

פרק ו'

מאזן התשלומים

הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים עלה ב־1999 לרמה של 2.6 מיליארדי דולרים. על אף עלייה זו, רמת הגירעון השנה נמוכה משמעותית מאלו ששררו בשנים 1995 ו־1996, עם זאת היא עדיין גבוהה בהשוואה למרבית המדינות המפותחות. עליית הגירעון השנה מבטאת את עליית ההשקעות, שנבעה בעיקר משתי עסקאות חד־פעמיות, ואת ירידת החיסכון, שביטאה את ירידת החיסכון הציבורי. במונחי הסחר מבטאת עליית הגירעון השנה התמתנות מסוימת בקצב גידולו של היצוא והתרחבות ניכרת ביבוא. התמתנות היצוא, שהתרכזת במחציתה הראשונה של השנה, נבעה מההאטה הנמשכת בסחר העולמי. הפיחות הריאלי, שהגדיל את רווחיות היצוא, החליש מגמה זו. התרחבות היבוא נבעה בחלקה הגדול משתי עסקאות חד־פעמיות, אולם ביטאה גם את התרחבות הביקושים המקומיים ואת המשך הירידה של מחירי היבוא.

תנועות ההון נטו למשק (החשבון הפיננסי למעט השינוי ביתרות מטבע החוץ) הסתכמו בשנת 1999 ב־3.1 מיליארדי דולרים, לעומת 1.5 מיליארדים בשנת 1998. התופעה הבולטת השנה היא חזרת ההשקעות של תושבי חוץ (ישירות ובמניות למסחר) במשק לרמה של 1997. ההשקעות הזרות השנה הושפעו, יותר מאשר בעבר, מן הנעשה בשוקי ההון בעולם, בעוד שהשפעתם של אירועים מקומיים הקשורים למשק הישראלי בלטה פחות. ההשקעות של תושבי חוץ במשק התמקדו בשני אפיקים עיקריים – השקעות ישירות במשק בהיקף של 2.3 מיליארדי דולרים, ורכישת מניות של חברות ישראליות המונפקות בחו"ל, בעיקר בתחום התוכנה והתקשורת, בסכום כולל של כ־2 מיליארדים. ההשקעות הישירות ובמניות למסחר של פרטים נטו במשק היו השנה גבוהות מהגירעון בחשבון השוטף, דבר שאיפשר ירידה בחוב החיצוני נטו של המשק.

1. קווי ההתפתחות העיקריים

הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים עלה ב־1999 לרמה של 2.6 מיליארדי דולרים, לאחר שעמד על 0.8 מיליארד ב־1998. התפתחות זו מבטאת עלייה בשיעור ההשקעות, שנבעה בעיקר משתי עסקאות בעלות אופי חד־פעמי, לצד ירידה בשיעור החיסכון, שנבעה מירידת החיסכון הציבורי. במישור הסחר מבטאת התרחבות הגירעון השנה התמתנות בקצב עליית היצוא לצד התרחבות ניכרת ביבוא.

קצב הגידול של היצוא הישראלי (בניכוי הון, יהלומים ויצוא לשטחי האוטונומיה) עמד השנה על 9.7 אחוזים במונחים כמותיים. קצב זה הוא נמוך מאשר בשנת 1998, ומבטא את התמתנות הגידול של יצוא הסחורות לצד האצת הגידול של יצוא השירותים. התפתחות היצוא לא הייתה אחידה לאורך השנה: לאחר ירידות במחציתה הראשונה הייתה התאוששות ניכרת במחצית השנייה – הן בענפים המתקדמים והן במסורתיים.

בשנת 1999 עלה הגירעון
בחשבון השוטף לרמה של
2.6 מיליארדי דולרים.

קצב עליית היצוא התמתן
השנה מעט, כתוצאה של
האטה ביצוא הסחורות
והאצה ביצוא השירותים.

ההתפתחות של יצוא הסחורות השנה ביטאה השפעות מנוגדות של שני גורמים עיקריים: מחד גיסא, נמשכה ההאטה בסחר העולמי והשפיעה לרעה על היצוא הישראלי; מאידך, הגדיל הפיחות הריאלי, שהיה השנה, את רווחיות היצוא, והשפיע עליו לטובה. כן תרם לעליית יצוא הסחורות השנה הביקוש העולמי למוצרי של ענף ההייטק המוביל בתעשייה הישראלית – "תקשורת, בקרה, פיקוח וציוד רפואי". העלייה ביצוא השירותים ביטאה השנה בעיקר את ההתפתחות החיובית ביצוא שירותי התיירות.

קצב הגידול של היבוא הישראלי (בניכוי הון, יהלומים, דלק ויבוא משטחי האוטונומיה) עלה השנה במידה ניכרת ועמד על 12.7 אחוזים במונחים כמותיים. חלק גדול מעלייה זו מוסבר בשתי עסקות יבוא חד-פעמיות – רכישת מטוסים והשקעה של חברת "אינטל" במפעל מקומי, אך גם בניכוי מתקבלת האצה בקצב הגידול של היבוא, שעמד השנה על כ-8.4 אחוזים. ההאצה חלה על אף שיעור הגידול הנמוך של התוצר העסקי והפיחות הריאלי שהיה במהלך השנה. היא ניתנת להסבר בהתרחבות הביקושים המקומיים, שנבעה מציפיות להתאוששות של הפעילות במשק ומהמשך הירידות החדות של מחירי היבוא לצד חשש לעלייתם בעתיד.

תנועות ההון נטו למשק (החשבון הפיננסי למעט השינוי ביתרות מטבע החוץ) הסתכמו בשנת 1999 ב-3.1 מיליארדי דולרים, לעומת 1.5 מיליארדים בשנת 1998. התופעה הבולטת השנה היא חזרת ההשקעות של תושבי חוץ (ישירות ובמניות למסחר) במשק לרמה של 1997. עם פרוץ המשבר הפיננסי העולמי בסוף שנת 1997 נחלש מאוד זרם ההשקעות של תושבי חוץ במניות, וירידתו נמשכה גם לאורך שנת 1998. במשך כל תקופת המשבר היה חשש כי תושבי חוץ יקטינו את השקעותיהם בישראל, ואף ייצאו הון בהיקפים נרחבים. חשש זה פג השנה, עם דעיכת השפעתו של המשבר הפיננסי העולמי על השווקים המתעוררים בעולם, כשזרם ההשקעות הישירות ובמניות למסחר של תושבי חוץ בישראל גדל מ-2.4 מיליארדי דולרים בשנת 1998 ל-3.7 מיליארדים.

ההשקעות של תושבי חוץ במשק התמקדו בשני אפיקים עיקריים. האחד, המשך ההשקעות הישירות במשק בהיקף של 2.3 מיליארדי דולרים, והשני, רכישת מניות של חברות ישראליות המונפקות בחו"ל, בעיקר בתחום התוכנה והתקשורת, בסכום כולל של כ-2 מיליארדי דולרים. לעומת השקעות אלה בולט היעדרם של תושבי חוץ מהבורסה בתל אביב. אפשרות אחת היא שההנפקות של החברות הישראליות בחו"ל והיקפי ההשקעות של תושבי חוץ בהן החליפו השקעות שלהם בבורסה בתל אביב. אפשרות אחרת היא שהירידה בהשקעות בתל אביב נבעה מעלייה זמנית של רמת הסיכון שתושבי חוץ ייחסו להשקעות בישראל, בדומה לירידה בהשקעות הפיננסיות בשווקים המתעוררים בכלל. על פי השערה זו התייחסותם של תושבי חוץ לחברות הישראליות הנסחרות בחו"ל, שברובן בענפי ההייטק והן מוטות יצוא, שונה מהתייחסותם לחברות הישראליות הנסחרות בתל אביב. בחודשים דצמבר 1999 וינואר ופברואר 2000 השקיעו תושבי חוץ כ-350 מיליוני דולרים בבורסה בתל אביב, סכום גבוה, שייתכן כי הוא מבשר את חזרתם של המשקיעים הזרים לבורסה.

ההשקעות הישירות ובמניות למסחר של פרטים נטו במשק (השקעות תושבי חוץ בניכוי השקעות ישראלים בחו"ל), שהסתכמו ביותר מ-3 מיליארדי דולרים, והעברות ההון, שהסתכמו ב-1.7 מיליארדים, היו מעבר לגירעון בחשבון השוטף, והן איפשרו את מימונו תוך ירידה בחוב החיצוני נטו של המשק (ירידה נומינלית ובאחוזי תוצר).

ביבוא הייתה השנה האצה משמעותית, שחלק גדול ממנה נבע משתי עסקאות חד-פעמיות

התופעה הבולטת השנה היא חזרת ההשקעות של תושבי חוץ (ישירות ובמניות למסחר) במשק לרמה של 1997.

ההשקעות של תושבי חוץ במשק התמקדו בשני אפיקים עיקריים – השקעות ישירות במשק ורכישת מניות של חברות ישראליות המונפקות בחו"ל.

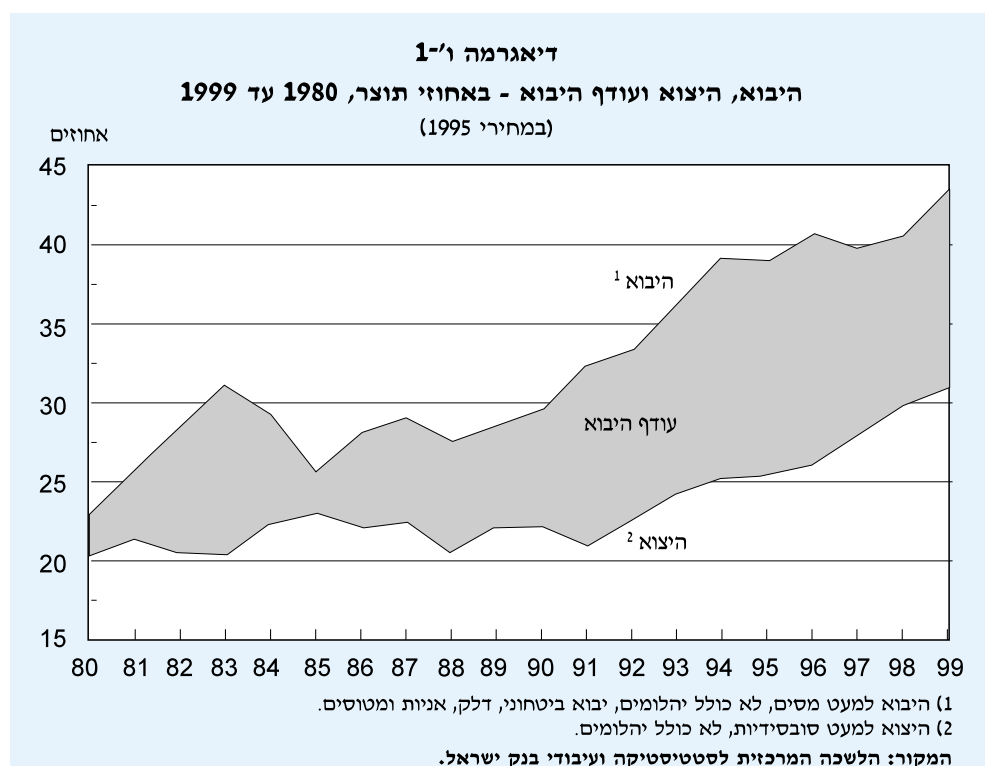
2. החשבון השוטף

א. ניתוח מקרורי-כלכלי של החשבון השוטף

השנה עלה הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים והגיע לרמה של 2.6 מיליארדי דולרים, לעומת 0.8 מיליארד ב־1998¹. באחוזי תוצר עלה הגירעון ל־2.6 אחוזים. עם זאת, רמת הגירעון השנה נמוכה משמעותית מרמות השיא ששררו במשך בשנים 1995 ו־1996. השוואה בינלאומית מלמדת, כי יחס הגירעון לתוצר בישראל גבוה יותר מאשר במרבית המדינות המפותחות, אף כי לא במידה ניכרת (לוח ו'־1).

ניתוח טכני של החשבון השוטף מלמד, כי העלייה בו השנה נובעת מעליית עודף היבוא (לוח ו'־2, לוח ו'־1, דיאגרמה ו'־1). התפתחות ההעברות השוטפות לא תרמה לעליית הגירעון, והגידול הקטן בהן דווקא קיזז מעט את העלייה. גידולו של עודף היבוא נבע מחשבון הסחורות ומחשבון ההכנסות מגורמי ייצור, שבהם נרשמה עלייה ניכרת בהפרש

הגירעון נותר השנה נמוך
מאשר בשנים 1995
ו־1996, על אף עלייתו. עם
זאת הוא היה גבוה מאשר
במרבית המדינות
המפותחות.



¹ נתוני הגירעון בחשבון השוטף לשנים 1990 עד 1998 עודכנו השנה כלפי מטה, עקב שינוי כלפי מטה בנתוני יבוא שירותי התיירות בשנים אלו. הסיבה לשינוי הנתונים היא, שאומדן יבוא שירותי התיירות, אשר בו השתמשה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה בשנים אלו, היה מוטע כלפי מעלה, כתוצאה של שני גורמים מרכזיים. הגורם הראשון הוא, שהאומדן התייחס לכל הישראלים היוצאים לחו"ל כתיירים, אף שחלק מהם היו ישראלים, השוהים דרך קבע בחו"ל ובאו ארצה ל"ביקור מולדת". הגורם השני הוא, שההוצאה הממוצעת ליום ששימשה לאומדן זה הייתה גבוהה בהרבה מזו שהתקבלה בסקר שנערך לאחרונה על ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. כתוצאה מן העדכון לאחר נתקבלה ירידה של 1.2- מיליארדי דולרים בנתוני הגירעון בחשבון השוטף בכל אחת מן השנים 1995 עד 1997. העדכון לשנים 1990 עד 1994 היה קטן יותר, והגיע עד כ־650 מיליוני דולרים בשנה.

לוח ו'-1

חלק א': ההשקעה, החיסכון והחשבון השוטף בישראל, 1990 עד 1999
(אחוזי תוצר)

השנה	החיסכון	ההשקעה	החשבון השוטף על פי הגדרת החשבונאות הלאומית (החיסכון - ההשקעה)
ממוצע			
1993-1990	21.8	23.7	-1.9
1994	19.3	24.0	-4.7
1995	19.6	25.4	-5.8
1996	18.8	24.4	-5.6
1997	18.2	21.7	-3.5
1998	18.7	19.5	-0.7
1999	17.6	20.2	-2.6

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

חלק ב': ההשקעה, החיסכון והחשבון השוטף - השוואה בינלאומית, 1998
(אחוזי תוצר)

המדינה	החיסכון	ההשקעה	החשבון השוטף על פי הגדרת החשבונאות הלאומית (החיסכון - ההשקעה)
מדינות מפותחות נבחרות			
ארדה"ב	16.8	17.8	-1.1
קנדה	21.0	19.1	1.9
יפן	28.5	26.2	2.2
צרפת	21.4	18.5	3.0
גרמניה	24.2	19.2	5.0
בריטניה	17.2	17.6	-0.4
איטליה	20.8	16.7	4.1
ספרד	22.4	21.3	1.1
אוסטרליה	22.8	23.8	-1.0
נירזילנד	19.7	19.2	0.5
שווקים מתעוררים נבחרים			
מקסיקו	22.4	21.3	1.1
ארגנטינה	17.4	19.9	-2.5
ברזיל	18.6	19.9	-1.3
צ'ילה	22.5	25.5	-2.9
קוריאה	33.4	29.4	4.0
תאילנד	36.1	26.7	9.4
פולין*	20.4	23.6	-3.2
צ'כיה	28.5	27.5	1.0

* נתונים ל-1997.

המקור: IFS.

לוח ו'-2

החשבון השוטף ומימון, 1993 עד 1999
(מיליארדי דולרים)

ממוצע				
1999	1998	1997	1996-1993	
-2.6	-0.8	-3.5	-4.1	החשבון השוטף
9.0	7.0	9.7	10.0	עודף היבוא הכולל
6.9	5.1	8.0	8.3	עודף היבוא האזרחי
38.6	35.0	33.2	26.7	היצוא
45.5	40.1	41.2	35.1	היבוא האזרחי
6.4	6.1	6.2	5.8	ההעברות השוטפות
				המימון
1.7	1.8	2.2	1.8	העברות ההון
1.6	1.0	0.8	0.2	ההשקעה הישירה
1.7	2.5	4.1	2.4	ההשקעה בתיק ניירות ערך למסחר ¹
-0.2	-2.0	4.5	0.7	השקעות אחרות ²
-1.3	-1.9	-9.3	-1.5	העלייה (-) ביתרות מטבע החוץ
-0.9	-0.6	1.2	0.6	טעויות והשמטות

(1) השקעות במניות ואיגרות חוב סחירות.

(2) כולל בעיקר אשראי ופיקדונות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ויעבורי בנק ישראל.

בין היבוא ליצוא. לעומת זאת, בחשבון השירותים נמשכה הירידה של עודף היבוא. בתוך חשבון הסחורות ניכרה עלייה חדה ביבוא ועלייה מתונה יותר ביצוא, כך שעודף יבוא הסחורות עלה. ראוי לציין, כי חלק ניכר מן העלייה ביבוא הסחורות ניתן להסבר בשתי העסקאות הגדולות שפורטו לעיל. בניכוי עסקאות אלו, שנרשמו כיבוא של מוצרי השקעה, היה עודף היבוא השנה גדול רק במעט מזה של השנה הקודמת.

את ההתפתחויות בחשבון השוטף ניתן לנתח משתי נקודות מבט. הניתוח מנקודת המבט האחת נעשה באמצעות בחינת הגורמים המשפיעים על היבוא והיצוא. ניתוח זה מיושם בהרחבה בהמשך הפרק, שבו מפורטים הגורמים אשר השפיעו על התפתחות היצוא והיבוא השנה. סיכומו של ניתוח זה מובא להלן, תוך חלוקת הגורמים האלה לפי שני ערוצי השפעה – השפעת המחירים וההשפעה הכמותית. מתברר שעלייתו של עודף היבוא השנה מבטאת את תוצאתן של שתי השפעות מנוגדות – השפעת המחירים פעלה לצמצום עודף היבוא², ואילו ההשפעה הכמותית פעלה לגידולו (לוח ו'-3, לוח ו'-4).

השפעתו של השינוי במחירים נזקפת לזכות המשך השיפור בתנאי הסחר: ירידתם של מחירי היבוא הייתה תלולה מזו של מחירי היצוא, והדבר תרם לשחיקת ערכו של עודף

עליית הגירעון מבטאת
שינויים כמותיים.
התפתחות המחירים
קיימה עלייה זו.

2 ההתייחסות היא רק להשפעה הישירה של השינוי במחירים, ולא להשפעתו העקיפה דרך השינוי בכמויות.

לוח ו'-3

תנאי הרקע, 1993 עד 1999
(שיעורי השינוי, אחוזים)

ממוצע				
1999	1998	1997	1996-1993	
הסחר העולמי				
3.7	3.6	9.9	7.3	ההתרחבות הכמותית – סחורות ושירותים
3.9	3.9	10.5	7.6	ההתרחבות הכמותית – סחורות
-0.8	-5.1	-4.9	1.5	המחירים בדולרים – סחורות ושירותים
המחירים היחסיים ושערי החליפין				
0.8	-2.3	-4.8	-2.2	מחירי היבוא / מחירי התוצר ²
1.4	0.1	-2.7	-2.6	מחירי היצוא / מחירי התוצר ³
0.8	-1.4	-2.9	-4.3	מחירי הסחירים / מחירי הלא-סחירים
9.0	10.2	8.2	6.8	דולר / שקל
8.3	9.6	4.3	7.0	סל המטבעות / שקל
1.1	1.3	9.2	-0.5	דולר / סל ⁴
0.8	2.0	2.4	-0.6	תנאי הסחר
-0.6	-3.1	-1.8	1.0	מחירי היצוא (בדולרים) ⁴
-1.4	-5.0	-4.1	1.7	מחירי היבוא (בדולרים) ⁴

(1) המקור: World Economic Outlook של ה-IMF, אוקטובר, 1999.

(2) נתוני החשבונאות הלאומית: מחירי היבוא ללא יחלומים, מחירי התוצר העסקי (כולל דיור).

(3) נתוני החשבונאות הלאומית: מחירי היצוא ללא יחלומים, מחירי התוצר העסקי (כולל דיור).

(4) מחירי היבוא והיצוא הדולריים ללא ההון וההלוואות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

היבוא. ההתפתחות של מחירי היבוא מבטאת את המשך הירידה של מחירי המוצרים הסחירים בעולם, ובראשה המשך הירידה של מחירי חומרי הגלם; זאת פרט למחירי הדלק, שעלו השנה, וקיצו מגמה זו במידת מה. ההתפתחות של מחירי היצוא מבטאת שחיקה מועטה יחסית במחירי הסחורות המיוצאות.

ההשפעה הכמותית נבעה השנה משני גורמים מרכזיים. הגורם הראשון הוא התרחבות הביקושים המקומיים, שהגדילה את היבוא. מקורה של התרחבות זו הוא במידה רבה בעליית הביקוש להשקעות, שנבעה בחלקה הגדול משתי העסקאות החד-פעמיות שהוזכרו לעיל. הגורם השני שפעל להרחבת הגירעון השנה הוא המשכה של ההאטה בסחר העולמי, אשר פעל למיתון היצוא. הפיחות בשער החליפין הריאלי והמשך השיפור בתנאי הסחר קיצו מעט השפעות אלו, ותרמו לצמצום כמותי של עודף היבוא.

נקודת המבט השנייה על החשבון השוטף בוחנת את ההתפתחות בו תוך ניתוח הגורמים המשפיעים על ההשקעה והחיסכון, שההפרש ביניהם מגדיר את גודל הגירעון. הסתכלות זו מתאימה יותר לניתוח מגמות ארוכות טווח בחשבון השוטף ולהערכת התפתחותו העתידית, שכן הן ההשקעה והן החיסכון מבטאים שיקולים של הטווח הארוך.

עליית הגירעון מבטאת
עלייה בהשקעה וירידה
בחסכון.

ניתוח ההתפתחויות בחשבון השוטף בדרך זו מלמד, כי ירידת הגירעון ביחס לתוצר בשנים 1997 ו-1998 נבעה כמעט כולה מירידת שיעור ההשקעה במשק. ירידה זו ניתנת להסבר על ידי מספר גורמים – ביניהם מיצוי ההשפעה של ביקושי גל העלייה, ההצטברות הניכרת של מלאי הון במשק, הריסון המקרר-כלכלי, שבא בין היתר כתגובה על הגירעון הגדול בחשבון השוטף, וכן הירידה בתשואה להון. עליית הגירעון ב-1999 נבעה הן מעליית שיעור ההשקעה, שנבעה כמעט כולה משתי העסקאות החד-פעמיות שהוזכרו לעיל, והן מירידת שיעור החיסכון, שביטאה ירידה בחיסכון הציבורי.

לוח ו'-4

התרומות הישירות לגידול עודף היבוא¹, 1993 עד 1999
(מיליארדי דולרים)

ממוצע				
1999	1998	1997	1996-1993	
-1.15	-0.82	-1.19	0.17	סך השפעת המחירים
-0.04	-0.18	-0.16	0.12	המחירים העולמיים
-1.10	-0.64	-1.03	0.05	תנאי הסחר
2.29	-1.24	-1.04	0.93	השינוי הכמותי
				השינוי בעודף היבוא האזרחי
1.14	-2.06	-2.23	1.10	למעט גורמי הייצור

(1) ההתייחסות כאן ליבוא וליצוא ללא גורמי הייצור ההון והעבודה, מקבילה להתייחסות בחשבונאות הלאומית (ללא מסים על היבוא). המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה וציבורי בנק ישראל.

שיעור החיסכון בישראל
נמוך מאשר במרבית
המדינות המפותחות,
והדבר משפיע במידה רבה
על שיעור הגירעון.

שיעור ההשקעה בישראל
גבוה, ודומה לשיעור
במדינות המצויות בתהליך
צמיחה מהיר.

השוואה בין-לאומית מלמדת, כי שיעור הגירעון הגבוה בישראל נובע במידה רבה משיעור חיסכון נמוך ובמידה מסוימת גם משיעור השקעה גבוה (לוח ו'-1). שיעור החיסכון בישראל נמוך מאשר במרבית המדינות המפותחות אף ששיעור האוכלוסייה המבוגרת בישראל נמוך מאשר במרבית המדינות הללו, מצב דמוגרפי שלכשעצמו תומך בשיעורי חיסכון גבוהים יותר. שני גורמים עשויים להסביר את שיעור החיסכון הנמוך: הראשון מבוסס על תורת ההכנסה הפרמנגטית, שעל פיה ייתכן כי שיעורי החיסכון הנמוכים כיום נובעים מציפיות לגידול של שיעורי הצמיחה בעתיד; השני קשור לשיעור הגבוה של עולים חדשים בישראל, שבשנים הראשונות לשהייתם בארץ חוסכים מעט.

אשר להשקעה – שיעורה בישראל אמנם גבוה ביחס למרבית המדינות המפותחות, אולם הוא אינו גבוה ביחס לאותן מדינות – מפותחות ומתפתחות – המצויות בתהליך צמיחה מהיר. כך, מבטא שיעור ההשקעה הגבוה בישראל תהליך של סגירת פערים מול המדינות המתקדמות בעולם. מלבד זאת טרם קוּזו הגידול שהיה בשיעור ההשקעה בישראל בראשית שנות התשעים; כתוצאה מגידול זה, שנבע מהתאמת מלאי ההון לתהליך קליטת העלייה, שיעור ההשקעה כיום גבוה גם במונחים היסטוריים.

בבואנו להעריך את התפתחות החשבון השוטף בשנים הבאות, הערכה שמסייעת בבדיקת יכולתו של המשק להחזיר את חובו בטווח הארוך (סוגייה הנדונה בתיבה ו'-1), עלינו לבחון את המגמות הצפויות של ההשקעה והחיסכון במשק. בחינה זו אינה מניבה

התפתחות החיסכון
וההשקעה בעתיד אינה
חד־משמעית, וצפוי כי
תושפע מגורמים הפועלים
בכיוונים מנוגדים.

מסקנות חד־משמעיות, ולהלן יפורטו הגורמים השונים הצפויים לפעול על שני משתנים אלו. אשר להשקעה – הואיל וגידולה השנה נבע מעסקאות חד־פעמיות, יש להניח כי בשנה הבאה שיעורה יחסל לתוצר יירד. בטווח הארוך – רמותיהם הגבוהות, במונחים היסטוריים, של ההשקעה ומלאי ההון תומכות בירידת שיעור ההשקעה בשנים הבאות, בעוד שכנגד זאת ייתכן שהשינויים הטכנולוגיים המתחוללים במשק יחייבו שמירה על רמת השקעות גבוהה גם בעתיד.

אשר לחיסכון – לפי תיאוריית ההכנסה הפרמנגנטית, אם שיעורי החיסכון הנמוכים היום נובעים מציפייה לשיעורי צמיחה גבוהים יותר בעתיד, התממשותה של ציפייה זו תביא לעלייה של שיעור החיסכון. כנגד זאת אפשר שמעבר של המשק לתוואי צמיחה שלא היה חזוי במלואו עלול להביא להתרחבות התצרוכת מעבר להתרחבות התוצר, וזו תביא לירידת שיעור החיסכון. גם המגמות בחיסכון הממשלתי עשויות להשפיע על החיסכון בשנים הבאות: אם תתכנס ישראל למגמה העולמית של צמצום הגירעון הממשלתי, ותתקן את העלייה שהייתה השנה בגירעון זה, יתרום הדבר לעליית החיסכון – כל עוד תגובת החיסכון הפרטי לא תביא לקיצוץ מלא של מגמה זו. לנוכח היחלשותו של המיתאם השלילי בין שני סוגי החיסכון בשנים האחרונות, וכן לנוכח התגובה החלשה של החיסכון הפרטי לירידת החיסכון הציבורי השנה, סביר שהקיצוץ, אם יהיה, לא יהיה מלא.

מעבר לדיון בשיעור הגירעון שאליו המשק צפוי להתכנס בשנים הבאות, עומדת השנה שאלה חשובה נוספת על הפרק: מה תהיה תגובתו קצרת הטווח של הגירעון בחשבון השוטף על תהליך היציאה מן המיתון, שעל פי ההערכה המקובלת המשק עומד בראשיתו? כיוון ההשפעה של תהליך כזה על החשבון השוטף אינו ודאי, אף ששתי אפיוזדות קודמות של יציאה ממיתון בעברה של מדינת ישראל התאפיינו בגידול של הגירעון. כך, היציאות מן המיתונים של השנים 1966–1967 ו־1988–1989 הביאו לגידול של הגירעון בחשבון השוטף,

תיבה ו'–1: אינדיקטורים שונים לבחינת יכולת ההתמדה של ישראל בתוואי הנוכחי של החשבון השוטף

גירעון בחשבון השוטף אפיין את מאזן התשלומים של מדינת ישראל במרבית שנות קיומה. תופעה זו אינה חריגה לגבי מדינה צעירה המתפתחת במהירות. עם זאת, שאלה חשובה היא, אם התוואי של החשבון השוטף בישראל הוא ב־התמדה בטווח הארוך. במילים אחרות: האם תוואי הגירעון הצפוי לשנים הבאות יאפשר למשק להחזיר את חובו החיצוני בטווח הארוך בלי להיקלע למשבר במאזן התשלומים, שיביא לירידה חדה של רמות התצרוכת והתוצר?

תחילה חשוב להבהיר מהם התרחישים שיאפשרו התמדה בתוואי הקיים. הואיל והמשק מחזיק כיום יתרת חוב חיצוני, אפשריים שני תרחישים כאלה: האחד הוא שהמשק יקיים עודפים עתידיים בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, והשני שהוא ימשיך לקיים גירעונות בחשבון השוטף, אך יממן גירעונות אלו באמצעות מכירת נכסים. דוגמה למכירת נכסים כזאת היא מכירת חברות סטרטאפ מקומיות לגורמים זרים, תופעה שכיחה במשק הישראלי בעת האחרונה. ואולם, אם תופעה זו לא

תימשך בטווח הארוך, הרי כדי שהתוואי של החשבון השוטף יהיה ב־התמדה יש ליצור בו עודפים עתידיים.

הערכת יכולתו של המשק הישראלי לקיים עודפים עתידיים כאלו היא משימה קשה, שכן היא מחייבת תחזית כמותית לגבי הגורמים המקור-כלכליים בעתיד הרחוק. עם זאת ניתן להשתמש באינדיקטורים שונים, המהווים חלק ממאפייני המשק כיום, כדי להעריך יכולת זו. לרשותנו ארבעה אינדיקטורים בולטים, שנמצאו במחקרים אמפיריים שונים כבעלי יכולת חיזוי טובה למידת ההתמדה הצפויה בתוואי החשבון השוטף. אינדיקטורים אלו יפורטו להלן.

האינדיקטור הראשון הוא גודל הגירעון. הגירעון בחשבון השוטף בישראל מצוי עדיין ברמה גבוהה, כפי שמתבטא בשיעורו ביחס לתוצר, שיעור גבוה יותר מאשר במרבית המדינות המפותחות (לוח ו'-1). עם זאת, ירידת רמתו בשנתיים האחרונות, כפי שמתבטא בלוח ו'-2, והתקרבות יחסו לתוצר אל השיעורים המקובלים בחלק מהמדינות המפותחות, מחזקות את ההערכה כי תוואי החשבון השוטף הוא ב־התמדה בטווח הארוך. אולם, כדי לאפשר את ההתמדה בתוואי זה, מן ההכרח להמשיך ולהוריד את הגירעון.

האינדיקטור השני הוא יחס החוב החיצוני לתוצר. ככל שיחס זה גבוה יותר, קשה יותר לעמוד במגבלת התקציב של הטווח הארוך. בישראל יחס זה עדיין משמעותי, אולם, כפי שניתן לראות בלוח ו'-14, הוא הולך ויורד בשנים האחרונות, ולפיכך גם הוא מאפשר הערכה אופטימית באשר ליכולת ההתמדה בתוואי החשבון השוטף.

האינדיקטור השלישי הוא הרכב הגירעון בחשבון השוטף. אם גירעון זה נובע מרמה גבוהה של השקעות ולא מרמה נמוכה של חיסכון, הוא מאפשר תחזית אופטימית באשר ליכולת ההתמדה בתוואי הקיים. רמת ההשקעות הגבוהה בישראל, המתבטאת בנתוני לוח ו'-1, היא סימן חיובי, שכן השקעות אלו עשויות לתרום לפריון העתידי, ובכך לסייע להתמיד בתוואי החשבון השוטף. עם זאת, רמתו הנמוכה של החיסכון בישראל, המתבטאת גם היא בנתוני לוח ו'-1, מצביעה על קושי להתמיד בתוואי הקיים.

האינדיקטור הרביעי הוא שער החליפין הריאלי. הפיחות הריאלי, שהיה בישראל בשנתיים האחרונות, ומחק חלק ניכר מייסוף היתר שהצטבר בשנות התשעים (דיאגרמה ו'-3), תרם לירידת הגירעון בחשבון השוטף. עם זאת, ההתפתחויות האחרונות בשוק מטבע החוץ מעמידות בספק את האפשרות שהפיחות הריאלי אכן יישמר, והדבר מחליש מעט את ההערכה בדבר יכולתו של המשק להתמיד בתוואי הקיים.

חשוב, כמובן, להזכיר, כי האינדיקטורים שצוינו לעיל נוגעים ליכולת העמידה של המשק במגבלת התקציב של הטווח הארוך. ברם, סכנה של משבר במאזן תשלומים בגלל מחסור בנזילות בטווח הקצר קיימת גם אם המשק עומד במגבלת התקציב של הטווח הארוך. האינדיקטורים השונים באשר למידת החשיפה של המשק הישראלי לסכנה זו מובאים במסגרת הדיון בחשבון ההון, בהמשך הפרק.

משום שהן הובלו בעיקר על ידי עלייה בהשקעה ובתצרוכת. לעומת זאת, יציאה ממיתון המובלת בעיקר על ידי גידול היצוא צריכה להשפיע על החשבון השוטף בכיוון ההפוך, מפני השפעתו החיובית של גידול היצוא על החיסכון.

לגבי האפיזודה הנוכחית – הירידה הצפויה בהשקעה בשנה הקרובה והאצת היצוא בחודשים האחרונים תומכות באפשרות שהיציאה מן המיתון לא תלווה בהרעת הגירעון בחשבון השוטף. ואולם, ההאצה הניכרת בתצרוכת בחודשים האחרונים פועלת בכיוון ההפוך. כדי להעריך עד כמה סביר שהיציאה מן המיתון הנוכחי תובל בשנה הקרובה על ידי גידול היצוא, ולפיכך לא תלווה בהגדלת הגירעון, יש להסתכל על הגורמים הצפויים להשפיע על היצוא. בדיקתם מלמדת, כי שוך המשבר העולמי צפוי לתרום תרומה חיובית לגידולו של היצוא, וזאת לנוכח ההשפעה הניכרת שהייתה למשבר זה, כפי הנראה, על היצוא הישראלי. ברם, גידול נוסף של היצוא צריך להתבסס גם על שימור של הפיחות הריאלי, שנוצר השנה – אך הסימנים הנראים לאחרונה מצביעים על היפוך של מגמת הפיחות, דבר העלול להאט את התרחבות היצוא.

ב. היצוא

סך היצוא (למעט הון) עלה השנה כמותית ב-10.9 אחוזים, לאחר עלייה בת 6.4 אחוזים בשנה הקודמת (לוח ו'-5, לוח ו'-נ'-3). ההתאוששות המהירה של יצוא היהלומים השנה

לוח ו'-5

סך היצוא למעט ההון, 1993 עד 1999
(שיעורי השינוי, אחוזים)

ההתפלגות	השינוי במחיר	שעורי השינוי הכמותי				
		ממוצע				
		1999	1998	1997	1996-1993	
100.0	0.7	10.9	6.4	6.9	9.7	סך היצוא
78.4	-0.8	9.6	10.8	10.8	9.7	סך היצוא למעט יהלומים ואוטונומיה
						סך יצוא הסחורות למעט יהלומים ואוטונומיה מותאם למאזן התשלומים)
49.8	-1.6	7.3	10.7	14.4	11.9	סך היצוא התעשייתי למעט יהלומים ואוטונומיה
49.8	-1.5	7.1	11.7	13.9	11.1	מזה: ענפים מסורתיים
5.1	-1.0	3.7	1.9	-4.1	3.4	ענפים מעורבים
8.1	-1.5	3.4	3.7	3.7	9.5	ענפים עתירי הון אנושי
32.4	-1.6	8.6	16.1	20.8	13.7	היצוא החקלאי
2.2	-4.9	1.6	7.1	8.5	12.5	היהלומים
15.8	7.1	22.0	-13.5	-0.6	10.0	סך יצוא השירותים ותקבול מגו"י, למעט אוטונומיה
28.6	0.3	14.3	11.1	3.9	6.2	היצוא לאוטונומיה
5.2	-1.6	-1.5	5.5	4.4	9.4	

(1) פירוט ענפי של הקבוצות ראה בהערה לדיאגרמה ו'-4.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

תרמה להתפתחות זו תרומה ניכרת, ובניכוי סעיף היהלומים מצביעים נתוני היצוא על ירידה בשיעור הגידול. כך, מבדיקת נתוני היצוא למעט הון, יהלומים ויצוא לשטחי האוטונומיה מתקבלת עלייה כמותית בת 9.7 אחוזים, לאחר עלייה בת 10.8 אחוזים ב־1998. נתונים אלו מבטאים התמתנות בשיעור הגידול של יצוא הסחורות (למעט יהלומים ויצוא לשטחי האוטונומיה) – מ־10.7 אחוזים ב־1998 ל־7.3 אחוזים השנה – לצד עלייה בקצב הגידול של יצוא השירותים, ל־14.3 אחוזים.

ההתמתנות של יצוא הסחורות לא הייתה אחידה לאורך שנת 1999. כללית, ניכר הבדל בין שתי מחציות השנה: במחצית הראשונה נרשמה האטה ביצוא הסחורות, המשך למגמה שהחלה עוד במחצית השנייה של 1998; האטה זו הייתה חריפה עד כדי ירידות של ממש ברמות היצוא הרבעוניות. במחצית השנייה של 1999 השתנתה המגמה – יצוא הסחורות עלה מאוד, ועלייה זו מיתנה את שיעורה השנתי של ההאטה.

בבואנו להסביר את התפתחות יצוא הסחורות ב־1999 עלינו להסתכל על שלושה משתנים מרכזיים, אשר נמצאו כמשתנים מסבירים חשובים במשוואות יצוא שנאמדו עבור המשק הישראלי (כמוסבר בתיבה ו'–2). משתנים אלו הם שיעור הגידול של הסחר העולמי, שיעור הפיחות הריאלי ושיעור השינוי בתנאי הסחר, והשפעותיהם פעלו השנה בכיוונים מנוגדים: הראשון, שהיה כנראה הדומיננטי, פעל למיתון היצוא, השני פעל להרחבתו, והשפעתו של השלישי הייתה כנראה חלשה.

היצוא התמתן במחציתה הראשונה של השנה, ואילו במחצית השנייה ניכרה בו התאוששות.

תיבה ו'–2: משוואת יצוא למשק הישראלי, 1960 עד 1998¹

תיבה זו מציגה משוואת יצוא שנאמדה לאחרונה עבור המשק הישראלי על בסיס הנתונים השנתיים לשנים 1960 עד 1998. האמידה התבצעה בשני שלבים; תחילה נאמד הקשר ארוך הטווח של היצוא עם משתנים נוספים, ולאחר מכן נאמדה משוואה של הטווח הקצר, הנותנת ביטוי לגורמים המשפיעים על השינויים ביצוא בטווח הקצר.

המסגרת המושגית:

המשוואות שנאמדו מתבססות על המסגרת המושגית הבאה: משק קטן ופתוח עומד בפני ביקוש עולמי גמיש לחלוטין למוצר הסחיר שלו בתנאי סחר חיצוניים נתונים. לפיכך ייקבע היצוא כהפרש בין ההיצע המקומי של המוצר הסחיר לביקוש המקומי לו בתנאי הסחר הנתונים. תנאי הסחר החיצוניים הם יציבים בטווח הארוך, ולכן אין להם השפעה על היצוא בטווח זה. הביקוש המקומי מתאים את עצמו בטווח הארוך להיצע המיצרפי, ולפיכך לגורמים המשפיעים עליו אין השפעה ארוכת טווח על היצוא. כתוצאה מכך, רק הגורמים המשפיעים על ההיצע המקומי הם שמקיימים קשר ארוך טווח עם היצוא. גורמים אלו הם: פוטנציאל הייצור של המשק, המיוצג באמידה על ידי מלאי ההון העסקי; המחיר היחסי של המוצר הסחיר בשוק המקומי,

1 אמידה נוספת של משוואה כזאת מצויה בעבודתו של יעקב לביא "השפעת שער החליפין הריאלי על התפתחות משקל עודף היבוא בתוצר בשנים 1961 עד 1996" (טרם פורסם).

המבטא את החלוקה של פוטנציאל הייצור בין המוצר הסחיר והבלתי סחיר, ומיוצג על ידי מחיר היצוא יחסית למחיר התוצר העסקי; הסחר העולמי, המשפיע על עלויות החדירה לשוק העולמי, ולכן השפעתו פועלת דרך צד ההיצע.²

קשיחות שונות וכן טעויות בהערכה יוצרות פער בין שיווי-המשקל של הטווח הארוך לדינמיקה של הטווח הקצר. כך, מעבר למשתנים המופיעים במשוואת הטווח הארוך, יופיעו במשוואת הטווח הקצר המשתנים הנוספים הבאים: תנאי הסחר החיצוניים; משתנים אקסוגניים המשפיעים על הביקוש המקומי, כגון העלייה לארץ וגירעון הממשלה; השארית הבלתי מוסברת ממשוואת הטווח הארוך בפיגור של שנה, המבטיחה התכנסות לפתרון של טווח זה.

תוצאות עיקריות:

להלן התוצאות העיקריות של האמידה:

- גורמים המשפיעים על היצוא בטווח הארוך הם: מלאי ההון העסקי עם גמישות של 0.7, המחיר היחסי המקומי עם גמישות של 0.25, והסחר העולמי עם גמישות של 0.74.
- השפעתו הישירה של הסחר העולמי בטווח הקצר היא קטנה ובלתי מובהקת. זאת אולי משום שחדירה לשווקים הבינלאומיים (או יציאה מהם) מושפעת בעיקר משיקולים ארוכי טווח, מפאת עלותה הגבוהה.
- השפעתו של המחיר היחסי המקומי בטווח הקצר כפולה מזו של הטווח הארוך. תוצאה זו מפתיעה במידה מסוימת, מפני שסביר להניח כי יכולת ההתאמה של המשק לשינויים גבוהה יותר בטווח הארוך. ייתכן שתוצאה זו מבטאת גם השפעות נוספות של הטווח הקצר כגון עודפי ביקוש במשק.
- תנאי הסחר החיצוניים (מחיר היצוא יחסית למחיר היבוא) משפיעים במידה ניכרת בטווח הקצר, עם גמישות של 0.6.
- גורמים אחרים המשפיעים בטווח הקצר הם העלייה לארץ והגירעון הממשלתי. השפעתם על היצוא היא מובהקת ושלילית, משום ששניהם פועלים להרחבת הביקוש המקומי בטווח הקצר. לאינפלציה, לאבטלה ולמיסוי אין השפעות מובהקות בטווח הקצר.
- סטייה מהתואי של הטווח הארוך בגלל זעזוע חד-פעמי לא פרמננטי מתוקנת ברובה בתוך 3 עד 4 שנים.
- לא נמצאה השפעה נוספת של המדינות התעשייתיות על היצוא הישראלי מעבר להשפעתן דרך הסחר העולמי הכולל. זאת אולי מפני העלייה הניכרת בהשפעתם של המשקים המתעוררים על היצוא הישראלי בעשור האחרון.

2 באמידה של מודל חלופי, שבו המשק ניצב בפני ביקוש עולמי יורד משמאל לימין, הסחר העולמי משפיע דרך צד הביקוש, ומחיר היצוא נקבע אנדוגנית, התוצאות היו פחות טובות.

המשך ההאטה בסחר
העולמי השפיע לרעה על
היצוא השנה.

אשר לסחר העולמי, נראה שלמשתנה זה הייתה השפעה ממתנת על קצב הגידול של היצוא הישראלי, זו השנה השנייה ברציפות. לאחר מספר שנים, שבהן צמח הסחר העולמי בקצב מהיר של כ-9 אחוזים לשנה בממוצע, נרשמה בשנת 1998 ירידה תלולה בקצב גידולו, עד לרמה של 3.6 אחוזים. ירידה זו לא תוקנה ב-1999, וקצב גידולו של הסחר העולמי בשנה זו היה 3.7 אחוזים. השפעתו החזקה של הסחר העולמי על היצוא הישראלי, כפי שהיא נאמדה בעבודות אמפיריות רבות, וכן בבדיקה שביסודה של תיבה ו'-2, תרמה ודאי למיתון קצב גידולו של היצוא הישראלי בשנתיים אלו.

הבחנה בולטת לגבי השפעתו הממתנת של הסחר העולמי על היצוא הישראלי היא, שהשפעה זו ב-1999 הייתה חזקה יותר מאשר ב-1998; כך עולה משיעורי הגידול של היצוא הישראלי בשנתיים אלו וכן ממשתני הרקע האחרים שפעלו במהלכן. הבדל זה מתיישב, כנראה, עם הממצא האמפירי המובא בתיבה ו'-2, שהשפעתו של הסחר העולמי על היצוא הישראלי ניכרת בעיקר בטווח הארוך ולא בטווח הקצר. לפיכך אכן היה ניתן לצפות, כי בשנת 1999, שבה נמשכה ההאטה בסחר העולמי, תגבר השפעתו הממתנת של משתנה זה על היצוא הישראלי.

בניגוד לסחר העולמי פעל השנה שער החליפין הריאלי להרחבתו של היצוא הישראלי. לאחר שנים רבות של ייסוף מתמשך בשער החליפין הריאלי, כפי שהוא מוגדר על ידי היחס בין מחירי היצוא למחירי התוצר, התהפכה ב-1998 המגמה, והשינוי התבטא בפיחות ריאלי קל. התפתחות זו התחזקה ב-1999, שבה שיעור הפיחות הריאלי היה גדול יותר (לוח ו'-3, דיאגרמה ו'-2). כפי שעולה באופן ישיר מההגדרה האמורה של שער החליפין הריאלי, סביר שפיחות זה הביא לשיפור ברווחיות ובכדאיות של היצוא, ובכך תרם לגידולו. הערכה

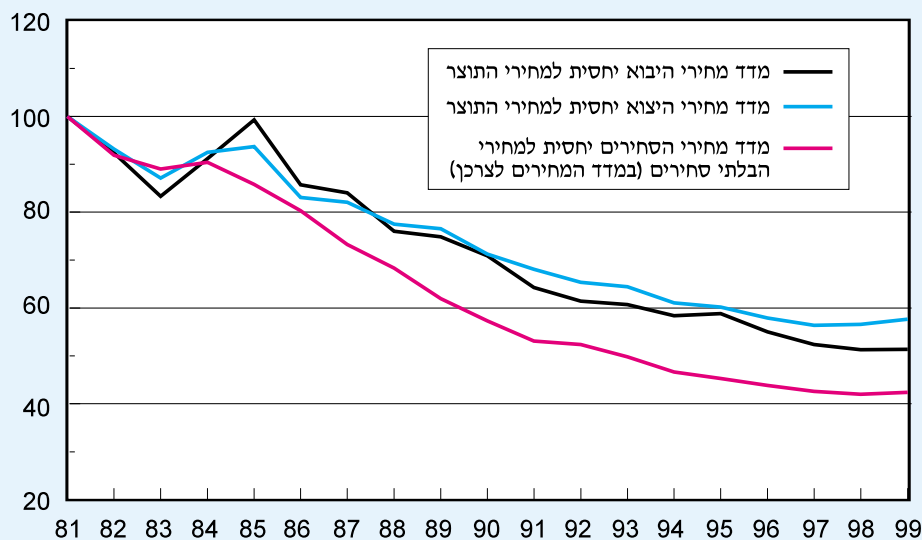
שער החליפין הריאלי
השפיע על היצוא לטובה.

דיאגרמה ו'-2

התפתחות המחירים היחסיים של המוצרים הסחירים

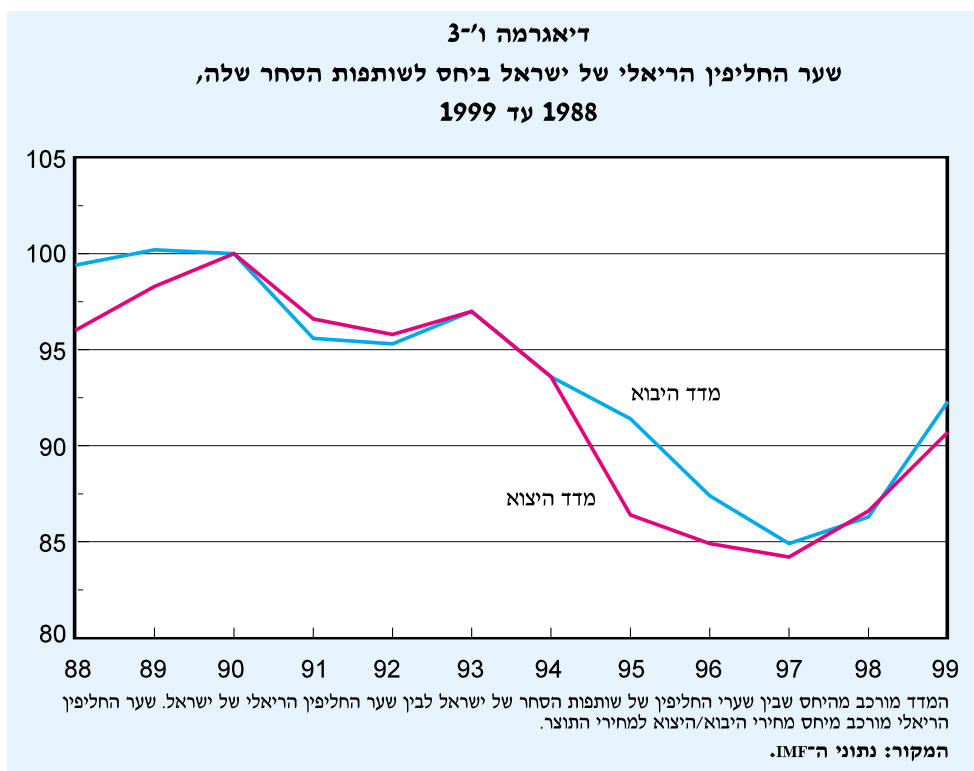
והלא-סחירים - מדדים שונים, 1981 עד 1999

(ממוצע שנתי 1981 = 100)



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

זו מתבססת במידה רבה גם על ממצאים אמפיריים שונים (המובאים בתיבה ו'-2), שלפיהם יש לשער החליפין הריאלי, כשהוא מוגדר בדרך זו, השפעה מובהקת על התפתחות היצוא. עם זאת ראוי לציין, כי ההגדרה האמורה של שער החליפין הריאלי אינה מביאה לידי ביטוי גורמים המשפיעים על יכולת התחרות של היצואנים הישראלים מול יצרנים אחרים בעולם. ההצדקה לכך טמונה בהנחה, כי ישראל, שהיא משק קטן ופתוח, עומדת בפני ביקוש עולמי גמיש לחלוטין למוצרי היצוא שלה, ולפיכך אינה מושפעת ממצבם של יצרנים אחרים הפועלים בשוקי העולם. אולם, אפשרית גם גישה חלופית, שלפיה היצואנים הישראלים, המתמחים במוצרים ספציפיים, רואים לנגד עיניהם עקומת ביקוש יורדת, ולפיכך מושפעים ממצבם היחסי של יצרנים אחרים הפועלים באותם שווקים. על פי גישה זו, מדד שער החליפין הריאלי, כפי שהובא לעיל, אינו מייצג את שלל הכוחות הקובעים את הכדאיות והרווחיות של היצוא הישראלי.



הדרך ללמוד על מצבם היחסי של היצואנים הישראלים בשוקי העולם היא באמצעות השוואה של התפתחות שער החליפין הריאלי בישראל, כפי שהוא הוגדר לעיל, לזו שאפיינה את שותפות הסחר שלה באותן שנים (דיאגרמה ו'-3). השוואה זו מלמדת שייסוף ריאלי נצפה בשנות התשעים במדינות מפותחות רבות – במידה רבה, בשל הפרשים בגידול הפיריון והביקושים בין הסקטור הסחיר לסקטור הלא סחיר במדינות אלו – אולם שיעור הייסוף המצטבר בישראל עד 1998 היה גבוה במידה ניכרת מאשר בשותפות הסחר שלה, דבר שפגע ודאי בכוח התחרות של היצואנים הישראלים. עם זאת מראים הנתונים האחרונים, כי הפיחות הריאלי שהיה בישראל בשנתיים האחרונות שיפר במידה רבה את מצבם היחסי של היצואנים הישראלים במחקו חלק ניכר מייסוף היתר שנוצר בשנים 1990

עד 1997. מהשוואה זו מתברר אפוא שגם לאחר הבאת שיקולי התחרות בחשבון לא היה עלינו לצפות להיחלשות השפעתו של שער החליפין הריאלי על היצוא הישראלי בשנת 1999.

דרך נוספת להשוואה בין ישראל למדינות אחרות מבחינת השינויים בשער החליפין הריאלי היא שימוש במדד ה-PPP³ למדידת שער החליפין הריאלי. למדד זה חסרון בולט – היותו מושפע מרמות המחירים של המוצרים הבלתי סחירים במדינות השונות – אולם יתרונו הוא במדידתם של השינויים בשער החליפין הריאלי ביחס למדינות אחרות. מדד זה מורה, שהפיחות הריאלי של השנתיים האחרונות מחק את כל הייסוף הריאלי שצבר השקל בהשוואה למטבעות של שותפות הסחר של ישראל במהלך שנות התשעים. זוהי אפוא עדות נוספת להשפעתו המרחיבה של הפיחות הריאלי, שהיה בשנים 1998 ו-1999, על היצוא הישראלי.

נראה שלתנאי הסחר לא הייתה השנה השפעה גדולה על היצוא.

תנאי הסחר המשיכו להשתפר השנה, ובכך השפיעו ודאי באופן חיובי על היצוא; אולם בניגוד לשנה הקודמת, שבה נבע השיפור בהם מיירידה חדה של מחירי חומרי הגלם המיובאים, השנה הייתה ירידתם של מחירים אלו מתונה יותר. העלויות של מחירי הדלק במהלך השנה קיזזו במידת מה את הירידות של מחירי חומרי הגלם המיובאים האחרים, והביאו להתפתחות האמורה במחיריהם של חומרי הגלם המיובאים בכלל. לפיכך, לאחר שבשנה הקודמת תרם השיפור בתנאי הסחר תרומה משמעותית לגידול היצוא, שכן הייצור ליצוא נשען במידה רבה על חומרי גלם מיובאים, נראה כי ב-1999 הייתה השפעתם של תנאי הסחר קטנה יותר.

השפעתו הממתנת של המשבר העולמי על היצוא הישראלי הייתה חזקה מזו שנחזית על פי משוואת היצוא הרב-תקופתית.

ניסיון להציב את הגורמים השונים שהוזכרו לעיל במשוואת היצוא הישראלי, שנאמדה במסגרת תיבה ו-2, מלמד כי קצב הגידול של היצוא בכלל ויצוא הסחורות בפרט היה השנה נמוך מן החזוי על פי המשוואה. הסיבה לכך, כפי שעולה מבחינת רגישותה של המשוואה לשינויים בתקופת המדגם, היא, שבשלוש השנים האחרונות גברה השפעתו הממתנת של הסחר העולמי על היצוא הישראלי, ואילו השפעתם המרחיבה של תנאי הסחר עליו פחתה. מכאן עולה, שההשפעה הממתנת של המשבר העולמי האחרון – שהתבטא בהאטה חריפה של הסחר העולמי ובשיפור תנאי הסחר של ישראל – הייתה חזקה במידה ניכרת מזו הנחזית על ידי משוואת היצוא הרב-תקופתית.

חיזוק נוסף להערכה, שהשפעתו של המשבר חרגה מן החזוי, ניתן לקבל מהסתכלות על התפתחות היצוא במהלך השנה. היצוא היה, כאמור, נמוך במיוחד בין המחצית השנייה של 1998 למחצית הראשונה של 1999 – תקופה שבה הגיע המשבר העולמי לשיא – וניכרה בו התאוששות במחצית השנייה של השנה הנוכחית, שבה הייתה הקלה מסוימת במשבר העולמי; תוואי זה מצביע על השפעה חזקה ומיידית של הזעזוע, שפקד את שוקי העולם בעקבות המשבר, על היצוא הישראלי, השפעה אשר לא נחזתה על ידי המשוואה. עם זאת ראוי לציין, כי השפעתו הממתנת של המשבר על היצוא הישראלי הייתה חלשה מזו שפעלה על יצואן של מדינות מפותחות רבות (לוח ו-7).

התפתחות היצוא על פי אזורים התאפיינה השנה בהאצת היצוא לדרום מזרח אסיה ובהאטה של היצוא לארה"ב ולאירופה.

הסתכלות על התפלגות היצוא לפי אזורים מלמדת, כי גם השנה היו תנודות מהותיות ביצוא הישראלי ליעדים השונים (לוח ו-6). עם זאת, התנודות השנה הפוכות לאלו שהיו בשנה שעברה. ובולטות שתי תופעות מרכזיות – התמתנות קצב עלייתו של היצוא לארה"ב ולאירופה, והעלייה המחודשת בקצב היצוא למדינות דרום מזרח אסיה⁴. ברקע

3 היחס בין מחירי חו"ל, כאשר הם מוכפלים בשער החליפין הנומינלי, לבין המחירים המקומיים.

4 התפתחות היצוא הישראלי למדינות דרום מזרח אסיה לא הייתה אחידה השנה; לעומת עליות ניכרות

לוח ו'-6

יצוא הסחורות הנומינלי (ללא יהלומים), לפי חלוקה גיאוגרפית, 1995 עד 1999
(שיעורי השינוי, אחוזים)

האזור	שיעור הגידול של היצוא			התרומה לסך גידול היצוא		
	ממוצע			ממוצע		
	1997-1995	1998	1999	1997-1995	1998	1999
ארה"ב וקנדה	9.1	10.9	5.8	2.4	2.8	1.6
האיחוד האירופי	11.4	10.6	4.5	3.7	3.5	1.5
דרום-מזרח אסיה	17.9	-12.6	18.1	1.7	-1.4	1.6
שאר העולם	8.3	2.4	12.4	2.3	0.7	3.7
סך כל היצוא	10.2	5.7	8.4	10.2	5.7	8.4

המקור : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לשתי ההתפתחויות האלה עמדה התאוששותן של מדינות דרום מזרח אסיה מהמשבר שפקד אותן לפני מספר שנים. התאוששות זו הביאה לחזרתם של יצואנים ישראלים לשוקי דרום מזרח אסיה, וכן ביטלה את הצורך בהסטת יצוא משווקים אלו לארה"ב ולאירופה, הסטה שהייתה, כנראה, בשנת 1998, ותרמה להתרחבות היצוא אליהן⁵.

מעבר לכך מבטאת ההאטה ביצוא לארה"ב ולאירופה גם את התגובה של היצוא הישראלי על ההאטה בסחר של המדינות המפותחות. האטה זו ניכרה בהתמתנות היבוא של מדינות אלו, אך בעיקר בהתמתנות היצוא שלהן, שהחריפה את התחרות בשווקים הבינלאומיים (לוח ו'-7). ההאטה החלה עוד בשנת 1998, אך לא התבטאה בנתוני היצוא הישראלי של אותה שנה – כנראה, הודות להסטה האמורה מדרום מזרח אסיה לאזורים אלו. כן ראוי לציין, כי ההאטה ביצוא למדינות האיחוד האירופי הייתה השנה חריפה במיוחד, וזאת, כנראה, בין היתר, בגלל היחלשותו של האירו מול הדולר.

ניתוח ההתפתחות של היצוא התעשייתי בחלוקה לענפים מסורתיים, ענפים מעורבים וענפים עתירי הון אנושי הוא מורכב מעט השנה, משום שבבדיקה ענפית ניתן לזהות מגמות מעורבות בתוך כל אחת משלוש הקבוצות האלה (דיאגרמה ו'-4, לוח ו'-נ-5). בתוך קבוצת הענפים עתירי ההון האנושי הייתה השנה שונות ניכרת. מחד, ענף ההייטק העיקרי של היצוא הישראלי – "תקשורת, בקרה, פיקוח וציוד רפואי" – המשיך לצמוח בשיעור גבוה. המשך ההתפתחות החיובית של יצוא ענף זה, שבו ריכוז כוח האדם המיומן הוא הגבוה ביותר בקרב ענפי התעשייה (מעל 60 אחוזים), על רקע התמתנות הפעילות בשוקי העולם, ממחיש שוב את היתרון היחסי הגדול שיש לישראל בייצור מוצרים עתירי הון אנושי, וכן את הביקוש הרב הקיים בעולם למוצרים אלו. ביקוש זה החליש ודאי את השפעתו הממתנת של הסחר העולמי על היצוא הישראלי.

כנגד זאת הואט, ואף ירד בכמותו, יצואם של ענפי הייטק אחרים – "מכונות וציוד", "מנועים וציוד חשמלי", ו"רכיבים אלקטרוניים, מכונות למשרד ומחשבים" – שבהם עתירות

יצוא ענף התקשורת, הבקרה, הפיקוח והציוד הרפואי – ענף ההייטק המוביל בתעשייה הישראלית – המשיך לצמוח השנה בשיעורים גבוהים, לעומת התמתנות היצוא של ענפי הייטק אחרים.

ביצוא ליפן, לטיוואן, לסין, לסינגפור, ולקוריאה הדרומית, ירד היצוא להונג קונג, לפיליפינים ולתאילנד.
5 ראה דיון בפרק ו' בדוח בנק ישראל לשנת 1998.

לוח ו'-7

התפתחות סחר החוץ בכלכלות המפותחות, 1995 עד 1999
(סחורות ושירותים, שיעורי השינוי, אחוזים)

המדינה	השינוי הכמותי ביבוא			השינוי הכמותי ביצוא		
	ממוצע			ממוצע		
	1999	1998	1997-1995	1999	1998	1997-1995
ארדה"ב	9.3	10.6	10.6	3.6	1.5	10.9
האיחוד האירופי	4.8	7.8	6.8	3.2	5.2	7.7
מזה:						
גרמניה	4.3	6.6	6.1	2.4	5.4	7.6
צרפת	2.9	7.8	6.1	2.8	6.1	6.1
איטליה	2.1	6.1	5.4	1.3	1.3	8.0
בריטניה	5.3	8.4	8.0	2.0	3.0	8.6
יפן	-2.5	-7.7	8.9	-2.3	-2.3	7.8
קנדה	6.0	6.4	8.4	7.2	8.1	7.6

המקור: IMF - World Economic Outlook (October 1999).

ההון האנושי נמוכה יותר. הירידות ביצוא של ענפים אלו התרכזו במחצית הראשונה של השנה, שבה היה המשבר העולמי בשיאו, ואילו במחציתה השנייה ניכרה בהם התאוששות. לעת עתה נראה אפוא, כי אין בהאטת היצוא שלהם משום אינדיקציה שלילית באשר להמשך ההתפתחות של היצוא הישראלי. מלבד זאת, בחינת המתרחש בתוך ענפים אלו מעלה את האפשרות שבחלק מן המקרים מבטאת ההאטה תיקון לעליות גבוהות של שנים קודמות.

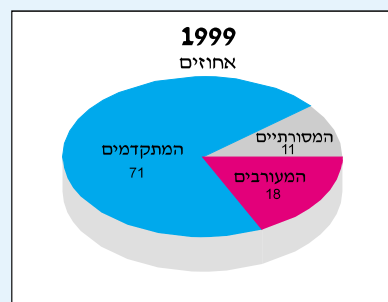
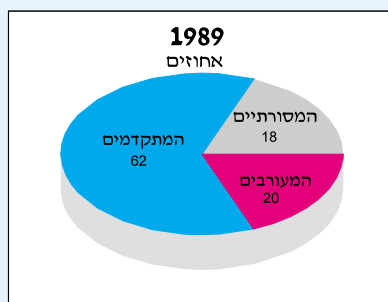
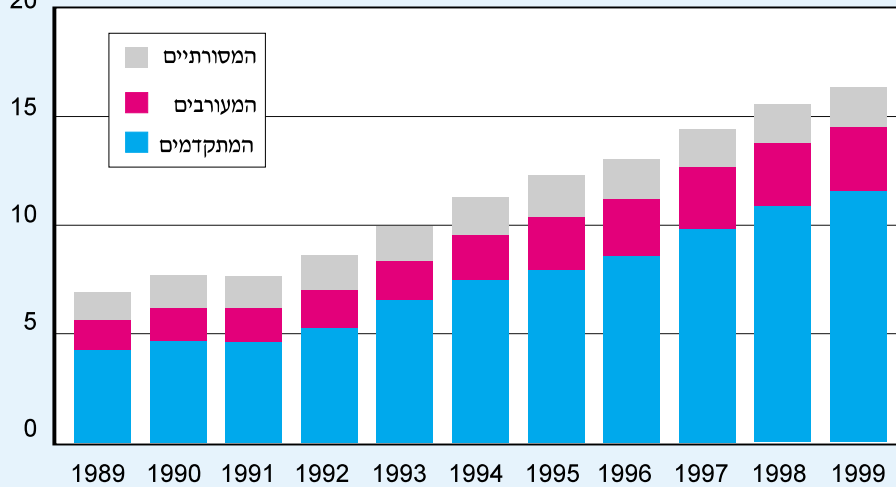
גם בקרב הענפים המסורתיים ניכרה השנה שונות רבה: לצד ירידות כמותיות ביצוא של חלק מהענפים, נרשמו עליות מרשימות בכמויות המיוצאות על ידי ענפים אחרים – במיוחד "טקסטיל והלבשה" ו"גומי ופלסטיקה". ראשית, נראה שענפים אלו נהנו מהפיחות הריאלי שחל בשנתיים האחרונות, שכן הם היו הנפגעים העיקריים ממגמת הייסוף ששררה לפני כן. אולם מעבר לכך, בחינת דפוסי פעילותן של חברות בענפים אלו, שפרצו לשוק העולמי, מעלה, כי הגורמים להצלחתן בשוקי חו"ל הם ניהול נכון, שיווק יעיל ופיתוח מוצלח של מותגים חדשים. גורמים אלו, המחייבים העסקת כוח עבודה משכיל ומיומן, עשויים להצביע על מגמה חדשה – שימוש של חברות ישראליות, המייצרות מוצרים מסורתיים, בהון אנושי מתוחכם, כדי להתחרות בשוקי חו"ל. מגמה זו מטשטשת במידה מסוימת את ההבחנה בין ענפי יצוא מסורתיים לענפי יצוא עתירי הון אנושי.

ביצוא היהלומים ניכרה השנה התאוששות מרשימה, לאחר המהלומה הקשה, שספגו יצואני היהלומים ב-1998 בעקבות המשבר בדרום מזרח אסיה. התאוששות זו מתבטאת בשתי תופעות. האחת היא עלייה חדה ביצוא היהלומים למדינות דרום מזרח אסיה, כחלק מהתאוששותן של מדינות אלו מהמשבר אשר פקד אותן; השנייה היא המשך של עלייה לא מבוטלת ביצוא היהלומים למדינות אירופה ולארדה"ב. עם זאת, יבוא היהלומים הגולמיים

ביצוא הענפים
המסורתיים ניכרו השנה
מגמות מעורבות, ובלטה
האצה ניכרת ביצוא של
אחדים מהם.

דיאגרמה ו'-4
היצוא התעשייתי ויצוא התוכנה לפי ענפים ראשיים,
1989 עד 1999

מיליארדי דולרים
 20



■ הענפים המתקדמים: רכיבי אלקטרוניקה, מכונות למשרד, מחשבים, תקשורת ובקרה ופיקוח, ציוד מדעי רפואי, כימיקלים ומוצרי נפט, כלי הובלה, מכונות ותוכנה.
■ הענפים המעורבים: עור ומוצרי עץ ומוצרי טקסטיל והלבשה, מזון, משקאות וטבק, נייר ומוצרי, דפוס והוצאה לאור.
■ הענפים המסורתיים: כרייה וחציבה, מתכות בסיסיות, מוצרי מתכת, גומי ופלסטיקה, תכשיטים וחפצי נוי ושונות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

ביצוא השירותים בלטה
השנה במיוחד ההאצה
ביצוא שירותי התיירות,
אולם עוצמתה הייתה
חלשה מן הצפוי.

גדל השנה, ושיעור גידולו עלה על זה של יצוא היהלומים, כך שבסיכומו של דבר תרם סעיף היהלומים השנה תרומה שלילית לחשבון השוטף.

בתוך יצוא השירותים בלטה השנה במיוחד ההתפתחות של יצוא שירותי התיירות. לאחר שלוש שנים של ירידות, עלו השנה ההכנסות מתיירות חוץ בשיעור ניכר של 11.6 אחוזים. (לסקירה נרחבת של ענף התיירות ראה תיבה בפרק ב'). ניתן להסביר מגמה זו בשני גורמים מרכזיים. האחד הוא הגורם הביטחוני-פוליטי, שהשפיע על התיירות השנה לחיוב הן הודות לאופטימיות הגוברת באשר להמשך תהליך השלום, והן הודות לרגיעה הביטחונית היחסית ששררה באזור במהלך השנה. הגורם השני הוא העניין הגובר באתריה הקדושים של ישראל לקראת המעבר לאלף השלישי. השיפור בתיירות התבטא בחזרתו של מספר התיירים הנכנסים בחודשים אוקטובר-נובמבר לרמות שאפיינו את 1995, שהייתה שנת שיא בתיירות הנכנסת לישראל.

עם זאת ראוי לציין, כי גידול היצוא של שירותי התיירות השנה לא עמד בציפיות הגבוהות שנתלו בתיירות סוף האלף, ובחודש האחרון של השנה ניכרה דווקא ירידה משמעותית במספר התיירים שנכנסו לישראל. יתר על כן, יצוא שירותי התיירות של ישראל ביחס לאוכלוסייה עדיין נמוך במידה ניכרת מאשר במדינות רבות בעולם. אשר לעתיד נראה, כי התפתחותו של יצוא התיירות בשנים הבאות תלויה במידה רבה בהתפתחויות הגיאוגרפיות באזור – אולם גם התפתחויות חיוביות אלו בהן כדי להבטיח את המשך הגידול בתיירות; זאת בגלל מספר בעיות מהותיות בענף, ובראשן היוקר היחסי של שירותי התיירות בארץ לעומת מדינות שכנות והעדר תשתית מספיקה לקליטת סוגי תיירות שונים.

ג. היבוא

סך היבוא האזרחי (למעט הון) עלה השנה כמותית בשיעור ניכר של 15.9 אחוזים, לאחר עלייה בת 2.0 אחוזים ב־1998 (לוח ו'–8). מבדיקה של נתוני היבוא למעט הון, יהלומים, דלק ויבוא משטחי האוטונומיה מתקבלת עלייה כמותית של 12.7 אחוזים, לעומת 2.8 אחוזים ב־1998. ההאצה נובעת מעלייה כמותית של 13.8 אחוזים ביבוא הסחורות (למעט דלק, יהלומים ויבוא משטחי האוטונומיה) ושל 10.9 אחוזים ביבוא השירותים.

בתוך יבוא הסחורות בלטה השנה בעיקר עלייה בת 34.8 אחוזים במונחים כמותיים ביבוא מוצרי ההשקעה. גידול זה מבטא ברובו שני אירועים בעלי אופי חד־פעמי – רכישה גדולה של מטוסים, והשקעה גדולה בהקמת מפעל של חברת "אינטל" בישראל. אירועים אלו, ובמיוחד ההשקעה של "אינטל", מגדילים את מלאי ההון במשק, ולכן צפויים לשפר את יכולת הייצור העתידית שלו. עם זאת, הואיל והם אינם משקפים את הכוחות המקרר כלכליים של שנת 1999, חשוב להפרידם מסך היבוא במהלך ניתוח מגמותיו. כך, ללא אירועים אלו הייתה העלייה הכמותית ביבוא הסחורות (למעט דלק, יהלומים ויבוא משטחי האוטונומיה) מסתכמת השנה בכ־6.8 אחוזים, שיעור שגם הוא גבוה במידה ניכרת מזה של השנה הקודמת.

ניסיון להסביר גידול חד זה של יבוא הסחורות באמצעות שני הגורמים הרגילים המרכיבים את משוואת היבוא של המשק הישראלי – התוצר העסקי, שמבטא את רמת הפעילות, ושער החליפין הריאלי – הוא בעייתי השנה. כך, קצב הגידול של התוצר העסקי התמתן השנה, וכן נרשם פחות מסוים בשער החליפין הריאלי, כפי שהוא מוגדר על ידי היחס בין מחירי היבוא למחירי התוצר; שני הגורמים הללו היו אמורים להביא להתמתנות קצב הגידול של יבוא הסחורות, ולא לעלייה ניכרת בו, כפי שאירע בפועל.

עליית היבוא הושפעה
במידה רבה משתי
עסקאות חד־פעמיות,
אולם גם בניכוי ניכרה בו
האצה.

לוח ו'-8

סך היבוא למעט ההון, 1993 עד 1999
(שיעורי השינוי, אחוזים)

		שיעורי השינוי הכמותי				
ההתפלגות	השינוי במחיר	ממוצע				
1999	1999	1999	1998	1997	1996-1993	
100.0	-2.1	15.7	2.4	2.9	10.6	סך היבוא
95.2	-2.1	15.9	2.0	2.6	11.1	סך היבוא האזרחי
						סך היבוא האזרחי
74.3	-2.3	12.7	2.8	1.2	12.4	למעט דלק, יהלומים ואוטונומיה
						סך יבוא הסחורות האזרחי למעט
46.1	-4.3	13.8	1.9	1.3	11.3	דלק, יהלומים ואוטונומיה ¹
9.1	-1.8	3.8	3.6	2.9	13.4	מוצרי הצריכה
4.1	-0.5	4.4	0.1	1.6	9.5	מזה: בני קיימא
47.3	-3.7	15.4	0.4	2.9	10.1	התשומות לייצור
29.9	-6.1	7.5	4.8	2.0	10.4	מזה: ללא דלק ויהלומים
14.1	-2.0	34.8	-3.4	-2.8	13.1	נכסי ההשקעה
10.4	-2.4	26.0	4.7	-0.2	14.3	מזה: מכונות וציוד
						סך כל יבוא השירותים ותשלום
28.3	1.1	10.9	4.4	0.9	14.5	לגו"י למעט האוטונומיה

(1) מותאם למאזן התשלומים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

אולם, ניתוח מעמיק יותר של היבוא עשוי לשפוך אור על הסיבות לעלייתו השנה. הסתכלות על רכיביו של היבוא מלמדת, שעיקר גידולו נבע מעליית היבוא של חומרי גלם (ללא דלק ויהלומים), שאינה משקפת רק את הפעילות הכלכלית הנוכחית, אלא במידה רבה גם את הציפיות להתפתחות הפעילות הכלכלית בעתיד; אפשר אפוא, שהעלייה ביבוא השנה נבעה במידה מסוימת מציפיות להמשך ההתאוששות של המשק מן המיתון. מלבד זאת, ייתכן שהאצת הגידול של היבוא מוסברת גם בירידה הניכרת של מחיריו בשנים האחרונות, שהרי זו נמשכת כבר ארבע שנים רצופות. בהמשך לאותו קו ניתוח ניתן לשער, כי עליית היבוא השנה ביטאה גם חשש מעלייה קרובה של מחירי המוצרים המיובאים.

בתוך יבוא הסחורות ניכרו עליות כמותיות בכל אחת משלוש הקבוצות של מוצרי היבוא, וגידול היבוא של חומרי גלם ומוצרי השקעה היה חד מזה של יבוא המוצרים לצריכה פרטית. בתוך יבוא הסחורות לצריכה פרטית בלטה העלייה ביבוא של מוצרי צריכה בני־קיימא – לאחר שנתיים של קיפאון בו, בעטיו של המיתון ששרר אז במשק. אפשר שהעלייה ביבוא מוצרים אלו משקפת את ראשית היציאה מן המיתון, אולם ייתכן גם שהיא מבטאת הקדמת רכישות מחשש לעלייה קרובה במחירים השקליים של יבוא זה. יבוא מוצרי ההשקעה עלה השנה בשיעור ניכר של כ־7.0 אחוזים (לאחר ניכוי שני האירועים החד־פעמיים שהוזכרו לעיל), התפתחות שביטאה, בין השאר, את ההיערכות למניעת "באג

האצת היבוא ביטאה את הציפיות להתאוששות המשק, ואת המשך הירידות של מחירי היבוא.

עליית יבוא הסחורות הקיפה את שלוש קטגוריות היבוא העיקריות – מוצרי צריכה, מוצרי השקעה וחומרי גלם.

2000", וכנראה גם שינוי חיובי בציפיות הסקטור העסקי לגבי מצב המשק. ביבוא חומרי הגלם (ללא דלק ויהלומים) נרשמה השנה עלייה כמותית של 7.5 אחוזים. עלייה זו התרכזת בחודשים האחרונים של השנה, וכמותה גם העלייה ביבוא הסחורות לצריכה פרטית. עליות ניכרות נרשמו השנה גם ברכיבים השונים של יבוא השירותים. יבוא שירותי ההובלה והתחבורה גדל ב-8.4 אחוזים, שיעור המבטא בעיקר את העלייה בהובלת מטעני יבוא, שהיא פועל יוצא של העלייה ביבוא הסחורות. יבוא שירותי התיירות גדל ב-9.6 אחוזים, לאחר שנתיים של שיעורי גידול נמוכים בהרבה. כיוון ששירותי התיירות הם בעיקרם מוצרי מותרות, העלייה ביבואם מבטאת במידה רבה את ההתאוששות בפעילות הכלכלית לצד התרחבות הפערים בחברה הישראלית.

3. החשבון הפיננסי

א. סקירה כללית

תנועות ההון נטו למשק (החשבון הפיננסי למעט השינוי ביתרות מטבע חוץ) הסתכמו בשנת 1999 ב-3.1 מיליארדי דולרים, לעומת 1.5 מיליארדים בשנת 1998. התופעה הבולטת השנה היא חזרת ההשקעות של תושבי חוץ (ישירות ובמניות למסחר) במשק לרמה של 1997⁶. ההשקעות הזרות השנה הושפעו, יותר מאשר בעבר, מן הנעשה בשוקי ההון בעולם, בעוד שהשפעתם של אירועים מקומיים הקשורים למשק הישראלי בלטה פחות. עם פרוץ המשבר הפיננסי העולמי בסוף שנת 1997 נחלש מאוד זרם ההשקעות של תושבי חוץ במניות, וירידתו נמשכה גם לאורך שנת 1998. במשך כל תקופת המשבר היה חשש כי תושבי חוץ יקטינו את השקעותיהם בישראל, ואף ייצאו הון בהיקפים נרחבים. חשש זה פג השנה, עם דעיכת השפעתו של המשבר הפיננסי העולמי על השווקים המתעוררים בעולם, כשזרם ההשקעות הישירות ובמניות למסחר של תושבי חוץ בישראל גדל מ-2.4 מיליארדי דולרים בשנת 1998 ל-3.7 מיליארדים.

ההשקעות של תושבי חוץ במשק התמקדו בשני אפיקים עיקריים – המשך ההשקעות הישירות במשק, בהיקף של 2.3 מיליארדי דולרים, ורכישת מניות של חברות ישראליות המונפקות בחו"ל, בעיקר בתחום התוכנה והתקשורת, בסכום כולל של כ-2 מיליארדי דולרים. ההשקעות הגדולות של תושבי חוץ בענף המחשבים והתקשורת (הן השקעות ישירות והן השקעות פיננסיות) משקפות את פריחתם של ענפים אלו בעולם. לעומת השקעות אלה בולט היעדרם של תושבי חוץ מהבורסה בתל אביב: השנה, לראשונה מאז 1993, היו ההשקעות של תושבי חוץ בבורסה שליליות (כלומר מימושי השקעה), וזאת למרות עליות שערים של כ-60 אחוזים במהלך שנת 1999. אפשרות אחת היא שההנפקות של החברות הישראליות בחו"ל והיקפי ההשקעות של תושבי חוץ בהן החליפו השקעות שלהם בבורסה בתל אביב. אפשרות אחרת היא שירידת ההשקעות בתל אביב נבעה מעלייה זמנית של רמת הסיכון שתושבי חוץ מייחסים להשקעות בישראל (כולל סיכון שער החליפין); זאת בדומה לירידת ההשקעות הפיננסיות בשווקים המתעוררים בכלל. על פי השערה זו התייחסותם של תושבי חוץ לחברות הישראליות הנסחרות בחו"ל, שרובן בענפי ההייטק והן מוטות יצוא, שונה מהתייחסותם לחברות הישראליות הנסחרות בתל אביב.

תנועת ההון נטו למשק
הסתכמו בשנת 1999
ב-3.1 מיליארדי דולרים,
לעומת 1.5 מיליארדים
בשנת 1998.

ההשקעות הזרות השנה
הושפעו, יותר מאשר
בעבר, מן הנעשה בשוקי
ההון בעולם.

ההשקעות של תושבי חוץ
במשק התמקדו בשני
אפיקים עיקריים –
השקעות ישירות במשק
ורכישת מניות של חברות
ישראליות המונפקות
בחו"ל.

השנה, לראשונה מאז
1993, מימשו תושבי חוץ
השקעות בבורסה בתל
אביב.

6 סך ההשקעות של תושבי חוץ במשק ירד בהשוואה לשנים 1996 ו-1997; זאת משום שההשקעותיהם כוללות השקעות באיגרות חוב, ובשנים 1993 עד 1998 הן כוללות רכישת איגרות חוב של ממשלת ישראל בערבות ממשלת ארה"ב בסכום כולל של מעל 9 מיליארדי דולרים.

לוח ו'-9

החשבון הפיננסי, 1995 עד 1999
(מיליארדי דולרים)¹

1999	1998	1997	1996	1995	
1.8	-0.4	0.1	2.3	2.5	החשבון הפיננסי
3.1	1.5	9.4	5.6	3.5	החשבון הפיננסי (למעט יתרות מטבע חוץ)
1.6	1.0	0.8	0.3	0.6	ההשקעה הישירה
-0.7	-0.8	-0.8	-1.0	-0.7	השקעות תושבי ישראל בחוץ לארץ
2.3	1.9	1.6	1.4	1.3	השקעות תושבי חוץ בישראל
1.7	2.5	4.1	4.1	1.8	ההשקעות בתיקי ניירות ערך למסחר
-0.9	0.0	0.0	0.3	0.1	נכסים
0.2	0.1	0.0	0.2	0.0	השקעות ישראלים במניות
-0.5	0.2	-0.1	0.1	0.0	השקעות ישראלים באיגרות חוב ובנגזרות ²
-0.7	-0.3	0.0	0.1	0.1	השקעות מערכת הבנקאות באיגרות חוב
2.6	2.5	4.2	3.8	1.7	התחייבויות
1.5	0.5	2.0	1.4	1.0	השקעות תושבי חוץ במניות
1.2	2.0	2.2	2.3	0.7	השקעות תושבי חוץ באיגרות חוב
0.1	1.4	1.5	1.7	0.7	מזה: שהונפקו ע"י הממשלה
1.1	0.6	0.7	0.6	0.0	שהונפקו ע"י הסקטור הפרטי
-0.2	-2.0	4.5	1.2	1.1	השקעות אחרות
-0.2	0.0	0.0	0.9	-1.2	נכסים של הממשלה
-1.8	-1.1	-0.1	0.4	-0.2	נכסים של הסקטור הפרטי
0.2	-0.3	-0.3	0.1	0.2	התחייבויות של הממשלה
0.2	-0.3	-0.2	0.1	0.1	מזה: לטווח ארוך
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	לטווח קצר
0.0	-0.3	0.8	0.4	1.4	התחייבויות של הסקטור הפרטי
0.0	0.0	0.8	0.7	0.3	מזה: לטווח ארוך
0.0	-0.3	0.0	-0.3	1.1	לטווח קצר
1.7	-0.3	4.0	-0.6	1.0	נכסים והתחייבויות של הבנקים
-1.3	-1.9	-9.3	-3.4	-1.1	הירידה ביתרות מטבע החוץ ³

(1) ההפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים, סימן חיובי מבטא יבוא הון וסימן שלילי – יצוא הון.

(2) ללא מערכת הבנקאות.

(3) כולל שינוי ביתרות של הממשלה בחוץ לארץ.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

החל מדצמבר 1999 ניכרת חזרה של תושבי חוץ להשקעות בבורסה, ובחודשים דצמבר עד פברואר הן הסתכמו בכ־350 מיליוני דולרים.

השנה המשיך בנק ישראל במדיניות של אי־התערבות במסחר במטבע חוץ בתוך רצועת הניוד. התוצאה של מדיניות זו היא, שכבר שנתיים וחצי בנק ישראל איננו מתערב במסחר במטבע חוץ (פרט לימים בודדים סביב סוף 1997), כך שהפעילות במאזן התשלומים

(החשבון השוטף ועוד חשבון ההון) של הסקטור הפרטי (כולל תושבי חוץ) חייבת להיות מאוזנת.⁷ המשמעות היא, כי אותם הלחצים ליצוא הון או ליבוא הון, שמקורם במכלול של משתנים מקרו-כלכליים מקומיים וחיצוניים, שאינם מקוזזים על ידי זרמים הפוכים בחשבון השוטף, נספגים בחלקם על ידי פיחות או ייסוף של השקל, ללא שינוי ביתרות מטבע החוץ של בנק ישראל.

פער הריבית בין שקלים למטבע חוץ עלה בסוף 1998, לאחר שהצטמצמותו במהלך אותה השנה, ובמיוחד ברביע השלישי שלה, לחצה ליצוא הון, והייתה אחד הגורמים לפיחות השקל באוקטובר 1998. העלאת הריבית השקלית בנובמבר 1998 וירידת הריבית על מטבעות הדולר, האירו והליש"ט באותה תקופה תרמה לירידת הביקוש למטבע חוץ. השינויים הקלים בלבד בשער החליפין של השקל ביחס לדולר השנה מבטאים התאמה בין הביקוש למטבע חוץ להיצעו בשער החליפין הקיים ו/או גמישות גבוהה יחסית של הביקוש או ההיצע של מטבע החוץ. במהלך 1999 צומצם פער הריבית בין שקלים למטבע חוץ, אך הדבר לא התבטא בפיחות. זאת, ככל הנראה, משלוש סיבות עיקריות:

(1) הקשר ההדוק בין שער החליפין לאינפלציה יחד עם יעד אינפלציה של 3 עד 4 אחוזים מחייבים את בנק ישראל, מצד אחד, לפעול, בכלים העומדים לרשותו, להקטנת פיחות חד, שלא יאפשר עמידה ביעד האינפלציה. מהצד האחר – במקרה של ייסוף יכול בנק ישראל להפחית את הריבית ביתר קלות. התנהגות צפויה זו של הבנק המרכזי מהווה גורם מייצב, שכן היא תורמת להגדלת גמישות ההיצע והביקוש של מטבע חוץ בסקטור הפרטי בשער החליפין הקיים. (2) למרות הירידה של פערי הריבית לאורך השנה, עמד הפער בין הריבית השקלית לריבית על סל המטבעות בצד הדביטורי בדצמבר על כ־8 נקודות אחוז, פער גבוה שככל הנראה איננו תומך בפיחות חד ומיידי. (3) היצע מטבע החוץ שמקורו בהשקעות של תושבי חוץ במשק, אשר רובן אינן מושפעות מפערי הריבית, איפשר מימון של הגירעון בחשבון השוטף ושל השקעות ישראלים בחו"ל ללא לחצים משמעותיים לפיחות.

יחס החוב החיצוני נטו לתוצר המשיך לרדת גם השנה, לאחר ירידה כמעט רצופה מאז תוכנית הייצוב של 1985. בשנים האחרונות מאפשרות ההשקעות הישירות ובמניות למסחר של תושבי חוץ במשק לממן את הגירעון בחשבון השוטף ללא הגדלת החוב החיצוני, וכך הן תורמות לירידתו של יחס החוב לתוצר, אולם בעקבות מכירת הנכסים לתושבי חוץ המשק איננו נהנה עוד מפירותיהם (למעט המס). מימון ההשקעות במשק מעבר לחיסכון הלאומי באמצעות שיתוף תושבי חוץ מעביר חלק מהסיכון הכרוך בהן מתושבי ישראל, אל תושבי חוץ. ואכן, ניתן לראות כי חלק ניכר מההשקעות של תושבי חוץ בעת האחרונה הוא בענפי ההייטק, שתשואתם הגבוהה כרוכה בסיכון גבוה.

ב. ההשקעות

(1) תושבי חוץ⁸

השקעות תושבי חוץ בישראל – הישירות ובניירות ערך למסחר – הסתכמו השנה ב־4.9 מיליארדי דולרים. בניכוי ההשקעות של תושבי חוץ באיגרות חוב הסתכמו ההשקעות ב־3.7 מיליארדי דולרים – עלייה של יותר מ־50 אחוזים בהשוואה לשנת 1998. העלייה

7 למעט טעויות והשמטות ופעילות של הסקטור הציבורי מול הסקטור הפרטי במטבע חוץ – למשל תשלומים על הפרטה במטבע חוץ.

8 נתוני ההשקעות בחלק זה הם נתוני זרם כפי שהם מופיעים במאזן התשלומים, אלא אם כן מצוין במפורש אחרת.

בהשקעות, לאחר ירידה ניכרת בשנה הקודמת, משקפת את הדעיכה של השפעת המשבר הפיננסי העולמי ברוב האפיקים של יבוא ההון על ידי תושבי חוץ למשק. בהערכה זו תומכת כנראה חזרת זרם ההשקעות של תושבי חוץ – הישירות ובניירות ערך למסחר – השנה לרמה דומה לזו של שנת 1997. ההשקעות במניות למסחר, שנפסקו כמעט לחלוטין בשנת 1998, הגיעו השנה לרמה של 1.5 מיליארדי דולרים, בעיקר הודות להצלחת ההנפקות של חברות ישראליות בחו"ל. ההשקעות הישירות הסתכמו השנה ב־2.3 מיליארדי דולרים, בדומה לרמתן בשנה הקודמת. הפעילות של תושבי חוץ בשקלים הייתה השנה זניחה.

השקעות תושבי חוץ,
הישירות ובמניות למסחר,
הסתכמו השנה ב־3.7
מיליארדי דולרים.

לוח ו'–10

ההשקעות נטו – ישירות ובתיק ניירות הערך למסחר – של תושבי חוץ בישראל
ושל תושבי ישראל בחוץ לארץ, 1995 עד 1999
(מיליארדי דולרים)¹

1999	1998	1997	1996	1995	
4.9	4.3	5.8	5.2	3.1	1. תושבי חוץ
3.7	2.4	3.6	2.8	2.3	א. השקעות ישירות ובמניות למסחר
2.3	1.9	1.6	1.4	1.3	1. השקעות ישירות
1.5	0.5	2.0	1.4	1.0	2. השקעות במניות למסחר
-0.1	0.2	0.7	0.3	0.4	מזה: השקעות בבורסה בתל אביב
2.0	0.3	1.1	0.8	0.3	בהנפקות ציבוריות בחוץ לארץ
1.2	2.0	2.2	2.3	0.7	ב. השקעות באיגרות חוב
0.9	0.6	0.9	0.8	0.7	2. תושבי ישראל ²
0.7	0.8	0.8	1.0	0.7	א. השקעות ישירות
0.2	-0.3	0.0	-0.2	0.0	ב. השקעות בתיק ניירות ערך למסחר ³

(1) ההפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים.

(2) סימן חיובי מבטא השקעות של ישראלים בחוץ לארץ (יצוא הון).

(3) ללא מערכת הבנקאות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

ההנפקות הציבוריות של חברות ישראליות⁹ בחו"ל הסתכמו השנה ביותר משני מיליארדי דולרים – סכום שיא, הגבוה בכמיליארד דולרים מן השיא שנרשם בשנת 1997. בתחום זה נרשמה התאוששות גדולה, לאחר ירידה תלולה בשנת 1998, בגלל המשבר הפיננסי העולמי, שהקשה על הנפקת מניות בחו"ל. ההנפקות בחו"ל, שרובן בארה"ב (מעל 70 אחוזים השנה), מושפעות מאוד מההתפתחויות בשוקי ההון שם. שנת 1999 הייתה שנת שיא בהיקף ההנפקות בנסד"ק, והפריחה בשוק ההנפקות הייתה תנאי נוח להנפקות של חברות ישראליות בחו"ל. התבוננות בהתפלגות של גיוסי ההון לפי ענפים מלמדת שיותר מ-

ההנפקות הציבוריות של
חברות ישראליות בחו"ל
הסתכמו השנה ביותר
משני מיליארדי דולרים –
סכום שיא, הגבוה
בכמיליארד דולרים מן
השיא שנרשם בשנת 1997.

⁹ חברות ישראליות הן חברות הרשומות בישראל בין אם הבעלים הם תושבי ישראל ובין אם הם תושבי חוץ. חברות הרשומות בחו"ל ומוחזקות על ידי ישראלים נחשבות חברות זרות.

75 אחוזים מההנפקות הן של חברות מתחום התוכנה והתקשורת. ענפים אלה, בעולם כולו, נהנים בשנים האחרונות מהשקעות ומצמיחה מהירה, ומעליית ערכן של פירמות קיימות. ההתפתחויות בעולם משליכות על ישראל במידה רבה, לפחות דרך שלושה אפיקים שונים:

1. פריחת שוקי המניות בחו"ל מאפשרת גם לחברות הישראליות ליהנות ממנה ולהנפיק בהם מניות בהיקפים שהמשק הישראלי לא הכיר בעבר. עם זאת יש לזכור, שההצלחה בגיוסי ההון תלויה בהתפתחויות בשוקי המניות בחו"ל, וסביר להניח כי ירידה של היקפי ההנפקות בשוקי ההון בעולם, ובמיוחד בניו יורק – למשל בגלל שינוי מגמה במחירי המניות שם – תביא לירידה בהנפקות של חברות ישראליות בחו"ל, ללא קשר לאירועים בישראל.

2. עליית ערכן של פירמות מתחום הטכנולוגיה המתקדמת מאפשרת לפירמות בענפי התוכנה והתקשורת להנפיק מניות בחו"ל בסכומים גבוהים בהרבה מאשר בעבר. כך למשל מדד נסד"ק, המשקלל ברובו מניות של חברות מתחום ההייטק, עלה מאז ראשית 1997 ועד סוף 1999 ביותר מ-200 אחוזים, ובמהלך 1999 בלבד הוא עלה ב-85 אחוזים. כיוון שהרוב הגדול של החברות המנפיקות הוא, כאמור, מענפי התוכנה והתקשורת, ניתן לומר שחלק מהעלייה בסכומי ההנפקות של חברות ישראליות בחו"ל נובע מן העלייה העולמית בערכן של פירמות העוסקות בתחומי ההייטק.

3. ההצלחה של חברות הטכנולוגיה, שהתבטאה בגיוסי ההון שלהן בחו"ל, בהנפקות ציבוריות או בהנפקות פרטיות לתושבי חוץ, במחירים שנראים גבוהים, מביאה להסטה לכיוון אותם הענפים בישראל: ההצלחות של מספר חברות שהחלו את פעילותן לפני שנים בודדות כחברות סטארט-אפ וסכומי הכסף הגדולים שגויסו על ידי פירמות ותיקות יותר מגדילים את התמריץ אצל העוסקים בתחום לזווג חברות סטארט-אפ חדשות ולהגדיל את ההשקעות בחברות קיימות.

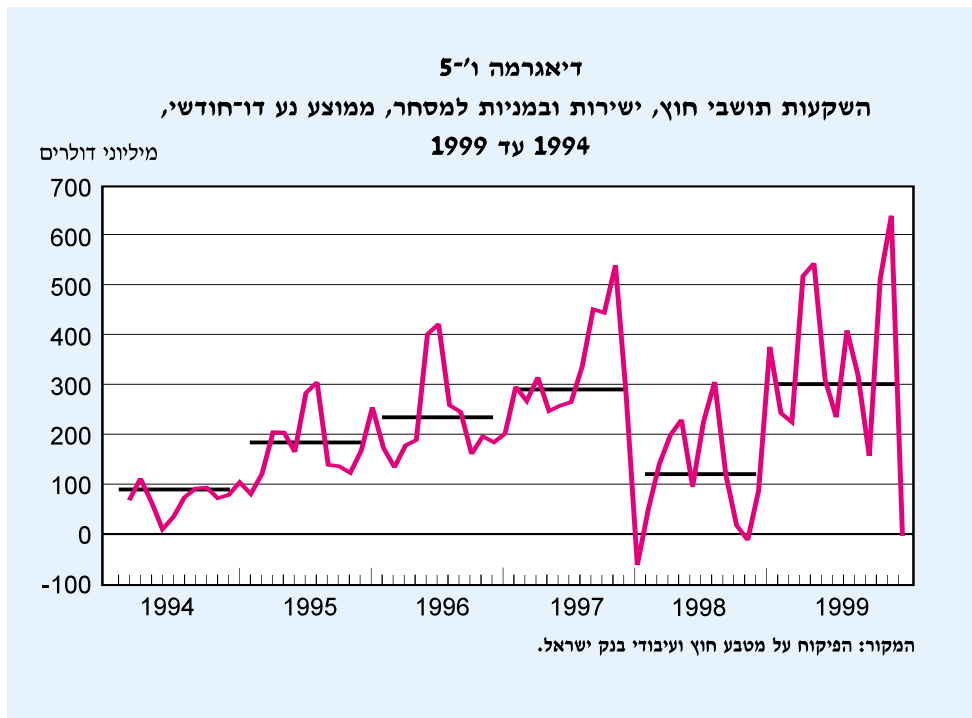
השפעה נוספת של עליית מחירי מניות הטכנולוגיה והצלחת ההנפקות של חברות ישראליות בחו"ל היא השפעת העושר: עליית המחירים מעלה את שווי הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור ותורמת לעלייה בתצרוכת. עליית שווי הפירמות שנסחרות בחו"ל מעלה במקביל גם את השווי של פירמות פרטיות בענפי ההייטק שעדיין לא יצאו להנפקה, כך שלמחזיקי המניות בהם צפוי להירשם רווח הון לכשתבצע הנפקה, והשפעת העושר מתייחסת אפוא גם אליהם.

על פי קצב הצמיחה של ענפי ההייטק בשנים האחרונות, יש להשקעות בהם פוטנציאל רב, ואכן נראה כי פירמות רבות בוחרות להשקיע משאבים רבים בתחומים אלו. אולם מנקודת מבט של המשק כולו, הריכוזיות הרבה של השקעות אלו טומנת בחובה גם סיכון גדול: אם יתברר כי הציפיות לצמיחת ענפי המחשבים, האלקטרוניקה, התקשורת והתחומים הקרובים אליהם היו מוגזמות, והמניות של הפירמות בענפים אלו תומחרו ברמות גבוהות מדי – יירדו לטימיון חלק מההשקעות הרבות בהם. הסיכון הגבוה הכרוך בהשקעות בתחומי הטכנולוגיה המתקדמת מסביר את הקושי לממן אותן באמצעות הלוואות. מימון בשלבים הראשונים באמצעות קרנות הון-סיכון שבהן שותפים תושבי חוץ, ובשלבים מאוחרים יותר על ידי הנפקת מניות לתושבי חוץ, מאפשר חלוקה של הסיכון בין משקיעים רבים ומעביר חלק ממנו למשקיעים זרים.

היקף גיוסי ההון באמצעות הנפקת מניות לזרים הוא ייחודי לישראל. על פי נתונים שקרן המטבע הבינלאומית מפרסמת ב־World Economic Outlook, גיוסי הון זר באמצעות הנפקת מניות בשווקים המתעוררים היוו פחות מ-15 אחוזים מסך גיוסי ההון ברוטו לשווקים אלו בשמונת החודשים הראשונים של 1999 (ללא השקעות ישירות וזרמים בין-בנקאיים).

הסיכון הגבוה הכרוך
בהשקעות בתחומי
הטכנולוגיה המתקדמת
מסביר את הקושי לממן
אותן באמצעות הלוואות.

היקף גיוסי ההון
באמצעות הנפקת מניות
לזרים הוא ייחודי
לישראל.



לעומת זאת בישראל כ-30 אחוזים מסך אותם גיוסי הון השנה היו באמצעות הנפקת מניות לתושבי חוץ. המשמעות היא כי בישראל המעורבות של תושבים זרים בסיכונים הכרוכים בשימוש בהון רבה יותר.

בלס ויפה¹⁰ השוו הנפקות ראשוניות בחו"ל של חברות תעשייתיות וחברות תוכנה עם הנפקות דומות בבורסה בתל אביב בשנים 1990 עד 1996, והראו כי משקל היצוא בסך המכירות של חברות המנפיקות בארה"ב גדול פי שלושה ויותר מאשר בחברות דומות שבחרו להנפיק בתל אביב. כן נמצא במחקרם כי קרוב למחצית העובדים של החברות המנפיקות בארה"ב עוסקים במחקר ופיתוח – פי שישה עשר מאשר בחברה החיצונית מבין החברות שהנפיקו בישראל, ופי שניים מאשר בחברה החיצונית מבין אלו העוסקות בתחומי האלקטרוניקה והתוכנה שבחרו להנפיק בתל אביב. ממצאים אלו מחזקים את ההשערה שהצלחת ההנפקות בחו"ל והרווחיות של החברות המנפיקות קשורות להתפתחויות בעולם יותר מאשר להתפתחויות של המשק המקומי, שכן כאמור, עיקר פעולתן מכוונת ליצוא.

בשנת 1999 מימשו תושבי חוץ השקעות בבורסה בתל אביב בסך 70 מיליוני דולרים. מימוש ההשקעות השנה הוא חריג, כי בחמש השנים הקודמות נעו ההשקעות של תושבי חוץ בבורסה בין 200 ל-450 מיליוני דולרים. בחודשים נובמבר ודצמבר 1997 – כשהחל המשבר הפיננסי העולמי – מימשו תושבי חוץ השקעות בבורסה בתל אביב. במחצית השנייה של 1998, לאחר פרוץ המשבר ברוסיה, ולנוכח חשש ממשבר מטבע בישראל, חידשו תושבי חוץ את מימושי ההשקעות בבורסה, ומאז ועד נובמבר 1999 אפיק זה לא

בשנת 1999 מימשו תושבי חוץ השקעות בבורסה בתל אביב בסך 70 מיליוני דולרים.

A. Blass and Y. Yafeh (2000). "Vagabond Shoes Longing to Stray: Why Foreign Firms List in the United States", Journal of Banking and Finance (forthcoming) 10

לוח ו'-11

ההשקעות נטו - הישירות ובתיק ניירות הערך למסחר - של זרים במשקים מתעוררים, 1996 עד 1998
(אחוזי תוצר)

השנה	ישראלי	מכסיקו	סלובקיה	צ'ילה	תאילנד	פולין	קוריאה
ההשקעות הישירות							
1996	1.5	2.8	1.4	6.8	1.3	1.9	0.4
1997	1.7	3.2	2.3	6.9	2.5	2.1	0.6
1998	2.1	2.5	3.7	6.4	6.2	4.7	1.7
ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר							
1996	4.0	0.8	0.7	-1.0	0.2	0.9	0.1
1997	4.3	0.8	0.3	-0.5	2.2	0.5	-0.5
1998	2.8	-0.2	-0.8	-5.1	-0.3	-0.2	-0.3

1) ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר כוללות השקעה באיגרות חוב בערבות ממשלת ארה"ב בסכומים שבין 1.2 ל-1.8 מיליארדי דולרים לשנה. המקור: J.P. Morgan. לישראל - נתוני הלשכה מרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

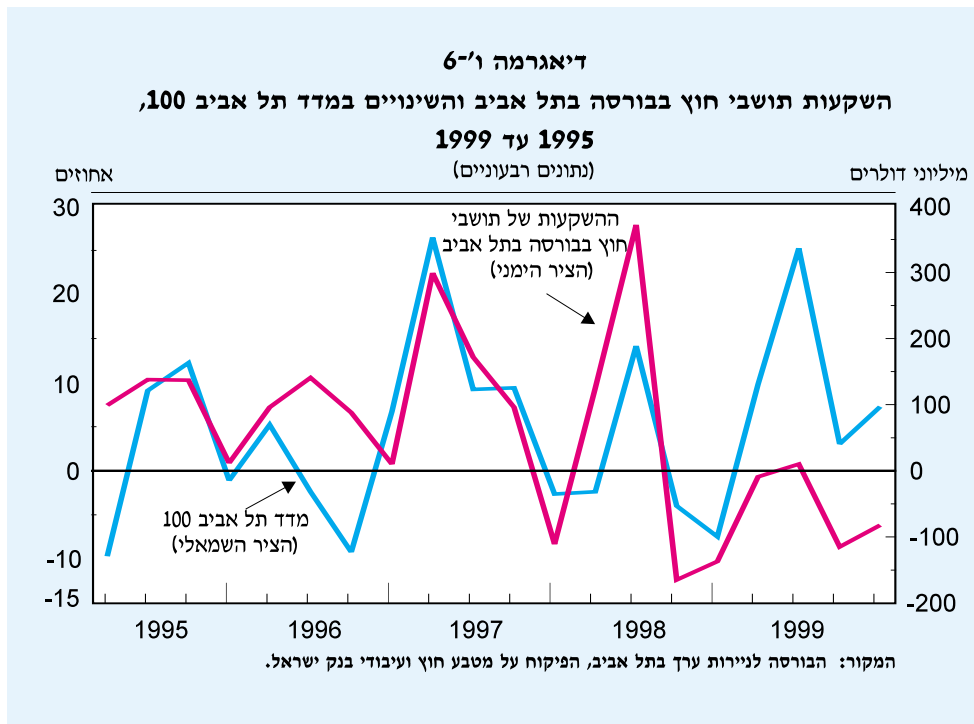
התאושש. ייתכן כי תושבי חוץ, המתעניינים בשנים האחרונות בעיקר בהשקעות בענפים המתקדמים, העדיפו להשקיע בחברות ישראליות המונפקות בחו"ל (שרובן בענפי ההייטק) על פני השקעות בחברות הנסחרות בתל אביב.

אפשרות אחרת היא שהמשבר העולמי הביא להערכה מחודשת של הסיכון בהשקעה במניות למסחר בישראל, כמו בשווקים מתעוררים בעולם. בהערכה זו תומכת העובדה שפערי התשואות בין איגרות חוב במטבע חוץ של ממשלת ישראל (הנסחרות בחו"ל) לאיגרות חוב של ממשלת ארה"ב עדיין גבוהים מאשר לפני המשבר הפיננסי העולמי. לשם השוואה - גם פער התשואה בין ה-¹¹ Emerging Markets Bond Index (EMBI) לאיגרות חוב של ממשלת ארה"ב לא חזר לרמה ששררה ביולי 1997, לפני תחילת המשבר. מנתוני קרן המטבע הבינלאומית עולה, כי ההשקעות הפרטיות ב"תיק ניירות הערך" בשווקים המתעוררים הסתכמו בשנת 1999 בכ-22 מיליארדי דולרים, כ-20 אחוזים פחות מאשר בשנת 1998 ופחות משליש מאשר ב-1997.¹² נתונים אלה מצביעים גם הם על האפשרות שמבחינת ההשקעות הפיננסיות של זרים בשווקים מתעוררים השפעת המשבר הפיננסי העולמי לא חלפה עד סוף שנת 1999. בחודשים דצמבר 1999, ינואר ופברואר 2000 השקיעו תושבי חוץ סך של כ-300 מיליוני דולרים בבורסה בתל אביב, סכום גבוה, שייתכן כי הוא מבשר את חזרתם של המשקיעים הזרים לבורסה הישראלית.

השנה נחלש הקשר שנצפה בשנים האחרונות בין השקעות תושבי חוץ בבורסה לבין השינויים במדדי המניות (דיאגרמה ו'-6). למרות מימושי ההשקעות של הזרים עלו מדדי המעו"ף ותל אביב 100 במהלך 1999 בכ-60 אחוזים.

11 ה-EMBI נבנה על ידי בית ההשקעות J.P. Morgan, והוא כולל איגרות חוב במטבע חוץ של ארגנטינה, ברזיל, בולגריה, אקוודור, מקסיקו, פנמה, פרו, פולין, רוסיה וונצואלה. מדדי ה-EMBI+ וה-EMBI Global, הכוללים מדינות נוספות וסוגי חוב נוספים, התפתחו בצורה דומה.

12 מתוך: I.M.F., World Economic Outlook, October 1999.



ההשקעות הישירות נשארו השנה ברמה גבוהה, דומה לרמתן בשנה הקודמת¹³. בשנים האחרונות אנו עדים לעלייה הדרגתית בזרם ההשקעות הישירות, המיוחסת, בין היתר, לגל העלייה שהחל בראשית שנות התשעים, לתהליך השלום שהחל בשנת 1993, ולגידול ההשקעות הזרות במשקים מתעוררים בכלל מאז ראשית שנות התשעים. המשבר הפיננסי העולמי, שפגע בהשקעות במניות למסחר, לא השפיע על היקף ההשקעות הישירות לא בישראל ולא במשקים מתעוררים אחרים. כ-75 אחוזים מההשקעות הישירות התרכזו בענפים המתקדמים – "תקשורת ושירותי מיחשוב" ו"מכונות, ציוד חשמלי ואלקטרוני". בעידן הגלובליזציה, רכישת פירמות מקומיות על ידי חברות בינלאומיות מוכרות נראית כתופעה טבעית. נקודת תורפה של פירמה מקומית בעלת מוצר איכותי בקנה מידה בינלאומי היא בדרך כלל השיווק; לאחר הרכישה, צינורות השיווק העומדים לרשותה של הפירמה המקומית בשווקים הבינלאומיים ושם המותג המוכר של הפירמה הרוכשת מאפשרים לה לנצל ביעילות את פוטנציאל הצמיחה שלה. הרכישה תורמת, מבחינה זו, לשני הצדדים: לפירמה המקומית – שעד לרכישתה על ידי זרים לא הייתה מסוגלת למכור ביעילות את מוצריה לשוק העיקרי שלה, שוק היצוא; לפירמה הרוכשת – הנהנית מרכישת מוצר איכותי, שפוטנציאל המכירות שלו יכול להתממש הודות לצינורות השיווק שלה. יתרת ההשקעות הישירות ובמניות למסחר של תושבי חוץ בישראל¹⁴ הסתכמה בסוף 1999 ביותר מ-40 מיליארדי דולרים, בהשוואה ל-13 מיליארדים בסוף שנת 1996

ההשקעות הישירות נשארו השנה ברמה גבוהה, דומה לרמתן בשנה הקודמת. כ-75 אחוזים מההשקעות הישירות התרכזו בענפים המתקדמים.

13 כ-800 מיליוני דולרים מההשקעות הישירות הן רכישות של ניירות ערך על ידי תושבי חוץ בעלי עניין מתושבי חוץ שאינם בעלי עניין – כלומר השקעה ישירה על ידי תושבי חוץ ומימוש השקעה במניות למסחר על ידי תושבי חוץ אחרים. בעבר לא הייתה אינפורמציה על פעילות זו.

14 כולל מניות של חברות ישראליות הנסחרות בחו"ל.

לוח ו'- 12

יתרת ההשקעות של תושבי חוץ במניות ובניירות ערך בני המרה בישראל, 1996 עד 1999
(מיליארדי דולרים)¹

משקל הזרים	1999	1998	1997	1996	
בשנת 1999 ³					
	41.4	19.7	19.3	13.0	יתרת ההשקעות
	18.0	10.1	8.6	6.3	1. ההשקעות הישירות
9%	4.4	3.5	3.5	2.4	א. בבורסה בתל אביב ²
	6.7	1.5	0.9	0.9	ב. בבורסות בחוץ לארץ
	6.9	5.1	4.2	3.0	ג. בחברות לא-סחירות
	23.4	9.6	10.7	6.7	2. ההשקעות במניות למסחר
15%	2.8	1.9	2.0	1.0	א. בבורסה בתל אביב ²
90%	20.6	7.7	8.7	5.7	ב. בבורסות בחוץ לארץ ⁴

(1) ההפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים.

(2) ההשקעות בחברות הדואליות נכללו בהשקעות בבורסה בתל אביב.

(3) משקלם של תושבי החוץ בסך המשקיעים (ישראלים ותושבי חוץ) - באותו סעיף.

(4) בניירות ערך הרשומים בחוץ לארץ.

המקור: מחלקת הפיקוח על מטבע חוץ בבנק ישראל.

(לוח ו'-12). גידולה הרב של יתרת ההשקעות של זרים בישראל הוא תוצאה ישירה של עליית מחירי המניות בתל אביב ובנירירוק בעת האחרונה ושל העלייה התלולה של זרם ההשקעות שלהם בישראל בשנים האחרונות.

(2) ההשקעות של תושבי ישראל והפיקדונות בחוץ לארץ

זרם ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל (הישירות ובניירות ערך למסחר) הסתכם השנה בקרוב למיליארד דולרים. למרות ההכרזה על ליברליזציה כמעט מלאה במטבע חוץ במאי 1998, לא גדל זרם ההשקעות השנתי של ישראלים בחו"ל, ובשנים האחרונות הוא כמעט קבוע עם תנודות קלות בלבד משנה לשנה. לכך, ככל הנראה, מספר סיבות: ראשית, המיסוי הנהוג כיום בישראל מפלה לרעה את ההשקעות בחו"ל לעומת ההשקעות בישראל. ההשקעות בניירות ערך למסחר בחו"ל ממוסות בשיעור של 35 אחוזים, בעוד שההשקעות בבורסה בתל אביב פטורות ממס; משקי בית המחזיקים דירה להשכרה בחו"ל נאלצים לשלם מס על התקבול משכר דירה, לעומת פטור ממס על הכנסה דומה בישראל (עד סכום מסוים). סיבה נוספת היא הריבית השקלית הגבוהה והקצב הנמוך של פיחות השקל ביחס לדולר בשנים האחרונות, שבעטיו ההשקעה במטבע חוץ פחות כדאית מההשקעה בשקלים. פיחות השקל באוקטובר 1998 שינה במידה מסוימת מצב זה - אולם מפני התפתחות שער החליפין מאז הייתה ההשקעה במטבע חוץ השנה פחות כדאית מאפשרויות השקעה אחרות. נוסף על אלה, הנטייה הטבעית של משקיעים היא להשקיע בשוק המקומי, תופעה שנצפתה גם במשקים אחרים, ומאיטה ככל הנראה את קצב התאמתו של התיק למצב החדש, לאחר הליברליזציה.

למרות ההכרזה על ליברליזציה כמעט מלאה במטבע חוץ במאי 1998, לא גדל זרם ההשקעות השנתי של ישראלים בחו"ל.

בנקודה זו יש לזכור כי בנק ישראל איננו מתערב במסחר במטבע חוץ כבר שנתיים¹⁵. מכאן שמקורות מטבע החוץ שבידי תושבי ישראל להשקעות בחו"ל מוגבלים להלוואות שלהם במטבע חוץ ולהשקעות של תושבי חוץ¹⁶. בקיזוז הגירעון בחשבון השוטף, שאותו הסקטור הפרטי צריך לממן. פירושו של דבר, שכאשר קיים עודף ביקוש למטבע חוץ (שמקורו בביקוש להשקעות בחו"ל ובצורך לממן את הגירעון בחשבון השוטף) מעבר להיצע מטבע החוץ (שמקורו בהשקעות של תושבי חוץ בישראל ובהלוואות במטבע חוץ), יתבטא הלחץ בפיחות השקל עד להיווצרות שיווי משקל בין הביקוש להיצע. המשמעות היא כי חלק מהלחצים ליצוא הון (למשל למימון השקעות בחו"ל) או ליבוא הון נספגים על ידי פיחות או ייסוף של השקל, ואינם באים לידי ביטוי בנתוני מאזן התשלומים.

החל ממאי 1998 רשאים תושבי ישראל לפתוח חשבונות בנקים בחו"ל ולהעביר לשם כספים ללא מגבלה. פירמות היו רשאיות עוד קודם לכן להפקיד מטבע חוץ בחשבונות בחו"ל, בכפיפות למגבלות מסוימות. המידע על פעילות תושבי ישראל בחשבונותיהם בחו"ל (כמה מושקע בהשקעה ישירה, כמה בניירות ערך ואיזה חלק נושא ריבית בפקדון) מושתת על דיווחיהן של החברות למחלקת הפיקוח על מטבע חוץ בבנק ישראל אודות פעילותן בחו"ל; הפעילות של יחידים בפקדונות בחו"ל איננה נרשמת (למעט העברת הכספים עצמה מישראל לחו"ל), אולם סביר להניח כי היא נמוכה יחסית. השנה גדל זרם מטבע החוץ לפיקדונות בחו"ל כתוצאה מהיקפי ההנפקות של חברות ישראליות בחו"ל, והגיע לכ- 2 מיליארדי דולרים, לעומת כ-400 מיליונים בשנת 1998. כשחברה מנפיקה מניות בחו"ל, ההון המגויס מופקד בדרך כלל בחו"ל ונרשם כיצוא הון של תושבי ישראל, ואילו ההנפקה עצמה נרשמת כהשקעה של תושבי חוץ בישראל. סביר שבחלוף הזמן, ישתמשו הפירמות המנפיקות בהון המגויס לצורכיהן – למשל ימירו אותו לשקלים לצורך תשלום משכורות בישראל (פעולה שמשמעותה יבוא הון).

ג. ההלוואות

(1) הסקטור הציבורי

גיוסי ההון ברוטו של הסקטור הציבורי בחו"ל הסתכמו השנה בכ-2 מיליארדי דולרים, לעומת יותר מ-2.5 מיליארדים בכל אחת משש השנים שקדמו לה¹⁷. מפאת הירידה בגיוסי ההון לאחר הגיוסים הגדולים בשנים קודמות היו לסקטור הציבורי השנה גיוסי הון נטו בסך כ-300 מיליוני דולרים¹⁸, בניגוד לגיוסי הון נטו של מעל מיליארד דולרים בשנה מאז 1993¹⁹. אף על פי כן תרם הסקטור הציבורי כ-800 מיליוני דולרים לעליית יתרות מטבע החוץ, וזאת, בין היתר, בזכות הסיוע האמריקני (שתורם לעודף בחשבון השוטף של הממשלה). היקף היתרות, בסך כ-22 מיליארדי דולרים, מאפשר לממשלה גמישות בגיוסי ההון שלה, כך שעיתוי הגיוסים בחו"ל אינו נקבע כתוצאה ממצוקת אשראי, שעלולה להיווצר כשחובות הממשלה הם לטווח קצר, אלא בהתאם לתנאים בשווקים הבינלאומיים ולתנאי הרקע של המשק. בסוף שנת 1999 שיפרה חברת Moody's את תשקיף הסיכון של ישראל, דבר המבשר שיפור אפשרי בדירוג הסיכון של ישראל.

היקף היתרות, בסך כ-22 מיליארדי דולרים, מאפשר לממשלה גמישות בגיוסי ההון שלה.

15 מאז פברואר 1996 התערבותו מצטמצמת להגנה על גבולותיה של רצועת הנייד.

16 ללא השקעות באגרות חוב של הממשלה בחו"ל.

17 כולל הגדלת הקרן שמקורה בריבית הנצברת על אגרות חוב מסוג zero coupon.

18 הנתון מתייחס הן לאשראי והן להנפקה של אגרות חוב.

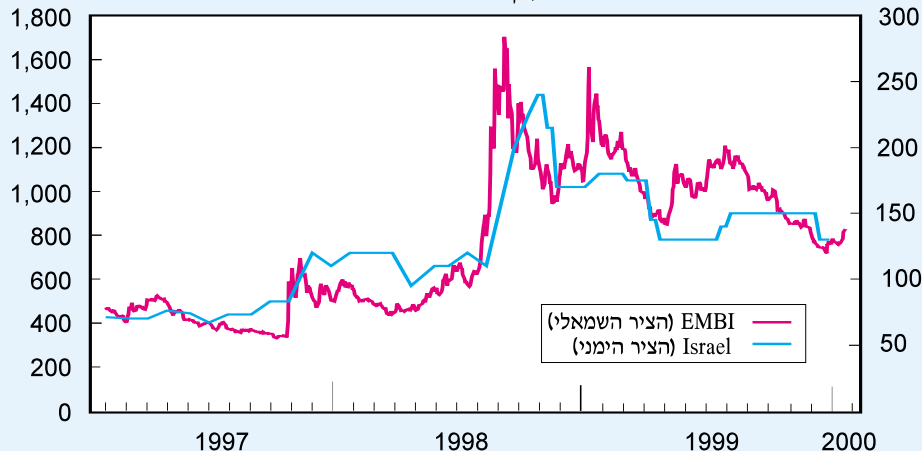
19 למעט שנת 1995, שבה גייסה הממשלה כ-900 מיליוני דולרים בלבד, משום שחלק מגיוס ההון אשר תוכנן לאותה השנה הוקדם לסוף 1994.

דיאגרמה ו'-7

המירווח בין התשואה על איגרות חוב ארוכות טווח, בדולרים של ממשלת ישראל הנסחרות בארה"ב, לאיגרות חוב של ממשלת ארה"ב, מול ה-^{2,1} EMBI spread,

1997 עד 1999

(נקודות בסיס)



(1) ה-EMBI (Emerging Markets Bond Index) הוא מדד לעלות החוב במשקים מתעוררים המחושב על ידי בית ההשקעות J.P. Morgan (ראה הערה 4). לשנת 1999 מוצג ה-EMBI+spread ללא רוסיה.
(2) תדירות הנתונים לגבי ישראל איננה קבועה ונעה בין שבועיים לחודש. תדירות ה-EMBI spread היא יומית.

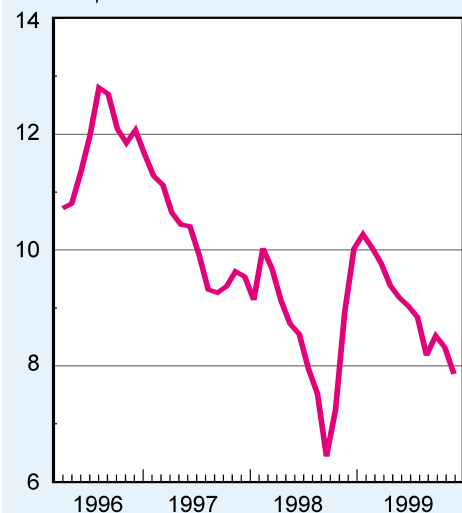
המקור: בתי ההשקעות J.P. Morgan ו-Lehman bros.

עלות גיוס ההון של
הממשלה ירדה במהלך
השנה לעומת המחצית
השנייה של 1998, אך היא
עדיין גבוהה מאשר לפני
המשבר הפיננסי העולמי
של סוף 1997.

דיאגרמה ו'-8

הפער בין הריבית על האשראי לשלושה חודשים
בשקלים, לריבית על אשראי דומה, במונחי סל
המטבעות, ממערכת הבנקאות הישראלית,
1996 עד 1999

נקודות אחוז



המקור: עיבודי בנק ישראל.

הממשלה גייסה השנה קרוב ל-600 מיליוני דולרים בשני גיוסי הון "חופשיים"²⁰. גיוס זה בא להחליף את גיוס ההון בערבות ממשלת ארה"ב, אשר ניתנה לשם קליטת העלייה, ומסגרתה הסתיימה בשנת 1998. עלות גיוס ההון של הממשלה (הנמדדת כפער שבין התשואה הנדרשת על איגרת החוב שלה לתשואה על איגרת חוב מקבילה של ממשלת ארה"ב או של מדינה אחרת המדורגת AAA) ירדה במהלך השנה לעומת המחצית השנייה של 1998, אך היא עדיין גבוהה מאשר לפני המשבר הפיננסי העולמי של סוף 1997 (דיאגרמה ו'-7). נראה אפוא, שהמשבר הפיננסי חולל זעזוע, והביא לעלייה של סיכון המדינה הנמדד על פי עלות גיוס ההון; השינוי השפיע לא רק על ישראל אלא גם על משקים נוספים המאופיינים בסיכון גבוה יחסית.

(2) הסקטור הפרטי

ההלוואות הישירות לטווח ארוך של הסקטור הפרטי מחו"ל (אשראי והנפקת איגרות חוב בחו"ל) הסתכמו השנה ביותר ממיליארד דולרים, לעומת כ-600 מיליונים בלבד בשנת 1998. ההלוואות הישירות הן מרוכזות מאוד, והיקפן נטו מושפע מהפעילות של מספר חברות גדולות. השנה בלטו שתי הנפקות של איגרות חוב של חברת החשמל בסכום כולל של 1.1 מיליארדי דולרים. בניכוי גיוסי ההון של חברת

20 הנפקת איגרות חוב ללא ערבות ממשלת ארה"ב.

לוח ו'-13

גיוסי הון של חברת החשמל באמצעות איגרות חוב בארה"ב בשנים האחרונות

התקופה	הסכום (מיליוני דולרים)	הטווח (שנים)	המירווח בעת הגיוס ¹ (נקודות בסיס)	הסכום (מיליוני דולרים)	הטווח (שנים)	המירווח בעת הגיוס ¹ (נקודות בסיס)
דצמבר 1996	350	10	91	125	30	125
דצמבר 1997	125	10	130	300	30	170
יולי 1998 ²	275	7	161	125	20	202
מארס 1999	500	10	248			
אוקטובר 1999	600	10	230			

- (1) פער התשואה בעת ההנפקה בין איגרת חוב של חברת החשמל לאיגרת חוב מקבילה (מבחינת הטווח לפדיון) של ממשלת ארה"ב.
(2) פער התשואה תלוי בטווח לפדיון של איגרות החוב, ככל שהטווח לפדיון ארוך יותר דורשים המשקיעים פער תשואה גדול יותר. לכן, המירווח בעת גיוס איגרות החוב ל-7 שנים מוטה כלפי מטה בהשוואה לאיגרות החוב שהונפקו ל-10 שנים, והמירווח בעת הגיוס של איגרות החוב ל-20 שנה מוטה בהשוואה לאיגרות החוב שהונפקו ל-30 שנה.
המקור: Bloomberg.

החשמל הסקטור הפרטי פורע הלוואות נטו מחו"ל – וזאת כנראה בגלל עליית הפרמיה הנדרשת עבור סיכון המדינה, המתבטאת בעליית הריבית בחו"ל על הלוואות לישראלים. במהלך 1999 הצטמצמו במידה מסוימת פערי התשואה בין איגרות חוב מסוכנות לבטוחות, אולם הם טרם חזרו לרמה ששררה בקיץ 1997, מעט לפני המשבר במזרח אסיה. במארס ובאוקטובר, לאחר ירידה מסוימת של פערי התשואה, גייסה חברת החשמל 500 רס"מ מיליוני דולרים, בהתאמה. שתי ההנפקות של איגרות החוב היו לתקופה של 10 שנים, והן הונפקו בפער של 248 ו-230 נקודות בסיס מעל איגרות חוב של ממשלת ארה"ב. פערים

לוח ו'-14

ניתוח יחס החוב לתוצר, 1989 עד 1999

1999	1998	1997-1996	1995-1993	1992-1990	1989	
10.9	12.4	14.6	21.9	29.1	36.8	יחס החוב לתוצר (בסוף תקופה), אחוזים
-1.6	-2.2	-3.6	-2.4	-2.6		השינוי ביחס בממוצע שנתי, נקודות אחוז ¹
-0.3	-0.3	-0.7	-1.3	-1.8		תרומת השינוי בתוצר הריאלי
-0.8	0.7	-0.5	-1.6	-0.4		תרומת השינוי בשער החליפין הריאלי ²
-0.7	-3.3	-3.0	0.6	0.5		תרומת השינוי בחוב הנומינלי (נטו)
0.1	0.4	0.1	-0.2	-0.7		תרומת השינוי במחיר העולמי ³

- (1) התרומות לשינוי ביחס אינן מסתכמות במדויק לסך השינוי, מפני שהן חושבו על פי קירוב מסדר ראשון.
(2) שער החליפין הריאלי שאליו אנו מתייחסים כאן הוא היחס בין מחירי היצוא למחירי התוצר.
(3) תרומת המחיר העולמי כוללת שני גורמים: האינפלציה בחו"ל, אשר תורמת לירידת יחס החוב לתוצר (ירידת הערך הריאלי של החוב הנומינלי), והשינוי בשערי החליפין הצולבים.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

תיבה ו'-3 השקעות תושבי חוץ כמימון לגירעון בחשבון השוטף

בשנים האחרונות ממומן חלק גדול מהגירעון בחשבון השוטף באמצעות השקעות (שאינן יוצרות חוב) של זרים במשק. אלה, ועמן גיוס ההלוואות נטו של ישראלים בחו"ל, ההשקעות של ישראלים בחו"ל, השינוי ביתרות מטבע החוץ בבנק ישראל והעברות ההון, נרשמים בצד חשבון ההון והחשבון הפיננסי של מאזן התשלומים, מממנים את הגירעון בחשבון השוטף ומאזנים חשבון זה¹.

ההשקעות של תושבי חוץ בענפי ההייטק מהוות חלק נכבד מסך השקעותיהם בישראל; מעל 60 אחוזים מההשקעות הישירות בשנים 1996 עד 1999 היו בענפים "תקשורת ושירותי המיחשוב" ו"מכונות, ציוד חשמלי ואלקטרוני". משקל דומה היה באותה תקופה להשקעות תושבי חוץ ברכישת מניות בהנפקות של חברות בענפי התוכנה והתקשורת בסך ההנפקות של חברות ישראליות בחו"ל. בממוצע, מאז שנת 1996, השקיעו תושבי חוץ כמיליארד וחצי דולרים בשנה בענפי ההייטק.

ההשקעות הגדולות של תושבי חוץ בשנים האחרונות בענפים המתקדמים בישראל, יחד עם ההשקעות של ישראלים בחברות סטארט-אפ ובמחקר ופיתוח בחברות גדולות יותר מעלות את השאלה אם התופעה של מכירת חברות על ידי ישראלים לתושבי חוץ היא חד-פעמית או מתמשכת. ייתכן שמפאת אופיה של הפעילות בענף, ישראלים רבים מקימים חברה, בשלב מאוחר יותר מוכרים אותה לפירמה זרה, ולאחר מכן פונים להקמת חברה חדשה – מעין "סרט נע" של הקמת חברות ומכירתן. סוג כזה של פעילות הוא סביר אם לישראלים יש יתרון יחסי בתחומי הפיתוח הראשוניים בענפים אלו, ואילו לפירמות הבין-לאומיות יתרון יחסי בשלבים המתקדמים יותר, לאחר פיתוח המוצר, ובמיוחד בשלב השיווק.

אם אכן הקמת חברות בענפי ההייטק בישראל ומכירתן בשלבים מאוחרים יותר היא מגמה במשק הישראלי, אזי חלק מהגירעון בחשבון השוטף הוא גירעון טכני, הנובע מבחירה של פירמות במשק לעסוק בפיתוח טכנולוגיות חדשות במקום לייצר מוצרים סחירים. מכירת החברות, שניתן לראות אותה כ"יצוא חברות", נרשמת בחשבון ההון, ומממנת יבוא מוצרים, המגדיל את הגירעון בחשבון השוטף. דוגמאות לפעילות מסוג זה לא חסרות בשנים האחרונות: יזמים מפתחים מוצר חדש ובשלב מסוים, כשהם סוברים כי יש צורך בגורם זר כדי לממש את פוטנציאל הצמיחה, הם מוכרים את החברה ופונים לקידום חברות סטארט-אפ חדשות.

1 על פי הגדרת מאזן התשלומים הפער בין החשבון השוטף לחשבון ההון והחשבון הפיננסי (כולל השינוי ביתרות בנק ישראל) נרשם כהפרשים סטטיסטיים.

אלו גבוהים בכ־150 נקודות בסיס (המהוות תשואה של אחוז וחצי לשנה) מפערי התשואה שנדרשו מחברת החשמל בגיוס של דצמבר 1996 (לוח ו'-13). גם כאן, כמו באיגרות החוב של הממשלה, סיום המשבר הפיננסי העולמי, כפי שהוא התבטא בעליית שיערי המניות בבורסות בעולם ובתחזיות לגבי הכלכלה העולמית, לא בישר את חזרת פערי התשואה בין איגרות חוב מסוכנות לאיגרות חוב בטוחות יותר לרמה של ערב המשבר, לפחות לא עד סוף שנת 1999.