

תיבה 2: הגורמים המשפיעים על החיסכון, על ההשקעה ועל החשבון השוטף

העודף בחשבון השוטף של ישראל, המשקף את הפער בין החיסכון הלאומי להשקעה המקומית, גדל לאורך השנים. משנת 2003 מתאפיין המשק בעודף בחשבון השוטף, וזאת לאחר גירעונות כמעט בכל השנים שבין 1980 עד 2003 וגירעונות גדולים במיוחד בשנים מוקדמות יותר. תיבה זו בוחנת את הגורמים לגידול העודף בחשבון השוטף של ישראל באמצעות אמידת הגורמים שהשפיעו על ההתפתחויות בחשבון השוטף של 26 מדינות. זאת בדומה לגישה במחקר של¹ Lee, Milesi-Ferretti and Ricci (2008) בהוצאת קרן המטבע הבין-לאומית. בדומה להם אנו מוצאים כי לשינויים בגירעון הממשלה, לקצב גידול האוכלוסייה, לקצב הצמיחה, להתפתחויות בסך הנכסים נטו של המשק מול חו"ל ולמחירי הנפט יש השפעה מובהקת על התפתחות החשבון השוטף במדינות העולם² (לוח ת'-1).

התרומה הכוללת של הגורמים שצוינו לעלייה בחשבון השוטף של ישראל מתחילת שנות התשעים עד 2008 מסתכמת בכ-3 אחוזי תוצר; מכאן שמגמת הגידול של העודף בחשבון זה, ובכללה המעבר מגירעון לעודף, מעוגנת בגורמי היסוד – גורמים שנמצאו משפיעים על מדינות אחרות והשפעתם נתמכת בתיאוריה הכלכלית³. עוד נמצא שהעודף בחשבון השוטף של ישראל בשנת 2008 (באחוזי תוצר) תאם את גורמי היסוד, בעוד שבשנת 2009 העודף היה גבוה מן הצפוי (איור 1), על רקע המשבר העולמי. נדגיש כי לאורך השנים היו סטיות גדולות וממושכות של החשבון השוטף מגורמי היסוד: בלטו במיוחד גירעון גדול באמצע שנות התשעים ועודף ניכר בשנים 2005-2006. סטיות אלו מרמזות על קיומם של גורמים זמניים, אך רבי עוצמה (הפחתת שיעור האינפלציה, הליברליזציה בשוק המט"ח ועוד), שהסיטו את שער החליפין הריאלי משיווי המשקל ארוך הטווח, ובכך השפיעו גם על העודף בחשבון השוטף.

כדי לבחון את השפעת המשבר הנוכחי בעולם על החשבון השוטף אמדנו מודל נוסף, הכולל גם את התוצר של ארה"ב ואת הגירעון של ממשלת ארה"ב. נמצא שהמשבר העולמי הביא לעלייה של ממש בעודף הבסיסי של המשק בשנת 2009, שכן התוצר של ישראל עלה ביחס לזה של ארה"ב, וגירעון הממשלה ירד ביחס לזה של ארה"ב. הפער שבין העודף בפועל (3.2 אחוזי תוצר) לעודף הנגזר מגורמי היסוד (2.5 אחוזי תוצר) בשנת 2009 הפך לקטן ולא מובהק. נוסף על האמידות הישירות של החשבון השוטף אמדנו בנפרד את השפעת גורמי היסוד על החיסכון ועל ההשקעה (איורים 2 ו-3). אמידות אלו אוששו בעקיפין את המסקנה בדבר תרומתם של גורמי היסוד לגידול העודף בחשבון השוטף של ישראל. להלן נדון בהשפעה של גורמי היסוד על החשבון השוטף, על ההשקעה ועל החיסכון.

¹ Lee, J. Milesi-Ferretti, G.M. and Ricci, L.A. 2008, "Real Exchange Rates and Fundamentals: A Cross-Country Perspective," IMF Working Papers 08/13, International Monetary Fund.

² עם המשתנים שנבחנו ולא נמצאו מובהקים נמנות ההשקעות הישירות הנכנסות.

³ נציין שבכל האמידות נוטרלו מאפיינים קבועים (fixed effects) למדינות השונות.

קצב גידולה של האוכלוסייה ורמת התוצר לנפש – האצה בקצב גדול האוכלוסייה

כרוכה בגידול מהיר של ההשקעות, ולכן גם בירידה של העודף במאזן התשלומים. דוגמה בולטת היא גל העלייה לישראל בתחילת שנות התשעים, שהגדיל זמנית את ההשקעה ואת הגירעון בחשבון השוטף. האטה בקצב גידולה של האוכלוסייה היא הגורם העיקרי למגמה של גידול העודף במאזן התשלומים של ישראל. במקצת האמידות נמצא קשר בין הרכב הגילים של האוכלוסייה לחשבון השוטף: מדינות שבהן יש שיעור גבוה של ילדים וזקנים, שלרוב אינם משתתפים בשוק העבודה, מתאפיינות בשיעור חיסכון נמוך יחסית ובגירעון גבוה יחסית בחשבון השוטף.

נכסי המשק בחו"ל נטו – מדינות שצברו נכסים בחו"ל נהנות מזרם שוטף של הכנסות

מהון, ואילו מדינות שצברו חובות לחו"ל חייבות בתשלום שוטף של ריבית ודיווידנדים; מאחר שהתקבולים והתשלומים השוטפים האלה נרשמים בחשבון השוטף, עלייה בנכסים נטו של המשק בחו"ל פועלת ישירות לגידול העודף בחשבון השוטף. השפעה נוספת, עקיפה ומקוּזת, נובעת מכך שחלק מזרם ההכנסות משמש להגדלת תצרוכת. בפועל גדלו הנכסים של ישראל מול חו"ל ב-28 אחוזי תוצר (1991 ל-2008), והדבר תרם 1.1 אחוז תוצר לגידול העודף בחשבון השוטף⁴.

התוצר לנפש – נמצא כי במדינות שבהן התוצר לנפש נמוך שיעור ההשקעה גבוה. עם

זאת המדינות המתפתחות אינן מתאפיינות בגירעונות גדולים בחשבון השוטף, והדבר עשוי לשקף קושי בגיוס הון מהעולם. בשנים שבהן המשק הישראלי התכנס לרמת הפיתוח של המדינות המפותחות (משנות החמישים ועד שנות השבעים) שיעור ההשקעה בישראל היה גבוה, בדומה לשיעורה במדינות המתפתחות, אך שיעור החיסכון היה נמוך, והגירעון במאזן התשלומים היה גדול.

גירעון הממשלה – ירידה בגירעון הממשלתי מגדילה את שיעור החיסכון במשק, ולכן

פועלת להגדלת העודף בחשבון השוטף. החיסכון במשק מורכב מחיסכון ממשלתי ומחיסכון פרטי; נמצא שגידול החיסכון הממשלתי מקוּזז בחציו על ידי ירידה בחיסכון הפרטי⁵ – משום שהציבור מצפה כי הירידה בגירעון הממשלתי תאפשר ירידה בנטל המס בעתיד. נוסף על כך ירידה בגירעון הממשלתי פועלת להגדלת ההשקעה במשק. בסיכום ההשפעות על החיסכון וההשקעה נמצא שירידה של אחוז תוצר בגירעון הממשלתי מגדילה את העודף בחשבון השוטף בכרבע אחוז תוצר.

מאזן הדלק – עלייה של מחירי הדלק מגדילה את העודף בחשבון השוטף של יצואניות

הדלק ואת הגירעונות של יבואניות הדלק. בטווח הארוך יותר השפעת מחירי הדלק על מאזן

⁴ המיתאם בין הגידול של נכסי ישראל בחו"ל לעודף בחשבון השוטף מבטא גם סיבתיות הפוכה – שכן צבירת הנכסים של המשק בחו"ל היא בעיקרה תוצאה של העודפים שהיו בחשבון השוטף בשנים עברו.
⁵ בהתאם לממצאים קודמים. ראו דוח בנק ישראל לשנת 2008, עמ' 52.

התשלומים תפחת, משום שיצואניות הדלק ישתמשו בהכנסותיהן להגדלת התצרוכת, בעוד שיבואניות הדלק ייאלצו להקטין את התצרוכת.

לוח ת' - 1

תרומת גורמי היסוד לשינוי בעודף בחשבון השוטף של ישראל בין השנים 1991 עד 2008

התרומה לגידול בעודף בשנים 1991 עד 2008	מקדמי הרגרסיה של המשתנה המוסבר – החשבון השוטף ¹	השינוי במשתנים המסבירים בשנים 1991 עד 2008 (אחוזים)
גידול אוכלוסייה	1.57	-1.01
מאזן נטו מול חו"ל	1.06	0.28
לוג תוצר לנפש	0.73	0.94
עודף סקטור ציבורי	0.04	0.19
מאזן הדלק	-0.8	-0.04
סה"כ השינוי	2.6	

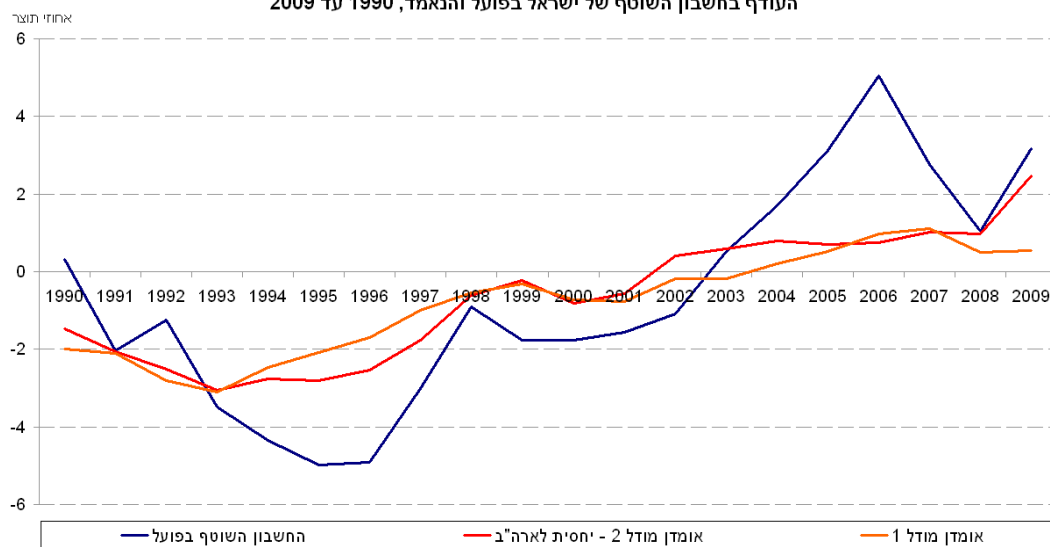
¹ מודל 1 אומד את העודף בחשבון השוטף (באחוזי תוצר) ב-26 מדינות בשנים 1980 עד 2008 (464 תצפיות) ומכיל אפקטים קבועים למדינות; מקדם המתאם במודל הוא 0.81.

² המקדם לא נמצא מובהק.

המקור: WEO, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

איור 1

העודף בחשבון השוטף של ישראל בפועל והנאמד, 1990 עד 2009



המקור: WEO, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.