

יבוא ההון, היתרות ומצבת החוב החיצוני

1. קווי ההתפתחות העיקריים

ב-1978 גדל יבוא ההון לזמן ארוך ובינוני בצורה חדה, והסתכם בכ-3.6 מיליארד דולר, לעומת כ-2.7 מיליארד דולר ב-1977 וכ-3.3 מיליארד דולר בשנתיים שקדמו לכך. התפתחות יבוא ההון השנה אירעה במקביל לגידול ניכר בגירעון השוטף, אולם בממדים נמוכים מממדי גידול יבוא ההון. רמת יבוא ההון עלתה השנה על רמת הגירעון, דבר המסביר חלק מהגידול ביתרות מטבע החוץ שלרשות המשק. השנה חלה האטה נוספת בגידול מצבת החובות של המשק במטבע חוץ, הרכבה השתפר במדת-מה, ולא נסתמנה עלייה בנטל החזר שירותי החוב החיצוני. התפתחויות חיוביות אלה בתחום מימון הגירעון השוטף התרחשו השנה על רקע הליברליזציה בפיקוח על מטבע חוץ, בשלהי 1977, מחד-גיסא, וחידוש הצמיחה וסימני גיאות אחרים בפעילות הכלכלית במשק, מאידך-גיסא.

סיוע ממשלת ארה"ב הגיע השנה לכדי 2.2 מיליארד דולר, לאחר גידול שנתי של יותר מחצי מיליארד דולר, תוך ירידה במשקל המענקים. גידולן הניכר של ההלוואות מממשלת ארה"ב בשנים האחרונות הציב מדינה זו בראש מסדר הנושים של המשק, עם יתרת חוב, שהגיעה ליותר מארבעה מיליארד דולר בסוף השנה.

זרם ההון ממקורות יהודיים פחת השנה, ותקבולי הפיצויים האישיים נשארו יציבים, במונחים ריאליים. במקביל, חלה עלייה חדה בהשקעות ברוטו במומן מחוץ לארץ, ובהעברות פרטיות אל המשק. השנה אירעה עלייה חסרת תקדים ברכישת ניירות ערך זרים בידי תושבים מקומיים, ועם זאת גדלו גם העברותיהם לחוץ לארץ. תנועות ההון לזמן קצר, והיקף העסקות של הבנקים המס-חריים עם גורמים בחוץ לארץ, הגיעו לסכומים גבוהים בהרבה מאלה, שהיו מקובלים קודם לכן, בעקבות הליברליזציה במטבע חוץ.

יתרות מטבע החוץ בבנק ישראל גדלו במשך השנה במדה ניכרת, והסתכמו בסופה בכ-2.2 מיליארד דולר, לעומת כ-1.36 מיליארד דולר ב-1977. במקביל נמשך גם גידולה של מצבת החו-בות, והיקפה הסתכם בכ-12.2 מיליארד דולר, לעומת כ-10.7 מיליארד ב-1977. סכומי הקרן והריבית, שנפרעו השנה, הגיעו לכדי 1.6 מיליארד דולר, לעומת כ-1.3 מיליארד דולר ב-1977. עם זאת פחת השנה הלחץ השוטף של תשלומים אלה על מקורות המשק, עם העלייה בתפוקת המשק, ההתרחבות הניכרת ביבוא ההון ועם עליית מחירי היבוא והיצוא של המשק בשוקי חוץ לארץ.

לוח

מימון הגירעון בחשבון
(מיליוני)

1978	1977	1976	1975	
א. החשבון השוטף והון לזמן ארוך				
-3,400	-2,563	-3,200	-4,016	החשבון השוטף
(-1,612)	(-1,084)	(-1,555)	(-1,846)	מזה: יבוא ביטחוני
2,429	2,082	2,210	1,770	העברות חד-צדדיות
-971	-481	-990	-2,246	סך הכול
הון לזמן ארוך				
182	100	58	68	השקעות מחוץ לארץ נטו
156	174	163	138	מלווה העצמאות והפיתוח
778	403	652	1,197	הלוואות ממשלת ארה"ב
101	-36	174	141	הלוואות אחרות
1,217	641	1,047	1,544	סך כל ההון לזמן ארוך
3,646	2,723	3,257	3,314	סך כל יבוא ההון
246	160	57	-702	עודף יבוא ההון על הגירעון
-110	-9	-12	17	ב. השקעות ישראליות בחוץ לארץ
-187	126	3	191	ג. אשראי לזמן קצר נטו (לא פיננסי)
ד. סקטורים פיננסיים				
1,715	596	243	565	פיקדונות והלוואות מבנקים זרים בבנקים מסחריים
-3	-	5	2	פיקדונות בבנק ישראל
1,712	596	248	567	סך הכול (א)
110	93	64	-185	הלוואות הבנקים לזרים
-63	13	-171	12	הלוואות מבנק ישראל
-14	-	89	215	הלוואות מקרן המטבע
33	106	-18	42	סך הכול (ב)
-1,013	-307	-174	-31	יתרות מוסדות מוניטריים מרכזיים
-825	-672	-143	-29	יתרות מוסדות מוניטריים אחרים
-1,838	-979	-317	-60	סך הכול (ג)
209	127	53	-46	שינוי כתוצאה משינוי שער
-1,629	-852	-264	-106	סך כל השינוי ביתרות כתוצאה מעסקות כלכליות (ד)
116	-150	-34	503	סך כל הסקטורים הפיננסיים (א + ב + ד)
-64	-129	-14	-7	ה. טעויות והשמטות

השוואה, 1975 עד 1978
(דולרים)

1978				1977			
IV	III	II	I	IV	III	II	I
-630	-1,064	-838	-868	-625	-733	-703	-502
(-274)	(-497)	(-371)	(-470)	(-324)	(-225)	(-306)	(-229)
657	633	585	554	684	491	474	433
17	-431	-253	-314	59	-242	-229	-69
63	53	34	31	39	17	22	22
49	16	33	58	43	31	38	62
209	165	169	235	185	56	92	70
60	-14	75	-19	-12	-38	-19	33
381	220	311	305	255	66	133	187
1,038	853	896	859	939	557	607	629
408	-211	58	-9	314	-176	-96	118
-48	-44	-18	0	10	-3	-12	-4
-41	20	-111	-55	146	-28	49	-40
1,021	336	358	—	560	90	153	-207
-1	-11	10	-1	-15	15	—	—
1,020	325	368	-1	545	105	153	-207
-25	29	-6	112	-13	20	33	53
-155	-31	20	103	-46	15	103	-59
-23	70	-28	-33	—	—	—	—
-203	68	-14	182	-59	35	136	-6
-697	-141	36	-210	-114	-17	-39	-135
-587	-327	-213	302	-616	-63	-152	159
-1,284	-468	-177	92	-730	-80	-191	23
39	127	-19	62	104	14	19	-10
-1,245	-341	-196	154	-626	-66	-172	13
-428	52	158	335	-140	74	117	-200
108	183	-82	-273	-331	132	-58	128

לוח ו' 2

יבוא ההון לפי המקור ולפי הסקטור המקבל, 1975 עד 1978
(מיליוני דולרים)

1978				1977				1978	1977	1976	1975	
IV	III	II	I	IV	III	II	I					
												1) לסקטור הפרטי
												א. העברות חדיצדדיות
107.0	102.0	95.0	102.5	97.6	81.9	87.5	83.1	406.5	350.1	313.7	358.6	פיצויים אישיים
135.9	128.1	87.6	78.2	130.9	80.6	63.3	53.2	429.8	328.0	246.7	261.1	העברות אחרות נטו
22.7	31.5	19.6	24.8	41.1	31.2	26.6	33.8	98.6	132.7	122.8	112.2	העברות מלכ"ר
265.6	261.6	202.2	205.5	269.6	193.7	177.4	170.1	934.9	810.8	683.2	731.9	סך כל ההעברות החדיצדדיות
62.9	53.1	34.4	31.7	39.3	17.0	21.9	21.9	182.1	100.1	57.8	67.3	ב. השקעות מחוץ לארץ נטו
26.0	12.0	109.0	—34.0	31.0	—27.0	—17.0	23.0	113.0	10.0	119.0	73.0	ג. הלוואות לזמן ארוך נטו
354.5	326.7	345.6	203.2	339.9	183.7	182.3	215.0	1,230.0	920.9	860.0	872.2	סך הכול לסקטור הפרטי
												2) לסקטור הציבורי
												א. העברות חדיצדדיות
126.6	66.6	71.6	76.8	98.7	63.8	85.4	94.3	341.6	342.2	418.6	397.7	למוסדות לאומיים
264.0	305.0	311.0	273.0	315.0	234.0	212.0	168.0	1,153.0	929.0	1,108.0	642.0	העברות בין-ממשלתיות
390.6	371.6	382.6	349.8	413.7	297.8	297.4	262.3	1,494.6	1,271.2	1,526.6	1,039.7	סך הכול העברות חדיצדדיות
												ב. הלוואות לזמן ארוך נטו
49.0	16.0	33.0	58.0	43.0	31.0	38.0	62.0	155.0	174.0	163.0	138.0	מלווה העצמאות והפיתוח
214.1	163.7	168.4	237.3	187.1	48.0	95.0	70.4	783.5	400.5	650.3	1,190.5	הלוואות ממשלת ארה"ב
31.0	—26.0	—37.0	14.0	—44.0	—2.0	—4.0	9.0	—18.0	—41.0	56.0	75.0	הלוואות אחרות
294.1	153.7	164.4	309.3	186.1	77.0	129.0	141.4	921.5	533.5	869.3	1,403.5	סך הכול הלוואות לזמן ארוך נטו
684.7	525.3	547.0	659.1	599.8	374.8	426.4	403.7	2,416.1	1,804.7	2,395.9	2,443.2	סך הכול לסקטור הציבורי
												3) סך כל יבוא ההון
1,039.2	852.0	892.6	862.3	939.7	558.5	608.7	618.7	3,646.1	2,725.6	3,255.9	3,315.4	פחות השקעות ישראלים בחו"ל
48.4	44.4	17.8	—0.2	—9.7	3.1	11.5	3.6	110.4	8.5	12.0	—16.8	סך כל יבוא ההון נטו
990.8	807.6	874.8	862.5	949.4	555.4	597.2	615.1	3,535.7	2,717.1	3,243.9	3,332.2	

2. הרקע להתפתחויות ביבוא ההון

לאחר ירידתו הפתאומית של יבוא ההון לזמן ארוך ובינוני ב־1977, הוא שב ועלה ב־1978 לרמה הגבוהה, במונחים נומינליים, מזו שנודעה בשנים הקודמות.

יבוא ההון לסקטור הציבורי, המושפע בעיקר משיקולים שאינם כלכליים, גדל השנה במדה ניכרת, אם כי משקלו בסך יבוא ההון למשק נשאר קבוע. בין סעיפי יבוא ההון לסקטור זה בולטת התכווצות זרם ההון ממקורות יהודיים, והעלייה החדה בסיוע ממשלת ארה"ב. גראה כי הירידה בגיוס ההון מהמקורות היהודיים בחוץ לארץ קשורה בעלייה המהירה בשערי הריבית בארה"ב, שהחלה עוד ב־1977; עליית תקבולי הסיוע מממשלת ארה"ב (בצד המענקים וההלוואות, כאחד) קשורה בגידול היבוא הביטחוני, שעיקרו ממומן במסגרת זו.

יבוא ההון לסקטור הפרטי עלה השנה במרבית סעיפיו, ומשקלו בסך תקבולי ההון של המשק הגיע, בדומה לאשתקד, לכדי שליש. את ההתפתחויות ביבוא ההון לסקטור הפרטי, המושפע בעיקר משיקולים כלכליים, אפשר לראות על רקע השפעת מספר גורמים בסיסיים: ראשית — השינויים במסגרת המוסדית, שהונהגו עם הפעלת הליברליזציה בפיקוח על מטבע חוץ, בשלהי 1977, איפשרו התאמת תיקי ההשקעות של התושבים המקומיים, דבר שבא לידי ביטוי בגידולן החד של השקעות ישראלים בחוץ לארץ, וכן בגידול ניכר בהעברות של ישראלים לשם; שנית — הפיחות הגדול, בשלהי 1977, שהיה אפקטיבי בגבוה ביותר לגבי העסקות בחשבון ההון של מאזן התשלומים (ואף "יישר את הקו" עם השער ליצואנים), צמצם במדה רבה את הציפיות לפיחות גדול נוסף, ועל רקע ההפרש בשערי הריבית בין המשק לבין חוץ לארץ, תרם להעלאת הביקוש להלוואות מחוץ לארץ. ביטול חלק ניכר מההגבלות על לקיחת אשראי מחוץ לארץ, שהופעל במסגרת הליברליזציה, איפשר הענות לביקוש הגדל להלוואות מחוץ לארץ. שלישית — התחדשות צמיחת התוצר, הגידול בהשקעות, הגיאיות בשוק המקרקעין והדיור וכן הגיאיות בשוק המניות, שאירעו השנה, מהווים גורמים בעלי משקל, המשפיעים לגידול בורם ההון הפרטי אל המשק. ב־1978 התחזקו גורמים אלה, והדבר מסביר את הגידול הניכר בתנועת ההון אל סקטור הפרטי במשק.

לוח 3

סיוע ממשלת ארה"ב והיבוא הביטחוני, 1972 עד 1978
(מיליוני דולרים)

יבוא ביטחוני ישיר	סך כל הסיוע		פירעון הלוואות	תקבולי הלוואות	מענקים	
	ברוטו	נטו				
—490	276	401	125	330	71	1972
—1,253	1,071	1,189	118	369	820	1973
—1,225	818	973	155	301	672	1974
—1,846	1,855	2,003	148	1,361	642	1975
—1,555	1,840	2,055	215	879	1,176	1976
—1,084	1,380	1,633	253	656	977	1977
—1,612	1,959	2,185	226	1,004	1,181	1978

לאחר ירידתן אשתקד, לראשונה מאז תקופה ארוכה, שבו ועלו ההעברות החד-צדדיות לכדי 2.4 מיליארד דולר, לעומת כ-2.1 מיליארד דולר ב-1977 וכ-2.2 מיליארד דולר ב-1976. עליית ההעברות החד-צדדיות השנה היא, מחד גיסא, תוצאה של גידול ניכר בהעברות הבינאומיות ובהעברות הפרטיות, וירידה איטית בהעברות המוסדות ארצה, מאידך גיסא.

העברות הסקטור הפרטי נשארו יציבות, במונחים נומינליים, מאז 1972 ועד 1977, ונעו בין 700 ל-800 מיליון דולר; השנה חרגו ההעברות מתחום זה, והסתכמו בכ-935 מיליון דולר, עקב גידול בהעברות הפרטים שאינן פיצויים או מלכ"ר.

הפיצויים האישיים גדלו השנה, בצד הגימלאות, בעוד שהפיצויים החד-פעמיים נשארו יציבים. הגידול בגימלאות מוסבר כולו בעלייתו היחסית של המרק הגרמני (שבו נקובים הפיצויים), לעומת הדולר (שבו גרשמות הרנטות במאזן התשלומים), וכן בגלל עליית המחירים בגרמניה, שעל פיה מעודכנות הגימלאות מדי שנה.

העברות העולים¹ עלו במשך השנה בצורה חדה ומגמתית, לאחר ירידתן המהירה והרצופה מאז 1972 ועד לשלהי 1977. התפתחות זו תואמת את התפתחות היקף העלייה מארצות הרווחה, שפחתה בקצב מהיר מאז 1973 ועד 1976, וגדלה במדת-מה ב-1977, גידול שהתחזק במרוצת 1978. נראה, כי השנה חברו אל גורם מרכזי זה מספר גורמים נוספים, ובהם התרחבות הפעילות הכלכלית במשק, העלייה בהפרשי הריבית בין המשק לבין חוץ לארץ, ירידת הציפיות לפיחות גדול במשך השנה וכנראה גם הליברליזציה בפיקוח על מטבע חוץ², שלאחריה התרחש גידול חד בהעברות אלה.

ההעברות מחוץ לארץ בידי התושבים המקומיים התרחבו השנה אף הן, ונראה כי מרבית הגורמים, המסבירים את הגידול בהעברות העולים, פרט לגידול בהיקף העלייה, יפים גם להסבר ההתפתחויות בתחום העברות הישראלים מחוץ לארץ. עם זאת ראוי לציין, כי גידולן החד של העברות אלה בשלהי 1977 קשור, כנראה, לפיחות הגדול בשער הלירה, ולציפיות להתאמת רמת המחירים המקומית לשינוי זה.

העברות התושבים המקומיים לחוץ לארץ התרחבו השנה במדה ניכרת, עובדה הקשורה, ככל הנראה, לליברליזציה במטבע חוץ, שהרחיבה את מסגרת ההיתרים לעסקות כאלה. דחיית הרחבת ההעברות לחוץ לארץ מהרביע האחרון של 1977 אל הרביע הראשון של 1978 נובעת גם היא, כנראה, מהשלכות הפיחות האמור.

העברות הסקטור הציבורי עלו מאוד ב-1978; הגידול במענקי ממשלת ארה"ב קיזז במדה מסויימת את ירידת תקבולי המוסדות הלאומיים. שני משתנים אלה מנותקים, למעשה, מההתפתחויות הכלכליות שאירעו במשק, וההסבר להתפתחותם על פני השנה קשור לגורמים מדיניים ואחרים. עליית המענקים מממשלת ארה"ב מוסברת בעליית היבוא הביטחוני, שאותו נועדו המענקים לממן, בעוד שירידת תקבולי המוסדות קשורה, ככל הנראה, לעליית שערי הריבית בארה"ב.

¹ המרות של עולים לל"י.

² אף שהעולים היו חופשיים לבצע המרה, והמרה חוזרת של מטבע חוץ, גם לפני הליברליזציה, נראה כי עצם הנהגתה היה בו כדי להגדיל את ביטחונם של העולים ולפשט ביצוע עסקות כאלה.

לוח 4'

העברות חד-צדדיות, 1975 עד 1978
(מיליוני דולרים)

1978				1977				1978	1977	1976	1975	
IV	III	II	I	IV	III	II	I					
												פיצויים מגרמניה
12.4	14.0	9.9	11.6	12.3	10.4	12.8	10.8	47.9	46.3	57.5	121.7	חד פעמיים
94.6	88.0	85.1	90.9	85.3	71.5	74.7	72.3	358.6	303.8	256.2	236.9	גימלאות
107.0	102.0	95.0	102.5	97.6	81.9	87.5	83.1	406.5	350.1	313.7	358.6	סך כל הפיצויים מגרמניה
147.7	141.5	112.7	96.3	135.8	85.8	73.5	68.6	498.2	363.7	261.7	274.8	העברות פרטיות במזמן
44.3	39.3	33.4	24.9	30.1	14.4	10.2	14.5	141.9	69.2	39.7	62.9	מזה: עולים
103.4	102.2	79.3	71.4	105.7	71.4	63.3	54.1	356.3	294.5	222.0	211.9	אחרים
5.2	4.6	3.9	3.9	4.1	3.8	3.8	3.6	17.6	15.3	14.0	9.3	העברות פרטיות בסחורות
259.9	248.1	211.6	202.7	237.5	171.5	164.8	155.3	922.3	729.1	589.4	642.7	סך כל ההעברות לפרטים
17.0	18.0	29.0	22.0	9.0	9.0	14.0	19.0	86.0	51.0	29.0	23.0	העברות פרטים לחו"ל
242.9	230.1	182.6	180.7	228.5	162.5	150.8	136.3	836.3	678.1	560.4	619.7	סך כל ההעברות הפרטיות נטו (א)
22.7	31.5	19.6	24.8	41.1	31.2	26.6	33.8	98.6	132.7	122.8	112.2	העברות מלכ"ר
126.0	66.0	71.0	75.4	98.1	63.2	82.0	93.0	338.4	336.3	416.0	394.6	העברות המוסדות הלאומיים
0.6	0.6	0.6	1.4	0.6	0.6	3.4	1.3	3.2	5.9	2.6	3.1	העברות מוסדות בסחורות
149.3	98.1	91.2	101.6	139.8	95.0	112.0	128.1	440.2	474.9	541.4	509.9	סך כל ההעברות של המוסדות (ב)
264.0	305.0	311.0	273.0	315.0	234.0	212.0	168.0	1,153.0	929.0	1,108.0	642.0	העברות בינאמשלתיות (ג)
656.2	633.2	584.8	555.3	683.3	491.5	474.8	432.4	2,429.5	2,082.0	2,209.8	1,771.6	סך כל ההעברות (א+ב+ג)

4. ההשקעות מחוץ לארץ

לאחר ירידה רצופה בהיקף ההשקעות במזומן, ברוטו, מאז 1973, חל בהן השנה גידול חד, שהעמידן על רמה כפולה ויותר מהרמה הממוצעת בשנתיים הקודמות. במקביל חל גידול חריג בהשקעות הישראלים בחוץ לארץ, והן הגיעו לרמה שטרם נודעה עד כה. התפתחויות אלה בורמים המנוגדים של ההשקעות ייצבו את סכומן נטו על רמה דומה לאשתקד. עם זאת, עקב רמתן המוחלטת הגבוהה, יחסית לזרמי ההון בסעיפים אחרים, לא השפיעו התנודות החריפות בסעיפי ההשקעה באורח משמעותי על זרם ההון הכללי אל המשק.

את הגידול בהשקעות תושבי חוץ עודדו מספר גורמים: ראשית, עם הנהגת הליברליזציה בפיקוח על מטבע חוץ, בוטלו ההגבלות על עיתוי משיכת הקרן והפירות מהשקעות של זרים בארץ, דבר שהעניק יתר גמישות למשקיעים הזרים בישראל; שנית, היציאה מהקיפאון, שבו היה מצוי המשק בשנתיים הקודמות; שלישית, הגיאות בשוק המקרקעין והדיור; ולבסוף — המשך הפעילות הגבוהה בשוק המניות.

בהתירה השקעות בניירות ערך זרים, פתחה הליברליזציה בפני המשקיע הישראלי הזדמנויות השקעה חדשות בחוץ לארץ; ברם, הזדמנויות אלה להתאמת תיקי הנכסים באו לידי ניצול אינטנסיבי רק במחצית השנייה של 1978. עיכוב זה קשור, קרוב לוודאי, בעליית המחירים הפנימית, שהיתה צפויה לאחר הפיחות הדרסטי בשער החליפין של הל"י, שנעשה כחלק מהרפורמה. ממדי ההשקעות של ישראלים בחוץ לארץ, אשר הגיעו השנה להיקף חסר תקדים במשק הישראלי³, אינם מקובלים כלל וכלל אף במשקים בעלי דרגת פיתוח דומה, או גבוהה מזו של המשק הישראלי, ולפיכך יש לראות בהן התאמה חד-פעמית בתיקי הנכסים של התושבים המקומיים.

5. ההלוואות לזמן ארוך ובינוני

לאחר שנתיים של ירידה רצופה בהלוואות ברוטו מחוץ לארץ, הן שבו ועלו במדה ניכרת. הגידול בפירעונות, שחל במקביל, צמצם במדת-מה את הגידול הנקי בהלוואות. עם זאת הוכפלו ההלוואות נטו לעומת השנה הקודמת. מאז שלהי 1977 התייצבו ההלוואות ברוטו על רמה של כ-450 מיליון דולר, אך ברביע האחרון חרגה הרמה והגיעה לכ-560 מיליון דולר. עיקר גידול ההלוואות אירע בתקבולי הממשלה, וסכומן ברוטו הגיע לכדי 1.5 מיליארד דולר. במקביל חל גידול ניכר בהלוואות הסקטור הפרטי ברוטו, כאשר סכומן, שכמעט והוכפל לעומת אשתקד, הגיע לרמה גבוהה מאי-פעם.

מכירות מלווה הפיתוח בחוץ לארץ הוסיפו לגדול גם השנה, על אף העלייה ההדרגתית בשער הריבית בארה"ב, שהחלה עוד בראשית 1977. הגידול במכירות לווה בתוספת ניכרת בפירעון המלווה שנמכרו בעבר, דבר שהביא לירידה נטו בתקבולים ממקור זה. הלוואות ממשלת ארה"ב הסתכמו השנה בכמיליארד דולר, וסכומי הפירעון ירדו לעומת אשתקד. זרמי הון אלה כבולים למימון יבוא ספציפי — בעיקר יבוא ביטחוני — ומושפעים אך במדה מועטה, יחסית, משיקולים כלכליים. הלוואות הסקטור הפרטי, לעומת זאת, שגדלו השנה, כאמור, במדה ניכרת, הושפעו ככל הנראה, משני גורמים מרכזיים: ראשית, הליברליזציה בפיקוח על מטבע חוץ, שהקלה על גורמים פרטיים את גיוס ההלוואות בחוץ לארץ; שנית, הפיחות הגדול בשער הל"י, שצמצם את הציפיה לפיחות גדול נוסף תוך תקופה קצרה. הפעלתה של מדיניות מוני-

³ היקף ההשקעות של ישראלים בחוץ לארץ במשך 1978 היה שווה, במונחים נומינליים, להיקף ההשקעות מאז קום המדינה ועד 1977.

טרית מרסנת בידי בנק ישראל, שהביאה להעלאת הריבית על האשראי החופשי, בשלהי 1978, והיציבות היחסית בשער הלירה לעומת הדולר, במחצית השנייה של השנה, היה בהן משום תמריץ נוסף ללקיחת הלוואות מחוץ לארץ.

בחודש דצמבר השנה, גדלו ההלוואות של הסקטור הפרטי בצורה חדה, כשעיקרן נועד לתקופת פירעון שבין שנה עד שנתיים, ושער הריבית עליהן נע בתחום שבין 14 עד 17 אחוזים. אף שמשקלן המוחלט של הלוואות אלה איננו כה גדול, יש לציין, כי בהשוואה להלוואות אחרות, שהיו מקובלות במשק עד שלהי 1977, הרי אלה הלוואות פחות נוחות, ויש בהן משום הגברת הלחץ על מאזן התשלומים בתקופה הקרובה.

6. תנעות הון אחרות

ב-1978 הסקטור הלא-פיננסי ייצא הון לזמן קצר לחוץ לארץ בהיקף של מאות מיליוני דולרים. התפתחות זו נבעה בעיקרה מהתרחבות ניכרת של האשראי ליצואנים, במסגרת קרנות היצוא. במקביל לכך חלה התפתחות הפוכה בתנועות ההון של הסקטור הפיננסי, שהביאה לגידול בורם ההון אל המשק. התפתחויות אלה, על רקע הכיסוי העודף של יבוא ההון את הגירעון השוטף, איפשרו הגדלה ניכרת ביתרות מטבע החוץ של המשק.

מאז הנהגת הליברליזציה התרחבו מאוד פעולות הסקטור הפיננסי עם חוץ לארץ: הן בתנועות ההון והן בתנודותיהן. ברביע האחרון של השנה, ובעיקר בחודש דצמבר, גדלו בחדות בולטת מרבית סעיפי הנכסים וההתחייבויות של מערכת הבנקים. יתרות מטבע החוץ בבנק ישראל הוסיפו לעלות, זו השנה השלישית ברציפות, כאשר הגידול

לוח 7

יתרות מטבע חוץ בבנק ישראל, 1978
(מיליוני דולרים)

סוף חודש	יתרות ברוטו (1)	פיקדונות בנקים זרים (2)	פת"ח בבנק ישראל (3)	יתרות נטו (1) = (4) - (3)	השינוי ביתרות נטו (5)	השינוי הנובע מהפרשי שיערים (6)	השינוי נטו בניכוי הפרשי שיערים (7) = (5) - (6)
דצמבר 1977	1,571	10	202	1,359			
ינואר 1978	1,597	9	221	1,367	8	-5	13
פברואר	1,612	9	248	1,355	-12	33	-45
מארס	1,671	9	275	1,387	32	15	17
אפריל	1,736	9	274	1,453	66	-25	91
מאי	1,737	9	277	1,451	-2	-7	5
יוני	1,750	20	273	1,457	6	26	-20
יולי	1,780	8	283	1,489	32	33	-1
אוגוסט	1,804	8	278	1,518	29	26	3
ספטמבר	1,920	8	300	1,612	94	24	70
אוקטובר	2,102	8	320	1,774	162	130	32
נובמבר	2,140	8	335	1,797	23	-143	166
דצמבר	2,646	8	396	2,242	445	57	388
סך הכול				883	164		719

**נכסים במטבע חוץ במערכת
(מיליוני)**

1978	1977	1976	1975
1. נכסים בבנק ישראל			
א. נכסים בבנק ישראל			
2,597.0	1,494.4	1,318.4	1,134.5
יתרות מטבע חוץ בבנק ישראל			
53.5	49.5	44.8	46.5
זהב			
—	—	—	—
זהב בקרן המטבע הבינלאומית			
27.4	27.0	10.0	2.6
זכויות משיכה מיוחדות			
2,677.9	1,570.9	1,373.2	1,183.6
סך הכול (א)			
ב. התחייבויות בבנק ישראל			
7.7	9.8	10.1	2.0
בנקים זרים			
396.0	202.0	206.8	142.1
פת"ח ¹			
403.7	211.8	216.9	144.1
סך הכול (ב)			
2,242.0	1,359.0	1,156.3	1,039.5
ג. יתרות נטו בבנק ישראל			
2. מוסדות מוניטריים אחרים			
א. נכסים			
104.6	198.9	89.8	105.0
פיקדונות מממ"א ² בחו"ל			
2,876.1	2,014.3	1,364.8	1,211.0
פיקדונות הבנקים המסחריים			
1.5	38.7	16.1	13.9
אחר			
2,982.2	2,251.9	1,470.7	1,329.9
סך הכול נטו (א)			
2,899.3	2,069.4	1,571.5	1,391.2
פיקדונות והלוואות של בנקים זרים			
2,371.6	1,582.1	1,372.6	1,303.7
פת"ח בבנקים מסחריים			
5,270.9	3,651.5	2,944.1	2,694.9
סך הכול (ב)			
3. נכסים במערכת הבנקאות			
5,660.1	3,822.8	2,843.9	2,513.5
א. נכסים (א1 + א2)			
5,278.6	3,661.3	2,954.2	2,696.9
ב. התחייבויות (ב2' + בנקים זרים)			
381.5	161.5	—110.3	—183.4
ג. נכסים נטו			
220.0	271.8	73.1	—514.1
ד. שינוי בנכסים נטו			
83.9	—16.7	—43.8	2.1
ה. (—) התאמות שער			
303.9	255.1	29.3	—512.0
ה. שינוי בנכסים נטו כתוצאה מעסקות כלכליות			

(1) המקור הוא המאזן היומי של בנק ישראל.

(2) מוסדות מוניטריים מרכזיים אחרים — לפי הגדרת מאזן התשלומים.

הבנקאות, 1975 עד 1978
(דולרים)

1978				1977			
IV	III	II	I	IV	III	II	I
2,597.0	1,845.3	1,664.7	1,589.8	1,494.4	1,394.2	1,380.8	1,376.2
53.5	52.4	50.6	50.4	49.5	46.0	46.1	45.9
—	—	—	—	—	—	—	—
27.4	23.2	34.1	31.6	27.0	16.9	10.4	11.0
2,677.9	1,920.9	1,749.4	1,671.8	1,570.9	1,457.1	1,437.3	1,433.1
7.7	8.5	19.5	9.3	9.8	25.0	10.0	10.0
396.0	300.0	273.0	275.0	202.0	205.6	206.6	199.2
403.7	308.5	292.5	284.3	211.8	230.6	216.6	209.2
2,242.0	1,612.0	1,457.0	1,387.0	1,359.0	1,226.5	1,220.7	1,223.9
104.6	164.7	195.3	308.4	198.9	198.7	201.1	166.0
2,876.1	2,289.8	1,963.3	1,750.5	2,014.3	1,416.2	1,366.2	1,214.0
1.5	0.4	0.1	0.1	38.7	20.9	8.0	8.4
2,982.2	2,454.9	2,158.7	2,059.0	2,251.9	1,635.8	1,575.3	1,388.4
2,899.3	2,082.8	1,936.1	1,717.4	2,069.4	1,531.2	1,480.1	1,383.8
2,371.6	2,121.6	1,874.3	1,741.4	1,582.1	1,480.2	1,434.1	1,362.6
5,270.9	4,204.4	3,810.4	3,458.8	3,651.5	3,011.4	2,914.2	2,745.4
5,660.1	4,375.8	3,908.1	3,730.8	3,822.8	3,092.9	3,012.5	2,821.5
5,278.6	4,212.9	3,829.9	3,468.1	3,661.3	3,036.4	2,924.2	2,756.4
381.5	162.9	78.2	262.7	161.5	56.5	88.3	65.1
218.6	84.7	—184.5	101.2	105.0	—31.8	23.2	175.4
5.1	—69.1	12.7	135.2	—24.4	—7.4	—4.5	19.6
223.7	15.6	—171.8	236.4	80.6	—39.2	18.7	195.0

השנה היה הבולט ביותר. רמת היתרות נטו הסתכמה בסוף השנה בכ-2.2 מיליארד דולר, לאחר גידול שנתי של כ-900 מיליון דולר, ש-20 אחוזים ממנו נבעו מתוספת שיערוך, עקב ירידתו היחסית של הדולר לעומת מטבעות אחרים, שבהם נקוב חלק מהיתרות.

גידול היתרות מחד-גיסא, ועלייה מתונה יותר ביבוא סחורות ושירותים במשך השנה, מאידך גיסא, העלו את היחס בין היתרות נטו לבין ערך היבוא. מלאי היתרות נטו בבנק ישראל הספיק השנה לכיסוי 2.7 חודשי יבוא, לעומת חודשיים ב-1977 וכ-1.8 חודשי יבוא ב-1976. רמת כיסוי היבוא נחשבה כנמוכה מדי בשנים הקודמות, בעוד שרמת הכיסוי ב-1978 משתווה לזו המקובלת בארצות שונות, כרמת הנזילות ההכרחית למימונו הסדיר של היבוא.

מאז הנהגת הרפורמה, הוכפל היקף פיקדונות הבנקים המסחריים בחוץ לארץ, ובסוף 1978 הסתכמו בכ-2.9 מיליארד דולר. במקביל חל גידול רב יותר בצד ההתחייבויות של הסקטור לחוץ לארץ, ואלה עלו, מרמה של כ-3 מיליארד דולר בספטמבר 1977, לכדי 5.3 מיליארד דולר בתום 1978; הגידול התחלק בשווה בין פיקדונות תושבי חוץ לבין פיקדונות והלוואות של הבנקים הזרים.

7. מצבת החוב החיצוני

זו השנה השנייה ברציפות, שבה חלה האטה בשיעור גידולה של מצבת החובות. היקף המצבה הגיע בסוף השנה לכדי 12.2 מיליארד דולר, לעומת 10.7 מיליארד דולר ב-1977 וכ-9.3 מיליארד בסוף 1976. משמעות גידול אטי זה מצטמצמת במדה רבה עם הגידול בתפוקת המשק, הגידול בזרם ההון מחוץ לארץ, ונוכח המשך עליית המחירים בעולם.

בחודש דצמבר, השנה, חל גידול של כחצי מיליארד דולר בהיקף המצבה, ורובו ככולו נרשם בחוב הישיר של הממשלה. חוב הממשלה לחוץ לארץ, שעלה במרוצת השנה בכ-14 אחוזים, הגיע לכדי 9.1 מיליארד דולר, ומשקלו במצבת החובות עלה לכדי שלושה רבעים. חוב זה, שעיקרו נקוב בדולרים, נושא שערי ריבית נמוכים, יחסית, ואלמנט המענק הגלום בו גבוה יחסית — הן לעומת חובות אחרים במצבה, והן לעומת זה המצוי בחובות מדינות חייבות אחרות. בראש מסדר הנושים ניצבת ממשלת ארה"ב, עם חוב של יותר מ-4 מיליארד דולר. החוב, בגין איגרות מלווה הפיתוח, הגיע השנה לכדי 2.5 מיליארד דולר, והחוב לממשלת גרמניה הסתכם בכמיליארד דולר בקירוב. משקל החוב לממשלת ארה"ב עולה בשנים האחרונות בקצב מהיר, כשחלקו של החוב בגין איגרות מלווה הפיתוח פוחת בהדרגה, עם הגידול האטי במכירות ועליית הפירעונות.

השנה השתפר הרכב מצבת החובות לפי מועדי פירעון, עם הירידה הקלה במשקל החוב לזמן קצר ובינוני, ועליית משקל החוב לזמן ארוך, שהגיע לכדי 84 אחוזים. יש לציין, עם זאת, כי חל גידול מוחלט בחוב לזמן קצר, אשר הסתכם ב-925 מיליון דולר; סכום זה מהווה כמחצית סכום הקרן הכללית, העומד לפירעון כבר בשנה הבאה.

למרות השיפור בהרכב החוב לפי מועדי פירעון, מצביעה תחזית פירעון החובות, המבוססת על תנאי ההלוואות שנלקחו בעבר, על התגברות לחץ תשלומי הקרן, העומדים לפירעון בעוד שנתיים ובעוד שלוש שנים. תוך שלוש שנים יהא על המשק לפרוע כ-40 אחוזים ממצבת החובות הנוכחית, דבר המצמצם במידה רבה את גמישות ניהולו של החוב החיצוני של המשק. יש לציין, כי משקל החוב העומד לפירעון תוך שלוש שנים, שהלך ופחת בהדרגה עד 1972, עלה באופן רצוף מאז 1973, ומשקלו הגיע השנה לשיא.

קנה מידה מקובל להערכת עומס תשלומי החוב השוטפים על המשק הוא מידת משקל ההכנסות במטבע חוץ של המשק בחשבון השוטף, המוקדשות למימון שירותי החוב. במרוצת השנים האחרונות אירעו תנודות ביחס שבין שירותי החוב לבין התקבולים מיצוא, דבר המקשה על

לוח 9'
תחזית¹ שנות הפירעון של מצבת החובות לסוף שנה, 1969 עד 1978
(מיליוני דולרים)

1978	1977	1976	1975	1974	1973	1972	1971	1970	1969	
2,038	1,826	1,480	1,414	956	549	435	475	398	244	תוך שנה
(995)	(875)	(805)	(927)	(564)	(190)	(187)	(183)	(155)	(82)	(מזה : הלוואות לזמן קצר)
1,289	950	785	490	504	329	263	223	195	195	משנה עד שנתיים
1,539	1,165	850	511	423	351	241	202	174	136	משנתיים עד שלוש שנים
1,202	1,071	725	628	439	327	268	159	136	124	משלוש עד ארבע שנים
980	777	813	530	481	369	238	193	117	109	מארבע עד חמש שנים
5,136	4,926	4,717	4,044	3,447	3,168	2,636	2,178	1,602	1,316	מחמש שנים ומעלה
12,184	10,715	9,371	7,617	6,250	5,093	4,081	3,430	2,622	2,124	סך הכול
התפלגות לפי מועדי פירעון (אחוזים)										
16.7	17.0	15.8	18.6	15.3	10.8	10.7	13.8	15.2	11.5	תוך שנה
(49)	(48)	(54.4)	(65.6)	(59.0)	(34.6)	(43.0)	(38.5)	(38.9)	(33.6)	(מזה : אחוזי הלוואות לזמן קצר)
10.5	8.9	8.4	6.4	8.1	6.5	6.4	6.5	7.4	9.2	משנה עד שנתיים
12.6	10.9	9.1	6.7	6.8	6.9	5.9	5.9	6.6	6.4	משנתיים עד שלוש שנים
9.9	10.0	7.7	8.2	7.0	6.4	6.6	4.6	5.2	5.8	משלוש עד ארבע שנים
8.0	7.2	8.7	7.0	7.7	7.2	5.8	5.6	4.5	5.1	מארבע עד חמש שנים
42.2	46.0	50.3	53.1	55.1	62.2	64.6	63.5	61.1	62.0	מחמש שנים ומעלה
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	סך הכול
אחוזים מצטברים של התחלקות החוב לפי מועדי פירעון										
16.7	17.0	15.8	18.6	15.3	10.8	10.7	13.8	15.2	11.5	תוך שנה
27.2	25.9	24.2	25.0	23.4	17.3	17.1	20.3	22.6	20.7	תוך שנתיים
39.8	36.8	33.3	31.7	30.2	24.2	23.0	26.2	29.2	27.1	תוך שלוש שנים
49.7	46.8	41.0	39.9	37.2	30.6	29.6	30.8	34.4	32.9	תוך ארבע שנים
57.7	54.0	49.7	46.9	44.9	37.8	35.4	36.4	38.9	38.0	תוך חמש שנים
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	תוך חמש שנים ומעלה

1) התחזית אינה לוקחת בחשבון פדיון מוקדם (בל"י ובמטבע חוץ) של ה"בונדס".

איבחון התפתחות מגמת עומס שירותי החוב השוטפים על מאזן התשלומים. ב-1978 חלה עלייה איטית ביחס זה לעומת השנה הקודמת, אולם רמתו נשארה נמוכה מהרמה הכללית, שאיפיינה את מרבית השנים הקודמות. לגבי המשק הישראלי, הנהגה ברציפות מרמה גבוהה של העברות חד-צדדיות, נהוג להשתמש באינדיקטור נוסף למדידת העומס השוטף של שירותי החוב, דהיינו היחס בין שירותי החוב לבין ההכנסות, הכוללות את היצוא וההעברות החד-צדדיות. אינדיקטור זה מורה השנה גם הוא על כיוון דומה בהתפתחות עומס שירותי החוב השוטפים על מאזן התשלומים. אינדיקטור אחר להערכת הנטל השוטף של החזר החוב, המביא בחשבון את השינויים בתפוקת המשק, בהיקף יבוא ההון ובהתפתחות המחירים בעולם, מצביע בשנים האחרונות על מגמות שונות: מאז 1973 חלה עלייה חדה ברמת נטל החזר החוב, שהגיעה לשיאה ב-1977. באותה שנה היה המשק ברמת שיא הנטל לפי אינדיקטור זה. ב-1978 חלה הקלה בנטל, כפי שמורה האינדיקטור, בעיקר בשל חידוש צמיחת התפוקה, גידולו הנמרץ של יבוא ההון, והמשך עליית המחירים בעולם. עליית המחירים המהירה בעולם, שאיפיינה את התקופה האחרונה, מצמצמת למעשה את יתרת החוב במונחים ריאליים, מאחר שההלוואות, שנלקחו בשנים הקודמות, אינן צמודות לשינויים במחירים בשווקים הבינלאומיים. אומדן אפשרי לשינוי הריאלי במצבת החובות יכול להתקבל באמצעות ניכוי מצבת החוב בעליית מחירי היצוא של המשק בשוקי חוץ לארץ. עליית מחירי היצוא ב-1978, שהגיעה לכדי 18 אחוזים, הביאה למעשה לירידת "המצבה הריאלית" בכ-4 אחוזים לעומת אשתקד.

לוח 10-1

אינדיקטורים לנמל שירותי החוב, 1969 עד 1978
(מיליוני דולרים)

1978	1977	1976	1975	1974	1973	1972	1971	1970	1969	
757	620	552	530	389	262	179	147	141	109	(1) תשלומים על חשבון ריבית
882	726	622	534	469	420	432	330	248	250	(2) תשלומים על חשבון הקרן (זמן ארוך ובינוני)
1,639	1,346	1,174	1,064	858	682	611	477	389	359	(3) סך כל שירותי החוב [(1)+(2)]
6,634	5,664	4,566	3,825	3,634	2,784	2,222	1,875	1,402	1,290	(4) יצוא מוצרים ושירותים
2,429	2,082	2,210	1,770	1,718	2,190	1,059	792	650	464	(5) העברות חד צדדיות
24.7	23.8	25.7	27.8	23.6	24.5	27.5	25.4	27.7	27.8	(6) יחס שירותי החוב א' [(3)/(4)] (אחוזים)
18.1	17.4	17.3	19.0	16.0	13.7	18.6	17.9	19.0	20.5	(7) יחס שירותי החוב ב' [(3)/(4+5)] (אחוזים)

לוח 11"ו
עסקות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי, 1975 עד 1978
(מיליוני דולרים)

1978				1977				1978	1977	1976	1975	
IV	III	II	I	IV	III	II	I					
—640	—1,064	—838	—868	—625	—733	—703	—502	—3,410	—2,563	—3,200	—4,016	1. גירעון בחשבון השוטף
—429	—548	—489	—534	—418	—287	—387	—289	—2,000	—1,381	—1,784	—2,046	א. מזה: גירעון ממשלתי
—211	—516	—349	—334	—207	—446	—316	—213	—1,410	—1,182	—1,416	—1,970	ב. גירעון הסקטור הפרטי
306	282	328	203	350	181	171	211	1,119	913	848	889	2. יבוא ההון של הסקטור הפרטי
95	—234	—21	—131	143	—265	—145	—2	—291	—269	—568	—1,081	עודף יבוא ההון על גירעון הסקטור הפרטי [(2) + (ב')]
—25	31	6	—50	221	—56	—5	—33	—37	127	35	316	3. מערכת הבנקים המסחריים ותנועות הון לזמן קצר
—577	—286	—220	321	—562	—60	—147	154	—763	—615	—131	—37	א. הון פרטי לא פיננסי לזמן קצר
1,023	336	358	—	560	90	153	—207	1,717	596	243	565	ב. ירידת יתרות של הבנקים המסחריים
—25	29	—6	112	—13	20	33	53	110	93	64	—185	ג. הלוואות שקיבלו הבנקים מחוץ לארץ ופת"ח
—123	—291	—383	—211	—187	—25	—23	—45	—1,008	—280	101	—282	ד. הלוואות שנתנו הבנקים לחוץ לארץ
273	—181	—245	172	19	—31	11	—78	19	—79	312	377	ה. בניכוי העברות הסקטור הציבורי לבנקים סך כל המימון שנתנו הבנקים המסחריים ותנועות הון לזמן קצר
368	—415	—266	41	162	—296	—134	—80	—272	—348	—256	—704	4. סך הכל המכירות התחשיביות לבנק ישראל [(2) + (ב') + (3)]
118	183	—82	—273	—331	132	—58	128	—54	—129	—14	—7	5. טעויות והשמטות *
314	—227	—112	—317	—157	—253	—264	—74	—342	—748	—559	—770	6. מכירות בפועל לבנק ישראל **

* משקף בעיקר זרמי הון לזמן קצר.
** קיים הפרש בלתי כוסבר בין (5) + (4) לבין (6).