

פרק ז' מאזן התשלומים

- בשנת 2011 הצטמצם במידה ניכרת העודף בחשבון השוטף של ישראל, והחשבון התאזן; זאת לאחר עודפים שנתיים גדולים של 6-7 מיליארדי דולרים בשנתיים הקודמות ועודף ברציפות משנת 2003.
- על רקע הגידול המהיר של הביקושים במשק והתקרבותו לתעסוקה מלאה גדלו במידה ניכרת יבוא המוצרים בני הקיימא וההשקעות בענפי המשק, שימושים שעיקרם מיבוא.
- נסיקת מחירי הדלק והסחורות האחודות הגדילה את ההוצאה ליבוא סחורות ב-3.6 מיליארדי דולרים ביחס לאשתקד.
- המשבר הכלכלי באירופה האט את צמיחת היצוא הישראלי בשליש האחרון של השנה. אירופה היא יעד לשליש מהיצוא הישראלי, והיצוא האירופי, הצפוי ליהנות מפיחות האירו, הוא המתחרה העיקרי ליצוא הישראלי בארה"ב ובשווקים אחרים.
- היצוא פיגר השנה מעט אחר היבוא של שותפות הסחר של ישראל; זאת על רקע הייסוף הריאלי שנרשם בשנים הקודמות.
- גילוי מאגרי הגז הביא עד כה להגדלת ההשקעות בענף, אשר הגדילו את הגירעון בחשבון השוטף; אך בשנים הקרובות הוא יביא לשיפור משמעותי בו.
- ייסוף שער החליפין במחצית הראשונה של השנה - למרות התגברות אי-הוודאות הגיאוגרפית, הטלת מגבלות על תנועות ההון לטווח קצר וירידה ניכרת בחשבון השוטף - הושפע מפערי הריבית בין ישראל למערב ומהצמיחה המואצת בישראל.
- החשש הגובר ממשבר החוב באירופה באמצע השנה הביא למהפך בתנועות ההון הקצרות ולפיחות מתמשך; זאת כחלק מזרימת הון כללית אל מדינות הנחשבות ל"מקלט בטוח", אשר הביאה לפיחות מרבית המטבעות בעולם ביחס לדולר וליין.
- עודף הנכסים של המשק ביחס לחו"ל והרכבו תורמים לחוסנו של המשק בעתות משבר.

לוח ז'-1
אינדיקטורים עיקריים למאזן התשלומים, 2003 עד 2011

2011						
המחצית השנייה	המחצית הראשונה	2011	2010	2009	2008-2003	
(שיעורי השינוי בדולרים, במונחים שנתיים)						
-3	23	12	21	-20	14	יצוא הסחורות
9	20	18	22	-23	17	הסחר העולמי בסחורות
5	12	11	13	-10	13	יצוא השירותים
0	39	21	21	-25	14	יבוא הסחורות והשירותים
(שיעורי השינוי במונחים שנתיים)						
-9	-6	-7	-4	10	-1	תנאי הסחר
6	80	39	25	-38	28	מחירי חומרי האנרגיה
-5	5	3	5	-2	1	שער החליפין הריאלי
(שיעורי השינוי הריאליים במונחים שנתיים)						
-6	9	4	17	-13	8	יצוא הסחורות
² 4	19	¹ 5	15	-13	9	הסחר העולמי בסחורות
2	10	8	6	-13	11	יצוא השירותים
-4	18	10	11	-14	7	יבוא הסחורות והשירותים
(מיליארדי דולרים)						
-0.8	1.0	0.2	6.3	7.0	3.4	החשבון השוטף
-1	-1	-2	4	5	-1	מאזן הסחורות והשירותים
-3	-3	-6	-6	-5	-3	חשבון ההכנסות נטו
4	4	9	8	7	7	ההעברות השוטפות נטו
0.6	0.6	1.2	1.0	0.9	0.8	חשבון ההון
-4.7	0.9	-3.8	-10.2	-11.2	-4.7	החשבון הפיננסי
6	2	8	-3	3	1	ההשקעות הישירות נטו
-2	0	-2	-9	-7	0	ההשקעות בתיק לניירות הערך נטו (ללא מק"ם)
-9	3	-6	14	10	-2	ההשקעות האחרות נטו + מק"ם + נגזרים
0	-4	-5	-12	-17	-3	השינוי ביתרות המט"ח
-2.0	-1.0	2.4	2.9	3.3	0.6	הפרשים סטטיסטיים

(1) שלושת הרבעים הראשונים של השנה.

(2) יולי עד אוקטובר.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, IFS.

1. עיקרי הדברים

בשנת 2011 ירד במידה ניכרת העודף בחשבון השוטף של ישראל, והחשבון התאזן, לאחר עודפים מאז 2003. היקף היצוא של המשק היה נמוך מזה של היבוא אליו ב-2.1 מיליארד דולרים, לאחר שנתיים של עודף יצוא בהיקף של כ-4.5 מיליארדי דולרים לשנה. נסיקת המחירים של הסחורות המיובאות במחצית השנייה של שנת 2010 ובתחילת 2011 תרמה כ-2.2 מיליארדי דולרים להגדלת הגירעון השנה. הגאות במשק המקומי, במחצית הראשונה של השנה, הביאה לגידול ניכר של ההשקעות במכונות וציוד וברכישת מוצרים בני קיימא - שימושים עתירי יבוא, שהביקוש להם גדל מאוד בעת גאות במחזור העסקים. לגידול הגירעון פעל גם החשש ממשבר באירופה, שהאט את הסחר העולמי ואת הביקושים למוצרי היצוא של ישראל.

ירידת העודף בחשבון השוטף היא תוצאה של המיתון העמוק במדינות המערב, אשר נענה במדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד במשקים שבמשבר. זו טרם חילצה אותם מהמיתון, אך השפעתה המרחיבה על יתר המשקים הפתוחים, ובהם ישראל, ניכרת היטב. המיתון במדינות המערב הגדיל את האבטלה ואת עודף כושר הייצור בהן, ופעל להסטת חלק מהייצור של המוצרים הסחירים בעולם אליהן. הסטה זו יכלה להתרחש בקצב אטי, באמצעות שחיקת השכר הנומינלי במדינות שבמשבר, אך הפחתת הריבית במדינות המערב אפשרה להאיץ מאוד את התהליך: הפחתת הריבית במערב הביאה לתנועות הון אל המדינות שלא נפגעו מהמשבר, ואלו אילצו את אותן מדינות להפחית את הריבית. הפחתת הריבית במדינות שלא נפגעו מהמשבר האיצה את גידול הביקושים בהן - הן למוצרי יבוא והן למוצרים מייצור מקומי. גידול הביקוש ליבוא הגדיל באופן ישיר את הביקוש לסחורות המיוצרות במדינות שנפגעו מהמשבר, ואילו גידול הביקוש למוצרים הלא-סחירים במדינות שלא נפגעו מהמשבר הביא להגדלת הרווחיות של המגזר הלא-סחיר ולהגדלת פעילותו; זאת על חשבון הענפים הסחירים, שדחיקתם התבטאה בירידה של היצוא (בין היתר אל המדינות שנפגעו מהמשבר) ושל ייצור תחליפי היבוא. הריבית הנמוכה במדינות המערב שחקה אפוא את רווחיות היצרנים במגזר הסחיר במדינות שלא נפגעו מהמשבר הן ביחס למתחריהם במדינות שנפגעו במשבר והן ביחס ליצרנים במגזר הלא סחיר במדינותיהם הם, ובכך תרמה להגדלת הפעילות בענפים הסחירים במדינות שנפגעו מהמשבר.

המיתון החריף במדינות המערב פעל לפיחות ריאלי של מטבעותיהן ולגידול העודף בחשבון השוטף שלהן, לייסוף ריאלי ולהקטנת העודף בחשבון השוטף של שותפות הסחר שלהן, ובהן ישראל. הדבר התרחש באמצעות מנגנון הריבית ותנועות ההון: הריבית הנמוכה במדינות המערב הגדילה מאוד את היקף ההשקעות הזרות קצרות הטווח שזרמו לישראל אשתקד ובמחצית הראשונה של השנה. זרימת ההון הזר פעלה לייסוף שער החליפין הנומינלי; זה הוזיל את המוצרים המיובאים (בשקלים) וייקר את עלויות הייצור של יצרני המגזר הסחיר בישראל ביחס למתחריהם בעולם (במונחי מטבע חוץ), ובכך האיץ את גידול היבוא, ריסן את גידול היצוא והגדיל את הגירעון בחשבון הסחורות והשירותים. הריבית הנמוכה במדינות המערב גם מנעה העלאה מוקדמת ומהירה יותר של הריבית בישראל, מחשש שזו תביא לייסוף גדול עוד יותר ולפגיעה גדולה ביצוא וביצרני תחליפי היבוא; הריבית הנמוכה בישראל האיצה את הביקושים המקומיים והגבירה את ניצולת גורמי הייצור - ההון והעבודה. ניצולת גורמי הייצור הלכה וגברה במחצית הראשונה של השנה, והיא נשקה לרמה אשר חייבה את התייקרותם (רמת תעסוקה מלאה).

המיתון במדינות המערב פעל לירידת העודף בחשבון השוטף במדינות שלא נפגעו מהמשבר, ובהן ישראל.

הריבית הנמוכה במדינות המערב פעלה לייסוף ריאלי במטבעותיהן של יתר המדינות שבהן תנועות הון חופשיות, וביניהן ישראל.

ואולם, התמסורת המתוארת לעיל מהמדיניות המוניטרית בעולם אל המשק הישראלי פחתה מאוד במחצית השנייה של השנה. למעשה, עליית פרמיית הסיכון של המשק בשל האירועים הגיאוגרפיים באזור, מחד גיסא והמגבלות שהוטלו על משקיעים זרים לטווח קצר מאידך הקטינו את פערי הריבית האפקטיביים עוד במחצית הראשונה של השנה, והדבר ניכר בהתמתנות קצב הייסוף. בהמשך, עם התגברות החשש ממשבר החוב באירופה פסקו לחלוטין תנועות ההון נטו קצרות הטווח אל המשק, ואף החל לחץ ליציאתן; לחץ זה הביא לפיחות של השקל ביחס לדולר, ועל רקע זה פסקו גם רכישות המט"ח של בנק ישראל. תופעה דומה התרחשה באותו הזמן במשקים המתפתחים, והיא נבעה מפנייה מסיבית של המשקיעים אל איגרות החוב הבטוחות יותר, בעיקר אלו של ארה"ב, יפן ושווייץ הנחשבות כ"מקלט בטוח". תופעה זו של "ריצה אל הדולר" ופיחות של השקל התרחשה גם במשבר הקודם (מיוני 2008 עד מארס 2009); אך פיחות השקל ביחס לדולר התגלה אז כזמני בלבד, ובסופו של דבר גברו הכוחות לייסוף, שנבעו מההתאוששות המהירה יחסית של ישראל מהמשבר ומפערי הריבית שנפתחו.

מאזן הנכסים וההתחייבויות של המשק מול חו"ל טוב יחסית למדינות אחרות, וההסתברות שמשבר אירופי יפגע בו באופן ש"ידיבק" את המשק נמוכה למדי: לישראל עודף נכסים על התחייבויות, והחוב ברוטו נמוך יחסית. מלבד זאת הרכב ההתחייבויות סולידי - מרביתן במכשירי הון (כגון השקעות של זרים במניות), ורק מיעוטן במכשירי חוב (אג"ח והלוואות), ומכשירי החוב האלה נקובים ברובם בשקלים, ולכן הם אינם כרוכים בחשיפה מטבעית. גם ליתרות המט"ח הגבוהות תרומה ליציבות. תרומה חשובה במיוחד נובעת מהאיזון (ואף עודף) בחשבון השוטף, שצפוי אף להשתפר הודות להחלפת יבוא חומרי האנרגיה בגז טבעי מקומי (מאמצע 2013).

החשש ממשבר החוב באירופה הביא להפסקת תנועות ההון נטו קצרות הטווח אל המשק, ואף החל לחץ ליציאתן; לחץ זה הביא לפיחות של השקל.

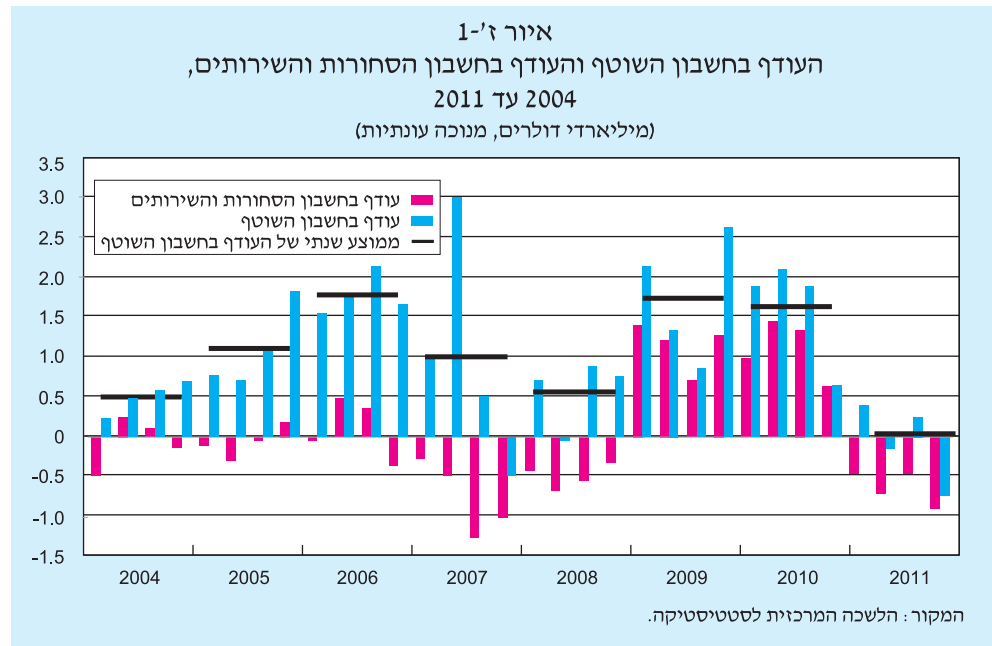
לישראל איזון (ואף עודף) בחשבון השוטף, חוב חיצוני נמוך יחסית למדינות אחרות, יתרות מט"ח גבוהות ועתודות גז לא מבוטלות. כל אלה תורמים ליציבות המשק.

2. חשבון הסחורות והשירותים

א. התפתחויות עיקריות

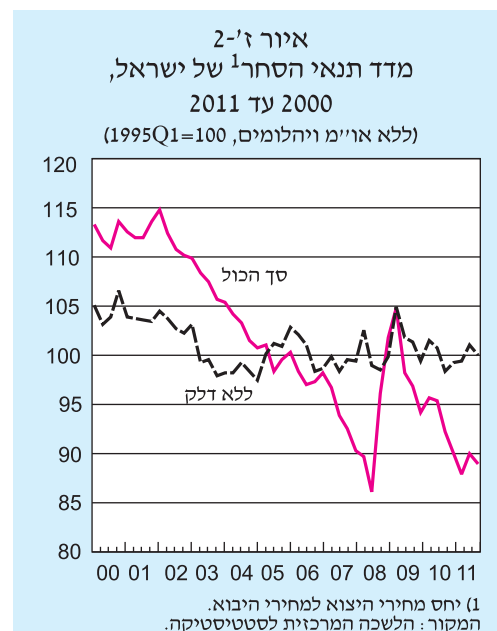
חשבון הסחורות והשירותים, שהוא חלקו העיקרי של החשבון השוטף, היה השנה מאוזן, וזאת לאחר עודפים של למעלה מ-4 מיליארדי דולרים בכל אחת מהשנתיים הקודמות. ההתפתחות השנה אינה מבשרת חזרה לגירעונות גדולים, שכן היא בעיקרה תוצאה של גורמים מחזוריים - פעילות שיא במשק המקומי לצד שפל בשותפות הסחר העיקריות של ישראל. נוסף על כך, בניגוד לעבר, החרפת המשבר העולמי לא לוותה בירידה משמעותית של מחירי הסחורות והנפט; אלו התייקרו מאוד וגרמו ירידה ניכרת בחשבון הסחורות והשירותים. ההאטה באירופה פגעה ישירות בביקוש ליצוא הסחורות מישראל, והגבירה את התחרות מול היצואנים האירופיים, שהם המתחרים העיקריים של היצואנים הישראליים בשוק העולמי. בו בזמן הגדילה הצמיחה המתמשכת של המשק המקומי את הביקושים למוצרי יבוא; ריבית ריאלית אפסית והתקרבות המשק לתעסוקה מלאה הגדילו במיוחד את השימושים הרגילים למחזור העסקים - ההשקעות בענפי המשק וצריכת המוצרים בני הקיימא, שימושים שרובם ככולם מיובאים; העלאת ריבית בנק ישראל במהלך השנה אמנם הביאה לעליית הריבית הריאלית המקומית ולצינון המשק, אך גם להוזלת המחיר השקלי של המוצרים המיובאים.

ירידת העודף בחשבון הסחורות והשירותים נבעה מגורמים מחזוריים - פעילות שיא במשק המקומי לצד שפל אצל שותפות הסחר העיקריות של ישראל - ומהתייקרות של מחירי הסחורות המיובאות, ובפרט של הנפט.



מחיריהם של חומרי
האנרגיה, שהם חמישית
מהיבוא של ישראל,
התייקרו בתוך שנה אחת
ב-50 אחוזים והגדילו
מאוד את הגירעון
בחשבון הסחורות.

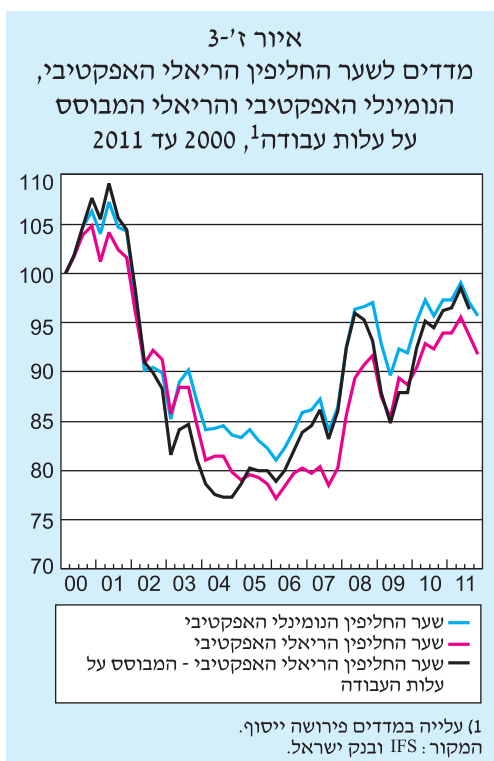
תנאי הסחר: במהלך התקופה שבין אמצע 2010 לתחילת 2011 נסקו מחירי הסחורות בעולם בכלל ומחירי הדלק בפרט, על רקע סימני התאוששות בכלכלה העולמית ואי יציבות בחלק מיצואניות הנפט. מחיריהם של חומרי האנרגיה, שהם חמישית מהיבוא של ישראל (ללא יהלומים) התייקרו בתוך שנה אחת בלבד ב-50 אחוזים (במונחי דולרים), מחירי חומרי הגלם האחרים (ללא יהלומים ואנרגיה), שהם קרוב למחצית מהיבוא, עלו ב-13 אחוזים, ויבוא הסחורות כולו התייקר בלא פחות מ-18 אחוזים (הרביע השני של 2011 לעומת המקביל לו ב-2010). במחצית השנייה של השנה, על רקע ההאטה בכלכלה העולמית, התייצבו ואף



ירדו מעט מחירי הסחורות למעט אנרגיה (בדולרים שוטפים), והירידות התגברו ברביע האחרון של השנה. מחירי הדלק ירדו ברביע השלישי של השנה, אך שבו ועלו ברביע הרביעי, על רקע המתרחקות הסחורות בעולם ביחס לשנה הקודמת הגדילה גם את ההכנסות מיצוא - בעיקר של מוצרים כימיים ודשנים המופקים בישראל - אך מאחר שמשקל הסחורות הגולמיות ביבוא גדול הרבה יותר מאשר ביצוא, התבטאה נסיקת מחיריהם בהרעה ניכרת של תנאי הסחר (היחס שבין מחירי היצוא למחירי היבוא). בסיכום שנתי הורעו תנאי הסחר ב-3.8 אחוזים, וכתוצאה מכך גדל הגירעון בחשבון הסחורות של ישראל בכ-3.6 מיליארדי

דולרים¹. ההרעה בתנאי הסחר מסבירה חצי מגידול הגירעון בחשבון הסחורות בשנת 2011 כולה ו-45 אחוזים מגידולו במחצית הראשונה של השנה (לעומת הממוצע בשנת 2010)². **הייסוף הריאלי בשנים הקודמות³ ומחזור העסקים:** גורם נוסף שהשפיע על התפתחות הגירעון השנה היה ייסוף ריאלי מתמשך בחמש השנים הקודמות. שני מדדים לשער החליפין הריאלי - העלות של סל מוצרי צריכה בישראל ביחס למדינות אחרות (במטבע אחיד) והעלות של יחידת עבודה בישראל ביחס למדינות אחרות - מצביעים על התייקרות יחסית ניכרת בישראל מאז שנת 2007, וזאת ב-17 וב-21 אחוזים, בהתאמה. ההתייקרות המואצת של העלות ליחידת עבודה בישראל (מעבר לעלייתה בשותפות הסחר שלה) מלמדת שהייסוף משקף התייקרות של עלויות הייצור בישראל ביחס לאירופה וארה"ב (ולא רק התייקרות של סל מוצרי הצריכה כגון דיור למגורים). הייסוף הריאלי נתמך בהבדל שבין התפתחות מחזור העסקים בישראל להתפתחותו בשותפות הסחר שלה: האבטלה הגואה באירופה ובארה"ב פעלה לשחיקת השכר שם, וכתוצאה מכך השכר בישראל עלה יחסית לשותפות הסחר העיקריות שלה. התייקרות עלות השכר (ועלויות הייצור האחרות) בהשוואה לשותפות הסחר התחזקה, לנוכח ייסוף נומינלי בשער החליפין (שכן עליית השכר

בשנים האחרונות התייקרו עלויות הייצור בישראל – ובפרט עלויות השכר – ביחס לשותפות הסחר (במונחי מט"ח), דבר אשר כשלעצמו פוגע בכושר התחרות של היצרנים בישראל.



והמחירים בישראל במונחי שקלים הייתה מתונה יחסית). לפיכך, הייסוף הנומינלי ייקר מאוד את עלות השכר בישראל ביחס לשותפות הסחר (במונחי מט"ח), והגורמים הריאליים, ובכללם שיעורי התעסוקה הגבוהים בישראל והאבטלה הגבוהה בשותפות הסחר, תמכו ברמה החדשה של שער החליפין הריאלי וקיבעו אותה בסביבה זו, לפחות לעת עתה. גורם נוסף שפעל לייסוף בשנים אלו היה רמתו המפוחתת יחסית של שער החליפין הריאלי של השקל בתחילת התקופה (בשנים 2006-2007).

בבדיקה שנערכה בבנק ישראל נמצא שרמת שער החליפין הריאלי בשנת 2011 תואמת את התפתחות הפערים בקצב הצמיחה לנפש שבין ישראל לארה"ב, פער המשמש אינדיקציה להתפתחות הפריון. (ראו דיון בסעיף מס' 6 ואיור 20-2). ואולם, צמיחת התוצר לנפש בישראל ביחס

¹ זאת בהנחה שהתייקרות מחירי היבוא בכלל לא הקטינה את הכמות המיובאת מהם. זוהי הנחה סבירה למדי, משום שעיקר ההתייקרות נבע ממחירי הדלק והמוזון, שהביקוש להם קשיח (בטווח של שנה).

² גורם אחר אשר פעל להרעה בתנאי הסחר במחצית הראשונה של השנה ולשיפור בו במחצית השנייה הוא התפתחות שער החליפין של האירו ביחס לדולר. האירו התחזק במחצית הראשונה של השנה ונחלש במחצית השנייה; מאחר שלשארית עורף יבוא מול גוש האירו ועודף יצוא מול ארה"ב, היחלשות האירו מוזילה את מחירי היבוא של ישראל ומשפרת את תנאי הסחר.

³ מאזן התשלומים ושער החליפין משפיעים זה על זה באופן סימולטני; הניתוח כאן מניח שחשבון הסחורות והשירותים מגיב על ההתפתחויות בשער החליפין בפיגור, שכן תהליכי הייצור של ענפי היצוא אורכים זמן, וקשיחויות מחירים מעכבות את התאמת המחירים של מוצרי היבוא.

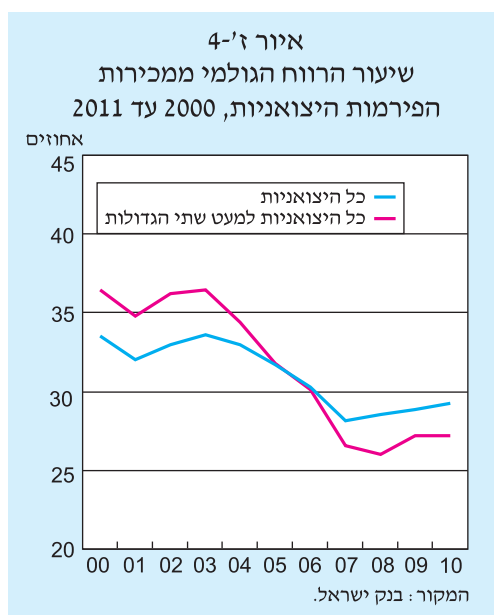
הגידול המהיר של הפריזון בישראל ביחס לזה של ארה"ב שיפר את כושר התחרות של היצרנים הישראליים וקיצו את השפעת התייקרות עלויות הייצור (השפעת הייסוף) על רווחיהן.

העלות ליחידת עבודה בענפי הטכנולוגיה העילית, שהם ענפי הייצור העיקריים של ישראל, התייקרה בשיעור ניכר ביחס לשותפות הסחר.

היקף הייצור ושיעור הרווחיות של היצואניות הגדולות – "טבע", "כימיקלים לישראל" ו"אינטל" – לא פחתו השנה, למרות התייקרות עלויות הייצור בישראל.

לשותפות הסחר שלה אינה משקפת גורמי פריזון בלבד, אלא גם גורמים מחזוריים, שכן שיעורי האבטלה בארה"ב ובאירופה גבוהים היום הרבה יותר מאשר בישראל. בזמן אמת יש קושי להבחין בין גידול בתוצר הנובע מגידול מחזורי וחולף של הביקושים לבין שיפור מתמשך ביכולת הייצור - גידול של הפריזון; רק כאשר מחזורי העסקים של ישראל והמערב יסונכרו יתברר אם הצמיחה המהירה בישראל משקפת התכנסות של רמת התוצר לנפש לזו שבמערב, התכנסות אשר מטבע הדברים מלווה בייסוף השקל. אם התכנסות שער החליפין הריאלי ברמתו הנוכחית לא תגובה בגידול מקביל של פריזון הייצור בישראל ביחס לשותפות הסחר, יידחקו המוצרים הסחירים המיוצרים בישראל ויחלפו על ידי יצרנים זרים, והגירעון בחשבון הסחורות והשירותים יגדל.

העלות ליחידת עבודה התייקרה ביחס לשותפות הסחר העיקריות של ישראל (במונחי מט"ח) גם בענפים מוטי היצוא. עיקר היצוא הישראלי הוא מענפי הטכנולוגיה העילית, שבהם חוזי העבודה גמישים. לכאורה, ענפים אלו יכולים לחמוק בקלות יחסית מהשפעת הייסוף הנומינלי על ידי שחיקת השכר הנומינלי בלי לאבד עובדים, שכן שכר העבודה, שהוא הרכיב העיקרי בעלויות הייצור שלהם, גבוה בהם בהרבה מאשר בענפים האחרים. (השכר האלטרנטיבי לעובדים בעלי הון אנושי רב בענפים הלא-סחירים נמוך יותר). בחינת התפתחות השכר הנומינלי למשרת שכיר בענפי האלקטרוניקה, התוכנה והמו"פ, שהם ענפי היצוא העיקריים, מלמדת שהוא אכן נשחק מעט: בין השנים 2006 ו-2010 עליית השכר בהם פיגרה ב-4 אחוזים אחר עליית השכר הכללי במשק. ואולם שחיקת שכר זו הייתה מתונה בהרבה ביחס לייסוף במונחי העלות ליחידת עבודה (21 אחוזים משנת 2006), ומכאן שגם העלות ליחידת עבודה בענפי הייצוא העיקריים התייקרה בשיעור ניכר ביחס לשותפות הסחר (ב-17 אחוזים משנת 2006).



המוצלחת של היצואניות הגדולות עם התייקרות עלויות הייצור במשק הייתה אפוא הסיבה העיקרית להמשך צמיחתו של היצוא הישראלי. תמונה דומה עולה מהתפתחות

הייסוף הריאלי פעל אפוא לייקור עלויות הייצור, אך ייתכן ששיפורים בפריזון הייצור וגלגול ההתייקרות אל הצרכנים בחו"ל קיצו את השפעתו על הרווחיות. בדיקה ישירה של שיעור הרווחיות בחברות יצואניות הרשומות בבורסה ומפרסמות דוחות כספיים לציבור⁴ מלמדת ששיעור הרווח הגולמי של מרביתן אכן ירד בשנים 2006 עד 2011 לעומת שש השנים שקדמו להן. עם זאת, שיעור הרווחיות של מגזר היצוא כולו לא פחת בהרבה, וזאת הודות לגידול רווחיותן של שתי חברות היצוא הגדולות ביותר ("טבע" ו"כימיקלים לישראל"). שרווחיותן נובעת גם מפעילות בחו"ל, אשר אינה חשופה לתנודות בשער החליפין של השקל. התמודדותן

⁴ ראו: 'מגמות ברווחיות של חברות יצואניות ולא יצואניות', *ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים*, 131, מאי עד אוגוסט 2010, עמודים 33-36.

יצוא הסחורות עצמו בשנתיים הקודמות (2009 ו-2010): יצוא זה צמח בדומה לסחר העולמי בסחורות, ואף מהר ממנו, אך זאת בעיקר הודות לשני אירועים בולטים - פתיחת מפעל חדש לייצור רכיבים אלקטרוניים של חברת "אינטל" בקריית גת ושיווק תרופת מקור של חברת "טבע" - שהזניקו את היצוא ב-4.1 מיליארדי דולרים (2010 לעומת 2008); היצוא של כל יתר ענפי הסחורות גם יחד עלה במיליארד דולרים בלבד, והוא אף נשחק במונחים ריאליים. ניתן לשער שלשער החליפין הייתה השפעה ממתנת על מרבית החברות, אך השפעתו אינה ניכרת בהיקף היצוא הכולל של השנתיים הקודמות, משום שהיצואניות הגדולות (ובהן "טבע", "אינטל" ו"כימיקלים לישראל"), שמהן נובע רוב היצוא, השכילו להתיעל ולהשתפר⁵. ואולם השפעת הייסוף על הרווחיות הלכה והצטברה, וייתכן שהשנה היא כבר ניכרה בהאטת קצב הגידול של סך היצוא.

במקביל פעל הייסוף הריאלי להגדלת עתירות היבוא של השימושים השונים: בין השנים 2006 ו-2011 צמחו הצריכה הפרטית והתוצר בשיעור ריאלי של 22 אחוזים, בעוד שיבוא המוצרים לצריכה שוטפת וסך היבוא של מוצרי צריכה זינקו ב-46 ו-59 אחוזים, בהתאמה; ההשקעה במכונות וציוד מיבוא גדלה כמעט פי שניים, בעוד שהשקעה זו מייצור מקומי גדלה בשיעור זעום, וגם עלייתו של יבוא חומרי הגלם הייתה גבוהה מהעלייה של מדד הייצור התעשייתי (20 לעומת 14 אחוזים). התפתחויות אלו חריגות ביחס למחצית הראשונה של העשור הקודם, אז עתירות היבוא בשימושים השונים עלתה בקצב מתון הרבה יותר⁶. **משק הגז** פעל השנה לגידול הגירעון בחשבון השוטף - תוצאת ההשקעות הגדולות בפיתוח שדות הגז שנמצאו וההשקעות הקדחתניות בגילוי מאגרי גז חדשים (בטרם יפקעו הרישיונות, ב-2014). תרומה נוספת להגדלת הגירעון בחשבון הסחורות והשירותים השנה נבעה מהתדלדלות מאגר הגז הישראלי הפעיל היחיד⁷ ("ים תטיס") וחבלות חוזרות ונשנות בצינור הגז ממצרים, בחיבן הגדלה של השימוש בסולר יקר ובפחם (שעלותו אנגם נמוכה משל גז, אך מקורו ביבוא בלבד). השימוש בסולר הגדיל את הגירעון בכ-130 מיליון דולרים⁸, הרעה הצפויה לגדול בשנת 2012. ואולם, כבר בשנת 2013 צפויה להתחיל זרימת הגז ממאגר "תמר" ליצרני החשמל, ותרומת גילוי הגז לשיפור חשבון הסחורות והשירותים תלך ותגדל בהדרגה עם הבשלת ההשקעות⁹.

עתירות היבוא
בשימושים השונים
עלתה בקצב מואץ בחמש
השנים האחרונות.

משק הגז פעל השנה
לגידול הגירעון בחשבון
השוטף. ואולם כבר בשנת
2013 צפויה להתחיל
זרימת גז ממאגר "תמר",
ותרומת גילוי הגז
לשיפור חשבון הסחורות
והשירותים תלך ותגדל
בהדרגה.

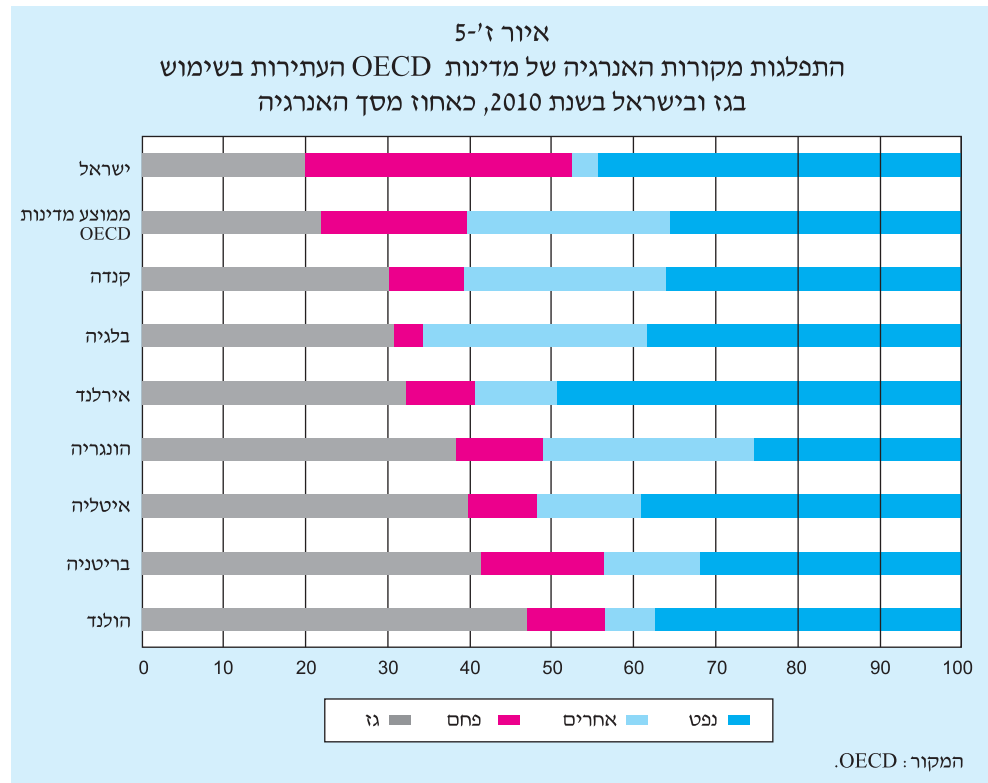
⁵ סיבה אפשרית לצמיחת היצוא למרות הייסוף קשורה בהתמחותו במוצרים עתירי מו"פ, שבהם שולי הרווח רחבים יחסית (והעלויות ישפיעו בעיקר על תהליכי הפיתוח והייצור של דור המוצרים הבא). בהיותם, מעצם טבעם, ייחודיים, הביקוש להם פחות רגיש להתייקרות המחיר.

⁶ שיעור ההשקעה בציוד ומכונות מיבוא בסך ההשקעה בציוד ומכונות היה יציב למדי, 67 אחוזים, במחצית הראשונה של העשור הקודם, לפני שהוא עלה ל-77 אחוזים בחמש השנים האחרונות (ממוצע 2007 עד 2011).

⁷ הירידה בתפוקת מאגר "ים תטיס" הייתה בסוף 2011, והשפעתה להגדלת ההוצאה על יבוא חומרי האנרגיה תתבטא בעיקר בשנת 2012.

⁸ על פי נתוני מינהל הדלק והגז ירד השימוש בגז לייצור חשמל בשנת 2011 ב-7 אחוזים; השקולים ל-1,440 מיליון קוט"ש (דוח חח"י 2010). על פי אומדנו ייצור חשמל בהיקף כזה באמצעות סולר בלבד כרוך ביבוא דלק של כ-200 מיליון דולרים; זאת בהנחה שעלות הזיקוק היא רבע מעלות הסולר בשער בית הזיקוק. ייצור כמות דומה באמצעות גז כרוך ביבוא גז בהיקף של 70 מיליון דולרים, ולכן עלות ההחלפה היא 130 מיליון דולרים. (עלות ההחלפה לחברת חשמל יקרה יותר, משום שהבלו מהווה מחצית ממחיר הסולר, ומשום שהיא נושאת בעלות הזיקוק.)

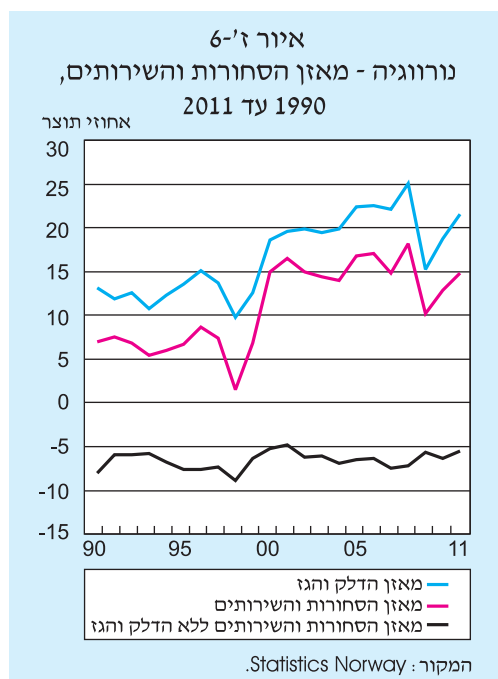
⁹ עוד קודם לכן (2012) צפוי להסתיים פיתוח מאגר גז קטן סמוך לחוף עזה.



עצימות השימוש בגז
במשק צפויה לגדול
מאוד, ואף ייתכן יצוא
של גז. אלו עשויים
להביא לגידול חד אך
קצר-ימים בלבד של
הכנסות המשק במט"ח.

שדות הגז הגדולים בים התיכון תורמים לחיסון המשק, בטווח הנראה לעין, בפני משבר שמקורו בגירעון בחשבון השוטף. כיום מאזן התשלומים של ישראל חשוף לתנודות חדות בהוצאה על יבוא דלקים, שכן יבוא זה הוא חלק משמעותי מסך היבוא (15 אחוזים ב-2011), ומחירו תנודתי מאוד. גילוי הגז יקטין את התלות ביבוא הדלקים, ובפרט - את הסיכון במקרה של התערערות היציבות במזרח התיכון (אשר עלולה כמובן לפגוע בישראל בדרכים שונות מלבד נסיקת מחירי הנפט). תרומה חשובה של גילוי הגז היא להקטנת הגירעון ביבוא הסחורות והשירותים, אך גילוי זה מחייב מדיניות זהירה, כדי למנוע משבר בעתיד הרחוק יותר, כשמאגרי הגז יכלו. מידת השיפור בחשבון השוטף בשנים הקרובות תלויה בגודל המאגרים שיימצאו, בעצימות השימוש בהם, בעיתוי של תקבולי המסים בגינם ועוד. כארבעים אחוזים מהחשמל בישראל בשנת 2010 יוצרו באמצעות גז; המאגרים שנמצאו, "תמר" ו"לווייתן", יכולים לספק בהיקף הנוכחי במשך 100 שנה ויותר, ולחסוך בכל שנה יבוא פחם בסך של 2.5 מיליארדי דולרים (במחירי 2010). ואולם השימוש במאגרי הגז צפוי להיות אינטנסיבי הרבה יותר; בכיוון זה מצביע שיעורו של השימוש בגז בסך מקורות האנרגיה בחלק מהמדינות המפותחות - בבריטניה, איטליה והונגריה - שהוא כפול מזה של ישראל. תגליות הגז צפויות להקל את פעילותם של יצרני החשמל הפרטיים, ולהביא להגדלת עתירות השימוש בגז בייצור החשמל⁶¹ ובתחבורה (באופן ישיר בתחבורה ציבורית

⁶¹ 10 אחוזים מייצור החשמל של חברת החשמל הוא מפחם. זמינות הגז צפויה להקטין את היתרון של תחנות כוח מפחם, שעלות הקמתן גבוהה אך עלות תפעולן השוטפת נמוכה, לדחוק את ייצור החשמל באמצעות פחם ולהגביר את התחרות מצד יצרני חשמל קטנים.



המונעת בגז, ובאופן עקיף באמצעות האצת השימוש ברכבים חשמליים). ואכן, בעשור הקרוב היקף השימוש בגז טבעי, על פי תחזית הביקושים של משרד התשתיות, צפוי לגדול פי שניים. נוסף על כך ישראל עשויה להפוך ליצואנית גז נוזלי¹¹ או חשמל, דבר שעלול לכלות במהירות את מאגרי הגז ולהביא לגידול חד אך קצר-ימים יותר של הכנסות המשק. ככל שהשימוש בגז יהיה עציץ יותר גוברת החשיבות של מימוש החלטת הממשלה בדבר הקמת קרן עושר, אשר תפזר את השימוש בהכנסות ממסים על פני שנים רבות, לטובת הדורות הבאים. קרן כזאת תביא לשיפור בחשבון השוטף, אך עיקר חשיבותה במניעת פגיעה בתעשיות הסחירות והסתמכות מוגזמת על מאגרי הגז למימון הגירעון בחשבון הסחורות והשירותים; זאת מחשש כי

כאשר אלה יאזלו יימצא המשק במצב של תלות גדולה מדי ביבוא, תעשיית היצוא תהיה קטנה מדי ולא תחרותית, והגירעון בחשבון השוטף יאמיר לרמה מסוכנת (תופעה הידועה בשם "המחלה ההולנדית"). נורווגיה, הנהנית ממאגרי גז גדולים מאוד, היא הדוגמה הידועה ביותר של מדינה שהקימה קרן עושר, והצליחה להימנע מתלות מוגזמת במשאבי הטבע שלה. רוב עודף ההכנסות מגז נחסך ומושקע בחו"ל, ומאזן הסחורות והשירותים למעט מגזר האנרגיה שומר על יציבות; על אף עליית העודף של מגזר הגז והנפט בשנות ה-2000 לא הגדילה נורווגיה את הגירעון בחשבון הסחורות והשירותים שלה למעט אנרגיה.

יבוא הסחורות והשירותים: בשנת 2011 נרשם גידול ריאלי מואץ של יבוא הסחורות, ואילו ברביע הרביעי חלה תפנית, והוא ירד. סך יבוא הסחורות (למעט חומרי אנרגיה) עלה השנה בשיעור ריאלי של 14 אחוזים, תוך זינוק של 40 אחוזים ביבוא מוצרי ההשקעה וגידול מהיר מאוד, 8 אחוזים, של יבוא מוצרי הצריכה. גם שיעור עלייתו של יבוא חומרי הגלם, 7 אחוזים, היה מהיר הרבה יותר מזה של מדד הייצור התעשייתי, שהיה נמוך משני אחוזים. במחצית הראשונה של השנה גדל במהירות גם יבוא השירותים, אך הוא ירד ברביע השלישי, אשר במהלכו חל המפנה גם ביבוא הסחורות. נסיקת היבוא במחצית הראשונה של השנה וירידתו ברביע הרביעי היו חדות הרבה יותר מזו של התוצר והשימושים, בשקפן בין היתר, את רגישותם של השימושים עתירי היבוא - ההשקעות בענפי המשק וצריכת בני-הקיימא - למחזור העסקים.

הגידול המהיר של יבוא הסחורות בכלל ושל ההשקעות בפרט במחצית הראשונה של השנה מצביע על הגאות בביקוש המקומי, על רקע התקרבות המשק לתעסוקה מלאה ולמיצוי כושר הייצור. אמנם, הגידול החריג של יבוא מוצרי ההשקעה נבע ברובו המכריע

בשלושת הרבעים הראשונים של שנת 2011 נרשם גידול מואץ בכל רכיבי יבוא הסחורות – מוצרי ההשקעה, מוצרי הצריכה וחומרי הגלם.

¹¹ לאחרונה נחתם הסכם לבחינת כדאיות הקמתה של תשתית ימית ליצוא גז נוזלי מ"תמר" בהיקף השקול למחצית מצריכת הגז הנוכחית של ישראל (BCM 3-4.5 בשנה). משך הזמן של הקמת התשתית מוערך ב-5 שנים.

הגידול המהיר של יבוא מוצרי ההשקעה במחצית הראשונה של השנה נבע מההשקעות במפעל "אינטל" ובקידוחי הגז, וכן מהגאות הכללית במשק.

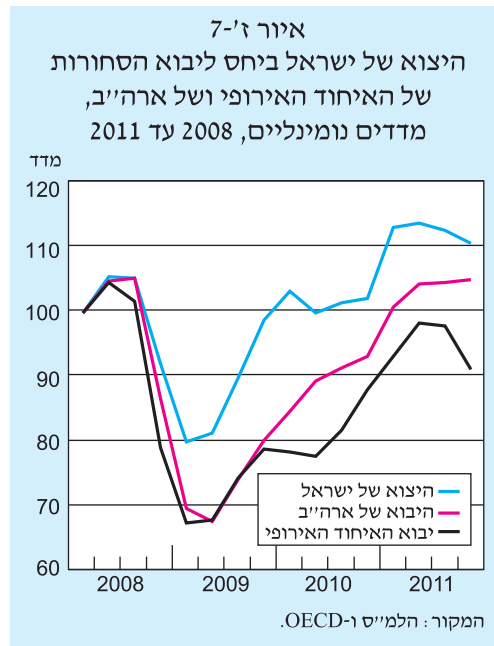
הירידה בסחר העולמי ובמחירי הסחורות במשבר הקודם הייתה חדה הרבה יותר מהירידה הנוכחית, אף על פי שהירידות של מדדי המניות בעולם לא היו שונות בעוצמתן בהרבה.

קצב צמיחתו של יצוא הסחורות הישראלי היה נמוך מזה של ארה"ב ושל מדינות האיחוד האירופי, אשר היטיבו לנצל את גידול הביקושים של המדינות המתפתחות.

משלושה ענפים בלבד - ענף הרכיבים האלקטרוניים (שדרוג מפעל "אינטל" בקריית גת), ענף הכרייה והחציבה (גילוי הגז) ותת-הענף זיקוק נפט, שהגדילו את יבוא מוצרי ההשקעה שלהם פי חמישה - אך גם ההשקעות של יתר ענפי התעשייה צמחו במחצית הראשונה של השנה בשיעורים נאים למדי. אשר ליבוא מוצרי הצריכה - לחצי הביקוש במשק, הריבית הנמוכה והייסוס הריאלי השתקפו בגידול המואץ של יבוא מוצרי האלקטרוניקה, הריהוט וההלבשה; גידולו של יבוא מוצרי הצריכה השנה היה עשוי להיות מהיר עוד יותר, אלמלא הקדים יבוא כלי הרכב והאמיר כבר בשנה הקודמת. במהלך הרביע השלישי של השנה חל, כאמור, מפנה, והיבוא ירד ריאלית; הירידה העיקרית הייתה ביבוא מוצרי הצריכה, בעוד שיבוא מוצרי ההשקעה נותר ברמתו הגבוהה.

המפנה ביבוא הסחורות התרחש בסמיכות להתגברות החששות למשבר חמור באירופה ולהשלכותיו על הכלכלה העולמית כולה, חששות שהשתקפו בירידות חדות בשוקי ההון באירופה ובארצות הברית בסוף חודש יולי. גם במשבר הקודם לוו הירידות בשוקי ההון בירידת היבוא של ישראל, אך הירידה בתחילת אותו משבר הייתה חדה הרבה יותר - 8.3 אחוזים (שיעור השינוי של המחצית הכוללת את הרביע האחרון של שנת 2008 ואת הרביע הראשון של 2009, לעומת קודמתה), לעומת אחוז אחד בלבד במחצית השנייה של 2011. גם הירידה בסחר העולמי (במונחים ריאליים) ובמחירי הסחורות במשבר הקודם הייתה חדה הרבה יותר מהירידה הנוכחית, אף על פי שהירידות של מדדי המניות בעולם לא היו שונות בעוצמתן בהרבה¹²; לכן שרר חשש כי החרפה נוספת תגרור ירידה חדה בסחר העולמי, ובכלל בסחר הבין-לאומי של ישראל.

יצוא הסחורות והשירותים¹³ של ישראל צמח בדומה ליבוא של שותפות הסחר העיקריות שלה: בשלושת הרביעים הראשונים של השנה הוא גדל ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, בשיעור ריאלי של 6.5 אחוזים, בעוד שהיבוא של האיחוד האירופי ושל ארה"ב צמח ב-5.5 אחוזים. עם זאת, לא ניתן לתלות את הצמיחה האיטית של היצוא הישראלי בהתפתחות הביקוש העולמי בלבד, שכן יצוא הסחורות של ארה"ב ושל מדינות האיחוד האירופי צמח השנה ב-8 אחוזים (לעומת צמיחה של 4 אחוזים בלבד ביצוא הסחורות הישראלי). זאת משום שארה"ב ומדינות האיחוד האירופי היטיבו לנצל את גידול הביקושים של המדינות המתפתחות והגדילו את היצוא אליהן בשיעורים נאים. הפיגור של יצוא הסחורות הישראלי ביחס לזה של ארה"ב והאיחוד האירופי השתקף גם בקצב גידולו הנומינלי (12 אחוזים, לעומת 17 ו-20 אחוזים, במונחי דולרים, בהתאמה). חלק מפער זה מוסבר בהרכב היצוא של



¹² במהלך הרביע הרביעי של שנת 2008 ירד מדד הדאו ג'ונס ב-19 אחוזים, לעומת ירידה של 13 אחוזים ברביע השלישי של 2009, והירידות באירופה היו חמורות לא פחות מאשר במשבר הנוכחי.

¹³ כל הנתונים מתייחסים ליצוא למעט יהלומים.

ישראל, העתיר ביצוא מוצרי טכנולוגיה עילית, שכן הנסיקה של מחירי הסחורות במחצית הראשונה של השנה כמעט לא השפיעה על מחיריהם של מוצרי הטכנולוגיה העילית, אך היא ייקרה את ערך המוצרים המסורתיים.

השנה בלטה ירידה ביצוא לארה"ב (2 אחוזים, בדולרים שוטפים): חלקה של ארה"ב כיעד ליצוא הסחורות מישראל הצטמצם ב-2.7 נקודות אחוז וירד ל-25 אחוזים, לטובת גידול חלקם של האיחוד האירופי, סין וטורקיה. חלקה של ארה"ב ירד בעיקר במוצרי הכימיה וכלי הטיס (לוח ז'-3). משקל היצוא הישראלי של מוצרי אלקטרוניקה לארה"ב לא פחת השנה, אך זאת לאחר ירידה ניכרת בשנים הקודמות. השנה בלט גידול משקלו של היצוא המיועד לאיחוד האירופי, על אף המשבר החמור שם. ואולם בשנים האחרונות בולטת ירידה בחלקן של ארה"ב והאיחוד האירופי ביצוא של כל קבוצות המוצרים, למעט מוצריהם של ענפי הכימיה.

היצוא למדינות אירופה שאינן באיחוד גדל במהירות, בעיקר בזכות זינוק של 41 אחוזים ביצוא לטורקיה, על רקע גידול חד ביבוא של טורקיה מהעולם - 37 אחוזים. (75 אחוזים מגידול היצוא הישראלי נבע ממוצרי תעשיות כימיות). היבוא של סין מהעולם גדל השנה ב-27 אחוזים, ואילו היצוא של ישראל אליה גדל ב-31 אחוזים, לאחר שהוכפל אשתקד. היצוא ליתר מדינות אסיה, שגדל אשתקד ב-40 אחוזים, צמח השנה בשיעור דומה לזה של סך היצוא. משנת 2007 ועד היום גידול היצוא של ישראל לאסיה, ובפרט לסין, מהיר מזה של יתר מדינות העולם אליהן, אך משקל היצוא של ישראל בסך היבוא של סין ושל אסיה עודנו נמוך בהרבה ממשקלו ביבוא של אירופה וארה"ב. גידול היצוא לסין השנה ובשנים הקודמות נבע בעיקר משתי קבוצות המוצרים הגדולות ביצוא הישראלי - כימיה ואלקטרוניקה (מכונות, ציוד חשמלי, מפיקי תמונה וקול וחלקיהם). היבוא של הודו מהעולם צמח השנה ב-27 אחוזים, אך היצוא של ישראל להודו, אשר גדל מאוד בשנים הקודמות, ירד השנה ב-20 אחוזים: משקל היצוא להודו בסך היצוא

בשנים האחרונות בולטת ירידה בחלקן של ארה"ב והאיחוד האירופי כיעד ליצוא הסחורות מישראל בכל קבוצות המוצרים, למעט מוצריהם של ענפי הכימיה והתרופות.

הגידול המהיר של היצוא לסין ולטורקיה נמשך השנה, אך היצוא להודו ירד.

לוח ז'-2					
התפלגות היצוא הישראלי על פי יעדי יבוא נבחרים, וחשיפת היצוא הישראלי לאותם יעדים ¹ , 2007 עד 2011					
(השיעור מסך יצוא הסחורות)					
האיחוד האירופי	ארה"ב	אסיה למעט יפן	מזה: סין	אחרים	יעדים
2007	34.8	28.1	13.3	2.9	23.8
2008	33.1	27.9	14.3	3.1	24.7
2009	29.2	32.8	15.0	2.9	23.0
2010	30.1	27.7	18.5	4.9	23.7
2011	31.9	26.0	17.1	5.7	25.1
(מדד החשיפה)					
2007	1.9	1.5	0.5	0.4	0.9
2010	1.8	1.7	0.6	0.5	0.9
2011	2.0	1.6	0.5	0.5	1.0

(1) מדד החשיפה הוא היחס שבין משקל היעד ביצוא ישראל לבין משקלו ביצוא של כלל המדינות. המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, WTO.

לוח ז'-3

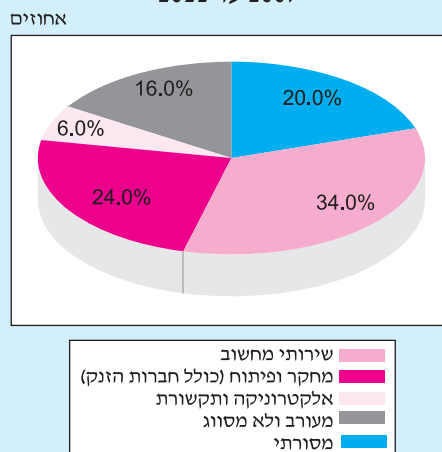
משקל יצוא הסחורות של ישראל לארה"ב, לאיחוד האירופי ולמדינות המתפתחות בקבוצות סחורות נבחרות, 2007 עד 2011 (אחוזים)

המשקל בסך היצוא	היצוא לארה"ב מסך היצוא של קבוצת הסחורות			היצוא לאיחוד האירופי מסך היצוא של קבוצת הסחורות			היצוא לסין, להודו ולטורקיה מסך היצוא של קבוצת הסחורות		
	2007-			2007-			2007-		
	2010	2009	2010	2010	2009	2010	2010	2009	2010
מוצרי תעשיות כימיות והקשורות בהן מכונות, ציוד חשמלי, מפיקי תמונה וקול וחלקיהם	35	34	38	32	33	36	11	12	14
מכשירים וכלים אופטיים, פוטוגרפים, רפואיים; למדידה ובדיקה	28	26	22	22	30	26	9	13	13
מתכות פשוטות ופריטים מהן	8	35	31	32	26	23	8	11	11
כלי רכב, כלי טיס ושיט, ציוד הקשור להובלה	5	28	29	25	38	33	13	19	15
סך הכול, ללא יהלומים	100	28	28	25	34	32	9	11	12

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

יצוא השירותים העסקיים צמח השנה בשיעור נאה, הודות לעלייה מהירה ביצוא של שירותי טכנולוגיה עילית, בעיקר שירותי מחשב.

איור ז'-8
התפלגות יצוא השירותים העסקיים, 2007 עד 2011 אחוזים



(1) חלק היצוא של סך ענפי הטכנולוגיה העילית (שירותי מחשב, מו"פ, אלקטרוניקה ותקשורת) הוא 64%. המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

של ישראל גדל פי שניים בארבע השנים הקודמות, והגיע ל-4 אחוזים, אך השנה הוא ירד ל-3 אחוזים.

יצוא שירותי הטכנולוגיה העילית התאפיין השנה בעוצמה רבה, וצמח ב-17 אחוזים במונחי דולרים. יצוא ענף שירותי המחשב, שהוא היצואן הגדול בענפי השירותים ואחד מענפי היצוא הגדולים של המשק, זינק בשיעור יוצא דופן של 35 אחוזים. לעומתו, היצוא של ענף היצוא השני בגודלו - שירותי המחקר והפיתוח - ירד השנה ב-5 אחוזים, לאחר צמיחתו המהירה בשנים 2006 עד 2009. יצוא שירותי הטכנולוגיה העילית נכלל ביצוא השירותים העסקיים ומהווה 62 אחוזים ממנו, וחלקו האחר (שרובו אינו מסווג) נובע משירותים עתירי ידע

אחרים: עריכת דין, בנקאות וכן מאבטחה וכו'. סך יצוא השירותים העסקיים צמח השנה ב-15 אחוזים ריאלית, וממנו נבעה מרבית צמיחתו של יצוא הסחורות והשירותים (85 אחוזים). התרומה של ענף זה לגידול הערך המוסף של היצוא הייתה למעשה גדולה אף יותר, משום ששיעור הערך המוסף ביצוא השירותים העסקיים גבוה בהרבה מאשר ביצוא של ענף התעשייה (84 אחוזים לעומת 52 אחוזים). שבו תהליך הייצור מחייב יבוא של תשומות¹⁴. הצלחת הענף השנה בולטת כשבוחנים את יעדי היצוא שלו: מחציתו יועדה לארה"ב, ושליש - לאירופה (רבע לאיחוד האירופי, נתוני 2009). החשיפה הגבוהה יחסית לשוק האירופי לא הקלה על הענף, וגם ארה"ב עודנה במיתון: יבוא השירותים האחרים של ארה"ב צמח השנה ב-5 אחוזים בלבד (בדולרים שוטפים), ומדד ה"טק-פולס", המודד את הפעילות בענף הטכנולוגיה העילית בארה"ב, צמח בשיעור דומה.

ההכנסות מיצוא שירותי התיירות גדלו השנה מעט (2 אחוזים בדולרים, 0.6 במחירי קבועים, לפי נתוני החשבונאות הלאומית). מספר התיירים הנכנסים ירד במקצת, אך זאת תוך עלייה של מספר התיירים הנכנסים בדרך האוויר על חשבון מספרם של מבקרי היום הנכנסים דרך היבשה, שירד משמעותית (על רקע ירידת התיירות במצרים). שינוי התמהיל תרם לעליית מספרן של לינות התיירים במלונות (4 אחוזים), ורמתן כעת דומה לרמת השיא של שנת 2008. חשיפת ענף התיירות למשבר במדינות המערב אינה פחותה מזו של ענפים אחרים: 82 אחוזים מגיעים מאירופה ומארה"ב; רבע מסך התיירים לישראל מגיעים מצרפת, מבריטניה וממדינות שהמשבר הכלכלי בהן אף חמור יותר (איטליה, ספרד, פורטוגל, אירלנד ויוון). תנועת התיירות משפיעה גם על היקף ההכנסות מיצוא שירותי התחבורה, הכולל את ההכנסות משירותים שחברות התעופה הישראליות ונמלי האוויר המקומיים מספקים לתושבים זרים.

62 אחוזים מכלל ההכנסות מיצוא התחבורה מקורן בהכנסות מהובלת מטענים בין נמלים זרים - בעיקר של חברת הספנות הישראלית "צים"¹⁵. ההכנסות מפעילות זו גדלו השנה ב-3 אחוזים בלבד, אף כי נסיקת מחירי הדלק, שהביאה לגידול ניכר של העלויות, חייבה גידול רב יותר של ההכנסות (למשל על ידי עדכון המחירים); ואולם, ענף הספנות העולמי סבל השנה משחיקת רווחיות, בשל גידול ניכר בהשקת ספינות משא חדשות בעולם - ובכללן ספינות ענק בעלות יתרון-לגודל (אשר הגבירו את התחרות) - בשל ההאטה בסחר העולמי ובשל עליית מחירי הדלק, כאמור.

האטת גידולו של יצוא הטכנולוגיה העילית על רקע שיעורי התעסוקה הגבוהים הייתה עשויה לרמוז על קיומן של מגבלות היצע, במיוחד בענפי הטכנולוגיה העילית, הזקוקים לעובדים משכילים ומיומנים. ואולם השנה גדל במהירות מספר המשרות בענפי האלקטרוניקה והמו"פ (5 אחוזים). על העדר מגבלת היצע חריפה מעידה גם העובדה שיצוא הסחורות של המשק השנה עלה ב-3 אחוזים בלבד על היקפו ערב המשבר הקודם; זאת אף על פי שבמהלך שלוש השנים האחרונות גדלו מן הסתם כוח האדם, ההון הפיזי, הון המו"פ והפריזון.

מספרן של לינות
התיירים במלונות חזר
השנה לרמת השיא שלו,
בדומה למספרן בשנת
2008, אף שמרבית
התיירים מגיעים לישראל
ממדינות שנפגעו מאוד
מהמשבר הכלכלי.

¹⁴ ראו 'אומדן לערך המוסף של היצוא', *ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים 129*, ספטמבר עד דצמבר 2010, עמ' 26-28.

¹⁵ החברה דיווחה על הפסד בשלושת הרבעים הראשונים של השנה.

ב. המשבר באירופה והשפעתו על היצוא הישראלי

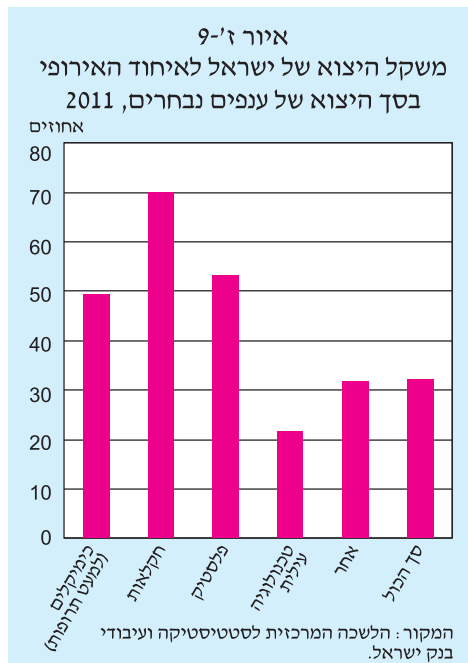
המשבר הכלכלי המתמשך הפוקד את אירופה התעצם במחצית השנייה של השנה, והוא מאיים על היצוא הישראלי. אירופה היא שוק חשוב מאוד ליצוא הישראלי, וזאת אף על פי שהיא מאבדת בהדרגה מחשיבותה בכלכלה העולמית ובסחר העולמי. הסכמי הסחר החופשי והדמיון ברמת הפיתוח הכלכלי תרמו להיווצרות סחר ענף עם מדינות אירופה; גם העובדה שיחסי הסחר של ישראל עם מדינות ערב, הקרובות אליה, מוגבלים, הגדילה את חשיבותה היחסית של אירופה בסחר החוץ של ישראל. כתוצאה מכך היצוא הישראלי חשוף להשלכות המשבר באיחוד האירופי יותר מאשר היצוא של מדינות לא אירופיות אחרות: 27 אחוזים מסך יצוא הסחורות של ישראל מיועדים לאיחוד האירופי, לעומת 17 אחוזים בלבד מסך יצוא הסחורות של המדינות שמחוץ לאיחוד (ממוצע משוקלל). היקף יצוא הסחורות והשירותים של ישראל לאיחוד האירופי שקול ל-9 אחוזים מהתוצר המקומי של ישראל; אמנם יצוא זה כולל בתוכו, מלבד תוצרת מקומית, גם חומרי גלם שיובאו לישראל, אך גם ללא יבוא זה שיעור הערך המוסף הגלום ביצוא הסחורות והשירותים לאיחוד האירופי (למעט שירותי תחבורה ותיירות) גבוה - 6-7 אחוזי תוצר. ההאטה בכלכלה האירופית צפויה להשפיע במיוחד על ענפי הכימיה (למעט תרופות) ויצוא מוצרי הפלסטיק, שמחצית מתוצרתם מיועדת לאיחוד האירופי, וכן על היצוא החקלאי, אשר לתוצרתו הטרייה והאיכותית כמעט אין שוקי יצוא אלטרנטיביים.

המשבר באיחוד האירופי מתמקד לעת עתה בעיקר בחמש מדינות שמצבן חמור במיוחד - איטליה, ספרד, יוון, פורטוגל ואירלנד. החשיפה הישירה של היצוא הישראלי למדינות אלה אינה גדולה - כ-4 אחוזים בלבד מסך היצוא הישראלי - אך ירידת היצוא אליהן בשנתיים האחרונות גרעה אחוז אחד מהיצוא הישראלי, שכן משקלן בסך היצוא בשנת 2009 הגיע ל-5.1 אחוזים; עיקר הפגיעה הייתה ביצוא לספרד וליוון. נתוני היבוא של המדינות שבמשבר השנה מצביעים על צניחה ביבוא של יוון מהעולם (ב-16 אחוזים) ועל האטה ניכרת בגידול היבוא של פורטוגל, אירלנד וספרד (11, 12 ו-13 אחוזים, בהתאמה) ביחס לזה של מדינות האיחוד האירופי (20 אחוזים); התפתחות היבוא של איטליה, שהיא הגדולה והחשובה בחמש המדינות האמורות, לא הייתה שונה מזו של יתר מדינות האיחוד האירופי.

המשבר הכלכלי מקטין את הביקוש המצרפי בכל מדינות גוש האירו והאיחוד האירופי, ובכלל זה את הביקוש ליצוא הישראלי. הצעדים הנחוצים הננקטים לשיפור כושר התחרות של יצרני האיחוד ופיתוח האירו פועלים להסטת הביקושים מסחורות שמקורן מחוץ לאיחוד לסחורות שמקורן בתוכו, והם אף צפויים להגביר את התחרות מצד יצואני גוש האירו גם בשווקים שמחוץ לאיחוד, למשל בשוק האמריקאי. התגברות התחרות עלולה להקשות על

היקף יצוא הסחורות והשירותים של ישראל לאיחוד האירופי שקול ל-9 אחוזים מהתוצר המקומי של ישראל; הערך המוסף הגלום ביצוא זה שקול ל-6 עד 7 אחוזי תוצר.

שיעור היצוא הישראלי לחמש המדינות שבמשבר - איטליה, ספרד, יוון, פורטוגל ואירלנד - בסך היצוא הישראלי ירד מ-5.1 אחוזים בשנת 2009 ל-4 אחוזים בלבד בשנת 2011.



היצואנים הישראליים, שכן ההרכב הענפי של היצוא הישראלי דומה במיוחד לזה של מדינות אירופה.

מנתוני היבוא של ארה"ב עולה שמשקלן של 27 מדינות האיחוד האירופי בצירוף מדינות אפס"א (שווייץ, נורבגיה ואיסלנד) בסך היבוא של ארה"ב מגיע ל-21 אחוזים בלבד, אך משקלן של מדינות אירופה בענפי היצוא המרכזיים של ישראל גבוה הרבה יותר: הוא מגיע ל-75 אחוזים בענף היצוא המרכזי של ישראל לארה"ב, תרופות וציוד רפואי, ומתקרב ל-50 אחוזים בשני ענפי יצוא חשובים אחרים של ישראל - ציוד רפואי ומדעי וציוד צבאי. כאשר משקללים את הנתח האירופי בענפים השונים על פי משקלותיהם ביצוא של ישראל לארה"ב (ולא ביבוא של ארה"ב)¹⁶ מתקבל שנתח השוק של מדינות האיחוד האירופי בצירוף אפס"א ביבוא של ארה"ב עולה ל-44 אחוזים (מ-21 אחוזים) - נתון המבטא את המשקל הסגולי של אירופה כמתחרה ליצוא הישראלי. המשקל הסגולי של מדינות אחרות, כדוגמת סין, קנדה ויפן, נמוך בהרבה ממשקלן ביבוא של ארה"ב¹⁷. בחינה נוספת של נתוני הסחר העולמי מלמדת שמדינות האיחוד הן המתחרות העיקריות ליצואנים הישראליים לא רק בשוק האמריקאי, שהוא שוק היעד החשוב ביותר של ישראל, אלא גם באזורים אחרים של העולם: בחינה של הפער בין משקל כל ענף ביצוא של ישראל ביחס למשקלו ביצוא

נתח השוק של היצואנים האירופיים בשוק האמריקאי גבוה במיוחד בענפי היצוא המרכזיים של ישראל.

לוח ז'-4

הנתח של מדינות נבחרות ביבוא של ארה"ב והנתח המשוקלל שלהן על פי היצוא של ישראל לארה"ב, 2011 (אחוזים)

הנתח ביבוא של ארה"ב	הנתח ביבוא של ארה"ב	משוקלל לפי היצוא של ישראל לארה"ב
האיחוד האירופי	20	41
סין	23	13
קנדה	14	11
מקסיקו	13	7
יפן	8	6
גרמניה	5	8
דרום קוריאה	3	2
בריטניה	3	7
צרפת	2	6
אפס"א	1	4

המקור: הלמ"ס, US Census Bureau ועיבודי בנק ישראל.

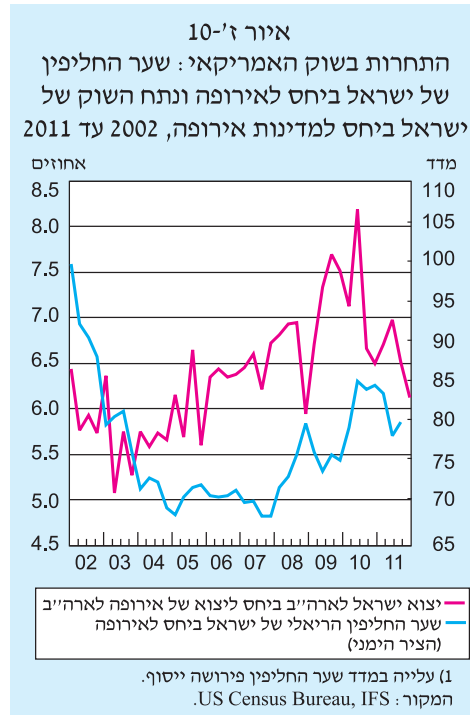
¹⁶ על פי נתוני היבוא של ארה"ב, המכילים פירוט של 138 ענפי יבוא.

¹⁷ הנתח של סין ביבוא האמריקאי הוא 22 אחוזים, אך הנתח המשוקלל על פי ענפי היצוא של ישראל הוא 13 אחוזים בלבד; הנתח המשותף של קנדה ויפן קטן, בשקלול זה, מ-22 ל-17 אחוזים.

של מדינות נבחרות¹⁸ מגלה שהפער נמוך ביותר ביחס למדינות מערב אירופה - שווייץ, ברטניה, אירלנד, ספרד וצרפת - וגבוה הרבה יותר ביחס ליצואניות הגדולות לארה"ב, ובכללן קנדה, יפן ודרום קוריאה, המפותחות. מכאן שהדמיון בין ענפי היצוא של ישראל לזה של מדינות אירופה עולה בהרבה על הדמיון לאלה של היצואניות הגדולות האחרות לארה"ב.

להלן נבחן כיצד השפיעו בעבר תנודות בשערי החליפין הריאליים של המטבעות האירופיים על היקף היצוא של ישראל ושל אירופה לארה"ב. פחות המטבעות האירופיים ביחס לשקל הוזיל את המוצרים האירופיים יחסית למוצרים הישראליים, והיה צפוי להביא לעלייה ביבוא של ארה"ב מאירופה ולירידת היבוא שלה מישראל. איור ז'-10 מציג את

היחס שבין היצוא של ישראל לארה"ב לבין היצוא האירופי לארה"ב, ואת שער החליפין של השקל ביחס לזה של מדינות אירופה (ממוצע משוקלל על פי היקף היצוא שלהן לארה"ב). בתקופה שבין ראשית 2008 לאמצע 2010, שבה יוסף השקל ריאלית ביחס למטבעות האירופיים, היצוא של ישראל לארה"ב דווקא גדל במהירות יחסית. (חלק מאותו גידול נבע מפתיחת מפעל "אינטל" בשנת 2009 ומגידול של יצוא התרופות.) בשנים 2002 עד 2004, שבהן פוחת השקל, בשל האינתיפאדה השנייה וקריסת מדד הנסד"ק בארה"ב, נתח השוק היחסי של ישראל לא גדל כלל. מכאן שפחות של המטבעות האירופיים ביחס לשקל לא הביא בעבר לירידת נתח השוק של היצואנים הישראליים לטובת היצואנים האירופיים, ודאי לא מייד - אולי משום שהיצוא הישראלי עתיר במו"פ ובמוצרים ייחודיים.



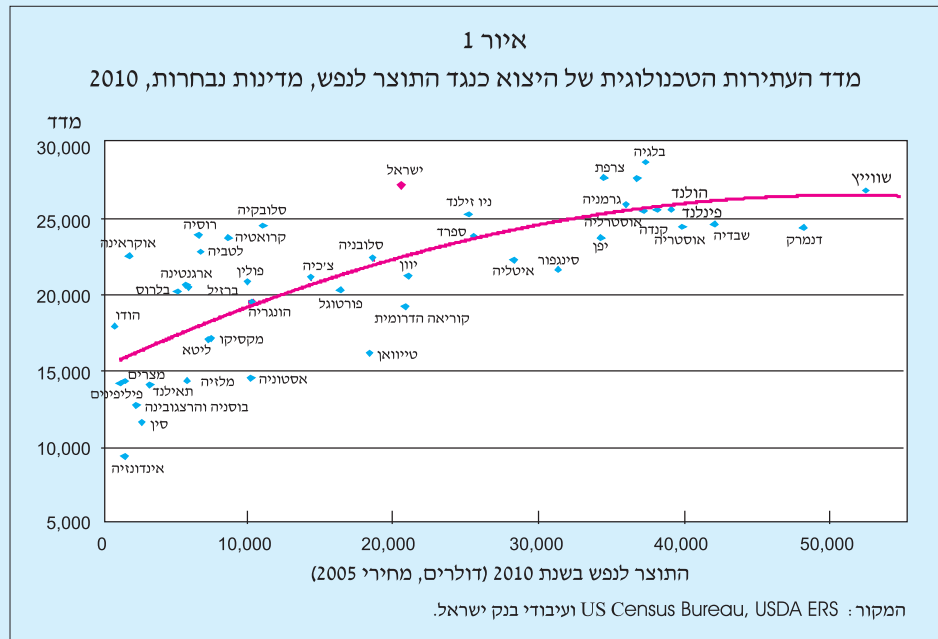
¹⁸ המדד מחושב על פי משקל היצוא של כל ענף. הנתונים מפרקים את היצוא של כל מדינה ל-138 ענפים: משקל היצוא (לארה"ב) של ענף j בסך היצוא של מדינה i (לארה"ב) בניכוי משקל אותו ענף ביצוא של ישראל (לארה"ב) בריבוע - $(X_{j,i} - X_{j,israel})^2$.

תיבה ז'-1: עתירות ההון האנושי של היצוא

הרכב היצוא של ישראל דומה לזה של מדינות מפותחות מאוד, וכן דומה לזה של מדינות שבהן התוצר לנפש גבוה הרבה יותר מאשר בישראל. כדי לכמת זאת נעזרנו בנתוני יבוא מפורטים של ארה"ב, ומהם יצרנו מדד המאפיין את הענפים השונים על פי רמת הפיתוח של המדינה המייצאת. המדד נותן ביטוי לעתירות ההון האנושי והטכנולוגי הגלום בכל ענף. הוא מחושב בשני שלבים: תחילה מאפיינים כל ענף על פי רמת התוצר לנפש של המדינות המייצאות אותו. (התוצר לנפש משמש אינדיקטור לרמת הפיתוח ולהון האנושי של המדינה). לדוגמה: ענף התרופות מאופיין בתוצר-לנפש גבוה מאוד (36 אלף דולרים לנפש), משום שיבוא התרופות לארה"ב מקורו במדינות שבהן התוצר לנפש גבוה מאוד. התוצר לנפש המאפיין את ענף התרופות מחושב כממוצע משוקלל של התוצר לנפש במדינות המייצאות תרופות לארה"ב. (השקלול הוא על פי חלקה של כל יצואנית ביבוא התרופות של ארה"ב). המדד מצביע על קירבה בין רמת הפיתוח הנדרשת ליצוא תרופות לזו הנדרשת ליצוא כלי טיס לשימוש צבאי (המאופיין בתוצר-לנפש של 33 אלף דולרים), ועל שוני רב ביניהן לבין רמת הפיתוח הנדרשת ליצוא מוצרי הלבשה (שלושת אלפים דולרים), שהוא ענף עתיר עבודה לא מיומנת. בשלב השני המדד מאפיין כל מדינה על פי ההרכב הענפי של היצוא שלה (תוך שימוש בערכי רמת הפיתוח שהתקבלו לכל ענף). לדוגמה, למדינה שמחצית מהיצוא שלה תרופות ומחציתו כלי טיס צבאיים יתקבל, למדד זה, ערך גבוה (34.5 אלף דולרים), ואילו למדינה שמחצית היצוא שלה כלי טיס לשימוש צבאי ומחציתו מוצרי הלבשה יתקבל ערך נמוך יותר (19.5 אלף דולרים).

המדד מדרג את ישראל כחמישית בין כל המדינות. ישראל מקדימה מדינות גדולות המפותחות ממנה בהרבה כדוגמת גרמניה, יפן ושבדיה - מדינות שלהן יצוא עתיר טכנולוגיה עילית, אך גם יצוא של ענפים שבהם פועלות מדינות מתפתחות, כדוגמת ענף כלי הרכב, הפועל גם במקסיקו ובדרום אפריקה. מכאן שדירוג גבוה של מדינה לפי מדד זה (גבוה מדירוגה מבחינת התוצר לנפש הכללי שלה) יכול לרמז דווקא על קושי להתחרות מול מדינות מתפתחות בענפים מסורתיים ועל נטישתם בשל התחרות הגוברת מצד מדינות מתפתחות. אנו בוחרים לפרש את המדד הגבוה של ישראל בעיקר כסימן לחוזק, משום שמשקל היצוא בתוצר של ישראל גבוה בהשוואה בין-לאומית, בעוד שמדינות המתקשות להתחרות בשוקי העולם יתאפיינו לרוב במגזר יצוא קטן יחסית ובגירעון בחשבון השוטף. זאת ועוד, במהלך העשור האחרון גדל משמעותית נתח השוק של ישראל ביבוא של ארה"ב (ב-25 אחוזים), במקביל לעלייה תלולה בעתירות הטכנולוגיות של היצוא - מ-23 אלף דולרים בשנת 2002 ל-27 אלף בשנת 2010 - בזמן שהמדד הממוצע של כל המדינות האחרות לא עלה.

העובדה שהרכב היצוא של ישראל דומה לזה של מדינות מפותחות ממנה מרמז על תופעה המכונה "כלכלה דואלית": מגזר עתיר טכנולוגיה, שהוא המקור לרוב הערך המוסף הגלום ביצוא הישראלי (ול-45 אחוזים מנפחו), ולצדו מגזר מסורתי, המתקשה להתחרות בשוק הבין-לאומי. (עיקר היצוא שאינו טכנולוגי נובע מכריית מחצבי טבע ועיבודם, מתיירות ומספנות). מגזר הטכנולוגיה העילית מתאפיין בפריון גבוה מאוד, מתגמל את עובדיו בשכר כפול ויותר מהממוצע במגזר העסקי, אך חלקו בתעסוקה קטן יחסית - 10 אחוזים מעובדי המגזר העסקי; נכללים בו, בין היתר, מרכזי מו"פ של חברות זרות מובילות, חברות הזנק חדשניות, שירותי תוכנה מתקדמים, תעשיית תרופות וציוד



רפואי, חלקים גדולים מהתעשייה הביטחונית ותעשיית האלקטרוניקה. המגזר העסקי הלא-טכנולוגי מעסיק את מרבית העובדים במשק, אך הוא ממעט בהשקעות במחקר ופיתוח, עיקר תוצרתו מיועדת לשוק המקומי והשכלת עובדיו ושכרם נמוכים יחסית.

היצוא הישראלי מרוכז ברובו בענפים מעטים, התמחות המתחייבת כנראה מאופי הפעילות של ענפי הטכנולוגיה העילית. בדיקה מדוקדקת, המתבססת על נתוני היבוא של ארה"ב לפי מדינות וענפים, מלמדת שהריכוזיות הענפית של היצוא הישראלי גבוהה מזו של מרבית המדינות, במיוחד כאשר מביאים בחשבון את היקף היצוא, שכן יש מיתאם שלילי ברור בין מידת הריכוזיות להיקף היצוא: מבין 19 המדינות שהיקף היצוא שלהן לארה"ב גדול מזה של ישראל רק לאחת - אירלנד - ריכוזיות גבוהה משל ישראל, ובמחצית מבין 30 היצואניות האחרות (שכלולן היקף יצוא נמוך משל ישראל) רמת הריכוזיות נמוכה מאשר בישראל. היצוא הישראלי לארה"ב נחשב לריכוזי הן משום ששליש ממנו נובע מענף בודד - תרופות וציוד רפואי - והן משום שענף זה מהווה 5 אחוזים בלבד מסך היבוא של ארה"ב, שכן המדד מיחס ריכוזיות גדולה יותר למשק המסתמך על ענף שמשקלו בסחר הבין-לאומי קטן¹. סביר להניח שהתמחות כזאת היא תנאי להצלחה במגזר הטכנולוגי, ולכן הזיקה בין יצוא עתיר טכנולוגיה לריכוזיות גבוהה של היצוא - כפי שנמצא גם באירלנד - איננה מקרית. בדרך כלל, התבססות יתר על מספר מצומצם של ענפים או מוצרים מגבירה את התנודות בהיקף היצוא, ולכן גם מסוכנת למשק, אך השוואה בין-לאומית מגלה שהתנודתיות בהיקף יצוא הסחורות של ישראל בעשור האחרון הייתה נמוכה יחסית לזו של מדינות אחרות. (זאת אולי משום שמחיריהם של מוצרי טכנולוגיה עילית הם יציבים יחסית, בהיותם מכילים רכיב קטן בלבד של סחורות אחדות, שמחיריהן תנודתיים).

¹ המדד מחשב את ההפרש שבין משקל הענף ביצוא של המדינה לבין משקלו בסך היבוא של ארה"ב, וסוכם את ריבועי ההפרשים.

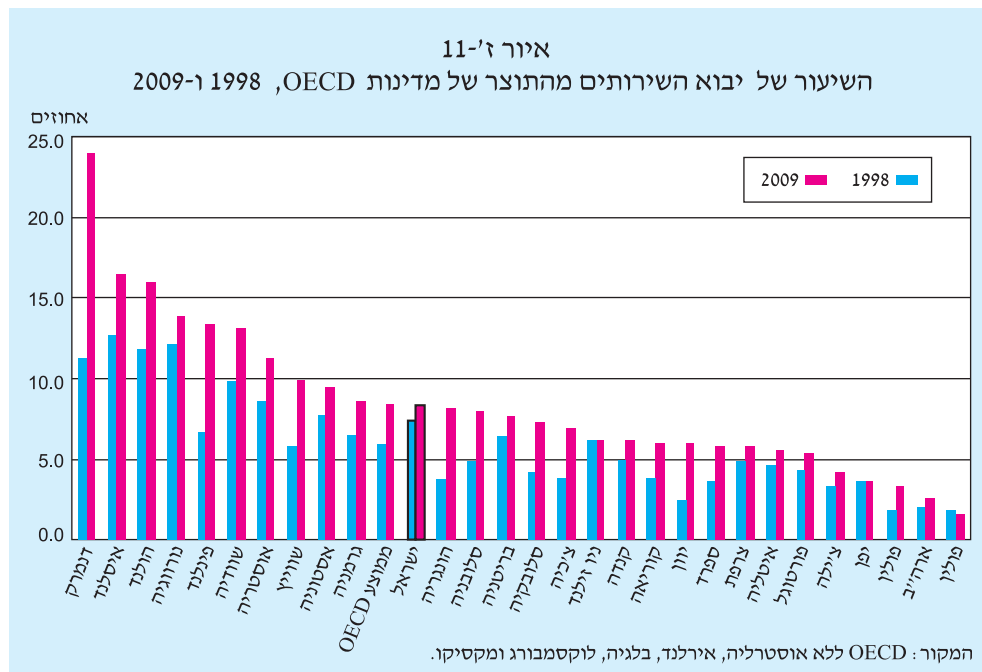
ג. יבוא השירותים - השוואה בין-לאומית

מהפכת טכנולוגיית המידע (IT), שהתרחשה בשני העשורים האחרונים, יצרה פוטנציאל לשינוי מהותי בהיקף הסחר הבין-לאומי בשירותים אשר נחשבו עד לא מכבר כלא-סחירים. המשק הישראלי יכול להפיק תועלת רבה מחשיפתו ליבוא שירותים, במיוחד כאלה שרמת התחרות המקומית בהם נמוכה, עקב יתרונות לגודל בייצור וחסמי כניסה אחרים (לדוגמה שירותי ביטוח ושירותים פיננסיים). גם חתימה על הסכמים בין-לאומיים לסחר בשירותים מגלמת פוטנציאל רב להגדלת היצוא הישראלי, שכן היתרון היחסי של ישראל בהון אנושי ומו"פ עשוי לסייע לה להתחרות במיגוון של שירותים עסקיים עתירי הון אנושי (שירותים רפואיים, משפטיים ועוד), ובכך להגדיל את הפיריון במשק. ואולם בחינת צמיחתו של יבוא השירותים למדינות המפותחות בעשור האחרון אמנם מלמדת על גידול מהיר יחסית של הסחר הבין-לאומי בשירותים, אך לא על שינוי רדיקלי. היקפם של יבוא השירותים העסקיים ביחס לתוצר במדינות המפותחות עודנו קטן. גם היקף הסחר בשירותים במדינות האיחוד האירופי אינו גבוה - אף שחסמי הסחר ביניהן נמוכים מאוד, והאסדרה (רגולציה), הנקבעת במידה הולכת וגוברת ברמת האיחוד, נוחה למדי. חתימת הסכמים ליברליים, הסרת חסמי אסדרה והתאמת מערכת המס עשויים להגדיל את הסחר של ישראל בשירותים; עם זאת קיימים גם חסמים מהותיים יותר, כחסמי שפה והעובדה ששירותים רבים מיוצרים על ידי הממשלה, דבר המגביל את אפשרויות הסחר הבין לאומי בהם. כך למשל האפשרות לסחר בין לאומי בשירותי חינוך ורפואה בין מדינות האיחוד האירופי מוגבלת, משום שמרבית הביקוש מסופק כמוצר ציבורי על ידי הממשלות.

היקף יבוא השירותים של המדינות המפותחות הסתכם בשנת 2009 ב-8.5 אחוזי תוצר, מחציתו יבוא שירותי תחבורה ותיירות ומחציתו שירותים עסקיים ואחרים. משקל יבוא השירותים בתוצר של ישראל דומה לזה של המדינות המפותחות, וגם מחציתו שירותי תיירות ותחבורה. הבדל בולט בין ישראל למדינות המפותחות מתבטא בקצב צמיחתו

על אף מהפכת טכנולוגיית המידע היקף הסחר הבין-לאומי בשירותים עסקיים עודנו קטן.

חתימת הסכמי סחר ליברליים, הסרת חסמי אסדרה והתאמת מערכת המס עשויים לאפשר למשק להפיק תועלת רבה יותר מסחר בשירותים.



לוח ז'-5

התפלגות יבוא השירותים של המדינות המפותחות ושל ישראל בשנת 2009 (באחוזים)
והשינוי בהתפלגות (בנקודות אחוז) ביחס לשנים 1998 ו-2005

ישראל		המדינות המפותחות ²			
השינוי בנקודות אחוז ביחס ל-2005	התפלגות יבוא השירותים ב-2009	השינוי בנקודות אחוז ביחס ל-1998	השינוי בנקודות אחוז ביחס ל-2005	התפלגות יבוא השירותים ב-2009	
-4.1	17.0	-3.9	-2.0	24.6	תיירות
-2.7	31.7	-1.8	-3.5	24.4	תחבורה
-0.6	3.9	2.5	1.1	8.1	תמלוגים
0.6	3.1	1.5	0.8	3.6	שירותי מחשוב ומידע
-0.7	2.3	0.8	0.4	3.3	שירותי ביטוח
0.6	2.2	0.4	0.4	3.1	שירותי תקשורת
--	--	0.3	0.2	3.1	שירותים פיננסיים ¹
6.8	39.8	0.1	2.5	29.9	שירותים אחרים
(משקל יבוא השירותים)					
-0.1	8.3	2.6	0.4	8.5	בתוצר
2.0	22.9	0.7	1.6	17.7	בחסכון השוטף

(1) יבוא השירותים הפיננסיים של ישראל נכלל בשירותים האחרים.

(2) המדינות שנכללו: אוסטרליה, איסלנד, אירלנד, איטליה, אסטוניה, ארה"ב, בריטניה, גרמניה, הולנד, הונגריה, טורקיה, יוון, יפן, נורבגיה, ניו-זילנד, סלובקיה, ספרד, פולין, פורטוגל, פינלנד, צ'כיה, צרפת, קוריאה, קנדה, שבדיה ושווייץ.

המקור: OECD.

בעשור האחרון עלה
היקף יבוא השירותים
ביחס לתוצר במדינות
המפותחות וב ישראל, אך
עלייתו בישראל הייתה
מתונה בהרבה.

של יבוא השירותים בעשור האחרון: בישראל הוא צמח בדומה לצמיחת התוצר, ואילו במדינות המפותחות הוא גדל מהר יותר מאשר התוצר (איור ז'-11). הרכב יבוא השירותים של המדינות המפותחות השתנה מאוד בעשור האחרון: משקל יבוא שירותי התחבורה והתיירות בסך יבוא השירותים ירד מ-55 אחוזים ל-49 אחוזים, וחלק השירותים האחרים עלה. גידול נאה נרשם במשקל הענפים הקשורים ישירות למהפכת התקשורת מחשבים שירותי המחשוב והתמלוגים (בכלל זה עבור שימוש בתוכנות) - ואילו הסחר הבין-לאומי בשירותי בנקאות, ביטוח ותקשורת טרם מימש את הפוטנציאל הגלום בו בעקבות המהפכה הטכנולוגית: משקלם המשותף של אלה ביבוא השירותים אמנם גדל מ-7.5 ל-9 אחוזים, אך משקלם בתוצר הוא פחות מאחוז אחד. גם בישראל ירד משקל יבוא שירותי התחבורה והתיירות לטובת משקל השירותים האחרים, ובהם שירותי המחשוב והתמלוגים, שגדל, אך לא נרשם גידול של ממש בשירותי הביטוח והתקשורת. (נתונים מפורטים לישראל קיימים רק משנת 1994, והם אינם כוללים מידע על יבוא השירותים הפיננסיים.)

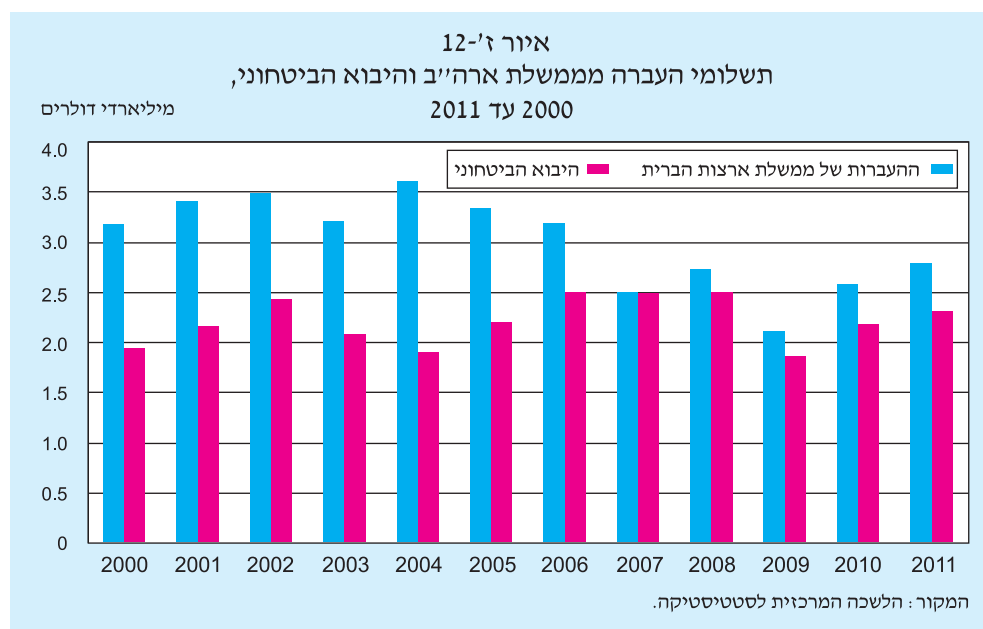
3. חשבון ההכנסות וההעברות השוטפות

נוסף על חשבון הסחורות והשירותים כולל החשבון השוטף של המשק את חשבון ההכנסות וחשבון ההעברות השוטפות. בשני חשבונות אלו לא נרשמו שינויים של ממש, למעט ירידה של הכנסות הזרים מהשקעותיהם הישירות בישראל ברביע השלישי. העברות של ממשלת ארה"ב למימון מערכות הגנה בפני טילים. בשנת 2007 התחייבה ממשלת ארה"ב להעביר לממשלת ישראל סיוע לצרכים ביטחוניים בהיקף של 30 מיליארד דולרים במשך העשור שבין 2009 ל-2018. 74 אחוזים מסך הסיוע מוגבל לרכש בארה"ב בלבד, ואת יתרתו ניתן להמיר לשקלים לצורך רכש ביטחוני בישראל. בשנת 2011 עמד תקציב הסיוע האמריקאי על 2.8 מיליארד דולרים, בדומה להיקף הסיוע עד לשנת 1998, אלא שכיום כל הסיוע מוגדר כסיוע ביטחוני, ואילו אז 40 אחוזים ממנו הוגדרו כסיוע אזרחי. לפיכך גבר המיתאם בין ההעברות השוטפות ממשלת ארה"ב ליבוא הביטחוני.

ההכנסות מריבית ודיווידנדים בחשבון ההכנסות: ערך הנכסים של תושבי ישראל בחו"ל בראשית 2011 גדל ב-7 אחוזים מזה של תושבי חו"ל בישראל, אך הכנסות הישראלים מהשקעותיהם בחו"ל השנה היו נמוכות ב-30 אחוזים מההכנסות המקבילות של זרים מהשקעותיהם בישראל. כשליש מהפער נבע מהשוני בהרכב ההשקעות: שיעור גבוה של השקעות הישראלים מוחזק בנכסים בטוחים ונוזלים, המניבים, מטבע הדברים, ריבית נמוכה יחסית, בעוד שמשקל אפיק זה בתיק הנכסים של זרים בישראל נמוך יחסית. יתר הפער משקף את ההכנסות הגבוהות יותר שמניבות השקעות הזרים באפיקים השונים. דיווידנדים גבוהים במיוחד הניבו השקעותיהם הישירות, בתמורה לידע שהביאו עמן החברות הזרות הפועלות בארץ, וכן נהנו הזרים מריבית גבוהה יחסית על השקעותיהם באג"ח, ככל הנראה בתמורה לסיכון.

ואולם חשבון ההכנסות מריבית ודיווידנדים מציג תמונה חלקית בלבד. התמונה המלאה מתקבלת כאשר בוחנים את התשואה הכוללת, שבה נכללים גם רווחי ההון והפרשי שער

הכנסות הישראלים
מריבית ודיווידנדים
מהשקעותיהם בחו"ל
היו נמוכות מההכנסות
המקבילות של זרים
מהשקעותיהם בישראל.



התשואה הכוללת של הזרים מהשקעותיהם בישראל הייתה השנה שלילית, בשל ירידת מחירי המניות בישראל.

החליפין, אשר אינם נכללים בחשבון ההכנסות. התשואה הכוללת של הזרים הייתה השנה שלילית, בשל הפסדי הון כבדים¹⁹, והתשואה הכוללת של המשקיעים הישראלים בחו"ל הייתה גבוהה בהרבה. תיק הנכסים של הישראלים בחו"ל סולידית יחסית לתיק ההשקעות של הזרים בישראל, ולכן בשנת 2011, שבה ירדו מחירי המניות בארץ ובעולם, התשואה הכוללת של הזרים הייתה נמוכה יותר.

לוח ז'-6

התפלגות תיק הנכסים של תושבי ישראל בחו"ל ושל תושבי חו"ל בישראל בסוף 2010, התשואה בחשבון ההכנסות מריבית ודיווידנדים והתשואה הכוללת גם את רווחי ההון והפרשי שער החליפין לשנת 2011

השקעות תושבי ישראל בחו"ל			השקעות תושבי חו"ל בישראל		
(אחוזים)			(אחוזים)		
המשקל	מריבית ודיווידנד ¹	התשואה הכוללת ²	המשקל	מריבית ודיווידנד ¹	התשואה הכוללת ²
השקעות ישירות	26	5.7	4.9	26	9.2
מניות בתיק לניירות ערך	14	1.8	-8.2	30	1.4
אג"ח בתיק לניירות ערך	11	2.3	1.1	16	4.4
השקעות אחרות ורזרבה	49	1.2	0.4	28	1.7
סה"כ	100	2.6	100	4.0	-3.1
(מיליארדי דולרים)					
סך הכול	251	6.6	1.1	234	9.3
-7.2					

(1) כולל ריבית צבורה ורווחים שלא חולקו.

(2) כולל רווחי הון, הפרשי שער, ריבית צבורה ורווחים שלא חולקו.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

4. החשבון הפיננסי

בחשבון הפיננסי ניכר הבדל מובהק בין שתי מחציות השנה: במחצית הראשונה נוסף על כך פחתה הכדאיות של השקעות קצרות טווח במשק בעיני המשקיעים הזרים, בשל עליית פרמיית הסיכון של המשק והמגבלות שהוטלו על יבוא ההון לטווח קצר. למרות זאת לא פוחת השקל במהלך התקופה: לאחר פחות מלמדי על רקע המהפכה במצרים בתחילת השנה, שב השקל והתחזק, ושערו (ביחס לסל המטבעות) חזר באמצע השנה לרמה של סוף 2010. התחדשות מגמת ההתחזקות של השקל נבעה מהמשכו של זרם ההשקעות הזרות הישירות למשק, וגם בזרמי ההשקעות לטווח

בחשבון הפיננסי, המציג את זרמי ההון בין ישראל לחו"ל, ניכר הבדל מובהק בין שתי מחציות השנה: במחצית הראשונה גדלו צורכי המימון של המשק, בשל הירידה הניכרת של העודף בחשבון השוטף, ונוסף על כך פחתה הכדאיות של השקעות קצרות טווח במשק בעיני המשקיעים הזרים, בשל עליית פרמיית הסיכון של המשק והמגבלות שהוטלו על יבוא ההון לטווח קצר. למרות זאת לא פוחת השקל במהלך התקופה: לאחר פחות מלמדי על רקע המהפכה במצרים בתחילת השנה, שב השקל והתחזק, ושערו (ביחס לסל המטבעות) חזר באמצע השנה לרמה של סוף 2010. התחדשות מגמת ההתחזקות של השקל נבעה מהמשכו של זרם ההשקעות הזרות הישירות למשק, וגם בזרמי ההשקעות לטווח

¹⁹ מרבית ההשקעות של זרים בישראל מרוכזות בחמש חברות: "טבע", "צ'ק פוינט", "כימיקלים לישראל", "בנק לאומי" ו"בנק הפועלים".

קצר, הרגישות לפרמיית הסיכון, נרשמה ירידה מתונה בלבד. ברביע השני ירד היקפן של השקעות הישראלים בחו"ל ירידה של ממש, רובה ככולה באלה של הגופים המוסדיים בתיק ניירות ערך (בעיקר מימושים של חברות הביטוח); הסיבה לירידה זו אינה ברורה דיה, אך הירידה (יחד עם האטה בקצב צבירת רזרבות המט"ח של בנק ישראל) פעלה לייסוף מחדש של השקל.

במחצית השנייה של השנה, בעקבות התגברות החששות ממשבר החוב האירופי, וגורמים נוספים, כגון הפסקת ההרחבה הכמותית בארה"ב והתגברות אי-הוודאות באזורנו, חלה תפנית בתנועות ההון לטווח קצר: זרימתן למשק פסקה לחלוטין, ואף החל לחץ ליציאתן; כתוצאה מכך פוחת השקל (ועל רקע זה פסקו רכישות המט"ח של בנק ישראל). מלבד זאת הביא החשש הגובר להתפתחות משבר עולמי לירידה חדה של היקף

במחצית השנייה של השנה, בעקבות התגברות החששות ממשבר החוב האירופי והתגברות אי-הוודאות הגיאוגרפית, חלה תפנית בתנועות ההון, והחל לחץ ליציאתן.

לוח ז'-7

החשבון הפיננסי, 2010 ו-2011

(נתונים מקוריים, במיליארדי דולרים)

2011		2010		
המחצית השנייה	המחצית הראשונה	המחצית השנייה	המחצית הראשונה	
1.6	10.0	14.1	13.7	ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל
1.3	2.0	5.7	2.3	ההשקעות הישירות
2.0	1.0	3.7	5.2	בניירות ערך למסחר
-2.0	2.6	-1.2	0.2	ההשקעות האחרות ¹
0.2	4.3	5.8	6.0	יתרות מטבע החוץ
-3.1	10.9	10.6	7.0	ההשקעות של תושבי חו"ל בישראל
7.3	4.1	4.1	1.1	ההשקעות הישירות
				ההשקעות בניירות ערך למסחר למעט מק"ם ואג"ח ממשלתיות
-3.5	1.3	0.0	-0.9	ההשקעות בניירות ערך למסחר במק"ם ובאג"ח ממשלתיות
-4.2	1.0	4.7	5.3	השקעות בבנקים (פיקדונות)
-1.4	2.6	1.6	0.8	ההשקעות האחרות ¹ (למעט פיקדונות בבנקים)
-1.4	1.9	0.3	0.8	התנועות הפיננסיות נטו (השקעה נטו בחו"ל)
4.7	-0.9	3.5	6.7	ההשקעות הישירות
-6.0	-2.0	1.6	1.2	ההשקעות הפיננסיות בני"ע למסחר למעט במק"ם ואג"ח ממשלתי
5.5	-0.3	3.7	6.1	ההשקעות האחרות, במק"ם ובאג"ח ממשלתיות
5.0	-2.9	-7.8	-6.7	יתרות מטבע החוץ
0.2	4.3	5.8	6.0	

(1) בחשבון זה נכללים הלוואות, מזומנים ופיקדונות ואשראי מסחרי.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

ההשקעות בתיק ניירות הערך של זרים בישראל ושל ישראלים בחו"ל. הירידה בהשקעות של ישראלים בתיק ניירות הערך בחו"ל מותנה על ידי פעילות הגופים המוסדיים, שניצלו את ירידת המחירים בשוקי ההון בעולם ואת פיחות השקל כדי להגדיל את החזקותיהם בחו"ל. ההשקעות הישירות כמעט לא ירדו במחצית השנייה של השנה, שכן הזעזועים בכלכלה העולמית משפיעים עליהן, בדרך כלל, רק בפיגור. בשנה ומחצית השנה האחרונות הייתה רמת ההשקעות הישירות במשק גבוהה למדי; נראה אפוא שמגמת הייסוף הריאלי לא פגעה במידה רבה באטרקטיביות של המשק כיעד להשקעות זרות, וזאת אף על פי שהייסוף מייקר את מחירי ההשקעה מנקודת מבטם של הזרים.

א. החשבון הפיננסי במחצית הראשונה של השנה

בראשית השנה הטיל בנק ישראל מגבלות על יבוא ההון לטווח קצר; אלה נועדו למתן את היקף תנועות ההון הקצרות הנכנסות למשק.

העלאת הריבית של בנק ישראל במהלך 2010, לנוכח היציאה המהירה של המשק מהמיתון והחשש מהאצת קצב האינפלציה, הביאו לפתיחת פער ריביות ביחס למדינות המערב שעודן במיתון ולעלייה ניכרת בביקוש של משקיעים זרים לנכסים נושאי ריבית לטווח קצר בישראל. תחילה פעל בנק ישראל למיתון השפעתן המייספת של תנועות ההון הקצרות באמצעות הגדלה ניכרת של נכסי הרזרבה שברשותו; זאת כדי שעיקר הנטל של ריסון האינפלציה לא יוטל על המגזר הסחיר (מגזר היצוא ותחליפי היבוא), מחולל הצמיחה במשק. אך מאחר שהאפקטיביות של רכישות המט"ח הייתה מוגבלת²⁰, שכן פעולתן לפיחות שער החליפין מגדילה את הכדאיות של יבוא הון²¹, הטיל בנק ישראל בראשית שנה זו מגבלות מסוימת על יבוא ההון לטווח קצר (בעיקר במק"ם). אלה²² נועדו, בין היתר, לאפשר לבנק ישראל להעלות את הריבית בלי ששער החליפין ייוסף יתר על המידה, ובכך לרסן את האינפלציה תוך מזעור הפגיעה במגזר הסחיר.

המגבלות על תנועות ההון ועליית פרמיית הסיכון של המשק הפחיתו את זרם השקעות הזרים לטווח קצר בישראל.

המגבלות על תנועות ההון הקצרות שהוטלו בינואר 2011 עצרו כמעט לחלוטין את הגידול המואץ של השקעות הזרים בניירות ערך שמנפיק בנק ישראל (מק"ם). אך הצלחתן בבלימת כלל תנועות ההון לטווח קצר הייתה מוגבלת יותר. הסך הכולל של תנועות הקצרות - המק"ם, איגרות החוב הממשלתיות והפיקדונות בבנקים ישראלים - פחת מ-3 מיליארדי דולרים לרביע בשנת 2010 ל-2.2 ול-1.7 מיליארדים בשני הרביעים הראשונים של 2011. הירידה בהשקעות הזרות לטווח קצר בישראל נבעה, חוץ מאשר מהמגבלות על תנועות ההון, גם מעליית פרמיית הסיכון של המשק בשל המהפכה במצרים בתחילת 2011; זו השפיעה גם על יתר ההשקעות הזרות הנכנסות למשק, למעט ההשקעות הישירות. השפעתה הגדולה של עליית פרמיית הסיכון על ההשקעות קצרות הטווח ניכרת דווקא בהשקעות הישראלים בחו"ל לטווח קצר: בניגוד לשנתיים הקודמות, שבהן תושבי ישראל והבנקים הישראליים מימשו פיקדונות בבנקים בחו"ל בהיקף גדול מאוד (3 מיליארדי דולרים לשנה), במחצית הראשונה של 2011 הם הגדילו את הפקדוניהם שם (ב-1.6 מיליארדי

²⁰ שורצקי (2010) מצא שרכישות המט"ח של בנק ישראל הביאו תחילה לפיחות חד בשער החליפין, שהלך וקטן בהדרגה עד לשחיקתו המלאה לאחר כ-9 חודשים עד שנה. א' שורצקי, "האם בנק ישראל השפיע על שער החליפין?" בנק ישראל, חטיבת המחקר, סדרת מאמרים לדיון 2010.10.

²¹ המגבלות על תנועות ההון מאפשרות לצמצם את העלות של עיקור תנועות ההון למשק.

²² המגבלות כללו חובת דיווח (דצמבר 2010), חובת נזילות של 10 אחוזים על עסקאות של תושבי חוץ במק"ם ובאיגרות חוב ממשלתיות קצרות (וכן על עסקאות עתידיות ועסקאות החלף המאפשרות ניצול של פערי הריבית - ינואר 2011); ביטול הפטור ממס לתושבי חוץ על רווחי הון ממילווות מדינה לטווח של פחות משנה (יולי) וביטול הפטור ממס על הכנסות מריבית באותם ניירות (נובמבר).

דולרים); זאת אף על פי שפערי הריביות במחצית הראשונה של השנה היו גבוהים מאשר בשנתיים הקודמות.



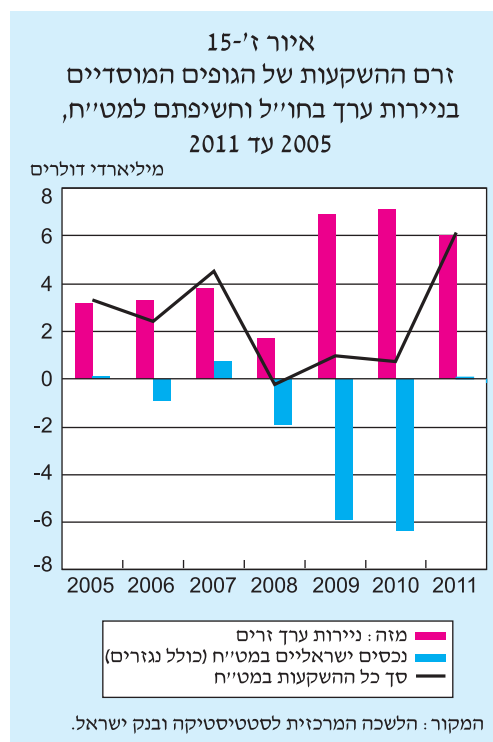
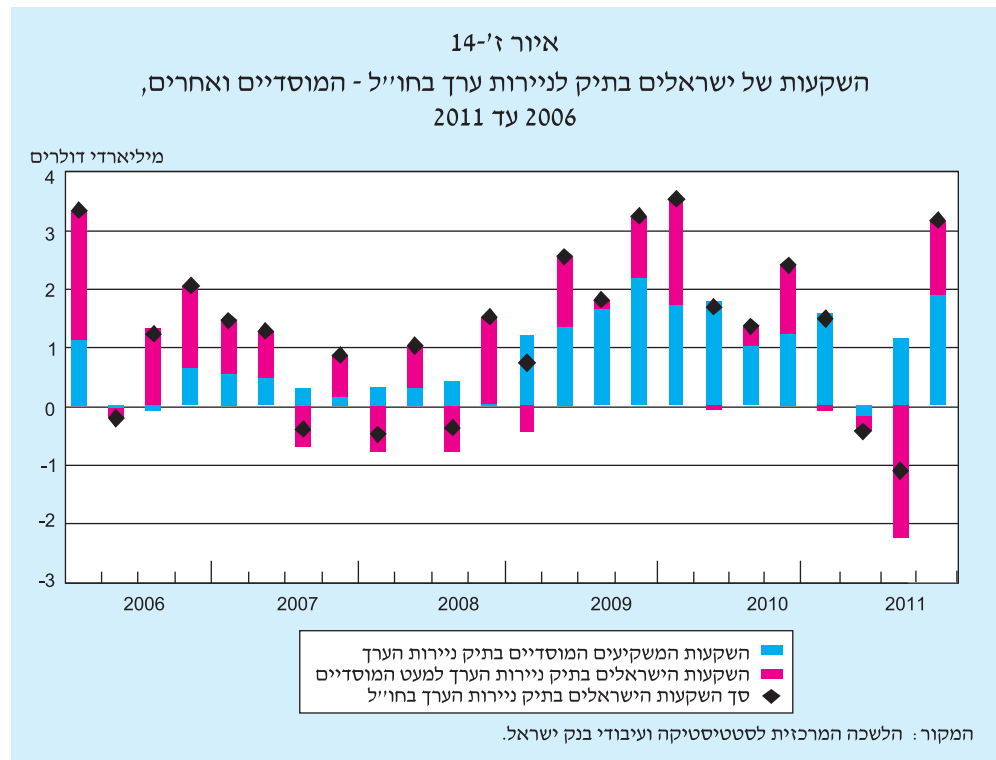
במחצית הראשונה של השנה לא גדלו יתר השקעות הזרים בישראל - השקעות שאינן מונעות משיקולים של פערי ריבית: היקף ההשקעות הישירות של הזרים בישראל במחצית זו דמה להיקפן במחצית הראשונה של 2010, וכן לממוצע בשלוש השנים הקודמות. גם היקף השקעות הזרים בתיק לניירות הערך בבורסה בת"א - למעט מק"ם ואג"ח ממשלתיות - היה אפסי; אמנם סך השקעות הזרים בתיק לניירות ערך בישראל (הכולל גם את השקעות הזרים בחברות ישראליות הנסחרות בחו"ל) היה גבוה בהרבה מאשר במחצית הראשונה של 2010 ומן הממוצע בשנים הקודמות, אך גידול זה היה זמני בלבד: הוא שיקף השקעה גדולה במיוחד של זרים בהון מניות של חברות ישראליות הנסחרות בבורסות בחו"ל (בהיקף של 1.2 מיליארדי דולרים ברביע השני), וכבר ברביע העוקב מימשו הזרים השקעות בהיקף גדול יותר באותו הסעיף (1.8 מיליארדי דולרים ברביע השלישי).

סך ההשקעות של ישראלים בחו"ל ירדו במחצית הראשונה של השנה ירידה ניכרת ביחס לשנה הקודמת. הירידה בהשקעות הישירות היא תוצאה של עסקה אחת גדולה וחריגה ברביע השלישי אשתקד²³; למעט עסקה זו היקף ההשקעות הישירות דמה להיקפן בעבר. הירידה המהותית יותר הייתה בהשקעות של ישראלים בתיק ניירות הערך בחו"ל. תשעים אחוזים מסך ההשקעות בתיק בשלוש השנים האחרונות התבצעו על ידי הגופים המוסדיים, ושיעור השקעותיהם בחו"ל בסך נכסיהם גדל בהתמדה בעשור האחרון - ממחצית אחוז בשנת 2001 ל-14 אחוזים השנה - אך ברביע השני של השנה חל מפנה, וזרם ההשקעות של הגופים המוסדיים בחו"ל פחת מאוד (איור ז'-14). התפנית נבעה בעיקר מפעילות חברות הביטוח, שהכפילו את השקעותיהן בחו"ל בשנתיים הקודמות - מ-15.2

במחצית הראשונה של השנה פחת זרם השקעות הזרים בישראל באפיקי ההשקעה שאינם מונעים משיקולים של פערי ריבית.

ההשקעות של ישראלים בחו"ל ירדו במחצית הראשונה של השנה ירידה ניכרת ביחס לשנה הקודמת.

²³ שבמסגרתה רכשה חברת "טבע" הישראלית את חברת "רציו-פארם" הגרמנית תמורת כ-5 מיליארדי דולרים.



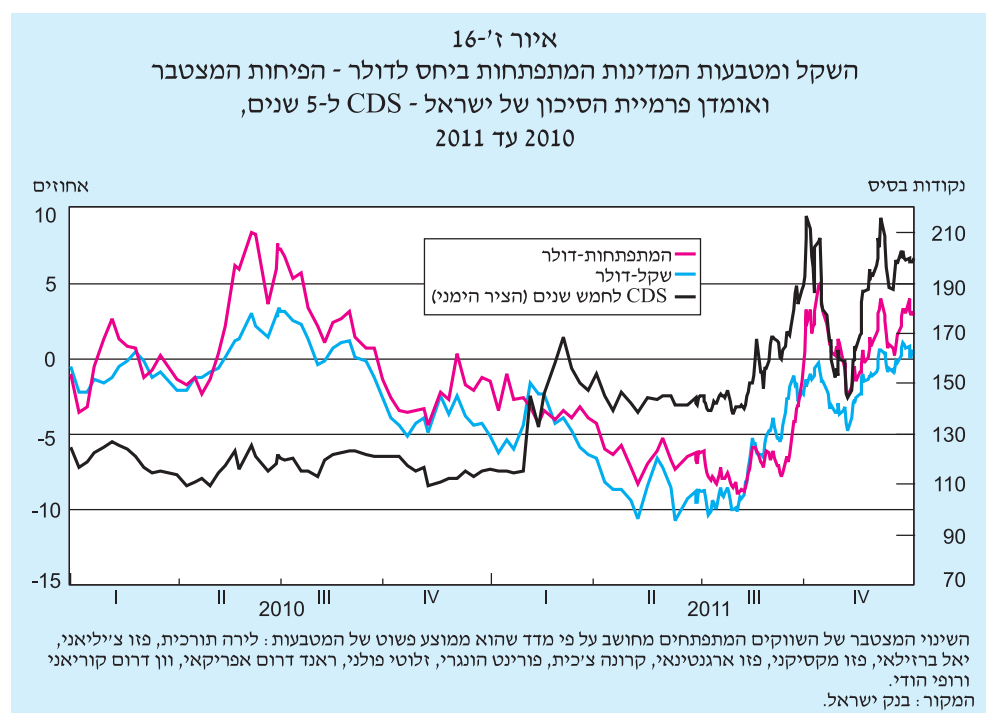
אחוזים בינואר 2009 ל-30.5 אחוזים בינואר השנה - וייתכן שהשנה אלה הגיעו לרוויה. הסבר אפשרי אחר הוא התייקרות עלות ההגנה על השקעותיהם מתנודות בשער החליפין. בשלוש השנים האחרונות הגדילו הגופים המוסדיים את השקעותיהם במניות בהיקף ניכר כמעט בלי להגדיל את היקף החשיפה שלהם למט"ח; זאת באמצעות שימוש בחוזים עתידיים, אשר הגנו עליהם מייסוף, שהיה שוחק את ערך נכסיהם במונחי שקלים. החוזים העתידיים נחתמו מול משקיעים זרים לטווח קצר (לרוב בתיווך הבנקים), אשר ביקשו להגן על עצמם מפחות בשער החליפין, שכן פחות שוחק את נכסיהם במונחי מט"ח. ייתכן שההאטה בזרם יבוא ההון לזמן קצר מצד משקיעים זרים השנה הגבילה את יכולתם של הגופים המוסדיים להמשיך ולהגן על עצמם מייסוף, וזו הסיבה להתמתנות

השקעותיהם בחו"ל; מכל מקום, השנה, לראשונה מזה שלוש שנים, לא עלה כלל היקף ההגנות של הגופים המוסדיים, ומידת החשיפה שלהם לשער החליפין גדלה (איור ז'-15).

ב. החשבון הפיננסי במחצית השנייה של השנה בצל החשש ממשבר החוב באירופה

החשבון הפיננסי הושפע במחצית השנייה של השנה בעיקר מהתגברות החשש לחדלות פירעון של מספר מדינות בגוש האירו, מצב שיש בו כדי לזעזע את הכלכלה העולמית כולה. בדומה לעבר, התגברות החשש מהמשבר עולמי לוותה במימוש השקעות בהיקף גדול של זרים בישראל ושל ישראלים בחו"ל, ובפיחות מהיר של השקל ביחס לדולר. התחזקות הדולר ביחס לשקל ולמרבית המטבעות בעולם (איור ז'-16) משקפת תופעה מוכרת בעתות משבר - זרימת הון אל מדינות הנחשבות ל"מקלט בטוח", ובראשן ארה"ב. ואכן, ברביע השלישי, שבו גבר החשש למשבר עולמי, נרשם גידול חריג של היקף ההחזקות של זרים באגרות חוב קצרות של ארה"ב²⁴. כתוצאה מכך התחזק הדולר האמריקני בחמשת החודשים האחרונים של השנה ב-14 אחוזים ביחס למטבעות של המדינות המתפתחות, ב-11 אחוזים ביחס לשקל וב-8 אחוזים, בממוצע, ביחס למטבעותיהן של המדינות המפותחות. עוצמת הפיחות ביחס לשקל הושפעה גם מהרכב תיק הנכסים של המשקיעים הזרים בישראל ושל המשקיעים הישראלים בחו"ל. עיקר השקעות הישראלים בחו"ל הן השקעות של בעלי עניין (השקעות ישירות), של גופים מוסדיים ושל בנק ישראל (נכסי זרבה), משקיעים שאינם ממהירים לממש את השקעותיהם בתקופות של אי-וודאות גוברת. לעומת זאת, הרכב

התגברות החשש מהמשבר העולמי לוותה במימוש בהיקף גדול של השקעות זרים בישראל והשקעות ישראלים בחו"ל, ובפיחות מהיר של השקל ביחס לדולר.



²⁴ גידול פי ארבעה ביחס לגידולו הממוצע בששת הרבועים הקודמים.

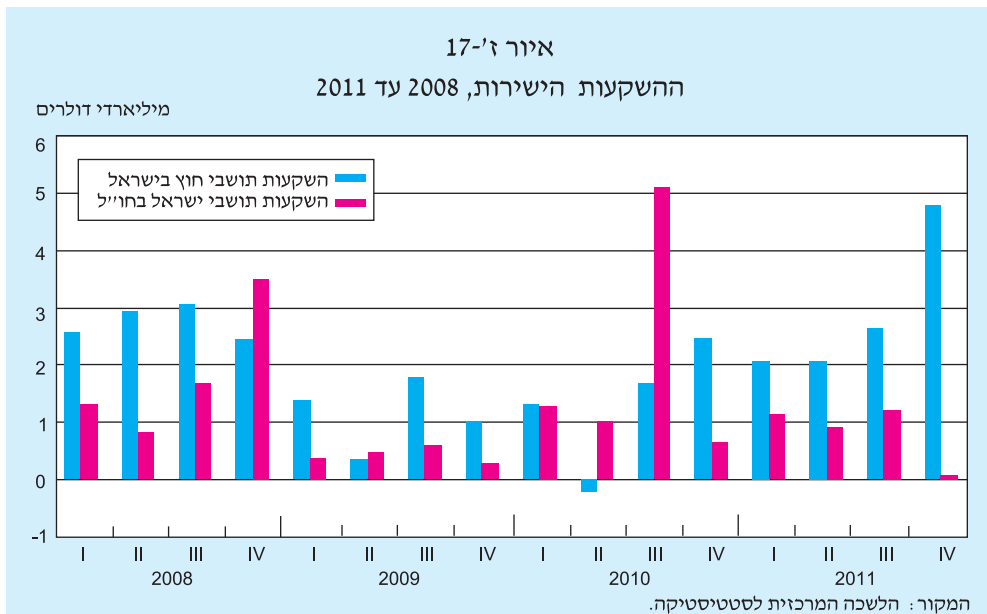
ההשקעות של הזרים בישראל כולל רכיב גדול יחסית של השקעות לטווח קצר, הרגישות לעלייה של פרמיית הסיכון ולגורמים נוספים שפעלו לעצירת יבוא ההון קצר הטווח ואף זירזו את יציאתו - הפסקת ההרחבה הכמותית בארה"ב (ביוני), ביטול הפטור ממס לתושבי חוץ על רווחי הון מההשקעות קצרות טווח בישראל (ביולי) ושתי הפחתות הריבית של בנק ישראל (באוקטובר ובדצמבר). גורמים אלו השפיעו על תנועות ההון, ובכך הביאו לפיחות השקל במחצית השנייה של השנה²⁵.

ברביע השלישי צנחו היקפי ההשקעה של ישראלים בחו"ל ושל תושבי חו"ל בישראל לרמות אפסיות, לעומת היקפים של 5 מיליארדי דולרים ויותר לרביע בשנתיים הקודמות. בהשקעות של משקיעים זרים בישראל (נטו), למעט השקעותיהם הישירות, היו מימושים בהיקף של 4.6 מיליארדי דולרים; היקף מימושים זה גבוה בהרבה מאשר בשיא המשבר הקודם. המשקיעים הזרים מימשו השקעות בהיקף של קרוב למיליארד דולרים במכשירי השקעה קצרי טווח (פיקדונות, מק"ם וכדומה). בהשקעות של זרים במניות הנסחרות בת"א היו מימושים, במיוחד במניות ישראליות הנסחרות בחו"ל (1.7 מיליארדי דולרים), אך זאת לאחר השקעה חריגה באותו סעיף ברביע השני. אשר להשקעות הישראלים בחו"ל: הישראלים מימשו השקעות כאלה - להוציא השקעות ישירות ונכסי רזרבה - בהיקף של מיליארד דולרים. עיקר המימוש היה בהשקעות של משקי בית בתיק לניירות ערך, בעוד שהגופים המוסדיים פעלו בניגוד למגמה וניצלו את ירידת מחירי המניות בעולם להגדלת השקעותיהם בתיק לניירות ערך בחו"ל. בשונה מאשר במשבר הקודם, הפעם לא מימשו הישראלים פיקדונות שהחזיקו בבנקים זרים.

החששות הגוברים ממשבר פיננסי לא ניכרו בזרמי ההשקעות הישירות: ההשקעות הישירות של זרים בישראל ושל ישראלים בחו"ל היו דומות לממוצע בשלושת הרבעים הקודמים, ואף גבוהות מעט יותר. במשבר הקודם ירדו ההשקעות הישירות בישראל ובעולם בפיגור של חצי שנה עד שנה לאחר הירידה בהשקעות בתיק ניירות הערך, שהגיבו מיד. זאת בעיקר משום שזמן ההבשלה של השקעות ישירות חדשות הוא ארוך, ואפילו עסקאות

היקף המימוש של
השקעות זרים בישראל,
למעט השקעותיהם
הישירות, היה גבוה יותר
מאשר בשיא המשבר
הקודם.

החששות הגוברים
ממשבר פיננסי כמעט לא
ניכרו בזרמי ההשקעות
הישירות, למעט ירידה
בהשקעות הישירות של
ישראלים בחו"ל ברביע
האחרון של השנה.



²⁵ פיחות השקל התרחש במקביל לצניחת מדדי המניות בארה"ב ולהאמרת אי-הוודאות שם (מדד ה-VIX).

ישרות שמהותן העברת בעלות נמשכות זמן רב. כך לדוגמה ברביע הרביעי של שנת 2011 נרשמה השקעה ישירה בעקבות עסקה שנחתמה שנה שלמה קודם לכן - עסקה גדולה במיוחד, אשר במסגרתה רכשה חברת "כימצ'ינה" הסינית את חברת המכתשים "אגן" מידי חברת "כור". סיבה נוספת לתגובה המאוחרת של ההשקעות הישירות למשברים היא שבתקופות של אי-וודאות החברות ממעטות בחלוקת רווחים; מאחר שהרווחים הלא-מחולקים הם חלק לא מבוטל מההשקעות הישירות, הם תורמים, לעת עתה, ליציבותן; כך היה גם במשבר הנוכחי (ברביע השלישי של 2011).

ההרכב הענפי של יתרת ההשקעות הישירות: שני שלישים מיתרות ההשקעות הישירות בישראל הן בענפי הטכנולוגיה העילית: ההשקעות בענף המחקר והפיתוח (מרכזי מו"פ של חברות זרות) ובענף הרכיבים האלקטרוניים מגיעות ל-10 מיליארדי דולרים, ובענף שירותי המחשב - ל-4 מיליארדים. מבין ההשקעות הישירות בענפים שאינם מוגדרים כענפי טכנולוגיה עילית בולטת יתרת השקעות גדולה של 5.5 מיליארדי דולרים בתעשיית המתכת, שהיא דומה במאפייניה לענפי הטכנולוגיה העילית, שכן היא עושה שימוש בטכנולוגיה מתקדמת ומייצרת בעיקר ליצוא. מיעוטן של ההשקעות הישירות בישראל מושקע בענפים מקומיים: מרביתן בענף המסדות הפיננסיים (10 מיליארדי דולרים, בעיקר בבתי השקעות וחברות ביטוח), בענף המסחר (1.8 מיליארד דולרים) ובענף המזון (כ-1.5 מיליארדים). תעשייה נוספת שבה מושקעים הזרים היא תעשיית הכימיה (כ-1.5 מיליארד דולרים); ההשקעות בתעשייה זו גדלו משמעותית בשנת 2011, עם רכישת חברת המכתשים "אגן".

שני שלישים מיתרות
ההשקעות הישירות
בישראל הן בענפי
הטכנולוגיה העילית.

לוח ז'-8

ההשקעות הישירות הנכנסות ויתרותיהן לפי העתירות הטכנולוגיות, 2010

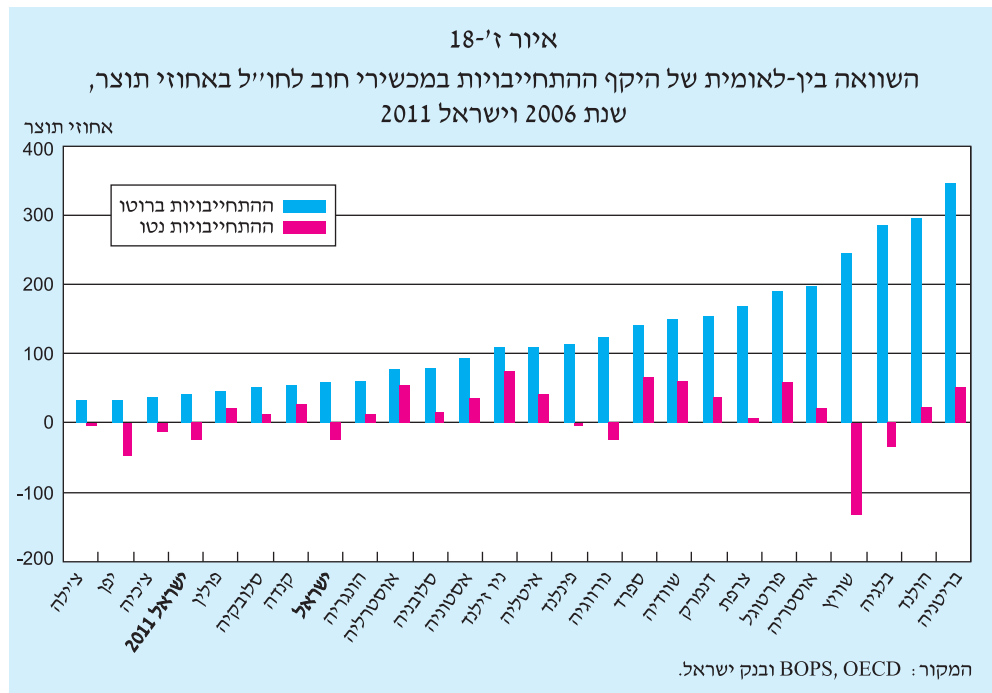
היתרות (מלאי) בסוף 2010		ההשקעות (התנועות) בשנת 2010		
במיליארדי באחוזים	דולרים	במיליוני דולרים	באחוזים	
19	11.7	32	1,773	תעשיות טכנולוגיה עילית
2	1.3	2	105	תעשיות טכנולוגיה מעורבת-עילית
12	7.0	5	303	תעשיות טכנולוגיה מעורבת-מסורתית
3	1.6	2	129	תעשיות טכנולוגיה מסורתית
24	14.2	32	1,765	מיחשוב ומו"פ
26	15.8	24	1,323	שירותים, מסחר וענפים אחרים
15	8.8	3	189	לא מחולק
100	60.3	100	5,587	סה"כ

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

5. החוב החיצוני של המשק והסיכון הגלום בו

לישראל עודף נכסים
משמעותי במכשירי חוב,
יתרות מט"ח גבוהות
ואיזון בחשבון השו"ת,
ולכן חסינותה ממשבר
גבוהה.

מאזן התשלומים ומאזן הנכסים וההתחייבויות מעוררים עניין מיוחד, משום שהרעה בהם עלולה להביא למשבר כלכלי. אמנם ההסתברות למשבר כלכלי תלויה בגורמים רבים - גירעון הממשלה, קצב הצמיחה ועוד - אך אחד מסימני האזהרה החשובים ביותר קשור ברמת ההתחייבויות של המשק כלפי משקים אחרים ולגידולן. קרן המטבע הבין-לאומית²⁶, אשר חקרה לאחרונה את ההיסטוריה של 62 משברים כלכליים שהתרחשו משנת 1970 ועד היום, מצאה שהתחייבויות חיצוניות נטו (ההתחייבויות פחות הנכסים) בהיקף של למעלה מ-40-50 אחוזי תוצר מגדילה באופן ממשי ומובהק את ההסתברות למשבר, ובמשברים שהתרחשו בארבע השנים האחרונות הערך הקריטי היה גבוה יותר (סביב 60 אחוזי תוצר). בשנת 2007 עמד עודף ההתחייבויות הממוצע של המדינות המפותחות על 22 אחוזים (למעט איסלנד); ההתחייבויות של ישראל נמוכות בהרבה. למעשה יש לישראל כיום עודף נכסים בהיקף של 15 אחוזי תוצר. עודף זה מורכב ממכשירי הון (מניות והשקעות ישירות) וממכשירי חוב (איגרות חוב, הלוואות וכו'), והשפעתם של האחרונים על ההסתברות למשבר נמצאה גדולה בהרבה מזו של הראשונים. מאחר שלשראל עודף נכסים משמעותי במכשירי חוב (25 אחוזי תוצר) היא חסינה מאוד ממשבר. גם יתרות המט"ח הגבוהות של ישראל והאיזון בחשבון השו"ת מקטינים את ההסתברות למשבר, שכן נמצא שיתרות גבוהות ביחס לתוצר ועודף בחשבון השו"ת מגבירים את היציבות. גורם סיכון נוסף, שהשפעתו לא נבחנה במחקר של קרן המטבע הבין-לאומית, הוא היקף ההתחייבויות ברוטו של המשק. מקובל להניח שגידול של ההתחייבויות מגדיל את הסיכון למשק. זאת אף אם הוא מלווה בגידול מקביל של הנכסים, שכן הנכסים אינם שייכים



World Economic Outlook (WEO), International Monetary Fund, September 2011, pp. 61-65. ²⁶

בהכרח לחייבים. השוואה של המדינות המפותחות מלמדת שהחוב ברוטו של ישראל נמוך יחסית, וגם הוא איננו גורם סיכון (איור ז'-18); ההשוואה נערכה על פי נתוני שנת 2006, מפני שהמשבר אשר פרץ אחריה הרע את מצבן של רבות מהמדינות. (כמו כן הושמטו מהמדגם איסלנד ואירלנד, שלהן היה חוב גדול כבר אז).

להגברת החסינות של המשק לתנודות בחו"ל תרם השיפור במאזן הנכסים וההתחייבויות שלו מול חו"ל בשנים האחרונות; שיפור זה נבע בעיקר מצבירת עודפים בחשבון השוטף, שהפכו את עודף ההתחייבויות של המשק מול חו"ל בסוף 2006 (13 מיליארדי דולרים) לעודף נכסים נאה באמצע 2011 (34 מיליארדים). גידול היקפם של הנכסים נטו שימש רובו ככולו להקטנת החוב נטו של המשק, ובכך הפך גם הרכב המאזן לעמיד יותר בפני משבר פיננסי. זאת אף כי היקף החוב ברוטו לחו"ל, שהוא הרכיב המסוכן במאזן, גדל בארבע השנים האחרונות ב-14 מיליארדי דולרים, ולא עוד אלא שמרבית גידולו הייתה בחוב לטווח קצר משנה (שהוא הרכיב המסוכן יותר בחוב). במדינות אחרות מימוש מהיר של השקעות הזרים עלול להביא לפיחות חד, שיכול לזעזע את יכולת הפירעון של חלק מהפירמות ולהוביל למשבר פיננסי - אך לא כן בישראל; זאת משום שעיקר הגידול של החוב ברוטו היה בזה של המגזר הציבורי (ולא בזה של הפירמות), והוא גובה בגידול רב הרבה יותר של הנכסים (יתרות בנק ישראל), כך שהחוב נטו של המגזר הציבורי לא גדל. למעשה, מימוש מהיר של השקעות הזרים ופיחות יוביל לרווח, ולא להפסד, משום שהחוב של המגזר הציבורי הוא שקלי, והנכסים הם במטבע חוץ.

השיפור במאזן הנכסים וההתחייבויות של המשק מול חו"ל התאפשר הודות לצבירת עודפים בחשבון השוטף בשנים הקודמות.

לוח ז'-9

הנכסים וההתחייבויות של המשק הישראלי כלפי חוץ לארץ במכשירי חוב ובמכשירי הון, 2009 עד 2011 (יתרות לסוף תקופה, מיליארדי דולרים)

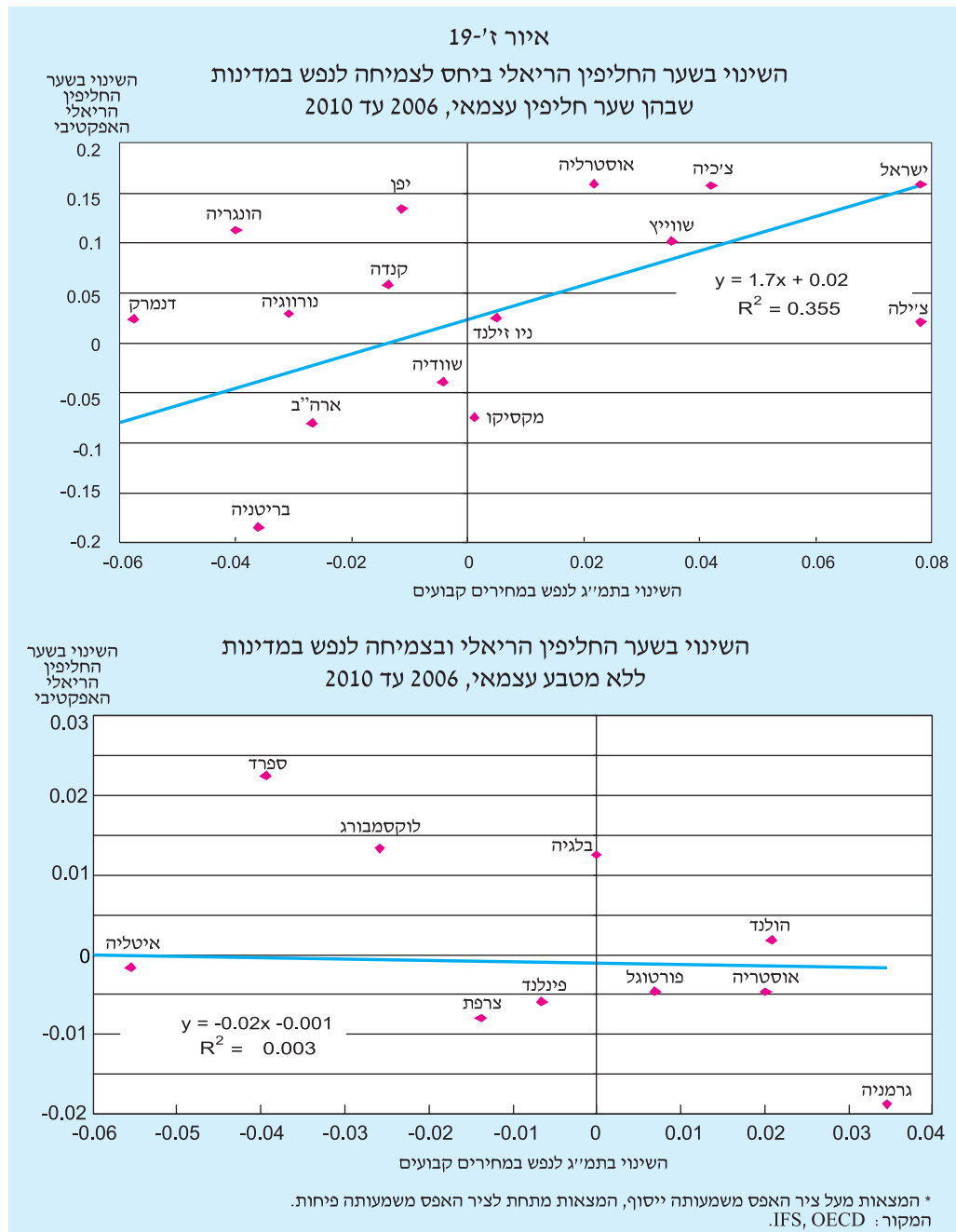
2011	2010	2009	
256	251	220	סך כל נכסי המשק
159	161	147	מזה: מכשירי חוב ¹
97	90	73	מכשירי הון
223	234	214	סך כל ההתחייבויות של המשק
102	106	93	מזה: מכשירי חוב ¹
121	128	120	מכשירי הון
-34	-17	-7	ההתחייבויות נטו
-57	-55	-54	מזה: מכשירי חוב נטו

(1) מכשירי החוב כוללים חלק מההשקעות הישירות (הלוואות בעלים) ומההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר (אג"ח), וכן את ההשקעות האחרות (ללא נכסים אחרים) ונכסי זרבה. המקור: בנק ישראל.

6. תנועות ההון והשפעתן על שער החליפין הריאלי

הייסוף הריאלי של השקל בשנים האחרונות תואם לנגזר מהצמיחה המואצת של התוצר לנפש בישראל (ביחס לזו שבארדה"ב), לתנאי הסחר ולמשקל הממשלה בתוצר - משתנים שהשפעתם על שער החליפין הריאלי נמצאה, אמפירית, מובהקת. אף על פי שהייסוף הריאלי הובל על ידי ייסוף נומינלי, אשר הונע על ידי תנועות הון קצרות טווח בהיקף

הייסוף הריאלי של השקל בשנים האחרונות תואם לנגזר מהצמיחה המואצת של התוצר לנפש בישראל (ביחס לזו שבארדה"ב), לתנאי הסחר ולמשקל הממשלה בתוצר - משתנים שהשפעתם על שער החליפין הריאלי נמצאה, אמפירית, מובהקת. אף על פי שהייסוף הריאלי הובל על ידי ייסוף נומינלי, אשר הונע על ידי תנועות הון קצרות טווח בהיקף

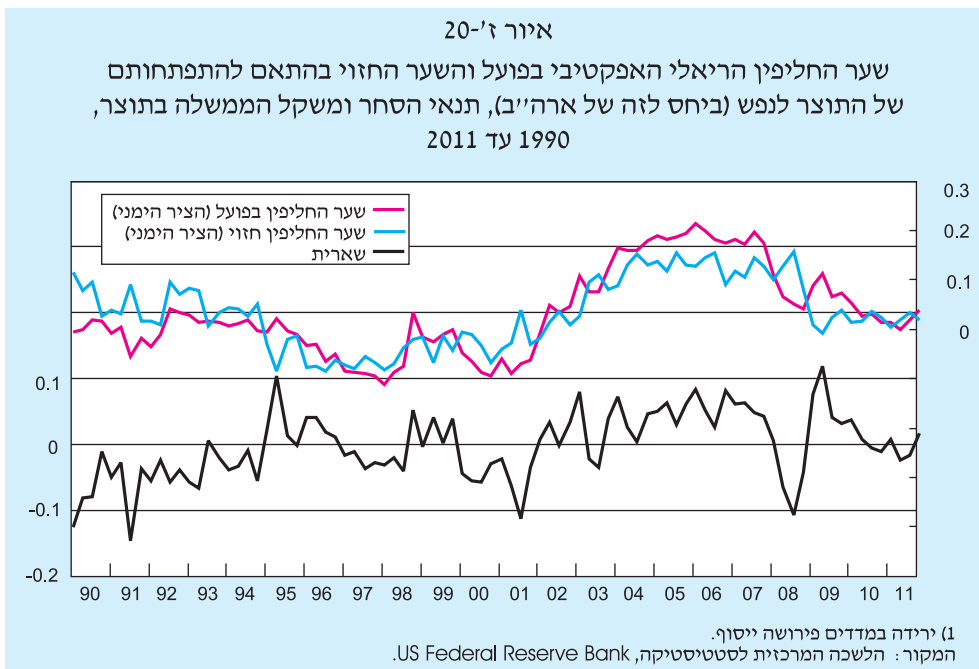


גדול מאוד שנכנסו למשק (השקעות נכנסות של זרים והשקעות חוזרות של ישראלים). לתנועות ההון ולייסוף הנומינלי היה, ככל הנראה, תפקיד בהתאמת המחירים היחסיים של המשק מול חו"ל למתחייב מהכוחות הריאליים; זאת בשונה מתופעות שהתרחשו במדינות אחרות בעבר שבהן תנועות ההון הביאו לייסוף יתר, אשר שיבש את המחירים היחסיים ופגע בתהליך הצמיחה של המשק.

התבוננות בהתפתחות שער החליפין הריאלי ובשיעורי הצמיחה של מדינות גוש האירו, שלהן מטבע משותף, לעומת אלו של מדינות שלהן מטבע עצמאי מאוששת את ההשערה כי לשער החליפין הנומינלי יש השפעה גדולה על השער הריאלי; זאת משום שבמדינות גוש האירו, על אף השונות הרבה ביניהן בשיעורי הצמיחה, התפתחות שער החליפין הריאלי אחידה מאוד, ובניגוד לצפוי, מחירי המוצרים הלא סחירים במדינות הגוש הצומחות לא התייקרו, ומחיריהם באלה שצמיחתן שלילית לא ירדו - עדות לקשיחות הרבה של המחירים והשכר במשקים שאין להם מטבע עצמאי. לעומת זאת במדינות בעלות מטבעות משלהן יש מיתאם ברור בין צמיחה לייסוף ריאלי: הצמיחה, בין אם היא נבעה מגידול של הפריץ ובין מגידול מחזורי של הביקוש המקומי, הובילה להתייקרות המוצרים הלא סחירים ולייסוף. שער החליפין הריאלי של ישראל יוסף, כאמור, בשיעור ניכר בשנים 2006 עד 2010; ייסוף כה גדול היה באותה תקופה רק בשתי מדינות מפותחות אחרות - באוסטרליה, שנהנתה משיפור ניכר בתנאי הסחר שלה, ובצ'כיה (איור ז'-19). ואולם מהאיור עולה שעוצמת הייסוף בישראל באותה תקופה תאמה לנגזר מצמיחת המשק. תוצאה דומה מתקבלת כאשר בוחנים את עוצמת הייסוף של השקל ביחס לדולר בשנים 1990 עד 2011; הייסוף הריאלי של השקל בשנים האחרונות תואם לנגזר מהצמיחה המואצת של התוצר לנפש בישראל (ביחס לזו שבארצ"ב), לתנאי הסחר ולמשקל הממשלה בתוצר - משתנים שהשפעתם על שער החליפין הריאלי נמצאה, אמפירית, מובהקת. מלבד זאת חסרים במשק הישראלי מרבית המאפיינים המעידים על התפתחות ייסוף יתר משמעותי של שער

במדינות בעלות מטבעות משלהן יש מיתאם ברור בין צמיחה לייסוף ריאלי: הצמיחה, בין אם היא נבעה מגידול של הפריץ ובין הביקוש המקומי, הובילה להתייקרות המוצרים הלא סחירים ולייסוף.

המאפיינים המעידים על התפתחות ייסוף יתר משמעותי של שער החליפין אינם קיימים במשק הישראלי: החשבון השוטף מאוזן ולא גירעוני, וההשקעות הישירות לטווח ארוך נמשכות.



החליפין: החשבון השוטף מאוזן ולא גירעוני, ההשקעות הישירות לטווח ארוך נמשכות, ואין לחץ לירידת שכר (ביחס לשותפות הסחר). מגמת הייסוף הריאלי הובלה כאמור על ידי ייסוף נומינלי ותנועות הון; אמנם תנועות ההון ושוקי המט"ח הם כידוע תנודתיים מאוד ורגישים לשיקולי השקעה קצרי טווח, ולעיתים פעולתם מתעלמת מגורמים ארוכי טווח, אך במקרה זה נראה שפעולת השווקים תרמה בדרך כלל להתאמת שער החליפין הריאלי למצב המשק, ולא פעלה לשיבושו (להוציא תקופות מסוימות, שבהן נדרשה התערבות בנק ישראל). יתר על כן, לייסוף הנומינלי עצמו תפקיד בהתאמת המחירים היחסיים של המשק מול חו"ל, ולראיה - במדינות גוש האירו, שאין להן מטבע עצמאי, שער החליפין הריאלי לא התאים את עצמו כלל להתפתחויות במשק.

במחצית השנייה של 2011, משהשתרר החשש למשבר לחוב באירופה, התהפכו תנועות ההון לזמן קצר לישראל, והשקל פוחד - חלק מתופעה עולמית של "ריצת" המשקיעים אל איגרות החוב של מדינות הנחשבות כ"מקלט בטוח". לתופעה זו של "ריצת אל הדולר" ופיחות השקל היינו עדים גם במשבר הקודם (מיוני 2008 עד מארס 2009), אך אז ייסוף הדולר ביחס למטבעות של המדינות המתפתחות התגלה כזמני בלבד, ובסופו של דבר גברו הכוחות לפיחותו, שנבעו מהמשבר העמוק שם ומהגירעון הגדול במאזן התשלומים. ניתן להניח שגם במחצית השנייה של השנה אין התאמה בין הכוחות הריאליים, המחייבים פיחות משמעותי של האירו ביחס ליתר המטבעות בעולם, ובכללם השקל, לבין שער החליפין הנומינלי של האירו, שנותר יציב ביחס לשקל וביחס למטבעות של המדינות המתפתחות. (שער האירו-שקל בסוף 2011 זהה לזה של 1 ביולי 2011). ייתכן, שבדומה להתפתחות במשבר הקודם, הכוחות הריאליים המחייבים את פיחות האירו יתממשו, תנועות ההון לזמן קצר לישראל יתחדשו, ושני אלו ישחקו את הפיחות הריאלי של השקל שהיה במחצית השנייה של השנה. זאת אף על פי שהפעם פועלים כוחות חזקים יותר לפיחות ריאלי - ובהם גידול הגירעון בחשבון המסחר והשירותים של ישראל, ירידת הרווחיות של מרבית חברות היצוא, התגברות התחרות מול היצרנים האירופיים, ואף ניצנים ראשוניים להתאוששות הכלכלה האמריקאית, אשר עשויים לתמוך בפיחות ריאלי של השקל ביחס לדולר.

פיחות השקל, על רקע המשבר בגוש האירו ועליית פרמיית הסיכון של המשק, עשוי להתמיד; זאת לנוכח גידול הגירעון בחשבון המסחר והשירותים של ישראל וניצני התאוששות של הכלכלה האמריקאית.

