

התפתחויות במימון הגירעון בחשבון השוטף בחמש השנים האחרונות

אשר גרוסברג - מחלקת הפיקוח על מטבע חוץ

הצורך במימון חיצוני מוגדר כגירעון בחשבון הסחורות, השירותים וגורמי הייצור (דהיינו הגירעון בחשבון השוטף) למעט ההעברות השוטפות - שהן ההעברות החד-צדדיות נטו - שאותן אנו רואים כחלק ממקורות המימון.

המשק הישראלי ממשיך להזדקק למימון חיצוני בהיקף ניכר, אף שהגירעון בחשבון השוטף הלך ופחת מאז אמצע העשור. משנת 1996 ועד

תום המחצית הראשונה של 2000 (התקופה הנסקרת) הסתכם הצורך של המשק במימון חיצוני בכ-41 מיליארדי דולרים, ובמוצע שנתי - בכ-9.1 מיליארדים. אף על פי כן פחת החוב החיצוני נטו של המשק באותה תקופה בכ-9 מיליארדי דולרים. לתופעה זו, של ירידה בחוב החיצוני

נטו למרות קיומו של גירעון, היינו עדים בכל אחת מחמש

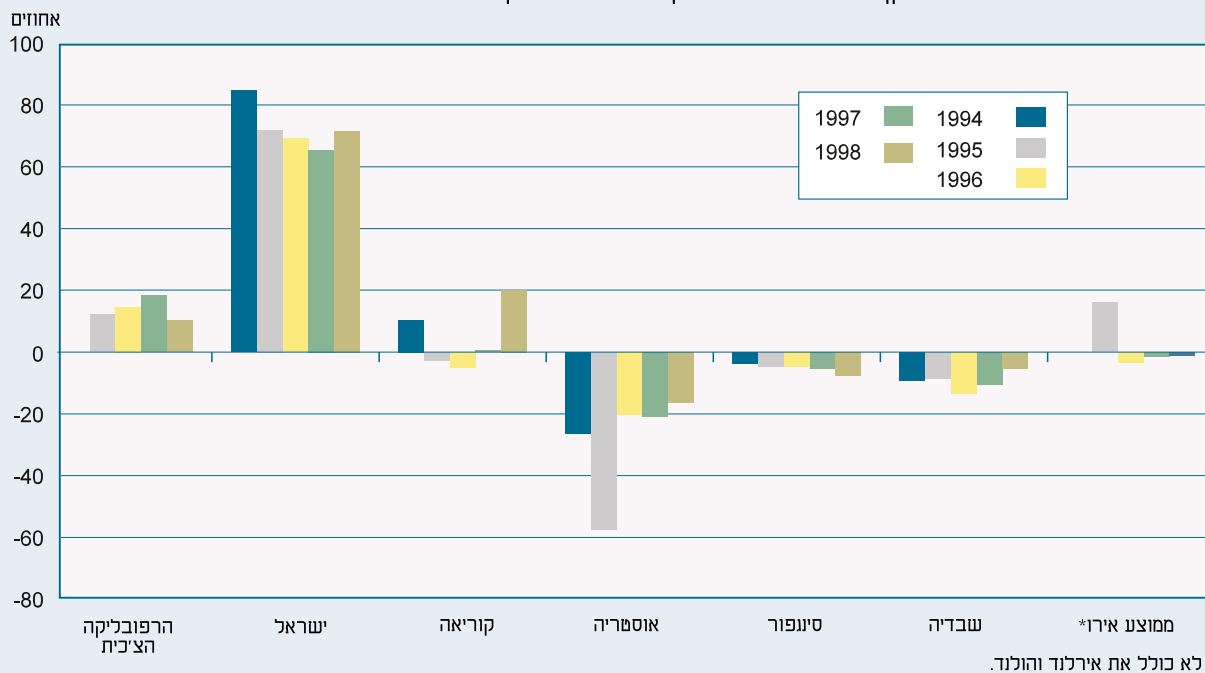
החוב החיצוני נטו של המשק פחת בתקופה הנסקרת, למרות קיומו של גירעון משמעותי - הודות להיקף ניכר של העברות והשקעות מחו"ל, שאינן יוצרות חוב.

ההשקעות של תושבי חוץ במניות ישראליות, שהיו זניחות עד אמצע העשור, הפכו בתקופה הנסקרת למקור מימון חשוב - כשליש מסך מקורות המימון.

שיעור הגירעון של ישראל באחוזי תמ"ג הוא חריג בהשוואה בין-לאומית, אך כך גם שיעור ההעברות מחו"ל, שמימנו חלק ניכר מהגירעון. לעומת זאת, שיעור ההשקעות של תושבי חוץ בתמ"ג אינו גבוה בהשוואה למדינות אחרות, וגם מגמת גידולן אינה ייחודית לישראל.

ההסבר לירידת החוב החיצוני נטו נעוץ בהיקף הגבוה של שני מקורות מימון חיצוניים, שאינם יוצרים חוב - ההעברות מחו"ל וההשקעות של תושבי חוץ במשק.

דיאגרמה 1
חלקן של ההעברות במימון מהעברות והשקעות. 1994 עד 1998



השנים האחרונות, לרבות מחצית השנה הנסקרת. ההסבר לירידת החוב החיצוני נטו נעוץ בהיקף הגבוה של שני מקורות מימון חיצוניים, שאינם יוצרים חוב - ההעברות מחו"ל וההשקעות של תושבי חוץ במשק. מאחר שהיקפן של אלה עלה על צורכי המימון, שימש חלק מהן להגדלת נכסי המשק בחו"ל, ובכך הקטין את החוב החיצוני נטו.

ההעברות השוטפות והעברות ההון נטו עבור הסקטור הציבורי הסתכמו בתקופה הנסקרת בכ-36 מיליארדי דולרים, וכיסו כ-89 אחוזים מצורכי המימון של המשק. העברות ההון נטו לסקטור הפרטי, ההשקעות הישירות והשקעות תושבי חוץ בתיק למסחר במניות של

חברות ישראליות, הנסחרות בארץ ובחו"ל ושאינן נסחרות, הסתכמו בתקופה זו בכ-16 מיליארדי דולרים, ונטו - בניכוי ההשקעות של תושבי ישראל במניות של חברות זרות - ב-14 מיליארדים. ההיקף המצטבר של ההעברות השוטפות וההשקעות נטו מחו"ל, לסקטור הפרטי והציבורי - מקורות שאינם מגדילים, כאמור, את החוב החיצוני - הסתכם אפוא בכ-50 מיליארדי דולרים. ההפרש בין סכום זה לצורכי המימון במהלך התקופה, 9 מיליארדי דולרים, שימש להקטנת החוב החיצוני נטו של המשק.

למרות עודף המקורות, מהעברות שוטפות ומהשקעות, על צורכי המימון, גייס המשק בתקופה הנסקרת הלוואות נטו מחו"ל בהיקף של כ-5 מיליארדי דולרים. הלוואות אלו, יחד עם עודף המקורות האמורים, הגדילו במהלך התקופה הנסקרת, בכ-14 מיליארדי דולרים, את יתרות מטבע החוץ שבידי בנק ישראל, שהן חלק מנכסי המשק בחו"ל.

התופעה של נטילת הלוואות מחו"ל, למרות עודף המקורות שעמדו לרשות המשק, אפיינה את פעילות המגזר הציבורי והפרטי גם יחד. במגזר הציבורי נמשכה התופעה לאורך התקופה כולה, אף שהיא נחלשה מאז 1999. היא

נבעה בעיקר מרצונה של הממשלה לנצל את מסגרת הערבויות של ממשלת ארה"ב (בעבר), וכן לחזק את נוכחותה של ישראל בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים לצורך גיוס הון בעתיד. עודף המקורות במטבע חוץ משתקף גם בגידול פיקדונות של הממשלה במטבע חוץ בבנק ישראל, פיקדונות שעשויים לסייע במימון הגירעון התקציבי בעתיד. במגזר הפרטי ניתן

להבחין בין שתי תקופות: עד אמצע שנת 1997 היה תמריץ ללוות במטבע חוץ - מפני הפער בין שקלים למטבע חוץ בעלות המימון הנומינלית וההערכה שהסיכון לפיחות חד בשער השקל הוא נמוך. המגזר הפרטי אכן נטל הלוואות (נטו) מחו"ל אף כי הוא נהנה מעודף מקורות שעמדו לרשות

למרות עודף המקורות, מהעברות שוטפות ומהשקעות, על צורכי המימון, גייס המשק בתקופה הנסקרת הלוואות נטו מחו"ל בהיקף של כ-5 מיליארדי דולרים.

המשק כתוצאה מהעברות והשקעות של תושבי חוץ. כל זמן שבנק ישראל התערב בשוק מטבע החוץ (בהתאם למדיניות שער החליפין) ורכש מטבע חוץ מהציבור הביאה התופעה לגידולן של היתרות, כך שגידול החוב של המגזר הפרטי נטו קוזה על ידי גידול הנכסים של המגזר הציבורי. מאז שנת 1998 בנק ישראל אינו מתערב בשוק מטבע החוץ, ולפיכך גידול ההשקעות הזרות, שהתבטא בעודף המימון של המגזר הפרטי, מקטין את החוב נטו של סקטור זה.

בפרספקטיבה ארוכת טווח מימן המשק את הגירעון בעיקר באמצעות העברות שוטפות והעברות הון - מקור שהיה יציב למדי. החידוש העיקרי במקורות המימון בתקופה הנסקרת הוא בהשקעות של תושבי חוץ במניות ישראליות; אלה היו זניחות עד אמצע העשור, ובתקופה הנסקרת הפכו למקור מימון חשוב - כשליש מסך המקורות. מקור חדש זה הוא תוצאה של התפתחויות רבות בעולם ובישראל, ובפרט של תהליכי הגלובליזציה והליברליזציה, של ההתפתחות המואצת בענפי הטכנולוגיה העילית בישראל ושל האטרקטיביות שלה בעולם.

מהשוואה בין-לאומית עולה, כי הן שיעורו של הצורך במימון מהתמ"ג והן שיעורן של ההעברות מחו"ל (העברות שוטפות והעברות הון) בסך המקורות החיצוניים, חריגים בישראל בהשוואה למדינות אחרות. גודלם מוסד בעיקר בסיוע הביטחוני מארה"ב, המממן יבוא ביטחוני ממנה, וגם בסיוע מיהדות העולם, בהעברות של עולים ובסיוע

האזרחי מממשלת ארה"ב. לעומת זאת שיעוריהן של השקעות תושבי חוץ בכלל ושל ההשקעות הישירות בפרט בתמ"ג אינם גבוהים אצלנו בהשוואה למדינות אחרות, וגם מגמת גידולן במהלך התקופה הנסקרת אינה ייחודית לישראל.

לוח 1: המקורות למימון הגירעון בחשבון הסחורות, השירותים וגורמי הייצור, 1996 עד יוני 2000
(מיליוני דולרים)

מחצית א' 1996 עד 06/2000	2000	1999	1998	1997	1996	
40,268	3,742	8,205	7,036	9,711	11,574	1. הגירעון בחשבון הסחורות, השירותים וגורמי הייצור
-615	-1,204	-1,566	-528	1,438	1,244	2. ההפרשים הסטטיסטיים $(2 = 1 - 4 + 6)$ ¹
40,883	4,946	9,771	7,563	8,272	10,330	3. הצורך במימון $(3 = 1 - 2)$
55,148	4,921	10,679	9,287	17,472	12,789	4. סך כל מקורות המימון $(4 = 4.1 + 4.2 + 4.3)$
30,230	3,165	6,620	6,727	6,773	6,946	4.1. ההעברות השוטפות נטו ²
6,026	534	1,309	1,254	1,536	1,393	4.2. העברות ההון
14,113	2,734	3,668	2,169	3,145	2,396	4.3. ההשקעות הישירות וההשקעות הפיננסיות במניות
50,369	6,433	11,597	10,149	11,454	10,735	4.4. סך כל ההעברות וההשקעות $(4.4 = 4.1 + 4.2 + 4.3)$
4,779	-1,512	-919	-863	6,018	2,053	4.5. נטילת חוב נטו ³ (ההלוואות ⁴ והפיקדונות)
4,615	760	-23	1,103	1,025	1,750	הסקטור הציבורי
164	-2,272	-896	-1,966	4,994	304	הסקטור הפרטי
9,486	1,487	1,826	2,586	3,182	405	5. עודף המקורות מהעברות ומהשקעות $(5 = 4.4 - 3)$
1,655	-350	284	677	1,194	-150	הסקטור הציבורי
7,830	1,837	1,542	1,909	1,987	555	הסקטור הפרטי
14,264	-25	907	1,723	9,200	2,458	6. עודף המימון = העלייה ביתרות בנק ישראל $(6 = 4 - 3)$

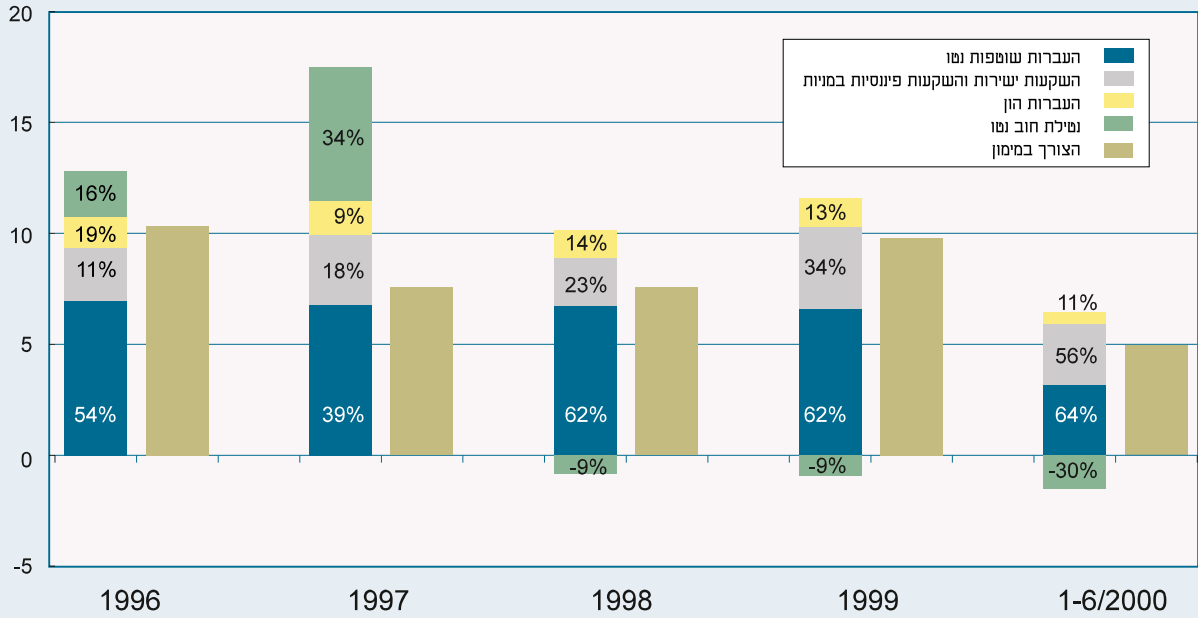
1) ההפרשים הסטטיסטיים מופחתים מהגירעון לשם חישוב הצורך במימון.
2) לאחר תיקון בגין מועד קבלת הסיוע האזרחי מארה"ב.
3) ללא הפרשי שערים וללא ריבית נצברת.
4) אשראי ואיגרות חוב.

המקור: הגירעון בחשבון הסחורות, השירותים וגורמי הייצור - הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. שאר הנתונים - הפיקוח על מטבע חוץ.

דיאגרמה 2

הצורך של המשק במימון חיצוני ומקורות המימון, ינואר 1996 עד יוני 2000

מיליוני דולרים



* הצורך של המשק במימון חיצוני מוגדר כנירעון בחשבון הסחורות, השירותים וגורמי הייצור, בניכוי ההפרשים הספטימיים.

