
למה משקיעים בישראל?

יצחק קליין

ההתקפות על המדיניות הכלכלית של ישראל הפכו בשנים האחרונות לדבר שבאפנה, במיוחד מאז תחילת המיתון הנוכחי בשנת 1996. פוליטיקאים, אנשי עסקים ועיתונאים מותחים ביקורת לעתים תכופות על המדיניות הכלכלית של שלוש השנים האחרונות, כמו גם על המדיניות המרסנת של בנק ישראל. אלא שלפוליטיקאים ולאנשי עסקים יש אינטרסים משל עצמם, ופעמים רבות קשה לקבוע באיזו מידה הדברים הנאמרים על ידם הם בגדר תעמולה, ועד כמה הם נובעים מהערכת מצב כנה של עתידנו הכלכלי. הלוואי שהיה מקור אמין וחסר פניות, שביכולתו לומר לנו עד כמה באמת המשק הישראלי ראוי לאמון. בעצם, יש מקור כזה: המשקיע הזר. חברות זרות, קרנות נאמנות ומשקיעים פרטיים מתעניינים בדרך כלל בדבר אחד: עשיית כסף. אם הם סבורים שמשק מסוים הנו מבטיח, הם ישקיעו בו. אם הם סקפטיים, הם ישקיעו את כספם במקום אחר. אם נשווה בין מידת הצלחתם של משקיעים שונים במשיכת הון זר, הנמדד כאחוז מהתוצר המקומי הגולמי (תמ"ג), נקבל מושג כללי אודות המוניטין היחסי שלהן בשוקי ההון הבינלאומיים. מזווית ראייה זו, מעמדה הכלכלי של ישראל מפתיע לטובה.

ישראל הפכה למוקד משיכה למשקיעים זרים בזכות השגשוג הכלכלי בשנים 1990–1995. בעקבות התכנית לייצוב המשק משנת 1985, עבר המשק הישראלי תקופה של שינויים מבניים; חברות התייעלו, והתפתחו תעשיות חדשות בתחום התוכנה והאלקטרוניקה. הודות לכושר התחרות החדש, פתח המשק הישראלי ב-1990 בתהליך של צמיחה מואצת, שהונע על ידי השקעה חדשה, ושהגיע בדיוק בזמן לקלוט את גל העלייה האדיר מברית-המועצות לשעבר.

במוקדם או במאוחר, צמיחה זו הייתה חייבת למשוך את תשומת לבם של משקיעים זרים. התפתחותן של תעשיות חדשות עתירות ידע יצרה שפע של הזדמנויות למשקיע הזר. הצמיחה הכלכלית הגדילה את כוח הקנייה של הצרכן הישראלי, והדבר משך יצרנים בינלאומיים של מוצרי צריכה להיכנס לשוק הישראלי, בדרך כלל על ידי רכישת בעלות בחברות מקומיות. בשנת 1995 הפכה ההתעניינות הגוברת בכלכלה הישראלית לזרם אדיר של השקעות. לפי נתוני בנק ישראל, ההשקעות הזרות נטו עלו משיעור של 350 מיליון דולר לערך בשנת 1994 לכדי 1.6 מיליארד דולר ב-1995, הגיעו עד כדי 2 מיליארד דולר ב-1996, וטיפסו מעבר לקו של 2.5 מיליארד דולר בשנת 1997. ההשקעות הזרות בישראל נסוגו מעט בשנת 1998, וירדו לסך 1.9 מיליארד דולר לערך, אך זו הייתה שנה גרועה להשקעות זרות בעולם כולו (ראה תרשים 1). במחצית הראשונה של 1999 זרמו ההשקעות הזרות לישראל בקצב של כ-4 מיליארד דולר לשנה.

כדי לראות היכן ישראל עומדת ביחס למדינות אחרות בתחום הזה, יש להשוותה למתחריה העיקריים על כספי ההשקעות הזרות. אלה הם מיטב "המשקיעים המתפתחים". באמצע שנות התשעים זיהו כלכלנים מספר משקיעים במזרח אסיה ובאמריקה הלטינית, שבהם קצב הגידול בהשקעות הזרות היה מהגבוהים בעולם. כמה מהן – דרום קוריאה, אינדונזיה, מלזיה, הפיליפינים וטאילנד – הפכו מאז לקרבנות העיקריים של המשבר הפיננסי העולמי, וקרן המטבע הבינלאומית מכנה אותן כיום "מדינות במשבר"; מדינות אחרות, כגון סין, נמנות עדיין עם מוקדי המשיכה העיקריים של השקעות זרות. תרשים 2 משווה את הישגיה של ישראל בתחום ההשקעות הזרות בשנים האחרונות לאלה של מדינות המשבר, ולשאר מדינות אסיה – היבשת אשר משקיה המתפתחים מושכים יותר השקעות זרות מכל אזור אחר.

הדבר הראשון שראוי לציין הוא שעל אף שמדינות אלו נחשבות ל"כוכבים" במשיכת משקיעים זרים, ההון הזר הוא רק חלק קטן מהתוצר המקומי השנתי שלהן – בדרך כלל בסביבות שלושה או ארבעה אחוזים. ישראל מתקמת היטב בתוך הטווח הזה מאז 1994.* ברם, הנתון המשמעותי יותר הוא האופן שבו

* המספרים המוצגים בתרשים 1 מבוססים על הנתונים מבנק ישראל, בעוד המספרים בתרשים 2 מבוססים על הנתונים מקרן המטבע הבינלאומית ביחס לשנת 1996, ועל חישוביו של המחבר המתבססים על נוסחה מתוקנת של קרן המטבע לשנים 1997-1998. מוסדות שונים משתמשים בקריטריונים שונים כדי להכריע מה נכלל בהשקעות זרות. כאשר מסכמים את ההשקעות הזרות בישראל, בנק ישראל מונה רק את ההשקעה הזרה הישירה ורכישות של אחזקות ומניות

השפיע המשבר הפיננסי של השנתיים האחרונות על היקף ההשקעות הזרות במדינות אלה. קצב ההשקעה הזרה במדינות המשבר הפך לשלילי בשנת 1998, בעקבות בריחתו של הון זר. ההשקעות הזרות ביתר המשקים המתפתחים באסיה פחתו גם הן, עד לרמה הנמוכה ביותר בכל התקופה הנסקרת. ישראל הצליחה יותר משתי הקבוצות כאחת. פירוש הדבר שמשקיעים שחיפשו אפיקי השקעה רווחיים ובטוחים במשקים המתפתחים העדיפו את ישראל על פני משקים שנחשבו עד כה למושכים ביותר בעולם. רמת ההשקעות הזרות בישראל עלתה על זו שבמדינות אסיה בכל שנה מאז 1995.

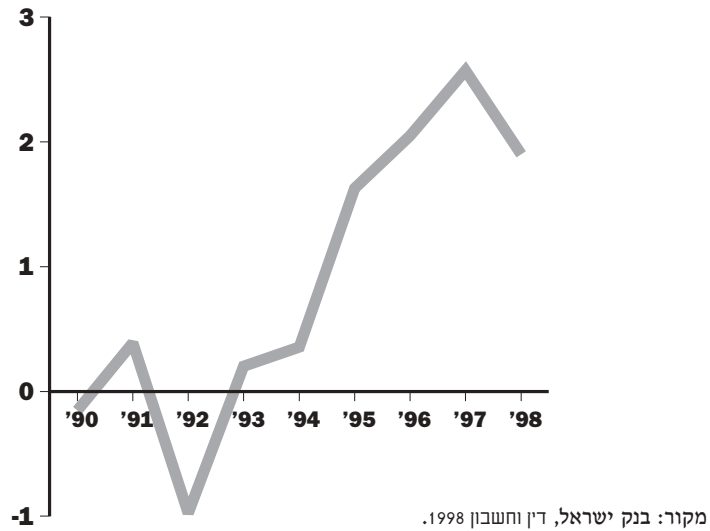
משום מה, בשנים האחרונות החלו משקיעים זרים לראות בישראל לא משק העומד על סף פשיטת רגל, הנתון לטלטלות קיצוניות, כפי שהייתה לפני חמש עשרה שנים, אלא מקום בטוח יחסית, שכדאי להשקיע בו – יותר מאשר ברבים מה"נמרים" לשעבר במזרח אסיה. לפתע, ישראל הפכה לעסקה טובה.

איך זה קרה?

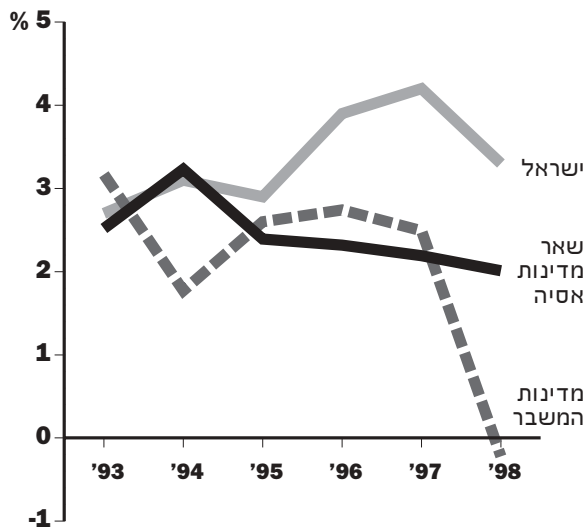
הצלחתה של ישראל במשיכת משקיעים זרים אינה נובעת ממדיניות מכוונת. אדרבה, נראה שהמפתח למשיכת הון זר הוא מדיניות כלכלית נבונה, המכוונת לחיזוק יסודות המשק, מדיניות שהייתה רצויה גם בהעדר השקעות זרות. מחקר של קרן המטבע הבינלאומית שהתפרסם לאחרונה, אשר עסק בגורמים למשבר הפיננסי במזרח אסיה, ניסה לאתר את המאפיינים של אותם משקים מתפתחים שהמשבר הפיננסי הבינלאומי הכה בהם באופן קשה במיוחד, לעומת אלה שנחלצו ממנו בנזקים קלים בלבד. מסקנת המחקר הייתה שהמדיניות הכלכלית הכוללת של מדינות המשבר הייתה גרועה למדי ביחס לזו של המדינות האחרות. המשקים הפגיעים יותר התאפיינו באינפלציה גבוהה למדי לעומת המדינות שיצאו בנזק קל, ובפיקוח רופף יותר על המערכת הפיננסית המקומית. הגירעון המסחרי והגירעון בתקציב הממשלה היו בדרך כלל במגמת עלייה, בעוד שבמדינות המצליחות יותר הם היו במגמת ירידה. הבדלים מתונים אלה היו

של חברות פרטיות בידי משקיעים זרים, אבל לא איגרות חוב ממשלתיות הנמכרות בחוץ לארץ, שאותן הוא אינו מחשיב כהשקעה בכלכלה הישראלית. ברם, קרן המטבע, אשר נתונה היו הבסיס לחישוב המספרים בתרשים 2, בבואה למדוד את תיק ההשקעות הזרות במדינה מסוימת, אינה מבחינה בין רכישות של ניירות ערך פרטיים וממשלתיים. כתוצאה מכך, נתונה ביחס להשקעות הזרות בישראל נבדלים מאלה של בנק ישראל, מה שיוצר חוסר התאמה בין תרשים 1 לתרשים 2 לגבי שיעורי ההשקעות הזרות בישראל.

תרשים 1. השקעות זרות בישראל 1990–1998 (נטו)
במיליארדי דולרים



תרשים 2. השקעות זרות בישראל (נטו), במדינות המשבר
ובמשקים המתפתחים בשאר מדינות אסיה, כאחוז מן התמ"ג



מקור: בנק ישראל, דין וחשבון 1998; הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, שוחון סטטיסטי לישראל, 49, 1998; נתונים מטבלאות שפרסמו מדינות שונות; חישובי המחבר. IMF, *International Statistics Yearbook*, 1998. הנתונים לגבי ישראל חושבו מחדש על מנת להתאימם לשיטות קרן המטבע הבינלאומי.

הגורם המכריע שקבע מי מהמדינות תוכל לשמור על אמונם של המשקיעים בשעת משבר.

ישראל הצליחה יותר מרוב המשקים המתפתחים במשיכת הון זר, משום שבשנים האחרונות המדיניות הכלכלית שלה הייתה, באופן יחסי, מופת של זהירות ותבונה. הגירעון המסחרי של ישראל ירד מרמה של 12.5 מיליארד דולר לערך בשנת 1996 למחצית השיעור הזה בשנת 1998. אמנם המיתון שהמשק הישראלי שרוי בו תרם את חלקו לכך, אך זוהי גם תוצאה של הירידה בגירעון התקציבי של הממשלה (גירעונות תקציביים מגבירים את הצריכה ונוטים להגדיל גירעונות מסחריים). גירעונות תקציביים גדלים, בדרך כלל, בתקופות מיתון, אך מדיניות פיסקלית זהירה גרמה לגירעון התקציבי של ממשלת ישראל לרדת מרמה של כמעט 5 אחוזים מהתמ"ג בשנת 1996 לרמה של 2 אחוזים, על פי התשקיף לשנה הפיסקלית 1999, בהתאם לתכנית הרב-שנתית להורדת הגירעון שאימצה ממשלת נתניהו בשנת 1996.

גם האינפלציה בישראל הייתה מרוסנת, והיא הצטמצמה בין השנים 1995–1999 למחצית – לטווח של 4–6 אחוזים. את ההישג הזה יש לזקוף בחלקו לזכות הגירעון התקציבי הפוחת ובחלקו לזכות המדיניות המוניטרית של בנק ישראל, אשר לא היסס להעלות את שערי הריבית כדי לבלום באֶגֶן התפרצויות אינפלציוניות. זו אינה מדיניות פופולרית, במיוחד בעת מיתון, אך הנקודה החשובה היא שבִּישראל מהלך זה לא נתגלה כצעד פיננסי בלתי־אפשרי, כפי שמדינות אחרות, כמו תאילנד, גילו במחיר יקר: העלאת שערי הריבית לא ערערה את היציבות הפיננסית של המגזר הבנקאי בישראל, שנשאר, בשורה האחרונה, בריא. אפשר ששערי הריבית הגבוהים יותר עיכבו את יציאתה של ישראל מהמיתון בשנת 1999, אך הם אינם גבוהים במידה שתגרום להעמקתו.

המדיניות הפיסקלית והמוניטרית פעלו בצורה משולבת: הגירעון התקציבי קטן, וכך פחת הלחץ האינפלציוני על המשק, וממילא לא נזקק בנק ישראל להעלות את שער הריבית לרמה הגבוהה שהייתה נדרשת כדי לבלום את האינפלציה. העלייה החדה ביותר בזמן האחרון בשער הריבית בישראל הייתה של ארבעה אחוזים, בחודשים אוקטובר ונובמבר אשתקד – עלייה זעירה בהשוואה לעלויות בשיעורי הריבית שלא הצליחו לייצב את משקי מלזיה ותאילנד בשנת 1997.

סיבה נוספת להצלחתו של המשק הישראלי קשורה לבריאותה של מערכת הבנקים המסחריים. המגזר הבנקאי בריא משום שבנק ישראל, הממונה על הפיקוח על מגזר זה, מקפיד לאכוף כללי הלוואה נבונים. כך, למשל, בנק ישראל אוסר על בנקים מסחריים להקצות יותר מעשרים אחוזים מהלוואותיהם לענף הנדל"ן.

מיתון בשוק הנדל"ן אינו יכול לסכן את עצם קיומם של הבנקים בישראל, כפי שמיתונים דומים עשו לבנקים ביפן, בתאילנד, במלזיה, באינדונזיה ובכמה מדינות באמריקה הלטינית.

ישראל זכתה בשנים האחרונות לשיעור גדול יחסית של השקעות זרות משום שהמשקיעים הזרים מגלים הזדמנויות עסקיות קורצות בחברות ישראליות ומוצאים עידוד ביציבות שיצרה המדיניות הכלכלית בישראל. המשבר הפיננסי העולמי גרם לתופעה כלל-עולמית של "נהירה לאיכות", המתבטאת בבריחת הון ממשקים בעייתיים לעבר משקים מעוררי אמון. הנהירה לאיכות משמעה, לפחות בחלקה, נהירה לישראל. במהלך תקופת המיתון ובעיצומה של המערבולת הפיננסית הבינלאומית צברה ישראל, בשקט, מוניטין של משק שבו שינויים פתאומיים בסביבה הכלכלית מתרחשים רק לעתים נדירות. זהו הישג מרשים למשק שרק לפני ארבע-עשרה שנה סבל מאינפלציה בת שלוש ספרות והתנדנד על סף פשיטת הרגל.

ההשקעות הזרות חשובות לא רק כמדד לבריאות המשק. השקעות אלו מבטיחות את כושר הייצור והצמיחה העתידיים שלו. כאשר משק נמצא במיתון, חברות מקומיות אינן אופטימיות לגבי הכנסותיהן העתידיות, ולכן הן משקיעות פחות. הצמיחה העתידית עלולה להיפגע. אך אם גורמי חוץ משקיעים במשק, ההון שלהם יכול להשלים באופן חלקי את שהחסירו ההשקעות המקומיות. מאז 1994, ההשקעה המקומית בישראל ירדה בכמעט 22 אחוזים, במונחים של אחוזי תמ"ג, והיא עומדת על פחות מחמישית מן התוצר המקומי של ישראל. אולם, ההשקעות הזרות השלימו בין שליש למחצית מן הירידה הזאת, ובכך צמצמו את השפעת המיתון על הצמיחה העתידית של המשק. כאשר יסתיים המיתון, ישראל תוכל לחזור מהר יותר, וביתר יעילות, לצמיחה כלכלית מואצת הודות להשקעות הזרות.

ההשקעות הזרות תורמות גם למאזן התשלומים של ישראל. היבוא של ישראל גדול מהיצוא. המשק חייב לשלם עבור יתרת היבוא, ובדרך כלל הוא לוהה לשם כך הון מחוץ לארץ. אולם, אם ההלוואות תגדלנה בקצב מהיר מדי, המשקיעים הזרים עלולים להטיל ספק באשר ליכולתה של ישראל לפרוע את חובותיה, ולעצור את זרם האשראי למשק שלנו, מה שיגרור לבריחת הון, לנפילה בערך השקל, ולהפיכת המיתון לשפל עמוק. זה בדיוק מה שקרה למדינות המשבר באסיה בשנים 1997-1998. אך השקעות זרות הן תחליף להלוואות: אם משקיעים

זרים משלמים בדולרים תמורת בעלות חלקית של חברות ישראליות, אותם הדולרים יכולים לממן את היבוא. ב־1998 ההשקעות הזרות צמצמו בשיעור של כשני שליש לעומת 1995 את היקף ההלוואות שהיו דרושות לישראל כדי לממן את היבוא. עובדה זו תורמת אף היא ליציבות השקל ביחס לשאר המטבעות, וזה עשוי לשכנע משקיעים זרים לראות במשק ישראל השקעה בטוחה עוד יותר מבעבר.

יהיה מי שיטען שההשקעות הזרות בישראל הן חרב פיפיות: מה יקרה אם המשקיעים הזרים יחליטו לפתע למשוך את השקעותיהם? בפועל, הסבירות לכך היא נמוכה. "השקעה" משמעה רכישת מניות או איגרות חוב של חברה, תמורת הון המשמש למימון אמצעי ייצור חדשים. משקיעים זרים מהססים בדרך כלל לחסל השקעות כאלה. הדבר נכון אפילו בתקופות של משבר כלכלי; רבים מהמשקיעים הזרים יעדיפו לשמור על השקעותיהם מאשר למכור אותן בהפסד. סוג של השקעות שקשה במיוחד לממש בחפזה הוא ההשקעה "הישירה", שבו המשקיע הזר רוכש נתח גדול מן הבעלות על חברה מסוימת, במקום לפזר את השקעותיו בתיק המורכב ממניות של חברות רבות. שלא כמו במדינות המשבר באסיה, רוב ההשקעות הזרות בישראל הן השקעות ישירות.

האיום האמיתי על יציבותו הפיננסית של משק אינו הסיכון של משיכת ההשקעות. כאשר משקיעים זרים "מושכים את כספם" ממדינה מסוימת, הם עושים זאת בעיקר על ידי גביית ההלוואות במטבע חוץ שהלוו לחברות ולבנקים של אותה מדינה, עקב ספקות המתעוררים לגבי יציבות המשק ויכולתן של החברות לפרוע את חובותיהן. מדינות רבות, ובתוכן ישראל, נשענות במידה רבה על הלוואות מסוג זה, שלעיתים קרובות היקפן עולה בהרבה על שיעור ההשקעות הזרות עצמן. ההגנה הטובה ביותר מפני משיכה פתאומית של כספי החוב החיצוני של המדינה היא, שוב, מדיניות כלכלית נבונה, שיש בה כדי לשכנע משקיעים במחויבותה של הממשלה לשמירה על יציבות כלכלית.

השיעור הגבוה של ההשקעה הישירה בחברות ישראליות מסביר גם מדוע גורמים זרים משקיעים בישראל: מפני שהם אינם יכולים להרשות לעצמם לא להשקיע בה. חלק גדול מההשקעה מנותב לחברות ההיי־טק. בעלות חלקית או מלאה על חברה ישראלית חדשנית יכולה להעניק לחברה זרה יתרון חשוב בשוקי העולם. ישנן גם חברות המשקיעות בישראל כדי לתקוע יתד בשוק הישראלי; כך רכשה דנונה, חברה צרפתית גדולה לייצור מוצרי חלב, 25 אחוזים מחברת שטראוס בשנת 1996. השוק הישראלי גדול כמו השוק של הערים ניצה ומרסיי גם יחד, ודנונה, המתרחבת מעבר לגבולות צרפת, גילתה כאן הזדמנות עסקית רבת־ערך.

דנונה מצטרפת לקבוצה נכבדה של תאגידים בינלאומיים אשר הגיעו בשנים האחרונות לאותה מסקנה: בהיותה אחת מן המדינות המתפתחות המצליחות ביותר, ישראל היא פשוט השקעה שאסור לוותר עליה.

עוד לפני הבחירות האחרונות, המדיניות הכלכלית המצליחה של ישראל הייתה נתונה להתקפות מתמידות. ההסתדרות והלובי החברתי המתהווה בכנסת הטיפו להגדלת הוצאות הממשלה. הממסד העסקי חזר ותקף את מדיניות שער הריבית של בנק ישראל. יזמים בתחום הנדל"ן טענו שפיקוח בנק ישראל "מחסל" את הענף. רק בקושי הצליחה הממשלה הקודמת להימנע מכניעה מוחלטת לתביעות האלה, דבר שהיה מסב נזק חמור למשק.

מי שמתלונן על מדיניות כלכלית זו ראוי לו שיכיר בטובה שהשפיעה על המשק. בשנת 1998 זכתה המדינה להדגמה קצרה של המחיר שהיא עלולה לשלם עבור מדיניות כלכלית בלתי־מפוכחת. באוגוסט 1998, בעקבות לחץ פוליטי כבד, הוריד בנק ישראל את שער הריבית באחוז וחצי. מיד החל השקל לצנוח. האינפלציה החלה לעלות; מטבע זר החל לברוח מן הארץ – בדומה למלזיה ולדרום קוריאה. בחודשים אוקטובר ונובמבר העלה בנק ישראל שוב את שער הריבית באופן חד. שערי החליפין התייצבו, האינפלציה נרגעה, וההשקעות הזרות המשיכו לזרום לישראל.

עונת התקציבים ניצבת בפתח, וממשלת ברק נתונה ללחץ כבד "לתקן את השגיאות של הממשלה הקודמת", כדי "להחיות שוב את המשק". אלה התומכים במדיניות כלכלית בלתי־אחראית יטענו כי בסופו של דבר הם אינם דורשים שינויים מפליגים מדי: כמה נזק יכול לקרות אם הממשלה תיסוג מעט מיעד האינפלציה שלה? אילו אסונות יתרחשו אם התקציב והגירעון המסחרי יתרחבו, לאחר שנים של צמצום? שינויים מתונים־לכאורה מסוג זה, במיוחד הפיכת המגמה של ירידה באינפלציה ובגירעונות המסחריים והתקציביים למגמת עלייה, די בהם כדי להפוך את ישראל לקרבן הפאניקה הפיננסית העולמית הבאה – כפי שמלמד ניסיוןן של תאילנד, מלזיה, דרום קוריאה וברזיל. ל"שגיאות" של המדיניות הכלכלית בשלוש השנים האחרונות היו סיבות טובות, והן בירכו את המשק הישראלי ביתרונות שערכם עלול להתברר במלואו רק לאחר שירדו לטמיון.

ד"ר יצחק קליין הוא חוקר בתחום המדיניות הציבורית.