

מאזן התשלומים

הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים התרחב השנה במידה ניכרת, לכדי 4.1 מיליארדי דולרים, התרחבות המשקפת גידול של הגירעון בחשבון הסחורות והשירותים על רקע הרעה בולטת בתנאי הסחר. התרחבות הגירעון בחשבון השוטף מבטאת גידול של ההשקעה וירידה של שיעור החיסכון, שמקורה במגזר הציבורי. יבוא ההון היה נרחב מן הדרוש למימון הגירעון בחשבון השוטף. זאת ועוד הגירעון בחשבון הבסיסי מעיד כי החשבון השוטף מומן לא רק באמצעות יבוא הון לטווח ארוך אלא גם באמצעות יבוא הון לטווח קצר, שממדיו השנה היו מפליגים, על רקע נחישותו של בנק ישראל לנקוט מדיניות של ריבית גבוהה להשגת יעד האינפלציה. למרות עליית המוניטין של ישראל בחו"ל והשיפור שעליו מצביעים מדדים כיחס החוב לתוצר וחודשי היבוא המכוסים ביתרות מטבע החוץ, דרושה מדיניות פסקלית שתביא לצמצום הגירעון בחשבון השוטף, שכן בגלל היקפו ואופן מימונו לא יוכל המשק להתמיד בו לאורך זמן.

1. קווי ההתפתחות העיקריים

הגירעון בחשבון השוטף גדל השנה ב-1.6 מיליארדי דולרים, והגיע לרמה של 4.1 מיליארדים. הגידול נובע כולו מעליית עודף היבוא ב-1.7 מיליארדי דולרים, שקוזה חלקית על ידי גידול ההעברות החד-צדדיות בכ-0.1 מיליארד.

להרעת תנאי הסחר של ישראל תפקיד מרכזי בהגדלת עודף היבוא השנה. הרעה זו נובעת הן מעליית מחירי חומרי הגלם בעולם בקצב מהיר מזה של עליית מחירי המוצרים התעשייתיים והן מהיחלשות הדולר יחסית למטבעות האחרים בשוקי הכספים בעולם. השנה נרשמה הרעה של כ-5 נקודות האחוז בתנאי הסחר, בהמשך להרעה בת 2 נקודות בשנה הקודמת, וחלקה בהגדלת עודף היבוא ב-1995 נאמד בכ-60 אחוזים. הייסוף הריאלי אמנם הואט אך נמשך: קצב עלייתם של מחירי היצוא היה איטי מזה של מחירי התוצר. התרחבות הפער בין ההשקעה לבין החיסכון הלאומי משתקפת בגידולו של הגירעון בחשבון השוטף. משקל ההשקעה בהכנסות המשק עלה. ההשקעות הנרחבות הן על רקע קליטת העלייה והתאמת מלאי ההון במשק לגידול כוח העבודה, וכן בתגובה על ההזדמנויות העסקיות החדשות שנתלו לתהליך המדיני באזור. לעומת זאת ירד שיעור החיסכון בהכנסות המשק; אמנם החיסכון הפרטי גדל, אך החיסכון הציבורי ירד, ולא שימש כלי מדיניות לקיוזו השפעתה של הרעת תנאי הסחר על מאזן התשלומים.

היצוא (למעט יהלומים ושירותי הון) גדל בשיעור נמוך יחסית לשנים קודמות ובדומה לקצב התרחבותו של הסחר העולמי. ישראל שמרה השנה על חלקה בסחר העולמי, אך לא הצליחה להגדילו, למרות ההשקעות הנרחבות של השנים האחרונות ופתיחת שווקים חדשים בפניה. התמתנות קצב הגידול הכמותי התמקדה ביצוא התעשייתי (למעט יהלומים). תרמה לכך הירידה ברווחיות היצוא, שאחד מביטוייה הוא עליית המחירים המקומיים בקצב מהיר יותר מזה של מחירי היצוא. בין הגורמים לירידת רווחיות היצוא ניתן להצביע על העלייה התלולה של מחירי התשומות המיובאות. מלבד זאת ניתן לזהות קושי ביצוא הביטחוני וירידה בולטת של יצוא כלי ההובלה, שחלקו ביטחוני, והוא מתאפיין בתנודתיות גבוהה. בהתפלגות היצוא והיבוא לפי אזורי סחר ניכרת התאמה מסוימת לשינויים בשערי החליפין הצולבים.

לוח ו'-1

אינדיקטורים להתפתחויות במאזן התשלומים, 1987 עד 1995

1995	1994	1993	1987 1992-	
(מיליארדי דולרים, מחירים שוטפים)				
-4.1	-2.5	-1.3	0.2	החשבון השוטף הכולל
-4.1	-2.4	-1.0	0.3	החשבון השוטף ה"מתוקן" ¹
11.1	9.4	7.9	5.7	עודף היבוא הכולל
9.8	7.9	5.8	3.9	עודף היבוא האזרחי ²
8.4	6.3	4.6	2.6	עודף היבוא האזרחי, למעט שירותי הון
2.9	3.3	3.6	3.6	ההעברות החד-צדדיות נטו לסקטור הציבורי
4.1	3.6	3.0	2.1	ההעברות החד-צדדיות נטו לסקטור הפרטי
6.4	1.4	1.0	-0.6	יבוא ההון הפרטי הנגזר ³
19.2	17.7	16.8	16.6	החוב החיצוני נטו
44.3	41.2	36.9	32.9	החוב החיצוני ברוטו
8.7	7.3	7.1	6.1	יתרות מטבע החוץ במוסדות המרכזיים
שיעורי שינוי כמותיים				
9.5	9.1	12.6	5.2	היצוא למעט יהלומים ושירותי הון
8.2	13.2	11.2	8.3	היבוא האזרחי למעט יהלומים ושירותי הון
7.9	8.7	3.9	6.1	הסחר העולמי ⁴
שערי חליפין, יחסים ומדדים (100=1988)				
3.01	3.01	2.83	1.98	שער החליפין של השקל לעומת הדולר של ארה"ב
3.46	3.30	3.06	2.14	שער החליפין של השקל לעומת סל 5 המטבעות
22.5	23.2	26.3	33.3	יחס החוב החיצוני נטו לתמ"ג (אחוזים) ⁵
64.8	69.9	73.2	95.5	יחס החוב החיצוני נטו ליצוא (אחוזים) ⁵
75	75	79	94	מדד מחירי היבוא יחסית למחירי התוצר ⁶
76	79	84	95	מדד מחירי היצוא יחסית למחירי התוצר ⁷
94	99	101	99	מדד תנאי הסחר של היצוא והיבוא האזרחי ⁸

(1) מתוקן בגין מקדמות על חשבון יבוא ביטחוני.

(2) למעט יבוא ביטחוני ישיר.

(3) ראה: סעיף 8 בלוח ו'-13.

(4) על פי IMF – World Economic Outlook, October 1995.

(5) החוב החיצוני נטו בסוף השנה, והתמ"ג במחירים שוטפים של סוף השנה. מהחוב החיצוני לא נוכח חלקו של הסיוע האמריקאי שהתקבל בפברואר 1996.

(6) מחושב כיחס בין מדד מחירי היבוא למדד מחירי התוצר המקומי הגולמי בחשבונאות הלאומית למעט יהלומים.

(7) מחושב כיחס בין מדד מחירי היצוא למדד מחירי התוצר המקומי הגולמי בחשבונאות הלאומית למעט יהלומים.

(8) למעט שירותי הון ויהלומים.

סך ההעברות החד־צדדיות גדלו השנה, והדבר משקף את הגידול הנמשך של ההעברות למגזר הפרטי. הסתכלות ארוכת טווח מגלה שחלק מהן רגישות לפערי הריבית בין המשק לחו"ל, והתפתחותן מצביעה על מיתאם עם תנועות ההון לטווח קצר.

הגירעון בחשבון השוטף מומן השנה ביבוא הון ובמקורות מקומיים של מטבע חוץ שהעמידה מערכת הבנקים המסחריים לרשות הסקטור הפרטי הלא־פיננסי – על רקע הריסון המוניטרי של בנק ישראל, וכן, ככל הנראה, כתוצאה מהתמתנות ציפיות הציבור לעליית שער החליפין. יבוא ההון הנגזר של המשק כולו הסתכם השנה בכ־5.2 מיליארדי דולרים, ולוהו בהמרות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי (כ־6.2 מיליארדים), תוך עלייה של יתרות מטבע החוץ. עליית היתרות במהלך השנה הייתה קטנה, יחסית להיקף ההמרות, בשל משיכת פיקדונות מטבע חוץ מבנק ישראל בידי הבנקים והממשלה (כספי הערבויות) לשם מתן אשראי במטבע חוץ לסקטור העסקי.

היקפן של ההמרות משקף את התערבותו של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, מפני רצונו למנוע ייסוף משמעותי של השקל לעומת סל המטבעות, על רקע יבוא ההון המסיבי לארץ. עם זאת איפשר הבנק לשער החליפין, במהלך המחצית השנייה של השנה, לשקף את כוחות השוק במידה משמעותית יותר מאשר בעבר, ולהיקבע מתחת לרצועה הפנימית שבין תחומיה הוא נע במשך שלוש השנים האחרונות. שינוי זה אירע לאחר הרחבת הרצועה סביב לשער האמצע ביוני 1995, שנועדה להגדיל את פוטנציאל התנודתיות של שער החליפין, אולם לקראת סוף השנה (אמצע דצמבר) היינו עדים לרכישות מטבע חוץ בידי הציבור, תוך עלייה מואצת של שער החליפין. רכישות אלו שיקפו את ציפיות הציבור לקיצוץ הגירעון בתקציב הממשלה בתחילת 1996, צעד שהיה מאפשר, על פי אותן הציפיות, את הורדת הריבית השקלית תוך פגיעה בכדאיות של נטילת אשראי במטבע חוץ. כשהתברר כי הקיצוץ שיבוצע לא יהיה משמעותי, התחדשו יבוא ההון, המרות מטבע החוץ וייסוף השקל בתחילת 1996.

השנה, בניגוד למצבים דומים בעבר, מומן הגירעון בחשבון השוטף דרך יבוא הון, ללא ירידה של יתרות מטבע החוץ, ובדרך זו הוקתה במידה מסוימת חומרת בעיית מאזן התשלומים. את ממדי הבעיה מרגיש הגירעון שהיה השנה בחשבון הבסיסי. גירעון זה מלמד שחלק ניכר מהחשבון השוטף מומן ביבוא הון קצר טווח, עובדה המחזקת את החששות, שהתעוררו עוד בשנת 1994, בדבר יכולתו של המשק להתמיד לאורך זמן בגירעון כה גבוה בחשבון השוטף. אם לא יחול בהקדם שיפור משמעותי במאזן התשלומים, אשר יישען, בין השאר, על קיצוץ בהוצאות הממשלה ובגירעון בתקציב המדינה, ויימשכו יבוא ההון וסטיית שער החליפין הנומינלי משער האמצע – עלולות להתעורר, בשלב מסוים, ציפיות לעליית שער החליפין. זאת תוך החמצת יעד האינפלציה והרעה בתנאי גיוס ההון של ישראל בחו"ל. קו האשראי ארוך הטווח הקשור לערבויות הממשל האמריקאי והיקף יתרות מטבע החוץ של המוסדות המרכזיים מעניקים אורך נשימה, וממתנים את בעיית הטווח הקצר. אולם קו אשראי זה יתמצה בתוך שנתיים בלבד, וההתמודדות עם הגירעון בחשבון השוטף נראית בעייתית; זאת, כאמור, בהעדר צעדים שיקטינו את הביקושים במשק ויתרמו לצמצום הגירעון.

תנועות ההון ארוכות הטווח אופיינו בצמצום יבוא ההון של הסקטור הציבורי ובהתרחבותו הניכרת של יבוא ההון של הסקטור הפרטי הלא־פיננסי, בעיקר עקב גידול השקעותיהם הישירות של משקיעים זרים בארץ, ששיקפו החלפת בעלות על אמצעי ייצור ועל נדל"ן בינם לבין בעלי עניין מקומיים. השקעות אלו שיקפו, בין השאר, את השינויים המדיניים באזורנו, ואת הצמיחה שאפיינה את המשק בשנים האחרונות – תהליכים שהודות להם פחת ככל הנראה הסיכון הכרוך בהשקעות בישראל.

הגירעון בחשבון השוטף השתקף בהמשך גידולו של החוב החיצוני. עם זאת יש להטעים, כי השינוי המדווח בחוב החיצוני איננו משקף את מלוא השינוי בחוב, משום שאינו כולל חלק מגידול החוב הקשור לתנועות הון לא־מדווחות, שהשנה הצביעו על יבוא הון משמעותי. (ראה סעיף 3.3 בפרק זה.) למרות

לוח ו'-2

מאזן התשלומים, 1993 עד 1995

	1995	1994	1993
(מיליוני דולרים, מחירים שוטפים)*			
1. חשבון המוצרים והשירותים נטו	-11,090	-9,370	-7,940
א. הסקטור הפרטי	-8,549	-6,419	-4,701
ב. הסקטור הציבורי ¹	-2,541	-2,951	-3,239
2. ההעברות החד-צדדיות נטו ²	7,004	6,901	6,675
א. הסקטור הפרטי	4,135	3,624	3,032
ב. הסקטור הציבורי	2,869	3,277	3,643
3. החשבון השוטף נטו (3)=(1)+(2)	-4,086	-2,469	-1,265
א. הסקטור הפרטי	-4,414	-2,795	-1,669
ב. הסקטור הציבורי	328	326	404
4. תנועות ההון נטו לזמן ארוך ובינוני ³	2,230	2,708	2,152
א. הסקטור הפרטי	1,559	638	131
ב. הסקטור הציבורי	672	2,069	2,021
5. החשבון הבסיסי נטו (5)=(3)+(4)	-1,856	239	887
א. הסקטור הפרטי	-2,855	-2,157	-1,538
ב. הסקטור הציבורי	1,000	2,395	2,425
6. תנועות ההון נטו לזמן קצר	-183	-90	-309
א. הסקטור הפרטי הלא-פיננסי	995	-104	-567
ב. הסקטור הציבורי ⁴	-1,178	14	258
7. תנועות ההון של מערכת הבנקאות הפרטית	1,037	-1,229	522
8. טעויות והשמטות	2,150	1,150	380
9. העלייה (-) או הירידה (+) ביתרות מטבע החוץ של המוסדות המרכזיים ⁵	-1,148	-70	-1,480
10. יבוא ההון הנגזר (9)-(3)=- (10)	5,234	2,539	2,745

* הפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים.

- (1) הגירעון בחשבון המוצרים והשירותים של הסקטור הציבורי מוגדר כך: יבוא ביטחוני ישיר + יבוא ממשלה לנמ"א + תשלומי ריבית נטו לחוץ לארץ - הכנסות אחרות.
 - (2) פירוט בלוח ו'-10. בסעיף הסקטור הציבורי נכלל הסיוע השנתי של הממשל האמריקאי בסך 1.2 מיליארדי דולרים, אף שרובו, כ-950 מיליוני דולרים, התקבל בפברואר 1996.
 - (3) תנועות ההון נטו של הסקטור הפרטי מתקבלות מסיכום של שורה 7 בלוח ו'-14 ושורה 3 בלוח ו'-12. מובן שסיווגן של ההשקעות בכללותן כתנועות הון לזמן ארוך ובינוני אינו מדויק.
 - (4) בתנועות ההון של הסקטור הציבורי לזמן קצר נכלל ביצוא ההון חלק הסיוע האמריקאי שהתקבל בפברואר 1996.
 - (5) השינוי ביתרות מנוכה בשיערוך המטבעות הזרים ביחס לדולר.
- המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

הגידול הניכר של החוב החיצוני, המהווה, כאמור, אומדן חסר של החוב החיצוני האמיתי, היינו עדים לירידה של יחס החוב ליצוא ולתוצר. הירידה של יחס החוב לתוצר מבטאת הן את התרחבותו הריאלית הניכרת של התוצר המקומי והן ואת עליית שער החליפין לעומת הדולר האמריקאי, שהייתה מתונה יחסית לעלייתם של מחירי התוצר המקומי.

2. החשבון השוטף

א. סקירה כללית

הגירעון בחשבון השוטף הסתכם ב־1995 4.1 מיליארדי דולרים, בהשוואה ל־2.5 מיליארדים ב־1994. ההעברות החד־צדדיות (נטו) עלו בכ־0.1 מיליארד דולרים. עודף היבוא, שהוא הגירעון בחשבון השוטף בניכוי העברות אלה, הסתכם השנה ב־11.1 מיליארדי דולרים. הואיל והיבוא הביטחוני ממומן בעיקרו בסיוע ייעודי, ראוי להתמקד בעודף היבוא האזרחי. היקפו השנה, 9.8 מיליארדי דולרים, מבטא גידול של 1.9 מיליארדים לעומת השנה הקודמת.

את גידולו של עודף היבוא ניתן לחלק לשניים: השינויים הכמותיים ביצוא לעומת היבוא והשינויים במחירים. השנה בולטת תרומת המחירים להגדלת עודף היבוא. כיוון שרמתו של היבוא לישראל גבוהה מזו של היצוא שלה, עודף היבוא גדל גם כשמחירי היבוא והיצוא עולים בשיעור זהה. בהנחה שעליית המחירים העולמית הייתה השנה בשיעור של כ־2.5 אחוזים, היא תרמה כ־0.2 מיליארד דולרים להרחבת הגירעון. מעבר לכך הורעו תנאי הסחר החיצוניים של ישראל: מחירי היצוא בדולרים עלו השנה ב־4.8 אחוזים, ואילו מחירי היבוא האזרחי עלו ב־8.4 אחוזים. הרעה זו תרמה כ־1.2 מיליארדי דולרים לגידול של עודף היבוא האזרחי (למעט שירותי הון). האומדן אינו מדויק, משום שאינו מביא בחשבון את מלוא השינויים הכמותיים ביבוא וביצוא בתגובה להתפתחות יחס המחירים. שינויים אלה משקפים בין היתר את ההשפעה השלילית של הרעת תנאי הסחר על ההכנסה הלאומית.

ההרעה בתנאי הסחר של ישראל, המשקפת במידה רבה תוצאות של התפתחויות בינלאומיות, החריפה השנה. ב־1994 היא תרמה פחות מ־40 אחוזים מגידולו של עודף היבוא, ואילו השנה היא מסבירה כ־60 אחוזים מגידול זה.

שניים ממאפייני הרכב הסחר של ישראל תרמו לתרגומן של ההתפתחויות הבינלאומיות השנה להרעה בתנאי הסחר שלה: היצוא של ישראל עתיר מוצרי תעשייה, ואילו היבוא שלה עתיר חומרי גלם. שיעור עלייתם של מחירי חומרי הגלם בעולם בכל אחת משלוש השנים האחרונות היה גבוה מזה של מחירי מוצרי התעשייה. תופעה זו קשורה במחזורי העסקים הבינלאומיים, והשפעתה השלילית על תנאי הסחר של ישראל התבטאה עוד ב־1994, אך החריפה ב־1995.

המאפיין השני קשור בהרכב הסחר של ישראל לפי מטבעות. משקל הדולר ביצוא מישראל גבוה ממשקלו ביבוא אליה, ולכן, בגלל היחלשותו, מחירי היבוא עולים יותר ממחירי היצוא. היחלשות הדולר יחסית למטבעות האחרים בעולם מסבירה כ־40 אחוזים מהרעת תנאי הסחר של ישראל השנה.

היצוא (ללא שירותי הון) עלה ב־10 אחוזים במחירים קבועים, שיעור נמוך יותר מאשר בשלוש השנים הקודמות. בניכוי יהלומים ויצוא ליש"ע הוא גדל רק ב־8.1 אחוזים, לעומת 11.4 אחוזים אשתקד ובדומה לקצב התרחבות הסחר העולמי. עם זאת גם שיעור הגידול הכמותי של היבוא האזרחי (למעט יהלומים ושירותי הון), 8.2 אחוזים, היה השנה הנמוך ביותר מאז 1991. הגידול הכמותי של היבוא מעבר לזה של

לוח ו'-3
חשבון הסחורות והשירותים¹, 1993 עד 1995

העלייה או הירידה לעומת השנה הקודמת								
בכמות			במחיר					
1995	1994	1993	1995	1994	1993	1995	1994	
(אחוזים)			(מיליוני דולרים)					
9.0	15.8	13.3	11.0	2.0	-3.7	20,789	17,174	א. יבוא סחורות, למעט דלק יהלומים ויוש"ע
8.7	-2.4	14.6	10.9	-2.5	-11.3	1,999	1,658	ב. דלק
19.9	11.2	14.0	-4.6	4.2	0.6	4,429	3,873	ג. יהלומים
6.5	18.6	15.7	9.3	1.7	0.2	8,527	7,329	ד. שירותים, למעט הון ויוש"ע
								ה. סך היבוא האזרחי
8.3	16.6	14.0	10.5	1.9	-2.6	29,316	24,503	למעט דלק, יהלומים, הון ויוש"ע
3.2	-42.7	-37.7	10.6	21.6	5.9	615	538	ו. יוש"ע ²
9.7	13.0	11.5	8.4	2.2	-2.6	36,359	30,573	ז. סך היבוא האזרחי, למעט הון
						3,069	2,664	ח. יבוא שירותי הון
						1,314	1,485	ט. יבוא ביטחוני ישיר
						40,742	34,722	י. סך כל היבוא
2. היצוא								
3.8	14.0	18.1	5.5	-0.7	-3.5	12,927	11,802	א. סחורות, למעט יהלומים ויוש"ע
12.3	23.8	0.1	2.6	-3.4	9.9	4,625	4,014	ב. יהלומים ³
15.0	7.4	9.2	4.1	1.3	-2.7	8,953	7,479	ג. שירותים, למעט הון ויוש"ע
8.1	11.4	14.4	5.0	0.1	-3.2	21,880	19,281	ד. סך היצוא למעט יהלומים הון ויוש"ע
35.8	-22.1	-7.8	11.1	1.4	-5.6	1,483	982	ה. יוש"ע ²
10.0	11.3	10.7	4.8	-0.5	-1.6	27,988	24,277	ו. סך היצוא, למעט הון
						1,664	1,074	ז. יצוא שירותי הון
						29,652	25,352	ח. סך כל היצוא
3. הגירעון המסחרי, למעט יוש"ע								
						7,862	5,372	א. למעט יהלומים ויבוא דלק
						195	141	ב. העודף השוטף ביהלומים
						9,665	6,889	ג. סך הגירעון המסחרי
						426	150	4. עודף השירותים למעט הון ויוש"ע
						8,371	6,296	5. עודף היבוא האזרחי למעט הון
						1,405	1,590	6. יבוא שירותי הון נטו
						9,776	7,885	7. עודף היבוא האזרחי
						11,090	9,371	8. סך כל עודף היבוא

(1) על בסיס רישום יבוא סחורות ס"פ ויצוא סחורות פו"ב.

(2) יהודה, שומרון וחבל עזה.

(3) ראה לוח ו'-4 לפירוט סעיף היהלומים.

המקור: עיבודי בנק ישראל, על פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

היצוא מסביר כ־700 מיליוני דולרים מתוך הגידול הכולל, בסך 2.1 מיליארדים, של עודף היבוא האזרחי (למעט שירותי הון) ב־1995.
להלן סיכום אומדני התרומה של הרכיבים השונים להגדלת עודף היבוא האזרחי (למעט שירותי הון):

רכיבי הגידול של עודף היבוא האזרחי למעט שירותי הון (מיליארדי דולרים)

1995	1994	
0.2	0.1	עליית המחירים העולמית
1.2	0.6	הרעת תנאי הסחר
1.4	0.7	סך השפעת המחירים
0.7	1.0	הגידול הכמותי
2.1	1.7	הגידול הכולל של עודף היבוא האזרחי

גידולו של הגירעון בחשבון השוטף משקף את התרחבות הפער בין ההשקעה, שמשקלה בסך הכנסות המשק עלה השנה, לבין החיסכון, ששיעורו בהכנסות אלה ירד. אף ששיעור החיסכון הפרטי גדל במקצת, לא היה בכך כדי לקזז את הירידה הגדולה יותר של חסכון המגזר הציבורי. משקל הצריכה הציבורית בתוצר (במחירים שוטפים) עלה במעט, והגירעון בתקציב התרחב, ואף חרג מהיעד שנקבע לגירעון המקומי של הממשלה. (ראה פרקים ב' ו־ה'). התרחבות זו של הגירעון הייתה דווקא כאשר נדרשה מדיניות תקציב שתגיב להרעה בתנאי הסחר ותמתן את גידולו של עודף היבוא הנובע מהגורמים האקסוגניים. האיום על החשבון השוטף מצד מדיניות התקציב חמור יותר אם יתברר כי הקטנת החיסכון של המגזר הציבורי אינה זמנית. בדרך כלל גידול הביקושים המקומיים בשיעור שונה מזה של גידול התוצר מתבטא בשינויים כמותיים ובשינויים של המחירים היחסיים. השינוי הכמותי ישתקף בשינוי במשקלו של עודף היבוא בתוצר. השנה משקל זה ירד במעט. השינוי ביחס המחירים ישתקף בעלייה אפשרית של המחירים המקומיים בקצב שונה מזה של מחירי היצוא והיבוא. שיעור עלייתם של מחירי היצוא נפל מזה של מחירי התוצר המקומי הגולמי, ובמונחים אלה נמשך גם השנה הייסוף הריאלי, אמנם בקצב אטי יותר מאשר בשנה הקודמת. (על התמתנות שיעור הייסוף ראה גם פרק ג'). הרעת תנאי הסחר צפויה, כשלעצמה, לגרום לפיחות ריאלי בשער החליפין של היצוא, בהקטינה את הכנסת המשק (ובתנאי שהשפעת ההכנסה עולה על השפעת התחלופה). בכל זאת נרשם השנה ייסוף ריאלי. הוא משקף ככל הנראה גורמים ארוכי טווח במשק, הפועלים לייסוף, כגון הצמיחה והטיית הביקושים למוצרים לא סחירים, עם עליית רמת החיים. הטיית הביקושים היא תופעה מוכרת בעולם, המאפיינת בדרך כלל תהליכי צמיחה. עליית מחירי התוצר הושפעה גם מתוספות השכר החריגות במגזר הציבורי, שאינן משקפות בהכרח את עורפי הביקושים במשק בכל נקודת זמן. בניכוי מחירי מגזר זה היה הייסוף השנה מתון עוד יותר. מחירי היבוא (למעט יהלומים) עלו בקצב גבוה אך במעט ממחירי התוצר (עלייה של 9.8 אחוזים לעומת 9.3 אחוזים בהתאמה). עם זאת העלייה במחירי היבוא מוסברת בין היתר בהתייקרות הבולטת של חומרי הגלם בעולם. בלעדיה היה הפער בין קצב עליית מחירי היבוא והתוצר קטן עוד יותר, ואולי אף מתהפך.¹

מחירי היצוא עלו, כאמור, ב־1995 פחות ממחירי התוצר, ולפיכך נראה שגם השנה נמשכה הירידה

¹ לדיון בגורמים המשפיעים על שער החליפין הריאלי ראה דוח בנק ישראל לשנת 1994, עמ' 21.

ברווחיות היצוא יחסית לרווחיות המכירות לשוק המקומי. הרווחיות היחסית תלויה הן בתנאי שוקי היצוא, שבהם נרשמה עליית מחירים מתונה, והן בתנאי השוק המקומי, שבו נמשכה עליית המחירים, ובייחוד עלו מחירי המוצרים הבלתי סחירים. התייקרות המוצרים הסחירים מתונה יותר (ראה פרק ג'), בהיותם חשופים לתחרות מצד היבוא, שהשפעתה גדלה עם התקדמות תהליך החשיפה של המשק. הרווחיות היחסית של היצוא נפגעה גם כתוצאה מהתייקרות התשומות המיובאות, משום שמשקלן בייצור ליצוא גבוה ממשקלן בייצור לשוק המקומי. אחת התוצאות של הפגיעה ברווחיות היא הסתת היצע של מוצרים סחירים מן היצוא אל השוק המקומי. תוצאה אחרת היא מעבר גורמי ייצור מן המגזר הסחיר לבלתי סחיר. השנה, לראשונה מאז 1992, היה קצב גידולו של היצוא התעשייתי אטי מזה של הייצור התעשייתי (3.7 אחוזים לעומת 8.2 אחוזים בהתאמה; ראה פרק ב'). ההסטה אינה משקפת מייד את מלוא ההרעה ברווחיות היצוא. סיבה אחת לכך היא, שלחלק ממוצרי היצוא אין די ביקוש בשוק המקומי, ולכן נדרש זמן מה להתאמת הרכב הייצור לביקושים בשוק זה. סיבה נוספת היא החשש מאובדן שוקי יצוא, שעלויות הכניסה המחדשת אליהם גבוהות. היצואנים ימשיכו אפוא למכור בשווקים אלה למרות השחיקה ברווחיות, אם הם סבורים כי השחיקה זמנית.

על אף ירידת רווחיותו של היצוא השנה, גדלה כמותו, כאמור, בשיעור דומה לזה של התרחבות הסחר העולמי. מכאן שלכאורה הוא לא נפגע מירידה זו. אולם השנה, בניגוד לשלוש השנים הקודמות, ישראל לא הצליחה להגדיל את חלקה בסחר העולמי למרות מספר התפתחויות שהיו אמורות לאפשר לה זאת. ביניהן ניתן למנות את פתיחת השווקים החדשים בפני ישראל, עם השיפור במעמדה הבינלאומי וכתוצאה מהתרופפות החרם הערבי; את הגידול הניכר של מלאי ההון בשנים האחרונות; את תהליך החשיפה, המוזיל את התשומות המיובאות וכן מאפשר ליבוא מתחרה לדחוק חלק מהיצרנים מן השוק המקומי, ובזאת מאלץ אותם לייצר מוצרים אחרים, חלקם ליצוא. להרעה מתמשכת ברווחיות היצוא עלולות להיות השלכות שליליות על הצמיחה בעתיד, אולם גם השפעתה של הרעה זמנית עלולה להיות מתמשכת, משום הסכנה לאובדן שוקי יצוא.

המדיניות המוניטרית של בנק ישראל, ששמה דגש על יעד האינפלציה, יצרה פערי תשואות צפויות בין נכסים ואשראי שקליים לבין נכסים ואשראי במטבע חוץ. כתוצאה מכך זרם לארץ יבוא רב של הון לטווח קצר, ונרשמו המרות מטבע חוץ בהיקף ניכר. במחצית הראשונה של השנה התערב בנק ישראל בשוק מטבע החוץ כדי למנוע ייסוף בשער החליפין. לעומת זאת במחצית השנייה נוצרה התרחקות כלפי מטה משער האמצע, וקצב הפיחות הואט. אם ישנן קשיחויות כלפי מטה בהתפתחות המחירים, אמורה להיות להאטה כזאת השפעה מסוימת על רווחיות היצוא. עם זאת הרווחיות תלויה בעיקר בשער החליפין הריאלי, אשר נקבע בטווח הארוך על ידי גורמים ריאליים. פיחות נומינלי עשוי לשפר את רווחיות היצוא, אם הקשיחויות אכן גרמו לייסוף ריאלי שאינו משקף את התנאים הריאליים במשק. ברם, אם הייסוף מבטא התפתחויות ריאליות במשק, ובייחוד גידול של הביקושים, הרי תרומתו של הפיחות הנומינלי תהיה, לכל היותר, מועטה וזמנית, כפי שמלמד הניסיון משימוש באמצעי זה בעבר. מנגד, הפיחות הנומינלי יאיץ את האינפלציה, בגלל ההשפעה הרבה של שער החליפין הנומינלי על התפתחות המחירים במשק, וזאת בייחוד לנוכח ההתקרבות לתעסוקה מלאה. חלק ניכר מהייסוף הריאלי השנה מוסבר, כאמור, בהתפתחויות ריאליות. מכאן שהתפתחות שער החליפין הנומינלי, בפרט על רקע עליית מחירי הסחר, לא תרמה תרומה משמעותית לשחיקת רווחיות היצוא השנה. עם זאת השפעת שער החליפין הנומינלי התבטאה ככל הנראה לקראת סוף השנה.

איתור המגזר שנפגע יתרום להבנת ההאטה בגידול היצוא. השנה נרשמה עלייה בולטת של יצוא היהלומים ושל היצוא החקלאי. הערך המוסף של הענף הראשון נמוך, ומשקל השני בסך היצוא קטן. גם יצוא השירותים גדל מאוד. לעומתם גדל היצוא התעשייתי (למעט יהלומים) כמותית רק ב-3.7 אחוזים.

שיעור נמוך בהרבה מאשר בשלוש השנים הקודמות. בייחוד נפגע היצוא הביטחוני. בניכוי יצוא זה, הסובל מירידה חדה בביקוש העולמי, גדל היצוא התעשייתי (למעט יהלומים) בכ־7 אחוזים במונחים כמותיים. התחשיב מבוסס על אומדן שמרני לגבי היקף הירידה של היצוא הביטחוני בשנה החולפת. אם גם מחירי יצוא זה עלו פחות ממחירי שאר היצוא – אפשרות סבירה לאור מצב שוקי הנשק – הרי אומדן הגידול הכמותי של היצוא בניכוי המגזר הביטחוני (המבוסס על מחירי כלל היצוא התעשייתי) מוטה כלפי מעלה. את משמעות גידולו של עודף היבוא וכן את היכולת להתמיד ברמתו יש להעריך לפחות משני היבטים. האחד הוא אופן מימונו (מעבר להעברות החד-צדדיות), ובכך עוסק חלקו השני של הפרק, הדין בחשבון ההון. ההיבט האחר עניינו בגורמים להתרחבות עודף זה. בייחוד ראוי לבחון אם גורמים אלה הם זמניים או פרמננטיים, ובאילו מידה הם קשורים למשתנים כלכליים פנימיים למשק. השנה בולטת כאמור תרומת הגורם האקסוגני, הרעת תנאי הסחר, להרחבת עודף היבוא. בדיקת שני רכיביה של ההרעה מלמדת כי אפשר שהיא זמנית. הדולר נחלש בעיקר במחצית הראשונה של השנה, ומאז ניכרת מגמה של התחזקותו. אם זו תימשך, או לכל הפחות לא תתהפך, ניתן לצפות להשפעתה החיובית על הגירעון. אשר לרכיב השני, הרי שלפי תחזיות ב־1996 צפויים מחירי מוצרי התעשייה בסחר העולמי לעלות, ומחירי חומרי הגלם צפויים לרדת. התפתחות כזאת אמורה לשפר את תנאי הסחר של ישראל. ייתכן שהשיפור יורגש רק בהדרגה, כשם שהתייקרות חומרי הגלם מעבר לעליית מחירי מוצרי התעשייה לא התבטאה במלואה מיד בהרעת תנאי הסחר של ישראל. למרות אפשרות זו יש להיזהר בראייתה של הרעת תנאי הסחר כזמנית, ובעיקר רצוי שלא לעצב את המדיניות הכלכלית על בסיס ההנחה האופטימית שההרעה היא זמנית. להפתעה שלילית, שלא כלהפתעה חיובית, עלולה להיות עלות גבוהה. יצוין שתפיסת ההרעה בתנאי הסחר כאקסוגנית מצריכה הסתייגות. בטווח הארוך הרכיב היצוא והיבוא יגיבו, ולו חלקית, על תנאי הסחר המשתנים. תגובה זו (מקצתה ניכרת כבר השנה, ראה להלן) תבטא בהתאמה מסוימת של יעדי היצוא ומקורות היבוא להתפתחויות בשערי החליפין הצולבים, וכן בהשפעה של המחירים העולמיים על הרכב המוצרים המיוצאים והתשומות המיובאות. התמקדותה של הפגיעה השנה ביצוא התעשייתי, שבו טמון עיקר הפוטנציאל להתרחבות היצוא, וירידת חלקו של היצוא בתפוקה התעשייתית, בעייתיות משתי בחינות. ראשית, גודלו היחסי של המגזר המייצא משפיע על היכולת להתמיד בגירעון בחשבון השוטף, משום שתקבולי היצוא הם המקור לתשלומי הריבית והקרן בגין החוב המממן את הגירעון. הקטנת הגירעון דרך צמצום היבוא מתאימה פחות למאפייני המשק מפני משקלם הרב של התשומות ומוצרי ההשקעה ביבוא לישראל. שנית, הפגיעה ביצוא בעייתית, משום שהוא הבסיס לצמיחה בת קיימא במשק, ולא הצריכה המקומית (הפרטית והציבורית). הצמיחה משליכה, בין היתר, על אפשרות ההתמדה בגירעון, בהשפיעה על יחס החוב לתוצר. משמעות הירידה ביצוא הביטחוני אינה חד-צדדית. מצד אחד הוא משקף כנראה בעיה פרמננטית משום הירידה החריפה והמתמשכת בשוקי הנשק העולמיים. מהצד האחר המשמעות ארוכת הטווח של קושי המוגבל לענף אחד חמורה פחות, ומה גם שחלק גדול מתעשיות היצוא הביטחוני הן עתירות ידע, וניתן לצפות למעבר עובדים מהן לתעשיות יצוא אזרחיות מתקדמות. הפיטורים הנרחבים בתעשיות הביטחוניות בשנים האחרונות כבר משקפים תהליכי התאמה. ייתכן שסיוע מופרז של הממשלה לתעשיות

2 מקור התחזית IMF – World Economic Outlook, October, 1995.

3 מאז 1987 גרשמת ירידה בולטת בהיקף הסחר העולמי בנשק. במונחים כמותיים עמד סחר זה ב־1994 על פחות ממחצית היקפו ב־1987. לנתונים מפורטים ראה: SIPRI Yearbook 1995, Oxford University Press 1995, pp. 510–511. זהו ככל הנראה אומדן יתר לפגיעה בביקוש ליצוא הביטחוני של ישראל, בהתחשב בהתמחותה בהשבת מערכות קיימות וביצוא מערכות משנה, שאינן נכללות בנתונים אלה.

אלה מאט את התהליכים האמורים, ובכך מעכב מעבר גורמי ייצור לענפי יצוא רווחיים יותר למשק. הפגיעה משמעותית בייחוד בעת התקרבות לתעסוקה מלאה, הבולטת בתעשיות עתירות הידע. בנסיבות אלה הרחבת היצוא אפשרית על ידי שיפור הקצאת העובדים בין הענפים ולא על ידי הגדלת מספרם. ממילא ירידת משקל היצוא הביטחוני בסך היצוא בשנים האחרונות מקטינה את משמעותו הכלכלית-משקית של המשבר בענף. אף מובן שככל שהרכב היצוא מגוון יותר, כן קטנה פגיעתו של המשק לזעזועים בתנאי הסחר העולמיים.

מבחינת הפער בין ההשקעה להיסכון, המשתקף בגירעון בחשבון השוטף, כדאי לשים לב לשתי השלכות עתידיות: ראשית, בגידול הוצאות הממשלה יש רכיב קשיח יחסית (הסכמי השכר במגזר הציבורי), העלול להשליך על מידת הפרמנטיות של ירידת ההיסכון הציבורי. שנית, ההשקעה הייתה נרחבת, למרות הריבית הגבוהה. ההשקעה קשורה אמנם בקליטת העלייה ובתנאים המתהווים על רקע התהליך המדיני, ומאפשרת הרחבת אפשרויות הייצור בעתיד. ברם, אם הריבית לזמן ארוך תרד, הלחץ על מאזן התשלומים מצד ההשקעה עלול להתגבר. מעבר לכך, חלק מההשקעה נהנה מסבסוד ממשלתי ניכר. (ראה פרק ב'). המשך הסבסוד, מלבד החשש כי יעודד השקעות לא כדאיות למשק, יפעל להתמדת תרומתן להרחבת עודף היבוא.

ב. יצוא הסחורות (למעט יהלומים ויצוא ליש"ע)

(1) התפתחות היצוא על פי ענפים

היצוא התעשייתי למעט יהלומים גדל השנה (במחירים קבועים) בפחות מ-4 אחוזים, בהשוואה ל-14 אחוזים ב-1994 ו-20 אחוזים בשנה שקדמה לה (לוח ו'-4). גידולו המתון של היצוא התעשייתי בולט על רקע עליית מחיריו בכ-5 אחוזים, מעט יותר משעלו מחירי מוצרי התעשייה בסחר העולמי. למרות עליית המחירים ירדה רווחיות היצוא, מן הטעמים שפורטו לעיל.

הענפים עתירי הטכנולוגיה (סעיף 2.2 בלוח ו'-4) מהווים כ-50 אחוזים מסך היצוא התעשייתי (למעט יהלומים ויש"ע). קצב גידולם השנה איטי בהרבה מאשר בשנתיים הקודמות. תרמה לכך ירידה חריפה ביצוא כלי הובלה, שחלקו ביטחוני וחלקו אזרחי. רובו יצוא כלי טיס, הנמכרים בעסקאות גדולות אך לא רציפות, ומשום כך הענף מתאפיין בתנודתיות גבוהה.

היצוא של ענף ציוד התקשורת והבקרה והציוד הרפואי הוכפל ויותר (במחירים שוטפים) מאז 1990, בעוד שסך היצוא התעשייתי התרחב רק ב-60 אחוזים באותה תקופה. (ראה גם דיאגרמה ו'-2). הענף כולל יצוא אזרחי וביטחוני, וביצוא הביטחוני נרשמת כאמור ירידה מתמשכת. לעומת זאת בולטת ההתפתחות המואצת של היצוא האזרחי בתחום מוצרי התקשורת. יצוא מוצרים אזרחיים אלה גדל פי שלושה מאז 1990 במחירים שוטפים. השנה הוסיף יצואם והתרחב נומינלית בכ-23 אחוזים, לכדי 1.3 מיליארד דולרים. גם בענפים נוספים עתירי טכנולוגיה גדל היצוא בשיעור נאה. יצוא האלקטרוניקה צמח השנה בקצב מהיר יותר מאשר בקודמתה, ויצוא התוכנה גדל ב-27 אחוזים (במחירים שוטפים), לאחר ירידות בשנתיים הקודמות.

ביצוא החקלאי נרשם השנה גידול נומינלי של כ-25 אחוזים. בכך עבר יצוא זה לראשונה את רמתו מ-1990. תנודות חריפות בממדי היצוא (שמקורן בהיקף היבולים המקומיים או במחירי חו"ל) אופייניות למגזר זה. בהרכב היצוא החקלאי לא חלו שינויים של ממש. ענפי ההדרים והפרחים, שהם עתירי עבודה זרה וזולה, היוו גם השנה קצת למעלה ממחצית יצוא המגזר.

לוח ו'-4

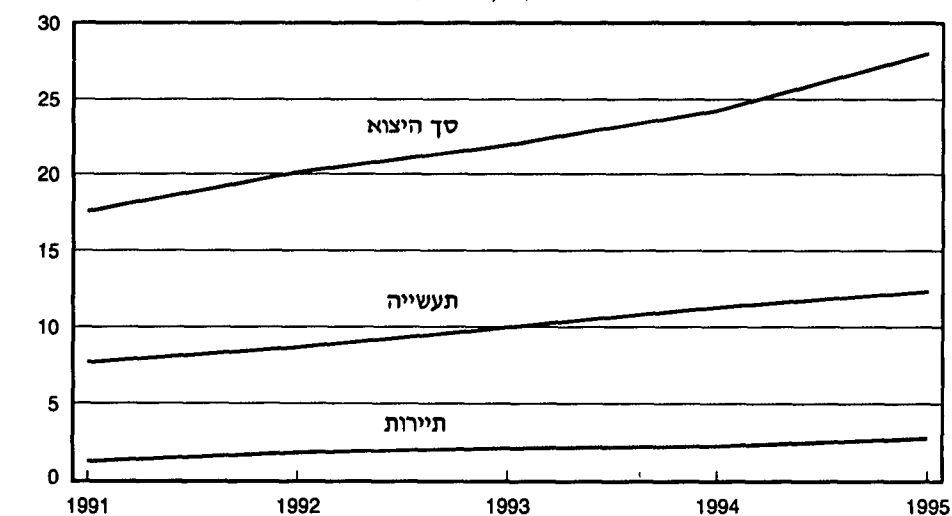
יצוא הסחורות לפי ענפים, 1993 עד 1995

העלייה או הירידה לעומת השנה הקודמת								
בכמות			במחיר					
1995	1994	1993	1995	1994	1993	1995	1994	
(אחוזים)			(מיליוני דולרים)					
16.7	12.0	3.5	6.7	-3.2	-4.4	740	594	1. סך היצוא החקלאי
34.3	-1.4	-11.3	17.9	6.1	18.0	200	126	מזה: א. הדריס
19.1	23.1	15.6	2.1	-12.0	-12.4	212	174	ב. פרחים
3.7	13.9	19.5	5.4	-0.6	-3.5	12,322	11,272	2. היצוא התעשייתי למעט יהלומים
3.3	8.1	3.2	3.4	1.3	-5.7	1,034	968	מזה: א. טקסטיל, הלבשה ועור
								ב. מתכת, מכונות, אלקטרוניקה
1.0	15.4	25.8	5.2	1.0	-1.4	6,266	5,894	כלי הובלה וציוד חשמלי
								מזה: 1. ציוד תקשורת ובקרה
-1.1	17.5	33.3	3.7	1.3	-1.6	2,468	2,407	וציוד רפואי
12.3	8.5	39.1	3.4	-0.3	-4.0	1,097	945	2. אלקטרוניקה ומחשבים
6.5	15.0	27.9	4.1	-3.7	-5.9	2,456	2,217	ג. כימיקלים וזיקוק נפט
8.4	22.3	3.1	2.3	-3.6	10.5	3,940	3,554	3. יהלומים מעובדים (נטו)
41.5	35.7	-19.2	4.9	-0.7	4.6	684	461	4. יהלומים גולמיים (נטו)
15.4	5.3	2.2	3.6	-17.0	-4.9	287	240	5. יצוא אחר (כולל או"מ, למעט יהלומים)
						95	69	6. החזרות יצוא
6.5	15.7	13.0	4.6	-1.5	-0.1	17,879	16,051	7. היצוא נטו, בהתאם לנתוני סחר חוץ
						-327	-235	8. התאמות מאזן התשלומים
44.1	-18.2	-2.3	11.3	0.7	-6.0	1,341	836	9. יצוא הסחורות ליוש"ע
								10. סך כל יצוא הסחורות נטו,
8.1	14.1	11.8	5.0	-1.4	-0.5	18,893	16,652	מותאם למאזן התשלומים
3.8	14.0	18.1	5.5	-0.7	-3.5	12,927	11,802	מזה: למעט יהלומים ויצוא ליוש"ע

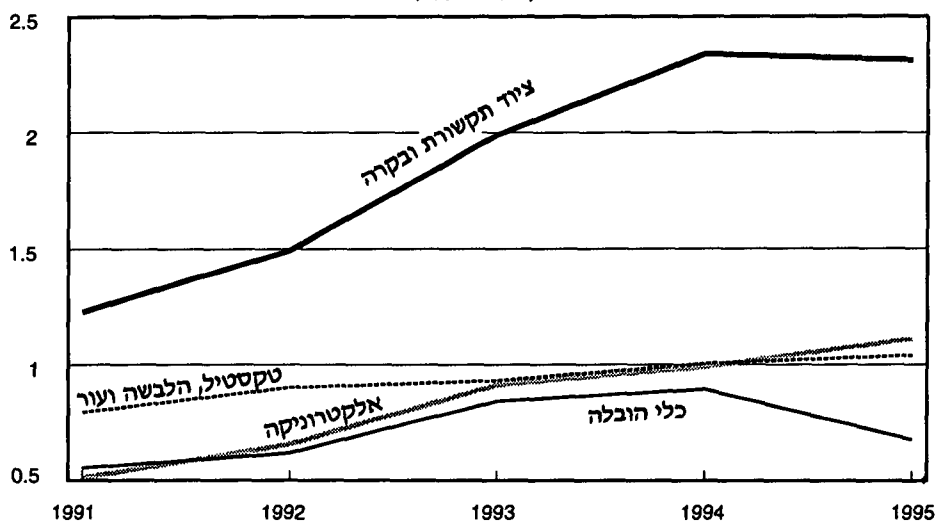
(1) על בסיס רישום היצוא פו"ב.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

דיאגרמה ו-1
רכיבי יצוא הסחורות והשירותים, 1991 עד 1995
 (ללא יהלומים, הון ויוש"ע, מחירי 1991)



דיאגרמה ו-2
היצוא התעשייתי - ענפים נבחרים, 1991 עד 1995
 (מחירי 1991)



השנה נרשם גידול ניכר של היצוא לאיחוד האירופי, לעומת גידול צנוע של היצוא לארה"ב. זאת לאחר

לוח 5-1

רכיבי השינוי הכמותי ביצוא וביבוא¹, 1993 עד 1995

המשקל ב-1995	1995	1994	1993
א. רכיבי השינוי הכמותי ביבוא			
			שיעור השינוי הכמותי
	9.7	13.0	11.5
			ביבוא (למעט הון)
	8.2	13.2	11.2
			ביבוא (למעט הון ויהלומים)
			שיעור התרומה לגידול היבוא
100	100	100	(למעט הון ויהלומים) ²
11	16	16	סחורות לצריכה פרטית
16	10	28	נכסי השקעה
6	7	-1	דלק
41	49	34	תשומות לייצור אחר
27	22	37	שירותים
2	1	-11	יוש"ע
ב. רכיבי השינוי הכמותי ביצוא			
			שיעור השינוי הכמותי
	10.0	11.3	10.7
			בסך היצוא
	9.5	9.1	12.6
			ביצוא למעט יהלומים
			שיעור התרומה לגידול היצוא
100	100	100	(למעט יהלומים) ²
53	21	82	היצוא התעשייתי
3	5	4	היצוא החקלאי
1	1	1	יצוא סחורות אחר
12	20	8	יצוא התיירות
26	38	22	יצוא שירותים אחרים
6	18	-16	היצוא ליו"ש

(1) סך היצוא והיבוא למעט שירותי הון.

(2) שארית התרומה לגידול היבוא והיצוא (למעט יהלומים) מוסברת בהתאמות למאזן התשלומים ובהחזרות.

מספר שנים שבהן קצב צמיחתו של היצוא לארה"ב היה מהיר בהרבה מזה של היצוא לאיחוד (לוח ו'-6). השינוי האמור החל כבר אשתקד, אך השנה בולט הפער בשיעורי הגידול לטובת היצוא לאיחוד. התפתחות זו משקפת את היחלשותו האמורה של הדולר, הפוגעת בכדאיות היחסית של היצוא לארה"ב. ייתכן שאף מתבטאת כאן השפעת השיפור ביחס האיחוד האירופי, על רקע התהליך המדיני והיחלשות החרם הערבי. למרות האמור יש להסתייג מניתוח זה, מפני שהוא אינו מתבסס על שינויים כמותיים.

היצוא לשווקים החדשים במזרח אירופה גדל ב-1995 יותר מהיצוא לכל יעד אחר. הגידול נסתייע בצמיחה המואצת במרבית מדינות מזרח אירופה (לא כולל רוסיה ואוקראינה). יצוא זה לא גדל כלל ב-1994, לאחר שנתיים של גידול מהיר ביותר שאפיין את שלב החדירה לשווקים אלה. לעומת זאת הואט מאוד קצב גידולו של היצוא לשאר השווקים החדשים – דרום אמריקה ומזרח אסיה (למעט יפן). גידול היצוא ליפן קשור כנראה הן בהתחזקות היין ובהתרחבות היבוא של מדינה זו בכלל והן בהתרופפות החרם הערבי. בסך הכול היווה היצוא לאסיה (כולל יפן) 12.5 אחוזים מסך היצוא הישראלי ב-1995, לעומת 7.3 אחוזים ב-1990. הירידה ביצוא לארצות הלא מסווגות משקפת במידה רבה את הקשיים ביצוא הביטחוני.

ג. יבוא הסחורות

(1) דברים כלליים

יבוא הסחורות (למעט דלק, יהלומים ויש"ע) גדל השנה כמותית ב-9 אחוזים, שיעור נמוך מאשר בשלוש השנים האחרונות. הירידה של קצב הגידול בהשוואה לאשתקד נרשמה בכל סעיפי המשנה של יבוא זה (לוח ו'-7), ובייחוד ביבוא נכסי ההשקעה. מחירי הסחורות המיובאות עלו ב-11 אחוזים, לעומת עלייה בת 2 אחוזים ב-1994. עליית מחיריהם של מוצרי הצריכה ונכסי ההשקעה הייתה מתונה יותר. לעומתם בולטת התייקרות התשומות לייצור (למעט דלק ויהלומים) ב-14 אחוזים, אף שהמחירים העולמיים של חומרי הגלם עלו רק בכ-9 אחוזים.

(2) תהליך החשיפה והיבוא על פי אזורי סחר

הירידה של קצב גידול יבוא הסחורות השנה משתקפת ביבוא מכל המקורות (למעט אפס"א והמדינות הלא מסווגות), אך אינה מתפלגת באופן אחיד ביניהם. ירידה בולטת של קצב הגידול נרשמה ביבוא מהאיחוד האירופי וכן ביבוא ממזרח אירופה ומאמריקה (למעט ארה"ב). ירידת קצב גידולו של היבוא מארה"ב מתונה הרבה יותר. הדבר מתיישב עם היחלשות הדולר, המוזילה את היבוא מארה"ב יחסית ליבוא ממקורות אחרים, וכן עם ביטול כל המכסים על יבוא מארה"ב בראשית 1995, במסגרת הסכם הסחר עמה. עם זאת, יש להתייחס לניתוח בהסתייגות מסוימת, מפני שהוא מתבסס על שינויים נומינליים.

לקראת סוף 1991 הוחל ביישום תכנית החשיפה, אשר מטרתה לחשוף את המשק בפני יבוא מארצות של ישראל אין הסכמי סחר עמן. חשיבותה רבה, שכן היא מסייעת להתייעלות המשק ולהתמחותו בהתאם ליתרונותיו היחסיים, ובכך תורמת לצמיחה בכלל וליצוא בפרט. כמו כן היא מסייעת במניעת הסטת סחר לעבר מקורות יבוא יקרים, במיתון עליית המחירים ובהגדלת המיגוון הזמין לצרכנים. שיעורי הגידול הגבוהים ביותר היו השנה, כבשנתיים הקודמות, ביבוא ממזרח אסיה וממזרח אירופה. אלה אמנם נמוכים מאשר אשתקד, אך עדיין גבוהים במידה ניכרת משיעור הגידול הכולל ביבוא. ב-1990, שנה לפני ראשית הפעלת התכנית, היווה היבוא ממזרח אסיה (למעט יפן) 3.4 אחוזים מסך יבוא הסחורות לישראל, והיבוא ממזרח אירופה היווה 1.6 אחוזים ממנו. ב-1995 גדלו משקלותיהם ל-7.0 ו-3.2 אחוזים, בהתאמה, וזוהי

לוח ו-6

שיעור השינוי והתרומה לגידול נפת הסחר'
על פי מקור היבוא ויעד היצוא, 1993 עד 1995
(אחוזים)

המשקל 1995-1995	התרומה לגידול בנפח הסחר			שיעור השינוי			
	1995	1994	1993	1995	1994	1993	
							א. מקורות היבוא
45.4	39.7	58.4	28.7	6.1	18.1	9.0	האחוד האירופי
7.7	7.7	4.4	12.5	8.8	6.2	16.8	אפס"א
3.2	4.7	7.6	7.0	21.0	52.8	36.6	שאר אירופה
21.6	24.0	23.1	30.7	11.4	15.1	16.4	ארה"ב
2.0	1.5	3.4	0.4	3.0	24.7	5.2	שאר אמריקה
3.9	-0.6	-3.1	3.8	-12.4	-9.7	8.8	יפן
7.0	12.5	11.5	14.7	30.3	33.9	32.7	שאר אסיה
9.1	10.6	-5.3	2.3	12.7	-9.3	5.4	אחר
100.0	100.0	100.0	100.0	8.9	13.4	12.0	סך הכול
33.0	36.4	18.5	40.6	11.2	6.3	13.6	שווקים לא מסורתיים ²
25.2	28.6	14.2	28.1	12.0	6.4	12.7	הנ"ל ללא אפס"א
21.3	29.3	17.2	24.2	18.1	11.3	14.0	גם ללא יפן
							ב. יעדי היצוא
35.6	70.3	22.2	-5.4	16.6	8.9	1.7	האחוד האירופי
3.2	0.6	6.1	3.4	-3.6	24.4	19.3	אפס"א
6.8	18.5	-0.1	22.5	28.0	0.6	85.9	שאר אירופה
27.2	25.9	23.2	25.7	4.2	10.9	16.9	ארה"ב
4.8	2.2	10.5	7.0	-1.0	30.3	29.2	שאר אמריקה
3.2	8.5	6.5	2.0	27.0	37.8	17.2	יפן
9.3	12.9	16.8	19.9	9.2	26.6	49.6	שאר אסיה
10.0	-38.8	14.8	24.9	-30.8	12.7	29.9	אחר
100.0	100.0	100.0	100.0	4.7	13.0	18.1	סך הכול
37.1	3.9	54.7	79.7	-4.3	17.9	38.3	שווקים לא מסורתיים ²
33.9	3.3	48.6	76.3	-4.4	17.4	40.3	הנ"ל ללא אפס"א
30.8	-5.2	42.1	74.3	-6.7	16.1	42.1	גם ללא יפן

(1) לא כולל יהלומים, דלק ויבוא ביטחוני.

(2) השווקים המסורתיים כוללים את האחוד האירופי וארה"ב.

(3) בראשית 1995 עברו אוסטרליה, פינלנד ושבריה מאפס"א לאיחוד האירופי. בלוח זה הן עדיין מסווגות באפס"א, לצורך השוואה עם שנים קודמות.

לוח ו'-7

יבוא הסחורות (למעט יבוא ביטחוני ישיר) לפי ייעודים¹, 1993 עד 1995

העלייה או הירידה לעומת השנה הקודמת ²							
במחיר				בכמות			
1995	1994	1993	1995	1994	1993	1995	1994
(מיליוני דולרים)				(אחוזים)			
1.	סחורות לצריכה פרטית	3,047	3,657	-0.7	0.5	7.5	9.9
	מזה: נכסי צריכה בני קיימא	1,498	1,811	2.5	1.9	7.1	0.2
2.	נכסי השקעה	4,510	5,006	-1.8	1.9	6.0	14.5
	מזה: מכונות וציוד, מכשירים ואביזריהם	2,962	3,468	-3.7	0.2	4.9	17.0
	כלי תחבורה יבשתיים	1,215	1,184	5.2	8.6	10.6	7.6
3.	סך התשומות לייצור	15,890	19,446	-4.6	2.4	8.6	13.3
	מזה: דלק	1,658	1,999	-11.3	-2.5	10.9	14.6
	יהלומים גולמיים ומלוטשים (נטו)	3,873	4,429	0.6	4.2	-4.6	11.2
	אחר	10,358	13,018	-5.3	2.5	14.0	19.9
4.	סחורות שלא פורטו, פחות החזרות	-77	-74				
5.	סך יבוא הסחורות נטו, לפי סחר חוץ	23,369	28,035	-3.7	2.0	8.0	13.1
6.	התאמות מאזן התשלומים	-664	-817				
7.	יבוא סחורות מיוש"ע	130	205	-6.0	1.1	10.5	-24.0
8.	סך יבוא הסחורות האזרחי נטו	22,835	27,422	-3.7	2.0	8.1	13.1
	לפי מאזן התשלומים (סי"פ)						
	מזה: למעט דלק יהלומים ויוש"ע	17,174	20,789	-3.7	2.0	11.0	13.3

(1) על בסיס רישום היבוא סי"פ.

(2) שיעורי השינוי חושבו לפני עיגול המספרים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח ו'-8

מיסוי היבוא בישראל, 1980 עד 1995

1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1986	1980	
										שיעור המס הממוצע על:
8.5	9.0	11.0	12	11	11	11	16	1	9	סך היבוא
18.0	18.0	20.2	24	22	22	23	24	25	20	1. מוצרים לצריכה שוטפת
57.4	59.8	63.4	67	67	69	74	99	96	110	מזה: בני קיימא
1.7	2.0	3.1	4	4	4	4	5	7	5	2. תשומות לייצור
										3. נכסי השקעה.
3.1	3.9	6.6	8	7	8	10	10	11	11	מזה: מכונות וציוד
50.0	52.9	54.5	59	54	65	64	73	83	39	כלי תחבורה
										השינוי בשיעור המס הממוצע
										על סך היבוא בגין:
-1.2	-2.4	-0.8	-0.2	-1.5	-0.8	-4.0	-4.4	1.7		שינוי שיעורי המס על קבוצות המוצרים
0.7	0.4	-0.2	1.2	1.5	0.8	-1.0	4.4	5.3		שינוי הרכב היבוא
3.28	3.31	3.14	2.77	2.55	2.24	2.13	1.86	1.72		שער החליפין האפקטיבי הממוצע על סך היבוא
0.21	0.22	0.22	0.23	0.22	0.21	0.20	0.26	0.24		סטיית התקן של שערי החליפין האפקטיביים

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ופיננסים בנק ישראל.

(1) הנתונים כוללים מכס, מס קנייה ותשלומי חובה. בשנת 1980 - גם תשלום לקרנות. תרומת השינויים בהרכב, בשיעורי המס, וסטיות התקן, חושבו על פי נתונים מפורטים ל-28 קבוצות מוצרים על פי לוח ח'-10 בשנתון הסטטיסטי לישראל.

עדות להצלחתה החלקית של תכנית החשיפה. יש לזכור כי גידול היבוא ממקורות אלה קשור גם בהתפתחויות המדיניות באזורנו ובמזרח אירופה. עם זאת חלק מההצלחה לא יתבטא בהגדלת היבוא, כי אם בהתייעלות היצרנים המקומיים לנוכח איום היבוא.

אחד הגורמים הפוגעים בליברליזציה הוא הריכוזיות ביבוא לישראל. זו מתבטאת במספר תופעות, שהשותף להן הוא צמצום התחרויות ביבוא. אחת מהן היא מתן זכיון ליבואן ליבוא בלעדי של מותג. תופעה אחרת היא יבוא מספר מותגים מתחרים בידי יבואן, כך שביכולתו למנוע תחרות ביניהם. השלישית, הנפוצה למשל בענף המזון, היא יבוא המוצרים המתחרים בידי היצרן המקומי. בכך הוא מצמצם את התחרות למוצריו מצד היבוא⁴. יש גם התקשרויות של יצרנים מקומיים עם פירמות בינלאומיות, שכל מטרתן למנוע כניסת אותן פירמות לשוק המקומי.

ד. חשבון השירותים (למעט הון ויש"ע)

ב-1995 נרשם עודף יצוא של כ-400 מיליוני דולרים בחשבון השירותים (למעט הון ויש"ע). לאחר ההצטמצמות הניכרת של העודף בשנתיים הקודמות הוא שב וגדל השנה. הדבר משקף ירידה ניכרת של קצב הגידול הכמותי ביבוא ועלייתו ביצוא. מחירי השירותים המיובאים עלו פי שניים ויותר ממחירי המיוצאים (לוח ו-3). יצוא השירותים תרם השנה כ-40 אחוזים מהגידול הנומינלי של סך היצוא (למעט הון), וזאת בהשוואה לתרומה בת 25 אחוזים בשנת 1994.



⁴ לתיאור יסודי יותר של תופעות אלה והיקפן ראה עליזה ברויס ואבי וייס, "מבנה שוק היבוא וליברליזציה במדיניות סחר החוץ: תופעת היבואן הבלעדי", רבעון לכלכלה, אוגוסט 1995, עמ' 267-283.

לוח ו'-9

חשבון השירותים, 1993 עד 1995

העלייה או הירידה לעומת השנה הקודמת				
1995	1994	1993	1995	1994
(אחוזים)			(מיליוני דולרים)	
1. יבוא				
11.2	5.5	8.6	2,212	1,990
א. תחבורה				
21.3	26.5	22.6	3,148	2,595
ב. תיירות				
			156	159
ג. ביטוח				
15.2	13.7	-7.2	3,069	2,664
ד. שירותי הון				
14.7	16.4	-8.0	3,200	2,789
ה. שירותים אחרים				
			221	204
ו. ממשלה לנמ"א				
15.4	15.4	3.7	12,005	10,402
ז. סך יבוא השירותים				
0.3	-31.3	-35.5	410	409
מזה: יבוא שירותים מיוש"ע				
ח. סך יבוא השירותים, למעט הון ויוש"ע				
16.3	20.6	15.9	8,527	7,329
2. יצוא				
18.5	5.0	5.2	3,073	2,593
א. תחבורה				
מזה: הובלת יבוא				
20.4	14.5	4.4	956	794
ב. חברות ישראליות				
20.7	7.1	15.1	2,784	2,307
ג. תיירות				
			50	42
ד. ביטוח				
54.9	-1.3	-26.1	1,664	1,074
ה. שירותי הון				
18.6	9.8	-4.7	3,124	2,634
ו. שירותים אחרים				
			64	50
ז. ממשלה לנמ"א				
23.7	6.2	-0.9	10,759	8,699
ח. סך יצוא השירותים				
-2.7	-35.7	-29.4	143	147
מזה: יצוא שירותים ליוש"ע				
ט. סך יצוא השירותים, למעט הון ויוש"ע				
19.7	8.8	6.2	8,953	7,479
3. הגירעון בחשבון השירותים				
-26.8	106.3	94.3	1,246	1,702
4. יבוא שירותי הון נטו				
-11.6	26.6	19.3	1,405	1,590
5. עודף השירותים, למעט הון ויוש"ע				
184.7	-81.2	-35.0	426	150

(1) על בסיס רישום יבוא סחורות ס"פ ויצוא סחורות פו"ב.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

יבוא שירותי התיירות (לוח ו'–9) מהווה יותר משליש מיבוא השירותים (למעט הון ויש"ע), ומשקף הוצאות תיירים ישראלים בחו"ל. הוא גדל השנה נומינלית בכ-21 אחוזים, לאחר שיעורי גידול גבוהים יותר בשנתיים הקודמות.

כשליש מן הגידול של יבוא השירותים נובע מעלייה של 15 אחוזים ב"יבוא שירותים אחרים". ההגדרה כוללת תשלומי שכר לעובדים זרים (שאינם מיש"ע). זהו אומדן לעלות הישירה של הרחבת העסקתם בארץ, בלי להביא בחשבון את השפעותיה החיצוניות של התופעה.

רוב העובדים הזרים מועסקים בענף הבנייה. חלק אחר מן העובדים הזרים מועסק במגזר הסחיר (חקלאות ותעשייה). זהו יבוא שירותי עבודה, המחליף לפחות בחלקו יבוא סחורות. הוא מאפשר לענפים חקלאיים ולתעשיות להמשיך ולהתבסס על עבודה זולה במקום להכניס שיפורים טכנולוגיים.

יצוא שירותי התיירות במחירים שוטפים גדל השנה בכ-21 אחוזים. בניגוד ל-1994, שבה ירדה ההוצאה לתייר, השנה גדלה הוצאה זו. השהות הממוצעת לתייר התארכה. להתפתחויות אלה תרמה עלייה בת 14 אחוזים של מספר התיירים מארה"ב, בהשוואה לגידול בן אחוז אחד בשנה הקודמת, וזאת למרות היחלשות הדולר, המייקרת את היבוא לארה"ב. תייר מארה"ב מוציא בממוצע יותר מתיירים אחרים המגיעים לישראל.

ה. שירותי ההון

היקף יבוא שירותי ההון ויצואם משקף במידה לא מבוטלת מלאים של חובות לחו"ל או נכסים בחו"ל שנצברו בשנים קודמות. סעיף זה מושפע במישרין, יותר מסעיפים אחרים בחשבון השוטף, מהחלטות שהתקבלו בעבר, אולם השפעה זו נחלשת ככל שגדל חלקן של תנועות ההון לטווח קצר בסך תנועות ההון של המשק.

השנה, לראשונה זה מספר שנים, ירד עודף היבוא של שירותי הון – תופעה מפתיעה בהתחשב בהיקפו של יבוא ההון ב-1995. יבוא שירותים אלה אמנם גדל השנה בכ-15 אחוזים, בהמשך לגידול בן 14 אחוזים אשתקד, אולם יצואם עלה השנה בכ-55 אחוזים, לאחר ירידות רצופות בשנים האחרונות. שניים מהגורמים העשויים להסביר את הגידול הם כנראה זמניים – הגידול של יתרות מטבע החוץ ועליית הריבית העולמית על פיקדונות דולריים לטווח קצר (בממוצע שנתי). כבר במהלך השנה נרשמה ירידה של שיעורי הריבית הללו. יבוא שירותי ההון למשק צפוי לגדול, משום שב-1996 יוחל בתשלומי הריבית על ההלוואות שגויסו במסגרת הערבויות.

המגזר הפרטי הגדיל את העודף שלו ביבוא שירותי הון, ותשלומי הריבית שלו עלו בכ-40 אחוזים בהשוואה לשנה הקודמת. לעומתו הקטין המגזר הציבורי את העודף, משום שתקבולי הריבית שלו גדלו פי 2.8. אפשר שגידול התקבולים, הנובע, בין היתר, מעלייתן של יתרות מטבע החוץ, משקף רק בחלקו עלייה אמיתית בתקבולי הריבית של המשק כולו. זאת משום שייתכן כי חלק ממנו נובע מהעברתם לארץ של נכסים, שישראלים החזיקו בחו"ל, בתגובה לעליית הריבית בארץ, וכל זמן שנכסים אלה הוחזקו בחו"ל הם דווחו רק בחלקם. לעומת זאת עם הבאתם לישראל והמרתם לשקלים הם נרשמים דרך עליית יתרות מטבע החוץ, וכך מדווחת גם הריבית המתקבלת בגינם. השיפור שנרשם בעודף היבוא של שירותי ההון עשוי אפוא להיות מוטה כלפי מעלה עקב טעויות רישום בעבר.

ו. הסחר עם יש"ע

יבוא השירותים מיש"ע, המבטא בעיקר עבודת פועלים בישראל, לא השתנה, במונחים נומינליים, בהשוואה

ל-1994, לעומת ירידה של יותר מ-30 אחוזים בכל אחת משתי השנים הקודמות. מספר הפועלים הללו המשיך לרדת גם השנה, והם הוחלפו בחלקם בעובדים זרים. התחלופה תרמה לעליית יבוא שירותים אחרים, כמוסבר לעיל.

בניגוד לשירותים עלה השנה היקף הסחר בסחורות עם יש"ע. יצוא הסחורות לשם גדל, לאחר צמצומו בכל אחת משתי השנים הקודמות. מעבר לעליית המחירים נרשם גידול כמותי של כ-44 אחוזים. גם יבוא הסחורות מיש"ע גדל בשיעור ניכר (43 אחוזים במונחים כמותיים), אולם רמתו המוחלטת עדיין נמוכה. ייתכן שיבוא זה מחליף בחלקו יבוא שירותי עבודה משם.

ז. ההעברות החד-צדדיות

ההעברות החד-צדדיות (נטו) גדלו בכ-0.1 מיליארד דולרים בהשוואה ל-1994. גידולו של עודף היבוא

לוח ו'-10			
ההעברות החד-צדדיות, 1993 עד 1995			
1995	1994	1993	
(מיליוני דולרים)*			
7,004	6,901	6,675	1. סך כל ההעברות נטו (2+3)
4,135	3,624	3,032	2. הסקטור הפרטי נטו
869	743	707	א. פיצויים מגרמניה
2,673	2,364	1,891	ב. העברות פרטים במזומן
1,404	1,255	951	מזה: העברות אישיות ושל עולים
1,270	1,110	940	אחרים
45	46	47	ג. העברות פרטים בסחורות
781	673	567	ד. העברות מלכ"ר
-233	-200	-180	ה. העברות פרטים לחו"ל
2,869	3,277	3,643	3. הסקטור הציבורי נטו
434	377	457	א. העברות המוסדות הלאומיים
2,436	2,899	3,187	ב. העברות בין-ממשלתיות ¹
* ההפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים.			
(1) כולל את סיוע ממשלת ארה"ב.			
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.			

היה השנה מהיר בהרבה מזה של ההעברות, ולפיכך הן מימנו רק כ־63 אחוזים מעודף היבוא, ירידה של 10 נקודות האחוז לעומת 1994.

השנה קטנו ההעברות למגזר הציבורי, בהמשך לירידתן בשלוש השנים הקודמות. ייתכן שחלק מן הירידה השנה קשור ביבוא הביטחוני, שהיה קטן מאשר ב־1994. לעומת זאת, במגזר הפרטי נמשכה מגמת גידולן של ההעברות (לוח ו'–10). זו נובעת בחלקה מגידול של היקף הפיצויים מגרמניה, בהמשך לגידולם אשתקד. היחלשות הדולר ביחס למארק מסבירה את רוב הגידול. עיקר הגידול של ההעברות למגזר הפרטי הוא בהעברות פרטים במזומן. חלקן הן כנראה תנועות הון לזמן קצר, הקשורות בפערי הריבית בין ישראל לחו"ל, והתפתחותן מראה מיתאם עם תנועות ההון לזמן קצר, המדווחות במפורש.

3. חשבון ההון

א. קווי התפתחות כלליים

(1) תנועות ההון, מימון הגירעון בחשבון השוטף והשינוי ביתרות

הגירעון בחשבון השוטף מומן השנה באמצעות יבוא הון, שהקיף את כל הסקטורים במשק – הפרטי הלא־פיננסי, הבנקאי והציבורי – ואת כל הסעיפים של תנועות ההון. נוסף על יבוא ההון מומן הגירעון בחשבון השוטף ממקורות מטבע חוץ מקומיים של הבנקים המסחריים. חלק מאלה שיקף משיכת פיקדונות מבנק ישראל – עקב המשך הקטנתה ההדרגתית של חובת הנוזלות בגין פיקדונות הציבור במטבע חוץ (פיקדונות פיצויים) והפחתת הריבית המשולמת בידי בנק ישראל על שאר פיקדונות הבנקים במטבע חוץ. חלק אחר של הנכסים במטבע חוץ שעמדו לרשותו של הסקטור הפרטי הלא־פיננסי מקורו ביתרות דולריות שצברו הבנקים המסחריים באמצעות עסקות החלף (swap) כנגד שקלים עם בנק ישראל החל מאוגוסט 1995 ובפיקדונות מטבע חוץ שהפקידה אצלם הממשלה מכספי הערבויות, לשם מתן אשראי לסקטור העסקי.

יבוא ההון, שעלה השנה על צורכי מימון הגירעון בחשבון השוטף, אפיין את השנה כולה, ובעקבותיו לא היה צורך ברכישות מטבע חוץ מתוך היתרות, ואלו אף עלו, בניגוד לעבר הלא רחוק שבו מומן הגירעון בחשבון השוטף גם דרך רכישות מטבע החוץ, תוך ירידה של היתרות. עלייה זו של היתרות הקתה את חומרת הבעיה של הגירעון בחשבון השוטף. מימון החלקי של הגירעון בחשבון השוטף באמצעות יבוא הון קצר טווח, וצבירת התחייבויות במטבע חוץ ונכסים שקליים בידי הסקטור הפרטי הלא־פיננסי בהיקפים משמעותיים אינם מתיישבים עם יציבות שער החליפין, ודרושים צעדים לתיקון הנסיגה מתוואי הגירעון בתקציב הממשלה. זאת למרות שיפור בכושרו של המשק לשאת בנטל הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. על שיפור זה מצביעים מספר אינדיקטורים כגון יחס החוב החיצוני לתוצר וליצוא, מספר חודשי היבוא המכוסים ביתרות מטבע החוץ של המוסדות המרכזיים, שיפור מעמדה של ישראל בשווקים הפיננסיים הבינלאומיים, הצמיחה המאפיינת את המשק וגידול יבוא ההון ארוך הטווח שלא משיקולים של פערי ריבית בין ישראל לחו"ל.

יבוא ההון הנגזר של המשק – המודד את הפער בין צורכי המימון של החשבון השוטף לבין השינוי ביתרות – חרג השנה משמעותית מהרמה שאליה הגיע בשנתיים האחרונות, והסתכם בכ־5.2 מיליארדי

דולרים. השנה היינו עדים להתרחבות ניכרת גם בסעיף הטעויות וההשמטות, שהסתכמו בכ-2.2 מיליארדי דולרים.⁵

יבוא ההון התבטא, בהמרות מטבע חוץ של הציבור, כתוצאה מהתערבותו של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, במטרה למתן את ייסופו של השקל לעומת סל המטבעות. כך עלה שער החליפין והגיע, במהלך הרביע השני של השנה, לשער האמצע של הרצועה האלכסונית. הרמה שאליה הגיעו במחצית השנייה של השנה פערי הריבית בין נכסים (אשראי) שקליים לבין נכסים (אשראי) במטבע חוץ נצפתה גם בעבר, בלא שהייתה מלווה ביבוא הון ניכר. מכאן שהמשך יבוא ההון בתקופה זו, המשקף פערי תשואות (עלויות), מצביע בעיקר על התמתנות ציפיות הציבור לעליית שער החליפין; ההתמתנות ניוונה מהגמשת מדיניות התערבותו של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, על רקע הרחבת רצועת הניוד של שער החליפין ביוני 1995 בשני אחוזים סביב לשער האמצע.⁶ עם זאת בשינוי שער החליפין בפועל לא היה כדי לאזן את תנועות ההון: יבוא ההון נמשך גם בתקופה זו, ולווה בהמרות מטבע חוץ. היקפן של ההמרות בידי הסקטור הפרטי הלא-פיננסי הגיע השנה לכ-6.2 מיליארדי דולרים, מתוכם כ-2.4 מיליארדים במחציתה השנייה.

מדיניותו המרסנת של בנק ישראל, תוך מניעת ייסופו של השקל עד לרמה שהייתה מאזנת את שוק מטבע החוץ, השתקפה גם בעיקור השפעתן המרחיבה של ההמרות. זאת באמצעות צמצומה של ההלוואה המוניטרית, מכירות מק"ם בשוק הפתוח ועסקות החלף של מטבע חוץ כנגד שקלים בינו לבין הבנקים המסחריים.

במחצית השנייה של דצמבר נצפו בשוק מטבע החוץ ביקושים, ושיעור עליית שער החליפין הואץ – לאחר עלייה מסוימת גם באוקטובר ובנובמבר, תוך התקרבותו לשער האמצע של הרצועה האלכסונית. פיתוחו של השקל לעומת הדולר וסל המטבעות במהלך השנה הסתכם בכ-3.1 ובכ-5.8 אחוזים, בהתאמה (דיאגרמה ו'-4). עליית שער החליפין התרכזה רובה ככולה ברביע האחרון של השנה, שבו הסתכם פיתוחו של השקל לעומת הדולר וסל המטבעות בכ-4.7 וכ-3.9 אחוזים, בהתאמה. עלייה זו של שער החליפין בסוף השנה שיקפה, ככל הנראה, בעיקר את ציפיות הציבור להורדת ריביות, על רקע קיצוץ צפוי של הגירעון בתקציב הממשלה בתחילת 1996. אולם כשהתברר כי הקיצוץ יהיה קטן מהצפוי, התחדשו יבוא ההון, ההמרות וייסוף השקל.

יבוא ההון ארוך הטווח המדווח ירד השנה, ובחשבון הבסיסי (הכולל את החשבון השוטף בניכוי תנועות ההון המוגדרות כארוכות טווח) נרשם גירעון חריג לעומת שנים עברו, כ-1.9 מיליארדי דולרים (לוח ו'-2). פירושו של הגירעון בחשבון הבסיסי הוא כי חלק ניכר של החשבון השוטף מומן באמצעות יבוא הון קצר טווח. התפתחות זו מרגישה את חשיבותה של הקטנת הגירעון בחשבון השוטף. הירידה שנרשמה ביבוא ההון ארוך הטווח השנה היא תוצאה של צמצום יבוא ההון נטו בידי הממשלה

⁵ סעיף זה מודד את ההפרש בין צורכי המימון של הגירעון בחשבון השוטף לבין יבוא ההון המדווח והשינוי ביתרות מטבע החוץ. לפיכך נכללות הטעויות וההשמטות ביבוא ההון הנגזר, אולם הן אינן משקפות בהכרח יבוא הון לא מדווח. כך, למשל, אם מקורן של הטעויות וההשמטות הוא ברישום לא מדויק, שבעטיו הגירעון בחשבון השוטף גבוה מהגירעון בפועל, יהווה יבוא ההון הנגזר אומדן יתר של יבוא ההון למשק. עם זאת על פי הערכתנו חלק לא מבוטל של הטעויות וההשמטות מבטא תנועות הון בלתי מדווחות.

⁶ באותה הזדמנות הוסטה רצועת הניוד כלפי מעלה ב-0.8 אחוזים, כדי לקזז השפעת שינויים במבנה האגרות והתערפים שמשלמים היצואנים והיבואנים בנמלי הים, ומשקלו של הדולר האמריקאי בסל המטבעות הועלה ב-3.2 נקודות האחוז.

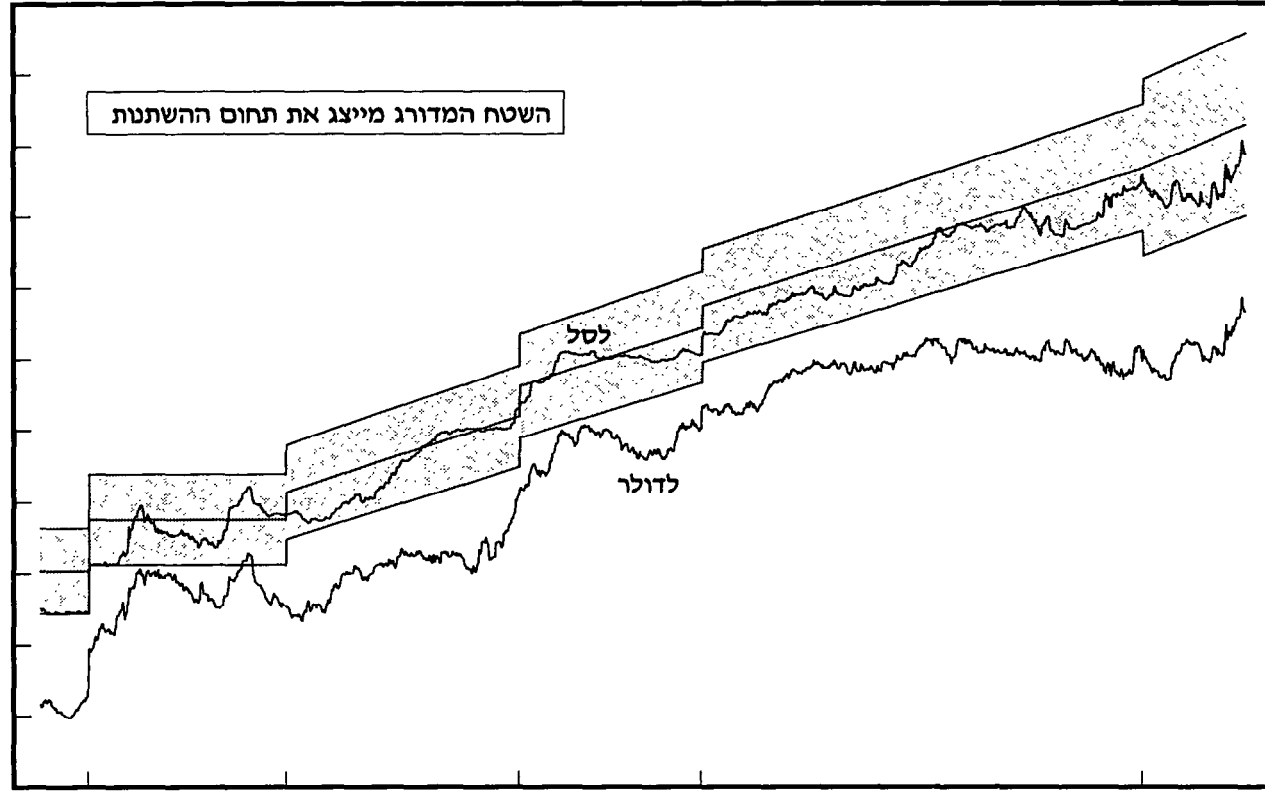
דיאגרמה ו'-4

שער החליפין של השקל לעומת סל המטבעות והדולר, 1991 עד 1995

ש"ח

4
3.8
3.6
3.4
3.2
3
2.8
2.6
2.4
2.2
2
1.8

השטח המדורג מייצג את תחום ההשתנות



10.3.91 17.12.91 9.11.92 26.7.93 31.5.95

בלבד, שכן יבוא ההון של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי התרחב במידה ניכרת. השנה, בניגוד לשנתיים הקודמות, נמנעה הממשלה מניצול המכסה השנתית של הנפקת איגרות חוב במסגרת הערבויות של הממשל האמריקאי. במקום זאת היא בחרה לקראת סוף השנה לגייס הון בחו"ל דרך קונסורציום של בנקים ובאמצעות הנפקת איגרות חוב ללא ערבויות הממשל האמריקאי, וזאת, כנראה, כדי להכשיר את הקרקע לתקופה שלאחר ניצול הערבויות. הפער בגיוס ההון של הממשלה מחו"ל בין 1995 ל-1994 השנה משקף בעיקר את הקדמת ניצולם של כ-750 מיליוני דולרים ממכסת הערבויות של 1995 – לסוף 1994. (בלא הקדמה זו היו גיוסי ההון של הסקטור הציבורי בשתי שנים אלו זהים בהיקפם).

גידול יבוא ההון המדווח ארוך הטווח של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי (לוח ו'-2) משקף עלייה בהשקעות (נטו) של זרים בישראל (לוח ו'-14), שכן בסעיף ההלוואות ארוכות הטווח נרשם יבוא הון (נטו) (לוח ו'-12) קטן. השקעות אלו ביטאו בראש ובראשונה פעולות של החלפת בעלות על פירמות או על נדל"ן (השקעות ישירות) בין משקיעים ישראלים לזרים והשקעות פיננסיות, הכוללות השנה מימוש השקעות פיננסיות של ישראלים בחו"ל והשקעות (נטו) של זרים בניירות ערך ישראליים בבורסה של תל אביב. ההשקעות הישירות (נטו) נובעות משיקולי רווחיות ארוכי טווח, ולפיכך אינן תלויות בפערי תשואות קצרות טווח. למרות התרחבותן, הן היוו השנה כ-19 אחוזים בלבד מהמקורות (נטו) הדרושים למימון הגירעון בחשבון השוטף. היקפן – 780 מיליוני דולרים – היה מצומצם גם יחסית למקורות מטבע החוץ שעמדו לרשות הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, שהסתכמו (בהנחה שהגירעון בחשבון השוטף נמדד נכונה) בכ-10.5 מיליארדי דולרים (לוח ו'-11, סעיף 1). מתוך סך המקורות הללו כ-3.7 מיליארדים שיקפו נטילת אשראי קצר טווח מהבנקים המקומיים וכמיליארד דולרים יבוא הון ישיר קצר טווח מחו"ל. לראשונה מאז תחילת הליברליזציה בתנועות ההון, עלו ההשקעות הישירות של משקיעים זרים בישראל על אלו של ישראלים בחו"ל. התפתחות זו משקפת את שיפור תדמיתה של ישראל בשווקים הבינלאומיים, בין השאר, כתוצאה מהמשך תהליך הצמיחה במשק ומהתקדמות תהליך השלום, שהודות לו פחת סיכון המדינה הכרוך בהשקעות ישירות בישראל. עם זאת, חלק ניכר מההשקעות הישירות של זרים בישראל מומן בידי בנקים מקומיים, ולכן הן יבוא ההון (נטו) לישראל בעקבות ההשקעות הנ"ל והן חשיפתם של המשקיעים הזרים לסיכון הכרוך בהשקעות ריאליות בישראל היו מצומצמים ממה שעולה במבט ראשון מהנתונים.

השנה נרשם, כאמור, יבוא הון קצר טווח ישיר של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, כתוצאה מהגברת הכראיות של נטילת אשראי במטבע חוץ. מאותן הסיבות גדל גם הביקוש לאשראי במטבע חוץ, בעיקר אשראי דולרי, מהבנקים המקומיים. אלה ייבאו הון בכמיליארד דולרים, שיחד עם מקורות מטבע החוץ המקומיים שלהם שימש למימון האשראי האמור.

למרות ממדיהן חסרי התקדים של ההמרות התרחבו יתרות מטבע החוץ של המוסדות המרכזיים במהלך השנה בכ-1.5 מיליארדי דולרים בלבד, בגלל המשיכה של פיקדונות במטבע חוץ על ידי הבנקים והממשלה, כאמור, לשם מתן אשראי לסקטור הפרטי הלא-פיננסי. יתרות מטבע החוץ של המוסדות המרכזיים הגיעו בסוף 1995 לרמה של כ-8.7 מיליארדים (לוח ו'-נ'4), תוך עלייה של מספר חודשי היבוא המכוסים בהן. הגירעון בחשבון השוטף השתקף בהתרחבות נוספת של החוב החיצוני. עם זאת ירד יחס החוב החיצוני לתוצר (לוח ו'-1), לנוכח התרחבותו המשמעותית של התוצר באותה תקופה ועלייתם של מחירי התוצר המקומי מעבר לשיעור עליית שער החליפין של הדולר במהלך השנה. על ירידה הצביע גם יחס החוב החיצוני ליצוא. עם זאת, חישוב החוב מתבסס על החוב המדווח בלבד, ועל רקע הגירעון המשמעותי בחשבון השוטף ויבוא ההון למשק, סביר להניח כי גידול החוב החיצוני היה רב יותר.

* * *

לוח ו'-11

יבוא ההון הנגזר ואינדיקטורים לפערי תשואות (עלויות) בין נכסים (אשראי) שקלים לנכסים (אשראי) במטבע חוץ 1994 ו-1995*

1995				1994			
IV	III	II	I	IV	III	II	I
2,371	2,626	2,418	3,094	629	743	948	844
(אחוזים לשנה)				18.37	15.20	13.53	13.41
16.63	16.17	16.78	18.69	18.37	15.20	13.53	13.41
6.50	6.71	7.01	7.05	6.88	6.35	6.21	5.96
14.15	13.48	13.81	15.98	16.31	13.13	10.82	10.11
5.20	5.29	5.51	5.76	5.56	4.88	4.64	4.32
9.71	9.45	6.95	7.40	6.65	5.47	6.69	7.99
6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
12.07	-2.07	3.31	10.54	-1.68	4.61	17.11	2.34
1.06	0.59	3.28	4.83	6.05	4.49	1.12	-0.68
4.77	4.04	4.23	6.23	6.70	3.96	1.80	1.31
-1.30	12.11	6.92	1.70	14.38	5.35	-9.31	4.97
1.73	1.43	4.32	5.52	6.17	4.85	2.20	1.11
5.44	4.88	5.27	6.93	6.81	4.32	2.89	3.09
-0.63	12.95	7.96	2.39	14.49	5.72	-8.22	6.76

* ההפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים.

(1) יבוא ההון של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי והאשראי שנטל מהבנקים המקומיים במטבע חוץ.

(2) ריבית משוקללת על פי הרכב סל המטבעות.

(3) אחוזים לשנה.

(4) בנכוי מס הכנסה של 35 אחוזים על הריבית במטבע חוץ.

הגירעון בחשבון השוטף יוצר חוב חיצוני, וכדי שהמשק יוכל לעמוד בשירותי החוב הנגזרים ממנו חייב התוצר לגדול. קצב הגידול המבטיח שיחס החוב החיצוני לתוצר יתמיד – לנוכח צבירת החוב שנובעת מהיקפו הנוכחי של הגירעון – הוא גבוה במיוחד, ואינו בר קיימא. לפיכך לא נראה כי ניתן להתמיד לאורך זמן בתוואי הנוכחי של הגירעון בחשבון השוטף, ולכן חשוב לנקוט צעדים מתקנים, בעיקר בתחום הפיסקלי. מלבד זאת נשאלת השאלה באיזו מידה יוכלו הרשויות להתמודד עם יצוא הון – אם וכאשר יתהפך תהליך יבוא ההון, שאפיין את השנה.

הודות להמשך צמיחתו של המשק ולעמידה ביעד האינפלציה ב־1995, סבירותו של גל רכישות מטבע חוץ היא לעת עתה נמוכה – אף כי ההתפתחויות הפיננסיות והגירעונות בחשבון השוטף ובתקציב המדינה יחסית לשנים עברו מצביעים על הרעה בתחום זה. הרעה זו תלך ותגדל אם לא יחול שיפור משמעותי בגירעון בחשבון השוטף. התנאי לשיפור כזה הוא תיקון הנסיגה מתוואי הגירעון בתקציב הממשלה, בשלב הראשון, והמשך צמצומו, בשלב השני. עם זאת, גם אם תתהפך מגמת יבוא ההון עומדים לרשותו של בנק ישראל כלים שבאמצעותם הוא יכול להתמודד עם יצוא ההון במשך תקופת מה.

בסבירות הנמוכה של התהפכות פתאומית של יבוא ההון תומכים אינדיקטורים רבים, המצביעים, כאמור, על שיפור ביכולתו של המשק לשאת את נטל הגירעון בחשבון השוטף – בהם יחס החוב לתוצר וליצוא (לוח ו-1), חודשי היבוא המכוסים ביתרות מטבע החוץ של המוסדות המרכזיים (לוח ו-1' ו-4), שיפור מעמדה של ישראל בשווקים הפיננסיים הבינלאומיים, הצמיחה המאפיינת את המשק וגידול יבוא ההון ארוך הטווח שלא משיקולים של פערי ריבית בין ישראל לחו"ל (לוח ו-14). באותו כיוון מצביעה גם יכולתו של בנק ישראל לגייס פיקדונות בנקאיים במטבע חוץ על ידי העלאת הריבית המשולמת עליהם.⁷ ברם, בהעדר ריסון פיסקלי, המשך מגמת הסטייה של שער החליפין משער האמצע של הרצועה והצבירה של התחייבויות במטבע חוץ ונכסים שקליים נזילים בידי הסקטור הפרטי הלא־פיננסי עלולים לפעול להתהפכות יבוא ההון, וזאת בשל היווצרותן של ציפיות לשינוי שער החליפין כלפי מעלה. ציפיות אלו עלולות להשתקף בעלייה תלולה של שער החליפין בתגובה לכוחות השוק, תוך חריגה מיעד האינפלציה, בירידת היתרות ובעליית הריבית העולמית העומדת בפני המשק. באירועים כאלה יכולה גם הריבית המקומית לעלות עלייה משמעותית, משום שהיא מבטאת בחלקה פרמיה בגין ציפיות לעליית שער החליפין בתוך זמן קצר יחסית, כלומר פרמיה גבוהה במונחים שנתיים.⁸

בשנת 1995 התרחבה במידה משמעותית נטילת אשראי קצר טווח במטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי הלא־פיננסי. מלאי האשראי קצר הטווח שהציבור נטל במטבע חוץ באמצעות הבנקים המקומיים הגיע בסוף השנה לכ־8.1 מיליארדי דולרים (דיאגרמה ו-5א), והיחס בין אשראי זה לבין היתרות שבידי המוסדות המרכזיים עלה מכ־50 אחוזים בסוף 1994 לכ־85 אחוזים בסוף 1995.⁹ להתרחבות האשראי

⁷ הניסיון מלמד שבנק ישראל אמנם הצליח לגייס פיקדונות בנקאיים במטבע חוץ (פמ"ב) באמצעות פרמיית ריבית זעירה, אולם פיקדונות אלו לא עלו עד כה על 2.5 מיליארדי דולרים, ובשלב זה לא ברור מה תהיה העלות של גיוס פיקדונות בנקאיים בהיקפים משמעותיים יותר.

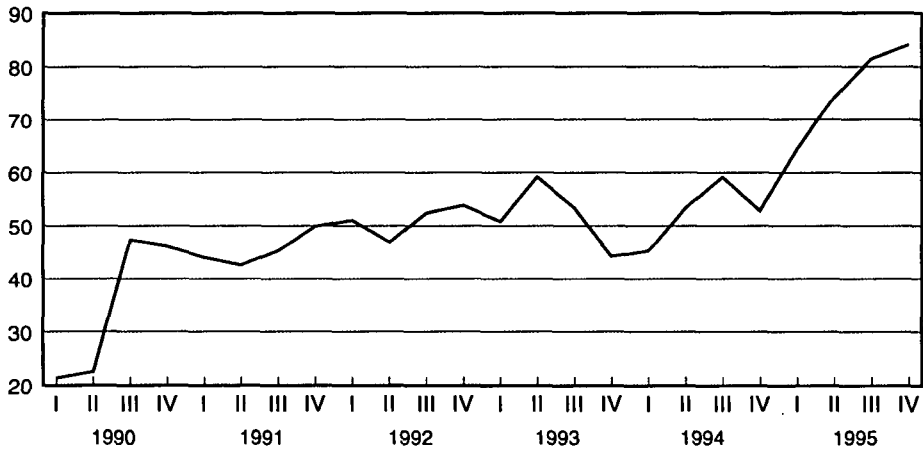
⁸ ניסיונו של מדינות אחרות שעברו ליברליזציה מלאה בחשבון ההון של מאזן התשלומים מלמד רבות בתחום זה. כך למשל עלתה הריבית קצרת הטווח בשוודיה מ־11.5 אחוזים לשנה בתחילת יולי 1992 לכ־500 אחוזים בספטמבר של אותה השנה. עם זאת בנובמבר נאלצו הרשויות לנייד את שער החליפין, תוך פיתוחו של המטבע המקומי. בעקבות הריסון הפיסקלי שבוצע, רמתה של הריבית קצרת הטווח אמנם ירדה, אולם נותרה גבוהה עד לניודו המוחלט של שער החליפין.

⁹ נתון זה מהווה אומדן חסר של האשראי קצר הטווח במטבע חוץ, משום שאינו כולל את האשראי הישיר מחו"ל ואת האשראי הלא מדווח לטווח קצר.

דיאגרמה וי-5-א'

**היחס בין האשראי לטווח קצר במטבע חוץ ליתרות המוסדות המרכזיים¹,
1990 עד 1995**

אחוזים

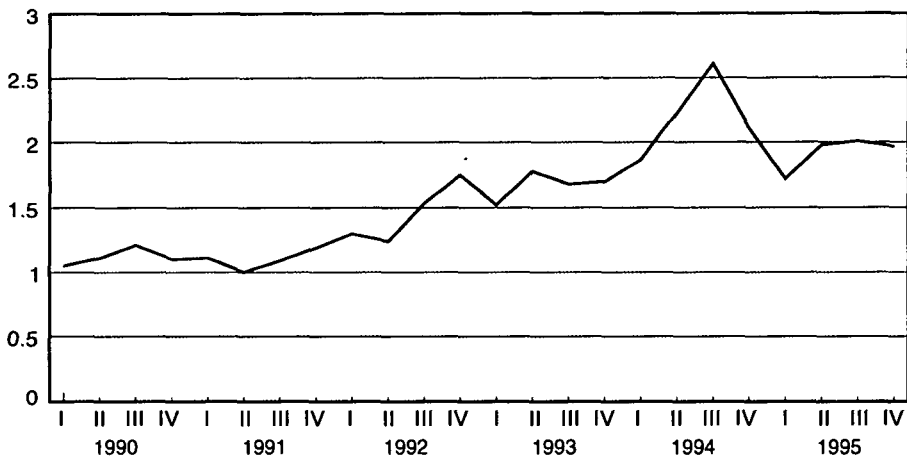


(1) ביתרות לרביע האחרון של 1995 נכלל חלקו של סיוע הממשל האמריקאי שהתקבל בתחילת 1996.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

דיאגרמה וי-5-ב'

**היחס בין נכסים¹ שקליים עד 3 חודשים ליתרות המוסדות המרכזיים²,
1990 עד 1995**



(1) הנכסים מוערכים בשער החליפין שבגבולה העליון של הרצועה. הנכסים הנזילים כוללים את M1 ופיקדונות נושאי ריבית עד 3 חודשים (פח"ק ופז"ק).

(2) ביתרות של הרביע האחרון נכלל חלקו של סיוע הממשל האמריקאי שהתקבל בתחילת 1996.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

במטבע חוץ ניתן להתייחס כאל התאמת הרכב רכושו של הציבור בתגובה לשינוי ציפיות ולרמת ריבית שקלית גבוהה מאשר בעבר – אולם ניתן לראות בנתון זה גם פוטנציאל לרכישות מטבע חוץ לשם סגירת פוזיציות, בעת התייקרותו הצפויה של האשראי במטבע חוץ במונחים שקליים. במקביל להתרחבות המשמעותית של האשראי קצר הטווח במטבע חוץ, נצפתה השנה עלייה של הנכסים השקליים הנזילים, הכוללים פיקדונות נושאי ריבית עד לשלושה חודשים. מלאי נכסים אלו הגיע לכ-10 מיליארדי דולרים, בסוף השנה (דיאגרמה ו'–ב5)¹⁰. זהו ביטוי לאותו לחץ פוטנציאלי, שהוזכר לעיל, על מקורות מטבע החוץ של המוסדות המרכזיים, ויש לכלול בו גם את צורכי המימון של הגירעון בחשבון השוטף. מול לחץ זה עומדים סכומי היתרות של המוסדות המרכזיים, שהגיעו, בפברואר 1996 לכ-9.9 מיליארדי דולרים, וכ-5 מיליארדי דולרים בגין יתרת הערבויות¹¹.

היקפו של הגירעון בחשבון השוטף וההתפתחויות הפיננסיות במהלך השנה, שתוארו לעיל, מדגישים את הצורך הרחוק בצעדי מדיניות, בעיקר פיסקליים, לשם צמצום.

(2) המדיניות המוניטרית, תנועות ההון ושער החליפין

מסוף שנת 1994 נקט בנק ישראל מדיניות מוניטרית מרסנת, אשר התבטאה בריביות ובתשואות (עלויות) שקליות גבוהות מאלו של נכסים (אשראי) במטבע חוץ, שהיו הגורם העיקרי ביבוא ההון לישראל. פערי תשואות אלו מושפעים מהציפיות לשינוי שער החליפין ומהפערים בין הריביות השקליות לריביות במטבע

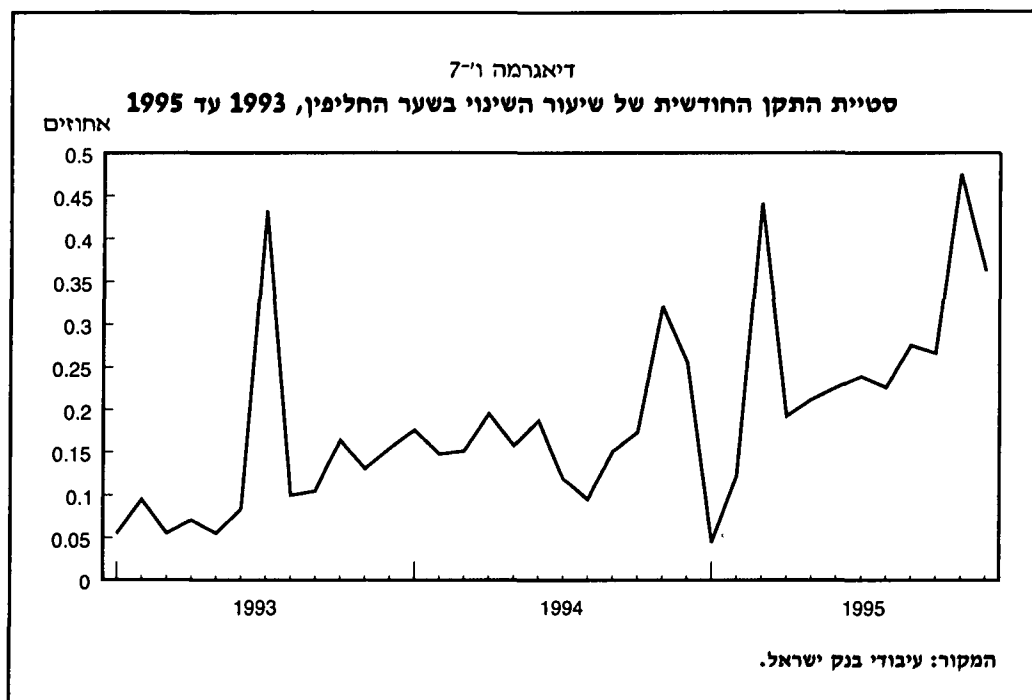


¹⁰ ערך מלאי זה מוערך בשער החליפין של הגבול העליון של רצועת הניר.

¹¹ בהקשר זה ראוי לציין כי מאז שנת 1983 לא ירדו יתרות מטבע החוץ אל מתחת ל-2 חודשי יבוא.

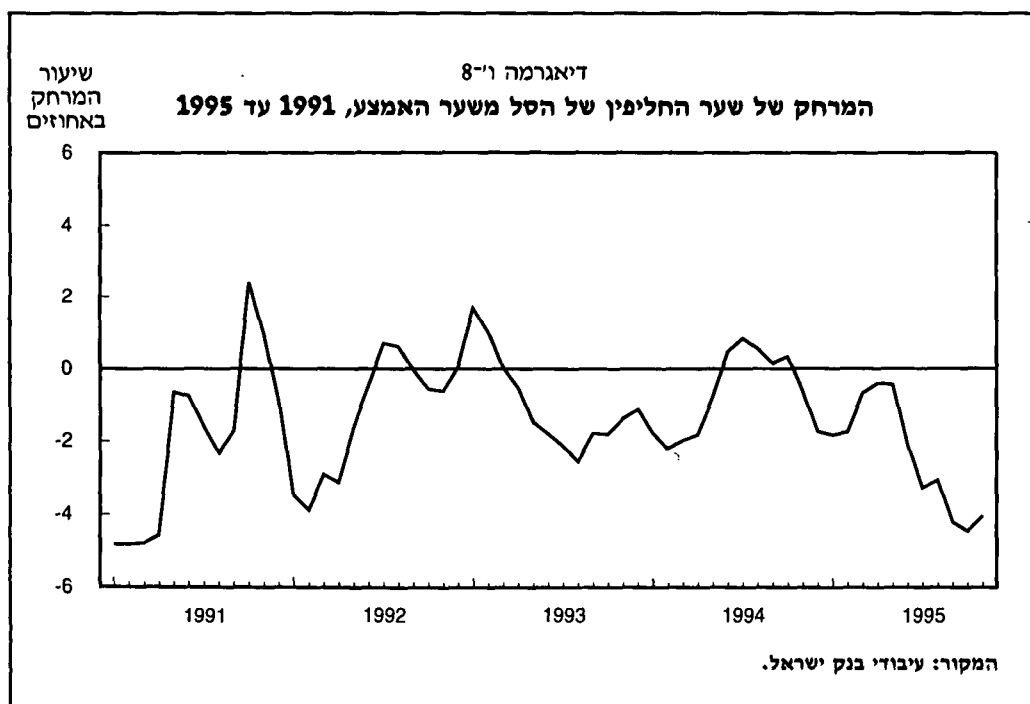
חוץ. נראה כי במחצית השנייה של 1995 פערי התשואות הצפויים, בהנחה ששער החליפין יחזור לשער האמצע בתוך שנה, הצטמצמו ואפילו ירדו לרמה ששררה בין יולי לנובמבר 1994 (לוח ו'-11) ודיאגרמה ו'-6), התקופה שקדמה לגל יבוא ההון. אם בתקופה יולי עד נובמבר 1994 נרשמו רכישות של כ-40 מיליוני דולרים לחודש, ומקורות מטבע החוץ שעמדו לרשותו של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי הגיעו לכ-680 מיליוני דולרים לרביע בלבד – הרי במחצית השנייה של 1995 הגיעו המרות הסקטור הפרטי הלא-פיננסי לכ-400 מיליוני דולרים לחודש, ומקורות מטבע החוץ שעמדו לרשותו הגיעו לכ-2.5 מיליארדי דולרים בממוצע לרביע (לוח ו'-11, סעיף 1). נתונים אלו מלמדים שהתשואות (העלויות) השקליות הצפויות עלו יחסית לתשואות (עלויות) של מטבע חוץ בין שתי התקופות.

פערים בתשואות יכולים לנבוע גם משינויים בפרמיית הסיכון הכרוך בעסקות מטבע חוץ ובפרמיית סיכון המדינה. פרמיית הסיכון הכרוכה בעסקות מטבע חוץ, כפי שהיא נמדדת על ידי שונות שיעור השינוי היומי בשער החליפין, דווקא עלתה (דיאגרמה ו'-7). הקטנת סיכון המדינה היא תהליך שהחל בראשית שנות התשעים, ולכן לא סביר לתלות דווקא בו את השינוי המרכזי שחל במחצית השנייה של 1995. מכאן נובע שלאחר יוני 1995 היו הציפיות לעליית שער החליפין נמוכות מן הציפיות הנגזרות ממיקומו של שער החליפין בתוך הרצועה האלכסונית – מכל מקום, מאלו ששררו עד אז.



ציפיותיו הממותנות של הציבור לעליית שער החליפין במחצית השנייה של 1995 התבססו על הערכתו בדבר הריסון המוניטרי. על רקע נחישותו של בנק ישראל להילחם למניעת האצה אינפלציונית באמצעות העלאת הריבית השקלית והרחבת רצועת הניוד, שלוותה בהצהרת הרשויות בדבר הגמשת קביעתו של שער החליפין בתגובה לכוחות השוק ולתנועות הון לישראל וממנה – העריך הציבור בתקופה

זו כי בנק ישראל יצמצם את התערבותו בשוק מטבע החוץ¹². זאת תוך יתר ניצול של רצועת הנייור של שער החליפין. ואכן, במהלך מחציתה השנייה של 1995 הואט שיעור עליית שער החליפין, מעבר לממדים שהציבור הורגל להם עד אז, ובחודשים מסוימים השקל אף יוסף. כך, למשל, עולה מדיאגרמה ו' 8, כי מאמצע שנת 1992 התמקדו תנודות שער החליפין בתחום עד ל-2 אחוזים מעל שער האמצע ועד ל-3 אחוזים מתחתיו, ואילו ברביע השלישי של 1995, לאחר הרחבת רצועת הנייור ב-2 אחוזים, הגיע שער החליפין גם לרמה הנמוכה בכ-4.5 אחוזים משער האמצע. עם זאת לא השתנה מרחק שער החליפין מגבולה התחתון של הרצועה (בעקבות ההרחבה). נחישותו של בנק ישראל לנקוט מדיניות ריבית גבוהה תרמה ליבוא ההון בדרך נוספת, וזאת משום שכדאיות יבוא ההון למשק מושפעת לא רק מהיקפו של הריסון, אלא גם מן ההתמדה בו: ייתכן שככל שהריסון נתפס בציבור כמתמיד יותר, נחשב היפוכם של פערי הריבית לרחוק יותר. לפיכך מתארכת התקופה שבה יכול הציבור ליהנות מפערי הריבית הקיימים, משקל ההוצאות הקבועות בעסקות יבוא הון קטן וכדאיותן של עסקות אלה גדלה.



(3) תהליך הליברליזציה בשוק מטבע החוץ

במהלך 1995 נמשך התהליך ההדרגתי של הליברליזציה בשוק מטבע החוץ בכלל ובתנועות ההון בפרט. הצעדים שננקטו נועדו, שלא כבשנים עברו, דווקא להקל על יצוא ההון מן הארץ. עיקרם של צעדים אלו

¹² הודעה לעיתונות של משרד האוצר ושל בנק ישראל מ-31.5.1995.

היה הסרת המגבלות שחלו על השקעות ריאליות ופיננסיות של חברות ישראליות בחו"ל. כך, למשל, הוסרו כל המגבלות שחלו על השקעותיהן הריאליות של חברות ישראליות בחו"ל, והגבילו את היקף ההשקעה הריאלית של כל חברה ישראלית בחו"ל ל-40 אחוזים מהונה העצמי. כהשקעה ריאלית הוגדרה, למטרה זו, כל השקעה שבגינה עולה חלקה של החברה הישראלית על 5 אחוזים מהונה של החברה הזרה, וזאת בתנאי שצורך פעילותה של החברה הזרה אינו מתרכז בתחום הפיננסי. השינוי הנ"ל התבצע אמנם באוקטובר 1994, וההשקעות האמורות יכלו להיעשות על בסיס של היתר אישי, שהיה פורמלי וניתן לכל פונה כל עוד הוא עמד בתנאי ההיתר, אולם באפריל 1995 פורסם היתר כללי בנושא זה, ועל פיו עמידתם של הפונים בתנאי ההיתר נבדקת בידי הבנקים המסחריים.

כמו כן הותרו לחברות ישראליות השקעות פיננסיות בחו"ל, ובלבד שהשקעות אלו לא יעלו, בכל עת, על 5 אחוזים ממחזור המכירות שלהן ב-12 החודשים האחרונים, או על 10 אחוזים מהונן העצמי – הסכום הגבוה בין השניים. אולם במגבלה זו נכללו לא רק השקעות פיננסיות בחברות זרות, אלא גם בחברות ישראליות שמניותיהן נסחרות בחו"ל, וכן פיקדונותיהן בחו"ל של חברות ישראליות מייצאות, שעל פי התקנות הקיימות עד אז יכלו להחזיק בחו"ל, בפיקדונות אלו, עד 10 אחוזים מערך היצוא שלהן. לגבי חברות המייצאות את רוב תוצרתן הכללתם של הפיקדונות הנ"ל בהשקעות הפיננסיות לחו"ל אינה אפוא בבחינת שיפור גדול. עם זאת ראוי לציין, כי במתכונתן הנוכחית השוו התקנות החדשות את התנאים בסוגיהן השונים של ההשקעות הפיננסיות בחו"ל.

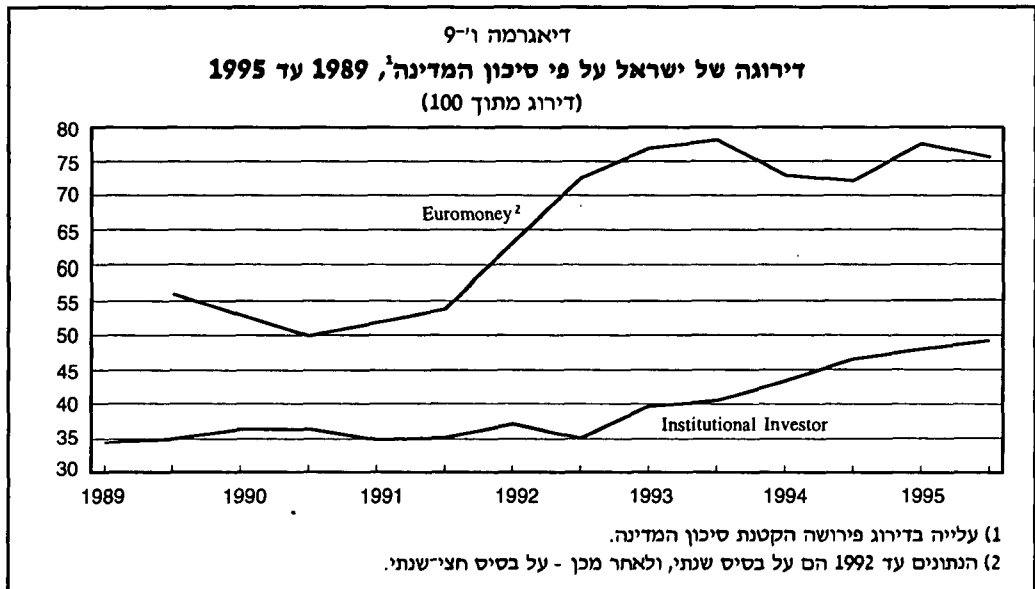
השקעותיהם הפיננסיות של משקי בית בחו"ל מופלות לרעה יחסית לרוב השקעותיהם בשוק ההון המקומי, משום שההשקעות המקומיות פטורות ממס על רווחי ההון, ולא כן ההשקעות בחו"ל.¹³ נראה כי ללא ביטולו של המיסוי המפלה יישארו השקעותיהם הפיננסיות של משקי הבית בחו"ל מצומצמות.¹⁴

שונה המצב לגבי השקעותיו של הסקטור העסקי. רווחי ההון על השקעות פיננסיות, הן בחברות ישראליות והן בחברות זרות, ממוסים; לפיכך השינויים שתוארו לעיל היו אמורים להשתקף בגידול ההשקעות הפיננסיות של חברות ישראליות בחו"ל ב-1995, אולם לא כך היה. מעבר לנטייתם של המשקיעים להעדיף את שוקי ההון המקומיים (home bias), כפי שעולה מעבודות אמפיריות שנעשו בחו"ל, נראה שהריביות המקומיות הגבוהות וההוצאות הכרוכות עדיין בהשקעות הפיננסיות בחו"ל, והופכות אותן ללא כדאיות יחסית להשקעות פיננסיות מקומיות, מנעו את הפירמות הישראליות מלהשקיע בחו"ל. המגבלות החלות על המשקיעים הישראלים, ומחייבות אותם לבצע את השקעותיהם הפיננסיות בחו"ל באמצעות בנקים מקומיים בלבד (סוחרים מוסמכים), מקטינות את כדאיות ההשקעה, בהגדילן את ההוצאות הכרוכות בה בשתי דרכים: למתווכים הפיננסיים המקומיים חסרון יחסי בהשקעות פיננסיות בחו"ל לעומת מתווכים זרים, הן מבחינת המידע על ההתפתחויות בשוקי ההון הזרים והן מבחינת ההתמחות בביצוע עסקאות פיננסיות מסובכות בחו"ל. לפיכך הסיכון הכרוך בייעוץ שלהם לגבי השקעות בחו"ל גבוה מזה של מתווכים זרים, שהם מנועים, כאמור, מלטפל ישירות בהשקעות ישראליות בחו"ל. החסרון היחסי האמור מתבטא גם בהזדקקותם של הבנקים הישראליים לשירותיהם של סוכני בורסה זרים, המביאה לכפל תשלומי עמלות. זאת ועוד, היעדרותם של מתווכים פיננסיים זרים מן הארץ לשם גיוס כספים להשקעות בחו"ל, בגלל המגבלות האמורות, מסייעת לביסוס המעמד המונופוליסטי של הבנקים המסחריים בכל סוגיו של התיווך הפיננסי בארץ.

¹³ ראה דיון בפרק ו' בדוח בנק ישראל לשנת 1994.

¹⁴ בהערכה זו תומכת העובדה שהשקעותיהן הזרות של קופות הגמל, הרשאיות להשקיע בחו"ל עד 2 אחוזים מנכסיהן, מגיעות ל-0.5 אחוזים בלבד מערך נכסיהן, ואף אלו רובן ככולן במניות של חברות ישראליות, שרווחי ההון על החזקת מניותיהן אינם ממוסים.

השנה בא לידי ביטוי ביתר שאת תהליך הקטנת סיכון המדינה, הנשען על ההתפתחויות הפוליטיות באזורנו ועל השיפור הרב בביצועיו של המשק בחמש השנים האחרונות: השקעותיהם הישירות של משקיעים זרים בישראל עלו – לראשונה מאז תחילת הליברליזציה בתנועות ההון – על אלו של ישראלים בחו"ל. ההערכה בדבר הקטנת פרמיית סיכון המדינה נתמכת גם בהשקעות משמעותיות של משקיעים זרים באיגרות חוב ממשלתיות מסוג "גלבוע", צמודות לדולר, בריבית המשתנה אחת ל-6 חודשים על בסיס השינויים החלים בריבית הדולרית בשווקים הבינלאומיים. ערך ה"גלבוע" המוחזק בידי זרים (כולל רווחי הון) גדל מכ-14 מיליוני דולרים בסוף 1994 לכ-140 מיליונים בסוף שנת 1995.¹⁵ כיוון שאיגרות אלו צמודות, כאמור, למטבע חוץ, הסיבה היחידה לגידולה של כראיות החזקתן בידי משקיעים זרים היא הקטנת סיכון המדינה. גם המירווח בהנפקה ללא ערבויות, מעבר לריבית המקבילה על איגרות החוב של הממשל האמריקאי, לא עלה בהרבה על זה של הנפקת איגרות החוב במסגרת הערבויות, וגם זאת אינדיקציה למצבה הטוב יחסית של ישראל בשוקי ההון הבינלאומיים.¹⁶ אבחנה זו נתמכת, בין השאר, בהפחתת הפרמיה – בתחילת 1996 – המשולמת על גיוס הון במסגרת מפעל ה-Bonds, מעבר לריבית על שטרות האוצר האמריקאי, ובתנאים הנוחים שהשיגה הממשלה בגיוס הראשון במסגרת הערבויות ב-1996. הערכות אלו בדבר הקטנת סיכון המדינה של ישראל מתבטאות גם בנתונים על דירוג מדינות שונות על פי מידת הסיכון המאפיינת אותן (דיאגרמה ו'-9). מנתונים אלו עולה, כי בתחילת שנות התשעים חל, כאמור, שיפור משמעותי במעמדה של ישראל בשווקים הבינלאומיים.



¹⁵ המקור: בנק ישראל, מחלקת הפיקוח על מטבע חוץ.

¹⁶ ברמת הריביות הדולריות השוררת בשוקי ההון הבינלאומיים בתחילת 1996 הייתה הפרמיה הנוספת אמורה להשתקף בירידה של מחיר ההנפקה בכ-1.5 אחוזים.

לוח ו' - 12

הלוואות לזמן ארוך ובינוני, 1991 עד 1995

1995	1994	1993	1992	1991	
(מיליוני דולרים, מחירים שוטפים)*					
3,138	4,804	3,963	2,395	2,777	1. סך כל תקבולי ההלוואות
2,184	3,630	3,286	1,775	1,712	א. הסקטור הציבורי
1,054	1,123	1,164	1,197	966	מזה: מילווה העצמאות והפיתוח
753	2,402	2,010	0	400	אג"ח בערבות ממשלת ארה"ב
0	0	0	0	0	הלוואות ממשלת ארה"ב
98	87	82	359	237	ממשלות זרות אחרות
280	18	30	219	109	הלוואות ממשלתיות אחרות
953	1,174	677	620	1,064	ב. הסקטור הפרטי הלא-פיננסי
2,219	2,224	1,925	1,882	2,217	2. סך כל פירעון ההלוואות
1,513	1,560	1,265	1,110	1,046	א. הסקטור הציבורי
641	706	516	435	401	מזה: מילווה העצמאות והפיתוח
282	270	244	212	170	אג"ח בערבות ממשלת ארה"ב
243	248	235	236	233	הלוואות ממשלת ארה"ב
174	145	140	140	112	ממשלות זרות אחרות
173	191	131	87	130	הלוואות ממשלתיות אחרות
706	664	660	771	1,171	ב. הסקטור הפרטי הלא-פיננסי
918	2,580	2,038	513	560	3. סך כל ההלוואות נטו
672	2,069	2,021	664	666	א. הסקטור הציבורי
413	417	648	761	565	מזה: מילווה העצמאות והפיתוח
471	2,132	1,766	-212	230	אג"ח בערבות ממשלת ארה"ב
-243	-248	-235	-236	-233	הלוואות ממשלת ארה"ב
-76	-58	-58	219	125	ממשלות זרות אחרות
107	-173	-101	132	-21	הלוואות ממשלתיות אחרות
247	510	17	-151	-106	ב. הסקטור הפרטי הלא-פיננסי

* ההפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים.

(1) לא כולל את תנועות ההון של מערכת הבנקאות.

(2) כולל החלפת חוב ישן באיגרות חוב בערבות ממשלת ארה"ב בכ"80 מיליוני דולרים.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

ב. תנועות ההון

סעיף זה מתייחס לתנועות הון מדווחות בלבד. מאז הליברליזציה בתנועות ההון, חלק לא מבוטל מהן אינו מדווח, או מדווח בפיגור, ולכן נכלל למעשה בסעיף הטעויות וההשטות. עם זאת לא ברור באיזו מידה לשייך את הסעיף הזה לתנועות הון, ובאיזו מידה – לטעויות במדידת הגירעון בחשבון השוטף; לפיכך יתבסס הדיון להלן בעיקר על תיאורן של תנועות ההון המדווחות. מכל מקום, התייחסות לבעיית הרישום בחשבון השוטף אינה סותרת את ההערכה כי חלק משמעותי של הטעויות וההשטות מבטא תנועות הון לא מדווחות.

(1) תנועות ההון של הסקטור הציבורי

תנועות ההון נטו של הסקטור הציבורי לטווחים ארוך, בינוני וקצר מצביעות השנה על יצוא הון בן כ-500 מיליוני דולרים, לעומת יבוא הון בן כ-2.1 וכ-2.3 מיליארדים בשנים 1994 ו-1993, בהתאמה. זאת משתי סיבות עיקריות: מצד אחד יבוא ההון לטווח ארוך ובינוני היה נמוך יחסית לשנתיים הקודמות, ומחצד האחר נרשם השנה יצוא הון משמעותי לטווח הקצר (כ-1.2 מיליארדי דולרים), לעומת יבוא הון כמעט אפסי ב-1994 ויבוא בן כ-260 מיליוני דולרים ב-1993 (לוח ו'-2).

יצוא ההון קצר הטווח הוא תוצאה של יצוא הון בן 230 מיליוני דולרים, המשקף גידול (נטו) של נכסי המוסדות המרכזיים בחו"ל – ואילו הסכום הנותר כ-950 מיליוני דולרים, משקף רישום שנועד לאזן מבחינה חשבונאית את רישומו של מלוא סכום הסיוע של הממשל האמריקאי בסעיף ההעברות החד-צדדיות, אף שכ-950 מיליוני דולרים מתוכו נתקבלו רק בפברואר 1996. על פי שיטת הרישום הכפול זוכה הסקטור הציבורי בסעיף ההעברות החד-צדדיות בסכום הנ"ל, ובמקביל הוא חויב ביצוא הון בסעיף תנועות ההון קצרות הטווח, כאילו חלקו של הסיוע שעוכב ניתן כאשראי לממשלת ארה"ב. בהעדר הרישום הכפול האמור הצביעו תנועות ההון של הסקטור הציבורי על יבוא הון (נטו) בסך של 450 מיליוני דולרים.

הפער ביבוא ההון לטווח הארוך והבינוני בין 1995 ל-1994 משקף בעיקר את ירידתו של גיוס ההון ברוטו, משום שפירעון ההלוואות ארוכות הטווח של הסקטור הציבורי נע במשך כל אחת מהשנתיים האחרונות סביב 1.5 מיליארדי דולרים (לוח ו'-12). גיוס ההון ברוטו הסתכם השנה בכ-2.2 מיליארדי דולרים, לעומת כ-3.6 מיליארדים ב-1994, וכך הסתכם יבוא ההון (נטו) לטווח הארוך והבינוני השנה בכ-670 מיליוני דולרים, לעומת כ-2.1 מיליארדים ב-1994. בניכוי הקדמת גיוס של 750 מיליוני דולרים ממכסת הערביות של 1995 בסוף 1994 לא חרג גיוס ההון ברוטו השנה מזה של 1994, למרות אי ניצולו של סכום בן 750 מיליוני דולרים ממכסת הערביות של 1995. הסיבה לכך נעוצה בתחלופה שהייתה השנה בין גיוס ההון במסגרת הערביות לגיוס הון ממקורות אחרים: במהלך השנה גויסו כ-530 מיליוני דולרים ממקורות חדשים, מתוכם כ-250 מיליונים במסגרת הנפקת איגרות חוב סחירות ל-10 שנים ללא ערבבויות של הממשל האמריקאי וכ-275 מיליוני דולרים דרך "קונסורציום" של בנקים זרים לתקופות שבין 2.5 ל-5 שנים. להתנהגות זו של הממשלה יש היגיון כלכלי רב, משום שהיא מכינה את התשתית של גיוס הון בשווקים הבינלאומיים לקראת התקופה שלאחר ניצולן המלא של הערבבויות – כדי להימנע ממצוקה, שתאלץ אותה לגייס אז במחיר גבוה יחסית.

תרומתו של הסקטור הציבורי לשינוי ביתרות מטבע החוץ של המוסדות המרכזיים הייתה השנה שלילית, והסתכמה בכ-820 מיליוני דולרים – התפתחות המשקפת בעיקר את ניצול כספי ערבבויות למתן אשראי לסקטור העסקי (לוח ו'-13).

לוח ו'-13

מאזן התשלומים של הסקטור הציבורי
ושל הסקטור הפרטי, 1991 עד 1995

1995	1994	1993	1992	1991	
(מיליוני דולרים, מחירים שוטפים)*					
הסקטור הציבורי					
361	419	669	1,731	1,540	1. החשבון השוטף ¹
672	2,069	2,021	664	666	2. תנועות ההון
1,032	2,488	2,690	2,396	2,206	3. החשבון הבסיסי
-1,210	-79	-7	-4	0	4. יבוא ההון הישיר לזמן קצר
					5. תנועות ההון של
-268	836	-1,906	-26	196	הבנקים עבור הסקטור הציבורי
-374	-1,769	1,367	332	-327	6. טעויות והשמטות
					7. השפעת הסקטור הציבורי על
820	-1,477	-2,144	-2,698	-2,075	יתרות מטבע החוץ של המוסדות המרכזיים (עלייה מצויינת במינוס)
הסקטור הפרטי					
-4,414	-2,795	-1,669	-1,605	-2,185	1. החשבון השוטף
1,559	638	131	-1,225	-509	2. תנועות ההון לזמן ארוך ובינוני
-2,855	-2,157	-1,538	-2,830	-2,694	3. החשבון הבסיסי
995	-104	-567	-125	466	4. יבוא ההון הישיר לזמן קצר
					5. תנועות ההון של הבנקים
1,305	-2,066	2,429	-1,033	-566	עבור הסקטור הפרטי
2,524	2,919	-988	78	547	6. טעויות והשמטות
					7. השפעת הסקטור
-1,968	1,407	664	3,911	2,248	הפרטי על יתרות מטבע החוץ של בנק ישראל (עלייה מצויינת במינוס)
6,382	1,388	1,005	-2,306	-63	8. יבוא ההון הנגזר של הסקטור הפרטי (8=-7-1)

* ההפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים.

1) החשבון השוטף בסקטור הציבורי שונה מזה המופיע בלוח ו'-2, בגלל תיקון בגין מקדמות ביטחוניות.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבורי בנק ישראל.

לקראת סוף השנה, על רקע פערי העלויות בין מקורות מימון שקליים למקורות מימון במטבע חוץ, החלה הממשלה לממן את הגירעון המקומי בתקציבה באמצעות המרות מטבע חוץ בבנק ישראל, בעקבות הסרת המגבלות שהטיל הממשל האמריקאי על השימוש בכספי הערבויות, ובמקביל נרשמה הקטנה בגיוס ההון הישיר בשוק המקומי. מנקודת ראותה של הממשלה בלבד זהו לכאורה מימון זול יותר, אולם התנהגות זו אינה מפנימה את הוצאות המימון בדיעבד של הסקטור הציבורי המאוחד. מימון הגירעון של הסקטור הציבורי בדיעבד הוא תוצאה לא רק של מדיניות הממשלה, אלא גם של מדיניות בנק ישראל ושל התנהגות הסקטור הפרטי. בהעדר יבוא הון יכלו המרות מטבע החוץ של הממשלה לשמש את הסקטור הפרטי הלא-פיננסי למימון הגירעון בחשבון השוטף. כרם בגלל יבוא ההון שאפיין את השנה ורצונו של בנק ישראל לשמור על רמת ריביות גבוהה גדרו המרות הממשלה גידול של החוב הפנימי בעקבות עיקור השפעתן המרחיבה על בסיס הכסף. גיוס ההון בידי הממשלה מחו"ל פעל לגידול החוב החיצוני, אולם כנגדו גדלו יתרות מטבע החוץ של בנק ישראל, ולכן החוב החיצוני נטו לא השתנה. כך בדיעבד, גירעון הסקטור הציבורי מומן על ידי גידול בחוב הפנימי ולא בחוב החיצוני. צורת מימון זו יקרה, מבחינת הסקטור הציבורי המאוחד, ממימון ישיר בשוק ההון המקומי, מאחר שהוצאות המימון כוללות במקרה זה גם את הפער בין הריבית על התוספת לחוב החיצוני ברוטו לבין הריבית הנמוכה יותר שמתקבלת על התוספת ליתרות מטבע החוץ, ולכן היה עדיף לגייס הון ישירות בשוק המקומי.

(2) תנועות ההון של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי

2.א. תנועות ההון לטווח הארוך והבינוני

יבוא ההון נטו של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי לטווח ארוך ובינוני הגיע בשנת 1995 לכ-1.6 מיליארדי דולרים, לעומת כ-640 מיליונים ב-1994 (לוח ו'-2). רכיביו העיקריים הם ההלוואות הישירות מחו"ל, שהסתכמו במהלך השנה בכ-250 מיליוני דולרים (לוח ו'-12), ההשקעות הישירות וההשקעות הפיננסיות, שהגיעו השנה לכ-780 ולכ-500 מיליוני דולרים (נטו) בהתאמה (לוח ו'-14). לעומת זאת שיקף יבוא ההון ב-1994 בעיקר נטילת אשראי מחו"ל בכ-500 מיליוני דולרים, ואילו ההשקעות הישירות והפיננסיות הסתכמו בכ-130 מיליונים בלבד. זאת משום שבאותה שנה חלק ניכר מההשקעות הישירות והפיננסיות של זרים בישראל – כ-600 מיליוני דולרים – קוזזו במידה ניכרת על ידי השקעותיהם הפיננסיות והישירות (נטו) של ישראלים בחו"ל, שהגיעו לכ-480 מיליונים. היקפן החריג של ההלוואות בשנת 1994 משקף בעיקר נטילת הלוואות גדולות (כ-560 מיליוני דולרים) בידי חברות מובילות במשק, שלא יכלו לקבלן מבנקים מקומיים מפת מגבלת "הלוואה הבודד", המונעת מבנק מקומי להלוות ללווה יחיד סכום העולה על 15 אחוזים מההון העצמי שלו.

ההשקעות הישירות מצביעות השנה על יבוא הון של כ-780 מיליוני דולרים במהלך השנה. התפתחות זו משקפת השקעות ישירות של זרים בארץ, שהגיעו לרמת שיא של כ-1.6 מיליארדי דולרים (נטו) (לוח ו'-14), והשקעות ישירות של ישראלים בחו"ל בכ-830 מיליוני דולרים (נטו). לראשונה מאז 1991, עלו השקעותיהם הישירות של הזרים בארץ על אלה של ישראלים בחו"ל (דיאגרמה ו'-10). התפתחות זו מצביעה על שינוי יסודי בדעתם של המשקיעים הזרים על כדאיות ההשקעות בישראל – כנראה על רקע הפעילות המשקית הערה בשנים האחרונות והשינויים הפוליטיים באזורנו, שהקטינו, כאמור, את הסיכון הכרוך בהן. מתוך סך ההשקעות הישירות של משקיעים זרים בארץ כ-170 מיליוני דולרים משקפים השקעות במקרקעין, וכ-800 מיליונים נוספים הם השקעות שהוגדרו כריאליות, משום שהן הפכו את המשקיעים הזרים לבעלי עניין בחברות מקומיות. כ-500 מיליוני דולרים מתוך הסכום האחרון קשורים

לוח ו' - 14

השקעות תושבי חוץ בישראל והשקעות ישראלים בחוץ לארץ, 1991 עד 1995

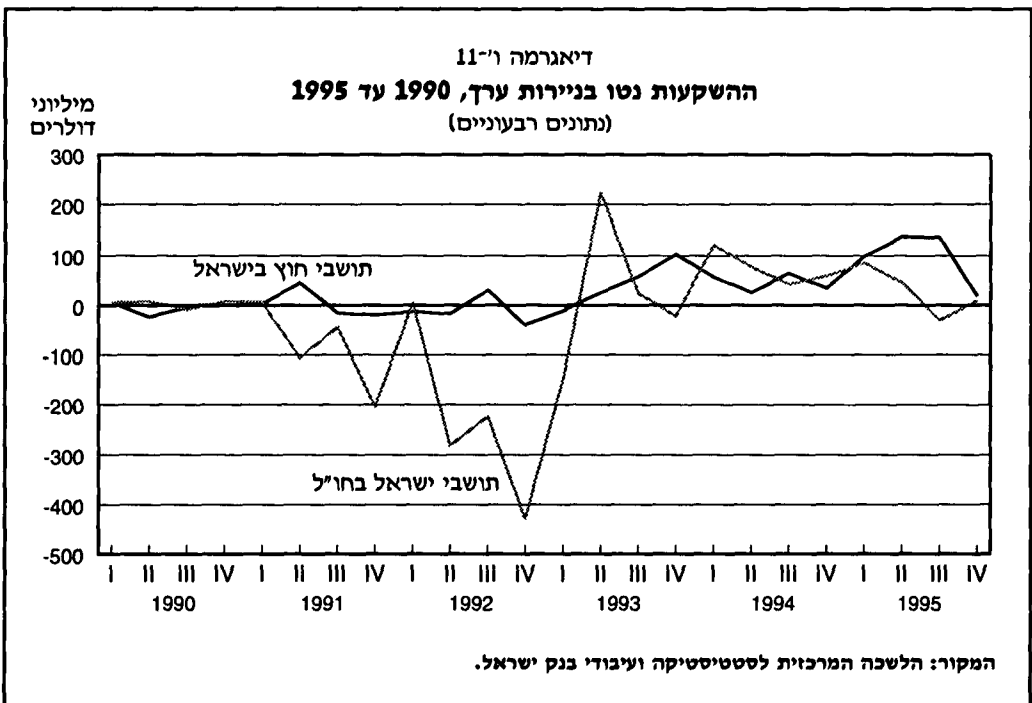
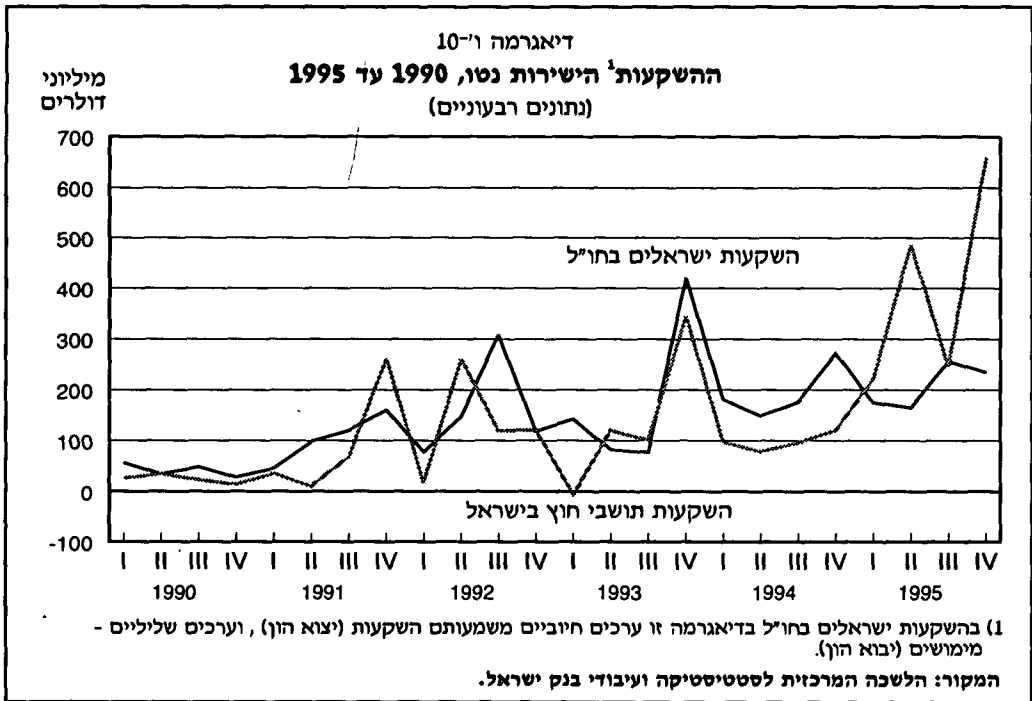
1995	1994	1993	1992	1991	
(מיליוני דולרים, מחירים שוטפים)*					
3,705	1,642	5,707	1,231	587	1. השקעות תושבי חוץ
					א. השקעות בניירות ערך
1,819	991	4,847	387	103	הרשומים בבורסה בתל אביב
1,861	623	841	824	508	ב. השקעות ישירות
0	0	2	3	1	ג. איגרות מלווה עצמאות ופיתוח ¹
-12	-9	-8	-11	-44	ד. בסחורות
37	36	26	28	19	ה. השקעה חוזרת של רווחים
1,675	1,038	4,951	727	221	2. מימוש השקעות של תושבי חוץ
1,426	808	4,671	422	88	א. השקעות בניירות ערך
249	230	281	305	134	ב. השקעות ישירות
2,030	604	756	504	366	3. השקעות תושבי חוץ (נטו)
393	183	176	-35	15	מזה: א. השקעות בניירות ערך (נטו)
1,611	393	560	519	375	ב. השקעות ישירות (נטו)
1,565	1,544	2,786	2,087	1,355	4. השקעות של ישראלים בחו"ל
648	737	2,039	1,424	926	א. השקעות בניירות ערך
917	807	747	663	428	ב. השקעות ישירות
847	1,068	2,144	510	586	5. מימוש השקעות של ישראלים בחו"ל
761	1,039	2,118	497	581	א. השקעות בניירות ערך
86	29	26	13	5	ב. השקעות ישירות
718	476	641	1,577	769	6. השקעות של ישראלים בחו"ל (נטו)
-113	-302	-79	926	345	א. השקעות בניירות ערך (נטו)
831	778	721	651	423	ב. השקעות ישירות (נטו)
1,312	128	114	-1,073	-403	7. השקעות פרטים מחו"ל נטו (6)-(3)
506	485	255	-961	-330	מזה: א. השקעות בניירות ערך (נטו)
781	-385	-160	-132	-49	ב. השקעות ישירות (נטו)
-122	569	809	341	-83	8. ניירות ערך זרים שבידי הבנקים ²
1,433	-442	-695	-1,414	-320	9. סך ההשקעות מחוץ לארץ (נטו) (8)-(7)

* הפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים.

(1) פירעונות של בונדס לצורך השקעה בבורסה.

(2) כולל השקעות בחוץ לארץ בידי מערכת הבנקאות.

המקור: הפיקוח על מטבע חוץ בבנק ישראל, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.



לעסקאות בחברות מובילות בארץ ("כור", "כי"ל" ו"בזק"). ניתן אפוא לומר שלפחות כ-700 מיליוני דולרים מתוך סך השקעות של כ-1.6 מיליארדי דולרים אשר בוצעו בידי משקיעים זרים בארץ, הן השקעות הקשורות להחלפת בעלות בין בעלים מקומיים לזרים.

במקביל להשקעות ישירות, השקיעו השנה גורמים זרים בניירות ערך ישראלים הנסחרים בבורסה של תל אביב כ-400 מיליוני דולרים (נטו). המשקיעים הישראלים, בניגוד למשקיעים הזרים, מימשו השנה השקעות פיננסיות בבורסה המקומית, כפי שעולה מנתונים על קרנות הנאמנות, המצביעים על פדיונות (נטו) לאורך השנה הנסקרת כולה. (ראה פרק ז'). במימושים אופיינו גם השקעותיהם הפיננסיות של המשקיעים הישראלים בחו"ל, שתרמו ליבוא ההון (נטו) למשק כ-110 מיליוני דולרים, המשך תהליך שהחל כבר ב-1993 (דיאגרמה ו'-11).

כך הסתכם השנה יבוא ההון למשק בעקבות השקעות בניירות ערך (לא כולל ניירות של חברות ישראליות הנסחרים בחו"ל) בכ-500 מיליוני דולרים.

ב.2. תנועות ההון לטווח הקצר

יבוא ההון (נטו) קצר הטווח של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי לישראל אפיין את השנה כולה. התפלגותו במהלכה הייתה אחידה, על פני שתי מחציות השנה, והוא הסתכם בכמיליארד דולרים (לוח ו'-15). בסכום זה נכלל גידול בן כ-330 מיליוני דולרים של האשראי קצר הטווח מחו"ל הקשור לסחר החוץ. התרחבות של אשראי זה משקפת נטילת אשראי ספקים מחו"ל בידי יבואנים ישראלים בכ-120 מיליוני דולרים (נטו) ופירעון (נטו) של אשראי שנטלו זרים מיצואנים ישראלים בסך 210 מיליונים. אשראים אלה תלויים בהיקפן של עסקות יבוא ויצוא יותר מאשר בפערים בין התשואות (העלויות) השקליות לתשואות (העלויות) במטבע חוץ. כמו כן לא תלוי בפערים אלה היקף ההנפקות של חברות ישראליות בחו"ל, שאף הן מהוות חלק מיבוא ההון קצר הטווח לארץ. ההנפקות בחו"ל הגיעו השנה לכ-310 מיליוני דולרים; לפיכך מתוך סך יבוא ההון לטווח קצר, של כמיליארד דולרים, במהלך 1995 כ-640 מיליונים מבטאים יבוא הון שרגישותו לפערי התשואות (עלויות) דלעיל מוגבלת, ורק כ-360 מיליוני דולרים משקפים תנועות הון הרגישות לפערים אלו.

(3) תנועות ההון של מערכת הבנקים

יבוא ההון של מערכת הבנקים הסתכם השנה בכמיליארד דולרים (לוח ו'-16), ושיקף גיוס (נטו) של מקורות מטבע חוץ בחו"ל – בין השאר, למימון התרחבות בת כ-3.7 מיליארדי דולרים של האשראי המקומי קצר הטווח במטבע חוץ. התרחבות זו מומנה גם באמצעות צבירת מקורות מטבע חוץ כתוצאה מעסקות החלף עם בנק ישראל, ובמשיכת פיקדונות בנקאיים במטבע חוץ מבנק ישראל. משיכה זו ביטאה בחלקה את המשך הקטנתה של חובת הנוזלות על פיקדונות הציבור במטבע חוץ בבנקים המסחריים הישראליים ואת הפחתת הריבית שמשלם בנק ישראל על פיקדונותיהם של בנקים מסחריים במטבע חוץ. התפתחות יבוא ההון בידי הבנקים לא היתה אחידה במהלך השנה: במחציתה הראשונה הוא הסתכם בכ-2 מיליארדי דולרים, ואילו במחציתה השנייה היינו עדים ליצוא הון של כמיליארד דולרים (דיאגרמה ו'-12 ולוח ו'-16). זאת, כנראה, בעקבות הנהגת עסקות ההחלף, באוגוסט 1995; אלה סיפקו לבנקים מטבע חוץ ממקורות מקומיים להמשך המימון של התרחבות האשראי במטבע חוץ ללקוחות מקומיים. גם ב-1994 משכו הבנקים פיקדונות במטבע חוץ מבנק ישראל, וזאת בסך כ-1.8 מיליארדי דולרים – אך בהעדר מימוש מקומי הביאו המשיכות אז ליצוא הון (נטו) בסך 1.2 מיליארדי דולרים.

לוח ו'-15

מאזן התשלומים של הסקטור הפרטי, 1994 עד 1995

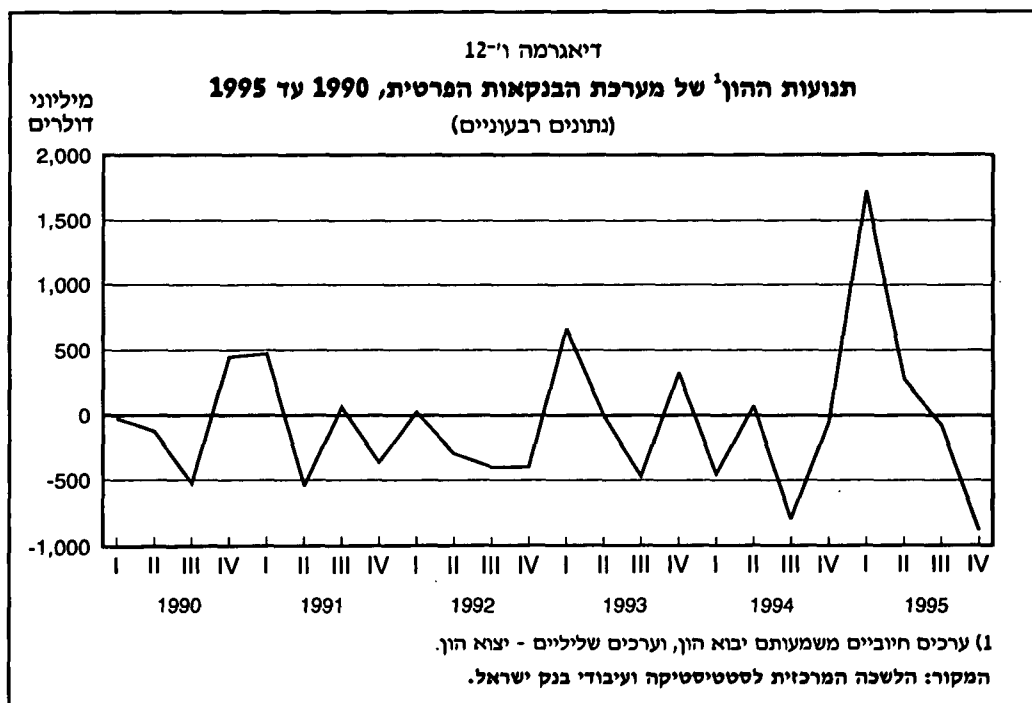
1995				1994			
IV	III	II	I	IV	III	II	I
(מיליוני דולרים, מחירים שוטפים)*							
-1,261	-1,338	-805	-1,010	-340	-870	-1,026	-559
							1. החשבון השוטף ¹
							2. תנועות ההון לזמן ארוך ובינוני
594	116	510	338	-65	83	349	271
							(יבוא הון מצוין בפלוס)
-667	-1,222	-295	-672	-405	-787	-677	-288
							3. החשבון הבסיסי
268	201	344	182	-520	159	145	111
							4. יבוא ההון לזמן קצר
							5. תנועות ההון של הבנקים עבור
-805	84	304	1,721	880	-795	78	-2,227
							הסקטור הפרטי
923	760	315	526	37	640	244	1,998
							6. טעויות והשמטות
							7. השפעת הסקטור הפרטי על יתרות מטבע החוץ
281	178	-669	-1,758	8	783	210	406
							(עלייה מצוינת במינוס)
980	1,160	1,474	2,768	332	87	816	153
							8. יבוא ההון הנגזר של הסקטור הפרטי
-1,251	-1,347	-756	-789	-356	-868	-1,012	-576
							9. החשבון השוטף של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי
							10. השפעת הסקטור הפרטי הלא-פיננסי על
-1,119	-1,279	-1,662	-2,105	-273	126	64	-268
							יתרות מטבע החוץ (עלייה מצוינת במינוס)
							11. מקורות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי
2,371	2,626	2,418	3,094	629	743	948	844
							הלא-פיננסי (10-9-11) ²

* ההפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים.

(1) החשבון השוטף מותאם לעסקאות מזוהות בין שני הסקטורים, ועל כן שונה מזה המופיע בלוח ו'-2.

(2) יבוא ההון של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי והאשראי שנטל מהבנקים המקומיים במטבע חוץ.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.



כל יבוא ההון של מערכת הבנקאות ב־1995 התרכז, כאמור, במחצית הראשונה של השנה, ומוסבר במשיכת פיקדונות מחו"ל בתחילתה, שכן בסעיף האחר של נכסי הבנקים בחו"ל – האשראי לתושבים זרים (לוח ו'16) – נרשמה עלייה מסוימת. עלייה זו משקפת, בין השאר, אשראי שניתן למשקיעים זרים לשם רכישת שליטה בחברות ישראליות. יבוא ההון השנה משקף גם עלייה בסעיף ההתחייבויות שהתבטאה בעיקר בסעיף הפיקדונות של תושבי חוץ. במחצית השנייה של השנה התהפכו, כאמור, תנועות ההון של הבנקים. יצוא ההון שנצפה בתקופה זו שיקף את העלייה בפיקדונות בנקאיים בחו"ל ברביע האחרון של השנה.

החל מ־1993 אנו עדים לצמצום מתמשך של הפער בין ריבית ה־Libor (דיאגרמה ו'13), המשקללת על פי משקלות הסל, שהיא הריבית הנמוכה יחסית, לריבית המשקללת על פי אותן המשקלות ונגבית בידי הבנקים המקומיים על אשראי במטבע חוץ – הריבית הגבוהה יחסית. ריבית ה־Libor היא ריבית בסיסית בשווקים הפיננסיים בחו"ל, ולה שני מאפיינים: היא אינה כוללת פרמיה בגין סיכון מדינה, ונקבעת בתנאי תחרות. לעומת זאת משקפת הריבית שגובים הבנקים המקומיים על אשראי במטבע חוץ את מידת התחרות בשוק המקומי ואת עלות המקורות במטבע חוץ שהבנקים מגייסים לשם מתן אשראי, עלות התלויה בסיכון המדינה. הצטמצמות הפער בין שתי הריביות האלה, הפועלת להגברת יבוא ההון לישראל, תומכת בהערכות הן בדבר הקטנת סיכון המדינה והן בדבר התגברות התחרות בתיווך הפיננסי בארץ. זאת בעקבות גישתם של לוויים ישראלים – בעיקר חברות גדולות – לשוקי ההון הבינלאומיים, על רקע הליברליזציה בתנועות ההון. כמו כן משקפת הקטנת עלות המקורות של הבנקים במטבע חוץ גם את התהליך של הקטנת חובת הנוזלות על פיקדונות הציבור במטבע חוץ.

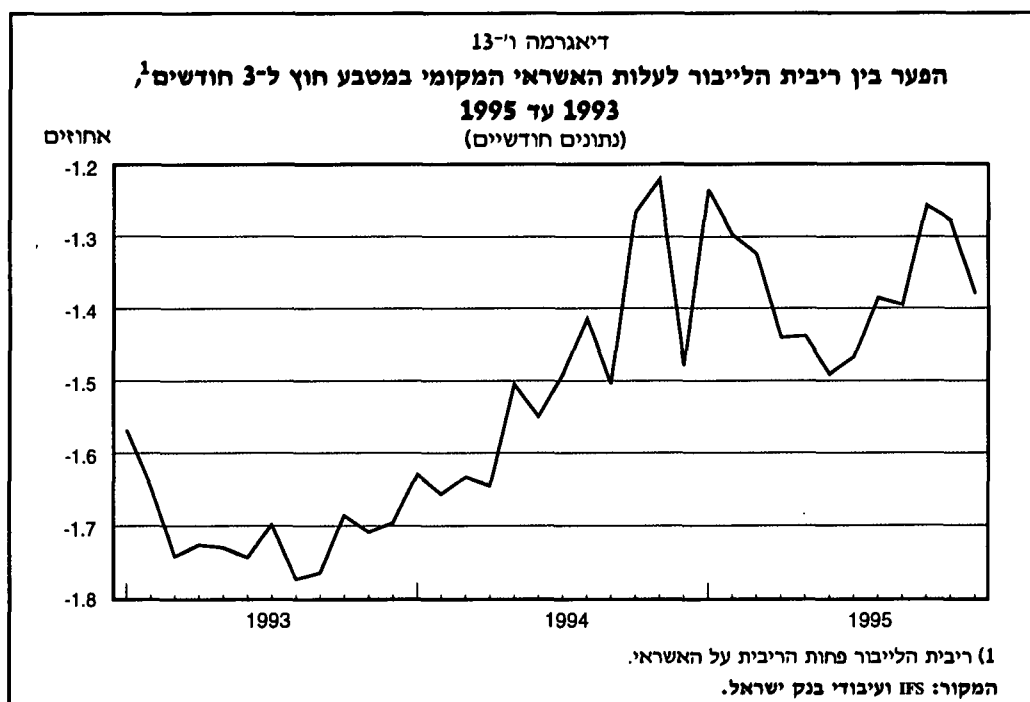
לוח ו-16

רכיבי תנועות ההון של מערכת הבנקאות, 1991 עד 1995

1995									
IV	III	II	I	1995	1994	1993	1992	1991	
(מיליוני דולרים, מחירים שוטפים)*									
396	-14	278	544	1,204	975	285	940	151	1. שינויים בהתחייבויות החוץ
150	-114	18	326	380	-7	-138	-126	-376	פיקדונות והלוואות של בנקים ורים
257	78	305	490	1,130	1,265	277	573	527	פיקדונות תושבי חוץ
1	-3	-1	-4	-7	-8	-8	-8	-26	איגרות חוב
-36	-9	-33	18	-60	14	-0	255	0	פיקדונות אחרים
24	34	-10	-287	-240	-289	155	245	26	התאמות למאזן התשלומים
1,281	71	5	-1,162	195	2,191	-237	1,998	521	2. שינויים בנכסי מערכת הבנקאות בחו"ל
1,287	72	23	-1,130	252	1,781	-1,438	1,120	683	פיקדונות בחו"ל
23	-27	-31	343	307	170	273	285	-94	הלוואות לורים
-77	1	11	-15	-80	573	793	334	-86	ניירות ערך ורים
47	27	2	-359	-284	-333	134	259	18	התאמות למאזן התשלומים
-885	-85	274	1,706	1,009	-1,216	522	-1,059	-370	3. התחייבויות מערכת הבנקאות לחו"ל נטו (1-2)

* ההפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.



ג. החוב החיצוני והיתרות

בסוף שנת 1995 הגיע החוב החיצוני נטו של המשק – לאחר הוספת חלקו של הסיוע של הממשל האמריקאי – לכ-18.3 מיליוני דולרים, לאחר עלייה בת 600 מיליוני דולרים במהלכה¹⁷. זאת לאחר התרחבות נוספת בת מיליארד דולרים במהלך 1994.

היקפו של הגירעון בחשבון השוטף, כ-4.1 מיליארדי דולרים, מצביע על האפשרות כי חישוב החוב המתבסס על חובות מדווחים בלבד הוא אומדן חסר. בהנחה שהגירעון בחשבון השוטף נמדד נכונה, ולאחר ניכוי ההשקעות נטו שבוצעו בישראל במהלך השנה (כולל השקעות פיננסיות), ניתן לומר כי החוב החיצוני גדל בשנת 1995 בכ-2.8 מיליארדי דולרים. סביר אפוא שגידולו של החוב בפועל הוא בין 2.8 מיליארדי דולרים לבין 600 מיליונים, ולפיכך יש להתייחס בספקנות מסוימת לירידה של יחס החוב לתוצר (התוצר המקומי הגולמי) מכ-23.2 אחוזים ב-1994 לכ-22.1 אחוזים ב-1995. נוסף על כך ממותן יחס זה כתוצאה מעלייתם של מחירי התוצר המקומי מעבר לשיעור עליית שער החליפין של הדולר – בכ-4 אחוזים – במהלך השנה, ולא ברור אם עלייה יחסית זו תתמיד. כדי להתגבר על בעיית הדיוק במדידת החוב החיצוני נהוג גם להתייחס למדד נוסף, האמור לאמוד את כושרו של המשק לשאת בנטל ההתרחבות של החוב החיצוני. מדד זה הוא היחס בין הגירעון בחשבון השוטף לתוצר הלאומי הגולמי. מהנתונים שבדיאגרמה ו-14 עולה כי המשק עבר השנה את הרמה של 1984.

¹⁷ נתוני החוב החיצוני תוקנו רטרואקטיבית בידי הלמ"ס ב-1995. בעקבות תיקונים אלו גדל החוב החיצוני בכמיליארד דולרים יחסית לדיווחים שקדמו לתיקון. כל המדדים לשנת 1995 שבהם מופיע החוב החיצוני חושבו על בסיס ההנחה כי בשנה זו התקבל הסיוע של הממשל האמריקאי במלואו.

לוח ו' - 17

נכסים והתחייבויות של המשק הישראלי לחוץ לארץ, 1993 עד 1995

1995	1994	1993	
(מיליוני דולרים, מחירים שוטפים)*			
44,284	41,150	36,919	1. ההתחייבויות ברוטו של המשק ¹
23,045	22,117	19,860	א. הממשלה
5,891	5,172	4,488	ב. הסקטור הפרטי הלא-פיננסי
15,349	13,861	12,572	ג. הבנקים
25,067	23,430	20,093	2. הנכסים ברוטו ²
8,158	6,795	6,384	א. יתרות בנק ישראל
530	542	669	ב. נכסים במוסדות כספיים אחרים
2,757	2,967	2,578	ג. אשראי של יצואנים לחו"ל
13,622	13,126	10,462	ד. נכסי מערכת הבנקאות
19,217	17,721	16,826	3. ההתחייבויות נטו (2-1=3)
4,547	3,951	3,611	4. החוב השוטף ברוטו ³
2,285	1,889	1,743	א. החוב הקצר של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי
0	0	0	ב. החוב הקצר הממשלתי הישיר
2,262	2,062	1,868	ג. לפירעון בתוך השנה הבאה (ז"א+בינוני)
-6,898	-6,353	-6,020	5. החוב השוטף נטו 2 (ג2'-ב2'-א2'-4=5)

* הפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים. יתרות לסוף תקופה.

(1) נתוני החוב בלוח זה תואמים את אלה שפורסמו ע"י הלמ"ס. בתחילת 1993 שונו ההגדרות של חובות הבנקים ונכסיהם עלידי בנק ישראל. הואיל ולא נעשה שינוי מקביל בנתוני הלמ"ס, יש פער בין נתוני המפקח על מטבע חוץ לנתוני הלמ"ס.

(2) הנתון ל-1995 אינו כולל את יתרת הסיוע של הממשל אמריקאי שהתקבלה הפברואר 1996.

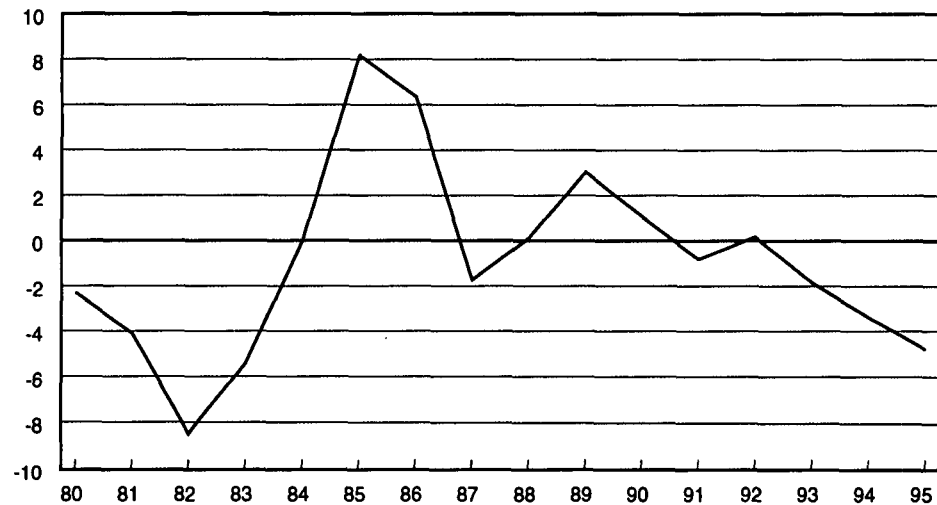
(3) החוב השוטף של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי והסקטור הציבורי.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

דיאגרמה ו'14

היחס בין העודף בחשבון השוטף לתוצר הלאומי, 1980 עד 1995

(נתונים שנתיים)



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

ומתקרב לרמה שנצפתה ב־1983. לעומת שני המדרים דלעיל יחס החוב החיצוני ליצוא הוא מדר שאינו לוקה בחסרון של מידת הפרמננטיות במחיר היחסי, שכן גם המונה וגם המכנה הם במונחים דולריים. עם זאת גם הוא לוקה בבעיית אמידת החסר של החוב החיצוני. על פי הנתונים הרשמיים ירד יחס זה מכ־70 אחוזים ב־1994 לכ־62 אחוזים השנה, התפתחות המצביעה, לכאורה, על שיפור יכולת החזר החוב החיצוני של המשק, אולם כאמור יש להתייחס לשיפור זה בספקנות, כי ייתכן שחלק מיבוא ההון אינו נרשם כהלכה.

גידול החוב החיצוני הסתכם, כאמור, בכ־600 מיליוני דולרים. כיוון שבחוב החיצוני של הסקטור הציבורי נרשמה ירידה בת כ־1.4 מיליארדי דולרים, נזקק כל הגידול בחוב החיצוני לחובת מערכת הבנקים והסקטור הפרטי הלא־פיננסי, ומשקף בעיקר את התרחבותו של האשראי במטבע החוץ. מאחר שההתחייבויות נטו של הסקטור הציבורי ושל הבנקים לחו"ל מדווחות היטב, סביר להניח כי את הפער בין גידול החוב המדווח לגידול החוב בפועל יש לזקוף לסקטור הפרטי הלא־פיננסי. החוב החיצוני רובו לטווח ארוך ובינוני, ומתוכו כ־12 אחוזים עומדים לפירעון בשנת 1996 (לוח ו'1-2).

הנכסים (ברוטו) במטבע חוץ של המוסדות המרכזיים הגיעו בסוף השנה לכ־8.7 מיליארדי דולרים, לעומת כ־7.3 מיליארדים בסוף 1994 (לוח ו'17). עליית היתרות הייתה קטנה יחסית להיקפן חסר התקדים של המרות הציבור, שהסתכמו, כאמור, בכ־6.2 מיליארדי דולרים. זאת מפני משיכת פיקדונות במטבע חוץ מבנק ישראל הן בידי הבנקים המסחריים – בשל הקטנת שיעורי הנזילות על פיקדונות הפיצויים והפחתת הריבית שבנק ישראל משלם עליהם – והן בידי הממשלה. כספים אלו מימנו, את התרחבותו של האשראי במטבע חוץ ללווים מקומיים. להקטנת היתרות פעלו גם עסקות החלף בין מטבע חוץ לשקלים, שהנהיג בנק ישראל לשם ספיגת הנזילות השקלית העודפת במשק, תוצאת המרות מטבע החוץ של הציבור. למרות ההרעה במאזן התשלומים והמשך גידולו של החוב החיצוני, השתקף גידול היתרות בעליית מספר חודשי היבוא המכוסה בהן מכ־2.3 לכ־2.8 (לוח ו'1-4).

לוח ו'-18

אינדיקטורים לנטל החוב החיצוני, 1991 עד 1995

	1995	1994	1993	1992	1991	
	(מיליוני דולרים, מחירים שוטפים)*					
1.	2,898	2,391	2,150	2,314	2,418	תשלומי הריבית על החוב החיצוני ברוטו
2.	1,587	1,011	1,109	1,446	1,575	תקבולי הריבית מהנכסים במטבע חוץ
3.	1,312	1,380	1,041	867	843	תשלומי הריבית על החוב החיצוני נטו
4.	93	210	214	185	145	שירותי הון אחרים (נטו)
5.	2,219	2,224	1,925	1,882	2,217	סך כל פירעון הקרן
6.	3,624	3,814	3,181	2,934	3,205	סך כל שירותי החוב נטו
			(אחוזים)			
7.	7.0	7.5	5.9	5.5	5.7	הריבית כאחוז מהחוב החיצוני נטו ¹
8.						תשלומי הריבית כאחוז מההכנסה לרשות המשק ²
9.	1.4	1.7	1.5	1.2	1.3	הריבית נטו כאחוז מהיצוא ³
10.	4.7	5.7	4.8	4.3	4.8	שירותי החוב נטו כאחוז מהיצוא ³
11.	12.9	15.7	14.5	14.6	18.3	שירותי החוב נטו כאחוז מהיצוא ³
	10.4	12.2	11.1	10.9	13.2	וההעברות
12.						שירותי החוב נטו כאחוז מהתוצר הגולמי
	4.2	5.2	4.9	4.5	5.5	

* ההפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים.

(1) מחושב לפי החוב כפיגור של חצי שנה.

(2) הכנסה לרשות המשק מוגדרת כאן כתוצר הלאומי (בדולרים) + ההעברות החד-צדדיות נטו למשק.

(3) היצוא פו"ב בניכוי יצוא שירותי הון. המדדים האחרים הכוללים יצוא בלוח זה מבוססים על אותה הגדרה.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח ו'-נ'-1

היצוא התעשייתי לפי ענפים ראשיים, 1993 עד 1995,

העלייה או הירידה (-) לעומת השנה הקודמת								
בכמות			במחיר					
1995	1994	1993	1995	1994	1993	1995	1994	
(אחוזים)			(מיליוני דולרים)					
-5.5	11.6	4.0	14.4	-1.1	-8.5	304	281	כרייה וחציבה
2.1	5.4	10.3	7.0	-0.6	-10.3	611	559	מזון, משקאות וטבק
9.3	8.5	0.9	0.7	0.8	-4.6	729	662	טקסטיל
-8.9	6.2	7.9	9.9	2.8	-8.0	274	274	הלבשה
-1.2	20.7	5.6	-2.3	-1.3	-2.3	31	32	עור ומוצריו
14.2	-24.2	11.8	8.8	4.7	-3.7	58	47	עץ ומוצריו
18.4	29.9	-17.0	16.3	-0.4	-2.4	61	44	נייר ומוצריו
9.3	8.1	-0.8	5.9	-3.3	-2.0	51	44	דפוס והוצאה לאור
23.6	24.2	11.7	8.1	-5.2	-4.4	747	559	גומי ופלסטיקה
6.5	15.0	27.9	4.1	-3.7	-5.9	2,456	2,217	כימיקלים וזיקוק נפט
42.0	83.4	15.4	5.0	-3.2	-5.1	76	51	מינרלים אל-מתכתיים
31.7	48.0	-8.8	16.8	3.1	-4.6	192	125	מתכת בסיסית
12.9	12.8	11.5	6.6	1.4	-0.6	506	421	מוצרי מתכת
3.8	36.1	3.8	9.9	-0.5	1.0	950	833	מכונות וציוד
								רכיבים אלקטרוניים, מכונות
12.3	8.5	39.1	3.4	-0.3	-4.0	1,097	945	למשרד ומחשבים
								ציוד תקשורת, בקרה
-1.1	17.5	33.3	3.7	1.3	-1.6	2,468	2,407	פיקוח וציוד רפואי
26.9	-0.5	0.1	2.7	4.5	-2.1	321	246	מנועים וציוד חשמלי
-24.5	6.2	36.2	5.7	0.2	0.1	731	916	כלי הובלה
8.4	-1.2	2.5	1.6	0.5	3.7	565	513	תכשיטים, חפצי חן וצורפות
-4.7	27.8	-9.1	3.9	1.1	-1.4	92	93	שונות
3.7	13.9	19.5	5.4	-0.6	-3.5	12,322	11,272	סה"כ ללא יהלומים מלוטשים
10.0	24.5	2.7	2.3	-3.6	10.5	4,922	4,375	יהלומים מעובדים ברוטו
5.4	16.7	14.9	4.5	-1.5	-0.1	17,244	15,646	סך כל היצוא התעשייתי

(1) על בסיס רישום היצוא פו"ב.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח ו'-נ'-2

מבנה החוב נטו באחוזים, 1991 עד 1995
(נתונים לסוף תקופה)*

1995	1994	1993	1992	1991	
100	100	100	100	100	סך החוב נטו
					1. לפי לוויים
75	83	76	76	66	א. הסקטור הציבורי ¹
25	17	24	24	34	ב. הסקטור הפרטי
16	12	11	14	17	1. הסקטור הפרטי הלא-פיננסי
9	4	13	10	17	2. מערכת הבנקאות
					2. לפי מלווים
29	32	33	37	37	א. הסקטור הציבורי בחו"ל ²
151	148	136	129	126	ב. הסקטור הפרטי הלא-פיננסי בחו"ל ³
-80	-80	-69	-65	-63	ג. מערכת הבנקאות בחו"ל ⁴
					3. לפי מועדים לפדיון ⁵
134	140	134	134	127	א. ארוך ובינוני
12	13	12	12	11	מזה: פירעון בתוך שנה
-34	-40	-34	-34	-27	ב. קצר

* ההפרשים בסיכומים נובעים מעיגולים.

(1) הממשלה ובנק ישראל. מנתון זה לא נוכתה יתרת הסיוע האמריקאי שהתקבלה בפברואר 1996.

(2) כולל ממשלות זרות ומוסדות בין-לאומיים.

(3) בעיקר פוקדונות תושבי חוץ ואיגרות מילווה העצמאות והפיתוח, והחל בשנת 1988 גם אג"ח בערבות ממשלת ארה"ב.

(4) כולל את יתרות מטבע החוץ של המשק ואת ההלוואות של בנקים זרים ושלוחות חו"ל של בנקים ישראליים לגורמים ישראליים.

(5) החוב הקצר מוגדר כחוב שמועד פירעונו בתוך שנה, יתר החוב הוא לזמן ארוך ובינוני.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח ו'-נ'-3

ממוצע שיעור הריבית על ההלוואות הדולריות, שהתקבלו במשך השנה, 1991 עד 1995
(אחוזים)

1995	1994	1993	1992	1991	
					הסקטור הציבורי
6.9	6.5	5.2	5.6	7.8	לטווח בינוני
7.1	7.7	6.8	6.9	6.8	לטווח ארוך
					הסקטור הפרטי
6.2	5.6	4.0	4.8	6.8	לטווח קצר
6.8	5.6	4.8	5.3	7.5	לטווח בינוני
7.1	7.0	5.0	4.6	6.0	לטווח ארוך

המקור: בנק ישראל, הפיקוח על מטבע חוץ.

לוח ו'-נ'-4

יתרות בנק ישראל והמוסדות המרכזיים, 1980 עד 1995
(מיליוני דולרים, מחירים שוטפים)

שנה	רביע	יתרות המוסדות המרכזיים (ממוצע)	יתרות המוסדות המרכזיים (סוף תקופה)	יתרות בנק ישראל (ממוצע)	יתרות בנק ישראל (סוף תקופה)	חודשי יבוא ה"מכוסים" ביתרות המוסדות המרכזיים
1980			3,526		3,394	
1981			3,814		3,542	
1982			4,312		3,836	
1983		4,102	3,804	3,864	3,694	3.4
1984		3,497	3,377	3,369	3,098	2.8
1985		2,927	3,816	2,828	3,719	2.4
1986		4,074	4,891	3,825	4,703	3.3
1987		5,576	5,994	5,335	5,924	3.7
1988		5,643	4,789	5,487	4,091	3.3
1989		5,689	6,168	5,484	5,330	3.3
1990		5,763	6,916	5,563	6,316	3.1
1991		7,027	6,855	6,792	6,298	3.4
1992		6,362	5,665	6,213	5,131	2.9
1993		5,687	7,053	5,502	6,384	2.3
1994		6,338	7,337	6,140	6,795	2.4
1995		8,825	8,688	8,591	8,158	2.8
1991	I	6,899	7,948	6,689	7,200	3.4
	II	7,825	7,859	7,555	7,164	3.7
	III	7,169	7,330	6,911	6,632	3.4
	IV	6,216	6,855	6,014	6,298	2.9
1992	I	6,517	6,809	6,373	6,252	3.0
	II	7,161	7,064	7,011	6,521	3.3
	III	6,109	6,136	5,961	5,609	2.7
	IV	5,662	5,665	5,506	5,131	2.5
1993	I	5,018	6,311	4,834	5,749	2.1
	II	5,869	5,625	5,706	5,159	2.4
	III	5,122	6,225	4,983	5,733	2.1
	IV	6,738	7,053	6,484	6,384	2.7
1994	I	6,473	7,267	6,238	6,841	2.5
	II	6,499	6,535	6,345	6,049	2.5
	III	5,711	6,170	5,529	5,709	2.1
	IV	6,670	7,337	6,449	6,795	2.4
1995	I	8,261	9,386	8,041	8,947	2.8
	II	9,476	9,205	9,305	8,780	3.1
	III	8,885	9,392	8,645	8,839	2.8
	IV	8,678	8,688	8,375	8,158	2.6

(1) יתרות המוסדות המרכזיים (ממוצע תקופתי).

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.