

פרק ו' מאזן התשלומים

בשנת 1998 חל שיפור ניכר בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, למרות האטת הסחר העולמי. השיפור מבטא את האטת הביקושים המקומיים מעבר להאטת היצע התוצר, וכן את המשך השיפור בתנאי הסחר ושינוי מגמת הייסוף של שער החליפין הריאלי. קצב הגידול של היצוא למעט יהלומים נותר גבוה, על אף ההאטה בסחר העולמי. בחשבון ההון נרשמה ירידה תלולה ביבוא ההון למשק – תוך עלייה בהשקעות הישירות – על רקע המשבר הפיננסי העולמי; ירידה זו הייתה חזקה מהשיפור בחשבון השוטף, והייתה אחד הגורמים הבסיסיים לפיחותו של השקל. המגמות העולמיות השנה העלו את שאלת הפגיעות של המשק לזעזועים חיצוניים, וחידדו את הצורך בתשומת לב מיוחדת לשינויי תנועות ההון ובנקיטת צעדי מדיניות לביסוסו והעמקתו של השיפור בחשבון השוטף.

1. קווי ההתפתחות העיקריים¹

השנה חל שיפור של כ-2.6 מיליארדי דולרים בחשבון השוטף, בהמשך לשיפור ב-1997.

השנה חל שיפור ניכר בגירעון בחשבון השוטף, והוא הגיע לרמה של 2.3 מיליארדי דולרים, לעומת 4.9 מיליארדים ב-1997. זאת לפי ההגדרה החדשה; על פי ההגדרה הישנה, הכוללת העברות הון, הסתכם הגירעון בחשבון השוטף השנה ב-0.5 מיליארד דולרים, לעומת 2.7 מיליארדים ב-1997. (על שינוי ההגדרה של החשבון השוטף ראה תיבה ו-1.) התפתחות החשבון השוטף בשנת 1998 היא המשך של מגמת השיפור, שהחלה עוד בשנת 1997. זאת לאחר שב-1996 הגיע הגירעון בחשבון השוטף לרמת שיא של 6.6 מיליארדי דולרים, ובעקבותיה ננקטה מדיניות מקרר-כלכלית מרסנת, אשר פעלה להורדת הגירעון ולמניעת התפתחות משברית. הגורמים המרכזיים לירידת הגירעון השנה היו האטת הביקושים המקומיים מעבר להאטת היצע התוצר וירידת המחירים העולמיים על רקע המשבר העולמי, תוך המשך השיפור בתנאי הסחר ושינוי מגמת הייסוף של שער החליפין הריאלי. (במחירי היצוא יחסית למחירי התוצר אף נרשם פיתוח.) בכיוון הנגדי פעלה ההאטה בהיקף הסחר העולמי על רקע המשבר העולמי. בחינת מידת התמדתם הצפויה של הגורמים שהשפיעו השנה על הגירעון בחשבון השוטף מרמזת, כי ייתכן שלא כל השיפור שהושג השנה הוא בעל אופי פרמננטי.

בחשבון ההון נרשמה השנה ירידה תלולה ביבוא ההון.

יבוא ההון השנה (למעט העברות הון) הסתכם ב-3.0 מיליארדי דולרים, ירידה של 65 אחוזים בהשוואה לשנת 1997. הירידה משקפת הקטנה בהשקעות הפיננסיות של תושבי חוץ במשק, עלייה בהשקעות הישירות, וכן ירידה משמעותית ביבוא ההון של תושבי ישראל (דרך מערכת הבנקאות). הירידה בהשקעות הפיננסיות של תושבי חוץ בישראל מקורה במשבר הפיננסי העולמי, שהחל בשנת 1997, ונמשך לאורך שנת 1998, ובחשש כי

1 הנתונים בפרק מתייחסים להגדרה החדשה של מאזן התשלומים, שאומצה השנה על ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

תיבה ו'-1: שינוי הגדרת החשבון השוטף במאזן התשלומים

השנה אימצה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה את המלצות קרן המטבע הבין לאומית¹, והביאה ליישום ההגדרה החדשה של מאזן התשלומים גם בישראל. זאת לאחר שהגדרה זו כבר יושמה במרבית מדינות העולם. השינוי המרכזי לפי הגדרה זו הביא להכללת העברות ההון בחשבון ההון במקום בחשבון השוטף, כפי שהיה נהוג בעבר – צעד שהשלכתו העיקרית היא שינוי בהגדרת החשבון השוטף. הגירעון בחשבון השוטף לפי ההגדרה החדשה גדול בכ-2 מיליארדי דולרים מאשר על פי ההגדרה הישנה. (להמחשת השפעת השינוי על הגדרת החשבון השוטף ראה לוחות ו'-1 ו'-1-1).

העברות ההון יוצרות שינוי במצבת נכסי ההון וההתחייבויות של המדינה ללא קבלה או העברה של תמורה. העברות ההון כוללות קבלה או מסירה של נכסים קבועים, העברת רכוש קבוע על ידי מהגרים, וכן ויתור על התחייבויות. בישראל מרבית העברות ההון הן של עולים, ומיעוטן – העברות של מלכ"רים ומחיקת חובות מוסכמת. שיוכן של העברות אלו לחשבון ההון מסתמך על אופיין החד-פעמי (בניגוד להעברות השוטפות, הנושאות אופי של זרם קבוע), וכן על הקשר הישיר שלהן לשינויים במערך הנכסים וההתחייבויות.

החיסרון המרכזי בצורת ההצגה החדשה נעוץ בשוני שבין העברות ההון לרכיבים האחרים של חשבון ההון והחשבון הפיננסי: העברות ההון אינן יוצרות חוב כלפי חוץ; לעומת זאת מורכב החשבון הפיננסי מהשקעות של זרים בישראל, שאינן יוצרות חוב, אך קשורות בהעברת בעלות לתושבי חוץ, ומהלוואות, היוצרות חוב באופן מפורש. לפיכך הגירעון בחשבון השוטף, על פי הגדרתו החדשה, מלמד פחות על תוספת החוב החיצוני בשנה האחרונה².

לסיכום ניתן לומר, כי למרות קיומה של הגדרה רשמית חדשה לגירעון בחשבון השוטף, חשוב להמשיך ולבדוק גירעון זה גם על פי ההגדרה הישנה; זאת בעיקר בישראל, שבה משקלן של העברות ההון גדול.

1 International Monetary Fund: Balance of Payment Manual, 5th edition, Washington, 1993.

2 הגירעון על פי ההגדרה הישנה לא היווה מדד מלא ליצירת החוב במהלך השנה, משום שחלקו מומן על ידי השקעות. ההשקעות אמנם יוצרות בעלות של תושבי חוץ, אולם אינן מהוות חוב במובן המלא, משום שההחזר הנדרש בגינן אינו בסכום ידוע, אלא תלוי בערך השוק של ההשקעה ביום המימוש. עם זאת, כאמור, הגירעון על פי ההגדרה החדשה קשור עוד פחות למידת יצירת החוב, בשל אופיין של העברות ההון.

המשבר יגלוש גם לשווקים מתעוררים אחרים. הצטמצמות הפער בין הריבית השקלית לריבית על מטבע חוץ, הקושי לגייס הון בחו"ל, שהתבטא בעליית פרמיית הסיכון, והחשש מפיחות השקל היו הגורמים המרכזיים לירידה ביבוא ההון של תושבי ישראל. הירידה ביבוא ההון השנה (בצירוף העברות ההון), שהייתה גדולה מהשיפור בגירעון בחשבון השוטף, הייתה אחד הגורמים לפיחות השקל במחצית השנייה של השנה.

פרק ו', מאזן התשלומים

במאי 1998 הוכרז על הרחבה משמעותית של הליברליזציה בתחום מטבע החוץ בישראל: הוסרו כל ההגבלות על משקי בית ועל הסקטור העסקי (למעט הגבלות על משקיעים מוסדיים ועסקאות עתידיות של תושבי חוץ). הליברליזציה מגדילה את פוטנציאל תנועות ההון, ובכלל זה את פוטנציאל יצוא ההון ויבוא ההון של תושבי ישראל. ראוי לציין שהליברליזציה בפועל לא באה לידי ביטוי מלא, בשל מיסוי שונה על ההשקעות, הפוגע באטרקטיביות של השקעות בחו"ל בהשוואה להשקעות בישראל.

שאלת הפגיעות של המשק
התחדדה השנה, והדגישה
את הצורך בביסוס
השיפור בחשבון השוטף.

ההתפתחויות בעולם בשנה האחרונה מעלות את שאלת הפגיעות ופוטנציאל ההידבקות של המשק, הקשורה לאפשרות שמשבר עולמי יתפתח למשבר גם במשק הישראלי. בצד הריאלי פגעו האירועים העולמיים השנה במשק דרך ההאטה בסחר העולמי, אשר הזיקה ליצוא הישראלי, אך קוזה על ידי גורמים אחרים, למשל השיפור בתנאי הסחר. בצד הפיננסי הייתה פגיעה בגלל ההיפוך החד של תנועות ההון, ובמידה פחותה – גם בגלל חשיפה מטבעית של תושבי ישראל. אין ספק כי הפגיעות הפיננסית של המשק תלויה במידה רבה במגמות ובנתונים הכלכליים הבסיסיים שלו, דבר המדגיש את הצורך במדיניות החותרת ליציבות כלכלית. אחד האינדיקטורים הכלכליים העיקריים לעניין זה הוא הגירעון בחשבון השוטף. השיפור בחשבון השוטף השנה, במידה שיתורגם לשיפור פרמננטי, מקרב את המשק למטרה של צמצום פגיעותו, ומכאן החשיבות של ביסוס השיפור. את זאת ניתן להשיג על ידי ביסוס הפיחות הריאלי תוך כדי שמירת יעד

לוח ו'-1

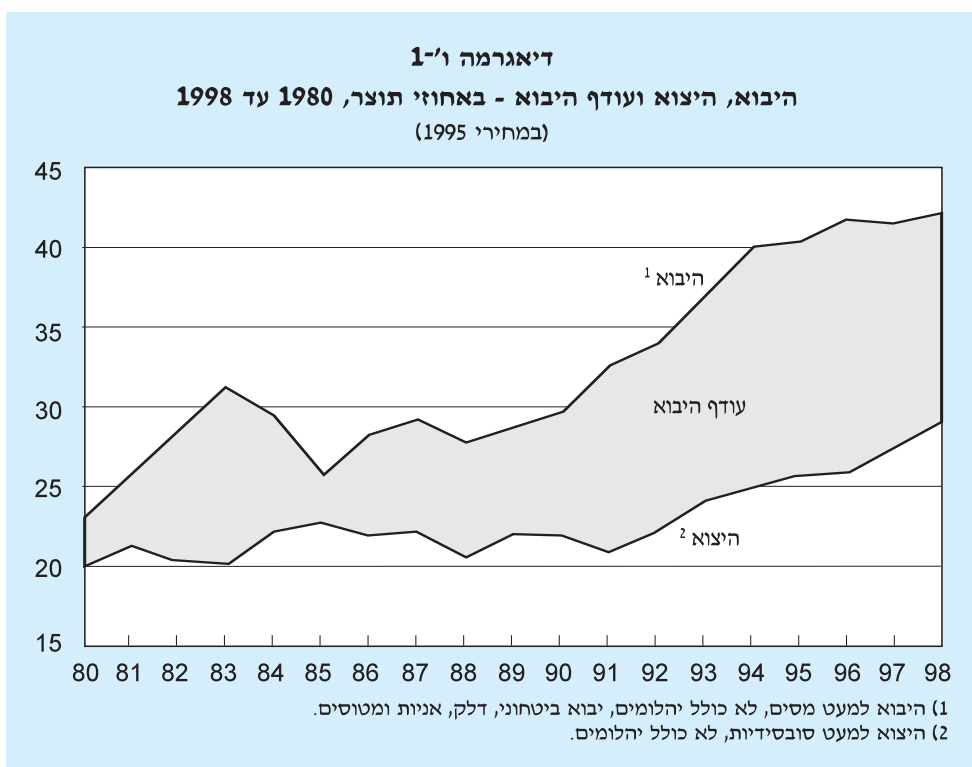
החשבון השוטף ומימונו, 1992 עד 1998
(מיליארדי דולרים)

ממוצע				
1998	1997	1996	1995-1992	
-2.3	-4.9	-6.6	-3.7	החשבון השוטף
-0.5	-2.7	-4.6	-2.1	החשבון השוטף עפ"י ההגדרה הישנה ¹
8.2	10.9	12.7	9.2	עודף היבוא הכולל
6.3	9.2	11.0	7.6	עודף היבוא האזרחי
35.0	33.1	31.2	24.2	היצוא
41.3	42.3	42.2	31.8	היבוא האזרחי
5.9	6.0	6.1	5.5	ההעברות השוטפות
המימון				
1.8	2.2	2.1	1.6	העברות ההון
1.2	2.6	3.1	1.7	החלואות לזמן בינוני וארוך
1.8	3.1	2.3	0.3	השקעות הפרטים נטו במשק
0.0	0.9	1.6	-0.2	תנועות ההון לזמן קצר
-0.3	3.9	-0.5	-0.4	תנועות ההון של הבנקים
-0.1	1.4	1.4	0.9	טעויות והשמטות
-1.7	-9.3	-3.4	-0.3	העלייה (-) ביתרות מטבע החוץ

(1) החשבון השוטף בתוספת העברות הון.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

האינפלציה, על ידי נקיטת צעדים להתרחבותו של צד ההיצע, ועל ידי עידוד החיסכון. (דיון מפורט ראה בפרק א' וכן בהמשך פרק זה.) מלבד זאת סביר להניח, כי פיחות השקל במחצית השנייה של השנה הגביר את הפנמת סיכוני שער חליפין, וייתכן שיביא בעתיד להקטנת החשיפה של הסקטור הפרטי לסיכונים אלו, וכתוצאה מכך – לצמצום הפגיעות של המשק.



2. החשבון השוטף

א. סקירה כללית

השנה חל שיפור ניכר בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. הגירעון בחשבון השוטף (לפי ההגדרה החדשה – עודף היבוא בניכוי ההעברות השוטפות) ירד לרמה של 2.3 מיליארדי דולרים, לעומת 4.9 מיליארדים ב-1997. באחוזי תוצר ירד הגירעון לשיעור של 2.3 אחוזים. התפתחות החשבון השוטף בשנת 1998 היא המשך של מגמת השיפור, שהחלה עוד בשנת 1997. זאת לאחר שב-1996 הגיע הגירעון בחשבון השוטף לרמת שיא של 6.6 מיליארדי דולרים, אשר בעקבותיה נקטה מדיניות הרואה בהורדת הגירעון יעד חשוב. עם זאת, רמת הגירעון הנוכחית עדיין גבוהה ביחס לעבר וכן ביחס למרבית המדינות המפותחות. בחינת רכיבי החשבון השוטף מלמדת, כי השיפור בחשבון השוטף השנה נובע מירידת עודף היבוא, תוך יציבות בהעברות השוטפות (לוח ו'-1 ודיאגרמה ו'-1). הירידה בעודף היבוא התמקדה ברובה בחשבון הסחורות, ואילו בחשבון השירותים ובחשבון התשלומים

הגירעון בחשבון השוטף
ירד השנה לרמה של 2.3
מיליארדי דולרים.

פרק ו', מאזן התשלומים

לוח ו'-2

תנאי הרקע, 1992 עד 1998
(שיעורי השינוי, אחוזים)

ממוצע				
1998	1997	1996	1995-1992	
הסחר העולמי				
3.3	9.9	7.0	6.8	ההתרחבות הכמותית – סחורות ושירותים
3.5	10.5	6.8	7.3	ההתרחבות הכמותית – סחורות
-4.5	-5.6	-1.2	2.4	המחירים בדולרים – סחורות ושירותים
המחירים היחסיים ושערי החליפין				
-3.1	-5.4	-6.7	-1.6	מחירי היבוא / מחירי התוצר ²
0.3	-2.8	-4.0	-3.0	מחירי היצוא / מחירי התוצר ³
-1.4	-2.9	-3.2	-3.9	מחירי הסחירים / מחירי הלא-סחירים
10.2	8.2	5.9	7.3	דולר / שקל
9.6	4.3	3.5	8.7	סל המטבעות / שקל
1.6	10.0	5.4	-3.1	דולר / סל ⁴
2.0	3.5	3.0	-2.0	תנאי הסחר
-3.3	-1.5	0.8	0.1	מחירי היצוא (בדולרים) ⁴
-5.1	-4.8	-2.2	2.2	מחירי היבוא (בדולרים) ⁴

(1) המקור: World Economic Outlook של ה-IMF, אוקטובר, 1998, ועדכון שהתקבל מ-IMF, דצמבר, 1998.

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

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

(4) מחירי היבוא והיצוא הדולריים ללא ההון והיהלומים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לגורמי ייצור נרשמו שיפורים מתונים יותר.² (הגירעון בחשבון התשלומים לגורמי ייצור מהווה בסביבות 35 אחוזים מעודף היבוא האזרחי כולו, בין היתר בשל ההוצאה הגבוהה על עובדים זרים.) ירידת הגירעון בחשבון הסחורות למרות התמתנות גידולו של היצוא התאפשרה הודות לירידה ברמת יבוא הסחורות הכולל.

ניסיון לפרק את ירידת עודף היבוא הדולרי השנה בין רכיב המחירים לרכיב הכמות מעלה, כי שני הרכיבים תרמו לירידה של עודף היבוא (לוחות ו'-2 וו'-3). רכיב המחירים, המבטא את השפעתם הישירה של המחירים בלבד (לאחר נטרול השינוי הכמותי), נובע בחלקו מירידת המחירים העולמיים ובעיקרו מהמשך השיפור בתנאי הסחר. המחירים העולמיים ירדו, בעטיו של המשבר העולמי, ובמצב של עודף יבוא ירידות בשיעורים שווים של מחירי היבוא והיצוא מצמצמות את העודף. המשך השיפור בתנאי הסחר, זו השנה

2 על פי ההגדרה החדשה של מאזן התשלומים עודף היבוא מתחלק בין שלושה חשבונות שונים: חשבון הסחורות, חשבון השירותים וחשבון התשלומים לגורמי ייצור. (שני האחרונים היו בעבר מאוחדים תחת הכותרת "חשבון השירותים".)

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

התפתחות המחירים היחסיים של המוצרים הסחירים
והלא-סחירים - מדדים שונים, 1981 עד 1998
 (ממוצע שנתי 1981 = 100)

השלישית, ביטא בעיקר את הירידה התלולה במחירי חומרי הגלם המיובאים. הרכיב הכמותי בירידת עודף היבוא ביטא, בין השאר, את האטת התרחבותם של הביקושים המקומיים מעבר להאטת היצע התוצר. בתוך כך ניכרה השנה התמתנות ברכיב ההשקעות, שהביקוש להן ירד ירידה ניכרת; ירידה זו מוסברת ברובה במיצוי של ביקושי גל העלייה, בהצטברות הניכרת של מלאי ההון בשנים האחרונות, בשחיקת התשואה להון, בעליית עלות גיוס ההון, בשיעור המס הגבוה ובהתפתחויות הגיאורפוליטיות באזור. גם התפתחות המחירים העולמיים, תוך המשך השיפור בתנאי הסחר ושינוי מגמת הייסוף של שער החליפין הריאלי (דיאגרמה ו-2), פעלה השנה לצמצום הכמותי של עודף היבוא. כנגד זאת פעלה האטת הסחר העולמי להרחבה כמותית של הגירעון. ההשפעות השונות על היצוא ועל היבוא מנותחות בהמשך הפרק.

כדי להעריך אם השיפור בחשבון השוטף הוא פרמננטי, יש לבחון את מידת התמדתם הצפויה של הגורמים המרכזיים שהשפיעו על החשבון השוטף השנה. נתוני דוח היווי ההון מלמדים, שהשיפור בחשבון השוטף השנה באחוזי תוצר, מבטא רובו ירידה של ההשקעות, כאשר החיסכון הלאומי עלה במידה פחותה. ירידת ההשקעות השנה הייתה המשך של תהליך התאמת מלאי ההון, שהורחב במידה ניכרת בשנות התשעים, לשם קליטת גל העלייה, דבר שעמד ברקע הגירעונות הגדולים במאזן התשלומים בשנים אלו. בחינת רמתן של ההשקעות במשק יחסית לתוצר מלמדת, כי שיעור ההשקעות הנוכחי עדיין גבוה במונחים היסטוריים. לפיכך נראה, כי בירידת ההשקעות, שהובילה לשיפור בחשבון השוטף, יש אלמנט פרמננטי. עם זאת ייתכן, כי השינויים הטכנולוגיים המתחוללים במשק ידרשו רמת השקעות גבוהה ביחס לעבר, דבר המגביל את האפשרות לשיפור נוסף בחשבון השוטף באמצעות ירידה בהשקעות.

השיפור בחשבון השוטף
באחוזי תוצר מבטא ברובו
את ירידת ההשקעות.

פרק ו', מאזן התשלומים

לוח ו'-3

התרומות הישירות לגידול עודף היבוא¹, 1992 עד 1998
(מיליארדי דולרים)

1998	1997	1996	ממוצע	
			1995-1992	
-0.8	-1.5	-0.8	0.6	סך השפעת המחירים
-0.1	-0.2	0.0	0.1	המחירים העולמיים
-0.7	-1.3	-0.8	0.5	תנאי הסחר
-1.6	-0.6	0.6	0.5	השינוי הכמותי
				השינוי בעודף היבוא האזרחי
-2.4	-2.1	-0.2	1.1	למעט גורמי הייצור

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

הגורמים החיצוניים
השפיעו במידה רבה על
התפתחות החשבון
השוטף השנה.

מלבד זאת יש לזכור, כי השיפור בגירעון השנה הושג במידה רבה בסיועה של התפתחות המחירים העולמיים: ירידת המחירים בעולם, שנבעה מהמשבר העולמי, וכן השיפור בתנאי הסחר של ישראל, תרמו במידה רבה לשיפור בחשבון השוטף, אך לא ניתן לצפות כי הם ימשיכו ויפעלו באותו כיוון בשנים הבאות; אדרבה, ניתן להעריך שסיום המשבר העולמי יביא לשינוי במגמה זו. גורם אחר, שהושפע מההתפתחויות בעולם, ופעל השנה נגד צמצום הגירעון בחשבון השוטף, הוא הסחר העולמי, אשר הואט במידה ניכרת, ופגע גם ביצוא הישראלי. בשלב זה נראה, כי הרמה הממותנת של הסחר העולמי צפויה לשרור גם בשנת 1999, אולם עם זאת תפוג בתום המשבר גם השפעתו הממתנת של גורם זה. גורם נוסף, שיש להביאו בחשבון, הוא שער החליפין הריאלי, שלא פעל השנה במידה משמעותית לצמצום הגירעון, אך עשוי לסייע לצמצום עודף היבוא בעתיד, אם ייווצרו התנאים המתאימים לביסוס הפיחות הריאלי שנוצר בסוף השנה⁴.

לסיכום, נראה, כי ירידת ההשקעות, המוסברת בחלקה הגדול במיצוי השפעת גל העלייה, תורמת במידה רבה לביסוסו של השיפור, שחל השנה בגירעון השוטף, כשיפור פרמננטי. מגמת העלייה של שער החליפין הריאלי, שהחלה להסתמן השנה, עשויה לתרום גם היא לביסוסו של השיפור, ואף להעמקתו. עם זאת התנהליכים החיצוניים שהשפיעו במידה רבה על התפתחות הגירעון השנה הם בעלי אופי זמני בלבד, וייתכן כי שינוי המגמה

3 מעיבוד הערכות המחירים העולמיים של קרן המטבע הבינלאומית לשנת 1999 עולה, כי התפתחות המחירים צפויה להעלות את עודף היבוא הדולרי ללא גורמי ייצור בשנה הקרובה בכ־7 אחוזים (השפעה ישירה בלבד).

4 ממחקר של מרידור ופסח ("שער החליפין הריאלי בישראל: פרספקטיבה של שלושה עשורים", רבעון לכלכלה מספר 2, 1994) עולה, שהשפעתו של פיחות נומינלי על שער החליפין הריאלי בטווח הקצר היא מעטה, ונשחקת בתוך תקופה לא־ארוכה. תוצאה זו מסייגת את ההערכה באשר להשפעת הפיחות הנומינלי האחרון על היצוא. למרות זאת, העובדה שהפיחות הנומינלי היה יציר כוחות השוק, ובמשק פועלים כוחות להמשך הפיחות הריאלי (כמוסבר בפרק ב'), לצד השינויים בסביבה הכלכלית ובפרט ברמת האינפלציה בישראל עשויה ללמד, כי המקרה הנדון שונה מפיחותים נומינליים קודמים.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

בהם (בעיקר תנאי הסחר) יקשה על שימורו של השיפור. לפיכך דרושים צעדים נוספים לשם שמירה על השיפור בחשבון השוטף והעמקתו, צעדים שיפעלו לעידוד החיסכון, אשר שיעורו ביחס לתוצר בישראל נמוך בהשוואה למדינות אחרות. בנושא זה נראה, כי קשה להצביע באופן ברור על רפורמה, אשר תעודד את החיסכון בטווח הארוך, אולם הפחתת הגירעון הציבורי תסייע בכך, לפחות בטווח הקצר ובטווח הביניים. שיפור צד ההיצע, שילווה בשיפור בפריז, עשוי להביא גם הוא להעלאת שיעורי החיסכון. ניתן להשיג שיפור זה בין היתר על ידי יצירת תנאים לקיומו של פירות ריאלי, הפחתת שיעורי המס, והקטנת חלקו של הסקטור הציבורי במשק.

בשיפור בחשבון השוטף
ישנו רכיב פרמננטי ורכיב
בעל אופי זמני.

שאלה חשובה, העולה בהקשר של הגירעון בחשבון השוטף השנה, היא באיזו מידה הגירעון, לאחר ניכוי ההשפעות הזמניות עליו, הוא ברהתמדה בטווח הארוך. לשאלה זו אין תשובה ברורה, וניתן להעריך את יכולת ההתמדה של הגירעון בהתאם לקריטריונים שונים. מצד אחד, הגירעון הנוכחי בחשבון השוטף, כאמור, עדיין גבוה, הן ביחס לעבר והן ביחס למרבית המדינות המפותחות. נתון זה, לצד החשש שתואר לעיל, כי חלק מן הירידה בגירעון אינו פרמננטי, מדגיש יותר את החשיבות של נקיטת צעדים לביסוסו והעמקתו של השיפור בחשבון השוטף, כפי שפורט להלן. עם זאת, כאמור, נובעת רמתו של הגירעון השנה במידה רבה מרמתן של ההשקעות במשק, שנותרה גבוהה על אף הירידה בשנה האחרונה, דבר המשפר את ההערכה בדבר היותו של הגירעון ברהתמדה; זאת בהנחה שמדובר בהשקעות פרודוקטיביות, אשר יקדמו את היצע התוצר בעתיד, ובכך יסייעו להעלאת שיעורי החיסכון ולשיפור במאזן התשלומים.

קריטריון נוסף ליכולת ההתמדה של הגירעון הוא יחס החוב הציבורי לתוצר. רמתו של יחס זה נמוכה בשנים האחרונות במידה ניכרת מבעבר. עם זאת שמירה על היחס הנוכחי של החוב לתוצר מחייבת המשך הרמה הגבוהה של ההשקעות הזרות בשנים הבאות, אשר יממנו את הגירעון בחשבון השוטף ללא הגדלת החוב הציבורי. התנודתיות הרבה במגמת ההשקעות הזרות בעולם יוצרת קושי בשמירה על יחס החוב הציבורי לתוצר. קריטריון אחר ליכולת ההתמדה של הגירעון הוא שער החליפין הריאלי, ועל פיו נראה, כי הפיחות הריאלי, שנוצר בסוף השנה, במידה שישמר, מגדיל את הסיכוי להיותו של הגירעון בר התמדה.

יכולת ההתמדה של
הגירעון בטווח הארוך
תלויה במידה רבה בזרם
ההשקעות הזרות למשק.

ב. היצוא

סך היצוא (למעט הון) עלה השנה כמותית בשיעור של 6.4 אחוזים לעומת 6.7 אחוזים ב-1997 (לוח ו-4), והתפתחות זו לוותה בירידת מחירים. הירידה של יצוא היהלומים השנה (ירידה כמותית של 13.5 אחוזים) השפיעה במידה ניכרת על התפתחות היצוא. בדיקת נתוני היצוא למעט הון, יהלומים ויצוא לשטחי האוטונומיה מצביעה על עלייה כמותית בשיעור של 10.9 אחוזים, לאחר עלייה בת 10.4 אחוזים ב-1997. נתונים אלו מבטאים האצה כמותית של קצב יצוא השירותים והתמתנות הגידול של יצוא הסחורות (למעט יהלומים ויצוא לשטחי האוטונומיה) משיעור של 14.4 אחוזים ב-1997 ל-10.6 אחוזים השנה.

קצב הגידול הגבוה של היצוא נשמר השנה, למרות הירידה התלולה בקצב הגידול של הסחר העולמי. כך הואט הגידול של הסחר העולמי, לפי נתוני קרן המטבע הבינלאומית, מ-9.9 אחוזים ב-1997 ל-3.3 אחוזים ב-1998 (לוח ו-2). ההשפעה החזקה של הסחר העולמי על היצוא הישראלי, כפי שהיא נאמדה בעבודות אמפיריות בעבר (אשר מצאו גמישות שבין 0.7 ל-1.86), מצביעה על הפגיעה החזקה שהתפתחות הסחר העולמי הייתה צפויה לגרום ליצוא הישראלי השנה. (גם בהנחה המינימלית של הגמישות, הייתה ההשפעה על היצוא

קצב הגידול הכמותי של
היצוא ללא יהלומים נותר
השנה גבוה, על אף
ההאטה בסחר העולמי.

תיבה ו'-2 : תרומת היצוא לצמיחה בישראל

התיאוריה הכלכלית מייחסת חשיבות רבה להתפתחות היצוא, כאחד הגורמים העיקריים המשפיעים על קצב הצמיחה. זאת בייחוד במשקים פתוחים וקטנים בישראל. בתיאוריה זו, המכונה "Export Led Growth Hypothesis", ההתייחסות אל היצוא היא כאל מנוע המחולל צמיחה מהירה בעתיד דרך שיפור הפריזון, ומעבר להשפעתו המיידית. מנגנוני ההשפעה מתחלקים לשתי קבוצות:

- השפעה ישירה של היצוא על הייצור – היצוא מאפשר למשק לייצר כמויות גדולות יותר ולהרחיב את מיגוון מוצריו. בכך מנוצלים יתרונות-לגודל בייצור כולו (ליצוא ולביקושים מקומיים), דבר שלא היה מתאפשר על ידי סיפוק הביקושים המקומיים בלבד¹ בישראל מתבטא הדבר בעיקר בייצור מוצרים מתוחכמים, שהביקוש להם בארץ מוגבל. הדבר מאפשר גם להיטיב ולנצל את ההון האנושי המצוי בארץ.
- השפעת היצוא דרך היתרונות הנובעים מן הפתיחות – פתיחותו של המשק, הקשורה גם לרמת היצוא שלו, חושפת את החברות המקומיות לתחרות עם חברות זרות, ובכך מניעה תהליך של התייעלות בחברות המקומיות². כן, מאפשרת הפתיחות חשיפה של החברות המקומיות לטכנולוגיות מתקדמות בחו"ל, באמצעות הצעות של לקוחות זרים ולמידת טכנולוגיות של חברות זרות³. בספרות הכלכלית נעשו ניסיונות רבים למצוא תימוכין אמפיריים לתיאוריה זו על ידי בדיקת הקשר שבין צמיחת היצוא לצמיחת התוצר במדינות שונות. הקשר נבדק בעזרת מבחני סיבתיים, התרים אחר מיתאם בין המשתנים בפיגור לבין משתנים בהווה. התוצאות בנושא זה היו מעורבות, אולם בעבודות מן העת האחרונה, שעשו שימוש בכלים אקונומטריים מתקדמים, נמצאה במקרים רבים סיבתיים (מסוג Granger) בין שיעורי הגידול של היצוא לאלו של התוצר. גם לגבי ישראל נתקבל לאחרונה ממצא דומה, בידי Xu⁴ מבדיקה שערכנו לגבי ישראל על סמך נתונים שנתיים מהשנים 1950 עד 1995 עולה כי:
- קיימת סיבתיים חיובית (מסוג Granger) בין שיעור הגידול של היצוא לשיעור הגידול של התוצר (מהיצוא לתוצר). מיתאם גבוה נמצא בין שיעור הצמיחה של התוצר לאלה של היצוא בשלוש השנים שלפני כן.
- נמצאה סיבתיים גם בכיוון ההפוך, אף כי מובהקת פחות (בטווח של שלושה פיגורים).
- אין סיבתיים כזאת בין שיעורי הגידול של כל אחד מן השימושים האחרים לבין שיעורי הגידול של התוצר. אף בבדיקה של סכום השימושים המקומיים לעומת

1 Helpman, E. and P. Krugman (1985). *Market Structure and Foreign Trade*, Cambridge: MIT Press.

2 Balassa, B. (1978). "Export and Economic Growth: Further Evidence," *Journal of Development Economics* 5, 181-189.

3 Grossman, G.M. and E. Helpman (1991). *Innovation and growth in the global Economy*, Cambridge: MIT Press.

4 Xu, (1996). "On the Causality between Export Growth and GDP Growth: An Empirical Reinvestigation," *Review of International Economics* 4(2), 172-184.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

התוצר לא נמצא קשר סיבתי מובהק. ההסבר להבדל בין היצוא לשימושים האחרים במקרה זה טמון, כנראה, ברכיב האקסוגני החזק הגלום במשתנים הקובעים את היצוא.

תוצאות הבדיקה מבליטות את חשיבותו הרבה של היצוא ואת תרומתו לצמיחה במשק הישראלי. כך, על פי בדיקה זו, הגברת היצוא היום מתואמת עם האצת קצב הצמיחה של התוצר בעתיד. היותו של היצוא השימוש היחיד שלגביו נמצאה סיבתיות מסוג זה עם התוצר, מעידה על חשיבותו. נראה, כי תרומתו של היצוא חזקה במיוחד בשנים של מיתון הנובע מצד הביקושים; זאת משום שבשנים כאלה היצוא הוא השימוש היחיד שאינו נתקל בביקושים המקומיים הממותנים, ולפיכך הוא עשוי לשמש מפתח לחידוש הצמיחה.

צפויה להסתכם בהאטה של כ-4.5 נקודות אחוז. מכאן ששיעור הגידול הכמותי של היצוא הישראלי השנה גבוה מן המצופה בהתחשב בהתפתחויות הסחר העולמי. ייתכן, כי על היצוא הישראלי השפיעו השנה גם שיעורי הגידול הגבוהים של הסחר העולמי בשנים הקודמות, אשר לא באו לביטוי מלא באותן שנים. מעבר לכך עמדו ברקע ההתפתחויות ביצוא השנה גורמים נוספים, ואותם נסקור להלן.

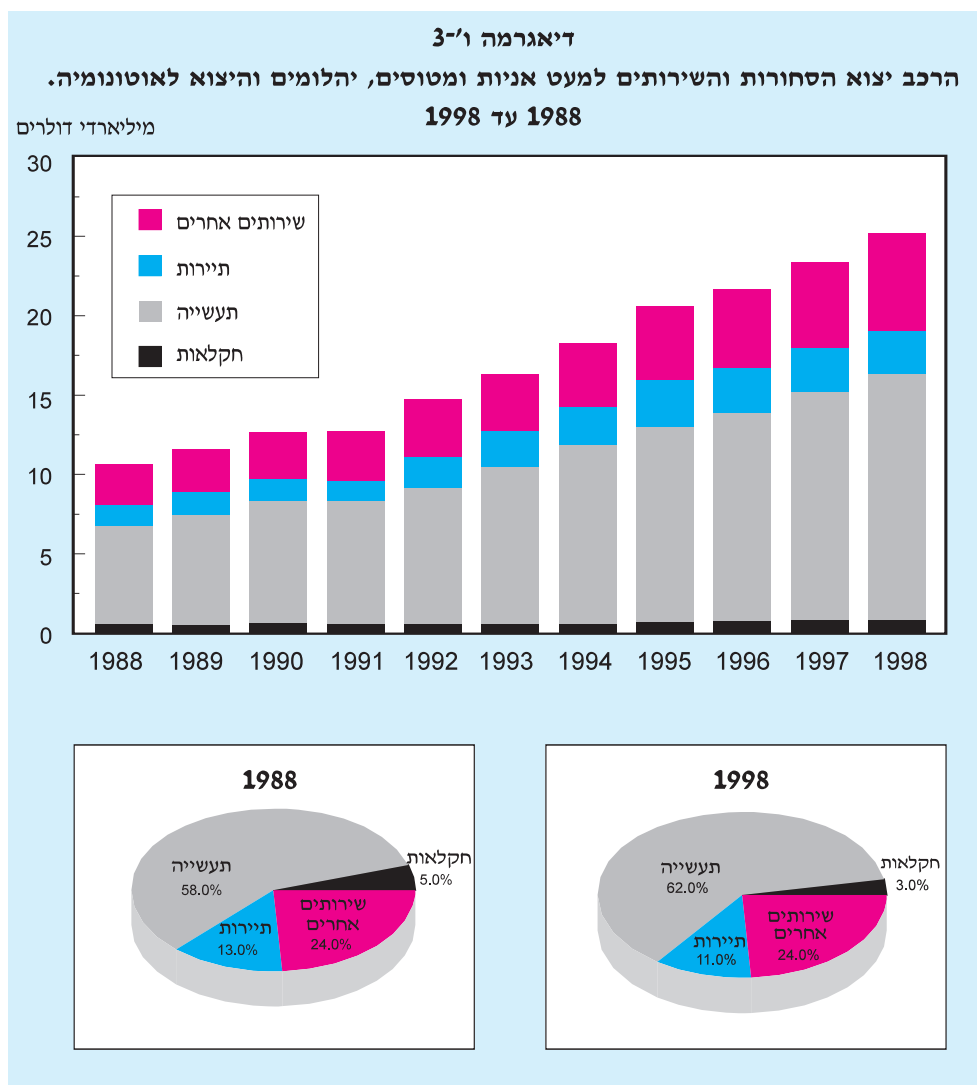
אחד מגורמים אלו, הוא התפתחות שער החליפין הריאלי. השנה נרשם פיתוח ביחס למגמה ארוכת הטווח של שער החליפין הריאלי במשק (כפי שנמדד על פי יחס מחירי היצוא למחירי התוצר), ובסוף השנה אף ניכר פיתוח ריאלי של ממש. כך, להתפתחות שער החליפין הריאלי לאורך השנה הייתה תרומה חיובית לשיעור הגידול של היצוא השנה לעומת שיעורו בשנה הקודמת. עם זאת יש לציין, כי ההשפעה המצטברת של הייסוף הריאלי בשנים האחרונות המשיכה לתת את אותותיה גם השנה ולפגוע בכדאיות היצוא, אף כי במידה מוגבלת, משום שחלק מן הייסוף הריאלי מוסבר בהפרשי הפריזון בין הסקטור הסחיר לסקטור הלא סחיר, הפרשים הקיימים במרבית מדינות העולם⁵. בסוף השנה, חלה, כאמור, תפנית במגמה, ונוצר פיתוח ריאלי משמעותי, אשר במידה שישמר לאורך זמן, יתרום תרומה ניכרת ליצוא. השיפור בתנאי הסחר השנה, המשקף במידה רבה את הוולת מחירי היבוא של חומרי הגלם, שמשקלם בייצור ליצוא גבוה ממשקלם בייצור לשוק המקומי, פעל גם הוא להתרחבות היצוא הישראלי. עם זאת יש לציין, כי השיפור בתנאי הסחר נמשך זו השנה השלישית, ושיעור השיפור השנה נמוך מזה של 1997, כך שעוצמת השפעתו על היצוא הייתה צריכה להיות פחותה. התפתחות שער החליפין הריאלי ותנאי הסחר השנה מתבטאים במדדי הרווחיות השונים, שמתקבלים מהסקטור התעשייתי – הסקטור העיקרי ביצוא. מדדים אלו מצביעים ברובם על בלימה של מגמת הירידה ברווחיות. (ראה סעיף התעשייה בפרק ב').

בחינת השפעתם של כלל משתני הרקע שהוזכרו לצד העלייה בגורמי הייצור במשק דרך הצבתם במשוואות יצוא שונות, שנאמדו עבור המשק הישראלי, מלמדת, כי בסיכום כללי הייתה העלייה הכמותית של היצוא השנה גבוהה מן הצפוי. הדבר מבטא, כנראה, את

התפתחות שער החליפין הריאלי ותנאי הסחר תמכו השנה בהתרחבות היצוא.

5 ראה מחקר של אסף זוסמן – "שער החליפין הריאלי בישראל: 1980 – 1997", סדרת מאמרים לדיון מספר 98.05, בנק ישראל, מחלקת המחקר, מאי 1998.

פרק ו', מאזן התשלומים



נראה כי התמתנות
הביקושים המקומיים
תרמה גם היא
להתרחבות היצוא.

היצוא לדרום מזרח אסיה
נפגע השנה קשות.

התמתנות הביקושים המקומיים במהלך השנה, והיא שעשויה להסביר את העלייה העודפת ביצוא. כך נראה, כי חברות ישראליות רבות, שנתקלו בביקושים מקומיים ממותנים, הסיטו את תוצרתן אל שוקי היצוא. חיזוק להסבר זה ניתן למצוא בשיעורי הגידול של היצוא בחתך הענפים השונים, שעל פיהם נראה, כי היצוא של ענפים שאינם ענפי יצוא בדרך כלל, הוחש השנה בשיעור ניכר. כן, סביר כי התמתנות הביקושים, הנמשכת במשך זו השנה השנייה הביאה לניסיונות הסטה, שלא נראו בשנה הקודמת. עם זאת יש לזכור, כי אפשרות ההסטה מהשוק המקומי לשוקי היצוא היא מצומצמת בטווח הקצר, והייתה בעייתית במיוחד השנה, בגלל המשבר הכלכלי עולמי, שצמצם את יעדי ההסטה האפשריים. מעבר להשפעתו של המשבר העולמי על סך היצוא הישראלי דרך נתוני הסחר העולמי, ניתן לבחון את השלכותיו דרך השפעתו על יעדי היצוא השונים. כך, אם נחזור למוקד המשבר – מדינות דרום מזרח אסיה – נראה, כי היצוא למדינות אלו נפגע השנה קשות, ולפגיעה היו השלכות על היצוא כולו. בשנים 1994 עד 1996 צמח היצוא לדרום מזרח אסיה בשיעורים גבוהים של כ-27 אחוזים נומינלית בממוצע בשנה, והיה חוד החנית של היצוא

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

לוח ו'-4

סך היצוא למעט ההון, 1992 עד 1998
(שיעורי השינוי, אחוזים)

ההתפלגות	השינוי במחיר	שיעורי השינוי הכמותי				
		ממוצע				
		1998	1997	1996	1995-1992	
100.0	-3.0	6.4	6.7	7.1	12.2	סך היצוא
80.5	-3.3	10.9	10.4	7.2	12.4	סך היצוא למעט יהלומים ואוטונומיה
						סך יצוא הסחורות למעט יהלומים ואוטונומיה
52.6	-3.6	10.6	14.4	11.9	11.2	(מותאם למאזן התשלומים)
48.3	-3.3	11.5	13.9	7.5	11.9	סך היצוא התעשייתי למעט יהלומים ואוטונומיה
5.6	0.3	1.8	-4.1	-4.9	6.3	מזה: ענפים מסורתיים
8.9	-1.7	3.3	3.7	6.4	10.0	ענפים מעורבים
33.9	-4.7	16.0	20.8	10.7	14.3	ענפים עתירי הון אנושי
2.5	-5.8	6.9	8.5	17.5	7.7	היצוא החקלאי
13.5	-1.5	-13.5	-0.6	4.0	12.4	היהלומים
27.9	-2.7	11.5	3.2	-0.7	14.7	סך יצוא השירותים ותקבול מגו, למעט אוטונומיה
6.0	-5.3	5.8	3.7	3.1	12.6	היצוא לאוטונומיה

(1) פירוט ענפי של הקבוצות ראה בהערה לדיאגרמה ו-5.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

הישראלי. תרומתו לגידול היצוא הישראלי בשנים אלו הגיעה ל-2.5 אחוזים בשנה. בשנת 1997, עם פרוץ המשבר, החלה ההאטה ביצוא הישראלי לאזור זה, ובשנת 1998 הוא ירד ב-17 אחוזים – תרומה שלילית ישירה בת 1.8 אחוזים לגידול היצוא (לוח ו'-5 ודיאגרמה ו'-4). במצב של זעזוע אזורי ניתן לצפות להסטה של היצוא מאזור המשבר לאזורים אחרים בעולם. עם זאת, בנתונים העולמיים של 1998 אפשרות ההסטה הייתה מצומצמת; זאת מפאת הפגיעה בסחר העולמי, שנבעה גם מירידה ברמות היבוא של המדינות המפותחות, שבהן לא פרץ משבר ריאלי, אך נפגעו שיעורי הצמיחה. אפשרות ההסטה נפגעה גם עקב ירידה ברמות היצוא של מדינות מתקדמות רבות, שהניעה אותן לחפש יעדים להסטה יצואן, דבר שהחריף את התחרות שבפניה עמדו היצואנים הישראליים (לוח ו'-6). נוסף על כך נרשמו במדינות המשבר פחותים חדים במטבעות המקומיים, ואלה הביאו לשיפור ניכר ביכולת התחרות שלהן בשוקי היצוא (בעיקר בשוקי המוצרים המסורתיים), גם מול ישראל. למרות כל האמור לעיל, בחינה של יעדי היצוא בשנת 1998 מצביעה על האפשרות שהסטה של יעדים אכן הייתה. כך, קצב הגידול של היצוא הישראלי לארה"ב לא נפגע, למרות האטת הגידול ביבוא הכולל של ארה"ב, וקצב גידולו של היצוא למדינות האיחוד האירופי עלה עלייה משמעותית. עלייה זו, למרות היחלשותם של המטבעות האירופיים מול הדולר בממוצע שנתי, מרמזת על הסטת סחר לקבוצת מדינות זו. אשר לשאר מדינות העולם – נראה, כי קצב גידולו של היצוא הישראלי אליהן ירד, ולכן לא ניתן להצביע על

ייתכן, כי הייתה הסטה של יצוא מדרום מזרח אסיה לאירופה ולארה"ב.

פרק ו', מאזן התשלומים

לוח ו'-5

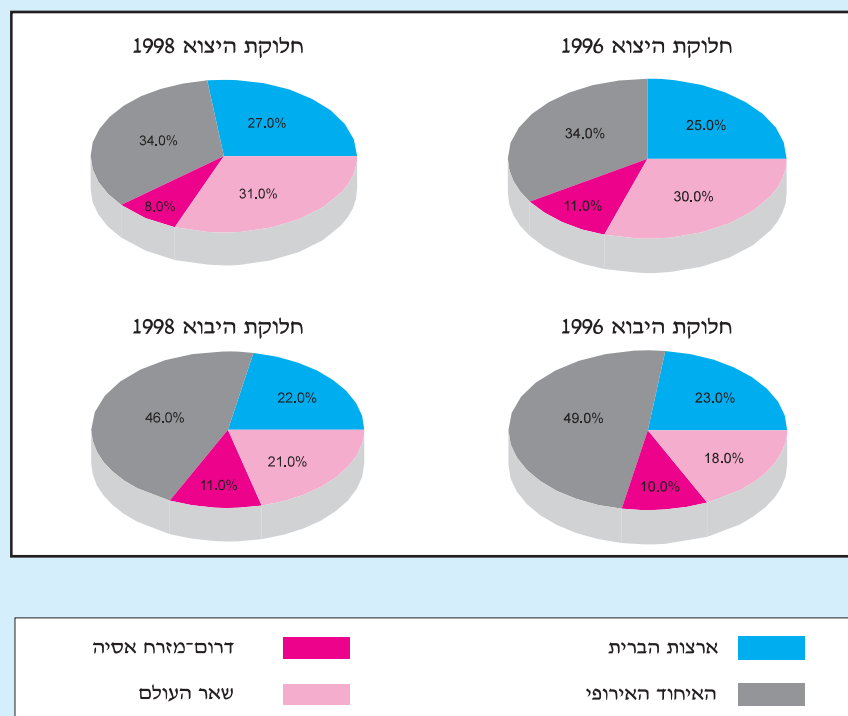
יצוא הסחורות הנומינלי (ללא יהלומים), לפי חלוקה גיאוגרפית, 1994 עד 1998
(שיעורי השינוי, אחוזים)

התרומה לסך גידול היצוא			שיעור הגידול של היצוא			האזור
1998	1997	ממוצע 1996-1994	1998	1997	ממוצע 1996-1994	
3.0	2.4	2.3	11.8	9.5	8.8	ארה"ב
3.7	1.7	4.1	11.2	4.9	12.6	האיחוד האירופי
-1.8	0.8	2.2	-17.0	7.4	26.6	דרום-מזרח אסיה
1.2	4.6	2.5	4.0	15.6	8.0	שאר העולם
6.1	9.5	11.2	6.1	9.5	11.2	סך כל היצוא

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

דיאגרמה ו'-4

חלוקה גיאוגרפית של היצוא והיבוא ללא יהלומים,
1996 לעומת 1998



בנק ישראל, דין וחשבון 1998

לוח ו'-6

התפתחות סחר החוץ בכלכלות המפותחות, 1994-1998
(סחורות ושירותים, שיעורי השינוי, אחוזים)

המדינה	השינוי הכמותי ביבוא			השינוי הכמותי ביצוא		
	ממוצע			ממוצע		
	1998	1997	1996-1994	1998	1997	1996-1994
ארצה"ב	11.5	13.9	10.1	9.3	12.8	1.1
האיחוד האירופי	7.5	8.8	6.5	7.4	9.6	6.1
מזה:						
גרמניה	7.4	8.1	5.9	6.5	11.1	7.2
צרפת	7.8	7.9	4.9	5.8	12.2	6.1
איטליה	11.8	8.7	5.2	7.2	6.3	6.0
בריטניה	9.2	5.2	6.0	8.0	8.0	8.0
יפן	-0.2	-9.4	11.5	4.5	10.8	-1.9
קנדה	6.0	13.3	7.0	8.9	8.0	6.8

המקור: IMF – World Economic Outlook (October 1998).

הסטת יצוא אליהן. ייתכן, שהסטת סחר בתנאי העולם הממותנים התאפשרה הודות לרמה הגבוהה של הביקוש העולמי למוצרים מתקדמים, שישראל מתמחה בהם. משבר כלכלי אחר, בהיקף גדול, פרץ השנה ברוסיה. למשבר זה לא הייתה השלכה משמעותית ישירה על סך היצוא הישראלי, מפני משקלה הקטן של רוסיה ביצוא זה – אולם השפעתו בעולם הייתה משמעותית ביותר; זאת בשל אי־הוודאות, שהשתררה בעקבותיו, כתוצאה משמיטת החובות של רוסיה ומהאפקט המצטבר של משבר נוסף (לאחר המשבר בדרום מזרח אסיה). חלק מהשפעה זו התגלגל לישראל דרך ההאטה בסחר העולמי, והמדינות שנפגעו במישרין היו בעיקר מדינות אירופה, שלהן סחר נרחב עם רוסיה. גם המשבר שפקד לאחרונה את ברזיל עלול להשפיע על ישראל – אמנם, שוב, רק בעקיפין (בשל הנפח המצומצם של הסחר בין שתי המדינות). השפעתו של משבר זה על הסחר העולמי ודרכו על ישראל תתברר רק בשנת 1999. התפתחות כלכלית עולמית נוספת, הצפויה להשפיע במידת מה על היצוא הישראלי, וכן על רכיבים אחרים של מאזן התשלומים, היא האיחוד המוניטרי האירופי. דיון באיחוד המוניטרי ובהשפעתו ניתן למצוא בתיבה ו'-3. בתוך היצוא התעשייתי נמשכת מגמת השינוי המבני, כך שהענפים המתקדמים הולכים ותופסים מקום נכבד יותר, על חשבון הענפים המסורתיים והמעורבים. זאת מפני הקושי ההולך וגובר בענפים המסורתיים להתחרות בשווקים העולמיים, ומפני היתרון היחסי שיש לישראל בענפים עתירי הון אנושי. (ראה דוח בנק ישראל לשנת 1997.) כך הגיע חלקם של הענפים המתקדמים ביצוא התעשייתי השנה לכ־70 אחוזים (דיאגרמה ו'-5). ענפים אלו נפגעו השנה במקצת מן המשבר בדרום מזרח אסיה, משום שהיצוא לשם מוטה לטובת הענפים המתקדמים יותר מאשר היצוא לשאר הארצות – אך פגיעה זו קווצה על ידי הטיית הסחר לאזורים אחרים. פגיעה נוספת בענפים המתקדמים נגרמה בשל הירידה במימון הזר, שבעבר סייע במידה ניכרת לענפים אלו.

משקלם של הענפים
המתקדמים ביצוא
התעשייתי המשיך לעלות
השנה.

תיבה ו'-3: האיחוד המוניטרי באירופה והשלכותיו על ישראל

ב־1.1.1999 נכנס לתוקפו האיחוד המוניטרי באירופה (EMU). בשלב זה כולל האיחוד המוניטרי 11 מדינות מתוך 15 מדינות האיחוד האירופי. בשלבים מאוחרים יותר ייתכן שיצטרפו 4 המדינות הנותרות. (בריטניה, דנמרק ושבדיה החליטו לעת עתה להמתין, ויוון אינה עומדת, בשלב זה, בתנאי האיחוד, שנקבעו באמנת מאסטריכט, אולם הכריזה על רצונה להצטרף). עיקרו של ה־EMU הוא ביטול המטבעות הלאומיים וכינון מטבע אירופי אחיד – אירו – תוך הנהגת מדיניות מוניטרית משותפת לכל מדינות ה־EMU שתנוהל על ידי הבנק המרכזי האירופי (ECB). המטבע נכנס לתוקפו כבר ב־1.1.1999, אולם הנפקתו בפועל תחל רק ב־2002, ובשלב מאוחר יותר באותה שנה יוצאו המטבעות הלאומיים מן המחזור.

הסיבות הכלכליות העומדות מאחורי ה־EMU לצד השיקולים הפוליטיים, הן השגת יציבות כלכלית כתנאי לצמיחה בת קיימא, והסרת מכשולי סחר, הקיימים בין מדינות אירופה השונות, כדי להגדיל את היעילות בסחר ולנצל את היתרונות לגודל באירופה. איחוד המטבע אמור לתרום בכיוון זה בשתי דרכים – ביטול הוצאות התיווך הכרוכות במעבר בין מטבעות וביטול איהודאות האופפת את השינויים בשערי החליפין. עם זאת, יש למהלך חסרונות כלכליים, הנובעים מאי יכולתן של מדינות אירופה להשתמש בשער החליפין כאמצעי התאמה במקרים של זעזועים כלכליים מקומיים, שעיתוים ועוצמתם שונים ממדינה למדינה, ובגלל חולשתם של אמצעי התאמה חלופים באירופה.

ההשלכות של ה־EMU לווונטיות מאוד לישראל, בעיקר משום שמדינות האיחוד האירופי הן גורם כה דומיננטי בסחר החוץ שלה (דיאגרמה ו'-5)². בצד הריאלי ישפיע ה־EMU על ישראל דרך מנגנון סחר החוץ, אולם נראה כי ההשפעות הצפויות בכיוון זה הן קטנות. זאת מפני שהמהלך הוא שלב נוסף בתהליך ריאלי ארוך טווח, אשר רוב השפעותיו מוצו, וגם מפני קיומן של השפעות מנוגדות. עיקר ההשפעות יתבטאו, מטבע הדברים, בצד הפיננסי. כל ההשפעות קשות מאוד לכימות, בשלב זה. נתאר להלן את אפיקי ההשפעה הצפויים.

הצד הריאלי (סחר החוץ)

בנתוני היצוא צפויות שתי השפעות מנוגדות: ההשפעה הראשונה היא שלילית, ונובעת מפגיעה ביתרון היחסי של חברות ישראליות באירופה בעקבות הגברת היעילות והתחרותיות בסחר התוך־אירופי, שיביא עמו ה־EMU. (היעילות תסייע גם לחברות ישראליות, אולם במידה פחותה מאשר לחברות אירופיות). ההשפעה

1 אוסטריה, איטליה, אירלנד, בלגיה, גרמניה, הולנד, לוקסמבורג, ספרד, פורטוגל, פינלנד וצרפת.

2 מבין מדינות האיחוד האירופי משקלה של בריטניה גדול במיוחד בסחר החוץ של ישראל, ומגיע לכ־20 אחוזים מהיצוא הישראלי לאיחוד האירופי, ולכ־15 אחוזים מהיבוא הישראלי ממנו. לפיכך אי הצטרפותה של בריטניה לאיחוד המוניטרי בשלב זה מקטינה את חלקן של מדינות ה־EMU בסחר החוץ של ישראל במידה משמעותית. משקלן של שבדיה, דנמרק ויוון בסחר החוץ של ישראל אינו גדול.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

השנייה היא חיובית, ונובעת מהאצה אפשרית של קצב הצמיחה באירופה, בעקבות ה-EMU, שעשויה להביא להגברת הביקוש לסחורות, ובכלל זה לסחורות ישראליות. בצד היבוא צפויה התחרות הגוברת באירופה להניע חברות אירופיות לחפש שווקים אלטרנטיביים, וביניהם ישראל. ההשלכה המהותית ביותר לגבי סחר החוץ של ישראל צפויה לנבוע מהמעמד שיהיה למטבע האירו בעולם: ככל שהאירו יהיה חזק יותר ביחס למטבעות האחרים, צפויה יותר הסטת יצוא לאירופה³.

הצד הפיננסי

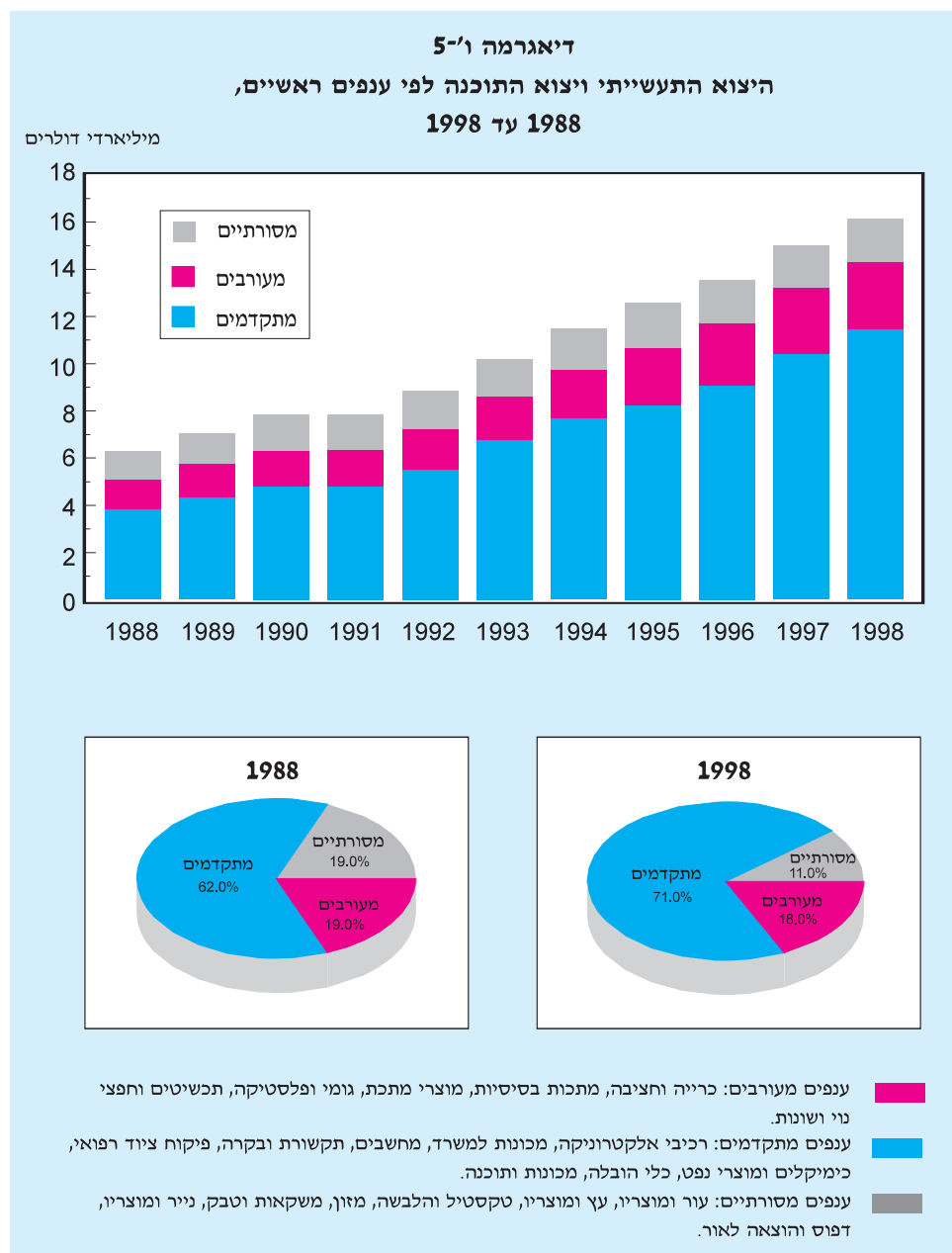
בצד הפיננסי צפויות להיות ל-EMU השלכות מהותיות על ישראל, התלויות מאוד בהתפתחות מעמדו של האירו מול הדולר. כך, בעקבות עליית משקלו של האירו בסחר החוץ של ישראל⁴ והתפתחות שוקי ההון באירופה, ייתכן שיהיה מקום להעלות את משקלו של האירו בחוב החיצוני של ישראל ובמערך הרזרבות שלה. כינון ה-EMU מקרב את העולם למצב של גושי מטבע מרכזיים (דולר, אירו, ין). מעמדה הפיננסי של ישראל בעולם כזה צריך להיבחן מחדש, ובתוך כך גם השאלה של הצטרפות לאחד מגושי המטבע בעתיד. בכל מקרה, גם ללא הצטרפות לאיחוד האירופי, חתירה לתנאים דומים לתנאי מאסטריכט היא מחויבת המציאות עבור מדינה קטנה ופתוחה לתנועות הון כמו ישראל.

- 3 מעמדו של האירו תלוי במספר גורמים, וביניהם: מידת חוזקו ועצמאותו של הבנק המרכזי האירופי, מידת המחויבות של מדינות האיחוד המוניטרי להצלחת המהלך, יכולת ההתפתחות של שוקי ההון האירופיים (המפגרים היום בהרבה אחר שוק ההון האמריקני) ושאלת הצטרפותן של המדינות הממתינות (בעיקר בריטניה).
- 4 כיום עסקאות רבות של ישראל עם מדינות אירופיות קטנות נקובות בדולרים. נראה, כי בעתיד יתבצעו עסקאות אלו באירו.

למרות השינוי המבני, נרשמה השנה עלייה כמותית ביצוא הענפים המסורתיים (בניגוד לשנתיים האחרונות), תוך עליית מחירים קטנה, ובכך ניתן לראות שינוי מגמה מסוים. בתוך הענפים המסורתיים ניתן לזקוף את עיקר ההתפתחות השנה לזכות הענף טקסטיל הלבשה ועור, שיצואו היווה כ-60 אחוזים מסך היצוא של הענפים המסורתיים, ועלה כמותית, לאחר שנתיים של ירידות. גם מחירי היצוא של הענף עלו השנה (בניגוד לירידת מחירי ההלבשה וההנעלה בארץ). נראה, כי תופעה זו מוסברת במגמת השינוי בענף, שלפיה מוצרי היצוא המיוצרים בו הופכים מתקדמים יותר. מגמה זו נובעת מהתחרות הגוברת בעולם בענף הטקסטיל, עם הצפת השווקים בסחורות זולות, המיוצרות במדינות העולם השלישי – מצב המחייב את היצואנים הישראלים להתמקד בייצור של מוצרים מתוחכמים יותר. תופעה נוספת, שבלטה בענף הטקסטיל בשנת 1998, היא המשך העברת מרכזי ייצור למצרים ולירדן, כדי להוזיל את עלויות העבודה. הדבר איפשר ליצרנים בענף להתחרות גם במוצרים מסורתיים מן העולם, ונראה כי גם לכך יש חלק בעליית הרווחיות בענף, שאף תרמה להתאוששות היצוא. הסבר נוסף לתופעה טמון אולי בשינוי מגמת הייסוף הריאלי השנה – שכן השפעתו של ייסוף ריאלי על יצוא מוצרים מסורתיים, אשר בהם שולי רווח נמוכים ושינויי פריז קטנים, חזקה מהשפעתו על יצוא מוצרים מתוחכמים.

בתוך הענפים המסורתיים
בלטה השנה התרחבות
כמותית של יצוא
הטקסטיל.

פרק ו', מאזן התשלומים



התפתחות יצוא הסחורות על פני השנה (נתונים מנוכי עונתיות) מצביעה על תוואי של עלייה במחציתה הראשונה, שאחריה ירד היצוא ברביע השלישי, וחזר לעלות ברביעי. כך לא ניכרת מגמה ברורה של היצוא לאורך השנה. ניתן אולי לקשור את התפתחות היצוא על פני השנה להחרפת המשבר העולמי ברביע השלישי עקב העמקת המשבר ברוסיה, ולהתאוששות היצוא הישראלי לדרום מזרח אסיה ברביע הרביעי.

יצוא היהלומים ירד השנה כמותית ב-13.5 אחוזים. ירידה זו משקפת בעיקר את המשבר במדינות דרום מזרח אסיה, שאליו מופנה חלק ניכר מיצוא היהלומים של ישראל. יצוא היהלומים למדינות אלו, שחלקו בסך יצוא היהלומים של ישראל בשנת 1997

יצוא היהלומים ירד השנה
במידה ניכרת.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

הסתכם בכ-28 אחוזים, ירד השנה נומינלית ב-37 אחוזים. יצואני היהלומים פיצו עצמם במקצת על הזעזוע האזורי באמצעות הסטת חלק מן התוצרת לארה"ב. התפתחות זו בענף היהלומים גרמה בעיות קשות ליהלומנים הישראלים, שמרבית תוצרתם מיועדת ליצוא. בנתוני מאזן התשלומים הביאה ההתפתחות בענף היהלומים דווקא לשיפור, וזאת מפני ירידה גדולה יותר ביבוא היהלומים. לכך הייתה תרומה לירידת הגירעון בחשבון השוטף.

בתוך יצוא השירותים ניתן לראות השנה את המשך הירידה ביצוא שירותי התיירות, זו השנה השלישית. מגמה זו היא תוצאה של המשך אי-הוודאות הפוליטית-ביטחונית באזור. נראה, כי המתיחות במפרץ הפרסי, שהגיעה לשיא חדש בסוף השנה, עלולה להביא להחרפה נוספת של הירידה בתיירות. לקראת שנת 2000 צפוי גל של תיירים נוצרים, שיסייע לצמיחתו של ענף התיירות בארץ – אולם יש להתייחס לסיכוי זה בזהירות, הן משום שלא ברור עד כמה תשתית התיירות בארץ ערוכה לקראת גל כזה, והן משום שזעזוע ביטחוני כלשהו עלול לצמצם במידה רבה את מספר המגיעים לארץ.

סעיף נוסף בעל משקל בתוך יצוא השירותים הוא הסעיף "הובלה ותחבורה". בסעיף זה נרשמה השנה עלייה, בהמשך לעלייה אשתקד. בחינת הרכב הסעיף מלמדת, כי העלייה נבעה מגידול משמעותי של יצוא שירותי ההובלה בין נמלים זרים; בניגוד לקיפאון השורר בתחום זה בעולם. (ראה פרק ב'). סעיף נוסף ביצוא השירותים, שנרשמה בו עלייה בולטת השנה, הוא הסעיף "שירותים אחרים". העלייה בסעיף זה נובעת בחלקה מעסקת "מיראביליס", שהסתכמה בכ-240 מיליוני דולרים.

יצוא שירותי התיירות
המשך לרדת השנה.

ג. היבוא

סך היבוא האזורי (למעט הון) עלה השנה כמותית בשיעור של 1.8 אחוזים, לאחר עלייה בת 4.0 אחוזים ב-1997, וזאת תוך ירידה ניכרת של המחירים. התנועות החדות ביבוא הדלק והיהלומים השפיעו במידה רבה על נתוני היבוא הכולל. בדיקה של נתוני היבוא למעט הון, יהלומים, דלק ויבוא משטחי האוטונומיה מצביעה על עלייה כמותית של 3.5 אחוזים, בדומה לשנת 1997. בדיקה של נתוני הסחורות (למעט דלק, יהלומים ויבוא משטחי האוטונומיה) מצביעה על עלייה כמותית של 1.9 אחוזים, לעומת 1.4 אחוזים ב-1997. קצב הגידול של יבוא השירותים ירד השנה במונחים כמותיים (לוח ו-7).

תנאי הרקע שמאחורי התפתחות היבוא השנה היו המשך רמתה הממותנת של הפעילות במשק, אשר הביאה לביקושים מצומצמים לסחורות מיובאות, מצד אחד, והמשך הייסוף הריאלי (על פי מדד מחירי היבוא ביחס למחירי התוצר), אשר הושפע מירידת מחירי היבוא, והביא להעדפת סחורות מיובאות על מקומיות, מהצד האחר. גורמים אלו מסבירים בחלקים כמעט שווים את שיעור הגידול הכמותי של היבוא השנה. נוסף על כך נמשך השנה תהליך החשיפה במשק, אמנם לא בהיקף משמעותי. התוצאה הסופית של תנאי הרקע הללו, כפי שנראתה במשק, היא המשך הגידול הכמותי המתון של היבוא. קצב הגידול הכמותי של היבוא נשאר דומה לזה של השנה הקודמת, וזאת אף על פי שגורמי הרקע פעלו השנה למיתון היבוא ביתר עוצמה מאשר אשתקד. נראה שהדבר מבטא בין היתר את ההשפעות בפיגור של הייסוף הריאלי⁶.

רמת הפעילות הממותנת
במשק והתפתחות שער
החליפין הריאלי היו גורמי
הרקע המרכזיים
להתפתחות היבוא.

6 ניסיון להסביר את התפתחות היבוא השנה בגורמי הרקע על ידי הצבתם במשוואת יבוא, שנאמדה עבור המשק הישראלי, מעלה כי שיעור הגידול הכמותי ביבוא היה קרוב לחזוי. (זאת לעומת 1997, שבה היה שיעור הגידול הכמותי של היבוא נמוך מן החזוי.)

פרק ו', מאזן התשלומים

ביבוא הסחורות נמשכה
הרמה הממונת בכל
הרכיבים, אך ניכרה
האצה לעומת 1997.

בתוך יבוא הסחורות נשמרה השנה, כאמור, הרמה הממונת של הפעילות בכל הרכיבים, אף שניתן להבחין בהאצה מסוימת לעומת 1997, שבה הייתה האטה חריפה ביותר. ביבוא התשומות לייצור (ללא דלק ויהלומים), הרכיב העיקרי ביבוא הסחורות, הואץ השנה קצב הגידול הכמותי, על רקע ירידות המחירים המתמשכות, שמקורן במידה רבה במשבר בדרום מזרח אסיה. יבוא מוצרי ההשקעה המשיך לרדת השנה במונחים כמותיים. ירידה זו נבעה בעיקר מהירידה החזקה ביבוא של כלי רכב, ובתוכם בעיקר כלי רכב כבדים תופעה שאינה מפתיעה לנוכח התנודתיות בענף זה וההצטיידות הנרחבת בשנים האחרונות, אך הושפעה גם מהמיתון במשק המקומי. ביבוא מוצרי ההשקעה האחרים הייתה השנה התאוששות במונחים כמותיים, בניגוד לירידה בייצור המקומי, וזאת לנוכח ירידת המחירים המתמשכת של יבוא זה. יבוא המוצרים לצריכה פרטית המשיך השנה לעלות, כמותית, בשיעור מתון, אשר שיקף את הירידה התלולה ביבוא כלי רכב והתאוששות לעומת אשתקד בשאר התחומים (מוצרים לצריכה שוטפת ומוצרים בני קיימא אחרים, שהולך).

התפלגות יבוא הסחורות על פי ארצות המקור מלמדת, כי השנה נמשכה התמתנות היבוא מארה"ב וממדינות הגוש האירופי (דיאגרמה ו-4). לעומת זאת גדל מאוד היבוא ממדינות דרום מזרח אסיה (פרט ליפן). נראה, כי לנוכח הוזלת היבוא ממדינות דרום מזרח

לוח ו'-7

סך היבוא למעט ההון, 1992 עד 1998
(שיעורי השינוי, אחוזים)

ההתפלגות	השינוי במחיר	שיעורי השינוי הכמותי			
		1998	1997	1996	1995-1992
1998	1998	ממוצע			
100.0	-4.9	2.2	4.2	9.3	10.7
95.2	-4.9	1.8	4.0	8.5	12.2
78.4	-3.5	3.5	3.5	10.7	12.9
46.8	-3.9	1.9	1.4	7.8	12.3
9.9	-3.5	3.6	2.8	12.4	15.3
4.4	-4.3	0.0	1.7	10.5	13.3
48.2	-7.5	0.4	2.9	4.5	12.0
33.0	-4.7	4.8	2.0	6.9	11.6
11.8	-2.0	-3.5	-2.8	10.4	11.4
9.3	-1.7	4.7	-0.2	11.2	12.4
31.7	-2.5	5.8	6.7	15.8	13.7

(1) מותאם למאזן התשלומים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

אסיה, על רקע המשבר ופיחותי המטבעות במדינות אלו, הוסט יבוא מהמדינות המתקדמות (ארה"ב והאיחוד האירופי) אליהן. אשר ליפן – מגמת היין במהלך השנה לא הצדיקה גידול של היבוא ממדינה זו, וירידת הביקושים לכלי רכב בארץ (כמחצית היבוא מיפן) הקטינה מאוד את היבוא ממנה.

3. תנועות ההון

א. סקירה כללית

יבוא ההון בשנת 1998 הסתכם ב-3.0 מיליארדי דולרים, ירידה של 65 אחוזים בהשוואה לשנה הקודמת. הירידה משקפת את הקטנת יבוא ההון של תושבי חוץ, תוך עלייה בהשקעותיהם הישירות בישראל וירידה משמעותית ביבוא ההון של תושבי ישראל. המשבר הפיננסי העולמי, שהחל עוד ביולי 1997 ונמשך בשנת 1998, השפיע השפעה משמעותית על תנועות ההון למשק. תרומתו לירידה בהשקעות של תושבי חוץ בישראל נבעה הן מהחשש כי הוא יגרור פיחות של המטבע המקומי ופגיעה בערך הדולרי של ההשקעות, והן מקשיי נזילות של משקיעי חוץ כתוצאה מירידת ערך השקעותיהם בשווקים המתעוררים, קשיים שחייבו מימושי השקעות בכל העולם. תושבי ישראל הקטינו את יבוא ההון שלהם (שמרביתו נטילת הלוואות במטבע חוץ והמרתן לשקלים) עוד במחצית השנייה של שנת 1997. החל בחודשים אוגוסט-ספטמבר השנה בלט יצוא הון של תושבי ישראל דרך מערכת הבנקאות הישראלית על ידי הגדלת פיקדונות ופירעון אשראי במטבע חוץ, ומערכת הבנקאות פעלה לקיזוז תנועות הון אלו תוך פיחות השקל. יצוא ההון של

בשנת 1998 ירד יבוא ההון למשק ב-65 אחוזים בהשוואה לשנה הקודמת, והסתכם ב-3.0 מיליארדי דולרים.

המשבר הפיננסי העולמי היה גורם משמעותי בירידה של יבוא ההון.

לוח ו'-8

תנועות ההון למשק, 1994 עד 1998 (מיליארדי דולרים)¹

1998		1997		1998	1997	1996	1995	1994	
יולי-דצמבר	ינואר-יוני	יולי-דצמבר	ינואר-יוני						
0.6	2.4	1.6	7.0	3.0	8.5	4.9	4.1	1.5	1. תנועות ההון למשק
-0.2	1.1	0.4	0.9	1.0	1.2	2.7	-0.3	2.1	2. הסקטור הציבורי
-0.1	1.2	0.4	0.9	1.0	1.3	1.8	0.9	2.1	א. הלוואות לזמן ארוך ובינוני
0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.8	-1.2	0.0	ב. תנועות הון לזמן קצר
0.8	1.7	2.3	0.9	2.5	3.3	2.6	3.3	0.7	3. הסקטור הפרטי הלא-פיננסי
0.9	1.6	2.0	1.6	2.5	3.6	2.8	2.3	0.9	א. השקעות תושבי חוץ בישראל
0.4	0.2	0.5	0.6	0.6	1.0	0.8	0.7	0.5	ב. השקעות תושבי ישראל בחו"ל
0.3	0.2	1.1	0.3	0.5	1.4	1.3	0.3	0.5	ג. הלוואות לזמן ארוך ובינוני
0.0	0.2	-0.3	-0.4	0.1	-0.7	-0.8	1.4	-0.2	ד. תנועות הון לזמן קצר
0.0	-0.5	-1.1	5.2	-0.5	4.1	-0.4	1.1	-1.3	4. תנועות ההון של מערכת הבנקאות

(1) סימן חיובי מבטא יבוא הון, חוץ מאשר בסעיף השקעות תושבי ישראל בחו"ל.

* הפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

פרק ו', מאזן התשלומים

תושבי ישראל בחלק האחרון של השנה – לאחר מספר שנים שבהן תושבי ישראל ייבאו הון בהיקפים גדולים⁷ – מוסבר בחשש לפיחות חד של השקל בעקבות המשבר ברוסיה ובזעזועים בשווקים הפיננסיים במערב, ועל רקע פער הריבית בין שקלים למטבע חוץ, שהגיע לרמתו הנמוכה ביותר מאז סוף 1994.

התפתחות המשבר העולמי הביאה לעלייה חדה בפערי התשואה הנדרשת על ידי משקיעים (spread) בין איגרות חוב של ממשלת ארצות הברית לאיגרות חוב אחרות, בעלות סיכון גבוה יותר. עליית פערי התשואה מקשה על גיוס הון בשווקים הבינלאומיים, גם של הסקטור הפרטי הישראלי וגם של הסקטור הציבורי. ואכן, היקף האשראי הישיר לטווח ארוך של הסקטור הפרטי מחו"ל ירד מ-1.4 מיליארד דולרים בשנת 1997 ל-0.5 מיליארד השנה – חזרה לרמת הגיוס אשר שררה לפני שניתן לישראל דירוג אשראי בינלאומי. ברקע פעלו, כמובן, גורמים נוספים, שהביאו להקטנת גיוסי ההון בחו"ל⁸, אך סביר שעליית פערי התשואה תרמה לירידה באשראי מחו"ל. לעומת זאת הסקטור הציבורי לא נזקק עד היום לגיוסי הון "חופשיים" בחו"ל בהיקפים משמעותיים, בזכות הערבויות של ממשלת ארה"ב, כך שהפגיעה בו מנקודת מבט זו בשנת 1998 הייתה קטנה.

השנה המשיך בנק ישראל במדיניות של אי התערבות במסחר במטבע חוץ, פרט להגנה על גבולותיה של רצועת הניוד אשר להם הוא מחויב. כתוצאה ממדיניות זו נמנע בנק ישראל מהתערבות במסחר במטבע חוץ במהלך שנת 1998 (למעט שישה ימי מסחר סביב סוף 1997 שבהם בנק ישראל רכש כחצי מיליארד דולרים כדי למנוע ייסוף של השקל מעבר לגבול של רצועת הניוד). עקב אי ההתערבות במסחר במטבע חוץ הפעילות במאזן התשלומים (החשבון השוטף ועוד חשבון ההון) של הסקטור הפרטי (כולל תושבי חוץ) חייבת להיות מאוזנת, ולפיכך לא ייתכן יבוא או יצוא הון של הסקטור הפרטי כמכלול, מעבר לצורך במימון הגירעון בחשבון השוטף.⁹ הממשלה הנפיקה השנה איגרות חוב צמודות למטבע חוץ בסכום של כמיליארד דולרים נטו. אף שפעילות זו אינה קשורה למאזן תשלומים באופן ישיר, הרי מבחינה כלכלית היא דומה למכירת מטבע חוץ על ידי הבנק המרכזי, בפרט בהשפעתה על שער החליפין. הנפקת איגרות החוב לא סיפקה את כל עודפי הביקוש למטבע חוץ בשער חליפין נתון (עודפים שנוצרו החל מאוגוסט), אלא היוותה תוספת היצע לשוק. לנוכח אי ההתערבות של בנק ישראל במסחר במטבע חוץ והנפקת איגרות חוב צמודות לדולר על ידי הממשלה יש להיזהר בניתוח ההתנהגות של הסקטורים השונים לפי זרמי תנועות ההון, משום שחלק מהלחץ ליצוא הון בא לידי ביטוי בשער החליפין (פיחות), וחלק נספג על ידי הסקטור הציבורי באיגרות חוב צמודות לדולר – ומכל מקום הוא לא בא לידי ביטוי בסטטיסטיקה של מאזן התשלומים.

משברי המטבעות בעולם, העלייה בתנודתיות של שער החליפין בישראל יחד עם פיחות השקל עצמו ואי ההתערבות של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, הביאו, ככל הנראה, להגברת המודעות לסיכון שער החליפין ולניסיון של פרטים ופירמות להקטין את חשיפתם לסיכון זה. שינויים בחשיפה הכוללת של תושבי ישראל אפשריים רק כנגד שינויים

7 למעט תקופות קצרות; לעיתים יצוא ההון של הישראלים היה למעשה פעולה מקוזת של השקעה של תושבי חוץ.

8 בדומה לגורמים שהביאו להקטנת זרם האשראי במטבע חוץ ממערכת הבנקאות הישראלית. לפירוט ראה דוח בנק ישראל לשנת 1997 עמ' 184-186.

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

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

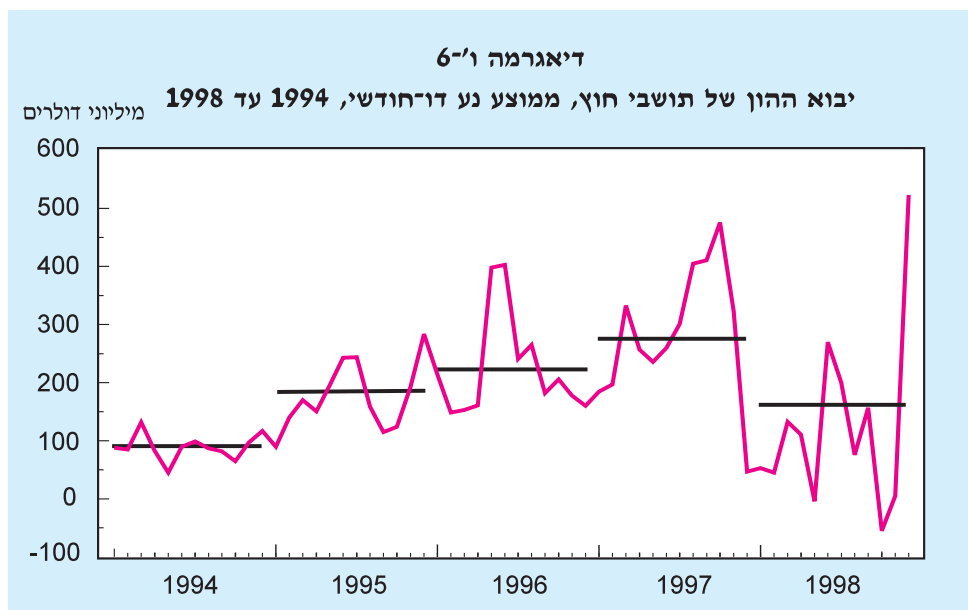
בחשיפה של סקטורים אחרים – מערכת הבנקאות, תושבי חוץ, או הסקטור הציבורי.¹⁰ הנפקת איגרות חוב צמודות לדולר על ידי הממשלה איפשרה לסקטור הפרטי לרכוש נכסים צמודים למטבע חוץ, ובכך להקטין את חשיפתם לפיחות, אולם קשה לדעת מה היה משקלם של הפרטים והפירמות החשופים לפיחות בסך רוכשי הנכסים הנקובים במטבע חוץ והצמודים למטבע חוץ בעת האחרונה.

ב. השקעות

(1) תושבי חוץ

השנה נרשמה ירידה של למעלה מ-40 אחוזים ביבוא ההון של תושבי חוץ לישראל בהשוואה לשנת 1997. הירידה ביבוא ההון משקפת ירידה של כ-80 אחוזים בהשקעות הפיננסיות, עלייה של כ-30 אחוזים בהשקעות הישירות ועלייה בשימוש של תושבי חוץ במקורות שקליים להשקעות בישראל.¹¹ הירידה בסך ההשקעות באה לאחר שלוש שנים של עלייה מתמדת בהשקעות של תושבי חוץ בישראל, ביותר מ-20 אחוזים לשנה – מרמה של פחות ממיליארד דולרים ב-1994 לרמה של 3.6 מיליארדים ב-1997 (לוח ו-9). גידולן של ההשקעות בשנים קודמות בא הודות לגל העלייה, לשינויים המבניים במשק (כולל רפורמות וליברליזציה), להתפתחויות הגיאופוליטיות באיזור וכן כחלק מגידול ההשקעות הזרות במשקים מתעוררים בכלל מאז ראשית שנות התשעים. ירידת ההשקעות, שמקורה, כאמור, בירידה של זרם ההשקעות הפיננסיות, קשורה למשבר הפיננסי שפקד את המשק העולמי במחצית השנייה של 1997 ופרץ שוב ברביע השלישי של 1998. הירידה ביבוא ההון של תושבי חוץ החלה לאחר המשבר בקוריאה, ברביע הרביעי של 1997, וכבר במחצית הראשונה של 1998 הסתכמה הירידה של תנועות ההון בכ-40 אחוזים. המשבר ברוסיה, שפרץ באוגוסט השנה, מנע התאוששות ואף החריף את הירידה בהשקעות הפיננסיות של

השנה נרשמה ירידה של כ-80 אחוזים בהשקעות הפיננסיות ועלייה של כ-30 אחוזים בהשקעות הישירות של תושבי חוץ במשק.



¹⁰ בתוך סקטור ניתן לשנות את החשיפה של פרט מסוים כנגד שינוי בזו של פרט אחר.

¹¹ הגדלת אשראי והקטנת פיקדונות שקליים במערכת הבנקאות הישראלית (יצוא הון).

פרק ו', מאזן התשלומים

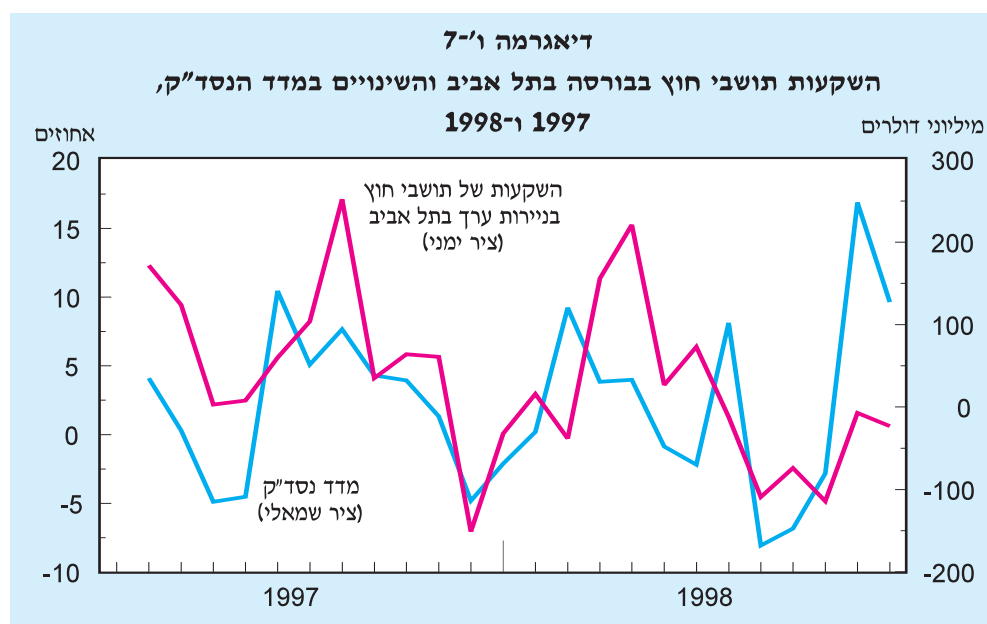
תושבי חוץ במשק, במיוחד בחודשים אוגוסט, ספטמבר ואוקטובר, אף כי ההשקעות הישירות במשק המשיכו לגדול.

השנה, לראשונה מאז הותרה פעילות של תושבי חוץ בשקלים, הסתכם זרם האשראי והפיקדונות השקליים ביותר מחצי מיליארד דולרים (עלייה באשראי וירידה בפיקדונות). בשנים קודמות הפעילות של תושבי חוץ בשקלים הייתה זניחה יחסית, אולם השנה, כשההשקעות של תושבי חוץ במשק הסתכמו בכ־2.5 מיליארדי דולרים, יצרה פעילות זו פער גדול בין יבוא ההון של תושבי חוץ למשק לבין השקעותיהם בו. השימוש באשראי ובפיקדונות שקליים למימון השקעות בישראל מקטין את סיכון המטבע שבפניו עומדים תושבי חוץ כשהם משקיעים בישראל; זאת משום שתשואת ההשקעות בישראל כוללות בדרך כלל רכיב שקלי גבוה, וכך במקרה של פיחות השקל מתקזז חלק מהפסד התשואה במונחי מטבע חוץ עם הירידה ביתרת האשראי השקלי במונחי מטבע חוץ.

ההשקעות הפיננסיות של תושבי חוץ בישראל הושפעו מאוד מהמשבר הפיננסי העולמי. בחודשים נובמבר ודצמבר 1997, לאחר התמוטטות המטבע הקוריאני והירידות בבורסות בכל העולם, מימשו תושבי חוץ השקעות בבורסה בתל אביב בסך כ־200 מיליוני דולרים – סכום גבוה בהשוואה לפעילותם בשנים שקדמו למשבר. במחצית הראשונה של 1998, כשהבורסות בעולם החלו להתאושש, חזרו תושבי חוץ להשקיע בבורסה בתל אביב, אולם מגמה זו נמשכה זמן קצר בלבד. במחצית השנייה של השנה לנוכח המשבר ברוסיה, החשש ממשבר בברזיל וחשש מפחות מהיר של השקל – נתחדשה מגמה של מימושי ההשקעות, ובלטו במיוחד החודשים אוגוסט, ספטמבר ואוקטובר, שבהם הסתכמו המימושים בבורסה בתל אביב בכ־100 מיליוני דולרים בממוצע לחודש.

המשבר הפיננסי העולמי פגע גם בהנפקות של חברות ישראליות בבורסות בחו"ל. בשנת 1997 הגיעו ההנפקות בחו"ל להיקף שיא של יותר ממיליארד דולרים, אולם מאז נובמבר 1997, כשהתברר כי המשבר איננו משבר מקומי של מדינות דרום מזרח אסיה, ירד מאוד היקף ההנפקות של חברות ישראליות בחו"ל, על רקע צמצום בהנפקות של חברות קטנות בבורסה האמריקנית, והסתכם בשנת 1998 בפחות מ־300 מיליוני דולרים. בשוק

השימוש של תושבי חוץ
באשראי ובפיקדונות
שקליים להשקעה במשק
הסתכם בכחצי מיליארד
דולרים.



בנק ישראל, דין וחשבון 1998

לוח ו'-9

ההשקעות של תושבי חוץ בישראל ושל תושבי ישראל בחוץ לארץ - נטו, 1994 עד 1998
(מיליארדי דולרים)¹

1998	1998	1997	1996	1995	1994	
ינואר-יוני	יולי-דצמבר					
0.9	1.6	2.5	3.6	2.8	2.3	0.9
1.2	0.9	2.1	1.6	1.4	1.3	0.4
-0.2	0.7	0.4	2.0	1.4	1.0	0.5
-0.3	0.5	0.1	1.0	0.3	0.4	0.2
0.1	0.2	0.3	1.3	1.1	0.6	0.3
0.4	0.2	0.6	1.0	0.8	0.7	0.5
0.4	0.5	0.9	0.7	0.8	0.7	0.7
0.0	-0.2	-0.2	0.3	0.0	0.0	-0.2
0.5	1.4	1.9	2.6	2.0	1.6	0.4

(1) הפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל

המשני לא נצפו השנה רכישות נטו של ניירות ערך ישראליים על ידי תושבי חוץ, וזאת לאחר שבשנים 1994 עד 1997¹² הסתכמו הרכישות מסוג זה בקרוב ל-300 מיליוני דולרים לשנה.

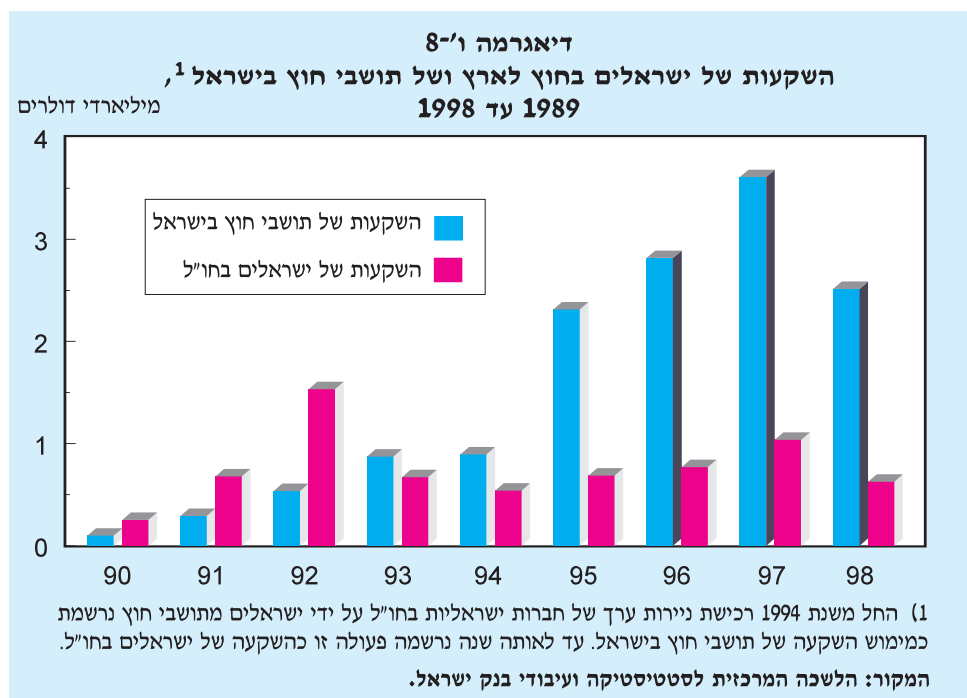
ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בישראל השנה הסתכמו בכ-2 מיליארדי דולרים (מהם כ-200 מיליונים בנדל"ן). להשקעות הישירות תרומה חשובה למשק: הן יכולות לעזור בשיווק מוצרי יצוא בחו"ל על ידי שימוש בשמות מותגים בין-לאומיים ובמערכי שיווק של החברות מחו"ל, לשפר את התחרותיות במשק ולהביא להתייעלות החברות המקומיות המתחרות בחברות הזרות. השיקולים להשקעות הישירות הם בדרך כלל שיקולים ארוכי טווח כצמיחה בת קיימא, יציבות כלכלית וחדירה לשווקים חדשים - יותר מאשר שיקולים קצרי טווח של ציפיות לפיחות או פערי ריבית לטווח קצר, נקודה המקנה להשקעות אלו יתרון נוסף מבחינת המשק. ההשקעות הישירות הן מרוכזות מאוד ולא רציפות, ולכן שינויים בהיקפן ניכרים רק בבחינה ארוכת טווח.

(2) תושבי ישראל

ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל נשארו השנה ברמה נמוכה יחסית. ההשקעות הישירות הסתכמו ברמה הגבוהה בכ-100 מיליוני דולרים יותר מאשר בשנים קודמות - כ-850 מיליוני דולרים. לעומת זאת בחרו תושבי ישראל לממש השקעות פיננסיות בניירות ערך זרים בהיקף של כ-250 מיליוני דולרים.

12 שנת 1994 היא השנה הראשונה שבה נתקבלו נתונים אלו.

פרק ו', מאזן התשלומים



צעדי הליברליזציה במטבע חוץ, שנכנסו לתוקף במאי 1998, הגדילו את פוטנציאל יצוא ההון של ישראלים, בהתרתן של השקעות ישירות בחו"ל ליחידים. (עד אז הותרה השקעה ישירה לחברות בלבד). הסיבות למימושי ההשקעות הפיננסיות בחו"ל ולאי גידול זרם ההשקעות הישירות בחו"ל במחצית הראשונה של השנה נעוצות, כנראה בשני גורמים עיקריים – המיסוי על השקעות פיננסיות של משקי בית בחו"ל, המפלה אותן לרעה ביחס להשקעות פיננסיות בישראל, והקצב הנמוך של פיחות השקל ביחס לסל המטבעות בשנים האחרונות בהשוואה למדד המחירים לצרכן, והציפייה להמשכו. אמנם במחצית השנייה של השנה גדל קצב פיחות השקל, ונראה היה שהשקעה במטבע חוץ יכולה להיות אטרקטיבית (אף שאפליית המיסוי נותרה בעינה), אולם עקב הירידה ביבוא ההון של תושבי חוץ, אי התערבות בנק ישראל במסחר במטבע חוץ והיקפה הנמוך של הנפקת איגרות חוב צמודות למטבע חוץ ביחס לביקוש, התבטא חלק מהלחץ ליצוא הון בפיחות, ובעקבותיו פחתה המוטיבציה לרכוש מטבע חוץ לצורך השקעה בחו"ל.

ג. הלוואות

(1) הסקטור הפרטי הלא-פיננסי

חלק הארי של יבוא ההון של תושבי ישראל בשנים האחרונות היה בנטילת אשראי במטבע חוץ. הסקטור הפרטי הלא-פיננסי לווה במטבע חוץ בשתי דרכים עיקריות – דרך מערכת הבנקאות הישראלית¹³ ובמישרין מחו"ל. בגיוס הון ישירות בחו"ל כרוכה העלות של הכרת המלווה הזר, ולכן היא בדרך כלל כדאית ללווים גדולים בלבד.

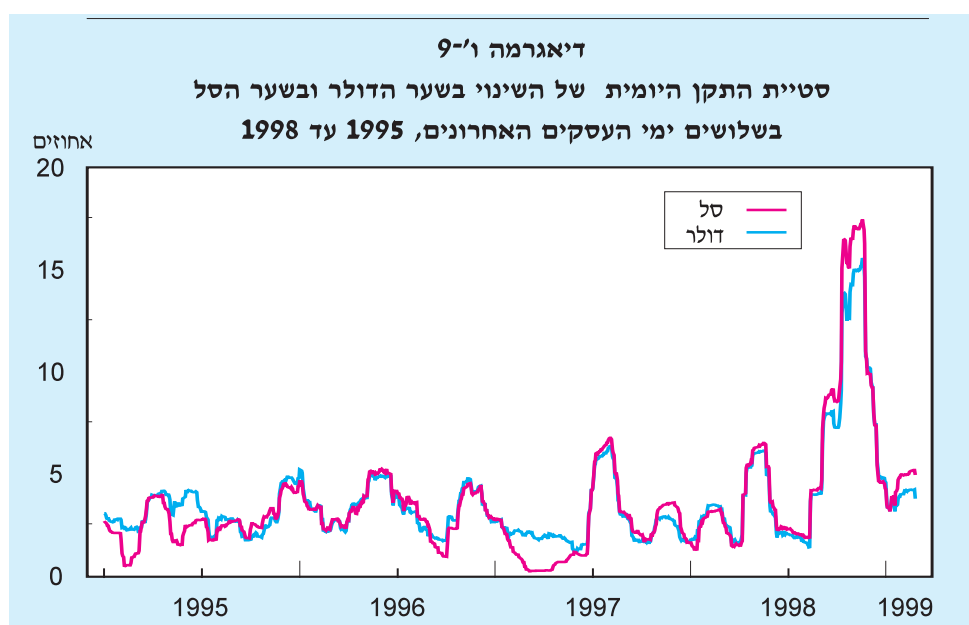
13 הלוואות אלה אינן נרשמות במאזן התשלומים, משום שגיוס ההלוואות מבנקים מקומיים הוא פעולה בין ישראלים. פעולה זו משתקפת בסעיפים השונים של מאזן התשלומים בהתאם למקורות מטבע החוץ של מערכת הבנקאות שמהם ניתן האשראי.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

זרם האשראי במטבע חוץ ממערכת הבנקאות הישראלית התחדש במחצית הראשונה של השנה בקצב איטי יחסית לתחילת השנה הקודמת, לאחר שבמחצית השנייה של 1997 הוא נפסק לחלוטין. בחודשים ספטמבר ואוקטובר, כשהחל פיחות משמעותי של השקל, והיה חשש מפיחותים נוספים, החלו פירעונות אשראי בהיקפים גדולים יחסית. הממוצע החודשי של פירעון האשראי נטו במטבע חוץ בחודשיים אלה היה כ־200 מיליוני דולרים, לעומת נטילת אשראי נטו בסך 300 מיליוני דולרים בממוצע חודשי במחצית הראשונה של השנה ר־700 מיליונים במחצית הראשונה של 1997¹⁴. אי־הוודאות לגבי התפתחות שער החליפין באותה התקופה באה לידי ביטוי בעליית סטיית התקן ובמחירי האופציות על שער החליפין. עודפי הביקוש למטבע חוץ של הסקטור הפרטי יחד עם אי התערבות בנק ישראל במסחר יצרו פיחות שהביא לשיווי משקל בין הביקוש להיצע בשוק. המשמעות היא כי כל עוד לא נמצאו מוכרי מטבע חוץ בסקטור הפרטי (למשל משקיעים תושבי חוץ), לא התאפשר לנוטלי האשראי במטבע חוץ לפרעו, והביקושים שהם (או אחרים) הזרימו לשוק הביאו לפיחות השקל. בשלב מסוים הגדילה הממשלה הנפקות של איגרות חוב צמודות למטבע חוץ, ובכך איפשרה לסקטור הפרטי להקטין במידת מה את עודף התחייבויותיו במטבע חוץ. בתנאים החדשים אשר נוצרו (לאחר הפיחות) היו בוודאי נוטלי אשראי שלא היו מעוניינים עוד בפירעון האשראי ו/או בהחלפתו באשראי שקלי. בחודש דצמבר, על רקע העלאת ריבית בנק ישראל בארבע נקודות אחוז, ולאחר ששער הסל חזר והתקרב לאמצע רצועת הניוד, ושונות שער החליפין ירדה – חזר הסקטור הפרטי הלא־פיננסי ללוות אשראי במטבע חוץ.

בחודשים ספטמבר ואוקטובר, כשהחל פיחות משמעותי של השקל, נצפו פירעונות אשראי במטבע חוץ בהיקפים גדולים יחסית.

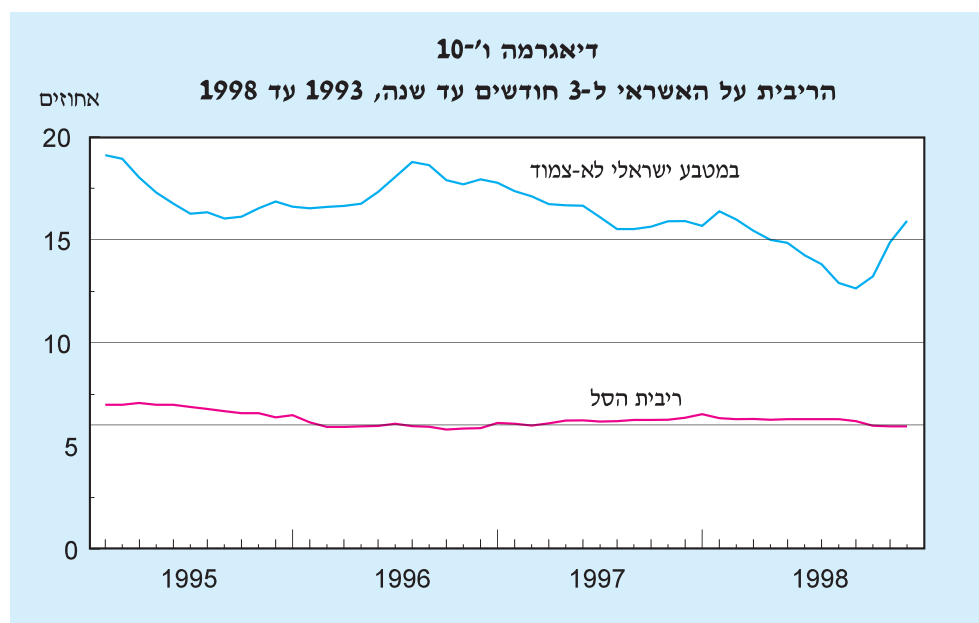
עודפי הביקוש של הסקטור הפרטי למטבע חוץ הביאו לפיחות, על רקע אי התערבות בנק ישראל בשוק מטבע חוץ.



14הנתונים אינם כוללים את האשראי הצמוד למטבע חוץ שגם בו נצפו פירעונות בחודשים ספטמבר ואוקטובר.

פרק ו', מאזן התשלומים

המשבר הפיננסי העולמי הביא להתגברות החשש מאי עמידה של הלווים בהחזרי החובות, ולכן גדל הפער בין הריבית הנדרשת מלווים שלגביהם קיים סיכון לשמיטת החוב לבין לוויים שהחזר החוב שלהם מובטח (למשל האוצר האמריקני. דיאגרמה בתיבה ו'-4). הקושי של פירמות ישראליות לגייס אשראי במטבע חוץ בחו"ל התבטא בצורה בולטת בהקטנת היקף האשראי נטו של הסקטור הפרטי בחו"ל. בשנת 1997 הסתכם האשראי הישיר (לטווח ארוך) ב-1.4 מיליארדי דולרים ואילו בשנת 1998 הוא הסתכם ב-0.5 מיליארד בלבד. מובן שלירידה באשראי הישיר יש גם סיבות נוספות – בהן החשש מפחות השקל בעקבות המשברים בחו"ל, העלייה בתנודתיות שער החליפין, הקטנת פערי הריבית בין שקלים למטבע חוץ (עד אוקטובר) ומשקל האשראי במטבע חוץ ביחס לסך האשראי במשק – אולם אין ספק שהקושי בגיוס אשראי בחו"ל תרם לירידה באשראי הישיר.



משקל האשראי החופשי הנקוב במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ בסך האשראי החופשי עמד בדצמבר 1998 על 28.5 אחוזים, לעומת 27.3 אחוזים בשנת 1997 ו-18.2 אחוזים בשנת 1993, בהתאמה. קשה להעריך איזה חלק מעליית משקלו ביחס לשנת 1993 הוא אשראי לכיסוי סיכונים שנוצרו בעבר, אולם סביר שגידול האשראי הגדיל במידה משמעותית את חשיפת הסקטור הפרטי הלא-פיננסי לסיכון שער החליפין. עליית משקלו של האשראי במטבע חוץ השנה מקורה בהמשך הזרם של נטילת האשראי בשמונת החודשים הראשונים של השנה ובפחות המהיר של השקל בחלקה השני. נוסף על פעילות של תושבי ישראל דרך האשראי בשוק מטבע החוץ הייתה השנה פעילות ערה יחסית בתחום הפיקדונות הנקובים במטבע חוץ והצמודים למטבע חוץ. בחודשים מארס ואפריל, בעקבות ההודעה על צעדי הליברליזציה הקרבים, הגדילו תושבי ישראל את פיקדונותיהם במטבע חוץ בכ-600 מיליוני דולרים, אולם שבו והקטינו אותם עד יולי. מאוגוסט ועד דצמבר עלתה יתרתם של פיקדונות אלה ביותר ממיליארד דולרים. פעילות זו משקפת את הניסיון של תושבי ישראל להתגונן מפחות – באפריל לקראת הליברליזציה ובאוקטובר בגלל הפחות עצמו והחשש להמשכו.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

(2) הסקטור הציבורי

גיוסי ההון נטו של הסקטור הציבורי בחו"ל הסתכמו השנה בכמיליארד דולרים. בינואר גייסה הממשלה 1.4 מיליארדי דולרים במסגרת הערבויות של ממשלת ארה"ב. גיוס זה סייע תקופה בת חמש שנים שבה גייסה ממשלת ישראל הון בחו"ל בסך קרוב ל-10 מיליארדי דולרים בערבות ממשלת ארה"ב. מסוף שנת 1995 החלה ממשלת ישראל להתכונן לתקופה שבה לא תעמוד לרשותה ערבות ממשלת ארה"ב, והיא מגייסת הון בשווקים הבינלאומיים במנות קטנות של כ-250 מיליוני דולרים ללא ערבות זו. גיוסי הון אלו נועדו לפתוח שווקים חדשים לפני שיידרשו גיוסי הון בסכומים גדולים. השנה, בגלל המשבר הפיננסי העולמי, גדלו הפערים בין הריבית הנדרשת על איגרות חוב של ממשלת ישראל לזו של איגרות חוב בטוחות יותר, למשל של האוצר האמריקני. ירידת הריבית הדולרית קיזזה חלק מעליית הריבית הנדרשת לגיוס ההון – אולם הואיל ויתרות מטבע החוץ בבנק ישראל מסתכמות ביותר מ-22 מיליארדי דולרים, ובפועל ההון המגויס מופקד בבנק ישראל ומושקע בחו"ל – גידול פערי הריבית מעלה את העלות של גיוס ההון ושל החזקת היתרות¹⁵. אף על פי כן הנפיקה הממשלה לקראת סוף השנה איגרות חוב בסך 250 מיליוני דולרים בניו יורק, וזאת, כאמור, כדי לפתוח בפני ישראל שווקים חדשים לגיוס הון.

הממשלה הנפיקה איגרות חוב בחו"ל בסך 250 מיליוני דולרים, בפער של 225 נקודות בסיס מעל תשואת איגרות חוב דומות של ממשלת ארה"ב.

לוח ו'-10

יבוא ההון הנגזר, 1994 עד 1998
(מיליארדי דולרים)

1998	1998	1998	1997	1996	1995	1994	
יולי-דצמבר	ינואר-יוני						
2.7	1.3	3.9	13.3	8.7	9.4	3.6	יבוא ההון הנגזר של הסקטור הפרטי ¹
2.0	3.0	5.0	13.0	10.0	13.7	5.3	יבוא ההון הנגזר של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי ²
0.5	1.4	1.9	2.6	2.0	1.6	0.4	תרומת השקעות הפרטים במשק ליבוא ההון הנגזר
0.4	1.9	2.3	4.5	2.2	5.8	1.5	תרומת האשראי מסוחר מוסמך ליבוא ההון הנגזר
13.9	15.3	14.6	16.3	17.6	17.1	15.1	הריבית על האשראי השקלי עד 3 חודשים
6.2	6.3	6.2	6.2	6.0	6.8	6.3	הריבית במונחי סל על האשראי במט"ח עד חודשים
11.5	12.5	11.9	13.6	15.5	14.4	12.2	התשואה-לפרדיון של מק"ם ל-3 חודשים
4.8	5.0	4.9	4.9	4.6	5.3	4.6	ריבית LIBOR של סל המטבעות
2.2	4.0	4.0	5.0	6.0	6.0	6.0	שיפוע החלק התחתון של הרצועה
17.1	3.1	20.6	3.7	3.0	5.8	5.4	שיעור הפיחות של השקל מול סל מטבעות ³

(1) כולל העברות הון.

(2) כולל יבוא הון שנעשה דרך מערכת הבנקאות עבור הסקטור הפרטי הלא-פיננסי.

(3) הפיחות במונחים שנתיים, במשך התקופה.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

5 ואין אנו מתייחסים כאן לרווחי הון או להפסדי הון שיכולים להיווצר כתוצאה מאי התאמה בטווחי הזמן בין התחייבויות הממשלה לנכסי בנק ישראל. אי ההתאמה נובעת מהעובדה שהשיקולים להחזקת היתרות הם בין היתר שיקולי נזילות.

פרק ו', מאזן התשלומים

ההנפקה של איגרות החוב הייתה לתקופה של 30 שנה ובריבית של 7.25 אחוזים, פער של 225 נקודות בסיס מעל איגרות חוב דומות של ממשלת ארה"ב. גיוסי הממשלה הקודמים היו לתקופות של בין 3 ל-10 שנים, כאשר פערי הריבית נעו בין 50 ל-75 נקודות בסיס. עליית פערי הריבית משקפת ברובה את הקושי של משקים מתעוררים ובהם ישראל, לגייס אשראי בחו"ל, ובחלקה הקטן, כחמישים נקודות בסיס – את העובדה שהגיוס השנה היה לטווח של 30 שנה. ערוץ גיוס חשוב נוסף של הממשלה הוא מפעל ה"בונדס". באמצעותו מגויסים בכל שנה קרוב למיליארד דולרים, וחלק הארי שלהם משמש לפירעון איגרות חוב ישנות שמגיעות לפדיון.

דירוג האשראי של ישראל לחוב במטבע חוץ לטווח ארוך אושרר על ידי Moody's בפברואר ועל ידי S&P בנובמבר. מאז 1995 ישראל מדורגת על ידי שתי חברות אלה ברמות "A3" ו-"A-". בהתאמה. השנה דירגו שתי החברות את ישראל גם עבור החוב במטבע מקומי, וזאת ברמות גבוהות מאשר עבור החוב הן במטבע חוץ – "A2" ו-"AA-". בהתאמה¹⁶. חלק מגיוס ההון של הממשלה בחו"ל מנוצל למימון גירעונה המקומי, וזאת באמצעות המרתו לשקלים בבנק ישראל על פי השער היציג ביום ההמרה. הממשלה איננה רואה את מחירו האמיתי של גיוס ההון למשק, משום שהיא איננה רואה את העלות של עיקור ההזרמה שלה, המבוצע על ידי בנק ישראל, ואת השפעתו על הריבית ועל שער החליפין. כתוצאה מכך נפגע הקשר בין היקף יבוא ההון של הממשלה לבין מחיר מטבע החוץ, ונפגעת היעילות של השימוש בהון זר.

היקפן של יתרות מטבע החוץ בבנק ישראל והעובדה שלממשלה יש יתרה בסך 3.2 מיליארדי דולרים בחשבון הערבויות מעמידים אותה במצב נוח לקראת שנת 1999. אם לא יפרוץ משבר בלתי צפוי, תוכל הממשלה בשנה הקרובה לפרוע חובות בסכום הגבוה מגיוסי ההון שלה. הדבר חשוב במיוחד בתקופה שבה קשה לגייס הון בשווקים הבין לאומיים.

תיבה ו'-4: התפתחות המשבר הפיננסי העולמי

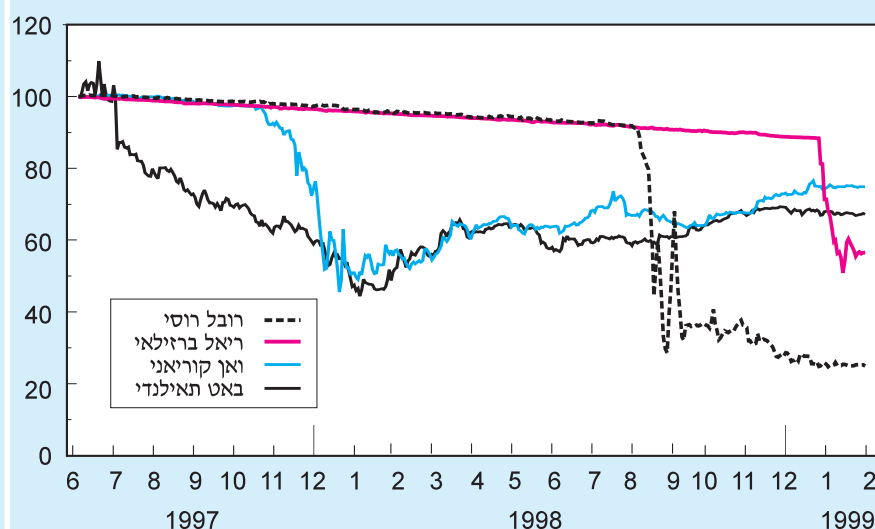
בתחילת יולי 1997 התמוטט משטר שער החליפין בתאילנד, והמטבע המקומי איבד בתוך ארבעה חודשים קרוב ל-40 אחוזים מערכו. פיחות הבאט התאילנדי ציין את תחילת המשבר בכלכלה העולמית, והוא נמשך, עם עליות ומורדות, במחצית השנייה של 1997 ולאורך שנת 1998 כולה. הפיחות בתאילנד, ובתוך פחות מחודשיים גם באינדונזיה, במאלזיה ובפיליפינים, בא לאחר מספר שנים של צמיחה מהירה, תנועות הון בהיקפים גדולים למשקים אלו וגידול מהיר של האשראי לסקטור הפרטי. הבנקים, שציפו לתמיכה ממשלתית במקרה שייקלעו לקשיים, ולהמשך ניהול שער חליפין בתוך רצועה צרה, לא הפנימו את הסיכונים העסקיים ואת סיכון שער החליפין במדיניות האשראי שלהם. כל אלה הביאו להיווצרות

¹⁶ לפירוט בנושא דירוג סיכון האשראי של ישראל והמדדים הבין לאומיים ראה סקירת מחלקת הפיקוח על מטבע חוץ לשנת 1998.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

בועה פיננסית ולהתנפחות מחירי הנדל"ן. משהתברר כי המצב הכלכלי במדינות אלה איננו כפי שחשבו קודם לכן, קטנו מאוד תנועות ההון, והחלה סדרה של התקפות ספקולטיביות נגד המטבעות המקומיים שבסופו של דבר הביאה, כאמור, לפיחותים.

מדד שער החליפין של המטבעות של תאילנד, קוריאה, רוסיה וברזיל ביחס לדולר



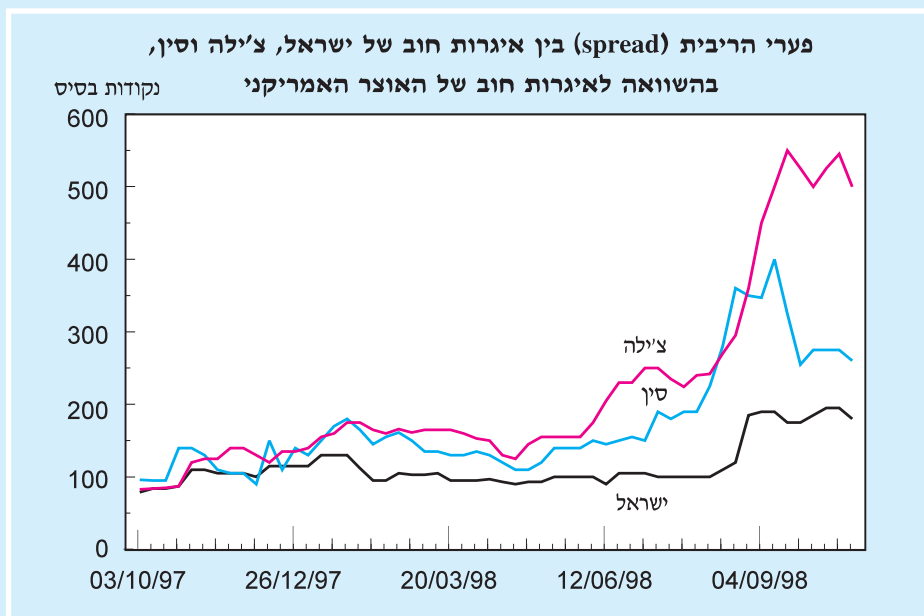
בתחילה נראה היה שהמשבר בדרום מזרח אסיה הוא משבר מקומי, שהשפעתו על הכלכלה העולמית תהיה קטנה יחסית. אולם בתוך זמן קצר התבדו התחזיות האופטימיות. ירידת ערך ההשקעות של תושבים זרים במדינות המשבר, וחובות אבודים של בנקים זרים, שהעניקו הלוואות במטבע חוץ לבנקים ולפירמות מקומיות, הביאו להתייקרות גיוס ההון של משקים מתעוררים בעולם כולו, ומאז ההשקעות במשקים אלו נחשבות למסוכנות יותר מאשר בעבר.

הירידה בהשקעות של תושבי חוץ ממדינות מפותחות בשווקים מתעוררים וירידתם של הביקושים למוצרי יבוא במדינות דרום מזרח אסיה גררה למשבר גם את דרום קוריאה. מסוף אוקטובר ועד סוף דצמבר איבד הוואן הקוריאני כ-50 אחוזים מערכו ביחס לדולר. גם שם גרם הפיחות לפשיטות רגל של פירמות אשר לא יכלו לעמוד בהחזר ההלוואות במטבע חוץ, ולמיתון עמוק, אשר התבטא בירידה של התוצר, ששיעורה ב-1998 מוערך בכ-6 אחוזים.

מבין המדינות המפותחות, הנפגעת העיקרית הייתה יפן. דווקא כשנראה היה כי יש סיכוי שיפן תצא מהמיתון של ראשית שנות התשעים (שכן בשנת 1996 עלה התוצר שלה בקרוב ל-4 אחוזים), פרץ המשבר במזרח אסיה. המשבר פגע ביציבות של המוסדות הפיננסיים ביפן והביא לסגירה של אחדים מהם. נוסף על כך נפגע

פרק ו', מאזן התשלומים

היצוא היפני באופן ישיר כתוצאה מירידה בכוח התחרות שלו, בעקבות הפיחות הריאלי במדינות המשבר, וירידה משמעותית של הביקושים למוצרי יבוא במדינות אלה. הפגיעה ביפן באה לידי ביטוי בהיחלשות היין ביחס לדולר בכ־20 אחוזים בין יולי 1997 ליולי 1998.



בחודש אוגוסט 1998 פרץ המשבר ברוסיה. ממשלת רוסיה הודיעה על החלפת איגרות חוב במטבע מקומי והפסקת החזר חובות לחו"ל לשלושה חודשים; המשבר ברוסיה בא בעקבות הירידה הגדולה של מחירי הגז והנפט (ירידה של כ־30 אחוזים ברביע השני של השנה לעומת ממוצע 1997), אשר פגעה מאוד בחשבון המסחרי של רוסיה עוד בתחילת 1998.¹ ההכנסות ממסים שם נפגעו, שכן כ־45 אחוזים מהכנסות הממשלה ברוסיה הן מחברות נפט וגז, ונוצר גירעון תקציבי גדול. מלבד זאת הביא המשבר באסיה, כאמור, להקטנת תנועות ההון למשקים מתפתחים, ופגע באפשרויות המימון של המשק הרוסי, אשר נחשב למשק מתפתח עם רמת סיכון גבוהה.

המשבר ברוסיה הביא, כאמור, לעלייה תלולה בפערי הריבית בין איגרות חוב של האוצר האמריקני לאיגרות חוב של משקים מתעוררים; הקושי לגייס הון חיצוני גרר לחץ לפיחות הריאלי הברזילאי. ברזיל סבלה מצמיחה נמוכה יחסית של נפח היצוא, ממעבר מעודף תקציבי (ללא תשלומי ריבית) של הממשלה לגירעון תקציבי ומדהישענות על מימון חיצוני. בתנאים אלה, כשגיוס הון חיצוני התייקר מאוד, הפכה

1 במחצית הראשונה של השנה הסתכם העודף המסחרי של רוסיה בכ־2.2 מיליארדי דולרים, לעומת 9.6 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

מדיניות שער החליפין בברזיל לבלתי אמינה. (שער הריאל הברזילאי פוחת בקצב של 7 אחוזים לשנה ביחס לדולר). בגלל הבחירות שנערכו בברזיל בתחילת אוקטובר, לאחר שהיו באופק לאורך כל אותה התקופה, ניסתה הממשלה לדחות את הקיצוצים הנדרשים בתקציב, ובכך תרמה ללחצים לפיחות. הבטחות לאשראי במטבע חוץ מקרן המטבע ותכניות לקיצוץ בתקציב הצליחו לדחות את שינוי משטר שער החליפין בכשלושה חודשים. באמצע ינואר הוחלט על ניוד הריאל, ובתוך זמן קצר הוא איבד כ־40 אחוזים מערכו.

ד. מערכת הבנקאות

מערכת הבנקאות ייצאה השנה הון בסך כ־500 מיליוני דולרים¹⁷. יציאתו של בנק ישראל מפעילות אקטיבית בשוק מטבע החוץ הפכה את מערכת הבנקאות לעושת שוק בתחום זה. עד חודש יולי השנה קלטו הבנקים מהסקטור הפרטי הלא־פיננסי את עודפי ההיצע במטבע חוץ, ובמקביל לכך פעלו במגזר הצמוד למטבע חוץ. בחודשים מארס ואפריל הגדילו הבנקים את עודף התחייבויותיהם במגזר הצמוד למטבע חוץ, בעקבות ביקושים של הסקטור הפרטי הלא־פיננסי, שחשש מפיחות לקראת צעדי הליברליזציה. בספטמבר החלו הבנקים למכור מטבע חוץ לסקטור הפרטי הלא־פיננסי, תוך פיחות בשער השקל. המסקנה שעולה מהתנהגות מערכת הבנקאות בשוק מטבע החוץ היא שהבנקים פעלו לקיצוץ תנועות ההון של הסקטור הפרטי הלא־פיננסי. הפעולות של מערכת הבנקאות הקטינו את הלחץ לייסוף השקל בחלקה הראשון של השנה, ובכך היא מנעה את הצורך של בנק ישראל להגן על רצועת הניוד¹⁸. בחלק השני של השנה הקטינו פעולות מערכת הבנקאות את הלחץ לפיחות.

מערכת הבנקאות פעלה השנה לקיצוץ תנועות ההון של הסקטור הפרטי הלא־פיננסי.

קשה לקבוע אם השיקולים שהניעו את הבנקים להגדיל את עודף התחייבויותיהם הנקובות במטבע חוץ והצמודות למטבע חוץ תוך פיחות השקל¹⁹, כאשר הסקטור הפרטי הזרים ביקושים למטבע חוץ, נובעים מציפיותיהם לגבי התפתחות שער החליפין וניסיון להרוויח מהפיחות – או שמא הם פעלו להקטנת הפיחותים מתוך חשש כי פיחות חד מדי יגרור פשיטות רגל ואי החזר הלוואות במטבע חוץ.

ה. ליברליזציה בפיקוח על מטבע חוץ

במאי 1998 הוכרז על ליברליזציה כמעט מלאה במטבע חוץ. תהליך הליברליזציה החל עוד בסוף שנות השמונים, ונמשך יותר מעשור, שבמהלכו הוסרו בהדרגה ההגבלות בתחום

17 ותנועות ההון של מערכת הבנקאות אינן משקפות את פעולות מערכת הבנקאות במטבע חוץ במלואן, משום שהפעולות הנעשות מול תושבי ישראל אינן נרשמות באופן ישיר במאזן התשלומים. כך, למשל, נטילת אשראי במטבע חוץ על ידי תושבי ישראל והמרתו לשקלים על ידי מערכת הבנקאות איננה נרשמת במאזן התשלומים, בהיותה פעילות בין ישראלים. לעיתים נהוג להתייחס לפעילות מסוג זה כאל יבוא הון של הסקטור הפרטי הלא־פיננסי ויצוא הון של מערכת הבנקאות.

18 להוציא שישה ימי מסחר בסוף 1997 ובתחילת 1998.

19 נתוני עודף ההתחייבויות הנקובות במטבע חוץ והצמודות למטבע חוץ אינם כוללים את האופציות שקל־מט"ח.

פרק ו', מאזן התשלומים

במאן, עם ההכרזה על
השלב החדש
בליברליזציה, הותרו כל
הפעולות במטבע חוץ –
למעט פעולות בודדות,
שצוינו במפורש כאסורות.

החשבון השוטף (יצוא, יבוא והעברות חד צדדיות) ובתחום תנועות ההון – ההשקעות הפיננסיות והישירות וההלוואות. בינואר 1998 הוסרה ההגבלה על רכישת מטבע חוץ כנגד שקלים לצורך פתיחת חשבון במטבע חוץ בבנקים ישראליים. במאן, עם ההכרזה על השלב החדש בליברליזציה, הותרו כל הפעולות במטבע חוץ למעט פעולות בודדות, שצוינו במפורש ב"היתר הכללי" החדש כאסורות. הוסרו הדרישות להצגת מסמכים בעת ביצוע עסקאות במטבע חוץ, הותר למשקי בית להשקיע בחו"ל ללא הגבלה, לפתוח חשבונות בחו"ל ולנהל את עסקיהם דרכם. גם אם עד לפני ההכרזה על הליברליזציה נותרו הגבלות בודדות בלבד הקשורות בפיקוח על מטבע חוץ, ביטול ההליכים הביורוקרטיים שהיו קשורים בפיקוח על מטבע חוץ והאפשרות לפתוח חשבונות בנק בחו"ל ולבצע פעולות ללא תיווך של בנקים מקומיים הם שינוי משמעותי בכל הקשור לפתיחת המשק להשקעות של ישראלים בחו"ל ולתחרות שבפניה תעמוד כעת מערכת הבנקאות המקומית.

ההגבלות שנותרו עדיין נוגעות למשקיעים מוסדיים ולעסקאות עתידיות שקל-מטבע חוץ עם תושבי חוץ. על קרנות פנסיה וחברות ביטוח אסורות השקעות ישירות ופיננסיות בחו"ל, וקופות גמל רשאיות להשקיע בהשקעות פיננסיות בחו"ל רק עד 5 אחוזים מנכסיהן. תושבי ישראל אינם רשאים לבצע עסקאות עתידיות עם תושב חוץ אם אחד מנכסי הבסיס בעסקה הוא שקל, וכאשר כרוך בעסקה תקבול או תשלום במטבע חוץ – אלא אם כן העסקה היא מסוג מועדית (forward) לתקופה שאינה עולה על 30 יום.

אפליית המיסוי בין ההשקעות הפיננסיות של משקי בית בישראל (הפטורות ממס) לבין השקעותיהם בחו"ל עדיין קיימת. המס על השקעות פיננסיות בניירות ערך זרים הוא 35 אחוזים מהרווח (כולל רווח הון) במטבע חוץ. למעשה, ייתכן מצב שבו פרט ישלם מס, אף כי ריאלי, במונחי מדד המחירים לצרכן, הוא הפסיד. מס בשיעור דומה מוטל על הריבית בפיקדונות במטבע חוץ (בישראל ובחו"ל). אפליית מיסוי נוספת היא האפליה במיסוי על שכר דירה. הכנסות משכר דירה בישראל פטורות ממס עד תקרה של 6,350 ש"ח לחודש, ואילו הכנסות משכר דירה בחו"ל חייבות במס.

ו. החוב החיצוני והיתרות

את הגירעון בחשבון השוטף ניתן לממן בשלוש דרכים: גיוס הון נטו בחו"ל באמצעות מכשירי חוב כגון איגרות חוב או הלוואות, שימוש ביתרות מטבע חוץ, שגם הוא מגדיל את החוב נטו של המשק כלפי חו"ל, והשקעות נטו של פרטים במשק (השקעות של תושבי חוץ במשק בניכוי השקעות של ישראלים בחו"ל). יתרון של השקעות תושבי חוץ במימון הגירעון בחשבון השוטף הוא בהקטנת הצורך להגדיל את החוב החיצוני לשם מימון הגירעון. לעומת זאת צריך לזכור, שמימון באמצעות השקעות תושבי חוץ הוא למעשה מימון באמצעות מכירת נכסים של המשק לתושבים זרים, וממועד המכירה ואילך המשק הישראלי אינו נהנה עוד מפירותיהם (למעט המס). המימון באמצעות יצירת חוב שונה ממימון באמצעות מכירת נכסים גם במידת השותפות של תושבי חוץ בשינויים החלים במשק. כך, למשל, בעת משבר יורדים מחירי הנכסים, ואין התחייבות של גורם כלשהו במשק לרכשם בחזרה מהמשקיעים הזרים שקנו אותם (בוודאי לא במחירי הקנייה שלהם); לעומת זאת, חובות המשק כלפי חו"ל אינם משתנים בהשפעת מצב המשק.

יתרת החוב החיצוני ברוטו של המשק הסתכמה בדצמבר 1998 בכ־55 מיליארדי דולרים. כ־6 אחוזים הם התחייבויות של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי ושל הסקטור

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

לוח ו'-11

יחס יתרות מטבע החוץ לתוצר ויחס M2 ליתרות במדינות שונות, 1996 ו-1997

ישראל	ארגנטינה	ברזיל	סלובקיה	ספרד	צ'ילה	תאילנד
דצמבר 1996						
התוצר (מילארדי דולרים)	96	297	775	18.8	581	69
יתרות מטבע החוץ (מילארדי דולרים)	11.9	18.1	58.3	3.4	55.9	14.8
יחס M2 ליתרות	2.8	2.1	2.8	3.9	8.2	1.7
יחס יתרות לתוצר	0.12	0.06	0.08	0.18	0.10	0.21
דצמבר 1997						
התוצר (מילארדי דולרים)	99	324	804	19.5	531	77
יתרות מטבע החוץ (מילארדי דולרים)	20.8	22.3	50.8	3.2	66.0	17.3
יחס M2 ליתרות	2.0	2.1	3.7	4.1	6.1	1.8
יחס היתרות לתוצר	0.21	0.07	0.06	0.16	0.12	0.22
מדיניות שער החליפין	רצועת נייד	מועצת מטבע	עד ינואר 1999 - רצועת	רצועת נייד ביחס חלק מגוש	רצועת נייד ביחס לסל	עד יולי 1997 - שער
	ביחס לסל	1 פו = 1 דולר.	נייד צדה; בפועל שער	לסל מטבעות האירו.	מטבעות בסוף	חליפין קבוע ביחס
	המטבעות		החליפין פוחת בקצב של	רוחבה 7%±	דצמבר 1996 עמד	לסל המטבעות
	ברוחב 15%±		7% לשנה ביחס לדולר.	רוחבה על 10%±, בסוף	החל מיולי 1997 -	
				דצמבר 1998 - על 5%±	שער נייד	

המקור: נתוני ה-IFS והבנקים המרכזיים.

הציבורי לפירעון עד שנה, ו-59 אחוזים הם התחייבויות של אותם הסקטורים לטווח של מעל שנה. התחייבויות מערכת הבנקאות לחו"ל מסתכמות בכ-19 מיליארדי דולרים, ורובן ככולן לטווח קצר, אך כנגדן יש למערכת הבנקאות נכסים בחו"ל לטווח קצר בסך כ-9.5 מיליארדי דולרים.

יחס החוב החיצוני לתוצר יורד בהדרגה מאז שנת 1984. תורמים לירידה השינויים בחוב הנומינלי נטו, בשער החליפין הריאלי, בתוצר הריאלי ובמחירים העולמיים. בשנים 1995 עד 1998 בולטת תרומת הירידה בחוב הנומינלי להורדתו של יחס החוב לתוצר. העלייה המשמעותית בזרם ההשקעות של תושבי חוץ בישראל בתקופה זו היא שאיפשרה את ירידת החוב הנומינלי נטו, למרות הגירעון הגבוה שהיה בחשבון השוטף, במיוחד בשנים 1995 עד 1997. השנה נרשמה עלייה של 0.6 נקודות אחוז ביחס החוב בחיצוני לתוצר בעיקר כתוצאה מפיחות השקל לקראת סוף השנה. הירידה במחירי היצוא השנה, שמשמעותה הגדלת החוב במונחים ריאליים, תרמה גם היא לעליית היחס.

יתרות מטבע חוץ הסתכמו השנה ב-22.7 מיליארדי דולרים. היתרות משמשות לצורכי נזילות של המשק ולהבטחת הציבות של המטבע המקומי. מצד אחד ככל שהיקף היתרות גדול יותר כך קטן הסיכוי לפיחות בלתי נשלט כתוצאה מזעזועים חיצוניים ופעילות של הסקטור הפרטי כנגד המטבע המקומי, והציבות שהמשק מקריין מבחינת יכולתו לעמוד

פרק ו', מאזן התשלומים

לוח ו'-12

ניתוח יחס החוב לתוצר, 1986 עד 1998

1998	1997	1996	1995-1993	1992-1990	1989-1987	1986	
15.5	14.9	18.6	22.4	26.9	35.1	55.5	יחס החוב לתוצר (בסוף תקופה), אחוזים
0.6	-3.7	-3.8	-1.5	-2.8	-6.8		השינוי ביחס בממוצע שנתי, נקודות אחוז ¹
-0.3	-0.4	-0.9	-1.4	-1.9	-1.7		תרומת השינוי בתוצר הריאלי
1.0	-0.1	-0.7	-1.2	-0.3	-0.4		תרומת השינוי בשער החליפין הריאלי ²
-0.5	-3.3	-1.9	1.3	0.3	-1.3		תרומת השינוי בחוב הנומינלי נטו
0.4	0.1	-0.2	-0.2	-0.9	-3.7		תרומת השינוי במחיר העולמי ³

(1) סכום התרומות לשינוי ביחס אינו מסתכם במדויק לשינוי ביחס, מפני שהתרומות חושבו על פי קירוב מסדר ראשון.

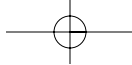
(2) שער החליפין הריאלי שאליו אנו מתייחסים כאן הוא היחס בין מחירי היצוא למחירי התוצר.

(3) תרומת המחיר העולמי כוללת שני גורמים: האינפלציה בחו"ל, התורמת לירידת יחס החוב לתוצר (ירידת הערך הריאלי של החוב הנומינלי), והשינוי בשערי החליפין הצולבים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

בהחזרי הלוואות גדלה; מהצד האחר, כיוון שהעלות הישירה של החזקת היתרות היא הפער בין הריבית המשולמת על החוב החיצוני לבין הריבית המתקבלת על היתרות²⁰, הרי ככל שהיקף היתרות גדול יותר, גדלה עלות החזקתן.

20 אנו איננו מתייחסים כאן לרווחי או הפסדי הון אשר יכולים להיווצר כתוצאה מאי התאמה בטווחי הזמן בין התחייבויות כלפי חו"ל לנכסים בחו"ל.



בנק ישראל, דין וחשבון 1998

