

פרק ז' מאזן התשלומים

- ♦ העודף בחשבון השוטף הסתכם השנה ב-1.6 מיליארדי דולרים, לעומת 4.5 מיליארדים אשתקד.
- ♦ התפתחות החשבון השוטף במהלך השנה לא הייתה אחידה: במהלך שלושת הרביעים הראשונים נמשכה הצמיחה של היצוא והיבוא. ברביע הרביעי, עם החרפת המשבר הריאלי בעולם, התחוללה תפנית: היצוא והיבוא ירדו בשיעור חד של כ-10 אחוזים (בדולרים, לעומת הממוצע בשלושת הרביעים הראשונים של השנה).
- ♦ החרפת המשבר העולמי ברביע הרביעי הביאה לצניחת היצוא (ללא אניות, מטוסים ויהלומים) ב-1.2 מיליארדי דולרים, ומאידך - לירידה חדה של מיליארד דולרים בהוצאה על יבוא דלק (לעומת הממוצע בשלושת הרביעים הראשונים של השנה).
- ♦ השנה היה ייסוף נומינלי וריאלי ניכר של השקל (ביחס לשותפות הסחר של ישראל), למרות התמתנות הפעילות הכלכלית במשק. הסיבה לתופעה חריגה זו של התחזקות השקל תוך מיתון הפעילות היא, שפגיעתו של המיתון העולמי במשק הישראלי הייתה מתונה יחסית לפגיעתו במשקים אחרים, ולכן גבר, בשלושת הרביעים הראשונים של השנה, יבוא ההון נטו למשק.
- ♦ על רקע המשבר העולמי הצטמצמו השנה מאוד תנועות ההון (ברוטו) בתיק-למסחר של ישראלים בחו"ל ושל זרים בישראל - בניגוד למגמות ארוכות הטווח. לעומת זאת זרמי ההשקעות הישירות לישראל וממנה טרם הושפעו מהמשבר.
- ♦ השנה הגדיל בנק ישראל מאוד את יתרות מטבע החוץ שברשותו, מהלך ששיפר את חסינות המשק בזמן המשבר העולמי. השוואה בין-לאומית של היתרות בשנת 2007 מלמדת שרמתן בישראל אינה חריגה ביחס למדינות שרמת הסיכון בהן דומה.

1. ההתפתחויות העיקריות

ההשפעות החמורות של המשבר העולמי ניכרו השנה היטב בחשבון החוץ, וברביע הרביעי הן זיעזעו גם את החשבון השוטף.

ההתפתחויות במאזן התשלומים של ישראל עמדו השנה בצל המשבר הגלובלי. המשבר, שהחל כמשבר פיננסי, החריף מאוד בספטמבר, וגלש בעוצמה ובמהירות רבה לכלכלה הריאלית. (לתיאור המשבר ראו פרק ד'). המשבר העולמי התבטא במוקדם או במאוחר כמעט בכל סעיפי מאזן התשלומים. ההשפעות על חשבון החוץ ניכרו עוד בראשית השנה: תחילה פחתו תנועות ההון בתיק-למסחר של ישראלים בחו"ל ושל תושבי חו"ל בישראל, ההנפקות של פירמות ישראליות בחו"ל נפסקו כמעט לחלוטין (למעט הנפקה אחת), והיקף האשראי מתושבי חוץ לישראלים פחת מאוד. ברביע השלישי של השנה, עם החרפת המשבר הפיננסי, נרשמו מימושים גדולים בתיק-למסחר של תושבי חו"ל

בישראל ושל תושבי ישראל בחו"ל. באותו הזמן גבר מאוד החשש ליציבותם של בנקים זרים, וזה הביא למימוש גדול מאוד של פיקדונות ישראלים בבנקים זרים. ברביע הרביעי היכה המשבר העולמי בפעילות הריאלית: היצוא הישראלי צנח בעקבות הירידה החדה של הביקושים העולמיים; עם זאת הביא המשבר לשיפור בתנאי הסחר: הירידה החדה של מחירי הדלק ומוצרים בסיסיים שישראל מייבאת שיפרה את החשבון השוטף ברביע הרביעי של השנה.

התגברות המשבר ברביע האחרון של השנה הביאה לירידה חדה של הביקוש העולמי למוצרי היצוא של ישראל: ברביע האחרון צנח היצוא בשיעור שנתי של 35 אחוזים, לאחר צמיחה מואצת עד אז. עם זאת, השפעת המשבר על היצוא ניכרה גם לאורך השנה כולה: קצב הגידול של היצוא למעט כימיקלים ותרופות הואט מאוד במהלך השנה, עד לצניחתו ברביע הרביעי. ההאטה ביצוא למעט כימיקלים ותרופות בשלושת הרבעים הראשונים (למעט ענפי התרופות והכימיה) שיקפה את האטת הפעילות הכלכלית בעולם במשך השנה, את העובדה שהמשק היה קרוב לתעסוקה מלאה¹, וכן את ייסוף השקל. למרות ההאטה גדל היבוא כמותית בשיעור ניכר, והשפעת המיתון עליו ניכרה רק בסוף השנה. נסיקת מחירי הדלקים בשנתיים האחרונות תרמה מאוד להקטנת העודף בחשבון השוטף באותה תקופה; אלמלא העלייה הדרמטית של ההוצאה על יבוא הדלק בשלושת הרבעים הראשונים של השנה סביר שהעודף בחשבון השוטף לא היה קטן כלל, ואף גדל.

הסיבה להתחזקות השקל השנה, על רקע התמתנות הפעילות במשק (והאטת היצוא) - תופעה חריגה - היא שפגיעתו של המשבר העולמי בכלכלה הישראלית הייתה חמורה פחות מפגיעתו במשקים מפותחים אחרים. שער החליפין הוא מדד יחסי, והוא משקף לא רק את תנאי ההווה אלא גם את ההערכות לגבי העתיד. ההערכה השלטת במרבית הזמן בשוקי ההון והכספים הייתה שהשפעת המשבר הגלובלי על המשק הישראלי תהיה מתונה יחסית למשקים מערביים אחרים. הוערך כי גידול התוצר בחלק מהמשקים המערביים הונע על ידי ריביות נמוכות וכלים פיננסיים חדשניים, שגרמו לבועה בשוק הנדל"ן, לחיסכון פרטי אפסי ולגירעונות בחשבון השוטף; לעומת זאת בישראל ביטא גידול התוצר תהליך של צמיחה בת קיימא: שוק האשראי הבנקאי היה שמרני, הפעילות בשוק הנדל"ן ממותנת, החיסכון הפרטי היה סביר, והחשבון השוטף היה בעודף. ההערכות האופטימיות לגבי מידת הפגיעות של המשק הישראלי השתקפו במדדי המניות: אלה אמנם ירדו מאוד השנה, אך תשואותיהם עלו על התשואות של מדדי מניות במדינות המפותחות. ההערכות האופטימיות הביאו כאמור, להתחזקות השקל.

ההערכות האופטימיות לגבי המשק הישראלי התבטאו גם ביבוא ההון אליו: ברביע הראשון של השנה המשיכו המשקיעים הזרים להזרים הון לישראל, בעוד שהישראלים מימשו חלק מהשקעותיהם בחו"ל בשל חשש מהמשבר. על רקע יבוא ההון הניכר והתחזקות השקל, ועקב רמתן הנמוכה של יתרות המט"ח יחסית לחוב החיצוני ולצורכי המשק², הצהיר בנק ישראל על תוכנית לרכישת מט"ח בהיקפים גדולים מאוד. יבוא ההון נמשך ברבעים השני והשלישי בצל החשש לפשיטות רגל של בנקים זרים. באמצע הרביע השלישי החריף המשבר בעולם, והחל להסתמן מפנה בציפיות המשקיעים ובתנועות ההון: המשקיעים הזרים החלו לממש השקעות בישראל בהיקפים גדולים. מימוש גדול במיוחד היה בחודש

התגברות המשבר העולמי ברביע האחרון של השנה הביאה, מחד גיסא, לירידה חדה של הביקוש ליצוא, שפגעה במשק הישראלי, ומאידך - לירידה של מחירי היבוא, שהיטיבה עם המשק.

הסיבה להתחזקות השקל השנה היא שפגיעתו של המשבר העולמי בכלכלה הישראלית הייתה חמורה פחות מפגיעתו במשקים מפותחים אחרים.

¹ שיעור האבטלה הנמוך מרמז שהחסם להגדלת הייצור במשק בחלק הראשון של השנה היה בצד ההיצע.

² הגדרת הרמה הרצויה של יתרות המטבע החוץ נגזרת מהשימושים האפשריים בהם מצד הממשלה ובנק ישראל. ראו השקעת יתרות מטבע החוץ, דין וחשבון לשנת 2007 מחלקת מטבע חוץ בבנק ישראל.

לוח ז'-1
מאזן התשלומים, 1996 עד 2008
 (מיליארדי דולרים)

2008	2007	2006-2003	2002-2001	2000-1996	
1.6	4.2	3.5	-1.6	-2.7	(1) החשבון השוטף
-3.8	-2.6	-0.2	-3.2	-3.9	המאזן המסחרי
-7.7	-5.9	-3.6	-4.4	-5.2	חשבון הסחורות
56.6	50.1	37.3	27.5	24.6	יצוא הסחורות
-64.3	-55.9	-41.0	-31.9	-29.7	יבוא הסחורות
3.9	3.3	3.4	1.1	1.2	חשבון השירותים
23.8	21.1	16.6	12.5	11.1	יצוא השירותים
-19.9	-17.8	-13.2	-11.4	-9.9	יבוא השירותים
-3.2	-0.5	-2.8	-5.1	-5.0	חשבון ההכנסות
-0.2	1.7	-0.8	-2.3	-2.4	ההכנסות נטו מהשקעות ¹
7.7	10.3	4.6	2.4	2.3	הכנסות תושבי ישראל
-7.9	-8.6	-5.5	-4.8	-4.8	הכנסות תושבי חוץ
-3.0	-2.2	-2.0	-2.7	-2.6	התמורה נטו לעבודת שכירים
-2.7	-2.2	-2.0	-2.6	-1.9	מזה: תשלום לעובדים זרים
-0.9	-0.6	-0.3	-0.3	-0.8	תשלום לעובדים פלסטינים
8.6	7.3	6.5	6.7	6.2	ההעברות השוטפות
1.1	0.8	0.7	0.5	0.6	(2) חשבון ההון נטו
-5.3	-2.3	-6.2	0.4	2.6	(3) החשבון הפיננסי ²
2.8	3.2	0.3	2.2	1.5	ההשקעות הישירות נטו
-7.7	-6.8	-6.1	-0.8	-1.4	השקעות תושבי ישראל בחו"ל
10.5	10.0	6.4	3.0	2.9	השקעות תושבי חוץ בישראל
-1.4	-2.5	-0.4	-0.9	2.6	השקעות בתיק ניירות הערך
-1.7	-3.9	-5.5	-1.9	-0.9	השקעות תושבי ישראל בחו"ל
0.3	1.4	5.2	1.1	3.4	השקעות תושבי חוץ בישראל
7.6	-4.7	-5.2	-1.4	1.7	ההשקעות האחרות נטו
-1.5	-0.5	0.1	-0.1	0.0	הממשלה
7.1	1.9	-4.3	0.7	1.1	הבנקים
2.0	-6.0	-0.9	-2.0	0.6	מגזרים אחרים
-0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	ההשקעות במכשירים פיננסיים נגזרים
-14.2	1.7	-0.9	0.4	-3.3	השינוי ביתרות המט"ח ³
2.6	-2.7	2.0	0.7	-0.5	(4) הפרשים סטטיסטיים

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

(2) סימן שלילי מבטא יצוא הון.

(3) סימן שלילי מבטא עלייה ביתרות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

אוקטובר, ואחריו ניכרה חולשה בשער החליפין האפקטיבי של השקל ובתשואות של הבורסה בתל אביב ביחס למטבעות ובורסות אחרות בעולם. חולשה זו שיקפה ירידה באופטימיות לגבי הצפוי במשק הישראלי - בין השאר, בגלל חשש לאיתנות של פירמות ישראליות הפעילות בחו"ל, וצניחה חדה של היצוא ברביע הרביעי של השנה.

ערוץ נוסף להעברת המשבר מחו"ל לארץ הוא שחיקת הנכסים של תושבי ישראל בחו"ל. ערוץ זה פעל במידה מתונה, משום שהישראלים (בממוצע) נהגו זהירות בהשקעותיהם בחו"ל: הם מכרו לתושבי חוץ נכסי הון (מניות) ורכשו בתמורה נכסי חוב (איגרות חוב) בחו"ל, שרמת הסיכון שלהן לרוב נמוכה יותר. זהירות זו השתלמה השנה: ההפסד של המשקיעים הישראלים מהשקעותיהם בחו"ל היה נמוך מזה של המשקיעים הזרים בישראל, וזאת אף על פי שהסיכון של נכסי החוב בחו"ל התגלה כגבוה בהרבה מהחזוי. ההתנהגות הזהירה של המשקיעים המקומיים יחד עם העודף בחשבון השוטף הביאו לירידת החוב החיצוני של המשק בשנים האחרונות, והדבר תרם להקטנת הסיכון למשבר פיננסי.

החוב החיצוני נטו של המשק לטווח קצר, שהוא אחד המדדים החשובים ליכולת להתמודד עם קשיי נזילות, ירד השנה. השיפור נבע מהגדלה ניכרת של יתרות המט"ח בבנק ישראל. גידול היתרות מגדיל את חופש הפעולה של הבנק המרכזי בעת משבר (לדוגמה, אם יידרש סיוע למערכת הבנקאית), ובכך הוא מקטין את הסיכוי להתממשות המשבר ולהחמרתו. השוואה בין-לאומית מלמדת שיתרות המט"ח של ישראל אינן חריגות ביחס למדינות שרמת הסיכון בהן דומה. (ראו תיבה ז'-2).

למרות המשבר החמור בעולם, זרם ההשקעות הישירות של זרים בישראל ושל ישראלים בחו"ל לא פחת השנה. הסברים אפשריים ליציבות היחסית שנרשמה בהשקעות הישירות השנה הם היותן מתואמות עם הפעילות הריאלית, שירדה רק בסוף השנה, ולא עם הפעילות הפיננסית, וכן העובדה שחלק מהעסקאות אשר נרשמו השנה נחתמו אשתקד.

לישראל יתרון יחסי בולט בטכנולוגיה ובהון אנושי, והדבר ניכר במשקל הגבוה של יצוא האלקטרוניקה בסך היצוא הישראלי. בחינת משקלו של יצוא האלקטרוניקה בסך היצוא בישראל ובמדינות OECD מלמדת כי ישראל שנייה רק לאירלנד מבחינה זו (תיבה ז'-1), וכי היא מצליחה לשמור על מקומה הגבוה מאז אמצע שנות התשעים ועד היום. עדות נוספת ליתרונה היחסי של ישראל בטכנולוגיה ובהון אנושי היא העובדה שיתרונה בולט במיוחד ביצוא של שירותי טכנולוגיה עילית, שכן אלה עולים בעצימות ההון האנושי והמו"פ על מוצרי הטכנולוגיה העילית.

בשנים האחרונות הישראלים מכרו לתושבי חוץ נכסי הון (מניות) ורכשו בתמורה נכסי חוב (איגרות חוב) בחו"ל. הדבר תרם לירידת החוב החיצוני נטו ולהקטנת הסיכון למשבר פיננסי במשק.

ישראל שנייה רק לאירלנד ביתרונה היחסי ביצוא מוצרים עתירי טכנולוגיה והון אנושי, והיא שומרת על מקומה הגבוה במידרג זה מאז אמצע שנות התשעים ועד היום.

2 . החשבון השוטף

א. ההתפתחויות העיקריות

העודף בחשבון השוטף ירד ירידה חדה השנה והסתכם ב-1.6 מיליארדי דולרים, שהם כאחוז תוצר (לוח ז'-1). ההבדל בהתפתחויות בחשבון השוטף ובגורמים להן בין שלושת הרביעים הראשונים של השנה לרביע האחרון - שבו פרץ המשבר הריאלי - אינו מאפשר לבחון את השנה כיחידה אחת, אלא מצריך בחינה של ההתפתחויות במהלכה. ירידת העודף בחשבון השוטף בשלושת הרביעים הראשונים של השנה מיוחסת לשני גורמים: גידול הגירעון במאזן המסחרי האזרחי, לנוכח עליית המחירים העולמית והרעת תנאי הסחר של ישראל, והגירעון בחשבון ההכנסות על רקע ירידת הריביות בעולם. חלק של

העודף בחשבון השוטף ירד השנה ירידה חדה, והסתכם ב-1.6 מיליארדי דולרים - כאחוז תוצר.

גידול הגירעונות האלה קוּזו על ידי גידול של העודף בחשבון ההעברות. ברביע האחרון של השנה החרף מאוד המשבר העולמי, והתבטא בירידת הביקושים העולמיים, שהשפיעה על היצוא הישראלי. לעומת זאת, ירידה חדה במחירי הדלק, שהתרגמה לשיפור בתנאי הסחר של ישראל, וציפיות לפגיעת המשבר בשוק המקומי הביאו לירידה של היבוא בשיעור גבוה יותר מן הירידה ביצוא, וכתוצאה מכך - להקטנת הגירעון המסחרי האזרחי ולגידול העודף בחשבון השוטף.

צפויה השפעה חזקה של המשבר על ישראל, לנוכח ציפייה לירידה חדה בסחר העולמי, השיעור הגבוה של היצוא בתוצר ותרומת היצוא לצמיחה בשנים האחרונות. ירידה של אחוז אחד בביקושים מחו"ל הביאה בעבר לירידה של כאחוז וחצי ביצוא הישראלי³. עם זאת, נקודת המוצא הטובה של המשק המקומי והתפתחויות חיוביות הצפויות בשנה הבאה עשויות לרכך מעט את הפגיעה בו עם החרפת המשבר. נקודת המוצא מתבטאת, בין היתר, בעודף גדול בחשבון השוטף, תוצאת הגידול המסיבי של היצוא בשנים האחרונות, ובסגירת פער התוצר⁴, שהתבטאה בין היתר בייסוף ריאלי. גידול היצוא הישראלי לעולם נבע בחלקו מהגידול של סך הסחר העולמי, אך גם מגידול גבוה יותר של הביקוש למוצרים שהמשק הישראלי מתמחה בהם (חלקם ביצוא הישראלי גבוה מחלקם בסחר בממוצע), דבר שהביא לגידול חלקה של ישראל בסחר העולמי. אמנם מוקדם לומר אם הפגיעה בסחר תהיה אחידה בכל קבוצות המוצרים, אך על פי נתוני הסחר העולמי עד עתה אין הטיה כלפי המוצרים שישראל מתמחה בהם, שלא כמו במשבר בתחילת העשור. בהנחה שתימשך המגמה של ביקוש גבוה יחסית למוצרים אלה - או ירידה נמוכה יחסית - הפגיעה במשק הישראלי תהיה נמוכה מהפגיעה בשאר המשקים בעולם. בין ההתפתחויות הצפויות בשנה הבאה ניתן לציין ציפייה לשיפור בתנאי הסחר עם הירידה של מחירי הדלק והשפעת המיתון העולמי עליהם ופתיחת מפעל חדש של חברת "אינטל", שצפוי להגדיל את היצוא בכ-2 מיליארדי דולרים.

השנה היינו עדים לייסוף חד בשער החליפין הריאלי, שהתבטא בכל המדדים המקובלים. לאחר פិחות, שנמשך מאז שנת 2000, החל בשנת 2006 ייסוף, על רקע התקרבות לסגירת פער התוצר, יחד עם גידול הביקוש לסחורה ישראלית, שהביאו לעלייה בעלות ליחידת תוצר. לפיכך הייתה עליית המחירים המקומיים מהירה מזו של המחירים במדינות שותפות הסחר של ישראל. השנה תרמה לייסוף הריאלי תנועת ההון לארץ, עם התגברות החששות מפני המשבר בעולם, שכן ישראל נתפסה כבטוחה יותר. (לפירוט ראו: סעיף החשבון הפיננסי בפרק זה.) תנועה זו הביאה לייסוף של שער החליפין הנומינלי בקצב מואץ, שהביא לייסוף ריאלי, לנוכח קשיחות המחירים והפיגור בתגובת השוק לשינויים בשער החליפין הנומינלי. ברביע האחרון של השנה נבלמה מגמת הייסוף: ירידת הביקושים העולמיים והתערבות בנק ישראל בשוק המט"ח הביאו לפיחות נומינלי, וכתוצאה מכך - לפיחות ריאלי.

ב. המאזן המסחרי

הגירעון במאזן המסחרי הגיע לכ-3.8 מיליארדי דולרים, גידול של כ-1.2 מיליארדים ביחס ל-2007. כיוון שעיקר היבוא הביטחוני ממומן על ידי ממשלת ארה"ב, ראוי להתמקד בהתפתחויות במאזן המסחרי האזרחי, המורכב מחשבון הסחורות וחשבון השירותים.

צפויה השפעה חזקה של המשבר על ישראל. עם זאת, נקודת המוצא הטובה של המשק המקומי והתפתחויות חיוביות הצפויות בשנה הבאה עשויות לרכך מעט את הפגיעה בו עם החרפת המשבר.

השנה היינו עדים לייסוף חד של שער החליפין הריאלי, שהתבטא בכל המדדים המקובלים.

הגירעון המסחרי האזרחי עמד ב-2008 על 8.5 מיליארדי דולרים. עיקר גידולו בשנתיים האחרונות נבע מגידול מסיבי של ערך היבוא האזרחי - בעיקר בשל הרעה בתנאי הסחר.

³ ראו תיבה ז'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2007.

⁴ ראו פרק ב' - התוצר לענפיו.

הגירעון המסחרי האזרחי ב-2008 עומד על 8.5 מיליארדי דולרים. חשבון הסחורות האזרחי (ללא אניות מטוסים ויהלומים) נמצא בגירעון, שעלה השנה לכ-12.6 מיליארדי דולרים (לוח ז'-2). עיקר גידולו בשנתיים האחרונות נבע מגידול מסיבי של ערך היבוא האזרחי - בעיקר בשל ההרעה בתנאי הסחר (השפעות מחיר), וכן בשל הייסוף בשער החליפין הריאלי (השפעות כמות)⁵. המשבר, שהחריף בסוף השנה, הביא לירידת מחירים בעולם ולירידה ביבוא הכמותי לישראל, על רקע ציפייה לפגיעה במשק. כתוצאה מכך היה קצב הירידה של היבוא מהיר מזה של היצוא, ולכן הצטמצם הגירעון בחשבון הסחורות האזרחי. לעומת זאת נמצא חשבון השירותים בעודף של כ-4 מיליארדי דולרים. העודף בחשבון השירותים הולך וגדל מאמצע שנות התשעים, בזכות הביקוש העולמי הגובר לשירותים שהמשק הישראלי מתמחה בהם, ובעיקר שירותי טכנולוגיה עילית (מחקר ופיתוח, מחשוב וטכנולוגיית מידע ותקשורת).

לוח ז'-2

המאזן המסחרי האזרחי, 2001 עד 2008

(נתונים מנוכחי עונתיות, מיליארדי דולרים)

2008					2007	2006-2003	2002-2001	
IV	III	II	I	סך הכול				
סחורות ושירותים								
-1.2	-3.1	-2.5	-1.6	-8.5	-5.1	-2.0	-3.4	המאזן המסחרי
15.8	17.0	16.8	16.9	66.5	56.3	41.9	31.9	היצוא
17.0	20.2	19.3	18.5	75.0	61.4	43.9	35.2	היבוא
חשבון הסחורות האזרחי (ללא או"מ ויהלומים)								
-2.4	-3.8	-3.4	-3.1	-12.6	-8.1	-5.4	-4.5	מאזן הסחורות
10.0	11.2	11.0	10.5	42.8	35.4	25.3	19.4	היצוא
12.3	15.0	14.4	13.6	55.4	43.5	30.7	23.9	היבוא
חשבון השירותים								
1.2	0.6	0.9	1.4	4.1	3.3	3.4	1.2	מאזן השירותים
5.8	5.8	5.8	6.4	23.7	21.1	16.6	12.5	היצוא
4.6	5.1	4.9	4.9	19.7	17.8	13.1	11.3	היבוא

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

⁵ גמישות הטווח הקצר של היבוא ביחס לשער החליפין הריאלי גבוהה מגמישות הטווח הקצר של היצוא, בגלל הרכב הסחר של ישראל. לפירוט ראו י' לביא וע' פרידמן (2006) "שער החליפין הריאלי וסחר החוץ של ישראל", סקר בנק ישראל 76.

קצב גידולם של מחירי היבוא היה השנה גבוה מזה של מחירי היצוא, והרעה זו בתנאי הסחר של ישראל הגדילה את הגירעון בכ-3.3 מיליארדי דולרים.

את ההתפתחויות בחשבון הסחורות האזרחי ניתן לפרק להשפעות מחיר והשפעות כמות. כיוון שרמתו של היבוא לישראל גבוהה מזו של היצוא ממנה, עליות זהות במחירי היצוא והיבוא מביאות לגידול הגירעון בחשבון זה. בהנחה שהעלייה העולמית של המחירים הייתה בשיעור של כ-15.5 אחוזים השנה⁶, היא תרמה לגידול הגירעון כמיליארד דולרים (חלק א של לוח ז'-3). נדגיש כי אומדן זה נכון לטווח הקצר, והוא אינו מביא בחשבון תגובה של הכמויות להתפתחות המחירים, המגיבות בדרך כלל בטווח זמן ארוך יותר. מעבר לעליית המחירים הכללית, גדלו השנה מחירי היבוא בקצב גבוה מזה של מחירי היצוא, והרעה זו בתנאי הסחר של ישראל הביאה לגידול נוסף של כ-2.5 מיליארדי דולרים בגירעון. הגידול המואץ של הגירעון המסחרי בשנתיים האחרונות נגרם כתוצאה של עליית מחירי הדלק, שהביאה להרעה משמעותית בתנאי הסחר. פרט למחירי הדלק השתפרו תנאי הסחר השנה ביחס לשנה הקודמת. ההשפעה החזקה של השינויים במחירי הדלק, נובעת מהעובדה שישאל אינה מייצרת מוצר זה ומקשיחות של הביקוש לו. מחירי הדלק שעלו בשנתיים האחרונות בקצב מואץ, צנחו בסוף 2008 בשיעור של כ-75 אחוזים והתייצבו

לוח ז'-3

השפעת תנאי הסחר על חשבון הסחורות האזרחי (ללא או"מ ויהלומים), 1996 עד 2008
(מיליוני דולרים)

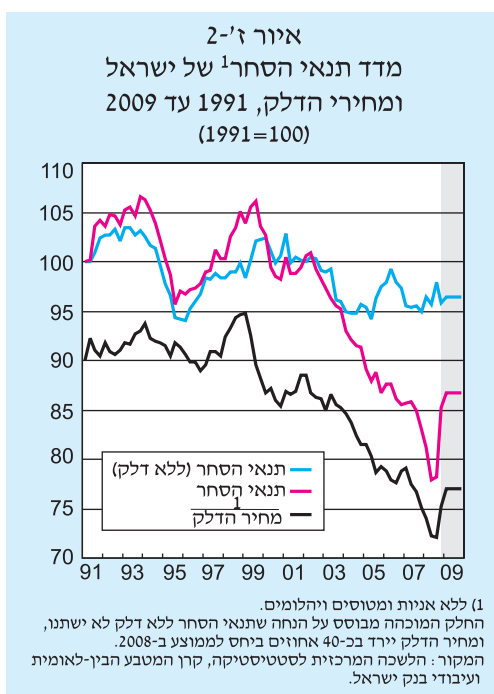
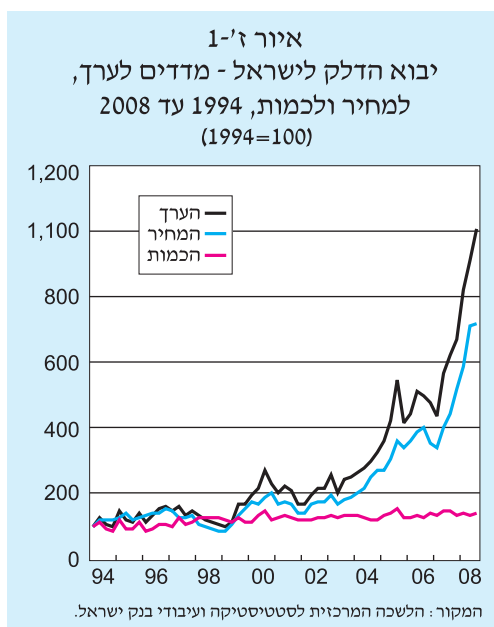
	א		ב			
	סך השינוי במאזן הסחורות האזרחי ¹	השינוי העולמי במחיר	תנאי הסחר	השינוי בכמות	תנאי הסחר ללא דלק	תרומת הדלק לתנאי הסחר
2000-1996	118	63	-105	-1,555	39	-144
2002-2001	380	61	-44	-229	-154	110
2003	201	-240	-780	817	-579	-201
2004	-990	-268	-928	329	-352	-577
2005	-1,408	-249	-983	-126	330	-1,314
2006	796	-273	-583	1,629	269	-852
2007	-2,278	-359	-1,004	-745	-565	-439
2008	-4,499	-1,020	-2,529	-606	252	-2,781

(1) סך השינוי כולל את שיעור השינוי בכמות, שיעור השינוי במחיר ומכפלה של זה בזה. בלוח מפורטים השינויים במחיר.

(2) מבוסס על תחזית של ירידה ממוצעת של כ-30 אחוזים במחירי הדלק.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

⁶ ההנחה מתבססת על שיעור העלייה הממוצע של מחירי היצוא והיבוא של ישראל על פי משקלות היצוא והיבוא בסך הסחר אשתקד. לשם השוואה נערך חישוב דומה על בסיס נתוני ה-WEO. מחירי הסחורות (ללא דלק) בעולם השנה על פי ה-WEO עלו בכ-13.5 אחוזים, ומחירי הדלק עלו בכ-50 אחוזים. כיוון שיבוא הדלק לישראל ב 2007 היה כעשרה אחוזים מהסחר, מתקבל כי עליית המחיר הרלוונטית לישראל הייתה בשיעור של כ-16 אחוזים.



בהנחה ששאר התנאים לא ישתנו, תביא ירידת מחיר זו לשיפור ניכר בתנאי הסחר של ישראל, שייתרגם לגידול של כ-4 מיליארדי דולרים במאזן המסחרי האזרחי. הרכב הסחר הישראלי לפי מטבעות תרם גם הוא לתרגומן של ההתפתחויות בעולם להרעה בתנאי הסחר, אך השפעתו משנית ביחס להתפתחויות שהוזכרו לעיל. השנה

ברמה זו. העלייה הדרמטית התבררה כזמנית, ועל כן, כדי לאמוד את היקף השפעתה של עלייה זו ראוי לבחון את ההתפתחויות במאזן הסחורות האזרחי ללא דלק. כמות הדלק המיובאת גדלה בעשור האחרון (איור ז'-1) בשיעור יציב יחסית של כ-3.5 אחוזים לשנה, נמוך משיעור הגידול של התוצר, כנראה בזכות שיפורים טכנולוגיים. השינויים בסך הערך של יבוא הדלק לישראל מוכתבים בעשור האחרון על ידי השינוי במחיריו.

מפאת קשיחותו של הביקוש לדלק, התמסורת ממחיריו למאזן המסחרי האזרחי חזקה יותר מן התמסורת ממחירי מוצרים שהביקוש שלהם גמיש יותר. באיור ז'-2 מוצגים תנאי הסחר של ישראל עם מחירי הדלק ובלעדיהם. יבוא הדלק לישראל מהווה כ-6.5 אחוזים מהסחר; יצוא הדלק ותזקיקיו - כאחוז אחד. לכן, כיוון שישראל מייבאת דלק נטו, ייכנסו מחירי הדלק לתנאי הסחר במכנה. כדי להמחיש את הקשר בין תנאי הסחר למחירי הדלק מופיעה באיור גם סדרה של מחירי הדלק¹. מהאיור עולה הקשר ההדוק שבין תנאי הסחר למחירי הדלק. בחינת נתוני הסחר ללא דלקים מצביעה על מדד יציב יותר לאורך השנים, ובשנת 2008 - על שיפור בתנאי הסחר בישראל, שנתרגם לגידול של עודף המסחרי האזרחי ב-250 מיליוני דולרים. עלות ההרעה בתנאי הסחר שנבעה מהתפתחות מחירי הדלק הייתה השנה, על פי אומדן זה, כ-2.7 מיליארדי דולרים (חלק ב של לוח ז'-3). תחזית קרן המטבע הבין-לאומית ל-2009² צופה ירידה של כ-50 אחוזים במחיר הדלק לעומת 2008.

הגידול המואץ של הגירעון המסחרי בשנתיים האחרונות נגרם בגלל עליית מחירי הדלק, שהביאה להרעה משמעותית בתנאי הסחר. פרט למחירי הדלק השתפרו תנאי הסחר השנה ביחס לקודמתה.

תחזית קרן המטבע הבין-לאומית ל-2009 צופה ירידה של כ-50 אחוזים במחיר הדלק לעומת 2008. בהנחה ששאר התנאים לא ישתנו, תביא ירידת מחיר זו לשיפור ניכר בתנאי הסחר של ישראל, שייתרגם לשיפור של כ-4 מיליארדי דולרים במאזן המסחרי האזרחי.

נחלש הדולר מול האירו, וכיוון שמשקל הדולר ביצוא מישראל גבוה ממשקלו ביבוא אליה, תורמת היחלשותו להרעת תנאי הסחר. היקף השפעתם של שערי החליפין הצולבים שבין הדולר לאירו היה השנה כ-300 מיליוני דולרים. נציין כי בחודשים האחרונים התחזק הדולר ביחס למטבעות בעולם, ואילו השקל נחלש ביחס למטבעות בעולם, על רקע התערבות בנק ישראל בשוק המט"ח ותגובת השוק להתערבות זו⁸.

העודף בחשבון השוטר מבטא את הפער בין החיסכון להשקעה. הצטמצמות העודף השנה מבטאת ירידה של כ-2 אחוזים של שיעור החיסכון בסך ההכנסות של המשק וירידה של כאחוז בשיעור ההשקעה. את הירידה בשיעור החיסכון הלאומי הובילה השנה ירידת החיסכון של המגזר הציבורי, תוצאת ירידה בהכנסות ממסים. ירידה זו קוזה חלקית על ידי עלייה מתונה של החיסכון הפרטי, לנוכח הקשר השלילי ביניהם⁹ והציפיות להשפעת המשבר על המשק. הצטמצמות החיסכון של המגזר הציבורי בשנת 2008 מבשרת היפוך מגמה: לאחר עלייה, שהחלה עם היציאה מהמיתון ב-2004, ובזכותה עלה שיעור החיסכון הלאומי במשך מספר שנים - הביאה ירידתו של החיסכון הציבורי השנה את ישראל לשיעור חיסכון לאומי דומה לזה של המדינות המפותחות.

ג. היצוא

יצוא הסחורות והשירותים צמח השנה כמותית בשיעור של כ-7.7 אחוזים, וללא יהלומים - בכ-10.5 אחוזים (לוח ז'-4). במהלך שלושת הרבעים הראשונים של השנה היצוא (ללא

לוח ז'-4					
יצוא הסחורות והשירותים, 2000 עד 2008					
שיעור השינוי הכמותי (אחוזים)				2008	
				ההתפלגות מיליארדי	
2008	2007	2006-2003	2002-2001	דולרים	(אחוזים)
5.1	8.4	8.4	-6.5	80.4	100
9.0	9.0	10.2	-8.1	70.8	88
7.1	12.2	9.3	-5.2	40.1	50
8.1	10.3	13.2	-10.2	17.2	21
5.6	19.6	3.4	1.6	12.6	16
8.7	10.6	8.7	-0.1	8.0	10
-2.6	-1.2	2.9	-2.7	2.3	3
-25.0	3.6	-1.2	2.0	9.6	12
11.8	7.5	11.8	-10.4	23.8	30
33.8	8.2	16.1	-47.8	2.7	3
7.3	4.8	12.7	-3.4	14.8	18
הסחורות והשירותים					
הסחורות והשירותים ללא יהלומים					
היצוא התעשייתי (ללא יהלומים) ¹					
תעשיות הטכנולוגיה העילית					
תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-עילית					
תעשיות הטכנולוגיה המעורבת-מסורתית					
תעשיות הטכנולוגיה המסורתית					
יצוא היהלומים					
יצוא השירותים					
מזה: שירותי תיירות ²					
שירותים "אחרים" ³					

(1) נתוני סחר החוץ. נתונים אלה אינם זהים לנתוני מאזן התשלומים, עקב אי הכללת היצוא לרשות הפלסטינית, וכן עקב התאמות שונות.

(2) בניכוי ההוצאות של עובדים זרים בישראל.

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

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

⁸ ינון גמרסני, דניאל נתן, ורועי שטיין (2008), "בדיקת ההשפעה של ההתערבות בשוק המט"ח", נייר פנימי של בנק ישראל.

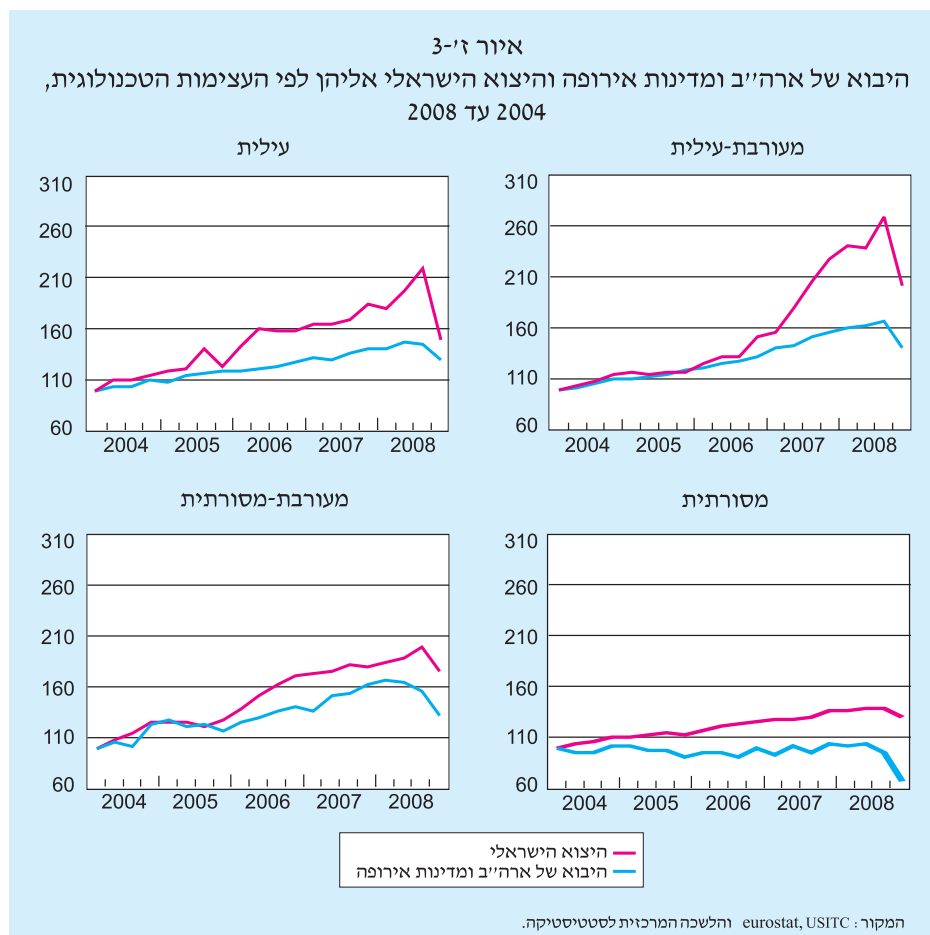
⁹ לפירוט הקשר ראו פרק ב'.

יהלומים) צמח בשיעור מואץ של כ-20 אחוזים לעומת השנה הקודמת. ואילו ברביע האחרון, עם גלישת המשבר הפיננסי לשווקים הריאליים, הוא צנח בשיעור שנתי של כ-30 אחוזים.

הירידה ברביע האחרון הקיפה את כל רמות העצימות הטכנולוגית והיא תואמת את הירידה בביקושים בעולם (איור ז'-3). מהאיור עולה הגידול המואץ של ענפי הטכנולוגיה העילית והמעורבת עילית בחלקה הראשון של השנה בהתאם להמשך גידול היבוא של שותפות הסחר העיקריות של ישראל. ברביע האחרון ירד היבוא התעשייתי של ארה"ב ומדינות אירופה בכ-24 אחוזים (בשיעור רבעוני), ובתגובה ירד היצוא הישראלי למדינות אלו.

יצוא השירותים צמח השנה בשיעור של כ-15 אחוזים. את גידולו השנה הובילו שירותי התיירות והשירותים האחרים, שצמחו ב-24 אחוזים ו-11 אחוזים, בהתאמה. סך היצוא של שירותי התיירות מתקרב לאחרונה לרמות ששררו בארץ לפני האינתיפאדה בתחילת העשור, אף על פי שמספר התיירים עלה מעבר לרמות של אותה תקופה, בגלל ירידה בהוצאה לתייר. הגידול של יצוא השירותים האחרים נובע מן השירותים המסווגים כעיתורי טכנולוגיה, המהווים יותר ממחצית יצוא השירותים של ישראל: שירותי מחקר ופיתוח (כ-26 אחוזים מסך יצוא השירותים), שירותי מחשב וטכנולוגיית מידע (27 אחוזים) ושירותי

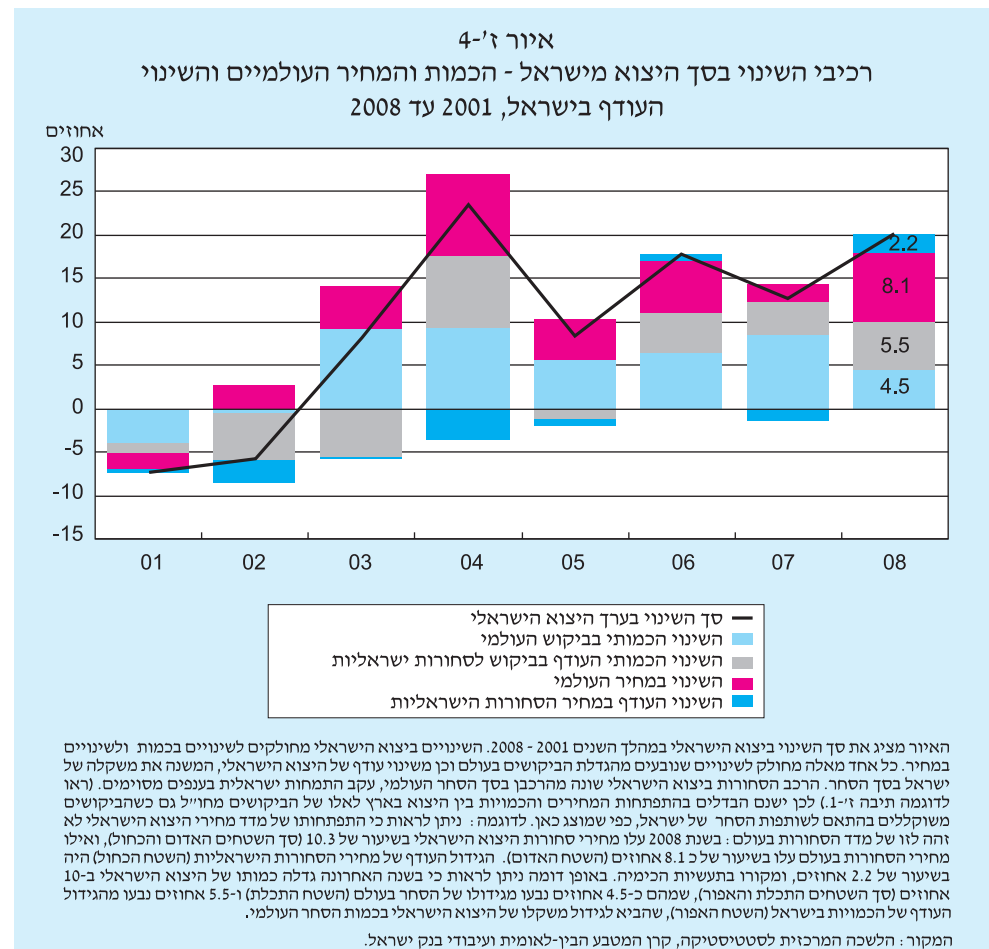
בשלושת הרביעים הראשונים של השנה צמח היצוא בכ-20 אחוזים לעומת קודמתה; ברביע האחרון, עם גלישת המשבר הפיננסי לשווקים הריאליים, צנח היצוא בכ-30 אחוזים. הירידה ברביע האחרון הקיפה את כל רמות העצימות הטכנולוגית, והיא תואמת את ירידת הביקושים בעולם.



כמחצית מיצוא
השירותים עתירי
הטכנולוגיה היא
לארה"ב, וכרבע הוא
למדינות אירופה
- שנפגעו משמעותית
למרות זאת לא נרשמה
ברביע האחרון ירידה
משמעותית ביצוא
הישראלי של שירותים.

תקשורת (3 אחוזים). כמחצית מיצוא השירותים המסווגים כשירותים עתירי טכנולוגיה הוא לארה"ב, וכרבע למדינות אירופה - שנפגעו משמעותית במהלך המשבר. למרות זאת, לא ניתן לראות ברביע האחרון ירידה משמעותית ביצוא הישראלי של שירותים.

את גידול היצוא הישראלי בחלקה הראשון של השנה ניתן לייחס להתרחבות הסחר העולמי ולגידול חלקה של ישראל בו. כל אחד מרכיבי גידול אלה ניתן לפרק לפי המחיר והכמות, בהנחה כי בטווח הקצר היכולת של הכמות להגיב למחיר היא מוגבלת. איור ז'-4 מציג את התרומה של כל רכיב לסך גידולו של היצוא הישראלי בשנים האחרונות. מהאיור עולה כי השנה¹⁰ פעלו כל הרכיבים להגדלת היצוא הישראלי: עליית הביקוש העולמי העומד בפני המשק הישראלי, שחושב כגידול היבוא העולמי בהתחשב במשקלות של שותפות הסחר של ישראל אשתקד, הביאה השנה לעלייה של כ-12.6 אחוזים ביצוא מישראל - תוצאת גידול כמותי של 4.5 אחוזים ועליית מחירים של 8.1 אחוזים. צמיחתו של היצוא הישראלי הייתה מהירה מזו של הביקושים העולמיים, בעיקר משום שגידולה של הכמות המיוצאת היה גבוה מזה של הסחר העולמי, ובכך היא העמיקה את חזירתו לסחר העולמי. נוסף על כך בלטה השנה התרומה של עליית מחירי הסחורות בעולם לסך



¹⁰ נתוני 2008 מבוססים על התקופה הראשונה של השנה ועל תחזית קרן המטבע.

הגידול של היצוא הישראלי, מעבר לעלייה בסחר העולמי. זאת בזכות עליית מחיריהן של סחורות ששיעורן ביצוא הישראלי גבוה יותר מאשר בסחר העולמי, בעיקר מחירי המוצרים בתעשיות הכימיה.

בשלוש השנים האחרונות אנו עדים להעמקת החדירה של ישראל לשווקים הבין-לאומיים. זאת משום שגידול הביקוש לסחורות שהמשק הישראלי, מתמחה בהם היה מהיר מגידולו של הביקוש הממוצע בעולם. באופן מקביל ניתן לראות כי במשבר של תחילת העשור נפגע היצוא הישראלי מעבר לפגיעה הממוצעת בעולם, מפני שהמשבר אז התרחש בתחום שהמשק הישראלי מתמחה בו. התמחות זו של המשק הישראלי שמביאה לשוני בהתפתחות בין הסחר הישראלי לעולמי יכולה לפעול, עם התפתחות המשבר העולמי, לטובת המשק הישראלי או לרעתו: אם הגידול המואץ של היצוא הישראלי בשלוש השנים האחרונות ביטא התכנסות של המשק העולמי לשיווי משקל, שבו שיעור המוצרים שהמשק הישראלי מתמחה בהם בצריכה העולמית גבוה מהשיעור הנוכחי, נצפה כי הפגיעה במשק הישראלי תהיה נמוכה מהפגיעה בעולם; לעומת זאת, אם גידולו של הביקוש למוצרים הישראליים התרחש במצב שבו המשק העולמי כבר היה בשיווי משקל, וגידול היצוא נבע מהגמישות הגבוהה של הביקוש למוצרי היצוא הישראליים ביחס להכנסה בעולם - אזי הירידה הצפויה של ההכנסה עם החרפת המשבר העולמי עלולה להביא להקטנת היצוא הישראלי בקצב מהיר יותר מזה של הסחר העולמי.

הגידול המואץ של היצוא הישראלי בשלוש השנים האחרונות מצביע על שיפור התחרותיות של המשק הישראלי, דבר שהביא גם לייסוף ריאלי בתקופה זו. הקשר הסיבתי בכיוון ההפוך - כלומר השפעת הייסוף הריאלי על היצוא - הוא, בטווח הקצר, חלש יותר, בין היתר עקב ההתמחות של המשק הישראלי במוצרים ושירותים עתירי טכנולוגיה עילית¹¹, הרגישים פחות לשער החליפין הריאלי. השפעת הייסוף על תעשיות אלה קטנה, משום שהרווח בהן גבוה יחסית, ונוסף על כך חלק ניכר מהן שייך לחברות רב לאומיות¹². פגיעתו של הייסוף בתעשיות המסורתיות קשה יותר.

כמו בשנה הקודמת, ובניגוד לשנים קודמות, הובלה צמיחת היצוא על ידי עלייה של כ-30 אחוזים ביצוא של תעשיות הטכנולוגיה המעורבת, ובפרט תעשיית הכימיקלים והתרופות. פרט לתעשיות אלו מצביעים נתוני המגמה על קיפאון ברביע השלישי, על רקע סגירת פער התוצר והתעסוקה המלאה¹³, וירידה דרמטית ברביע הרביעי, עם החרפת המשבר. העלייה החדה ביצוא של מוצרים אלה בחלקה הראשון של השנה נבעה מעליות מחיריהן של הסחורות בתעשיות המעורבות, ובארץ היא פעלה לקיצוץ הפגיעה של הייסוף הנומינלי החד ועליות מחירי חומרי הגלם¹⁴ ברווחיות היצואנים.

העלייה המואצת של יצוא מוצרי הטכנולוגיה המעורבת, בעיקר בענף הכימיקלים, לעומת יציבות בגידול היצוא של הטכנולוגיה העילית הביאה לשינוי בהרכב היצוא הישראלי: גידול היצוא של התעשיות עתירות הטכנולוגיה העילית היה עד 2006 מנוע מרכזי שהוביל את צמיחת היצוא, וכן את צמיחת התוצר; בשנתיים האחרונות הואט קצב הגידול של יצוא הטכנולוגיה העילית ואת מקומו תפסו התעשיות המעורבות. אמנם, משקל

בשלוש השנים האחרונות אנו עדים להעמקת החדירה של ישראל לשווקים הבין-לאומיים. זאת משום שגידול הביקוש לסחורות שהמשק הישראלי מתמחה בהן היה מהיר יותר מגידולו של הביקוש הממוצע בעולם.

הגידול המואץ של היצוא הישראלי בשלוש השנים האחרונות מצביע על שיפור התחרותיות של המשק הישראלי, דבר שהביא גם לייסוף ריאלי בתקופה זו.

¹¹ ראו תיבה ז'1.

¹² ראו י' סופר (2005), מדידת שער החליפין הריאלי בישראל והשפעותיו על היצוא והיבוא, סוגיות במטבע חוץ.

¹³ ראו פרק שוק העבודה.

¹⁴ לסקירה של הפגיעה ברווחיות היצואנים ראו: בנק ישראל, "הערכת רווחיות היצוא התעשייתי", הדתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים 122, מאי עד אוגוסט 2008.

השיעור הגבוה של יצוא
תעשיות הטכנולוגיה
העילית לעומת שיעור
הממוצע ביצוא העולמי
מבטא את היתרון
היחסי של ישראל ביצוא
טכנולוגיה עילית.

היצוא עתיר הטכנולוגיה גבוה ביחס לשאר, כך שצמיחתו עדיין חשובה לגידול היצוא, אך הגידול המואץ של התעשיות המעורבות מקטין משקל זה. השיעור הגבוה של יצוא תעשיות הטכנולוגיה העילית לעומת שיעורו הממוצע ביצוא בעולם נותן ביטוי ליתרון היחסי של ישראל ביצוא טכנולוגיה עילית. (ראו תיבה ז'-1.) היחס בין השיעורים מכונה בארגון OECD ובפי כלכלנים בעולם "יתרון יחסי נגלה". כדי לבחון את התפתחות היתרון היחסי של המשק הישראלי בייצור מוצרים ושירותים עתירי טכנולוגיה חושב מדד המשווה את שיעור היצוא של מוצרים ושירותים אלה בסך היצוא הישראלי לממוצע במדינות OECD. תוצאות המדד לשנים 1995-2006 מוצגות בתיבה ז'-1. נתונים ראשוניים על הסחר העולמי לשנתיים האחרונות מצביעים על יציבות יחסית של מדד זה, לגבי ישראל, למרות ירידת חלקה של הטכנולוגיה העילית ביצוא, שכן הירידה במדינות המפותחות דומה.

תיבה ז'-1: היתרון היחסי הנגלה של המשק הישראלי ביצוא מוצרים ושירותים של טכנולוגיה עילית

המשק הישראלי נחשב כבעל יתרון יחסי ביצוא של מוצרי טכנולוגיה עילית. בתיבה זו מוצג מדד המכמת את התופעה ומאפשר לבחון אותה לאורך זמן תוך הבחנה בין יצוא מוצרים ליצוא שירותים. היתרון היחסי של ישראל בתחום הטכנולוגיה העילית על פי המדד ממקם אותה בין מדינות OECD במקום השני לאחר אירלנד. בחינת המדד לאורך זמן מעלה כי ישראל שומרת על מקומה מאז שנות התשעים, כמו מרבית המדינות המפותחות. עוד עולה כי היתרון היחסי של ישראל ביצוא של שירותי טכנולוגיה עילית גבוה יותר מיתרונה היחסי ביצוא של מוצרי טכנולוגיה עילית - כנראה הודות לשיעור גבוה של הון אנושי (המיוצג כאן על ידי התמורה לעבודה) אשר נחוץ בתהליך הייצור של שירותים יותר מאשר בייצור מוצרים.

מדד ליתרון יחסי נגלה (Revealed Comparative Advantage index)

הייצור במשק הישראלי מוטה כלפי טכנולוגיה עילית. הדבר מתבטא בפרמטרים שונים כגון ההשקעה והייצור של חברות טכנולוגיה עילית בין-לאומיות¹ בישראל, הצמיחה בשנים האחרונות, המובלת על ידי היצוא של טכנולוגיה עילית, אך גם חשיפת יתר של המשק הישראלי, בתחילת העשור למשבר, שמקורו בענף הטכנולוגיה העילית. לא היה, עד כה, מדד אחיד וסימטרי ליתרון יחסי זה. מדד המאפשר לבחון את דירוגה הבין-לאומי של ישראל ואת התפתחותו במשך השנים מבחינת יתרון יחסי זה, או לבדוק את השפעותיה של מדיניות ממשלתית עליו. הדרך המקובלת בעולם

¹ כדוגמת חברת המעבדים הגדולה בעולם אשר הקימה בישראל את המפעל הראשון שלה שמוחוץ לגבולות ארה"ב, וצפויה להעביר לישראל בשנה הבאה חלק מרכזי של ייצור המעבד החדש שלה.

לכימות היתרון היחסי הוצעה לראשונה על ידי בלה בלסה (1965) והיא משמשת כיום ב-OECD לבחינת היתרון היחסי במוצרים ספציפיים. המדד, המפורסם באתר הארגון, ומכונה מדד ל"יתרון יחסי נגלה" בוחן את היחס בין שיעורו של המוצר ביצוא של מדינה לבין שיעורו הממוצע ביצוא של מדינות OECD. ערך גבוה מאחת יצביע על יתרון יחסי נגלה של אותה מדינה, וערך קטן מאחת - על חיסרון יחסי נגלה.

להלן נבדוק בעזרת מדד זה, אם שיעור היצוא של מוצרי טכנולוגיה עילית בסך היצוא הישראלי אכן גבוה מן הממוצע במדינות OECD, וכן נבחן את ההתפתחות המדד לאורך השנים.² לצורך הבדיקה נבחנו נתוני היצוא של מדינות OECD וישראל בפירוט של 6 ספרות.³ כל מוצר סווג על פי קטגוריית העצמות הטכנולוגית שלו (עילית, מעורבת-עילית, מעורבת-מסורתית ומסורתית) בהתאם להגדרות OECD.⁴ סיווג המוצרים על בסיס הקטגוריות הוא על בסיס שיעור ההוצאה על מחקר ופיתוח בסך הערך המוסף של המוצר (או מסך התפוקה). השירותים סווגו לפי הקטגוריות על בסיס פרסום⁵ של ארגון EUROSTAT. השירותים המסווגים כשירותים עתירי ידע הם שירותי מחקר ופיתוח, שירותי טכנולוגיית מידע ושירותי תקשורת. לאחר מכן נערכה סכימה של המוצרים והשירותים על בסיס העצמות, וחושב המשקל של כל קבוצת עצמות בסך היצוא של כל מדינה. היחס בין משקל זה של כל מדינה למשקל הממוצע במדינות OECD מוצג באיור 1 לשנים 2001 ו-2006, וסדר המדינות הוא על פי היתרון היחסי הנגלה ביצוא מוצרי טכנולוגיה עילית בשנת 2006.

ישראל ממוקמת במקום השני ב-OECD לאחר אירלנד, ומשקל היצוא המסווג כטכנולוגיה עילית בסך היצוא הישראלי הוא כפול מן הממוצע במדינות המפותחות. על אף מיתאם⁶ מסוים בין רמת החיים במדינה למידרג ההובלה בתחום הטכנולוגיה העילית, הקשר אינו חד-חד ערכי: ישנן מדינות בעלות תוצר-לנפש גבוה יחסית הממוקמות בחלק התחתון של האיור (שווייץ, נורווגיה) ומדינות בעלות תוצר-לנפש נמוך יחסית הממוקמות בחלק העליון (הונגריה, קוריאה). ניתן לראות כי ישראל שיפרה את מעמדה היחסי ביצוא הטכנולוגיה העילית. משמעות הדבר שגידול שיעור ייצוא הטכנולוגיה העילית של ישראל היה מהיר מזה של המדינות המפותחות. אירלנד הממוקמת במקום הראשון, צמצמה את הפער שהיה בינה לבין שאר המדינות בתחילת העשור, אך היא עדיין מובילה בתחום.

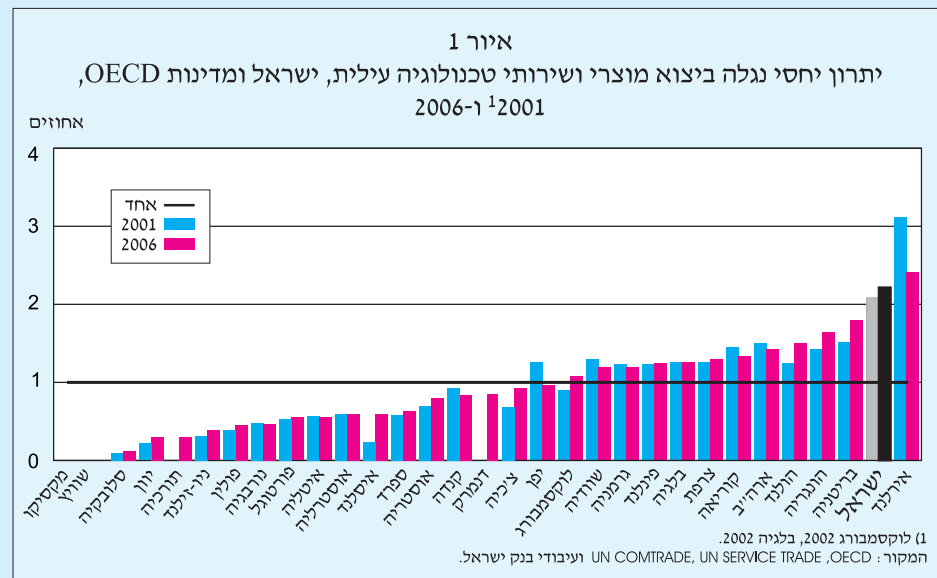
² הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה מפרסמת את נתוני היצוא הישראלי לפי העצמות הטכנולוגיות. בבדיקה הנוכחית נעשה שימוש בנתוני האו"ם כדי לאפשר סווג לפי עצמויות ברזולוציה גבוהה יותר ועל בסיס נתונים אחידים לכל המדינות. נציין כי היתרון היחסי של ישראל על בסיס נתוני הלמ"ס מתקבל גבוה יותר, אך לא משנה את מקומה של ישראל במדרג.

³ הסיווג נעשה על פי שיטת ה-HS96. נתוני הסחר נלקחו ממאגר נתוני הסחר במוצרים של האו"ם - UN comtrade online - נתוני הסחר בשירותים של האו"ם - UN servicetrade online; ונתוני הסחר בשירותים של OECD.

⁴ OECD (2001), *Classification of Manufacturing Industries Based on Technology, OECD Science, Technology and Industry Scoreboard: Towards a Knowledge-base Economy Science and Innovation*, annex I, pp. 137-140.

⁵ Eurostat (2008) *High-tech knowledge-intensive services - Issue number 18/2008, Statistics in focus*.

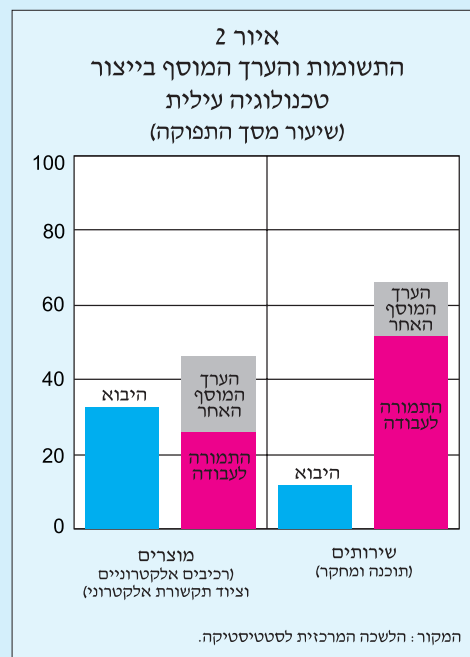
⁶ המיתאם נבחן ונמצא לא מובהק.



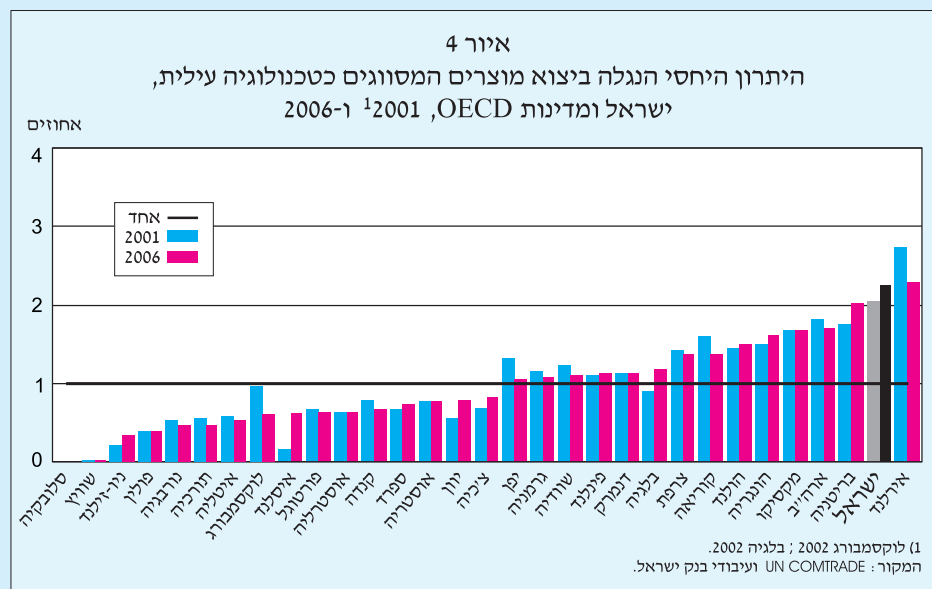
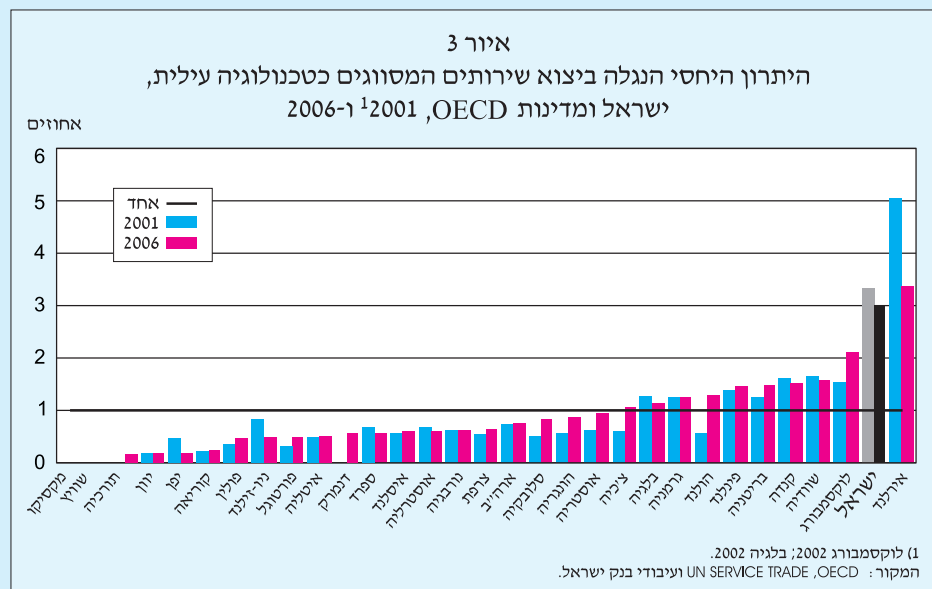
מוצרי טכנולוגיה עילית ושירותים עתירי ידע

במדד שהוצג להלן אין הבחנה בין מוצרי טכנולוגיה עילית לשירותי טכנולוגיה עילית. הבחנה זו נחוצה מפני שוני של תהליך הייצור במגזרים אלה, בפרט כשדנים במוצרים ושירותים המסווגים כטכנולוגיה עילית. בחינת הרכב התשומות באיור 2 מצביעה

על שיעור גבוה של תשומות סחירות (מיובאות) בתהליך הייצור של מוצרי טכנולוגיה עילית (רכיבים אלקטרוניים וציוד תקשורת אלקטרוני) לעומת התהליך המקביל בייצור שירותי טכנולוגיה עילית (תוכנה ומחקר). כנגד זאת, שיעור התמורה לעבודה בייצור שירותי טכנולוגיה עילית גבוה מאשר בייצור מוצרי טכנולוגיה עילית. מאחר שמוצרי ביניים מיובאים הם סחירים יותר מעבודה ומהון אנושי, נצפה לראות שההתמחות בייצור שירותי טכנולוגיה עילית גדולה יותר והפערים בין המדינות גבוהים יותר; תהליך הייצור במוצרים הוא אפוא סחיר יותר. נוסף על כך נצפה לראות מיתאם גבוה יותר בין היתרון היחסי הנגלה ביצוא שירותי טכנולוגיה עילית לבין רמת החיים (הנאמדת כאן כתוצר-לנפש).



באיוורים הבאים מוצג המדד עבור מוצרים ושירותים בנפרד. בחינת היתרון היחסי הנגלה בנפרד אכן מעלה כי ההבדלים בין מדינות בייצור שירותים גבוהים יותר מאשר בייצור מוצרים. נוסף על כך, הקשר בין היתרון היחסי בשירותי טכנולוגיה עילית לרמת החיים במדינה נמצא מובהק, לעומת קשר לא מובהק בין היתרון היחסי במוצרי טכנולוגיה עילית לרמת החיים. התפתחות מעניינת נוספת נוגעת לירידת היתרון היחסי בייצור שירותי טכנולוגיה עילית של ישראל ואירלנד⁷, המובילות בתחום זה



⁷ הירידה הדרמטית באירלנד התרחשה בשנת 2003, עם העלייה בהולנד, ומאז המדד יציב יחסית.

לאורך כל התקופה הנבחנת. הירידה בישראל קשורה לעליית שיעור יצוא התיירות בסך יצוא השירותים, לאחר הירידה הדרמטית בעקבות האינתיפאדה בתחילת העשור. לאחר התחשבות בגורם זה ניכרת יציבות של היתרון היחסי ביצוא שירותי טכנולוגיה עילית. היצוא של חברות-הזנק נרשם בישראל כיצוא של שירותי מחקר ופיתוח; נציין כי גם לאחר הורדת יצוא זה מהנתונים בישראל⁸, היתרון היחסי של ישראל בטכנולוגיה עילית נשמר.

⁸ אין בדינו נתונים על יצוא חברות ההזנק בעולם.

ד. היבוא

בחינה של יבוא הסחורות הכמותי (למעט אניות, מטוסים, יהלומים ודלק) בשנת 2008 מעלה כי בממוצע הוא היה גבוה בכ-6.5 אחוזים (לוח ז'5) ממקבילו אשתקד. לעומת זאת נותר היבוא במהלך שלושת הרביעים הראשונים של 2008 קבוע, ברמה הגבוהה של סוף השנה הקודמת, ואף ירד משמעותית בסוף השנה, עם החרפת המשבר. מספר כוחות עמדו ברקע להתפתחות היבוא לאורך במהלך השנה: מחד גיסא, ירידת ההכנסה השוטפת יחד עם פגיעה בתיק הנכסים של הציבור בעטיה גרמו לירידת קצב גידולו של היבוא ביחס לשנה הקודמת; מאידך, העלייה של המחירים המקומיים ביחס למחירי היבוא (לוח ז'6), שניתן לראות את ביטוייה גם בייסוף של שער החליפין הריאלי, הביאה למעבר ממוצרים מקומיים למיובאים (השפעת תחלופה¹⁵), כך שרמת היבוא נותרה גבוהה. השפעת התחלופה פעלה גם בשנה הקודמת, אך אז צלו של המשבר היה עמום יותר, ולכן קצב הגידול של היבוא היה גבוה יותר. כיוון שהשלכות המשבר היו עמומות, הכמות לא הצטמצמה. רק ברביע האחרון, עם החרפת המשבר, ירד סך יבוא הסחורות והשירותים בכ-15 אחוזים. ירידת מחיריהן של הסחורות בעולם החלה עוד ברביע השלישי, לאחר שהם הגיעו לשיא, אך הירידה הכמותית ביבוא הסחורות לישראל התרחשה, כאמור, רק לקראת סוף הרביע האחרון.

את גידול היבוא השנה לעומת השנה הקודמת הובילו גידול היבוא של מוצרים לצריכה שוטפת ונכסי השקעה, תוצאת ירידה של מחיריהם היחסיים. לעומתם היבוא של תשומות לייצור קשיח יותר למחירים. גידול היבוא של מוצרים בני-קיימא לצריכה הואט השנה, על אף ירידה של מחירו היחסי, משום שגמישותו להכנסה, אשר ירדה בעטיו של המשבר, גבוהה מזו של המוצרים לצריכה שוטפת. ההאטה ביבוא בני-הקיימא החלה עוד לפני המשבר עצמו עם הציפייה לו.

¹⁵ בהנחה שעליית המחירים המקומיים הייתה מהירה מזו של מחירי חו"ל, והתבטאה גם בשכרם של הפרטים - פעלה גם השפעת הכנסה לגידולה של הצריכה מיבוא.

לוח ז'-5

יבוא הסחורות והשירותים, 2000 עד 2008

שיעור השינוי הכמותי (אחוזים)				2008		
2008	2007	2003-2006	2002-2001	מיליארדי דולרים	ההתפלגות (אחוזים)	
4.1	11.7	4.4	-3.2	84.2	100.0	הסחורות והשירותים
6.6	13.6	5.1	-4.0	75.4	89.5	הסחורות והשירותים ללא יהלומים
1.3	9.6	3.5	-3.2	64.3	76.4	הסחורות
5.0	12.8	4.8	-4.9	42.6	50.6	הסחורות למעט דלק ויהלומים
9.5	20.9	3.7	-1.3	8.1	9.6	מוצרי הצריכה
12.5	13.2	4.7	5.0	4.9	5.9	צריכה שוטפת
4.9	33.7	2.2	-9.0	3.2	3.8	בני קיימא
2.0	6.5	4.4	-6.3	24.1	28.6	תשומות לייצור ¹
11.7	25.1	4.5	-3.6	10.6	12.5	נכסי השקעה
1.2	5.5	1.3	-1.0	12.8	15.3	דלק
-15.5	-1.2	0.2	2.1	8.8	10.5	יהלומים
10.7	16.9	6.7	-3.2	19.9	23.6	השירותים ²

(1) ללא דלק ויהלומים.

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

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח ז'-6

השינוי במחיר היחסי של יבוא הסחורות, 2001 עד 2008 (אחוזים)

2008	2007	2006-2003	2002-2001	
-8.7	-7.8	0.9	3.0	מחירי יבוא מוצרי צריכה ביחס למדד המחירים לצרכן
-7.5	-6.7	1.2	1.6	מחירי יבוא מוצרי צריכה שוטפת ביחס למדד המחירים לצרכן
-9.8	-9.8	0.7	4.5	מחירי יבוא מוצרים בני קיימא ביחס למדד המחירים לצרכן
-12.0	-4.2	-1.3	5.2	מחירי יבוא נכסי השקעה ביחס למחירי התוצר
-5.1	0.6	-1.6	4.3	מחירי יבוא חומרי גלם (ללא דלק ויהלומים) ביחס למחירי התוצר
-1.5	-4.0	21.1	-0.3	מחירי יבוא חומרי גלם (ללא דלק ויהלומים) ביחס למחירי היצוא
23.5	4.4	-2.2	-0.3	מחירי דלק ביחס למחירי התוצר

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

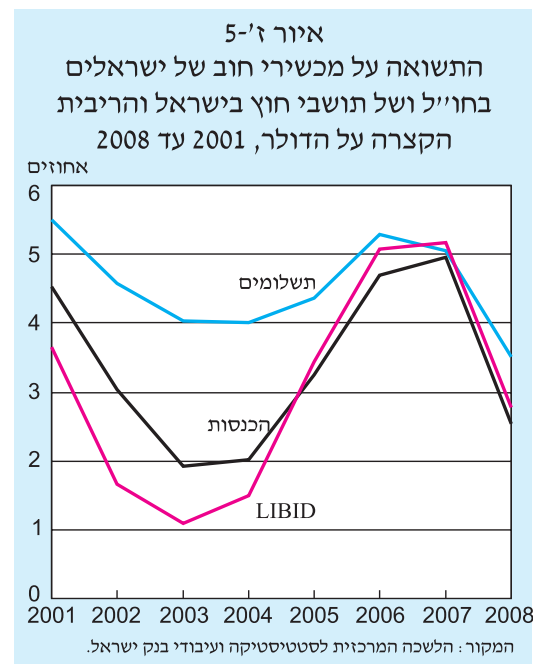
קצב גידולו של יבוא התשומות לייצור הואט השנה לעומת שנות הצמיחה האחרונות, בהשפעת ההאטה במשק, וזאת על אף ירידה של מחירו היחסי. גידולו של רכיב זה מאופיין ביציבות יחסית לאורך השנים. זו מבטאת את קשיחותו של יבוא התשומות להתפתחות המחירים, מפני העדר תחליפים בארץ, אך גם מפני שחלק ניכר ממנו מיועד לייצור לצורך יצוא¹⁶, ושינוי במחירים העולמיים יפעל גם לשינוי הפדיון מיצוא. העובדה שעליית מחיריהם של חומרי הגלם הייתה איטית מזו של מחירי היצוא התבטאה בשיפור בתנאי הסחר (ללא דלק) של ישראל.

ה. חשבון ההכנסות וההעברות החד-צדדיות

הגירעון בחשבון ההכנסות הסתכם בכ-3.2 מיליארדי דולרים לאחר שנתיים שבהם הוא היה מאוזן. הגירעון השנה הוא תוצאת עלייה בתשלומים עבור עבודת שכירים נטו, עם גידול מספר העובדים הזרים, וירידה של 2 מיליארד בהכנסות נטו מהשקעות של ישראלים בחו"ל. ההרעה בהכנסות נטו מהשקעות הושפעה מהמשבר הפיננסי ומירידת הריביות בחו"ל, התורמת להקטנת ההכנסות (איור ז'-5). חלק ניכר מהשקעותיהם של תושבי ישראל בנכסי חוב בחו"ל הוא השקעות בריבית לטווח קצר ובינוני. לעומת זאת חלק גדול מהשקעותיהם של תושבי חו"ל בארץ הוא באיגרות חוב ממשלתיות בריבית לטווח ארוך. לכן, הכנסתם נטו של תושבי ישראל מהשקעות רגישה יותר לשינויים בריבית קצרת הטווח.

המשבר הכלכלי הביא השנה לירידת ריביות, ועל כן הכנסותיהם של תושבי ישראל ירדו יותר מאשר התשלומים לתושבי חו"ל, דבר שהביא לירידה בהכנסה נטו מהון.

העודף בחשבון ההעברות השוטפות גדל השנה בכ-1.3 מיליארד דולרים. גידול זה קיזז מן ההתפתחויות במאזן המסחרי ובחשבון ההכנסות. מן העיתונות ניתן ללמוד כי הונאת הענק בשוק ההון האמריקאי בשלהי המשבר והמשבר עצמו הביאו לאחרונה לעצירה של זרם ההעברות לפרטים בישראל. ההעברות לפרטים עומדות על כ-4.5 מיליארדי דולרים - כ-35 אחוזים מסך התקבולים השוטפים בחשבון זה.



¹⁶ היבוא מהווה כ-34 אחוזים מסך התשומות בייצור התעשייתי, לעומת 44 אחוזים מסך התשומות ביצוא.

3. החשבון הפיננסי

א. ההתפתחויות העיקריות

המשבר הפיננסי העולמי ניכר היטב בחשבון הפיננסי: זרם ההשקעות של תושבי חוץ בישראל פחת, וכך גם זרם ההשקעות של ישראלים בחו"ל - בניגוד למגמות ארוכות הטווח שהונעו על ידי תהליכי הליברליזציה והגלובליזציה. במיוחד בלטו השנה המימוש בתיק ניירות הערך למסחר (פורטפוליו) של ישראלים בחו"ל ושל זרים בישראל ברביעים הראשון והשלישי, שבהם החריף המשבר הפיננסי בעולם. עם זאת, זרם ההשקעות הישירות של זרים בישראל ושל ישראלים בחו"ל לא פחת השנה. בחינת ההשקעות הישירות בעולם ובישראל בעשור האחרון מלמדת שהן מושפעות מאוד ממחזור העסקים, ולכן התפתחותן השנה הפגיעה לטובה. סיבות אפשריות ליציבות היחסית של ההשקעות הישירות השנה הן היותן מתואמות עם הפעילות הריאלית, שצנחה רק בסוף השנה, ולא עם הפעילות הפיננסית, וכן פיגור מסוים בעיתוי הרישום: הואיל וההשקעות הישירות נרשמות על בסיס מזומן, חלק מהעסקאות שנרשמו השנה נחתמו אשתקד¹⁷.

מאז הנטו בתיק למסחר מצביע על יבוא הון נטו גדול ברביע הראשון של השנה, שדעך ברביע השני והפך ליצוא הון נטו ברביע השלישי. התפתחות זו שיקפה במידה מסוימת תמורה בהערכות המשקיעים לגבי השפעת המשבר העולמי על המשק הישראלי: ההערכה ששררה בתחילת השנה, כי המשק המקומי חסין למשבר העולמי, בדומה למשק המתעוררים, החלה להתפוגג בסוף השנה. תמורה זו באה לידי ביטוי לא רק בתנועות ההון נטו אלא גם בשער החליפין האפקטיבי של השקל ובמדדי המניות הישראליות: ההערכות האופטימיות במחצית הראשונה של השנה פעלו להתחזקות המטבע המקומי ולעלייה של מדד המניות המקומי ביחס לאלו של המדינות המפותחות (תוך ירידה גדולה בשניהם); בשלהי שנת 2008 גבר החשש שהמשק המקומי ייפגע במידה ניכרת מהמשבר העולמי, וחשש זה פעל לפיחות שער החליפין ולירידה של מדד המניות המקומי ביחס למדד המניות של המדינות המתפתחות.

החלטת בנק ישראל להגדיל את יתרות המט"ח שברשותו, על רקע הייסוף בשער החליפין של השקל והחשש מההשפעות שליליות של המשבר העולמי על המשק פעלה לחיזוק היציבות הפיננסית ולפיחות השקל. השוואה בין-לאומית של יתרות המט"ח של בנקים מרכזיים מלמדת שהיתרות של ישראל בסוף שנת 2007 לא היו גבוהות בהשוואה למדינות הדומות לישראל ברמת סיכונן. הגדלת יתרות המט"ח של בנק ישראל השנה הגדילה במידה ניכרת את עודף נכסי החוב של המשק לטווח קצר - גידול המשפר את יכולתו של המשק להתמודד עם קשיי נזילות, העלולים להיווצר בתקופות משבר.

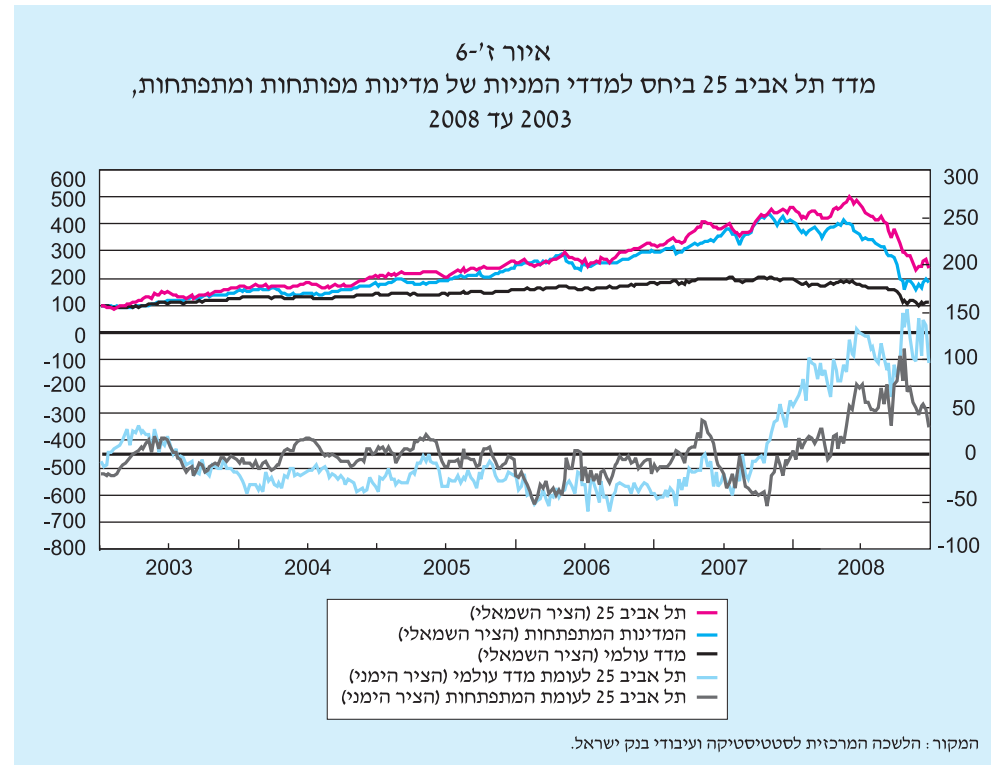
בצל המשבר העולמי פחתו השנה זרמי ההשקעות הפיננסיות מישראל ואליה, אך זרם ההשקעות הישירות נותר יציב למדי.

ההערכה כי המשק המקומי חסין למשבר העולמי, בדומה למשקים המתעוררים, באה לידי ביטוי בהתגברות תנועות ההון נטו למשק במחצית הראשונה של השנה, בהתחזקות המטבע המקומי ובעלייה של מדד המניות המקומי ביחס לאלו של המדינות המפותחות.

¹⁷ השונות בין השנים בהיקף ההשקעות הישירות רבה, משום שהיקפן מושפע ממספר קטן של עסקאות גדולות (בעיקר בשנת 2006). לכן המיתאם בינן לבין ההתפתחויות הכלכליות איננו רב.

ב. תנועות ההון על רקע המשבר העולמי

ההתפתחויות בשוקי ההון עד לחודשים ספטמבר-אוקטובר שיקפו ציפיות של המשקיעים - ישראלים וזרים כאחד - כי פגיעתו של המשבר העולמי בישראל תהיה מתונה יחסית לפגיעה במדינות אחרות. הערכה זו השתקפה בהתחזקות של שער החליפין הנומינלי והריאלי ושל מדדי המניות: שער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל - השער ביחס



ההתפתחויות בשוקי
ההון בשלושת הרבעים
הראשונים של השנה
ביטאו ציפיות שפגיעתו
של המשבר העולמי
בישראל תהיה מתונה
יחסית לפגיעה במדינות
אחרות.

לסל המטבעות של שותפות הסחר של ישראל - התחזק במהלך המחצית הראשונה של שנת 2008 ב-11 אחוזים; גם שער החליפין הריאלי של השקל התחזק ביחס לשותפות הסחר¹⁸. מדדי המניות של הבורסה המקומית השיגו תשואה עודפת משמעותית ביחס למדדי מניות במדינות המפותחות ותשואה עודפת מסוימת ביחס למדינות המתעוררות, שאף הן נתפסו בתחילת המשבר כחסניות יחסית.

באיור ז'-6 מוצגת התפתחותו של מדד תל-אביב 25 ביחס למדד המניות של המדינות המפותחות וביחס לזה של המדינות המתפתחות. אמדנו את הפער בין השינוי במדד תל-אביב 25 בפועל ובין השינוי החזוי. השינוי החזוי נאמד באמצעות הקשרים הסטטיסטיים (רגרסיות לוגריתמיות) בין מדד תל-אביב 25 למדדי המדינות המפותחות/המתפתחות. נמצא

¹⁸ ראו תיבה ב'-2, המסבירה את השינויים בשער החליפין הריאלי בטווחים הארוך והקצר. מרבית ההתחזקות של שער החליפין הריאלי השנה אינה מוסברת בהתפתחויות במשק בעבר ובהווה, וחלקה משקף שינויים צפויים בעתיד.

שביצועי מדד המניות של ישראל מאז אמצע 2007 ועד סוף שנת 2008 היו טובים מהחזוי על פי ההתפתחויות במדד המניות של המדינות המפותחות ועל פי המיתאם שהיה בינו לבין המדד הישראלי בעבר. תופעה זו איננה ייחודית למדד הישראלי; היא נצפתה באותו הזמן גם במדד המדינות המתפתחות. מתחילת המשבר הפיננסי השיג מדד המניות של המדינות המתפתחות תשואה עודפת ניכרת ביחס לזה של המדינות המפותחות, שעמדו כידוע במוקד המשבר. מדד המניות הישראלי ומדד המדינות המתפתחות מתואמים מאוד בעשור האחרון, אך בין מאי 2008 לאוקטובר 2008 היו ביצועי המדד הישראלי עדיפים אפילו ביחס למדד המדינות המתפתחות; מאז אוקטובר ירד המדד הישראלי ירידה תלולה, ורמתו התכנסה בסוף שנת 2008 לזו של מדד המדינות המפותחות. (הסטייה המצטברת של המדד הישראלי שבה לרמתה הממוצעת, סביב אפס.) הסטייה של המדד הישראלי ביחס לשני המדדים האחרים (להלן תשואת היתר) היא חריגה בעוצמתה ביחס לסטיות בעשור האחרון.

החשבון הפיננסי הצביע על המשך זרם ההשקעות של זרים בישראל במחצית הראשונה של השנה, בעוד שההשקעות הזרות במשקים המתעוררים פחתו¹⁹. התפתחויות אלו, לצד התשואה העודפת של מדדי המניות בישראל והתחזקות השקל, מלמדות שהמשקיעים הזרים והישראלים ראו את המשק הישראלי כעמיד יחסית להשפעת המשבר העולמי. מה שהניע את פעולות המשקיעים היה ההנחה שהמערכת הפיננסית בישראל זהירה ושמרנית, והפיקוח על המערכת הבנקאית הדוק (ואם כן היא לא נחשפה להשקעה בנכסים שהתגלו כרעילים); לאמון המשקיעים במשק תרמו גם הצמיחה המהירה של התוצר והיצוא במחצית הראשונה של השנה, העודף בחשבון השוטר, הגירעון הפיסקלי הנמוך והסבירות הנמוכה לבועה בשוק הדיור.

מאז אוקטובר ניכר שינוי בציפיות המשקיעים: הציפיות הפכו שליליות יותר, והדבר ניכר בירידת התשואה העודפת של מדד תל-אביב 25 ביחס למדדים של המדינות המפותחות והמתפתחות ובפיחות של 5 אחוזים בשער השקל כנגד שער החליפין המשוקלל לפי שותפות הסחר (אוקטובר לעומת דצמבר²⁰). תופעה בולטת נוספת, שהחלה עוד בחודש יולי, היא מימוש משמעותי של המשקיעים הזרים בתיק ניירות הערך למסחר בישראל²¹ (איור ז'-7), אשר פירושו רכישות של ישראלים מזרים²². חשוב להדגיש כי תופעה זו אינה נובעת בהכרח מן ההרעה בציפיות לגבי התפתחות הכלכלה המקומית. זאת משום שגם הישראלים עדכנו את ציפיותיהם בגלל ההרעה בכלכלה העולמית, ולכן, מן הסתם, הזרים התקשו למצוא קונים ישראלים לנכסיהם. הסבר אפשרי אחד לרכישות של ישראלים מזרים הוא שבזמן המשבר התגברה ההטיה של משקיעים מקומיים להשקיע חלק ניכר מהונם במשק המקומי (הטיית הביתיות - home bias - המאפיינת משקיעים באשר הם). הסבר שונה מעט לתופעה הוא שילוב של מצוקת נזילות חמורה יותר של המשקיעים הזרים (ביחס למשקיעים הישראלים), שהניעה אותם לממש נכסים בכל מקום שניתן, יחד עם

מדדי המניות השיגו תשואה עודפת ביחס למדדי מניות במדינות המפותחות, ואפילו ביחס לאלה של המדינות המתעוררות, שאף הן נתפסו בתחילת המשבר כחסינות יחסית.

מימוש משמעותי של השקעות זרות במחצית השנייה של השנה אינו מעיד על הרעה בציפיות לגבי התפתחות הכלכלה המקומית.

¹⁹ להוציא את החודשים אפריל ומאי, שבהם הייתה הקלה במשבר, וההשקעות הזרות בשווקים המתעוררים גדלו.

²⁰ הפחתת הריבית עשויה להסביר חלק מהפיחות, אך לא את ירידת התשואה העודפת של מדד תל-אביב 25.

²¹ זאת כאשר מנטרלים את ההשפעה של עסקה גדולה שעשתה חברת תרופות ישראלית עם חברה זרה, עסקה בהיקף של 3.1 מיליארד דולרים (בחודש דצמבר) שנרשמה כהשקעה בתיק ניירות הערך של זרים בישראל.

²² תשואת היתר בבורסה הגיעה לשיאה במחצית השנייה של אוקטובר וירדה מאז. המימושים של זרים בבורסה החלו עוד ביולי והגיעו לשיאם באוקטובר.

הנטייה של משקיעים ישראלים שברשותם נכסים נזילים להשקיע חלק ניכר מהם במשק המקומי²³. ייתכן גם שעליית ההחזקות של ישראלים במניות בבורסה המקומית לא שיקפה כלל את רצון הפרטים אלא את רצונם של חלק מהגופים המוסדיים, ובהם קרנות הפנסיה, לנצל את המשבר, שבעטיו ירדו שערי המניות, להגדלת החזקותיהם בהן. מכל מקום, התוצאה של מימושי הזרים היא קטיעה, ולו זמנית, של מגמת הגידול בפיזור הסיכונים של המשק. למרות המשבר חשוב להבהיר שמגמת הגידול של פיזור הסיכונים היא תופעה



מבורכת, המאפשרת למשק להתמחות בייצור מוצרים שבהם יש לו יתרון יחסי, ומקטינה את פגיעותו לזעזועים מקומיים.

בחינת ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל בתיק ניירות הערך מגלה שקרנות הפנסיה הוותיקות²⁴ הגדילו את החזקותיהם במניות לאורך כל השנה ובהיקפים גדולים בהרבה מאשר בעבר. כך, למשל, הן רכשו ברביע השלישי, שבו החריף המשבר, ניירות ערך זרים בהיקף של 0.9 מיליארד דולרים (סכום הגבוה בשישים אחוזים מסך הרכישות שלהן בשנת 2007 כולה). לעומתן מימשו משקי הבית השקעות במניות ובאיגרות חוב, בעיקר בעת החרפתו של המשבר בשווקים (ברביע הראשון והשלישי). הגופים המוסדיים ראו במשבר העולמי הזדמנות, והגדילו את החזקתם במניות בחו"ל, בזמן שפרמיית הסיכון עלתה מאוד - התנהגות שאינה תואמת את העדפות החוסכים בקרנות הוותיקות, שגילם הממוצע הגבוה דבר מחייב את שלוחיהם למשנה זהירות. התנהגות דומה של הגופים המוסדיים עומדת ככל הנראה גם מאחורי העלייה המשמעותית במשקל ההשקעות של

הגופים המוסדיים
ראו במשבר העולמי
הזדמנות, והגדילו את
החזקתם במניות בזמן
שפרמיית הסיכון עלתה
מאוד - התנהגות שאינה
תואמת את העדפות
החוסכים בקרנות
הוותיקות.

²³ בשל משבר הנזילות בעולם נהנו הישראלים מנזילות משופרת (ביחס לתושבי חו"ל), ולכן הם היו צפויים להגדיל את השקעותיהם לא רק בישראל אלא גם במדינות אחרות. בפועל הם רכשו מניות ונכסים נוספים בעיקר בישראל, בשל הטיית הביתיות, וכך גדל חלקם בשוק ההון המקומי.

²⁴ הגופים המוסדיים הם קרנות הפנסיה, קופות הגמל, קרנות השתלמות ותוכניות הביטוח המשתתפות ברווחים. עיקר הרכישות היו של קרנות הפנסיה הוותיקות והחדשות, שהגדילו את החזקותיהן במניות 1.5- מיליארדי דולרים וב-0.3 מיליארד, בהתאמה.

לוח ז'-7

ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר (פורטפוליו) והשקעות אחרות

2008					2007	
IV	III	II	I	סך הכול		
ההשקעות של תושבי חו"ל בישראל						
680	-1,155	526	164	215	1,434	השקעות בתיק-למסחר (פורטפוליו)
2,716	446	-366	182	2,978	2,096	הון מניות בחו"ל
2,956	215	-23	189	3,338	1,349	מזה: הנפקת מניות ישראליות בחו"ל
-1,574	-1,244	746	475	-1,597	1,453	הון מניות בת"א
-258	-178	-125	-162	-723	-961	אג"ח סחירות ממשלתיות בחו"ל
-197	-143	-199	-145	-683	-1,277	מזה: הנפקת אג"ח ממשלתיות בחו"ל
-2	-33	868	165	998	-600	אג"ח סחירות פרטיות בחו"ל
-18	-8	917	180	1,071	-808	מזה: הנפקת אג"ח פרטיות בחו"ל
-206	-141	-609	-494	-1,450	-570	אג"ח סחירות ממשלתיות ומק"ם בת"א
4	-5	12	-2	9	16	אג"ח סחירות פרטיות בת"א
-2,229	417	-662	144	-2,331	3,279	השקעות אחרות בישראל
-1	-62	-266	4	-325	800	פיקדונות תושבי חוץ
298	289	-183	-203	201	245	פיקדונות של בנקים מחו"ל
-426	217	-486	-7	-703	507	הלוואות
-2,100	-27	272	350	-1,504	1,727	אשראי ספקים
ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל						
1,175	-176	1,371	-683	1,687	3,926	השקעות בתיק-למסחר (פורטפוליו)
398	419	973	-350	1,440	2,141	הון מניות
777	-595	398	-333	247	1,785	אג"ח סחירות
-8,338	-3,883	345	2,055	-9,820	8,084	השקעות אחרות בחו"ל
-631	139	1,687	-1,195	1	3,715	פיקדונות של תושבי ישראל בחו"ל
-5,215	-3,224	-2,255	1,775	-8,919	-934	פיקדונות של בנקים ישראלים
586	249	406	946	2,186	644	הלוואות
-2,628	-1,122	394	256	-3,100	3,284	אשראי לקוחות
-449	75	114	272	12	1,374	נכסים אחרים
6,410	5,368	2,185	210	14,172	-1,678	נכסי רזרבה
60	38	-21	88	164	-20	מכשירים נגזרים

המקור: החטיבה למידע ולסטטיסטיקה ועיבודי חטיבת המחקר בבנק ישראל.

בצל החשש ליציבותם של
הבנקים הזרים מימשו
בנקים ישראלים בהיקף
נרחב פיקדונות שהחזיקו
בבנקים זרים.

המשבר העולמי הקטין
מאוד את גיוסי ההון
והאשראי שפירמות
ישראליות נוטלות
מחו"ל.

תושבי ישראל בבורסה בתל אביב (והירידה במשקל ההשקעות של תושבי חוץ בה). משמע שבעת החרפתו של המשבר (בעיקר באוקטובר) מימשו הזרים החזקות במניות (בהיקף של כ-2 מיליארדי דולרים), והישראלים קנו אותן.

תופעה חריגה שהתרחשה השנה בצלו של המשבר הפיננסי העולמי היא יבוא הון ניכר של תושבי ישראל בסעיף "השקעות אחרות". עיקרו נבע ממימוש פיקדונות של בנקים ישראלים בחו"ל ברביעים השני והשלישי של השנה בהיקף של 5 מיליארדי דולרים (מימוש שנמשך גם באוקטובר ונובמבר). מימוש הפיקדונות של הבנקים שיקף בראש ובראשונה רצון להקטין את חשיפתם לבנקים זרים, שנתגלו בעת המשבר כמסוכנים. פיקדונות הבנקים הישראליים בחו"ל הלכו ותפחו בעשור האחרון (בזמן שפיקדונות הציבור במט"ח נותרו כמעט ללא שינוי), משום שירידת הביקוש של הציבור לאשראי במט"ח יצרה לבנקים הישראליים עודף מקורות במט"ח, ואותו הם העדיפו להשקיע בחו"ל²⁵. יבוא ההון הגדול של הבנקים השנה ביטא גם את רצונו של המגזר הפרטי הלא-בנקאי לממש פיקדונות מט"ח שברשותו (יבוא הון) ואת הצורך בהגדלת פיקדון הבנקים בבנק ישראל כגיבוי למערכת הסליקה הבין-בנקאית, החדשה, שבה התשלומים נסלקים בזמן אמת (RTGS).

המשבר העולמי ייבש כמעט לחלוטין את ערוצי גיוס ההון של הפירמות הישראליות בחו"ל והביא לירידה של היקפי האשראי. השנה הייתה הנפקת מניות אחת בלבד של חברה ישראלית בחו"ל (של חברת תרופות גדולה, ברביע הרביעי), וגם הגיוס באיגרות החוב של חברות נבע מהנפקה בודדת²⁶ (אף כי גדולה מאוד בהיקפה - של חברת החשמל). ברביע השלישי נפסקה מגמת הגידול של האשראי שספקים זרים נותנים לישראלים ושל האשראי שישראלים נותנים לזרים; זאת על רקע התגברות אי האמון בשווקים לגבי יכולת הפירעון והקושי של פירמות ליטול אשראי בעצמן. השנה, בניגוד לשנים קודמות, הקטין המשק הישראלי את כמות האשראי נטו שהוא נוטל מחו"ל: האשראי מישראלים לתושבי חו"ל גדל יותר מאשר סך האשראי שהישראלים מקבלים מהם. תופעה זו בלטה במיוחד ברביע הראשון של השנה, ואילו ברביע השלישי חזר המשק הישראלי והגדיל את האשראי נטו שהוא נוטל מחו"ל - התייחסות המעידה שבעיית האשראי לא פסחה על המשק הישראלי²⁷.

שני גורמים נוספים שהשפעתם על החשבון הפיננסי חשובה בכל שנה הם פערי הריביות והחשבון השוטף של מאזן התשלומים. הריבית על השקל נעה בשנת 2008 בטווח שבין הריבית הנמוכה על הדולר לריבית הגבוהה יותר על האירו. בתחילת השנה ובסופה נטתה הריבית לריבית הנמוכה יותר של הדולר, ובאמצע השנה היא דמתה לזו שבגוש האירו. (ראו דיון בפרק ג' וכן איור ג'-1). מאחר שפערי הריביות לא היו ניכרים או מתמשכים (ביחס לפערי הסיכון), השפעתם על שער החליפין ויבוא ההון הייתה קטנה יחסית. אשר לחשבון השוטף - מחד גיסא, הירידה בעודף בחשבון זה פעלה השנה להקטנת הביקוש של זרים להשקעות בישראל; מאידך, לנוכח המשבר, גברה, בעיני המשקיעים, החשיבות

²⁵ המאזן המשותף של התאגידים הבנקאיים במט"ח מלמד שבשנים 2002 עד 2006 גדל משקל הפיקדונות בבנקים זרים בסך הנכסים במט"ח (ב-33 נקודות אחוז), מ-15 מיליארדי דולרים ל-73 מיליארדים. במקביל ירד משקל האשראי במט"ח לציבור בסך הנכסים במט"ח בכ-30 נקודות אחוז.

²⁶ הממשלה לא נוקדה השנה לגיוסי הון גדולים, והיא העדיפה לגייס באמצעות הבונדס בלבד, ולא בשוק הון בחו"ל.

²⁷ לתיאור המשבר הפיננסי בעולם, ערוצי השפעתו על המשק ומצוקת האשראי של הפירמות ראו פרק ד'.

של עצם העודף בחשבון השוטף, דבר שפעל להגדלת ביקושם להשקעות בישראל. (ראו תיבה ב'-2).

ג. גידול יתרות מטבע החוץ של בנק ישראל

יתרות המט"ח הגיעו בסוף חודש דצמבר 2008 ל-41 מיליארדי דולרים, גידול של 13 מיליארדים לעומת סוף השנה הקודמת, וזאת בעיקר עקב רכישות המט"ח בהיקף של כ-12 מיליארדי דולרים. הגדלת יתרות המט"ח מעלה שתי שאלות מרכזיות - הראשונה בדבר השפעתה על שער החליפין והשנייה בדבר הגודל האופטימלי של היתרות. ההחלטה להגדיל את יתרות המט"ח התבססה על בחינה מעמיקה, שבה נמצא כי רמת היתרות נמוכה ביחס לשימושים האפשריים בהן על ידי הממשלה ובנק ישראל, וכן על פי מספר קריטריונים מקובלים נוספים, ובהם גודל החוב החיצוני, רמת היבוא, רמת התוצר וכמות הכסף²⁸.

גידולן של יתרות המט"ח מגדיל את הנכסים קצרי הטווח של המשק, שהם נזילים ונושאים ריבית נמוכה, אך מחייב הגדלה מקבילה של ההתחייבויות ארוכות טווח, שעלות גיוסן למשק גבוהה יותר. שמירה על רמת נזילות גבוהה מקטינה את הסיכון למשבר פיננסי במשק, ובתקופה המתאפיינת במשבר נזילות גלובלי ובמשבר אמון בשוקי ההון יש היגיון רב בהגדלת רמת הנזילות. כנגד זאת, הגדלת רמת הנזילות (באמצעות יתרות מט"ח) נושאת בחובה נטל ריאלי למשק, שכן הריבית שמתקבלת בעבור נכס קצר ובטוח נמוכה מן העלות של גיוס מקורות ארוכי טווח. אך חשוב להדגיש: אם גידול היתרות פועל לחיסון המשק ממשבר פיננסי, אזי עלות הגיוס של מקורות לטווח ארוך לא תעלה ואף תפחת.

השפעת רכישות המט"ח הגדולות של בנק ישראל על שער החליפין של השקל פעלה בעיקר דרך ערוץ האיתות, ולא בערוצים הישירים. במשטר של שער חליפין נידד שער השקל נקבע על פי הפער בין הריבית עליו (הנקבעת על ידי בנק ישראל) לריביות על מטבעות זרים (בעיקר הדולר והאירו) ועל פי הפער ברמת הסיכון בין השקל לאותם מטבעות²⁹. רכישות המט"ח לא השפיעו על פערי הריביות, לפחות לא מייד, וגם השפעתן על פרמיית הסיכון של השקל איננה ברורה: מחד גיסא, הגדלת יתרות המט"ח מלווה בהגדלת הנכסים השקליים בידי הציבור, דבר המגדיל את ההפסד שלו במקרה של פיחות (ולכן גורם לעלייה בפרמיית הסיכון); מאידך, יתרות המט"ח מגדילות את חופש הפעולה של הבנק המרכזי במקרה של משבר פיננסי³⁰, ובכך מקטינות את הסיכון לפיחות (ופעולות לירידה בפרמיית הסיכון). השפעה אפשרית נוספת על שער החליפין היא באמצעות איתות לגבי הריבית העתידית: הגדלת הרזרבות עשויה לאותת על אי שביעות רצונו של בנק ישראל מרמת שער החליפין ועל רצונו להפחית את הריבית במשק בעתיד, ועדכון ציפיות הציבור לגבי הריבית העתידית יחליש את השקל מייד. לכן, אחת הדרכים לבדוק אם גידולן של יתרות המט"ח פעל כאיתות היא חקר התגובה המיידית של שער החליפין על הצהרות בנק ישראל בדבר הגדלת היתרות³¹. מחקר כזה, שנערך בחטיבת המחקר של בנק ישראל³²,

גידולן של יתרות המט"ח
פעל לחיסון המשק
ממשבר פיננסי, במחיר
של הכבדה מסוימת בנטל
הריבית שהמשק משלם
לחוו"ל.

רכישות המט"ח הגדולות
של בנק ישראל פעלו
לפחות שער החליפין של
השקל בעיקר דרך ערוץ
האיתות.

²⁸ ראה ראו פירוט בדוחות של מחלקת מטבע חוץ לשנת 2007 ולשנת 2005.

²⁹ לשם הפשטות הנחנו כי גידולן של יתרות המט"ח מעוקר ואינו משפיע על כמות הכסף, וכי אין לו השפעה על הרכב תיק הנכסים של הציבור.

³⁰ לדוגמה: סיוע לבנק מסחרי שנקלע לקשיים עלול להצריך הזרמה של מטבע זר.

³¹ כמו כן נבדקה תגובת שער החליפין לפעולות של הבנק שהקדימו את הצהרותיו.

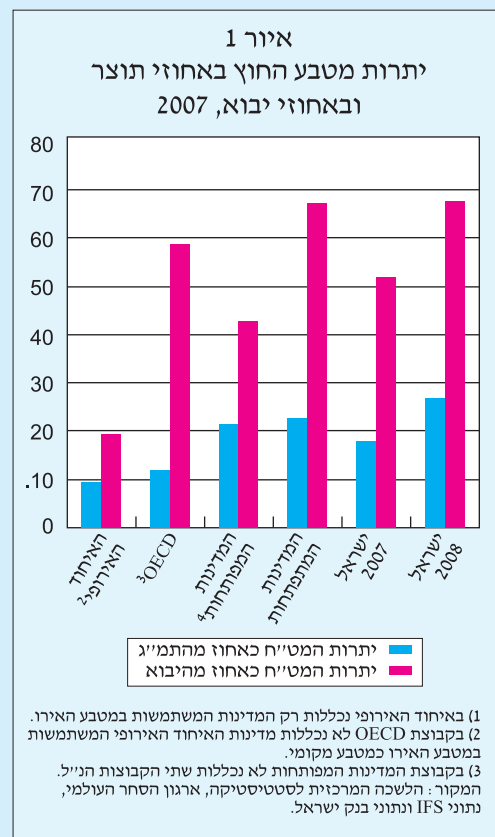
³² ינון גמרסני, דניאל נתן ורועי שטיין (2008), "בדיקת השפעת ההתערבות בשוק המט"ח", נייר פנימי בבנק ישראל. במחקר נמצא שלרכישות המט"ח הייתה השפעה משמעותית לפיחות השקל דרך האפקט המאזני ודרך ערוץ האיתות.

תיבה ז'-2: יתרות המט"ח של בנק ישראל - השוואה בין-לאומית

יתרות המט"ח של ישראל בסוף שנת 2008 היוו כ-20.5 אחוזים מהתוצר השנתי של המשק. השוואה בין-לאומית של יחס זה לשנת 2007 מלמדת שהיחס בישראל גבוה בהרבה מאשר במדינות המפותחות, אך נמוך מאשר במדינות המתפתחות והעניות (בסוף 2008). עם המדינות המחזיקות שיעור יתרות נמוך במיוחד נמנות מרבית המדינות מגוש האירופי¹, הפטרות מהצורך להגן על מטבע עצמאי, ומדינות בעלות מטבע עצמאי המתאפיינות ביציבות ובתוצר גבוה לנפש, כדוגמת קנדה ואוסטרליה². מכאן ניתן להסיק, כי הצורך ביתרות מט"ח גובר ככל שעולה סיכון המדינה, וכי רמתן הנוכחית של היתרות היא סבירה, בתנאי שרמת הסיכון של המשק הישראלי דומה לזו של המשקים המתפתחים. המשק הישראלי מתאפיין, מחד גיסא, בתוצר גבוה לנפש,

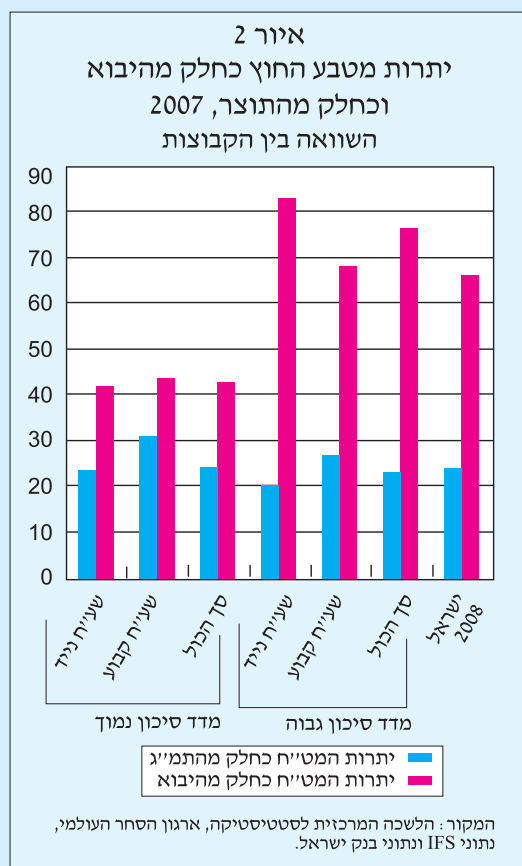
בעודף בחשבון השוּטף, בהעדר חוב חיצוני (נטו) ובשער חליפין נייד, ואלו מקטינים את רמת הסיכון של המשק; מאידך, יש בו גורמי סיכון ייחודיים, ובראשם המצב הביטחוני הנפיץ, ריכוז גבוה של היצוא בענפי הטכנולוגיה העילית ורמת סחירות (ונוזילות) נמוכה של השקל. גם המשבר הפיננסי עלול להגביר את הסיכון - אם החשיפה של המגזר הבנקאי למשבר תתגלה כגדולה ממה שסברו.

כדי לבחון את גורמי הסיכון של המשק הישראלי ביחס למשקים אחרים, וכן את ההשערה שיש מיתאם בין רמת הסיכון של מדינה לרמת היתרות, השתמשנו במדד סיכון אחיד למשקים שונים - פרמיית הסיכון על איגרות חוב של מדינות שונות, CDS, המודדות את הסיכון לאי החזר של חוב. המדגם כלל 31 מדינות, שבחלקן רמת הסיכון נמוכה ובחלקן היא גבוהה. בקבוצה המדינות הבטוחות נכללו



¹ גרמניה, צרפת, איטליה, ספרד, הולנד, בלגיה, אוסטרליה, פינלנד, יוון, אירלנד, פורטוגל. בשעת משבר מדינות אלו יכולות להסתייע ביתרות המט"ח של הבנק האירופי.

² אוסטרליה וניו-זילנד, שנהגו להחזיק יתרות מט"ח מועטות, נאלצו לבקש הלוואות מקרן המטבע הבין-לאומית כדי להתמודד עם גידול ניכר של יצוא ההון מהן.



יפן, גרמניה, צרפת, צ'כיה, ספרד, איטליה, פורטוגל, יוון, קרואטיה, פולין, צילה, מלזיה, סינגפור, בולגריה והונגריה. המדינות שרמת הסיכון שלהן גבוהה הן רוסיה, אוקרינה, קזחסטן, סרביה, סלובקיה רומניה, ברזיל, ארגנטינה, פנמה, אינדונזיה, טורקיה, מצרים, לבנון, מרוקו, טוניסיה, ודרום אפריקה. נמצא שיחס יתרות המט"ח לסך היבוא של קבוצת המדינות המסוכנות גבוה בהרבה מזה של המדינות הבטוחות, אף כי הפערים בין שתי הקבוצות ביתרות המט"ח כשיעור מהתוצר קטנים למדי (איור 2). ממצא נוסף הוא, שרמתן של יתרות המט"ח במדינות שאימצו משטר של שער חליפין נייד אינה נופלת מזו של מדינות שבהן שער החליפין קבוע. לממצא זה יש להתייחס בספקנות, משום שמספר המדינות בעלות שער החליפין הקבוע במדגם הוא קטן מאוד³, ומשום שידוע כי אימוץ

שער חליפין נייד מקטין מאוד את הסיכוי לשימוש ביתרות המט"ח. השוואה בין-לאומית מלמדת שהיקף יתרות המט"ח של ישראל בסוף שנת 2008 איננו חריג ביחס למדינות בעלות רמת סיכון דומה⁴. היקף היתרות של ישראל גבוה ב-25 אחוזים מהממוצע של המדינות הבטוחות, אך גם רמת הסיכון של ישראל (על פי מדד ה-CDS) (23) גבוהה יותר מהממוצע של מדינות אלו (16) וקרובה לטווח העליון שלהן (29). היקף היתרות של ישראל (במונחי יבוא) נמוך בהרבה מזה של המדינות המסוכנות, וכך גם רמת הסיכון של ישראל⁵.

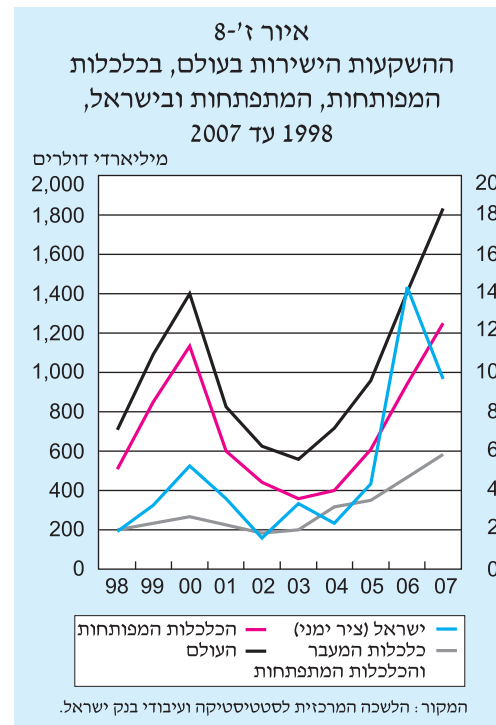
³ צ'כיה, קרואטיה, רוסיה, קזחסטן, אינדונזיה ומלזיה.

⁴ ראו השקעת יתרות מטבע החוץ, דין וחשבון 2007 מחלקת מטבע חוץ, בנק ישראל. המסמך מפרט את השיקולים להגדלת יתרות המט"ח של ישראל, ומוצא שהיתרות נמוכות הן בהשוואה למדינות אחרות, הן ביחס לצרכים (של הממשלה ושל בנק ישראל) והן ביחס לתועלות הנגזרות מיחס היתרות לחוב, לכמות הכסף ולתוצר.

⁵ מדד הסיכון הממוצע של המדינות המסוכנות הוא 126.64 (והציון הוא 87.8), והטווח הוא בין 37.4 ל-433.6.

מצא שערוץ האיתות אכן פעל: נרשם פיתוח מידי של שער החליפין במקרים שבהם בנק ישראל פעל השנה, או הצהיר שיפעל, בשוק המט"ח.

ההשקעות הישירות, שהושפעו בעבר ממחזורי העסקים הריאליים, לא ירדו השנה.



ד. ההשקעות הישירות

ההשקעות הישירות של זרים בישראל ושל ישראלים בחו"ל נמשכו השנה, ואף גברו ברביע השלישי שלה, שבו החריף המשבר הפיננסי. היקף ההשקעות הישירות בישראל מתואם עם היקפן בעולם, וההשקעות הישירות בעולם מתואמות מאוד עם מחזורי העסקים הריאליים בעולם³³ (איור ז'-8). לכן העובדה שההשקעות הישירות בישראל לא ירדו השנה מפתיעה לטובה. השנה הייתה עסקה אחת גדולה וחריגה ברביע הרביעי, אך גם בלעדי עסקה זו לא נרשמה ירידה של ממש בהשקעות הישירות. ייתכן שהיציבות היחסית של ההשקעות הישירות בישראל בשנת 2008 נובעת מהיותן מתואמות עם הפעילות

הריאלית (שנפגעה רק ברביע הרביעי של שנת 2008) ולא עם הפעילות הפיננסית; זאת משום שבמקרים רבים אלה השקעות משיקולים של טווח ארוך בין חברה אם לחברה בת, המושפעות פחות מהתנודות בשווקים. היציבות בהשקעות הישירות יכולה לשקף גם פיגור מסוים בעיתוי הרישום: השקעות אלו נרשמות על בסיס מזומן, ולכן חלק מהעסקאות שנרשמו השנה נחתמו אשתקד. מכל מקום, קרוב לוודאי שהשפעת המשבר לא תפסח על ההשקעות הישירות³⁴.

מפירוט של דיווחי הבנקים לבנק ישראל ניתן ללמוד על ההתפלגות הענפית של ההשקעות הישירות בישראל ועל מידת הריכוזיות שלהן. (ההתפלגויות חושבו ללא עסקה גדולה של חברת תרופות ישראלית). ההתפלגות הענפית של ההשקעות הישירות השנה ובשנים הקודמות מוטה לענפי הטכנולוגיה העילית, ובכך היא דומה להרכב היצוא של המשק יותר מאשר להרכב הייצור. השנה, כמחצית מההשקעות היו בענפי הטכנולוגיה העילית, 20 אחוזים בענפי התעשייה המסורתית, 20 אחוזים בענפי הכימיה והמתכת, ו-10 אחוזים בענפי השירותים המסורתיים. המשקל הגבוה יחסית של ההשקעות בענפי התעשייה המסורתית השנה נבע מרכישת חברה מסורתית גדולה. אשר לריכוזיות - זו הייתה השנה נמוכה ביחס לשנים קודמות: העסקה הגדולה ביותר היוותה כ-10 אחוזים מסך ההשקעות הישירות (עסקה שנחתמה אשתקד), ו-12 העסקאות הגדולות - קרוב ל-50

³³ ניתן להסביר את ההשקעות הישירות החריגות במשך בשנת 2006 בשתי עסקאות גדולות מאוד שהיו באותה שנה - השקעת "טבע" ב-IVAX ומכירת "ישקר".

³⁴ בניגוד לעבר, דיווחי העיתונים אינם מצביעים על צפי לרכישת חברות ישראליות ספציפיות בידי משקיעי חוץ בשנת 2009.

ההתפלגות הענפית של ההשקעות הישירות השנה ובשנים הקודמות מוטה לענפי הטכנולוגיה העילית.

אחוזים. הרוב הגדול של ההשקעות הזרות הישירות השנה, כמו בשנתיים הקודמות, היו בחברות שאינן נסחרות בבורסה.

ישנם מספר סוגים של השקעות ישירות: בקצה האחד עסקאות של העברת בעלות ממקומיים לזרים, שהשפעתן על הצבר ההון במשק קטנה, משקלן של השקעות אלו בשנתיים האחרונות הוא 70 אחוזים מההשקעות הישירות. (זה גם משקלן הממוצע בעשור האחרון.) בקצה השני - השקעות בעלות השפעה ישירה על הצבר ההון; בראשן השקעות במיזמים חדשים, ונמנות עמן גם השקעות בחברות הזנק, ברווחים צבורים ובהנפקות פרטיות. דוגמה בולטת למיזם חדש שהבשיל השנה היא הקמת המפעל של "אינטל" בקריית גת³⁵. מיזם זה הגדיל את מלאי ההון במשק ונושא בחובו ידע ייחודי, התורם ליכולות הייצור של ישראל. לעומת זאת, מרבית ההשקעות הישירות הן רכישות (מלאות או חלקיות) של חברות ישראליות, שאינן מתבטאות בגידול ישיר של הצבר ההון, ולעיתים אף כרוכות במעבר של ידע ייחודי שפיתחה החברה הישראלית לידי רוכשים זרים (במיוחד ברכישות של חברות הזנק). אך גם להשקעות זרות כאלה יש יתרונות לא מבוטלים: הן פותחות בפני החברות הנרכשות ערוצי שיווק ומימון חדשים ומאפשרות הטמעה של יכולות ארגוניות וניהוליות חדשות; גם השקעות שמהותן העברת בעלות על ידע נחשבות אפוא כתורמות להתפתחות המשק³⁶.

ההשקעות הזרות בחברות הזנק גדלו השנה בשיעור ניכר, ל-1.6 מיליארדי דולרים, וגידול נאה נרשם בין שתי המחציות. גם חברת IVC, המדווחת על גיוסי הון-סיכון של חברות ישראליות ממשקיעים זרים ומקומיים כאחד, מדווחת על גיוסי שיא של חברות הטכנולוגיה העילית. אך לצד גידולן של השקעות ההון-סיכון, בולטת ירידה של שיעור ההשקעה בחברות הנמצאות בשלב ההתחלתי של פעילותן (seed) - ל-4 אחוזים בלבד, לעומת 11 אחוזים אשתקד - על רקע המשבר הצפוי.

ההשקעות הישירות תורמות להגדלת הפריזון ומלאי ההון, ובכך הן תורמות להגדלת כושר הייצור של המשק.

ההשקעות הזרות בחברות הזנק גדלו השנה בשיעור ניכר, אך שיעור ההשקעה בחברות הנמצאות בשלב ההתחלתי של פעילותן ירד.

לוח ז'-8

ההשקעות הישירות של תושבי חו"ל בישראל ושל תושבי ישראל בחו"ל

2008						2007	סך הכול
IV	III	II	I				
1842	2,921	3,050	2,729	10,542	9,961	השקעות ישירות בישראל	
257	324	352	369	1,302	1,566	מזה: מקרקעין	
413	484	335	330	1,149	529	חברות הזנק	
3,706	1,525	1,000	1,489	7,719	6,782	השקעות ישירות בחו"ל	
3,763	906	271	611	5,551	2,932	מזה: באמצעות הבנקים בישראל	
4,128	690	1,140	1,655	7,613	4,759	הון מניות	
-422	835	-140	-166	107	2,024	הלוואות בעלים	

המקור: עיבודי בנק ישראל.

³⁵ ההשקעה במפעל החדש הסתכמה ב-3.5 מיליארדי דולרים.

³⁶ למעט מקרים שבהם עיקר הפעילות של החברה הנרכשת מוצאת מהארץ.

זרם ההשקעות של זרים בנדל"ן פחת השנה יחסית לאשתקד (לוח ז'-8), אך רמתו עדיין גבוהה - 1.3 מיליארדי דולרים. הסכום הכולל משקף מספר רב של עסקאות קטנות יחסית של רוכשי דירות בישראל, ולא מדובר ברכישות של חברות נדל"ן: העסקאות עד לגובה של 2 מיליוני דולרים היוו 56 אחוזים מסך ההשקעה הישירה בנדל"ן, והעסקאות עד לגובה של 12 מיליונים היוו קרוב ל-90 אחוזים ממנה.

בחינת זרם ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחו"ל מעלה שזרם זה נמשך כמעט כרגיל, למרות המשבר בעולם. בחינה פרטנית של העסקאות הגדולות שדווחו לבנק ישראל מלמדת כי 42 אחוזים מהן היו בענפים המתקדמים, וכי השקעות כמעט באותו היקף היו בחברות נדל"ן (וכן בפרויקטים של נדל"ן).

ה. מצבת הנכסים וההתחייבויות מול חו"ל והחוב החיצוני

מצבת הנכסים וההתחייבויות של המשק מלמדת שסך ההתחייבויות המשק לחו"ל גדול מסך נכסי המשק בחו"ל - משמע שלמשק ההתחייבויות נטו לחו"ל, וזאת בהיקף של 7 מיליארדי דולרים (כ-5 אחוזי תוצר). עם זאת, החוב החיצוני נטו של המשק הישראלי לחו"ל הוא שלילי; החוב החיצוני נטו הוא ההפרש בין הנכסים וההתחייבויות של המשק מול חו"ל במכשירי חוב בלבד (איגרות חוב והלוואות). ההתחייבויות נטו לחו"ל כוללת, נוסף על החוב החיצוני נטו, גם את ההתחייבויות בנכסי ההון (מניות) נטו, כלומר את ההפרש בין נכסי ההון של זרים בישראל לנכסי ההון של ישראלים בחו"ל. ההתחייבויות נטו של המשק

החוב החיצוני נטו של המשק הישראלי לחו"ל הוא שלילי: סך נכסי החוב של המשק בחו"ל גדול מסך ההתחייבויות של המשק לחו"ל במכשירי חוב.

לוח ז'-9

הנכסים וההתחייבויות של המשק הישראלי כלפי חוץ לארץ (IIP) יתרות לסוף תקופה, מיליארדי דולרים 2006 עד 2008

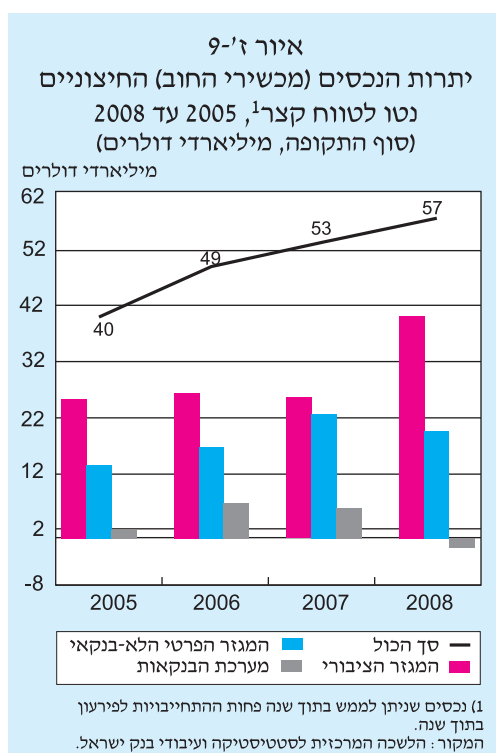
2008	2007	2006	
191.2	191.5	167.2	א. סך כל נכסי המשק
131.6	132.1	120.1	מזה: מכשירי חוב
54.6	48.5	39.8	השקעות ישירות בחו"ל
35.7	44.7	37.1	ההשקעות בתיק ניירות ערך למסחר
58.3	69.5	60.8	השקעות אחרות בחו"ל
42.7	28.8	29.5	נכסי רזרבה
184.4	202.4	174.4	ב. סך כל ההתחייבויות של המשק
85.3	89.1	86.7	מזה: חוב חיצוני
56.9	55.7	49.4	ההשקעות הישירות
71.6	87.6	70.5	ההשקעות בתיק ניירות ערך למסחר
55.8	59.1	54.5	השקעות אחרות
-6.8	10.8	7.1	ג. ההתחייבויות נטו
-46.3	-43.0	-33.5	מזה: חוב חיצוני נטו

המקור: החטיבה למידע ולסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לח"ל ירדו בשנים האחרונות הודות לעודף בחשבון השוטף, לגידול המהיר של התוצר (שתרם לירידה במונחי תוצר) ולשיעור של הנכסים וההתחייבויות.

על רקע המשבר הפיננסי וירידת הערך הגדולה של המניות ואיגרות החוב בולטת השמרנות של מצבת הנכסים וההתחייבויות של המשק מול חו"ל ערב המשבר (בסוף שנת 2007). שמרנות זו ניכרת בעובדה שההחזקות של ישראלים במניות בחו"ל נמוכות ב-57 מיליארדי דולרים מהחזקות המניות של זרים בישראל³⁷; בהחזקות באיגרות חוב, שרמת הסיכון שלהן בינונית³⁸, ישנו כמעט שוויון בין ההחזקות של ישראלים בחו"ל לבין אלו של זרים בארץ, ואילו בנכסים הבטוחים ביותר - פיקדונות בבנקים ונכסי זרבה - יש עודף גדול, 47 מיליארדי דולרים, של החזקות ישראלים בחו"ל על פני החזקות זרים בישראל. הסרת המגבלות מעל תנועות ההון של תושבי ישראל הניעה אותם לא רק לפזר סיכונים - כלומר להחליף נכס מסוכן אחד בנכס מסוכן אחר³⁹ - אלא גם להקטין את החזקות בנכסים מסוכנים (תוך ויתור על תשואה). הדבר משתקף בעובדה שאצל תושבי ישראל נוצר עודף נכסים גדול במכשירי חוב. תופעה זו, המוכרת יותר כירידה בחוב החיצוני של המשק לחו"ל⁴⁰, מקטינה את הסיכון למשבר פיננסי במשק, והיא מובאת בחשבון בדירוג האשראי שלו. זאת אומרת שלהחלפה של נכסי הון בנכסי חוב הייתה השפעה לא רק על הסיכון והתשואה של המשקיעים עצמם אלא גם השפעה נוספת, חיצונית - הפחתת פרמיית הסיכון של כלל המשק, ולכן גם הפחתה של שיעור הריבית במשק.

הירידה בחוב החיצוני נטו של המשק לחו"ל הקטינה את הסיכון למשבר פיננסי במשק ואת פרמיית הסיכון שלו.



בחינת ההתפלגות של נכסי החוב נטו מלמדת על עלייה בעודף של המגזר הציבורי ועל ירידה בעודף של המגזר הבנקאי. זאת כתוצאה מרכישות המט"ח של בנק ישראל וכתוצאה מהסטת מקורות של הבנקים מפיקדונות בבנקים בחו"ל לפיקדון בבנק ישראל. העודף הניכר של המגזר הפרטי הלא-בנקאי בנכסי חוב (30 מיליארדי דולרים) הוא אמנם מדד לחוסן של המגזר העסקי, אך כיוון שכמעט תמיד בעלי הנכסים ובעלי

העודף הניכר של המגזר הפרטי הלא-בנקאי בנכסי חוב מעיד על חוסנו של המגזר העסקי בכלל, אך אינו מלמד רבות על ההסתברות לחדלות פירעון של בעלי החוב במשק.

³⁷ ההיקף הנמוך יותר של החזקות מניות בידי ישראלים בולט במיוחד בהשקעות בתיק הנכסים, אף כי הוא נמוך גם בהשקעות הישירות.

³⁸ איגרות החוב של ישראלים בחו"ל השיגו השנה תשואה שלילית של 8 אחוזים. ירידה נמוכה בהרבה מזו של מודי המניות.

³⁹ פיזור סיכונים מאפשר הקטנה של הסיכון ללא ירידה בתשואה: החלפת נכס מסוכן אחד בנכס מסוכן אחר תקטין את הסיכון בתיק הנכסים אם המיתאם שבין הנכס הנוסף לתיק הנכסים נמוך מן המיתאם שבין הנכס הנגרע לתיק.

⁴⁰ המדד ברוטו מקובל יותר מהמדד נטו כמדד בהשוואות בין-לאומיות.

ההתחייבויות הם ישויות כלכליות שונות, העודף הכללי איננו מלמד רבות על ההסתברות לחדלות פירעון של בעלי החוב במשק; הסתברות זו כידוע עלתה, והדבר השתקף בזינוק התשואה של מדדי איגרות החוב של הפירמות. ראוי לציין את העלייה הניכרת בעודף נכסי החוב נטו של כלל המשק לטווח קצר (עד שנה), שהוא מדד חשוב ליכולת להתמודד עם קשיי נזילות. עלייה זו היא תוצאת גידול ניכר של יתרות המט"ח, שקוזז חלקית על ידי המגזר הבנקאי אשר מימש פיקדונות בבנקים בחו"ל, ואי שינוי במגזר הפרטי הלא-פיננסי (איור ז'-9).

בחינת התשואה של המניות בתיק ניירות הערך⁴¹ מגלה את עוצמת המשבר: ערך המניות של הישראלים בחו"ל ירד ב-41 אחוזים, בדומה לירידה של מדדי המניות בעולם, ואילו ערך המניות של הזרים בארץ ירד ב-27 אחוזים. הסיבה למתינותה היחסית של הירידה בערך מניות הזרים בישראל היא שעיקר השקעותיהם מרוכזות במספר קטן של חברות, אשר ערכן ירד השנה בשיעור מתון בלבד, יחסית למדד המניות הכללי. התשואה המצטברת של הזרים בטווח הארוך דומה מאוד לזו של מדד המעו"ף.

ערך המניות של
הישראלים בחו"ל ירד
השנה מאוד, בדומה
לירידה של מדדי המניות
בעולם.

⁴¹ אין בידינו מידע מלא על התשואה של ההשקעות הישירות בהון מניות.

