

## פרק ז'

### סוגיה במאזן התשלומים:

## גורמי היסוד לעודף בחשבון השוטר של ישראל

- העודף בחשבון השוטר של ישראל בעשור האחרון גבוה מאשר ברוב רובן של מדינות OECD. בשנים 2010–2016 הגיע העודף, בממוצע שנתי, ל-3.2 אחוזי תוצר, לעומת 1.2 אחוז תוצר במדינות OECD, בממוצע.
- מאז שנות השמונים עבר המשק הישראלי ממצב המאפיין משקים מתפתחים, שבהם היקף החיסכון הלאומי נמוך בהרבה משיעור ההשקעה המקומית, למצב המאפיין משקים מפותחים, שבהם שיעור החיסכון הלאומי גבוה משיעור ההשקעה המקומית.
- שיעור החיסכון של ישראל דומה לזה של מדינות OECD, אולם בהתחשב ביחס התלות הגבוה יותר של האוכלוסייה בישראל שיעור החיסכון בה היה צפוי להיות נמוך יותר.
- הרצון לחסוך – בעולם ובישראל – גבר, על רקע גידולו של אי-השוויון הכלכלי, עליית תוחלת החיים ועוד. מגמות אלו פועלות לירידה מתמשכת של הריבית בעולם.
- גידולו של שיעור החיסכון בישראל ביחס למדינות ה-OECD תרמו המעבר של עובדי המגזר הציבורי מפנסיה תקציבית לפנסיה צוברת, החלת פנסיית חובה על כלל השכירים והירידה בהיקף הביטוח הסוציאלי. השפעת המעבר לפנסיה צוברת על החיסכון היא זמנית, אך היא תפוג רק עם השלמת המעבר של כלל העובדים והגמלאים לפנסיה צוברת.
- בישראל רובו הגדול של גידול החיסכון הפך לעודף בחשבון השוטר, כלומר להשקעות בחו"ל, ולא להשקעה מקומית. מגמה זו התאפשרה מפני הסרת המגבלות מעל השקעה בחו"ל שאפשרה לגופים המוסדיים (פנסיה, גמל וביטוח) להגדיל את השקעותיהם בחו"ל.
- שיעור ההשקעה המקומית בישראל בעשור האחרון היה נמוך בכ-3 אחוזי תוצר מהממוצע במדינות OECD. הפער נבע מהשקעה נמוכה יותר בבנייה שלא למגורים - בתשתיות תחבורה, במבני תעשייה, בבתי מלון, בבתי ספר, בבתי חולים וכו'. זאת למרות שקצב הגידול המהיר של האוכלוסייה בישראל מחייב שיעור השקעה גבוה יותר.
- ההשקעות במשק הישראלי מניבות בממוצע תשואה גבוהה מזו של השקעה במשקים בוגרים ומפותחים: חלק התמורה להון בתוצר בישראל גבוה יחסית לאותם משקים, אף שמלאי ההון של ישראל (ביחס לתוצר) נמוך יותר.
- העודף המתמשך בחשבון השוטר תרם רבות ליציבות הפיננסית של המשק ולשיפור דירוג האשראי שלו. ואולם, עודף הנכסים של המגזר הציבורי מול חו"ל הגיע לרמה נאותה.
- רצוי שהמגזר הציבורי יפעל להגדלת ההשקעה המקומית במיזמי תשתית – בכאלה שצפויה מהם תשואה כלכלית נאותה. השקעה בתשתית צפויה לשפר את התשואה-להון של המגזר הפרטי ולהגדיל את ההשקעה הפרטית במשק.

## 1. רקע ועיקרי הדברים

המשק הישראלי עבר מגירעון מתמשך בחשבון השוטף לעודף מתמשך: ב-34 מתוך 38 השנים 1965–2002 היה לישראל גירעון, והגירעון השנתי הממוצע היה 4.3 אחוזי תוצר. לעומת זאת, בכל אחת מהשנים 2004 עד 2016 היה לישראל עודף שנתי, והעודף השנתי הממוצע היה 3.3 אחוזי תוצר, לעומת גירעון של 0.3 אחוזי תוצר במדינות OECD. כיוון שהגירעון בחשבון השוטף שווה להפרש שבין ההשקעה המקומית במשק לחיסכון של המשק, עברה ישראל ממצב שבו היקף ההשקעה המקומית גדול בהרבה מהיקף החיסכון הלאומי, מצב המאפיין משקים מתפתחים, למצב המאפיין משקים בוגרים ומפותחים, שבהם שיעור ההשקעה נמוך משיעור החיסכון הלאומי. זאת אף על פי שלישראל נותר פער לא מובטל ברמת התוצר לנפש מול המשקים המפותחים ביותר, פער שראוי לצמצם. להלן נבחן את הגורמים ארוכי הטווח למעבר של המשק הישראלי מגירעון לעודף בחשבון השוטף.

העודף של ישראל בעשור האחרון (כ-3 אחוזי תוצר) גבוה יחסית למדינות העולם ולמדינות OECD. רק ל-22 מתוך 103 מדינות שלגביהן יש בידינו נתונים (וללא מדינות אפריקה שמדרום לסהרה) היה עודף גדול יותר. מחקרים מצאו שמדינות בעלות עודף גדול בחשבון השוטף מתאפיינות בהכנסות גדולות מיצוא של משאבי טבע, בתוצר לנפש גבוה וביעור גבוה של אוכלוסייה בגיל העבודה (יחס תלות נמוך). ואכן, מבין 22 המדינות בעלות עודף גדול מ-3 אחוזי תוצר (ממוצע שנתי לשנים 2005–2014) 12 הן יצואניות משאבי טבע בולטות<sup>1</sup>, ו-8 מדינות נוספות מתאפיינות בתוצר לנפש גבוה במיוחד<sup>2</sup>. לישראל אין הכנסות חריגות ממשאבי טבע, שיעור האוכלוסייה בגיל העבודה בה נמוך ביחס למדינות המפותחות, ורמת התוצר לנפש אינה חריגה ביחס למדינות האחרות החברות ב-OECD. לאור אלה העודף הגדול של ישראל חריג.

בהשוואה למדינות OECD העודף הגדול בחשבון השוטף של ישראל בעשור האחרון משקף שיעור השקעה נמוך לצד שיעור חיסכון לאומי דומה לממוצע. ההשקעה הנמוכה יותר בישראל מבטאת השקעה נמוכה בבנייה שלא למגורים (תשתיות, מבני תעשייה ומסחר, מבני ציבור, משרדים, בתי מלון וכו'), בעוד שבכביבי ההשקעה האחרים (בנייה למגורים, מכונות וציוד, כלי תחבורה וכו') רמתה דומה לממוצע ב-OECD. ואולם בהתחשב בקצב גידולה המהיר של האוכלוסייה והפיגור ברמת התוצר לנפש בישראל שיעור ההשקעה בתוצרה היה אמור להיות גבוה יותר. ההשקעה הנמוכה בבנייה שלא למגורים משקפת בראש ובראשונה השקעה ציבורית נמוכה יותר, בפרט בתשתיות תחבורה. גורמים נוספים שעשויים להסביר את ההשקעה הנמוכה בבנייה שלא למגורים בישראל הם הסיכון הביטחוני, המכביד על השקעות בבתי מלון ובמיזמי תיירות, החיסרון היחסי של ישראל בתעשייה המסורתית, שתרם לירידת ההשקעה בבניית מבני תעשייה בשני העשורים האחרונים, והנטל הבירוקרטי הכבד המוטל על יזמים, כפי שמשקף במיקומה הנמוך של ישראל במדדי עשיית העסקים. השקעת חסר בתשתיות הציבוריות ונטל בירוקרטי פוגעים, קרוב לוודאי, גם בהשקעה הפרטית שלא בבנייה בישראל.

שיעור החיסכון בישראל דומה לשיעורו במדינות המפותחות<sup>3</sup>. גורם חשוב המשפיע על שיעור החיסכון הוא שיעור האוכלוסייה בגילים 15 עד 64 מסך כל האוכלוסייה; גילאים אלו הם העובדים

ישראל עברה ממצב המאפיין משקים מתפתחים, שבהם היקף ההשקעה המקומית גדול בהרבה מהיקף החיסכון הלאומי, למצב המאפיין משקים בוגרים ומפותחים.

העודף של ישראל בעשור האחרון גבוה יחסית למדינות הדומות לה.

העודף הגדול של ישראל בהשוואה למדינות דומות לה משקף שיעור השקעה נמוך לצד שיעור חיסכון לאומי גבוה.

<sup>1</sup> אזרבייג'ן, בוליביה, עירק, כווית, לוב, עומן, נורבגיה, רוסיה, ערב הסעודית, ונצואלה, וכן אלג'יריה ובחריין.

<sup>2</sup> דנמרק, גרמניה, הונג קונג, מלזיה, הולנד, סינגפור, שבדיה ושווייץ. גם ליפן, קוריאה ואוסטריה עודפים גבוהים יחסית בחשבון השוטף, אך נמוכים מזה של ישראל. העודף בחשבון השוטף של סין והפיליפינים גדול משל ישראל - אף שהתוצר לנפש שלהן נמוך יותר, ואין להן הכנסות גדולות מיצוא משאבי טבע; לפיליפינים הכנסות גדולות מיצוא של שירותי עבודה.

<sup>3</sup> מאז המשבר העולמי ירד שיעור החיסכון הממוצע במדינות OECD ל-22.4 אחוזי תוצר (2008–2014), לעומת 23.1 בשנים שלפני המשבר (1991–2006).

והחוסכים, וככל שמשקלם גבוה יותר עולה שיעור החיסכון במשק. משקל האוכלוסייה בגיל העבודה בישראל (62%) נמוך משמעותית מאשר במדינות OECD (67%), ולכן שיעור החיסכון בישראל היה צפוי להיות נמוך מאשר בהן<sup>4</sup>. ההסבר לעובדה ששיעור החיסכון בישראל גבוה יחסית טמון בהסדרי הפנסיה, וליתר דיוק – בתהליך השינוי בהסדרי הפנסיה בעשור האחרון: בעקבות העברת עובדי המגזר הציבורי החדשים מפנסיה תקציבית לפנסיה צוברת (משנת 2002 ואילך) והחלת הסדרי פנסיית חובה על כלל העובדים במשק (מינואר 2008 ואילך, בהדרגה) עלה שיעור ההפרשות-לפנסיה של העובדים בישראל בעשור האחרון מ-1.6 ל-2.9 אחוזי תוצר<sup>5</sup>, ותרם בכך לעלייה בחיסכון הלאומי. גורמים נוספים שתורמו לעלייה היחסית של היקף החיסכון בישראל הם ירידה של היקף תשלומי ההעברה, המשקפת את צמצום רשת הביטחון הסוציאלי בישראל, לעומת עלייתם במדינות OECD. וגידולו של חלק ההון בתוצר בישראל, המתאפיין בשיעור חיסכון גבוה (ביחס לשיעור החיסכון על חלק העבודה בתוצר).

העודף בחשבון השוטר של ישראל הוא בעיקרו תוצאה של מדיניות ציבורית – ריסון בהשקעות הציבוריות והחלת חובת הפרשה לקרן פנסיה צוברת.

העודף בחשבון השוטר של ישראל הוא בעיקרו תוצאה של מדיניות ציבורית: הריסון שהממשלה כפתה על עצמה במימון וביצוע של השקעות ציבוריות הוא הגורם העיקרי לרמתה הנמוכה של ההשקעה בישראל בהשוואה בין-לאומית (אך גם הנטל הבירוקרטי תרם לכך). תרומה נוספת הייתה למדיניות הציבורית בתחום הפנסיה: החלת חובת הפרשה לקרן צוברת הביאה להגדלת החיסכון הלאומי. הליברליזציה בתנועות ההון התירה לגופים המוסדיים (קרנות פנסיה, קופות גמל וקרנות השתלמות) לנייד חלק לא מבוטל מהחיסכון להשקעות בחו"ל<sup>6</sup>, וכך גידול החיסכון הלאומי לא הופך לגידול של ההשקעה המקומית, אלא לעודף בחשבון השוטר. חשוב להבהיר שהפתיחות של המשק לתנועות הון ושיעור החיסכון הגבוה יחסית בישראל הם יתרונות שיש לשמר. לעומת זאת ההשקעה הנמוכה יחסית, בפרט בתשתית, מונעת מהמשק לממש את פוטנציאל הצמיחה שלו, ויש להגדילה.

ישראל השכילה לפתח לעצמה יתרון יחסי בענפים עתירי טכנולוגיה, מיומנות והשכלה, שבהם השכר ורווחיות ההון גבוהים, ולהימנע מהתחרות הגוואה בענפים מתפתחות נוספות. פרופיל היצוא של ישראל דומה כיום לזה של המדינות המתקדמות ביותר במערב אירופה, ומתבסס על יצוא של תוכנה, תרופות ומוצרי טכנולוגיה עילית אחרים. אמנם היצוא הישראלי מעסיק רק כ-10% מסך המועסקים במשק<sup>8</sup>, אך הפרייון של עובדים אלו גבוה מאוד, והוא מאפשר למשק לממן את סך היבוא, ואף מותיר עודף בחשבון השוטר, כאמור. ואולם, שיעור היבוא בתוצר של ישראל עדיין נמוך ביחס למדינות המתקדמות במערב אירופה. הפחתת

דיון זה יתמקד בנייתו העודף בחשבון השוטר כפער שבין החיסכון להשקעה, אך העודף בחשבון השוטר משקף גם את הפער שבין היצוא ליבוא<sup>7</sup>. מנקודת ראות של היצוא והיבוא ניתן לייחס את המעבר מגירעון לעודף לשינוי המבני המוצלח במגזר היצוא: ישראל השכילה לפתח לעצמה יתרון יחסי בענפים עתירי טכנולוגיה, מיומנות והשכלה, שבהם השכר ורווחיות ההון גבוהים, ולהימנע מהתחרות הגוואה בענפים עתירי העבודה, על רקע העלייה המואצת ביצוא של סין ושל מדינות מתפתחות נוספות. פרופיל היצוא של ישראל דומה כיום לזה של המדינות המתקדמות ביותר במערב אירופה, ומתבסס על יצוא של תוכנה, תרופות ומוצרי טכנולוגיה עילית אחרים. אמנם היצוא הישראלי מעסיק רק כ-10% מסך המועסקים במשק<sup>8</sup>, אך הפרייון של עובדים אלו גבוה מאוד, והוא מאפשר למשק לממן את סך היבוא, ואף מותיר עודף בחשבון השוטר, כאמור. ואולם, שיעור היבוא בתוצר של ישראל עדיין נמוך ביחס למדינות המתקדמות במערב אירופה. הפחתת

<sup>4</sup> שיעור האוכלוסייה בגילים 20–65 בסך האוכלוסייה בישראל בשנת 2013 (53.5%) היה נמוך מן הממוצע ב-OECD (59.8%).

<sup>5</sup> מבין מדינות OECD היה גידול רב יותר רק בקוריאה (מ-0.1 ל-3.2 אחוזי תוצר). גידול דומה לזה שבישראל היה בניו-זילנד (מ-1.3 ל-2.7) ובשווייץ (מ-6.9 ל-8.4 אחוזי תוצר).

<sup>6</sup> כרבע מהנכסים של הגופים המוסדיים הם נכסים זרים (בסוף 2015), לעומת אחוז אחד בשנת 2002. תרומה נוספת להסטת החיסכון אל השקעה בחו"ל הייתה להגדלת יתרות המט"ח של בנק ישראל בחו"ל בכ-70 מיליארדי דולרים במהלך העשור האחרון.

<sup>7</sup> ליתר דיוק: החשבון השוטר כולל מלבד היצוא והיבוא גם את ההעברות החד-צדדיות ואת ההכנסות נטו מגורמי ייצור.

<sup>8</sup> משקל המועסקים בחברות ששיעור היצוא במכירותיהן גדול מ-25% בסך המועסקים במשק.

מכסים וחסמי סחר תאפשר גידול של היבוא, ובעקבותיו גם של היצוא<sup>9</sup>. מאחר שהפריון בענפי היצוא גבוה, יאפשר גידול היצוא עלייה של הפריון ורמת החיים. בין הצעדים שנקטו לאחרונה לשם הגדלת היבוא ושיפור הפריון נציין את ההיתרים שניתנו לשש חברות זרות לפעול בענף הבנייה למגורים, אשר מתאפיין בפריון נמוך יחסית, את גידולה של פעילות חברות זרות בתחום הקמת התשתיות והפעלתן (נמלי הים ורכבות) ואת רפורמת השמיים הפתוחים בתחום שירותי התעופה.

## 2. בעיית מאזן התשלומים של ישראל בעבר הרחוק

הגירעון הגדול בחשבון השוטף של ישראל בשנות השישים והשבעים שיקף ניסיון שאפתני של המשק הצעיר והלא מפותח להשיג מספר מטרות בעת ובעונה אחת – פיתוח כלכלי מואץ, אספקת שירותי רווחה נדיבים ובניית צבא גדול ומודרני. הדבר השתקף בהיקפים גבוהים (יחסית לתוצר) של ההשקעה, הצריכה הציבורית המקומית והיבוא הביטחוני (לוח ז'-1). באותן שנים נהנה המשק מתשלומי העברה נדיבים מחו"ל, שהגיעו ל-10% מסך המקורות של המשק, הצריכה הפרטית הייתה מרוסנת; והמשק הצליח לממן גירעונות גבוהים בחשבון השוטף הודות לצמיחה מואצת של התוצר, שמיתנה את גידולו של יחס החוב לתוצר, ולהלוואות בריבית נוחה יחסית מיהדות העולם וממשלת ארה"ב.

מאז מלחמת יום כיפור (1973) נבלם הגידול המואץ של התוצר, וגדלה הדחיפות בצמצום הגירעון: "מאז משבר הדלק והעלייה התלולה בהוצאות הביטחון עמדה המדיניות הכלכלית בסימן הצורך הדחוף לצמצם את הגירעון בחשבון השוטף לממדים בני מימון" (דוח בנק ישראל 1978, פרק א'). ואכן, בשנים 1976 ו-1977 ירדו הצריכה הציבורית וההשקעה ירידה ריאלית מצטברת של 20%. הריסון החרף הביא לירידה של הגירעון בחשבון השוטף, אך גם למיתון כלכלי ולמחאה חברתית, והתאוששות הפעילות הכלכלית בשנים 1978–1979 לוותה בעלייה מחודשת של הגירעון בחשבון השוטף. הדילמה שבין הצורך בצמצום הגירעון הגדול בחשבון השוטף לרצון להימנע ממיתון כלכלי המשיכה ללוות את המשק במחצית הראשונה של שנות השמונים. זאת על

בעבר הגירעון המבני הגבוה בחשבון השוטף של מאזן התשלומים היה אחת מבעיות היסוד החמורות ביותר של המשק.

המשך הגירעון הגדול בחשבון השוטף היה עלול לגרום משבר פיננסי פתאומי וחמור; ואולם צמצום הגירעון גרר את המשק למיתון ואבטלה.

**לוח ז'-1**

**החיסכון הלאומי, ההשקעה המקומית הגולמית והחשבון השוטף במאזן התשלומים, 1965 עד 2016, (אחוזים מכלל ההכנסות במשק<sup>1</sup>)**

החשבון השוטף	החיסכון הלאומי	החיסכון הפרטי	החיסכון הציבורי	הצריכה הציבורית המקומית	ההשקעה המקומית	עודף היבוא האזרחי	היבוא הביטחוני
1979-1965	-19.5	7	22	-15	27	12	9
1984-1980	-4.3	16	26	-10	28	6	7
1989-1985	0.6	17	18	-1	23	3	5
1996-1990	-2.9	20	21	-1	23	7	2
2004-1997	-0.7	21	21	0	24	4	2
2016-2005	3.2	23	22	1	21	-1	1

<sup>1</sup> הכנסת המשק = התל"ג (בשער החליפין היציג) ועוד ההעברות לפרטים מחו"ל נטו ועוד ההעברות מחו"ל למגזר הציבורי, פחות תשלומי ריבית לחו"ל (נטו).

<sup>9</sup> גידול היבוא צפוי לגרום פחות מתמשך של שער החליפין הריאלי; הפיחות יגדיל את רווחיות היצוא ויאפשר את גידולו.

רקע משברי מאזן התשלומים שפרצו באותן שנים במדינות מתפתחות: "לא פעם דורגה מדינת ישראל בהקשר לחוב החיצוני סמוך למדינות דרום אמריקה ואחרות, שחלקן אף הגיעו למשברים כספיים" (דוח בנק ישראל 1982, פרק ז'). הזיכרון ההיסטורי של בעיית הגירעון בחשבון השוטר המשיך ללוות את המשק עוד זמן רב לאחר שהגירעון פחת לרמות סבירות, ואף הפך לעודף קטן. צעד חשוב שנעשה בסוף שנות השמונים ותרם לצמצום הגירעון המבני בחשבון השוטר היה הפחתת האשראי המוכווני והמסובסד, אשר הוקצה להשקעות פרטיות שתועדפו על ידי הממשלה, סבסוד שהיקפו הגיע בשיאו ל-10 אחוזי תוצר<sup>10</sup>. על רקע הפחתת סבסוד ההשקעות ירד שיעור ההשקעה בתוצר מדרגה – מ-27 אחוזי תוצר בשנים 1978-1979 ל-22 אחוזי תוצר בלבד בשנת 1980 – ומאז התייצב ברמות המקובלות במדינות המתפתחות. תכנית הייצוב שהופעלה בשנת 1985 נחשבת לקו פרשת המים בהתפתחות החשבון השוטר של ישראל. באותה שנה החליטה ממשלת האחדות, שנשענה על רוב גדול במיוחד בכנסת, לחולל רפורמה מקיפה במשק ובתקציב המדינה: הצריכה הציבורית המקומית ירדה מדרגה (מ-28% ל-23% מסך מקורות המשק) והתייצבה מאז ברמה המקובלת במדינות המפותחות. גם היבוא הביטחוני והצריכה הביטחונית אולצו להתכנס לתוואי יורד, ובשנות התשעים הם התייצבו ברמות נמוכות בהרבה מאשר בעבר<sup>11</sup>. תופעת הגירעונות התאומים, הקושרת בין ירידה של הגירעון הממשלתי לירידה של הגירעון בחשבון השוטר, נראית כמעט ברורה מאליה, משום שהחיסכון הלאומי הוא חיבור חשבוני פשוט של החיסכון הפרטי והחיסכון הציבורי (והחיסכון הלאומי פחות ההשקעה הוא העודף בחשבון השוטר). ואולם, החיסכון הפרטי נוטה לקזז את השינויים בחיסכון הציבורי<sup>12</sup>. תופעה כזאת אכן התרחשה בשנת 1985: משקל הצריכה הפרטית בתוצר גדל מ-50% בשנים 1984-1981 ל-54% בשנים 1985-1989. למרות זאת לתכנית הייצוב הייתה תרומה חשובה להקטנת הגירעון המבני בחשבון השוטר ולהגדלת החיסכון הלאומי. תרומה נוספת הייתה לירידה החדה של מחירי הדלק בעולם (1985-1986), ועוד קודם לכן – לירידה של משקל ההשקעות בתוצר, כאמור.

צמצום ההוצאה  
הממשלתית, ובכלל  
זה צמצום ההשקעה  
הציבורית והסבסוד  
הממשלתי להשקעות  
פרטיות, הפחיתו את  
הגירעון בחשבון השוטר.

### 3. הגורמים המשפיעים על העודף בחשבון השוטר

מחקר<sup>13</sup> שבחן את הגורמים המשפיעים על העודף בחשבון השוטר על פי מדגם של 89 מדינות, מתוכן 18 מדינות מפותחות, מצא שהעודף בחשבון השוטר (כשיעור מהתוצר) גדול יותר במדינות המייצאות נפט, במדינות שלהן עודף גדול יותר בתקציב הממשלה ובמשקים שלהם נכסים נטו בחו"ל בהיקף גדול (במונחי תוצר)<sup>14</sup>. העודף בחשבון השוטר של מדינות מתפתחות הושפע משלושה גורמים נוספים: היחס שבין האוכלוסייה בגיל העבודה (גילאי 15-64) לאוכלוסייה

העודף בחשבון השוטר  
גדול יותר במדינות  
המייצאות נפט, במדינות  
שלהן עודף גדול יותר  
בתקציב הממשלה  
ובמדינות שבהן יחס  
התלות נמוך.

<sup>10</sup> הטבות האשראי לייצור מקומי (כולל גם לאשראי שניתן בשנים קודמות), שהיוו 8 אחוזי תוצר בשנים 1975-1977, ירדו בהדרגה משנת 1979 ואילך ל-4 אחוזי תוצר בלבד בשנת 1982 (דוח בנק ישראל 2002 לוח ה-7).

<sup>11</sup> "הגודל היחסי של המגזר הציבורי בישראל לפני שנת 1985 היה הגבוה ביותר בעולם, ואילו עתה הוא קרוב למקובל בארצות אירופאיות. הקטנת גודלה היחסי של הממשלה הושגה בייחוד על ידי הקטנת הוצאות הביטחון" – מתוך מאמרם של יוסף זעירא ומישל סטרבצ'ינסקי הקטנת גודלה היחסי של הממשלה בישראל אחרי 1985, בספר "ממעורבות ממשלתית לכלכלת שוק" בעריכת אבי בן בסט, 2001.

<sup>12</sup> לדוגמה, כאשר הממשלה מגדילה את החיסכון הציבורי (למשל מקצצת בסובסידיה למוצרי יסוד), האזרחים יצפו לירידה של המסים בעתיד, ולכן ירשו לעצמם לצרוך סל מוצרים יקר יותר ויקטינו את החיסכון הפרטי.

<sup>13</sup> M. D. Chinn and E. S. Prasad (2003). "Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: an Empirical Exploration", *Journal of International Economic* 59.1. pp.47-76.

<sup>14</sup> נבחר שצבירת הנכסים בחו"ל היא למעשה תוצאה של עודפים בחשבון השוטר בעבר.

הצעירה (גילאי 15 ומטה); היחס של כמות הכסף (M2) לתוצר; והפתיחות לסחר בין-לאומי<sup>15</sup>. בנתוני החתך נמצא שלמדינות אשר תוצרן לנפש גבוה יותר יש עודף גדול יותר בחשבון השוטר. משתנים נוספים שנבחנו במחקר ולא נמצאו מובהקים הם קצב הצמיחה של המשק, מגבלות על תנועות הון בין-לאומיות והתנודות בתנאי הסחר. מחקר דומה<sup>16</sup> התמקד ב-21 מדינות מפותחות בשנים 1971–1993 ומצא שגודלו של העודף בחשבון השוטר מוסבר ברמת הפיתוח של המשק ובהרכב הגילים בו: תוצר-לנפש גבוה יותר, מלאי הון-לעובד גבוה יותר ושיעור גבוה יותר של אוכלוסייה בגילי העבודה מביאים לעודף גדול יותר בחשבון השוטר. מעקב אחר העודף בחשבון השוטר על פני זמן מגלה שלעודף בתקציב הממשלה השפעה ארוכת טווח (וגם קצרת טווח) על העודף בחשבון השוטר, ואילו לשער החליפין הריאלי, למחזור העסקים ולתנאי הסחר השפעה קצרת טווח בלבד על העודף.

אמדנו את העודף הממוצע בחשבון השוטר לשנים 1970 עד 2014 ב-33 מדינות שלהן תוצר לנפש של 20 אלף דולרים ומעלה במחירי 2010, וכן למדגם רחב יותר של 145 מדינות ששוונו על פי הבנק העולמי כבעלות תוצר לנפש בינוני-גבוה וגבוה (לוח ז'-2). בחרנו משתנים מסבירים שנמצאו בעלי השפעה מובהקת על העודף בחשבון השוטר במחקרים קודמים: רמת התוצר לנפש, ההכנסות ממשאבי טבע (במונחי תוצר), שיעור האוכלוסייה שאינה בגילי העבודה (גילאי אפס עד 15 ו-65 ומעלה) באוכלוסייה, פריון הילודה (מספר הילדות לאישה) ותוחלת החיים; נוסף על אלה כללנו משתני דמי לכל אחת מהשנים. לרוב המשתנים המסבירים נמצאה השפעה מובהקת בכיוון הצפוי: העודף בחשבון השוטר גדל עם גידולו של התוצר לנפש ועם עליית ההכנסות ממשאבי טבע, וכן עם הירידה בפריון הילודה. האמידה כללה גם שלושה משתני דמי לישראל לשנים 2001–2005, לשנים 2006–2010 ולשנים 2011–2014, המאפשרים לכמת את ההפרש בין העודף בחשבון השוטר של ישראל בפועל לזה הצפוי על פי האמידה לשנים אלו. הפער שנמצא ביחס למדינות OECD גדול ומובהק (כ-5 אחוזי תוצר בשנים 2011–2014, אמנם עם סטיית תקן גדולה יחסית של 2 אחוזי תוצר)<sup>17</sup>.

ביקשנו לבדוק אם העודף הגדול של ישראל בחשבון השוטר ביחס למדינות אחרות משקף שיעור חיסכון גבוה או שיעור השקעה נמוך. זאת בעזרת אמידה נפרדת של שיעור החיסכון הלאומי ושל שיעור ההשקעה המקומית. האמידות מלמדות ששיעור החיסכון הלאומי בתוצר עולה עם עלייה של רמת התוצר לנפש ועם עלייה של משקל ההכנסות ממשאבי טבע בתוצר (משמע שיעור החיסכון מהכנסות ממשאבי טבע גבוה ביחס לשיעור החיסכון מהכנסות אחרות). שיעור החיסכון הלאומי תלוי גם במשתנים הדמוגרפיים: הוא עולה עם עלייה של משקל האוכלוסייה בגילי העבודה ויורד עם עלייה של פריון הילודה. תוצאה זו צפויה, משום שהאוכלוסייה בגילי העבודה היא האוכלוסייה העובדת והחוסכת, ואילו האוכלוסייה הנתמכת – קשישים וילדים – מתאפיינת בחיסכון שלילי. בהינתן רמת התוצר לנפש, ההכנסות ממשאבי טבע והמשתנים הדמוגרפיים שיעור החיסכון של ישראל גבוה ביחס למדינות המפותחות האחרות. פער זה הלך וגדל והגיע לשיא בשנים 2011–2014.

העודף בחשבון השוטר של ישראל בעשור האחרון גדול הרבה יותר מאשר במשקים הדומים לה ברמת התוצר לנפש, בהכנסות ממשאבי טבע ובמשתנים הדמוגרפיים.

בהינתן רמת התוצר לנפש, ההכנסות ממשאבי טבע והמשתנים הדמוגרפיים, שיעור החיסכון של ישראל גבוה ביחס למדינות המפותחות האחרות.

<sup>15</sup> עליית היחס של כמות הכסף לתוצר מהווה לדעת עורכי המחקר מדד לעומק המערכת הפיננסית, ומערכת פיננסית עמוקה תורמת להגדלת החיסכון של משקי הבית. ממצא נוסף הוא שפתיחות גדולה יותר לסחר בין-לאומי מתואמת עם עודף נמוך יותר בחשבון השוטר במדינות מתפתחות.

<sup>16</sup> G. Debelle and H. Faruqee (1996). What Determines the Current Account? A Cross Section and Panel Approach", IMF Working Paper No. 96/58.

<sup>17</sup> העודף בחשבון השוטר של ישראל בעשור האחרון נמצא גדול באופן מובהק גם כאשר הרחבנו את המדגם למדינות שתוצרן לנפש עולה על 5,000 דולרים. תוצאה דומה התקבלה גם בפנל של תקופות חומש (ממוצע רב-שנתי של חמש שנים), שבו המשתנים המסבירים היו בפיגור של חמש שנים. העודף בחשבון השוטר של ישראל בעשור האחרון נמצא גדול באופן מובהק גם בנתוני חתך לתקופה של עשור.

לוח ז'-2

הגורמים המסבירים את העודף בחשבון השוטף (כשיעור מהתוצר), שיעור החיסכון בתוצר, ושיעור ההשקעה בתוצר, אמידת פנל לשנים 1970 עד 2014

מדינות בעלות תוצר לנפש בינוני-גבוה וגבוה לפי הסיווג של הבנק העולמי			מדינות בעלות תוצר לנפש גבוה מ-20 אלף דולרים (מחירי 2010)			
שיעור ההשקעה בתוצר	שיעור החיסכון בתוצר	העודף בחשבון השוטף	שיעור ההשקעה בתוצר	שיעור החיסכון בתוצר	העודף בחשבון השוטף	
-0.191*** (0.208)	0.189*** (0.029)	0.315*** (0.024)	-0.033*** (0.012)	0.210*** (0.030)	0.221*** (0.028)	התוצר לנפש (במחירים קבועים, אלפי דולרים 2010)
-0.064*** (0.015)	0.374*** (0.201)	0.290*** (0.017)	-0.173*** (0.022)	0.625*** (0.034)	0.581*** (0.036)	משקל ההכנסות ממשאבי טבע בתוצר
-0.078 (0.051)	-0.527*** (0.067)	-0.273*** (0.059)	-0.297*** (0.102)	-0.594*** (0.121)	0.146 (0.127)	שיעור האוכלוסייה הצעירה (בני 0 עד 14)
-0.159* (0.089)	-1.213*** (0.122)	-0.117*** (0.036)	-0.280*** (0.067)	-0.516*** (0.114)	0.078 (0.113)	שיעור האוכלוסייה המבוגרת (גילאי 65 ומעלה)
0.396*** (0.032)	0.467*** (0.304)	-0.117*** (0.036)	0.590*** (0.111)	-0.286 (0.198)	-0.749*** (0.205)	תוחלת החיים
0.958*** (0.227)	0.349 (0.305)	-0.746*** (0.264)	0.253*** (0.545)	-1.372** (0.674)	-4.874*** (0.718)	פריון הילודה – מספר הלידות לאישה
0.317*** (0.012)	--	--	0.263*** (0.021)	--	--	שיעור החיסכון בתוצר
-3.96 (2.51)	3.45 (3.32)	3.12 (3.07)	-3.96** (1.72)	2.98* (1.73)	4.63** (1.89)	ישראל 2001–2005
-6.72*** (2.52)	4.33 (3.33)	5.92* (3.07)	-6.43*** (1.72)	4.41** (1.73)	7.00*** (1.89)	ישראל 2006–2010
-5.69** (2.78)	6.54* (3.67)	5.96* (3.39)	-3.99** (1.91)	6.56*** (1.88)	4.93** (2.06)	ישראל 2011–2014
+	+	+	+	+	+	משתני דמי לשנים
145	145	145	33	33	33	מספר המדינות
4,152	4,158	4,392	883	833	833	מספר התצפיות
0.316	0.298	0.256	0.405	0.488	0.511	R-sq overall

כל האמידות כוללות קבוע ומשתני דמי לכל שנה. תאים ללא כוכביות מסמנים משתנים שאין להם השפעה מובהקת על המשתנה המוסבר. למשתנים עם שלוש כוכביות, שתי כוכביות וכוכבית אחת השפעה מובהקת בהסתברות של עד 1%, 5% או 10%, בהתאמה.

שיעור ההשקעה המקומית בתוצר: מהאמידות עולה ששיעור ההשקעה בתוצר פוחת עם עלייה של התוצר לנפש ושל משקל ההכנסות ממשאבי טבע בתוצר (שכזכור מגדילות את החיסכון ואת העודף בחשבון השוטף, אך לא את ההשקעה), ועולה עם עלייה של פרוץ הילודה, של משקל האוכלוסייה בגילי העבודה ושל שיעור החיסכון במשק. האמידה מלמדת ששיעור ההשקעה בישראל היה נמוך באופן מובהק מהמקובל במדינות בעלות מאפיינים דמוגרפיים וכלכליים דומים. פער זה הגיע לשיא בשנים 2006–2010 והצטמצם בשנים 2011–2014. טיב התחזית של המודל לשיעור ההשקעה ירד מאוד כאשר השמטנו את שיעור החיסכון (אמידות שאינן מוצגות בלוח 2), אך גם באמידות אלו נמצא ששיעור ההשקעה בישראל בשנים 2001–2010 היה נמוך באופן מובהק מהמקובל ב-33 מדינות OECD וב-145 המדינות בעלות תוצר לנפש בינוני-גבוה וגבוה. כאשר מתחשבים במאפיינים הדמוגרפיים, בהכנסות ממשאבי טבע ובתוצר לנפש מוצאים ששיעור החיסכון בישראל בעשור האחרון גבוה באופן מובהק מהמקובל בעולם. תוצאה דומה התקבלה גם במבחני הרגישות שערכנו ולא הוצגו כאן. האמידות הנוספות כללו משתנים מסבירים נוספים, תקופות אמידה אחרות ועוד. גם התוצאה לגבי שיעור ההשקעה הנמוך בישראל חזרה על עצמה במבחני הרגישות האלה, אך בחלק מהאמידות הפער בהשקעה לא היה מובהק – בפרט בחמש השנים האחרונות, שבהן גדלו מאוד ההשקעות בבנייה למגורים במשק (ובפיתוח מאגרי הגז), ישראל אינה חריגה בשיעור ההשקעה. חשוב להבהיר שאין ליחס משמעות רבה מדי לאומדני הרגרסיות (המדויקים) לגבי ישראל, שכן סטיות התקן בהם גדולות. אומדנים אלה נועדו להבהיר שהפערים בין ישראל למדינות מפותחות אחרות בשיעור החיסכון ובשיעור ההשקעה אינם נובעים מהגורמים הדמוגרפיים הייחודיים של המשק הישראלי. כדי לעמוד על גודל הפער ועל מקורותיו נבחן את רמת ההשקעה ומלאי ההון של ישראל ביחס למדינות מפותחות אחרות.

שיעור ההשקעה בישראל בשנים 2001–2010 היה נמוך במובהק מהמקובל במדינות בעלות מאפיינים דמוגרפיים וכלכליים דומים.

#### 4. היקף ההשקעה בישראל

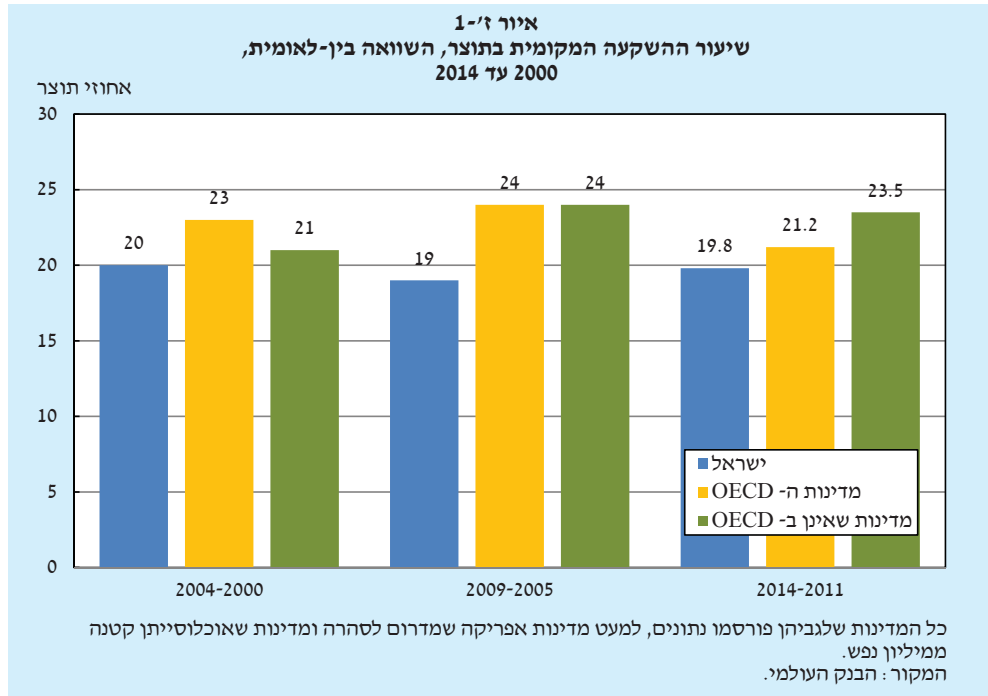
השוואה בין-לאומית פשוטה מראה ששיעור ההשקעה בתוצר בישראל בעשור האחרון (2005–2014) נמוך מהמקובל במדינות המפותחות והמתפתחות (איור ז'-1): מתוך 104 מדינות שלגביהן יש נתונים על שיעור ההשקעה (וללא מדינות אפריקה שמדרום לסהרה) רק ל-20 מדינות היה שיעור השקעה נמוך מזה של ישראל. חלק מ-20 המדינות חוו בעשור האחרון משבר כלכלי או פוליטי (יוון, עירק, אפגניסטן, מצרים, ארגנטינה, בוליביה, פורטוגל ויון), וחלקן הוא מדינות שצמחו בקצב מאכזב (איטליה, כוויית, טרינידד-טובגו, גוואטמלה ואל-סלוודור). מבין 33 מדינות OECD שיעור ההשקעה של ישראל היה גבוה רק מזה של גרמניה, בריטניה, איטליה, פורטוגל ויוון. מלאי ההון של ישראל (לשנת 2014), המשקף את סך ההשקעות שנעשו במשק בתקופות קודמות ועדיין משמשות לייצור, נמוך בהשוואה בין-לאומית (איור ז'-2). מלאי ההון בישראל שקול ל-3 פעמים התוצר, בעוד שמלאי ההון החציוני במדינות OECD שקול ל-1.4 פעמים התוצר. למעשה רק לשתי מדינות מ-33 מדינות OECD היה מלאי הון נמוך יותר ביחס לתוצר – לניו-זילנד ולפולין. במדינות המתפתחות יחס מלאי ההון לתוצר נמוך מאשר במדינות OECD, אך לרובן<sup>18</sup> מלאי הון גבוה מזה של ישראל (במונחי תוצר). מלאי ההון הנמוך של ישראל משקף את רמת ההשקעה הנמוכה במשק בשני העשורים הקודמים, לצד צמיחה מהירה של האוכלוסייה והתוצר. בשנת 1995 היה מלאי ההון של ישראל דומה לחציון של מדינות OECD וגדול משמעותית מהחציון

בעשור האחרון ישראל ממוקמת בחמישון התחתון מבחינת שיעור ההשקעה בתוצר.

יחס מלאי ההון לתוצר של ישראל נמוך מזה של 30 מתוך 33 מדינות OECD.

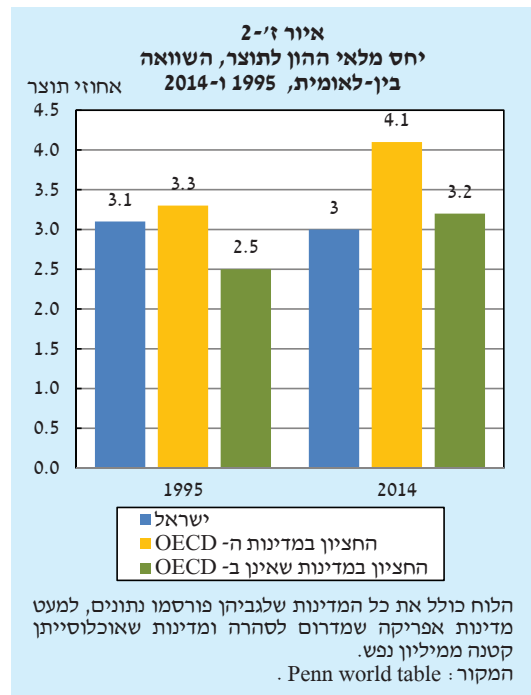
<sup>18</sup> 41 מתוך 72 מדינות, ללא מדינות החברות בארגון OECD, מדינות אפריקה שמדרום לסהרה ומדינות שאוכלוסייתן קטנה ממיליון נפש.





של המדינות שאינן חברות ב-OECD. מאז גדל יחס מלאי ההון לתוצר במרבית מדינות העולם, אך לא בישראל. היקף ההשקעה של המגזר הפרטי במשק מושפע מגורמים רבים – גובה הריבית, פרמיית הסיכון של המשק, שיעורי המס והטבות המס, יציבות המשטר והרגולציה, ההגנה על קניין רוחני, איכות כוח העבודה ועלותו ועוד. בהשוואה למדינות מפותחות אחרות ישראל, כיום, אינה חריגה בשיעורי הריבית, בדירוג האשראי ובשיעורי המס המוטלים על חברות ועל דיווידנדים<sup>19</sup>. החוק לעידוד השקעות הון מסבסד בנדיבות השקעות במכונות וציוד בפירמות יצואניות ובפירמות בפרופריה, וכוח האדם בישראל הוא גורם משיכה לחברות בין-לאומיות מוטות טכנולוגיה

על פי הגורמים המקרו-כלכליים רמת ההשקעה בישראל הייתה צפויה להיות דומה לזו של המדינות המפותחות האחרות, ואף גבוהה יותר, שכן קצב גידול האוכלוסייה בישראל מהיר יותר.

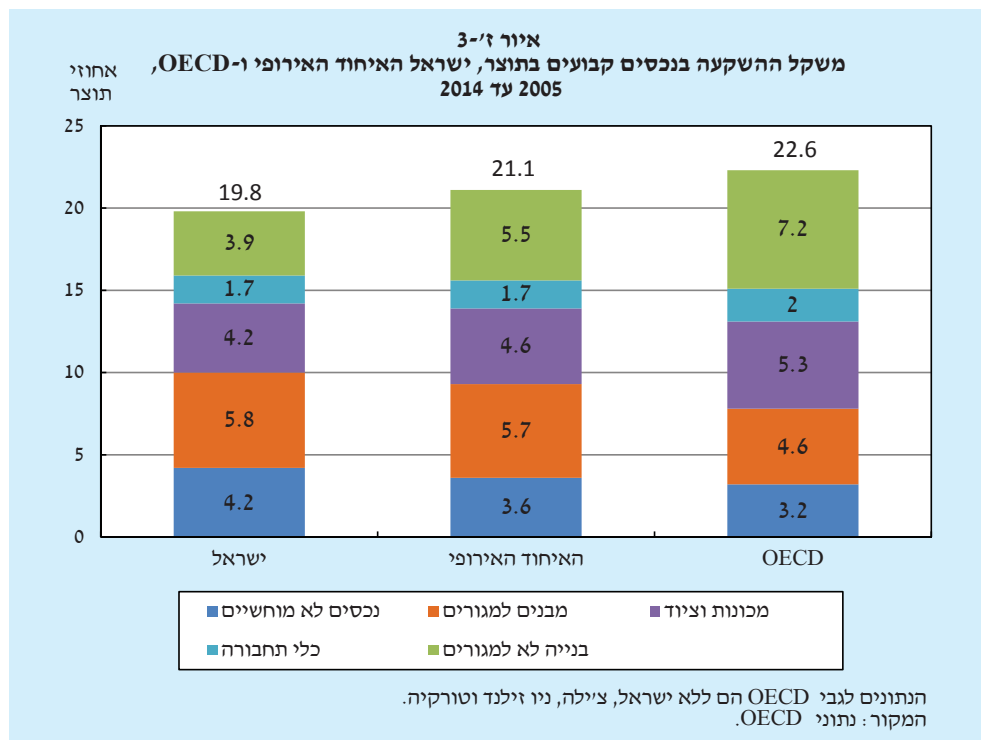


<sup>19</sup> על פי דוח של מינהל הכנסות המדינה שיעור מס החברות האפקטיבי בישראל בשנת 2014 היה זהה בדיוק למוצק (לא משוקלל) במדינות OECD – 22.6%. עוד נמצא שענפי הטכנולוגיה העילית (בשירותים ובתעשייה) משלמים מס מופחת בהרבה הודות לחוק עידוד השקעות הון, בעוד שענפי הבנקאות והבנייה משלמים מס בהתאם לשיעורי המס הסטטוטוריים.

וחדשנות<sup>20</sup>. ואכן, היקף ההשקעות הישירות בשנים 2005–2014 הגיע ל-4 אחוזי תוצר (ממוצע שנתי), לעומת 2 אחוזי תוצר בלבד במדינות OECD. גם היקף ההשקעה בנכסים לא מוחשיים דומה לממוצע במדינות OECD, דבר המעיד על שמירת זכויות הקניין של הפירמות. לאור אלה רמת ההשקעה בישראל הייתה צפויה להיות דומה לזו של המדינות המפותחות האחרות, ואף גבוהה יותר, שכן קצב גידול האוכלוסייה בישראל מהיר יותר.

בחינת רכיבי ההשקעה בנכסים קבועים בישראל, באיחוד האירופי וב-OECD (איור 3-ז) מלמדת על היקף השקעות דומה, במונחי תוצר, במרבית הסעיפים – בבנייה למגורים, במכונות וציוד<sup>21</sup> (ללא כלי תחבורה), בכלי תחבורה ונכסים לא מוחשיים. שיעור ההשקעה בישראל נמוך באופן בולט בסעיף אחד - בבנייה שלא למגורים, הכוללת בניינים שלא למגורים ועבודות בנייה אחרות: תשתיות תחבורה, בתי ספר, בתי חולים, בתי מלון, מבני תעשייה ומסחר, משרדים וכו'. משקל ההשקעה בבנייה שלא למגורים בישראל בעשור האחרון (2005–2014) הוא 3.9 אחוזי תוצר, לעומת 5.5 אחוזי תוצר ב-28 מדינות האיחוד האירופי ו-7.2 אחוזי תוצר במדינות OECD (למעט צ'ילה, ניו-זילנד, טורקיה וישראל).

שיעור ההשקעה בישראל נמוך באופן בולט בסעיף אחד בלבד – בבנייה שלא למגורים, הכוללת תשתיות תחבורה, מבני ציבור וכו'.

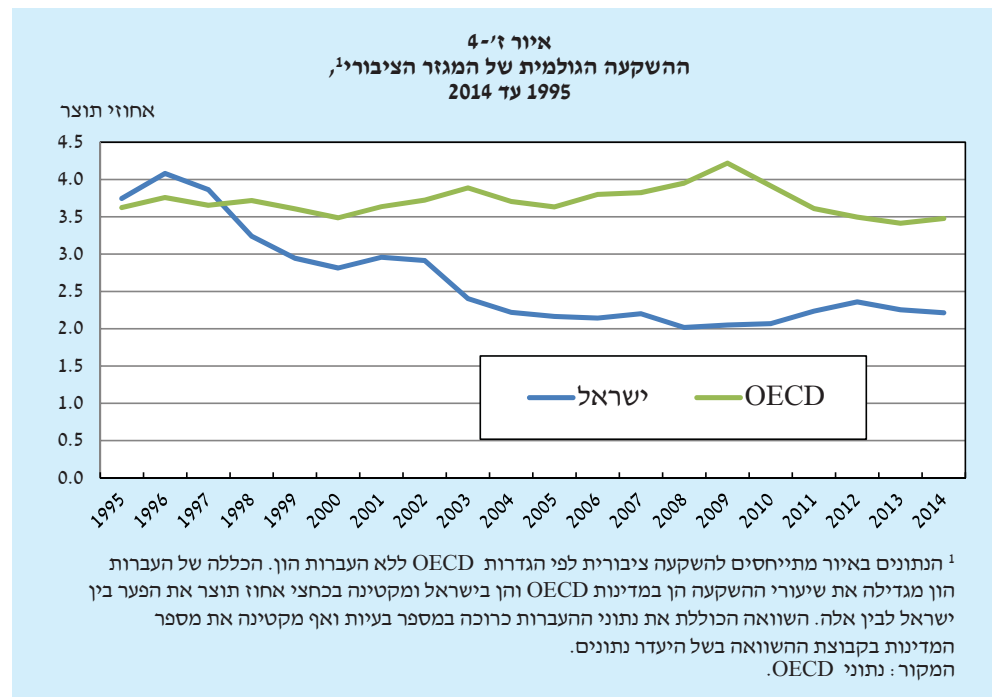


<sup>20</sup> חשוב להבהיר ששיפור באיכות ההשכלה ובמיומנות העובדים יתרום להגדלת ההשקעות, התוצר והפרייון בענפים עתירי הטכנולוגיה העילית ובמשק בכלל. כידוע, רמת ההשקעה של ישראל בהשכלה ובהון אנושי נמוכה יחסית למדינות אחרות, והדבר ניכר גם בתוצאות החלשות של הישראלים במבחנים בין-לאומיים (פרק 2-ז, בדוח בנק ישראל 2013, עמ' 174–181). העובדה שהרכב היצוא של ישראל דומה לזה של המדינות המפותחות בעולם משקף יתרון יחסי, לאו דווקא יתרון מוחלט.

<sup>21</sup> אמנם רמת ההשקעה במכונות וציוד (ללא כלי תחבורה) בעשור האחרון נמוכה מהממוצע במדינות OECD, אך זאת בשל רמת השקעה גבוהה במיוחד בתחום זה במדינות מזרח אירופה – אסטוניה, הונגריה, לטביה, סלובניה, סלובקיה, פולין וצ'כיה – 7.3 אחוזי תוצר בממוצע. שיעור ההשקעה במכונות וציוד בישראל (4.3 אחוזי תוצר) דומה לזה של המדינות המפותחות למעט מדינות מזרח אירופה (4.5 אחוזי תוצר) ולממוצע במדינות האיחוד האירופי (4.6 אחוזי תוצר). נציין גם שהמבנה הענפי בישראל דל בתעשייה כבדה ועתיר בתעשיות עתירות השקעות כמו"פ, ולכן השוואה למדינות מזרח אירופה עלולה להטעות.

ארגון OECD מצא כי מלאי ההון הציבורי של ישראל (ביחס לתוצר הפוטנציאלי) נמוך מזה של כל מדינות OECD, פרט לסלובקיה.

נתוני OECD מחלקים את סך ההשקעות במשק חלוקה נוספת, על פי המגזר המממן (הפירמות, משקי הבית והמגזר הציבורי). ישראל בולטת במשקל הנמוך של השקעות במימון המגזר הציבורי – 2.2 אחוזי תוצר, לעומת 3.7 אחוזי תוצר במדינות OECD, בממוצע לשנים 2005 עד 2014 (איור 4-ז). ההשקעות במימון המגזר הציבורי עיקרן השקעות הנכללות גם בסעיף ההשקעות בבנייה שלא למגורים – תשתיות תחבורה, בתי ספר, בתי חולים וכו'. מכאן שגורם מרכזי בהסבר רמתה הנמוכה יחסית של ההשקעה בבנייה שלא למגורים בישראל בעשור האחרון ביחס למדינות OECD (פער של 3.4 אחוזי תוצר) הוא היקף ההשקעה הנמוך של המגזר הציבורי בישראל ביחס לאותן מדינות (פער של 1.6 אחוזי תוצר)<sup>22</sup>. במחקר שנערך בסוף שנה 2016 בארגון OECD נמצא כי מלאי ההון הציבורי של ישראל (ביחס לתוצר הפוטנציאלי) נמוך מזה של כל מדינות OECD, פרט לסלובקיה<sup>23</sup>. חשוב לציין שהשקעה הציבורית בתשתיות פיזיות ואנושיות משלימה ובמקרים רבים אף מאפשרת את ההשקעה הפרטית.



בחינת נתוני הבנייה שלא למגורים בישראל לאורך השנים מצביעה על ירידה ניכרת במשקל הבנייה של מבני תעשייה ושל בתי מלון ואירוח. (היקף ההשקעה בבניית בתי מלון ואירוח ירד מ-0.4 אחוז תוצר במחצית השנייה של שנות התשעים ל-0.1 אחוז תוצר בעשור האחרון, והיקף הבנייה של מבני תעשייה ירד מ-0.9 ל-0.5 אחוז תוצר, בהתאמה). משמע שגם המגזר הפרטי תרם לירידה בבנייה שלא למגורים. כידוע, אירועי טרור ואלימות גוררים תנודתיות רבה במספר התיירים הנכנסים לישראל ותנודות חריפות בשיעור התשואה על ההון בענף בתי האירוח, דבר המרתיע את המשקיעים בענף; על רקע זה לא גדל מספר החדרים בבתי המלון בישראל בעשור

<sup>22</sup> ההשקעות במימון המגזר הציבורי אינן כוללות פרויקטים ביזמה ממשלתית ובמימון המגזר הפרטי, כגון סלילת כביש יצחק רבין.

<sup>23</sup> OECD, (2016) "Can an Increase in Public Investment Sustainability Lift Economic Growth?" Economics Department, Working Papers No 1351.

האחרון אלא בשיעור זעום. הירידה בבנייה של מבני תעשייה משקפת את הירידה של משקל התעשייה בתוצר בכלל ואת החיסרון היחסי של ישראל בענפי התעשייה המסורתיים, המתבטא במגמת הירידה של משקל תפוקתם בסך תפוקת התעשייה.

אחד הגורמים שעשויים להסביר את שיעור ההשקעה הנמוך יחסית של המגזר הפרטי בבנייה שלא למגורים הוא הנטל הבירוקרטי המוטל על יזמים ועל בעלי העסקים בישראל: ישראל מדורגת במקום ה-52 בעולם במדד הקלות של עשיית עסקים שמפרסם הבנק העולמי, מדד שבו מובילות המדינות המתועשות: מבין 33 המדינות המובילות בדירוג OECD ו-4 נוספות הן משקים מובילים במזרח אסיה (סינגפור, הונג קונג, טאיוואן ומלזיה). ציוניה של ישראל נמוכים במיוחד ביחס למדינות OECD: 30 מהן מקדימות אותה, ורק 4 מפגרות אחריה. ישראל זוכה לציונים נמוכים במיוחד בקלות של רישום נכסים, תשלום מסים, אכיפת חוזים, השגת אישורי בנייה וחיבור לחשמל. ההשקעה הפרטית במבנים נבדלת מההשקעה הפרטית במכונות, ציוד ובכלי תחבורה בהיותה כרוכה במגע רב עם הפקידות הממשלתית: העסקים בישראל נאלצים לבזבז זמן רב בנקודות המפגש עם הפקידות הממשלתית, וייתכן שהדבר פוגע בעיקר במיזמים של השקעה במבנים<sup>24</sup>.

גורם נוסף שייתכן כי פגע בהיקף ההשקעה בעבר הוא רמת תחרות נמוכה במגזר האשראי לעסקים קטנים, שהאשראי לו הוא 23% מסך האשראי העסקי של הבנקים. "שוק האשראי לעסקים הקטנים מתאפיין בתחרות נמוכה יחסית למגזר העסקים הגדולים, מכיוון שעומד לרשותו היצע מוגבל של אשראי חוץ-בנקאי<sup>25</sup>". המרווח הבנקאי על אשראי לעסקים קטנים שיקף לא רק את הסיכון לאי-החזר הלוואה, אלא גם את כוח השוק הגדול של המלווים המועטים: מאחר שמספר המלווים הפוטנציאלי היה קטן, ולכל מלווה היה מידע רב על הלווים שלו אך מידע מועט על לוויים פוטנציאליים אחרים, רמת התחרותיות הייתה נמוכה, היקף האשראי היה נמוך, ומחיר האשראי היה גבוה<sup>26</sup>. מחקר של GEM שבחן את מצבם של העסקים הקטנים בישראל ביחס לאלו הפועלים במדינות אחרות (לשנת 2013) מצא שהמגבלות בישראל הן בתחום הפיננסי-מימוני ובתחום הבירוקרטיה הממשלתית<sup>27</sup>. ואולם מאז 2012 ניכר שינוי: האשראי לעסקים קטנים גדל בקצב מהיר, וזאת על רקע עודף מקורות החיסכון במשק, שינויים רגולטוריים שהגבילו את האשראי הבנקאי לעסקים גדולים והתגברות התחרות בין המוסדות הפיננסיים. בדוח התקופתי "מצב הקטנים והבינוניים בישראל, 2016" נמצא "שהפערים בתנאי המימון בין עסקים קטנים ובינוניים לעסקים גדולים הצטמצמו באופן רציף משנת 2012". נזכיר שגם במדינות מפותחות אחרות העסקים הקטנים מתקשים בגיוס אשראי ונאלצים לשלם מרווח בנקאי גבוה.

העסקים בישראל נאלצים להשקיע זמן רב בנקודות המפגש עם הפקידות הממשלתית, והדבר פוגע בשיעור ההשקעה של המגזר הפרטי בבנייה שלא למגורים.

מחקר שבחן את מצבם של העסקים הקטנים בישראל ביחס לאלו הפועלים במדינות אחרות מצא שהמגבלות בישראל הן בתחום הפיננסי-מימוני ובתחום הבירוקרטיה הממשלתית.

<sup>24</sup> באמידות שערכנו לא מצאנו קשר סטטיסטי מובהק בין דירוג המדינות במדד *doing business* לבין שיעור ההשקעה בתוצר. עם זאת, המתאם בין שני המשתנים היה בכיוון הצפוי: דירוג נמוך במדד היה מתואם עם רמת השקעה נמוכה (כשיעור מהתוצר).

<sup>25</sup> בנק ישראל, מערכת הבנקאות בישראל, 2015. עמ' 64.

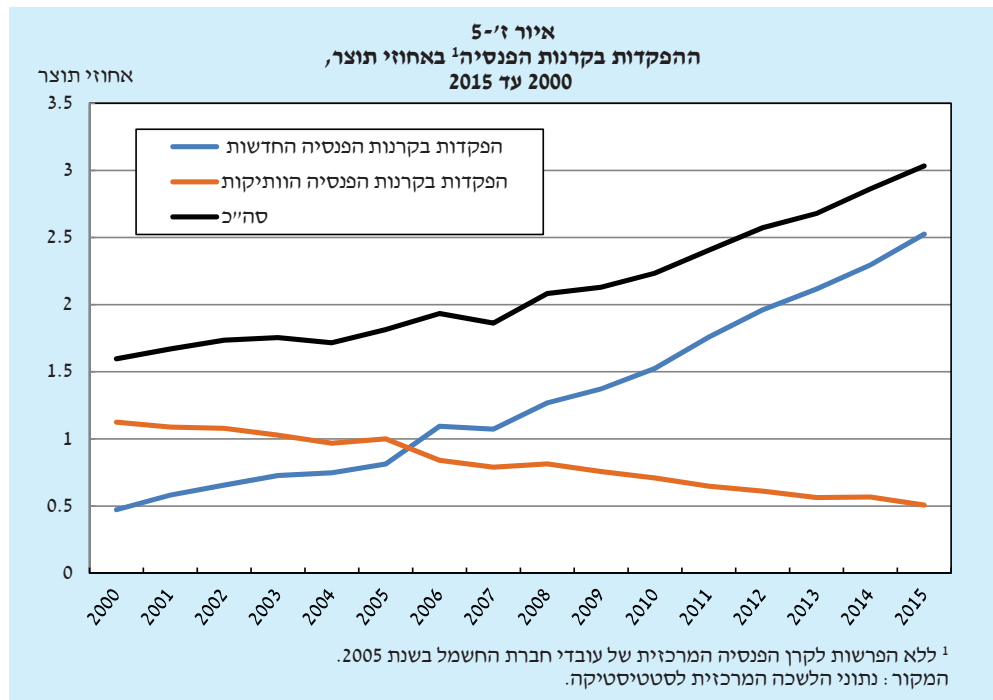
<sup>26</sup> "המגזר הנידון (מגזר העסקים הקטנים) רווחי בהשוואה למגזרים העסקיים האחרים והתשוואה לנכסים בו גבוהה יחסית". בנק ישראל, מערכת הבנקאות בישראל, 2015. עמ' 64.

<sup>27</sup> לפי ממצאי המחקר האמור התחומים שבהם העסקים הקטנים בישראל נהנים מיתרון יחסי הם: "מערכת התרבות והנורמות החברתיות, התשתיות הפיזיות, המקצועיות והמסחריות המפותחות, ותחום המו"פ המתקדם בישראל, המאפשר יישום והטמעת תוצרים". (מתוך דוח מצב בנושא העסקים הקטנים והבינוניים בישראל, 2013–2014, משרד הכלכלה).

## 5. היקף החיסכון בישראל

העברתם של עובדי  
המגזר הציבורי החדשים  
מפנסיה תקציבית  
לפנסיה צוברת הגדילה  
את החיסכון הלאומי.

החיסכון הלאומי מורכב מהחיסכון של המגזר הציבורי, משקי הבית והפירמות. החיסכון של המגזר הציבורי בישראל לכאורה יציב למדי (לוח ז'-1), ואם כן הוא אינו יכול להסביר את מגמת העלייה של שיעור החיסכון הלאומי במהלך שנות האלפיים. ואולם לאמיתו של דבר החיסכון הממשלתי עלה בשנים האחרונות: עובדי המגזר הציבורי שנקלטו משנת 2002 ואילך<sup>28</sup> נושאים בעצמם בנטל החיסכון הפנסיוני באמצעות הפרשת כספים לקרן צוברת (Funded), ואינם מצטרפים להסדר של פנסיה תקציבית (Pay as you go), הממומן באופן ישיר על ידי המדינה – שינוי החוסך לממשלה הוצאה עתידית כבדה. על פי כללי החשבונאות הממשלתית, ההוצאה העתידית הצפויה הגלומה בהעסקת עובדי מדינה בעלי פנסיה תקציבית אינה נרשמת כהוצאה בהווה, אלא רק בעתיד (כאשר הגמלאות ישולמו בפועל לעובדי המדינה שיפרשו). מפני שיטת רישום זו, מעברם של עובדי המגזר הציבורי החדשים מפנסיה תקציבית לפנסיה צוברת אינו משתקף בעלייה של החיסכון הממשלתי הרישום, אך משתקף בגידול החיסכון הלאומי, ובאופן מהותי גם בעליית החיסכון הממשלתי<sup>29</sup>. מטבע הדברים, המעבר של עובדים אלה מפנסיה תקציבית, שבה אין קרן צוברת, לפנסיה שבה יש קרן כזאת, כרוך אפוא בעליית מדרגה זמנית אך משמעותית של שיעור החיסכון הלאומי<sup>30</sup>. שיעור החיסכון ישוב לרמתו הנורמלית לאחר שהן העובדים והן הגמלאים של המגזר הציבורי יהיו כולם חברים בהסדר הפנסיה הצוברת.



<sup>28</sup> החוק נכנס לתוקף בשנת 2002 והוחל בהדרגה על הגופים השונים המרכיבים את המגזר הציבורי.

<sup>29</sup> זאת בהנחה שהמעבר מפנסיה תקציבית לצוברת לא לווה בהעלאת שכר לעובדים שנקלטו בפנסיה צוברת.

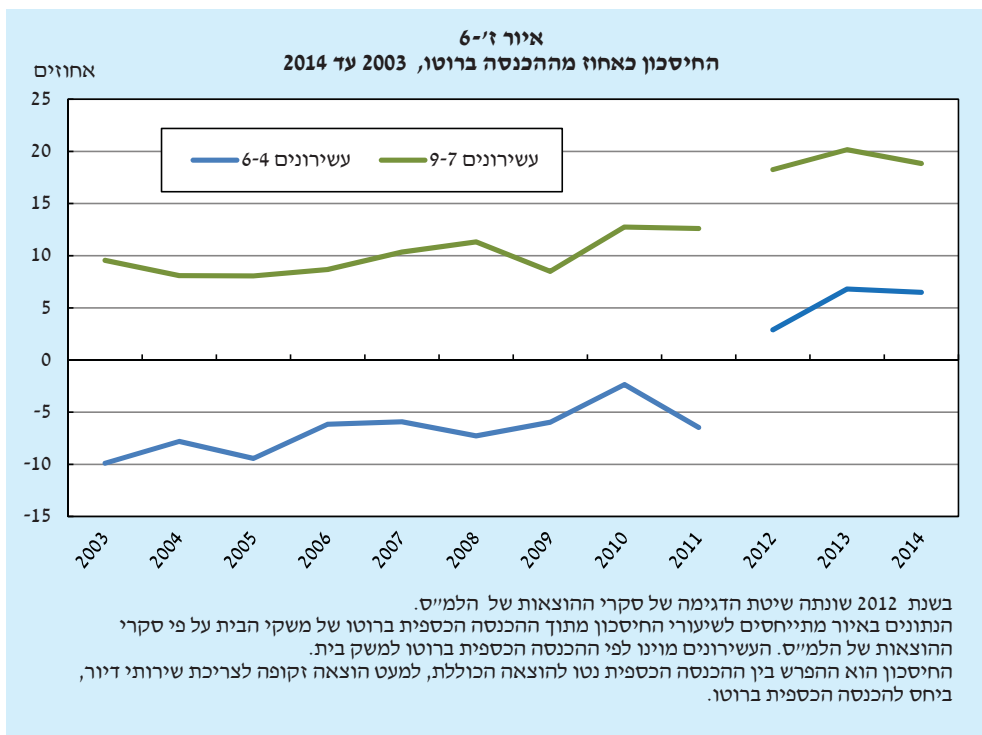
<sup>30</sup> הדור הקודם מימן את הפנסיה של הדור שקדם לו באמצעות העברות שוטפות (Pay as you go), הדור הבא יממן אך ורק את הפנסיה שלו עצמו באמצעות צבירת קרן הון (Funded), ואילו דור המעבר ייאלץ לחסוך הן למימון קרן הפנסיה שתממן את תשלומי הפנסיה העתידיים שלו והן כדי לממן, באמצעות מסים, את תקבולי הפנסיה התקציבית של הדור הוותיק.

חוק פנסיית חובה, שנכנס לתוקף בשנת 2008, פעל אף הוא לגידול החיסכון במשק. החוק מחייב את המעסיקים והמועסקים במגזר הפרטי להפריש לפנסיה בשיעורים שהלכו וגדלו משנה לשנה, והגיעו לאחרונה לשיעורים המקובלים במשק. סביר לשער כי רבים מהעובדים שחויבו להפריש לחיסכון פנסיוני הקטינו בתגובה את זרם החיסכון האחר שלהם (אשר נועד לעת פרישה או למטרות ביניים), אך קרוב לוודאי שלחלקם היו בעבר שיעורי חיסכון כה נמוכים שאינם מאפשרים קיזוז מלא, שכן החוק נכפה בעיקר על מעסיקיהם של עובדים בעלי שכר נמוך, המתקשים לחסוך לטווח ארוך. לפיכך יש לפנסיית החובה השפעה מתמידה להגדלת שיעור החיסכון במשק.

כדי לבחון את השפעת הסדר פנסיית החובה, שנכנס לתוקף בהדרגה משנת 2008 ואילך, נעקוב אחר התפתחות שיעור החיסכון באוכלוסיות המוחלשות לפני החוק ואחריו. לשם כך נעזר בסקרי ההוצאות של הלמ"ס. נתוני הסקר מצביעים על עלייה בשיעור החיסכון של משקי הבית לאחר שנת 2008: שיעורי החיסכון בשנים 2010 ו-2011 גבוהים מאלו של השנים 2003 עד 2007. (בשנת 2012 שונתה שיטת הדגימה, ולכן הנתונים משנה זו ואילך אינם בני השוואה לנתוני שנים קודמות<sup>31</sup>.) בשנים שלאחר הרחבת הסדרי הפנסיה עלה שיעור החיסכון ב-4 נקודות אחוז הן בעשירוני ההכנסה הגבוהים, שלרובם היה חיסכון פנסיוני גם לפני 2008, והן בעשירוני הביניים, שהושפעו מצו ההרחבה של שנת 2008. מאחר ששיעור החיסכון הפרטי של אלו שהושפעו מצו ההרחבה (עשירוני ההכנסה הנמוכים) לא עלה ביחס לזה של האחרים (עשירוני ההכנסה הגבוהים יותר), יש מקום לשער שהפרשת העובדים לפנסיית חובה לא הגדילה את החיסכון הפרטי. ואולם שיעור החיסכון בעשירוני ההכנסה הנמוכים גם לא ירד (בהשוואה לעשירוני ההכנסה האחרים), ולפיכך

חוק פנסיית חובה, שנכנס לתוקף בשנת 2008, פעל להגדלת החיסכון במשק.

הפרשת המעסיקים לפנסיה תרמה להגדלת החיסכון הלאומי.



<sup>31</sup> גם כאשר שיטת הדגימה דומה משקי הבית בסקר מתחלפים, ולכן יש שונות רבה בנתונים.

הפרשת המעסיקים לפנסיה תרמה גם להגדלת החיסכון הפרטי והלאומי<sup>32</sup>. נבחר שההכנסות והחיסכון של משקי הבית כוללים את הפרשות העובדים לפנסיה, אך אינם כוללים את הפרשות המעביד לפנסיה.

בסיכום, הצטרפות עובדי המגזר הציבורי החדשים לפנסיה צוברת, משנת 2002 ואילך, והחלת חוק פנסיית חובה, בהדרגה, משנת 2008 ואילך, השתקפו בגידול של 1.2 אחוזי תוצר בהיקף ההפקדות לקרנות הפנסיה בין השנים 2001 ל-2014. זה הרף העליון של תרומת השינוי בהסדרי הפנסיה להגדלת החיסכון הלאומי באותן שנים, כי קרוב לוודאי שהפרטים הגיבו בהקטנת החיסכון האחר שלהם.

חלק התמורה להון בישראל עלה יותר מאשר במדינות מפותחות אחרות, והדבר פעל להגדלת החיסכון והעודף בחשבון השוטף.

חלק התמורה להון בישראל עלה, והדבר פעל להגדלת החיסכון, משום ששיעור החיסכון מהתמורה להון גבוה משיעור החיסכון מהתמורה לעבודה. אמנם תופעה דומה של עלייה בתמורה להון התרחשה גם במדינות מפותחות אחרות, אך בישראל העלייה הייתה גדולה יותר מאשר במדינות OECD: בעוד שבשנים 1995 עד 2003 חלק ההון בתוצר בישראל היה נמוך יותר מאשר בהן במדינות OECD ב-1.5 נקודות אחוז, בשנים 2004 עד 2011 הוא היה גבוה יותר מאשר בהן ב-0.8 נקודות אחוז (השוואה ביחס ל-29 מדינות OECD שלהן נתונים רציפים לשנים 1995 עד 2011). שיעור החיסכון מהתמורה להון כאמור גבוה משיעור החיסכון מהתמורה לעבודה: על פי הדוח של מינהל הכנסות המדינה שיעור הרווחים המחולקים מסך הרווחים של החברות במשק היה בשנים 2015 עד 2012<sup>33</sup> 80%, וזהו למעשה שיעור החיסכון מרווחי הפירמות בישראל. אף שאין בידינו נתון בר השוואה למרבית מדינות OECD ניתן להעריך ששיעור החיסכון הגבוה של הפירמות בישראל אינו חריג: שיעור הרווחים המחולקים בשנים 2002 עד 2012 היה בערך 100% בצרפת ויפן, 75% בערך בארה"ב ו-60% בערך בגרמניה ובאיטליה<sup>34</sup>.

צמצום היקפו של הביטוח הסוציאלי בישראל ביחס למדינות המפותחות פעל להגדלת החיסכון והעודף בחשבון השוטף.

גורם נוסף שהגדיל את הרצון לחסוך בישראל הוא הירידה של היקף הביטוח הסוציאלי הממשלתי: משקלן של התמיכות הסוציאליות בתוצר של ישראל ירד בנקודת אחוז במהלך השנים 1995 עד 2015 (מ-17 ל-16 אחוזי תוצר), בעוד שמשקלן הממוצע במדינות OECD עלה באותה תקופה ב-2.3 נקודות אחוז (מ-18.8 ל-21.1 אחוזי תוצר)<sup>35</sup>. בתגובה לעלייה של תוחלת החיים בישראל (כמו במדינות רבות אחרות) נקטה ממשלת ישראל פעולות אקטיביות להגדלת שיעור הפרשות לפנסיה, כגון העלאת גיל הפרישה מעבודה (ורפורמה בהסדרי הפנסיה, כאמור) במטרה להבטיח לעובדים הכנסה נאותה לעת פרישה. פעולות אלו הן שתרמו לעליית החיסכון הלאומי בישראל ביחס למדינות האחרות, שרובן לא נקטו פעולות כאלה<sup>36</sup>.

לבסוף נציין את תשלומי ההעברה הגדולים שישראל מקבלת מממשלת ארה"ב, התורמים להגדלת העודף בחשבון השוטף. מצבה של ישראל ייחודי לא רק בהיותה מקבלת סיוע רב-שנתי

<sup>32</sup> גם אם הגדלת חלק המעסיק בפנסיית החובה באה כולה על חשבון שכרו של העובד, החיסכון גדל, שכן כיום כל חלק המעסיק ככל הנראה נחסך, ואילו בעבר שיעור החיסכון ממנו היה דומה לשיעור החיסכון הממוצע.

<sup>33</sup> דוח מינהל הכנסות המדינה 2013–2014 פרק ח' עמ' 185. החישוב מתבסס על העובדה שההכנסות בפועל ממס החברות היו גבוהות כמעט פי עשרה מההכנסות ממיסוי דיווידנדים, בעוד שעל פי שיעורי המס הסטטוטוריים, ובהנחה שכל הרווחים מחולקים, ההכנסות ממס הדיווידנדים היו צפויות להיות כמעט שוות להכנסות ממס החברות. בשנת 2015 שיעור מס החברות היה 26.5%, ושיעור מס הדיווידנדים היה 32% (לאחר ניכוי מס החברות). על פי נתוני הלמ"ס שיעור הרווחים הלא מחולקים מסך הרווחים בחברות הזרות הפועלות בישראל הגיע בעשור האחרון (2006–2015) ל-78%.

<sup>34</sup> J.W. Gruber and B.K. Steven (2015). "The Corporate Saving Glut in the Aftermath of the Global Financial Crisis".

<sup>35</sup> תמיכות אלו כוללות תמיכה כספית ותמיכה בעין.

<sup>36</sup> העלייה של תוחלת החיים פועלת, מחד גיסא, להגדלת שיעור החיסכון של צעירים רצינוניים, השואפים להבטיח לעצמם הכנסה מספקת לתקופת פרישה ארוכה יותר, אך מאידך היא פועלת להפחתת שיעור החיסכון של פנסיונרים שזכו לחיים ארוכים יותר מן הצפוי.

גדול מממשלה זרה, אלא גם בהיותה יבואנית של כלי נשק בהיקף גדול – דבר הפועל להקטנת העודף בחשבון השוטר. מאחר שתשלומי ההעברה ממשלת ארה"ב משמשים בעיקר ליבוא נשק מארה"ב, ומאחר שזרם תשלומי ההעברה וזרם היבוא הביטחוני דומים בגודלם, יציבים ומקוזזים זה את זה, ושניהם ייחודיים למשק הישראלי – העדפנו להתעלם משניהם<sup>37</sup>. ואולם חשוב להבהיר שאם הסיוע הביטחוני יפחת, סביר שהעודף בחשבון השוטר של ישראל יפחת, שכן הצורך ביבוא כלי נשק נובע מהאיום הביטחוני.

נוסף על הגידול של היקף החיסכון פעל גם הרכבו לגידול העודף בחשבון השוטר. הליברליזציה בתנועות ההון אפשרה לגופים המוסדיים (קרנות הפנסיה, קופת הגמל וקרנות השתלמות) לנייד חלק לא מבוטל מהחיסכון הלאומי להשקעות בחו"ל. ואכן כרבע מהנכסים של הגופים המוסדיים מושקעים כעת (סוף 2015) בחו"ל, לעומת אחוז אחד בלבד בשנת 2002. למעשה, גידולן של הפקדות העובדים בקרנות הפנסיה (מ-1.7 אחוזי תוצר בשנת 2001 ל-2.9 אחוזי תוצר בשנת 2014, כאמור) נותב כולו להשקעה בחו"ל<sup>38</sup>. נוסף על כך פירמות ישראליות הפנו חלק מהרווחים שצברו בישראל להשקעות ישירות בחו"ל (לרכישת חברות בחו"ל או להקמת מפעלים שם), וגם בנק ישראל הגדיל את היקף השקעותיו בחו"ל מ-2008.

תשלומי ההעברה הגדולים שישראל מקבלת מממשלת ארה"ב תורמים להגדלת העודף בחשבון השוטר.

גידול החיסכון הלאומי בעשור האחרון לא הופך לגידול של ההשקעה המקומית אלא לעודף בחשבון השוטר; זאת על רקע הליברליזציה בתנועות ההון, שאפשרה לישראלים להסיט השקעות לחו"ל.

## 6. העודף בחשבון השוטר – דיון במשמעויות

כאמור, גידול החיסכון הלאומי בעשור האחרון לא לווה בגידול תואם של ההשקעה המקומית, אלא התבטא בעודף בחשבון השוטר. סעיף זה דן בכמה מהמשמעויות של התופעה. לרוב, שיעור חיסכון גבוה מועיל למשק. החיסכון מאפשר לצבור נכסים בחו"ל, ובכך מקטין את ההסתברות של המשק להיקלע למשברי מאזן תשלומים בפרט, ומגדיל את עמידותו למשברים ולתקופות שפל בכלל – או מאפשר הגדלה של ההשקעה במשק, ובכך תורם להגדלת פריון העבודה (באמצעות יבוא של ציוד ייצור חדש). לחיסכון יתרון גם ברמת הפרט, משום שהוא מאפשר לשמור על רמת חיים נאותה לעת זיקנה ומאפשר לו להחליק צריכה לנוכח תנודות בהכנסתו השוטפת. אמנם ייתכן גם מצב של כפיית חיסכון יתר, הפוגע בחלק מהפרטים<sup>39</sup>, אך מאחר שהנטייה של מרבית הפרטים היא לחסוך מעט מדי לגיל זיקנה, חסכון חובה מקובל במדינות רבות. להבנתנו, העובדה ששיעור החיסכון בישראל גבוה יחסית למדינות מפותחות אחרות היא יתרון שיש לשמר. גם לליברליזציה בתנועות ההון יתרונות חשובים מאוד: ההסטה מאפשרת פיזור סיכונים מיטבי, ממתנת תמחור יתר של הנכסים במשק (תופעות שאנו עדים להן במיוחד בתקופות של ריבית נמוכה) ומגדילה את השקעות הגומלין של משקיעים זרים בישראל, שגלומים בהן ידע ופריון גבוה. לעומת זאת, העובדה ששיעור ההשקעה בישראל נמוך ביחס למדינות המפותחות האחרות פוגעת במשק ומונעת ממנו לממש את פוטנציאל הצמיחה שלו. קרוב לוודאי שהגדלת ההשקעה בישראל תניב למשק תשואה ריאלית גבוהה יותר מאשר השקעה בחו"ל, שכן התשואה הישירה על ההון בישראל גבוהה יחסית למדינות המתועשות: שיעור התמורה להון בתוצר גבוה אף על פי שמלאי ההון (ביחס לתוצר) נמוך משמעותית ביחס למדינות המתועשות. מחקר שנערך ב-OECD מצא שהגדלת ההשקעה הציבורית תתרום לעליית התוצר והפריון באותן מדינות OECD שבהן

העובדה ששיעור החיסכון בישראל גבוה יחסית למדינות המפותחות האחרות היא יתרון שיש לשמר.

העובדה ששיעור ההשקעה בישראל נמוך ביחס למדינות המפותחות האחרות פוגעת במשק ומונעת ממנו לממש את פוטנציאל הצמיחה שלו.

<sup>37</sup> בשנים האחרונות שימש חלק מהמענק האמריקאי לפיתוח מערכות הגנה נגד טילים בישראל. סיוע זה אכן פעל להגדלת העודף בחשבון השוטר.

<sup>38</sup> היקף הנכסים של קרנות הפנסיה בחו"ל הגיע בשנת 2015 ל-10 אחוזי תוצר.

<sup>39</sup> לדוגמה, אין זה רצוי לכפות הפרשות גבוהות לפנסיה על סטודנטים צעירים, שהכנסותיהם נמוכות ומשמשת בעיקר למימון ההשקעה בלימודים (מחשש לדחיקת ההשקעה בהון אנושי), או על מי שהכנסתו הנוכחית נמוכה וצרכיו מרובים, אך הכנסתו העתידית גבוהה (רמת חייו הנוכחית ירודה ביחס לרמתה הצפויה בעתיד).



מלאי ההון הציבורי נמוך מכ-60 אחוזי תוצר (פוטנציאלי). מאחר שמלאי ההון של ישראל הוא מחצית מכך, ההשקעה בתשתית בישראל צפויה להיות כדאית מאוד<sup>40</sup>. זאת בתנאי שהממשלה תשכיל לברור מיזמי תשתית כדאיים ותומכי צמיחה. הגדלת ההשקעה הציבורית תאפשר למשק לשמור הן על שיעור חיסכון גבוה והן על רמה גבוהה של פעילות כלכלית. דרך נוספת למנף את העודף בחשבון השוטף להגדלת הפריזון במשק היא הפחתת המגבלות על יבוא, ובכלל זה על חברות זרות המבקשות לפעול בישראל בתחומי בניית תשתיות, בנייה למגורים, שירותים פיננסיים, שירותי תעופה ועוד.

לפי הניתוח דלעיל העודף בחשבון השוטף של ישראל נובע בעיקר מהשקעת חסר בתשתיות, ולכן אין בו כדי להאיץ את הצמיחה לשם סגירת הפער ברמת החיים בין ישראל לבין המדינות המפותחות ביותר. למעשה, עודף כה גדול בחשבון השוטף הוא נחלתן של המדינות העשירות ביותר ושל אלה הנהנות ממשאבי טבע רבים. לעודף זה מתלווה באופן טבעי ייסוף ריאלי, שמשמעותו פגיעה בענפי היצוא. בישראל העודף הוא אמנם תוצאה של כוחות בסיסיים, אך אלו נובעים כאמור מהשקעת חסר במשק ואינם מיטיבים עם צמיחתו בטווח הארוך. ללא שינוי משמעותי במדיניות הממשלה ביחס להשקעות בתשתיות הפגיעה בצמיחה של המשק בהשוואה למשקים אחרים תביא לירידה של שיעור החיסכון, להקטנת העודף בחשבון השוטף ולעיכוב סגירתו של הפער ברמת החיים בין ישראל למדינות המפותחות ביותר.

את העודף בחשבון  
השוטף ניתן למנף  
להגדלת הפריזון  
באמצעות הגדלת  
ההשקעה הממשלתית  
בתשתיות פיזיות והסרת  
חסמים בפני חברות  
זרות המבקשות לפעול  
בישראל.

<sup>40</sup> OECD (2016) "Can an Increase in Public Investment Sustainability Lift Economic Growth?" OECD, 40 Economics Department Working Papers No 1351.

