

ישראל והמשק העולמי

1. קווי ההתפתחות העיקריים

ההתאוששות הכלכלית מן השפל הכלכלי העמוק של 1974–1975 נמשכה בארה"ב בתוואי רצוף ובקצב מהיר למדי. ביפן היתה התאוששות רצופה, אם כי בקצב נמוך ביחס לכושר הייצור. באירופה, לעומת זאת, לאחר שנה של התקדמות (1976), נבלמה ההתאוששות, ואף נסתמנה נסיגה. שיעור הגידול בתפוקה היה פחות ממחצית הגידול בשנה שעברה, ולפיכך התרחבו האבטלה וכושר הייצור הבלתי מנוצל. כנגד זאת, היתה צמיחה יציבה, בממוצע, בארצות הפחות מתועשות (צמיחתן של אלה היתה יציבה יותר במרוצת השפל העולמי).

ניתוח ההבדל בהתפתחויות בין ארה"ב לבין אירופה מבהיר אל נכון, שהוא משקף בעיקרו הבדל בהתרחבות המוניטרית במרוצת השנה הקודמת: גידול מוניטרי רצוף בארה"ב, לעומת דחקות מוניטרית חמורה באירופה (מדיניות שנתהפכה על פיה במרוצת 1977). אמצעי מדיניות מרסנים בכמה ממדינות אירופה, שנועדו להתמודד באינפלציה ובגירעונות במאזן התשלומים, יצרו השפעות כוללות בעלות עצמה חזקה מזו שנתכוונו לה. הואיל ומדיניות זאת נתהפכה במרוצת 1977, חווים התאוששות מחזורית משמעותית במשך 1978.

באירופה היתה למחירים, לאינפלציית ההוצאות (שכר) וכן למדיניות השכר (בפרט בבריטניה) השפעה שולית על הירידה בביקוש. הן באירופה והן בארה"ב נחלשה האינפלציה במשך השנה, לאחר שנתעצמה בראשית 1977, בעיקר בשל מחסור בכמה מוצרי מזון (במיוחד קפה), ובמידה פחותה — בשל רכישות ספקולטיביות של מוצרי יסוד. לשנת 1978 חווים אינפלציה בשיעור נמוך יותר, בממוצע. בארה"ב נשאר שיעור האינפלציה הממוצע, בדומה לשיעור הצמיחה, כמעט ללא שינוי (כ-6 אחוזים) והתחזית היא לשינוי קטן.

בד בבד עם ההאטה בתוצר, היתה האטה ניכרת בגידול הסחר העולמי (מכ-11 אחוזים לכ-3 אחוזים)¹. בשוקי היצוא של ישראל (משוקללים לפי משקלותיהם ביצוא הישראלי) היה הגידול רב יותר מן הממוצע העולמי בשנתיים 1976 ו-1977.

עודף היבוא של ארה"ב גדל במידה ניכרת ב-1977, הן בעקבות שיעור הצמיחה הניכר והן בשל הגדלת תלותה ביבוא דלק, גורמים אלה, ובפרט האחרון, הם שהביאו לירידת ערך הדולר בסוף 1977 ובתחילת 1978. נראה, שיבוא הדלק הנדרש אמור להתייצב ב-1978 וכן בשנים הקרובות, ולו רק בשל "הבשלת" הבארות שבאלסקה.

¹ מקורו של הנתון אודות 3 האחוזים הוא המכון הלאומי הבריטי. נראה, שהוא מתבסס על חיזוי של הרמה היציבה בסחר העולמי במחצית הראשונה של 1977. האומדן של קרן המטבע הוא 5 אחוזים.

בישראל נראה, שבמרוצת 1977 הסתמנה התאוששות מסויימת במגמתם של הביקושים המקומיים, לאחר קיפאון בשנה הקודמת. השפעת ההאטה בגידול בשוקי היצוא בחו"ל בלמה במידת מה מפנה בגידול התל"ג.

לוח ז' - 1

צמיחת התל"ג בארצות OECD, 1964 עד 1977
(אחוזים, שיעורים שנתיים)

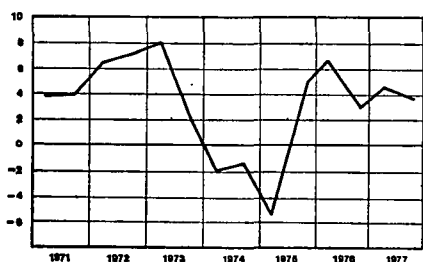
1977		1976	1977	1976	1974—75 לעומת 1964—65	
מחצית II	מחצית I	מחצית II				
3.4	2.8	0.0	2.6	4.9	5.2	קנדה
5.0	5.6	3.5	4.9	6.0	3.0	ארה"ב
3.6	7.6	3.0	5.1	6.3	8.6	יפן
1.4	3.0	3.5	2.7	5.2	5.0	צרפת
0.9	3.1	2.9	2.5	5.7	3.6	גרמניה המערבית
-1.4	2.2	3.8	1.7	5.6	4.6	איטליה
1.6	-1.8	1.6	0.0	2.1	2.3	בריטניה
						ארבע המדינות האירופיות העיקריות
1.7	2.0	3.0	2.0	4.9	3.9	סך המדינות דלעיל, שקלול לפי סחר ה-OECD
3.6	4.6	3.1	3.9	5.6	4.3	שקלול לפי היצוא הישראלי ¹
3.1	3.5	2.9	3.2	5.2	3.5	יתר מדינות OECD
0.5	1.1	3.2	1.5	2.9	4.5	סך הכול
3.3	4.0	3.1	3.5	5.2	4.3	

(1) משוקלל לפי סך יצוא הסחורות.

ה מקור : OECD, Economic Outlook, December 1977. ונתוני קרן המטבע הביןלאומי.

דיאגרמה ז' - 1

שיעורי גידול של התוצר הלאומי הגולמי
הריאלי ב-7 המדינות העיקריות של ה-
OECD, 1971 עד 1977, (חצאי שנים)
(אחוזים)



1 שיעורי גידול שנתיים.
OECD מקור :

לקראת סוף 1977 הונהגה בישראל רפורמה במדיניות שער החליפין. לייקור היבוא שגלווה לרפורמה נודעה השפעה מיידית שלילית, בכך שהגבירה את אינפלציית ההוצאה (בשל הפיחות האפקטיבי הניכר ביחס ליבוא); השפעתה החיור בית (עידוד יבוא ההון והעלייה, שיפור הקצאת גורמי הייצור והקטנת עוותים) איננה מן הסוג המידי ויש להמתין ולראותה.

תופעה מיוחדת, הראויה לציון, שחלה השנה, היה הגידול החד, אך הארעי, בתנאי הסחר, שהתרכזו בסחר היהלומים. שיפור זה נוצל לאגירת מלאי יוצאת דופן של יהלומים. מימושו של מלאי זה עשוי להקטין את הגירעון השוטף (כנראה במרוצת 1978).

2. ביקוש וצמיחה במדינות המתועשות

ההתפתחות הכלכלית העיקרית ב־1977 היתה הנסיגה מן ההתאוששות, שהיתה באירופה לאחר השפל של 1974—1975. בארה"ב וביפן נמשכו ההתאוששות והצמיחה בתוואי דומה לזה של השנה שעברה. באירופה היה שיעור הצמיחה כמחצית מזה של 1976 (והשיעור במרוצת השנה היה אף נמוך יותר). הדבר הביא לידי כך, ששיעור הצמיחה בפועל היה נמוך בהרבה מן השיעור בכוח; ברור, איפוא, שגדל כושר הייצור הבלתי מנוצל וגדלה האבטלה².

לוח ז' 2

ניצול כושר הייצור ואבטלה, 1964 עד 1973, 1976 ו־1977

שיעור האבטלה ¹			שיעור הניצול של כושר הייצור התעשייתי			
1977 IV	1977 III	1976 IV	1977 III	1976 IV	ממוצע 1973—1964	
6.7	6.9	7.7	83.0	80.6	85.4	ארה"ב
(2.1)	(2.2)	(2.0)	85.4	87.2	95.9	יפן
(3.5)	(3.5)	(3.4)	81.7	82.6	86.3	גרמניה
						צרפת
(5.1)	(5.7)	(4.6)	—	80.4	82.1	גרמניה
(8.2)	(8.1)	(6.9)	32.0	31.0	45.3	בריטניה ²
(8.2)	(7.9)	(6.6)	71.6	75.6	78.5	איטליה
ממוצע של 4 המדינות						
5.5	5.8	4.9	66.7	71.4	76.4	האירופיות

(1) הנתונים בסוגריים תוקנו בידי OECD להגדרה המקובלת (תזוה להגדרה האמריקנית).

(2) אחוז החברות הפועלות בניצול מלא של כושר הייצור.

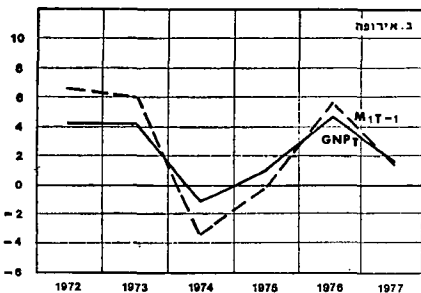
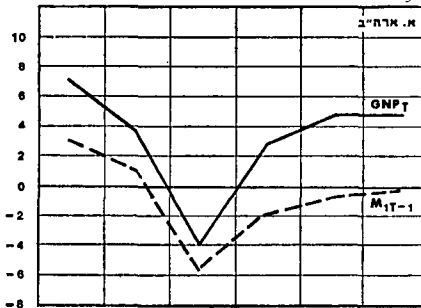
ה מקור : OECD.

3. שינויים מחזוריים ומדיניות

בחינת תרומתם של הגורמים המוניטריים והפיסקליים לקצב הצמיחה הכלכלית מותירה אך מעט ספקות באשר לסיבות, שהביאו לצמיחה יציבה בארה"ב ולהאטה באירופה. היתה זו, בראש ובראשונה, תוצאה של התבדל בהרחבת היצע הכסף במשך 1976 בשתי היבשות הללו : בארה"ב היתה הרחבה עקבית, לעומת צמצום ניכר באירופה (בלוח ז' 9 מוצגים הנתונים הנומינליים, ובדיאגרמה ז' 2 מוצג היצע הכסף הריאלי). לעומת זאת, ננקטה מדיניות פיסקלית מרסנת ב־1976 הן בארה"ב והן באירופה (והדבר השפיע על הביקוש המצרפי בפיגור קטן יותר), והיא לא שונתה, בעצם, ב־1977 (ואף הוחמרה במידת מה). לוח ז' 3 מורה זאת באופן ברור למדי.

² בלוחות ז' 1 ו־ז' 2 מוצגים נתונים לגבי הנושאים הללו. ראוי להדגיש, שלהוציא חריגים, השינוי המדיניות הקטנות שיעורי צמיחה, שהיו אף נמוכים מאלה של הגדולות. בדרך כלל (לדוגמא, שבדיה), משקף הדבר ניסיון להתמודד בשיעורי אינפלציה גבוהים יותר ולמנוע פיתוח מטבע גדול ביחס למטבעות העיקריים (כגון המרק הגרמני). גורם זה (אינפלציה חזקה יותר), ולא שיעורי צמיחה גבוהים בתקופה קודמת, הוא שהשפיע באופן מכריע לערעור היציבות בשערי החליפין. ברור כי התאוששות חזקה יותר במדינות הגדולות היתה מקילה (או מונעת) על בעיותיהן של המדינות הקטנות במימון הגירעונות השוטפים, שנלוו לצמיחתן המהירה, יחסית.

דיאגרמה ז' 2
השינוי בתוצר הלאומי הגולמי
ובהיצע הכסף הריאלי
(רבעון אחרון לעומת רבעון אחרון)



הערות: א. אירופה — 4 מדינות גדולות
ה. מ. ק. ו. ר. : הפרדל רורכ של פט' לואים — $M1_T$ שווה
ליחס שבין השינוי ב- $M1$ הנומינלי בשנה הקודמת
לבין השינויים במחיר בשנה השוטפת.

של התל"ג⁴. אולם מגמה של אינפלציה הוצאות אינה עמידה לחלוטין בפני לחצים, הנוצרים מהיחלשות שוקי העבודה והמוצרים, ועל כן רפתה האינפלציה במידת מה ב-1977 והיא תהיה קטנה יותר ב-1978⁵. יתר על כן, חלק גדול, אם לא המכריע, מהירידה הכוללת באינפלציה באירופה נבע מהצלחה בלתי רגילה בנקיטת מדיניות הכנסות בבריטניה. הגידול בשכר שם היה נמוך בהרבה מעליית המחירים והכין את הקרקע לירידה מהירה ועקבית באינפלציה בחודשים האחרונים של 1977 וב-1978. ריסון הביקוש סייע לבטח בהישג זה, אולם, לעומת זאת, ריסון דומה, שנגקט באיטליה, למשל, לא לווה בריסון דומה של עליות השכר. לפיכך לא היה סביר לצפות, שמגמת ההאטה באינפלציה באיטליה — שנגרמה בשל היחלשות לחצי הביקוש במחצית השנייה של 1977 — תימשך שעה שהביקוש יתחיל להתאושש (והדבר נתאשר כבר בנתונים האחרונים).

כדאי להעיר, שב-1977 נפל שיעור הצמיחה באירופה אל מתחת למצופה (קרי: התחזיות של ה-OECD, ושל קרן המטבע, שנערכו בשנת 1976). הדבר משקף באופן ברור נטייה להערכת-חסר ביחס להשפעה הכוללת של המדיניות המר-סנת, שנגקטה בכל אחת מהמדינות, ובפרט ביחס לעצמת ההשפעה שבפיגור, שיש לשינויים בהיצע הכסף על התפוקה. הנטייה האחרונה נתמכת גם ע"י התנודות החזקות של הגידול הממוצע בהיצע הכסף (מ"15 אחוזים ב-1975 ל-10 אחוזים ב-1976 וכ"14 אחוזים ב-1977 ב"4 המדינות הגדולות)³.

דיאגרמה ז' 2 מורה על הקשר האמיץ שנת-קיים, באירופה ובארה"ב כאחד, בין גידול התל"ג הריאלי בשנה נתונה לבין הגידול בהיצע הכסף הריאלי בשנה שקדמה לה. נתוני לוח ז' 9 מורים על כך, שהירידה בהיצע הכסף הריאלי באירופה במשך 1976 (שהשפעתה היתה בעיקרה ב-1977) באה מצמצום ישיר בשיעור ההתרחבות המונוי-טרית ולא מעליית מחירים מהירה, כפי שאירע, למשל, ב-1974. הואיל ומגמת אינפלציה (בשיעור של כ-9.5 אחוזים) הכוללת סחרור של שכר-מחירים, הינה עמידה בפני ירידה בביקוש, רוב ההאטה בגידול בביקוש הנומינלי בטווח הקצר (כלומר, ב-1977) התבטאה בהכרח בירידה בבי-קוש הריאלי, ועל כן — בשיעורי הגידול הריאליים

³ באופן היפותטי היה צורך לשלב גידול מוניטרי מרוסן עם אמצעים פיסקליים מרחיבים כדי להשיג התאוששות ועם זאת חיזוק יתרות מטבע החוץ באמצעות משיכת יבוא הון לטווח קצר. אולם הנתונים ביחס לאירופה אינם מעידים על מגמת מדיניות כזאת. שני סוגי המדיניות (המוניטרית והפיסקלית) כוונן, אם בכלל, בכיוונים משלימים ולא מקוונים.

⁴ בהמשך לניתוח שבטקסט: "התאמה" טובה יותר מושגת כאשר מנכים את השינויים בשנה הקודמת במחירי השנה השוטפת. זוהי הטכניקה שנגקטה בדיאגרמה ז' 2. המרחק האנכי, שבין עקום הגידול בתל"ג לבין הגידול בהצע הכסף בארה"ב, משקף מגמת מחזורית חזקה לכיוון הגדלת מהירות המחזור (יותר עסקות לדולר של $M1$) מגמה זאת אינה ברורה באירופה, ועל כן נעדר פער כזה בעקום המתאר את אירופה.

⁵ ראה דיון להלן אודות מוצרי היסוד.

אמות כזדה להשפעה פיסקלית, 1975 עד 1977

השינוי במאזן הפיסקלי המקומי ² כאחוז מהתוצר הגולמי			השפעת השינוי במס הישיר על ההכנסה הפרטית הריאלית הפנויה ¹			
1977	1976	1975	1977	1976	1975	
0.8	-0.8	3.1	0.6	-0.9	1.7	קנדה
-1.1	-1.9	2.7	-1.4	-1.2	3.7	ארה"ב
0.2	0.6	3.5	0.0	1.1	2.0	יפן
0.5	0.1	1.9	-0.2	-1.3	1.1	צרפת
-0.4	-1.2	2.5	-0.9	-1.9	4.9	גרמניה המערבית
-1.3	-2.3	4.9	-2.2	-1.6	2.9	איטליה
-0.7	3.1	-0.2	1.9	0.3	-3.7	בריטניה
-0.5	-1.1	2.5	-0.4	-1.3	1.0	4 המדינות האירופיות העיקריות
-0.3	-0.7	2.3	-0.7	-0.9	2.7	סך הכול

(1) שווה להפרש שבין השינוי בהכנסה הפרטית הפנויה ברוטו לבין השינוי באותה הכנסה נטו בניכוי מס הכנסה ויתר המסים הישירים.

(2) מחושב לפי השינויים בהוצאות הממשלתיות הריאליות ובהכנסות ממסים (כלומר: בעודף הביקוש הממשלתי) המבוטא כאחוז מהתוצר הגולמי המקומי של השנה הקודמת.

ה פ ק ו ר : OECD, *Economic Outlook*, December 1977.

גידול שוקי היצוא של ישראל, 1975 עד 1977¹

1977	1976	1975	
			בשקלול לפי סך היצוא הישראלי
6.4	13.8	-8.8	מדינות מפותחות
7.6	11.9	11.7	אחרות
6.8	13.2	-2.5	סך הכול
			בשקלול לפי היצוא הישראלי למעט יהלומים
6.5	15.1	-8.3	מדינות מפותחות
6.3	9.3	17.3	אחרות
6.4	12.8	0.4	סך הכול

(1) מבוסס עם גידול היבוא בכל מדינה משוקלל בחלקו ביצוא הסחורות מישראל (משקלות 1974 ל-1975; משקלות 1976 ל-1976 ו-1977). המדינות המפותחות: בריטניה, ארה"ב, יפן, קנדה, דנמרק, נורווגיה, שוודיה, שוויצריה, אוסטרליה, דרום אפריקה; אחרות כוללות: אירן, הונקונג, סינגפור, ספרד, ניגריה (מבוסס על נתונים ספציפיים לכל ארץ) ושארית המבוססת על אומדני קרן המטבע ביחס לגידול הממוצע ביבוא בארצות מתפתחות שאינן יצואניות נפט.

ה פ ק ו ר : נפח היבוא : OECD, *Economic Outlook*, December 1977. ונתונים של קרן המטבע הבינלאומית; ישראל — הלשנה המרכזית למטמטיקה.

סיכום השינויים במחיר העולמי, 1974 עד 1977

1977	1976	1975	1974	
15.0	12.0	-4.5	5.0	נפח הסחר העולמי
				נפח היבוא
5.0	14.5	-7.5	1.0	המדינות המתועשות
3.0	4.5	-7.5	6.0	יתר המדינות המפותחות
15.0	18.0	42.0	39.0	יצואניות הנפט העיקריות
5.5	9.0	5.0	8.0	יתר המדינות המתפתחות
				נפח היצוא
5.0	10.5	-4.5	7.5	המדינות המתועשות
5.0	12.5	—	1.0	יתר המדינות המפותחות
1.0	14.0	-11.5	-1.0	יצואניות הנפט העיקריות
6.5	14.0	0.5	3.5	יתר המדינות המתפתחות

ה מקור : נתוני קרן המטבע הבינלאומית.

4. מחירי מוצרי היסוד והאינפלציה

בעיה עיקרית העולה מן ההתאוששות האיטית וההססנית מן השפל העולמי היא מהלך מחירי מוצרי היסוד. הגיאות במחיריהם של הללו ב־1973 וב־1974 יחד עם ההאצה במחירי הדלק של אופ"ק הפעילה את השפל עצמו, וחשש מעליות דומות מנע, ללא ספק, הפעלת מאמץ ניכר יותר לאושש את הביקוש המצרפי. מחירי מוצרי היסוד הם "האיום" המתמיד, שכן, בדרך כלל, הם מסתגלים במהירות לתנאי הביקוש; הם יורדים אל מתחת לקו המגמה בשפל, ועולים מעל קו המגמה כאשר הביקוש העולמי מדביק את כושר הייצור. כאשר מודבק כושר הייצור יעלו מחיריהם אלה בשיעור חריג בזמן קצר, עד אשר כושר הייצור של מוצרי היסוד ותחליפיהם יותאם לרמת תעסוקה מלאה ומגמות הביקוש העולמי.

אלה הן אפשרויות כלליות. בפועל התרחשה ב־1977 עלייה חדה ברמה הממוצעת במחירי מוצרי היסוד במזון; אולם היתה זאת, בפירוש, תוצאה — ולא התאוששות מחזורית — של אירועים מקריים, שהקטינו את ההיצע בכמה מוצרים חשובים, ובפרט קפה ומשקאות טרופיים אחרים. לוח ז'—7 מלמד, שפרט לכך היתה עלייה קלה בלבד בתחילת 1977. במחירי חומרי הגלם. גם זאת ניתן לקשור בעליל להתאוששות המחזורית המהירה במרוצת 1976, והיעדרותה של מגמה זאת במחצית השנייה של 1977, עם התחדשות המיתון המחזורי (בפרט באירופה) במרוצת 1977. לבסוף, לנתוני 1977 יש להוסיף את הערכתם של מומחים למוצרי יסוד (ב־OECD, קרן המטבע הבינלאומית ובמקומות אחרים): איש מהם איננו סבור, שבמחירי מוצרי היסוד גלום איום אינפלציוני על המשך ההתאוששות, לפחות לא בטווח הקצר⁶.

⁶ אולם ראוי לציין, שבעוד שבארה"ב הושלמו כשלושה רבעים מההתאוששות המחזורית בתחילת 1978, עברו יפן ואירופה הרבה פחות ממחצית הדרך. מאידך גיסא, כפי שמלמד המכון הלאומי הבריטי, על פי התחזיות "המקצועיות", צפוי צמצום בפועל של מחירי המוצרים ב־1978 לאחר עלייה ב־1977 (אומדני המכון הלאומי הבריטי (N.I.E.S.R.) הם 5.5 אחוזים לעומת 21.3 אחוזים).

השינוי במדרד המחירים לצרכן במדינות המתועשות, 1974 עד 1977
(אחוזים, שעורים שנתיים)

	1977		1976	1975	1974
	מחצית II	מחצית I			
קנדה	9.4	8.5	7.5	10.8	10.8
ארה"ב	5.9	7.3	5.7	9.2	11.0
יפן	4.3	10.0	9.3	11.3	24.5
צרפת	10.1	9.0	9.2	11.8	14.0
גרמניה	3.4	4.2	4.5	6.0	7.0
איטליה	13.2	22.3	16.8	17.0	19.1
בריטניה	9.2	20.5	16.6	24.2	16.0
המדינות המתועשות ¹	6.3	9.0	7.9	9.9	13.2

(1) כולל שבע המדינות שלעיל ועוד מדינות אחרות.

ה מק ו ר : נתוני קרן המטבע הבינלאומית.

לוח ז' 7

מחירי מוצרי היסוד, 1974 עד 1977

(מדדים: 1976=100; מחושב על פי המחיר בדולרים)

1977		1976	1975 ¹	1974 ¹	
אוקטובר	אפריל				
118	135	100	89 (IV)	109 (I)	סך הכול, למעט נפט
129	160	100	91 (IV)	124 (IV)	מוזון
104	111	100	78 (III)	108 (I)	חומרי גלם חקלאיים
109	108	100	93 (III)	122 (II)	מתכות ומינרלים
108 (בממוצע)		100			נפט (אופ"ק)

(1) הנתונים בסוגריים מורים על רביע השיא או השפל.

ה מק ו ר : OECD, Economic Outlook, December 1977.

5. השקעות — ההרכב המוניטרי-פיסקלי

אחת החולשות הידועות ביותר של ההתאוששות העולמית היתה תחום ההשקעות. הסיבה העיקרית לגידול האיטי בתחום זה היתה העובדה, שלא היה בביקושים הסופיים כדי להחזיר את נצילות ההון לרמות הגבוהות המקובלות בשיאי מחזור עסקים. אולם ההאטה בהשקעות היתה גדולה ממה שניתן לזקוף להסבר זה — תשומת לב רבה הופנתה להסברים כגון התנגדות משיקולים אקולוגיים אופנתיים, וכן חוסר הודאות לגבי האנרגיה ומגמת ההתפתחות הכלכלית; אך לא ניתנה

השינויים בשכר, מחירי התוצר ומחירי היצוא ב-7 מדינות עיקריות, 1976 ו-1977
(אחוזים)

1977				1976				
מחירי היצוא				מחירי היצוא				
SDR	מקומי מטבע	מחירי התוצר	שכר לשעה	SDR	מקומי מטבע	מחירי התוצר	שכר לשעה	
3.4	4.5	5.5	3.0	8.7	3.4	5.3	7.9	ארה"ב
13.4	3.9	6.3	10.0	3.4	-2.0	6.4	12.6	יפן
8.8	1.5	3.6	7.5	4.7	1.9	3.3	6.5	גרמניה המערבית
6.2	10.4	9.3	12.8	2.8	9.1	9.6	14.7	צרפת
12.2	17.0	15.4	10.0	1.7	19.1	15.2	16.6	בריטניה
-2.1	6.7	6.5	10.0	10.6	2.1	9.5	13.8	קנדה
13.0	21.3	19.5	26.0	-0.5	20.6	17.8	21.1	איטליה
6.6	6.3	7.1	10.4	6.1	4.6	7.0	10.5	כל המדינות שלעיל

ה מקור : שכר לשעה OECD, Economic Outlook, December 1977. מחירי תוצר ויצוא (מורים ליחידת ערך) - נתוני קרו המספיק הבינלאומית.

תשומת לב לסיבה ישירה וברורה, והיא : השינוי בהרכב המוניטרי-פיסקלי שהתמיד מאז 1974. ובאופן מפורט, חישובים מורים, שאפילו גידול המותאם ביחס למחזור, של גירעונות הסקטור הציבורי (ירידה בחיסכון) בארצות המתועשות מאז 1974, יותר מאשר קיזז את הגידול בהיצע החסכוניות העולמי, שנבע מן הגידול בעודפים בחשבון השוטף (במקביל, יצוא ההון) של גוש מדינות אופ"ק.

בעוד גידול זה בחיסכון השלילי של הסקטור הציבורי היה דרך נוחה להקטנת ההשפעה הישירה של עודפי אופ"ק על השכר וההכנסות, הוא נבע במידה רבה מאי נכונות להתמודד עם השפל שלאחר 1973 באמצעות מדיניות מוניטרית מעודדת⁷, ובמקום זאת היתה מגמה להישען (במרוצת 1974 ו-1975) על מדיניות פיסקלית מרחיבה. הואיל והשפעתה של מדיניות כזאת (כגון גידול בגירעון הממשלה או עודפי ביקוש מצד הסקטור הציבורי) הינה חולפת, המשך הדחקות המוניטרית או גידול מוניטרי נייטרלי, הביא לגירעונות פיסקליים חוזרים ונשנים, או לפחות מנע צמצום ניכר בהם.

6. המדינות המתפתחות

הצמיחה הכלכלית במדינות שמחוץ לקהיליית OECD סיפקה רקע יציב יחסית לתמורות הבר-זמניות, שחלו במדינות העיקריות של OECD (ועל כן היה בהן כדי להוות, במידה מסויימת,

⁷ ניתן להסביר אי נכונות זאת בכך, שלהתהוות השפל נלוותה קפיצה אינפלציונית של הוצאות (ובעצם נבעה ממנה). אולם אינפלציה כזאת, ברגיל, מלווה בגידול מוניטרי ניכר. נוסף על כך, רווחת ההרגשה, שמדיניות המושתתת על ריסון מוניטרי ושערי ריבית גבוהים יותר תמנע (באמצעות יבוא ההון) את הגדלת הגירעונות במאזן התשלומים, הגבוהים גם בלאו הכי. בפועל התברר, שההרחבות הפיסקליות היו בלתי מספיקות להתאוששות, אולם היו יותר מן הדרוש כדי לקזז את הזרמות עודפי אופ"ק לחיסכון העולמי ולהיצע ההון.

לוח ז' - 9

גידול היצק הכסף (M.) במדינות נבחרות 1966, 1976 ו-1977
(שיעורים שנתיים)

בשנה המסתיימת בתורש שבסוגריים	1977				IV 1976 לעומת II 1975	1976				1975 לעומת IV 1974	
	IV	III	II	I		IV	III	II	I		
7.5 (12)	7.0	9.7	8.7	4.3	5.6	6.7	4.4	8.5	2.9	4.4	ארה"ב
11.5 (12)		15.6	6.2	11.9	6.6	0.2	8.5	11.5	6.6	16.5	גרמניה המערבית
8.0 (11)		17.8	5.6	9.3	10.7	0.5	13.5	10.7	18.8	13.1	צרפת
20.0 (12)		29.5	15.9	13.4	10.4	-4.1	22.2	9.7	15.7	19.0	בריטניה
19.0 (11)		17.1	25.2	25.7	20.6	15.6	12.4	21.4	34.1	10.9	איטליה
7.0 (1)		19.3	-4.9	2.8	14.8	11.3	14.9	9.4	24.2	10.9	יפן
14.0 (11)		16.0	26.3	16.9	6.7	21.7	-12.7	4.2	17.0	21.1	הולנד
		20.3	2.0	7.7	7.0	7.8	5.7	12.7	2.1	13.9	בלגיה
		-1.7	3.0	7.0	8.0	9.1	5.2	5.3	12.6	3.9	שוויצריה
											4 המדינות האירופאיות
13.5					10.5	9.1				15.2	הגדולות

ה מקור: נתונים רבעוניים - הפרל רזרב של סמ' לואיס; "השנה המסתיימת בתורש שבסוגריים" - "האקונומיסט".

בלם זעזועים של האחרונות). בפועל, יצרו התנודות החריפות בצמיחה באירופה, צפון אמריקה ויפן (ובפרט במשקים האירופיים הגדולים) תגובות של צמצום במשקים המייצרים מוצרים ראשוניים. אכן, בעוד הצמיחה הממוצעת במדינות המתפתחות שאינן מדינות נפט היתה יציבה באופן בולט (היא ירדה, לפי נתוני קרן המטבע מ-4.8 אחוזים ל-4.7 אחוזים מ-1976 ל-1977). הרי באפריקה, הקשורה במיוחד לאירופה, ירדו שיעורי הצמיחה באופן ניכר (מ-4.7 ל-2.9 אחוזים). אמריקה הלטינית ואסיה, שלהן קשר אמיץ יותר לארה"ב וליפן, או שהן מאופיינות במדיניות פיתוח מוצלחת, הגדילו במידת מה את שיעורי הצמיחה שלהן, שהיו גבוהים ממילא (מ-5.8 ל-6.0 אחוזים). בגידול התוצר במדינות המייצאות דלק חלה נסיגה (עם הירידה ביבוא הנפט של ארצות OECD), אולם היה גידול מהיר במדינות אלה ביתר הסקטורים (למעט נפט) בשיעור 10—11 אחוזים, בממוצע.

המדינות המתפתחות שאינן יצואניות נפט, כקבוצה, נתקלו בקשיים מועטים במימון גירעונותיהן ב-1977. הבעייה הוקלה במידת מה בשל העובדה שיצואן גדל, הן בנפט והן במחיר, בשיעור רב מיבואן ובשיעור רב מגידול התל"ג במדינות המתועשות, שהן שוקן העיקרי⁸.

7. סחר ותשלומים — ההתפתחויות הבולטות

הגירעון השוטף הכולל של קבוצת המדינות התעשייתיות ושל קבוצת המדינות המתפתחות, אצל מדינות אופ"ק, נשאר, פחות או יותר, ללא שינוי. אולם היתה עלייה תלולה בגירעון השוטף של ארה"ב וירידה בגירעון של אירופה, שתי תופעות שהן הצד השני של ההתפתחויות הכלכליות באותן מדינות, הגם שהושפעו גם מגורמים אחרים.

לוח ז' 10

חשבון עולמי שוטף, 1976 ו-1972

(מיליארד ל"י)

למעט העברות ממשלתיות			לרבות העברות ממשלתיות		
1977	1976	העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת	1976	1977	העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת
—13.3	—18.3	—5.0	—26.5	—32	—5.5
44.3	42.5	—1.8	42.3	40	—2.3
מדינות מתפתחות שאינן					
—36.8	—33.5	3.3	—26.3	—22.5	3.8
—12.8	—10.8	2.0	—13.3	—11.3	2.0
—18.5	—20.0	—1.5	—23.8	—25.8	2.0
סך הכול עולמי ¹					

(1) שונה מאפס בשל טעויות, השמטות וחוסר סימטריה שיש בהם — על אף היותם נתונים במידת מה לתנודות — לתת אינדיקציה גסה לשינויים השנתיים במאזנים האזוריים.

ה פ ק ו ר : OECD, Economic Outlook, December 1977.

⁸ השיפור המשתמע בתנאי הסחר משקף בחלקו את הקפיצה במחירי מוצרי היסוד (בפרט משקאות טרופיים) שתוארה בלוח ז' 7.

התפתחות חשובה, שאירעה ב־1977 (ונמשכה ב־1978) היתה — הירידה בשער הדולר, תופעה זאת משקפת את השפעתם של שני כוחות, ובפרט השני: התאוששות מחזורית מהירה יותר, ותלות מבנית, או מחזורית, הולכת וגוברת, במדינות הנפט; ובעצם ירידה בתנאי הסחר של ארה"ב, או כושר התחרות הנקבע על פיהם. מגמה זו אינה מתמדת בהכרח — ואכן היא תיבלם בוודאי ב־1978 עם הגידול הניכר של תפוקת הנפט הצפויה מאלסקה — אולם היא היתה קיימת בשנים האחרונות, שבהן היתה ירידה בשאיבת הנפט בארה"ב. במרוצת 1976 קווצה השפעתה במידה רבה ע"י השפל העמוק, אולם ב־1977 הופיעה הגדלת תלות זאת בבירור בפעם הראשונה בתנאים של התאוששות כלכלית ניכרת.

הגידול בגירעון הנפט של ארה"ב, שקבע את חולשת הדולר⁹, מצטייר בקלות באמצעות ההבדל בין 1977 ותקופות קודמות, שבהן השיגה ההתאוששות בארה"ב את תוואי ההתפתחות במקומות אחרים. ככלל, היה יבוא הון נוסף בהיקף נאות כדי לקזז את הירידה המחזורית בחשבון השוטף (בשערי חליפין קבועים). העובדה, שיבוא ההון לא היה בהיקף מספיק ב־1977 (למרות שנלוותה לכך קפיצה נורמלית ביחס שבין שערי הריבית בארה"ב ובאירופה), מלמדת על קיום גורם נוסף — הדרישה הגוברת לנפט מיובא — שהיתה יכולה להתאזן רק ע"י פיתוח וירידה בתנאי הסחר של ארה"ב (שהשתקפה במדידת תנאי הסחר ב־1977)¹⁰. אכן יש אפשרות סבירה לכך, שגם

לוח ז' - 11

מאזן התשלומים של ארה"ב ונתוני דלק, 1974 עד 1977

(מיליארדי דולרים)

	1977	1976	1975	1974	
	VI	III-I			
חשבון שוטף	-7.0	-15.7	-1.4	11.7	-0.6
חשבון הון ¹	-7.1	-2.0	-7.3	-16.3	-7.8
מאזן ההסדרים הבינלאומיים	-14.1	-17.7	-8.7	-4.6	-8.4
מזה:					
אופק:	(-1.0)	(-5.8)	(-7.6)	(-6.5)	
ל איזכור:					
א) יבוא הנפט של ארה"ב	8.9	7.3	6.1	6.2	
ב) העלייה בעלות הנפט המיובא (מיליארדי ל"י)	10.8	7.5	0.3	18.0	

(1) לרבות זרמי הון של בנקים מסחריים.

(2) שווה, בעצם, לספינה נטו של נכסים דולריים מצד ממשלות ובנקים מרכזיים, לרבות אופ"ק.

ה מקור: שם, ונתוני קרן המטבע הבינלאומית.

⁹ הדברים אמורים בירידה הממוצעת בשער החליפין. העלייה החדה יותר במטבעות, כגון המרק הגרמני והפרנק השוויצרי משקפת במידה רבה את שיעור האינפלציה הנמוך במדינות הללו.

¹⁰ לוח 11 מציג נתונים המאשרים קביעות אלה. מן הלוח עולה שיבוא ההון נטו לארה"ב עלה ב־16 מיליארד דולר מאז רמתו הנמוכה ביותר בשפל 1975 ועד לשלושת הרביעים הראשונים של 1977, בעוד הגירעון השוטף גדל בלא פחות מ־30 מיליארד דולר. העלייה בהוצאות על דלק (18 מיליון) עולה על ההפרש. הרביע הרביעי של 1977 (לוח ז' 11) אף הוא מלמד, על עידוד יצוא ההון באותו רביע, עידוד שנבע מהתערבות ממשלתית רחבה, שמנעה את ירידת הדולר בניגוד למגמת שער הריבית היחסי.

לוח ז' - 12

השפעת תנאי הסחר של ישראלי נתונים רבעותיים, 1976 ו-1977
(מדדי לספיר ל-100=1973)

תוספת : למעט יהלומים ³		1977						
1977	1976	1977	1976	IV	II	III	I	
171.1	1,584	164.4	151.0	170.0	165.7	163.1	158.8	1. מדד מחירי סחורות יבוא
145.8	135.5	148.1	125.3	160.1	151.0	146.1	134.4	2. מדד מחירי סחורות יצוא
85.2	85.5	90.1	83.0	94.2	91.7	89.6	84.6	3. תנאי הסחר
—14.8	—14.5	—8.9	—17.0	—5.8	—8.3	—10.4	—15.4	4. השינוי מ־1973 ב־ (3) (אחוזים)
—6.0	—5.9	—4.0	—6.9	—2.4	—3.4	—4.2	—6.3	5. "השפעת היבוא" של תנאי הסחר כאחוז מהשימושים המקומיים
—8.3	—8.1	—5.5	—9.5	—3.2	—4.6	—5.8	—8.6	מהתוצר
—3.3	—3.2	—2.2	—3.8	—1.3	—1.8	—2.3	—3.4	6. השפעת תנאי הסחר על ההכנסה הלאומית — חלקה בתוצר (אחוזים) ²
—0.1		1.6	0.5					7. השינויים ב־ (6) לעומת השנה הקודמת

(1) שווה לשינוי בתנאי הסחר מ-1973 (שורה 4) כפול ביבוא, כאחוז מכלל השימושים המקומיים. משמעות הדבר, השינוי ביבוא שניתן להשיג אם השינוי בכוח הקנייה של ההכנסות מיצוא משפיע על כל היבוא (לרבות החלק הממומן ביבוא הון).

(2) שווה לשינוי בתנאי הסחר מ-1973 (שורה 3) כפול היצוא כאחוז מכלל התוצר הלאומי הגולמי. מהווה את ההשפעה המצטברת (בקירוב) של תנאי הסחר מאז 1973 על ההכנסה הלאומית הריאלית, ובמשריין על היבוא שניתן להשיג מיצוא קבוע במזנוחים ריאליים.

(3) הנתונים בטורים הללו מורים, שההשפעות הניכרות של תנאי הסחר ב-1977 נובעות כמעט לחלוטין מעלייה (זמנית) ביצוא היהלומים ביחס למחירי היבוא. בלא תופעה זאת לא היה מתחולל שינוי משמעותי בתנאי הסחר.

במקרה של התאוששות מהירה יותר, שהיתה מקטינה בתלילות את הגירעון השוטף של ארה"ב (אך לא את יבוא הנפט), עדיין היה צורך בפיתוח ריאלי כלשהו בשער הדולר, עד שארה"ב היתה מייצבת (או מקטינה) את תלותה ביבוא נפט (באופן זמני, לפחות ב-1978 ולכמה שנים נוספות, בשל התפוקה באלסקה).

הירידה בדולר בשלהי 1977 ובראשית 1978, אפשר שנתחזקה ע"י זרימה ספקולטיבית שהתגברה במשך התקופה. אולם, בכל מקרה, מלמד הניתוח דלעיל, שאין זה סביר שהדברים יימשכו כך לאורך זמן; וייתכן, שיחול מפנה מסוים שיתקן את נפילת היתר.

8. התפתחויות אחרות

החלק המכריע של ההתפתחויות האחרות בתחום הסחר והתשלומים הבינלאומיים היה בלתי דרמטי. שערי הריבית הבינלאומיים שיקפו שונות בלחצים המחזוריים ובמדיניות המוניטרית האנטי מחזורית; הם ירדו באירופה (שם, כאמור, הואץ הגידול המוניטרי כדי להתמודד במיתון

לוח ז' - 13

שינויים בשערי הדולר והל"י של הדולר והל"י מן השערים הסמיתסוניאניים, 1977

(אחוזים)¹

1977	שינויים בל"י		שינויים בשער הדולר ² (מדד רויטר)
	שקלול לפי היבוא	שקלול לפי היצוא	
ינואר	-56.4	-52.7	-5.8
פברואר	-56.8	-53.2	-6.7
מארס	-58.1	-54.4	-7.5
אפריל	-58.9	-55.0	-7.0
מאי	-59.0	-55.2	-8.0
יוני	-59.8	-55.9	-9.5
יולי	-61.4	-57.4	-10.5
אוגוסט	-63.1	-59.0	-9.6
ספטמבר	-63.9	-59.7	-10.2
אוקטובר	-66.0	-61.6	-13.2
נובמבר	-80.8	-75.5	-14.4
דצמבר	-82.7	-77.3	-17.7

(1) סדרות אלה מראות את השינויים המצטברים (מאז דצמבר 1977) במטבע החוץ, בממוצע משוקלל, שניתן להשיג עבור ל"י (משוקללת לפי הסחר הישראלי) או עבור דולר (מדד רויטר), חלקו של הדולר בשינוי שער הל"י (שהוצג בדוחות קודמים) אינו מעניין יותר, שכן הצמידות לדולר הותלפה בצמידות ל"סל" מטבעות, ומאוחר יותר הונהג שער נגיד.

(2) שערים לסופי חודשים: זהו אחד המדדים האפשריים לערכו הממוצע של הדולר והוא מתאים לחישוב ביחס למטבעות העיקריים (כגון המרק הגרמני והיין היפני); במרוצת 1977 היתה הירידה ביחס לאלה גדולה ביחס להרבה מטבעות אחרים. למשל, ביחס ל-15 המטבעות האחרים המהווים את SDR (בשקלול לפי חלקם בסחר העולמי), הירידה היתה בשיעור 7%. ביחס לכל יתר המטבעות (בשקלול לפי הסחר של ארה"ב) היתה הירידה קטנה יותר.

של התפוקה), ועלו בארה"ב. תנאי הסחר לא נשתנו שינוי ניכר, אך בישראל הם הגיבו — באופן ארעי, ללא ספק — להתפתחות דרמטית מיוחדת בענף היהלומים (ראה להלן) ¹¹.

9. ישראל

ההתפתחויות העיקריות היו במהותן בלתי תלויות באלה העולמיות, כב-1976, הגם שבמבט מקרוב ניתן לגלות כמה סימני דמיון, וכמובן — כמה השפעות.

השינוי בביקוש המקומי הריאלי (כלומר "השימושים" המקומיים, השווים לצריכה — הפרטית והציבורית — ולהשקעות, למעט יבוא ביטחוני) החל מתאושש באיטיות, לאחר שהגיע לנקודת השפל ב-1976 ובתחילת 1977. הואיל ותחילת ההתאוששות התרחשה במשך 1977, אין הנתונים השנתיים משקפים זאת אל נכון (העלייה היתה מ-1.7 — ב-1976 ל-1.2 — ב-1977). הואיל ושינוי המגמה היה כה זעום. השתקפותו בשינויים משנה לשנה בגידול התוצר קווצה בקלות על ידי ההשפעה השלילית, שהיתה להאטה בהתאוששות העולמית על הייצוא של ישראל.

התפתחות חשובה ומיוחדת, אירעה במרוצת 1977 בענף היהלומים. הדברים אמורים בניצול הגיאות הספקולטיבית העולמית בביקוש ליהלומים, שבגלל פיגור במחירי יהלומי הגלם — שהביא לעלייה ניכרת בתנאי הסחר של הענף בישראל ¹² — גאגר מלאי בלתי רגיל של אבנים גולמיות (העלייה נאמדת ב-300 מיליון דולר). אכן, כל העלייה בתנאי הסחר של ישראל (כ-8 אחוזים, השקולים כנגד עלייה בשיעור 1.6 אחוזים בהכנסה הלאומית) גובעת מן העלייה, שגרשמה במחירי יצוא היהלומים יחסית למחירי היבוא. העלייה, שנבעה מכך בהכנסה הריאלית הצטברה בידי העוסקים ביהלומים ונוצלה בידיהם למימון ההשקעות במלאי שתוארו לעיל (הפיגור במחירי יבוא היהלומים הודבק בראשית 1978 באמצעות היטל בשיעור 40 אחוזים שתבע הסינדיקט של דה-ביר). נראה, שהשקעה הספקולטיבית במלאי שנעשתה ב-1977 דחתה (אך לא היה בה למנוע) את ההשפעה החיובית החד-פעמית, שהיתה לתנאי הסחר על מאזן התשלומים (בכך שגרמה רווח הון לישראל). במידה מסוימת היתה לאגירה השפעה נוספת: היא הסתירה חלק ממגמת השיפור ארוכת הטווח במאזן התשלומים.

שינוי דרמטי התחולל באוקטובר 1977 בשער החליפין (הנומינלי והריאלי) של הל"י. בין יתר השינויים, נועדה הרפורמה לאחד את השערים להעברות הון וליצוא. אולם פירוש הדבר היה ביטול מוחלט של הפרמיות ליצוא, בעוד שרק חלק משיעורי המכס הורדו (הטלי היבוא). התוצאה היתה עלייה בשער האפקטיבי ליבוא, ועל כן עלה שער החיסוי לתחליפי יבוא, יחסית לשער ליצוא. בתנאים אלה נראה היה, שתיפגע רווחיות היצוא התעשייתי אם השער הנייד החדש יתייצב ברמה נמוכה מן השער האפקטיבי הקודם (כ-15 ל"י לדולר). בימים הראשונים שלאחר הרפורמה קלט בנק ישראל עודפי היצע של מטבע חוץ, ובכך מנע ירידת שער החליפין למטה מ-15 ל"י. השיקול היה שזו תופעה זמנית הקשורה במימוש רווחי הון. אכן בתקופה שלאחר מכן

¹¹ יש בכך רמז דק לשינוי זה של הרכב המדיניות הפיסקלית-מוניטרית, הנוטה להחליש את חשבון ההון של ארה"ב ולכן את שער החליפין של הדולר. היתה נטייה להאצת מה בגידול המוניטרי של ארה"ב במשך 1977, אולם זאת, במובהק, תוצאה של התחדשות מחזורית בביקוש לאשראי, כנגד הדחקות, שגרמה מדיניות מוניטרית מרסנת ועליית שערי הריבית, במונחים מוחלטים ויחסיים.

¹² ראוי לציין, שהשפעת ההאטה התלולה בגידול שוקי העולם משתקפת בבירור ביצוא המוצרים של ישראל. אולם בחישוב המקובל לגבי יצוא השירותים (בפרט בתיירות) קיימת הטייה חיובית ב-1977: פחות הכנסות מתיירים הוסטו אל השוק השחור (ראה הדיון בפרק היצוא). בעתיד, כך סביר להניח, יימנעו עיוותים מסוג זה, שכן הושמט כמעט הבסיס לשוק השחור עם הליברליזציה של התמרה.

נשמרה ע"י כוחות השוק — לחבות הביקוש להתחזקת נכסים במטבע חוץ, שהתאפשרה בעקבות הליברליזציה — רמת שער החליפין בלא צורך כמעט בצריכת יתרות. השערים בעתיד יושפעו מהתאוששות הצמיחה במשק, מהתהפכות מגמת אגירת המלאי בענף היהלומים¹⁸ ומהפחותים הריאליים הקודמים (ובפרט ליבוא באוקטובר 1977). התוצאות של אלה וגורמים אחרים צריכות עדיין עיון, ואין לקבען כבר עתה.

ראוי לציין, נוסף על כך, שעדיין נותרה כברת דרך כדי להגיע למערכת יעילה של שער נייד בר המרה. בכמה פעמים במרוצת החודשים הראשונים — ולמרבה המזל לא לתקופות ארוכות — היה בעליות שער החליפין כדי לגרום עלייה בביקוש למטבע חוץ, ובעקבותיה עלייה בשער החליפין. דרך תגובה זאת אינה מפתיעה, שכן היא משקפת את הניסיון והציפיות של מערכת שערים קבועים, שבהם מתחוללים השינויים לכיוון אחד, אם בכלל. ראוי לציין, שהמגמות הללו היו קצרות ביותר, ולא היה בהן כדי לפתח השפעות מצטברות ומסוכנות.

עף על פי שהשינויים בשער בדצמבר ובינואר היו גדולים יחסית, אין הם משקפים את גל הביקוש הגדול לפיקדונות במטבע חוץ בבנקים מקומיים (פת"מ), פיקדונות שזה עתה הותרו. בנק ישראל היה מסוגל — וכך עשה — לספק בהצלחה את רוב הביקוש הזה בלא להקטין את יתרות מטבע החוץ, שכן הבנקים נדרשו להפקיד 85 אחוזים מפיקדונות הפת"מ בבנק ישראל כחלק מהרזרבות שלהם. אילמלא הצע זה של הבנק, היו התנודות בשער חדות במידה רבה.

הקפיצה בביקוש למטבע חוץ, שהיתה בחודשים דצמבר-ינואר (פת"מ), היתה תוצאה של שינוי חד פעמי בהרכב תיק הנכסים לאחר הליברליזציה. ניתוח זה נשען על העובדה, שהאטת העלייה בשער החליפין לאחר ינואר לא יצרה תנועה חוזרת (המרה מפת"מ לל"י) משמעותית. היסוד הספקולטיבי תוה היה, קרוב לדאי, משני ותרם לפתאומיות ולקצב של התהליך.

נדרשת התנסות בתנודות שער דו כיוונית כדי לעמוד היטב על הסיכון הדו-כיווני שבשער נייד וכדי שהספקולציה תהיה בעלת אופי מייצב. הניסיון דרוש גם כדי לפתח ביקוש לשירותים המיועדים לצמצם סיכונים כאלה (למשל, שווקים לעסקות עתידיות). שלביו הראשונים של ניוד מצריכים איפוא יותר התערבות אם קיים צורך למנוע תנודות חריפות. על רקע זה מתעוררת דילמה בין הצורך בתנודות שער דו כיוונית, המיועדות ליצירת הדרישות הספקולטיביות המתאימות, מצד אחד, והרצון למנוע את ההשפעות הכלכליות הנובעות מתנודות חריפות, מצד שני. הפתרון המעשי הוא, כנראה, להגביל, אך לא למנוע לחלוטין, תנודות; עד שהמשק יתרגל למערכת החדשה. בהתחשב במידת הסיכון הנובע מן הליברליזציה מרחיקת הלכת, נוסף על חוסר ניסיון, נראה, שניתן לקבוע כי התגובה הראשונה של המשק הישראלי לניוד היא מעודדת בהחלט.

¹⁸ אומדני השינוי במחיר בענף זה נחשבים לאמינים פחות מאלה של ענפים אחרים. אולם פיגור ניכר במחיר יבוא התרחש בלא ספק.

¹⁴ הן רוח ההון החד פעמי, הנובע משיפור תנאי הסחר והן הגידול הרב באשראי במטבע חוץ מ"קרן היהלומים" סייעו במימון ההשקעות במלאי ב-1977. המקור האחרון הקטין, אך לא מנע, השפעות על שער החליפין.

¹⁵ שים לב, שהיצע זה של מטבע חוץ כרוך (כמו התערבות "קונבנציונלית" המקטינה את הרזרבות) בתנודה מקבילה (ירידה) בבסיס הכסף.

¹⁶ ציפיות השוק ביחס לעלייה אפשרית בשער בשל התערבות ממשלתית שתכליתה לשמור על רווחיות היצוא, גם הן מילאו תפקיד, בפרט ביחס לעתוי.