

# THE LANDAU REPORT

גיליון מס. 129

## החוליה החסרה: סודו של השקל החזק ..... ומה ניתן, וצריך, לעשות בנדון?

חלק 2: המגזר החיצוני של ישראל והשפעתו על שער החליפין:

פרק א: הגרעון המסחרי  
פרק ב: מגזר השירותים  
פרק ג: החשבון השוטף  
פרק ד: חשבון ההון והחשבון הפיננסי

כדי לחקור את מה שהשתבש בשוק המט"ח הישראלי ולזהות את מי או מה שגרם לשקל להפוך לחוזק באורח כרוני, כפי שתואר בגיליון הקודם – נראה כי הגיוני לבדוק את כל המרכיבים של 'המגזר החיצוני' של הכלכלה הישראלית, ולבחון איך כל אחד מהם התפתח במשך עשר או עשרים השנים האחרונות.

המגזר החיצוני מקיף את כל פעולות הגומלין בין הישויות שבתוך הכלכלה הישראלית מצד אחד, והמקבילים שלהן מעבר לים מצד שני; במלים אחרות -- כל אותן הישויות שרוכשות שקלים תמורת מטבע זר, או מוכרות שקלים בעד מטבע זר. מרכיביו העיקריים: סחר בטובין; סחר בשירותים; עסקאות שוטפות אחרות – כגון תשלומים חוצי-גבולות תמורת עבודה והון, שכולם כלולים בחשבון השוטף; והעברות הון על ידי ישויות שונות ולשם מגוון צרכים, אשר משתקפות בחשבון ההון – ובראש וראשונה בחשבון הפיננסי.

### פרק א: הגירעון המסחרי

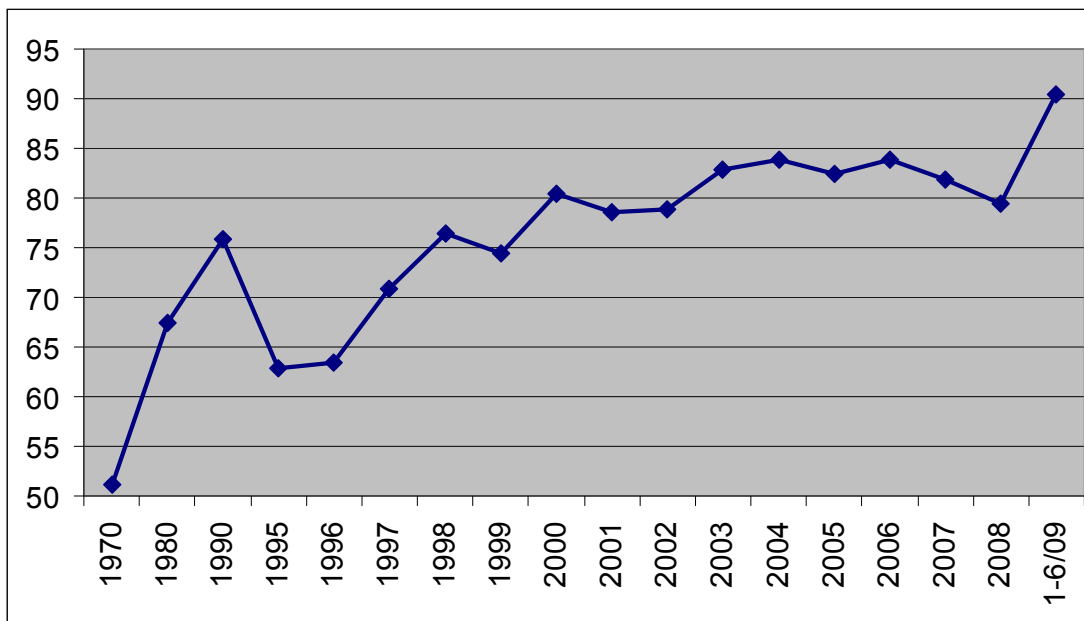
סיפור המאזן המסחרי של ישראל נראה פשוט וחד-צדדי: תמיד היה גירעון. זה נובע מהעובדה שישראל מוכרחה לייבא רשימה ארוכה של מוצרים חיוניים; החל מדלק וגרעינים וחומרי-גלם אחרים – וכלה במכונות ובמוצרי תעשייה מעובדים אחרים, אשר היא אינה מייצרת.

למעשה, הגירעון המסחרי של ישראל והמגבלות שזה הטיל על ניהול המדיניות הכלכלית היו נושא מרכזי בתולדות המשק. צורת ההתפתחות הכלכלית – הן של ישראל מאז 1948, והן של היישוב היהודי שקדם למדינה (מהתקופה העות'מאנית המאוחרת ובמשך המנדט הבריטי) – הייתה מחזורית במידה בולטת. אפשר לתאר את המבנה הטיפוסי של מחזור העסקים:

1. גל עלייה (מאירופה המרכזית והמזרחית, ו/או מארצות המזרח-התיכון) גרם לגידול האוכלוסייה היהודית – ושואב גם ערבים מארצות הסביבה, במספר הולך וגדל, אבל זה כבר סיפור אחר... – והצית תקופת גאות בענף הבנייה למגורים ובבנייה אחרת.
2. הפריחה הזו, בבנייה ובתשתיות, דרבנה התרחבות כללית של הפעילות המשקית המקומית; זו שאבה מוצרי ייבוא בכמויות הולכות וגדלות. תהליך זה הוביל, לאחר שנים אחדות, למשבר במאזן התשלומים.
3. בתגובה למשבר, הופעלה מדיניות מרסנת – כיווץ האשראי וצמצום ההוצאה הציבורית – באופן שהעביר את הכלכלה מגאות להאטה או למיתון.
4. הירידה בפעילות בשוק המקומי הכריחה את היצרנים והיזמים למיניהם לחפש אחר שוקי חוץ בעבור הסחורות והשירותים שלהם. פעולת המלקחיים – ייבוא יורד וייצוא עולה – פתרה את המשבר המיידי, והניחה את היסודות לצמיחה כלכלית יותר מאוזנת בעתיד.

זה התיאור המקוצר ("בקליפת אגוז") של תולדות המשק המקומי למן 1918 ועד – לפחות – אמצע העשור הקודם (שנות ה-90). אולם מאגר הנתונים ההיסטורי מראה בבירור, כי ככל שהכלכלה הישראלית התפתחה והשתכללה – כן גדלו ממדי מגזר הייצוא; לא רק במונחים מוחלטים, אלא – ויותר חשוב – כשיעור (אחוז) מסך הייבוא, כפי שמוצג בתרשים 5.

**תרשים 5: יצוא כשיעור (אחוז) מן הייבוא, 1970 עד יוני 2009**



מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

הנקודות החשובות ביותר שעולות מתרשים 5, הן:

א] הייצוא, כשיעור (אחוז) מהייבוא, רשם עלייה חזקה בתקופת 1970–1990: טיפס מ-50% בשנת 1970 עד ל-75% ב-1990; וזאת למרות – או, אולי, דווקא בגלל – העובדה שהתקופה הזאת הייתה רוויה במשברים ובמצבי מיתון, וכוללת את הייעשור האבודי" (1974–1985) של ישראל.

ב] הגאות בבנייה בשנים 1990–1995, שהוצתה על-ידי גל העלייה הענקי ממדינות ברית-המועצות לשעבר, יצרה פריחה בייבוא; זה הנמיך את היחס בין הייצוא לבין הייבוא בחזרה לרמת 63%–64% – עד אמצע העשור, כאשר הגירעון המסחרי הגיע לשיאו. זוהי הדוגמה האחרונה למבנה המחזורי שתואר לעיל.

ג] במהלך ההאטה של 1996–1997, היחס ייצוא:ייבוא החזיר לעצמו את הנסיגה שנרשמה אצלו בחמש השנים שקדמו לכך. בהמשך ההתפתחות, היחס טיפס עוד; הוא הגיע, בפעם הראשונה, לרמה של 80% בשנת 2000 – ונשאר בטווח חדש וגבוה, 85%–79%, במשך שמונה השנים הבאות.

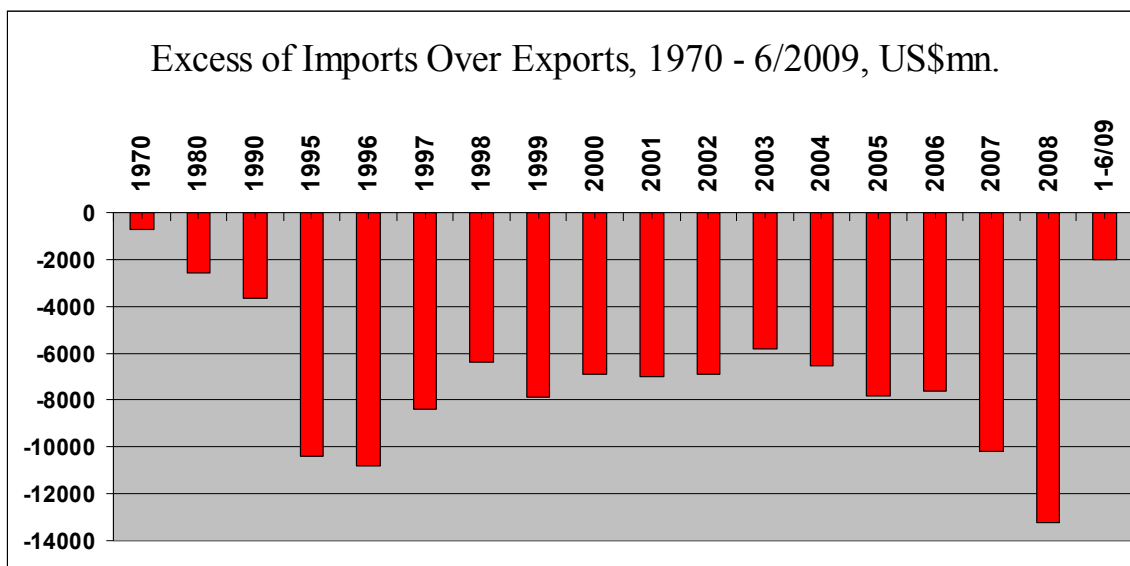
ד] השפל הכלכלי של 2008–2009 גרם לירידה חדה של הייצוא והייבוא גם יחד; אבל – בגלל התמוטטות מחירי הנפט וחומרי-הגלם – הייבוא ירד הרבה יותר מהייצוא (במונחים כספיים, לפחות). כתוצאה מכך, היחס זינק אל 90% ויותר במחצית הראשונה של 2009. כעת, התפתחות קיצונית זו נחלשת בהדרגה (מינואר עד ספטמבר 2009, היחס כבר נסוג ל-84%).

ובכן, ברור כי קיימת מגמה ארוכת-טווח: הגירעון המסחרי הולך ומצטמק, לפחות במידה יחסית. אמנם נכון, במונחים אבסולוטיים הגירעון המסחרי עדיין ממשיך לגדול – כפי שמתבקש מהגידול הקבוע בערך הנומינלי של זרמי הסחר (לפחות עד למשבר...). וכפי שניתן לראות בתרשים 6, שמציג את הגירעון המסחרי במשך אותה התקופה שמוצגת בתרשים 5 – אלא שהוא נמדד במיליוני דולרים.

התופעה הבולטת שמתאר תרשים 6 היא גודל הגירעון המסחרי בשתי תקופות השיא: אמצע העשור הקודם (1995–1996), והשנתיים האחרונות (2007–2008). בתקופה הראשונה, סך-כול הגירעון עבר בפעם הראשונה את הרף של 10 מיליארד דולר בשנה; כלומר שהוא גדל כמעט פי שלושה בהשוואה לרמתו בשנת 1990. התוצאה הייתה משבר חמור במאזן התשלומים, שהכריח את הממשלה ללחוץ בכל הכוח על הבלמים הפיסקאליים והמונטריים. למעשה, היה ראוי לעשות זאת יותר מוקדם – אבל ההתפתחויות הפוליטיות והבחירות הכלליות במאי 1996 דחו את הצעדים הבלתי-נמנעים.

בתקופה השנייה קרה תהליך שהינו הניגוד המוחלט. כאשר הגירעון המסחרי הנומינלי שב והגיע לרמה של 10 מיליארדי דולר, בשנת 2007, ואפילו התרחב עד ל-12 מיליארדי דולר ב-2008 – בהשפעת מחירי הדלק והמזון, שהרקיעו שחקים – הכלכלה כבר התפתחה והשתנתה עד כדי כך, שלא ניכר אפילו רמז קל לקיומו של משבר. להיפך: מאזן התשלומים היה מסוגל להישאר בתוואי של עודף הולך וגדל, בעת שהגירעון המסחרי התרחב.

**תרשים 6: הגירעון המסחרי בדולרים בערכים שוטפים, 1970 עד יוני 2009, במיליוני דולר, עודף הייבוא על הייצוא**



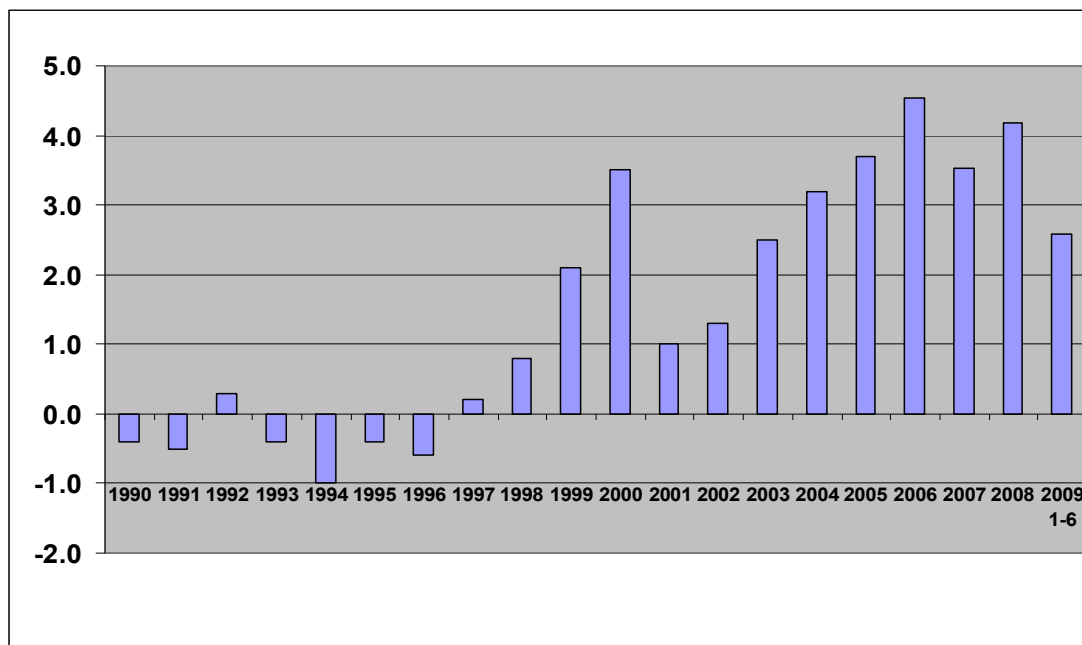
מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

במילים אחרות: בשנת 1995, גירעון מסחרי בסך 10 מיליארדי דולר הספיק כדי להצית משבר; כחלוף שנים-עשרה שנה בלבד, גירעון בגודל דומה – ואפילו יותר גדול – לא השפיע בכלל. מה גרם לשינוי כה דרסטי בכלכלה הישראלית?

את התשובה הראשונה כבר ראינו: ערך ייצוא הטובין היה במגמת עלייה מהירה הרבה יותר מאשר הערך של ייבוא הטובין, כך שהפער ביניהם הצטמצם במידה ניכרת. בשנת 1995, החשבון הכולל בעבור ייבוא טובין היה גבוה בכמעט 60% סך-כל תקבולי ייצוא הטובין; ואילו ב-2007, חשבון הייבוא היה גדול רק כ-22% מתקבולי הייצוא. זה שיקף את התפתחותו המהירה של ייצוא מוצרי ההיי-טק, שמאופיינים בערך-מוסף גבוה. מגמה זו תוביל, בסופו-של-דבר, לחיסולו המוחלט של הגירעון המסחרי.

**פרק ב: מגזר השירותים**

גם גורמים חיוביים נוספים היו בפעולה. אם המגמה בסחר בטובין הייתה שיפור הדרגתי שהתפרס על-פני עשרות שנים, הרי שההתפתחות בסחר בשירותים הייתה הרבה יותר דרמטית. כפי שניתן לראות בתרשים 7, חל שינוי-כיוון פתאומי בתחום זה ב-1997 וב-1998. עד אז, מאזן השירותים של ישראל היה מאופיין בגירעונות קטנים (בדרך-כלל: כמה מאות מיליוני דולרים לשנה). בשנת 1997 נרשם עודף קטן – תופעה נדירה כשלעצמה, אבל לא חסרת-תקדים. אולם עד מהרה התברר שהעודפים הפכו כבר לנורמה חדשה, והם התרחבו במהירות לכדי כמה מיליארדי דולרים לשנה. אפילו בשנות המיתון, 2001–2002 – כאשר שירותי הייצוא הצטמצמו בחדות – הם עדיין נשארו בעודף.

**תרשים 7: מאזן הסחר בשירותים, 1990 עד יוני 2009, במיליארדי דולרים, בערכים שוטפים**

מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

אין צורך בבדיקה פרטנית של הגורמים שתרמו להתפתחות זו, לפחות בהקשר של מחקר זה. די אם נאמר כי במאי 1998 הסתיים תהליך ביטול הפיקוח על מטבע-חוץ, והוסרו ההגבלות על קבלת מט"ח או החזקתו או העברתו. הקשר בין ציון-הדרך הזה ובין הנתונים שבתרשים, בהחלט אינו מקרי. אכן, התפתחות ייצוא השירותים הישראלי מעבר לתחומים המסורתיים של תיירות ותעופה וספנות -- כדי לכלול מכירת ידע בתחומים שמשתרעים מתרגום ספרים ועד לשירותים פארה-לגאליים ולשורה רחבה מאוד של שירותי ייעוץ, המנוהלים ברובם דרך תקשורת אלקטרונית – היא אחת ההתפתחויות החשובות ביותר (והמוצנעות ביותר), שאירעו בכלכלה הישראלית במהלך העשור האחרון.

לסיכום הדיון על מגזר הסחר: הגירעון בטובין הולך ומצטמצם באופן יחסי, והגירעון בשירותים הוחלף בעודף גדול שממשיך לצמוח. שני הגורמים האלה היו חיוביים מבחינת השקל, לטווח הבינוני והארוך – מכיוון שהם הגבירו את היצע מטבע החוץ, שמגיע לשוק דרך פעילותם של היצואנים של טובין ושירותים.

**פרק ג: החשבון השוטף**

החשבון השוטף כולל סחר בטובין ובשירותים, כמו גם תשלומים אחרים המתבצעים לטובת ישויות ישראליות או על-ידיהן – כגון העברות כספים ששולחים למולדתם עובדים זרים בישראל או ישראלים העובדים מחוץ לגבולות הארץ – ודיווידנדים המתקבלים על-ידי ישראלים מהשקעותיהם בחו"ל ועל-ידי זרים מהשקעותיהם בישראל.

ישנו גם פריט בחשבון השוטף, אשר בישראל הוא בעל משקל כבד: העברות חד-צדדיות. זה מקיף שלושה מקורות-הכנסה, שתרומתם חיונית מבחינה היסטורית, הזורמות לישראל:

- **סיוע מארצות-הברית**, אשר בשנים האחרונות היה כמעט כולו צבאי, בסכום של כ-3 מיליארדי דולר לשנה. לפי החוק האמריקני שמאשר סיוע זה, רובו המכריע (80% ממנו) חייב לשמש לצורך רכישת מוצרים (ביטחוניים) מתוצרת אמריקנית; כך שהסיוע האמריקני מהווה פריט הכנסה בהעברות החד-צדדיות בחשבון השוטף, אשר מקוּוּז ברובו על-ידי הוצאות בגין יבוא בטחוני שנרשמות במאזן המסחרי.
- **השילומים שמעבירה ממשלת גרמניה** לניצולי השואה. אלה הולכים ומתמעטים, עם מותם של הזכאים לקבלתם – אבל הם עדיין מתבצעים.

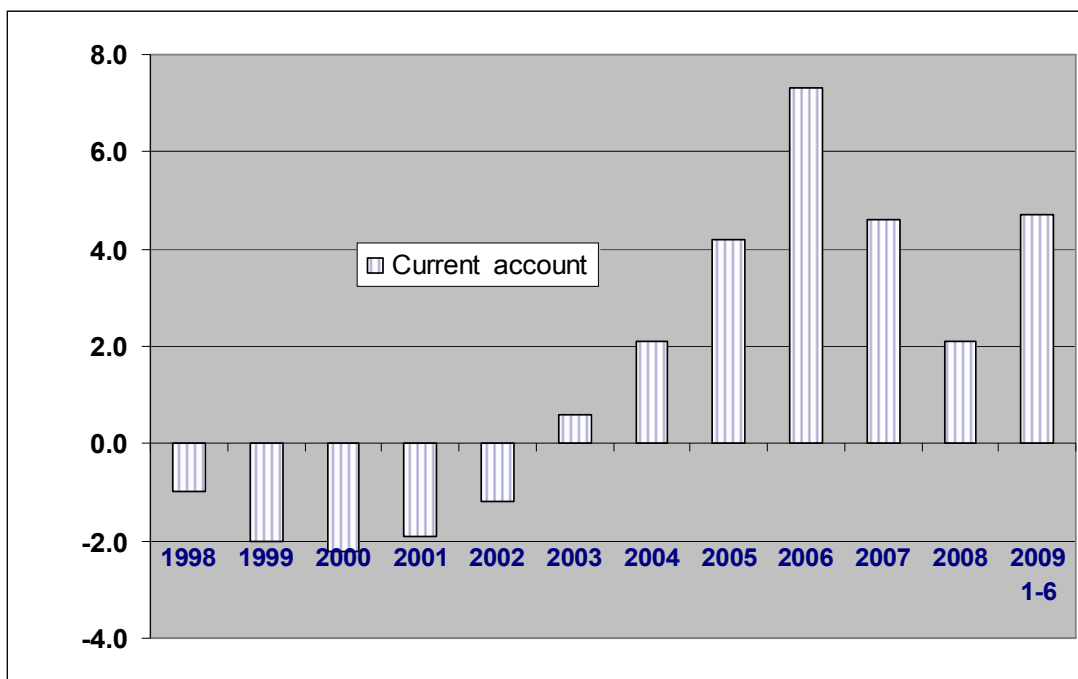
- הפילנתרופיה היהודית שמזרימה כספים למוסדות ישראליים; כיום, תחום זה מקיף ספקטרום עצום של ארגונים לא-ממשלתיים מכל הסוגים: מוסדות בתחום החינוך, ארגונים רפואיים ופארה-רפואיים, וארגונים בתחום הרווחה. מקור זה יוצר זרם הכנסה, אשר – למרות התנודתיות שלו – משקף מגמת צמיחה בסיסית.

עד העשור הנוכחי, מאזן התשלומים של ישראל בחשבון השוטף (התואר הרשמי של 'החשבון השוטף') היה שלילי (כלומר, גירעון), למעט מקרים נדירים. גודל הגירעון השתנה ביחד עם גודל המרכיב העיקרי שלו – הגירעון המסחרי. כאשר התפתחו תנאי גאות במשק המקומי, גאות שמשכה ייבוא גדול וגרמה התרחבות חדה בגירעון המסחרי, התוצאה הייתה התרחבות מקבילה של הגירעון בחשבון השוטף. התרחבות זו יצרה את האיום, ולפעמים אף את המציאות, של משבר במאזן התשלומים; במשבר כזה, המדינה הייתה עלולה להגיע למצב שבו היא לא תהיה מסוגלת לממן את הגירעון בחשבון השוטף שלה.

ראינו שהמשבר המחזורי האחרון (מסוג זה) במאזן התשלומים התרחש באמצע העשור הקודם. תרשים 8 מציג את הסיפור מהנקודה ההיא: אחרי שהגירעון צומצם למימדים נסבלים (בשנת 1998), הוא שוב התרחב – אף כי לא בצורה מסוכנת – בשנים 1999–2000, ואז הצטמצם עד שהפך לעודף ב-2003. השנה היא ציינה את התחלתו של עידן חדש בכלכלה הישראלית: בשש וחצי השנים מאז, היא רשמה עודף קבוע – ודי גדול – בחשבון השוטף.

קשה להפריז בחשיבות ההתפתחות הזאת או להגזים בתיאור השפעתה. שלושה דורות של ישראלים – קובעי-מדיניות, אנשי עסקים, ואזרחים – ידעו כי הגירעונות הכרוניים של המדינה, במאזן המסחרי ובחשבון השוטף שלה, כופים מגבלה על פעילותם; והם קיבלו זאת כעובדת-יסוד של החיים הכלכליים. והנה, מגבלה זו – שנתפסה כבלתי-ניתנת להסרה – התנדפה, תוך עשור.

**תרשים 8: הגירעון / העודף בחשבון השוטף, 1998 - יוני 2009, במיליארדי דולרים, בערכים שוטפים**



מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

הגורמים העיקריים שהביאו למהפך זה כבר זוהו בדיון הקודם: הגידול בייצוא הטכנולוגי, אשר – בזכות הערך-המוסף הגבוה שלו – סייע לצמצם במהירות את הגירעון המסחרי; הגידול בייצוא השירותים, שהוחש על-ידי התפתחות הטלקומוניקציה; וכמובן, התפתחות הגלובליזציה (במובן הרחב ביותר) – שאפשרה למשק הישראלי להתמקד בתחומי ההצטיינות שלו, ובו-בזמן לרכוש במחירים זולים, טובין ושירותים ועבודה והון משאר ארצות העולם.

המעבר לעודף בחשבון השוטף הביא איתו שינוי אדיר נוסף במבנה המשק הישראלי. לאורך העידן הגירעוני, תמיד היה צורך לייבא הון כדי לממן את הגירעון; במלים אחרות: ללוות בחו"ל – בין אם מבנקים, בין אם מהשווקים, ובין אם בחסות ממשלתית (למשל: ניהול משא-ומתן עם ארה"ב, בתחילת שנות התשעים, על ערבויות להלוואות – כדי לממן את עלותה של קליטת גל העלייה אשר התרחש באותן שנים). ואילו אחרי המעבר לעודף בחשבון השוטף, ישראל הייתה יכולה – ובעצם, הייתה חייבת – להפוך ליצואנית של הון. במקום להיות לווה כרונית, ישראל הפכה למלווה נטו לשאר העולם; וזרם ההכנסות מהריבית, שצמחה מהענקת הלוואות, הפך הוא עצמו לגורם בעל תרומה חשובה לעודף המתפתח בחשבון השוטף.

*בהקשר של שוק המט"ח, משמעות התופעה אשר בפנינו כאן – עודף הולך וגדל בחשבון השוטף – הייתה שינוי מהפכני במצב הקיום של המטבע הישראלי. הנורמה הישנה של מחסור יסודי תמידי במטבע חוץ, שהייתה מונחת ביסוד קיום הגירעון בחשבון השוטף, פינתה את מקומה למציאות חדשה: עודף היצע קבוע של מטבע חוץ זרם למשק. עודף היצע במצרך כלשהו מהווה לחץ שדוחף את מחירו כלפי מטה – ועל-כן, הערך של מטבעות החוץ ירד לעומת השקל. זה הוא הרקע המקרו-כלכלי לתופעת "סופר שקל" שתוארה בגיליון הקודם.*

אולם, סקירתנו את המגזר החיצוני של המשק טרם הושלמה. אחרי שעקבנו אחרי השיפור במאזן המסחרי וצמיחת העודף בחשבון השוטף, עלינו לבחון גם – ואף במיוחד – את חשבון ההון, שהוא הצד הנגדי של החשבון השוטף.

## פרק ד: החשבון ההון והחשבון הפיננסי

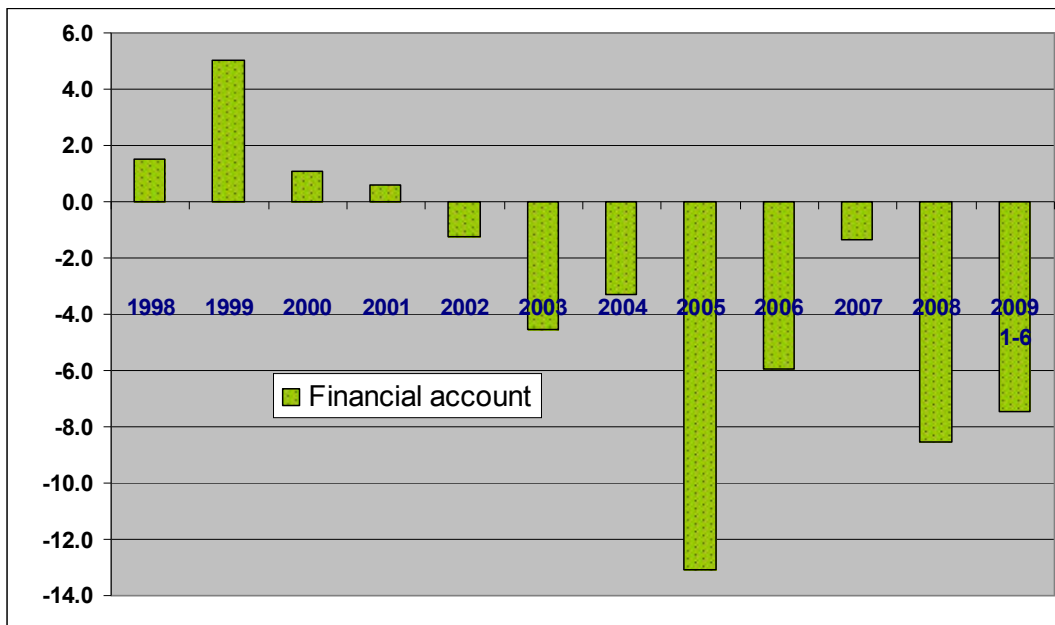
מערך החשבונאות, אשר התיאוריה המקרו-כלכלית משתמשת בה כדי להציג את פעילות הסקטור החיצוני של מדינה מסוימת, מסתכם ב"מאזן התשלומים" שלה. "מאזן התשלומים" (לפי הגדרת קרן-המטבע הבינלאומית) "מהווה דין וחשבון סטטיסטי שמסכם עסקות בין תושבים ולא-תושבים במשך תקופה מסוימת." ועוד: מאזן התשלומים כולל חשבון שוטף, חשבון ההון וחשבון פיננסי; "ביחד, החשבונות האלה מאוזנים – במובן שמבחינה רעיונית, סכום הפריטים הללו שווה לאפס." במציאות, כמובן, הם אינם שווים לאפס, ולכן אנו מוצאים פריט שנקרא "השמטות וטעויות", עליו יסופר להלן.

אבל קודם-כול, נסדר את הטרמינולוגיה. לאחר שסקרנו את החשבון השוטף ומרכיביו, נביט כעת על חשבון ההון – שמקיף את תנועות ההון, ממקורות שונים, הנכנסות אל והיוצאות מאת מדינה מסוימת. עלי להודות כי לא ברור לי האם קרן-המטבע הבינלאומית רואה את החשבון הפיננסי כמשהו שונה מחשבון ההון, או כמרכיב של חשבון ההון; אבל אין זה משנה. הנתונים הישראליים, אשר הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ובנק ישראל מכינים בצורה המתאימה לכללי קרן-המטבע הבינלאומית – מתמקדים כמעט לחלוטין בחשבון הפיננסי; וגם אנו נעשה כך. למטרותינו, החשבון הפיננסי הוא חשבון ההון ונתייחס אליו על בסיס זה.

התכונה העיקרית של חשבון ההון היא, שהוא מהווה בבואה של החשבון השוטף. כאשר מדינה נמצאת במצב של גירעון בחשבון השוטף שלה, היא צריכה לייבא הון כדי לממן את הגירעון הזה; וכאשר היא נמצאת בעודף, היא צריכה "לעשות משהו" עם עודף מטבע חוץ שלה – ולמעשה, עליה להשקיע אותו בחוץ-לארץ. את זה ניתן לעשות בדרכים שונות: החל מהחזקת הכסף בפיקדונות בנקאיים פשוטים וכלה בהשקעתו בנכסים בני קיימא, כגון בנכסי דלא ניידי. קיימות גם הרבה אופציות לגבי מי מתעסק (מעשית) בהעברת עודפי ההון אל חוץ-לארץ: משקי-בית, בתי עסק, מוסדות פיננסיים, ורשויות ממשלתיות.

אבל הנקודה העיקרית היא זו: בדיוק כמו שבמצב של גירעון בחשבון השוטף, מישהו חייב להמציא מקור מימון בחו"ל כדי לכסותו – כך גם כשקיים עודף, הכסף העודף צריך למצוא דרך (איזושהי) לצאת אל חוץ-לארץ. בתיאוריה (כפי שצוין לעיל), אמורה להתקיים הקבלה מדויקת עד הדולר האחרון בין החשבון השוטף ובין חשבון ההון; אבל למעשה ישנם הבדלים, שמתחשבים כנגדם בסעיף "טעויות והשמטות". ובכל-זאת, חייב להתקיים ביניהם יחס בסיסי הפוך.

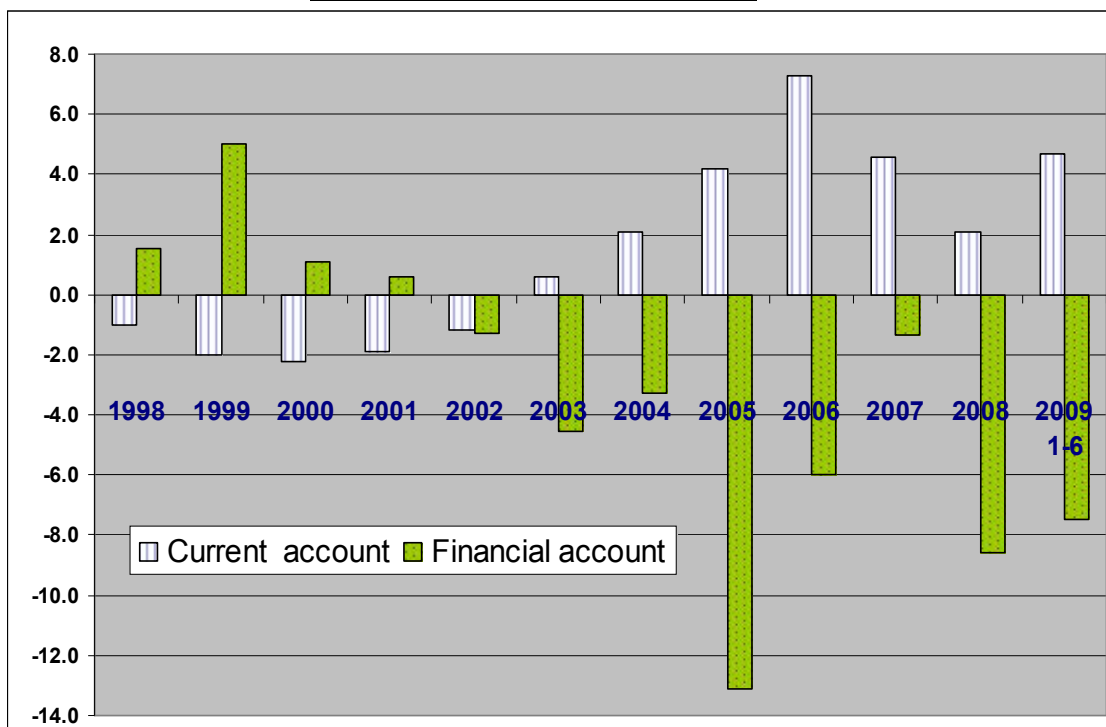
**תרשים 9: הגירעון / העודף בחשבון הפיננסי, 1998-יוני 2009, במיליארדי דולרים, ערכים שוטפים**



מקורות: בנק ישראל, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

תרשים 9 מציג את החשבון הפיננסי הישראלי (מכיוון שאני משתמש בנתונים ובטרמינולוגיה של בנק ישראל, המונח "חשבון ההון" יוחלף מעתה ב"חשבון פיננסי") של התקופה משנת 1998 ועד 2008; תרשים 10 פשוט מאחד את תרשימים 8-9, ובכך מבליט עד כמה החשבון השוטף והחשבון הפיננסי קיזזו זה את זה במשך התקופה ההיא. אבל, חייבים להדגיש: הכוח המניע, בתהליך הזה, היה החשבון השוטף – שנע מגירעון לעודף, בגלל סיבות שכבר צוינו; החשבון הפיננסי התאים את עצמו. חשיבות רבה נודעת ליחס "סיבה ותוצאה" זה.

**תרשים 10: הגירעונות / העודפים בחשבון השוטף ובחשבון הפיננסי, 1998 עד יוני 2009, במיליארדי דולרים, ערכים שוטפים**



מקורות: בנק ישראל, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

תרשים 10 מבליט את היחס ההפוך בין החשבון השוטף ובין חשבון ההון – אשר, כפי שצויין זה עתה, אף פעם איננו מדויק. ואולם, בדיקה נוספת של הנתונים מגלה כי הגירעון בחשבון הפיננסי הוא, למעשה, גדול הרבה יותר מן העודף בחשבון השוטף.

**טבלה 1: עודפים וגירעונות בחשבון השוטף ובחשבון הפיננסי, 1998 עד יוני 2009, במיליארדי דולרים, ערכים שוטפים**

שנה	החשבון השוטף	החשבון הפיננסי
1998	-1.0	1.5
1999	-2.0	5.0
2000	-2.2	1.1
2001	-1.9	0.6
2002	-1.2	-1.3
2003	0.6	-4.5
2004	2.1	-3.3
2005	4.2	-13.1
2006	7.3	-6.0
2007	4.6	-1.4
2008	2.1	-8.6
2009 (ינואר עד יוני)	4.7	-7.5
סה"כ מצטבר	17.3	-37.4

מקורות: בנק ישראל, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

הגירעון המצטבר בחשבון הפיננסי, בתקופה שבין 1998 ועד לאמצע 2009 היה גדול בהיקף של יותר מפי שניים – בערך 20 מיליארדי דולר – מהעודף המצטבר בחשבון השוטף. זה עצמו הינו יוצא-דופן; אבל יש לזה משמעות עצומה לגבי שער החליפין, שבו ממוקדת תשומת-ליבנו. כל מרכיבי הסקטור החיצוני האחרים (סחר בטובין, סחר בשירותים, החשבון השוטף בכללותו) היו בהחלט חיוביים מבחינת השקל – מכיוון שהפגינו גירעון פוחת, או עודף הולך וגדל; אבל החשבון הפיננסי קיזז – ויותר מאשר קיזז – את כולם ביחד. הגירעון המסיבי בחשבון הפיננסי היה צריך ליצור ביקוש נטו למט"ח, וביקוש זה היה אמור לגרום לירידת ערך השקל במשך הזמן. הוא בוודאי היה צריך למנוע עלייה משמעותית בערך השקל – אבל ללא ספק זה לא קרה. השאלה, אשר עליה צריך אפוא למצוא תשובה, היא: מדוע לא?

## הערה מתודולוגית

אחרי שהצגנו את כל הנתונים העיקריים הקשורים לסקטור החיצוני, כאן המקום המתאים להדגיש נקודה כללית חשובה, שקשורה לנתונים אלה. אין להתייחס לערכים הספציפיים של שנה כלשהי (או כל תקופה אחרת) כאל ערכים מדויקים או נכונים. אי-הדיוקים הבלתי-נמנעים – שנבעים מפיגורים בדיווח הנתונים, או מנתונים מתעים או בלתי-נכונים, או מכל סיבה אחרת – מוצאים את ביטויים בפריט חשוב ביותר אך מוצנע, שחבוי אי-שם בסוף כל טבלת נתוני מאזן תשלומים; הוא נקרא "אי-התאמות סטטיסטיות". זה פריט כולל, שמייצג את ניסיון הסטטיסטיקאים (בלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ו/או בבנק ישראל) להעריך או לנחש את גודל זרמי הכסף שאינם נעים דרך צינורות מפוקחים – ואשר, על-כן, הינם בלתי-נראים על מסך הראדאר הרשמי.

"אי-התאמות" אלה יכולות להיות חיוביות, או שליליות – במובן שהן מתייחסות גם לזרימות פנימה או החוצה – והן יוצרות מספר נטו שמשנתה במידה מאסיבית משנה לשנה. בתקופה הנסקרת (1998–2008), אי-ההתאמה הסטטיסטית הממוצעת – חיובית או שלילית – הייתה בערך 2.1 מיליארד דולר לשנה. במשך כל התקופה, אי-ההתאמה הסטטיסטית המצטברת נטו הייתה "רק" 3.9 מיליארדי דולר; כלומר, בממוצע כ-350 מיליוני דולר בשנה. זה כשלעצמו מספר חיובי, המצביע על זרימה פנימה נטו לתוך המשק הישראלי – אף-על-פי שקיימת תנודתיות משמעותית משנה לשנה.



"אי-ההתאמות" האלה עוברות לעתים קרובות תיקון, כתוצאה מנתונים חדשים או משופרים המסופקים כעבור זמן. כתוצאה מתיקונים אלה וגם אחרים, נתוני מאזן התשלומים עוברים סיבובים רבים של עדכונים, אשר לעתים קרובות נמשכים שנים ונראים כבלתי-פוסקים. גם הנתונים המובאים בגיליון זה עצמו עודכנו במהלך הכנתו, מפני שהפרסום האחרון של נתוני מאזן התשלומים (בו הוצגו הנתונים של הרבעון השני של 2009) כלל תיקונים משמעותיים מאוד, במיוחד של נתוני הרבעונים והשנים האחרונים/ות. יתר-על-כן: גם בפרסום הקודם, של נתוני מאזן התשלומים לרבעון הראשון של 2009, צוין בהבלטה כי בוצעו שינויים מתודולוגיים המשתרעים אחורה עד 1999 (!). מכיוון שהעדכונים מסתכמים (בדרך-כלל) במיליארדי דולרים, ומכיוון שהשינויים היותר-שיטתיים הם בוודאי בגודל זה – הם עלולים לגרום להתאמות ממשיות בגודל העודפים והגירעונות. אלא שלמרבה המזל, רק במקרים נדירים יש לשינויים השפעה על התמונה היסודית. במלים אחרות: ההיקף עלול להשתנות, אבל לא הכיוון.

עקב כל זה, כל ניתוח – ובמיוחד ניתוח אשר האופק שלו הינו 10 שנים ויותר – אינו יכול, ואסור לו, להתייחס אל נתוני מאזן התשלומים כאל חשבונאות מדוייקת של הסקטור החיצוני; ובוודאי שאינו יכול לייחס חשיבות למיליארד דולר או שני מיליארדים, של גירעון או של עודף. המטרה חייבת להיות להתמקד במגמות של הטווח הבינוני והארוך. מגמות אלה – כפי שראינו – חדות ומוגדרות היטב, ומאפשרות לנו לקבל מבט ברור על ה"תמונה הגדולה" בכל מה שקשור לסקטור החיצוני של המשק הישראלי.

לאחר שהבהרנו את התמונה הזו, אנו יכולים כעת לחזור אל הנושא העיקרי שלנו: העוצמה היסודית של השקל. התחקינו על שורשי הופעת השקל החזק, עד למהפך המקרו-כלכלי אשר בו עבר המשק מגירעון לעודף בחשבון השוטרף. אבל – למראה קיומו של גירעון גדול בחשבון הפיננסי, עומדת בעינה השאלה: מדוע השקל כה חזק? איך זה שהלחץ לייסוף בערכו לא הוקל על-ידי התהליך אשר בו העודף בחשבון השוטרף מושקע בחו"ל – ובמיוחד לאור העובדה שהסכומים שהושקעו בחו"ל היו גדולות בהרבה מהעודפים בחשבון השוטרף?

**\* המהדורה האנגלית של גיליון זה נשלחה בתאריך 21 בספטמבר 2009.**  
**מהדורה אנגלית זו, The Landau Report, הינה ניוזלטר ייחודי המסקר את המגמות בתחומי הפוליטיקה והגיאוגרפיה, הכלכלה, העסקים והשווקים של ישראל. הוא רואה אור מאז 1996, ומופנה בעיקר לגורמים עסקיים ופיננסיים בינלאומיים הפועלים בישראל.**

תגובות ושאלות ניתן למצוא באתר הבלוג של פנחס לנדאו:  
<http://www.pinchaslandau.co.il/>מחקר-הסופר-שקל

**Enquiries and subscriptions:**  
**POB 23152, Jerusalem 91231, ISRAEL**  
**[landaup@netvision.net.il](mailto:landaup@netvision.net.il)**  
**Tel: 972-2-586-4893; Cell: 972-54-450-8834**