

פרק ו'

ישראל והסחר העולמי

1. קווי ההתפתחות העיקריים

ב־1974 בלטו שני תהליכים כלכליים, שהיו תלויים זה בזה: ה"מהפכה" במחירי הנפט, שגרמה אופ"ק בתחילת השנה, והרפיון במשקים התעשייתיים הגדולים (במיוחד ארה"ב, גרמניה ויפן), שגרר אותם לשפל העמוק ביותר מאז מלחמת העולם השנייה. הזיקה ההדדית בין שתי ההתפתחויות נעוצה בעובדה, כי הרפיון נבע בעיקר מלחץ לעליית מחירים מצד ההוצאות, בעקבות עליית מחירי הנפט והסחורות, שנוסף על מדיניות הצמצום המוניטרי והפיסקלי. המאורעות העיקריים האחרים שיקפו, בעצם, התפתחות בולטת זאת, במיוחד:

(1) הירידה התלולה במחירי רוב המוצרים הראשוניים מהשיאים יוצאי הדופן של תחילת 1974 (חוץ ממזון, שירידת מחירו התעכבה בגלל יכולים נמוכים עד לסוף 1974 ותחילת 1975)¹.

(2) "שוק הקונים" לנפט (כלומר עודף כושר ייצור לעומת ביקוש מצטמצם), אשר, עד עתה, לרוע המזל, נראה כי שיקף בעיקר את ההשפעה של השפל העולמי על הביקוש לנפט ולא את השפעת התחלופה.

(3) מגמת החולשה של הדולר האמריקני במהצית השנייה של 1974 (ובתחילת 1975) אחרי תקופה של התחזקות שנבעה מהציפייה, כי ארה"ב תסבול פחות מאשר ארצות אחרות מהשפעת "גירעון הנפט" הצפוי. מגמת החולשה הבלתי צפויה משקפת, למעשה, בעיקר את ירידת שיעורי התשואה בארה"ב (הן ריבית והן רווחים) ביחס למרכזים אירופיים, כאשר המשק האמריקני סבל משפל יותר מאשר ארצות אחרות. גורם זה, שייתכן כי היה משולב עם גורמים לא כלכליים, גרם, כפי הנראה, לזרימה קטנה יותר מהצפוי של כספי אופ"ק לארה"ב (או להשקעות דולריות). זרימה זו היתה קטנה יותר מ"גירעון הנפט" בחשבון השוטף, והוא אף הגדיל כמובן, את זרימת ההון אל מחוץ לארה"ב.

2. ההשפעה על ישראל

המשק הישראלי הושפע בעיקר מצעדים דרסטיים במדיניות הכלכלית הפנימית, אך גם לשינויים הבינלאומיים העיקריים, שתוארו לעיל, היו תוצאות משמעותיות. הם התרכזו בשלושה תחומים: (א) "השפעות הכנסה" בחו"ל על היצוא, (ב) השפעת התנודות בשער החליפין של הדולר על שער החליפין הממוצע של הל"י (שהשפיעו הן על שער החליפין הרשמי הממוצע להעברות הון והן על שער החליפין ה"אפקטיבי" לסחר), ו-(ג) השפעת מחירי המוצרים הראשוניים (והתפתחויות אחרות במחירים) על תנאי הסחר של ישראל. נעסוק בשלוש נקודות אלה להלן.

¹ ראה דיאגרמה 4 להלן.

גידול התוצר הלאומי הגולמי הריאלי בארצות נבחרות, 1960 עד 1974

(אחוזים במונחים שנתיים)

ממוצע 1972-1960	1973	1974	1973	1974	1974	1974
ממוצע	מחצית	מחצית	מחצית	מחצית	מחצית	מחצית
1972-1960	1973	1974	1973	1974	1973	1974
קנדה	5.0	6.8	(3.7)	4.5	5.6	(-1.4)
ארה"ב	4.1	5.9	-2.2	1.9	-3.4	-4
יפן	11.0	10.2	-3.1	2.8	-9.0	(3)
צרפת	5.8	6.0	4.1	5.4	4.5	4.1
גרמניה	4.9	5.3	(0.8)	0.5	2.0	(-1.7)
איטליה	5.5	6.0	4.1	9.4	4.9	0.0
בריטניה	3.1	5.3	-1	0.3	-3.4	5.0
סך הכול ל-7 מדינות	5.5	6.5	(-1)	2.6	-2.0	(-1.0)
שאר ארצות OECD	5.3	5.0	(3.1)	-	-	-
סך הכול OECD						
למעט ארה"ב	5.4	6.3	-	3.7	0.1	-
סך הכול	6.3	6.6	(-0.4)	3.0	-1.3	(-1.5)

* רביע שלישי.

ה מקור: למדינות OECD, *Economic Outlook*, December 1974, הנתונים בסוגריים עודכנו על-פי נתונים מאוחרים יותר של הפרדול רורב בנק של סט' לואיס. נתוני הרביע האחרון הם ממקור זה. הנתונים לגבי המדינות והסך הכול, שלגביהן לא היו נתונים על הרביע הרביעי (למשל, איטליה, צרפת, בריטניה והמדינות הקטנות החברות ב-OECD) הם, כפי הנראה, מוטים כלפי מעלה.

ארה"ב U.S. Council Economic Advisers, *Annual Report*, February 1975

הכוחות העיקריים שהשפיעו על ישראל ב-1974, היו תוצאה של קשרי הגומלין בין המדיניות, שנקטה ישראל, והמשק העולמי. מאזן התשלומים הישראלי סבל מגירעון ניכר במשך רוב השנה; ראשית, בגלל ההשפעה השלילית החריפה של עליית מחיר הנפט על תנאי הסחר של ישראל ומכאן על עודף היבוא (גורם זה מסביר כ-400 מיליון דולר מתוך מיליארד הדולר שנוספו לגירעון בחשבון השוטף). גורם זה היה משותף לנו ולעוד ארצות מייבאות נפט. העלייה בגירעון השוטף לא אozנה, בחשבונה של ישראל, בעלייה ביבוא ההון. העברות ההון, נטו, קפאו על שמריהן למרות ההשפעה החיובית של מספר גורמים כלכליים (שיעור גבוה במקצת של צמיחה כלכלית ריאליה בישראל, שער ריבית גבוהה יותר). ניתוח סטטיסטי מעלה, כי חלק ניכר — אך לא הכול — ניתן לייחס להשפעה הספקולטיבית של ציפיות לפיחות הל"י (שהוא שער החליפין האפקטיבי ליבוא הון). לגבי החשבון השוטף חוזקה ההשפעה בגלל תנועות מקבילות של "הקדמות ופיגורים" בצפייה שפיחות ישפיע גם על שער החליפין האפקטיבי לסחר. אולם ביבוא ההון חל צמצום גדול יותר מכפי שניתן לייחס לגורם זה בלבד, וקרוב לדוא, שהמצב הביטחוני והציפיות להאטה בצמיחה מסבירות את אי ההתאמה, אף כי אין בידינו מודד נפרד לגבי כל אחד מהגורמים. הציפייה לפיחות, כשלעצמה, היתה תוצאה הן של שיעור האינפלציה הגבוה בישראל במשך שלוש

גידול * שוקי היצוא של ישראל, 1966 עד 1974

סך הכול	ארצות מפותחות	אחרות **	סך הכול
1966	7.7	7.5	7.7
1967	5.3	4.6	5.2
1968	13.8	12.2	13.6
1969	10.7	10.4	10.7
1970	7.9	10.3	8.3
1971	6.3	9.9	6.8
1972	10.4	34.6	14.2
1973	11.1	4.3	9.9
1974	1.5	-1.4	0.8

* המודד לגידול השוק הוא שיעור הגידול הכמותי בסך היבוא של ארצות הייעוד משוקלל בחלקה של כל מדינה בכלל היצוא הישראלי (למעט יהלומים).

** מפאת חוסר נתונים, המספרים לגבי 1972 ואילך הם ביחס למספר קטן מאוד של מדינות.

השנים האחרונות והן של הפער הגדל והולך, כתוצאה מכך, בין השער האפקטיבי לשער הרשמי. כן הושפעו הציפיות מן הגירעון הכולל (וירידת הרזרבות), שעצמו היה נעוץ בגיאות במחירי המוצרים הראשוניים והנפט. דבר זה יצר "מעגל קסמים" במערכת של שערים נתמכים, שבה עצם קיומו של גירעון מגביר את הגירעון דרך השפעות ספקולטיביות. בהתאם להתפתחות זו, עצם הפיחות בשער החליפין של הל"י (43 אחוזים באופן רשמי, 27 אחוזים בשער האפקטיבי) גרם למגמה הפוכה. שינויי שער אלה (הן בחשבון השוטף והן בחשבון ההון) גרמו להיפוך מגמת הירידה המתמדת ביתרות (כ-80—100 מיליון דולר לחודש) לעלייה קלה, עלייה שחוזקה באופן ניכר בשל גורמים מיוחדים.¹

3. ההתפתחויות הבינלאומיות הכולטות

א. שפל במשקים המערביים הגדולים

הירידה המהירה והעמוקה בתפוקה הריאלית של שבעת המשקים המערביים הגדולים והמפותחים (חברי ה-O.E.C.D.) מוצגת בדיאגרמה 1.² משיעור צמיחה חסר תקדים, 8 אחוזים

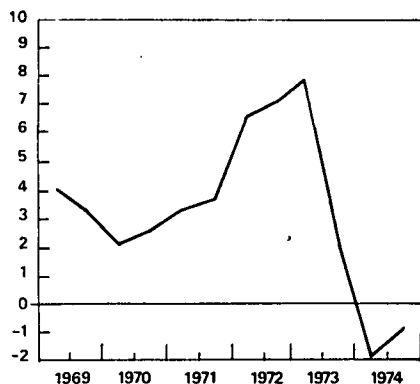
¹ קשה (בייחוד בשלב זה) לבודד את השפעת הגורמים "המיוחדים" מהשפעות הפיחות. אמנם יבוא ההון לזמן קצר לבנקים ישראלים גדל באופן ניכר, אולם הפיחות גם הגדיל באופן ניכר את נטייתם של בנקים זרים להלוות. "גורמים מיוחדים" אחרים שלאחר הפיחות (כמו קרן הנפט של קרן המטבע הבינלאומית ומכסות האשראי בסך 130 מיליון דולר) אינם משקפים עליות מעבר ל"גורמים מיוחדים" בעבר. יתרה מזו, אין הם יכולים לבוא בחשבון בכלל השיפור, שהתבטא לא רק בעלייה ביתרות, כי אם בהיפוך מגמה, מירידה תלולה לעלייה דומה ביתרות (דהיינו כ-95 מיליון דולר מנובמבר 1974 למארס 1975). ראוי לציין, שבשל הפיגור הנורמלי בין ההזמנות לבין קבלתן, יכולים היצוא והיבוא להשתנות באופן משמעותי רק 3—4 חודשים לאחר הפיחות, והדבר אכן משתקף בנתוני מארס 1975.

² ראה גם לוחות ו' 1 ו' 2 להלן.

הגידול בתוצר הריאלי ב-7 מדינות O.E.C.D.

נבחרות, לפי הצאי שנים, 1969 עד 1974

(אחוזי שינוי על בסיס שנתי)



במחצית הראשונה של 1973, חלה האטה ל-2.6 אחוזים במחצית השנייה, שאחריה, במחצית הראשונה של 1974, גרשמה ירידה בשיעור 2 אחוזים. בעקבותיה חל "שיפור מה", שהתבטא בירידה של אחוז אחד במחצית השנייה של השנה. שפל דרמטי זה אינו מתאר את מלוא הירידה הדרסטית במשק הגדול ביותר — ארה"ב (שמש-קלה הוא כשליש מה-O.E.C.D.) ובמשק השני בגודלו — יפן. כפי שמראה לוח ו' 1, התל"ג הריאלי ב-1974 ירד בכ-2.2 ו-3.25 אחוזים, בהתאמה, בשני משקים אלה. ביפן היתה הירידה קטנה יותר במדת מה במחצית השנייה (המוס-ברת ע"י הירידה ללא תקדים בעקבות מחסור בנפט ברבעון הראשון), אך קצבה המשיך לגבור בכל רבעון. ארה"ב הגיעה לשפל חמור יותר ברבעון האחרון של שנת 1974 (שגמשך באותו קצב שנתי — 10- אחוזים ברבעון הראשון של

1975) אחרי יותר משנה של צמיחה קטנה או שלילית. (שיעור הירידה היה גדול יותר מהשיעור של התצפיות והאומדנים, כגון אלה של ה-O.E.C.D. ביולי ובנובמבר).

גם בארצות העיקריות האחרות היו מגמות ירידה (במיוחד ברבעון האחרון). בצרפת היתה הצמיחה הגדולה ביותר במחצית השנייה, אך סימנים שונים (כגון מדד התפוקה התעשייתית) מרמזים על כך, שגם בה התחילה ירידה משמעותית בשיעור הצמיחה ברבעון האחרון.¹

ראוי אולי לציין, כי ברוב המקרים הצליחו הארצות הקטנות ב-O.E.C.D. לשמור על צמיחה יציבה, לפחות במשך רוב השנה, יותר מאשר שבע המדינות הגדולות ביותר. כפי שמורה לוח ו' 1, שיעור הצמיחה המצרפי שלהן היה כ-3.25 אחוזים, לעומת שיעור שלילי בארצות הגדולות. בכך הן סטו מהדגם המקובל, שלפיו דומות מגמות ההתפתחות שלהן לאלו של הארצות הגדולות. הן הוכיחו יכולת שליטה טובה יותר על משתנים עיקריים, כגון אינפלציה של שכר, בלי להסתמך רק על מדיניות מוניטרית ופיסקלית דפצלונית. דבר זה משקף גם שיטות מפותחות יותר של קשר בין שכר ומחירים או מדיניות הכנסות (לדוגמה: שבדיה, הולנד, נורווגיה וניו-זילנד). עם זאת, ברוב הארצות הללו היו סימנים של ירידה משמעותית בתפוקה בסוף 1974 — בחלקה, ללא ספק, תוצאה ישירה של ירידה בביקוש ליצוא מצד הצרכניות העיקריות.

4. גורמים יסודיים לשפל

השפל הנוכחי הוא, כמובן, תהליך מורכב, המתבטא בצורה שונה בכל ארץ. אין אנו יכולים לפרט כל מקרה ומקרה (אם כי היה בכך כדי להרחיב את הבנתנו). מצד שני, את עצם הבעיה (הסיבה הראשונית לשפל הבינלאומי) ניתן להציג כתהליך פשוט: כלומר, ההתנגשות בין לחץ מצד ההוצאות הנעוץ בעליות היחסיות התלולות במחירי מוצרים ראשוניים ונפט, ובין מדיניות דפצלונית לגבי הביקוש המצרפי במשקים הגדולים (ובחלק מן הקטנים). תחילתו של תהליך זה תוארה כבר בדוח בנק ישראל 1973 (פרק ג'). ההתפתחויות שחלו מאז הבהירו ותמכו בניתוח זה.

¹ הנתונים לגבי הממלכה המאוחדת נשתבשו בגלל ההשפעות של שביתת כורי הפחם במחצית הראשונה (וצמצום שבוע העבודה כתוצאה מכך).

ארה"ב — ההאטה בתפוקה ובעלויות המחירים, 1973 ו-1974
(אחוזי שינוי)

העלייה או הירידה (—)									
שיעור חודשי				1974 (שיעור שנתי)				מדצמבר לדצמבר	
דצמבר	נובמבר	אוקטובר	ספטמבר	IV	III	II	I	1974	1973
7.	9.	9.	1.2	10.1	14.2	10.3	14.2	12.2	8.8
מדד מחירים (מנוכה עונתיות) *									
מדד מחירים סיוטניים									
מזון									
—2.5	2.5	5.1	—1.9					11.0	26.7
מוצרי תעשייה									
0	9.	1.1	1.0	8	26	33	30	25.6	10.7
כל הסחורות									
	—5.	1.2	2.5	.1				20.9	15.4
מדד ניכוי של הצריכה (משקלות קבועים)									
				9.2	12.3	12.0	14.6		
התוצר הגולמי הריאלי									
				9.1	—1.9	—1.6	—7.0	2.2	5.9
רכיבי מדד המחירים									
מזון									
				14.6	12.3	3.1	19.4		
אנרגיה (ישיר)									
				1.2	3.7	22.3	70.7		
כל השאר									
				9.6	15.3	11.9	8.6		

* השינויים במדדי המחירים - לצרכן מחושבים לפי חודש האחרון בכל רביע. מן השינויים הריבועיים במחירי הצריכה והתפלגותם מתקבלת התמונה הברורה ביותר. העלייה התלולה ברביע הראשון נובעת מן העלייה היוצאת דופן במחירי הנפט (שמשקלו בסך הצריכה קטן) בתוספת עלייה תלולה במחירי מזון, בעוד שהרכיב הכבד ביותר במדד, "כל השאר", סיגר בעלייתו. בעליית "כל השאר" ברביע השלישי ניתן למצוא את "גלגול עליית מחירי הנפט. ברביע הרביעי מוצה תהליך ה"גלגול". אולם התחדשות העלייה במזון ברביע השלישי והרביעי החזירה את קצב העלייה הכולל לשיעורים שנמצאו ברביע הראשון והשני. נתונים חודשיים של הרביע הרביעי והחודשים הראשונים של 1975 על המזון מראים, שהשפעת סעיפי המזון על המדד הכולל פסקה לגמרי אחרי הרביע הרביעי, והירידה הכללית מהשיעור שנמצא ברביע השלישי תיעשה תלולה יותר. (תוכניתו של הנשיא פורד אם תוגשם, תקוז, כמובן, חלק מירידה זאת).

ה מקור: רשימה של מועצת היועצים הכלכליים, 1974.

הבעיה נעוצה בעיקרה בקשיחות כלפי מטה של מחירים ושכר בסקטורים רבים של המשקים המודרניים (בעיקר ענפי התעשייה והשירותים). כתוצאה מכך, כאשר ב-1973 וב-1974 היו עליות יחסיות תלולות בלתי נמנעות במחירי השוק העולמי של חומרי גלם בסיסיים, מזון ונפט (אם בגלל עלייה בביקוש, של חומרי גלם למשל, או ירידה בהצע, הנובעת מירידה טבעית כמזון, או מלאכותית כנפט) עלתה רמת המחירים הכללית בשיעור חסר תקדים¹. התגובה של הממשל לות — הדוגמה הטובה ביותר היא זו של ממשלת ארה"ב — לא רק שלא הקלה על הביקוש ע"י ספיגה של לחצי עליית המחירים מצד ההוצאות, אלא עוד החמירה אותו ע"י מדיניות מוניטרית ופיסקלית מצמצמת, כאילו היתה בפניה התעצמות אינפלציונית של הביקוש המקומי. למהפכה במחיר הנפט היו השפעות נוספות. ההשפעה המצמצמת שנבעה ממעבר של הכנסה ריאלית אל יחידות לכליות בעלות נטייה שולית לחסוך גבוהה יותר (יצרני הנפט) היתה סיבה נוספת למדיניות ביקוש מרחיבה בארצות המייבאות נפט. כנגד זאת נקטו ארצות רבות מדיניות של ריסון נוסף, שנועדה להשפיע על מדדי המחירים — במקום לערוך התאמה נוספת בשער החליפין, כאמצעי לשיפור הגירעון במאזן התשלומים.

דבר זה מתאים במיוחד לארצות, שבהן איחר הרפיון הכלכלי להופיע, כגון איטליה וצרפת, ולארצות עם שיעור אינפלציה גבוה במיוחד (יפן ואיטליה). אם כי המשקל של כל מגיע איננו ידוע, כמה מהארצות (והדוגמה הטובה לכך היא צרפת) לא הוטרדו במיוחד מהשיעור הגבוה של עליות המחירים, הנדרש כדי לשמור על צמיחה בתעסוקה מלאה, עד אשר ניצבו נוכח גירעונות גדולים עוד יותר וירידה בערך המטבע (ביחס למטבעות של מדינות דפלציוניות יותר, כגון מערב גרמניה).

קשה למדוד את התרומה המדויקת של עליית מחירי המזון והנפט להחשת קצב האינפלציה. קל לראות, שניתן לייחס להם את רוב העלייה במחירים, במיוחד כאשר מביאים בחשבון עליות מחירים מצד ההוצאות, הנובעות מתביעות שכר (כדי לפצות על שיעורי האינפלציה הגבוהים), ומידה מסוימת של העלאת המחירים מצד יצרנים בעקבות עליית מחירי התשומות.

בארה"ב, לדוגמה, העלייה במחיר הנפט גררה במישורין עלייה מקבילה במחירי הפחם. העלייה הישירה במשך השנה, במחירים סטטוניים של אנרגיה היתה בשיעור של שני שלישים ובמחירים הקמעוניים של אנרגיה — בשיעור 36 אחוזים. דבר זה כשלעצמו היה יכול להעלות את שיעור עליית המחירים לצרכן ב-1974 בכ-2.5 אחוזים (ואף יותר, אם מובאות בחשבון גם ההשפעות העקיפות). גורם נוסף בעל חשיבות בארה"ב היתה השפעת העלייה המהירה המתמדת במחירי מזון, וגם הורגשה מלוא ההשפעה של העלייה התלולה במחירים העולמיים של חומרי הגלם עד אפריל 1974. מדד המחירים לצרכן (סוף שנה לסוף שנה) עלה ב-1973 ב-8.8 אחוזים (לעומת 3.4 אחוזים ב-1972), כך שעלייה ב-12 אחוזים ב-1974 מובנת למדי².

לעומת שילוב זה של גורמי אינפלציה מצד ההוצאות לא יכלה מדיניות מוניטרית מצמצמת (שיעור העלייה באמצעי התשלום (M_1) ירד מ-7.5 אחוזים ב-1972 ל-6 אחוזים ב-1973 ול-5 אחוזים ב-1974) לבלום בצורה משמעותית את העלייה בשיעור האינפלציה, אך השפעתה על

¹ בלוחות 4 ו-5 להלן מובאים עיקרי הנתונים על המחירים וההוצאות במשקים העיקריים.

² למעשה, סך ההשפעה של גורמים נוספים של אינפלציה של הוצאות נראית גדולה יותר מהעלייה למעשה שיעור האינפלציה; והדבר מרמז, כי ההאטה הניכרת בביקוש צמצמה למעשה את הרווחים, הורידה כמה מהמחירים ובדרך כלל מנעה עלייה כללית במחירים בשיעור שהיה מתקיים במצב של צמיחה כלכלית בתעסוקה מלאה (השווה, לדוגמה, את העלייה השנתית בצרפת (לוח 4) מ-7 ל-14 אחוזים, לעומת 6 ל-11 בארה"ב).

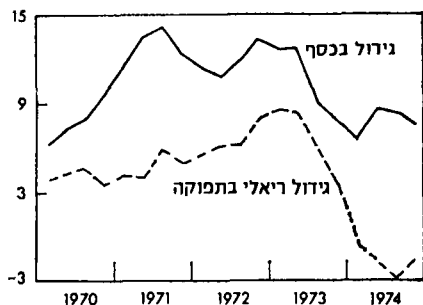
הביקוש הנומינלי היתה "נורמלית". הביקוש הנומינלי שעלה בשיעור 11.5 אחוזים ב-1973 עלה ב-1974 ב-7.8 אחוזים בלבד. לכן היה צורך שכל ההאטה בביקוש הנומינלי תשתקף בירידת הצמידה הריאלית (מ-5 אחוזים ב-1973 ל-2.2 — אחוזים ב-1974) כדי לאפשר עליית מחירים. התיאור שלעיל כוחו יפה, בשינויים מעטים, להתפתחויות שאירעו ברוב המשקים התעשייתיים.

5. המדיניות המוניטרית והשפל

דיאגרמה ו' 2

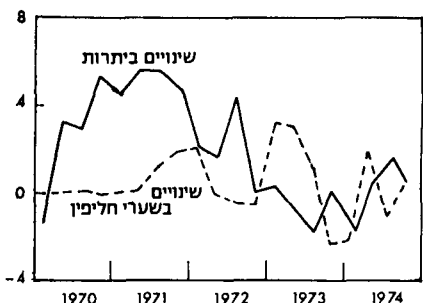
הגידול בהצע הכסף ובתפוקה ב-10 מדינות נבחרות, 1970 עד 1974

(אחוזים, שיעורים שנתיים)



דיאגרמה ו' 3

יתרות ושערי חליפין ב-10 מדינות נבחרות, 1970 עד 1974



המקור: First City Book of New York

כפי שנאמר לעיל, למדיניות המוניטרית היה תפקיד מכריע בהתפתחות השפל הבינלאומי הנוכחי. דיאגרמות ו' 2 ו-3 ממחישות זאת בצורה גרפית¹. דיאגרמות אלה מתארות כמה התפתחויות עיקריות; ראשית, ההאטה בגידול הצע הכסף ב-1973 קדמה לירידה החדה בגידול בתפוקה הריאלית במשקים התעשייתיים העיקריים. מהניתוח שלעיל ניתן לראות, כי ממדיה של ירידה זו התעצמו בשל הלחצים הבלתי רגילים מצד ההוצאות לאנרגיה, חומרי גלם, מזון ותביעות השכר הנובעות מכך. עם זאת, הדבר השפיע בראש ובראשונה על העוצמה ולא על הכיוון של הקשר בין צמיחה כלכלית והצע הכסף. טענה זו היא ברורה ונורמלית, כפי שמראה הדיאגרמה.

התפתחות חשובה שנייה, המסייעת להסביר את המעבר להתרחבות מוניטרית קטנה יותר, משתקפת בדיאגרמה ו' 4, אשר מראה, כי לפני ניווד המטבעות העיקריים ואחריו יצרו השינויים בשער החליפין של הדולר, בהשוואה למטבעות אחרים, תנועות נוגדות ביתרות מטבע החוץ של אותן ארצות. ההבדל בין התקופה של שערים קבועים ושערים גיידים הוא רק בעוצמה.

הדיאגרמה מראה, באופן כללי, כי מאמצי התמיכה בדולר במשך 1972 תרמו במדה רבה להתרחבות המוניטרית המוגברת במשך התקופה (אשר היוותה את הרקע לגיאות העולמית האינפלציונית ב-1972 ותחילת 1973), בעוד ששינויים ביתרות בלמו את הגידול המוניטרי ב-1973 וב-1974. נטייה זו לשמור על יציבות של מטבעות אחרים במונחי דולרים (ולמטבעות אחרים במונחים של מארקים גרמניים) גרמה, בדרך כלל, להתאמה בין ההתרחבות המוניטרית של ארצות

¹ חושבו בידי פירסט סיטי נשיונל בנק של ניו-יורק. נתונים על הגידול המוניטרי בארצות נבחרות הוצגו בלוח ו' 6.

השינויים במחירים לצרכן, 1973 ו-1974
(אחוזים, שיעורים שנתיים)

1974				1974	1973	
4	3	2	1			
12.7	12.6	11.0	12.2	11.1	6.2	ארה"ב*
11.5	12.9	13.7	9.7	10.7	7.6	קנדה
18.2	15.9	20.2	45.4	23.0	11.7	יפן
13.3	13.8	17.5	15.6	13.8	7.3	צרפת
5.4	3.5	6.6	9.9	7.4	6.9	גרמניה
28.1	25.1	22.7	21.7	19.4	10.8	איטליה
13.7	7.3	12.7	10.0	9.1	8.0	הולנד
19.2	11.8	25.8	17.4	15.8	9.2	הממלכה המאוחדת
14.5	12.0	12.5	16.0	13.3	7.7	סך הכול OECD

* ההבדלים בנתונים על ארה"ב שבלוח זה לבין אלה שבלוח ו' 3 לעיל נובעים מכך, שכאן חושבו השינויים בכל רביע על בסיס ממוצע תלת חודשי.

ה מקור: נתונים שנתיים ונתוני OECD לפי רביעים — National Institute Economic Review, Feb. 1975, כל יתר הנתונים — הפרדל רורב בנק של סט' לואיס.

אחרות למדיניות המוניטרית של ארה"ב וגרמניה¹. הסכנה שבכך ברורה, כיוון ששתי ארצות אלה היו בין הדפלציוניות ביותר בשפל הנוכחי. קיימת אפשרות התאוששות, וליציבות בעתיד, אם מדינות אחרות ייטיבו לנצל את היתרון שבעצמאות מוניטרית, הניתנת להם ע"י שערי חליפין גידיים במקום תלות בעידוד מתאים או מספיק מצד הדולר והמרק הגרמני.

6. המדיניות המוניטרית לגבי הדולר והמרק

על השיקולים דלעיל יש להוסיף ניתוח קצר, לפחות, של ההתפתחויות המוניטריות בשני המטבעות העיקריים (הדולר והמרק). ניתן לראות, כי בשיעור הגידול של הגדלים המוניטריים (M_1 , M_2 וכו') בארה"ב נמשכת מגמת הירידה בכל 1974, שהגיעה כמעט עד ליציבות בסוף השנה. הגידול המוניטרי בגרמניה היה מורכב יותר, ולאחר האטה ניכרת חלה מגמת עלייה.

ההשפעות העיקריות שגרמו להתפתחויות אלה היו: ההאטה בהתרחבות המוניטרית בארה"ב (כ-5.5 אחוזים באמצעי התשלום) במחצית הראשונה של 1974 נבעה ממדיניות אנטי אינפלציונית מכוונת, אך במחצית השנייה החל השיעור לרדת ברציפות אפילו מתחת לשיעור שאליו התכוונו קובעי המדיניות (כ-3.5 אחוזים ברבעון השלישי וכמעט אפס בדצמבר וינואר 1975) כתוצאה מההשפעה של ההחשה במגמת השפל הכלכלי על הביקוש לאשראי בנקאי. כפי

¹ כפי שגראה להלן, ההשפעה עשויה להתהפך בתנאי שפל קיצוניים.

שינויי מחירים ועלויות במטבע מקומי, 1973 ו-1974

(שינוי לעומת השנה הקודמת, אחוזים)

	1974				1973			
	מדד מחירי היצוא	שכר לשעת עבודה ⁴	מדד מחירי התוצר	מדד מחירי התוצר	מדד מחירי היצוא ²	שכר לשעת עבודה ⁴	מדד מחירי התוצר	מדד מחירי הצריכה הפרטית
קנדה	31.5	13	13.0	10.0	15.2	8.5	7.6	6.1
ארה"ב	26.0	³ 11	10.9	11.5	16.1	6.8	5.6	5.5
יפן	39.0	27	26.0	25.0	8.2	23.6	12.0	11.7
צרפת	25.0	19	10.0	13.75	9.5	12.4	7.3	¹ 7.1
גרמניה המערבית	14.5	11	6.5	7.5	1.6	10.7	5.8	7.0
איטליה	36.5	23	15.25	19.25	14.3	24.3	10.5	¹ 10.8
הממלכה המאוחדת	28.0	16	11.0	14.75	12.9	12.6	7.3	8.6

(1) מדד המחירים לצרכן.

(2) המחיר ליחידה.

(3) הנתונים לארה"ב ביחס ל-1974 נראים גבוהים במדה"מ "מועצת היועצים הכלכליים לארה"ב" חישובה עלייה ל"פיצוי לשעת עבודה" בשיעור 9 אחוזים בלבד.

(4) העלייה התלולה בשכר לשעת עבודה ב-1974 (ביחס לעלייה ב-1973) פירושה סיבוב חדש של לחץ כחד הנוצאות, הנובע מקורות פנים: שכר ותגובה לאינפלציה בתקופה קודמת. גורם זה כרע את מצב "כיתון-אינפלציה" ברוב הארצות.

ה מקור: איברני OECD, דצמבר 1974.

שמקובל בארה"ב, גדלים מוניטריים אחרים, כגון M_2 , סטו רק במעט מ- M_1 , למרות עליית שיעורי הריבית, במיוחד ברבעון השני והשלישי¹.

¹ במבנה המוסדי של ארה"ב אגודות חיסכון מתמחות במשכנתאות לזמן ארוך, ולפיכך אינן מסוגלות להתאים את שיערי הריבית בגמישות. כדי להגן על מוסדות אלה מונעות תקנות הבנקאות מפיקדונות חיסכון ופיקדונות לזמן קצוב מלהציע את מלוא העלייה בריבית בשוק ההון לזמן קצר. מסיבה זו בעיקר נעים M_1 ו- M_2 בארה"ב בהתאמה גדולה יותר מאשר בארצות אחרות. (יש לציין כי בסטטיסטיקה של M_2 בארה"ב לא כלולות תעודות פיקדונות בסכומים גדולים, ששיערי הריבית עליהן אינם מוגבלים וסכומיהם נוטים לתנודות חזקות).

שיעורי הגידול¹ על בסיס שנתי באמצעי התשלום במדינות נבחרות לפי רביעיים,

1973 ו-1974

(נתונים מנוכי עונתיות)

1973/4- 1974/5	1974				1973				
	4	3	2	1	4	3	2	1	
5.3	3.8	3.9	7.5	5.9	5.1	5.6	7.5	7.0	ארה"ב
10.6	³ 16.2	11.5	8.2	6.8	8.9	-8.7	-2.7	7.2	גרמניה
13.8	34.8	-3.2	17.4	9.8	12.4	2.8	12.4	5.5	צרפת
⁴ 5.4		11.0	13.8	-10.2	8.7	-9.9	29.7	-1.3	בריטניה
⁴ 16.0		14.4	18.8	15.9	15.1	21.1	28.2	14.7	איטליה
11.1	5.4	5.0	19.9	14.8	8.4	11.6	32.3	28.7	יפן
9.0	15.3	9.2	8.2	3.4	2.8	-15.9	4.3	14.2	הולנד
8.2	11.0	2.6	9.4	11.3	8.3	5.9	13.1	15.4	בלגיה
-2.4	1.4	-4.3	3.6	-9.5	3.9	-3.1	3.7	-2.2	שוויצריה

- (1) השינוי הממוצע לרביעי.
 - (2) נתונים אלה רלבנטיים לשנה הבאה (1975) בשל הפיגור בהשפעת הגידול הכוניטרי. נתוני הרביעי ה-4 ונתונים מאוחרים יותר כראים, שהגידול הכוניטרי באירופה עולה על זה של ארה"ב.
 - (3) הבונדסבנק הגרמני אמד את שיעור העלייה במשך הרביעי ה-4 ב-26.3 אחוז.
 - (4) בארצות אלה ההשוואה היא בין הרביעי ה-3 ב-1974 למקביל לו ב-1973. הנתון לממלכה המאוחדת מורה על הירידה המכוצעת התלולה ביותר (פרט ליפן): מ-14 אחוזים במשך ככה שנים לכ-2.5 אחוזים מהרביעי השני של 1973, עד הרביעי השלישי של 1974, אולם התנודות הרבעוניות הן גבוהות, ונראה, שמגמת העלייה מתחדשת במחצית 1974.
- ה מקור : המדור רורב בנק של סט' לואיס.

בגרמניה, לעומת זאת, גרמה ההאטה הברורה, שחלה בהתרחבות בסיס הכסף בגרמניה ("מלאי הכסף של הבנק המרכזי", השווה למזומן ועוד יתרות המינימום של הבנקים) מכ-10 אחוזים לכ-6—7 אחוזים מאז הרבעון השני של 1973 להבדלים ניכרים בשיעורי הגידול של M_1 ו- M_2 . ההשפעה הראשונה היתה ירידה יוצאת דופן במשך מחצית השנה ב- M_1 . (ראוי לשים לב לכך, שהדבר החל אחר ביטול הקשר לדולר והתחלת הניוד המשותף במטבעותיהן של מספר מדינות בשוק האירופי המשותף בתחילת 1973). אימוץ מדיניות מוניטרית מרסנת יותר נועד להאט את הגידול בכל הגדלים המוניטריים, לאחר ההתרחבות המופרזת בהשפעת גידול יתרות הדולרים בתקופה הקודמת, שבה היתה התנגדות חזקה לשינויים בשער הדולר. אולם מדיניות זו גרמה לקפיצה יוצאת דופן בשיעורי הריבית לזמן קצר. כיוון שבגרמניה, כמו בכמה ארצות אחרות

(לדוגמה, הולנד) ושלא כבארה"ב, ניתן לשינויים מעין אלה להשתקף במלואם בשערי הריבית של חסכונות קטנים וגדולים ופיקדונות לזמן קצוב, בא בעקבותיהם מעבר מ- M_1 לפיקדונות לזמן קצוב, ומכאן ההבדל הבולט בין M_1 ו- M_2 ב-1974.

שיעור הגידול הקבוע והנמוך למדי של בסיס הכסף — 6—7 אחוזים, בא בד בבד עם שיעור גידול של כ-9 אחוזים ב- M_1 ורק 1—2 אחוזים ב- M_2 בעשרת החודשים הראשונים של 1974.¹ בסוף השנה הואצו שיעורי הגידול כמעט בכל הגדלים המוניטריים המצרפיים מאותה "סיבה", שבלמה את הדולר — השפעת השפל האמריקני העמוק. דבר זה גרם יצוא גדול יותר של הון אמריקני לחו"ל, לחולשה של הדולר האמריקני ולצבירת רזרבות גרמניות, תוך נטייה של הגרמנים, שתוארה לעיל, כמו גם של ממשלות אחרות, להתנגד לשינויים בשער החליפין שלהם ביחס לדולר.

הרכיבים המדויקים של התנודות בשיעורי הגידול של המטבעות חשובים פחות מאשר התוצאה הסופית, כיוון שהשינוי המצרפי, הינו או צריך להיות, פונקציה של מדיניות. שיעורי הגידול של הדולר ואף המרק (במיוחד אם נביא בחשבון את הירידה הממושכת ב-1973) לא הספיקו למנוע את העמקת השפל בארצם ומחוץ לארצם. מעמדו של המרק, במיוחד לקראת סוף השנה, נתן לפחות תקווה, כי המשק הגרמני יימנע משפל עמוק כדוגמת ארה"ב. אולם לקראת סוף השנה התחזית לגבי ארה"ב לטווח הקצר היתה עדיין עגומה לנוכח ההאטה בעליית שער הדולר.²

7. מחירי מוצרים ראשוניים ותנאי הסחר של ישראל

ההסבר דלעיל לתהליך המיתון המשולב באינפלציה מוליך אותנו לנושא הקשור בו: מחירי מוצרים ראשוניים, ובמיוחד מזון. מהנתונים של מועצת היועצים הכלכליים בארה"ב נראה, כי ארה"ב, ועימה שאר העולם, הגיעה לתקופה חדשה של תנודות גדולות במחירי מזון. זאת היא התוצאה הישירה, אם כי בלתי צפויה, של ביטול התמיכות הרבות שהעניקה ארה"ב וצבירת מלאי של מוצרי חקלאות. (המלאי בוטל בחלקו כתוצאה ממדיניות מתוכננת ובחלקו כתוצאה מהרחבה גדולה בביקוש העולמי, ביחוד של ברית המועצות, ליצוא החקלאי של ארה"ב.³) כתוצאה מכך נוצרה ב-1973 וב-1974 גיאות במחירי מזון, שכמותה לא נודעה מאז 1950. תנודות מעין אלה רווחו, למעשה, תקופה ארוכה לפני 1950.⁴ הלחץ מצד ההוצאות שנבע מאי היציבות במחירי מזון (כלומר, העלייה ב-1973 וב-1974) במשק האמריקני מוסברת לא רק בקשיחות כלפי מטה של רוב המחירים, פרט למזון, בארה"ב, אלא גם בעלייה העצומה בחלקה של תפוקת המזון בארה"ב המיועדת ליצוא (ובחלקה של ארה"ב בסך כל היצוא העולמי). מכאן משתמע, כי מחירי המזון האמריקניים, שתמיד לא היו רגישים לביקוש המקומי המצרפי, יכולים להיות כמעט "אקסוגניים" ביחס לגורם זה. בתנודות גדולות בתקופה ממושכת קיימת האפשרות של ירידה מהירה בשיעור הכולל של האינפלציה בארה"ב ובעולם (לדוגמה, בעקבות יבול נורמלי אחד או

¹ איבוד מה של האימון בבנקים, אחרי התמוטטות בנק הרשטאט, גרם למעבר מפיקדונות לזמן קצוב למזומן, אשר מסביר, לפחות בחלקו, את ההבדל בין M_1 ל- M_2 .

² כדי להחזיר את המשק לרמת התוצר הפוטנציאלית שלו (שבסוף 1974 עלתה על התוצר בפועל בסכום עצום של כ-200 מיליארד דולר) נדרש גידול זמני בתל"ג, הגבוה ממגמת הטווח הארוך. בתחילת 1975 אמנם התחיל שיעור הגידול לעלות.

³ לפני 1972 נהגה ברית המועצות להקטין את צריכת המזון בתקופת יבולים גרועים. ב-1972 וב-1973 היא ניסתה לראשונה להשלים את היבולים החסרים באמצעות יבוא בהקף ניכר. היצור החקלאי בברית המועצות נתון לתנודות ניכרות ותרם כ-80 אחוזים (לפי מועצת היועצים הכלכליים) מהתנודות בסחר העולמי במזון מאז 1960.

⁴ לדוגמה, השונות השנתית במחירי היצרן של חיטה, תירס ופולי סויה (במחירים קבועים) היתה גדולה פי 1½, פי 3 ופי 10, בהתאמה, ב-1910—1949 מאשר ב-1950—1971.

לוח ו' 7

אמדן השפעת תנאי הסחר לפי רביעים, 1973 ו-1974

1974	1973	1974				1973				
		IV	III	II	I	IV	III	II	I	
172.4	119.4	172.3	171.1	179.3	166.6	136.7	127.7	112.2	100.0	1. מחירי היבוא (מדד)
131.3	111.7	134.9	133.3	134.4	122.6	118.8	120.6	111.1	100.0	2. מחירי היצוא (מדד)
76.2	93.6	78.3	77.9	75.0	73.6	86.9	94.4	99.0	100.0	3. תנאי הסחר $\frac{(2)}{(1)}$ (מדד)
-23.8	-6.4	-21.7	-22.1	-25.0	-26.4	-13.1	-5.6	-1.0	—	4. הירידה מהרביע הראשון, 1973 (אחוזים)
		343	354	468	473	148	100			5. מחירי הדלק (מדד: רביע 3, 1973=100)
										6. השפעת תנאי הסחר "ביבוא" (אחוזים)
-7.5	-2.0	-6.7	-7.0	-7.8	-8.3	-4.1	1.8	-0.3	—	א. כאחוז מהשימושים המקומיים
-9.2	-2.5	-8.2	-8.5	-9.5	-10.2	-5.0	-2.2	-0.4	—	ב. כאחוז מהתוצר
										7. השפעת תנאי הסחר על הכנסה הלאומית (באחוזים מהתוצר הגולמי)
-5.2	-1.4	-4.8	-4.9	-5.5	-5.8	-2.9	-1.2	-0.2	—	8. השינוי ב- (7) מ-1973 ל-1974
-3.85										

- * אין אומדן יחיד "נכון" להשפעת העלייה המהירה במחירי היבוא על כוח הקנייה של יבוא ההון. הדבר תלוי בגידול הנומינלי ביבוא ההון, שכשלעצמו, נוטה לעלות בתקופת אינפלציה כלל עוימת.
- ** חישוב זה מלמד מה היו התוצאות אילו גדל יבוא ההון הנומינלי ביחס דומה לגידול מחירי היצוא (במילים אחרות אם הירידה בכוח הקנייה של יבוא ההון וההכנסות מיצוא היו שוות).
- הדבר שווה לשינוי בתנאי הסחר (שורה 4) כפול היצוא ב-1972 (המבוסס כאחוז הירידה ביחס לתוצר הלאומי הגולמי של 1972). זהו חישוב של הירידה בכוח הקנייה של ההכנסות מיצוא ועל כן הוא מבטא את הירידה בהכנסה הלאומית במונחי יבוא, בשל ההרעה בתנאי הסחר. השפעה זאת יש לנכות מן השינוי בתוצר במחירים קבועים כדי לקבל את השינוי "הנכון" בהכנסה הלאומית "הריאלית". עקרונית, שווה גודל זה להפרש בין הגידול בתוצר הלאומי הגולמי כשהוא מנוכה במדד הניכוי של התוצר לבין ניכוי התוצר במדד הניכוי של סך המקורות. בסופו יכולות להיות אי-התאמות בגלל גורמים סטטיסטיים (למשל, מדדי הניכוי של החשבונות הלאומיים נגזרים בעקיפין מסדרות הכמויות והערך והם כוללים שירותים). מחירי היבוא ומחירי היצוא הם מדדי לספיר, המתבססים על משקלות 1973 ומתייחסים לסחר בסחורות בלבד. ועוד, אף כי תוצאות הניכוי משקפות שינויים במשקלם של היבוא והיצוא בחשבונות הלאומיים לאחר 1972, החישובים שלפיל אינם כן. אף על פי כן ההשפעה היוצאת דופן ב-1974 (המוצגת בשורה 8) היא דומה למדי לפי שתי הגישות. פירוש הדבר שלגבי ההכנסה הלאומית במונחי כוח קנייה קבוע היה ההפסד מן ההרעה בתנאי הסחר גדול מן העלייה בתוצר לנפש.

א. החשבון השוטף של אזורים נבחרים, 1973 ו-1974

(מיליארדי דולרים)

העלייה או הירידה (—)	1974	1973	
55.0	60.0	5.0	מדינות אופ"ק
—40.0	—37.5	2.5	מדינות תעשייתיות
—15.0	—22.5	—7.5	שאר העולם

ב. חשבון ההון של העודף בחשבון השוטף של אופ"ק, 1974

(מיליארדי דולרים)

11.0	1. השקעות בארה"ב
5.5	א. ניירות ערך ממשלתיים
	ב. נכסי-דלא-ניידי
1.0	וניירות ערך פרטיים
4.5	ג. פיקדונות בבנקים ותעודות פיקדון
	2. השקעות בבנקים ואיגרות חוב
7.5	ממשלתיות בממלכה המאוחדת
	3. הלוואות לממשלות של
5.5	מדינות תעשייתיות אחרות
2.5	4. הלוואות למדינות מתפתחות
2.5	5. הלוואות למוסדות כספיים בינלאומיים
21.0	6. פיקדונות ביוזי-מטבעות
	7. השקעות בתעשייה הפרטית
9.0	ונכסי-דלא-ניידי באירופה ויפן
60.0	סך הכול

הכנתו: Economic Report of the President, Feb. 1975.

שניים בארה"ב — סביר ב-1975). עם זאת, כל עוד התנודות הגדולות אינן מרוסנות על ידי מדיניות חדשה של מלאי בקנה מדה ניכר (שייתכן לארגנו על בסיס בינלאומי), היא תגרום לא רק לתנודות גדולות יותר בשיעור האינפלציה ביחס לאלה שהורגלו בהם מאז מלחמת העולם השנייה, אלא גם לשיעור ממוצע גבוה יותר של האינפלציה. מסקנה אחרונה זו נובעת מקשיחויות כלפי מטה של שכר ומחירים בתעשייה ובשירותים (כלומר, מחירים אלה עולים ללא הפרעה, כאשר ישנה העברת ביקוש ממזון וחומרי גלם, שהם ענפים גמישים, אך אינם יורדים כאשר ההוצאה מוסטת בכיוון ההפוך) ¹.

¹ ההשפעה המדויקת על המגמה תלויה גם בניהול מדיניות הביקוש המצרפי. בשנה דפלציונית כגון 1974 (או 1975) ההסטה היחסית של ההוצאה מהסקטורים הגמישים של סחורות אינה מספקת כדי להעלות מחירים בסקטורים האחרים. האמור בטקסט נכון לחלוטין לגבי מגמת מחירים עקיבה עם שיעור צמיחה יציב של תעסוקה מלאה.

בדיאגרמה 4 נראית בבירור הירידה המהירה במחירי מוצרי סראשונים חוץ ממזון במשך רוב שנת 1974. התפתחות זו היתה נעוצה יותר בשפל בביקוש העולמי מאשר בעלייה של ההצע לטווח ארוך כתגובה לעליות מחירים של השנה הקודמת (אכן, הסכנה שבחיקוי מדיניות הקרטל של אופ"ק קיימת לגבי כמה מוצרים). עם זאת, כאשר ירדו מחירי המזון והדבר החל באופן ברור ב-1975 — נוסף על הירידה במוצרים אחרים (מלבד נפט), תיהנה מכך ישראל יותר, שנפגעה יותר מאחרים מהעלייה במחירי היבוא, בגלל החשיבות הגדולה של תנאי הסחר במשק, שעודף היבוא שלו מהווה חלק גדול מאוד מסך המקורות העומדים לרשותו.

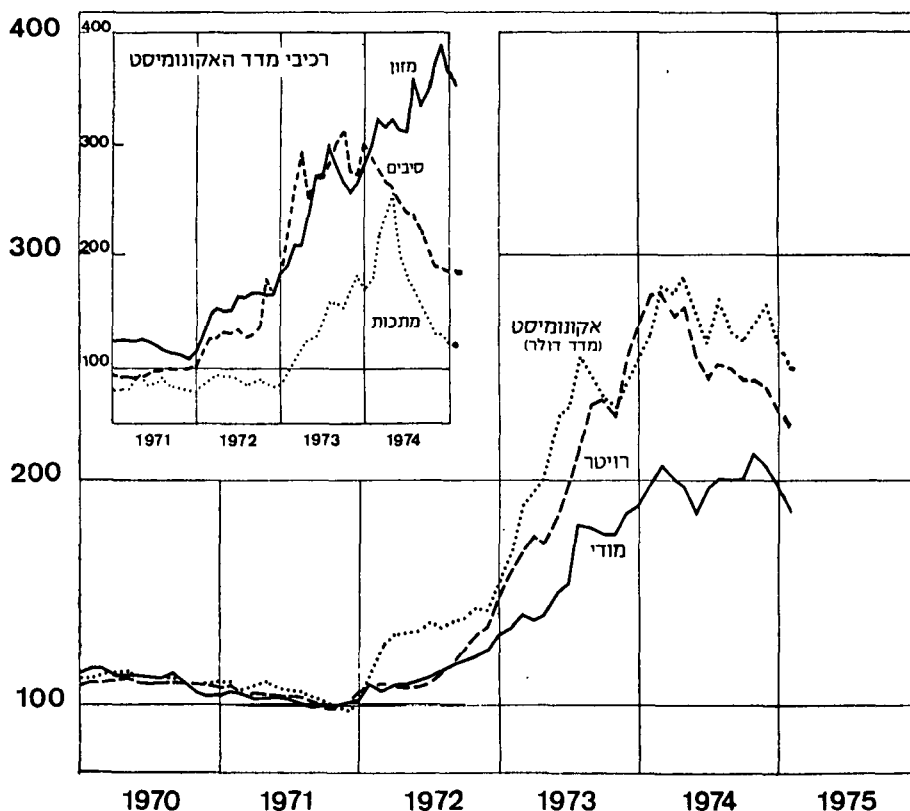
אולם, מגמה זו תקל רק על חלק מהנטל הכבד שהוטל ב-1974 על המשק הישראלי בגלל ההרעה חסרת התקדים בתנאי הסחר שלו. הנטל הגיע לשיאו ברבעון הראשון של השנה (כאשר תנאי הסחר ירדו ב-26 אחוזים מתחת לרמתם בתחילת 1973), אחר כך הוא קטן בהדרגה אך נמשך כל השנה. (ראה לוח ו'7).

ההרעה בתנאי הסחר מסבירה חלק גדול מהעלייה במחירים לצרכן ובעצם את כל העלייה במחירי המקורות בישראל יחסית למחירי התוצר (דהיינו מדד ניכוי התוצר). זה מסביר את הירידה בהכנסה הלאומית הריאלית (או ההכנסה לנפש) ביחס לתל"ג במחירים קבועים. בלוח ו'7 מחושובות ההשפעות הספציפיות של תנאי הסחר על ההכנסה הלאומית הריאלית.

דיאגרמה ו'4

מדדי מחירים נבחרים של מוצרים ראשונים, 1970 עד 1975

(הבסיס: 1967 = 100)



ממנו נראה, כי ב־1974 (בפעם הראשונה) קיווה הרעת תנאי הסחר את רוב העלייה בתפוקה הריאלית; במקום עלייה בתפוקה לנפש חלה ירידה בהכנסה הריאלית לנפש¹. לבסוף, יש להדגיש, כי מגמת הירידה במחירי סחורות אינה יכולה לקזז את חלקה הגדול של הרעה זו, שנבעה מהעלייה במחירי הנפט של מדינות אופ"ק.

8. חזית הנפט

לקראת סוף השנה זכה "עודף הנפט" לדיון רחב. לרוע המזל, נבעו העודפים בעיקרם מן השפל העולמי ולא מחיסכון בדלק, מעבר למקורות דלק אחרים או הגדלת התפוקה של מדינות, שאינן חברות אופ"ק. מובן, שנעשו מאמצים ככיוונים אלה. על התוצאות מעידה העובדה, כי למרות העלייה הגדלה בקידוחים המשיכה תפוקת הנפט בארה"ב לרדת במידה ניכרת ב־1974. במלים אחרות, עד עתה שימש התמריץ להשקעות נוספות רק להאטת מה בקצב הירידה הצפוי של התפוקה. בעוד שנה או שנתיים תעלה, ללא ספק, התפוקה כתוצאה מסיומן של השקעות, וכתוצאה משדות נפט גדולים שנתגלו. לעת עתה היה אופ"ק נתון, למעשה, ללחץ גדול כתוצאה מהתרחבות התפוקה אצל כמה מחברותיו (במיוחד ערב הסעודית), אשר נבעה מהשקעות קודמות בקנה מדה גדול (ולא בגלל גורמים חיצוניים).

הדיעה הכללית היא, שהשגשוג של אופ"ק יימשך עוד כמה שנים, אלא אם כן יחליטו צרכניות הנפט "להעניש" את הקרטל ע"י סנקציות כלכליות אפקטיביות (או יחליטו להעניש את עצמן יותר מאשר את אופ"ק ע"י מדיניות של שפל כלכלי לתקופה ארוכה).

בינתיים, ב־1974, יצרו מחירי הנפט הגבוהים, כצפוי, גירעונות שוטפים גדולים אצל צרכניות הנפט, שאוזנו ע"י עודף מקביל ויצוא הון נטו אצל מדינות אופ"ק (שנאמד ב־55–60 מיליארד דולרים). כמה הערכות (עקביות למדי) בדבר השימוש בעודפים אלה פורסמו עד כה. בלוח ו'־8 מובאים אומדני ממשלת ארה"ב; בלוח ו'־9 ניתן ניתוח התפלגות השינויים במאזנים המסחריים שנעשה בידי ה-O.E.C.D., בליווי הערות הסבר.

כפי שנאמר לעיל, היתה אחת "ההפתעות", כשלונה של ארה"ב להעביר אליה חלק מתאים בזרם הפטרודולרים עם עליית הוצאותיה על יבוא דלק (כמובן, אין כל קשר הכרחי בין שני גדלים אלה) והזרימה הגוברת של הכספים לבנקים אירופיים ולבריטניה. אולם ההשפעה של המסחר במטבעות אירופיים על מערכת שערי החליפין איננה ברורה כל צרכה עדיין². כן אין זה ברור ששימוש זה בעודפי אופ"ק תרם למגמת הירידה בשערי החליפין של הדולר בסוף 1974.

¹ בעיקרון, השפעת תנאי הסחר על ההכנסה הלאומית (לוח ו'־7) צריכה להיות זהה להפרש בין התל"ג, כשהוא מנוכה במדד מחירי התל"ג, לבין התל"ג, כשהוא מנוכה במדד מחירי המקורות. אולם שני מדדי הניכוי יכולים להיות שונים מסיבות שונות, לרבות העובדה, שהשפעת תנאי הסחר מחושבת למשקלות קבועים של יבוא ויצוא בתוצר ובכלל השימושים, ואילו מדדי הניכוי של החשבונות הלאומיים משקפים שינויים בפועל במשקלות אלה (לרבות תגובות לשינוי המחירים). נוסף על כך, נכלל הסחר בשירותים במדדי הניכוי אך לא בהשפעת תנאי הסחר כפי שהיא מחושבת בלוח ו'־7. ממדדי המחירים של השירותים (שהם מהימנים פחות מאלה של הסחורות) מתברר, שבתחום זה היה שיפור שפעל לקיוזן חלק מההרעה בתנאי הסחר. אעפ"כ "השפעת ההכנסה הלאומית" המחושבת בלוח ו'־7 ל־1974 יחסית ל־1973 (3.8—אחוזים) היא קרובה לאי ההתאמה שבמדדי הניכוי (3.4—אחוזים).

² כיוון שהתשלום עבור נפט נעשה ברובו בדולרים, הפקדת התקבולים בחשבונות "יורודולר" איננה לוחצת על מחיר הדולר בשוק המטבע; אך המרתם למטבעות אחרים, לצורכי פיקדונות או הלוואות אכן מהווה לחץ כזה. הפקדה ביורודולרים מעלה את "גירעון הנוזילות" של מאזן התשלומים של ארה"ב (מגדילה את ההתחייבויות הנוזילות לחוץ לארץ) אך אינה יוצרת כל לחץ שלילי על שער החליפין של הדולר; למעשה, יש בכך מעין יבוא הון לזמן קצר (פיקדונות אלה של יצואני נפט יוצרים פיקדונות חדשים לזמן קצר ביורודולרים על בסיס פיקדונות עו"ש, אולם האחרונים יהפכו מהתחייבויות לחושבי ארה"ב, שהם יבואני הנפט, להתחייבויות לגורמי חוץ — בנק היורודולר.

ניתוח השינויים במאזני סחר חוץ של מדינות נבחרות, 1974

(מיליארדי דולרים)

העלייה או הירידה (—) ב־1974 לעומת 1973				
השינוי בשאר תנאי סחר	השינוי במחירים	השינוי בכמות	סך כל השינוי	
2	2	-3	-1	קנדה
1	-17	9	-6	ארה"ב
2	12	7	-2	יפן
-1	-6	1	-6	צרפת
2	-6	10	6	גרמניה
-3	-5	3	-5	איטליה
2	-5	1	-5	הממלכה המאוחדת
1	-63	25	-36	סך הכול OECD
4	-61	13	-43	מזה: (1) עם אופ"ק
-2	-1	8	5	(2) עם מדינות מתפתחות אחרות
-1	-1	3	1	(3) עם מדינות אחרות שאינן ב-OECD

הערות:

(1) הירידה במאזן סחר החוץ של ארה"ב אינה משקפת הרעה בכושר ההתחרות. "גירעון הדלק" הגדול כיסה על הגידול בעודף היצוא הריאלי. (2) גרמניה ויפן השיגו גידול רב אף יותר (יחסית לגודלן) בעודף היצוא, ואילו צרפת, איטליה והממלכה המאוחדת עשו מעט יחסית, מבחינה זאת, כדי לקזז את השפעת העלייה במחיר הדלק. הדבר משקף את המדיניות הדפלציונית יותר שנקטו ארה"ב, גרמניה ויפן. בצרפת ואיטליה משקפות ההתפתחויות את המשך הצמיחה בקצב נורמלי, פחות או יותר. ביחס לממלכה המאוחדת היה כאן שילוב חריג וקיצוני של מיתון ואינפלציה מהירה. (3) העלייה "הכמותית" הכללית ב־OECD (כלומר, העלייה ביצוא נטו במחירים קבועים) אך לא זאת של כל מדינה ומדינה — שהיא בעיקרה תוצאה של הסחר בתוך ה־OECD — משקפת גידול ניכר בביקוש מאופ"ק. אולם הגידול בסחר עם מדינות אחרות (2 + 3) משקף, כנראה, השפעות שליליות של השפל על היבוא.

ה מקור: אומדנים נסים של OECD, Economic Outlook, December 1974, לוח 19.

סביר להניח, שירידת שערי ריבית ורווחים בארה"ב ושערי ריבית גבוהים בלונדון תרמו בעיקר להתפתחויות אלה. למרות דאגה מסוימת באשר ליכולת של מערכת הבנקאות העולמית לספוג ולהקצות מחדש את היתרות הגדולות של אופ"ק המופקדות בה (שנגרמה בתחילה עקב הנטייה לרכז פיקדונות לזמן קצר במספר קטן של בנקים גדולים — אשר הרעה את היחס המקובל בין הון עצמי להפקדות בבנקים אלה), נמשך התהליך כמעט ללא הפרעה. לקראת סוף השנה נראה, כי הירידה התלולה בשערי הריבית לזמן קצר (יחד עם ההתנגדות של כמה מהבנקים עם עודפי הפקדות) הביאה לגידול ברור במספר המוסדות הפיננסיים שמפקידים בהם והאריכה את משך הזמן של הפקידונות וההשקעות הפיננסיות האחרות.

נוסף על כך, המאמצים לביסוס מערכת אנטי מחזורית רשמית או בינלאומית נשאו פרי ב־1974 עם ייסוד קרן הנפט של קרן המטבע הבינלאומית והרחבתה, וההסכם על הקמת "הסדר תמיכה" בסך 25 מיליארד דולר של חברות O.E.C.D.

שינויי שערי החליפין הממוצעים¹ של הל"י והדולר לעומת ההפרד הסמיתסניאני
(דצמבר 1971), 1974 ו-1975

שינוי שער הדולר ⁸	שינוי שער הל"י ²		
	משוקלל לפי הרכב היצוא	משוקלל לפי הרכב היבוא	
			1974 ינואר
-2.7	-2.4	+0.3	פברואר
-6.3	-4.5	-1.7	מארס
-10.2	-6.5	-3.9	אפריל
-10.9	-8.0	-5.5	מאי
-9.5	-9.3	-6.8	יוני
-8.9	-8.1	-5.5	יולי
-7.5	-8.1	-5.6	אוגוסט
-5.3	-6.8	-4.2	ספטמבר
-6.2	-6.1	-3.3	אוקטובר
-7.1	-6.9	-4.4	נובמבר ⁴
-8.5	(-35.9) -8.5	(-33.9) -5.6	דצמבר
-9.9	(-36.9) -9.9	(-34.8) -6.9	
			1975 ינואר
-12.0	(-38.3) -11.9	(-36.3) -9.0	פברואר
-14.7	(-39.1) -12.9	(-37.4) -10.5	מארס
-13.1	(-39.7) -13.8	(-37.7) -10.9	

1 בסדרות אלה מוצג השינוי בסכום מטבע החוץ, המושג תמורת ל"י, או תמורת דולר, ולא השינוי במחיר יחידת מטבע החוץ בל"י (שהוא המושג המקובל לשער החליפין בישראל).

2 ממוצע חודשי של השער.

3 השער בסוף החודש ביחס ל-11 מטבעות משוקלל לפי הרכב הסחר. החישוב מבוסס על מדד רויטר. "סל" ערך הדולר שנקטנו הוא שרירותי למדי. סל מושלם יותר, הכולל את הדולר הקנדי ואת מטבעותיהן של מדינות מפותחות, היה מורה על ערך דולר יציב יותר.

4 השפעות פחות נובמבר מוצגות בסוגריים. הפיחות הוריד את ערך הל"י ב-30 אחוזים (כלומר ל-0.7 מערכה הקודם — המספרים שלא בסוגריים).

באופן כללי, אם נניח, כי כל מדינה תנהל מדיניות מאזן תשלומים שקולה, אין הבעיות הפיננסיות של המחזור מהוות את הסכנה האמתית של משבר הנפט, כפי שהן הצטיירו בתחילת 1974. מכאן, שהעיות במחירים היחסיים, ההעברה המסיבית והבלתי רגילה של הכנסה ריאלית ועושר למדינות אופ"ק (הן מהמדינות העניות והן מהמדינות העשירות), השחיקה של הבסיס להתמחות בינלאומית שלווח ולמסחר הם הצדדים המסוכנים של הבעיה¹.

¹ ניתן להוסיף על כך את העידוד לעיוותים נוספים ע"י קרטלים והפסדים ניכרים לזמן קצר הנעוצים בהשפעת עליית מחיר הנפט על השפל במדינות המפותחות. השפל היה, למעשה, תוצאה של התאמת המדיניות בארצות המפותחות יותר מאשר של עליית מחיר הנפט לכשעצמה.

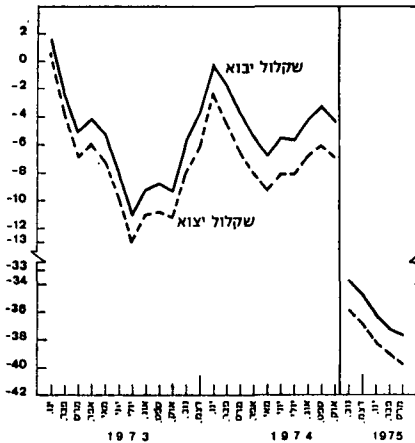
8. שערי החליפין של הדולר והל"י

בלוח ו'10 ובדיאגרמה ו'5 מתוארת ההתפתחות של שער החליפין הממוצע של הדולר ושל הל"י הצמודה לו. ההבדל היחידי בתנועות שני המטבעות נעוץ בשקלול השונה של הארצות הסוחרות. נוסף על כך, כמובן, חל שינוי חד בשער החליפין הישראלי הממוצע בנובמבר בגלל שינוי שער החליפין לעומת הדולר. ערכה הממוצע של הל"י לעומת ערכה בזמן ההסדר הסמיתסוניאני (דצמבר 1971), ירד ב-27 אחוזים. (שיעורי השינוי בדיאגרמה ו'5 חושבו על פי).

ב-1974 ירד הדולר (ויחד עמו הל"י) לראשונה מהשיא, שאליו הגיע בתקופת העלייה במחצית השנייה של 1973, אחר כך התייצב והמשיך בעלייה מתונה עד ספטמבר, אז חזרה מגמת הירידה (שנמשכה גם בתחילת 1975 וגרמה לירידה נוספת בשער הל"י בשיעור של 6 אחוזים מאז פיתוח נובמבר עד מארס). בממוצע, למרות הזעזועים הבלתי רגילים של משבר הנפט והשפל העולמי, היו התנודות מתונות יותר מאשר ב-1973, השנה הראשונה של ניוד מערכת השערים. השינוי הבולט ביותר — חידוש החולשה של הדולר בספטמבר — משקף, כפי שנאמר לעיל, בעיקר את המיתון החריף במשק האמריקני, אשר גרם לירידת שיעורי התשואה על ההון. ככל שירד הביקוש לאשראי, והמדיניות המוניטרית שנגקטה היתה מרחיבה, ירדו גם שערי הריבית. ניתוח סטטיסטי מגלה, כי לפחות מאז שנות ה-60 ההשפעה השלילית של ההתמתנות היחסית בכלכלת ארה"ב (והשפל בארה"ב היה חריף יותר מאשר באירופה) על חשבון ההון עולה על השפעתה החיובית על המאזן המסחרי והחשבון השוטף. מכאן, שחולשת הדולר צריכה להיות זמנית והפיכה (Reversible) עם ההתאוששות (או אף הציפייה לה) בכלכלת ארה"ב.

דיאגרמה ו'5

השער הממוצע של הל"י במטבע חוץ,
1973 עד 1975
(אחוז השינוי לעומת השערים לפי ההסדר
הסמיתסוניאני — דצמבר 1971)



מפברואר עד מאי קיזזה הירידה בשער החלי-
פין של הדולר והל"י במידה קטנה ביותר את
שיעור האינפלציה הגדול בישראל. ממאי עד
ספטמבר, היפוך מגמת השערים רק החריף במדת
מה את העלייה היחסית במחירים בישראל. לבסוף,
מספטמבר והלאה, שוב היתה ירידה, ונתחזקה
ההשפעה של פיתוח הל"י.

למרות זאת לגבי הל"י (ולגבי כושר ההתחרות
של היצוא הישראלי ומאזן התשלומים בכללו)
היו התנודות בדולר ב-1974 בלתי משמעותיות
בהשוואה ל-א) העלייה התלולה יותר במחירים
המקומיים לעומת החיצוניים ו-ב) ההתאמה החד
פעמית בשערי החליפין הפורמליים והאפקטיביים
בנובמבר.

הגירעון הכולל והירידה ביתרות עד נובמבר
(כפי שצוין לעיל) נבעו, בין היתר, מציפיות
לפיתוח, אשר בלמו יבוא הון ועודדו יבוא. הש-
פעות ספקולטיביות אלה היו חזקות מהתמריצים

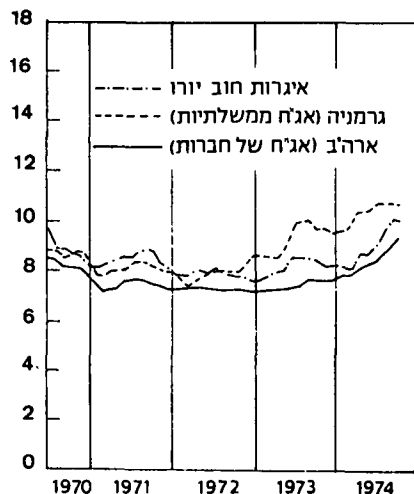
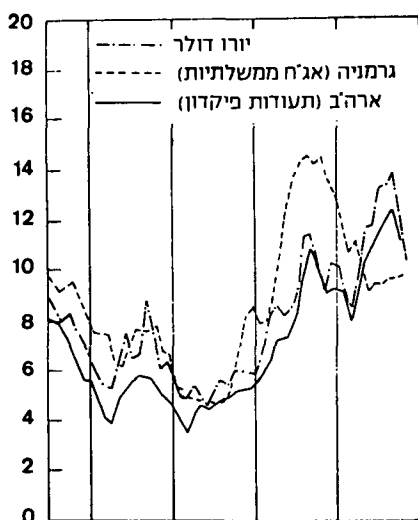
הנומינליים הגדולים, שניתנו להעברות הון לישראל הנובעים משיעור התשואה הנומינלי על
איגרות חוב צמודות בהשוואה לשערי הריבית בחו"ל (45 אחוזים לעומת 10 אחוזים במשך
השנה)¹.

¹ שערי ריבית זרים נבחרים ראה דיאגרמה ו'6.

למרות הגיאות חסרת התקדים בשיעורי התשואה הנומינליים על איגרות חוב צמודות, סך כל הרכישה שלהן בידי זרים קטנה ב־1974. ההפרש בשערי הריבית עשוי לשקף את התשואה הנומינלית היחסית על השקעות זרות בישראל בדרך כלל, אשר ירדה בדומה לירידה בהיקף מכירת אג"ח צמודות לזרים. לבסוף, ניתוח סטטיסטי תומך במסקנה, כי למעשה, גברו הציפיות לפיחות על ההפרש החיובי בשערי הריבית.¹

דיאגרמה ו' - 6

שערי ריבית נבחרים, 1970 עד 1973
(באמצע הרביע)



המקור: O.E.C.D., Economic outlook, December, 1974

¹ מעניין, כי בעוד שמכירות של אג"ח צמודות לתושבים זרים הותרו לפני הפיחות, הן ב־1973, כאשר הציפיות לפיחות היו נמוכות יותר והן ב־1974, כאשר הציפיות היו גבוהות, כך שמנעו מכירות, הן נאסרו מאז. דבר זה רק מדגיש את השינוי המרשים במגמת היתרות.