

צירופה הצפוי של ישראל לארגון OECD וצירוף אפשרי לרשימת המדינות המפותחות של

MSCI - ההשלכות על תנועות ההון אל המשק

תקציר

בעקבות הצטרפותה הצפויה של ישראל לארגון ה-OECD, ותהליכי המעבר למעמד של משק מפותח גם במדדי מניות גלובליים¹, נבחנים בנייר זה ההשלכות הצפויות של תהליכים אלו על היקף תנועות ההון למשק.

בחלקו הראשון של הנייר מוצגת השוואה בין קבוצת מדינות שהצטרפה ל-OECD לפני כעשור, לבין קבוצת ביקורת שאינה שייכת לארגון, הכוללת את ישראל. הפרמטרים שנבחנים הינם תנועות ההון, שיעורי צמיחה, שיערי החליפין מול הדולר, ודירוג האשראי. **בחלקו השני** של הנייר נאמדת ההשפעה על תנועות ההון למשק כתוצאה ממעבר אפשרי של ישראל מסיווג של משק מתערור לסיווג כמשק מפותח במדדי ה-MSCI, באמצעות בחינת דפוסי ההשקעה בקבוצת מדינות שעשו מעבר דומה. בפרט נבדקת הטענה שירידה למשקל הנמוך מאחוז אחד בתיק השוק (במדד המדינות המפותחות), צפויה להוביל לירידה משמעותית בהיקף ההשקעות.

הצטרפות ישראל לארגון ה-OECD ולרשימת המדינות המפותחות תביא בוודאי לשיפור מעמדה הבינלאומי, תקטין את עלויות הגיוס שלה, ותחייב אותה לעמוד בסטנדרטים בינלאומיים מקובלים בכל הקשור לניהול מדיניותה הכלכלית. במובן זה, עצם המחויבות לעמוד בסטנדרטים גבוהים עשויה לגרום שיפור נוסף בנתוני היסוד של המשק והגדלת האטרקטיביות שלו בעיני משקיעים זרים. יחד עם זאת, מהעבודה עולה, כי ההצטרפות לארגון, כשלעצמה, לא צפויה להשפיע באופן משמעותי על היקף תנועות ההון למשק ועל התנהלות שער החליפין:

תוצאות החלק הראשון לא מצביעות על שינוי משמעותי בהיקף תנועות ההון בקבוצת המדינות שהצטרפו ל-OECD, בהשוואה לקבוצת הביקורת שלא הצטרפה לארגון. **ככלל**, נראה שהמדינות שהצטרפו לארגון, המתאפיינות עדיין ברמת פיתוח כלכלי בינונית, הושפעו ממגמות גלובליות של זרימת הון למשקים מתערורים, בדומה למדינות בקבוצת הביקורת. בחלק מהמשתנים השיפור ניכר דווקא בשנים שלפני ההצטרפות לארגון - ממצא סביר לאור זאת שהמדינות מתקבלות כחברות בארגון, על בסיס שיפור מתמשך בנתוני היסוד שלהן בשנים שקדמו להצטרפות. בהקשר הפיננסי - תקנות באזל II מבטלות את העדיפות שניתנה בבאזל I למדינות OECD בכל הקשור לאופן שקלול הסיכון על גיוסי האשראי של המדינות השונות, וקושרות אותו לסיכון האשראי כפי שנקבע ע"י חברות הדירוג המקובלות. עם זאת, נמצא מתאם חיובי בין הצטרפות ל-OECD לשיפור בדירוג האשראי.

תוצאות החלק השני של העבודה מציגות תמונה חיובית יחסית על היקף ההשקעות הזרות במניות בארבעה משקים שעברו בעשרים השנים האחרונות לקטגוריית המשקים המפותחים של MSCI: המדינות נהנות מהמשך השקעות זרות במניות, וברוב הזמן מיתרת החזקות הגבוהה מהחלק היחסי הנגזר ממדד ה-MSCI. לא נמצא ביסוס לטענה כי הירידה למשקל הנמוך מאחוז אחד בתיק השוק (במדד המדינות המפותחות), הובילה לירידה משמעותית בהיקף ההשקעות בטווח הקצר, או לפגיעה בהן לאורך זמן. עם זאת, לא ניתן לקבוע בצורה חד-משמעית כי לא יחולו, בטווח הקצר, מימושים מסוימים של ההשקעות במשק כתוצאה מהתאמת תיקים אוטומטית של קרנות השקעה "פאסיביות" המתמחות בהשקעה במשקים מתפתחים לסיווג החדש - אך אלו עשויים להתקזז על ידי התאמה בכיוון ההפוך: כניסת השקעות מקרנות "פאסיביות" המתמחות בהשקעה בשווקים מפותחים.

¹ חברת המדדים הגלובליים FTSE, העבירה ביוני 2008 את ישראל לרשימת המדינות המפותחות במדדיה. חברת MSCI הודיעה כי תבחן מעבר כזה עד אמצע 2009.

חלק א' - השלכות הצטרפותה הצפויה של ישראל לארגון ה-OECD

כללי

ה-OECD הוא ארגון לשיתוף פעולה ופיתוח כלכלי של מדינות דמוקרטיות המחויבות לכלכלת שוק. הארגון הוקם בשנת 1961 וחברות בו כיום 30 מדינות (נספח 2). רוב החברות הצטרפו אליו סמוך להקמתו, ומאז פתח הארגון את שורותיו למדינות נוספות בשני סבבים נוספים. בין השנים 1969-1973 הצטרפו לארגון 4 חברות נוספות ורק עשרים שנים מאוחר יותר צורפו בהדרגה 6 מדינות נוספות, לראשונה מדינות מזרח אירופאיות ומדינות סמי מפותחות. בחודש מאי 2007, המדינות החברות בארגון הזמינו את ישראל, צ'ילה, אסטוניה, רוסיה וסלובניה, לפתוח במגעים להצטרף לארגון כחברות קבועות.

הטענה הרווחת היא כי, ההצטרפות לארגון צפויה, יתר הדברים קבועים, לשפר את נתוני היסוד (Fundamentals), להקטין את סיכון המדינה, לצמצם את עלויות הגיוס, להגדיל את היקף ההשקעות של תושבי חוץ במשק, וכתוצאה לתרום להתחזקות השקל.

לאור זאת נבחנו מספר פרמטרים מקרו - כלכליים, בהשוואה בין ששת המדינות שהצטרפו ל-OECD לפני כעשור, לבין קבוצת ביקורת שאינה שייכת לארגון, הכוללת את ישראל.

1. מתודולוגיה

נבחנו שתי קבוצות של מדינות: מדינות שהצטרפו לארגון לפני כעשור (להלן קבוצת המדגם), וקבוצת מדינות שלא הצטרפה לארגון (להלן קבוצת הביקורת)² (טבלה 1).

השאלה המרכזית שעומדת למבחן היא: האם חל שיפור בפרמטרים הכלכליים השונים במדינות השייכות לקבוצת המדגם לאחר הצטרפותן לארגון, מעבר למגמות העולמיות באותן שנים שאפיינו גם את קבוצת הביקורת.

טבלה 1: הרכב קבוצת המדגם וקבוצת הביקורת לבחינת השלכות ההצטרפות ל-OECD	
קבוצת המדגם³	קבוצת הביקורת
(מדינות שהצטרפו ל-OECD בעשור הקודם)	(מדינות שלא הצטרפו ל-OECD)
מקסיקו (1994)	ישראל
צ'כיה (1995)	ברזיל
הונגריה (1996)	דר' אפריקה
פולין (1996)	סינגפור
דרום קוריאה (1996)	צ'ילה
	תאילנד

נבחנו סדרות עיתיות בתדירות שנתית מ-1990 ועד 2006, עבור מספר משתנים כלכליים:

השקעות ישירות, השקעות בתיק ני"ע למסחר, שיעור הצמיחה, השינויים בשערי החליפין של המדינות מול הדולר, ודירוג האשראי.

² קבוצת הביקורת משקפת משקים ממגוון אזורים גיאוגרפים ורמות פיתוח כלכלי שונות (במסגרת הכנת הנייר נבחנה כקבוצת ביקורת גם קבוצת המדינות שהוזמנה להצטרף לארגון יחד עם ישראל, וכן קבוצות ביקורת נוספות - התוצאות שהתקבלו היו דומות).

³ לאור הצטרפותה המאוחרת יחסית של סלובקיה (שנת 2000) אשר עלולה הייתה לשבש את הבחינה העיתית בעבודה זו, לא הוכנסה המדינה לקבוצת המדגם.

2. ממצאים עיקריים

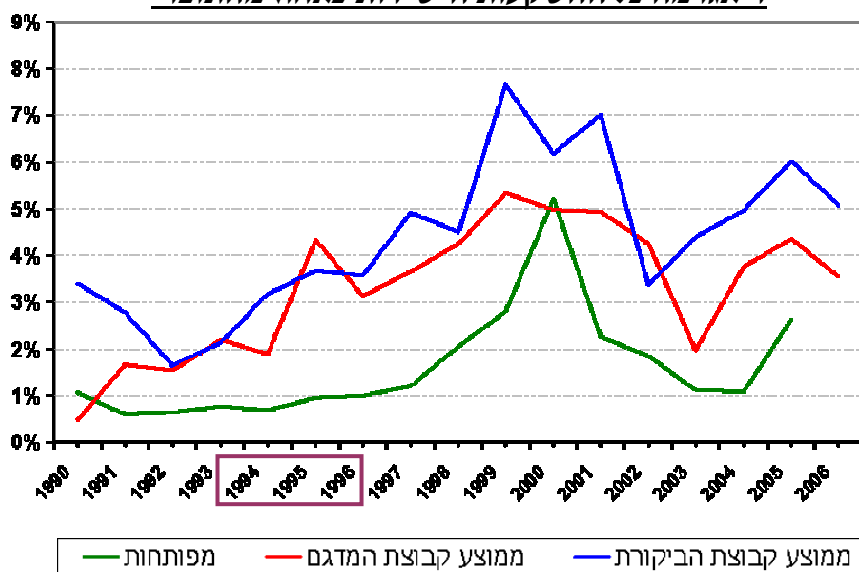
2.1. החשבון הפיננסי

□ ההשקעות הישירות

מתחילת שנות ה-90 ועד שנת 2000 הייתה מגמה גלובלית של גידול בהשקעות הישירות של זרים במשקים מתעוררים, ובעוצמה נמוכה יותר גם במשקים מפותחים.

מדיאגרמה 1 ניתן לראות כי הקבוצה שרשמה, בתקופה זו, את הגידול המואץ ביותר בהשקעות הישירות כאחוז מהתוצר הייתה דווקא קבוצת הביקורת. הגידול בהשקעות הישירות בקבוצת המדגם לאחר ההצטרפות ל-OECD, הושפע ככל הנראה מהמגמה העולמית ולא מההצטרפות עצמה (המתאם בין קבוצת הביקורת לקבוצת המדגם נשאר גבוה גם לאחר ההצטרפות ל-OECD - 0.7).

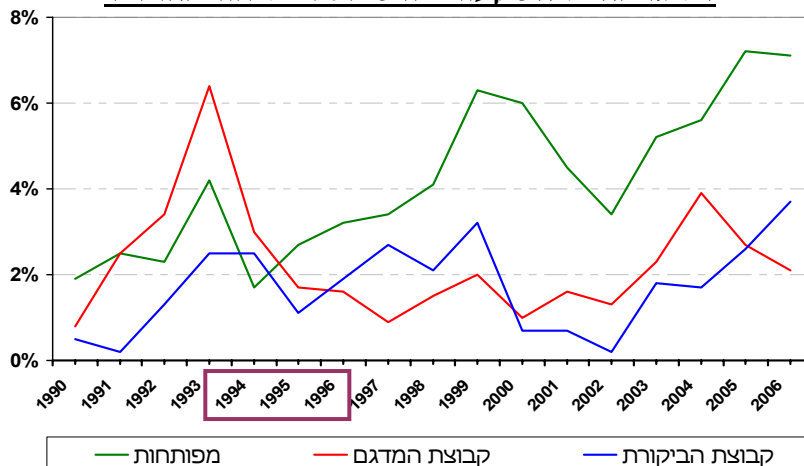
דיאגרמה 1: ההשקעות הישירות כאחוז מהתוצר⁴



□ ההשקעות בתיק ני"ע למסחר

גם בסעיף זה ניכר המתאם (אם כי נמוך יותר) בין המגמות של תנועות ההון בקבוצת המדגם, המורכבת ממשקים מתעוררים, שנשארו כאלה גם לאחר ההצטרפות לארגון, למגמות עולמיות שאפיינו גם את קבוצת המשקים בקבוצת הביקורת. בקבוצת המדגם ניכרת עלייה בהיקף ההשקעות דווקא בשנים שקדמו להצטרפות, עם זאת קשה לקשור בין ההצטרפות ל-OECD של המדינות בקבוצת המדגם, לבין השינויים בהיקף ההשקעות בתיק ני"ע למסחר שמתאפיין בתנודתיות רבה מאד.

דיאגרמה 2: השקעות פורטפוליו* כאחוז מהתוצר

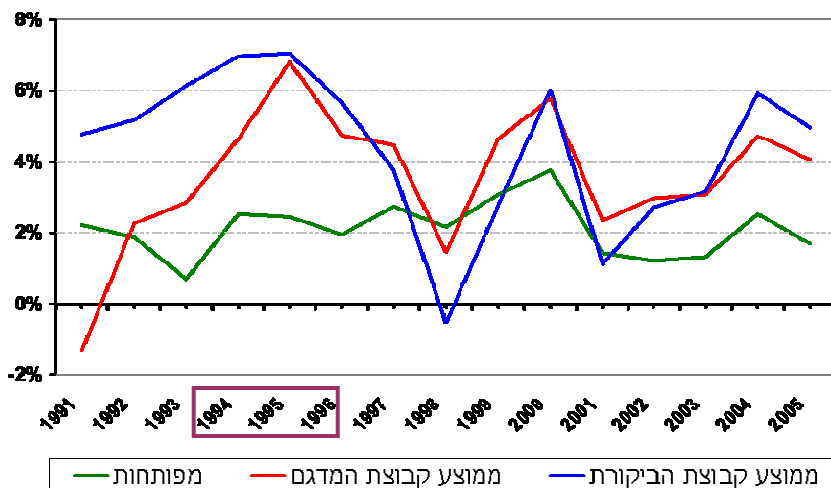


⁴ בחלק מהדיאגרמות משולבת המגמה בקבוצה של מדינות מפותחות (איטליה, ארה"ב, בריטניה, גרמניה, יפן, צרפת וקנדה).

2.2. שיעורי הצמיחה

בשיעורי הצמיחה ניכר מתאם רב בין קבוצת המדגם לקבוצת הביקורת (שיעורי צמיחה והתנודתיות בהן מאפיינת משקים מתעוררים). שתי הקבוצות חוו ירידות ניכרות בשיעורי הצמיחה שלהן בשנות המשברים בשווקים הגלובליים ב-1997-1998 ובשנת 2000. ניתן לראות שבשנים שקדמו להצטרפות מדינות המדגם ל-OECD חלה עלייה ניכרת בשיעורי הצמיחה במדינות אלו, מעבר למגמה העולמית שאפיינה גם את קבוצת הביקורת. צריך לזכור, בהקשר זה, שהמדינות מתקבלות לארגון ה-OECD על בסיס שיפור מתמשך בנתוני היסוד שלהן, ולכן לא מן הנמנע שחלק מהמשתנים מצביעים על שיפור רב דווקא בשנים שקדמו להצטרפות.

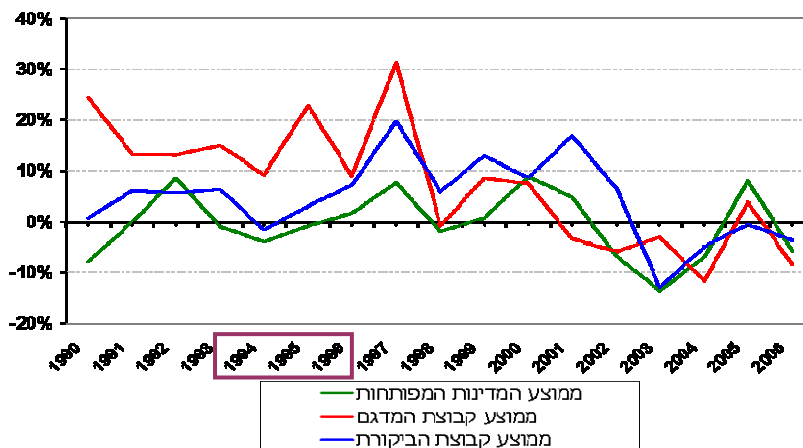
דיאגרמה 3: שיעורי צמיחה שנתיים



2.3. מגמות בשערי החליפין

ניתן היה לשער שהצטרפות לארגון ה-OECD, עשויה להעלות את אטרקטיביות ההשקעה במדינות המצטרפות. הגידול ביבוא ההון למדינות החברות בארגון צפוי לתרום, יתר הדברים קבועים, להתחזקות של המטבע המקומי. דיאגרמה 4 מצביעה על מתאם בין התפתחות שערי החליפין מול הדולר בקבוצת המדגם לבין המגמות בשערי החליפין של קבוצת הביקורת⁵ (מקדם המתאם - 0.9). בשנים האחרונות נראה ששתי הקבוצות מתואמות גם עם המגמות בשערי החליפין מול הדולר של המדינות המפותחות. לא נראה ששערי המטבעות של מדינות ה-OECD התחזקו מול הדולר מעבר למגמות הגלובליות שאפיינו גם משקים אחרים.

דיאגרמה 4: שיעור הפיחות השנתי בשער החליפין מול הדולר



⁵ ניתן להניח כי חלק ממדינות קבוצת המדגם הושפעו בשנים אלו גם מתהליכי ההצטרפות לגוש האירו.

2.4. משתנים פיננסיים

□ הוראות באזל

על פי הוראות באזל I, קיימת עדיפות למדינות החברות ב-OECD בכל הקשור לאופן שקלול הסיכון (Risk Weight) על גיוסי האשראי. שקלול הסיכון קובע עבור הבנק המלווה את שיעור הכיסוי ההוני שהוא צריך להחזיק כנגד ההלוואה. על פי ההוראות הנוכחיות, ממשלות ובנקים מרכזיים במדינות ה-OECD הינן בעלות zero risk weighting כלומר הבנק המלווה לא חייב להחזיק הון כנגד ההלוואות. מדינות שאינן חברות ב-OECD חייבות ב-risk weighting 100%⁶. הבעיה במודל הפשטני שחילק את העולם למדינות החברות ב-OECD ומדינות שאינן חברות בארגון, היא שכל המדינות שהצטרפו ל-OECD נהנות מהפחתת משקולות הסיכון לאפס, גם אם סיכון המדינה שלהן גבוה משמעותית ממדינות שאינן חברות בארגון. ההפחתה במשקולות הסיכון מתורגמת באופן טבעי לירידה בעלויות הגיוס של המדינות החברות בארגון.

תקנות באזל II למעשה מבטלות את העדיפות שניתנה בבאזל I, למדינות OECD בכל הקשור לאופן שקלול הסיכון על גיוסי האשראי של הממשלות, הבנקים והחברות הפרטיות, ומשדרות כשלעצמן הפחתה בחשיבות ההשתייכות לארגון.

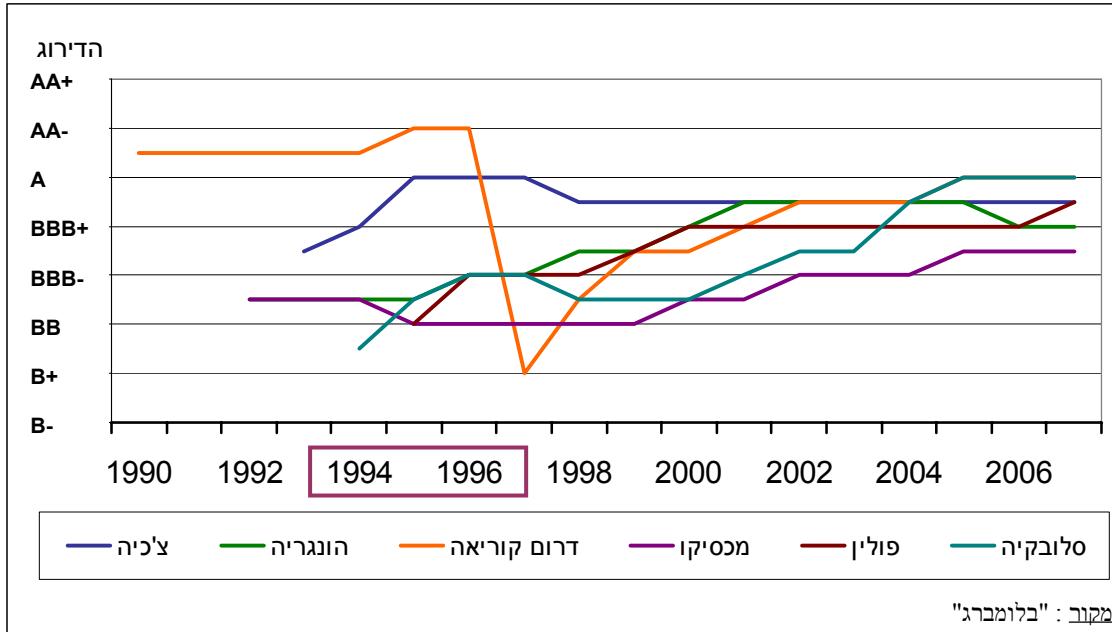
ההוראות החדשות קושרות בין משקולות הסיכון לבין דירוג האשראי כפי שנקבע ע"י חברות הדירוג המקובלות. על פי ההוראות החדשות רק מדינות בעלות דירוג AA ומעלה יזכו ל-zero risk weighting, ללא קשר לחברותן בארגון ה-OECD. כך למשל מדינה כמו תורכיה שנהנתה על פי הוראות באזל I מ-zero risk weighting, רק בגלל השתייכותה לארגון, תחויב מעתה ב-100% risk weighting, ואילו מדינה כמו צ'ילה בעלת דירוג A תקטין את משקולות הסיכון מ-100% ל-20%, למרות שאינה חברה ב-OECD.

□ דירוג האשראי ודירוג סיכון המדינה

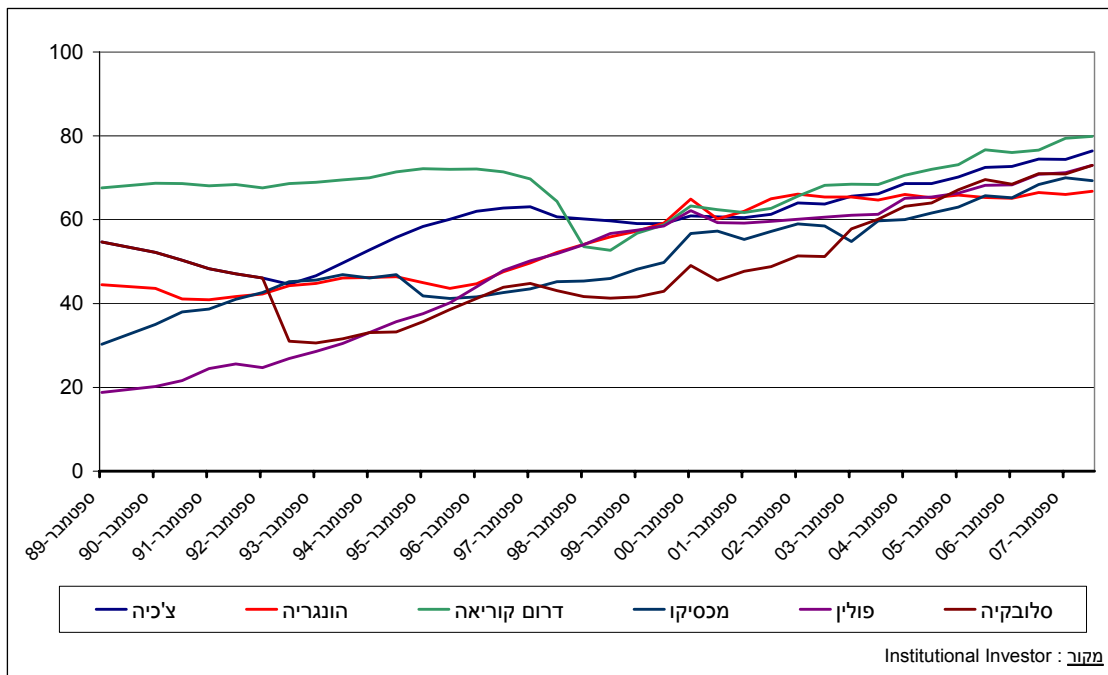
כאמור, תקנות באזל II קושרות בין שקלול הסיכון על הלוואות, לדירוג האשראי של חברות הדירוג. בסעיף זה בחנו את הקשר בין הצטרפות לארגון ה-OECD לשיפור בדירוג האשראי של המדינה. מדיאגרמה 5 עולה כי קבוצת המדגם אכן נהנתה משיפור בדירוג האשראי שלה בשנים שלאחר ההצטרפות ל-OECD ועד היום, כמו כן ניכרת התכנסות של דירוגי האשראי של המדינות השונות לשיעורים דומים. תמונה דומה עולה גם מנתוני סיכון המדינה שמפרסם פעמיים בשנה ה-Institutional Investor (דיאגרמה 6). יצוין כי העלייה בדירוג האשראי אפיינה גם את קבוצת הביקורת באותן שנים אך היא הייתה מתונה יותר. לא ניתן להסיק באופן חד משמעי כי השיפור בדירוג נבע מההצטרפות, ולא כתוצאה ממגמה עולמית בעשור האחרון. עם זאת, צריך לזכור כי ישראל שיפרה לאחרונה את דירוג האשראי שלה לקבוצת "A", יתכן בהחלט שתהליכי ההצטרפות לארגון תרמו לשיפור בדירוג, אך בשלב זה אין צפי לשיפור נוסף בדירוג.

⁶ עם זאת, בנקים פרטיים במשקים המתעוררים יכולים לקבל שקלול סיכון של 20% כנגד הלוואות לזמן קצר.

דיאגרמה 5: התפתחות דירוג האשראי בקבוצת המדגם⁷ (לפי S&P)



דיאגרמה 6: דירוג סיכון המדינה של קבוצת המדגם עפ"י Institutional Investor



⁷ בדיאגרמות 5 ו-6 מוצגת גם סלובקיה שהצטרפה ל-OECD בשנת 2000.

חלק ב' - השלכות הצטרפות אפשרית של ישראל למדד המדינות המפותחות של MSCI

כללי

הקשר בין חברות ב-OECD להבחנה בין משק מתעורר למשק מפותח אינה חד-משמעית: המדינות שהצטרפו ל-OECD לפני עשור נשארו כולן בקטגוריית המשקים המתעוררים על פי סיווג MSCI, שכן החברות בארגון תלויה גם בשיקולים שאינם כלכליים⁸. מסגרת טובה יותר לבחון סוגיה זו היא באמצעות מוסדות כלכליים בינלאומיים וגופים פרטיים כמו בתי השקעות וחברות מדדים, הנוהגים לסווג את כלכלות העולם על פי רמת הפיתוח הכלכלי והחברתי בחתכים שונים. גם חלוקה זו איננה חד משמעית בהקשר של ישראל (טבלה 2).

טבלה 2 : סווג ישראל כמשק מפותח/מתעורר על ידי מוסדות שונים					
"הבנק העולמי"	"קרן המטבע הבינלאומית"	S&P	FTSE	MSCI	
כן	כן	לא	כן ⁹	לא	הגדרת ישראל כמשק מפותח
60	30	27	23	23	מספר משקים המוגדים כמפותחים

מקור: אתרי האינטרנט של המוסדות המוזכרים לעיל.

חברת המדדים MSCI הודיעה ביוני 2008 כי תשקול להעביר את ישראל ואת דרום קוריאה למדד המדינות המפותחות. החלטתה בעניין צפויה להתקבל עד חודש יוני 2009. מדדי ה-MSCI משמשים כבנצי'מארק נפוץ בקרב גופי השקעה גדולים בעולם לפיזור השקעותיהם במניות, ולכל שינוי בהם השלכות אפשריות על זרימות ההון למשק¹⁰.

תחזיות והערכות שונות, המתייחסות להעברתה של ישראל למדד המדינות המפותחות של MSCI, אינן מספקות תמונה חד-משמעית באשר להשלכותיו של מעבר כזה: חלק מהאנליסטים טוענים כי שדרוג ישראל למדינה מפותחת צפוי להקטין את ההשקעות הזרות בישראל¹¹. להערכתם בתרחיש כזה משקלה של ישראל במדד צפוי לעמוד על כ- 0.2%, ומשקיעים זרים כלל לא יטרחו ללמוד את השוק הישראלי ולהשקיע בו, כי חלקו "עוגת" ה-World Index יהפוך לשולי¹². מנגד, גורמים מנהלי כספים ואנליסטים אחרים, כי בטווח הארוך רוב המשקים שעברו ל-World Index נהנו מעלייה משמעותית בערך שוק המניות שבמדינתן; ובכל מקרה, לא צריך לצפות לתגובה מיידית של המשקיעים הזרים ברגע השינוי, כיוון שההתאמה הסופית של המדדים לוקחת בדרך כלל מספר חודשים עד שנה שלמה¹³. אחרים טוענים כי הפגיעה בהיקף ההשקעות למשק תהיה משמעותית יותר בטווח הקצר כתוצאה מהתאמות אוטומטיות של קרנות "פאסיביות" שעוקבות אחרי המדד.

הקושי להעריך את ההשפעה הכוללת על היקף ההשקעות במשק נובע גם מגורמים נוספים: מפרסומים שונים עולה כי גם דרום קוריאה (שמשקלה במדד המשקים המתעוררים של MSCI הוא כ-15%) מועמדת לעבור ביחד עם ישראל (או אף לפנייה) למעמד של משק מפותח. מעבר כזה עשוי גם כן להשפיע על משקלה של ישראל במדד ועל

⁸ דוגמא בולטת לכך היא תורכיה החברה ב-OECD (משנת 1961). דירוג סיכון האשראי שלה B+ /- BB (S&P / Moody's). סינגפור לעומתה, אינה חברה ב-OECD ודירוג האשראי שלה דומה לזה של ממשלת ארה" (AAA).

⁹ ישראל עברה לרשימת המדינות המפותחות ביוני 2008.

¹⁰ ראו הסבר על מדדי ה-MSCI בנספח 1.

¹¹ ראו כתבה באתר האינטרנט של "ביזפורטל" מיוני 2007 בשם: "מריל לינץ': ישראל כשוק מפותח - מכת מוות לשוק ההון" >
<<http://web.bizportal.co.il/shukhahon/biznews02.shtml?mid=148326>.

¹² ראו בהקשר זה מסמך בשם: "Update on the MSCI and S&P-IFCI Reclassification of Korea and Taiwan" מאפריל 2004.

¹³ ראו כתבה באתר "ביזפורטל" - "שוק מפותח? MSCI דוחה את ההחלטה בנוגע לשוק הישראלי - האנליסטים מגיבים" יוני, 2008
<http://www.bizportal.co.il/shukhahon/biznews02.shtml?mid=177436&strsrh=שוק%20מפותח>;

היקף ההשקעות אליה: למשל בתסריט בו דרום קוריאנה עוברת, בשלב הראשון, למדד המדינות המפותחות, משקלה של ישראל במדד המשקים המתעוררים יגדל משמעותית ויתכן שהדבר יגרור עלייה בהיקף ההשקעות בה. בהקשר זה נציין כי, שווי החזקות הזרים במניות בבורסה בתל-אביב עומד, נכון לחודש מרץ 2008, על כ-17 מיליארדי דולרים, מזה כ-8 מיליארדים מוחזקים בידי קרנות השקעה שונות המתמחות בעיקר בהשקעה במשקים מתעוררים; יתרת ההשקעה בארץ מוחזקת בידי גופים מוסדיים, בעלי עניין (מתחת -10%), ומשקיעים אחרים¹⁴.

בחלק זה של העבודה תיבחן ההשפעה על היקף תנועות ההון במדינות שעברו שינוי סיווג במדדי חברת MSCI, בפרט תיבדק הטענה כי הירידה לשברי אחוז בתיק השוק (במדד המפותחות) גררה ירידה משמעותית בהשקעות הזרים באותן מדינות.

1. מתודולוגיה

היקף הכספים של קרנות ההשקעה במניות שעוקבים אחרי מדדי ה-MSCI מוערכים בכ-1.5 טריליון דולר, מזה כ-1.3 טריליון במשקים מפותחים. הנחת העבודה בנייר היא שגם משקיעים שאינם מפורים את תיק ההשקעות בהתאם לנגזר ממדדי החברה מושפעים מעצם הסיווג של ישראל כמשק מפותח, ולאורך זמן יתאימו את תיק ההשקעות שלהם לסיווג החדש. מסיבה זו, העבודה בוחנת את ההשפעה של שינוי הסיווג על סך ההשקעות במניות בתיק נייע למסחר בחשבון הפיננסי, כפי שמתפרסמים ע"י קרן המטבע הבינלאומית, ולא את ההשפעה החלקית על קרנות שעוקבות אחרי מדדי ה-MSCI.

חלקה היחסי של ישראל ב-EM Index העומד על 2.5% צפוי לקטון לכדי עשירית לשיעור של כ-0.2%-0.3% מה-World Index. זאת בהסתמך על הערכות שונות של אנליסטים ועל חלקם היחסי (נכון לשנת 2005) במדד של מדינות כמו אירלנד (0.4%), יוון (0.3%), נורווגיה (0.3%), פורטוגל (0.2%) ואוסטריה (0.2%). מנתוני זרימות ההון במניות בין השנים 1996 ל-2006 של קרן המטבע הבינלאומית עולה, שבמוצע שנתי סך ההשקעות במניות במדינות השייכות ל-World Index (374 מיליארד דולר בשנה) היה גדול פי עשרה מזה של המדינות המשתייכות ל-EM Index (38 מיליארד דולר בשנה)¹⁵. לכן, באופן תיאורטי, בהנחה שהשוק משקיע בישראל על פי חלקה היחסי במדד בקירוב, צפויה ישראל לשמור, לכאורה, על אותו היקף השקעה במניות גם לאחר המעבר למדד המפותחות¹⁶.

יחד עם זאת, על מנת לבדוק האם באופן מעשי חל שינוי משמעותי בהיקף ההשקעה במדינות שעברו שינוי סיווג, נבחנו דפוסי ההשקעה במניות של מדינות שעבורן שונה במרוצת השנים סיווג ההשקעה ממשק מתעורר למשק מפותח, ומשקלן במדד החדש ירד אל מתחת לאחוז אחד. במסגרת הבדיקה נבחנו חלקם של זרמי ההשקעה במניות ויתרת החזקה בהן במשקים אלו בסך ההשקעות במשקים מפותחים¹⁷, זאת על מנת לנטרל את המגמות העולמיות בתקופה הנסקרת. בנוסף נאמדו עבור מדינות אלו, משקל החזקות של תושבי חוץ במניות בפועל, בהשוואה למשקלם בתיק השוק על פי המדד.

¹⁴ יתרת החזקות של זרים במניות ישראליות בתיק למסחר בארץ ובחוו"ל עומדת על כ-58 מיליארדי דולרים (נכון למרץ 2008).

¹⁵ תמונה דומה של היחסים עולה גם מנתוני היתרות עבור ממוצע שנתי של החזקות זרים בשנים 2001-2006.

¹⁶ זאת בכפוף לסך הקפיטליזציה הכלולה במדד היום.

¹⁷ יודגש כי העבודה מתבססת על הנתונים המצרפיים של החזקות הזרות במניות במדינה ולא על נתונים פרטניים של החזקות הזרות במניות שבמדדי MSCI המקומיים. עם זאת אלו משמשים כקירוב טוב שכן מדדי MSCI המקומיים בכל מדינה מקיפים בד"כ את רוב המניות הגדולות ומטרתם מראש ליצור מדד מיצג המשקף את שוק המניות המקומי.

טבלה 3 : הרכב קבוצת המדגם לבחינת השלכות ההצטרפות ל- MSCI

משקל במדד ה- WORLD INDEX	קבוצת המדגם - מדינות שעברו שינוי סיווג למדד המפותחות (ושנת המעבר)
0.6%	פינלנד (1988)
0.1%	ניו-זילנד (1988)
0.2%	פורטוגל (1997)
0.3%	יוון (2001)

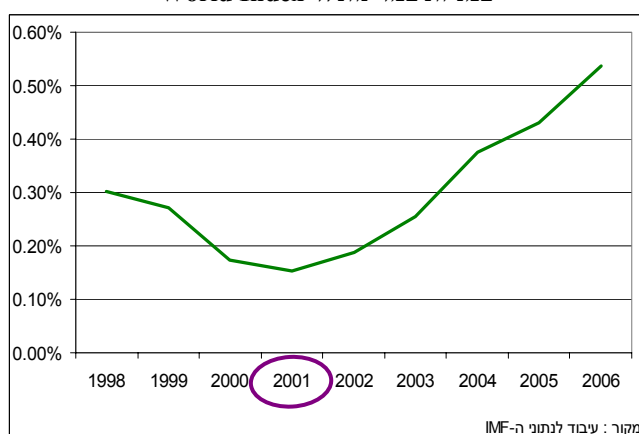
2. ממצאים עיקריים

הסתכלות עתית על יתרת ההשקעות במניות בכל אחת ממדינות המדגם, סביב תקופת שינוי הסיווג, לא מצביעה על מסקנה חד-משמעית באשר להשלכות הצטרפותה של המדינה ל- World Index על היקף זרימת ההון אליה (דיאגרמות 7-10): בבחינת ההתפתחות לאורך זמן של משקלן היחסי של ההשקעות במדינות אלו בסך ההשקעות במדינות השייכות למדד המפותחות עולה כי, חלקן היחסי של פורטוגל ויוון בסך יתרת ההשקעות הזרות במניות נמצא, מאז הצטרפותן, במגמת עלייה, כאשר ביוון מגמה זו משמעותית יותר. לעומתן, משקלן היחסי של פינלנד וניו-זילנד, שהצטרפו למדד המדינות המפותחות כבר ב-1988, נשאר בשיעור אפסי במשך כמעט עשור, לאחריו ניכרת עלייה במשקלן בסך ההשקעות במשקים המפותחים תוך תנודתיות גדולה¹⁸.

הניתוח של יתרת ההשקעה משקף אמנם גם שינויים במחירי המניות אך אלו מתואמים יחסית בין שווקי המניות השונים בעולם.

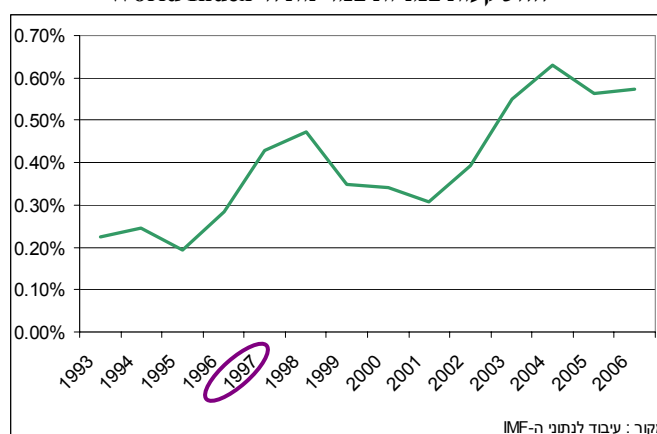
דיאגרמה 8: החלק היחסי של יוון מסך יתרת ההשקעות

במניות במדינות ה- World Index



דיאגרמה 7: החלק היחסי של פורטוגל מסך יתרת

ההשקעות במדינות ה- World Index



¹⁸ העלייה (ואחריה הירידה) המשמעותית בחלקה היחסי של פינלנד, בשנים 2000-2001, מיוחסת בעיקר לעלייה במחירי מניית "נוקיה", מעבר לעליית מחירי המניות העולמית בשנים אלו.

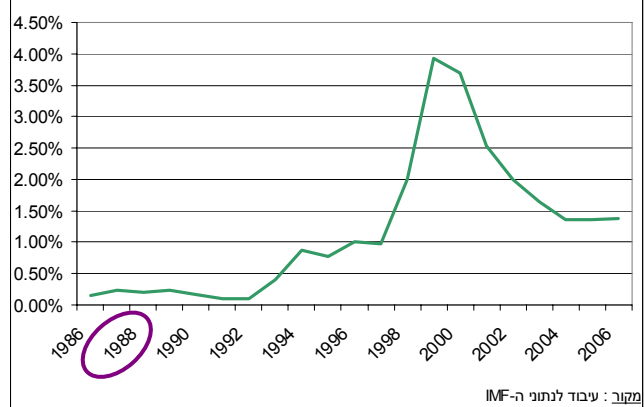
דיאגרמה 10: החלק היחסי של ניו-זילנד מסך יתרת

ההשקעות במניות במדינות ה-World Index



דיאגרמה 9: החלק היחסי של פינלנד מסך יתרת

ההשקעות במניות במדינות ה-World Index

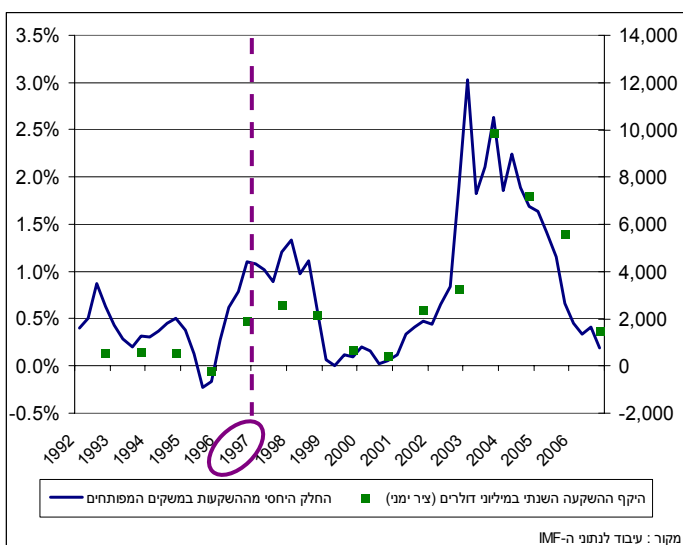


בנוסף נבחנו גם המגמות בזרמי ההון לאורך זמן בפורטוגל ויוון, המצטרפות ה"טריות" ל-World Index : זרימות ההון במניות ליוון מעלה תמונה עקבית של עלייה הן בהיקף ההשקעות והן במשקלן מסך ההשקעות במדינות ה-World Index (דיאגרמה 11). ביחס לטענה על השפעה שלילית בטווח הקצר – לא ניתן לזהות ירידה במשקל או בהיקף ההשקעה במניות בשנה שמיד לאחר שינוי הסיווג. גם פורטוגל (דיאגרמה 12) שמרה בשנתיים הראשונות לאחר הצטרפותה, על משקל גבוה יחסית (כאחוז) בסך ההשקעות במשקים המפותחים. לאחר מכן חווה שוק המניות של פורטוגל עליות וירידות במשקלו היחסי, ללא מגמה מובהקת. בשיא הגיעה פורטוגל לשיעור של כ-3% מההשקעות במשקים מפותחים, הרבה מעבר למשקלה במדד תיק השוק (0.2%).

דיאגרמה 12: ההשקעות במניות בפורטוגל וחלקן היחסי מסך

תנועות ההון במניות למשקים השייכים ל-World Index

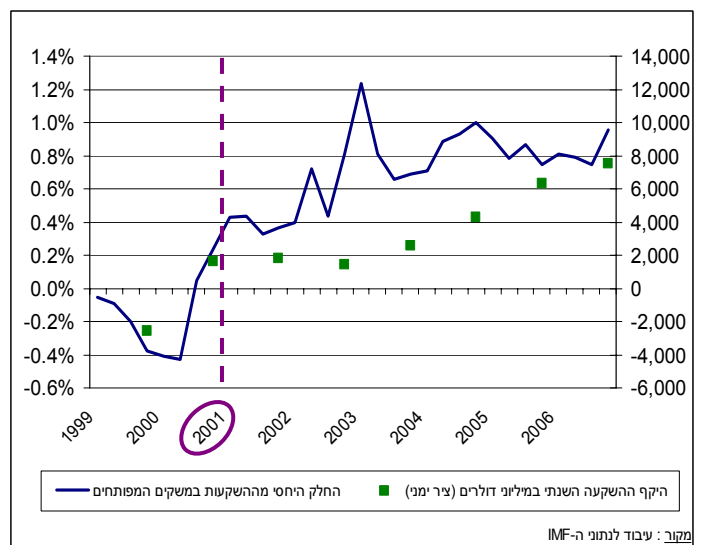
(מצטבר נע 4 רבעים)



דיאגרמה 11: ההשקעות במניות ביוון וחלקן היחסי מסך

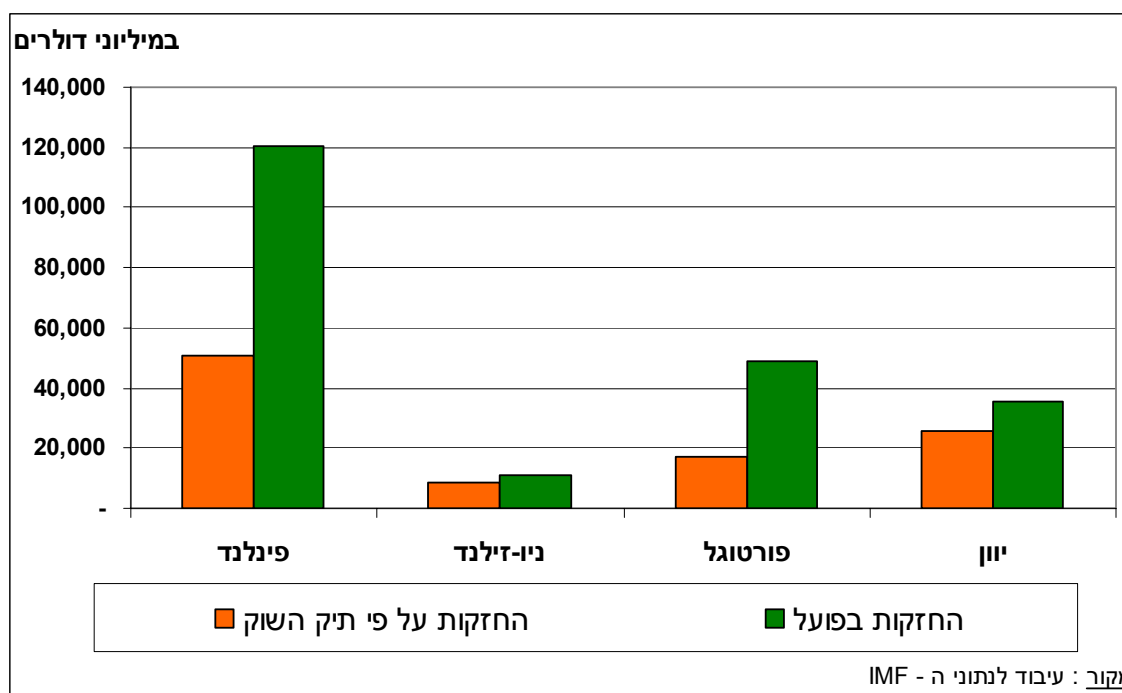
תנועות ההון במניות למשקים השייכים ל-World Index

(מצטבר נע 4 רבעים)



מבחינת היקף ההחזקות בפועל במניות בתיק למסחר עולה כי, בממוצע שנתי של השנים האחרונות (2003-2006) במדינות המדגם, היקף ההחזקות בפועל, במניות בתיק למסחר, גבוה או דומה להיקף הנגזר מתיק השוק כפי שמוגדר במדד ה- MSCI (דיאגרמה 13)¹⁹. כלומר, בכל המדינות שנבדקו לא ניכרת פגיעה לאורך זמן בשווי ההחזקות במניות בתיק למסחר של משקיעים זרים, והוא אף גבוה מזה הנגזר ממדד ה- MSCI.

דיאגרמה 13: יתרת ההשקעה במניות בפועל, בהשוואה ליתרת ההשקעה הנגזרת מתיק השוק על מדד ה- World Index, ממוצע שנתי 2003-2006



¹⁹ לדוגמא: סך ההחזקות הזרות המצרפיות במדינות ה- World Index היה שווה, בממוצע שנתי (2003-2006), 8.5 טריליון דולר בקירוב. לפי MSCI החלק היחסי הנגזר להשקעה בפינלנד למשל הוא 0.6% שהם שווי ערך ל-50.8 מיליארד דולר; עם זאת יתרת ההשקעות הזרות במניות בפינלנד בתקופה זו היה יותר מכפול מהנגזר ועמד על 120.3 מיליארד דולר.

סיכום

הצטרפות ישראל לארגון ה-OECD תביא בוודאי לשיפור במעמדה הבינלאומי, תקטין את עלויות הגיוס שלה, ותחייב אותה לעמוד בסטנדרטים בינלאומיים מקובלים בכל הקשור לניהול מדיניותה הכלכלית. במובן זה, עצם המחויבות לעמוד בסטנדרטים גבוהים עשויה לגרור שיפור נוסף בנתוני היסוד של המשק והגדלת האטרקטיביות שלו בעיני משקיעים זרים. מנגד צריך לזכור, כי תהליכי ההצטרפות ל-OECD, הינם תהליכים ארוכי טווח שהמידע לגביהם מצוי בשוק כבר הרבה זמן ומגולם בדירוגי האשראי, בעלויות הגיוס ואף בהיקפי תנועות ההון למשק.

מהעבודה עולה כי, ההצטרפות כשלעצמה לא הגדילה באופן משמעותי את היקף תנועות ההון אל ומהמדינות שחברו לארגון לפני כעשור, מעבר למגמות העולמיות שאפיינו גם את קבוצת הביקורת. עם זאת ניכר שיפור בחלק מן המשתנים בשנים שקדמו להצטרפות, וכן ניכרת השפעה על שיפור בדירוג האשראי של המשק.

בנוסף נמצא כי, במשקים שעברו שינוי סווג למשק מפותח במדדי המניות של MSCI לא חלה פגיעה בטווח הקצר או לאורך זמן בזרם השקעותיהם של זרים לשוק המניות המקומי: הממצאים אמנם אינם מצביעים על כך שהמעבר, כשלעצמו, הגדיל במידה ניכרת את ההשקעות לאותם משקים, אך מנגד, לא נמצא כי משקל קטן מאחוז אחד בתיק השוק של מדד ה-MSCI, גרם לצמצום משמעותי שלהן. עם זאת, צריך לומר כי המדגם הקטן יחסית של המדינות שעברו את שינוי הסיווג, בשנים האחרונות, לא מאפשר לקבוע בצורה חד-משמעית כי לא יחולו, בטווח הקצר, מימושים מסוימים של ההשקעות במשק כתוצאה מהתאמת תיקים אוטומטית של קרנות השקעה "פאסיביות" המתמחות בהשקעה במשקים מתפתחים לסיווג החדש – אך אלו עשויים להתקזז על ידי התאמה בכיוון ההפוך: כניסת השקעות מקרנות "פאסיביות" המתמחות בהשקעה בשווקים מפותחים.

בנוסף, כדאי לזכור כי לשינוי הסיווג השפעה רחבה יותר הכוללת גם משקיעים מוסדיים ומשקיעים גדולים אחרים המעדיפים להשקיע במשקים מפותחים בעלי רמת סיכון נמוכה יותר; כמו כן, הרכב ההשקעות במשק הישראלי מתאפיין בהיקף גדול של השקעות ישירות והן, כידוע, אינן מושפעות מהמשקל הנגזר ממדדי ה-MSCI.

נספח 1 - מדדי המניות של MSCI

חברת המדדים Morgan Stanley Capital International להלן MSCI נוסדה בסוף שנות השישים כחטיבה בבית ההשקעות "מורגן-סטנלי" והיא מספקת מדדים/אינדקסים של מניות (Equity), אג"ח ומכשירי ריבית אחרים (Fixed income) וקרנות גידור (Hedge funds). בשנת 2004 רכשה החברה את Barra, Inc ולכן שמה הרשמי כיום הוא: MSCI BARRA. פעילותה המרכזית של החברה היא יצירה ועדכון של אינדקסים של מניות שלהערכתה מהווים בנצימארק להשקעות עולמיות במניות בהיקף של כ-3 טריליון דולר. במסגרת זאת עושים גופי השקעה מסוגים שונים שימוש במדדים אלו כבנצימארק להשקעותיהם בעולם ויוצרים מכשירים שעוקבים אחריהם (תעודות סל, ETF ועוד). לטענת MSCI האינדקסים על המניות שיצרו הם הבנצימארק הנפוץ ביותר שבו עושים שימוש משקיעים מוסדיים.

מדדי המניות מכסים מגוון רחב של מניות לפי חלוקה למדינות ולסקטורים. במסגרת זאת קיימים אינדקסים על מניות ל-23 משקים המוגדרים כמפותחים ו-27 משקים המוגדרים כמתעוררים; כאשר לכל מדינה קיים אינדקס מניות MSCI משלה. צירוף מדדי MSCI פרטניים יוצרים מדדים אזוריים המכילים מספר מדינות לפי משקולות שונים לכל מדינה. החלוקה הסקטוריאלית נועדה לצורך יצירה של אינדקסים מקיפים ומאוזנים כשהחלוקה העיקרית היא לעשרה סקטורים.

כל מדד מקומי של מדינה כולל את המניות העיקריות הנסחרות בו תוך מתן משקל יחסי שאינו בהכרח זהה לזה שמקבלת אותה מניה באינדקסים המקומיים, קרי במדדי הבורסה המקומיים. מתודולוגית בניית המדדים שמה דגש על סך הון המניות הצף הזמין להשקעה (ה-Free float) של כל פירמה סחירה וכמובן שעל שווי השוק המשתקף ממחיר מניותיה. בהקשר זה יצוין כי משנת 2002 העלתה MSCI (וחברות מדדים נוספים כמו S&P) את חשיבות סך ההון הצף (על חשבון שווי השוק של הפירמה), ומאז גם פירמות ציבוריות בעלות שווי לא מאוד גדול, אך שיעור גבוהה של הון צף נוטות לקבל משקל גדול במדדים²⁰.

מדדי המניות המובילים של החברה הם שקלול של מדדי MSCI של מספר מדינות לפי קטגוריות מסוימות ותוך מתן משקל מסוים לכל מדינה. המדד המוביל הוא ה- MSCI World Index (להלן ה- World Index), שהוא המדד הראשון של החברה שנוצר בשנת 1969 ודה פקטו הוא המדד של המשקים המפותחים, הכולל כאמור 23 משקים. מדד פופולארי נוסף הוא MSCI EAFE Index הכולל את כל המשקים המפותחים למעט ארה"ב וקנדה. מדד המשקים המתעוררים שנוצר ב-1987 נקרא ה- Emerging Markets Index (להלן ה- EM Index) והוא כולל כיום 25 משקים, בניהם ישראל.

MSCI ישראל

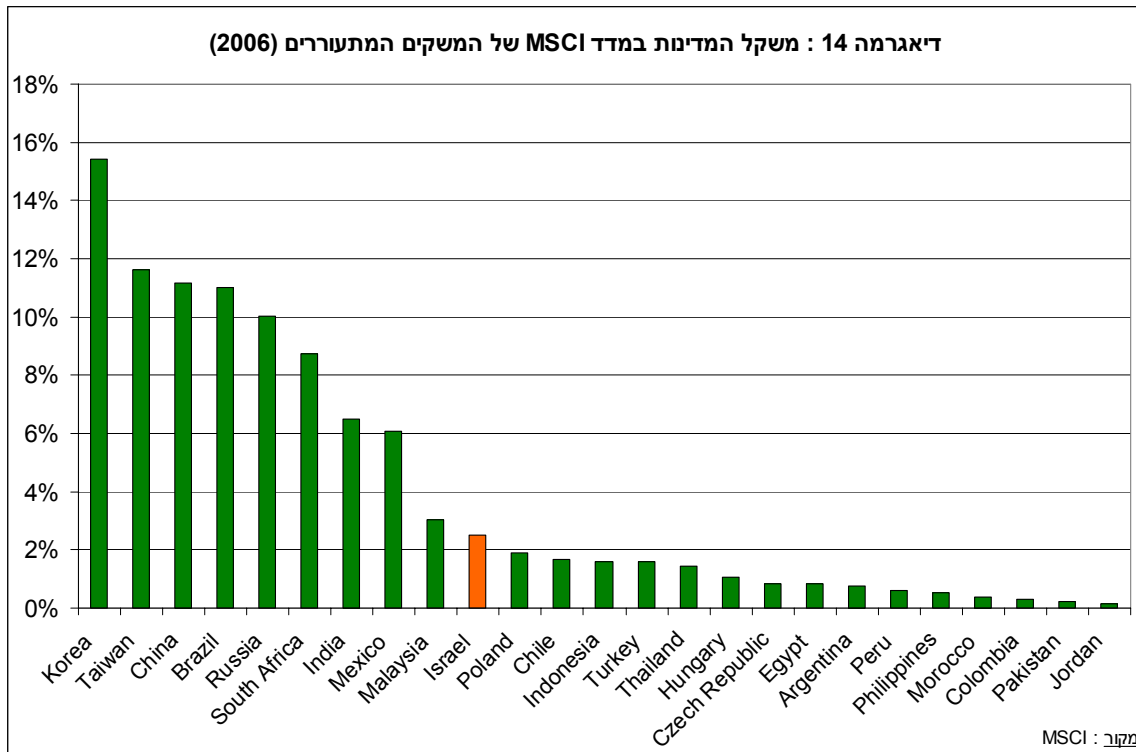
MSCI ישראל מורכב ממניות ישראליות הנסחרות בישראל ובניו-יורק, בדגש על כאלו הנסחרות בבורסת מניות הטכנולוגיה (הנסדא"ק). שקלול המניות של חברות בחו"ל הוא חריג וייחודי לישראל, שכן בניגוד ליתר המדינות, אלו מהווים באופן יחסי חלק גדול מסך הקפיטליזציה של החברות הישראליות. למעשה MSCI יצרה שני מדדים על המניות הישראליות, MSCI Israel Domestic (לחברות המקומיות), ו-MSCI Israel Non-Domestic (לחברות בחו"ל), כש-MSCI ישראל הוא שילוב שניהם²¹. משקלו של המדד הישראלי²² מסך המדד של EM Index

²⁰ ראו בהקשר זה כתבה של המגזין "בלומברג" מאת Debbie Massiello מאוקטובר 2002 תחת הכותרת: Free float indexes.

²¹ להרחבה ראו מסמך של MSCI מיולי 2005 בשם: "MSCI Index Calculation Methodology".

²² הכוונה למדד MSCI ישראל הכולל גם את המניות המקומיות וגם את אלו הנסחרות בחו"ל. כמו כן, לאורך המסמך הכוונה למדד זה, אלא אם כן נאמר אחרת.

עומד על כ-2.5% (כפי שניתן לראות בדיאגרמה 14); והוא נמוך במיוחד בהשוואה למשקלן של חמשת המדינות הגדולות במדד: דרום קוריאה (15.4%), טיוואן (11.6%), סין (11.2%), ברזיל (11.0%) ורוסיה (10.0%). כמו כן מתאפיין מדד MSCI ישראל בשונות גדולה במשקלן של הפירמות, כאשר בולטת במיוחד מנית "טבע" עם נתח של 44.6% מהמדד. חמשת המניות הגדולות במדד ("טבע", "בנק הפועלים", "צ'ק פוינט", "כימיקלים לישראל" ו"בנק לאומי") כוללות כבר כ-70% מהמדד.



נספח 2 - רשימת המדינות החברות ב-OECD ושנת הצטרפותן

1. קנדה (אפריל 1961)
2. ארה"ב (אפריל 1961)
3. דנמרק (מאי 1961)
4. בריטניה (מאי 1961)
5. איסלנד (יוני 1961)
6. נורווגיה (יוני 1961)
7. אירלנד (אוגוסט 1961)
8. פורטוגל (אוגוסט 1961)
9. ספרד (אוגוסט 1961)
10. תורכיה (אוגוסט 1961)
11. אוסטריה (ספטמבר 1961)
12. גרמניה (ספטמבר 1961)
13. שוודיה (ספטמבר 1961)
14. שוויץ (ספטמבר 1961)
15. בלגיה (אוקטובר 1961)
16. יוון (אוקטובר 1961)
17. הולנד (נובמבר 1961)
18. לוקסמבורג (דצמבר 1961)
19. איטליה (מרץ 1962)
20. יפן (אפריל 1964)
21. פינלנד (ינואר 1969)
22. צרפת (אוגוסט 1969)
23. אוסטרליה (יולי 1971)
24. ניו-זילנד (מאי 1973)
25. מקסיקו (מאי 1994)
26. צ'כיה (דצמבר 1995)
27. הונגריה (מאי 1996)
28. פולין (נובמבר 1996)
29. דרום קוריאה (דצמבר 1996)
30. סלובקיה (דצמבר 2000)

נספח 3 - רשימת המדינות השייכות ל-WORLD INDEX (המדינות המפותחות) של MSCI

1. אוסטרליה (ינואר 1970)
2. אוסטריה (ינואר 1970)
3. בלגיה (ינואר 1970)
4. קנדה (ינואר 1970)
5. דנמרק (ינואר 1970)
6. צרפת (ינואר 1970)
7. גרמניה (ינואר 1970)
8. איטליה (ינואר 1970)
9. יפן (ינואר 1970)
10. הולנד (ינואר 1970)
11. נורווגיה (ינואר 1970)
12. ספרד (ינואר 1970)
13. שוודיה (ינואר 1970)
14. שוויץ (ינואר 1970)
15. בריטניה (ינואר 1970)
16. ארה"ב (ינואר 1970)
17. הונג-קונג (דצמבר 1972)
18. סינגפור (דצמבר 1972)
19. פינלנד (ינואר 1988)
20. ניו-זילנד (ינואר 1988)
21. אירלנד (מאי 1993)
22. פורטוגל (דצמבר 1997)
23. יוון (יוני 2001)