

מאזן התשלומים - סקירה כללית

את 1976 מציין שיפור בולט במספר תחומים מרכזיים של מאזן התשלומים: צמצום ניכר של הגירעון בחשבון השוטף; גידול מהיר ביצוא, ובמיוחד ביצוא התעשייתי; ושיפור בתחום מימון הגרעון, המתבטא בהגדלה ניכרת במשקל ההעברות החד-צדדיות ובירידת משקל ההלוואות, ובעיקר — בהפסקת התהליך של תלות גוברת והולכת במקורות מימון קצרי מועד לשם מימון שוטף של הגירעון.

התפתחויות אלה מהוות הקלה גדולה במאזן התשלומים מבחינת הטווח הקצר ומרחיקות את הסכנה של משבר מימון; הן גם משקפות יצירת תנאים המבטיחים, באמצעות ריסון המשק, פוטנציאל להמשך השיפור. באלה חשיבותן רבה, והן מהוות רכיב חיוני בכל אסטרטגיה כוללת לטיפול בבעיית מאזן התשלומים.

עם זאת, בולטות לא פחות עובדות מרכזיות אחרות: התפתחויות אלה כרוכות במחיר כבד, של ויתור על צמיחה כלכלית, והן הושגו בעיקר תוך הבאת המשק למצב של קיפאון, הנמשך זו השנה השלישית. עם כל החיוב שבהתפתחויות אלה לגבי בעיית מאזן התשלומים, הן מתייחסות יותר להשפעות המיידיות של הריסון, וליצירת בסיס להמשך השיפור, ופחות לגרעין המרכזי של הבעיה; השגת שינוי מבני, שיאפשר לחלץ את המשק ממצב של קיפאון ולהחזירו למסלול של צמיחה, שתהיה מלווה בצמצום נוסף של הגירעון, ולא בהגדלתו מחדש לממדים בלתי נסבלים. במישור המחירים היחסיים והגדלת רווחיות היצוא, קיים עדיין מרחק רב בין היעדים לבין ההישגים שהושגו בפועל. חלק מהאינדיקטורים מצביעים על כך, שהשינויים האחרונים הם בכיוון הנכון, אולם יש בהם, כנראה, רק תיקון חלקי של הירידה ברווחיות היצוא מאז 1972.

גם בתחום שינוי הקצאת המקורות במשק ההתקדמות לקראת היעד הנדרש שהושגה ב-1976 אינה חד-משמעית. חלקה של הצריכה בתוספת המקורות, בתקופה האחרונה בכללותה, לא זו בלבד שלא ירד, אלא אף עלה בהשוואה ל-1972. ב-1976 חל אמנם שינוי חלקי במגמה, המתבטא בהגדלת חלקו של היצוא, אולם הגדלה זו משקפת לא רק גידול מהיר ביצוא אלא גם ירידה ניכרת במשקל ההשקעה במשק.

1. בעיית מאזן התשלומים

התפתחויות מאזן התשלומים, שבמרכזן השנה עמד השיפור הבולט בגירעון, הן חלק מתמונה מורכבת. כדי להעריך את משמעותן האמיתית, מן ההכרח לנסות ולעמוד על משקלן היחסי של השפעות השייכות למישורים שונים של הבעיה: השפעות של גורמים חיצוניים, מקריים וקצרי טווח; השפעות הנובעות מתנאי הקיפאון במשק, פרי מדיניות הריסון, ריסון שהוא תנאי הכרחי לביצוע השינויים המבניים הדרושים, אך אינו תחליף להם; השפעות של שינויים מבניים בתחומי המחירים היחסיים והקצאת המקורות במשק.

תכליתו של ניתוח כזה היא הצגת ההתפתחויות בפרספקטיבה רחבה, שתשקף את מידת ההתקדמות בהשגת השינויים המבניים, ההכרחיים לפתרון יעיל של הבעיה.

לוח ג' 1

החשבון השוטף, 1971 עד 1976
(בייליוני דולרים)

גירעון						יצוא			יבוא				
סך כל החשבון השוטף	החשבון השוטף עם השטחים	גירעון כולל יבוא ביטחוני	סך הכול	שירותים	גירעון מסדרי	סך הכול	שירותים	מוצרים	סך הכול כולל יבוא ביטחוני	יבוא ביטחוני	סך הכול	שירותים	מוצרים
א. מחירים שוטפים													
—1,226	40	—1,266	—711	147	—858	1,814	914	900	3,080	555	2,525	767	1,758
—1,101	31	—1,132	—642	176	—818	2,129	1,047	1,082	3,261	490	2,771	871	1,900
—2,642	29	—2,671	—1,418	112	—1,530	2,654	1,288	1,366	5,325	1,253	4,072	1,176	2,896
—1,794	28	—1,822	—1,351	157	—1,508	2,732	1,310	1,422	4,554	471	4,083	1,153	2,930
—3,387	61	—3,448	—2,224	143	—2,367	3,454	1,748	1,706	6,902	1,224	5,678	1,605	4,073
—4,050	115	—4,183	—2,317	—124	—2,193	3,525	1,704	1,811	7,678	1,846	5,832	1,828	4,004
—3,268	145	—3,415	—1,812	—119	—1,693	4,125	1,844	2,281	7,540	1,603	5,937	1,963	3,974
ב. במחירי 1972													
		—1,352	—760	137	—905	1,901	395	966	3,253	584	2,669	798	1,871
		—1,132	—642	176	—818	2,129	1,047	1,082	3,261	490	2,771	871	1,900
		—2,160	—1,032	118	—1,152	2,255	1,141	1,114	4,416	1,129	3,287	1,023	2,264
		—1,499	—1,062	169	—1,231	2,385	1,211	1,174	3,884	437	3,447	1,042	2,405
		—2,066	—1,088	61	—1,149	2,408	1,233	1,175	4,474	978	3,496	1,171	2,324

1975	2,188	1,247	3,735	1,346	3,781	1,191	1,175	2,366	-997	-72	-1,069	-2,415
1976	2,225	1,255	3,529	1,129	4,658	1,472	1,190	2,667	-753	-65	-818	-1,947

ג. מדד הגידול הכמותי
(1972=100)

1971	98	92	96	119	100	89	89	89	111	78	120	119
1972	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1973	119	118	119	230	176	103	109	106	141	67	161	191
* 1973	127	120	124	89	119	109	116	112	150	81	169	135
1974	122	135	126	200	138	109	118	113	140	35	169	183
1975	115	143	123	275	144	110	112	111	122		167	213
1976	117	144	125	230	140	136	114	125	92		127	171

ד. מדדי מחירים
(1972=100)

1971	90	96	95	95	95	93	98	95
1972	100	100	100	100	100	100	100	100
1973	128	115	124	111	121	123	113	118
1974	175	137	163	125	154	145	142	143
1975	183	147	171	137	164	152	145	149
1976	179	156	172	142	165	155	155	154

ב-1976 צומצם הגירעון בחשבון השוטף בשיעור מרשים של קרוב ל-800 מיליון דולר — מ-4,050 ל-3,268 מיליון דולר. חלק מהצמצום נובע מירידת היבוא הביטחוני ב-250 מיליון דולר. בחשבון השוטף, ללא היבוא הביטחוני והסחר עם השטחים, ירד הגירעון בסכום הניכר של 500 מיליון דולר (יותר מ-20 אחוזים) והוא הסתכם ב-1.8 מיליארד דולר. המשמעות המיידית של שיפור זה היא הפסקת התהליך של הגברת התלות המסוכנת במקורות קצרי מועד, שאיפיינה את שתי השנים הקודמות (שבהן הסתכמה התודקקות למקורות אלה ב-2 מיליארד דולר). ב-1976 היה ביבוא ההון לזמן ארוך כדי מימון הגירעון השוטף כולו, תהליך הגברת התלות האמורה, נפסק — אולם התלות עצמה נשארה ברמה הגבוהה, שאליה הגיעה בסוף 1975 (ראה לוח ג'-2).

צמצום הגירעון נובע, במידה רבה, מצירוף גורמים, שבהם השפעות ריסון הפעילות הכלכלית במשק, גורמים קצרי טווח, הקשורים בו במידה זו או אחרת, וגורמים מקריים אחרים. עם זאת, יש גם אינדיקטורים לשיפור מחירו היחסי של היצוא בתחומים שונים בשנתיים האחרונות. בולט כאן משקלן של ההתפתחויות בתחום שינויי המלאי של תשומות יבוא. יש בהתפתחויות אלה כדי להסביר ירידה של קרוב ל-300 מיליון דולר בגירעון. המעבר מצבירת מלאי לחיסול מלאי הוא בחלקו תוצאה של תהליכי התאמה לרמת פעילות משקית נמוכה, ובחלקו תוצאה של השפעות שיקולי כדאיות יחסית, המשקפים את עליית הריבית במשק ושינויי ציפיות לגבי מחירים ושינויי שער.

הירידה המצטברת, של 10 אחוזים, ביבוא נכסי השקעה בשנתיים האחרונות משקפת בעיקרה את השפעת מדיניות הריסון, ויש בה כדי להסביר ירידה של 50 מיליון דולר ביבוא, והיא אינה ביטוי למגמות ארוכות טווח. מאידך גיסא, חלו ב-1976 תהליכי צבירת מלאי של יהלומי גלם, שיש בהם כדי להסביר גידול יבוא של 100 מיליון דולר.

גורם חיצוני למשק הישראלי השפיע לכיוון צמצום: ירידת שערי הריבית בעולם¹. גורם זה משתקף בעובדה, שהתחייבויות המשק הכוללות לחוץ לארץ עלו בשנתיים האחרונות ביותר מ-4 מיליארד דולר, בעוד שתשלומי הריבית עלו ב-100 מיליון דולר בלבד². עליית שערי הריבית לרמה ממוצעת של הטווח הארוך, פירושה תוספת ניכרת לתשלומי הריבית.

גורם חיצוני אחר הוא שיפור קל בתנאי הסחר, המסביר ירידה של כ-100 מיליון דולר בגירעון השוטף בין 1975 ו-1976.

צירוף כל ההתפתחויות הללו, שיש בהן משקל מכריע לגורמים מקריים, או להשפעות מוגבלות טווח של תהליכי התאמה לגורמי המדיניות הכלכלית, יש בו כדי להסביר צמצום של הגירעון ב-300 עד 350 מיליון דולר.

ביטוייה העיקריים של השפעת מדיניות הריסון אינם בתחום תהליכי התאמה מוגבלי-טווח, אלא בעצם העובדה, שבלימת הצמיחה מאפשרת את בלימת גידול היבוא, וביצירת תנאים לביצוע שינויים מבניים.

המפנה החד במגמות היצוא ב-1976 קשור בחלקו לצירוף השפעות שמקורן, כאמור, במדיניות הריסון. אולם דומה שהקשר הוא בעיקרו עדיין לחלק הפחות משמעותי, מבחינת הטווח הארוך, של השפעות אלה: להשפעות של האטת הפעילות המקומית, שהוא אלמנט קצר-טווח, שתפקידו להיעלם לאחר תקופת ביניים, ופחות להשפעות מבניות, שהריסון נועד לחוללן.

ב-1976 גדל היצוא ב-13 אחוזים במונחים ריאליים, לאחר גידול ממוצע של 4 אחוזים בשלוש השנים הקודמות, יצוא המוצרים גדל ב-22 אחוזים, והיצוא התעשייתי, למעט יהלומים, מחצבים ודלק, עלה ב-28 אחוזים. — לאחר גידול ממוצע של 5 אחוזים בשלוש השנים הקודמות. בגידול

1. כאינדיקטור יצויין כאן, ששערי הריבית בשוק הוויר-דולר להלוואות של שנה ירדו מ-10.7 אחוזים ב-1974 ל-6.7 אחוזים ב-1976.

2. ההשוואה אינה מדויקת לגמרי, משום שהריבית מתייחסת לחוב הממוצע, אולם אין בכך כדי לשנות את התמונה באופן משמעותי.

זה יש משקל חשוב להתאוששות בביקוש העולמי. פחות חד-משמעית היא העלייה ברווחיות היצוא. השוואה של מחירי התוצר ביצוא (והמוצרים הסחירים בכלל) למחירי התוצר בשיווק המקומי (הבלתי סחירים) מלמדת על שיפור במחיר היחסי של היצוא לעומת 1975. אולם שיפור זה יש בו רק כדי לתקן חלק מההרעה שחלה בשנים 74–1973. מבחינה זו ניכרת עדיין הרעה משמעותית לעומת 1972, שנה שקדמה למשבר מאזן התשלומים, בעוד שההתפתחויות שהתרחשו מאז מחייבות שיפור משמעותי לעומת נקודת מוצא זו.

ניתוח ההתפתחויות ביצוא התעשייתי מלמד על העדר שינוי משמעותי ברווחיות, כשהשוואה היא בין מגמות מחירי היצוא לבין רמת ההוצאות. בהשוואה לשיווק המקומי חל אמנם שיפור, אולם הוא משקף את תנאי הריסון של השוק המקומי, בד בבד עם אינפלציה הוצאות, — מצב שתוצאתו לחץ חזק על הרווחים. מצב זה אינו משקף שינוי בר-קיימא במחירים היחסיים, אלא מותנה בהמשך מדיניות של ריסון והעדר צמיחה.

על רקע מגמות אלה, בולט תפקידה של התאוששות הביקוש העולמי, כגורם להגדלת היצוא. יש לזכור, ששיעור הגידול הגבוה הושג לאחר שלוש שנים של עלייה איטית ביותר: הגידול הממוצע בשלוש שנים אלה הגיע ל-5% אחוזים. הגידול המצטבר ביצוא הוא עדיין נמוך, הן לעומת היעדים בתחום זה, והן יחסית לגידול כושר הייצור של המשק. יש להדגיש, שהתפתחות זו מתרחשת בתנאי משק מרוסן, הצובר כושר ייצור בלתי מנוצל בשיעור הלך וגדל.

קו אופי אחר בהתפתחות היצוא: הרכבה של תוספת היצוא, כשחלק מכריע ממנה מקורו בקטע צר של המערכת התעשייתית — היצוא הביטחוני, שבו יש משקל גם לגורמים מיוחדים.² נוכח התפתחות זו מתעוררת השאלה, באיזו מידה משקף הגידול הנמרץ תנאים מיוחדים, ובאיזו מידה הוא פרי המערכת הכוללת של התנאים במשק.

ניתוח מגמות היצוא ושינויי המחירים היחסיים מצביע על תפקידו של ריסון המשק, כמקור ההשפעה המרכזי בתחום מאזן התשלומים. ברם, יכולתו של הריסון לתפקד כמכשיר בלעדי (או מרכזי) של מדיניות מאזן התשלומים היא מוגבלת, והישגיה כרוכים במחיר כלכלי כבד. הריסון הוא רכיב הכרחי בתכנון הכולל של טיפול בבעיה זו, ותפקידו לאפשר את השינויים המבניים ההכרחיים, אולם אין הוא יכול לשמש תחליף לשינויים אלה.

השינויים המבניים מתמקדים בשניים: העלאת מחיר מטבע החוץ, יחסית למחירים המקומיים ולשכר, — שינוי שיאפשר התרחבות של סקטור היצוא (ותחליפי היבוא); ושינוי בהקצאת המקורות במשק, המתבטא בהקטנת השימושים המקומיים יחסית לתוצר, לשם שחרור מקורות לצורכי היצוא.

שינוי המחירים היחסיים, המוכתבים על-ידי יעדי מאזן התשלומים, רחוקים מרחק רב מן ההשגים בפועל. חלק מהאינדיקטורים מצביעים על כך, שהשינויים האחרונים הם בכיוון הנכון, אולם יש בהם כנראה רק תיקון חלקי של התפתחויות קודמות שליליות. עם זאת יש לציין, שלפי אינדיקטורים אלה היה התיקון בשנתיים האחרונות גדול ומשמעותי. עדיין קיים ועומד הצורך בשיפור מעבר לרמה, שבה היה המשק בפרוס המשבר החמור במאזן התשלומים. שינויי המחירים היחסיים בחלק מהתחומים נבעו מצירוף גורמים מיוחד: אינפלציה הוצאות במשק מרוסן, שביטויה הוא לחץ על הרווחים. המשך קיומו של שינוי כזה מותנה בהמשך קיומם של תנאי ריסון. אולם על פי הגיון הדברים, מהווים תנאים כאלה רכיב הכרחי של המדיניות בתקופת המעבר, אך אין הם חלק מפתרון הטווח הארוך לבעיית מאזן התשלומים, שעיקרו חזרה למסלול של צמיחה מהירה ללא קשיי מאזן תשלומים.

גם בתחום שינוי הקצאת המקורות במשק, אין ההתקדמות לקראת היעד הנדרש חד-משמעית.

¹ ביצוא התעשייתי למעט יהלומים, מתצבים ודלק.

² הגידול השנתי הממוצע בשנים 76–1973, כשאנו מנכים את היצוא הביטחוני, הוא 4–5 אחוזים.

לוח
הגירעון השוטף והשבון
(מיליוני דולרים)

הגירעון השוטף	העברות חד-צדדיות	הלוואות לזמן ארוך	השקעות מתוך לארץ	סך הכול	עודף (+) או גירעון (-) של ההון לזמן ארוך על הגירעון	אשראי מקורן המטבע	
1969	-869	459	168	18	645	-224	22
1970	-1,234	649	559	22	1,230	-4	—
1971	-1,228	766	642	75	1,483	-255	10
1972	-1,101	1,052	580	143	1,775	+674	-39
1973	-2,642	2,173	816	185	3,174	+532	—
1974	-3,387	1,737	539	94	2,370	-1,017	39
1975	-4,050	1,771	1,474	67	3,313	-737	215
1976	-3,268	2,239	1,011	44	3,294	+26	89
I 1975	-1,017	524	295	28	847	-170	94
II	-925	441	374	9	824	-101	16
III	-1,121	425	337	22	784	-337	—
IV	-987	381	468	9	848	-129	105
I 1976	-725	512	198	8	718	-7	—
II	-899	494	189	8	691	-210	—
III	-769	669	180	16	865	+95	75
IV	-875	563	444	12	1,019	+145	14

ה מקור : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

בשנים האחרונות, שהיו בעיקרן שנות ריסון, התחולל במשק שינוי הקצאת מקורות בכיוון ההפוך: חלקה של הצריכה בתוספת המקורות לא זו בלבד שלא ירד, אלא אף עלה במידה משמעותית (ראה לוח ג'-3). ב-1976 חל אמנם שינוי חלקי במגמה, המתבטא בהגדלת חלקו של היצוא בתוספת המקורות אולם הגדלה זו — על רקע משק מרוסן — התאפשרה למעשה באמצעות ירידה ניכרת במשקל ההשקעה במשק¹.

ירידת ההשקעות היא אמנם תופעה טבעית ורצויה בתנאי מדיניות ריסון, בעיקר כשהריסון נועד להוות תנאי מכין לשינוי מבני במשק, ואין בה כדי לפגוע בסיכויי הצמיחה לטווח ארוך; אך יש להדגיש, כי גם היא מהווה רכיב של מערכת אמצעי המדיניות לטווח הקצר, שעליו להעלים לאחר תקופת ביניים, ואינו חלק מהפתרון ארוך-הטווח. לשינויים בהקצאת המקורות, שהתחוללו במשק בתקופה הנדונה, יש משמעות פשוטה —

¹ חישוב היפותטי, המבוסס על הנתונים הקיימים, מלמד שגידול של 10 אחוזים בתוצר, תוך אי-גידול הגירעון, יאפשר, לאחר הקצאת המקורות הדרושים להגדלת היצוא והתאוששות בהשקעות, גידול של 3—4 אחוזים בצריכה, שהם 1—2 אחוזים בצריכה לנפש. כל חישוב מעין זה, ולוא גם הגולמי ביותר, דיו להמחיש את הקווים הכלליים של הבעיה ואת חומרת המגבלות הגלומות בה.

מקורות מימון לזמן קצר							
אשראי לסטורים הלא-פיננסיים		התחייבויות נזילות	סך כל האשראי לזמן קצר	יתירות מטבע חוץ	סך כל ניצול המקורות לזמן קצר	סעיפים אחרים, יבעיקה נכסים לזמן קצר	טעויות והשמטות
הסקטור הפרטי	הסקטור הממשלתי	ש"ח הבנקים לחו"ל, נטו				בתוך לארץ	
—25	—38	—63	321	+258	—22	—64	
23	19	42	—19	+23	1	—49	
9	49	58	—245	—187	—125	47	
—36	—93	—129	—534	—663	—23	47	
—6	+23	212	—526	—315	—266	28	
+36	+46	464	+778	+1,323	—69	—272	
+230	—70	528	—68	+620	—77	—18	
+149	+78	95	—116	+206	—231	—92	
+83	+14	297	—254	+140	—227	162	
+37	—111	—62	—8	—144	+158	74	
+45	+11	2	+180	+238	+95	5	
+65	+16	291	+13	+385	—104	—259	
—24	+25	—120	+59	—60	+86	—20	
+139	+16	34	—64	+125	—71	154	
—15	+53	42	—72	+8	—101	—79	
+49	—16	140	—39	+134	—109	—147	

ובהירה בחריפותה — מבחינת יעדי מאזן התשלומים. כל חריגה מתנאי הקיפאון ומעבר למסלול של צמיחה מהירה יהיו מלווים בגידול ניכר ביבוא (הן לצורך הייצור השוטף, הן להגדלת מלאי והן להרחבת השקעות) ; ביצוע מעבר כזה תוך אי-הגדלה של הגירעון הקיים (שהוא עדיין גבוה במידה ניכרת מהרמה הנסבלת), יחייב הקצאה של מרבית תוספת התוצר ליצוא. גם הגידול הצפוי בהשקעות ייטול את חלקו, ומכאן משתמע, שלרשות הצריכה (הפרטית והציבורית) יעמוד רק חלק מצומצם מתוספת התוצר¹ — דבר שפירושו "מס שולי" של 80—90 אחוזים ומעלה (במשמעות של ספיגת תוספת ההכנסות באמצעות מערכת המסוי)². זוהי משימה הקשה לביצוע בכל מצב, הקושי בולט עוד יותר נוכח טיב ההישגים בתחום זה, שהשיגו צעדי המדיניות הכלכלית בשנים האחרונות. סביר להניח, שמעבר לרמת פעילות גבוהה יותר, יוסיף ויחמיר את הקשיים. בנקודה זו באה לידי ביטוי חד מגבלת מאזן התשלומים הכובלת את המשק לתנאי קיפאון: אי

¹ ב-1976 היתה אמנם ירידה מסוימת בהכנסה הריאלית לנפש, שלא השתקפה בירידה מקבילה בצריכה הריאלית, וייתכן שהדבר ימצא את ביטויו בעתיד, אם כי המשקל האפשרי של התפתחות זו אינו גדול.

² אפשרית גם הגדלה של החיסכון, אולם נוכח ממדי הבעיה, אין התרומה יכולה להיות משמעותית. דרך נוספת היא קיצוץ דרסטי בצריכה הציבורית.

שינויים בהקצאת המקורות במשק, 1972 עד 1976
(אחוזים)

המשקל בתוספת התוצר*	המשקל בשימושים 1972	המשקל בתוספת השימושים 1973-76	שיעור גידול ריאלי 1976	שיעור גידול ריאלי 1972	
					שימושים
	39.2	45.7	122.8	100	צריכה פרטית
					צריכה ציבורית
73.2	15.4	25.4	132.3	100	(למעט יבוא בטחוני ישיר)
	54.6	71.1	125.3	100	סך כל הצריכה
	21.8	-3.6	96.8	100	השקעה (למעט אניות ומטוסים)
26.8	23.6	32.4	126.8	100	יצוא
100	100	100	119.6	100	סך כה השימושים
					מקורות
			116.0	100	תוצר
			127.6	100	יבוא (למעט יבוא בטחוני ישיר)

* בהנחה של רכיב יבוא של 40 אחוזים ביצוא.

** החישוב כאן מתעלם מהשפעה של הפרשי מחירים בין השימושים השונים.

היכולת לבצע את שינוי ההקצאה הדרוש (הקטנה משמעותית של חלקה של הצריכה בתוצר, כהכנה לחידוש הצמיחה, או ספיגת חלק מכריע מתוספת ההכנסות, לאחר חידוש הצמיחה) פירושה שעליית המשק על מסלול של צמיחה, תלויה בהכרח בהגדלה של הגירעון. רכיב אחר של מגבלה זו הוא הצורך בשינוי משמעותי של המחירים היחסיים — לטובת מחירי מטבע חוץ ולרעת המחירים המקומיים. גם שינוי מעין זה הוא משימה קשה מאד לביצוע, ומקובל להניח שהיא אפשרית רק בתנאי ריסון של הפעילות הכלכלית.

ההתפתחויות בשנים האחרונות בשני התחומים המרכזיים הללו — פירושן, שעם כל השיפורים שחלו, עדיין אין סימנים ברורים להישג משמעותי בנקודה המרכזית: פריצת מגבלת מאזן התשלומים, הכובלת את המשק לתנאי העדר צמיחה, ולמצב של אי-ניצולת כושר הייצור בממדים גדלים והולכים. ההתפתחויות והשינויים שהושגו עד כה השאירו בעינה את הדילמה הבסיסית: קיפאון, או הגדלת הגרעון.

2. החשבון השוטף

ההתפתחות המרכזית בחשבון השוטף ב-1976 היא הירידה התלולה בגירעון ב-800 מיליון דולר, מ-4 ומעלה מיליארד ל-3.3 מיליארד דולר. ירידה זו הושגה באמצעות עלייה מהירה ביצוא (13 אחוזים במונחים ריאליים) וירידה קלה ביבוא (3 אחוזים). חלק מירידת הגירעון נובעת מירידת היבוא הביטחוני. הירידה בגירעון השוטף, פרט ליבוא הביטחוני, מגיעה ל-500 מיליון דולר (למעלה מ-20 אחוזים).

חלק מהירידה בגירעון מוסבר בהשפעתם של גורמים קצרי טווח, בעיקר שינויים ברמת מלאי, הנובעים מתהליכי התאמה לשינוי ברמת הפעילות הכלכלית ולגורמי ציפיות וכדאיות פיננסית. השינוי בכיוון פעולתם של גורמים אלה יש בו, כנראה, להסביר ירידה של כ-300 מיליון דולר ביבוא התשומות, ומאידך עלייה של כ-100 מיליון דולר ביבוא יהלומי גלם.

אינדיקטורים לרווחיות היצוא ולרווחיות היחסית לעומת השיווק המקומי, 1973 עד 1976
(הבסיס: 1972 = 100)

התמורה ביצוא התעשייתי יחסית לתמורה בשיווק המקומי (2)	התמורה בשיווק המקומי של התעשייה יחסית לתשומות (3)	מחירי התוצר ביצוא יחסית למחירי התוצר בשיווק המקומי (מוצרים בלתי סחירים) (4)		
1973	104.2	106.6	97.7	86.4
1974	102.8	107.3	95.8	69.3
1975	107.6	116.0	92.8	81.7
1976	106.3	117.6	90.4	93.8

הערות: המקור לטורים (1), (2) — לוח ד' 13 להלן; טור (3) — טור (1) מחולק בטור (2); לטור (4) — לוח ד' 11.
התמונה המצטיירת מטור (4) שונה מזו המצטיירת מטור (2), אולם יש לזכור שההתייחסות של שני הטורים שונה.
בטור (2) מדובר בתעשייה בלבד וביחס בין מחירי מוצרים; בטור (4) מדובר במשק כולו וביחס בין מחירי תוצר.
מסיבה אחרונה זו יש בטור (4) התייחסות לשורה של הנחות: ממדי רכיב היבוא ביצוא לעומת השימושים המקומיים, וכן (כיוון שמדובר מן ההכרח ברכיב היבוא הכולל) לגבי מידת הגלגול של התייקרות היבוא הגלום בתשומות הקנויות המקומיות של היצוא. במידה שתנאי משק מרוסן לא איפשרו גלגול כזה, הרי החישוב נותן הטיה מוגזמת של הירידה ביחס ושל העלייה שבאה אחריה. נוסף לכך, יש לזכור את מידת המהימנות הנמוכה יותר, יחסית, של חלקים מהחשבונות הלאומיים הכלולים בחישוב של טור (4), בעוד שטור (2) מתייחס לנתונים שמהימנותם גדולה יותר.

התרומה העיקרית מצד היבוא לשיפור מאזן התשלומים היא איגידולו, המשקף, בראש ובראשונה את ריסון המשק ואת הפסקת הצמיחה, הנמשכת מאז אמצע 1974. השפעה זו התבטאה בבירור בשני הרכיבים העיקריים של יבוא המוצרים: יבוא התשומות (פרט לדלק ויהלומים) ירד ב-5 אחוזים לעומת 1975, בעוד שברמת השימושים במשק חלה עלייה קלה (2 אחוזים) שלווה בגידול ניכר (9 אחוזים) בצורכי היבוא של תשומות שוטפות (הרכב השימושים הפך לעתיר יבוא יותר בממוצע), בעיקר בשל הגדלת משקלו של היצוא בסך השימושים ועליית רכיב היבוא הממוצע בתוכו. בצורכי יבוא התשומות לשימושים המקומיים חלה עלייה של 2 אחוזים בלבד, במקביל לעלייה בהיקף השימושים המקומיים; בעוד שבצורכי יבוא התשומות ליצוא חלה עלייה של 31 אחוזים, לעומת עלייה של 13 אחוזים בהיקף היצוא. ירידת יבוא התשומות ב-5 אחוזים משקפת את העובדה, ש-1975 היתה שנה של יבוא תשומות להגדלת המלאי, בעוד שב-1976 חל תהליך הפוך, של חיסול מלאי.

ביבוא נכסי ההשקעה, פרט לאניות ומטוסים חלה ירידה של 8 אחוזים, ובתוכו ביבוא מכונות וציוד — ירידה של 10 אחוזים. ירידה זו היא ביטוי מובהק לתנאי הריסון במשק, ולהשפעתם על הרווחיות. עם זאת, בולטת העובדה, שהירידה ביבוא ציוד קטנה במידה ניכרת מהירידה בהשקעות מציוד מקומי, והיא משקפת עלייה במשקלו של הציוד המיובא בתוך כלל ההשקעות מציוד. זוהי תופעה חדשה, המציינת את התקופה שמאז 1973. אין לה הסבר מובהק בשינויי מחירים יחסיים, וייתכן שהיא מבטאת שינוי בהרכב ההשקעות, הקשור בגורמים ארוכי טווח. ייתכן שהיא משקפת גם השפעה של גורמים קצרי טווח: התחזקות הציפיות להתייקרות יחסית של מטבע חוץ ומוצרי יבוא (אולי אף הגבלות יבוא) על רקע מצב מאזן התשלומים, מצד אחד, ועלייה ניכרת בסובסידיה הגלומה באשראי הבלתי צמוד להשקעות, בתקופה של עליית מחירים תלולה. הנהגים העיקריים מסובסידיה זו הם התעשייה והחקלאות, ועליית משקלם של ענפים אלה בשנים האחרונות היא המקור העיקרי להגדלת עתירות היבוא של ההשקעות בציוד.

תנאי הסחר של ישראל בסחר המוצרים, 1969—1976

תנאי הסחר פרט ליהלומים**	מדד מחירי היצוא פרט ליהלומים	מדד מחירי היבוא פרט ליהלומים	תנאי הסחר*	מדד מחירי היצוא	מדד מחירי היבוא	
נתונים שנתיים (מדדים = 100 (1968)						
99.3	103.7	104.4	99.7	104.7	105.0	1969
97.0	103.5	106.7	98.9	104.4	105.6	1970
94.4	105.6	111.9	99.3	108.4	109.2	1971
93.1	109.9	118.0	100.4	116.2	115.8	1972
86.9	131.5	151.3	96.5	142.9	148.1	1973
78.9	167.5	212.3	83.3	169.1	202.9	1974
80.8	179.6	222.3	83.5	177.0	211.9	1975
82.6	178.0	215.6	87.1	180.2	206.8	1976
נתונים רבעוניים (מדדים = 100 (1973)						
106.4	88.5	83.2	106.0	89.6	84.5	I 1973
106.0	98.9	93.3	105.4	99.3	94.2	II
102.5	109.9	107.2	101.0	108.3	107.2	III
93.3	108.0	115.8	93.0	106.3	114.3	IV
77.8	113.7	146.2	78.1	109.8	140.6	I 1974
79.3	123.1	155.3	80.1	120.3	150.2	II
84.3	125.9	149.3	83.0	119.4	143.9	III
85.5	131.0	153.3	83.5	120.7	144.6	IV
81.7	137.4	168.1	79.0	126.0	159.5	I 1975
82.9	138.2	166.7	78.0	124.0	159.0	II
84.5	132.3	156.5	80.9	121.3	150.0	III
85.9	130.7	152.1	83.0	121.2	146.0	IV
85.8	132.0	153.9	85.5	126.4	147.8	I 1976
83.1	130.0	156.4	80.8	121.7	150.6	II
83.5	131.9	157.9	81.1	123.2	151.9	III
83.3	136.6	163.9	83.0	129.7	156.3	IV

* מדד מחירי היצוא מחולק במדד מחירי היבוא.

** מדד מחירי היתלומים הוא בעייתי מבחינה סטטיסטית, ולכן חושבו גם תנאי הסחר פרט ליהלומים.

בתחום היצוא, נובע הגידול כולו מיצוא המוצרים. הגידול הריאלי כאן הגיע ל-22 אחוזים, והוא בולט יותר ביצוא התעשייתי. פרט ליהלומים, מחצבים ודלק — 28 אחוזים, וביצוא חקלאי, פרט להדרים — 30 אחוזים.

המפנה בהרחבת היצוא התעשייתי, שאירע לאחר ארבע שנים של גידול איטי ביותר (6 אחוזים בממוצע בשנים 75–1972), משקף בעיקר את השפעתם של שני גורמים מרכזיים: עלייה ניכרת בביקוש העולמי, עם ההתאוששות הכלכלית, שהחלה בארצות המפותחות בסוף 1975 והואצה ב-1976, מצד אחד, וריסון הפעילות הכלכלית במשק ורפיון הביקוש המקומי וירידת הביקוש הביטחוני בתוכו, מצד שני.

על תרומתו של גורם הרווחיות קשה לומר דברים חד-משמעיים; אינדיקטורים שונים אינם מציינים תמונה אחידה. השוואה של מחירי התוצר ביצוא (ובמוצרים הסחירים בכלל) למחירי התוצר במוצרים הבלתי סחירים, מעידה על שינוי לטובתם של המוצרים הסחירים בשנתיים האחרונות, אולם עלייה זו מהווה רק תיקון חלקי להרעה הניכרת שחלה ברווחיותם היחסית בשנים 74–1973, ועדיין לא הושגה הרמה של 1972. מצב מאזן התשלומים מחייב, כמובן, שינוי משמעותי לטובת סקטור היצוא מעבר לרמה של 1972. השוואות אלה מתייחסות למשק בכללו, והן מסויגות במידת דיוקן ונתוני המחירים הכלולים בהן, אולם אין בכך כדי לערער על הקווים הכלליים של המגמה המצטיירת מהן.

תמונת רווחיות היצוא התעשייתי אינה כה ברורה. מודד היחס בין רמת המחירים ביצוא לבין רמת ההוצאות אינו מראה על שינוי משמעותי בארבע השנים האחרונות, אם כי ייתכן שחלה כאן עלייה קלה לעומת התקופה שקדמה ל-1973. אך מכל מקום היא זעומה נוכח יעדי מאזן התשלומים.

השוואה של שינוי המחיר הממוצע ביצוא התעשייתי לשינויים בשיווק המקומי מלמדת על שיפור ניכר לטובת היצוא. נראה שההסבר העיקרי להתפתחות זו הוא קיומם של תנאי ריסון במשק, שהתרחשו בצד אינפלציוני הוצאות, מצב המתבטא בלחץ חזק על הרווחים בשיווק המקומי (ראה לוח ג' 4). בתנאים אלה גדלה, כמובן, העדיפות היחסית של היצוא, אולם שינוי זה מותנה בהמשכם של תנאי הריסון במשק.

על רקע התפתחויות אלה, יש משמעות לא רק לשינוי המצטבר הנמוך של גידול היצוא בארבע-חמש השנים האחרונות יחד, אלא גם להפסקת הגידול, הנמשכת בחצי השנה האחרונה. הדבר בולט על רקע ריסון המשק וקיומו של עודף כושר ייצור בלתי מנוצל בממדים גדולים, מצד אחד, ומדיניות כלכלית המעמידה בראש סולם העדיפויות את עידוד היצוא, מצד שני.

יש לציין קו נוסף בולט, הקשור בבעיות של עידוד היצוא ויעילות המדיניות, והיא הרכב תוספת היצוא. בתחום זה ניכרים הבדלי מגמה חריפים: חלק ניכר מאד מגידול היצוא נעוץ בקטע צר, יחסית, של הסקטור התעשייתי, והיא היצוא הביטחוני. יצוא זה הוא בעל אופי מיוחד מבחינות רבות, הן מבחינת השווקים והן מבחינת דרכי התנהגותם של היצרנים. נוכח הבדלי התפתחות היצוא בין סקטור זה לבין הסקטור התעשייתי בכללו, מתעוררת השאלה, באיזו מידה משקף הגידול הנמרץ ביצוא הביטחוני תנאים מיוחדים, ובאיזו מידה הוא פרי מערכת התנאים הכלכלית במשק, הנתונה להשפעת המדיניות הכלכלית. אם נובע הגידול בעיקרו מן הגורם הראשון, מעיד הדבר על אפקטיביות מוגבלת של המדיניות הכלכלית בעידוד היצוא.

בשמירה על רווחיות היצוא יש משקל רב להמשך מדיניות הפיתוח הנוחל. במסגרת מדיניות זו, הועלה שער הל"י, תחילה ביחס לדולר, עד אמצע השנה ב-14.4 אחוזים, ולאחר מכן ביחס לסל המטבעות ב-9.6 אחוזים עד לסוף השנה. במשך השנה הגיע הפיתוח הממוצע של הל"י ביחס למטבעות העיקריים ל-24 אחוזים. העלייה הממוצעת בשער הל"י לעומת 1975 היתה 17 אחוזים, והיא נגרמה באמצעות פיתוח ממוצע גדול יותר לעומת הדולר (25 אחוזים) שכורסם בחלקו עם עליית שער הדולר לעומת יתר המטבעות החשובים.

על רקע זה יש לראות את השינוי בהסדר שער החליפין של הל"י באמצע השנה: המעבר מהגדרת הל"י במונחים של הדולר להגדרה במונחים של סל מטבעות. שינוי זה מאפשר שמירה על שער ממוצע קבוע של הל"י בין פיחות לפיחות, דבר שהיה בלתי אפשרי במסגרת ההסדר הקודם: במסגרת הקודמת היה השער קבוע במונחי דולר, אך גייד ביחס לכל אחד משאר המטבעות, וכן ביחס לממוצע המטבעות. במסגרת הנוכחית, הוחלפו הדברים, והשער קבוע ביחס לממוצע המטבעות (המיוצג בסל) וגייד ביחס לדולר.

3. חשבון ההון

ההתפתחות המרכזית בחשבון ההון ב-1976 קשורה בצמצום הגירעון השוטף והורדתו לרמה של יבוא ההון לזמן ארוך, שהסתכם ב-3.3 מיליארד דולר, בדומה ל-1975. הפער הגדול, שהיה קיים בתחום זה ב-1975, נעלם, והדבר התבטא בשיפור המשמעותי ביותר בחשבון ההון: נפסק התהליך המהיר של התלות הגוברת במקורות מימון קצרי מועד. שאיפין את שתי השנים הקודמות, שבהן נזקק המשק למקורות קצרי מועד (בסך 2 מיליארד דולר). עם זאת, עצם התלות במקורות אלה לא נצטמצמה, אלא נשארה בעינה, ברמה שאליה הגיעה בסוף 1975. בתפנית זו יש כדי לאפשר מרווח נשימה נוח יותר למדיניות הכלכלית, אולם צמצום התלות המסוכנת במקורות קצרי מועד הוא עדיין אחד היעדים הראשונים בסדר העדיפויות של המשק.

ביבוא ההון לזמן ארוך נשארו בעיקרן אותן המגמות שאיפיינו את 1975. הקו הבולט הוא התלות הרבה בסיוע הכספי ממקורות אמריקאיים, שמשקלם הגיע ל-52.3 אחוזים מכלל ההעברות וההלוואות לזמן ארוך (52.9 אחוזים ב-1975) לאחר עלייה תלולה, מרמה ממוצעת של 19 אחוזים בשנים 72–1971 ורמה של 8 אחוזים ב-1969. עלייה זו חלה במקביל לעלייה החדה ביבוא הביטחוני — מרמה של 250 מיליון דולר ב-1968 לכ-500 מיליון בשנים 72–1971, ולרמה של 1.6–1.8 מיליארד בשנתו האחרונה.

שינוי חשוב לטובה לעומת 1975 יש בהרכב יבוא ההון: עלייה ניכרת במשקל ההעברות החד-צדדיות (מ-1.9 ל-2.2 מיליארד דולר) וירידה במשקל ההלוואות (מ-1.5 ל-1.0 מיליארד דולר). שינוי זה משקף, רובו ככולו, את השינוי בהרכב הסיוע האמריקאי, שבו חלה עלייה ניכרת במשקל ההעברות החד-צדדיות (מ-35 אחוזים ל-69 אחוזים), בעוד שבשאר סוגי ההעברות יחד חלה ירידה: עלייה בהעברות הסוכנות והמלכ"ר (מ-510 מיליון דולר ל-540 מיליון דולר) וירידה בהעברות הפרטיות (מ-640 ל-590 מיליון דולר), שהיא המשך לעומת השנים הקודמות. הגידול בהעברות המוסדות הוא מוערי במונחים ריאליים, והוא משקף כנראה את שיפור התנאים הכלכליים של ציבור התורמים בחוץ-לארץ.¹

הירידה בהעברות הפרטיות היא המשך הקו המאפיין סעיף זה בשנים האחרונות. בהעברות כספי פיצויים מגרמניה חלה ירידה, לאחר שנים של עלייה רצופה, והיא משקפת בעיקר את סיום הטיפול בחלק גדול מהמקרים שבהם מתבטא ההסדר בתשלומים חד-פעמיים. בורם כספי הגמלאות נמשכה העלייה; בשאר ההעברות הפרטיות נמשכה הירידה, והשיעור המצטבר מגיע לממדים ניכרים: הירידה הריאלית לעומת 1972 מגיעה ל-60 אחוזים בסכום הכולל, ול-85 אחוזים בהעברות עולים. ירידה זו משקפת, ללא ספק, את השפעות ריסון הפעילות הכלכלית וירידת

¹ הנתונים לפי הסיווג במאזן התשלומים עשויים להטעות, שכן כספים, שמגיסת הסוכנות בחוץ-לארץ בהלוואות, מועברים גם הם ארצה כהעברות חד-צדדיות. ב-1975, שהיתה שנת שפל כלכלי בעולם, חלה עלייה ניכרת בהעברות הסוכנות שנבעה בחלקה מגיוס הון הלוואות, נוכח קשיי מאזן התשלומים של ישראל. חלק מהעלייה האמיתית בהכנסות המגבית ב-1976 הופנה, איפוא, לפירעון הלוואות שנלקחו בשנה הקודמת.

לוח ג' - 6

יתרות מטבע חוץ והתחייבויות הבנקים נטו לחוץ-לארץ, 1970 עד 1975 *

(מיליוני דולרים)

התחייבויות נזילות של הבנקים לחו"ל			יתרות מטבע חוץ			סוף התקופה
התחייבויות נזילות נטו של הבנקים לחו"ל (4)-(5) = (6)	התחייבויות נזילות של הבנקים לחו"ל (5)	פיקדונות הבנקים בחו"ל (4)	סך כל יתרות הרשויות המוניטריות (1) (2) = (3)	פיקדונות מוסדות מוניטריים מרכזיים אחרים (2)	יתרות מטבע חוץ של בנק ישראל (1)	
262	631	369	483	24	459	1970
309	986	677	758	36	732	1971
209	1,343	1,134	1,287	57	1,230	1972
414	1,742	1,328	1,979	169	1,810	1973
920	2,166	1,246	1,258	58	1,200	1974
1,465	2,690	1,225	1,289	165	1,184	1975
1,569	2,937	1,368	1,458	90	1,368	1976
320	1,039	719	1,061	40	1,021	I 1972
275	912	637	1,126	41	1,085	II
227	1,045	818	1,144	36	1,108	III
209	1,343	1,134	1,287	57	1,230	IV
197	1,359	1,162	1,522	77	1,445	I 1973
313	1,536	1,223	1,664	145	1,519	II
508	1,855	1,347	1,751	144	1,607	III
414	1,742	1,328	1,979	169	1,810	IV
288	1,696	1,408	1,779	131	1,648	I 1974
410	1,708	1,298	1,540	124	1,416	II
453	1,608	1,155	1,222	77	1,145	III
920	2,166	1,246	1,258	58	1,200	IV
1,252	2,077	528	1,537	48	1,489	I 1975
1,192	2,031	839	1,541	60	1,481	II
1,152	2,089	937	1,286	49	1,237	III
1,465	2,690	1,225	1,289	105	1,184	IV
1,323	2,412	1,089	1,244	94	1,150	I 1976
1,362	2,491	1,129	1,308	94	1,214	II
1,421	2,588	1,167	1,402	86	1,316	III
1,569	2,937	1,368	1,458	90	1,368	IV

* שינויי היתרה בסעיפים השונים בלוח זה שונים מהשינויים בהתחייבויות ובנכסים של הבנקים המובאים בלוח ג' 2. בו מובאים רק שינויים הנובעים מעסקות שוטפות, ואילו היתרה כאן מושפעת גם משינוי ערים של המטבעות השונים, ושינויים אחרים שאינם פרי עסקות שוטפות (כגון סגירת בנק א"י-בריטניה).

ציפיות הרווח במשק מצד אחד, ואת הציפיות לשינוי שער החליפין, על רקע בעיות מאזן התשלומים, מצד שני. צירוף גורמים זה הוא המסביר גם את הירידה המצטברת התלולה בהשקעות מחוץ לארץ, המגיעה לממדים דומים.

על אף השיפור הבולט בתחום הגירעון – סגירת הפער בין יבוא ההון לזמן ארוך לבין הגירעון השוטף – נמשך גיוס ההון ממקורות קצרי מועד בחוץ לארץ בממדים נכבדים, אם כי תוך ירידה ניכרת לעומת 1975 (ראה לוח ג'-2). עלייה זו במימון קצר-מועד התבטאה בעיקר בהגדלת רורבות מטבע-החוץ של בנק ישראל, ולא הביאה להגדלה נטו בהתחייבויות קצרות-המועד לחוץ לארץ.

התמונה על המתרחש בתחום זה אינה מלאה, ורב בה המטושטש. במיוחד אין כל אינפורמציה על השימוש במכשיר מרכזי בתחום זה – מתן ערבות שער מצד האוצר להלוואות מחו"ל, גורם שהשפעתו משנה בצורה דרסטית את מערך שיקולי הכדאיות היחסית לגבי נכסים פיננסיים וריאליים שונים¹. עם זאת, ניתן לנסות ולהצביע בקווים כלליים על כיווני פעולתם של גורמים שונים. יחד עם הירידה בהיקף תוספת האשראי לזמן קצר מחוץ לארץ חל ב-1976 שינוי ניכר בהרכבו הסקטוריאלי: באשראי לממשלה חלה ירידה ניכרת והיתרה הכוללת קטנה, בעוד שבתוספת האשראי לסקטור הפרטי חלה עלייה קלה לעומת התוספת ב-1975. חלק מהתוספת ב-1976 נבע משינוי במסגרת המוסדית: ההסדרים לגבי קבלת אשראי לזמן קצר שונו, והותר לבנקים להשתמש במקורות מימון מחוץ לארץ לשם מתן אשראי ליצואנים, במסגרת הקרן למימון משלוחי יצוא. משמעותו של שינוי זה היא שצבירת נכסים לזמן קצר בחוץ לארץ מתבטאת בצבירה מקבילה של התחייבויות לזמן קצר בחוץ לארץ, במקום בירידה של נכסים אחרים (רורבות בנק ישראל). בניכוי השפעתו של גורם זה, היתה תוספת האשראי לסקטור הפרטי נמוכה במקצת מאשר ב-1975. העלייה בהיקף יתרת האשראי קצר המועד חלה בד בבד עם ירידה קלה בהיקף היבוא, ועם ירידה, לא מבוטלת כנראה, בהיקף מלאי מוצרי היבוא המוחזק במשק. ניתן לראות כאן איפוא שינוי מסוים בהרכב תיק הנכסים של הציבור, לכיוון הגדלת ההתחייבויות נטו לחו"ל². הערכה זו מבוססת, כאמור, על תמונה חלקית, והיא מתייחסת בעיקר לרכיבים קצרי המועד של תיק הנכסים, ולא לרכיבים ארוכי המועד, שבהם עלולה המגמה להיות הפוכה. התפתחות זו יש לראות על רקע ההתפתחויות בתחום הפרשי הריבית וציפיות השער: עלייה בשערי הריבית במשק לעומת המשך מגמות הירידה בשוקי הכספים בעולם, מצד אחד, וכנראה גם החלשות מסוימת של הציפיות לפיחות – על רקע השיפור במאזן התשלומים, ההסתגלות לפיחות הזוחל, כחלק מהנוף הטבעי, והתקרבות מועד הבחירות.

במקביל חל שינוי דומה בהקצאת המקורות הפיננסיים של הבנקים: ההתחייבויות הנוילות נטו לבנקים בחו"ל גדלו, אמנם, רק בשיעור נמוך (וייתכן שהדבר קשור גם ליכולת הגיוס של מקורות מימון נוספים מצד גורמים ישראלים), אולם הבנקים הקטינו נכסים בחוץ לארץ (הלוואות לחברות בחוץ לארץ, בעיקר כאלה הקשורות במשך הישראל) והדבר העמיד לרשותם מקורות להרחבת אשראי במטבע חוץ לסקטור הפרטי.

בקווים כלליים מצטיירת תמונה של רגישות תנועות ההון קצר המועד לשינויים במערך שיקולי הכדאיות היחסית – כשהגורם המאפיל על כל היתר הוא רמת הצפיות לפיחות גדול.

¹ השפעת גורם זה באה, כמובן, לידי ביטוי גם בתחום ההלוואות לזמן ארוך מחוץ לארץ, וכן בתחלופה אפשרית בין הלוואות אלה לבין אשראי קצר מועד.

² כשמלאי מוצרי היבוא, לצורך זה, נראה כתחליף לנכסים בחו"ל.