

# פרק ו'

## מאזן התשלומים

בשנת 1997 חל מפנה במאזן התשלומים של ישראל, והגירעון בחשבון השוטף ירד ל-3.7 אחוזי תוצר, מ-5.6 אחוזי תוצר ב-1996. מגמת העלייה בגירעון ורמתו הגבוהה ב-1996 חייבה תפנית במאזן התשלומים והחזרתו למסלול בריקימא, וזו הוצבה כיעד מרכזי של המדיניות. צמצום הגירעון השנה נבע מהאטה ניכרת של גידול הביקושים המקומיים ביחס להיצע, ונתמך על ידי שיפור ניכר בתנאי הסחר, זו השנה השנייה. ההאטה בביקושי הסקטור הציבורי והפרטי, שכללה האטה בצריכה הפרטית והציבורית וירידה של ממש בהשקעות, מוסברת במיצוי עיקר השפעתו המרחיבה של גל העלייה, בשילוב עם ריסון פיסקלי ומוניטרי. למרות ההתמתנות של הביקושים ביחס לתוצר, נמשך גם השנה הייסוף הריאלי, בשיעור דומה לשיעורו הממוצע מראשית שנות התשעים, והתבטא בהמשך ירידת הרווחיות של המגזר הסחיר. פגיעת הייסוף הריאלי ניכרה בעיקר בחלק מענפי היצוא, בפרט בענפי התעשייה המסורתיים, ובלמה כנראה גם התמתנות רבה יותר ביבוא. לעומת זאת נמשכה התרחבות מהירה של יצוא הענפים המתוחכמים, ובכך נמשך השינוי המבני המאפיין את היצוא בשנים האחרונות.

יבוא ההון הסתכם השנה ביותר מ-10 מיליארדי דולרים; תנועות הון לזמן ארוך בהיקף של 5.7 מיליארדי דולרים, ובכלל זה השקעות של תושבי חוץ בהיקף של 3.7 מיליארדים, תנועות הון לזמן קצר בהיקף של 0.9 מיליארד ותנועות הון של הבנקים עבור הסקטור הפרטי והציבורי בהיקף של 4.0 מיליארדים. הירידה של הגירעון בחשבון השוטף והרכב מימונו התבטאו בהמשך הירידה של יחס החוב החיצוני לתוצר גם השנה. הצירוף של שיפור בחשבון השוטף ותנועות ההון הביא ללחץ על שער החליפין לכיוון גבולה התחתון של רצועת הניוד ולעלייה תלולה ביתרות מטבע החוץ. השנה נמשכה הליברליזציה בשוק מטבע החוץ, והוצהר על הכוונה להמשיך בה בקצב מואץ ב-1998.

### 1. קווי ההתפתחות העיקריים

הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים ירד השנה ל-3.6 מיליארדי דולרים, מ-5.3 מיליארדים ב-1996. זאת לאחר התרחבות ניכרת ב-1996, בהמשך למגמת התרחבותו מאז תחילת גל העלייה (דיאגרמה ו-1). הצטמצמות הגירעון השנה נבעה מהאטה ניכרת של גידול הביקושים המקומיים ביחס להיצע, ונתמכה על ידי שיפור ניכר בתנאי הסחר, זו השנה השנייה (לאחר שנתיים של הרעה). שיעור הגידול הכמותי של יצוא הסחורות נותר גבוה, והגידול הכמותי של יבוא הסחורות הואט מאוד, אך בחשבון השירותים נרשמה הרעה ניכרת, שקיזזה חלק מן השיפור בחשבון השוטף שנבע מחשבון הסחורות. יבוא ההון הסתכם השנה ב-10.4 מיליארדי דולרים; תנועות הון לזמן ארוך בהיקף של 5.7 מיליארדים, תנועות הון לזמן קצר בהיקף של 0.9 מיליארד ותנועות הון של הבנקים

בשנת 1997 חל מפנה  
במאזן התשלומים של  
ישראל, והגירעון בחשבון  
השוטף ירד ל-3.7 אחוזי  
תוצר.

עבור הסקטור הפרטי והציבורי בהיקף של 4.0 מיליארדים. השיפור בחשבון השוטף יחד עם תנועות ההון הביאו ללחץ על שער החליפין לכיוון גבולה התחתון של רצועת הניוד ולעלייה תלולה ביתרות מטבע החוץ. בתוך תנועות ההון לזמן הארוך בולטת עליית ההשקעות של תושבי חוץ, הן הפיננסיות (2.1 מיליארדי דולרים) והן הישירות (1.6 מיליארדי דולרים)<sup>1</sup>. בהרכב יבוא ההון ובהיקפו ניכר הבדל גדול בין שתי מחציות השנה: במחצית הראשונה שיקף יבוא ההון בעיקר אשראי במטבע חוץ של תושבי ישראל בהיקף גדול בהרבה מן הנדרש למימון הגירעון בחשבון השוטף ולוזה בגידול ניכר של היתרות; במחצית השנייה התבטא עיקרו של יבוא ההון בהשקעות של תושבי חוץ, והיה גבוה אך במעט מהנדרש למימון הגירעון.

היקף הגירעון בחשבון השוטף הצטמצם השנה באופן חד, לכ־3.7 אחוזי תוצר. זאת לאחר שבשנתיים הקודמות הוא עלה, והגיע ב־1996 ל־5.6 אחוזי תוצר, בגלל הצירוף של התרופפות המשמעת הפיסקלית – תוך חריגה גדלה והולכת מיעד הגירעון המקומי של הממשלה – וגיאות בביקושים המקומיים של הסקטור הפרטי. מדיניות פיסקלית ומוניטרית מרסנות, שהופעלו כדי להחזיר את הגירעון במאזן התשלומים למסלול בר קיימא ובהתאם

בתוך תנועות ההון לזמן הארוך בולטת עליית ההשקעות של תושבי חוץ.

במונחי חשבון החיסכון וההשקעה משקפת ירידת משקלו של עודף היבוא בכלל ההכנסות במשק בעיקר את הירידה של משקל ההשקעות.

## לוח ו'–1

### החשבון השוטף ומימונו, 1990 עד 1997 (מיליארדי דולרים)

| 1997  | 1996  | 1995  | ממוצע<br>1994–1990 |                                     |
|-------|-------|-------|--------------------|-------------------------------------|
| -3.6  | -5.3  | -4.8  | -0.8               | החשבון השוטף                        |
| -11.6 | -13.1 | -12.0 | -7.4               | עודף היבוא הכולל                    |
| -9.8  | -11.4 | -10.7 | -5.7               | עודף היבוא האזרחי                   |
| 32.5  | 31.1  | 29.2  | 21.5               | היצוא                               |
| 42.3  | 42.5  | 40.0  | 27.2               | היבוא האזרחי                        |
| 8.0   | 7.8   | 7.2   | 6.6                | ההעברות החד־צדדיות<br>המימון:       |
| 2.8   | 3.0   | 1.2   | 1.3                | הלוואות לזמן בינוני וארוך           |
| 2.9   | 2.1   | 1.6   |                    | השקעות הפרטים נטו במשק <sup>1</sup> |
| 0.8   | 2.1   | 0.6   | 0.4                | תנועות ההון לזמן קצר                |
| 4.0   | -0.4  | 1.1   | -0.5               | תנועות ההון של הבנקים               |
| 2.4   | 2.1   | 1.5   | -0.0               | טעויות והשמטות                      |
| -9.3  | -3.5  | -1.2  | -0.1               | העלייה (-) ביתרות מטבע החוץ         |

(1) הנתון כולל השקעות פיננסיות של תושבי חוץ בשוק המשני בחו"ל; בלוחות הנספח, אלה נכללות בתנועות הון לזמן קצר.

1 ההגדרה של השקעה פיננסית והשקעה ישירה שונה ממדינה למדינה. בישראל השקעה ישירה היא רכישת בעלות של 5 אחוזים או יותר מהנכס. רכישת איגרות חוב בבורסה נרשמת כהשקעה פיננסית.

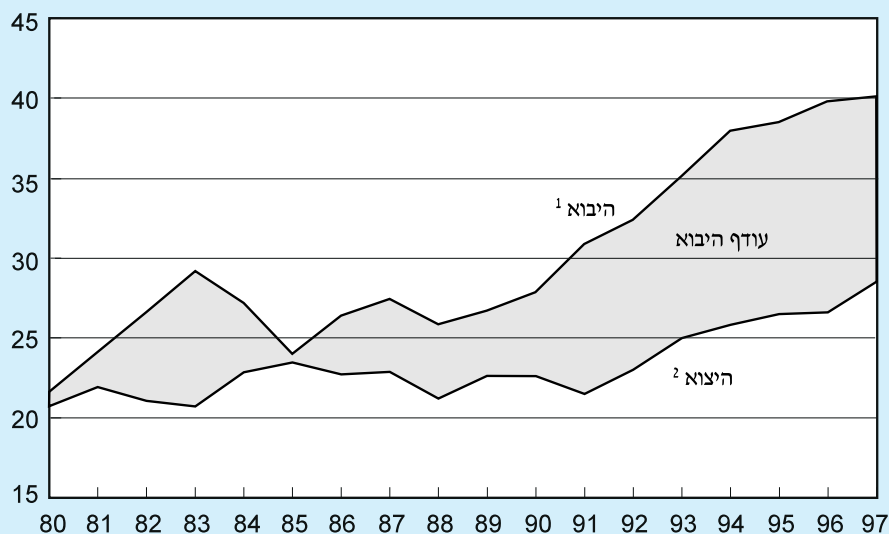
ליעד האינפלציה, יחד עם מיצוי עיקר השפעתו המרחיבה של גל העלייה, תרמו להאטה ניכרת בביקושי הסקטור הציבורי והפרטי, תוך האטה בצריכה הפרטית והציבורית וירידה של ממש בהשקעות. ההתמתנות הניכרת בביקושים יחד עם התמתנות פחותה בהיצע והשיפור בתנאי הסחר השתקפו בירידה של עודף היבוא. במונחי חשבון החיסכון וההשקעה משקפת ירידת משקלו של עודף היבוא בכלל ההכנסות במשק בעיקר את הירידה של משקל ההשקעות בכ-2.2 נקודות אחוז, תוך הצטמצמות של 0.2 נקודת אחוז, בחיסכון הלאומי. (החיסכון הציבורי עלה והחיסכון הפרטי פחת, כנראה בין היתר בתגובה לכך.)

למרות ההתמתנות של הביקושים ביחס לתוצר, נמשך גם השנה הייסוף הריאלי, בשיעור דומה לשיעורו הממוצע מראשית שנות התשעים, שתרם להמשך ירידת הרווחיות של המגזר הסחיר; פגיעת הייסוף הריאלי ניכרה בעיקר בחלק מענפי היצוא, בפרט בענפי התעשייה המסורתיים, שרווחיותם נמוכה, ובלמה כנראה גם התמתנות רבה יותר ביבוא. לעומת זאת נמשכה התרחבות היצוא של הענפים המתוחכמים בקצב מהיר. בסך הכול תרמה ההתמתנות הניכרת של הביקושים המקומיים לגידולו של היצוא; גידולו המהיר שהתרכז בעיקר בענפים עתירי הידע, נתמך בהסטה ליצוא, עקב ירידה מסוימת של הביקוש להשקעות במכונות וציוד מייצור מקומי.

האירועים הביטחוניים בתחילת השנה ובקיץ פגעו גם השנה ביצוא שירותי התיירות. היצוא לשטחי האוטונומיה נשאר ללא שינוי – תוצאת ירידה ביצוא הסחורות ועלייה תלולה ביצוא השירותים המשקפת בעיקר עלייה של שירותי התקשורת. יבוא הסחורות מן השטחים עלה עלייה קלה, לאחר ירידה תלולה אשתקד.

למרות ההתמתנות של  
הביקושים ביחס לתוצר,  
נמשך גם השנה הייסוף  
הריאלי, ותרם להמשך  
ירידת הרווחיות של  
המגזר הסחיר.

**דיאגרמה ו'-1**  
**היבוא, היצוא ועודף היבוא - באחוזי תוצר,**  
**1980 עד 1997**  
(במחירי 1995)



(1) היבוא למעט מסים, לא כולל יהלומים, יבוא ביטחוני, דלק, אניות ומטוסים.  
(2) היצוא למעט סובסידיות, לא כולל יהלומים.

בשנת 1997, הודות לירידה בגירעון בחשבון השוטף מחד גיסא והעלייה הניכרת של השקעות הפרטים נטו במשק מאידך, נמשכה המגמה של ירידת משקל החוב החיצוני בתוצר (למרות שיעור הצמיחה המתון של התוצר). ואולם, השיפור בגירעון השנה נבע בחלקו מגורמים חיצוניים חיוביים – שיפור בתנאי הסחר והתרחבות ניכרת של הסחר העולמי – בחלקו מירידת הביקוש להשקעות, לאחר עלייה חריגה שנבעה מקליטת העלייה, ובחלקו מן ההתמתנות המחזורית בפעילות. לפיכך, המדיניות הכלכלית צריכה לפעול לכך שהגירעון לא ישוב ויתרחב עם חזרתו של המשק לקצבי צמיחה מהירים יותר. השקעות הזרים במשק עלו השנה, בהמשך למגמת עלייתם בשנים האחרונות, אך קשה להעריך אם מגמה זו צפויה להתמיד. יתירה מזאת, כמחצית מהשקעות הזרים היו השקעות פיננסיות, שכיווןן יכול להשתנות במהירות, כפי שמעידים לאחרונה המשברים במזרח אסיה. לפיכך, היכולת לממן גירעון בסדר הגודל הנוכחי ללא עלייה בנטל החוב תלויה במידת התמתנות של זרם ההשקעות, בפרט הישירות, מחו"ל, ואלה תלויות בהמשכה של מדיניות אחראית, המבטיחה את חזרת המשק לתוואי בר קיימא הן בצמיחה והן במאזן התשלומים.

בשנת 1997, הודות להצטמצמות הגירעון בחשבון השוטף, מחד גיסא והגידול הניכר של השקעות הפרטים נטו במשק מאידך, נמשכה המגמה של ירידת משקל החוב החיצוני בתוצר.

## 2. החשבון השוטף

### א. סקירה כללית

הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים הצטמצם ב־1997, והגיע ל־3.7 מיליארדי דולרים. צמצום זה נבע מירידה בת 1.4 מיליארדי דולרים של עודף היבוא ומעלייה בת 0.2 מיליארד של ההעברות החד־צדדיות. צמצום עודף היבוא משקף שיפור ניכר בחשבון הסחורות, שקוּזו חלקית על ידי הרעה בחשבון השירותים: התמתנות ניכרת של הגידול הכמותי ביבוא הסחורות והמשך גידול מהיר של יצוא הסחורות – לעומת גידול מתון בלבד של יצוא השירותים וגידול מהיר של יבואם. שיפור ניכר בתנאי הסחר של ישראל תוך ירידה של מחירי היבוא והיצוא תרם לירידתו של עודף היבוא. בחינת הרכב היבוא מצביעה על גידול מתון בלבד ביבוא של מוצרי תצרוכת תוך עלייה קלה של יבוא בני הקיימא, גידול היבוא של התשומות לייצור (ללא דלק ויהלומים) התמתן, בהתאם להתמתנות קצב הצמיחה של התוצר, לכדי כשני אחוזים. יבוא מוצרי ההשקעה ירד בכ־4 אחוזים, במקביל לירידת ההשקעות במשק, תוך ירידה חדה במיוחד – כמעט 20 אחוזים – ביבוא כלי התחבורה היבשתיים (לוח ו'־6). ביצוא הסחורות והשירותים ללא יהלומים נרשם גידול נאה, שהוביל על ידי היצוא התעשייתי, ויצוא שירותי התיירות ירד. יצוא היהלומים ירד קלות בגלל המשבר באסיה, לאחר עלייה ניכרת אשתקד. יצוא הסחורות והשירותים ללא יהלומים, תיירות והיצוא לשטחי האיטונומיה עלה בשיעור נאה של כ־9 אחוזים. בתוך היצוא התעשייתי, שהתרחב כמותית בכ־13.5 אחוזים, בלטה ירידת היצוא של חלק מהענפים המסורתיים, בפרט מזון והלבשה. לעומת זאת נמשך הגידול המואץ ביצוא הענפים עתירי הטכנולוגיה וההון האנושי (לוחות ו'־5, ו'־4, ו'־3 ודיאגרמה ו'־4).

שיפור ניכר בתנאי הסחר של ישראל תוך ירידה של מחירי היבוא והיצוא, תרמו לירידתו של עודף היבוא.

את ההתפתחויות בחשבון השוטף יש לנתח לאור השינויים בתנאים החיצוניים שעמדו בפני המשק הישראלי, במצב הביטחוני והגיאופוליטי ובתנאים המקורר-כלכליים של המשק. השינויים בתנאי הרקע שעמדו בפני המשק השנה הם בכיוונים מעורבים: התרחבות הסחר העולמי הואצה השנה ליותר מ־8 אחוזים<sup>2</sup>; תנאי הסחר של המשק

התרחבות הסחר העולמי הואצה השנה ליותר מ־8 אחוזים, ותנאי הסחר של המשק השתפרו, זו השנה השנייה.

2 בעבודות אמפיריות שאמדו את גמישות היצוא ביחס לסחר העולמי נמצאו גמישויות בטווח רחב. במודל

השתפרו, זו השנה השנייה, והשיפור קיזז את ההרעה הניכרת שנרשמה ב־1994 וב־1995. מחירי הסחר העולמי ירדו, בהמשך לירידתם ב־1996, דבר הפועל כשלעצמו להקטנת עודף היבוא. לעומת זאת פגעו האירועים הביטחוניים ביצוא שירותי התיירות, בהמשך לפגיעתם ב־1996.

## לוח ו'-2

תנאי הרקע, 1990 עד 1997  
(שעורי שינוי, אחוזים)

| ממוצע |      |      |           |                                    |
|-------|------|------|-----------|------------------------------------|
| 1997  | 1996 | 1995 | 1994–1990 | הסחר העולמי <sup>1</sup>           |
| 8.4   | 6.2  | 9.5  | 5.4       | ההתרחבות הכמותית – סחורות ושירותים |
| 8.6   | 5.9  | 10.1 | 5.7       | ההתרחבות כמותית – סחורות           |
| -5.2  | -1.4 | 8.6  | 1.9       | מחירים בדולרים – סחורות ושירותים   |
| 3.6   | 2.7  | -4.6 | -0.3      | תנאי הסחר                          |
| -1.7  | 0.7  | 4.9  | 0.6       | מחירי היצוא (בדולרים) <sup>2</sup> |
| -5.1  | -1.9 | 10.0 | 0.9       | מחירי היבוא (בדולרים) <sup>2</sup> |

(1) המקור: עדכון של ה־World Economic Outlook של ה־IMF, דצמבר 1997.

(2) מחירי היבוא והיצוא ללא שירותי הון ויהלומים.

השיפור בתנאי הסחר של ישראל נבע בעיקרו מהתחזקות הדולר (בכ־10 אחוזים ביחס לסל־34), שמשקלו ביצוא מישראל גבוה ממשקלו ביבוא אליה. ירידה של כ־7 אחוזים במחירים העולמיים של מוצרים תעשייתיים, ירידה של כ־8 אחוזים במחיר הדלק וירידה (3.6 אחוזים) במחירים העולמיים של חומרי הגלם השפיעו בכיוונים מנוגדים על תנאי הסחר של ישראל, בהיותה יבואנית של חומרי גלם ויצואנית של מוצרי תעשייה. מחירי התשומות המיובאות לישראל למעט דלק ויהלומים ירדו בכ־5.5 אחוזים.

את סך גידולו של עודף היבוא האזרחי ניתן לפרק לחלק המשקף (שירות) את השינוי במחירי היבוא והיצוא – המחירים העולמיים ותנאי הסחר, שיחד מהווים את סך השפעת המחירים – ולחלק המשקף את השינוי הכמותי. חלוקה כזאת מתייחסת רק להשפעה הישירה, ומתעלמת מהשפעת המחירים על הכמויות (הן מהשפעת התחלופה והן מהשפעת ההכנסה). כפי שעולה מלוח ו'-3, להשפעת השיפור בתנאי הסחר ניתן לייחס חלק ניכר מהצמצום של הגירעון בחשבון השוטף; עם זאת השנה – בניגוד לשנים הקודמות, שבהן תרם הגידול הכמותי כמיליארד דולרים לשנה בממוצע להגדלת הגירעון – תרם

להשפעת השיפור בתנאי  
הסחר ניתן לייחס חלק  
ניכר מצמצום הגירעון  
בחשבון השוטף.

שנאמד במחלקת המחקר על ידי בינשטוק, לביא ואופנבכר נאמדה גמישות של 0.7 בטווח הקצר וכפולה מזו בטווח הארוך. במשוואת יצוא שנאמדה בעבודה של בפמן וליידרמן הגמישות הברזומית שנאמדה היא 1.86.

3 כולל את המרק הגרמני, הלירה שטרלינג, הפרנק הצרפתי והיין, בהתאם למשקלם בסל המטבעות ללא הדולר.

הגידול הכמותי להקטנת עודף היבוא. בהערכת תרומתו של הגידול הכמותי להקטנת עודף היבוא חשוב לזכור, כי במצב של עודף יבוא חיובי, גידול של היבוא ושל היצוא בשיעורים שווים מגדיל את עודף היבוא<sup>4</sup>.

### לוח ו'-3

תרומות ישירות לגידול עודף היבוא, 1990 עד 1997  
(מיליארדי דולרים)

| 1997 | 1996 | 1995 | ממוצע<br>1990-1994 |                                     |
|------|------|------|--------------------|-------------------------------------|
| -1.4 | -0.7 | 1.5  | 0.1                | סך השפעת המחירים                    |
| -0.2 | 0.0  | 0.5  | 0.0                | המחירים העולמיים                    |
| -1.2 | -0.7 | 1.0  | 0.1                | תנאי הסחר                           |
| -0.2 | 0.7  | 1.0  | 0.9                | השינוי הכמותי                       |
|      |      |      |                    | השינוי בעודף היבוא האזורי           |
| -1.6 | 0.0  | 2.5  | 1.0                | למעט שירותי הון ועבודה <sup>1</sup> |

1. ההתייחסות כאן ליבוא וליצוא ללא שירותי גורמי ייצור הון ועבודה מקבילה להתייחסות בחשבונאות לאומית (ללא מסים על היבוא). הגידול של יבוא שירותי העבודה תרם השנה כ-200 מיליוני דולרים להגדלת הגירעון בחשבון השוטף, ויבוא שירותי הון נטו גדל בכ-30 מיליוני דולרים.

צמצום הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים לכ-3.7 אחוזי תוצר ב-1997 משקף את הירידה של עודף היבוא, לאחר מגמת גידול מתמשכת בשנים האחרונות. בתחילת התקופה נבע גידולו מהביקוש המוגבר, כולל ביקוש להשקעה, עקב קליטת גל העלייה; אך המשך התרחבותו ל-5.6 אחוזי תוצר ב-1996, על רקע החריגה הגדולה של הגירעון התקציבי מיעדו, נתפס על ידי קובעי המדיניות כמסכן את יציבות המשק, והניע אותם לנקוט, יחד עם החתירה לעמידה ביעד האינפלציה, מדיניות פיסקלית ומוניטרית מרסנת. מדיניות זו אכן תרמה לשיפור ניכר בחשבון השוטף, אמנם תוך האטה ניכרת בצמיחת המשק. השיפור בחשבון השוטף מבטא המשך גידול מהיר של יצוא הסחורות, תוצאת האצה ביצוא התעשייתי, והאטה ניכרת ביבוא הסחורות, בהתאם למתחייב מקצב ההתרחבות של הפעילות, תוך שמירה על רכיב יבוא קבוע; אולם הרעה נוספת בחשבון השירותים, המשקפת בעיקר את הירידה הנוספת ביצוא שירותי התיירות ואת המשך הגידול המהיר ביבוא השירותים, בפרט שירותי העבודה (זרים ועובדי שטחים), מנעה שיפור ניכר יותר בחשבון השוטף.

השוואת התפתחות היבוא (סחורות ושירותים) בפועל לזו הצפויה מתוך משוואת יבוא פשוטה, המביאה בחשבון את התפתחות התוצר העסקי ושער החליפין הריאלי ליבוא

התרחבות הגירעון בחשבון השוטף ל-5.6 אחוזי תוצר ב-1996, על רקע החריגה הגדולה של הגירעון התקציבי מיעדו, נתפס על ידי קובעי המדיניות כמסכן את יציבות המשק, והניע אותם לנקוט, יחד עם החתירה לעמידה ביעד האינפלציה, מדיניות פיסקלית ומוניטרית מרסנת.

4 חישוב דומה של התרומות לעודף היבוא ללא שירותי גורמי הייצור ויהלומים, שהצטמצם ב-1997 ב-1.6 מיליארדי דולרים, מצביע על תרומת תנאי הסחר בסך מיליארד דולרים, על השפעת המחירים העולמיים בסך 0.2 מיליארד ועל השפעת השינויים הכמותיים בסך 0.4 מיליארד דולרים להקטנת עודף היבוא.

בשנת 1997, מלמדת שהתמתנותו בפועל הייתה נמוכה מהתמתנותו הצפויה. בכך יש כדי לרמז על פעולתם של כוחות נוספים להגדלת היבוא, בין היתר, המשך תהליך החשיפה. לעומת זאת גדל היצוא בשיעור דומה לזה המתקבל ממשוואת יצוא פשוטה – שמבטאת את השפעת הסחר העולמי, תנאי הסחר, הגידול בכמות גורמי הייצור והתפתחות שער החליפין של היצוא בשנה השוטפת<sup>5</sup>. מעבר לגורמים הבסיסיים הנתפסים על ידי המשוואה, פעלו השנה גם גורמים נוספים, שקיזזו זה את פעולתו של זה: מחד גיסא, יצוא שירותי התיירות, שנפגע עקב בעיות הביטחון, ומאידך – ההסטה ליצוא, שנבעה מההתמתנות, מעבר לצפוי – של הביקושים המקומיים.

אחת השאלות המרכזיות בניתוח ההתפתחויות במאזן התשלומים השנה היא אם השיפור שהיינו עדים לו הוא זמני, ונובע בעיקרו מן ההאטה בפעילות במשק, או שיש בו גם רכיב משמעותי שעשוי להיות פרמננטי. יש לזכור שהוא התרחש בתנאים של המשך ייסוף ריאלי, כלומר ללא סיוע מצד המחירים היחסיים, אבל עם סיוע ניכר מצד מחירי חו"ל – שיפור בתנאי הסחר, בין היתר, עקב התחזקות הדולר, והתרחבות ניכרת של הסחר העולמי. הגידול המהיר של יצוא הסחורות מתיישב עם הסטה ליצוא במשק שבו הביקושים המקומיים ממותנים. הגידול הניכר של יצוא הענפים עתירי הידע, במקביל לירידה של כ-2 אחוזים בהשקעה במכונות וציוד מייצור מקומי, מלמד שניתן לייחס רק חלק קטן מגידולו של יצוא הענפים האלה להסטה מן השוק המקומי ליצוא. לא ניתן אפוא להתייחס להסטה כאל הרכיב המרכזי בהסבר גידולו של היצוא השנה – דבר המרמז כי לפחות לגבי היצוא ניתן לקבוע שחלק ניכר מהגידול אינו פרי ההאטה וצפוי להיות פרמננטי (אף כי המשבר באסיה עלול לשנות את התמונה). עם זאת, מחסור בכוח אדם מיומן במקצועות עתירי הידע צפוי להגביל את המשך הגידול של יצוא הענפים האלה בשנים הקרובות. אשר ליבוא, נראה שההתמתנות ברכיביו השונים משקפת במידה רבה את ההאטה בשימושים – הן המחזורית והן זו הקשורה למיצוי ההשפעה המרחיבה של גל העלייה – אך היא הייתה מתונה במקצת מזו של סך השימושים<sup>6</sup>, אולי בגלל המשך תהליך החשיפה. לפיכך סביר שקצב גידולו של היבוא ישוב ויואץ במידה מסוימת עם ההאצה בגידול הביקושים המקומיים – אם לא יחול שינוי במחירים היחסיים (פיחות ריאלי), שיקטין את כדאיותו היחסית. הירידה החדה ביצוא שירותי התיירות עשויה להתהפך כשמצב הביטחון ישתפר; ניתן לצפות לכך לאור מגמת העלייה המהירה שאפיינה את יצוא שירותי התיירות ערב גל הפיגועים של ראשית 1996. אשר לגורמי הסיוע החיצוניים – תנאי הסחר והגידול בסחר העולמי – קשה, כמובן, לצפות את מידת התמדתם. עם זאת נציין שהשיפור בתנאי הסחר בשנתיים האחרונות יש בו כדי לקזז הרעה בהיקף דומה בשנתיים שלפני כן, והוא הושפע במידה רבה מהתחזקות הדולר ביחס למטבעות האחרים. בהתרחבות הסחר העולמי צפויה האטה ניכרת בשנה הבאה, בין היתר בשל המשבר בדרום מזרח אסיה. (ראה תיבה ו'-2.)<sup>7</sup>

5 משוואות היבוא והיצוא הן משוואות קליברציה, המשתמשות במקדמים של משוואות שנאמדו על ידי יעקב לביא במסגרת אמידת מודל אקונומטרי למשק הישראלי.

6 על פי נתוני החשבונאות הלאומית סך השימושים למעט יהלומים גדלו בכ-2 אחוזים, לעומת גידול של כ-3 אחוזים ביבוא למעט יהלומים.

7 על פי תחזיות ה-WEO של ה-IMF מדצמבר 1997 צפוי הסחר העולמי להתרחב ב-6.1 אחוזים בלבד, לאחר התרחבות של 8.4 אחוזים ב-1997.

מחסור בכוח אדם מיומן  
במקצועות עתירי הידע  
צפוי להגביל את המשך  
הגידול של יצוא הענפים  
האלה בשנים הקרובות.

הסתכלות ברמת המקור  
מחזקת את ההערכה  
בדבר קיומו של רכיב  
פרמננטי בשיפור בחשבון  
השוטף.

הסתכלות ברמת המקור על חשבון החסכון וההשקעה מלמדת שעיקר השיפור נבע מיירידה במשקל ההשקעה (לרמה הגבוהה עדיין ממשקלה ערב התקופה של קליטת העלייה), בעוד שהחסכון הלאומי ירד מעט (עליית החיסכון הציבורי קוזה ויותר מזה על ידי ירידת החיסכון הפרטי). ירידת ההשקעות משקפת בעיקרה, כאמור, את מיצויו של תהליך ההתאמה של מלאי ההון לגל העלייה, אף כי עוצמת הירידה ועיתויה הושפעו גם מהריסון הפיסקלי והמוניטרי. הסתכלות זו מחזקת את ההערכה בדבר קיומו של רכיב פרמננטי בשיפור בחשבון השוטף.

בסיכום ניתן להעריך שלשיפור בחשבון השוטף השנה פעלו גורמים הצפויים להתמיד בצד גורמים העלולים להיות קצרי טווח: חלק מהשיפור ניתן לזקוף לתנאים החיצוניים, ולפיכך מידת ההתמדה של השיפור תלויה במידת התמדתם. חלק, בפרט ההתמדתות ביבוא, קשור להאטה בביקושים, שיש בה רכיב מחזורי, הצפוי לחלוף ורכיב חזרת ההשקעות לרמה "נורמאלית", הצפוי להתמיד, וחלק אחר – בפרט הגידול של יצוא הענפים המתוחכמים – העשוי אף הוא להיות פרמננטי.

שער החליפין הריאלי (המוגדר כאן כמחירי היבוא או היצוא חלקי מחירי התוצר), המאופיין במגמה של ייסוף מתמשך מאמצע שנות השמונים, יוסף גם השנה – בכ־3.0 אחוזים על פי מחירי היצוא ובכ־5.3 אחוזים על פי מחירי היבוא – בכאחוז מתחת לשיעור השנתי הממוצע בשנות התשעים על פי מחירי היצוא ובכאחוז מעל לממוצע באותה תקופה

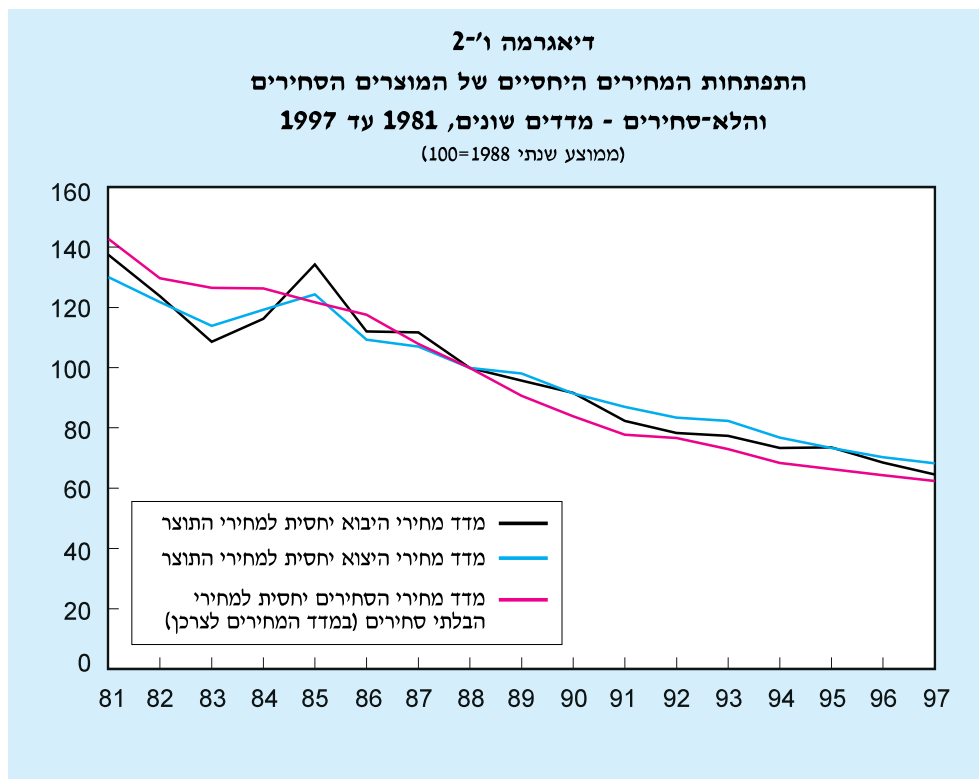
#### לוח ו'–4

##### מחירים יחסיים ושערי חליפין, 1991 עד 1997 (השינוי הממוצע, באחוזים)

| 1997 | 1996 | 1995 | ממוצע<br>1990–1994 |                                  |
|------|------|------|--------------------|----------------------------------|
| -4.4 | -1.1 | 8.0  | -0.5               | מחירי היבוא בדולרים <sup>1</sup> |
| -0.9 | 1.0  | 4.5  | -0.2               | מחירי היצוא בדולרים              |
| 9.1  | 11.4 | 9.3  | 14.3               | מחירי התוצר                      |
|      |      |      |                    | שערי חליפין ריאליים              |
| -5.3 | -7.0 | -0.1 | -4.7               | מחירי היבוא/מחירי התוצר          |
| -3.0 | -4.2 | -4.4 | -4.5               | מחירי היצוא/מחירי התוצר          |
| -2.9 | -3.2 | -3.1 | -4.5               | מחירי הסחירים/מחירי הבלתי סחירים |
|      |      |      |                    | שערי חליפין (ממוצעים שנתיים)     |
| 8.2  | 5.9  | 0.0  | 10.6               | השקל לעומת הדולר                 |
| 4.3  | 3.5  | 4.6  | 10.6               | השקל לעומת סל המטבעות            |
| 10.5 | 5.6  | -9.2 | -0.2               | הדולר לעומת סל <sup>2</sup>      |

(1) האורחי למעט הון.

(2) הדולר לעומת סל 4 (ראו הערה 3 בפרק זה) משוקלל לפי הרכב הסחר ב־1995.



שער החליפין הריאלי  
 יוסף גם השנה – בכאחוז  
 מתחת לשיעור השנתי  
 הממוצע בשנות התשעים  
 על פי מחירי היצוא  
 ובכאחוז מעל לממוצע  
 באותה תקופה על פי  
 מחירי היבוא.

על פי מחירי היבוא (לוח ו'-4 ודיאגרמה ו'-2<sup>8</sup>). חלק מן הייסוף הריאלי בשנים האחרונות ניתן לייחס לגורמים ארוכי טווח האופייניים למשקים צומחים ברמת הכנסה דומה – גידול הביקושים היחסיים לבלתי סחירים והטיית הצמיחה לסחירים מפני עלייה רבה יותר של הפריזון בענפים אלו<sup>9</sup>, בפרט במתחכמים שבהם. ואולם, השנה פעלו הכוחות הריאליים לפיחות ריאליים<sup>10</sup> – הביקושים המקומיים בכלל ולבנייה בפרט התמתנו במידה ניכרת – אולם פעולתם לא באה לידי ביטוי, בגלל כוחות נומינליים שפעלו בכיוון המנוגד: נראה שלהתמתנות מחירי חו"ל, יחד עם התואי הנומינלי של שער החליפין, היה חלק חשוב במניעת פיחות ריאלי, לפחות ביחס למגמה ארוכת הטווח. (ראה דיון בפרק ב'). מחירי היבוא ירדו השנה דולרית בכ-5 אחוזים, מחירי היצוא הדולריים ירדו בכאחוז – אולם, התמתנות המחירים העולמיים יחד עם פיחות נומינלי מתון ביחס לסל המטבעות, כתוצאה

8 מדד מחירי הסחירים חלקי הבלתי-סחירים, המבוסס על מדד המחירים לצרכן, כפי שהופיע בפרק ג', מצביע על ייסוף ריאלי של כ-3 אחוזים, בדומה לשיעורו בשנתיים הקודמות. גם חישוב שער החליפין הריאלי, המבוסס על תיקון שער החליפין בגין פערי האינפלציה בין ישראל למדינות שהיא סוחרת עמן, מצביע על ייסוף ריאלי קטן יותר – כ-3 אחוזים.

9 על פי מחקר (שטרס פורסם) של אסף זוסמן ממחלקת המחקר, תרמו הפרשי הפריזון בין המגזר הסחיר ללא-סחיר מתחילת שנות השמונים בממוצע כ-2 אחוזים לייסוף הריאלי השנתי.

10 השפעת השיפור בתנאי הסחר על שער החליפין הריאלי אינה חד-משמעית – יש לה השפעת הכנסה הפועלת בכיוון של ייסוף ריאלי והשפעת תחלופה הפועלת בכיוון של פיחות ריאלי ביחס ליצוא; ביחס ליבוא פועלות השפעות ההכנסה והתחלופה בכיוון של ייסוף ריאלי. (ראו דיון בפרק ב').

מפערי הריביות ומהמשך יבוא ההון בהיקף ניכר<sup>11</sup>, לא תורגמו להתמתנות ניכרת של מחירי התוצר; אלו עלו בממוצע שנתי בכ־9 אחוזים, על אף התמתנות עודפי הביקוש במשק. נראה שחלק מההסבר לכך נעוץ בקשיחויות – בין היתר בשכר, שעלה במגזר העסקי בכ־3 אחוזים ריאלית למרות גידול האבטלה; אלה תרמו לתגובה חלקית ובפיגור של מחירי התוצר לכוחות הריאליים. (ראה פרק ג'). עם זאת ראוי לציין שבמחצית השנייה של השנה התמתן קצב הייסוף הריאלי, ושיעורו היה כאחוז הן על פי היבוא והן על פי היצוא.

## ב. יצוא הסחורות

יצוא הסחורות עלה ב־1997 בכ־5.4 אחוזים, לאחר עלייה של 8.3 אחוזים אשתקד. ללא יהלומים ויושׁע עלה היצוא ב־11.9 אחוזים, אחרי 9.3 אחוזים ב־1996. שיעור הגידול של היצוא התעשייתי (למעט יהלומים) הואץ ל־13.5 אחוזים, לאחר עלייה בת 7.5 אחוזים אשתקד. היצוא החקלאי עלה כמותית ב־9 אחוזים – תוך ירידה של כ־8 אחוזים במחיר (לוח 5-ו, לוח ו'-נ' ו־4 ודיאגרמה ו'-3).

### לוח ו'-5

יצוא הסחורות, 1991 עד 1997

| ממוצע               |      |      |      |           |                                                        |
|---------------------|------|------|------|-----------|--------------------------------------------------------|
| 1997                | 1997 | 1996 | 1995 | 1991-1994 |                                                        |
| שיעור השינוי הכמותי |      |      |      |           | התפלגות                                                |
| 100.0               | 5.4  | 8.3  | 7.2  | 9.7       | סך יצוא הסחורות נטו                                    |
| 68.8                | 9.1  | 11.0 | 1.3  | 11.3      | סך יצוא הסחורות למעט יהלומים והאוטונומיה (לפי סחר חוץ) |
| 71.3                | 11.9 | 9.3  | 4.8  | 10.2      | סך יצוא הסחורות למעט יהלומים והאוטונומיה (לפי מאז"ת)   |
| 65.6                | 13.5 | 7.5  | 3.5  | 11.2      | תעשייתי למעט יהלומים והאוטונומיה                       |
| 8.0                 | -3.4 | -4.7 | 6.5  | 5.2       | מזה: ענפים מסורתיים <sup>1</sup>                       |
| 12.3                | 2.7  | 7.3  | 14.0 | 7.6       | ענפים מעורבים <sup>1</sup>                             |
| 42.9                | 20.5 | 11.2 | 2.0  | 18.5      | ענפים עתירי הון אנושי <sup>1</sup>                     |
| 3.7                 | 9.0  | 17.6 | 16.9 | 3.3       | חקלאי                                                  |
| 19.1                | -2.4 | 1.9  | 8.4  | 4.6       | יהלומים מעובדים                                        |
| 4.2                 | 9.2  | 16.0 | 41.1 | 21.2      | יהלומים גולמיים                                        |
| 7.2                 | -4.4 | 1.3  | 62.0 | 10.3      | יצוא סחורות לאוטונומיה                                 |

(1) פירוט ענפי של הקבוצות ראו בהערה לדיאגרמה ו'-4.

11 בעוד שבמחצית הראשונה של השנה היוו תנועות ההון לזמן קצר, הרגישות לפערי הריביות בין ישראל לחו"ל, והציפיות להתפתחות שער החליפין, רכיב חשוב בהסבר היצמדותו של שער החליפין הנומינלי לתחתית רצועת הניוד, הרי שאלו נפסקו כמעט לחלוטין באמצע השנה, עם שינוי הפרמטרים של רצועת הניוד. במחצית השנייה של השנה היוו תנועות ההון לטווח ארוך, ובכללן ההשקעות הישירות של זרים, גורם חשוב בהסבר תוואי שער החליפין הנומינלי.

בענפים המתוחכמים  
נמשכה ההתרחבות  
המהירה למרות הייסוף  
הריאלי, ונראה כי  
המגבלה העיקרית שמנעה  
התרחבות מהירה עוד  
יותר הייתה דווקא מחסור  
בכוח אדם מיומן.

הייסוף הריאלי השנה מבטא כאמור את התמתנות מחירי היצוא והיבוא ביחס למחירים המקומיים, ולפיכך משמש אחד מן האינדיקטורים לשחיקה של רווחיות היצוא ותחליפי היבוא ביחס לייצור מוצרים בלתי סחירים. עם זאת בדיקת ההתפתחות של היצוא בענפי התעשייה השונים מלמדת, כי נפגעו בעיקר אותם ענפים שרווחיותם הייתה נמוכה יחסית (המסורתיים), ולכן יכולתם לספוג פגיעה נוספת ברווחיות היא מצומצמת. לעומת זאת בענפים המתוחכמים נמשכה ההתרחבות המהירה למרות הייסוף הריאלי, ונראה כי המגבלה העיקרית שמנעה התרחבות מהירה עוד יותר הייתה דווקא מחסור בכוח אדם מיומן, בפרט במהנדסים וטכנאים בתחומים מסוימים. ההתרכזות היחסית של יצוא הענפים המסורתיים באירופה והיחלשות המטבעות האירופיים, לעומת ההתרכזות היחסית של יצוא הענפים עתירי הידע בגוש הדולר, שהתחזק גם השנה, תרמה להבדלים בשיעורי הייסוף הריאלי בין ענפים שונים, על פי הרכב יעדי היצוא שלהם, ולהתנהגות הדיפרנציאלית של ענפים אלו<sup>11</sup>. עם זאת יש לזכור שהתנאים אשר מיתנו את גודלו ואת והשפעתו של הייסוף הריאלי על חלק מרכיבי היצוא לא בהכרח יימשכו, ויכולת הספיגה של כירסום בשולי הרווח, הנובעת מן הייסוף, היא מוגבלת. לפיכך במידה שהייסוף יימשך, צפויה השפעתו לבוא לידי ביטוי בעתיד; זאת בפרט על רקע המשברים בדרום מזרח אסיה, העלולים לפעול הן לצמצום הביקושים ליצוא הישראלי, בשל השפעתם על ביקושי הארצות שנפגעו מן המשברים, ועל הסחר העולמי בכלל, והן לירידה בכושר התחרות של היצוא הישראלי ביחס ליצוא ממדינות ששערי מטבעותיהן פוחתו באופן חד.

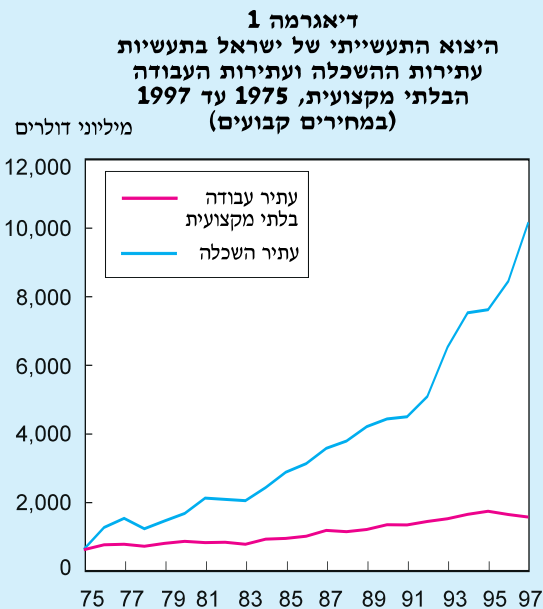
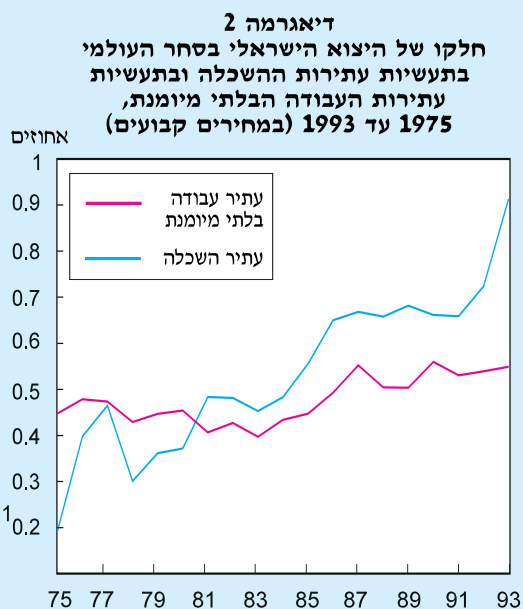
### תיבה ו'-1: השינוי המבני ביצוא התעשייתי

תיבה זו מתארת את המגמות העיקריות בהתפתחות היצוא התעשייתי – עתיר ההשכלה ועתיר העבודה הבלתי מקצועית<sup>1</sup>, וגורמים בצד הביקוש ובצד ההיצע מאז

1 ענף הוגדר כעתיר השכלה כשמשקל המהנדסים האקדמאים האחרים, הטכנאים והמהנדסים בו היה גבוה משמעותית מהמוצע בתעשייה. עם ענפים אלו נמנים הענפים מכונות, חשמל ואלקטרוניקה, כלי הובלה ומוצרים כימיים. בדומה לכך הוגדר ענף כעתיר עבודה כשמשקלם של בעלי המקצועות הנ"ל בסך המועסקים בו היה נמוך במידה משמעותית מהמוצע בתעשייה. עם ענפים אלו נמנים מזון משקאות וטבק, טקסטיל והלבשה, עור ומוצרים, עץ ומוצרים, נייר ומוצרים, דפוס והוצאה לאור ומינרלים אל-מתכתיים. שתי קטגוריות אלו אינן מכילות את כל ענפי התעשייה. פירוט נוסף לגבי הנתונים ניתן לקבל במחלקת המחקר של בנק ישראל.

12 מתוך היצוא של הענפים המסורתיים (מזון, משקאות וטבק, טקסטיל, הלבשה, עור ומוצרים, נייר ומוצרים ודפוס והוצאה לאור) יועדו בשנת 1995 כ-50 אחוזים לארצות האיחוד האירופי וכ-27 אחוזים לארצות הברית. לעומת זאת, במוצרים עתירי הידע היווה היצוא לאיחוד האירופי 28 אחוזים, לעומת 34 אחוזים לארה"ב, והשאר עיקרו למדינות שמחיר היבוא אליהן נקוב בדולרים ומטבעותיהן היו צמודים לדולר.

אמצע שנות השבעים. בשנת 1975 היו משקלות הענפים עתירי ההשכלה ועתירי העבודה הבלתי מקצועית ביצוא דומים (דיאגרמה 1). מאז, גדל היצוא של הענפים עתירי ההשכלה בקצב מואץ, ואילו יצוא הענפים עתירי העבודה גדל בקצב מתון. הפער בין קצבי הגידול של שתי הקבוצות גדל מאוד בשנות התשעים, עקב ההאצה ביצוא הענפים עתירי ההשכלה והירידה ביצוא הענפים המסורתיים.



הגידול המהיר של יצוא הענפים עתירי ההשכלה נשען בחלקו על גידול מהיר של הסחר העולמי במוצרים אלו. אולם, כפי שמעידה עליית חלקו של היצוא הישראלי בסחר העולמי במוצרים אלו, היו לגידול המהיר גם גורמים נוספים (דיאגרמה 2). עד ראשית שנות השמונים היו תנודות משמעותיות במשקל היצוא עתיר ההשכלה הישראלי בסחר העולמי. באמצע שנות השמונים גדל חלקו, ומ-1986 עד ראשית שנות התשעים הוא היה יציב.

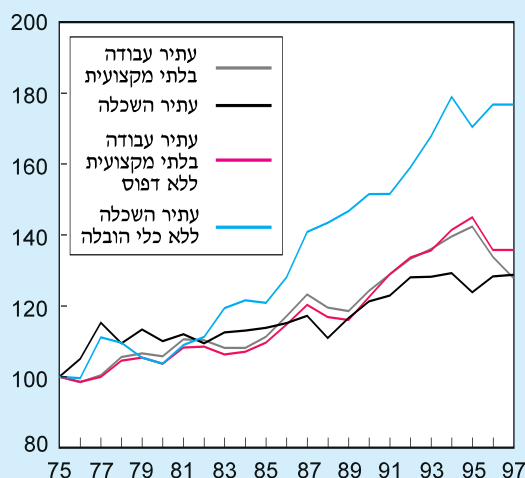
בשנות התשעים המוקדמות שב חלקו של היצוא הישראלי עתיר ההשכלה בסחר העולמי במוצרים אלו, ועלה עלייה תלולה. לעומת זאת היה חלקו של היצוא הישראלי עתיר העבודה בסחר העולמי במוצרים דומים יציב עד 1983, עלה עד 1987, ואז שב והתייצב.

בצד ההיצע נתמכה עליית היצוא של המוצרים עתירי ההשכלה בגידול מהיר של מלאי ההון הפיסי, שבא לידי ביטוי גם בגידול מהיר של מלאי ההון הפיסי לעובד, וזאת לעומת יציבות במלאי ההון הפיסי לעובד בענפים עתירי העבודה

(דיאגרמה 3). הגידול המהיר של מספר בעלי המקצועות הטכניים בכוח העבודה בשנות התשעים, כתוצאה מגל העלייה, תמך אף הוא בצמיחת היצוא של הענפים עתירי ההשכלה.

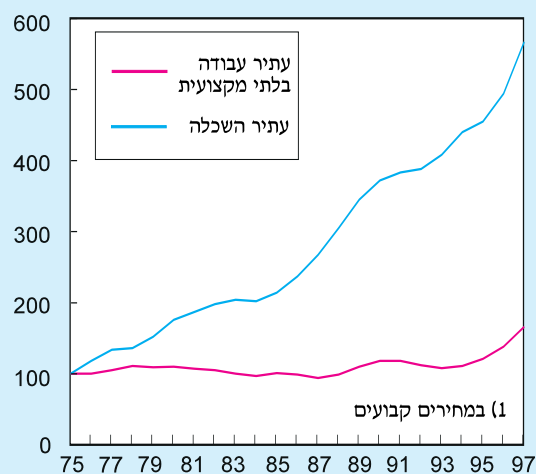
דיאגרמה 4

מדד הפריון הכולל בתעשייה, בסקטור עתיר ההשכלה ובסקטור עתיר העבודה הבלתי מקצועית, 1975 עד 1997 (מדד 1975 = 100)



דיאגרמה 3

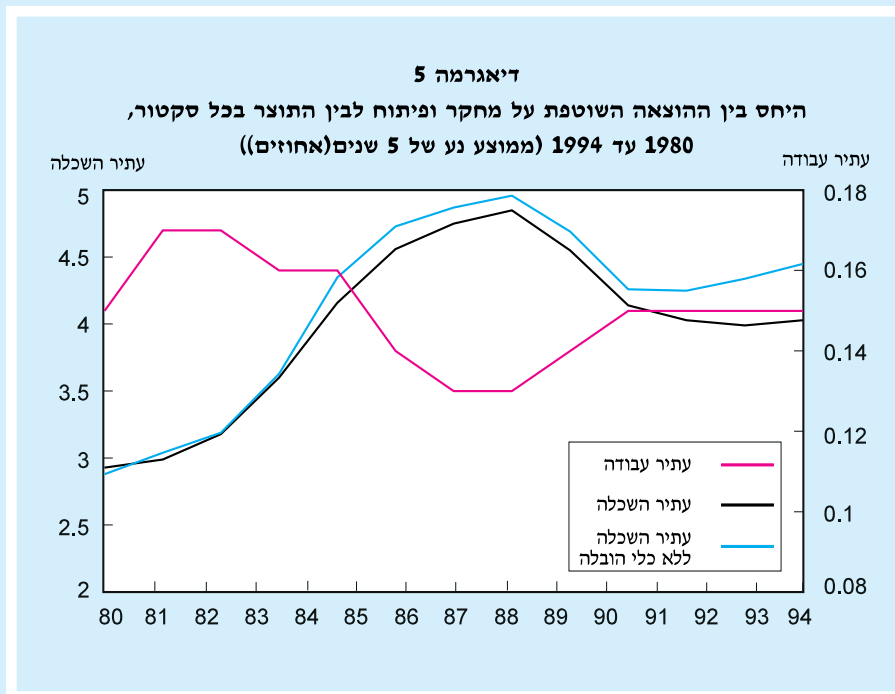
יחס מלאי ההון הפיסי<sup>1</sup> לשעת עבודה בסקטור עתיר ההשכלה ובסקטור עתיר העבודה הבלתי מקצועית, 1975 עד 1997 (מדד 1975 = 100)



הפריון הכולל בענפים עתירי ההשכלה (ללא כלי הובלה) עלה במהירות יחסית מראשית שנות השמונים ועד 1994, ורשם תנודות כלפי מעלה וכלפי מטה בשנים האחרונות. ואולם, ירידה תלולה בפריון של ענף כלי ההובלה במהלך אותה תקופה משתקפת בעלייה מתונה הרבה יותר של פריון הענף כולל כלי הובלה, מאז ראשית שנות השמונים. לעומת זאת בענפים עתירי העבודה נרשמה עלייה מתונה מאוד בפריון במהלך כל התקופה. גידול הפריון יכול לנבוע מהשקעה בהון לא פיסי כדוגמת מחקר ופיתוח (מו"פ). בשני העשורים האחרונים מתרכזים כ-90 אחוזים מהמו"פ התעשייתי בענפים עתירי ההשכלה, תוך ירידה של כ-20 נקודות אחוז במשקל ענף כלי ההובלה ועלייה מקבילה בענפים עתירי ההשכלה האחרים.

ההוצאה השוטפת על מו"פ בענפים עתירי ההשכלה גדלה ברציפות מאז 1975 (להוציא את שנות האינפלציה הגבוהה), כך שרמת ההוצאה בשנת 1994 גבוהה פי חמישה ויותר מזו של תחילת התקופה (במחירים קבועים). עם זאת ההוצאה על מו"פ ביחס לפדיון הגיעה לשיאה בשנת 1989, ומאז ירדה (דיאגרמה 5). ההוצאה על מו"פ בענפים עתירי העבודה הייתה תנודתית מאוד, ומשקלה בסך המו"פ התעשייתי ירד מכ-6 אחוזים בשנות השמונים לכ-3 אחוזים בשנים שלאחר מכן. בענפים אלה

מושקעים במו"פ כ-1.5 אחוזים מהפדיון, לעומת כ-4.5 אחוזים בענפים עתירי ההשכלה.



מאפייני שוק העבודה המקומי יכולים להוות גורם נוסף בתחרותיות של המוצרים השונים. מהשוואת רמות השכר של מהנדסי אלקטרוניקה ומכונות<sup>2</sup> עם שכרם בעולם עולה ששכרם של המהנדסים בישראל נמוך משמעותית מזה של עמיתיהם בארצות העיקריות המתחרות בנו. לעומת זאת, שכרם של עובדי הטקסטיל בארץ גבוה יחסית לזה של עמיתיהם בארצות המתחרות העיקריות<sup>3</sup>.

2 נתוני UBS של השכר בערים שונות בעולם למשלחי יד נבחרים.

3 ייתכן כי פערי השכר בין ישראל לבין מתחרותיה בעולם נובעים מפערים בפיריון היחסי של העובדים, ולא מעודף היצע יחסי. במקרה זה פערי השכר אינם משקפים יתרון יחסי של היצרן בתחרות הבינלאומית.

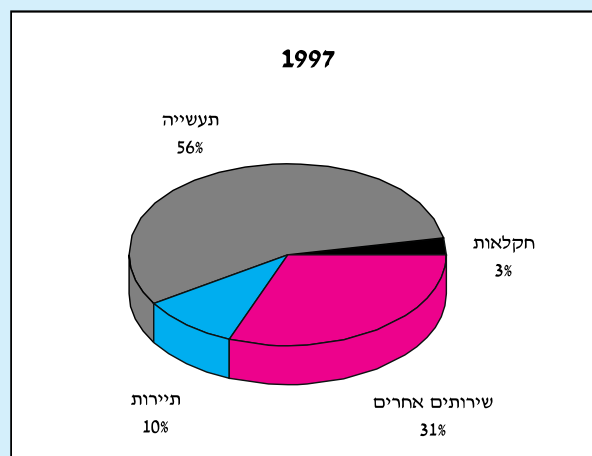
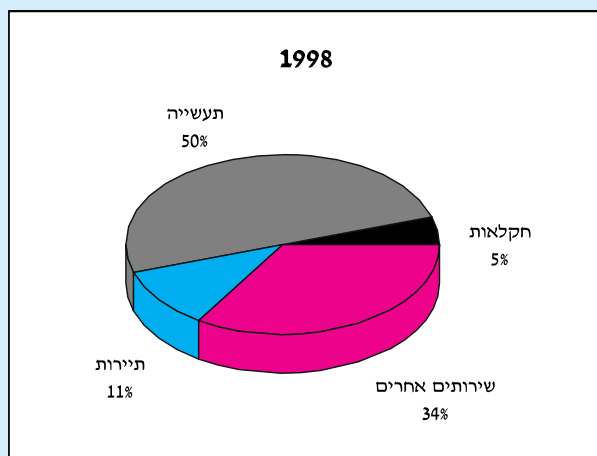
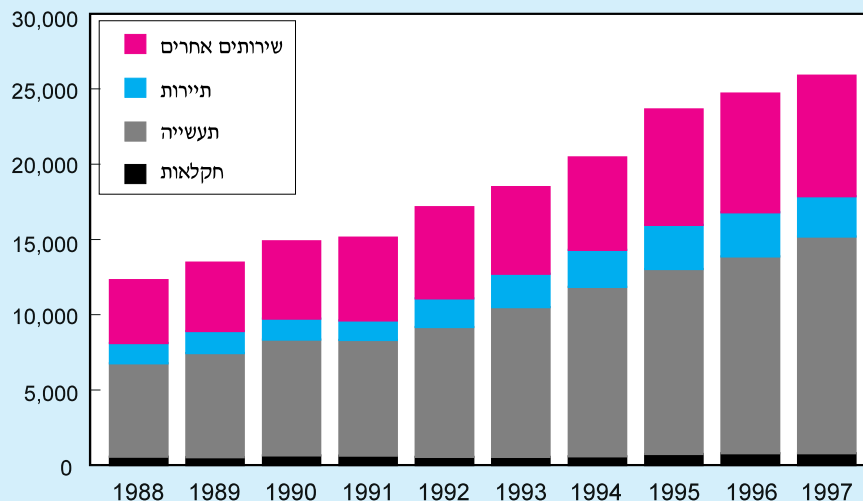
הרווחיות היחסית של היצוא הושפעה השנה גם מהוזלה של התשומות המיובאות, שמשקלן בייצור ליצוא גבוה ממשקלן בייצור לשוק המקומי, ולפיכך הוזלתן היחסית משפרת את מצבו היחסי של היצוא. מדד אחר לרווחיות היצוא התעשייתי הוא מדד עלות

## דיאגרמה ו'-3

הרכב יצוא הסחורות והשירותים למעט אניות ומטוסים, יהלומים והיצוא לאוטונומיה.

1988 עד 1997

מיליוני דולרים



העבודה ליחידת תוצר ביצוא התעשייתי<sup>13</sup>. עליית מדד זה ב-4.5 אחוזים ב-1997, אחרי עלייה מצטברת של כ-15 אחוזים ב-1994 עד 1996, מצביעה על המשך השחיקה של רווחיות היצוא התעשייתי, אולם גם כאן יש לזכור שמדד זה הוא אגרסיבי, ומאגד בתוכו ענפים השונים זה מזה בהתנהגותם. (ראו סעיף התעשייה בפרק ב'). אנדיקטור נוסף

13 יש לסייג מדד זה, שכן נתוני עלות השכר ונתוני הפריזן הם לכלל התעשייה ולא רק למגזר המייצא. זאת ועוד, מחירי התוצר ביצוא מהווים אומדן – הנגזר ממחירי התפוקה, מהנחה בדבר חלקן של התשומות

לרווחיות הוא שיעור התשואה-להון, וגם על פיו נמשכה השנה השחיקה של הרווחיות. (ראו פרק ב').

בצד מדדי הרווחיות, המצביעים על שחיקת הרווחיות, ניתן לציין כמה גורמים המסייעים ליצוא, ואינם נתפסים במדדים אלו: פתיחת שווקים חדשים, גידול ניכר של מלאי ההון בשנים האחרונות, ובאופן פחות ישיר – החשיפה ליבוא. החשיפה עשויה לתרום להתפתחות היצוא בטווח הארוך בשני מישורים: היא מעודדת התייעלות של מפעלים בענפים מסורתיים, דבר שיאפשר להם להתחרות בעתיד בשוקי חו"ל, ומקילה על חדירת היצוא לארצות שלישיות באמצעות כינון קשרי מסחר עם ארצות אלו. גידול היצוא לארצות אסיה עד שנת 1997, ארצות שהיבוא מהן גדל מאוד בשנים האחרונות, הצביע על תחילתה של תופעה זו, אולם השנה, בגלל המשברים באזור, התמתנה מאוד החדירה לשווקים אלו. (ראה תיבה ו'-2 על המשבר באסיה והשלכותיו על ישראל בהמשך). נתוני יצוא הסחורות לרביע האחרון של השנה מצביעים על עצירת גידולו, תוך ירידה ביצוא של ענף ציוד התקשורת הבקרה הפיקוח והציוד הרפואי, ענף שיצואו לארצות מזרח אסיה גדל מהר במיוחד בשנים האחרונות. התפתחות זו מבטאת כבר את הסימנים הראשונים של השפעת המשבר. לעומת זאת הואץ מאוד גידול היצוא לארצות דרום אמריקה, ונמשך קצב הגידול המהיר יחסית של היצוא לשווקים חדשים באירופה (בעיקר מזרח אירופה).

בחינת התפתחותו של היצוא התעשייתי לפי ענפים ראשיים מלמדת על מגמה מעורבת (לוח ו'-5 ולוח ו'-נ-5): מצד אחד ניכרה ירידה של ממש או גידול מתון בלבד בענפים המסורתיים העיקריים, עתירי העבודה הזולה, ומהצד האחר נמשכה ואף הואצה ההתרחבות המהירה של היצוא במרבית הענפים המתוחכמים יותר, שעיקר תפוקתם מיועד ליצוא. (על השינוי המבני ביצוא ראה תיבה ו'-1 בהמשך). בענפים המסורתיים גדל הקושי להתחרות בשוק העולמי ככל שנמשכת מגמת הגלובליזציה – הורדת מכסים והסרת מגבלות הסחר – וכך פוחת המעמד המועדף של היצוא הישראלי לעומת ארצות שלישיות. קושי זה החמיר עם העלייה הניכרת של עלות העבודה, בפרט הבלתי מיומנת, שתרים לה חוק שכר המינימום, שכן משקלם של העובדים בשכר המינימום בענפים אלו גבוה יחסית<sup>14</sup>. ההיחלשות היחסית של המטבעות האירופיים וחלקה הגדול יחסית של אירופה ביעדי היצוא של ענפים אלו פגעו גם הם בכוח התחרות שלהם<sup>15</sup>.

חלקם של הענפים המתוחכמים ביצוא התעשייתי הגיע ב-1997 ל-64 אחוזים (דיאגרמה ו'-4). צמיחתם המהירה מבטאת הישענות על אחד היתרונות היחסיים המרכזיים של המשק, הטמון בהון האנושי המצוי בו. בענפים אלו נתמכה הצמיחה בגידולן הרב של ההשקעות הזרות – הן של משקיעים פרטיים והן באמצעות הנפקות בבורסות בחו"ל. בחלק

בענפים המסורתיים גדל הקושי להתחרות בשוק העולמי ככל שנמשכת מגמת הגלובליזציה – הורדת מכסים והסרת מגבלות הסחר – וכך פוחת המעמד המועדף של היצוא הישראלי לעומת ארצות שלישיות.

(כ-40 אחוזים) ומהנחה שמחירי התשומות לייצור ליצוא התנהגו כמו מחירי התשומות לייצור בתעשייה

בכלל. מדד עלות העבודה ליחידת תוצר המנוכה במחירי היצוא מצביע על עלייה גדולה יותר – 5.4

אחוזים – שכן אינו מביא בחשבון את הוזלת התשומות.

14 לענף התעשייה, בניגוד לענפים אחרים, כמעט לא נכנסו עובדים זרים, ולפיכך השפעתם להורדת שכר

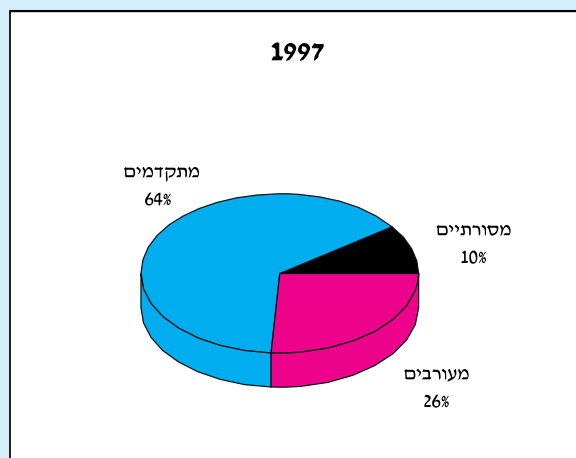
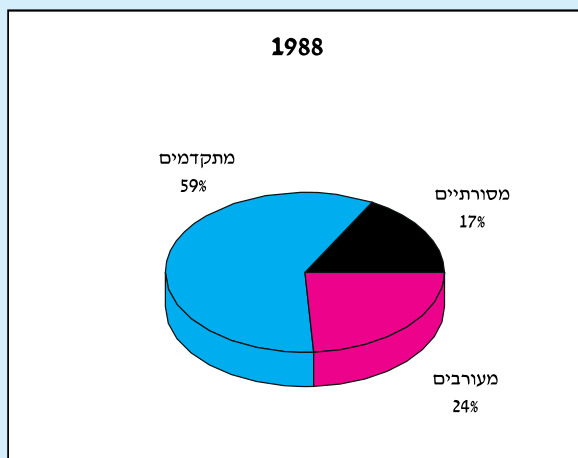
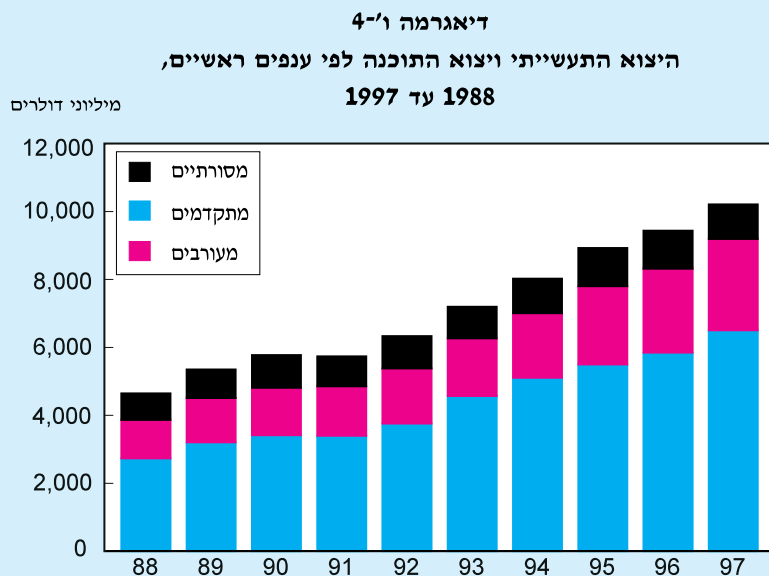
העובדים הבלתי מיומנים בענף זה הייתה מצומצמת יחסית.

15 בענפים אלו נפגע גם הייצור לשוק המקומי, בשל תהליך החשיפה. במפעלים מעורבים (המייצרים לשוק

המקומי וליצוא), שבהם משקל הייצור לשוק המקומי גבוה, והם עלולים להיסגר בגלל החשיפה, נפגע גם

היצוא. ואולם פגיעה זו מוגבלת, שכן עיקר היצוא מתרכז במפעלים שעיקר תוצרתם ליצוא. זאת ועוד,

בענף בכלל ובמפעלים המעורבים בפרט עשויה להתפתח גם הסטה אל היצוא.



■ רכיבי אלקטרוניקה, מכונות למשרד, מחשבים, תקשורת בקרה, פיקוח ציוד רפואי, כימיקלים ומוצרי נפט, כלי הובלה, מכונות ותוכנה.  
■ כרייה וחציבה, מתכות בסיסיות, מוצרי מתכת, גומי ופלסטיק, תכשיטים חפצי חן ושונות.  
■ עור ומוצרי, עץ ומוצרי, טקסטיל והלבשה, מזון, משקאות וטבק, נייר ומוצרי, דפוס והוצאה לאור.

חלקם של הענפים  
המתוחכמים ביצוא  
התעשייתי הגיע ב-1997  
ל-64 אחוזים.

מענפים אלה נמנע גידול רב עוד יותר, בשל מחסור ניכר בעובדים בכמה משלחי יד, בפרט מהנדסים וטכנאים (ראה דיון מפורט בפרק ד'). עוד ראוי לציין כי ההתרכזות של היצוא הישראלי בענפים עתירי טכנולוגיה, הנתונים למחזוריים חריפים בעולם, עלולה לחשוף אותו לזעזועים ניכרים.

היצוא של ענף כלי ההובלה (שמשקל היצוא הביטחוני בו גבוה) רובו יצוא של כלי טיס, הנמכרים בעסקאות גדולות, אך לא רצופות, ומשום כך הוא מתאפיין בתנודתיות גדולה. ירידת הביקושים העולמיים למוצרים ביטחוניים הקטינה את הביקוש ליצוא ענף זה בשנים האחרונות, אך השנה הוא עלה בכ-9 אחוזים, אחרי ירידה מצטברת של כשליש בשנתיים הקודמות.

חלקם של הענפים המסורתיים, שהיצוא הכולל שלהם ירד השנה, פחת ל-10 אחוזים מהיצוא התעשייתי – אך בתוכם התמונה אינה אחידה: היצוא של ענפי המזון, המשקאות והטבק ושל ענף ההלבשה ירדו ריאליית ב-13 וכ-16 אחוזים, בהתאמה, בעוד שיצוא ענפי העור ומוצריו, העץ ומוצריו והנייר ומוצריו, שמשקלם בענפים המסורתיים נמוך, צמחו בשיעורים גבוהים. ייתכן שבחלק מן הענפים שהביקוש המקומי להם נפגע, הביאה ההסטה מן השוק המקומי ליצוא לגידול משמעותי ביצוא.

למרות התחזקות היחסית של הדולר (ביחס למטבעות האירופיים) לא עלה חלקה של ארצות הברית ביצוא הסחורות מישראל. גידול היצוא ליעדים המסורתיים האחרים, ובראשם ארצות האיחוד האירופי, נשאר מתון – כנראה, בין השאר, בהשפעת ההיחלשות של המטבעות האירופיים. אך יחד עם ירידה קלה ביבוא מאירופה נרשמה ירידה מסוימת בגירעון שלנו ביחס לאיחוד האירופי, שהגיע השנה לכ-8 מיליארדי דולרים. בסך כל היצוא נמשכה גם השנה המגמה של חדירה לשווקים הלא-מסורתיים, בפרט ל"שאר אמריקה", (בעיקר למדינות דרום אמריקה) ול"שאר אירופה" (בעיקר למדינות במזרח אירופה), ומשקלם עלה, על חשבון משקל היצוא למערב אירופה ולארצות הברית. ייתכן שהחשיפה, שהביאה בשנים הקודמות לגידול ניכר של היבוא מאזורים אלה, סייעה ליצוא באמצעות פיתוח קשרי מסחר, אשר איפשרו גם את חדירתו אליהם. לעומת זאת ניכרה התמתנות בגידול היצוא למדינות אסיה, אשר עלה ב-5 אחוזים בלבד, לעומת שיעורי גידול של כ-30 אחוזים בממוצע ב-5 השנים הקודמות. התמתנות זו משקפת את הסימנים הראשונים של המשבר בכמה ממדינות מזרח אסיה, משבר שצפויות לו השלכות בהיקף ניכר, לפחות בשנת 1998. (ראה תיבה ו'-2).

חלקם של הענפים  
המסורתיים, שהיצוא  
הכולל שלהם שלהם ירד  
השנה, פחת ל-10 אחוזים  
מהיצוא התעשייתי.

## תיבה ו'-2: המשברים במזרח אסיה והשלכותיהם על ישראל

במהלך 1996 ובתחילת 1997 השתנו התנאים הכלכליים בכמה מן ה"נמרים" האסייניים: שיעורי הצמיחה הואטו, קצב צמיחת הייצוא פחת, החוב החיצוני של הסקטור הפרטי, ובכלל זה החוב לטווח קצר תפח, והגירעונות במאזן התשלומים הגיעו לממדים גבוהים.

הצמיחה המהירה בתקופה שלפני המשבר לוותה בתנועות הון בהיקפים גדולים ובגידול מהיר של האשראי לסקטור הפרטי. הבנקים, שציפו לתמיכה ממשלתית במקרה שייקלעו לקשיים (גם בשל קרבת בעליהם לשלטון) ולהמשך ניהול שער החליפין בתוך רצועה צרה, לא הפנימו את הסיכונים העסקיים ואת סיכון שער החליפין במדינות האשראי שלהם. כל אלה הביאו להיווצרות בועה פיננסית ולהתנפחות של מחירי הנדל"ן. מצב זה החריף את המשבר שפרץ

משהשתנו התנאים, תוך התנפצות הבעה הפיננסית וירידה חדה של מחירי הנדל"ן.

כתוצאה מכך החלה סדרה של התקפות ספקולטיביות על המטבעות, וניסיונות הבנקים המרכזיים לייצב את המטבעות הביאו לאבדן יתרות, תוך פיצוטים חדים בשערי המטבעות. משבר המטבעות החל ביולי בתאילנד, והתפשט למדינות נוספות באזור (פיליפינים, אינדונזיה, מלזיה ודרום קוריאה).

להתפתחויות בדרום מזרח אסיה שתי השלכות עיקריות על היצוא של ישראל. האחת היא ההשפעה הנובעת מהירידה בקצב הצמיחה העולמית, המביאה להתמתנות הביקושים, ובתוכם הביקוש למוצרי היצוא הישראלי; ירידה משמעותית בביקושים ליבוא צפויה במיוחד במדינות מזרח אסיה. ההשפעה השנייה היא הפגיעה בכושרם של מוצרים ישראליים להתחרות במוצרים שמקורם בדרום מזרח אסיה: הפיחות המואץ בשערי המטבעות של מדינות במזרח אסיה, שבחלקן צפוי להיתרגם לפיחות ריאלי בשוק המקומי, והיעדרו של "כלל המחיר האחיד" (לפחות בטווח קצר), יכולים לשפר את התחרותיות של מוצרי המדינות האלה בשווקים העולמיים יחסית לישראל. קשה לאמוד כמותית את ההשפעות האלה על התחרותיות היחסית של היצוא הישראלי, ולכן נתרכז בהמשך באומדן ההשפעות של ירידת הביקושים העולמיים בכלל, וביקושי המדינות בדרום מזרח אסיה בפרט. השפעה חיובית, המקזזת חלקית את ההשפעות השליליות נובעת מהעובדה שחלק מן היצוא הישראלי למדינות האזור הוא של תשומות (מוצרי ביניים) לפירמות באסיה, העשויות ליהנות מעלייה בכושר התחרות של הפירמות באסיה. נוסף על כך יביא הפיחות במטבעות המדינות האסייניות להוזלת היבוא מהן. סביר שחלקן בסך היבוא יגדל, תוך הסטת יבוא ממדינות אחרות אליהן.

היצוא הישראלי, שנאמד ב־1997 בכ־30 מיליארדי דולרים (סחורות ושירותים ללא הון) צפוי להיפגע בשנת 1998 מהאטת גידולו של הסחר העולמי. ואולם, הפגיעה בו עלולה להיות קשה יותר, שכן צמיחתו המהירה בשנים האחרונות נשענה במידה רבה על פריצה לשווקים חדשים, ביניהם שוקי מזרח אסיה. עיקר היצוא למדינות האזור, פרט ליהלומים, הוא בתחומים עתירי הידע – מערכות מתקדמות, מוליכים למחצה, מערכות תקשורת וכו'. מפעלים ספציפיים בתחום המוליכים למחצה והתקשורת, המתבססים על השווקים האסיינים – ייפגעו בין היתר בשל הקיצוצים הפיסקליים שנקטו במדינות שנפגעו, כחלק מתהליך התמודדותן עם המשבר.

ההערכות לגבי השפעת המשבר על קצב הצמיחה במדינות המפותחות נעות סביב ירידה של חצי נקודת אחוז עד נקודת אחוז. הירידה בקצב הצמיחה צפויה להאט את קצב הגידול של הסחר העולמי בכ־0.7 נקודת אחוז.

הערכת עוצמת ההשפעה הצפויה כתוצאה מירידת הביקושים של מדינות דרום מזרח אסיה על היצוא התעשייתי מבוססת על תרומתו של גידול היצוא לארצות אלו לסך התרחבות היצוא בשנים האחרונות. היצוא התעשייתי ללא יהלומים למדינות

אלה הסתכם ב־1996 בכ־1.1 מיליארדי דולרים (או כ־9 אחוזים) מהיצוא התעשייתי ללא יהלומים, שהיקפו כ־13 מיליארדי דולרים. שיעורי הגידול של היצוא התעשייתי הישראלי למדינות אלה בשנים האחרונות גבוהים מהממוצע, ותרומתם הממוצעת לגידול היצוא התעשייתי הייתה כ־2 נקודת האחוז (לוח 1).

## לוח 1

### היצוא התעשייתי (ללא יהלומים) אל מדינות מזרח אסיה ללא יפן<sup>1</sup>

| 1997 | 1996 | 1995 | 1994 |                                         |
|------|------|------|------|-----------------------------------------|
| 13.5 | 6.1  | 9.1  | 13.2 | 1. שיעור שינוי כמותי של היצוא – סך הכול |
| 10.5 | 26.3 | 25.9 | 29.3 | מזה: אל מזרח אסיה                       |
| 7.6  | 9.2  | 7.7  | 6.7  | 2. משקל היצוא אל מזרח אסיה              |
| 0.8  | 2.4  | 2.0  | 2.0  | 3. התרומה של מזרח אסיה לגידול היצוא     |

1 במדינות מזרח אסיה כללנו את אינדונזיה, הונג קונג, טיוואן, מלזיה, סינגפור, פיליפינים, ותאילנד.

שילוב השפעות הפגיעה בסחר העולמי (בהנחת גמישות יחידתית של היצוא ביחס אליו<sup>2</sup>) עם הפגיעה הישירה של צמצום הביקושים במדינות דרום מזרח אסיה, בהנחה של אירעלייה ביצוא למדינות אלו, מסתכם בצמצום של כ־2 עד 2.5 אחוזים בשיעור הצפוי של גידול היצוא התעשייתי. הערכה זו מבוססת על ההנחה שבטווח הקצר (בתוך שנה) יכולת ההסטה של היצוא מהשווקים שנפגעו לשווקים אחרים מצומצמת. כיון שהירידה בסחר העולמי כבר כוללת בתוכה את הצמצום ביבוא של ארצות דרום מזרח אסיה, ניתן בהערכתנו משקל חלקי לירידה בסחר העולמי המבטאת את הפגיעה ביצוא הישראלי לשאר העולם.

הירידה בביקושים פוגעת גם ביצוא השירותים ובפרט בתיירות, בהיותה רגישה במיוחד למחזורי עסקים. בהעדר אינפורמציה מפורטת על יעדי יצוא השירותים, הנחנו פגיעה בשיעור דומה כ־2 עד 2.5 אחוזים, ביצוא השירותים למעט תיירות. חלקן של מדינות מזרח אסיה בכניסות התיירים לישראל היה כ־3.3 אחוזים בשנת 1996, ולכן בהנחה שהתיירות מאזור זה תצטמצם בכמחצית, ייפגע יצוא שירותי התיירות בכ־1.5 אחוזים.

מזרח אסיה מהווה יעד לכ־30–35 אחוזים מיצוא היהלומים של ישראל. המדינות העיקריות הן יפן (כ־15 אחוזים) והונג קונג (כ־15 אחוזים), בהונג קונג ממוקמת בורסת היהלומים האזורית, והיא משמשת תחנת מעבר למדינות אחרות באזור. קצב הגידול של יצוא היהלומים לאזור לא היה מעל הממוצע בענף. מעבר לכך, בשל הערך המוסף הנמוך בענף היהלומים, השפעת השינויים ביצוא של ענף זה על

2 אומדנים לגמישות קצרת הטווח של היצוא ביחס לסחר העולמי נעים בין 0.7 ל־1.86.

התוצר ועל מאזן התשלומים (בהנחה שהירידה ביצוא תגרור ירידה ביבוא בשיעור דומה) מעטה.

אומדן הפגיעה בתוצר המקומי ב-1998 כתוצאה מהפגיעה ביצוא הוא בסדר גודל שבין 0.6 ל-0.8 אחוז תוצר<sup>3</sup>. אינדיקטור ראשוני לפגיעה ביצוא הוא התפתחות היצוא לאזור ברביע הרביעי של שנת 1997. בתקופה זו ירד יצוא הסחורות (ללא יהלומים) לחמש המדינות שנקלעו למשבר חובות בכ-70 מיליוני דולרים, ביחס לממוצע שלושת הרבעונים הראשונים של השנה, ירידה של כ-33 אחוזים מהיצוא לאזור. יצוא היהלומים למדינות האזור (כולל יפן והונג קונג) ירד ברביע הרביעי של השנה בכ-200 מיליוני דולרים ביחס לממוצע של שלושת הרבעים הראשונים, אולם הירידה בעודף יצוא היהלומים באותה התקופה, המיטיבה יותר לשקף את הפגיעה בערך המוסף המקומי, הייתה נמוכה יותר – כ-20 מיליוני דולרים.

ההשפעה של המשבר בדרום מזרח אסיה על היקף היבוא (הנומינלי) אינה חד-משמעית: מחד גיסא, עשויה הוזלת היבוא מארצות דרום מזרח אסיה להביא לגידול כמוותי של סך היבוא (על חשבון הייצור המקומי של תחליפי יבוא); מאידך תביא הוזלתו היחסית להסטה לכיוון מקורות היבוא שהוזלו, ובכך תתחזק השפעת ההוזלה של היבוא, ותביא לצמצום הגידול הנומינלי ביבוא ולשיפור בתנאי הסחר.

3 אומדנים אלו רגישים כמובן להנחות שעליהן הם מבוססים. אם היצוא לארצות דרום מזרח אסיה יגדל בשיעור מתון (במקום אי שינוי, כפי שהונח לעיל), או שחלק מן היצוא יוסט לשווקים אחרים, והתיירות תקטן בשיעור מתון יותר, נניח ב-20 אחוזים – עשויה הפגיעה ביצוא להיות מתונה יותר, כאחוז עד אחוז וחצי, ובהתאם לכך תהיה הפגיעה בתוצר מתונה יותר: 0.4 עד 0.5 אחוז.

## ג. יבוא הסחורות

יבוא הסחורות האזרחי עלה השנה (כמותית) ב-1.8 אחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד. ללא דלק, יהלומים ויוש"ע עלה יבוא הסחורות האזרחי ב-0.8 אחוז (לעומת עלייה של 5.5 ו-7.7 אחוזים, בהתאמה, ב-1996). מחירי היבוא בדולרים ירדו באותה תקופה בכ-5 אחוזים (תוך ירידה של מחירי הדלק בכ-8 אחוזים).

החלוקה ליבוא על פי ייעודו הכלכלי מצביעה על התמתנות ניכרת בגידולם של כל רכיבי היבוא, התואמת את התמתנות השימושים המקומיים: יבוא מוצרי הצריכה התמתן בהתאם להתמתנות גידולה של הצריכה הפרטית, תוך עלייה קלה בלבד ביבוא בני הקיימא, שבתוכו בולטת ירידה של יבוא כלי הרכב בכ-9 אחוזים למרות גנבות כלי רכב בהיקף ניכר<sup>16</sup>; יבוא התשומות לייצור ללא דלק ויהלומים התמתן לכדי כ-2 אחוזים – בדומה

16 מספר כלי הרכב שנגנבו השנה ואינם צפויים להימצא מגיע השנה לכ-35,000, וערכם מגיע לכ-200 עד 300 מיליוני דולרים. יש להניח כי תופעה זו, המחמירה בקצב מהיר בשנים האחרונות, מנעה ירידה חדה יותר ביבוא כלי הרכב.

החלוקה ליבוא על פי ייעודו הכלכלי מצביעה על התמתנות ניכרת בגידולם של כל רכיבי היבוא, התואמת את התמתנות השימושים המקומיים.

לשיעור הגידול של התוצר ושל התוצר העסקי; התמתנות היבוא של מוצרים בני קיימא הייתה צפויה, לאחר עליות תלולות בשנים הקודמות, שאפיינו את שלב ההצטיידות של העולים. ירידה של יבוא נכסי ההשקעה וקיפאון היבוא של מכוונות וציוד מוסברים בירידה התלולה בהשקעות, המשקפת לפחות בחלקה את השלמת התהליך של התאמת מלאי ההון לגל העלייה.

## לוח ו'-6

יבוא הסחורות, 1991 עד 1997

| ממוצע                |      |      |      |           |                             |
|----------------------|------|------|------|-----------|-----------------------------|
| 1997                 | 1997 | 1996 | 1995 | 1991-1994 |                             |
| שיעורי השינוי הכמותי |      |      |      |           | ההתפלגות                    |
| 100.0                | 1.6  | 6.7  | 10.8 | 13.7      | סך היבוא (לפי סחר חוץ)      |
| 97.5                 | 1.8  | 5.5  | 11.2 | 13.9      | סך היבוא האזרחי (לפי מאז"ת) |
|                      |      |      |      |           | סך היבוא האזרחי למעט דלק    |
| 72.0                 | 0.8  | 7.7  | 8.7  | 16.0      | יהלומים והאוטונומיה         |
| 13.5                 | 2.8  | 12.4 | 11.6 | 18.0      | מוצרי צריכה                 |
| 6.3                  | 1.6  | 10.4 | 12.9 | 18.0      | מזה: בני קיימא              |
| 70.0                 | 2.9  | 4.7  | 12.7 | 11.8      | תשומות לייצור               |
| 45.8                 | 2.2  | 7.3  | 10.1 | 13.6      | מזה: ללא דלק ויהלומים       |
| 16.9                 | -4.2 | 10.4 | 3.6  | 19.7      | נכסי השקעה                  |
| 12.4                 | -0.2 | 11.2 | 11.7 | 16.5      | מזה: מכוונות וציוד          |

בהתפלגות היבוא על פי ארץ המקור שב ועלה השנה משקלן של הארצות ה"שלישיות" שאין לישראל הסכמי סחר עמן; אחרי ירידה אשתקד. זו מוסברת בחשיפה, שהביאה להסטת הסחר לעבר מקורות זולים יותר ולהוזלת היבוא, ובכך תרמה לשיפור רווחת הצרכנים. בתוך המקורות החדשים בולטת עלייה ביבוא מ"שאר אמריקה" ומ"שאר אירופה", בדומה להתפתחות יעדי היצוא, אף כי משקלן של ארצות אלה ביבוא עדיין קטן; זאת לעומת ירידה ביבוא מארה"ב (5.6 אחוזים) וקיפאון ביבוא מארצות האיחוד האירופי.

## ד. חשבון השירותים (למעט הון ושטחים)

בחשבון השירותים (למעט הון והאוטונומיה) התרחב הגירעון לכ-1.7 מיליארדי דולרים השנה. יבוא השירותים גדל נומינלית בכ-5 אחוזים, בעוד שיצוא השירותים עלה ב-4.3 אחוזים בלבד (לוח ו'-נ'10). כמותית עלה יצוא השירותים (למעט הון ויוש"ע) ב-1.6 אחוזים. קצב הגידול של ההכנסות מיצוא השירותים מותן על ידי ירידה נומינלית של 6.6 אחוזים ביצוא שירותי התיירות, שההכנסה מהם ירדה ריאלית בכ-10 אחוזים, לאחר ירידה של כ-4 אחוזים גם אשתקד. ירידת ההכנסות מתיירות ב-1997 יחסית לשנה הקודמת הסתכמה

קצב הגידול של ההכנסות מיצוא השירותים מותן על ידי ירידה נומינלית של 6.6 אחוזים ביצוא שירותי התיירות.

בקרוב ל-200 מיליוני דולרים. התנודות החריפות בסעיף זה בשנים האחרונות קשורות, כידוע, קשר הדוק לאירועים הביטחוניים. קצב ההתרחבות של יצוא השירותים האחרים (ללא תיירות ויוש"ע) היה כ-9 אחוזים נומינלית.

הגידול הכמותי של יבוא השירותים (למעט הון ויוש"ע) היה השנה כ-10 אחוזים, וזאת תוך ירידת מחירים של 4.5 אחוזים. ההאצה לא הייתה אחידה בכל רכיבי היבוא: קצב הגידול של יבוא שירותי התיירות והתחבורה הואץ במקצת, ואילו יבוא שירותי העבודה (עובדים זרים ועובדי שטחים) עלה עלייה תלולה. לעומת זאת הואט יבואם של מרבית השירותים אחרים. הגידול המשמעותי ביבוא שירותי התיירות – למרות תפוסה נמוכה בענף המקומי, בשל הירידה בתיירות החוץ – משקפת בין היתר את התפתחות המחירים היחסיים (ואת קשיחותם), דהיינו את הייסוף הריאלי.

## ה. שירותי ההון

יבוא שירותי ההון נטו של המשק הצטמצם ב-1997 בכ-175 מיליוני דולרים, לרמה של כ-1.5 מיליארדי דולרים. גודלם של שירותי ההון נקבע ברובו על פי החלטות שהתקבלו בעבר לגבי השקעות והלוואות; עם זאת, התרחבות תנועות ההון לזמן קצר ועליית יתרות מטבע החוץ של המשק במידה משמעותית בתקופה האחרונה, מגדילות את השפעתם של שינויים ברזמניים על גודלם של שירותי ההון (לוח ו'-נ'-16).

## ו. הסחר עם השטחים

יצוא הסחורות והשירותים לשטחי האוטונומיה ירד השנה ב-2.3 אחוזים, לאחר עלייה קלה ב-1996. ואולם בהרכבו של היצוא לשטחים חל שינוי חד: יצוא הסחורות ירד ב-4.4 אחוזים, ואילו יצוא השירותים עלה עלייה תלולה, המשקפת גידול ניכר של יצוא שירותי התקשורת לשטחים. יבוא הסחורות והשירותים מן השטחים עלה השנה כמותית בכ-12 אחוזים, עלייה המשקפת בעיקרה גידול של יבוא שירותי העבודה – כלומר של מספר עובדי השטחים. יבוא הסחורות (בפרט החקלאיות) עלה בכאחוז, לאחר תנודות חריפות בשנתיים הקודמות (לוחות ו'-נ'-3 ו'-נ'-8).

## ז. ההעברות החד-צדדיות

ההעברות החד-צדדיות הסתכמו ב-1997 ב-8 מיליארדי דולרים – 200 מיליוני דולרים מעל לרמה של 1996 – ומשקלן בתוצר עלה מעט (לוח ו'-נ'-11). ההעברות הסקטור הפרטי עלו גם השנה בהמשך למגמת התרחבותן בשנים הקודמות. מגמה זו הוסברה בעבר בעיקר בגידול ההעברות של העולים, ונראה שאינה קשורה לשינויים בפערי התשואות בשנים אלו. ההעברות לסקטור הציבורי הסתכמו ב-1997 ב-3.5 מיליארדי דולרים, כמו אשתקד.

## 3. תנועות ההון

### א. סקירה כללית

יבוא ההון הסתכם השנה ביותר מעשרה מיליארדי דולרים, עלייה של כ-4 מיליארדים לעומת שנת 1996. גידולן של תנועות ההון בלט במיוחד במחצית הראשונה של השנה, כשבנקים מקומיים ייבאו הון כדי לתת אשראי במטבע חוץ לתושבי ישראל. במחצית השנייה הואט זרם יבוא ההון, כתוצאה מהפסקת זרם זה של אשראי, אך נשמר ברמה

גבוהה יחסית, הודות להמשך השקעות של תושבי חוץ במשק בהיקף נרחב וגיוסי הון של הממשלה ושל הסקטור הפרטי בחו"ל.

במחצית הראשונה של השנה עלה יבוא ההון של הסקטור הפרטי מעבר לנדרש לצורך מימון הגירעון בחשבון השוטף, ועודפי ההיצע של מטבע החוץ אילצו את בנק ישראל לרכוש מהסקטור הפרטי קרוב ל-7 מיליארדי דולרים, בתוך פחות משישה חודשים, כדי לשמור את שער הסל בגבולות רצועת הניוד. קצב המרות של יותר ממיליארד דולרים בחודש בממוצע באותה תקופה, שיא שלא נרשם כמוהו בעבר, חייב שינוי במדיניות. על רקע זה, ובמסגרת המשך תהליך הליברליזציה והרצון לפתח ולהעמיק את שוק מטבע החוץ, החליטה הממשלה ב-18 ביוני על הרחבת תחום הניוד של שער החליפין. הגבול העליון של רצועת הניוד הועלה בקרוב ל-15 אחוזים, ושיפועו נשאר 6 אחוזים לשנה, ואילו גבולה התחתון של רצועת הניוד הושאר ברמתו, אך שיפועו הופחת ל-4 אחוזים בשנה. לאחר השינוי, אשר לוהה בהורדת ריבית בשיעור של 1.2 נקודות אחוז (שבחלקה קוזה חודשיים לאחר מכן), והביא להפנמת סיכון שער החליפין, הופסקו המרות מטבע החוץ בבנק ישראל עד לסוף שנת 1997. במחצית השנייה של השנה קלטה הממשלה את עודפי היצע מטבע החוץ של הסקטור הפרטי: במסגרת ההפרטה קיבלה הממשלה כ-800 מיליוני דולרים מהסקטור הפרטי שלא דרך חדר העסקאות בבנק ישראל, וכספים אלו הופקדו בבנק ישראל; מבחינה מעשית, קבלת מטבע חוץ בדרך זו על ידי הממשלה כמוה כהתערבות במסחר במטבע חוץ על ידי בנק ישראל בשער חליפין קבוע.

שתי תופעות בולטות נרשמו השנה בתחום תנועות ההון. האחת, עלייה משמעותית בהשקעות של תושבי חוץ בישראל והשנייה, יבוא הון של תושבי ישראל במחצית הראשונה של השנה בדרך של נטילת הלוואות במטבע חוץ והמרתן לשקלים. זרם ההשקעות של תושבי חוץ בישראל בשנת 1997 הסתכם ב-3.7 מיליארדי דולרים, עלייה של יותר מ-30 אחוזים לעומת אשתקד, מהם 45 אחוזים השקעות ישירות והשאר השקעות פיננסיות בבורסה בתל אביב ובמניות ישראליות הנסחרות בחו"ל. בהשקעות של זרים בישראל יש עלייה מתמדת מאז ראשית שנות התשעים, ובולטת במיוחד קפיצת המדרגה בשנת 1995, כשתושבי חוץ החלו להשקיע בישראל השקעות ישירות שאינן בנדל"ן. תהליך השלום יחד עם גל העלייה וקבלת הערבויות מממשלת ארה"ב, שהביאו לשיפור בדירוג הסיכון של ישראל, הם מהגורמים שהביאו לגידול העצום בהשקעות של תושבי חוץ בישראל. ייתכן כי גידול ההשקעות הזרות בשווקים מתעוררים (Emerging Markets) בכלל בשנים האחרונות וגידול ההנפקות של חברות ישראליות בחו"ל (הנחשבות להשקעות של תושבי חוץ בישראל) תרמו גם הם לגידול המשמעותי של השקעות הזרות בישראל.

יבוא ההון של ישראלים בוצע, ברובו המכריע, דרך מערכת הבנקאות הישראלית בידי פירמות ישראליות הנוטלות אשראי במטבע חוץ וממירות אותו לשקלים, לשימושים פנימיים. הליברליזציה בפיקוח על מטבע חוץ הביאה להפחתת הריביות של אשראי זה, ומאז ראשית 1995 הוא מהווה גורם משמעותי ביבוא ההון של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי לישראל. במחצית הראשונה של שנת 1997 הסתכם זרם האשראי נטו במטבע חוץ ממערכת הבנקאות הישראלית ב-4.2 מיליארדי דולרים, ובמחצית השנייה – ב-0.2 מיליארד. קצב נטילת האשראי בשלוש השנים האחרונות משתנה מאוד בהתאם לשינויים בגורמים המקוריים המשפיעים על כדאיותו. בין הגורמים הבולטים המשפיעים על קצב נטילת האשראי במטבע חוץ נמנים הפער בין הריבית השקלית לריבית על מטבע חוץ, הציפיות

שתי תופעות בלטו השנה  
– השקעות תושבי חוץ  
במשק ואשראי במטבע  
חוץ של תושבי ישראל.

## לוח ו'-7

תנועות ההון למשק<sup>1</sup>, 1994 עד 1997

| 1997              |            | 1997 | 1996 | 1995 | 1994 |                                                   |
|-------------------|------------|------|------|------|------|---------------------------------------------------|
| יולי-דצמבר        | ינואר-יוני |      |      |      |      |                                                   |
| (מיליארדי דולרים) |            |      |      |      |      |                                                   |
| 1.6               | 8.8        | 10.4 | 6.7  | 4.5  | 2.2  | 1. תנועות ההון למשק                               |
| 0.2               | 1.0        | 1.2  | 2.5  | -0.3 | 2.2  | 2. הסקטור הציבורי                                 |
| 0.2               | 1.0        | 1.2  | 1.7  | 0.9  | 2.2  | א. הלוואות לזמן ארוך ובינוני                      |
| 0.0               | 0.0        | 0.0  | 0.8  | -1.2 | 0.0  | ב. תנועות הון לזמן קצר                            |
| 2.7               | 2.6        | 5.3  | 4.7  | 3.8  | 1.3  | 3. הסקטור הפרטי הלא־פיננסי                        |
| 2.1               | 1.6        | 3.7  | 2.8  | 2.3  | 0.9  | א. השקעות תושבי חוץ בישראל <sup>2</sup>           |
| 0.4               | 0.4        | 0.8  | 0.7  | 0.6  | 0.4  | ב. השקעות תושבי ישראל בחו"ל                       |
| 1.4               | 0.2        | 1.6  | 1.3  | 0.3  | 0.6  | ג. הלוואות לזמן בינוני וארוך                      |
| -0.4              | 1.2        | 0.9  | 1.2  | 1.8  | 0.2  | ד. תנועות הון לזמן קצר                            |
| 0.4               | 0.8        | 1.2  | 0.6  | 0.9  | -0.5 | 1. אשראי מסחרי                                    |
| -0.3              | 0.0        | -0.4 | -0.2 | -0.1 | 0.1  | 2. ירידה בפיקדונות בחו"ל בגין הנפקות <sup>3</sup> |
| 0.0               | 0.0        | 0.0  | 0.0  | 0.1  | 0.0  | 3. הלוואות ישירות לטווח קצר                       |
| -0.4              | 0.4        | 0.0  | 0.8  | 0.9  | 0.6  | 4. תנועות הון אחרות לזמן קצר                      |
| -1.2              | 5.2        | 4.0  | -0.4 | 1.1  | -1.3 | 4. תנועות ההון של מערכת הבנקאות                   |

\* הפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים.

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

(2) כולל השקעות פיננסיות של תושבי חוץ בשוק המשני בחו"ל. בלוחות הנספח סדרה זו נכללת בתנועות ההון לזמן קצר, לפי הגדרת הלמ"ס.

(3) תמורות מהנפקת מניות של חברות ישראליות בחו"ל שהושארו בפיקדונות בחו"ל (סימן שלילי).

לשינוי בשער החליפין של השקל והציפיות לשינויים במדיניות המוניטרית שתביא לשינוי בפערי הריבית בעתיד. קצב הגידול של סך האשראי במשק משפיע גם הוא על קצב גידולו של האשראי במטבע חוץ שהרי האשראי במטבע חוץ הוא תחליפי לאשראי בשקלים. בדצמבר 1997 היה משקל האשראי הנקוב במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ ממערכת הבנקאות הישראלית בסך האשראי החופשי 27 אחוזים, עלייה של 9 נקודות אחוז לעומת דצמבר 1994.

יבוא ההון הנגזר של הסקטור הפרטי<sup>1</sup> הגיע השנה לרמה של 11.4 מיליארדי דולרים, מהם 8.7 מיליארדים במחצית הראשונה של השנה. יבוא הון זה משקף את התנועות

17 יבוא ההון הנגזר של הסקטור הפרטי שווה לסכום הגירעון בחשבון השוטף שלו ותרומתו לעלייה ביתירות מטבע החוץ של בנק ישראל. יבוא ההון הנגזר כולל בתוכו את הסעיף "טעויות והשמטות", בשונה מתנועות ההון הרשומות. ההנחה בחישוב יבוא ההון הנגזר היא שמקור הסעיף "טעויות והשמטות" בתנועות הון שאינן נרשמות (ולא בטעויות בחשבון השוטף).

הבולטות של הסקטור הפרטי בשנה זו – הקטנת הפיקדונות של מערכת הבנקאות בחו"ל כמקור למתן אשראי במטבע חוץ במחצית הראשונה של השנה והשקעות של תושבי חוץ במשק לאורך כל השנה. נתוני יבוא ההון הנגזר כוללים כ-2 מיליארדי דולרים שמקורם בסעיף "טעויות והשמטות" במאזן התשלומים. סכום דומה נרשם בשנים 1995 ו-1996. חלק מהעלייה ב"טעויות והשמטות" בשנים האחרונות נובע, כנראה, מהעלייה ברישום יבוא שירותי תיירות, מעבר לעלייה שהייתה בפועל<sup>18</sup>. חלק אחר משקף, כנראה, תנועות הון שאינן מדווחות, כתוצאה מהליברליזציה ומגידול ההיקף של תנועות ההון. השנה נמשכה הליברליזציה בפיקוח על מטבע חוץ. בין היתר, בוטלה התקרה להשקעות פיננסיות של פירמות ישראליות בחו"ל, הוגבהה התקרה להשקעות קופות גמל בחו"ל, הוגבהה (ובינואר 1998 בוטלה) התקרה להשקעות של קרנות נאמנות בחו"ל והוגדל הסכום שמותר לתושב ישראל להעביר לחו"ל כתמיכה או כמתנה. השנה מתוכננת, על פי הצהרת קובעי המדיניות, "הפיכת" ההיתר הכללי של הפיקוח על מטבע חוץ, אשר על פיו כיום אסורה כל פעולה במטבע חוץ אלא אם כן היא מותרת במפורש: כל הפעולות יהיו מותרות למעט אלו שבמפורש יצוין כי הן אסורות.

## ב. השקעות

### (1) השקעות תושבי חוץ בישראל

זרם ההשקעות של תושבי חוץ בישראל הגיע השנה לשיא חסר תקדים – 3.7 מיליארדי דולרים, שהם 3.8 אחוזי תוצר. ההשקעות של תושבי חוץ (בקיוזו השקעות של תושבי ישראל בחו"ל) מהוות כשליש מיבוא ההון של הסקטור הפרטי לישראל. היקפן הגדול מעיד על האמון שנותנים משקיעים זרים במשק ועל פוטנציאל הצמיחה שלו (לוח ו-8). עלו הן ההשקעות הישירות והן ההשקעות הפיננסיות. ההשקעות הישירות עלו השנה ב-20 אחוזים והגיעו לרמה הגבוהה פי ארבעה וחצי מרמתן בשנת 1994. השקעות אלה הן ריכוזיות מאוד. שתי השקעות גדולות השנה – השקעת תושבי חוץ ב"בנק הפועלים" ורכישת מניות חברת הביטוח "מגדל" על ידי חברת "ג'נרלי" – מהוות כ-40 אחוזים מההשקעות הישירות ברוטו (ללא מקרקעין). השקעות אלה הן תוצאה של הזדמנויות השקעה שנוצרו הודות לתהליך ההפרטה, והגבלות שהוטלו על מערכת הבנקאות בעניין החזקת תאגידים ריאליים.

להשקעות הישירות תרומה רבה למשק. השקעה בחברות יצואניות יכולה לעזור בשיווק מוצריהן על ידי השימוש שלהן בשם המותג המוכר של החברה הזרה המשקיעה ובצינורות השיווק שלה. שיתוף הפעולה בתחום המחקר והפיתוח, שבו יש יתרונות לגודל, תורם גם הוא לקידום החברות הישראליות. לעומת השקעות מסוג זה, חלק מההשקעות של חברות זרות נועד דווקא לשימוש בצינורות השיווק של החברות המקומיות לצורך החדרת מוצרי יבוא לשוק המקומי. כניסתן של חברות זרות בעלות "נציגות מקומית" לשוק משפרת את התחרויות במשק ומחייבת התייעלות של החברות המקומיות המתחרות בחברות הזרות.

זרם ההשקעות של תושבי חוץ בישראל הגיע השנה לשיא חסר תקדים – 3.7 מיליארדי דולרים.

ההשקעות הישירות הן בדרך כלל ריכוזיות.

להשקעות הישירות תרומה רבה למשק.

18 סקר חדש של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה מלמד שההוצאה על תיירות יוצאת נמוכה בהרבה מההוצאה הנרשמת בפועל במאזן התשלומים. עדות נוספת לכך היא הפער בהוצאה הממוצעת ליום שהייה של ישראלים בחו"ל בין הנתון על פי אומדני מאזן התשלומים של הלמ"ס לנתון על פי מערכת הבנקאות הישראלית.

## לוח ו'-8

## ההשקעות של תושבי חוץ בישראל ושל תושבי ישראל בחוץ לארץ – נטו, 1994 עד 1997

| 1997              |            | 1997 | 1996 | 1995 | 1994 |                                                   |
|-------------------|------------|------|------|------|------|---------------------------------------------------|
| יולי-דצמבר        | ינואר-יוני |      |      |      |      |                                                   |
| (מיליארדי דולרים) |            |      |      |      |      |                                                   |
| 2.1               | 1.6        | 3.7  | 2.8  | 2.3  | 0.9  | 1. ההשקעות של תושבי חוץ בישראל                    |
| 0.9               | 0.7        | 1.6  | 1.4  | 1.3  | 0.4  | א. השקעות ישירות של תושבי חוץ בישראל <sup>1</sup> |
| 1.1               | 0.9        | 2.1  | 1.4  | 1.0  | 0.6  | ב. השקעות פיננסיות של תושבי חוץ בישראל            |
| 0.2               | 0.5        | 0.7  | 0.3  | 0.4  | 0.2  | 1. השקעות בבורסה בתל אביב                         |
| 0.2               | 0.1        | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 2. השקעות בשוק משני בחו"ל <sup>2</sup>            |
| 0.7               | 0.3        | 1.1  | 0.8  | 0.3  | 0.1  | 3. השקעות בהנפקות מניות ישראליות בחו"ל            |
| 0.4               | 0.4        | 0.8  | 0.7  | 0.6  | 0.4  | 2. ההשקעות של ישראלים בחו"ל                       |
| 0.2               | 0.5        | 0.7  | 0.7  | 0.6  | 0.7  | א. השקעות ישירות של ישראלים בחו"ל                 |
| 0.2               | -0.1       | 0.2  | -0.1 | 0.0  | -0.3 | ב. השקעות פיננסיות של ישראלים בחו"ל               |
| 1.7               | 1.2        | 2.9  | 2.1  | 1.6  | 0.5  | 3. השקעות הפרטים במשק (2)-(1)                     |

\* הפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים.

(1) סעיף זה שונה מהסעיף המופיע בלוחות הנספח, משום שהוא אינו כולל את ההשקעות של תושבי חוץ בהנפקות של מניות ישראליות בחו"ל. סעיף זה נכלל כאן בהשקעות הפיננסיות.

(2) סעיף זה מופיע בלוחות הנספח בתנועות ההון לזמן קצר.

ההשקעות הישירות מושפעות בדרך כלל משיקולים ארוכי טווח כצמיחה וחדירה לשווקים חדשים, ופחות משיקולים קצרי טווח של ציפיות לפיחות או פערי ריבית לטווח קצר, ובכך יתרון נוסף שלהן. השפעתן על שער החליפין פחות תנודתית מהשפעתן של ההשקעות הפיננסיות, והחשש מפני בריחה מהירה של ההשקעות הישירות מהמשק נמוך יחסית. העלייה ההדרגתית של ההשקעות הישירות בישראל מצביעה על תהליך הלימוד הארוך ועל פרק הזמן שעובר מתהליך קבלת ההחלטה לגבי ההשקעה במשק ועד לביצועה. ההשקעות הישירות הזרות במדינות מתפתחות גדלו בשנות התשעים במאות אחוזים, והגיעו בשנת 1995 ליותר מ-90 מיליארדי דולרים. על רקע גידול של ההשקעות הישירות, היווה השיפור בדירוג הסיכון של ישראל, יחד עם גל העלייה, כר נוח לתחילת זרם של השקעות ישירות בישראל ולהגדלת הנתח של ההשקעות הישירות בישראל בסך ההשקעות הישירות במדינות המתפתחות<sup>1</sup>. בלוח ו'-9 ניתן לראות כי בהשוואה למדינות אחרות, זרם ההשקעות הישירות בישראל כאחוז מהתוצר אינו גבוה במיוחד. ההשקעה של תושבי חוץ בנדל"ן כאחוז מההשקעה הישירה המשיכה לרדת השנה והגיעה ל-12 אחוזים. בעבר היוו ההשקעות בנדל"ן חלק גדול מההשקעות הישירות של תושבי

19 בסוף שנת 1995 נקבע לישראל דירוג A על ידי "סטנדרד אנד פורס" ודירוג מקביל על ידי "מודי's", ומאז הוא אושרר מספר פעמים. לפירוט שיטות הדירוג של המדרגים הבינלאומיים ראה סקירות מחלקת הפיקוח על מטבע חוץ לשנים 1996 ו-1997.

## לוח ו'-9

### ההשקעות הישירות של זרים במשקים מקומיים<sup>1</sup>, 1994 עד 1996

|             | 1996           |             | 1995           |             | 1994           |             |  |
|-------------|----------------|-------------|----------------|-------------|----------------|-------------|--|
|             | מיליוני דולרים | אחוז מהתוצר | מיליוני דולרים | אחוז מהתוצר | מיליוני דולרים | אחוז מהתוצר |  |
| צ'ילה       | 4,090          | 5.9         | 1,670          | 2.5         | 1,770          | 3.5         |  |
| מקסיקו      | 7,620          | 2.3         | 9,530          | 3.3         | 10,970         | 2.6         |  |
| ברזיל       |                |             | 4,860          | 0.7         | 3,070          | 0.55        |  |
| ארגנטינה    | 4,220          | 1.4         | 4,180          | 1.5         | 3,070          | 1.1         |  |
| קולומביה    | 3,320          | 3.9         | 2,320          | 2.9         | 1,670          | 2.4         |  |
| פרו         | 3,580          | 5.9         | 2,040          | 3.5         | 3,080          | 6.2         |  |
| דרום קוריאה | 2,320          | 0.5         | 1,780          | 0.4         | 810            | 0.2         |  |
| תאילנד      | 2,340          | 1.3         | 2,070          | 1.3         | 1,370          | 1           |  |
| אינדונזיה   |                |             | 4,350          | 2.2         | 2,110          | 1.2         |  |
| מלזיה       |                |             | 4,130          | 4.7         | 4,350          | 6.2         |  |
| ישראל       | 1,350          | 1.4         | 1,260          | 1.4         | 360            | 0.5         |  |

(1) בהגדרה ובשיטת איסוף הנתונים, יש הבדלים בין המדינות השונות. טיב הנתונים מושפע מאוד מאופן איסופן.

המקור: נתוני ה-I.F.S.

חוץ, אולם גידול ההשקעות של זרים בפירמות ישראליות ללא כל עלייה של ההשקעות נטו בנדל"ן, הקטין את משקל ההשקעה בנדל"ן בסך ההשקעה הישירה נטו בישראל. ההשקעות הפיננסיות של תושבי חוץ עלו בשנת 1997 ב-45 אחוזים לעומת השנה הקודמת. ההשקעה בהנפקות חדשות של פירמות ישראליות בחו"ל עלתה ב-40 אחוזים, לרמה של כמיליארד דולרים. ההנפקות בהיקף שיא של חברות ישראליות בחו"ל התאפשרו על רקע חוסנה של הבורסה בניריוק בשלושת הרבעים הראשונים של השנה; ברביע השלישי הסתכמו ההנפקות ב-580 מיליוני דולרים. בחודשים נובמבר ודצמבר, לאחר פרוץ

ההנפקות של חברות ישראליות בחו"ל הגיעו השנה לשיא של כמיליארד דולרים.

המשבר במזרח אסיה והירידה התלולה בבורסות בכל העולם, לא היו הנפקות בחו"ל בהיקף משמעותי, שכן פירמות העדיפו לדחות את ההנפקות למועד מאוחר יותר. ההשקעות נטו בבורסה בתל אביב הוכפלו השנה לעומת 1996, והגיעו לרמה של כ-700 מיליוני דולרים. עם זאת ניכרה גם כאן ההשפעה של המשבר במזרח אסיה, ובחודשיים האחרונים של השנה מימשו תושבי חוץ השקעות בבורסה. זרם ההשקעות של תושבי חוץ בחברות ישראליות בשוק המשני בבורסות בחו"ל דמה השנה לזה של שנים קודמות, כ-300 מיליוני דולרים. גם השנה, כמו בשנים קודמות, היו ההשקעות של תושבי חוץ באיגרות חוב שקליות או בפיקדונות שקליים נושאי ריבית, נמוכות מאוד. מכאן שתושבי חוץ לא ניצלו את פערי הריבית בין שקלים למטבע חוץ ואת מסלול ההתפתחות של שער החליפין לעשיית רווחים, לפחות לא בצד הקרדיטורי. לעומת זאת היה מימון ההשקעות של תושבי חוץ באמצעות אשראי שקלי מצומצם מאוד, אף שההשקעה בישראל נושאת ברובה תשואה שקלית (למעט השקעות בחברות מוטות יצוא). מכאן, שבצד האשראי התנהגו תושבי חוץ בדומה לתושבי ישראל – העדיפו אשראי במטבע חוץ על אשראי בשקלים.

תושבי חוץ לא ניצלו את פערי התשואות בין השקל למטבע חוץ, לפחות לא בצד הקרדיטורי.

## (2) השקעות תושבי ישראל בחוץ לארץ

ההשקעות של ישראלים בחו"ל נטו הסתכמו השנה ב-820 מיליוני דולרים, סכום גבוה במקצת מזה שנרשם בשנים הקודמות. בהשקעות בניירות ערך זרים נטו הפעילות של ישראלים מצומצמת מאוד. מאז שנת 1993 שררה מגמה של מימושים נטו; השנה אמנם לא היו מימושים, אך ההשקעות נטו היו בהיקף של 150 מיליוני דולרים בלבד, כך שלא ניתן להצביע על שינוי המגמה. מבחינת הוראות הפיקוח על מטבע חוץ הליברליזציה בתחום זה כמעט מלאה. יחידים אינם מוגבלים בהשקעותיהם הפיננסיות בחו"ל והמגבלה היחידה היא חובתם לבצע השקעות אלו דרך בנק "סוחר מוסמך"<sup>20</sup>. על השקעותיהם הפיננסיות של פירמות ישראליות בחו"ל חלה מגבלת תקרה אשר בדרך כלל לא הייתה אפקטיבית, זו בוטלה בראשית 1998<sup>21</sup>. קופות גמל רשאיות להשקיע בחו"ל 2 אחוזים מנכסיהן<sup>22</sup>. למרות כל אלה ההשקעות הפיננסיות של ישראלים בחו"ל, כאמור, קרובות לאפס. לכך ייתכנו שתי סיבות עיקריות. האחת – המיסוי על השקעות פיננסיות בחו"ל מפלה לרעה השקעות פיננסיות בחו"ל לעומת השקעות בבורסה בתל אביב; השנייה – הקצב הנמוך של פירות השקל ביחס לסל המטבעות בשנים האחרונות והציפייה להמשכו, בין היתר כתוצאה מהמדיניות המוניטרית, פוגעים בתשואה השקלית של נכסים הנקובים במטבע חוץ.

ההשקעות הישירות של ישראלים נטו הסתכמו ב-670 מיליוני דולרים, בדומה לסכומן בשנים 1992 עד 1996. השקעה מסוג זה אסורה על יחידים ישראלים (למעט השקעה ביחידות נופש בחו"ל) ומותרת לחברות ישראליות בלבד. השקעות אלה משמשות לעיתים

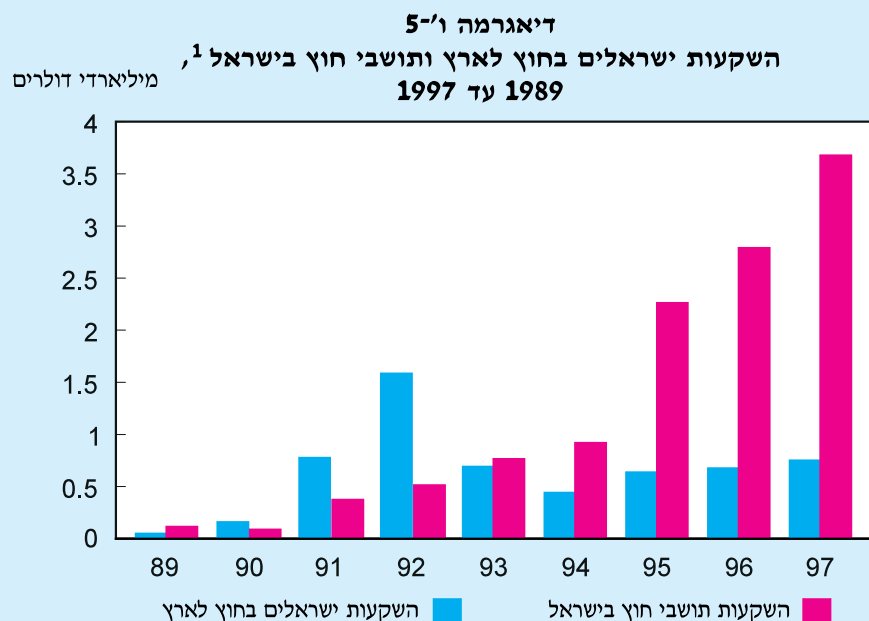
השנה לא ניכר שינוי משמעותי בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל.

אפליית המיסוי והקצב הנמוך של פירות השקל ביחס לסל המטבעות פוגעים בכדאיות ההשקעות הפיננסיות של ישראלים בחו"ל.

20 בנק סוחר מוסמך הוא מוסד בנקאי שקיבל מהמפקח על מטבע חוץ רשיון לפעול כסוחר מוסמך.

21 עד ליולי 1997 הייתה חברה רשאית להחזיק בחו"ל נכסים פיננסיים בשווי כולל שלא יעלה בכל עת על 5 אחוזים ממחזור המכירות או על 10 אחוזים מההון העצמי שלה – הגבוה שביניהם. ביולי הועלתה התקרה לשיעורים של 15 אחוזים ממחזור המכירות או 25 אחוזים מההון העצמי. בינואר 1998 בוטלה התקרה, וכעת רשאית פירמה להחזיק נכסים פיננסיים בחו"ל ללא מגבלה כמותית.

22 ביולי השנה הוגדל שיעור ההשקעה המותר על פי הוראות הפיקוח על מטבע חוץ ל-5 אחוזים, אך כיוון שהוראות הממונה על שוק ההון באוצר עדיין לא שוננו, הרי שמנקודת ראותן של קופות הגמל נותר שיעור ההשקעה המותר 2 אחוזים.



(1) החל משנת 1994 רכישת ניירות ערך של חברות ישראליות בחו"ל על ידי ישראלים מתושבי חוץ נרשמת כמימוש השקעה של תושבי חוץ בישראל. עד לאותה שנה פעולה זו נרשמה כהשקעה של ישראלים בחו"ל.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

קרובות לצורך שיתוף פעולה בין חברות ישראליות לחברות זרות, כגון שימוש זו בצינורות השיווק של זו, החלפת ידע וניצול יתרונות-לגודל להגדלת פלח השוק. גידול ההנפקות של חברות ישראליות בחו"ל בשנים האחרונות הגדיל את יתרת הפיקדונות בחו"ל שמקורם בהנפקות. חלק מתקבולי ההנפקות מועבר על ידי החברות לישראל לשימושים מקומיים, ומהווה יבוא הון שמקורו בהשקעות של תושבי חוץ בחברות ישראליות. הסכום הנותר מושקע בחו"ל בהשקעות פיננסיות וריאליות, או נשאר בפיקדון מיוחד בחו"ל – כלומר מקזז חלק מההשקעות של תושבי חוץ בהנפקות של חברות ישראליות בחו"ל. השנה, כתוצאה מהעלייה בסכומי ההנפקות של חברות ישראליות בחו"ל עלו גם הפיקדונות של אותן החברות בחו"ל (פיקדונות שמקורם בהנפקות) בסכום גבוה יחסית לשנים קודמות – כ-350 מיליוני דולרים<sup>23</sup>.

## ג. הלוואות

### (1) הסקטור הפרטי הלא-פיננסי

ההלוואות במטבע חוץ של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי נלקחות ברובן ממערכת הבנקאות הישראלית. הליברליזציה בפיקוח על מטבע חוץ, שהחלה עוד בסוף שנות השמונים, הקטינה עד מאוד את פער הריביות בין אשראי במטבע חוץ מבנקים ישראלים לבין הריביות על אשראים בחו"ל. בגיוס הון בחו"ל כרוכה עלות ההיכרות עם המלווה הזר, ולכן היא

23 סכום זה איננו נרשם בסעיף "השקעות של ישראלים בחו"ל" אלא בסעיף "תנועות הון לזמן קצר".

איננה כדאית ללווים קטנים. מאחר שנטילת אשראי במטבע חוץ מבנקים מקומיים היא פעולה במטבע חוץ בין ישראלים, היא איננה נרשמת בסטטיסטיקה של מאזן התשלומים, אולם משתקפת בסעיפים השונים של מאזן התשלומים, בהתאם למקורות מטבע החוץ שמהם ניתן האשראי.

במחצית הראשונה של השנה עלתה יתרת האשראי לתושבי ישראל מבנקים מקומיים במטבע חוץ (להלן אשראי מסוחר מוסמך) בכ-4.2 מיליארדי דולרים, קצב גבוה מעט יותר מזה של ראשית 1995, תקופה שגם בה היה גל גדול של אשראי במטבע חוץ. הרקע לגידול החד של זרם האשראי נטו במחצית הראשונה של 1997 לעומת המחצית השנייה של 1996 היה השיפור בגירעון בחשבון השוטר, הציפיות להרחבת רצועת הניוד, שתאפשר ייסוף של השקל, והערכה שכדי לא לפגוע בסיכויים להשגת יעד האינפלציה, לא יאפשר בנק ישראל פיחות משמעותי בשער השקל. לקראת סוף יוני, עם השינוי ברצועת הניוד והורדת הריבית על מקורות בנק ישראל ב-1.2 נקודות אחוז, נעצר זרם האשראי מסוחר מוסמך. ואכן, במחצית השנייה של השנה ירדה היתרה של אשראי זה בכ-0.2 מיליארד דולרים. במקביל לכך החלה עלייה בפיקדונות מטבע חוץ של תושבי ישראל.

קשה לקבוע מהו הגורם העיקרי או החשוב ביותר שהביא להפסקת זרם האשראי נטו במטבע חוץ לישראלים מבנקים מקומיים, שרובו לטווח קצר, אולם ניתן להצביע על מספר גורמים מסייעים שהביאו לכך יחדיו:

1. **ירידה בפער בין הריבית השקלית לריבית על מטבע חוץ** – החל מאוגוסט 1996 ועד יוני 1997 הפחית בנק ישראל בהדרגה את ריבית היעד שלו מרמה של 17 אחוזים ביולי 1996 לרמה של 12.5 אחוזים בסוף יוני 1997. הריבית הורדה בהדרגה, וההפחתות, למעט האחרונה, היו בלא יותר מ-0.7 נקודת אחוז, ובדרך כלל בין 0.3 ל-0.5 נקודת אחוז. ביוני, במסגרת השינוי ברצועת הניוד, הפחית בנק ישראל את ריבית היעד ב-1.2 נקודת אחוז (הפחתה שבחלקה קוזה חודשיים לאחר מכן), ובאותה תקופה לא חל שינוי משמעותי בריבית היורדולר ובריבית היורדסל<sup>24</sup>. שינוי הריבית ביוני צמצם מאוד את פערי הריביות. הפחתת ריבית היעד של יוני 1997, הייתה משמעותית מבחינת גודלה; הייתה זו הפעם השנייה בלבד, מאז תחילת הריסון המוניטרי בשנת 1994, שבנק ישראל הודיע על הפחתת ריבית היעד ביותר מנקודת אחוז בבת אחת. ההפחתה הקודמת הייתה במאסר 1995 (1.5 נקודות אחוז), אלא שאז רמת ריבית היעד הייתה נמוכה ב-0.8 נקודת אחוז בלבד מרמת השיא של אותה תקופה, ואילו ביוני 1997 כשבנק ישראל הודיע על ההפחתה, הייתה רמת הריבית נמוכה ב-3 נקודות אחוז מרמת השיא של יולי 1996. הדבר פעל להפחתת הכדאיות של נטילת אשראי במטבע חוץ והמרת מטבע חוץ לשקלים.

2. **הרחבת רצועת הניוד** – הרחבת רצועת הניוד של שער החליפין ביוני 1997, מ-14 אחוזים ל-28 אחוזים, העלתה את סיכון שער החליפין ואת הסבירות של פיחות גדול. הרחבת רצועת הניוד משתלבת במגמה של בנק ישראל להקטין את מעורבותו במסחר במטבע חוץ, מגמה זו שראשיתה עוד ביולי 1994, עם המעבר לשיטת מסחר דירצדית במסחר במטבע חוץ, שיטה שבה שער החליפין נקבע במסחר בינבנקאי בכל שעות היום. ביוני 1995 הורחבה רצועת הניוד מ-5± אחוזים ל-7± אחוזים, ובנק ישראל איפשר לשער הסל לרדת כמעט עד לגבולה התחתון של רצועת הניוד. בפברואר 1996 הפסיק בנק ישראל את

24 ריבית זו מחושבת על פי הריביות והמשקלות של חמשת המטבעות המרכיבים את סל המטבעות.

השיפור בחשבון השוטר,  
הציפיות להרחבת רצועת  
הניוד והערכה שבנק  
ישראל לא יאפשר פיחות  
משמעותי, הביאו לזרם  
אשראי במטבע חוץ  
במחצית הראשונה של  
השנה.

הירידה של פערי  
התשואות והעלייה של  
סיכון שער החליפין היו  
הסיבות העיקריות  
להפסקת זרם האשראי  
במטבע חוץ.

התערבותו במסחר במטבע חוץ בתוך תחומי רצועת הניוד, והוא מתערב רק כאשר שער החליפין של הסל נושק לגבולות הרצועה. במשטר זה סיכון שער החליפין גדל, וקטנה הכדאיות של נטילת אשראי במטבע חוץ.

3. **הפסקת הציפיות לייסוף השקל** – השינוי בשיפוע רצועת הניוד ביוני הביא להפסקת הציפיות לייסוף השקל. הימצאותו של שער החליפין בגבולה התחתון של רצועת הניוד מאז אוגוסט 1996 (למעט תקופות קצרות) יצרה ציפיות להרחבת רצועת הניוד כלפי מטה, שתאפשר ייסוף של השקל. ציפיות אלה הקטינו את אמינות גבולה התחתון של רצועת הניוד, הגדילו את היצע מטבע החוץ של הסקטור הפרטי, וחייבו התערבות מאסיבית של בנק ישראל במסחר במטבע חוץ. ככל שחלף הזמן ונראה היה שיקשה על בנק ישראל להמשיך ולרכוש מטבע חוץ מהציבור, גברו הציפיות להרחבה כלפי מטה של הרצועה לייסוף השקל. השינוי ברצועת הניוד החזיר את אמינותה והסיר את הציפיות לייסוף השקל, וכתוצאה מכך קטנה הכדאיות של המרת מטבע חוץ לשקלים.

4. **ההתפתחויות במזרח אסיה** – בתחילת יולי פרץ המשבר בתאילנד, שגרר אחריו את מדינות דרום מזרח אסיה, ומאוחר יותר גם את דרום קוריאה ויפן. (ראה תיבה ו'–2). הפיחות במדינות כתאילנד ואינדונזיה, שנהנו מיבוא הון במשך תקופה ארוכה, המחיש למשקיעים את סיכון שער החליפין. בעקבות המשבר באסיה ייתכן שמשקיעים זרים יקטינו את השקעותיהם בשווקים מתעוררים, ובכלל זה גם בישראל. עם התרחבותו של המשבר החל גם חשש לפגיעה ביצוא הישראלי דרך שני אפיקים – ירידת הביקושים בשוקי המזרח הרחוק, וירידה בקצב הצמיחה העולמי ובסחר העולמי, שתפגע בביקושים למוצרי יצוא ישראליים. ההסתברות לירידה בתנועות ההון למשק ולעליית הגירעון בחשבון השוטף מגדילה את סיכון שער החליפין ואת הסיכוי לפיחות, ולכן מקטינה את הכדאיות של נטילת אשראי במטבע חוץ.

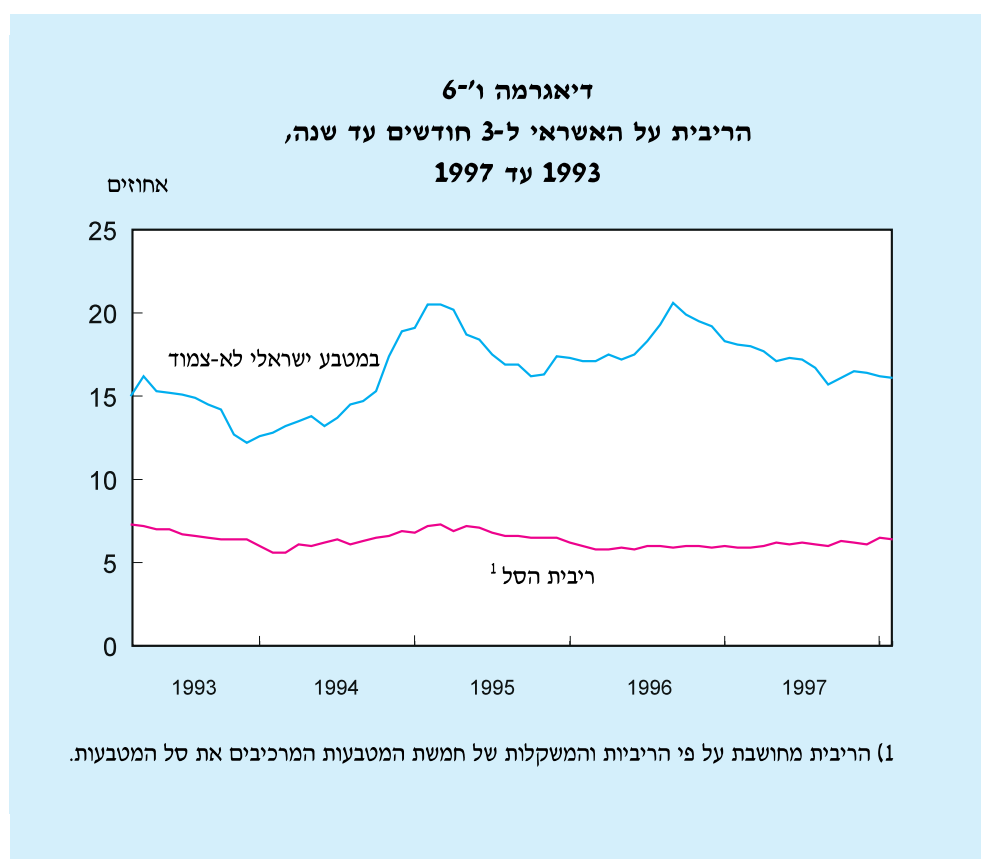
5. **משקל האשראי הנקוב במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ בסך האשראי** – יתרת האשראי הנקוב במטבע חוץ והצמוד לו ממערכת הבנקאות הישראלית עלתה מ־18 אחוזים מסך האשראי החופשי בסוף 1994 ל־27 אחוזים בדצמבר 1997<sup>25</sup>. מנתוני הפיקוח על מטבע חוץ עולה כי משקל האשראי במטבע חוץ והצמוד לו בסך האשראי הבנקאי עלה בתקופה זו בכל הענפים. בענף הבינוי, למשל, עלה משקלו של אשראי זה בסך האשראי מ־18 אחוזים ל־32 אחוזים בשלוש השנים האחרונות, ובענף התעשייה – מ־44 אחוזים ל־56 אחוזים<sup>26</sup> (חלק גדול מתפוקת ענף התעשייה מיועד ליצוא, כך שלענף זה זרם הכנסות גם במטבע חוץ). קשה להעריך איזה חלק מגידול האשראי נועד לכיסוי סיכונים מן העבר, אולם סביר להניח שגידול האשראי הגדיל את חשיפת הסקטור הפרטי לסיכון שער חליפין. ככל שגדל משקל האשראי הנקוב במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ וגדלה החשיפה לסיכון שער חליפין, קטנה המוטיבציה להמשיך נטילת אשראי מסוג זה.

6. **הקטנת מקורות הבנקים למתן אשראי במטבע חוץ** – גידול הביקוש לאשראי במטבע חוץ הניע את מערכת הבנקאות לחפש מקורות במטבע חוץ, לשם מתן אשראי מסוג זה. בשנים 1995 ו־1996 שימשו הגדלת הפיקדונות של תושבי חוץ, של תושבי ישראל ושל הממשלה בבנקים, הקטנת הפיקדונות של הבנקים בבנק ישראל, שינויים בחובת הנוזלות

25 מנקודת מבטו של הלווה אין הבדל בין אשראי נקוב במטבע חוץ לאשראי צמוד למטבע חוץ.

26 פירוט ראה בפרק ג' של סקירת הפיקוח על מטבע חוץ לשנת 1997.

על פיקדונות במטבע חוץ ומכרזי ההחלף שהנהיג בנק ישראל, כמקור למתן אשראי במטבע חוץ. במחצית הראשונה של שנת 1997 נמשך הביקוש לאשראי במטבע חוץ. כיוון שיתרת פיקדונות הרשות של מערכת הבנקאות בבנק ישראל הגיעה לרמה נמוכה של כ־100 מיליוני דולרים, נסתיימה הורדת חובת הנזילות על פיקדונות הפיצויים, ובנק ישראל צמצם את יתרת מכרזי ההחלף – בחרו הבנקים להקטין את פיקדונותיהם בבנקים בחו"ל ולגייס מטבע חוץ ממקורות חיצוניים. במהלך 1997 גייסה מערכת הבנקאות כמיליארד דולרים באמצעות קונסורציומים של בנקים זרים ובאמצעות הנפקת שטרי הון בשוק היורו על ידי חברות בנות בערבות של הבנקים. הקטנת המקורות המקומיים לאשראי במטבע חוץ והצורך לגייס מטבע חוץ באמצעות הלוואות מחו"ל כדי לעמוד בביקוש לאשראי זה, מעלים, כנראה, את מחיר האשראי ומצמצמים את הכדאיות של נטילתו.



ההלוואות הישירות של הסקטור הפרטי הלא־פיננסי מחו"ל רובן לטווח ארוך. גם כאן הריכוזיות רבה: מספר הלוואות בודדות מהוות יותר מ־50 אחוזים מסך ההלוואות הישירות לטווח ארוך ברוטו. היקפי ההלוואות הישירות עלו השנה לעומת אשתקד, והסתכמו ב־1.6 מיליארדי דולרים. הלוואות אלו נתאפשרו בעיקר הודות לשיפור בדירוג הסיכון של ישראל ולאחר שממשלת ישראל הנפיקה איגרות חוב חופשיות בחו"ל.

## לוח ו'-10

יבוא ההון הנגזר ופערי התשואות בין נכסים בארץ לנכסים בחוץ לארץ, 1994 עד 1997

| 1997              |            |      |      |      |      |                                                         |
|-------------------|------------|------|------|------|------|---------------------------------------------------------|
| ינואר-יוני        | יולי-דצמבר | 1997 | 1996 | 1995 | 1994 |                                                         |
| (מיליארדי דולרים) |            |      |      |      |      |                                                         |
| 2.7               | 8.7        | 11.4 | 6.7  | 7.4  | 1.5  | יבוא ההון הנגזר של הסקטור הפרטי                         |
| 2.9               | 8.1        | 11.0 | 8.0  | 11.7 | 3.2  | יבוא ההון הנגזר של הסקטור הפרטי הלא פיננסי <sup>1</sup> |
| 1.7               | 1.2        | 2.9  | 2.1  | 1.6  | 0.5  | תרומת השקעת הפרטים במשק ליבוא ההון הנגזר                |
| 0.2               | 4.2        | 4.4  | 2.2  | 5.8  | 1.5  | תרומת האשראי מסוחר מוסמך ליבוא ההון הנגזר               |
| 15.7              | 16.8       | 16.2 | 17.6 | 17.1 | 15.1 | הריבית על האשראי השקלי עד 3 חודשים                      |
| 6.3               | 6.1        | 6.2  | 6.0  | 6.8  | 6.3  | הריבית במונחי סל על האשראי במט"ח עד ל-3 חודשים          |
| 13.4              | 13.9       | 13.6 | 15.5 | 14.4 | 12.2 | התשואה לפדיון של מק"ם ל-3 חודשים                        |
| 5.0               | 4.8        | 4.9  | 4.6  | 5.3  | 4.6  | ריבית LIBOR של סל המטבעות                               |
| 4.0               | 6.0        | 5.0  | 6.0  | 6.0  | 6.0  | שיפוע החלק התחתון של הרצועה                             |
| 2.3               | 5.1        | 3.7  | 3.0  | 5.8  | 5.4  | שיעור הפיחות של השקל מול סל המטבעות <sup>2</sup>        |

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

(2) הפיחות במונחים שנתיים, במשך התקופה.

### (2) הסקטור הציבורי

גיוסי ההלוואות נטו של הסקטור הציבורי הסתכמו השנה ב-1.2 מיליארדי דולרים; הגיוס במסגרת הערבויות של ממשלת ארה"ב הסתכם ב-1.3 מיליארדים. לשנת 1998 נותרה במסגרת הערבויות יתרה לגיוס בסך 1.4 מיליארדי דולרים (שגויסה בינואר 1998). לאחר הגיוס האחרון במסגרת זו, מסתיימת תקופה של חמש שנים שבה גייסה ישראל בשוק איגרות החוב האמריקאי 9.4 מיליארדי דולרים במסגרת הערבויות. הערבויות של ממשלת ארה"ב לגיוסי הממשלה ניתנו כדי לסייע לישראל בקליטת העלייה, על ידי מימון נוח של התרחבות הגירעון בחשבון השוטף, שמקורה בגידול הביקושים למוצרי צריכה ולהשקעה בעקבות העלייה. בשנת 1993 (השנה שבה החל הגיוס במסגרת הערבויות), הסקטור הפרטי אכן רכש מטבע חוץ מהסקטור הציבורי כ-1.5 מיליארדי דולרים, ובשנים 1993 עד 1995 איפשר הסקטור הציבורי לסקטור הפרטי נטילת אשראי במטבע חוץ שמקורו בערבויות בסכום כולל של 1.7 מיליארדים<sup>27</sup>. בשנים 1995 עד 1997, למרות הגירעון הגבוה בחשבון השוטף, נראה שהסקטור הציבורי לא היה זקוק לגיוסי ההון במסגרת הערבויות כגיבוי ליתרות, משום שהסקטור הפרטי ייבא הון בהיקפים גדולים. בשנים אלו שימשו חלק מגיוסי ההון של הממשלה תחליף לגיוס הון במטבע מקומי. מנקודת הראות של הסקטור הציבורי בכללו, גיוס הון בחו"ל לצורך מימון הוצאות מקומיות איננו יעיל, בגלל הפער בין

בינואר 1998 הסתיימה תקופה בת חמש שנים שבה גייסה ישראל 9.4 מיליארדי דולרים במסגרת הערבויות של ממשלת ארה"ב.

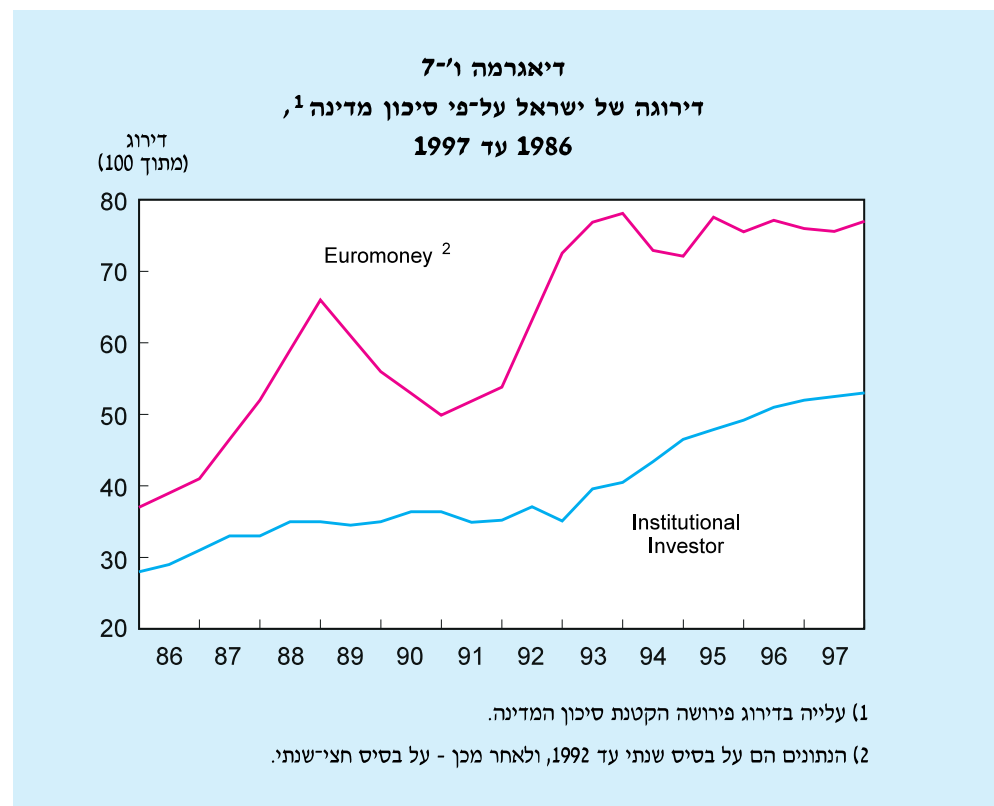
27 החברות שקיבלו בשנים 1993 עד 1995 את מרבית האשראי שהועבר לסקטור הפרטי במסגרת הערבויות, גייסו בחו"ל בשנים 1996 ו-1997 אשראי ישיר חופשי (שלא במסגרת הערבויות).

הריבית המשולמת על החוב החיצוני לריבית על יתרות מטבע החוץ. אולם מפני רצונה של הממשלה לנצל את מלוא מסגרת הערבויות, גם בשנים שבהן לא היה מחסור במקורות מטבע חוץ, היא גייסה בחמש השנים (ממארס 1993 עד ינואר 1998) את מלוא הסכום שעליו סוכם עם ממשלת ארה"ב.

לקראת התקופה שבה ממשלת ארה"ב לא תערוב עוד לגיוסי ההון של הממשלה, הנפיקה ממשלת ישראל בשנתיים האחרונות איגרות חוב חופשיות בשוקי חו"ל, במטרה לפתוח שווקים חדשים לגיוסים בעתיד. במסגרת זו היא הנפיקה באוגוסט איגרות חוב בסך 20 מיליארדי יינים (כ-170 מיליוני דולרים במועד ההנפקה) בשוק היפני. איגרות החוב שהונפקו הן לתקופה של 10 שנים, תקופה שנחשבת ארוכה יחסית להנפקה ראשונה בשוק זה, ועלות הגיוס הסתכמה ב-0.49 נקודות אחוז מעל זו של איגרות החוב של ממשלת יפן. במסגרת זו הנפיקה ממשלת ישראל מאז דצמבר 1995 איגרות חוב חופשיות גם בשוק האמריקני ובשוק היורו.

המרות מטבע החוץ הגדולות של הסקטור הפרטי מעידות כי לסקטור הפרטי אין צורך בגיוסי מטבע חוץ של הסקטור הציבורי עבורו. עובדה זו, ועמה העודף בחשבון השוטף של הממשלה, מותירים את גיוסי הממשלה בחו"ל לצורך פירעון הלוואות במטבע חוץ ולמימון הגירעון המקומי כשתי הסיבות העיקריות לגיוסי הממשלה. ואכן, הממשלה גייסה השנה בחו"ל את המינימום הדרוש כדי לא לפגוע בגיוסי ההון בעתיד: (1) הגיוס במסגרת הערבויות, אשר חייב, על פי ההסכם עם ממשלת ארה"ב, להתבצע עד סוף שנת 1998. מחצית מהיתרה גייסה בשנת 1997 והמחצית השנייה – בינואר 1998. (2) גיוסי ה"בונדס",

במסגרת מדיניות של  
פתיחת שווקים חדשים  
לגיוסי הון, גייסה  
הממשלה השנה 20  
מיליארדי יינים בשוק  
היפני.



שהם בדרך כלל מיהודים במסגרת שמירה על קשר לישראל; גיוס זה מושפע פחות מדירוגה הבינלאומי של ישראל, ולכן חשוב לשמור עליו. (3) הנפקת איגרות החוב בשוק הסמוראי היפני במסגרת מדיניות של פתיחת שווקים חדשים להנפקות ישראליות. במסגרת מדיניות ההפרטה מכרה הממשלה השנה נכסים בסך כ־8.5 מיליארדי שקלים, מהם נתקבלו 2.8 מיליארדים במטבע חוץ (כ־800 מיליוני דולרים), חלקם מתושבי חוץ וחלקם מתושבי ישראל. תמורת ההפרטה במטבע חוץ פעלה להקטנת החוב החיצוני של הסקטור הציבורי, ומבחינה זו מטבע התשלום (שקל או מטבע חוץ) קובע בכמה יקטן החוב החיצוני ובכמה יקטן החוב הפנימי של הסקטור הציבורי כתוצאה מההפרטה. מאחר שתקבולים במטבע חוץ המועברים לממשלה אינם עוברים בחדר העסקאות של בנק ישראל, לא היה להשקעות אלה חלק בהמרות מטבע החוץ של הבנק השנה. מבחינה מעשית, תקבולי הממשלה מהסקטור הפרטי במטבע חוץ זהים להתערבות בנק ישראל במסחר במטבע חוץ, אך שלא כמותה הם מונעים לחץ לייסוף שער החליפין בגבולה התחתון של רצועת הנייד.

## ד. מערכת הבנקאות

יבוא ההון של מערכת הבנקאות הסתכם בשנת 1997 בהיקף שיא של 4 מיליארדי דולרים, רובם לשם מתן אשראי במטבע חוץ לסקטור הפרטי הלא־פיננסי. השנה הסתיימה הורדת חובת הנזילות על פיקדונות פמ"ח פיצויים לשיעורי הנזילות החלים על פיקדונות הפמ"ח, הורדה שנמשכה מאז שנת 1991. יתרת הפיקדונות של מערכת הבנקאות במטבע חוץ בבנק ישראל קטנה השנה ב־320 מיליוני דולרים. הקטנת הפיקדונות שימשה בשנים האחרונות למתן אשראי לסקטור הפרטי הלא־פיננסי במטבע חוץ. השנה, כשנסתיימה הורדת חובת הנזילות, ובנק ישראל בחר להקטין את יתרת מכרזי ההחלף המשמשים גם הם מקור למתן אשראי, בחרו הבנקים להקטין את פיקדונותיהם בחו"ל ב־2.3 מיליארדי דולרים כדי לעמוד בביקוש לאשראי במטבע חוץ.

הקטנת הפיקדונות של מערכת הבנקאות בחו"ל שהתשואה עליהם נמוכה אך בטוחה, ובמקומם מתן אשראי שהתשואה עליו גבוהה יותר אך מסוכנת יותר, מעמידים אתגר בפני מערכת הבנקאות. כמובן, השימוש במקורות מטבע חוץ למתן אשראי, במקום הפקדה בפיקדונות בחו"ל, יכול להביא להגדלת הרווחיות של הבנקים – אך על מערכת הבנקאות לנקוט זהירות לגבי יכולת ההחזר של הלווים, במיוחד לנוכח האפשרות של פירות חד בשער השקל.

השנה החלו חלק מהבנקים לגייס בחו"ל מקורות נוספים למטבע חוץ, כדי להגדיל ולגוון את המקורות למתן אשראי במטבע חוץ לתושבי ישראל. המקורות גויסו בדרך של קבלת אשראי מקונסורציומים של בנקים ובדרך של הנפקת שטרי הון בשוק הניירות באמצעות חברות בנות בערבות של הבנק. בשנת 1997 הסתכמו גיוסי ההון של הבנקים בדרך זו בכמיליארד דולרים. הגיוסים הם לתקופה של חמש עד עשר שנים, ומאפשרים לבנקים התאמה טובה יותר בין המקור לשימוש בעת מתן אשראי ארוך טווח במטבע חוץ לחברות ישראליות.

במחצית הראשונה של השנה, במקביל להמרות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי הלא־פיננסי, המיר גם הסקטור הפיננסי מטבע חוץ לשקלים לנוסטרו בהיקף של כ־900 מיליוני דולרים; לעומת זאת, במחצית השנייה של השנה רכשו הבנקים מטבע חוץ לנוסטרו כך שבשנה כולה הסתכמו המרות הבנקים עבור הנוסטרו בכ־60 מיליוני דולרים בלבד.

מערכת הבנקאות  
הקטינה במחצית  
הראשונה של השנה את  
פיקדונותיה בחו"ל, כדי  
לספק את הביקוש  
לאשראי במטבע חוץ.

מערכת הבנקאות גייסה  
השנה בחו"ל כמיליארד  
דולרים לטווח בינוני  
וארוך.

כתוצאה מהביקוש לאשראי ומהיצע הפיקדונות של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי במטבע חוץ יחד עם פעילות הבנקים עבור הנוסטרו שלהם, ייבא הסקטור הפיננסי הון בסך 5.2 מיליארדי דולרים במחצית הראשונה של השנה וייצא 1.2 מיליארד במחצית השנייה.

## ה. החוב החיצוני והיתרות

את הגירעון בחשבון השוטף ניתן לממן בשלוש דרכים: נטילת הלוואות נטו בחו"ל, שימוש ביתרות מטבע החוץ והשקעות של תושבי חוץ בישראל. נטילת הלוואות נטו ושימוש ביתרות מטבע החוץ לצורך מימון הגירעון מביאים להגדלת החוב החיצוני נטו של המשק. לעומת זאת, מימון באמצעות השקעות של תושבי חוץ בישראל בקיזוז ההשקעות של ישראלים בחו"ל, איננו משפיע על החוב החיצוני של ישראל, אלא מגדיל את הרכוש שמחזיקים בישראל תושבי חוץ. גידול ההשקעות של זרים בישראל בשנים האחרונות איפשר קיומו של גירעון גבוה יחסית בחשבון השוטף (בין 3.4 ל-5.6 אחוזי תוצר בשנים 1994 עד 1997), ללא עלייה משמעותית בסך החוב החיצוני נטו של המשק. המימון באמצעות השקעות של זרים הוא למעשה מימון באמצעות מכירת נכסים של ישראלים לתושבי חוץ. יתרונו של מימון בדרך זו הוא, כאמור, אי הגדלת החוב החיצוני, וחסרונו בכך שהפירות שמניבים הנכסים שנמכרו שייכים לתושבי חוץ.

יתרת החוב החיצוני ברוטו של המשק הסתכמה בסוף שנת 1997 ב-52.9 מיליארדי דולרים. 9 אחוזים מהחוב הם התחייבויות של הסקטור הציבורי ושל הסקטור הפרטי הלא פיננסי לפירעון עד שנה, 58 אחוזים הם התחייבויות של אותם הסקטורים לטווח של מעל שנה, והיתר הם התחייבויות של מערכת הבנקאות לחו"ל, בעיקר פיקדונות של תושבי חוץ בבנקים ישראלים.

יחס החוב החיצוני נטו לתוצר משמש אינדיקטור ליכולת החזר החובות של המשק לחו"ל. יחס החוב לתוצר הולך ויורד מאז שנת 1984 (למעט שנת 1992) – מרמה של 79 אחוזים בשנת 1984 עד ל-19 אחוזים בשנת 1997. ניתן לומר כי השינוי ביחס החוב – לתוצר תלוי בארבעה גורמים: השינוי בחוב החיצוני נטו במטבע חוץ, השינוי הריאלי בתוצר, השינוי בשער החליפין הריאלי והשינוי במחירים העולמיים<sup>28</sup>. ייסוף ריאלי יביא להורדת יחס החוב לתוצר. עלייה במחירים העולמיים, שמשמעותה הקטנת החוב במונחים ריאליים, תביא להקטנת יחס זה. הימצאותו של שער החליפין הריאלי במסלול שאיננו מסלול שיווי משקל של טווח ארוך עלולה ליצור עיוות ביחס החוב לתוצר, וזה יתוקן עם חזרתו של שער החליפין הריאלי לשיווי משקל.

בלוח ו'-11 ניתן לראות את השינויים ביחס החוב לתוצר בשנים 1986 עד 1997 ואת תרומתם של הגורמים השונים לשינויים אלו. שני גורמים מרכזיים תרמו לירידתו של יחס החוב לתוצר: האחד, צמיחת המשק הרבה מעבר לעלייה של החוב הדולרי, כשהשקעות של תושבי חוץ איפשרו תהליך זה, והשני – הייסוף הריאלי המתמשך.

במקביל לירידתו של יחס החוב לתוצר אנו עדים, בשלוש השנים האחרונות, לתופעה של החלפת חוב חיצוני בין הסקטור הציבורי לסקטור הפרטי: המרות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי בבנק ישראל מביאות להגדלת היתרות ולהקטנת החוב החיצוני נטו של

28 המחירים העולמיים מושפעים משני גורמים: האינפלציות בחו"ל ושינויים בשערי החליפין הצולבים, אשר משפיעים על המחירים במונחי דולרים. היחלשות הדולר, למשל, תביא לעלייה של המחירים העולמיים במונחי דולרים ותקטין את יחס החוב לתוצר.

בשנת 1997 נמשכה מגמת  
הירידה של יחס החוב  
החיצוני לתוצר.

## לוח ו'-11

## ניתוח יחס החוב לתוצר, 1986 עד 1997

| 1997                      | 1996 | 1995-1993 | 1992-1990 | 1989-1987 | 1986 |
|---------------------------|------|-----------|-----------|-----------|------|
| (אחוזי תוצר, בממוצע לשנה) |      |           |           |           |      |
| 19.1                      | 20.8 | 23.5      | 27.9      | 35.2      | 56.4 |
| -1.7                      | -2.7 | -1.5      | -2.4      | -7.1      |      |
| -0.4                      | -1.0 | -1.4      | -1.9      | -1.7      |      |
| -0.1                      | -1.3 | -1.4      | -0.1      | -0.4      |      |
| -1.3                      | -0.3 | 1.5       | 0.4       | -1.6      |      |
| 0.1                       | -0.2 | -0.2      | -0.9      | -3.7      |      |

- (1) סכום התרומות לשינוי יחס אינו מסתכם במדויק לשינוי ביחס, משום 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.

הסקטור הציבורי, ובמקביל מגדילות את החוב החיצוני נטו של הסקטור הפרטי. רכישות מטבע החוץ על ידי בנק ישראל, שמטרתן לשמור על שער החליפין של השקל בתחום רצועת הניוד, מחייבות ספיגת שקלים מהציבור, כדי למנוע הרחבה מוניטרית. בכך, למעשה, כופה הסקטור הפרטי על הסקטור הציבורי החלפת חוב חיצוני בחוב פנימי. תופעה זו בולטת במיוחד השנה, כשהמרות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי בבנק ישראל הגיעו לשיא חסר תקדים של כ-7 מיליארדי דולרים. כתוצאה מכך ירד החוב החיצוני נטו של הסקטור הציבורי ל-6 אחוזי תוצר, ואילו החוב החיצוני נטו של הסקטור הפרטי עלה ל-13 אחוזי תוצר.

יתרות מטבע החוץ עלו השנה בכ-9 מיליארדי דולרים והגיעו לשיא של 20.6 מיליארדים. תרומת הסקטור הפרטי הלא-פיננסי לעלייה ביתרות הייתה כ-6.8 מיליארדי דולרים, והיא משקפת המשך מגמה של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי בשנים האחרונות – הקטנת נכסים במטבע חוץ והגדלת התחייבויות במטבע חוץ. הסקטור הציבורי תרם לגידול היתרות 2.3 מיליארדי דולרים, שמקורם בגיוסי הלוואות נטו בחו"ל ובעודף בחשבון השוטף.

## ו. הליברליזציה בפיקוח על מטבע חוץ

במסגרת מדיניות הליברליזציה, נמשכה גם השנה ההסרה ההדרגתית של הגבלות הפיקוח על מטבע חוץ. בשנת 1998, על פי הצהרות קובעי המדיניות, מתוכננת האצה של הליברליזציה ו"הפיכת" ההיתר הכללי של הפיקוח על מטבע חוץ, שעל פיו כיום אסורה כל פעולה במטבע חוץ אלא אם כן היא מותרת במפורש: כל הפעולות יהיו מותרות, למעט אלו שיצוין במפורש כי הן אסורות. בשלב הראשון הכוונה היא לאפשר לתושבי חוץ לפעול

חלק מן החוב החיצוני של  
הסקטור הציבורי הפך  
בשלוש השנים האחרונות  
לחוב של הסקטור הפרטי.

בשקלים ללא הגבלה: הם יוכלו להחליף שקלים במטבע חוץ ללא צורך במסמכים שיעידו על מקורם של אותם השקלים.

ההגבלה העיקרית שנותרה עדיין במסגרת הפיקוח על מטבע חוץ היא האיסור על תושבי ישראל (יחידים) להשקיע השקעות ישירות בחו"ל. נוסף לכך, אפליית מיסוי מקטינה את כדאיות ההשקעות הפיננסיות של ישראלים (יחידים ומשקיעים מוסדיים) בחו"ל (ראה תיבה ו'-3). השנה בוטלה התקרה להשקעות פיננסיות של פירמות ישראליות בחו"ל<sup>29,30</sup>, התקרה להשקעות של קופות גמל בחו"ל הוגבהה משיעור של 2 אחוזים מנכסיהן ל-5 אחוזים והתקרה להשקעות של קרנות נאמנות בחו"ל הוגבהה (ובינואר 1998 בוטלה). הסכום שמותר לתושב ישראל להעביר לחו"ל כתמיכה או כמתנה הוגדל ל-10,000 דולרים בשנה. בתחילת ינואר 1998 אושר לתושבי ישראל לרכוש מטבע חוץ לצורך הפקדה בפיקדון נקוב במטבע חוץ, ולבצע עסקאות עתידיות שקל מטבע חוץ ללא הגבלה.

### תיבה ו'-3: אסימטריה בתנועות ההון

בשנים האחרונות אנו עדים לעלייה משמעותית ומתמשכת בזרם ההשקעות נטו של פרטים במשק (ההשקעות של תושבי חוץ בישראל בקיזוז ההשקעות של ישראלים בחו"ל, לוח ו'-8). כשמפרידים את ההשקעות נטו של הפרטים להשקעות תושבי חוץ בישראל ולהשקעות תושבי ישראל בחו"ל מתקבלת תמונה ברורה, שעל פיה זרם ההשקעות של תושבי חוץ בישראל גדל משנה לשנה, ואילו ההשקעות של ישראלים בחו"ל יציבות כבר מספר שנים ברמה שבין 600 ל-700 מיליוני דולרים בשנה. רובה הגדול של השקעת ישראלים בחו"ל הוא השקעה ישירה, ואילו זרם ההשקעות הפיננסיות מאז שנת 1993 הוא בדרך כלל שלילי (מימושי השקעה).

הסיבות לגידול ההשקעות של תושבי חוץ בישראל קשורות, כידוע, לתנאי הרקע הנוחים השוררים בישראל מאז ראשית שנות התשעים: תהליך השלום, גל העלייה, והשינויים המבניים המתחוללים במשק הישראלי, בהם תהליך ההפרטה, הרפורמות בשוק ההון ובפרט תהליך הליברליזציה בפיקוח על מטבע חוץ. על אלה יש להוסיף את גידולן של תנועות ההון בעולם. הליברליזציה במטבע חוץ מאפשרת כיום לתושבי חוץ לבצע השקעות במשק כמעט ללא מגבלה – בין אם הם מעוניינים להשקיע "משקלים", למשל על ידי נטילת אשראי בנקאי ועל ידי כך להקטין את סיכון שער חליפין, ובין אם מקור ההשקעה הוא במטבע חוץ. אין כל מגבלות על הוצאה של פירות הנכס או תמורתו לאחר מכירתו לחו"ל.

לעומת הליברליזציה הכמעט מוחלטת בתחום יבוא ההון של תושבי חוץ, חלות עדיין מספר מגבלות על יצוא ההון של ישראלים לחו"ל, וקיימת אפליית מיסוי בין

29 לפירוט השינויים בהוראות הפיקוח על מטבע חוץ ראה בנק ישראל, מחלקת הפיקוח על מטבע חוץ, סקירה לשנת 1997.

30 ראה הערה 21.

ההשקעות הפיננסיות של ישראלים בישראל (הפטורות ממס) לבין השקעותיהם בחו"ל. על יחידים המגבלה העיקרית היא האיסור להשקיע השקעות ישירות בחו"ל (למעט רכישת יחידות נופש בסכום של עד 15 אלף דולרים). בתחום ההשקעות הפיננסיות, הוראות הפיקוח על מטבע חוץ מתירות לישראלים להשקיע בחו"ל בכל נייר ערך המצוטט באחת מרשתות הפצת המידע הבינלאומיות, אולם אפליית מיסוי מקטינה מאוד את כדאיות ההשקעה הזאת. המס על השקעות פיננסיות בניירות ערך זרים הוא 35 אחוזים מהרווח (כולל רווח הון) במטבע חוץ. ייתכן אפוא מצב שבו פרט ישלם מס, אף כי ריאלית, במונחי מדד המחירים לצרכן, הוא הפסיד. כדי להבטיח את תשלום המס, מנכים הבנקים 5 אחוזים מערך ההשקעה בעת המימוש. מאוחר יותר יכול הפרט להתקזז עם מס ההכנסה. קופות גמל רשאיות להשקיע עד 2 אחוזים מנכסיהן בחו"ל<sup>1</sup>, אולם גם כאן אפליית מיסוי מונעת מהן למעשה השקעות בהיקף משמעותי. עיקר יצוא ההון של ישראלים מתבצע על ידי פירמות, שמשקיעות השקעות ישירות בחו"ל.

גידול ההשקעות של זרים בכל העולם נובע מיתרוננו של פיזור השקעות בשווקים בינלאומיים. המיתאם בין סוגי ההשקעות השונים במשק נתון גבוה מן המתאם הקיים בין השקעות במשקים שונים. כמו כן ישנם משקים שבהם הסיכון גבוה והתשואה גבוהה ולעומתם משקים שבהם הסיכון נמוך והתשואה נמוכה. כתוצאה מכך, מאפשר פיזור השקעות בשווקים השונים להקטין את הסיכון הכולל של ההשקעה ללא פגיעה בתשואה, ולעיתים, אף תוך העלאת תוחלת התשואה של ההשקעה.

החשיבות של האסימטריה במגבלות ושל אפליית המס על תנועות הון גברה בשנים האחרונות בעקבות העלייה ביבוא ההון, הן של תושבי חוץ והן של ישראלים, ובעקבות הופעת הזדמנויות השקעה חדשות בשווקים מתעוררים. עלייה ביבוא ההון אל המשק פועלת (כשלעצמה, וכאשר התנאים קבועים) בזמן הקצר לייסוף נומינלי ואף ריאלי של המטבע המקומי, ואלה עשויים להקטין את רווחיות הייצור במיגור הסחיר. ייתכן כי אילולא אפליית המיסוי והמגבלות על השקעות ישירות בחו"ל, היה גידול של יבוא ההון מלווה בעלייה מסוימת ביצוא ההון של ישראלים, והדבר היה מממן את לחצי עודף ההיצע בשוק מטבע החוץ ואת הייסוף.

לבעיית האסימטריה בתנועות ההון דרוש אפוא פתרון בשני מישורים שונים – הסרה הדרגתית של הגבלה על השקעות ישירות של ישראלים בחו"ל, הגבלה שמקורה בפיקוח על מטבע חוץ, ואיחוד שיעורי המס על השקעות פיננסיות בישראל ובחו"ל, כך שתימנע אפליית המיסוי, הפוגעת בכדאיות ההשקעות הפיננסיות של ישראלים בחו"ל. הפתרון יביא לפיזור טוב יותר של השקעות נכסים ישראלים, ויתמוך בפחות ריאלי. סביר להניח שבשנה הקרובה, עם המשך הליברליזציה, יעלו שוב שני הנושאים לדיון, ונראה התקדמות בתחום זה.