

פרק ז' מאזן התשלומים

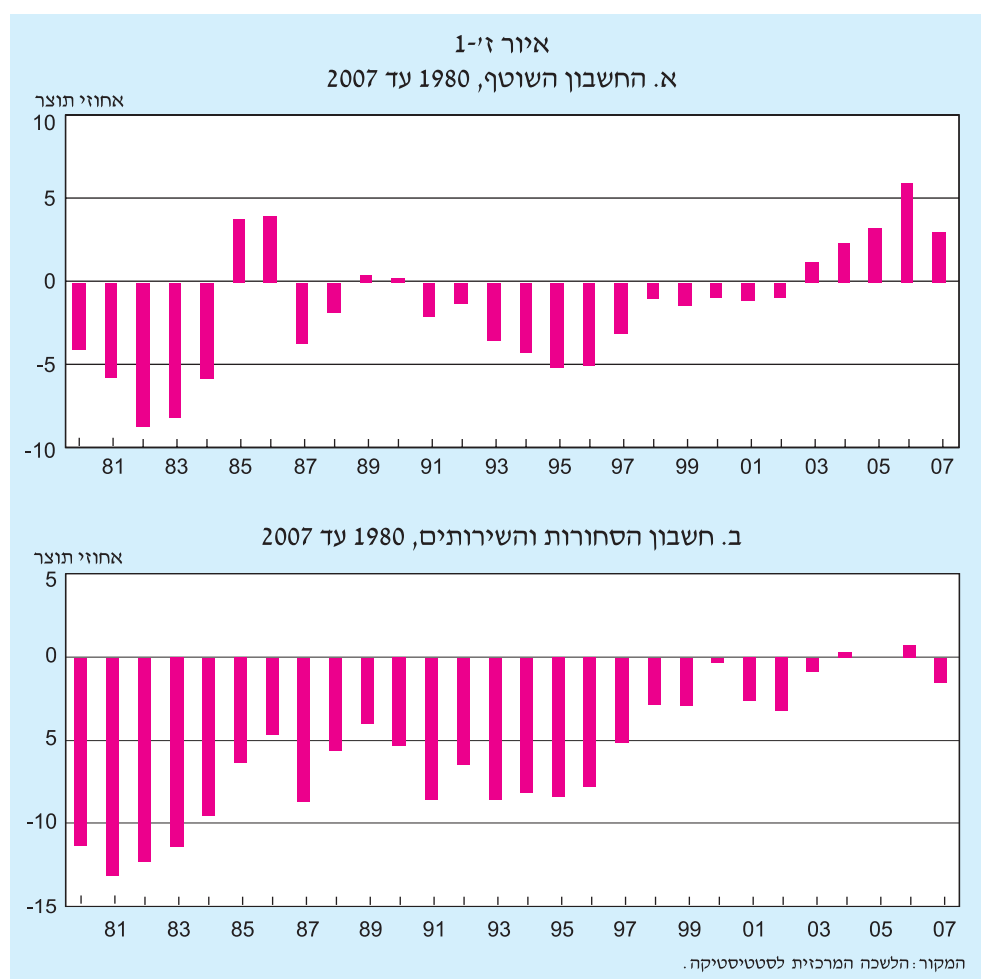
- ◆ החשבון השוטף הסתכם בשנת 2007 בעודף של כ-3 אחוזי תוצר (5 מיליארדי דולרים), לעומת עודף חריג של 6 אחוזי תוצר בשנת 2006. הצטמצמות העודף בחשבון השוטף מבטאת גידול מהיר וחד של היבוא, וכן הרעה בתנאי הסחר. במקביל להצטמצמות העודף בחשבון השוטף הצטמצם השנה עודף ההשקעות בחו"ל נטו. בפרספקטיבה ארוכה יותר - המעבר מגירעון ממוצע של כ-3 אחוזי תוצר בשנים 1995-1999 לעודף של כ-3 אחוזי תוצר השנה מבטא הצטמצמות של הגירעון בחשבון הסחורות והשירותים ושיפור בחשבון ההכנסות לצד ירידה בהעברות החד-צדדיות (ההעברות השוטפות).
- ◆ הצטמצמות העודף בחשבון השוטף היא תוצאת ירידה של החיסכון הפרטי ועלייה של ההשקעה במשק. הירידה בחיסכון הפרטי הייתה תגובה על עלייה גבוהה בערך הרכוש השנה, התורמת להעלאת התצרוכת, ועל חיסכון ציבורי מפתיע בשנתיים הקודמות (גירעון תקציבי נמוך משמעותית מהמתוכנן). העלייה בהשקעה היא תוצאה של המשך הצמיחה במשק ושל גידול התעסוקה. נוסף על כוחות אלו תרמה רמת העודף בחשבון השוטף לתהליך של ייסוף ריאלי, שפעל כמנגנון כלכלי המאזן את העודף.
- ◆ ההשקעות של תושבי חוץ במשק ושל תושבי ישראל בחו"ל נותרו בשנת 2007 בהיקף ניכר, ולא נרשמו התפתחויות חריגות לא באופיין ולא בעוצמתן. מאז 2004 מסתמנת רמה גבוהה של ההשקעות נטו וברוטו, בייחוד של ההשקעות הישירות במשק. המשבר הפיננסי, שפרץ השנה בשווקים העולמיים, מצא ביטוי מתון בלבד בחשבון הפיננסי של המשק הישראלי בשנת 2007 - עדות לעמידות יחסית של המשק לזעזועים.
- ◆ התופעות הבולטות בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל השנה היו האצת קצב ההשקעות הישירות של ענף הנדל"ן והמשך ההשקעות הניכרות של המשקיעים המוסדיים בניירות ערך זרים בחו"ל.
- ◆ בהשקעות של תושבי חוץ בישראל בלטו השנה המשך ההשקעות הישירות בהיקף ניכר וגידול ההשקעות במניות בתיק למסחר בתל אביב, על רקע התנודות בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים. כנגד זאת נרשמו השנה מימושי השקעות של תושבי חוץ באג"ח ממשלתיות, על רקע האטה בהשקעות הנובעות מהרפורמה של עושי השוק והמשבר הפיננסי.
- ◆ בשנים האחרונות חלק הארי של השקעות תושבי חוץ במשק היה השקעות ישירות. חלקן של ההשקעות האחרות וההשקעות בתיק למסחר פחת. עם הגורמים לגידול חלקן של ההשקעות הישירות נמנים מיצוי גיוסי החוב בערבות ממשלת ארה"ב, פקיעת בועת הטכנולוגיה העילית בשנים 2000 עד 2001 ומגמה עולמית של השקעה באמצעות מיזוגים ורכישות (M&A).

1. החשבון השוטף

א. החשבון השוטף, שער החליפין הריאלי ותנאי הסחר

החשבון השוטף הסתכם בשנת 2007 בעודף של 5 מיליארדי דולרים, שהם כ-3 אחוזי תוצר, לעומת עודף חריג של 6 אחוזי תוצר בשנת 2006. הצטמצמות העודף בחשבון השוטף מבטאת הרעה בחשבון הסחורות והשירותים, שהסתכם השנה בגירעון של 1.5 אחוזי תוצר לעומת עודף של 0.8 אחוזי תוצר. הצטמצמות העודף החריג בחשבון השוטף היא תופעה טבעית, המבטאת את התגברות הכוחות הכלכליים הפועלים לאיזון בחשבון השוטף על הכוחות שפעלו להתרחבותו בשלוש השנים הקודמות¹ (לוח ז'1-1 ואיור ז'1-1).

החשבון השוטף הסתכם בשנת 2007 בעודף של 5 מיליארדי דולרים, שהם כ-3 אחוזי תוצר, לעומת עודף חריג של 6 אחוזי תוצר בשנת 2006.



¹ דיון בעודף החריג בחשבון השוטף אשתקד והשוואה בין-לאומית ראו בפרק ז' של דוח בנק ישראל לשנת 2006.

לוח ז'-1
מאזן התשלומים, 1996 עד 2007
 (מיליארדי דולרים)

2007	2006	2005	2004	2003-2000	1996-1999	
5.0	8.5	4.3	3.0	-0.5	-2.7	(1) החשבון השוטף
-5.5	-3.2	-3.8	-2.8	-3.7	-5.2	חשבון הסחורות
50.2	43.7	40.1	36.7	29.2	23.3	יצוא הסחורות
55.8	-47.0	-43.9	-39.5	-32.9	-28.5	יבוא הסחורות
3.2	4.3	3.7	3.2	1.8	0.3	חשבון השירותים
21.2	19.3	17.5	16.0	13.2	9.7	יצוא השירותים
18.0	-15.0	-13.7	-12.8	-11.5	-9.4	יבוא השירותים
0.1	0.0	-1.7	-3.7	-5.1	-4.0	חשבון ההכנסות
2.3	1.9	0.2	-1.8	-2.4	-1.6	ההכנסות נטו מהשקעות ¹
9.6	7.9	5.2	2.7	2.7	2.1	הכנסות תושבי ישראל ²
7.4	-6.0	-5.0	-4.5	-5.1	-3.7	הכנסות תושבי חוץ ³
-2.2	-1.9	-1.8	-1.9	-2.7	-2.4	התמורה נטו לעבודת שכירים
2.2	-1.9	-1.9	-2.0	-2.4	-1.8	מזה: תשלום לעובדים זרים
0.6	-0.4	-0.3	-0.3	-0.5	-0.8	תשלום לעובדים פלסטינים
7.3	7.5	6.0	6.3	6.6	6.1	ההעברות השוטפות
1.0	0.9	0.7	0.7	0.5	0.7	(2) חשבון ההון נטו
-5.0	-8.6	-8.7	-3.7	-0.6	1.8	(3) החשבון הפיננסי ⁴
3.2	-0.3	1.9	-2.5	1.9	1.1	ההשקעות הישירות נטו
-7.1	-15.0	-2.9	-4.5	-1.8	-0.9	השקעות תושבי ישראל בחו"ל
10.3	14.7	4.9	2.0	3.7	2.0	השקעות תושבי חוץ בישראל
-6.4	-1.0	-4.0	4.9	-0.7	3.1	השקעות בתיק ניירות הערך
-6.6	-9.8	-8.2	-2.4	-2.7	-0.1	השקעות תושבי ישראל בחו"ל
0.3	8.8	4.2	7.3	2.0	3.2	השקעות תושבי חוץ בישראל
-3.5	-6.9	-4.7	-5.7	-1.5	1.5	ההשקעות האחרות נטו
-0.6	-0.4	1.0	0.0	-0.1	0.0	הממשלה
2.1	-5.9	-4.9	-4.8	0.0	1.2	הבנקים
-5.0	-0.5	-0.9	-1.0	-1.3	0.2	מגזרים אחרים
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	ההשקעות במכשירים פיננסיים נגזרים
1.7	-0.4	-2.0	-0.3	-0.3	-3.9	השינוי ביתרות המט"ח ⁵
-1.0	-0.1	3.7	0.7	1.1	-0.2	(4) הפרשים סטטיסטיים

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

(2) הכנסות תושבי ישראל מהשקעות בחו"ל.

(3) הכנסות תושבי חוץ מהשקעות בישראל.

(4) סימן שלילי מבטא יצוא הון.

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

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

הצטמצמות העודף
בחשבון השוטף היא
תוצאת ירידה של נקודת
אחוז בשיעור החיסכון
הלאומי מכלל הכנסות
המשק ועלייה של 1.4
נקודות אחוז בשיעור
ההשקעה.

הצטמצמות העודף בחשבון השוטף היא תוצאת ירידה של נקודת אחוז בשיעור החיסכון הלאומי מכלל הכנסות המשק ועלייה של 1.4 נקודות אחוז בשיעור החיסכון הלאומי, נתמכה השנה על ידי עלייה גבוהה ברכוש, ירידה חדה במחיר היחסי של מוצרי הצריכה המיובאים ועלייה לא צפויה של שיעור החיסכון הציבורי בשנתיים האחרונות, שהשפיעה בפיגור על החיסכון הפרטי (גירעון תקציבי נמוך מהמתוכנן). עם זאת, רמת החיסכון הפרטי גבוהה יחסית לעבר, וסיבה מרכזית לכך היא דלדול רשת הביטחון הסוציאלי, המחייב שיעור חיסכון גבוה ממניע הזהירות. עלייתו של שיעור ההשקעה השנה מבטאת לחץ להגדלת מלאי ההון לאחר מיצוי הניצולת של ההון הקיים. לעידוד גידולה של ההשקעה תרמה גם ירידת המחיר היחסי של יבוא מוצרי ההשקעה². שיעור ההשקעה במשק דומה לשיעורה במדינות מפותחות אחרות ומתיישב עם קצב גידול גבוה של מלאי ההון. המשך הגידול המואץ של מספר המועסקים במשק עשוי אף להגדיל את ההשקעה, כדי לשמור על יחס ההון לעובד.

ירידת המחיר היחסי
של היבוא, שמשמעותה
ייסוף שער החליפין
הריאלי, תרמה השנה
להצטמצמות העודף
בחשבון השוטף על ידי
תמיכה בהקטנת החיסכון
ובהגדלת ההשקעה.

ירידת המחיר היחסי של היבוא, שמשמעותה ייסוף שער החליפין הריאלי, תרמה השנה, כאמור, להצטמצמות העודף בחשבון השוטף על ידי תמיכה בהקטנת החיסכון ובהגדלת ההשקעה. למעשה, שער החליפין הריאלי הוא משתנה המאזן בין הביקוש למטבע חוץ לבין היצע מטבע החוץ, והתפתחותו מבטאת את הכוחות הכלכליים הפועלים במשק. בשנים הקודמות הוביל את הביקוש למטבע חוץ הביקוש להשקעות בחו"ל, ואילו את ההיצע סיפק העודף בחשבון השוטף. בתחילת 2006, כשנה לאחר הרפורמה במס על השקעות בחו"ל והרחבת השקעותיהם בחו"ל של המשקיעים המוסדיים (שיחד יצרו ביקוש חריג למטבע חוץ), הגיע שער החליפין הריאלי, הנמדד כיחס שבין מחירי היבוא למחירי התוצר, לרמתו המפוחתת ביותר מזה שנים רבות. העודף בחשבון השוטף, שהגיע לשיאו אשתקד, וירידה מסוימת של הביקוש להשקעות נטו בחו"ל בשנה וחצי האחרונות אפשרו את תהליך הייסוף הריאלי, ופעלו לירידה בחיסכון ולהגדלת ההשקעות.

שער החליפין הריאלי הנמדד על פי היחס שבין מחירי היצוא למחירי התוצר יוסף השנה בשיעור חד של 3.8 אחוזים, מעבר למגמה ארוכת הטווח של ייסוף ריאלי על פני זמן במשק³; שער החליפין הריאלי הנמדד כיחס שבין מחירי היבוא למחירי התוצר יוסף בשיעור מתון יותר, 1.7 אחוזים. הפער בין שני המדדים נובע מעליית מחיריהם של חומרי הגלם בעולם, אשר קיזזה חלק מהייסוף הריאלי הנמדד כיחס שבין מחירי היבוא למחירי התוצר. שער החליפין הריאלי הנמדד על פי גישת ה-PPP⁵ יוסף ב-1.6 אחוזים בלבד, כך שהוא עדיין מפוחת בקרוב ל-20 אחוזים ביחס לרמתו הממוצעת בשנים 1990-2001. ניתן לציין שתי סיבות לפער בין הייסוף החד בשער החליפין הריאלי הנמדד על פי היחס שבין מחירי היצוא למחירי התוצר לזה הנמדד על פי גישת ה-PPP: האחת מבטאת השפעה ארוכת טווח, שלפיה המחיר היחסי של המוצרים הסחירים (שאותו מבטאים מחירי היצוא)

² על פי הגדרה, הפער בין החיסכון להשקעה במשק הוא העודף בחשבון השוטף.

³ דיון מקיף בפער בין רמת החיסכון לרמת ההשקעה ראו בדוח בנק ישראל לשנת 2006, עמ' 250.

⁴ בין השנים 1986/7 ו-2005/6 יוסף שער החליפין הריאלי הנמדד כיחס שבין מחירי היצוא למחירי התוצר בקרוב ל-2 אחוזים לשנה; שער החליפין הריאלי הנמדד כיחס שבין מחירי היבוא למחירי התוצר יוסף באותה התקופה ב-1.5 אחוזים לשנה.

⁵ שער חליפין זה נמדד כיחס שבין מדד המחירים לצרכן בישראל לבין ממוצע משוקלל של מדדי המחירים לצרכן של שותפות הסחר של ישראל לאחר המרתם לשקלים. מדד זה מביא בחשבון את הפרשי האינפלציות ואת התפתחות שיערי החליפין בין ישראל לשותפות הסחר שלה.

מנקודת המבט של היבוא והיצוא, הגידול המהיר של היבוא השנה הוא שהביא לירידת העודף בחשבון השוטף.

יורד על פני זמן ביחס למחיר המוצרים הבלתי סחירים (ולכן גם ביחס למחירי התוצר), תופעה שאינה מקבלת ביטוי בגישת שער החליפין הנמדד על פי גישת ה-PPP. הסיבה השנייה מבטאת השפעה של הטווח הבינוני, הנובעת מהיחלשותו של הדולר ביחס למטבעות בעולם ומשיעורו הגדול של היצוא הנקוב בדולרים (75 אחוזים). בהנחת קשיחות מסוימת של מחירי היצוא הנקובים בדולרים, היחלשותו של הדולר גוררת ירידה של מחירי היצוא יחסית למחירי התוצר (לוח ז'-2).

מנקודת המבט של היבוא והיצוא, הגידול המהיר של היבוא השנה הוא שהביא לירידת העודף בחשבון השוטף: יבוא הסחורות והשירותים עלה השנה ביותר מ-12 אחוזים, העלייה

לוח ז'-2					
תנאי הרקע של מאזן התשלומים - הסחר הבין-לאומי, שער החליפין הריאלי ותנאי הסחר, 2000 עד 2007					
2007	2006	2005	2004	2003-2000	
(שיעור השינוי, אחוזים)					
הסחר העולמי ¹					
6.6	9.2	7.5	10.8	5.3	ההתרחבות הכמותית - סחורות ושירותים
6.3	6.3	7.4	10.9	5.5	ההתרחבות הכמותית - סחורות
7.9	3.8	3.7	9.5	1.6	מחירי המוצרים התעשייתיים (דולרים שוטפים)
(שיעור השינוי הנומינלי, בדולרים שוטפים)					
היבוא של ארה"ב והאיחוד האירופי ²					
5.0	8.0	7.7	13.0	5.5	תעשיות הטכנולוגיה המסורתית
19.2	25.7	11.1	25.1	6.6	תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-מסורתית
7.9	11.7	9.3	15.3	4.8	תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-עילית
9.0	7.2	9.0	17.5	4.1	תעשיות הטכנולוגיה העילית
(מדדים)					
המחירים היחסיים ³					
103.1	107.1	106.9	105.2	102.8	מחירי היצוא/מחירי התוצר
117.0	119.0	117.1	112.9	103.6	מחירי היבוא/מחירי התוצר
126.0	128.1	128.1	125.4	107.6	שער החליפין הריאלי על פי מדד המחירים לצרכן ⁴
85.0	87.5	89.2	92.3	99.0	תנאי הסחר בחשבון הסחורות ⁵
113.9	109.4	106.6	104.1	98.8	מחירי יצוא הסחורות ^{7,6}
135.3	126.2	120.4	113.0	100.0	מחירי יבוא הסחורות ^{7,6}
234.5	206.4	175.5	127.0	94.4	מחירי יבוא הדלק ⁶
⁽¹⁾ המקור: IMF, World Economic Outlook, אוקטובר 2006.					
⁽²⁾ המקור: United States International Trade Commission ו-Eurostat.					
⁽³⁾ המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ונתוני ה-IFS.					
⁽⁴⁾ יחס המחירים - על פי נתוני החשבונאות הלאומית.					
⁽⁵⁾ היחס בין מחירי חו"ל, המוכפלים בשער החליפין הנומינלי, לבין המחירים המקומיים.					
⁽⁶⁾ מחירי יצוא הסחורות מחולקים במחירי יבוא הסחורות, ללא יחלומים, אניות ומטוסים.					
⁽⁷⁾ מדד המחירים על פי המחירים בדולרים שוטפים. 2000=100.					
⁽⁸⁾ ללא אניות, מטוסים ויחלומים.					

הגבוהה ביותר מאז שנת 2000, בעוד שיצוא הסחורות והשירותים עלה ב-8 אחוזים בלבד. העלייה הגבוהה ביבוא מבטאת, כאמור, השפעות מקרו שפעלו לגידול הצריכה הפרטית וההשקעה, וכן ירידה במחירים היחסיים של היבוא, שעודדה רכישת מוצרים ושירותים מיובאים.

רגישותו של יצוא הסחורות והשירותים לשער החליפין הריאלי קטנה מזו של היבוא. כתוצאה מתהליך התמחות של היצוא בעשור האחרון, הסטת מוצרים המיועדים למכירה בחו"ל אל השוק המקומי (ולחפך) כמעט אינה אפשרית. לחלק ניכר מהמוצרים המיועדים ליצוא אין ביקוש בשוק המקומי, או שהביקוש להם נמוך במיוחד; לכן בעת ייסוף ריאלי היצואנים נאלצים לספוג ירידה ברווחים, ולרוב אין ביכולתם להסיט את המכירות אל השוק המקומי⁶. בטווח הארוך יותר שער החליפין הריאלי והיצוא מאזנים זה את זה: צמיחה מהירה של היצוא לוחצת לייסוף ריאלי, וייסוף ריאלי לוחץ להאטה ביצוא.

התבוננות בחשבון השוטף בפרספקטיבה של כעשר שנים מלמדת שהמעבר מגירעון ממוצע של כשלושה אחוזי תוצר בשנים 1995-1999 לעודף של כשלושה אחוזי תוצר השנה מבטא שיפור בחשבון הסחורות והשירותים ובחשבון ההכנסות וירידה בהעברות השוטפות: הגירעון הממוצע בחשבון הסחורות והשירותים עמד בשנים 1995-1999 על 5.3 אחוזי תוצר, ואילו בשנת 2007 הוא היה נמוך משני אחוזי תוצר. בחשבון ההכנסות התרחש שינוי בהיקף דומה, של יותר משלושה אחוזי תוצר. ההעברות השוטפות הולכות ויורדות מאז תוכנית הייצוב של 1985, אף כי בשנים האחרונות מגמת הירידה היא איטית (לוח ז'-3).

לוח ז'-3

החשבון השוטף בפרספקטיבה של 30 השנים האחרונות, 1975 עד 2007

(ממוצעים שנתיים, אחוזי תוצר)

החשבון השוטף	חשבון הסחורות והשירותים	חשבון הסחורות	חשבון השירותים	חשבון ההכנסות	ההעברות השוטפות
1979-1975	-6.0	-16.2	-17.9	1.7	-4.0
1984-1980	-6.5	-11.4	-12.5	1.1	-5.3
1989-1985	0.6	-5.8	-7.0	1.2	-6.0
1994-1990	-2.1	-7.3	-6.7	-0.6	-3.0
1999-1995	-3.1	-5.3	-5.5	0.1	-3.6
2004-2000	0.2	-1.3	-3.0	1.7	-4.1
2005	3.3	0.0	-2.9	2.8	-1.3
2006	6.0	0.8	-2.3	3.0	0.0
2007	3.1	-1.5	-3.4	2.0	0.0

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

⁶ י' לביא וע' פרידמן (2006) "שער החליפין הריאלי וסחר החוץ של ישראל", סקר בנק ישראל 79, עמ' 74, מוצאים ששער החליפין הריאלי המוגדר כיחס שבין מחיר היצוא למחיר התוצר אינו משפיע על התפתחות היצוא בטווח הקצר בתקופה שלאחר תוכנית הייצוב. השערתם המרכזית היא כי תהליך ההתמחות שעבר היצוא, המתואר בפרק זה בהרחבה, הוא שמוכיל לתוצאה זו. י' סופר (2005) "מדידת שער החליפין הריאלי בישראל והשפעותיו על היצוא והיבוא", סוגיות במטבע חוץ, בנק ישראל, עמ' 30-31, מוצא שיצוא תעשיות הטכנולוגיה העילית והמעורבת-עילית הוא שמקטין את הקשר בין שער החליפין הריאלי ליצוא הסחורות.

תנאי הסחר בחשבון
הסחורות הורעו השנה
ב-2.8 אחוזים, ובסך
הכול בחמש השנים
האחרונות – בקרוב ל-12
אחוזים. העלות הישירה
של ההרעה בחמש השנים
האחרונות מסתכמת
ביותר מ-5 מיליארדי
דולרים לשנה.

תנאי הסחר בחשבון הסחורות (ללא יהלומים) הורעו השנה בכ-2.8 אחוזים, ובסך הכול בחמש השנים האחרונות – בקרוב ל-12 אחוזים. ההרעה בתנאי הסחר השנה תרמה באופן ישיר לצמצום של יותר ממיליארד דולרים בחשבון השוטף, אף כי ייתכן שהשפעות עקיפות של גידול היצוא והלחץ לצמצום היבוא, עקב השינויים ביחסי המחירים, קיזזו חלק מההשפעה הישירה. מקור ההרעה בתנאי הסחר בשנת 2007 הוא בעליית מחירי האנרגיה וחומרי גלם נוספים. כך למשל עלו מחיריהם של מוצרי מזון גולמיים בכמעט 30 אחוזים, של מוצרי ברזל בכ-15 אחוזים ושל עץ ומוצריו ב-11 אחוזים (במונחי דולרים). העלות הישירה של הרעת תנאי הסחר בחמש השנים האחרונות מסתכמת ביותר מ-5 מיליארדי דולרים לשנה, והמשמעות היא פגיעה של 4 אחוזים בהכנסה הפרטית הפנויה. סביר כי ללא ההרעה בתנאי הסחר היה העודף בחשבון השוטף השנה גבוה יותר, ושער החליפין הריאלי היה מיוסף יותר.

ב. היצוא

יצוא הסחורות
והשירותים צמח השנה
כמותית בשיעור של 8
אחוזים. בניגוד לשנים
קודמות, הובלה צמיחת
היצוא על ידי עלייה
מהירה ביצוא מוצריהן
של תעשיות הטכנולוגיה
המעורבת-עילית.

יצוא הסחורות והשירותים צמח השנה כמותית בשיעור של 8 אחוזים – גבוה משיעור צמיחתו של התוצר העסקי. בניגוד לשנים קודמות, הובלה צמיחת היצוא על ידי עלייה של כ-20 אחוזים ביצוא מוצריהן של תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-עילית, ואילו יצוא תעשיות הטכנולוגיה העילית עלה בכ-10 אחוזים בלבד, מעט גבוה משיעור הגידול של סך יצוא הסחורות והשירותים. יצוא השירותים מוטי הטכנולוגיה העילית עלה בקצב מתון יחסית לשנים קודמות (לוח ז'-4).

היצוא מושפע מאוד מהביקושים העולמיים, ובפרט מהביקושים של ארה"ב. הגלובליזציה ופתיחת המשק ליבוא מתחרה הביאו לתהליך של התמחות בייצור – השגת מיומנות ורכישת ידע בייצור מוצרים שבהם יש לישראל יתרון יחסי וירידה בייצור של ענפים שעליהם השתלט היבוא המתחרה. כתוצאה מתהליך ההתמחות הייצור והיצוא תלויים, יותר מאשר בעבר, בביקושים מחו"ל.

היצוא מושפע מאוד
מהביקושים העולמיים,
ובפרט מהביקושים של
ארה"ב. ענפים רבים
מייצרים את תוצרתם
ליצוא, ובהם משקל
היצוא בסך הפדיון מגיע
ליותר מ-80 אחוזים.

בשנת 2006 הגיע משקל היצוא התעשייתי בפדיון התעשייה ל-43 אחוזים, לעומת 30 אחוזים בשנת 1995. המשמעות היא כי רק מעט יותר ממחצית הייצור התעשייתי מיועדת לשוק המקומי, ושאר הייצור מיועד ליצוא. תמונת ההתמחות בתעשייה חדה וברורה יותר כשמסתכלים על משקל היצוא בפדיון של ענפים ספציפיים בתעשייה: ענפים רבים מייצרים את תוצרתם ליצוא, ובהם משקל היצוא בסך הפדיון מגיע ליותר מ-80 אחוזים; לעומתם ענפים רבים אחרים מייצרים את תוצרתם לשוק המקומי ואינם מתחרים בשוקי חו"ל. כדי לבדוק את מידת ההתמחות של היצוא התעשייתי חילקנו את ענפי התעשייה לשלוש קבוצות, בהתאם למשקל הפדיון במכירות לחו"ל בסך הפדיון של כל אחד מהענפים. הקבוצה הראשונה מכילה ענפים שעיקר הייצור שלהם מכוון ליצוא. הכלל שלפיו סיווגנו ענפים לקבוצה זו הוא שהפדיון ממכירות לחו"ל עולה על שני שלישים מסך הפדיון של אותו ענף. בקבוצה זו נכללים ענפים כ"רכיבים אלקטרוניים" (ענף 32), "ציוד תקשורת אלקטרוני" (ענף 33) ו"ציוד תעשייתי לבקרה ולפיקוח" (ענף 340). בקבוצה השנייה כלולים ענפים שעיקר הייצור שלהם מכוון לשוק המקומי, על פי הקריטריון שפדיון המכירות לחו"ל נמוך משליש מפדיון הענף. בקבוצה זו נכללים ענפים כגון תעשיית המזון⁷, המשקאות, הנייר והעץ ומוצריו (ענפים 14-16, 20 ו-21). לקבוצה השלישית סווגו שאר ענפי התעשייה⁸.

⁷ למעט "עיבוד פירות, ירקות ודגים" (ענפים 141 ו-142).

⁸ שיוכם של הענפים לקבוצות הוא על פי סיווג התעשייה ברמת פירוט של שלוש ספרות.

לוח ז'-4
יצוא הסחורות והשירותים, 2000 עד 2007

שיעור השינוי הכמותי ⁴ (אחוזים)					2007		
-2000					ההתפלגות מיליארדי		
2007	2006	2005	2004	2003	דולרים	(אחוזים)	
8.0	5.7	3.6	17.7	3.3	71.4	100	הסחורות והשירותים
8.5	9.1	5.5	19.3	3.0	61.0	85	הסחורות והשירותים ללא יהלומים
12.1	11.8	5.0	17.6	5.1	34.3	48	היצוא התעשייתי (ללא יהלומים) ¹
10.3	20.0	10.0	23.1	6.3	15.8	22	תעשיות הטכנולוגיה העילית
19.2	0.9	-2.0	11.4	4.9	9.8	14	תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-עילית
10.5	7.7	2.4	17.2	4.5	6.4	9	תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-מסורתית
-1.0	-0.6	0.8	8.9	0.2	2.2	3	תעשיות הטכנולוגיה המסורתית
3.8	-13.9	-6.0	10.4	4.9	10.5	15	יצוא היהלומים
7.3	6.8	6.6	22.8	3.1	21.2	30	יצוא השירותים
16.5	-8.1	29.4	33.8	-27.9	2.4	3	מזה: שירותי תיירות ²
4.4	12.8	2.9	24.4	14.0	13.5	19	שירותים "אחרים" ³

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

(2) בניכוי ההוצאות של עובדים זרים בישראל.

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

(4) נתונים אלו שונים במקצת מנתוני החשבונאות הלאומית.

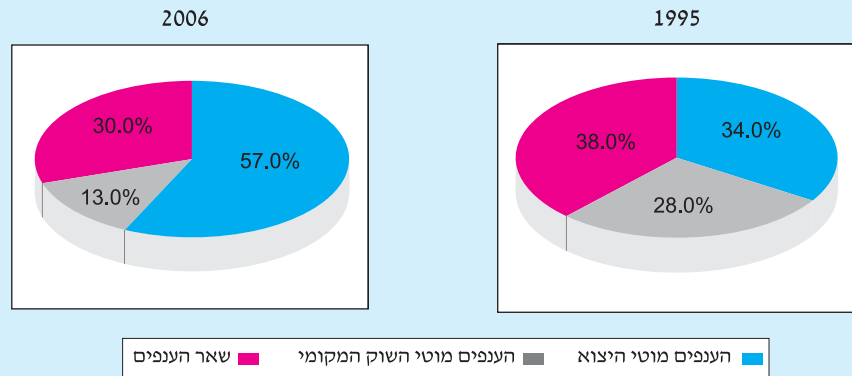
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

איור ז'-2 מציג את התפלגות היצוא התעשייתי לשלוש הקבוצות שתוארו לעיל בשנים 1995 ו-2006. בשנת 1995 התחלק היצוא התעשייתי כמעט שווה בין הענפים מוטי היצוא, הענפים מוטי השוק המקומי ושאר הענפים. המשמעות היא כי באותה התקופה הענפים מוטי השוק המקומי והענפים מוטי היצוא תרמו תרומות דומות להתפתחות היצוא. מאז ועד שנת 2006 הלך ועלה משקלם-ביצוא של הענפים שעיקר הייצור שלהם מכוון ליצוא, וירד משקלם של הענפים שעיקר הייצור שלהם מיועד לשוק המקומי. זהו אפוא תהליך ההתמחות ביצוא: ענפים שעיקר מוצריהם מיועדים ליצוא מייצרים את עיקר היצוא התעשייתי, ואילו ענפים מוטי שוק מקומי מייצרים חלק קטן בלבד מהיצוא.⁹ לענפים שיותר משני שלישים ממכירותיהם הן לחו"ל קשה, בעת מיתון בביקושים מחו"ל, להסיט את המכירות לשוק המקומי, ולכן הם מושפעים מאוד מהביקושים בחו"ל. כך, למשל, יותר מ-85 אחוזים מפדיון ענף התרופות בשנת 2006 היה ממכירות לחו"ל, וברור שבשוק המקומי אין ביקוש כה גדול לתרופות המיועדות ליצוא. דוגמה נוספת היא הענף "ציוד טלקומוניקציה", שיותר מ-80 אחוזים מפדיונו הוא מיצוא. שני ענפים אלו הם ענפים גדולים, שתרומתם ליצוא חשובה, ויחד הם יצרו בשנת 2006 23 אחוזים מהיצוא התעשייתי (ללא יהלומים). מכאן שתהליך ההתמחות ביצוא חיזק את הקשר בין הביקושים העולמיים, צמיחת היצוא והתוצר העסקי. (ראו תיבה ז'-1).

⁹ חלוקת הענפים לשלוש הקבוצות נערכה בנפרד לשנת 1995 ולשנת 2006.

איור ז'-2

תהליך ההתמקצעות ביצוא: המשקל של הענפים מוטי היצוא, מוטי השוק המקומי ושאר הענפים¹ בסך יצוא הסחורות, 1995 עד 2006



ענפים מוטי יצוא - ענפים שיותר משני שלישים מפדיונם הם ממכירות לחו"ל.
ענפים מוטי שוק מקומי - ענפים שיותר משני שלישים מפדיונם הם ממכירות לשוק המקומי.
שאר הענפים - ענפים שפדיונם ממכירות לחו"ל הוא בין שליש לשני שלישים מסך פדיונם.
חלוקת הענפים לשלוש קבוצות נעשתה בנפרד לשנת 1995 ולשנת 2006.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

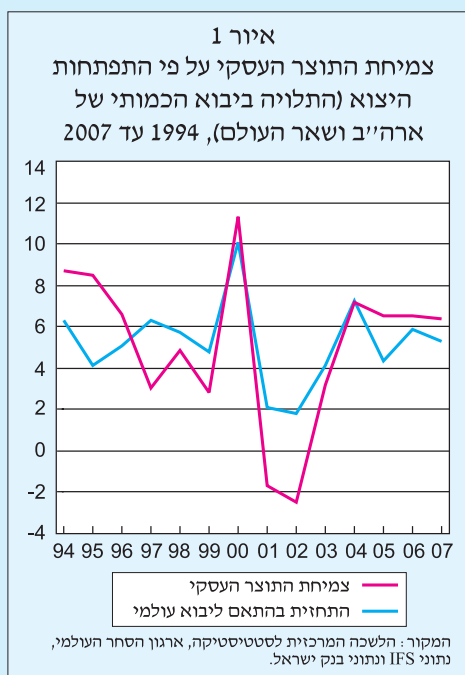
תיבה ז'-1: השפעות הביקושים מחוץ לארץ על היצוא והתוצר העסקי

הערך המוסף של היצוא הוא חלק מהתוצר, ולכן מעניין לבחון את השפעת היצוא על התוצר. אולם כיוון שהיצוא והתוצר מתפתחים יחד, ויש ביניהם קשרי גומלין, קשה לקבוע בפשטות, על פי המיתאם ביניהם, באיזו מידה צמיחת התוצר מושפעת מצמיחת היצוא. כך למשל, כאשר היצוא מצליח לחדור לשווקים חדשים בחו"ל, הוא תורם לצמיחת התוצר ולהובלתה; לעומת זאת כאשר שיפורים טכנולוגיים תורמים לגידול התוצר ולגידול היצוא, סיבתיות זו אינה קיימת. בשני המקרים יצביעו הנתונים על מיתאם בין היצוא לתוצר, אך, כאמור, רק באחד מהם צמיחת היצוא תורמת לצמיחת התוצר.

הגלובליזציה ותהליך ההתמחות ביצוא יצרו הפרדה חלקית בין המוצרים המיועדים ליצוא למוצרים המיועדים לשוק המקומי. לחלק ניכר מהמוצרים המיועדים ליצוא אין כל ביקוש בשוק המקומי, ובדרך כלל יהיה קשה למכור בחו"ל מוצרים המיועדים לשוק המקומי. (תהליך ההתמחות ביצוא בעשור האחרון נדון בגוף הפרק.) התוצאה היא השפעה חזקה של הביקושים מחו"ל על התוצר של ישראל דרך השפעתם על היצוא.

עוצמת הקשר בין היצוא של ישראל לביקושים העולמיים נאמדה באמצעות רגרסיה ליניארית, הבוחנת את השינוי הכמותי השנתי ביצוא הסחורות של

ישראל (ללא יהלומים) כפונקציה של השינוי הכמותי ביבוא הסחורות בעולם. נמצא כי היקף היבוא הכמותי בעולם¹ מסביר כ-50 אחוזים מהשונויות השנתיות בצמיחת יצוא הסחורות של ישראל ב-25 השנים האחרונות. לא נמצא משתנה מסביר נוסף שהשפיע על יצוא הסחורות של ישראל, ודאי לא בעוצמה כזאת. מבדיקת עוצמת ההשפעה של הביקושים מחו"ל על היצוא הישראלי עולה כי צמיחה של אחוז ביבוא הכמותי של ארה"ב ושאר העולם הגדילה (בממוצע, בתקופת המדגם) את יצוא הסחורות (ללא יהלומים) של ישראל בשיעור של 1.4 אחוזים². עוד עולה מהגרסיה החשיבות היחסית של הביקושים בארה"ב ליצוא של ישראל.



הקשר ההדוק בין היבוא הכמותי העולמי ליצוא של ישראל והאקסוגניות של היבוא העולמי מבחינת המשק הישראלי מאפשרים לנו לזהות את השפעת הביקושים מחו"ל על התוצר העסקי דרך השפעתם על היצוא³. מניתוח התוצאות עולה כי עלייה של אחוז ביבוא הכמותי של ארה"ב ושאר העולם תרמה לצמיחת התוצר העסקי של ישראל בעשור האחרון בין רבע נקודת אחוז לחצי נקודת אחוז (ואולי מעט יותר)⁴.

¹ היבוא הכמותי בעולם הופיע בגרסיה באמצעות שני משתנים מסבירים: היבוא הכמותי של ארה"ב והיבוא הכמותי של שאר העולם.

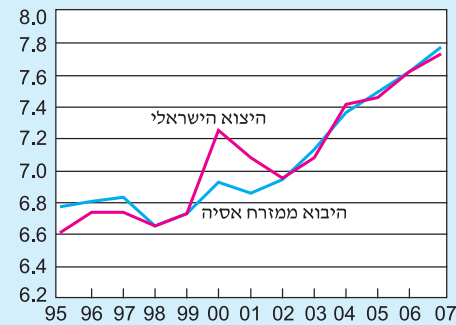
² הגמישות הגבוהה מ-1 בין היבוא הכמותי בעולם ליצוא של ישראל מוסברת במשקל הגבוה של יצוא ענפי הטכנולוגיה העילית ביצוא התעשייתי הישראלי, 45 אחוזים, לעומת 21 אחוזים בלבד ביבוא העולמי, ובעובדה שהסחר בענפי הטכנולוגיה עילית הוא אחד הגורמים המובילים בצמיחת הסחר העולמי.

³ הויהיו נעשה באמצעות רגרסיה בשני שלבים (two stage least squares). בשלב הראשון נאמדה צמיחת היצוא כפונקציה של היבוא הכמותי העולמי, ובשלב השני נאמדה צמיחת התוצר העסקי כפונקציה של צמיחת היצוא (כפי שהיא נאמדה בשלב הראשון). הרגרסיות הורצו בתדירות שנתית על פני תת-מדגמים שונים בשלושים השנים האחרונות. כוח ההסבר של רגרסיית השלב השני נובע מהתפתחותם של הביקושים העולמיים, היצוא והתוצר העסקי בעשור האחרון. תופעה זו מוסברת כאמור בתהליך ההתמחות ביצוא, שהוא היוצר את הקשר ההדוק בין הביקושים העולמיים, היצוא והתוצר העסקי.

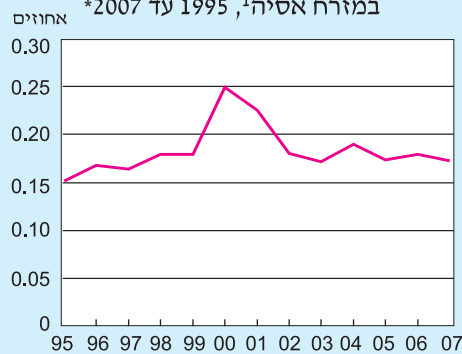
⁴ השפעת הביקושים העולמיים על התוצר העסקי דרך השפעתם על יצוא הסחורות נראית גבוהה, שכן הערך המוסף של יצוא הסחורות שיעורו כ-10 אחוזים מהתוצר העסקי. אולם יש לזכור כי חלק מההשפעה הנאמדת מבטא קשר בין הביקושים העולמיים ליצוא השירותים ואת תרומתם של אלה לתוצר העסקי. גמישות שבין 0.25 ל-0.5 של התוצר העסקי ביחס לביקושים העולמיים תואמת את הגמישות במודל המקרו-כלכלי של מחלקת המחקר, שלפיו נבנות תחזיות להתפתחות התוצר והתוצר העסקי.

איור ז'-4

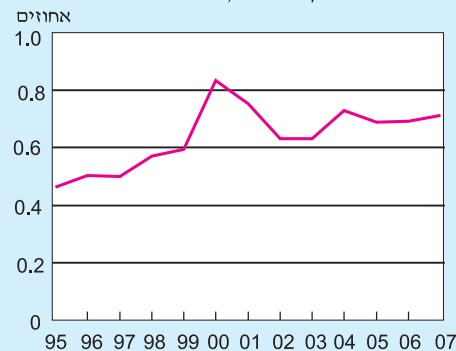
א. יבוא הסחורות של השווקים המתעוררים במזרח אסיה¹ (ללא דלק) והיצוא של ישראל² לשווקים אלו (מדד לוגריתמי³), 1995 עד 2007*



ב. נתח השוק של ישראל² ביבוא הסחורות (ללא דלק) של השווקים המתעוררים במזרח אסיה¹, 1995 עד 2007*



ג. יצוא הסחורות של ישראל² לשווקים המתעוררים במזרח אסיה¹ ביחס ליצוא של מדינות OECD⁴ לשווקים אלה, 1995 עד 2007*



* אומדן לשנת 2007.
(1) סין, הודו, אינדונזיה, טיוואן, קוריאה, סינגפור, פיליפינים, מלזיה ותאילנד.
(2) ללא יהלומים.
(3) המדד הלוגריתמי נבנה על סמך נתונים בדולרים שוטפים.
(4) ללא יפן וקוריאה, שהן חלק מהאזור הגיאוגרפי מזרח אסיה.
המקור: נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, ארגון הסחר העולמי, OECD ועיבודי בנק ישראל.

איור ז'-3 מציג את השינוי השנתי הכמותי ביצוא הסחורות (ללא יהלומים) מול תחזית לשינוי ביצוא, אשר נאמדה ברגרסיה ליניארית, שבה המשתנה המוסבר הוא השינוי הכמותי ביצוא, והמשתנים המסבירים הם השינוי הכמותי ביבוא של ארה"ב והשינוי הכמותי ביבוא של שאר העולם. התחזית ליצוא מבוססת למעשה על מדד ליבוא הכמותי העולמי, מדד המייחס משקל של כ-50 אחוזים ליבוא הכמותי של ארה"ב וכ-50 אחוזים ליבוא הכמותי של שאר העולם. מהאיור ניתן לראות עד כמה היבוא העולמי יכול להסביר את היצוא של ישראל בשנים האחרונות; הירידה הקטנה בצמיחת יצוא הסחורות (ללא יהלומים) בשנת 2007 תואמת את הירידה הכמותית ביבוא המשוקלל של ארה"ב ושארה העולם בשנה זו.

צמיחת יצוא הסחורות של ישראל לשוקי מזרח אסיה נמשכה גם השנה, אמנם בקצב איטי מעט יותר מזה של צמיחת סך היצוא. מאיור ז'-4^ב ניתן לראות כי בשש השנים האחרונות ישראל שומרת על נתח שוק יציב בשווקים אלו. בחינת היצוא של

איור ז'-3

צמיחת יצוא הסחורות (ללא יהלומים) ותחזית לצמיחת היצוא על פי התפתחות היבוא הכמותי של ארה"ב ושארה העולם, 1994 עד 2007



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, ארגון הסחר העולמי, נתוני IFS ונתוני בנק ישראל.

בשש השנים האחרונות ישראל שומרת על נתח שוק יציב בשוקי מזרח אסיה. התפתחות זו מחזקת את הערכתנו כי בטווחים הקצר והבינוני הקשר בין היצוא של ישראל לביקושים מחו"ל הוא הדוק.

ישראל לשווקים במזרח אסיה ביחס ליצוא של מדינות OECD לשווקים אלו (איור ז'-ג4) באה לנטרל השפעות אפשריות של גידול הסחר האזורי במזרח אסיה. נמצא שנתח השוק של ישראל לא השתנה בשלוש השנים האחרונות - התפתחות המחזקת את הערכתנו כי בטווחים הקצר והבינוני הקשר בין היצוא של ישראל לביקושים מחו"ל הוא הדוק.

יצוא השירותים צמח השנה בכ-7 אחוזים. יצוא השירותים מורכב למעשה משלושה רכיבים: "שירותים עסקיים אחרים" (65 אחוזים), הכוללים שירותי תוכנה, מחקר ופיתוח ושירותים נוספים. יצוא שירותי תחבורה (20 אחוזים) ויצוא שירותי תיירות (15 אחוזים). צמיחת היצוא הובלה השנה על ידי צמיחת היצוא של שירותי התיירות ויצוא שירותי התחבורה. הערך המוסף של יצוא שירותי התחבורה נמוך, ומכאן שתרומת צמיחתו של הענף לגידול התוצר היא נמוכה. לעומת זאת הערך המוסף של יצוא שירותי התיירות ויצוא "השירותים העסקיים האחרים" גבוה, וחשיבותם לצמיחת התוצר רבה יותר. השנה - בניגוד לשנה הקודמת - קצב צמיחתו של יצוא "השירותים העסקיים האחרים", שכ-50 אחוזים ממנו הם שירותי טכנולוגיה עילית, היה מתון מזה של יצוא הסחורות והשירותים, ולא היה גורם מוביל בצמיחת היצוא.

יצוא שירותי התיירות עלה השנה בקצב מהיר של 17 אחוזים, ותרומתו לצמיחת התוצר העסקי נאמדת בכ-0.2 נקודת אחוז. התאוששות ענף התיירות לאחר המלחמה נמשכה 6-8 חודשים, מעט מעבר לזמן שנדרש לענף כדי להתאושש לאחר מלחמת המפרץ הראשונה ומלחמת המפרץ השנייה. משקלו של ענף התיירות בסך יצוא הסחורות והשירותים (ללא יהלומים) דומה כיום למשקלו בשנת 2005, כ-4 אחוזים. זהו אמנם שיעור נמוך, אך חשיבותו של ענף התיירות לצמיחה, כאמור, רבה. הערך המוסף בענף גבוה, והוא נסמך על עובדים בעלי השכלה נמוכה, ששיעור האבטלה בקרבם עולה על 10 אחוזים.

יצוא השירותים צמח השנה בכ-7 אחוזים. יצוא שירותי התיירות עלה השנה בקצב מהיר של 17 אחוזים, ותרומתו לצמיחת התוצר העסקי נאמדת בכ-0.2 נקודת אחוז.

תיבה ז'-2: האטה בארצות הברית והשפעותיה על היצוא של ישראל

בשנת 2006, לאחר מספר שנים של עלייה מהירה ביבוא של ארה"ב, הסתכם הגירעון בחשבון השוטף שם ב-6.2 אחוזי תוצר - גירעון גדול, שמקובל כי אינו בר-קיימא. בשנת 2007 החל תהליך ההתאמה המתחייב: הדולר נחלש ביחס למרבית המטבעות בעולם, קצב צמיחתו של יבוא הסחורות לארה"ב הואט, מגמת הגידול של הגירעון בחשבון השוטף נבלמה, אך באותו שלב נותר הגירעון ברמה גבוהה - 5.7 אחוזי תוצר. ההאטה בארה"ב, שהחלה כמשבר משכנתאות, צפויה לגרור האטה בצריכה הפרטית וללחוך בעוצמה רבה להאטה ביבוא שלה כבר בשנת 2008. ארה"ב היא שוק חשוב ליצוא של ישראל. 30 אחוזים מיצוא הסחורות (ללא יהלומים) של ישראל בשנים 2000-2006 יוצא לארה"ב, ומשקלה של תרומת היצוא לארה"ב לגידול סך היצוא באותן השנים גבוה אף יותר. כך, בשנים 2000-2006 צמח סך יצוא הסחורות (ללא יהלומים) במונחי דולרים שוטפים בשיעור שנתי ממוצע של 8.6 אחוזים, וגידול היצוא השנתי לארה"ב תרם בממוצע 34 אחוזים מגידול זה. ההאטה ביבוא הסחורות של ארה"ב בשנת 2007 כבר הורגשה בנתוני היצוא של ישראל¹ (לוח 1). האטה משמעותית יותר, הצפויה ביבוא של ארה"ב, עלולה להוסיף

¹ כדי להימנע ממסקנות ברמת המקרו הנובעות מענף מסוים, בחנו גם את גידול היצוא לארה"ב ללא ענף התרופות (שהייתה בשנים 2005-2006 כרבע מהיצוא לארה"ב), והמסקנה דומה: היצוא לארה"ב ללא "מוצרי תעשיות כימיות והקשורות בהן" גדל השנה בכ-6 אחוזים בלבד.

לוח 1

**שיעורי הגידול של יצוא הסחורות הישראלי (ללא יהלומים)¹ על פי
ההתפלגות גיאוגרפית, 2007 עד 1997**

				-2001	-1997		
	2007	2006	2005	2004	2003	2000	המשקל ²
	(אחוזים)						
סך היצוא	16.4	14.7	8.3	22.1	-2.4	11.8	100
היצוא לארה"ב	4.2	26.6	9.8	16.4	-2.9	16	31
היצוא לאיחוד האירופי	19.4	12.1	11.1	20	-3.1	7.6	34
היצוא לשאר העולם	24.4	8.0	4.9	28.5	-1.3	13.2	35

(1) הגידול מחושב בדולרים שוטפים.

(2) בשנת 2006.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

ולפגוע בצמיחת היצוא ולהאט את צמיחת התוצר. בהנחה של גמישות יחידתית בין היצוא של ישראל לארה"ב ליבוא של ארה"ב ניתן לגזור את ההשפעה הישירה שיש ליבוא של ארה"ב על סך היצוא של ישראל: כיוון שמשקל יצוא הסחורות לארה"ב בסך היצוא הוא 30 אחוזים, כל אחוז ירידה ביבוא של ארה"ב פוגע ב-0.3 אחוז ביצוא של ישראל. זוהי ההשפעה הישירה בלבד, ועליה נוספת השפעה עקיפה: האטה ביבוא של ארה"ב ממדינות שלישיות אמורה להשפיע על היצוא של ישראל, שכן ישראל מייצאת בהיקף ניכר למדינות אלו, כפי שמוסבר להלן.

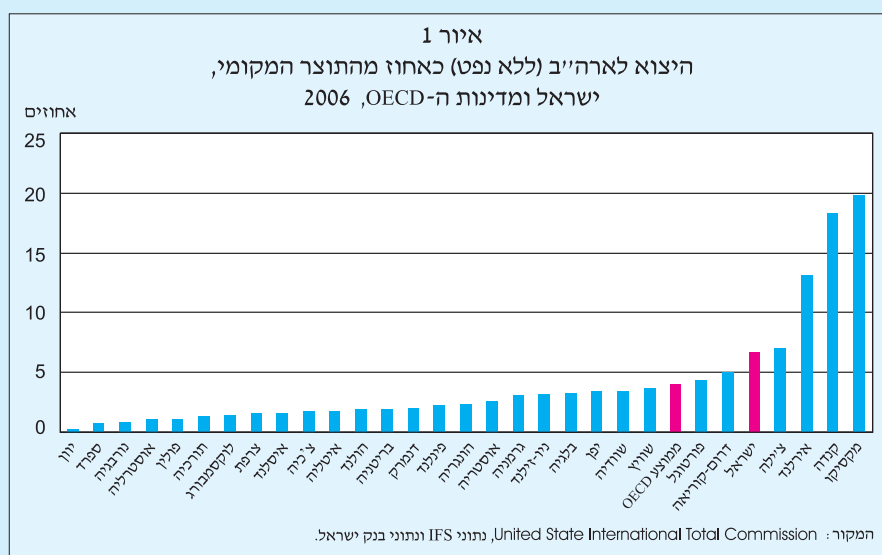
יצוא הסחורות של ישראל הוא עתיר טכנולוגיה עילית. יותר מ-60 אחוזים מיצוא הסחורות (ללא יהלומים) בעשור האחרון מתרכז ביצוא של מוצרי תעשיות הטכנולוגיה העילית והמעורבת-עילית, וענפים אלו תורמים קרוב ל-75 אחוזים מגידול היצוא בשני העשורים האחרונים. במקרים רבים מוצרים אלו אינם מוצרים מוגמרים, אלא מוצרים המשמשים מוצרי ביניים או גורמי ייצור למוצרים חדשניים; אלה מיוצאים מישראל למדינות שבהן מיוצר המוצר המוגמר, ובסוף התהליך נשלח מוצר זה לארה"ב, או לאחת המדינות המפותחות האחרות. האטת הביקושים בארה"ב תגרור ירידה של הייצור במדינות המייצרות את אותם מוצרים מתקדמים, ובעטיה - ביצוא של ישראל לאותן המדינות. זוהי ההשפעה העקיפה של השוק בארה"ב על היצוא הישראלי, וכפי שעולה מהנתונים, השפעה זו היא בעלת משקל רב.

שילוב ההשפעה הישירה וההשפעה העקיפה של האטה, ביבוא של ארה"ב על היצוא של ישראל נאמד באמצעות הרגרסיה שתוארה בתיבה ז'-1. מהרגרסיה עולה כי ירידה של אחוז בשיעור צמיחת היבוא של ארה"ב גוררת ירידה של 0.6 אחוז ביצוא הסחורות (ללא יהלומים) של ישראל לכלל העולם² וירידה שבין 0.15 ל-0.25 נקודת אחוז בצמיחת התוצר העסקי. שיעור זה גבוה פי שניים מההשפעה הישירה

² לא כל הירידה ביצוא עקב האטה ביבוא של ארה"ב תתגלגל לחשבון הסחורות נטו, משום שהאטה ביצוא לוחצת גם להאטה ביבוא.

שיש ליבוא של ארה"ב על סך היצוא של ישראל, ומעיד על חשיבותה של ההשפעה העקיפה -השפעת השוק בארה"ב על היצוא הישראלי דרך השפעתו על הביקושים של מדינות שלישיות למוצרים ישראליים³.

משקל היצוא לארה"ב בסך היצוא של ישראל כפול ממשקלה של ארה"ב ביבוא העולמי, נתון העשוי להעיד על החשיבות של שוק היצוא לארה"ב עבור ישראל, בהשוואה למדינות אחרות בעולם. התבוננות במשקל היצוא לארה"ב כאחוז מהתוצר בהשוואה בין-לאומית מעלה תמונה דומה: בשנת 2006 עמד יצוא הסחורות (ללא יהלומים) של ישראל לארה"ב על 6.7 אחוזים מהתוצר המקומי, לעומת 4 אחוזי תוצר בלבד בממוצע במדינות OECD. רמה זו של יצוא לארה"ב מעמידה את ישראל במקום החמישי מבין מדינות OECD, לאחר קנדה ומקסיקו, הגובלות בארה"ב ומייצאות אליה בהיקף של יותר מ-18 אחוזי תוצר כל אחת, ולאחר אירלנד וצ'ילה. חשיבותו של שוק היצוא לארה"ב למשק הישראלי בהשוואה לחשיבותו של שוק זה למרבית המדינות המפותחות מלמדת כי הפגיעה שישראל עלולה לספוג מהאטה צפויה בארה"ב עלולה להיות חמורה יותר מן הפגיעה בהן.



למרות כל האמור לעיל חשוב לציין כי בטווחים הבינוניים והארוך צמיחת היצוא ותמיכתו בצמיחת התוצר תלויות בעיקר ביכולת לשמור על היתרון היחסי של ישראל בענפים המתקדמים. היתרון היחסי הוא שמאפשר חדירה לשווקים חדשים וצמיחה. חלקו של היצוא הישראלי בסחר העולמי קטן, כך שפוטנציאל צמיחתו של היצוא הוא משמעותי. כך, למשל, בענפי האלקטרוניקה המשקל של ישראל בסחר העולמי

³ ייתכן שחלק מהקשר שנמצא בין הביקושים מחו"ל ליצוא של ישראל מבטא קשר של היצוא עם משתנים אקסוגניים למשק המתואמים עם הביקושים העולמיים. דוגמה לכך היא המשתנה "פריז הענפים הסחירים בארה"ב", העשוי להשפיע על היצוא של ישראל דרך חלחולו לענפים הסחירים בישראל.

הוא כחצי אחוז. אמנם בתת-ענפים מסוימים משקל היצוא של ישראל ביבוא של ארה"ב והאיחוד האירופי גבוה משמעותית מחצי אחוז, ולעיתים הוא מגיע ל-10 אחוזים - אך עדיין גלום ביצוא שלהם פוטנציאל לצמיחה, בפרט על ידי התרחבות של התעשייה והשירותים לתת-ענפים נוספים ולמדינות נוספות, שבהן נתח השוק של ישראל קטן יותר.

ג. היבוא

יבוא הסחורות והשירותים עלה כמותית בשיעור של 12.3 אחוזים, שיעור גבוה וחרגי בהשוואה לקצב צמיחה איטי של פחות מ-5 אחוזים בשנתיים הקודמות. צמיחת היבוא השנה מבטאת השפעת מקרו של גידול הצריכה הפרטית ועלייה בהשקעה, אך נובעת גם מירידה במחיר היחסי של היבוא, בפרט במחיר של מוצרי צריכה ומוצרי השקעה שהביקוש להם גמיש יחסית. הגידול המהיר של היבוא התבטא הן ביבוא הסחורות והן ביבוא השירותים. יבוא מוצרי הצריכה עלה ביותר מ-20 אחוזים, ויבוא מוצרי ההשקעה עלה בקצב דומה. היבוא של "שירותים עסקיים אחרים", הכולל את השירותים למעט תיירות, הובלה וביטוח, עלה בקצב מהיר של כ-30 אחוזים (בדולרים שוטפים), ויבוא שירותי התיירות (נסיעות לחו"ל) עלה כמותית ב-10 אחוזים. יבוא חומרי הגלם (ללא דלק ויהלומים) עלה בקצב איטי יותר - 6.5 אחוזים בלבד (לוח ז'-5).

יבוא הסחורות
והשירותים עלה
כמותית בשיעור של 12.3
אחוזים, שיעור גבוה
וחרגי בהשוואה לקצב
צמיחה איטי של פחות
מ-5 אחוזים בשנתיים
הקודמות.

לוח ז'-5

יבוא הסחורות והשירותים, 2000 עד 2007

שיעור השינוי הכמותי ² (אחוזים)					2007		
				-2000	ההתפלגות מיליארדי (אחוזים) דולרים		
2007	2006	2005	2004	2003			
12.3	2.4	4.5	11.9	1.0	73.8	100	הסחורות והשירותים
14.3	5.3	6.2	11.3	0.4	64.1	87	הסחורות והשירותים ללא יהלומים
9.8	1.3	3.8	10.9	0.4	55.8	76	הסחורות
13.0	7.1	5.6	12.2	-1.2	37.2	50	הסחורות למעט דלק ויהלומים
23.4	9.2	6.3	12.2	2.3	7.5	10	מוצרי הצריכה
37.9	8.8	8.4	18.6	-1.5	3.5	5	מזה: בני קיימא
6.5	6.2	1.8	14.7	-1.4	21.4	29	תשומות לייצור ¹
23.2	7.9	7.9	10.4	-3.4	8.6	12	נכסי השקעה
5.5	-6.3	8.7	-4.2	3.2	8.9	12	דלק
-1.1	-13.8	-3.5	15.2	4.7	9.6	13	יהלומים
18.9	5.3	6.5	14.7	2.7	18.0	24	השירותים

(1) ללא דלק ויהלומים.

נתוני היבוא הכמותיים בפרק מבוססים על נתוני מאזן התשלומים. נתונים אלו שונים במקצת מנתוני החשבונאות הלאומית.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

מחירי היבוא של מוצרי צריכה ירדו השנה בשיעור חד של קרוב ל-8 אחוזים ביחס למדד המחירים לצרכן. מחירים היחסי של מוצרי ההשקעה המיובאים ביחס למחירי התוצר ירד ב-5.3 אחוזים, ומחירים היחסי של חומרי הגלם ירד ב-5 אחוזים.

לוח ז'-6 מציג את השינויים במחירי היבוא ביחס למחירים המקומיים. מחירי היבוא של מוצרי צריכה ירדו השנה בשיעור חד של קרוב ל-8 אחוזים ביחס למדד המחירים לצרכן, ומחירים היחסי של מוצרים מיובאים בני קיימא אף יותר. סביר כי הגמישות של יבוא מוצרי הצריכה ביחס למחיר היא גבוהה, כך שירידת המחיר היחסי של היבוא ודאי תרמה לגידול החריג של יבוא מוצרי הצריכה השנה¹⁰. את מחיר היבוא של חומרי הגלם ומוצרי ההשקעה בחנו ביחס למחירי התוצר. מחירים היחסי של מוצרי ההשקעה המיובאים ירד ב-5.3 אחוזים, ומחירים היחסי של חומרי הגלם ירד ב-4.9 אחוזים. הערכה סבירה היא כי גמישות היבוא של חומרי הגלם ביחס למחיר היא נמוכה יחסית, עקב מיעוט תחליפי יבוא בסוג מוצרים זה. לעומת זאת נראה כי ירידת המחיר של מוצרי ההשקעה המיובאים תרמה לגידול היבוא של מוצרים אלו. התייקרות חומרי גלם (כולל דלקים) שהביקוש להם קשיח יחסית תרמה השנה לעלייה משמעותית ביבוא הנמדד במונחי דולרים שוטפים. יבוא הדלק הסתכם בכ-9 מיליארדי דולרים, שהם כ-5.5 אחוזי תוצר, לעומת 2.7 אחוזי תוצר בשנים 2001 ו-2002. לאחר חמש שנים של עליות חדות במחירי הנפט הגולמי עדיין קשה לזהות שינוי משמעותי בכמות הדלק המיובאת, אך סביר כי בטווח הארוך עליית מחירי הדלק תביא לשינוי בהרגלי הצריכה, לייעול הניצול של האנרגיה ולמעבר לשימוש באנרגיה חלופית. כך, למשל, החל השנה לפעול מיזם של מעבר לשימוש ברכב חשמלי, שיקטין את צריכת האנרגיה של כלי רכב בעשרות אחוזים.

לוח ז'-6					
השינוי במחיר היחסי של יבוא הסחורות, 1998 עד 2007 (אחוזים)					
2007	2006	2005	2004	2003	2002-1998
					מחירי היבוא של מוצרי צריכה ביחס למדד המחירים לצרכן
-7.8	0.9	-1.3	1.4	2.6	0.7
					מחירי היבוא של מוצרי צריכה שוטפת ביחס למדד המחירים לצרכן
-6.6	2.3	0.0	1.0	1.3	0.1
					מחירי היבוא של מוצרים בני קיימא ביחס למדד המחירים לצרכן
-9.7	-0.7	-2.8	2.0	4.2	1.4
					מחירי היבוא של נכסי השקעה ביחס למחירי התוצר
-5.3	-3.9	-3.2	0.6	1.3	0.6
					מחירי היבוא של חומרי גלם (ללא דלק ויהלומים) ביחס למחירי התוצר
-4.9	-3.6	-3.6	-0.3	1.0	0.5
4.4	14.7	36.3	25.1	8.2	6.5
מחירי הדלק ביחס למחירי התוצר					
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.					

¹⁰ קשה לחשב את תרומת הפחתות המסים על יבוא מוצרי צריכה לירידת המחיר היחסי של מוצרים אלו, אך נראה כי השפעתן קטנה ביחס להיקף הירידה במחיר.

ד. הסטת הסחר

ירידת המחיר היחסי של מוצרים המיובאים מארה"ב הביאה להתרחבות היבוא משם.

בשנת 2007 נחלש הדולר ביחס לאירו וביחס למטבעות אחרים בעולם בשיעור ניכר. משמעות היחלשותו של הדולר היא ירידה במחיר של היבוא מארה"ב ביחס ליבוא משאר מדינות העולם, ובפרט ממדינות האיחוד האירופי, שרוב המסחר עמן נקוב באירו. ירידת המחיר היחסי של מוצרים המיובאים מארה"ב צפויה להביא להתרחבות היבוא מארה"ב כבר בטווח הקצר.

זיהוי ההתרחבות הכמותית של היבוא מארה"ב אינו פשוט. אין בידינו נתונים כמותיים על היבוא מארה"ב, ועלינו להסתפק בהשוואת היבוא הנמדד במונחי דולרים שוטפים. בהשוואה מסוג זה כרוך קושי, משום שבמידה נומינלית של היבוא היחלשות הדולר, כשלעצמה, מגדילה את היבוא מהאיחוד האירופי (הנמדד בדולרים שוטפים, לצורך השוואה עם היבוא של ארה"ב) ופועלת דווקא להקטנת משקלה של ארה"ב ביבוא. רק שינוי כמותי משמעותי ביבוא מארה"ב יוכל להפוך את המגמה ולהתבטא בגידול משקלו של היבוא מארה"ב.

לוח ז'-7 מציג את משקל הסחר של ישראל עם ארה"ב, האיחוד האירופי ו"שאר העולם". מהלוח ניתן לראות ירידה לאורך שנים במשקל היבוא של ישראל מארה"ב ומהאיחוד האירופי וגידול של היבוא מ"שאר העולם", תופעה המבטאת את הגלובליזציה ואת הגדלת היבוא של ישראל ממדינות שבהן התוצר לנפש נמוך יחסית. לנוכח תופעה זו בולטת במיוחד העלייה של משקל היבוא מארה"ב השנה בשיעור של 1.5 נקודות אחוז, שאותה סביר לייחס לירידת המחיר היחסי של היבוא מארה"ב. בהתחשב בהשפעה הנומינלית של היחלשות הדולר, שתוארה לעיל¹¹, נראה כי ההסטה ליבוא מארה"ב הייתה משמעותית¹².

לוח ז'-7

ההתפלגות הגיאוגרפית של היצוא והיבוא של סחורות (ללא יהלומים), 1998 עד 2007 (אחוזים)

2007	2006	2005	2004	2003	2002-1998	
יצוא						
27.9	31.2	28.3	27.9	29.2	28.8	ארה"ב
34.6	33.7	34.5	33.6	34.2	36.4	האיחוד האירופי
37.5	35.1	37.2	38.5	36.5	34.8	שאר העולם
יבוא						
14.9	13.4	14.9	16.9	18.0	22.7	ארה"ב
35.5	37.1	37.3	39.8	41.6	43.4	האיחוד האירופי
49.6	49.4	47.8	43.3	40.4	33.9	שאר העולם

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

¹¹ ללא שינוי ביבוא הכמותי, היחלשות הדולר ב-9 אחוזים ביחס לאירו (כפי שהיה השנה) ולשאר המטבעות בעולם מביאה לירידת משקל היבוא מארה"ב בנקודת אחוז אחת.

¹² כאשר בוחנים את משקל יבוא הסחורות על פי מדינות ללא היבוא של כלי רכב, אניות ומטוסים (השנה היה יבוא חריג של מטוסים מארה"ב), תופעת ההסטה של היבוא לארה"ב השנה קטנה ל-0.7 נקודת אחוז (במקום 1.5 נקודת אחוז).

בדומה להתפתחות ביבוא, היחלשות הדולר עשויה להוביל להסטה של היצוא הישראלי מארה"ב אל מדינות אחרות. הסטה כזאת יכולה לנבוע לא רק מהיחלשות הדולר, אלא גם מירידה בביקושים של ארה"ב ליבוא. משקל יצוא הסחורות (ללא יהלומים) לארה"ב ירד השנה בשלוש נקודות אחוז. ניתן להעריך כי היחלשות הדולר תרמה מעט יותר מנקודת אחוז לירידת משקלה של ארה"ב ביצוא (השפעה שתוארה לעיל), וזאת ללא קשר לשינוי הכמותי ביצוא. סביר כי חלק משאר הירידה במשקלה של ארה"ב בסך היצוא מבטא הסטה של היצוא לעבר שאר העולם, הסטה שנבעה מהיחלשות הדולר ומירידת הביקושים ליבוא של ארה"ב.

ה. חשבון ההכנסות וההעברות השוטפות

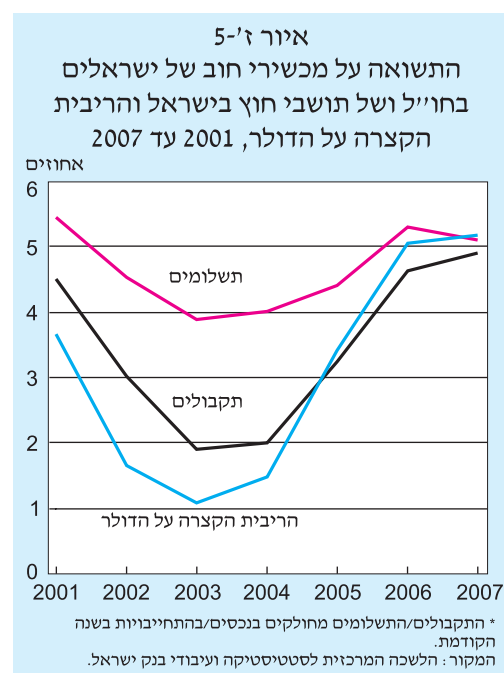
חשבון ההכנסות היה השנה מאוזן, בדומה לשנה הקודמת, ולעומת גירעון ממוצע של 3.6 אחוזי תוצר בשנים 1995-1999. השיפור בחשבון ההכנסות השנה מבטא שיפור בחשבון ההשקעות מול חו"ל - עלייה של 1.7 מיליארדי דולרים בהכנסות מהשקעות לעומת עלייה של כ-1.3 מיליארדים בלבד בהוצאות. התשלומים נטו לחו"ל עבור שכר עבודה נותרו השנה ללא שינוי, ברמה של כ-2 מיליארדי דולרים.

עליית הריבית הקצרה על מטבע חוץ, ובפרט על הדולר, היא גורם חשוב בשינוי בחשבון ההכנסות בשלוש השנים האחרונות. חלק גדול מהשקעותיהם של תושבי ישראל בחו"ל בנכסי חוב הוא השקעות לטווח קצר ולטווח בינוני, ולכן התמורה מהשקעות אלו

חשבון ההכנסות היה השנה מאוזן, בדומה לשנה הקודמת. עליית הריבית הקצרה על מטבע חוץ, ובפרט על הדולר, היא גורם חשוב בשינוי בחשבון ההכנסות בשלוש השנים האחרונות.

רגישה לריבית הקצרה. לעומתן חלק ניכר מהשקעות תושבי חוץ בנכסי חוב במשק הן השקעות באיגרות חוב של הממשלה בריבית קבועה ולטווח ארוך. התמורה המשולמת על השקעות אלו איננה משתנה במהלך כל חייהן של איגרות החוב, ולכן רגישותן לריבית הקצרה קטנה יותר¹³.

איור ז'-5 מציג את התשואה על ההשקעות של תושבי ישראל ושל תושבי חוץ בנכסי חוב, וכן את הריבית הקצרה על הדולר¹⁴. מהאיור ניתן לראות את רגישות ההכנסות של תושבי ישראל מנכסי חוב ביחס לריבית, לעומת השפעה קטנה יותר של הריבית על התשואה שתושבי חוץ מפיקים מנכסי החוב שבידיהם. ניסיון להעריך את השפעת הריבית הקצרה על חשבון ההכנסות מהשקעות נטו מעלה כי עליית הריבית



¹³ שינויים בתשואה על איגרות החוב של הממשלה מתבטאים בשינויי מחיר של איגרות החוב ואינם רלוונטיים למאזן התשלומים.

¹⁴ התשואה על ההשקעות חושבה כיחס שבין ההכנסות על נכסי החוב בשנה מסוימת ליתרת נכסי החוב בסוף השנה שקדמה לה.

הקצרה על הדולר מאחזז ב-2003 ל-5 אחוזים במוצע בשנת 2007 תרמה לגידול השנתי של ההכנסות כ-2.5 מיליארדי דולרים.

לוח ז'-8

לוח ז-8: יתרת הנכסים וההתחייבויות של המשק מול חו"ל (IIP), 1995 עד 2007
(מיליארדי דולרים)

ההתחייבויות			נכסים			ההתחייבויות נטו			
חוב	הון	סך הכול	חוב	הון	סך הכול	חוב	הון	סך הכול	
56.2	21.4	77.6	42.7	1.0	43.7	13.6	20.4	34.0	1999-1995
66.4	52.6	119.0	60.1	8.0	68.2	6.3	44.5	50.8	2000
66.2	41.5	107.7	64.9	7.3	72.2	1.3	34.2	35.5	2001
69.3	35.9	105.3	70.1	7.9	78.0	-0.7	28.0	27.3	2002
72.0	51.0	122.9	77.1	11.8	88.9	-5.1	39.2	34.0	2003
76.9	60.3	137.2	87.1	18.1	105.1	-10.1	42.2	32.1	2004
76.3	76.4	152.7	96.6	25.4	122.0	-20.3	51.0	30.6	2005
85.1	88.7	173.9	117.4	42.8	160.2	-32.3	45.9	13.6	2006
87.0	117.1	204.1	127.8	51.8	179.7	-40.8	65.3	24.5	2007

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

התבוננות בחשבון ההכנסות מהשקעות בפרספקטיבה ארוכה יותר מצביעה על שינוי חד בחשבון ההכנסות נטו וכן בזרמי הברוטו: בשנים 1999-1995 שילם המשק לחו"ל 3.5 מיליארדי דולרים במוצע לשנה עבור חוב והון לתושבי חוץ; הכנסות תושבי ישראל מנכסים מסוג זה בחו"ל הסתכמו באותה תקופה ב-1.9 מיליארדי דולרים בלבד; לעומת זאת בשנת 2007 הסתכמו התשלומים לתושבי חוץ, בחשבון ההכנסות מהשקעות, ב-7.4 מיליארדי דולרים, וההכנסות של ישראלים היו גבוהות יותר - 9.6 מיליארדים.

המעבר מגירעון בחשבון ההשקעות נטו לעודף מבטא שני תהליכים שהתרחשו בשנים האחרונות. התהליך הראשון הוא ירידה ביתרת ההתחייבויות נטו (בנכסי החוב וההון יחד - Net IIP) כאחוז מהתוצר. בשנים 1999-1995 עמדה יתרת ההתחייבויות של המשק כלפי חו"ל במוצע על 32 אחוזי תוצר, לעומת 15 אחוזי תוצר בשנת 2007. הירידה בהתחייבויות נטו פועלת להקטנת התשלומים נטו לחו"ל בחשבון ההכנסות. התהליך השני הוא מעבר של המשק ממצב של עודף התחייבויות בנכסי חוב לעודף נכסים. הצטמצמות עודף ההתחייבויות בנכסי חוב והמעבר לעודף נכסים נבעו מהשקעות של תושבי חוץ בנכסי חוץ במשק והשקעת התמורה על ידי תושבי ישראל בנכסי חוב בחו"ל, וכן מהעודף בחשבון השוטר, שאיפשר צבירת נכסי חוב בחו"ל. כיוון שהתשואה על נכסי חוץ שבידי תושבי חוץ נמוכה יחסית¹⁵, החלפת הנכסים בין תושבי ישראל לתושבי חוץ תרמה לשיפור בחשבון ההכנסות.

¹⁵ לתשואה הנמוכה של תושבי חוץ על נכסי חוץ ישנם מספר הסברים אפשריים: האחד - תושבי חוץ נהנים מעלייה בערך הפירמות המוחזקות על ידם, דבר שאינו נרשם במאזן התשלומים; השני - חלק מהתשואה על הנכסים של תושבי חוץ אינה נרשמת בחשבון ההכנסות אלא בחשבון השירותים; השלישי - חלק מההשקעות של תושבי חוץ במשק היו למעשה רכישת שירותים, ולא נרשמו ככך ביתרת הנכסים וההתחייבויות של המשק, כך שיתרת ההשקעות של תושבי חוץ במשק נמוכה מזו הרשומה.

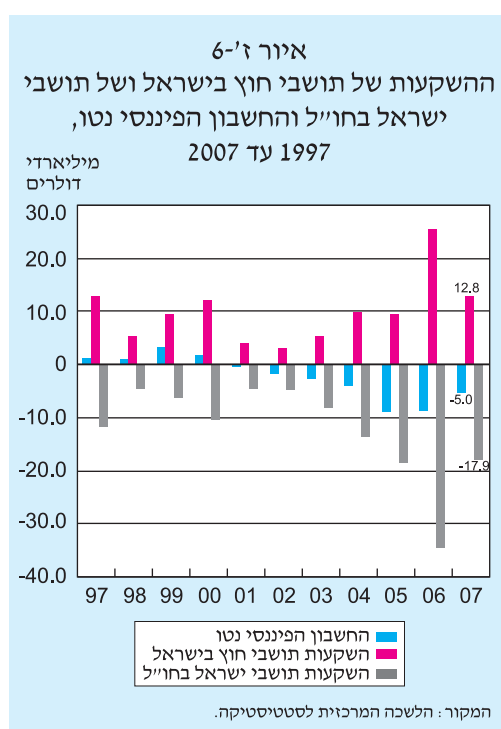
המעבר מגירעון בחשבון ההשקעות נטו לעודף מבטא (א) ירידה ביתרת ההתחייבויות נטו כאחוז מהתוצר; (ב) מעבר של המשק ממצב של עודף התחייבויות בנכסי חוב לעודף נכסים.

ההעברות השוטפות הסתכמו בשנת 2007 ב-7.3 מיליארדי דולרים, שהם 4.5 אחוזי תוצר. בארבע השנים האחרונות עמדו ההעברות השוטפות על ממוצע של כ-5 אחוזי תוצר, לעומת 5.8 אחוזי תוצר בשנים 1995-1999, ו-8.2 אחוזי תוצר בשנים 1990-1994. הירידה בהעברות השוטפות כאחוז מהתוצר מבטאת את הירידה הריאלית בתשלומי ההעברה מממשלת ארה"ב, רמה נומינלית קבועה יחסית בתשלומי הפיצויים מגרמניה וצמיחה של המשק. לצד אלו נשמרת היציבות של ההעברות השוטפות, שעיקרן תרומות למוסדות בישראל.

2. החשבון הפיננסי

א. החשבון הפיננסי נטו ותנאי הרקע המרכזיים

(1) החשבון הפיננסי נטו



החשבון הפיננסי נטו הסתכם בשנת 2007 בכ-5.0 מיליארדי דולרים. תושבי ישראל משקיעים בחו"ל נטו מאז שנת 2001, והשקעותיהם שם הגיעו להיקפי שיא בשנים 2005 ו-2006 (איור ז'-6). המעבר להשקעות נטו בחו"ל התרחש על רקע המעבר לעודף בחשבון השוטף, גידול נכסי המשק בחו"ל, השינויים המבניים בחיסכון הפנסיוני והגירעון המתמשך בחשבון הסחר של ארה"ב.

ההשקעות של תושבי חוץ במשק ושל תושבי ישראל בחו"ל נמשכו בשנת 2007 בהיקפים ניכרים, למרות התפרצות משבר פיננסי בשווקים העולמיים, אף שהן קטנו ביחס להיקפן החריג בשנת 2006¹⁶. השפעתו המתונה של המשק על המהלך במהלך 2007, בהשוואה לפוטנציאל הנזק, הבליטה את עמידות המשק לזעזועים. יש לציין את מספרן הקטן בלבד של ההשקעות החריגות בגודלן; הדבר מעיד כי זרם ההשקעות הניכר

אל המשק וממנו הוא תוצאה מתמשכת של ההשפעות ארוכות הטווח על החשבון הפיננסי - בעיקר של הצמיחה המואצת, הגלובליזציה והקידמה הטכנולוגית, שפעלו להגברת ההשקעות הישירות במשק וההשקעות הישירות היוצאות ממנו, ושל שינויים מבניים בחיסכון הפנסיוני, שהביאו לגידול ההשקעות של תושבי ישראל בתיק למסחר.

¹⁶ בשנת 2006 נרשמו מספר השקעות חריגות בגודלן (השקעת "טבע" ב-"IVAX" ומכירת "ישקר") ושינוי מבני חד-פעמי (ההשקעות באג"ח של ממשלה במסגרת הרפורמה של עושי השוק).

ההשקעות הישירות¹⁷ נטו (net FDI - net Foreign Direct Investment) שבו לרמה חיובית והסתכמו בכ-3.2 מיליארדי דולרים. בשנים האחרונות בלטו בורם ההשקעות הישירות נטו העדר מגמה ותנדטיות בין-שנתית גבוהה. זרם חיובי של השקעות ישירות נטו מבטא התפתחות רצויה של השקעות בסיסיות וארוכות טווח במשק, ומקובל לייחס לו תרומה גבוהה מזו של סוגי השקעות אחרים.

(2) ההשפעות של המגמות הגלובליות בשווקים הפיננסיים ובפעילות הריאלית

השיפור בתנאים הכלכליים היסודיים של המשק הגביר את כוח המשיכה שלו להשקעות זרים. עם זאת, מפני השתלבותו הגוברת בכלכלה העולמית, המשק מושפע ממגמות עולמיות בתנועות ההון. העיקריות שבהן הן: גידול ההשקעות הישירות, בייחוד בדרך של רכישות ומיזוגים; יצוא הון ממשקים מתפתחים למפותחים, ובכלל זה שיעור ניכר של השקעות ישירות - תופעה הבולטת בייחוד בארה"ב, על רקע הגירעון הפיסקלי והגירעון בחשבון השוטף שם, ולעומתם עודפי חיסכון במשקים המתעוררים; התגברות תנועות ההון הפיננסיות בין משקים ומיתאם גובר ביניהן, בייחוד בעת זעזועים.

התנאים הכלכליים והפיננסיים בעולם¹⁸ במרבית שנת 2007 תמכו בהשקעות במשק ובהשקעות של המשק בחו"ל. בכלכלה העולמית נמשכה צמיחה חזקה, והאינפלציה נשארה בשליטה למרות עליית מחירי הנפט והמוזון. עודפי נזילות והערכות סיכונים נמוכות המריצו את הפעילות בשווקים הפיננסיים, עד התפרצות המשבר הפיננסי. המשק האמריקאי סבל מהמשך הגירעונות התאומים - הפיסקלי ובחשבון השוטף - ממלכוד בהפעלת כלי הריבית, בשל לחץ אינפלציוני מחד גיסא ומחנק אשראי מאידך, וכן מהתגברות החשש למיתון, בהשפעת הצמצום המוניטרי והשלכות המשבר הפיננסי. במשקים מפותחים אחרים נשמרה יציבות, והמשקים המתעוררים נהנו מצמיחה מתמשכת וממימון רב ונוח.

התנאים בשוקי האשראי העולמיים הורעו מאוד מאז יולי, עם התפתחות המשבר הפיננסי¹⁹: תמחור מחדש של סיכון האשראי גרר עלייה בתנדטיות ואובדן נזילות בשווקים; הנפקת אג"ח חברות שתשואתן גבוהה נעצרה, והתשואה על אג"ח ממשלתיות צנחה, כי משקיעים ביקשו בהן מפלט. בספטמבר, לאחר הפחתת הריבית בארה"ב, הייתה הקלה בשווקים: שערי המניות, שירדו בעקבות המשבר, שבו והתאוששו.

המשקים המתעוררים נהנו ב-2007 מתנועות הון שמקורן בעודפים בחשבונות השוטפים ובחשבונות ההון שלהם. תנועות ההון למשקים המתעוררים גדלו בשיעורים מואצים בשנים האחרונות; עיקר הגידול היה בהשקעות הישירות, אך ההשקעות בתיק למסחר גדלו בקצב מהיר יותר. ההשקעות הישירות למשקים מתעוררים מונעות מתחזיות הצמיחה לגבי משקים אלו. נרשמו גם תנועות הון שמקורן בהלוואות מבנקים והנפקות אג"ח בשווקים הבין-לאומיים, הנקובות במט"ח, ששימשו לגידול ניכר של האשראי ("בום") ושל הצריכה. משקים שנהנו מהכנסות גבוהות מנפט ("פטרודולרים") הגבירו את השקעותיהם הישירות במשקים מפותחים, ומשקים שנהנו מעודף בחשבון השוטף הגדילו את החיסכון דרך הגדלת יתרות המט"ח.

בעת המשבר הפיננסי גילו המשקים המתעוררים עמידות יחסית. אמנם נרשמה בהם יציאת הון בעקבות המשבר, אולם הם נפגעו אך מעט, משום שעיקר הפגיעה הייתה בהשקעות במכשירים פיננסיים מורכבים, שאינם מאפיינים השקעה במשקים מתעוררים, ומשום שהשווקים

¹⁷ השקעה ישירה היא השקעה בנכסים לא סחירים או השקעה בנכסים סחירים בשיעור החזקה העולה על 10 אחוזים.

¹⁸ הסקירה מבוססת, בין השאר, על פרסומי IMF WEO; GFSR, OECD, IIF, UNCTAD.

¹⁹ הרחבה על המשבר הפיננסי ראו בסעיף 2 של פרק ד'.

השפעות המשבר הפיננסי על החשבון הפיננסי של ישראל היו מתונות; הן התבטאו בעיקר במימושי השקעות במניות ובאג"ח בתל אביב, אך זאת בהיקף קטן יחסית.

המתעוררים הקטינו את פגיעותם החיצונית, למשל באמצעות הפחתת החוב החיצוני. עם זאת, שווקים מתעוררים שבהם הייתה פעילות מוגברת לטווח קצר סבלו מלחצים פיננסיים. גידול מואץ של האשראי הפרטי במשקים אלו נבלם לקראת סוף 2007. השפעות המשבר הפיננסי על החשבון הפיננסי של ישראל היו מתונות²⁰, והתבטאו בעיקר במימושי השקעות במניות ובאג"ח בתל אביב, אך זאת בהיקף קטן יחסית. ההשפעה באה לידי ביטוי גם בגידול מירוחי הסיכון של המשק באג"ח, בהפסדים של בנקים ישראלים בחו"ל מהשקעות שם ובמימושי השקעות של משקיעים מוסדיים ומשקי בית בחו"ל. בענף הנדל"ן, החשוף יותר מענפים אחרים לחו"ל ולתנאי האשראי שם, נרשמו ירידות חדות יותר של מחירי המניות וגידול של מירוחי האשראי.

מגמות רבות שנצפו בחשבון הפיננסי של משקים מתעוררים נצפו גם במשק ישראלי. המעבר להשקעות נטו בחו"ל, שנרשם בישראל, אפיין משקים מתעוררים רבים, והוא הונע גם על ידי הגירעון בחשבון השוטף של ארה"ב. ניכרת - וצפויה להימשך - התגברות של ההשקעות הישירות הנכנסות למשקים מתעוררים, אך גם של ההשקעות הישירות היוצאות ממשקים מתעוררים תוצאה של פעילות חברות בין-לאומיות שבסיסן במשקים אלו (כגון חברת "טבע" בישראל) ושל קרנות הון לאומיות שהוקמו בהם. הביטוי לכך בישראל הוא שסך ההשקעות נטו של המגזר הפרטי הלא-בנקאי שלילי (3.5 - מיליארדי דולרים, לעומת איזון בשנים 2005 ו-2006); משמע שהמגזר הזה השקיע בחו"ל יותר משהושקע בו. נציין גם שבישראל, כמו במשקים מתעוררים אחרים, רוב ההשקעות הן ישירות, וההשקעות בתיק למסחר תגדול יותר.

אחת התופעות שנצפו בעולם היא התגברות ההשקעות, בייחוד ההשקעות הישירות, המונעות מהתייקרות הסחורות, כגון אנרגיה, אנרגיה חלופית ומוזון. המשק הישראלי יכול להפיק תועלת ממגמה זו, הודות ליתרונות הטכנולוגיים בתחומי החקלאות והאנרגיה החלופית ("קלינטק" השקעה בטכנולוגיות סביבתיות, "נקיות"); כנגד זאת הוא אינו מועמד טבעי להשקעות בענפים המבוססים על משאבי טבע. השנה ניתן למצוא כמה אינדיקציות להשקעות בישראל ממניע זה - בעיקר בהשקעות הישירות בבורסה בתל אביב, אך גם בהשקעות פרטיות. זרם ההשקעות בתחומים אלו עשוי להתחזק בשנים הבאות.

(3) השפעות מקומיות

תנאי היסוד החיוביים של המשק הישראלי תמכו גם השנה בהשקעות של תושבי חוץ בישראל. המשך הצמיחה, העודף בחשבון השוטף, המשמעת הפיסקלית והשפעה מתמשכת של הרפורמות לשכלול השווקים הפיננסיים פעלו לעידוד ההשקעות. הרפורמות הפיננסיות המשיכו ופעלו גם להגברת ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל ולפזור סיכונים ההשקעה של המשק. אי-ודאות גיאופוליטית ששררה ברביע השני הביאה להאטה מסוימת של ההשקעות בתיק למסחר.

חוסנו של המשק התבטא השנה גם בהזמנתו להצטרף לחברות בארגון OECD²¹ ובהעלאת הדירוג שלו על ידי חברת הדירוג S&P לרמה A. לא נמצא קשר מיידי בין התפתחויות חיוביות אלו לבין גידול ההשקעות במשק, ויש מעריכים כי התגברות האמון בו כבר מצאה את ביטוייה בהשקעות בשנים האחרונות. ההשפעות העתידיות של התפתחויות אלו על תנועות ההון למשק נבדקו²² באמצעות בחינת השפעת ההצטרפות ל-OECD על משקים שהצטרפו לארגון

²⁰ שם.

²¹ ישראל הוזמנה בשנת 2007 להתחיל בתהליך הצטרפות לחברות בארגון OECD. תהליך קבלתה ואישורו הסופי טרם הסתיים.

²² שלי רייס ונמרוד מבורך, השלכות הצטרפותה הצפויה של ישראל לארגון OECD ומעבר אפשרי לרשימת המדינות המפותחות של MSCI, נייר פנימי, בנק ישראל, המחלקה לפעילות המשק במט"ח, אוקטובר 2007. ראו גם תיבה ד'-4 בפרק ד'.

בעבר - ונמצא כי הן אינן צפויות להיות משמעותיות: עצם ההצטרפות לא הגדילה משמעותית את היקף תנועות ההון למדינות המצטרפות מעבר למגמות העולמיות, שאפיינו גם את קבוצת הביקורת. טענה נוספת שעלתה ונבחנה²³ היא שההשקעות במשק, בייחוד בתיק למסחר, יקטנו, משום שלאחר השיפור במיצוב, המשק לא יסוג עוד כמשק מתעורר, ולכן יחדל להיות יעד לקרנות אינדקס²⁴. נמצא כי במשקים שסיווגם שונה למשק מפותח במדדי המניות של MSCI²⁵, אשר עליהם מבוססות קרנות אינדקס רבות, לא נפגעו לאורך זמן ההשקעות של זרים במניות.

ב. ההשקעות של תושבי חוץ במשק

השקעות תושבי חוץ במשק הסתכמו בשנת 2007 בכ-12.8 מיליארדי דולרים, לעומת היקף השקעות חריג של כ-25.6 מיליארדים בשנת 2006²⁶. בהשקעות של תושבי חוץ בישראל בלטו השנה המשך ההשקעות הישירות הניכרות ומימושי השקעות של תושבי חוץ באג"ח, על רקע מיצוי הרפורמה של עושי השוק והמשבר הפיננסי, בייחוד במחצית השנייה של השנה. בהשקעות במניות בתיק למסחר בתל אביב גדלה התנודתיות ונרשמו מחזורי השקעה ומימוש של השקעות, על רקע התנודות בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים. ההשקעות של תושבי חוץ - ישירות ובתיק למסחר - התמקדו בענפי הטכנולוגיה העילית, ואילו ההשקעה בענפים הנחשבים לבעלי טכנולוגיה מסורתית, שבלטה בשנת 2006, נחלשה.

בשנים האחרונות עיקר ההשקעות של תושבי חוץ במשק הן השקעות ישירות. בחינת התפלגות ההשקעות הממוצעת בין שתי תקופות (1997 עד 2000 לעומת 2001 עד 2007) מראה גידול ניכר של ההשקעות הישירות וצמצום ניכר של ההשקעות האחרות (איור ז'-7). בתקופה הראשונה (1997 עד 2000) התפלגות ההשקעות הייתה כמעט אחידה. בתקופה זו נהנה המשק מהשקעות באג"ח בערבות ממשלת ארה"ב ומפריחת ענפי הטכנולוגיה העילית. בתקופה השנייה (2001 עד 2007) הצטמצם גיוס הערבויות, השתרר שפל בענפי הטכנולוגיה העילית, וכנגד זאת גדלו ההשקעות הישירות בצורת מיזוגים ורכישות (M&A).

(1) ההשקעות הישירות

היקף ההשקעות הישירות בשנת 2007 היה גבוה מממוצע ההשקעות בשנים 2004 עד 2006 (איור ז'-8), אף שהוא פחת ביחס להיקפן החריג ב-2006²⁷. הריכוזיות בהשקעות הישירות - הנמדדת על פי חלקן של עסקאות גדולות בסך ההשקעה - שבה וקטנה השנה, לאחר שגדלה בשנים 2005 ו-2006. היקפה הגבוה של ההשקעה השנה בולט לנוכח מיצוי תהליך ההפרטה והירידה בריכוזיות ההשקעות, והיא עשויה להעיד על הסכמה רחבה של משקיעים בדבר הכדאיות של השקעה ארוכת טווח במשק הישראלי.

ההשקעות הישירות בישראל הושפעו מהתפתחויות עולמיות בהשקעות הישירות. היקף ההשקעות הישירות בעולם²⁸ עלה בשנת 2006, שנה שלישית ברציפות, בכל קבוצות המשקים

²³ שם.

²⁴ קרנות אינדקס הן קרנות השקעה בין-לאומיות המשקיעות בשווקים המתעוררים על סמך משקלם במדדי מניות מקובלים.

²⁵ חברת המדדים Morgan Stanley Capital International מייצרת אינדקסים של מניות, אג"ח ומכשירי ריבית אחרים. גופי השקעה מסוגים שונים משתמשים במדדים אלו כסמן להשקעותיהם בעולם ויוצרים מכשירים פיננסיים שעוקבים אחריהם, כגון תעודות סל.

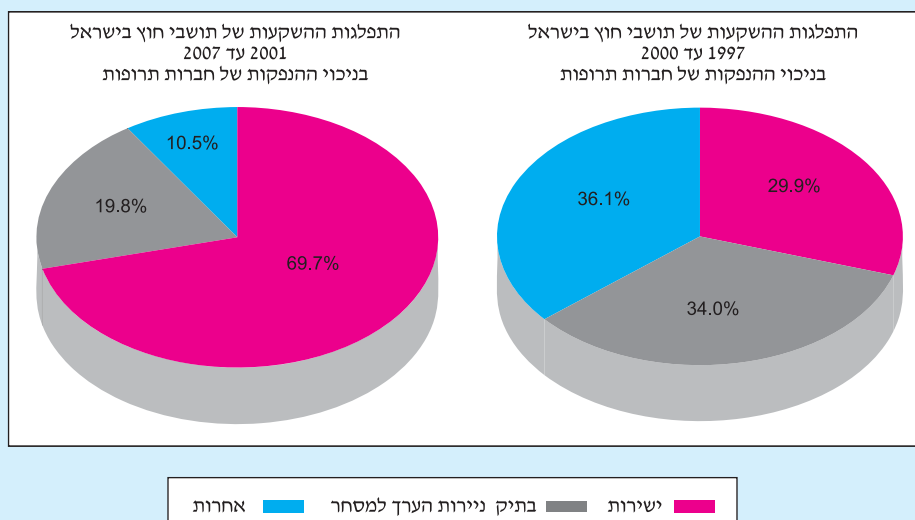
²⁶ ראו הערה 16.

²⁷ בשנת 2006 נרכשה חברת "ישקר" תמורת כ-4.0 מיליארדי דולרים.

²⁸ המקור: UNCTAD.

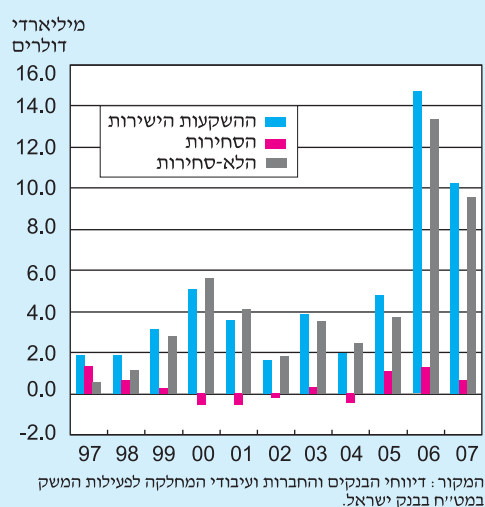
איור ז'-7

התפלגות ההשקעות של תושבי חוץ במשק לפי סוג ההשקעה, 1997 ו-2007



איור ז'-8

ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בישראל
ובפילוח לפי סחירות, 1997 עד 2007



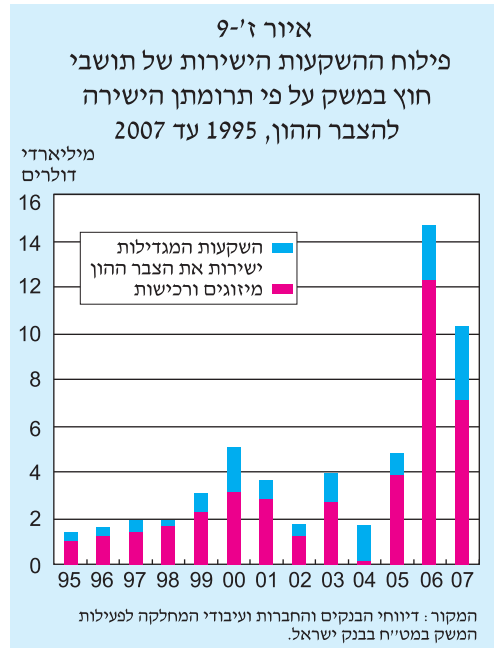
- מפותחים²⁹, מתפתחים וכלכלות מעבר. ההשקעות הישירות עלו ב-38 אחוזים, וכמעט שבו לרמה של שנת השיא, 2000 (1,411 מיליארדי דולרים). בגידול זה תמכה פעילות הרכישות והמזיגים (M&A) של קרנות הון פרטיות. ההשקעות הישירות בשנים האחרונות מונעות בעיקר על ידי השקעות בפיתוח משאבי טבע במשקים מתעוררים, השקעות מכספים של משקים מתפתחים שצברו הון במשק האמריקני הנחלש, השקעות של קרנות הון פרטיות שניצלו תנאים פיננסיים נוחים למימון עסקאות ממונפות והשקעות של חברות בענף שהן פועלות בו, כדי להגביר את כוח ההתחרות שלהן על ידי רכישת מתחרים או תעשיות משלימות.

מרבית שינויי המדיניות הכלכלית בעולם ב-2006 הקשורות ל-FDI, עודדו השקעות אלו, אך אחדים מהם הטילו עליהן מגבלות.

מגזר השירותים המשיך להוביל בקבלת השקעות, אך גדלו בשיעור חד גם ההשקעות בהפקת אוצרות טבע, על רקע העלייה הניכרת של מחירי הסחורות בעולם.

²⁹ בדוח זה ישראל כלולה בקבוצת המדינות המפותחות.

בישראל ההשקעות הזרות הישירות מושפעות בעיקר מכוח המשיכה הטכנולוגי שלה (ענפי הטכנולוגיה העילית), המאפיין משקים מפותחים, ומהצמיחה הצפויה³⁰. לרוב זרם ההשקעות מורכב מעסקאות בדידות גדולות, המתבצעות כאשר תנאיהן מבשילים, ובמידה פחותה - מתנאי שוק נוכחיים. לכן, ומפני אופיין ארוך הטווח של ההשקעות הזרות, רצוי לבחון ממוצעים לשנים רבות. התגברות ההשקעות הישירות במשק הישראלי היא חלק ממגמה שלטת בכלכלה העולמית בשנים האחרונות. מרביתן התבצעו על ידי קרנות הון פרטיות או חברות שרכשו חברות אחרות בתחום פעילותן.



ההשקעות הישירות בצורת מיזוגים ורכישות (M&A)³¹ היו גם השנה חלק הארי של ההשקעות (איור ז'-9). את ההשקעות הישירות מקובל לסווג לשני סוגים על פי השפעתן הישירה על הצבר ההון במדינה שהן מושקעות בה: (א) השקעות ישירות הכרוכות בהצבר הון ישיר - מיזמים חדשים (green-field), רוחחים צבורים, השקעות בחברות הזנק, והנפקות פרטיות (extension of capacity). (ב) השקעות שלא מתבטאות בגידול ישיר של הצבר ההון, ומבוצעות על ידי העברת הבעלות (מיזוגים ורכישות - M&A). על פי מחקרים אמפיריים, השקעות הכרוכות בהצבר הון ישיר נחשבות, לרוב, לעדיפות, מפני שהן מייצגות הגדלת הון פיזי, ואילו התרומה של העברת הבעלות על חברות במשק אינה מובהקת. אחת הסיבות לכך היא כי ההשקעה הישירה באמצעות

העברת בעלות משמשת לעיתים למימון הוצאה שוטפת ולא למימון השקעה פיזית. עם זאת העברת בעלות עשויה להגדיל בעקיפין את ההשקעה, וזאת באמצעות כמה ערוצים - דרך יצירת גישה של הפירמה הנרכשת למקורות מימון זרים למימון רכישת הון נוסף, דרך השקעות נוספות בהון לשיפור ושדרוג יכולת הייצור שנרכשה, או דרך השקעה-מחדש של תמורות המכירה באופן יעיל יותר. מכל מקום, החסרונות העיקריים של השקעות מסוג M&A באים לידי ביטוי בטווח הקצר, ואילו בטווח הארוך ההבדלים בין הסוגים מטשטשים, משום שלשניהם השפעות עקיפות, כשיפורים בטכנולוגיה, בפריץ, בניהול ובגישה למימון.

ההשקעות הישירות שבו והתרכזו השנה בענפי הטכנולוגיה העילית (63 אחוזים), לאחר ירידה מסוימת (45 אחוזים) בשנת 2006.

גם בבורסה בתל אביב נרשמו השקעות ישירות מעטות בלבד - בין השאר, על רקע מיצוי תהליך ההפרטה, שהניע בעבר את ההשקעות בבורסה בתל אביב. נוסף על כך, משקיע ישיר, המבקש לרכוש השפעה, שליטה וחופש פעולה רב יותר בחברה, יתקשה יותר לעשות זאת

³⁰ לפי סקר מנהלי כספים תאגידים רב לאומיים (MNEs) שערך UNCTAD נמצא כי הגורמים החשובים ביותר המשפיעים על החלטת ההשקעה הישירה במשק מסוים הם יציבות מקרו-כלכלית ופוליטית, איכותה של תשתית התקשורת, וההיצע והעלות של כוח אדם מיומן.

³¹ עוד על תופעת המיזוגים והרכישות והחלוקה בין השקעות green field ו-M&A ניתן ללמוד מפרק ז' בדוח בנק ישראל 2006.

בחברה ציבורית. עיקר ההשקעות הישירות במשק לאורך השנים מתבצעות בתאגידים לא סחירים, ומיעוטן בלבד - בתאגידים סחירים (איור ז'-8). הרקע לחלק מהשקעות שבוצעו השנה בתל אביב הוא מאבק על שליטה בחברת אנרגיה חלופית. יתרת השקעות הישירות של תושבי חוץ בבורסה בתל אביב בסוף 2007 עומדת על כ-5 אחוזים מסך שווי שוק המניות, והיא מרוכזת במספר חברות גדולות. ההשקעות בחברות הזנק (startup) הן אחד הביטויים הבולטים לכוח המשיכה הטכנולוגי של המשק הישראלי. גורמים נוספים המשפיעים על השקעות אלו הם הצמיחה בענפי הטכנולוגיה בארה"ב ותנאי השווקים הפיננסיים. השנה נרשמה עלייה מסוימת בהשקעות אלו, והן הסתכמו בכ-1.2 מיליארד דולרים, לעומת 0.8 מיליארד ב-2006. אינדיקטורים נוספים לפעילות זו, כגון צבר ההתחייבויות להשקעה בישראל הרשומות בקרנות הון-סיכון והשוואה לפעילות בקרנות הון-סיכון בארה"ב, מעידים על התגברות מסוימת של ההשקעות בישראל.

השנה נרשמה התגברות בהשקעות בחברות הזנק. השקעות אלו נתפשות כאחד הביטויים הבולטים לכוח המשיכה הטכנולוגי של המשק הישראלי.

תיבה ז'-3: כוח המשיכה של המשק הישראלי להשקעות זרות ישירות בהשוואה בין-לאומית

תיבה זו מציגה אינדיקציות למעמדו הבין-לאומי של המשק הישראלי לעניין ההשקעות הישירות, כפי שהוא נמדד על ידי גופים בין-לאומיים. משקים רבים בעולם מתחרים על משיכת השקעות ישירות באמצעים מגוונים, מתוך הכרה בתועלת הרבה שבהשקעה מסוג זה. מדינות מנסות לשפר את מכלול התנאים הכלכליים, הפיננסיים והחוקיים כדי שהם ימשכו את המשקיעים, ובמקרים מסוימים אף מתחרות על כספם של משקיעים ישירים ספציפיים באמצעות סל תמריצים ייחודי. לפיכך מעניין לבדוק כיצד המשק הישראלי מתחרה בתחום זה במשקים זרים אחרים. התיבה מבוססת על שני דוחות שהתפרסמו השנה.

1. סוכנות האו"ם לסחר ופיתוח (UNCTAD) פרסמה דוח 'WIR' (2007) על השקעות בין-לאומיות לשנת 2007. בדוח מידע השוואתי על כ-200 מדינות וניתוח של המגמות הנוכחיות בהשקעות ישירות.

הדוח בוחן מספר מדדים יחסיים לגודלו של המשק. המדד הראשון נועד לבדיקת פוטנציאל ההשקעות הישירות (FDI)² בכל מדינה על סמך האיכות הכלכלית של המשק במשתנים ריאליים מקרו-כלכליים ומבניים בהשוואה למשקים אחרים. במדד זה ישראל מדורגת במקום ה-26 בחלקו העליון (הרצוי) של התחום, ללא שינוי מהשנה

¹ ראו גם הרחבה בתיבה "ההשקעות הזרות בישראל, בפוטנציאל ולמעשה" תיבה I-ג-1, בדוח בנק ישראל לשנת 2004, בחלק של המחלקה לפעילות המשק במט"ח, עמ' 58-59.

² מדד פוטנציאל ההשקעות הישירות מבוסס על 12 משתנים כלכליים ומבניים, הנמדדים באופן יחסי בטווח שבין 0 ל-1. המשתנים הם: התוצר לנפש, הצמיחה הריאלית, שיעור היצוא מהתמ"ג, תשתית התקשורת (קווי הטלפון הניידים והניידים ל-1,000 תושבים), הצריכה-לנפש של אנרגיה מסחרית, שיעור ההוצאה למו"פ מההכנסה הלאומית, שיעור הלומדים לתואר שלישי באוכלוסייה, סיכון המדינה, היצוא של משאבי טבע כשיעור מסך הכול העולמי, היבוא של חלקי אלקטרוניקה ורכב כשיעור מסך הכול העולמי, יצוא השירותים כשיעור מסך הכול העולמי ויתרת ההשקעות הזרות הישירות כשיעור מסך הכול העולמי.

הקודמת. ככלל, בהשוואה לשנים קודמות לא נרשמו שינויים גדולים בדירוג המדינות, כצפוי מממד המורכב ברובו ממשתנים ארוכי טווח.

מדד שני לביצועי FDI³ בוחן את ביצועי המשק בפועל במשיכת השקעות ישירות בהשוואה למשקים אחרים. במדד זה ישראל שיפרה את מקומה מ-69 ב-2005 ל-42 ב-2006, משמע שבאופן יחסי המשק נהנה מנתח גדול יותר מסך ההשקעות הישירות בעולם.

מדד שלישי שנבחן הוא מדד הביצועים של המשק בתחום ההשקעות הישירות היוצאות⁴. במדד זה המשק הישראלי עבר מהמקום ה-23 ב-2005 למקום ה-15 ב-2006, רצוין במיוחד, משום שהיא הצטרף ל-20 הראשונים אף על פי שהוא משק קטן יחסית⁵.

השוואה בין מדד הביצועים למדד הפוטנציאל מאפשרת לחלק את המשקים השונים לארבע קבוצות של מדינות לפי רמת ניצול הפוטנציאל שלהן - החל ממדינות עם פוטנציאל גבוה וביצועים גבוהים וכלה במדינות עם פוטנציאל נמוך וביצועים נמוכים. ישראל נמצאת בקבוצת המדינות המובילות (front runners) בקבלת FDI, עם פוטנציאל גבוה וביצועים גבוהים. עוד דווח כי לפי נתוני הסקר בשנים 2002 עד 2006 גדלו כמעט בעקביות מספר מיזמי ה-green field של ישראל בעולם ומספר מיזמי ה-green field הזרים בישראל.

2. פרסום של ארגון OECD (2007) בחן את היקף החסמים הרגולטוריים על השקעות ישירות במשקים שונים. לחסמים רגולטוריים על השקעות ישירות נכנסות (FDI) צורות רבות, וספרות נרחבת מנסה למדוד את השפעתם. בדרך כלל נבחנו כל החסמים כקבוצה, ואילו בפרסום האמור נבחנו החסמים הסטטוטוריים המפלים משקיעים זרים בשלוש קבוצות נפרדות: הגבלות על בעלות זרה, תהליכי סינון מיוחדים, המיועדים רק למשקיעים זרים, והגבלות בניהול ובתפעול לאחר הרכישה. לחסמים ניתן ניקוד לפי מידת חשיבותם. כך, לדוגמה, יחסה להגבלות על בעלות זרים חשיבות גבוהה, ואילו לתהליכי סינון ודיווח יחסה חשיבות נמוכה. סכום כל ההגבלות נמצא בטווח שבין אפס (פתיחות מלאה) לבין אחת (איסור FDI). המדד חושב ל-29 מדינות OECD ול-13 מדינות שאינן חברות בארגון, ביניהן ישראל⁶. המדד עצמו נמדד ברמת ענפי התעשייה, והנתון הלאומי הוא ממוצע משוקלל של התוצאות בענפי התעשייה השונים.

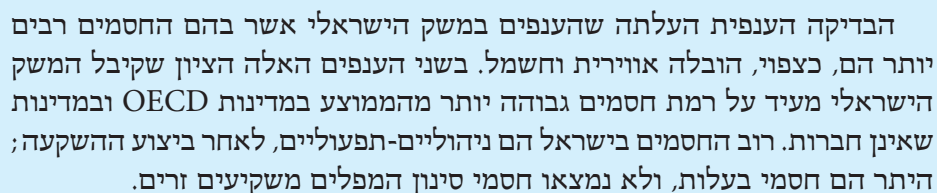
ככלל נמצא שמדינות OECD באירופה פתוחות ל-FDI הודות לאיחוד האירופי; מדינות מחוץ לאיחוד נמצאו כבעלות חסמים גבוהים יותר. בבחינה ענפית נמצא כי ההגבלות במדינות השונות דומות למדי. החסמים בענפים חשמל, תחבורה, תקשורת ופיננסים גבוהים יותר מאשר בענפים תעשייה, תיירות, בניה והפצה.

³ מדד הביצועים של המשק בתחום ההשקעות הזרות הישירות מודד את מידת קבלת ההשקעות הישירות במשק ביחס לגודל המשק. המדד מחושב כחלקו של המשק בסך ההשקעות הישירות הזרות בעולם ביחס לחלקו בתמ"ג העולמי.

⁴ מדד הביצועים של המשק בתחום ההשקעות הישירות היוצאות מודד את מידת ההשקעות הישירות של המשק בחו"ל ביחס לגודל המשק. המדד מחושב כחלקו של המשק בסך ההשקעות הישירות היוצאות בעולם ביחס לחלקו בתמ"ג העולמי.

⁵ כתוצאה מהשקעת חברת "טבע" בחברת "IVAX".

⁶ ראו הערה 21 בגוף הפרק.



OECD (2007). "Measuring FDI regulatory restrictiveness", OECD *Investment Newsletter*, February 2007, Issue 3.

Koyama T. and Stephen Golub (2006). "OECD's Revision and Extension to FDI Regulatory Restrictiveness Index: More Economies", *Working Paper on international investment*, Number 2006/4, December 2006.

UNCTAD (2007). *World Investment Report 2007* (WIR07).

(2) ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר

השקעות תושבי חוץ בתיק ניירות הערך למסחר הסתכמו בשנת 2007 בכ-0.3 מיליארד דולרים, ירידה ניכרת לעומת ההשקעות הניכרות בשנת 2006 (8.8 מיליארדי דולרים)³². ההשקעות בתיק למסחר בבורסה בתל אביב תנודתיות בין שנה לשנה ובמהלך שנה, בשל רגישותן לתנאי השווקים הפיננסיים הבין-לאומיים ולתנאים הגיאופוליטיים המקומיים. ההשקעות של תושבי חוץ מבוצעות בעיקר על ידי קרנות אינדקס של שווקים מתעוררים (המחזיקות כ-54 אחוזים משווי ההחזקות של תושבי חוץ בתיק למסחר), ומתמקדות בחברות גדולות במשק. פעילות קרנות האינדקס משפיעה על התנודתיות התוך-שנתית וגוררת מיתאם לשווקים בעולם³³. גם במהלך 2007 נרשמו גלי השקעות ומימושים³⁴, המתואמים

במידה רבה עם כניסה של השקעות למשקים מתעוררים ויציאה של השקעות מהם (איור ז'-10). מקובל לחשוב³⁵ שהמשק הישראלי נתפס בעיני משקיעים פיננסיים זרים, בעיקר בעיני קרנות אינדקס, כמשק מתעורר דפנסיבי - משמע שתשואת המשק תעלה ותרד במידות פחותות מאשר במשקים המתעוררים.

ההשקעה במניות בבורסה בתל אביב התגברה השנה, בייחוד ברביע הראשון, ולאחר מכן התמתן קצב ההשקעה. השקעות ניכרות נרשמו בענף הבנקאות (0.6 מיליארד דולרים) ובענפי התעשיות המסורתיות (כמיליארד דולרים). ייתכן שחלק מההשקעות בחברות מענפי התעשייה המסורתיים הונעו על ידי עליית מחירי הנפט ומחירי המזון בעולם. השפעות המשבר הפיננסי התבטאו במימושים קטנים יחסית, ונחלשו לאחר זמן קצר. בסוף 2007 החזיקו תושבי חוץ בתיק למסחר בתל אביב כ-16.3 אחוזים משווי המניות, מזה כשני שלישים במניות הגדולות (תל אביב 25).

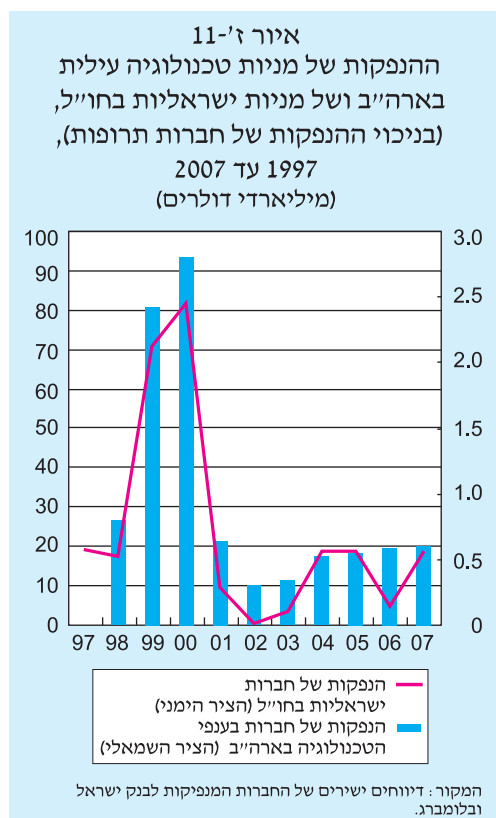


³² בשנת 2006 נרשמו הנפקות מניות ואג"ח בהיקף ניכר (כ-5 מיליארדי דולרים) למימון השקעת חברת "טבע" ב-IVAX.

³³ בבדיקה עלה מיתאם של כ-0.4 בין מדד המשקים המתעוררים למדד הבורסה בתל אביב. ראו אילן סוציאנו ומיכל זילברברג, מדד המניות הישראלי ומדדי מניות שונים בעולם קשרים וסיכונים השקעה, המחלקה לפעילות המשק במט"ח, נובמבר 2006, <http://boisite/deptdata/neumim/neum212h.pdf>.

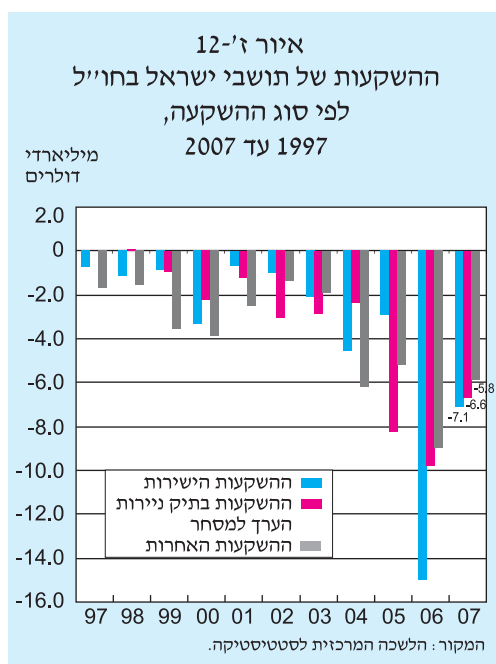
³⁴ ראו גם פרק ד', סעיף 4.

³⁵ יש להסתייג ולציין כי קשה למצוא מיתאם בין ההשקעות במניות בתיק למסחר בבורסה בתל אביב להשקעות דומות במשקים מתעוררים, בשל בעיות טיב ותדירות של הנתונים. יחד עם זאת ניתן לראות יציבות על פני זמן במשקלה של ישראל במדדי השקעות במשקים מתעוררים, דבר שעשוי להעיד על קשר כזה.



כנגד זאת, בלטו השנה מימושי השקעות של תושבי חוץ באג"ח ממשלתיות החל מחודש אוגוסט - על רקע המשבר הפיננסי, מיצוי תהליך ירידת הריבית השקלית והתגברות האינפלציה. בסוף 2007 החזיקו תושבי חוץ בתיק למסחר בתל אביב כ-3.2 אחוזים משווי האג"ח הממשלתיות. הנפקת ניירות ערך בחו"ל על ידי חברות ישראליות הסתכמו השנה ב-0.5 מיליארד דולרים, מהן כ-7 הנפקות ראשוניות (IPO). היקף ההנפקות הכולל היה השנה נמוך יחסית, בשל פירעון אג"ח מתוכנן, אך היקפן של הנפקות המניות ומספרן דומים לממוצעייהן בשנים שלאחר פקיעת בועת הטכנולוגיה העילית, בניכוי שנת 2006, שבה נרשמה הנפקה גדולה למימון עסקה בודדת. מרבית החברות הישראליות המנפיקות בארה"ב הן חברות מענפי הטכנולוגיה העילית. לפיכך נודעת לתנאי שוק ההנפקות בארה"ב ולביקוש לטכנולוגיה עילית בארה"ב השפעה ניכרת על היקף ההנפקות שם (איור ז'-11). עיקר ההנפקות השנה התבצעו בבורסת הנסד"ק, ואילו ההנפקות בבורסת AIM בלונדון פחתו.

ג. ההשקעות של תושבי ישראל בחוץ לארץ



ההשקעות של תושבי ישראל הסתכמו ב-2007 בכ-17.9 מיליארדי דולרים, לעומת השקעות בהיקף ניכר, כ-34.2 מיליארדים, ב-2006³⁶ (איור ז'-12). בניכוי השקעה ישירה בודדת גדולה, נרשמה עיקר הירידה בהשקעות הבנקים והמגזר הפרטי הלא-בנקאי באג"ח זרות. ההשקעות הישירות נמשכו בקצב גבוה - בעיקר בענף הנדל"ן. ההשקעות בתיק למסחר הונעו בעיקר על ידי המשך פיזור הנכסים של המשקיעים המוסדיים בחו"ל,

התופעות הבולטות בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל השנה היו האצת קצב ההשקעות הישירות של ענף הנדל"ן והמשך ההשקעות הניכרות של המשקיעים המוסדיים בניירות ערך זרים בחו"ל.

³⁶ הירידה הניכרת היא בעיקר תוצאה של התממשות עסקת "טבע" IVAX ב-2006.

אך בחלקה השני של השנה נרשמו מימושי השקעות בחו"ל, בשל המשבר הפיננסי. להתגברות ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל יש יתרונות רבים למשק: חברות מנסות להגביר את יעילותן ותחרותיותן ולהרחיב את השווקים הפתוחים לפנייהן; משקי הבית והמשקיעים המוסדיים מפזרים את סיכוני ההשקעה אל מחוץ לגבולות המשק; האפשרות של תושבי ישראל להוציא כספים מקלה על המערכת המוניטרית לנטרל השפעות של תנועות הון ניכרות במשק ללא התערבות של הבנק המרכזי; בשנים האחרונות הסתמן שבעת זעזועים במערכת הפיננסית העולמית, תנועות הון חוזרות של תושבי ישראל מסייעות במיתון ההשפעות של יציאת הון מהירה מהמשק על שער החליפין, ולכן - על האינפלציה במשק. בצד החסרונות ניתן למנות מורכבות רבה יותר ועלויות גבוהות יותר בהשגת מידע וידע על השקעות בחו"ל וחשיפה לסיכון שער החליפין של מטבע שאיננו מטבע הפעילות העיקרי של המשק.

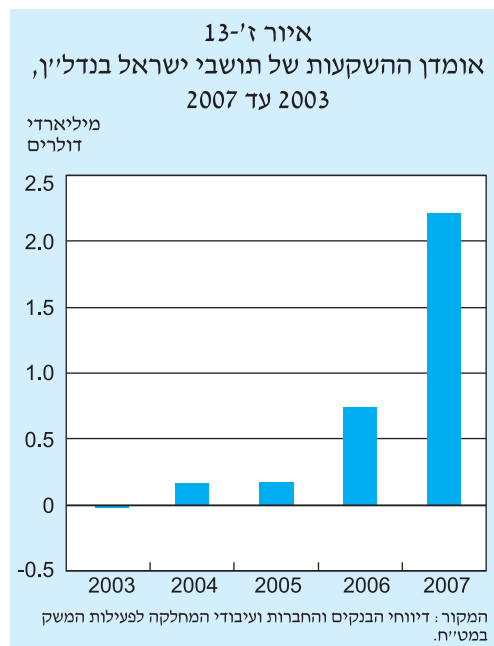
(1) ההשקעות הישירות בחוץ לארץ

ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחו"ל הסתכמו בשנת 2007 בכ-7.1 מיליארדי דולרים. היקף זה גבוה ביחס לעבר, ועלה עליו רק היקף ההשקעות בשנת 2006. ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחו"ל הן חלק מתהליך הצמיחה של החברות הישראליות מעבר לגבולות המשק המקומי, בניסיון להגדיל את רווחיותן ו/או את יכולת התחרות הגלובלית שלהן. חלקן מבקשות להרחיב את השווקים החשופים בפניהן. עבור

חברות ישראליות גדולות רבות, הנהנות מיתרות מזומנים גבוהות, אפיק צמיחה אפשרי הוא רכישה של חברה זרה. בשנים האחרונות מצב זה נצפה גם בחברות במשקים מתפתחים אחרים, המתאפיינים במיעוט חברות רב-לאומיות גדולות ובפוטנציאל קטן יחסית של השוק המקומי. חברה ישראלית בעלת פרויקט גבוה יכולה לבחור גם בהקמת מפעל חדש בחו"ל.

בחינת ההתפלגות הענפית הממוצעת לשנים 2002 עד 2007 מעלה כי עיקר ההשקעות (63 אחוזים) היו בענפי התרופות³⁷, הנדל"ן (12 אחוזים), הטכנולוגיה העילית (9 אחוזים) והפיננסיים (6 אחוזים). יש לזכור כי נתון ההתפלגות הענפית מושפע מאוד מעסקאות גדולות בידות.

עיקר ההשקעות השנה (52 אחוזים) התבצעו בענף הנדל"ן³⁸ (איור ז'-13). היקף



³⁷ נתון המשקף בעיקר את ההשקעות הגדולות של חברת התרופות "טבע".

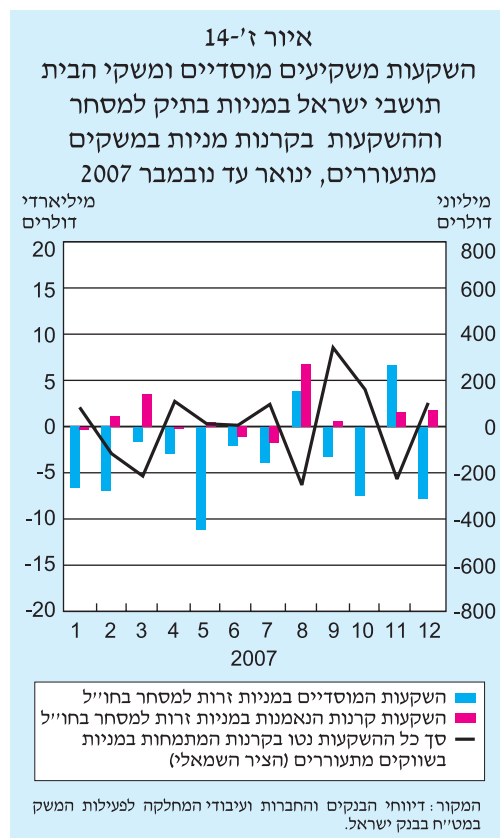
³⁸ הנתונים בניתוח זה הם אומדנים, המבוססים על הדיווחים הישירים של החברות לבנק ישראל ועל עיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח. יצירת האומדנים כרוכה בקושי, בשל אי-אחידות בסיווג הענפים. יש לשים לב שמדובר בהשקעות במניות של חברות נדל"ן, ולא ברכישות נדל"ן ישירות (המקבלות ביטוי בסעיף נפרד). הניתוח מתבסס בחלקו על נייר פנימי של דניאל בלינדר (10/2007) מיחידת המגזר הפרטי הלא-בנקאי, שדן בהתפתחות ההשקעות בנדל"ן בשנים האחרונות.

ההשקעות עמד בשנת 2007 על כ-1.6 מיליארדי דולרים, לעומת 0.7 מיליארד ב-2006 ו-0.2 מיליארד ב-2005. חברות הנדל"ן הישראליות החלו להשקיע בחו"ל בראשית שנות ה-2000, בניסיון לנצל הזדמנויות שם, לנוכח ההאטה בשוק המקומי. ההשקעות בנדל"ן מתאפיינות בשיעור השקעה קטן של הון עצמי ומימון יתרת ההשקעה בהלוואות "נון-ריקורס"³⁹. מכאן ששווי הנכסים המוחזקים בחו"ל בידי תושבי ישראל גדול מזרם ההשקעות הישירות. החברות הישראליות משקיעות בנדל"ן ממקורות עצמיים, ממקורות ממערכת הבנקאות העולמית ובאמצעות הנפקת אג"ח והנפקת מניות של חברות בנות בחו"ל⁴⁰. ההשקעות בנדל"ן פוזרות בשלושה אזורים עיקריים - צפון אמריקה (41 אחוזים), מערב אירופה (32 אחוזים) ומזרח אירופה (6 אחוזים).

(2) ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר

ההשקעות של תושבי ישראל בתיק למסחר הסתכמו בשנת 2007 בכ-6.6 מיליארדי דולרים, עיקרן (4.9 מיליארדים) השקעה במניות. בהשוואה לשנת 2006 הייתה ירידה ניכרת, בעיקר בהשקעת המגזר הפרטי באג"ח זרות.

מרבית ההשקעות בתיק למסחר בוצעו על ידי המשקיעים המוסדיים. השקעותיהם הואצו בשיעור ניכר ב-2005, לקצב השקעות שנתי גבוה מ-3 מיליארדי דולרים. גם השנה התמידו המשקיעים המוסדיים והשקיעו; זאת בסך כ-3.8 מיליארדי דולרים, עיקרם במניות. השינוי בקצב השקעותיהם נבע מהחלת רפורמות מבניות במשק בתחום המיסוי ובתחום החיסכון הפנסיוני⁴¹. מאז חודש אוגוסט, על רקע המשבר הפיננסי, הסתמנה האטה בהשקעותיהם (איור ז'-14). היקף ההשקעות של משקי בית בחו"ל היה השנה נמוך יותר, אך נראה כי תגובתם על שינויים בשווקים הפיננסיים בעולם חזקה מזו של מגזרים אחרים.



³⁹ הלוואות שהבטוחה להן היא רק הנכס עצמו.

⁴⁰ ב-2007 הונפקו אג"ח על ידי המגזר המוסדי בישראל גם לצורך השקעות בחו"ל.

⁴¹ הרחבה על פעילות המוסדיים ומגזרים אחרים כגון משקי הבית ניתן למצוא בפרק ד', סעיף 4.