני והארוך - היה מתון הרבה יותר. היקף ההשקעות של זרים בישראל לטווח בינוני וארוך לא גדל השנה: ההשקעות של זרים בתיק ניירות הערך (למעט מק"ם) ירדו מעט ביחס לאשתקד, וגידול ההשקעות הישירות של זרים נבע מגידול הרווחים הצבורים של פירמות זרות הפועלות בישראל (ולא מהשקעות חדשות). השקעות הזרים לטווח ארוך ובינוני

לא גדלו אפוא השנה, וזאת למרות התאוששות בזרמי ההשקעות המקבילים למדינות המתפתחות ולמרות הביצועים הנאים של המשק מאז החל המשבר. היקפן הנמוך יחסית של תנועות ההון לטווח בינוני וארוך הושפע, ככל הנראה, מתנועות ההון הגדולות לטווח קצר. ככלל, תנועת הון למשק גורמת לייסוף השקל, והייסוף מחליש את הכוחות להמשך זרימת ההון למשק. הדבר נכון במיוחד לגבי תנועות הון לטווח קצר: כניסת הון לטווח קצר, המונעת על ידי פערי ריבית, גורמת לייסוף זמני וחולף של השקל - עד אשר פערי הריבית יקטנו; ההתחזקות הזמנית של השקל מקטינה את התשואה על רכישת נכס מנקודת מבטו של המשקיע הזר, ביקרה את מחיר הנכס בהווה (במונחי מטבע חוץ) בלי שתגדיל את הדיווידנדים העתידיים (במונחי מטבע חוץ), ובכך היא מביאה לריסון היקף ההשקעות לטווח ארוך של זרים במשק.

בנק ישראל רכש השנה מטבע חוץ בהיקף של 12 מיליארדי דולרים במטרה למתן את השפעת תנועות ההון לייסוף שער החליפין. התערבות זו מעלה מספר שאלות, ובהן: במה שונה שער החליפין ממחירים אחרים במשק, שוני המביא להתערבות בו? כיצד נהגו מדינות אחרות שהפכו יעד מועדף להשקעות זרות? האם וכיצד יכול בנק ישראל להשפיע על שער החליפין? מה העלויות הכרוכות בהתערבות זו? והאם דרושים צעדי מדיניות נוספים? להלן נעסוק בשאלות אלו. בסעיף 2 נדון בגורמים שהשפיעו על הרכב החשבון הפיננסי השנה, ובסעיף 3 נבחן את מידת האינטגרציה של המשק הישראלי עם שוקי ההון בחו"ל בהשוואה למדינות OECD ונדון ביתרונות ובחסרונות של אינטגרציה זו.

(1) האם שער החליפין הריאלי מיוסף יתר על המידה?

בשלוש השנים האחרונות יוסף שער החליפין הריאלי של השקל בשיעור של 15 אחוזים ביחס לשותפות הסחר של ישראל. הייסוף הניכר בערך השקל על רקע תנועות ההון למדינות המתפתחות מחדד את השאלה בדבר מקור הייסוף. אם מקור הייסוף הוא בעלייה מהירה של הפריזון במשק הישראלי, הרי שמדובר בתופעה חיובית - אך אם מקורו בציפיות אופטימיות מדי לעתיד או בגורמים חולפים (כגון ריבית נמוכה במיוחד בחו"ל), מדובר בייסוף שעלול להביא לפגיעה מיותרת בענפים הסחירים; זאת משום ששער החליפין קובע את הקצאת המשאבים במשק בהווה, והתחזקות פוגעת ברווחיות היצואנים והיצרנים המייצרים תחליפי יבוא וגוררת ירידה בייצור של מוצרים אלו. ייסוף חולף בשער החליפין, בשל התפתחויות זמניות כדוגמת פתיחת פערי כדוגמת פתיחת פערי ריבית, עלול להניע יצואנים לזנוח שוקי יצוא שרווחיותם ירדה, ובחלוף הייסוף ייתכן שכניסה מחודשת לשוק תתגלה כיקרה מדי. להתחזקות הזמנית של השקל עשויות להיות השלכות שליליות, במיוחד בענפים עתירי ידע, שישראל משופעת בהם, כי בענפים אלו תהליך צבירת הידע והשיפור בפריזון כרוכים זה בזה, ושניהם כרוכים בפעילות הייצור עצמה (learning by doing), כך שירידה זמנית בפעילות הייצור עלולה להביא לירידה מתמשכת בפריזון.

השיפור בחשבון הסחורות והשירותים בשנתיים האחרונות והעובדה שהיצוא הישראלי שמר על נתח השוק שלו בעולם מרמזים שאין ייסוף יתר של שער החליפין. התפתחות שער החליפין של ישראל ביחס לזה של מדינות אחרות (בחינה בנתוני פנל) מלמדת אף היא שהתחזקות השקל מוסברת ברובה המכריע בגידול המואץ של התוצר בישראל (ביחס למדינות אחרות) וברמתו הנמוכה היחסית באמצע העשור הקודם¹⁰. כנגד זאת, ההשוואה של עלות העבודה ליחידת תוצר בענפי היצוא לעלותה ביתר ענפי המשק מגלה שהיחס ביניהן השתנה במידה ניכרת בשלוש השנים האחרונות לרעת ענפי היצוא, הדבר מלמד

בנק ישראל רכש השנה מטבע חוץ בהיקף של 12 מיליארדי דולרים במטרה למתן את השפעת תנועות ההון לייסוף שער החליפין.

ייסוף חולף בשער החליפין, בשל התפתחויות זמניות כדוגמת פתיחת פערי ריבית, פוגע בתחרותיות היצוא פגיעה מתמשכת.

¹⁰ Z. Eckstein and A. Friedman (2011). "The Equilibrium Real Exchange Rate for Israel", Bank of Israel, manuscript.

על רווחיות נמוכה יחסית בענפי היצוא (בהשוואה לעבר) ומאותת על ירידה צפויה של היצוא בעתיד. (ראו איורים ב-7 וב-11 בפרק ב'). ייתכן גם שהצמיחה האיטית בפעילות היצוא במחצית השנייה של שנת 2010 מרמזת על קשיים בתחרותיות של ענפי היצוא¹¹, קשיים ההולכים וגוברים לנוכח המשך הדינמיקה של התחזקות השקל. גם רמתן הנמוכה של ההשקעות הישירות במשק, המופנות ברובן לענפי היצוא והעובדה שקרנות הון-הסיכון הישראליות לא גייסו השנה כספים בחו"ל עשויות לרמוז על חשש של המשקיעים מפגיעה ברווחיותן של תעשיות היצוא. החשש מייסוף יתר בשקל ומהשפעתו על התחרותיות של היצוא הישראלי מצא את ביטוי גם בדוח של משלחת קרן המטבע הבין-לאומית שביקרה לאחרונה בישראל; זו המליצה לשקול מספר צעדי מנע, ובהם הגבלת יבוא ההון. נציין כי התערבות בנק ישראל בשוק המט"ח, שנועדה למנוע ייסוף יתר, מיתנה את הייסוף בשער החליפין.

(2) השפעת תנועות ההון - לקחי העבר

זרמי הון גדולים מהמדינות המפותחות למדינות המתפתחות אינם תופעה חדשה; היא התרחשה פעמים מספר בעבר, ובפרט במחצית הראשונה של שנות התשעים. באותה תקופה ירדו הריביות במדינות המפותחות הגדולות בתגובה למיתון הכלכלי, ואילו פוטנציאל הצמיחה של המדינות המתפתחות בדרום אמריקה ובמזרח אסיה נראה מבטיח, על רקע יישום מוצלח של רפורמות להפחתת הגירעון הממשלתי והאינפלציה ולהגברת התחרותיות. בעקבות זאת זרם אל המדינות המתפתחות הון רב, שהביא להאצת יתר בפעילות הכלכלית: עלו הצריכה הפרטית (בעיקר במדינות דרום אמריקה) וההשקעות (בעיקר במזרח אסיה), דבר שהשתקף בגידול הגירעון בחשבון השוטף; מחירי המניות והנדל"ן נסקו, כמות הכסף גדלה, ושערי החליפין הריאליים של מדינות דרום אמריקה יוספו בשיעורים חדים¹². העוצמה המוגזמת של השינויים במחירים היחסיים והתלות הגוברת ביבוא ההון לטווח קצר זרעו את זרעי המשבר הכלכלי במקסיקו (1994), ומאוחר יותר גם בתאילנד, בדרום קוריאה ובמדינות נוספות במזרח אסיה (1997).

מחקר של קרן המטבע¹³ זיהה ובחן 109 אפיזודות של יבוא הון בשנים 1987-2007. נמצא שלתנועות ההון הייתה השפעה שלילית במיוחד על מדינות בעלות גירעון גדול בחשבון השוטף ועל מדינות שניצלו את תקופת הגאות להגדלת ההוצאה הממשלתית - תופעות שלעת עתה כמעט אינן קיימות באפיזודה הנוכחית של יבוא ההון לישראל. ההשפעה השלילית של יבוא ההון באותן מדינות השתקפה בהאצה מהירה אך זמנית של הפעילות הכלכלית, שבסיומה צנח התוצר: שליש מהאפיזודות (34 מקרים) הסתיימו בהפסקה פתאומית של יבוא ההון, ו-15 אחוזים (13 מקרים) הסתיימו במשבר מטבע ובפיחות חד. (20 אחוזים מהאפיזודות שנחקרו טרם הסתיימו).

לקח חשוב מאפיזודות של יבוא הון בעבר הוא שכוחות השוק לבדם לא יבטיחו בהכרח שרמת שער החליפין של המשק תתאים לרמת הפריון והתחרותיות שלו, וזאת לנוכח התנודות החריפות בשער החליפין, האופיינית לאפיזודות אלו. כמו כן ניתן ללמוד שבאפיזודות כאלה כדאי להימנע מעידוד יבוא הון לטווח קצר, שכן התנועות הקצרות

¹¹ במחצית השנייה של השנה צמח היצוא (למעט יהלומים וחברות הזנק) בקצב שנתי של 5 אחוזים בלבד. סביר להניח שההשפעה של הייסוף שער החליפין למיתון הפעילות של ענפי היצוא (והענפים המייצרים תחליפי יבוא) היא הדרגתית ומתמשכת.

¹² G. A. Calvo, L. Leiderman and C.M. Reinhart (1996). "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", The Journal of Economic Perspectives. 10 no 2, 123-139.

¹³ ראו הרחבה R. Cardarelli. (2009) "Capital inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses", IMF Working Paper WP/09/40.

זרמי הון גדולים

מהמדינות המפותחות

הביאו בעבר להאצת יתר

של הפעילות הכלכלית

במדינות המתפתחות,

שהסתיימה לא אחת

במשבר.

לקח חשוב מאפיזודות

של יבוא הון בעבר הוא

שכוחות השוק לבדם

לא יבטיחו שרמת שער

החליפין של המשק

תתאים לרמת הפריון

והתחרותיות שלו.

הגבירו את הסיכוי להתהפכות זרם ההון ואת הנזק ממנה. (זאת בשונה מההשקעות הישירות, שגילו עמידות למשבר.) מאחר שמרבית הפעולות המקובלות למניעת ההשפעות השליליות של יבוא הון נוטות דווקא להגדיל את כניסת ההון לטווח קצר, יש ללוותן בצעדים משלימים, המקטינים את רווחי המשקיעים מיבוא הון לזמן קצר. מאירועי העבר לא עולה מסקנה חד-משמעית לגבי האפקטיביות של פעולות הבנק המרכזי באפיוזדות של יבוא הון. במחקר של קרן המטבע נמצא שהתנגדות של הבנקים המרכזיים לייסוף באמצעות צבירת יתרות מטבע חוץ ובאמצעות הטלת מגבלות על תנועות הון תרמה לרוב תרומה קטנה בלבד למניעת ייסוף יתר בשער החליפין; עם זאת פעולות אלו השפיעו לחיוב על הרכב התנועות: משקל התנועות לזמן קצר פחת, ומשקל התנועות לטווח ארוך עלה. מחקרים אחרים מצאו ששימוש במיגוון כלים לבלימת יבוא ההון, ובכלל זה מגבלות על יבוא הון, רכישות מטבע חוץ וריסון פיסקלי, תרם להגברת היציבות במשק (לדוגמה Calvo ואחרים¹⁴).

(3) השפעת רכישות מטבע החוץ של בנק ישראל על שער החליפין

רכישות מטבע החוץ של בנק ישראל פועלות לפיחות שער החליפין של השקל, אף כי תנועות ההון החופשיות לישראל וממנה ועודפי הנזילות הגדולים מאוד בעולם מקטינים בוודאי השפעה זו (ביחס למצב שבו תנועות ההון מוגבלות). מהותה של פעילות בנק ישראל היא הגדלת היצע הנכסים השקליים בתיק הנכסים של המשקיעים הפרטיים, פעולה הכרוכה בהגדלת חשיפתם לתנועות בשער השקל. המשקיעים, בעיקר הזרים, מעדיפים לפזר את השקעותיהם בין מדינות שונות ומטבעות שונים; המשקל ההולך וגדל של השקל בתיק ההשקעות שלהם מגדיל את סיכון התיק ומניע אותם לדרוש פרמיית סיכון הולכת וגדלה בתמורה לחשיפה המוגברת של תיק השקעותיה למכשירים שקליים - דבר המפחית את ערך השקל בעולם. פעולת בנק ישראל להחלשת השקל היא אפקטיבית, משום שהמשקיעים הזרים אינם אדישים לסיכון הנובע מהחשיפה המוגברת של תיק השקעותיהם למטבע הישראלי (גם אם הסיכון/התנודתיות של השקל עצמו אינו עולה).

המשקיעים הזרים יכולים להתגונן מסיכון שער החליפין באמצעות רכישת אופציות הגנה נגד פיחות השקל (אופציות call); לכן המחיר של אופציות אלו עשוי לשפוך מעט אור על המחיר שהזרים מוכנים לשלם כדי לנטרל את הסיכון הנובע מהחשיפה המוגברת של תיק השקעותיהם למטבע הישראלי (מחיר הצל). נתונים משוק ההון מלמדים שהן המחיר של אופציות אלו והן היקף הפעילות בהן עלה במחצית השנייה של השנה יחסית לאופציות המספקות הגנה נגד ייסוף¹⁵, אף כי הפער שנפתח בין שני סוגי האופציות אינו גדול, דבר המרמז כי החשש של המשקיעים מפיחות אינו גדול. המשקיעים הזרים רוכשים אופציות להגנה מפיחות גם מחוץ לשוק ההון, כפי שמגלים נתוני הגופים המוסדיים: גופים אלה הנפיקו בשנתיים האחרונות חווי הגנה נגד פיחות בשער החליפין בהיקף ניכר (1.5 מיליארד דולרים); עם זאת, היקף ההחזקות של זרים במק"ם גדול הרבה יותר (9.2 מיליארדי דולרים). נציין, שהגופים המוסדיים מנפיקים חווי הגנה משום שמבחינתם כמעט אין נזק במקרה של פיחות, שכן פיחות יגדיל במקביל את רווחיהם מנכסים בחו"ל. (לגופים המוסדיים מניות ואיגרות חוב בהיקף העולה בהרבה על זה של חווי ההגנה.) מלבד זאת עמיתי הקרנות בוחנים את תשואתם במונחי כוח הקנייה בישראל, לא במונחי כוח הקנייה בחו"ל.

רכישות מטבע החוץ של בנק ישראל פועלות להחלשת השקל; זאת משום שהן מגדילות את היצע השקלים שבידי משקיעים זרים, וחושפות אותם לסיכון הנובע מתנודות בערך המטבע הישראלי.

המשקיעים הזרים יכולים להתגונן מסיכון שער החליפין באמצעות רכישת אופציות הגנה נגד פיחות השקל, ואכן המחיר של אופציות אלו והיקף הפעילות בהן עלו במחצית השנייה של השנה.

¹⁴ ראו מראה מקום בהערה 12.

¹⁵ המחיר המוחלט של שני סוגי האופציות ירד במהלך השנה וחזר לרמות ששררו לפני שפרץ המשבר הפיננסי בעולם.

כדי ללמוד על השפעת רכישות מטבע החוץ של בנק ישראל על שער החליפין בשנת 2010 נערכה בדיקה המתבססת על מודל כלכלי מקובל (מודל Uncovered Interest Rate Parity), אשר מסביר את השינויים בשער החליפין בהפתעות בריבית בנק ישראל¹⁶. נמצא כי התגובה של שער החליפין בשנת 2010 דמתה ברגישותה לתגובתו בעבר¹⁷, ואף עלתה עליה. זאת בניגוד להשערה שרכישות מטבע החוץ ימתנו את ההשפעה המיידית של העלאת הריבית על שער החליפין, משום שבמסגרת של התערבות לא קבועה בשוק מטבע החוץ השוק צופה שהבנק יגיב על ירידת שער החליפין וימתן אותה באמצעות רכישות מטבע חוץ¹⁸. הבדיקה מלמדת שהרגישות של שער החליפין לשינויים בשיעור הריבית לא פחתה: רכישות מטבע החוץ שבאו בעקבות העלאות הריבית לא הפחיתו מן ההשפעה העודפת של העלאת הריבית על שער החליפין, וזו הלכה וגברה שבוע ושבועיים לאחר ההודעה. לפי תוצאות אלו נראה שרכישות מטבע החוץ לא קיזזו את השפעת ההעלאה (הלא צפויה) של הריבית על שער החליפין; ואולם ייתכן שהן נובעות מעודפי הנזילות הגדולים בעולם: עודפי הנזילות הגדילו את רגישותו של שער החליפין לריבית יחסית לעבר, ולכן ההשפעה הממתנת של רכישות מטבע החוץ על שער החליפין פעלה אך נותרה סמויה.

יתרות מטבע החוץ של
בנק ישראל מספקות
למשק נזילות, העשויה
להיות יקרת ערך בעת
משבר, אך החזקתן של
יתרות נזילות כרוכה
בעלות למשק.

יתרות מטבע של בנק ישראל מספקות למשק נזילות, העשויה להיות יקרת ערך בעת משבר, והן אף עשויות להקטין את עצם הסיכוי להתפתחות משבר. ואולם החזקת היתרות כרוכה גם בעלות למשק, משום שהיתרות מושקעות בנכסים נזילים ובטוחים בחו"ל, שהריבית עליהם נמוכה, לרוב, מזו שהייתה המתקבלת על השקעה בנכסים בטוחים לטווח ארוך (וכן נמוכה מהתשואה שבנק ישראל משלם למשקיעים הזרים המחזיקים במק"ם). העלות המדויקת של החזקת היתרות תתברר רק בעתיד, כי היא תלויה בהתפתחות ערך המטבעות שמחזיק בנק ישראל: אם כוח הקנייה הריאלי של מטבעות אלו יפחת, העלות למשק תגדל, אך אם הוא יישמר, העלות תבטא רק את פרמיית הנזילות. נציין כי פעולת משרד האוצר לגידור החוב הדולרי של מדינת ישראל, שהיקפו שווה ערך ל-30 מיליארדי דולרים, תורמת לפיחות השקל, אך אינה כרוכה בעלות הנובעת מהחזקת נכסים נזילים מאוד ובטוחים מאוד בחו"ל (אף כי לפעולת הגידור עצמה יש עלות).

(4) צעדי מדיניות נוספים

בראשית שנת 2011 נקט בנק ישראל צעדים להגבלת יבוא ההון ולהקטנת רווחי הזרים מיבוא הון למשק לטווח קצר: הוא הטיל על התאגידים הבנקאיים חובת נזילות של 10 אחוזים על עסקאות בנגזרי מטבע חוץ של תושבי חוץ, וכן הודיע משרד האוצר על כוונתו לבטל את הפטור ממס הניתן לזרים המחזיקים במק"ם. בכך הצטרפה ישראל למדינות אחרות שהיו יעד מועדף לתנועות הון ונקטו צעדים לבלימתו, אף כי בהן (בברזיל, בקוריאה ובתאילנד) הצעדים היו חריפים הרבה יותר. בצעדים שנקטו בישראל יש משום נסיגה מסוימת מליברליזציה מוחלטת של שוק מטבע החוץ, אך הם מוצדקים, משום שיבוא ההון פעל לייסוס יתר של שער חליפין ולעלייה של מחירי הנכסים, ומשום שהגדלה נוספת של יתרות מטבע החוץ - שרמתן גבוהה למדי - כרוכה בעלות פיסקלית. המגבלות על יבוא ההון עשויות לאפשר פתרון יציב יותר לבלימת יבוא ההון לנוכח התגברות הלחצים

לנוכח התגברות הלחצים
האינפלציוניים בישראל
והמשך ההרחבה
הכמותית במדינות
המערב, מגבלות על
יבוא ההון עשויות
לסייע בהתמודדות עם
ההשפעות השליליות של
תנועות ההון הקצרות.

¹⁶ ההפתעות נמדדו כהפרש בין השינוי בריבית בפועל שצפו החזאים 8-12 ימים קודם לכן.

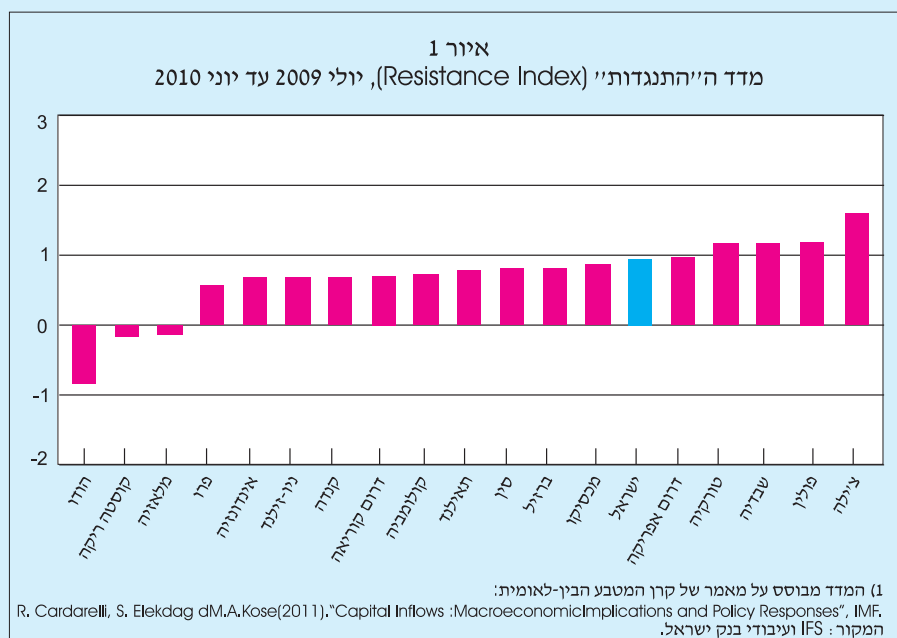
¹⁷ בתקופה 2000-2007 שבח בנק ישראל לא התערב בשוק המט"ח.

¹⁸ ואכן בשנת 2010 נמצא מיתאם בין עליות ריבית בנק ישראל לבין רכישות המט"ח: בעקבות העלאות הריבית בשיעור של רבע אחוז בינואר, אפריל, אוגוסט ואוקטובר גדל הביקוש של זרים לנכסים שקליים, והשקל התחזק; למעט מקרה אחד (בחדש אוגוסט) הגיב בנק ישראל ברכישות מטבע חוץ גדולות במיוחד של למעלה ממיליארד דולרים.

האינפלציוניים במשק (על רקע התקרבות לתעסוקה מלאה) ולנוכח הדחיות החוזרות ונשנות של המועד הצפוי לסיום ההרחבה הכמותית במדינות המערב. אם המגבלת שהוטלו יתגלו כאפקטיביות, הן יאפשרו להשיג את יעד האינפלציה והיציבות הפיננסית ללא פגיעה חמורה מדי בכושר התחרות של היצוא.

תיבה ז'-1: "מדד התנגדות" (Resistance Index) ליבוא הון, השוואה בין-לאומית

מידת ה"התנגדות" של בנק ישראל ליבוא ההון השנה לא הייתה חריגה ביחס למדינות אחרות שהיו יעד ליבוא הון; זאת על פי מדד שפותח בקרן המטבע הבין-לאומית. המדד מאפשר לחשב את מידת ה"התנגדות" ליבוא הון על פי מידת המעורבות (היחסית) של הבנק המרכזי בשוק מטבע החוץ: משק שבו שער החליפין מתייחס אך יתרות מטבע החוץ קבועות ייחשב למשק שמידת התנגדותו ליבוא ההון אפסית, ואילו משק שבו שער החליפין מקובע ויתרות מטבע החוץ הולכות וגדלות (ביחס לבסיס הכסף) ייחשב למשק המתנגד בעוצמה ליבוא ההון. למעשה המדד בוחן את היקף רכישות מטבע החוץ של הבנק המרכזי ביחס לעוצמת יבוא ההון למשק, וזו נמדדת כממוצע משוקלל של העלייה ביתרות מטבע החוץ (ביחס לבסיס הכסף) והייסוף בשער החליפין¹.



¹ המשקל שניתן לכל רכיב (1). גידולן ביתרות המט"ח ביחס לבסיס הכסף; 2. השינוי בשער החליפין) נקבע ביחס הפוך לסטיית התקן שלו. להרחבה ראו: R. Cardarelli, "Capital inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses" IMF Working Paper WP/09/40.

ההשוואה שערכנו התייחסה לתקופה שבין יולי 2009 ליוני 2010, וכללה מדינות מתפתחות שהיו יעד מועדף לתנועות הון: ברזיל, טורקיה, ניו-זילנד, צ'ילה, קוריאה, תאילנד ועוד. מקבוצת המדינות הראשונה שנבחרה נופו מדינות שלא היו יעד ליבוא הון: חמש מדינות מזרח אירופיות נופו משום ששער החליפין שלהן פוחת בשעה שיתרות המט"ח קטנו, וכן נופו הונגריה וארגנטינה, שבהן היה פיחות חד בשער החליפין. נורבגיה ואוסטרליה לא נכללו בשל מגבלת נתונים.

התוצאות מלמדות על רמת "התנגדות" גבוהה במיוחד בצ'ילה, פולין, שבדיה וטורקיה, שבהן הבנקים המרכזיים רכשו מטבע חוץ עד שהביאו להיפוך בשער החליפין - ולפיחות; וכן בדרום אפריקה, שבה שער החליפין לא יוסף כלל. רמת ה"התנגדות" של ישראל לתנועות ההון הייתה גבוהה מזו שבמקסיקו, ברזיל, סין, תאילנד, קוריאה, ניו-זילנד, אינדונזיה ופרו, אף שבכל המדינות האלה גדלו יתרות מטבע החוץ (ביחס לבסיס הכסף) במידה ניכרת - ב-20 אחוזים ומעלה; יש לזכור שרובן התנגדו ליבוא ההון גם באמצעות מגבלות על תנועות ההון - דבר שלא בא לידי ביטוי במדד. מלזיה, קוסטה-ריקה והודו לא הראו כל "התנגדות" ליבוא ההון, ורמת יתרות מטבע החוץ שלהן ירדה למרות הייסוף בשער החליפין.

ב. רכיבי החשבון הפיננסי

סעיף זה דן בהתפתחות העיקריות של רכיבי החשבון הפיננסי - ההשקעות הישירות, ההשקעות בתיק ניירות הערך וההשקעות האחרות (ראה פרוט בלוח ז'-6).

ההשקעות הישירות של זרים בישראל: היקף ההשקעות הישירות נטו של זרים בישראל - סך ההשקעות הנכנסות בניכוי מימוש השקעות קימות - גדל השנה. אשתקד, על רקע המשבר הגלובלי, צנחו ההשקעות הישירות של הזרים בעולם כולו ב-37 אחוזים, אך צניחתן בישראל הייתה חדה יותר - 60 אחוזים; השנה נרשמה עלייה של כ-10 אחוזים בהשקעות הישירות בעולם¹⁹, בעוד שההשקעות הזרים בישראל עלו ב-16 אחוזים. מכאן שרמת ההשקעות הישירות בישראל ירדה בעקבות המשבר העולמי בשיעור חד מזה של ירידת ההשקעות הישירות בעולם, על אף העמידות שגילה המשק הישראלי למשבר העולמי. גם במחזור העסקים הקודם ירידתן של ההשקעות הישירות בישראל הייתה תלולה מירידתן בעולם, אך זאת משום שבמוקד המשבר העולמי עמדה אז תעשיית הטכנולוגיה העילית, שחשיבותה במשק הישראלי גדולה במיוחד, ואל המשבר חבר זעזוע מקומי חמור - האינתיפאדה השנייה.

היקף ההשקעות הישירות גדל השנה, אך הוא עדיין נמוך בהרבה מאשר לפני המשבר. ההשקעות הישירות של זרים הן תנודתיות מאוד ומושפעות מעסקאות בודדות ומרווחיות הפירמות הזרות במשק. בשנתיים האחרונות בלטו דווקא שתי עסקאות גדולות של מימוש השקעות ישירות זרות בישראל, בהיקף של כ-1.5 מיליארדי דולרים כל אחת: אשתקד מכרה חברה זרה לחברה ישראלית 51 אחוזים ממניות "פרטנר", והשנה מכרה חברת השקעות זרה לחברה ישראלית 30 אחוזים ממניות "בזק". השנה גדל מאוד היקף ההשקעות הישירות

בעקבות המשבר העולמי
ירדה רמת ההשקעות
הישירות בישראל יותר
מאשר בעולם.

¹⁹ כך על פי הערכת UNCTAD United Nations Conference on Trade and Development - ובהתבסס על נתוני ההשקעות הישירות למחצית הראשונה של שנת 2010.

הנובע מרווחים צבורים שטרם חולקו של פירמות זרות הפועלות בישראל (גידול של 1.3 מיליארדי דולרים), והיקף ההשקעות הישירות למעט רווחים צבורים ירד. להתפתחות היקף ההשקעות הישירות יש השפעה מתונה בלבד על מלאי ההון הפיזי במשק: היקף ההשקעות הפיזיות בענפי המשק גדל השנה למרות עלייה מתונה יחסית בהשקעות הישירות של הזרים. נתוני העבר מלמדים שהמיתאם בין השינוי בהשקעות הישירות של זרים לשינוי בהשקעות הפיזיות בישראל אינו גדול, ורובו נובע מהשפעת מחזורי העסקים על שני סוגי ההשקעות, לא מקשר סיבתי. השניים היא שאותם רכיבים של ההשקעות הישירות הקשורים קשר הדוק יותר להשקעות הפיזיות הם יציבים יחסית: על פי נתוני האו"ם, עיקר הירידה של ההשקעות הישירות בעולם במשבר האחרון נבעה מירידה במיזוגים ורכישות, בעוד שהשקעות של הפירמות ברווחים צבורים וההשקעות במיזמים חדשים, התורמות במישרין להגדלת מלאי ההון הפיזי, גילו עמידות למשבר: מספר מיזמי ההשקעה החדשים בעולם - Greenfield projects - ירד אשתקד ב-15 אחוזים בלבד. תופעה דומה ניכרה גם בישראל: ירידת ההשקעות ברווחים צבורים ובמיזמים חדשים הייתה מתונה יחסית, וחלקן בסך ההשקעות הישירות עלה מ-46 אחוזים בשנים 2006-2008 לכ-70 אחוזים בשנתיים האחרונות. נדגיש כי רוב ההשקעות הישירות של זרים בישראל הופנו בשנים האחרונות לתעשיות הטכנולוגיה העילית (לוח ז'8).

נתוני העבר מלמדים שהמיתאם בין השינוי בהשקעות הישירות של זרים בישראל לשינוי בהשקעות הפיזיות בישראל אינו גדול, ורובו נובע מהשפעת מחזורי העסקים על שני סוגי ההשקעות, לא מקשר סיבתי.

לוח ז'8				
התפלגות ההשקעות הישירות של תושבי חו"ל בישראל לפי העתירות הטכנולוגיות, 2007 עד 2010				
(אחוזים)				
נושא/ קבוצת ענף	2007	2008	2009	2010
א. תעשייה				
תעשיות טכנולוגיה עילית	24	1	25	27
תעשיות אחרות	11	7	5	6
ב. ענפים אחרים				
שירותי טכנולוגיה עילית	37	31	33	5
מסחר ושירותים אחרים	21	22	26	38
נדל"ן	20	13	22	21
ג. לא ממוין והלוואות בעלים	-13	26	-11	2
ד. סך ההשקעות הישירות	100	100	100	100
המקור: החטיבה למידע ולסטטיסטיקה בבנק ישראל.				

השקעות זרים בתיק ניירות הערך (למעט מק"ם): השקעות הזרים במניות בתיק ניירות הערך (נטו, ללא מק"ם), שהגיעו בשנים 2006 ו-2007 ל-3.8 מיליארדי דולרים, ירדו בשנתיים האחרונות לרמה ממוצעת של 0.6 מיליארד דולרים בלבד (ירידה של 84 אחוזים). לשם השוואה: ההשקעות המקבילות של תושבי ארה"ב במניות של משקים זרים ירדו באותו

הזמן ב-50 אחוזים²⁰. ההשקעה נטו של תושבי חוץ בתיק ניירות הערך השנה היו נמוכות במיוחד, וסך המימושים אף עלה במקצת על סך רכישת המניות (בהיקף של 0.2 מיליארד דולרים).

הכללת ישראל במדד המדינות המפותחות והוצאתה ממדד המדינות המתפתחות הביאו למימוש טכני גדול וחד בהחזקות של קרנות השקעה זרות בבורסה בתל אביב - מרמה של כ-6.5 מיליארדי דולרים לכ-3.5 מיליארדים. רובו המוחלט של מימוש קרנות ההשקעה הזרות היה בחודש מאי (2.6 מיליארדי דולרים), שבו שונה הסיווג של ישראל. השפעתו השתקפה בבירור במחזור פעילות חסר תקדים בגודלו ביום מסחר בודד בחודש זה²¹. השפעת שינוי הסיווג נובעת מהיקפן הגדול יחסית של הקרנות המתמחות בשווקים המתפתחים. קרנות אלו הן אמצעי מקובל להשקעה בשווקים מתפתחים, בעוד שלהשקעות בשווקים מפותחים יש ערוצים רבים אחרים. זאת ועוד, משקלה של ישראל במדדים שאליה היא הצטרפה הוא כה נמוך, ומכאן שייתכן כי חלק מהקרנות מוותר על ההשקעה בה²². חשוב להדגיש שלשינוי הסיווג לא הייתה השפעה מהותית על תנועות ההון (ועל מחירי המניות): השפעתו קוזה ברובה הגדול עוד באותו החודש, שכן משקיעים זרים אחרים, שאינם מוסדיים, רכשו מניות בהיקף חריג מאוד של 2 מיליארדי דולרים, כך שהיקף החזקות הזרים במניות בבורסה בתל אביב שב וגדל בחודשים הבאים.

ההשקעות הישירות של ישראלים בחו"ל התאוששו השנה באופן מרשים, לאחר צניחתן ב-76 אחוזים אשתקד, וחזרו לרמתן לפני המשבר. הסיבה המרכזית לכך הייתה עסקת ענק בודדת ברביע השלישי, שבמסגרתה רכשה חברת "טבע" הישראלית את חברת "רציו-פארם" הגרמנית, עסקה אשר הגדילה את ההשקעות הישירות של ישראלים בחו"ל ב-3 מיליארדי דולרים; אך גם למעט עסקה חריגה זו הייתה עלייה נאה בהיקף ההשקעות הישירות של ישראלים בחו"ל: היקף השקעתם במחצית הראשונה של השנה הגיע ל-2.2 מיליארדי דולרים, לעומת 0.8 מיליארד בתקופה המקבילה אשתקד. עם זאת היקפה עדיין נמוך מאשר בשנים שלפני המשבר²³. שמונים אחוזים מההשקעות הישירות של ישראלים הופנו בשנים האחרונות לאירופה, בעיקר למזרח אירופה, אזור שהיקף ההשקעות הישירות המופנות אליו התאושש השנה לאחר צניחה חדה בזמן המשבר העולמי.

השקעות הישראלים בתיק ניירות ערך בחו"ל הסתכמו השנה בכ-9 מיליארדי דולרים - מרביתן (כ-7.3 מיליארדים) במניות והיתר באיגרות חוב, שתשואותיהן בשוקי העולם נמוכות יחסית מאז תחילת המשבר העולמי. רבע מההשקעה של תושבי ישראל במניות בחו"ל נבע השנה מפעולתם הישירה של משקי הבית (ובכלל זה באמצעות קרנות נאמנות), ששבו להשקיע בחו"ל ברביע השני של 2009; מאז השקעותיהם שם גדלות בהתמדה. (השנה הן גדלו ב-40 אחוזים). מרבית השקעות הישראלים במניות (63 אחוזים) נבעו גם השנה מפעולת המשקיעים המוסדיים, גופים שלהם אסטרטגיה ארוכת טווח להגדלת ההשקעות בחו"ל ולפיזור הסיכונים בחו"ל. שיעור ההשקעות-בחו"ל של הגופים המוסדיים הלך

²⁰ ההשקעות במניות של תושבי ארה"ב בחו"ל נטו (לא כולל השקעות ישירות) היו ברמה של 140 מיליארדי דולרים ב-2006 ו-2007, הפכו לשליליות בשנת 2008 ושוב ועלו לרמה של 60-70 מיליארדי דולרים בשנת 2009 ובמחצית הראשונה של 2010.

²¹ 70 אחוזים מהחזקות הקרנות הזרות מتركזים ב-5 מניות בלבד - "טבע", "צ'ק פוינט", "כי"ל", "בנק לאומי ו"בנק הפועלים". בחמש המניות הללו נרשם נפח פעילות חריג מאוד ביום מסחר בודד לקראת סוף חודש מאי.

²² משקלה של ישראל במדד המדינות העולמי הוא 0.4 אחוז בלבד.

²³ להוציא את הרביע הראשון של 2006, שגם בו הייתה עסקת ענק של "טבע", ההשקעה הממוצעת לרביע בשנים 2006 עד 2008 הייתה 1.8 מיליארדי דולרים.

הוצאתה של ישראל
ממדד המדינות
המתפתחות, במאי
2010, הביאה למימושים
גדולים מצד קרנות
השקעה זרות המשקיעות
במדינות מתפתחות,
אך השפעה זו קוזה
ברובה על ידי משקיעים
זרים אחרים עוד באותו
החודש.

ההשקעות הישירות
של ישראלים בחו"ל
התאוששו השנה במידה
מרשימה, לאחר צניחתן
אשתקד.

וגדל - מ-10.6 אחוזים בסוף 2009 ל-12.9 אחוזים בינואר 2011. תהליך זה צפוי להימשך במקביל לעלייה של משקל הנכסים בקרנות הפנסיה החדשות וירידת משקלן של הקרנות הוותיקות, שכן שיעור ההשקעות בחו"ל של הקרנות החדשות הגיע בסוף 2010 ל-18.3 אחוזים, לעומת 6 אחוזים בלבד בקרנות הפנסיה הישנות. גידול ההשקעות של קרנות הפנסיה בחו"ל בשנתיים האחרונות לא הגדיל את חשיפת הקרנות לסיכונים שער חליפין, משום שהקרנות גידרו את עצמן בפני סיכון זה. כיוון שהשקעות הקרנות בחו"ל הן יצוא הון, ופעולת הגידור היא יבוא הון, ההשפעה נטו של קרנות הפנסיה על תנועות ההון ועל שער החליפין היא ככל הנראה קטנה.

ההשקעות האחרות נטו של ישראלים זרים גם יחד הסתכמו בכניסת הון נטו לישראל בהיקף של 5.2 מיליארדי דולרים, ביטוי לרצונם של משקיעים זרים וישראלים ליהנות מהריבית הגבוהה יותר בישראל. בהשקעות האחרות בלטה בעיקר הפעילות המוגברת בפיקדונות בנקאיים: ההפקדות של בנקים זרים ותושבים זרים בבנקים בארץ ומימושי פיקדונות שמשיקיעים ישראלים החזיקו בבנקים בחו"ל הסתכמו יחד ב-5.6 מיליארד דולרים. שיקולים דומים, של פערי ריבית, הניעו את המשקיעים הזרים לרכוש ניירות ערך נושאי ריבית שקלית לטווח קצר בהיקף של 9.2 מיליארדי דולרים (תנועה הנרשמת בהשקעות בתיק ניירות ערך ולא בהשקעות האחרות). ההיקף הכולל של תנועות ההון למשק משיקולי טווח קצר - ההשקעות האחרות נטו והשקעות הזרים במק"ם - הסתכם ב-14.4 מיליארדי דולרים.

יתרות מטבע החוץ - בנק ישראל רכש השנה 11.8 מיליארדי דולרים במטרה למתן את הכוחות ליבוא הון, שפעלו לייסוף שער החליפין.

ג. מאזן הנכסים וההתחייבויות מול חו"ל - השוואה בין-לאומית

מאזן הנכסים וההתחייבויות של ישראל מודד את מלאי ההשקעות של זרים בישראל (יתרת ההתחייבויות של המשק מול חו"ל) ואת מלאי ההשקעות של ישראלים בחו"ל (יתרת הנכסים של המשק מול חו"ל); חשבון זה הוא מעין סיכום של כל זרמי ההשקעות שנרשמו בחשבון הפיננסי בשנים הקודמות על פי ערכם כיום. מלאי הנכסים וההתחייבויות של המשק מול חו"ל משמש מדד מקובל לרמת האינטגרציה שלו עם שוקי ההון בעולם. להלן נציג השוואה של מאזן הנכסים וההתחייבויות של ישראל ביחס לזה של מדינות OECD האחרות; השוואה זו מאפשרת לבחון את רמת האינטגרציה של שוק ההון הישראלי עם שוקי ההון בעולם ואת פתיחותו אליהם.

ההיקף הכולל של מלאי השקעות הישראלים בחו"ל ומלאי השקעות הזרים בארץ ביחס לתוצר (סכום הערכים המוחלטים, 231 אחוזי תוצר) נמוך בהרבה מהחציון של המדינות המפותחות (363 אחוזי תוצר) ודומה לחציון במדינות הלא מפותחות (245 אחוזי תוצר). מדד זה מצביע על אינטגרציה נמוכה יחסית בין משקיעים זרים למשק הישראלי ובין משקיעים ישראלים לשוקי ההון בעולם ביחס למדינות המפותחות - חברות ארגון OECD. עוד נמצא שהפער בין ישראל למדינות המפותחות לא הצטמצם בעשור האחרון. אמנם בין שנת 2000 לשנת 2009 עלה המדד של ישראל ב-45 אחוזים (מ-160 אחוזי תוצר בתחילת העשור ל-231 אחוזי תוצר בסופו), אך העלייה במרבית המדינות המפותחות הייתה מהירה יותר: ב-17 מהן עלה המדד בשיעור מהיר יותר מאשר בישראל, ורק ב-9 מדינות הוא עלה בשיעור נמוך יותר. (ל-5 מדינות מפותחות לא נמצאו נתונים). הערך החציוני של עליית המדד במדינות

שיעור ההשקעות בחו"ל של הגופים המוסדיים הלך וגדל - מ-10.6 אחוזים בסוף 2009 ל-12.9 אחוזים בינואר 2011.

ההיקף הכולל של תנועות ההון למשק משיקולי טווח קצר - השקעות הזרים במק"ם וההשקעות האחרות (נטו) - הסתכם ב-14.4 מיליארדי דולרים.

רמת האינטגרציה של המשק עם שוקי ההון בעולם, הנמדדת על פי מלאי ההשקעות של ישראלים בחו"ל ומלאי ההשקעות של זרים בארץ, נמוכה ביחס למקובל במדינות המפותחות.

המפותחות עמד על 61 אחוזים (לעומת 45 אחוזים בישראל, כאמור). העלייה במדד של ישראל הייתה דומה לזו של הערך החציוני במדינות הלא-מפותחות.

מידת האינטגרציה בין משקיעים זרים למשק ובין משקיעים מקומיים לשוקי ההון בעולם גדלה עם העלייה ברמת הפיתוח של המשק. לוח ז'-9 ואיור ז'-8 מציגים את רמת האינטגרציה של ישראל ושל מדינות OECD האחרות תוך התחשבות בהבדלים בתוצר לנפש. נמצא שרמת האינטגרציה של ישראל נמוכה ב-40 אחוזים מאשר במדינות OECD, עם זאת, איור ז'-8 מצביע על שונות רבה במדד זה, ונראה שישראל אינה חריגה במיוחד ביחס למדינות המפותחות. ההשוואה הבין-לאומית של רכיבי ההשקעה מלמדת על השקעת חסר גדולה במיוחד של ישראלים בחו"ל בתיק לניירות ערך; זו נמוכה ב-48 אחוזים מהמקובל במדינות המפותחות. הפער בין רמת ההשקעות הישירות של ישראלים בחו"ל בפועל לרמותיהן במדינות המפותחות (בהתחשב בהבדלי התוצר לנפש) הוא 22 אחוזים. לעומת זאת יתרות מטבע החוץ של ישראל, המושקעות בחו"ל, גדולות יחסית, דבר המתחייב מהסיכון הגיאוגרפי-פוליטי הגבוה יותר של ישראל.

היתרונות של אינטגרציה פיננסית עם משקים זרים שנויים במחלוקת: התיאוריה מלמדת שהיא תורמת להגברת היציבות המקרו-כלכלית, שכן פיזור גלובלי של תיק הנכסים מקטין את החשיפה לזעזועים הייחודיים למשק וממתן את התנודות בצריכה הפרטית; לעומת זאת מחקרים אמפיריים לא מצאו עדויות של ממש לירידה בתנודתיות של הצריכה הפרטית בזכות האינטגרציה. הם גם התקשו למצוא עדויות חד-משמעיות לתרומת הליברליזציה, הפיננסית לצמיחה; מרבית המחקרים מצאו שתרומה זו מותנית בתנאים מסוימים - איכות גבוהה של מוסדות השלטון, מערכת פיננסית יציבה, פתיחות לסחר ומדיניות מקרו-כלכלית אחראית. לדעת אחדים הממצאים מעידים על תרומתם של המשתנים המותנים (איכות המוסדות, מדיניות אחראית וכו'), אך אין בהם הוכחה לתרומה של הליברליזציה עצמה לצמיחה²⁴. התומכים בליברליזציה סבורים שהיא תורמת לצמיחה הכלכלית בעיקר בעקיפין, בתמצה את קובעי המדיניות לאמץ מדיניות אחראית יותר ולפעול לשיפור איכות המוסדות, כדי למנוע זעזועים בקרב המשקיעים הזרים²⁵. לעומתם טוענים המתנגדים כי באותה מידה יכולה הליברליזציה לתמרץ מדיניות כלכלית לא אחראית על ידי מימון זול של הגירעון הממשלתי²⁶.

מחקרים שבחנו את רכיבי ההשקעות ואת תרומתם לצמיחה מצאו באופן מפתיע שדווקא ההשקעות של זרים במניות בתיק ניירות הערך תרמו תרומה מובהקת לצמיחה, בעוד שתרומתן של ההשקעות הישירות נמצאה רק בחלק מהמחקרים, ורק בתנאים מסוימים. ²⁷Yosha (2003) ראה בהנפקות המרובות של חברות ישראליות בארה"ב (בעיקר בנסד"ק) דוגמה מובהקת ליתרונות של הליברליזציה הפיננסית: המשקיעים הזרים שלא נרתעו מהסיכון הרב הכרוך בהשקעות במניות בענפי הטכנולוגיה העילית אפשרו למשק לפתח ולהעמיק את יתרונו היחסי בתחום. המחקרים מלמדים שלהשקעות האחרות של

קרוב לוודאי שהגברת האינטגרציה הפיננסית עם משקים זרים מועילה לצמיחה, אף כי מחקרים אמפיריים שנערכו בעולם לא העלו עדויות חד-משמעיות לכך.

מחקרים מצאו שההשקעות של זרים בתיק ניירות הערך תרמו לצמיחה; תרומה של השקעותיהם הישירות נמצאה רק בחלק מהמחקרים, ורק בתנאים מסוימים, וההשקעותיהם האחרות פגעו בצמיחה.

Rodrik Dani and Subramanian Arvind (2009), "Why did Financial Globalization Disappoint?", ²⁴ IMF staff papers .59. 112 138.

Kose, M. A. at al. "Financial Globalization: A Reappraisal", IMF staff papers (2009), 56, 8-52. ²⁵

מדיניות המאפשרת להגדיל ביתר קלות את הגירעון בחשבון השוטף ואת גירעון הממשלה בעיקר בזמנים שבהם התיאבון - לסיכון של המשקיעים בעולם גדל. ²⁶

S. Kalemli-Ozcan, B.E Sorensen and O. Yosha (2003). "Risk Sharing and Industrial ²⁷ Specialization: Regional and International Evidence," American Economic Review, 93, No.3 903-918.

זרים - במכשירי חוב (כלומר הלוואות מזרים), ובמיוחד לזמן קצר - יש השפעה שלילית על הצמיחה. השפעה שלילית כזאת נמצאה גם במשבר הכלכלי האחרון: מדינות שהיו להן התחייבויות גבוהות לחו"ל במכשירי חוב נפגעו קשה יותר במשבר. ההשוואה הבין-לאומית שערכנו מלמדת שההשקעות הישירות של זרים בישראל (באחוזי תוצר) והשקעותיהם בתיק ניירות הערך (באחוזי תוצר) נמוכות ביחס למדינות מפותחות שתוצרן לנפש דומה לזה של ישראל; השקעות אלו נמוכות בשליש מהחזוי (לוח ז'-9), בעוד שההשקעות האחרות נמוכות ב-50 אחוזים.

השוואה בין-לאומית של מאזן הנטו - סך הנכסים פחות סך התחייבויות - מלמדת שהגירעון במאזן הנטו של ישראל (3 אחוזי תוצר) הוא טוב בהרבה מאשר במדינות מפותחות בעלות תוצר לנפש דומה, שלהן מאזן שלילי של 40 אחוזי תוצר (ראה איור ז'-8). מכאן ניתן להסיק שחשבון ההכנסות-מהון של ישראל (שהוא חלק מהחשבון השוטף) צפוי להיות טוב מזה של מדינות מפותחות אחרות בעלות תוצר-לנפש דומה.

השוואה בין-לאומית של מאזן הנטו – סך הנכסים פחות סך התחייבויות – מלמדת שמצבה של ישראל טוב בהרבה ממצבן של מדינות מפותחות בעלות תוצר-לנפש דומה.

לוח ז'-9 מאזן הנכסים והתחייבויות של ישראל בפועל והערך החזוי¹ על פי הרמה במדינות OECD², 2009 (אחוזי תוצר)			
	ישראל בפועל	הערך החזוי לישראל	המדינות שהוצאו מהמדגם ¹
סך הנכסים והתחייבויות	231	390	אירלנד
נכסים נטו	-3	-40	איסלנד
נכסים בחו"ל	114	170	איסלנד, אירלנד
השקעות ישירות	29	40	
השקעות בתיק ניירות הערך למסחר	27	52	אירלנד
השקעות אחרות	27	64	
נכסי זרבה	31	12	
התחייבויות לחו"ל	117	219	אירלנד
השקעות ישירות	37	55	
השקעות בתיק ניירות הערך למסחר	49	74	אירלנד
השקעות אחרות	32	66	איסלנד ואירלנד

(1) הערך החזוי הוא אומדן המבוסס על רגרסיות האומדות את הקשר בין משקל הנכסים והתחייבויות בתוצר לבין התוצר לנפש במדינות המתפתחות - ראו גם איור ז'-8 בהמשך.

(2) אוסטרליה ולוקסמבורג הוצאו מהמדגם, הראשונה בשל העדר נתונים והשנייה בשל ערכים קיצוניים. איסלנד ואירלנד הוצאו מחלק מההשוואות בשל ערכים קיצוניים.

המקור: Moody's, BOP.

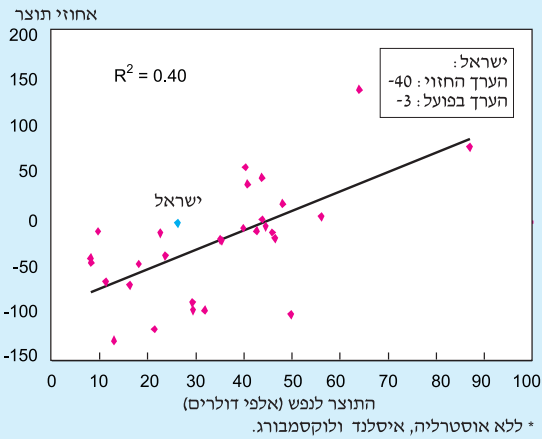
הנכסים והתחייבויות בשנת 2010

בשנת 2010 נרשם שיפור במאזן הנכסים והתחייבויות של ישראל מול חו"ל: עודף ההתחייבויות נטו - ההתחייבויות פחות הנכסים - פחת מ-6.5 מיליארדי דולרים ל-3.3 מיליארדים. הגורם העיקרי לשיפור היה עודף של 6.7 מיליארדי דולרים בחשבון השוטף, עודף המקטין באופן ישיר את עודף ההתחייבויות של המשק לחו"ל. כנגד זאת, שיערוך היתרות של הנכסים והתחייבויות פעל להגדלת עודף ההתחייבויות, משום שהעלייה

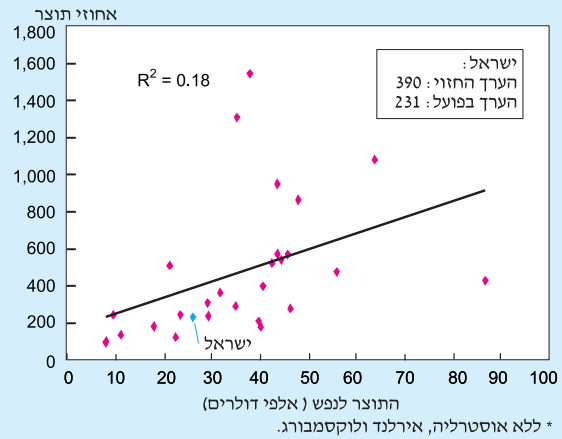
איור ז'-8

הנכסים וההתחייבויות כאחוז מהתוצר מול התוצר לנפש של מדינות OECD, 2009

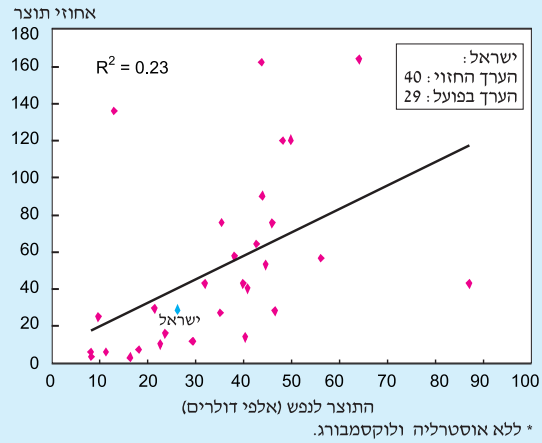
ב. משקל סך הנכסים נטו כאחוז מהתוצר מול התוצר לנפש



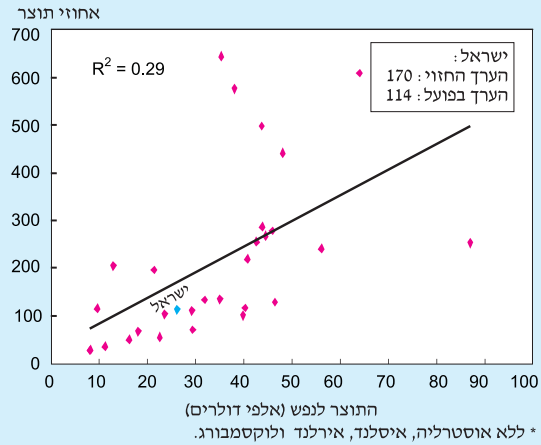
א. סך הנכסים וההתחייבויות כאחוז מהתוצר מול התוצר לנפש



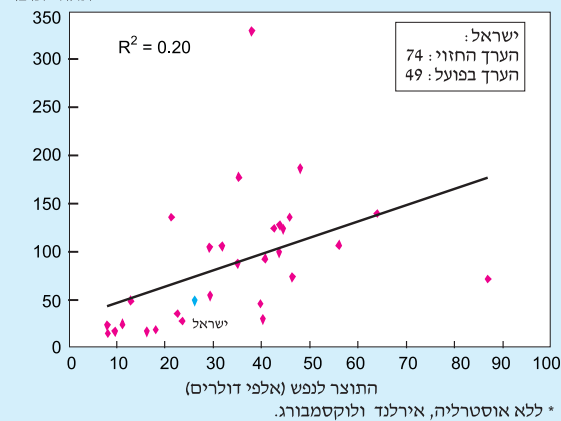
ד. ההשקעות הישירות בחו"ל כאחוז מהתוצר מול התוצר לנפש



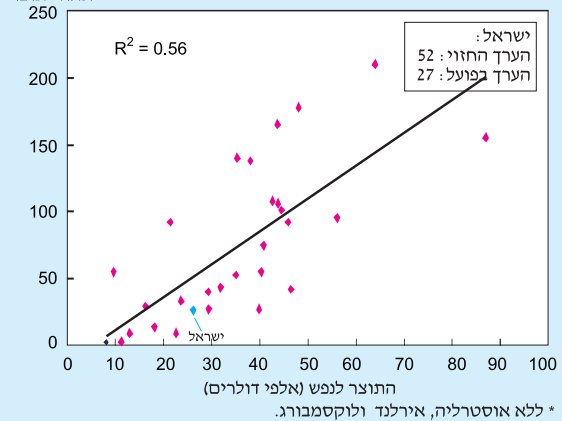
ג. סך הנכסים כאחוז מהתוצר מול התוצר לנפש



ו. השקעות בתיק ניירות ערך למסחר של תושבי חו"ל במשק כאחוז מהתוצר מול התוצר לנפש



ה. ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר בחו"ל כאחוז מהתוצר מול התוצר לנפש



המקור: Moody's, Bop

השנה השתפר מאזן הנכסים והתחייבויות של ישראל מול חו"ל הודות לעודף נאה בחשבון השוטף.

בערך ההשקעות של זרים בישראל הייתה גבוהה מזו של ערך ההשקעות של הישראלים בחו"ל; זאת בעיקר עקב העלייה של ערך השקל ביחס לדולר ולאירו ועקב התייקרות מחירי הנכסים בישראל ביחס לעולם. גורם נוסף למתינותה של עליית ערך הנכסים של ישראלים בחו"ל הוא שחלק גדול מהם מושקע בנכסים סולידיים, שערכם אינו עולה במידה רבה בעת התאוששות שוקי ההון.

הרכב הנכסים וההתחייבויות של ישראל מול חו"ל שמרני מאוד: רוב נכסי המשק בחו"ל מוחזקים באיגרות חוב, פיקדונות וכדומה (62 אחוזים), ומיעוטם במניות ובהשקעות ישירות, ובכלל זה הלוואות בעלים (38 אחוזים); זאת בעוד שמרבית נכסיהם של תושבי חו"ל במשק הישראלי הם במניות והשקעות ישירות, ורק מיעוטם (40 אחוזים) בנכסים אחרים. ואולם השנה השתנה הרכב צד הנכסים וצד ההתחייבויות של תיק נכסי המשק בחו"ל, ונעשה מעט פחות שמרני: ההחזקות נטו של המשק בחו"ל במניות ובהשקעות ישירות גדלו (ב-5.8 מיליארדי דולרים), בעוד שההחזקות האחרות של המשק בחו"ל ירדו נטו (ב-2.6 מיליארדים). גם לאחר שינוי זה נותר המשק עם עודף גדול בהיקף של 54 מיליארדי דולרים בנכסי חוב²⁸. עיקר העודף נובע מהמגזר הציבורי - הכולל את יתרות המט"ח של בנק ישראל - אך גם למגזר הפרטי עודף נאה (18 מיליארדי דולרים).

תיבה ז'-2: האם המשק הישראלי יחלה ב"מחלה ההולנדית"?

- בשנים האחרונות גז טבעי מקומי מחליף דלק מיובא בהיקף של 1 עד 2 מיליארדי דולרים לשנה. מאגרי הגז שהתגלו בשנתיים האחרונות צפויים להכפיל את היקף התחלופה לאחר 2015.
- נמצא כי שיפור של כמיליארד דולרים בחשבון השוטף כתוצאה מהפקת גז בישראל מביא לייסוף של כאחוז אחד בלבד בשער החליפין הריאלי הבסיסי.
- רק במקרה שיתפתח ענף של יצוא גז טבעי, ויתגלו מאגרי גז נוספים, ההשפעה על שער החליפין הריאלי עלולה לפגוע במגזר הסחיר, תופעה הידועה כ"מחלה ההולנדית".
- אחת הדרכים לצמצם את ההשפעות של "המחלה ההולנדית" היא הקמה של קרן עושר לאומית, שתשקיע את הכנסות הממשלה מהפקת הגז בחו"ל. למדינת ישראל לא היו עד שנות ה-2000 מקורות אנרגיה מקומיים בהיקף נרחב. להוציא תקופה קצרה בשנות ה-70, אז הופקו כמויות משמעותיות של דלק גולמי משדות הנפט בסיני, כמעט כל חומרי האנרגיה הדרושים למשק יובאו. הדבר היווה נטל לאומי כבד, במיוחד בשנים שבהן מחירי האנרגיה היו גבוהים¹.

¹ בתחילת שנות ה-80, בזמן משבר הדלק השני, עמד יבוא חומרי האנרגיה על כ-9 אחוזים מהתמ"ג; בראשית שנות ה-2000 הוא עמד על כ-3 אחוזי תמ"ג, ובשנת 2008, כשמחירי האנרגיה הגיעו לשיא - על 6.5 אחוזים.

²⁸ הגדרת מכשירי החוב כוללת גם הלוואות בעלים, שהן חלק מההשקעות הישירות. הגידול הניכר של ההשקעות נטו בסעיף זה הגדיל את מכשירי החוב של המשק נטו בחו"ל.

מצב זה השתנה בעשור הקודם. משנת 2004 מופק גז טבעי מקומי ממאגר "ים תטיס" שמול חופי אשקלון ומשמש לייצור חשמל. זהו מאגר קטן, בגודל של 35 BCM, הנמצא במים רדודים קרוב לחוף, שצפוי להתרוקן לקראת אמצע העשור². בשנתיים האחרונות התגלו בעומק הים מול החופים הצפוניים של ישראל שני מאגרי גז טבעי בהיקף גדול: "תמר", בגודל של כ-240 BCM, ו"לווייתן", בגודל של כ-450 BCM. תגליות אלו משנות לחלוטין את תמונת המצב במשק האנרגיה, שכן הן מאפשרות אספקה מקומית של גז טבעי בהתאם לצורכי המשק לטווח ארוך מאוד, ואולי אף יצוא.

הגז הטבעי המקומי איפשר למשק בשנים האחרונות להפחית את יבוא חומרי האנרגיה, ותהליך זה צפוי להתגבר בעתיד. התפתחויות אלו יביאו לגידול העודף בחשבון השוטף ולייסוף בשער החליפין הריאלי, ובכך הן עלולות לגרום לפגיעה ביצוא של שאר הענפים, מצב הידוע כ"מחלה ההולנדית"³. בבדיקה שנערכה בבנק ישראל נאמדו כמותית ההשפעות האפשריות של גילוי הגז הטיבעי על המשק, ונבדקה האפשרות שבמשק תתפתח "המחלה" האמורה.

כדי להעריך את ההשפעה הכמותית הישירה של הגילויים האחרונים על החשבון השוטף בעתיד ניתן לבחון את ההשפעה של הפקת הגז הטבעי משדה הגז "ים תטיס". שיעור החשמל המופק מהגז עלה בהתמדה, והגיע בשנת 2009 ל-32 אחוזים⁴. הגז הטבעי מ"ים תטיס" צמצם את יבוא הפחם והמוזוט הדרוש למשק: ייצור החשמל מפחם לא גדל משנת 2004 עד 2009, וייצור החשמל ממוזוט צומצם כמעט לחלוטין, וזאת בתקופה שבה סך ייצור החשמל עלה בכ-20 אחוזים. חישוב ערך החיסכון בחומרי אנרגיה תחליפיים תלוי בהנחה על מבנה הייצור של חברת החשמל לולא יוצר חשמל באמצעות גז, ולכן לא ניתן לאמידה מדויקת. לו ייצרה חברת החשמל את החשמל שהופק בשנת 2010 מגז באמצעות פחם, הדבר היה דורש גידול של כ-50 אחוזים ביבוא הפחם, שמשמעותו גידול של היבוא בערך של קרוב למיליארד דולרים. לו יוצר החשמל באמצעות מוזוט או טורבינות סולר היה היקף היבוא גדל בכ-2 מיליארד דולרים⁵.

תהליך התחלופה בין גז טבעי לדלקים פוסיליים אלטרנטיביים צפוי להימשך בעתיד. נוסף על המשך התחלופה בייצור חשמל בחברת החשמל, הגז הטבעי צפוי לשמש ישירות מקור אנרגיה של תעשיות עתירות אנרגיה, המפעילות כיום תחנות כוח עצמאיות. על פי הערכה זהירה ייחסך לקראת אמצע העשור יבוא של חומרי אנרגיה בסך של כ-2 מיליארדי דולרים נוספים.

² היקף השימוש השנתי בגז כיום הוא 4 BCM.

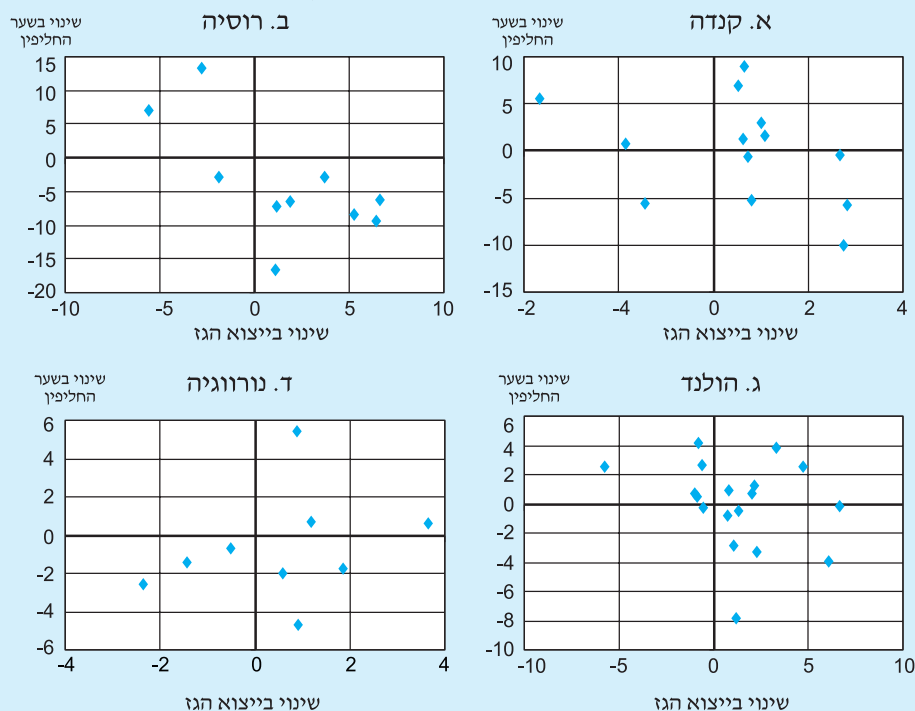
³ מקור הכינוי הוא בייסוס החד של שער החליפין של הגילדן בשנות ה-60, עם גילוי מאגרי הגז הטבעי בים הצפוני. לסקירה כללית מעודכנת של התיאוריה והממצאים האמפיריים בנושא זה, כולל הגורמים הרבים שיכולים להביא ל"מחלה ההולנדית" כגון גילוי משאבים טבעיים או שינוי במחירים, סיוע חוץ, העברת תשלומים על עבודה, ואף פערי ריבית ראו: N. Magud and S. Sosa 2010. "When and Why Worry About Real Exchange Rate Appreciation," WP/10/271, International Monetary Fund.

⁴ חלק מופק מגז מצרי. יבוא הגז ממצרים בשנת 2009 הסתכם ב-205 מיליוני דולרים.

⁵ החישוב מבוסס על דוח חברת החשמל לשנת 2009, ומוניח את העלייה בייצור חשמל בשנת 2010.

איור 1

השינוי ביצוא גז טבעי באחוזי סחר והשינוי בשער החליפין הריאלי, באחוזים, מדינות נבחרות (כל תצפית באיורים מייצגת שנה. עלייה בשער החליפין מציינת פיתוח)



אך בכך לא מתמצה ההשפעה של גילוי הגז. שדה "לווייתן" פותח את האפשרות ליצוא, ובמקרה כזה ההשפעה על החשבון השוטף יכולה להיות גדולה הרבה יותר. יחד עם זאת, פיתוח של תשתית ליצוא גז טבעי הוא יקר מאוד, וגם ממושך. מכאן שגם אם אפשרות זו תתממש, הדבר יקרה רק לקראת סוף העשור.

כדי לבחון ישירות את ההשפעה הנוכחית והעתידית של הפקת הגז המקומי, בחנו את ההשפעה של עלייה ביצוא חומרי גלם, ובפרט ביצוא גז טבעי, על שער החליפין הריאלי במספר מדינות המייצאות גז טבעי. רק מדינות מועטות עושות זאת בהיקף נרחב. יצואניות הגז המובילות בעולם הן רוסיה (BCM 180 בשנת 2008), קנדה (BCM 100) ונורווגיה (BCM 80 בשנה). היקפי יצוא הגז שלהן גבוהים בהרבה מאלו שישראל תוכל לייצא, אלא אם כן יתגלו כאן מאגרים נוספים. יחד עם זאת, כיוון שהמשק הישראלי קטן, יחסית למדינות אלו, חלקו של יצוא הגז הפוטנציאלי בסך היצוא הישראלי דומה לחלק זה ביצואניות הגז הגדולות.

בנושא ההשפעה של יצוא של משאבים טבעיים על שער החליפין הריאלי⁶ מצויה ספרות רחבה, אך למיטב ידיעתנו לא נבדקה ההשפעה הספציפית של גז טבעי. הפקה של גז טבעי שונה מאוד מהפקה של חומרי גלם אחרים. ההשקעה הראשונית בשלב

⁶ ראו הפנייה בהערת שוליים 9.

ההקמה, במיוחד בקידוחים של מים עמוקים, גבוהה מאוד, ואילו בהמשך הוצאות התפעול נמוכות. הגז נמכר על פי חוזים ארוכי טווח, וכך מתקבל תזרים יציב של הכנסות, בניגוד לחומרי גלם אחרים, שמחיריהם תנודתיים מאוד. מחיר הגז אינו אחיד, שכן עלויות הובלתו גבוהות מאוד, ולכן הוא משקף גם את כוח המיקוח של הצדדים. בגלל המאפיינים המיוחדים של תעשיית הגז אנו מייחסים לבדיקת ההשפעה הספציפית של יצוא הגז משקל גבוה בניתוח השפעתו של יצוא משאבים טבעיים בכלל על שער החליפין הריאלי. כיוון שאין ביכולתנו לזהות תהליך של החלפת יבוא, אנו בוחנים את השפעת היצוא של גז טבעי; זאת בהנחה ששיפור

לוח 1

משוואות פאנל¹

המשתנה המוסבר: השינוי בשער החליפין הריאלי

מודל 1	מודל 2	מודל 3	מודל 4	מודל 5 ³	
-0.48***	-0.47***	-0.32**	-0.36**	-0.46**	השינוי ביצוא גז טבעי (אחוזי יצוא)
	-0.41***	-0.05			השינוי ביצוא ח"ג (אחוזי יצוא)
		-0.38***	-0.38***	-0.27***	השינוי בתוצר לנפש ²
589	589	566	564	75	מספר התצפיות
0.01	0.03	0.47	0.47	0.43	R ² _{adj}

(1) שיטת האמידה: OLS, ללא אפקטים. תקופת האמידה: 1990-2009. פאנל המדינות: OECD, EU27, ברזיל, סין, הונג-קונג, פיליפינים, מלזיה, רוסיה, פנמה, קוסטה ריקה, אורוגוואי, צ'ילה, הודו, מקאו, סינגפור, אילנד, וייטנאם, אינדונזיה וארגנטינה.

(2) הגידול בתוצר לנפש מנוכח מההשפעה הישירה של הגידול ביצוא הגז/ח"ג.

(3) השינוי ביצוא הגז בין חצי אחוז לעשרה אחוזים.

* מובהק ברמה של 10 אחוזים; ** מובהק ברמה של 5 אחוזים; *** מובהק ברמה של 1 אחוז.

מקורות הנתונים: UNCOMTRADE, IFS, OECD.

בחישוב השוטף כתוצאה מיצוא זהה להשפעתו של שיפור הנובע מהחלפת יבוא. בחינה של השפעת הגידול ביצוא הגז על שער החליפין בנפרד לכל מדינה, מעלה שלא תמיד יש קשר, לפחות בו-זמני, בין הדברים. בעוד שברוסיה נראה שיש מיתאם שלילי גבוה - כלומר שגידול של יצוא הגז מביא לייסוף - בקנדה הקשר חלש, ובנורווגיה ובהולנד לא נמצא כל קשר. נציין כי ברוסיה ובנורווגיה פועלות קרנות עושר לאומי (Sovereign Wealth Fund), המשקיעות חלק מהתמלוגים של הממשלה בחו"ל, פעולה שיכולה לקזז את הלחץ על שער החליפין הריאלי. שער החליפין הריאלי מושפע כמובן גם מגורמים נוספים; כדי להעריך את ההשפעה של יצוא גז וחומרי גלם אחרים על השער נאמדו משוואות רגרסיה של שיעורי השינוי בו (לוח 1). כמשתנה בקרה הוספנו את גידול התוצר לנפש, משתנה שלפי הספרות

יש לו השפעה חזקה על שער החליפין הריאלי⁷. כדי לבודד את השפעת יצוא הגז נוכחה גם השפעתו מהתוצר לנפש.

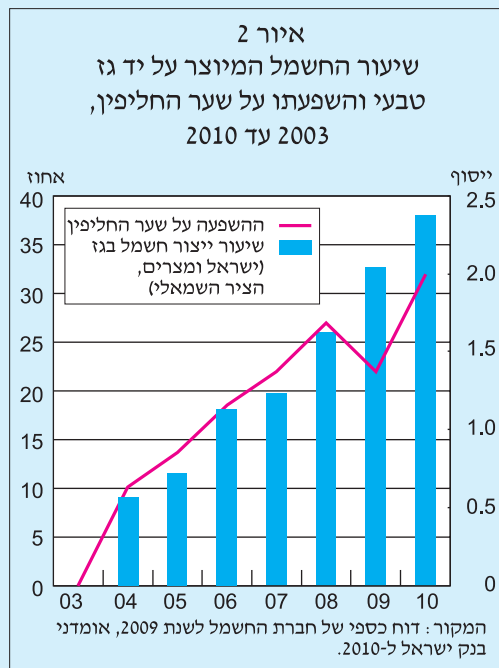
התוצאות מצביעות על השפעה מובהקת של עלייה ביצוא של גז טבעי על שער החליפין הריאלי (מודל 1). תוצאה זו מתקבלת גם אם מוסיפים את גידול התוצר לנפש כמשתנה בקרה וגם אם בוחנים את המקרים שבהם השינויים ביצוא הגז גדולים יותר (מודל 5). ייתכן שהאומדנים כאן מוטים כלפי מטה, משום ששער החליפין הריאלי עשוי להשתנות כבר עם גילוי של הגז, עוד לפני היצוא-בפועל שלו, אולם את השפעת הגילוי קשה מאוד לזהות.

אשר למשמעות הכמותית במקרה של המשק הישראלי, שימוש במקדמי הרגרסיה כאן (מודל 5) מלמד שיצוא של גז בערך של מיליארד דולרים, המביא לעלייה של 1.5 אחוזים ביצוא ולעלייה של 0.5 אחוז בתוצר לנפש יביא לייסוף של כ-0.8 אחוז בשער החליפין הריאלי. באיור 2 ניתן לראות את העלייה בשיעור החשמל המיוצר באמצעות גז בשנים האחרונות ואת השפעתו המצטברת על שער המטבע המקומי כפי שהיא נגזרת מהאמידה של הרגרסיות.

בדיקה אלטרנטיבית, על סמך שימוש במשוואת שער החליפין הריאלי עבור המשק

הישראלי וזקיפה של השפעת הגז הטבעי לשיפור בתנאי הסחר, מצביעה על השפעה גבוהה יותר - עלייה של מיליארד דולרים בערך היצוא מביאה לייסוף של 1.5 אחוזים אולם האמינות של אומדן כזה פחותה⁸.

המסקנה העולה מהבדיקה היא שבמקרה של ישראל, לשימוש בגז טבעי לצרכים מקומיים בלבד תהיה השפעה קטנה-יחסית על שער החליפין הריאלי. לפי ההערכה הנוכחית הגז הטבעי "יחליף" יבוא בערך של כ-3 מיליארדי דולרים לכל היותר, נוסף על התחלופה עד היום⁹. כיוון שההחלפה של יבוא כבר התממשה בחלקה, וההשפעה העתידית גם היא



⁷ Berka M. and M.B. Devereux, 2010, "What Determines European Real Exchange Rates?", Working Paper No. 15753, National Bureau of Economic Research; Eichengreen B., 2008, "The Real Exchange Rate and Economic Growth," Working Paper No.4, Commission on Growth and Development.

⁸ Z. Eckstein and A. Friedman (2011). "The Equilibrium Exchange Rate for Israel".

⁹ כולל תחלופה בין גז ישראלי לגז מצרי.

מגולמת בציפיות השווקים, הרי שרוב ההשפעה של המאגרים שהתגלו עד כה על שער החליפין כבר התממשה, מה שתרם מן הסתם לייסוף הריאלי בשנתיים האחרונות.

ואולם אם מאגר "לוייתן" ישמש ליצוא, ההשפעות יכולות להיות גדולות יותר. בגלל אי-הוודאות לגבי היקף היצוא העתידי, לא ניתן כיום לכמת את ההשפעה של תרחיש כזה על שער החליפין. אם יתגלו מאגרי גז טבעי גדולים נוספים, סביר להניח שישראל תהפוך ליצואנית של גז טבעי.

גורם שעשוי לאזן את ההשפעה של "המחלה ההולנדית" הוא הקמה של קרן עושר לאומי (Sovereign Wealth Fund) למטרת חיסכון פיסקלי, שתשקיע את ההכנסות מיצוא הגז בחו"ל. הדבר עשוי לסייע גם בחלוקה הבין-דורית של הרווח ממשאב רווח זה.

