

מאזן התשלומים - סקירה כללית

מבחינת מאזן התשלומים הגיעה ההתפתחות ב-1974 למצב שלא היה כמוהו לחומרה. תהליך ההרעה החל כבר בתחילת 1973 והגיע לממדים ניכרים עוד לפני המלחמה, אולם מאז הרביע האחרון של 1973 החריף התהליך והוחמרו מאוד ממדי הבעיה, הן לטווח הארוך, בגלל הפער ההולך וגדל בין היבוא ליצוא, והן לטווח הקצר בגלל שהציפיות לפיחות הל"י החישו את הירידה ביתרות מטבע חוץ של המשק. עם הפיחות בנובמבר 1974 חל שינוי בכיוון פעולתם של גורמי הטווח הקצר, ונבלמה הירידה ביתרות מטבע חוץ ואף נתחדשה העלייה שלהם, שנמשכה גם בחודשים הראשונים של 1974, אולם אין עדיין סימנים לשינויים הדרושים בממבנה המשק, כדי להקטין את הפער בין היבוא ליצוא, ואת ההודקקות ליבוא הון.

1. בעיית מימון הגירעון

החמרת הבעיה מתבטאת בעלייה תלולה בגירעון השוטף ובירידה חדה ביכולת המימון של הגירעון על ידי העברות חד-צדדיות. ירידה חדה יחסית לגירעון חלה גם במקורות המימון הנוחים האחרים: השקעות, מלווה הפיתוח והלוואות מממשלת ארה"ב. הגירעון הסתכם בכ-3.4 מיליארד דולר לעומת 1.1 מיליארד ב-1972 ו-2.6 מיליארד ב-1973.¹ לעומת זאת ירד בצורה תלולה משקלן של ההעברות החד-צדדיות כמקור מימון לגירעון: מרמה ממוצעת של 66 אחוזים מהגירעון בשנים 1968 עד 1972 ל-57 אחוזים בשלושת הרביעים הראשונים של 1973 ול-50 אחוזים ב-1974.

ירידה מקבילה חלה בחלק הכולל של מקורות המימון הנוחים: מ-97 אחוזים מהגירעון בממוצע, בשנים 1968—1972 ל-90 אחוזים בשלושת הרביעים הראשונים של 1973 ול-61 אחוזים ב-1974. המשמעות האמיתית של שינוי חריף זה במימון הגירעון מתגלה מתוך השוואה אחרת: הגירעון הבלתי מכוסה ע"י מימון ממקורות נוחים היה שווה ל-5 אחוזים בממוצע מערך היצוא בשנים 1968—1972 ול-7 אחוזים בשלושת הרביעים הראשונים של 1973, והוא עלה ל-38 אחוזים מערך היצוא ב-1974. הקף כזה של הגירעון הבלתי מכוסה שקול כנגד 14 אחוזים מהתוצר ו-22 אחוזים מהצריכה הפרטית ב-1974.

התפתחויות אלה בתחום הגירעון ומימונו יש להן משמעויות חמורות בכמה תחומים. ביטוי אחד של הבעיה הוא העלייה התלולה בחוב החיצוני ושינוי מדאיג בהרכבו, עם ההודקקות הגוברת להון לזמן קצר, שנהפך השנה לאחד המקורות העיקריים למימון הגירעון.

מקור אחר של מימון קצר מועד, שמילא גם הוא תפקיד מרכזי השנה, הוא ירידת הרזרבות במטבע חוץ. שימוש נרחב במקור מימון זה פירושו, בין היתר, שהעלייה בהתחייבויות נטו של המשק לחו"ל גדולה יותר מהמשתקף במצבת החובות.

¹ או רמה שנתי של 1.8 מיליארד בשלושת הרביעים הראשונים של 1973.

מימון הגירעון, 1971 עד 1974

גירעון שאינו מכוסה על-ידי מימון נוח	מימון ממקורות נוחים אחרים**	גירעון שאינו מכוסה ע"י העברות	העברות חוצ"צדדיות	הגירעון השוטף	
(מיליוני דולרים)					
482	531	-49	1,052	-1,101	1972
-186	591	-777	1,016	-1,793	* 1973
-1,309	373	-1,682	1,674	-3,356	1974
מקורות המימון יחסית לגירעון (אחוזים)					
עודף הגירעון על המימון הנוח כאחוז מהיצוא	עודף הגירעון על ההעברות כאחוז מהיצוא	סך כל המימון ממקורות נוחים	העברות		
5.5	23.7	96.9	66.3	1968-72	ממוצע
-1.7	24.5	100.3	63.3	1971	
-22.6	2.3	143.8	95.5	1972	
6.8	28.4	89.6	56.7	* 1973	
38.1	49.0	61.0	49.9	1974	

* שלושת הרבעים הראשונים של השנה, במונחים שנתיים.
** השקעות מחו"ל נטו, מילווה הפיתוח והלואות מממשלת ארה"ב. יש כמה סוגים של מימון נוח, שלא נכללו כאן, אולם משקלם קטן, והיקפם אינו משתנה הרבה. אי-הכללתם אינה משנה את התמונה הכללית.

נוסף על כך חלה השנה גידול ניכר בהסתמכות על מקורות מימון, שגויסו ע"י הבנקים הישראליים בחו"ל. הדבר התבטא בעלייה בהתחייבויות נטו של הבנקים הישראליים לחו"ל: עלייה בהתחייבויותיהם, שהיתה גדולה בהרבה מהעלייה בנכסיהם, ובתקופות מסוימות אף עלייה בהתחייבויות תוך ירידה בנכסים. לא כל האשראי שגויס בדרך זו בא לידי ביטוי במצבת החובות, ונראה שהגידול בחוב נטו של המשק לחו"ל הוא, משום כך, גדול יותר.

העלייה במשקל המקורות קצרי המועד למימון הגירעון פירושה עלייה בנטל תשלומי הפירעון הצפויים בעתיד הקרוב. תוצאה אחרת של הגידול הרב בחוב נטו לחו"ל ושל השינוי בהרכבו הוא הגדלה מהירה בתשלומי הריבית נטו הצפויים בעתיד.

התמונה הכללית המצטיירת בתחום הגירעון ומימונו מבליטה שתי התפתחויות: גידול חד במשקלם של המקורות קצרי המועד, שנהפכו מגורם שולי במימון הגירעון לתקופות מוגבלות לגורם התופס מקום במרכז התמונה; ועלייה גדולה במשקל הגירעון, ובמשקל חלקו הבלתי מכוסה ע"י מימון נוח, יחסית למקורות הכלכליים העומדים לרשות המשק. משמעותן של ההתפתחויות הללו הוא שהמשק מימון הגירעון בדרכים אלה אפשרי לתקופה מוגבלת בלבד, ושהשינוי המתחייב מכך בשימוש במשאבים כלכליים ובהקצאתם במשק הוא חריף מבעבר.

ההרעה במאזן התשלומים היא בחלקה תוצאה של תהליכים שפעלו כבר בעוצמה רבה ב-1973, עוד לפני המלחמה, ואשר ניצניהם נראו כבר לפני כן. אולם ב-1974 הוחרפה מגמת ההרעה בשל שורה של התפתחויות חדשות, שבחלקן החלו מתגלות עוד ב-1973, אולם הגיעו למלוא עוצמתן רק ב-1974.

הגורמים המרכזיים שפעולתם ניכרה בהתפתחות מאזן התשלומים ב-1973 היו :

- א. התגברות לחץ הביקוש המקומי.
- ב. העדר עידוד מספיק ליצוא ופגיעה בכושר התחרות של היצוא נוכח שינוי התנאים במשק.
- ג. היפוך בהשפעת גורמי הטווח הקצר, שהביא לחידוש צבירת המלאי ולהקדמת יבוא נוכח ציפיות לעליות מחירים בחו"ל ולייקור היבוא בארץ על רקע ההרעה במאזן התשלומים.
- ד. הרעה בתנאי הסחר בעקבות עלייה מהירה במחירי המוצרים הראשוניים בשוק העולמי. הגידול המהיר של הגירעון ב-1973 נבע בחלקו מגורמים שאין להם קשר להתפתחויות השוטפות במשק¹, אולם הוא היה גם ביטוי לשינוי לרעה בגורמי היסוד בתחום מאזן התשלומים : העלייה בלחץ הביקוש המקומי והעלייה המהירה בהוצאות הייצור שהביאו לסיום תקופה בת ארבע שנים של הרחבה מהירה ביצוא התעשייתי שנמשכה עד אמצע 1972. ההרחבה המהירה, שהחלה בסיומו של המיתון, היתה תוצאה של מדיניות עידוד יצוא נמרצת מצד אחד, ושל העדר לחצי ביקוש חזקים ועלייה מתונה בהוצאות. הדבר התבטא בעלייה ניכרת ברווחיות היצוא ובכושר התחרות של המשק שנמשכה עד 1970. כניסת המשק לשלבים של התחממות יתר ושל לחצי ביקוש חזקים הביאה לעלייה מהירה בהוצאות, להפסקת עליית הרווחיות ביצוא וכן להגברת כושר התחרות מצד הביקוש המקומי. הגדלת תמריצי היצוא בתקופה זו לא היה בה כדי להבטיח את העלאת רווחיות היצוא נוכח התגברות כוח המשיכה של השוק המקומי, והדבר השתקף במגמת ירידה בולטת בשיעור הגידול של היצוא התעשייתי — ממוצע של 20 אחוזים במונחים ריאליים בשנים 1967—1971 ל-9 אחוזים ב-1972 ול-4 אחוזים ב-1973 עד ערב המלחמה. הגיאות החזקה בשוק העולמי, שאפיינה את 1972 ואת המחצית הראשונה של 1973, שימשה גורם, שהקהה מעט את ההשפעה השלילית של לחץ הביקוש המקומי ומנע ירידה גדולה יותר ביצוא.

ההחשה בגידול היבוא ב-1973 שיקפה במדה רבה את התחדשות התהליך של צבירת מלאי לאחר הפוגה ואולי אף היפוך מגמה מסוים ב-1972. הדבר נבע הן מציפיות להמשך עליית המחירים המהירה של חומרי הגלם ומוצרי היסוד בחו"ל והן מציפיות לייקור היבוא בארץ נוכח החמרת מצב מאזן התשלומים. בתחום הצריכה הביאו ציפיות לשינוי מסים להגברה ניכרת של היבוא. גורם מרכזי אחר, שהשפעתו החלה מתגלה ב-1973, הוא העלייה במחירי חומרי הגלם ומוצרי היסוד בעולם, שהביאה להרעה ניכרת בתנאי הסחר של המשק הישראלי.

בשנת 1974 חלה שורה של התפתחויות, שהן חיצוניות מבחינת המשק הישראלי, ואשר הביאו להחמרה ניכרת במצב מאזן התשלומים, ולעומת זאת, בתחומים שבשליטתה של המדיניות הכלכלית — רווחיות היצוא וכושר התחרות של המשק, מצד אחד, וויסות הביקוש המקומי, מצד שני — לא הובטחה השגת שינויים נאותים, שיהיה בהם כדי למנוע הרעה חמורה במאזן התשלומים נוכח ההתפתחויות החיצוניות השליליות.

ההתפתחויות החיצוניות שהביאו להחמרה במאזן התשלומים היו :

(א) הכבדת הנטל הביטחוני ; הביטוי הבולט לכך הוא הגידול ביבוא הביטחוני הישיר, שהיה

¹ כמו עלייה ניכרת ביבוא אניות וכן ביהלומי גלם בעקבות הגיאות העולמית בענף.

לוח ג' 2

החשבון השוטף, 1971 עד 1974

(מיליוני דולרים)

ג. מדד הגידול הכמותי

119	119	77	110	89	89	89	99	119	96	92	98	1971
100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	1972
193	165	50	140	106	109	103	136	230	120	121	119	1973
135	170	81	150	112	116	109	120	89	125	123	127	* 1973
183	180	3	142	110	112	108	135	186	126	134	123	1974
				110	106	114	124	176	116	133	107	1 ** 1974
				114	118	108	146	217	133	135	133	2
				97	114	94	136	184	127	142	120	3
				113	109	116	143	174	130	129	130	4
												ד. מדדי מחירים
				95	98	93	95	95	95	96	94	1971
				100	100	100	100	100	100	100	100	1972
				118	113	123	120	111	123	112	128	1973
				147	148	146	155	126	163	137	176	1974
				137	141	134	146	116	154	139	168	1 1974
				146	145	148	153	124	161	133	174	2
				158	147	150	157	128	165	137	180	3
				155	160	151	163	133	170	144	182	4

* שלוש הרביעים הראשונים של השנה — במונחים שנתיים.
 ** הרביעים — במונחים שנתיים.

גבוה ב-1974 במונחים ריאליים כמעט כפליים מרמתו ב-1972. גורם זה תרם ל-40 אחוזים מגידול הגירעון ול-30 אחוזים מגידול היבוא בין 1972 ל-1974.

(ב) הרעת תנאי הסחר של המשק הישראלי. העלייה המהירה במחירי חומרי הגלם ומוצרי היסוד שהחלה בסוף 1972 וגברה במשך 1973 הביאה לעלייה ניכרת במחירי היבוא הממוצעים של המשק לעומת מחירי היצוא שלו. דחיפה חזקה נוספת באה בסוף 1973, עם עליית מחירי הנפט פי ארבעה תוך תקופה קצרה.

עם המפנה ברמת הפעילות במשק העולמי וירידת הביקוש, החלה ברביע השני של השנה מגמת ירידה במחירים, שהלכה והקיפה את רוב חומרי הגלם. מאידך, נמשכה עליית מחירי המוצרים התעשייתיים, וכך צומצם במקצת הפער בין מחירי יצוא ויבוא המוצרים. בסוף 1974 עמד מדד תנאי הסחר¹ ביבוא ויצוא המוצרים על רמה של 83 לעומת תקופת הבסיס, שהיא ממוצע 1972, ולעומת 80 ברביע הראשון של 1974.

הרעה כזאת בתנאי הסחר פירושה, שכדי לקיים את רמת היבוא השנתית של 1974 במחירי הרביע האחרון של השנה היה על המשק להגדיל את היצוא בכ-700 מיליון דולר. תוספת יצוא כזאת היתה שקולה כנגד 8 אחוזים מהתוצר.

לעומת זאת, חל ב-1974 שיפור בתנאי הסחר בתחום יצוא ויבוא השירותים (לרבות היבוא הביטחוני). שיפור זה מסתכם ברווח של 200 מיליון דולר למשק הישראלי. אולם יש לציין כאן שתי הסתייגויות:

ראשית, מהימנות הנתונים בתחום זה היא ברמה הרבה יותר נמוכה, ומידת הוודאות של התופעה מסופקת במקצת. ושנית, יש כאן טעות אופטית מסוימת. העלייה משקפת בחלקה את האינפלציה המהירה יותר במשק הישראלי שהביאה לעליית מחירים, ששילמו תיירים וגורמים אחרים במשק הישראלי. עלייה זו התבטאה, כמובן ובין היתר, בירידה ריאלית ביצוא השירותים. הרחבה של היצוא שהיא צורך חיוני למשק, תוכל להיעשות בתחום זה רק תוך כדי הורדה יחסית של המחירים, ולכן השיפור הנובע מגורם זה הוא בעצם מדומה, כשאנו באים לבחון את המשתמע ממנו לגבי מצב מאזן התשלומים של המשק הישראלי.

(ג) השפל הכלכלי בשוקי היצוא. החל במחצית השנייה של 1973 החלה האטה בפעילות הכלכלית בגוש המדינות המפותחות בעולם, הקולט את עיקר היצוא הישראלי. האטה זו החמירה במרוצת 1974 והגיעה לשיאה בסוף השנה. הדבר בא לידי ביטוי בירידה ניכרת בביקוש ליצוא הישראלי בחו"ל. התרחבות שוקי היצוא של ישראל (הנמדד לפי גידול היבוא שלהם במונחים ריאליים) ירדה מ-14 אחוזים ב-1972 ל-10 אחוזים ב-1973 ולאחור אחד בלבד ב-1974. זה היה גורם מרכזי, שבלם את הרחבת היצוא הישראלי ב-1974, והדבר התבטא בכך, שבחלק ניכר מענפי התעשייה הישראלית לא גדל היצוא ואף חלה בו ירידה — על רקע ירידה בביקוש המקומי, שהותירה כושר ייצור בלתי מנוצל, כנראה בגלל אי גידול משמעותי ברווחיות היצוא בשנים האחרונות.

(ד) המשך התהליך של צבירת מלאי של מוצרי יבוא. עמדה בסימן ציפיות להמשך ההתייקרות בחו"ל כתוצאה מהתהליכים האינפלציוניים שם, וציפיות לבקיסת אמצעים להעלאה. השער האפקטיבי ליבוא במשק נוכח החמרת מצב מאזן התשלומים. הדבר מצא את ביטוי בעלייה ביבוא וברמת יבוא, הגבוהה במידה ניכרת מן הדרוש לצורך הפעילות המשקית השוטפת. גורם משני בתחום זה היה שינוי בהסדרי האשראי, בכיוון של הרחבת אפשרויות קבלת אשראי לצורך החזקת מלאי של מוצרי יבוא.

משמעותו של תהליך זה היא, שעצם השינוי בציפיות לגבי מחירי היבוא ושער החליפין, בעקבות הפיחות, צריך להביא לירידה ברמת היבוא השוטף, גם אם לא יחול שינוי ארוך טווח בגורמים היסודיים הקובעים את הזדקקות המשק למוצרי יבוא. אם לא יחול בעתיד הקרוב שינוי

¹ מדד מחירי היצוא מחולק במדד מחירי היבוא.

בציפיות המשק לגבי מחירי היבוא, הרי עצם סיומו של תהליך צבירת המלאי ואולי אף היפוך התהליך ומעבר לרמת מלאי נמוכה יותר יש בהם כדי להוריד את רמת היבוא בשנה הקרובה בכמה מאות מיליוני דולרים. מכאן גם החשיבות של מניעת התחדשות הציפיות לפיחות העלולה להוסיף גורם של לחץ מיותר על מאזן התשלומים.

נראה, שהירידה החדה בהיקף היבוא במארס 1975 משקפת את ראשיתו של התהליך הזה. (ה) הכבדת הנטל של תשלומי הריבית לחו"ל עם העלייה הניכרת בהתחייבויות נטו של המשק לחו"ל. גורם זה בא לידי ביטוי חלקי בלבד ב-1974, ומשקלו יוכר כנראה ב-1975. זהו גורם נפרד מהגדלת נטל תשלומי הפירעון, העלול להתבטא בקשיים במציאת מקורות למימון הגירעון.

על רקע מורכב זה של הרעה במצבו הבסיסי של מאזן התשלומים כתוצאה מתהליך ממושך של פגיעה בכדאיות היחסית של היצוא עם שינוי התנאים במשק והעדר מדיניות עידוד יצוא נמרצת במדה מספקת, מצד אחד, ושל התפתחויות שליליות חריפות שמקורן מחוץ למשק הישראלי, מצד שני, יש לבחון את האמצעים שנקטו במסגרת מדיניות מאזן התשלומים עד הפיחות בנובמבר 1974. שני היסודות שבתמונה, כל אחד כשלעצמו, חייבו אמצעים נמרצים יותר לדרבון היצוא.

ההתפתחויות החיצוניות כשלעצמן — ההרעה בתנאי הסחר והכבדת הנטל הביטחוני — היה בהן כדי לחייב הגברה של מאמצי עידוד היצוא גם לו היתה הכדאיות היחסית של היצוא נשמרת ללא פגיעה וקצב גידול היצוא היה נמשך באותה רמה, שעליה עמד עד 1972. אולם גם בהעדר ההתפתחויות החיצוניות, הרי מגמת ההאטה החדה בהרחבת היצוא, שהחלה אז כתוצאה מהגברת לחץ הביקוש המקומי והעלייה המהירה בהוצאות המקומיות, חייבו גם הן מצדן אמצעים נמרצים יותר לעידוד היצוא — ולו רק כדי לשמור על הרמה הקיימת ולמנוע הרעה במאזן התשלומים. ההאטה בפעילות הכלכלית וירידת הביקוש בחו"ל הוסיפו מגבלה חמורה נוספת לאפשרויות הרחבת היצוא והטילו עומס נוסף על גורם הרווחיות וכושר ההתחרות בהרחבת היצוא. האמצעים, שנקטו בסוף 1973 ובמרוצת 1974 בצורת העלאות התמריצים ליצוא ושינוי השער, היה בהם רק כדי שיפור מסוים ברווחיות היצוא. לקראת סוף השנה חלה עלייה מסוימת ברווחיות (אחרי הפיחות) שלא היה די בה נוכח החמרת המגבלה של ירידת הביקוש בחוץ-לארץ. מאידך גיסא, חלה כנראה הרפייה מסוימת בלחץ הביקוש המקומי כתוצאה מאמצעי הריסון במשך 1974. אולם נראה, שגם כאן מה שהושג היה עדיין רחוק מהנדרש. יש ליכור, שהאטה ברמת הפעילות אינה מטרה כשלעצמה, אלא תנאי לשיפור מאזן התשלומים. אולם גורם מהותי בהאטה הקלה בביקוש הכולל במשק היה עצם הירידה בביקוש ליצוא מחו"ל. אילו היה הביקוש ליצוא מחו"ל ברמתו הממוצעת בעבר וגידול היצוא היה גבוה יותר במקצת, היתה נעלמת, כנראה, גם אותה הרפייה בביקוש שחלה ב-1974. את ריסון הביקוש המקומי הנדרש יש לקבוע בהתאם ליעדים של הרחבת היצוא, שהם הרבה יותר גבוהים משיעור הגידול היום, הערכת מצב בנקודה זו על יסוד התנאים היום עלולה להביא למסקנות מוטעות.

3. חשבון ההון

יבוא ההון לזמן ארוך היה נמוך ב-1974 במדה ניכרת לעומת 1973 כולה, לאחר העלייה התלולה ביבוא ההון לסקטור הציבורי ברביעי האחרון של אותה שנה. אולם בהשוואה לרמה השנתית של יבוא ההון עד המלחמה חל ב-1974 גידול של 24 אחוזים מ-1.8¹ ליותר מ-2.2.

¹ יבוא ההון בשלושת הרבעים הראשונים היה 1,350 מיליון דולר — כלומר רמה שנתית של 1,800 מיליון.

לוח ג' 3
הגירעון השוטף והשבון ההון — סיכום, 1968 עד 1974
(מיליוני דולרים מחירים שוטפים)

טעויות והשמטות	בנק ישראל סעיפים אחרים **	יתרות מט"ח של הרשויות המוניטריות המרכזיות *	התחייבויות נטו של הבנקים לחו"ל	הון לזמן קצר וסקטורים לא * פיננסיים	עודף יבוא ההון לזמן ארוך על הגרעון השוטף	סה"כ יבוא ההון לזמן ארוך	הלוואות לזמן ארוך	השקעות מח"ל נטו	העברות חד- צדדיות	החשבון השוטף	
										מזה :	סה"כ
										יבוא ביטחוני	
נתונים שנתיים											
—28	—11	94	10	—25	—49	599	168	—4	435	(—249)	—648
—36	48	324	—34	—57	—242	627	168	—	459	(—334)	—869
—18	19	—22	83	—36	—27	1,207	559	—2	649	(—624)	—1,234
46	—21	—235	20	—54	244	1,453	624	64	765	(—555)	—1,209
45	—22	—539	—87	—75	674	1,775	580	142	1,052	(—490)	—1,101
29	—22	—522	—58	56	518	3,161	815	173	2,173	(—1,253)	—2,642
—282	63	777	384	141	—1,083	2,275	539	61	1,674	(—1,152)	—3,356
נתונים ריבעונים											
77	1	—276	—3	—64	265	476	185	19	274	—117	—211
32	—72	—62	—50	39	113	402	95	47	260	—118	—289
—35	8	—20	—26	—22	96	385	130	34	221	—123	—289
—29	7	—143	—8	—27	199	511	171	42	298	—132	—312
112	—38	—117	—77	—3	122	407	126	40	241	(—102)	—285
3	—8	—28	9	68	—43	445	126	51	268	(—115)	—488
138	18	—41	17	—44	—88	484	169	62	253	(—136)	—572
224	6	—336	—7	35	527	1,824	394	19	1,411	(—900)	—1,297
—102	19	226	—20	76	—199	462	114	—1	349	(—250)	—661
—35	—2	245	85	10	—303	620	108	11	500	(—330)	—924
24	—4	290	70	31	—411	501	70	17	414	(—289)	—912
—170	50	16	248	24	—169	692	247	33	411	(—283)	—860

* עלייה בנכסים — בסימן מינוס ירידה בנכסים — בסימן פלוס (עלייה בהתחייבויות — סימן פלוס ; ירידה בהתחייבויות — בסימן מינוס).
** לרבות הקצאת זכויות משיכה מיוחדות, עסקות אשראי עם קרן המסבע ויתרות בחשבונות סילוקין.

מיליארד דולר. גידול זה שהוא, לכאורה, גבוה למדי הוא למעשה גידול איטי כשבוחנים אותו על פי שתי אמות-מידה אחרות. ראשית, יש לזכור את הניפוח הנומינלי של ערכי נכסים והכנסות בעקבות האינפלציה המהירה בעולם, שהשתקפה, בין היתר, בעליית מחירי יבוא הסחורות ב-1974 ב-45 אחוזים ומחירי היצוא ב-18 אחוזים; אולם קנה מדה מהותי הרבה יותר היא תרומתו של יבוא ההון לזמן ארוך למימון הגירעון. בין שתי התקופות גדל הגירעון השוטף ב-90 אחוזים כתוצאה מצירוף של שלושה גורמים: שינויים ריאליים (כתוצאה מגידול מהיר ביבוא הביט-חוני ועודפי ביקוש), תהליכים אינפלציוניים והרעת תנאי הסחר. עקב התפתחות זו ירד משקלו של יבוא ההון לזמן ארוך מרמה, השווה להיקף הגירעון השוטף בשלושת הרבי-עים הראשונה של שנת 1973 ל-68 אחוזים בשנת 1974. ירידות דומות חלו במרכיבי יבוא ההון: סך כול המימון ממקורות נוחים (השקעות, מילווה הפיתוח והלוואות ממשלת ארה"ב) ירד מ-90 אחוזים ל-61 אחוזים מהיקף הגירעון, ואילו ההעברות החד-צדדיות ירדו מ-57 אחוזים ל-50 אחוזים. כיוון שהן הגירעון והן יבוא ההון גדלו במהירות יחסית להיקף גדלים אחרים במשק, מיתרגמות ירידות צנועות אלה לשינויים דרסטיים בתחומים מרכזיים של מאזן התשלומים: הגירעון הבלתי מכוסה ע"י העברות חד-צדדיות גדל ב-1974 ל-49 אחוזים מהיקף היצוא לעומת 28 אחוזים בשלושת הרביעים הראשונים של 1973 ו-24 אחוזים בממוצע בתקופה 1968-72; והגירעון הבלתי מכוסה ע"י מימון ממקורות נוחים גדל מ-7 אחוזים בשלושת הרביעים הראשונים של 1973 ל-38 אחוזים ב-1974. בשינוי זה באה לידי ביטוי המשמעות העיקרית של ההתפתחויות האחרונות במאזן התשלומים ושל המשתמע מהן לגבי העתיד הקרוב ולגבי יעדי המדיניות הכלכלית.

ביטוייה העיקריים של התפתחות זו הם בגידול החוב החיצוני ובשינוי הרכבו, תוך עליית משקלם של המקורות קצרי המועד, בעלייה רבה של ההתחייבויות נטו לחו"ל על כל סוגיהן ובגידול ניכר בנטל תשלומי הפירעון ותשלומי הריבית הצפויים בעתיד.

בתנועות ההון לסקטור הפרטי, הלא-בנקאי, עמדה שנת 1974 ברובה בסימן ירידה נומינלית ניכרת, ששיקפה, כמובן, ירידה גדולה עוד יותר בערך הריאלי של הכספים שהועברו. בשלושת הרביעים הראשונים של 1974 שקדמו לפיחות הגיע יבוא ההון לזמן ארוך ע"י הסקטור הפרטי ל-650 מיליון דולר לעומת 900 מיליון בשלושת הרביעים הראשונים של 1973 — ירידה של 25 אחוזים. נוכח האינפלציה העולמית הכללית היה ערכו הריאלי של יבוא הון זה ב-1974 גמור בכדי מחצית ואולי אף יותר מהיקף יבוא ההון לסקטור הפרטי בשלושת הרביעים הראשונים של 1973.

הירידות העיקריות באו לידי ביטוי בשלושה סעיפים: העברות עולים (ירידה של כ-50 אחוזים), בהשקעות (ירידה של 70 אחוזים) ובהלוואות לזמן ארוך (ירידה של 75 אחוזים).

ירידות אלה היו תוצאה של שילוב כמה גורמים: ציפיות להאטה ברמת הפעילות הכלכלית במשק נוכח החמרת בעיות מאזן התשלומים ונוכח ההכרה המתפשטת בצורך בנקיטת מדיניות ריסון מצד הממשלה. גורם זה מצא את ביטויו בראש וראשונה בירידה הדרסטית בהיקף ההשקעות מחו"ל. גורם שני היה ההשפעות קצרות הטווח של הציפיות לשינוי שער החליפין, שהביאו לדחיית העברות ע"י מעבירי הון פוטנציאליים ולתנועת כספים לחו"ל ע"י גורמים בעלי זכות המרה חופשית. כן התבטא הדבר, כנראה, גם בקבלת הלוואות פיננסיות מחו"ל, אם כי סעיף זה גם מושפע מהירידה בהשקעות באניות ומטוסים.

גורם שלישי, שגם לו היה, כנראה, חלק במגמות תנועות ההון, הוא ההרעה במצב המדיני ביטחוני והגברת המתיחות בעקבות המלחמה. ברביע האחרון של השנה מסתמן מפנה מסוים בעיקר בהעברות עולים ובקבלת הלוואות מחו"ל, אולם התקופה, שלגביה יש נתונים, עדיין קצרה מכדי שאפשר יהיה להסיק מסקנות על מגמות, לאחר הפיחות בנובמבר 1974.

ירידת משקלו של יבוא ההון לזמן ארוך יחסית לגידול המהיר בגירעון השוטף הביאה ב־1974 להזדקקות נרחבת למקורות מימון קצרי מועד. המקור העיקרי בשלושת הרביעים הראשונים של השנה היה הירידה ברזרבות מטבע חוץ של המדינה, שהסתכמה ב־760 מיליון דולר, מקור אחר למימון, שהוא בעיקרו קצר מועד באופיו, הוא התחייבויות הבנקים לחו"ל.

מערכת עסקות מטבע חוץ של הבנקים מורכבת, למעשה, מכמה תת-מערכות, שבחלקן ממלאים הבנקים תפקיד פאסיבי לחלוטין, של העברת מטבע חוץ מהציבור לבנק ישראל, ולהיפך. אולם בחלקן האחר יש לבנקים מרחב לפעילות אקטיבית משלהם כשהם מגייסים מקורות מטבע חוץ הן בחו"ל (פיקדונות מבנקים ופת"ח) והן במשק (פיקדונות הממשלה וסוגים מסוימים של פיקדונות מהציבור), המיועדים לשימושים הן בארץ (למתן הלוואות לממשלה ולתושבים מקומיים) והן בחו"ל (הלוואות לתושבי חוץ והפקדות בבנקים).

במסגרת מערכת עסקות זו חל שינוי בהרכב זרמי המקורות והשימושים ב־1974. תחילה, בשלושת הרביעים הראשונים של השנה, חלה ירידה ניכרת בכספים שגויסו מבנקים בחו"ל. אולם במקביל הל צמצום גדול עוד יותר בהיקף הנכסים של הבנקים בחו"ל. הדבר העמיד לרשות הבנקים מקורות פנויים למתן הלוואות למשק הישראלי. הצמצום בגיוס כספים מבנקים בחו"ל שיקף את הזעזועים במערכת הפיננסית העולמית בעקבות הסתבכויות של כמה מוסדות פיננסיים ואת שינוי ההתנהגות במערכת לגבי יתר והירות בעסקות עם בנקים קטנים ועם מדינות שבפריפריה של המערכת הפיננסית.

עם הרגיעה היחסית בתחום זה גדל גם גיוס הון בידי הבנקים הישראליים מבנקים בחו"ל. בשלושת הרביעים האחרונים של 1974 יחד גדלו התחייבויות הבנקים לחו"ל ב־420 מיליון דולר ובמקביל גדלו נכסיהם בחו"ל ב־20 מיליון דולר בלבד. גידול ההתחייבויות נטו של הבנקים לחו"ל בתקופה זו ב־400 מיליון דולר משקף שימוש בכספים, שגויסו לצורכי המשק הישראלי, ע"י מתן הלוואות במט"ח לציבור ולממשלה. משני מקורות קצרי המועד — ירידת היתרות והגדלת ההתחייבויות נטו של הבנקים לחו"ל — גייס המשק הישראלי ב־1974 יותר מ־1,100 מיליון דולר. כלל היקף ההזדקקות למקורות קצרי מועד היה, כנראה, בין 1.2 ל־1.3 מיליארד דולר.

אחד הביטויים לשינויים בהרכב יבוא ההון ב־1974 הוא השינוי בחובות המשק לחו"ל נטו. למצבת החובות הרשמית יש לצרף את הירידה ברזרבות מטבע החוץ של המדינה. כמו כן יש לצרף חלק מסוים, שאין נתונים על היקפו, של התחייבויות בבנקים לחו"ל שאינו משתקף כנראה במצבת החובות. לפי חשבון זה גדלו חובות המשק לחו"ל נטו בסכום של כ־1.8 מיליארד דולר לעומת 400—300 מיליון דולר ב־1973.¹

ביטוי אחר לשינויים בהרכב יבוא ההון הוא היקף הפירעונות ונטל תשלומי הריבית הצפויים לעתיד. אומדן תשלומי הפירעון לחובות לזמן ארוך ב־1975 לפי מצבת החובות הוא 400 מיליון דולר, אולם בכל השנים שעברו היה היקף הפירעונות בפועל גבוה ב־100 עד 150 מיליון מהתחזית. לכך יש לצרף את ההתחייבויות לזמן קצר. אמנם, חובות למועד קצר אין הכרח לפרוע בפועל ממש ונהוג בדרך כלל לחדשם, אולם עם זאת, אין להתעלם מהגידול הרב שחל בין סוף 1973 לסוף 1974.

¹ זהו כמובן אומדן בלתי מושלם, אולם הוא נותן תמונה על המגמה הכללית.