

מצבת החוב החיצוני של ישראל

עודד לויתן *

עיקר הממצאים

בסוף 1976 הסתכם החוב החיצוני של ישראל בכעשרה מיליארד דולר¹, ושירותי החוב, הכוללים פירעון קרן וריבית, הסתכמו ביותר ממיליארד דולר. יחסית לגודל האוכלוסייה והתוצר, נוטלת ישראל את המקום הראשון בעולם במסדרים של חוב חיצוני לפי גודל.

מיקומה המיוחד של ישראל בקרב המדינות החייבות, מעורר שלוש שאלות בסיסיות, שעבודה זו תנסה להשיב עליהן :

א. מהם הגורמים הקובעים את ביקוש המשק לאשראי מחוץ-לארץ ? ב. מהם מקורות האשראי, העומדים לרשות המשק בחוץ-לארץ ? ג. מהו המחיר, שאותו נדרשת המדינה לשלם, בגין חוב זה ?

עבודה זו, בעיקרה, נועדה לעסוק בהיבט התיאורי של התפתחות החוב החיצוני מאז שנות החמישים. עם זאת, מצאנו לנחוץ להרחיב את הדיון, ולעסוק גם בהיבט אנליטי יותר, בנושאי מדיניות ניהול החוב ומחיר החוב למשק.

הנתונים, שבהם נעסוק בדיונונו זה, הם נתוני מצבת החובות, לפי דיווח אגף מטבע חוץ במשרד האוצר, ואלה מתייחסים אל כלל התחייבויות הממשלה לחוץ-לארץ וכן אל התחייבויות גופים אחרים במשק שאושרו בידי האוצר. (אין לזהות נתונים אלה עם נתוני החוב החיצוני — ראה סעיף 1).

מאז שנת 1967 אנו עדים למפנה בגידול מצבת החובות של המשק במטבע חוץ ; התוספות השנתיות למצבה הגיעו לממדים ניכרים, שטרם נודעו כמותם. בהשוואת הגידול בתוצר לגידול מצבת החובות מתברר, כי שיעור הגידול השנתי הממוצע של שני הסעיפים היה דומה בין השנים 1955 עד 1966 — כ-9.5 אחוזים ; בין השנים 1967 עד 1973 גדל התוצר בקצב דומה לזה שבתקופה הקודמת, בעוד שקצב הגידול במצבת החובות עלה לממוצע שנתי של כ-20 אחוזים. בין השנים 1973 עד 1976 חלה ירידה הדרגתית בקצב גידול התוצר, עד לקיפאון מוחלט, בעוד שקצב גדול המצבת הנומינלית² עלה לכדי 23 אחוזים בממוצע שנתי.

מאז 1973 הורע אף הרכב מצבת החובות לפי מועדי פירעון, כאשר בכלל החובות עלה חלקו של החוב העומד לפירעון תוך תקופה קצרה, ומספר השנים הממוצע של הפירעון, שהיה עד שנה זו במגמת עלייה, הלך ופחת בהדרגה.

* כלכלן במחלקת המחקר. מאמר זה הוא חלק מעבודת דוקטורט המוגשת לאוניברסיטה העברית בירושלים.

¹ למעט הלוואות, הנפרעות בלירות ישראליות, ופיקדונות תושבי חוץ בבנקים מקומיים.

² בדיקת שיעורי הגידול של מצבת החובות הנומינלית מאבדת הרבה ממשמעותה בשנים האחרונות, עם עלייתם הניכרת של המחירים בעולם. חישוב "המצבה הריאלית" ודיאגרמה שלה מובאים בנספח ד', ולפיהם ניתן לראות, כי בשנים 1973 עד 1974 הצטמצם שיעור גידול המצבה לכדי 2.5 אחוזים בממוצע, אולם הוא עלה בשנים 1975—1976 לכדי 18 אחוזים.

עליית שערי הריבית בעולם, שאיפיינה את השנים האחרונות, הביאה לעלייה בשער הריבית הממוצע של מצבת החובות; ויסוד המענק, הגלום במצבת החובות, הצטמצם יחסית לגידול נפח החוב.

חרף אינדיקציות אלה, המדגישות את ההרעה הרצופה במצב החוב, הצליח המשק לפרוע את חובותיו במועד לאורך כל התקופה. בין הגורמים המסבירים תופעה זו ניתן למנות את העלייה בכושר החזר החוב של המשק, שימוש בתהליך של גלגול חובות, ועליית מחירים בעולם, שמשקל כל אחד מהם — שונה בשנים השונות.⁸

1. הגדרות

החוב החיצוני, בהגדרתו הרחבה, מתייחס אל כלל ההתחייבויות של אזרחים וגופים שונים במדינה לגורמים זרים במטבע חוץ ובמטבע מקומי. ההתחייבויות, לפי הגדרה זו, הן יתרת ההלוואות החיצוניות שטרם נפרעו, וכן מלאי הנכסים הפיננסיים והפיסיים שבבעלות זרה. הגדרה צרה יותר של החוב החיצוני מתייחסת אל יתרת חובות המשק, שמקורם בהלוואות מגורמים זרים, שיש לפרעם במטבע חוץ או במטבע מקומי, והמוגדרים בסכום ובמועד קבועים. שתי הגדרות אלה מקובלות במיוחד במחקרים תיאורטיים ברמה המקרו-כלכלית, כאשר נדרשת מנתוני החוב מידה מינימלית של פירוט.

הנתונים, שבהם נעסוק בדיוננו זה, הם נתוני "מצבת החובות", לפי דיווח האגף למטבע חוץ במשרד האוצר, שבידיו היה גם הפיקוח על החוב. מצבת החוב החיצוני לפי רישום זה הינה הגדרה צרה מקודמותיה: לא נכללות בה הלוואות שהן לפירעון מתחת ל-90 יום, שעליהן אין אינפורמציה נפרדת; פיקדונות גורמים זרים בבנקים מקומיים; וכן איגרות חוב שהופצו בחוץ-לארץ בידי גורמים פרטיים. רוב המחקרים האמפיריים בנושא החוב אימצו את הגדרת החוב החיצוני לפי הרישום במצבת החובות, וזאת משני נימוקים עיקריים: א) הנימוק העקרוני המקובל — מן הדין שהחובות הרשומים במצבת ישקפו את נפח התשלומים, שאותו חייבת הממשלה להבטיח בעת שהמשק נקלע לקשיים במאזן התשלומים. החובות שמחוץ למצבת החובות אינם אפוא בערבות ציבורית כלשהי, וברוב המקרים אין הממשלה חייבת להקצות ללווה מטבע חוץ בעת הפירעון, קל וחומר בדיון בפיקדונות זרים בבנקים מקומיים, — שכנגדם עומדים, בדרך כלל, נכסים במטבע חוץ. ב) הנימוק המעשי: נתונים על החוב החיצוני, לפי ההגדרות הרחבות יותר, אינם זמינים כנתונים לפי ההגדרה הצרה; סדרותיהם אינן רצופות, אינן ארוכות דיין, ורמת הפירוט, שאליה ניתן להגיע מנתונים אלה, איננה מספיקה.

היקף מצבת החובות קטן מהיקף החוב החיצוני, לפי שתי ההגדרות הראשונות. הנתונים על היקף החוב, כפי שמפרסמת בשנים האחרונות הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, קרובים במידה רבה לנתוני החוב החיצוני לפי ההגדרה השניה, והיו גבוהים בכ-20 אחוזים מהיקף מצבת החובות.⁴ לסיכום, יש לחזור ולהדגיש, כי עבודה זו עוסקת במצבת החובות, שהיא כאמור מוגדרת באורח צר מההגדרות האחרות, ואינה מסתמכת על נתוני החוב החיצוני, בהגדרותיו הרחבות יותר.

⁸ דיון נוסף על השפעת גורמים אלה — ראה: לויתן ע' [2].

⁴ על מהות ההבדלים בין נתוני מצבת החובות ונתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה — ראה הבהרות בנספח א'.

ביקוש מדינה לווה למימון חיצוני נובע, באופן בסיסי, משתי סיבות שונות, הגם שהן קשורות זו בזו: ראשית, קבלת מקורות לשם סיוע לחיסכון הלאומי — ברמת תצרוכת נתונה, — ובכך לאפשר למדינה להשיג קצב צמיחה ורמת פיתוח מתוכננים. שנית, כדי לפתור בעיות של הטווח הקצר במאזן התשלומים של המדינה. אחד ממקורות המימון החיצוני הן הלוואות מחוץ-לארץ: אלה פחות נוחות למדינה ממקורות אחרים, דהיינו העברות חד צדדיות, ובמידה מסוימת — אף מהשקעות, מאחר שהן עומדות לפירעון בעתיד במועדים קבועים מראש. כדי שמדינה תוכל לעמוד בפירעון חובה בעתו, עליה לדאוג לכך, שהיקפו של החוב והרכבו, מבחינת שער הריבית ומועדי הפירעון, יהיו נוחים ומתאימים לאפשרויות התשלום שלה. למעשה זו תמציתה של מדיניות ניהול חוב.

ניהול החוב החיצוני בישראל היה נתון באופן בלעדי בידי הממשלה, וזו השפיעה על גודלו והרכבו, הן באמצעות נטילת הלוואות ישירות מחוץ-לארץ, ואלה מהוות למעשה את עיקר חוב המדינה; והן דרך פיקוח על הלוואות של גופים אחרים, במשק, באמצעות הקצאת אישורים להלוואות, מתן ערבויות שונות לפירעון החוב והענקת ביטוחי שער. נדון להלן בנפרד בחוב הישיר של הממשלה; בשוק האשראי של הגופים האחרים; בצורת התערבות הממשלה בשוק זה ובאפקטיביות של מדיניות זו.

א. החוב הממשלתי הישיר

החוב הישיר של הממשלה מוגדר כהתחייבות של ממשלת ישראל לגורמי חוץ. בסעיף זה נכללים מילווה העצמאות והפיתוח, מילווה ממוסדות בינלאומיים, מילווה בינממשלתיים, מילווה בנקאיים ומילווה מגורמים אחרים, בעיקר ספקים. החוב הישיר של הממשלה היווה תמיד את עיקר החוב של המדינה. בשנות החמישים הגיע היקפו לכדי חצי מיליארד דולר, וסכום זה היווה כ-90 אחוזים ממצבת החובות; מאז, אף שחל גידול רצוף בהיקפו המוחלט, ירד משקלו של חוב זה בהדרגה עד למלחמת ששת הימים. לאחר שנתיים של גידול איטי, יחסית, במשקלו, בשלהי שנות הששים, חזרה מגמת הירידה גם במרוצת שנות השבעים, וחלקם הממוצע של חובות אלה, אשר הסתכמו בסוף התקופה, ב-1976, בכ-7 מיליארד דולר, הגיע לכדי 75 אחוזים מסך חובות המצבת.

בהרכב החוב בולטים בגודלם שני סעיפים, לאורך התקופה כולה: מילווה העצמאות והפיתוח, ומילווה בינממשלתיים. שני סעיפים אלה היוו את רוב חובות הממשלה, ומשקלם נע בין 80 עד 90 אחוזים מסך החובות בשנים שונות. עם זאת, התפתחות שני סעיפים אלה היתה שונה. מאז תחילת שנות השישים, חלה ירידה רצופה במשקל מילווה העצמאות והפיתוח במצבת החובות, אף שעלה ערכם המוחלט, ומנגד חל גידול מהיר במשקל המילווה הבינממשלתיים, במיוחד במרוצת שנות השבעים, עם הגידול העצום בהלוואות ממשלת ארה"ב, הקשורות לרכש ביטחוני. יתרת החוב הממשלתי מורכבת ממילווה ממוסדות בינלאומיים, — שחלקם הגבוה, יחסית, בתחילת התקופה, התייצב בסופה על רמה של כ-3—4 אחוזים מכלל החובות; ממילווה בנקאיים, בעיקר באמצעות בנקים בארץ (כבנק לפיתוח התעשייה) שמשקלם הגיע בממוצע לכדי 8 אחוזים, וכן ממילווה מגורמים אחרים, שנטלו חלק אפסי מכלל החובות במרוצת התקופה.

למעלה מתשעים אחוזים מהמילווה שנוטלת הממשלה הם לזמן ארוך, דהיינו לתקופת פירעון שמעל חמש שנים, ואלה נושאים בממוצע את שערי הריבית הנמוכים ביותר במצבת חובות המדינה. תופעה זו קשורה במעמד המיוחד של הממשלה בקרב גורמים שונים בחוץ-לארץ, המעניקים הלוואותיהם לאו דווקא מתוך שיקולים כלכליים, אלא יותר מתוך שיקולים מדיניים (ממשלות ומוסדות בינלאומיים) או אחרים (מילווה העצמאות והפיתוח).

לוח 1

מצבת החובות לפי סוג החוב ולפי אורך מועד ההתחייבות, 1954 עד 1976
(במיליוני דולרים)

חוב ללא ערבות				ערבות ממשלתית להמרת מטבע				ערבות ממשלתית לתשלום החוב				חוב ממשלתי ישיר				סך הכל כלי	השנה
סך הכול	מועד קצר	מועד בינוני	מועד ארוך	סך הכול	מועד קצר	מועד בינוני	מועד ארוך	סך הכול	מועד קצר	מועד בינוני	מועד ארוך	סך הכול	מועד קצר	מועד בינוני	מועד ארוך		
								13	26	18	56	310	33	10	354	410	1954
								12	24	16	52	342	42	15	398	450	1955
								10	18	19	47	383	39	31	453	500	1956
								8	17	21	46	414	44	26	484	530	1957
—	—	—	3	8	15	19	42	—	15	3	18	439	46	31	517	581	1958
—	—	—	7	12	13	20	45	6	15	4	25	488	38	14	541	618	1959
—	—	—	7	24	13	23	60	11	12	3	25	506	34	14	554	646	1960
1	4	9	15	27	22	23	72	29	18	3	50	530	30	13	572	709	1961
2	3	1	6	25	24	43	92	59	12	2	73	574	41	16	630	801	1962
4	2	10	16	26	23	47	96	79	8	1	88	623	40	7	670	870	1963
5	1	11	17	40	22	57	119	104	18	1	123	775	15	1	790	1,050	1964
5	—	15	20	63	20	93	177	121	12	2	135	873	7	15	895	1,226	1965
4	—	12	17	70	32	84	186	137	11	6	154	959	—	5	964	1,320	1966
4	—	6	10	78	37	71	185	141	10	—	151	1,209	—	1	1,210	1,556	1967
4	—	4	7	123	26	88	237	115	7	—	122	1,536	—	—	1,536	1,902	1968
3	—	1	4	169	25	70	264	121	9	—	130	1,705	10	10	1,726	2,124	1969
—	2	25	28	234	48	100	381	146	9	3	158	1,979	27	49	2,055	2,622	1970
17	10	38	65	344	54	107	505	138	39	5	183	2,576	33	69	2,677	3,430	1971
17	5	62	84	430	76	118	623	209	37	1	247	3,083	7	37	3,127	4,082	1972
3	3	87	92	613	150	96	858	247	31	—	278	3,838	8	19	3,865	5,093	1973
3	2	19	24	671	242	319	1,228	278	23	—	301	4,300	231	164	4,696	6,250	1974
2	1	10	13	690	283	654	1,628	302	25	5	332	5,255	158	231	5,644	7,617	1975
2	79	4	85	774	378	531	1,684	363	17	201	581	6,460	68	493	7,021	9,371	1976

ה מקור : 1. עד 1973 — שנתונים סטטיסטיים, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.
2. לשנים 1974 עד 1976 — נתוני אגף מטבע חוץ, האוצר.

חובה הישיר של הממשלה נועד בעיקר לסייע לחיסכון המקומי, והוא משמש בעיקרו לכיסוי פעולותיה במסגרת התקציב הממשלתי. היות וחלק ניכר מהלוואות הממשלה כבול למוצרים ספציפיים, הרי אין בהלוואות כאלה כדי לפתור קשיי מימון ארעיים במאזן התשלומים. ההריג היחידי הוא הלוואות מקרן המטבע הבינלאומית, אשר נועדו מלכתחילה לטפל בבעיות מאזן התשלומים.

ב. חוב הגופים האחרים

התערבות הממשלה בשוק האשראי מחוץ-לארץ, שבו פועלים גופים מקומיים אחרים, קשורה בהשפעתה על הביקוש וההיצע בשוק זה. כדי לנתח את אופי התערבות זו, נדון בנפרד בהשפעות שונות אלה.

אשר לצד ההיצע: בהתאם למידת העזרה שנתנה הממשלה לגופים האחרים במשק בהשגת הלוואה מחוץ-לארץ, ניתן לדרג את התחייבויותיהם כך:

- א. התחייבויות בערבות הממשלה לתשלום החוב;
- ב. התחייבויות בערבות הממשלה להמרת מטבע;
- ג. התחייבויות ללא ערבות ממשלתית.

ההתחייבויות בערבות הממשלה לתשלום החוב פירושן הלוואות שקיבלו גורמים ישראלים, תוך מתן ערבות למלווים, לפיה מתחייבת הממשלה לפרוע את החוב אם מקבל ההלוואה לא יעמוד בהתחייבותו.⁵

במתן ערבות המדינה להחזר החוב יש משום הפחתת הסיכון למלווה, כדי לסייע ללווה להשיג מימון מחוץ-לארץ. הלווים בקטגוריה זו הם ברובם חברות ומפעלים גדולים, הזקוקים למימון זה למטרת התרחבות ופיתוח. על אלה נמנים גופים כמו חברת החשמל, מפעל הפוספטים, מפעלי ים המלח, חברות ספנות ותעופה וכן מוסדות פיננסיים, כבנק לפיתוח התעשייה, הבנק לחקלאות והבנק לספנות, המשמשים מתווכים פיננסיים לפעולות השקעה בתחום, שעליו הם מופקדים. ברוב המקרים, כפופים הגופים הזוכים לערבות המדינה לבעלות חלקית או מלאה של הממשלה. בסוף שנות החמישים הסתכמו החובות בקטגוריה זו בכ-20 מיליון דולר. במשך שנות השישים עלה היקפם בהדרגה, ובסופן הגיע החוב לכדי 130 מיליון דולר. הגידול הניכר בחובות אלה אירע בשנות השבעים, וב-1976 הם הסתכמו ביותר מחצי מיליארד דולר. למרות מגמת העלייה, שאיפיינה חובות אלה, הרי מאז תחילת שנות השישים הלך ופחת משקלם בין חובות הגופים האחרים, פרט לממשלה, וב-1976 היוו רק כרבע מכלל חובות אלה, לעומת כמחצית בראשית שנות השישים. ההלוואות הזוכות לערבות המדינה הן ברובן המכריע — בין 80—90 אחוזים — לטווח פירעון ארוך; מקצתן לטווח פירעון בינוני, ורק מזערן — כאחוז בלבד — הן לטווח קצר.⁶

עיקר החוב בקטגוריה זו מתחלק בין שני סוגי מלווים: בנקים מסחריים בחוץ-לארץ, ומוסדות כספיים בינלאומיים. יתרת חוב קטנה, יחסית, קשורה בספקי סחורות שונים. יש להדגיש, כי המוסדות הכספיים הבינלאומיים אינם מעניקים הלוואות מבלי שניתנת לכך ערבות ממשלתית, והבנקים המסחריים מוכנים לפתות קווי אשראי למשק הישראלי בתנאים מועדפים רק לאחר קבלת ערבות ממשלתית לפירעון החוב. ההלוואות בקטגוריה זו מתקבלות בשערי ריבית נמוכים מהריבית המסחרית הרגילה, ותקופות הפירעון הן ארוכות יחסית, אם כי קצרות מאלה המקובלות במילוות הישירים של הממשלה.

הסוג השני, התחייבויות בערבות הממשלה להמרת מטבע, כולל הלוואות ואשראים שקיבלו גורמים ישראלים תוך מתן התחייבות מצד הממשלה למכור ללווים, ביום הפירעון, מטבע חוץ

⁵ בהתאם לחוק ערבויות המדינה, יש לקבל את אישור ועדת הכספים של הכנסת על כל ערבות מסוג זה.

⁶ להוציא את שנת 1976.

תמורת לירות ישראליות, בשער שישורר ביום הרכישה. מתן ערבות כזו אינו טעון אישור של ועדת הכספים: זוהי התחייבות הממשלה כלפי הלווה, שלא היה לה דבר עם המלווה בחוץ-לארץ. עם זאת, גיוס הלוואות בחוץ-לארץ, ללא ערבות להמרה, הקשה על השגת ההלוואה, מה גם שבמקרים מסוימים התנה המלווה את מתן ההלוואה בקבלת ערבות זו. בכל התקופה הנסקרת היוו החובות תוך ערבות להמרת מטבע את מרבית חובם של הגופים הפרטיים. מאז תחילת שנות השישים עלה משקלם ממחצית לכדי שלושה רבעים מסך חובות אלה, וב-1976 הם עמדו על כ-1.7 מיליארד דולר. בין מקבלי הערבות להמרה מצוי מיגוון רחב של גופים: מפעלים גדולים בצד אנשים פרטיים, בנקים למשכנתאות בצד עיריות, חברות בבעלות פרטית, הסתדרותית או ממשלתית וכו'.

התפתחות מעניינת אירעה בזמני הפירעון של החובות הללו. מאז תחילת שנות השישים ועד לשנת 1973, עלה בהדרגה, ובקצב מהיר, משקל החובות לזמן ארוך, והוא הגיע באותה שנה לכדי 71 אחוזים מסך החובות הללו, לעומת כ-30 אחוזים בתחילת התקופה. מאז 1973 השתנתה מגמה זו, וחלקו של החוב לזמן ארוך ירד לרמה של כ-45 אחוזים בלבד, תוך עלייה ניכרת במשקל החוב לזמן קצר, שהיווה בשנת 1976 כשליש מיתרת החוב.

עיקר ההלוואות, אשר זכו לערבות המרת מטבע, התקבלו מבנקים, בצורות שונות, אם כי גם להלוואות מספקי סחורות ומוכאים אחרים היה משקל ניכר. יש שקיבלו מהבנקים הלוואות ישירות למימון יבוא, אחרים זכו להלוואות מתוך קווי אשראי קבועים או חד-פעמיים, וגופים מסוימים קיבלו אשראי במטבע חוץ ממערכת הבנקים בארץ, שניתן מתוך כספי פיקדונות ותושבי חוץ.

ההתחייבויות ללא ערבות הן הלוואות ואשראים, שקיבלו גורמים ישראליים בעלי הכנסות במטבע חוץ. קבלת התחייבות כזו היתה טעונה אישור האוצר, אולם ההתחייבות לא היתה כרוכה בערבות כלשהי מצד הממשלה. ביום הפירעון יהיה על הלווים לפרוע חובות אלה מתוך הכנסותיהם במטבע חוץ.

בין מקבלי הלוואות ללא ערבות, ניתן למצוא חברות ספנות ותעופה, חברות קבלניות הפועלות בחוץ-לארץ, קו צינור הנפט וכו'. עיקר התחייבויות אלה הן לזמן קצר, והן ניתנות מצד זכאים שונים, ובעיקר ספקי סחורות. היקף החובות בקטגוריה זו הוא זעום במיוחד, ומהווה אך אחוזים בודדים מתוך כלל החובות, פרט לממשלה. בראשית שנות השישים הגיע סכומם לכדי פחות מ-10 מיליון דולר, ומאז עלה היקפם, תוך תנודות ניכרות, לכדי 85 מיליון דולר בשנת 1976.

צורת ההתערבות הממשלתית בשני סוגי ההתחייבות הראשונים, דהיינו, מתן ערבות לפירעון החוב ולהמרת מטבע, קשורה בהזזת עקומת היצע הלוואות מחוץ-לארץ, כך שבשער ריבית נתון, יהיה ההיצע גדול יותר. בסוג ההתערבות הראשון, תהיה התזוזה גדולה מאשר בסוג השני; לעומת זאת, בהתחייבויות שאינן זוכות לערבות ממשלתית כלשהי, אין עקומת ההיצע משתנה.

בדון עתה בהשפעת הממשלה על ביקושם של הגופים האחרים בשוק האשראי מחוץ-לארץ. השפעת הממשלה על צד הביקוש נעשתה בשתי דרכים שונות:

א. פיקוח וקיצוב הלוואות, באמצעות אישורים;

ב. מתן ביטוחי שער לתקופת החזר ההלוואה.

כל הלוואה, שנטל גורם לא-ממשלתי בחוץ-לארץ, היתה חייבת באישור מוקדם מאגף מטבע חוץ במשרד האוצר. אישור ההלוואה התייחס אל הלווה, המלווה, גודל ההלוואה, זמני הפירעון וגובה שער הריבית.⁷ בעזרת אישורים אלה יכול היה האוצר לקבוע תקרה לגובה שער הריבית, שבו מותר לגופים ישראליים ללוות בחוץ לארץ, להשפיע על תקופת הפירעון, ולקבוע מי יהיו הלווים (קיצוב).

⁷ בכל אישור כזה מצויה פסקה, האומרת, כי הלווה יהיה רשאי לפרוע את ההלוואה גם לפני מועד פירעונה, ושפירעון מוקדם זה טעון אישור מוקדם של האוצר.

התיאוריה הכלכלית קובעת, כי התערבות מסוג זה בשוק כלשהו קשורה בהיווצרות שוק משני, המכונה "שוק שחור", בו נסחרים המוצרים בתנאים אחרים מאלה, שנקבעים באמצעות הקיצוב והפיקוח. לפי ניתוח זה, מצליחה הממשלה לפקח בדרך יעילה, יחסית, על מעבר סחורות בדרג הראשוני, דהיינו, בין היצרנים והסיטונאים, אולם מתקשה לפקח על הדרגים הבאים, דהיינו, בין הסיטונאים לקמעונאים, ובין הקמעונאים לצרכנים הסופיים. נראה, כי בשוק האשראי מחוץ לארץ הצליחה הממשלה לקיים פיקוח יעיל בכל הדרגים, דהיינו על המלווה בחוץ-לארץ, על הבנק בארץ, ששימש כמתווך, ועל הלווה בארץ, שהיה חייב ברישום ההלוואה כדי להיות זכאי לקנות מטבע חוץ במועד הפירעון. עם זאת יש לציין, כי יעילות הפיקוח הושגה על רקע קיומו של שוק משני למטבע חוץ — השוק השחור, שבו ניתן היה לקנות מטבע חוץ במחיר גבוה מהרשמי, ובכך לממן פעולות שונות בחוץ-לארץ, ללא הזדקקות להלוואות מחוץ-לארץ. כדאיות ניצול הלוואה מחוץ-לארץ בידי לווה מקומי, לעומת האלטרנטיבה של הלוואה בשוק המקומי, תלויה בקיומו של אי השוויון הבא:

$$PS_2 (1 + \delta) \leq PS_1 (1 + r)$$

כאשר PS הוא שער החליפין של הל"י לעומת הדולר, והאינדקסים המלווים אותו, 1 ו-2, מציינים את מועד ניצול ההלוואה ומועד פירעונה, בהתאמה. r הוא שער הריבית בשוק האשראי המקומי, ו- δ הוא שער הריבית על ההלוואה מחוץ-לארץ.

שער ריבית נמוך, יחסית, בחוץ-לארץ, אינו מבטיח עדיין את כדאיות נטילת הלוואה זו, מאחר שפיחות הל"י לעומת המטבע, שבו נקובה ההלוואה, יעלה את שער הריבית האפקטיבי שלה, והיא עלולה להיות יקרה יותר מזו הניתנת להשגה בשוק המקומי⁸. בתנאים רגילים חייב אפוא הלווה לכלול בחישוביו, נוסף על שער הריבית, גם אלמנט ציפיות ואלמנט סיכון, הקשור בפיחות הל"י. אם זוכה הלווה לביטוח שער מטעם הממשלה, דהיינו, שבמועד הפירעון תמכור לו הממשלה מטבע חוץ במחיר ששרר בעת ניצול ההלוואה, אזי אי השוויון הרלבנטי לכדאיות ההלוואה יצטמצם לאי-השוויון $\delta \leq r$, וההלוואה מחוץ-לארץ תהא כדאית יותר כאשר שער הריבית עליה יהיה נמוך מזה המקובל על הלוואות בשוק המקומי. צמצום אלמנט הסיכון, הקשור בפיחות הל"י במונחי עקומת ביקוש לאשראי מחוץ-לארץ, יתבטא בהגדלת הכמות המבוקשת לאשראי זה, בשער ריבית נתון, דהיינו גידול בביקוש להלוואות מחוץ-לארץ.

השפעת הממשלה על הביקוש של גופים שונים במשק מתבטאת אפוא בעיקר בשתי צורות: האחת, קביעת תקרת שער ריבית, כך שהביקוש להלוואות מחוץ-לארץ בשערי ריבית גבוהים יותר אינו ביקוש אפקטיבי בשוק זה; והאחרת, הגדלת הביקוש להלוואות מחוץ-לארץ באמצעות הענקת ביטוחי שער לגופים שונים.

ג. מדיניות מתן אישורים להלוואות מחוץ-לארץ⁹

בדיון דלעיל הצגנו את טכניקת הנפקת האישורים להלוואות מטעם משרד האוצר. הקריטריונים שקבעו מתן אישורים היו בעיקר גובה שער הריבית ומשך תקופת הפירעון; כן התייחסו הקריטריונים גם אל מקור האשראי, אל ייעוד ההלוואה ואל סוג המטבע. כך, למשל, עליית ערכו של המארק, יחסית לדולר, והציפיות להמשך מגמה זו, גררו הגבלה כמותית על הלוואות נקובות במארקים וגם הנמכת תקרת שער הריבית על הלוואות במטבע זה. במקרים אחרים, כאשר הוחלט על צמצום פעילותו של סקטור מסוים במשק, הוא הופלה לרעה בתחום אישורי ההלוואות מחוץ-

⁸ דיון מפורט בשאלת כדאיות נטילת הלוואות מחוץ-לארץ — ראה: פרנקל מ', [3].

⁹ אין באפשרותנו לבדוק את מדיניות החשב הכללי בהענקת ביטוחי שער, שכן הנתונים על כך לא פורסמו ונשארו חסויים לאורך כל התקופה.

לארץ (כגון בבניית בתי מלון). עמי זאת, היה הגורם העיקרי, כאמור, ששימש את הרשויות המוסמכות בוויסות ההלוואות, שער הריבית ואורך תקופת הפירעון, וההגבלות הכמותיות היו רק גורם משני. מתוך כך עולה השאלה: מדוע נזקק המשק למנגנון כה מסועף לשם חלוקת אישורים ספציפיים להלוואות, כאשר ניתן היה לבצע זאת בדרך של מתן אישור כללי לבנקים המסחריים — להעביר הלוואות לפי תקרת שער ריבית ואורך תקופת פירעון, שאותם יתאים משרד האוצר, מדי פעם בפעם, לפי צורכי המשק. אשר לתקופה האחרונה, נראה כי תשובה חלקית לכך קשורה להתפתחויות החריגות שאירעו בתחומים שונים: שערי המטבעות השתנו במידה ניכרת, חלו תנודות חדות בשערי הריבית בעולם, והתרחשו תנודות ניכרות ביתרות מטבע חוץ של המשק. התפתחויות אלה חייבו התאמות מהירות של שערי הריבית ושל תקופת הפירעון, לוויסות נפח ההלוואות והרכבן, והן פחות אפקטיביות אם ניתנים מראש אישורים כלליים למערכת הבנקאות. בכל השנים עד 1968, לבד מ-1960, נקבע הגבול העליון האפקטיבי של שער הריבית ל-8 אחוזים.¹⁰ בשנת 1969, עם ירידת יתרות מטבע חוץ של המשק והעלייה החדה בשערי הריבית בחוץ-לארץ, נאלצה הממשלה להעלות את תקרת שער הריבית.¹¹ בשנת 1970 לא הוגמכה תקרת שער הריבית, שכן נמשכו עדיין התופעות שאיפיינו את השנה הקודמת. בשנים 1971, 1972 ו-1973, עם הגידול הניכר ברמת יתרות מטבע חוץ, ניתנו אישורים להלוואות מחוץ-לארץ בשער ריבית שלא עלה על 6 אחוזים נטו, ולתקופת פירעון של 10 שנים. ב-1974 ו-1975 שוב הועלתה תקרת שער הריבית, והפעם היא נקבעה עד ל-2 אחוזים מעל שער היורו-דולר בשוקי האשראי באירופה, ותקופת הפירעון נתקצרה לכדי שלוש וחצי שנים בממוצע בהלוואות פיננסיות, וכ-3 שנים בממוצע בהלוואות למימון יבוא. ב-1976 הוגמכה תקרת שער הריבית לאחוז עד אחוז וחצי מעל היורו-דולר.

אחת השאלות המרכזיות, הנוגעת למדיניות מתן האישורים, היא מידת האפקטיביות שלה בקידום יעדי המשק. כדי להשיב על שאלה זו, מן הדין לזהות, קודם לכן, את חשיבותם היחסית של יעדי המדיניות בנקודות זמן שונות, והדבר קשה. קושי נוסף מתגלה, כאשר מופעלת מדיניות בכיוון הסותר את קידום המטרות האחרות (כמו, למשל, במקרה של איזון פנים ואיזון חוץ בתקופות שונות). לפיכך נדון בשאלת המדיניות בשני מישורים: במישור הראשון נדון במידת האפקטיביות של המדיניות, כאשר מתגלים קשיים זמניים במאזן תשלומים — דהיינו, כשיתרות מטבע חוץ של המשק יורדות מתחת לרמה קריטית מסוימת. המישור השני אינו עוסק ביעדי המדיניות, אלא בוחן את מידת הצלחת המדיניות, שאותה התכוונה הממשלה לבצע. את כוונת המדיניות קבענו לפי אינדיקטור, המשלב את כיוון התפתחות תקרת שער הריבית, ערך האישורים ומספר האישורים; כאשר שלושה רכיבים אלה עולים, מצביע האינדיקטור על כוונה להרחיב את זרם ההלוואות אל המשק, ובמקרה ההפוך — הכוונה הינה ריסון ההלוואות.¹²

את הבדיקה במישור הראשון ערכנו בשתי נקודות זמן, שבהן חלה ירידה דרסטית ביתרות מטבע חוץ: א) ברביע השלישי של 1974, ב) ברביע הרביעי של 1975. כפי שניתן לראות בלוח 2, חל ברביעים אלה גידול ניכר בערך האישורים, והוא הגיע לסכום, הגבוה פי ארבעה מהסכומים, שאושרו ברביע שקדם למועד הירידה ביתרות. עם זאת, לא עלה במקביל היקף ניצולם של אישורים אלה: ב-1974 הוא עלה רק ברביע הרביעי, וב-1975 היתה עליית היקף הניצולים קטנה, יחסית. במישור השני העלו הממצאים, כי בין השנים 1971 עד 1973 היתה תקרת שער הריבית

¹⁰ עד 1968 לא התרחשו תנודות ניכרות בשערי הריבית בעולם, כפי שאירע בתקופה שלאחר מכן — ראה דיאגרמה נ"ז בנספח ד'.

¹¹ ראה: בן-שחר ח' ואחרים, [1], עמ' 87–88.

¹² מן הראוי להדגיש, כי למרות שיוזם האישור, ברוב המקרים, הוא מבקש ההלוואה, הרי במקרים מסוימים, כאשר המשק נקלע לקשיים במאזן התשלומים, פנתה הממשלה לגופים שונים במשק (ובהם בנקים וחברות סקטור ציבורי) לשם גיוס הלוואות בחוץ-לארץ.

לוח 2

אישורים וניצולים של הלוואות לטווח ארוך ובינוני (פרט לממשלה), עד 1972

(מיליוני דולרים)

השנה	הרביע	מספר האישורים	ערך האישורים	מזה: חברות ספנות ותעופה	ערך האישורים ללא חברות ספנות ותעופה	ערך ניצול הלוואות ללא ספנות ותעופה
1972	I	153	179	14	165	61
	II	97	131	57	74	75
	III	95	125	97	28	52
	IV	78	111	14	97	61
	סך הכול שנתי	424	546	182	364	249
1973	I	60	69	26	43	49
	II	49	9	—	9	39
	III	80	38	14	24	35
	IV	36	51	3	48	38
	סך הכול שנתי	225	167	43	124	161
1974	I	36	114	1	113	27
	II	57	90	10	80	31
	III	70	351	—	351	52
	IV	47	120	20	100	176
	סך הכול שנתי	210	675	31	644	287
1975	I	47	76	—	76	56
	II	42	127	—	127	63
	III	40	105	11	94	60
	IV	50	408	4	404	89
	סך הכול שנתי	179	716	15	701	268
1976	I	34	113	11	102	84
	II	39	69	5	64	84
	III	43	172	—	172	86
	IV	46	104	11	93	124
	סך הכול שנתי	162	458	27	431	378

ה מ ק ר : אגף מסכני חוק, משרד האוצר.

נמוכה יחסית, ותקופת הפירעון ארוכה יחסית, וחלה ירידה הדרגתית בערך האישורים ובמספר האישורים (ראה לוח 2). לפי האינדיקטור שהוצג לעיל, מראות התפתחויות אלה על כוונה לרסן את זרם ההלוואות אל המשק. בתקופה 1974 עד 1975 חלו התפתחויות הפוכות, המצביעות על כוונה להרחיב את זרם ההלוואות, ובשנת 1976 שוב התהפך הגלגל, ואינדיקטור זה מורה על כוונה לרסן את זרם ההלוואות. כאשר בוחנים את הצלחת המדיניות במישור כללי זה מתברר, כי היקף ניצול האישורים לא היווה תמיד תגובה נכונה לכוונת המדיניות; הדבר בולט במיוחד ב-1976, שבה התרחב היקף הניצולים, בעוד שכוונת המדיניות היתה, כאמור, הפוכה. בשנת 1974 גדל היקף הניצולים, בהתאם לכוונת המדיניות, אולם ב-1975 הצטמצם היקפם, בניגוד לכוונת המדיניות. בשנת 1973 תאם השינוי בהיקף הניצולים את כוונת המדיניות. מבדיקה זו מתברר, כי מידת האפקטיביות של מדיניות ויסות ההלוואות מחוץ-לארץ אל המשק לא היתה גבוהה במיוחד. נראה שהגורם העיקרי, שקבע את היקף הניצולים, היה הביקוש להלוואות ששרר באותה עת במשק. כאשר חלה ירידה ביתרות, ועולות הציפיות לפיחות, הרי הרחבת היקף האישורים, העלאת תקרת שער הריבית וקיצור מועדי הפירעון, — כולם הינם בעלי אפקטיביות נמוכה בלבד. במקרה זה יהיה מתן ביטוחי שער אפקטיבי יותר; ואם מגיחים, שביטוחים אלה אמנם הוענקו לגופים שונים בתקופות הקריטיות, — כך שיש לזקוף חלק מגיוס ההלוואות לגורם זה, — הרי שהכלים האחרים היו אפקטיביים עוד פחות.

3. מקורות האשראי של המדינה

מאז הקמת המדינה, חל גידול מתמיד בחובות המשק במטבע חוץ, והתוספות השנתיות למצבת החובות היו במגמת עלייה מתמדת. התפתחות זו התאפשרה על ידי פיתוח מקורות אשראי חדשים, וניצול מוגבר של חלק ממקורות אשראי קיימים. ניתן לחלק את חובות המשק ל-4 קטגוריות, השונות זו מזו בהתאם לאופי המלווה:¹³ א. מילווה העצמאות והפיתוח; ב. חובות לממשלות זרות; ג. חובות למוסדות בינלאומיים; ד. חובות אחרים.

מילווה העצמאות והפיתוח, אשר עד אמצע שנות הששים היוו יותר ממחצית חובות המדינה, עלו מאז בקצב איטי, יחסית, תוך ירידת משקלם בין שאר החובות, וב-1976 הם היוו פחות מרבע מסך החובות הרשומים במצבת החובות. לעומת זאת גדלו בהיקפם החובות לממשלות זרות, במיוחד לממשלת ארה"ב, ומשקלם עלה לכדי 40 אחוזים מכלל החובות לסוף 1976. עד לשלהי שנות הששים, היוו החובות למוסדות הבינלאומיים מקור חשוב לאשראי, ומשקלם בין חובות המשק הגיע ב-1967 לכ-22 אחוזים. החל משנה זו הואט קצב גידולם הממוצע, ובסוף 1976 ירד משקלם לכדי 6 אחוזים בלבד מתוך סך חובות המצבה. החובות לזכאים אחרים עלו בהדרגה, ולאורך מרבית התקופה היוו כשליש מהחובות הרשומים במצבה, תוך תגודות בהרכב הזכאים המרכיבים קטגוריה זו.

א. מילווה העצמאות והפיתוח

החל מ-1951 מנפיקה ממשלת ישראל בחוץ לארץ סדרות שונות של איגרות חוב במטבע חוץ, שתכליתם המוצהרת היתה לממן את תקציבי הפיתוח הממשלתיים. הפצת איגרות חוב אלה¹⁴ (המכונות "בונדס") נעשתה בעיקר בארה"ב, ורק מיעוטן נמכר בארצות אירופה ואמריקה הלטינית.

¹³ לוח 3 מתייחס לאופנויות שונות במקצת, בגלל המצרפים השונים, שלפיהם פורסמו נתונים אלה בעבר. ¹⁴ תחילה נקראו האיגרות "מילווה העצמאות", לאחר מכן הוסב שמו, לסירוגין, ל"מילווה הפיתוח", "מילווה השקעות פיתוח" ולאחרונה גם "מילווה שיקום ופיתוח".

לוח 3

מצבת החובות לפי מקורות האשראי, 1958 עד 1976¹

(מיליוני דולרים)

מילווה הפיתוח	ממשלות ומוסדות בינלאומיים	מילווה מבנקים ואחרים	ממשלות ומוסדות בינלאומיים	מילווה הפיתוח	סך הכול	מילווה הפיתוח	ממשלות ומוסדות בינלאומיים	מילווה מבנקים ואחרים	סך הכול	מילווה הפיתוח	ממשלות ומוסדות בינלאומיים	מילווה מבנקים ואחרים	סך הכול
אשראי בנקאי ליבוא וזכאים אחרים ²	ספקי סחורות	אשראי בנקאי ליבוא וזכאים אחרים ²	ספקי סחורות	אשראי בנקאי ליבוא וזכאים אחרים ²	סך הכול	אשראי בנקאי ליבוא וזכאים אחרים ²	ספקי סחורות	אשראי בנקאי ליבוא וזכאים אחרים ²	סך הכול	אשראי בנקאי ליבוא וזכאים אחרים ²	ספקי סחורות	אשראי בנקאי ליבוא וזכאים אחרים ²	סך הכול
ה ש י נ ו י ב י ת ר ו ת						ס כ ה י ת ר ו ת							
						545	55	26	64	101	298	31.3.1958	
52	9	3	8	—4	37	597	64	29	72	97	335	31.3.1959	
27	6	6	—19	1	33	624	70	35	53	98	368	31.3.1960	
28	4	5	—1	—10	30	653	74	40	52	88	398	31.3.1961	
83	5	21	33	—5	29	735	79	61	85	83	427	31.3.1962	
76	—18	16	6	37	35	811	61	77	91	120	462	31.3.1963	
108	4	4	40	41	19	919	65	81	131	161	481	31.3.1964	
178	24	16	79	35	24	1,097	89	97	210	196	505	31.3.1965	
165	23	—1	47	61	35	1,263	112	96	257	257	540	31.3.1966	
115	1	—11	60	52	13	1,377	113	85	317	309	553	31.3.1967	
319	95	—3	35	12	180	1,697	208	82	352	321	733	31.3.1968	
224	31	2	44	58	89	1,920	239	84	396	379	822	31.3.1969	
—	—	—	—	—	—	2,622	238	120	587	657	1,020	31.12.1970	
808	427	86	105	6	184	3,430	665	206	692	663	1,204	31.12.1971	
651	388	—33	145	—36	187	4,081	1,053	173	837	627	1,391	31.12.1972	
1,012	231	96	306	23	356	5,093	1,284	269	1,143	650	1,747	31.12.1973	
1,157	—715	9	—214	1,910	167	6,250	569	278	929	2,560	1,914	31.12.1974	
1,367	350	—28	193	732	120	7,617	919	250	1,122	3,292	2,034	31.12.1975	
1,754	416	—56	484	795	115	9,371	1,335	194	1,606	4,087	2,149	31.12.1976	

1 עד 1969 גרשמו הנתונים לפי שנות תקציב. החל מ-1970 גרשמו אלה לפי שנים קלנדריות.

2 בזכאים אחרים כלולות גם ההלוואות מתוך פת"ח.

היקף המכירות והפדיון של מילווות העצמאות והפיתוח, 1951 עד 1976

(מיליוני דולרים)

השנה	מכירות ברוטו	פדיון	מכירות נטו
1951	60.0	—	60.0
1952	47.2	0.9	46.3
1953	38.5	2.4	36.1
1954	41.0	11.8	29.2
1955	32.2	—	32.2
1956	53.3	5.9	47.4
1957	53.7	9.0	44.7
1958	50.8	17.1	33.7
1959	57.6	22.3	35.3
1960	58.7	30.4	28.3
1961	63.3	31.2	32.1
1962	66.5	33.1	33.4
1963	79.4	45.6	33.8
1964	97.8	61.9	35.9
1965	100.4	60.0	40.4
1966	124.3	116.6	7.7
1967	232.3	60.8	171.5
1968	181.9	103.9	78.0
1969	183.8	120.5	63.3
1970	231.3	95.7	135.6
1971	285.0	105.0	180.0
1972	300.0	116.0	184.0
1973	502.0	143.0	359.0
1974	326.0	161.0	165.0
1975	290.0	172.0	118.0
1976	292.0	184.0	108.0
סך הכול	3,849.0	1,710.1	2,138.9

ה מקור : נתוני מאזן התשלומים.

שיטת גיוס הון בחוץ-לארץ בעזרת הנפקת איגרות חוב ממשלתיות אינה נפוצה בקרב מדינות הנזקקות לסיוע חיצוני. הלוות הגדולות בשיטה זו, פרט לישראל, הן מכסיקו, ארגנטינה וספרד, אולם היקף הלוואותיהן ממקור זה מצומצם הרבה יותר מהיקף מכירת "הבונדס", מחד-גיסא, ותנאי האיגרות פחות נוחים להן, מאידך גיסא¹⁵.
תקבולי מטבע חוץ של המשק ממכירת "בונדס" הסתכמו, מההנפקה הראשונה ועד סוף 1976, בכ- 3.8 מיליארד דולר, מהם נפרעו כ- 1.7 מיליארד דולר, ויתרת החוב בגין מילווות אלה הסתכמה

¹⁵ רק חלק קטן מאיגרות החוב של אותן ארצות נושא שיעורי ריבית קבועים, שהם נמוכים מ- 6.5 אחוזים; חלק מהן מגיע לשער ריבית של 9.5 אחוזים, והחלק העיקרי של ההנפקות צמוד לשער היורו-דולר או שערי שוק אחרים. על כך ראה: Bittermann [6] עמ' 30.

פירוט מילווה העצמאות, הפיתוח והשקעות פיתוח, לפי סדרות¹

(מיליוני דולרים)

המילווה	הנפקה תאריך	פדיון תאריך	שער הריבית (אחוזים)	הסכום שאושר להנפקה	הסכום שנמכר למעשה	הסכום שנפרע	פירעון בדולרים בזמן הפירעון הנקוב	פירעונות מוקדמים		
								בל"י	בדולרים	החלפות
מילווה העצמאות	1951/54	1963/66	3.50	500	145.5	145.5	82.8	51.8	5.0	5.9
מילווה פיתוח I	1954/59	1964/69	4.00	350	234.1	234.1	111.6	105.2	16.5	0.8
מילווה פיתוח II	1959/64	1969/74	4.00	300	293.6	267.3	108.3	123.9	26.5	8.6
מילווה פיתוח III	1964/67	1976/79	4.00	400	392.6	196.2	12.1	120.4	34.0	29.7
מילווה פיתוח IV	1967/71	1979/83	4.00	500	475.3	180.4	—	152.1	21.1	7.2
מילווה פיתוח V	1971/75	1986/90	4.00	750	658.1	186.8	—	180.1	5.7	1.0
מילווה שיקום ופיתוח	1974/76	1989/91	4.00	1,000	522.1	69.2	—	67.1	1.7	0.4
מילווה השקעות פיתוח I	1966/68	1986/88	4.75	100	72.3	65.0	—	2.3	12.8	49.9
מילווה השקעות פיתוח II	1968/70	1988/90	5.50	200	151.0	64.6	—	11.6	52.7	0.3
מילווה השקעות פיתוח III	1971/72	1991/92	5.50	250	223.7	120.0	—	17.5	102.3	0.2
מילווה השקעות פיתוח IV	1973/76	1993/96	5.50	350	326.3	65.1	—	14.7	50.4	—
מילווה השקעות פיתוח V	1977/	1997/	5.50	350	—	—	—	—	—	—
סך הכול						1,594.2	314.8	846.7	328.7	104.0

ב־1976 בכ"ב 2.1 מיליארד דולר. למרות הגידול המתמיד בסכום החוב ממקור זה, הרי מאז 1960 נמשכת מגמת ירידה במשקלו במצבת חובות המשק במטבע חוץ. הסיבות לכך נעוצות בפדיון האיגרות שנמכרו בעבר, ומהגידול היחסי הרב יותר במיליון האחרים, ובעיקר מיליון הביטחון מממשלת ארה"ב.

עד כה הופצו בחו"ל 12 סדרות של "בונדס":

ב־1951 אישרה הכנסת הנפקה בחוץ-לארץ של איגרות מילווה העצמאות בסכום של חצי מיליארד דולר. מהנפקה זו נמכרו כ־145 מיליון דולר, מרביתם בארבע השנים הראשונות. הפרוספקט של איגרות אלה, שהופץ¹⁶ בחו"ל הציג, אלה בצד אלה, את התנאים המיוחדים של האיגרות, שהיו פחות נוחים מאלה שרווחו בשוקי האשראי בחו"ל, ואת התנאים המיוחדים של מדינת ישראל, תוך הדגשת יתר של אלה שאינם כלכליים. מתכונת זו של פרוספקט נשנתה בכל ההנפקות הבאות של הבונדס, אם כי התנאים "הלא כלכליים" הוצעו במקצת¹⁷. כדי להגיע אל מספר רב יותר של קונים, הונפקו האיגרות בערכים שונים, כאשר הערך הנמוך ביותר היה של 50 דולר והגבוה ביותר היה 100,000 דולר. נוסף על כך נקבעו שני סוגי איגרות: איגרות תלושים, שהריבית עליהן משולמת פעמיים בשנה, ואיגרות חיסכון, שהריבית עליהן מצטברת, ובמועד הפרעון יקבלו מחזיקיהן את הקרן והריבית גם יחד.

בתחילת 1954 אושרה הנפקה חדשה של איגרות חוב — מילווה הפיתוח, סדרה 1 — שנעשו בה שתי התאמות יסודיות: שער הריבית הועלה במחצית האחוז — מ־3.5 ל־4 אחוזים; ושיעור דמי העמלה למפיצי האיגרות הועלה מ־3.5 ל־6 אחוזים. סכום האיגרות מסדרה זו, שהופצה אף היא בתקופה של כ־4 שנים, עלה לכדי 234 מיליון דולר.

ב־1959 אושרה הנפקת מילווה פיתוח — סדרה 2, בתנאים זהים למילווה הקודם, פרט לכך שתאריך פדיון המילווה נקבע ממועד מכירתן למעשה, ולא ממועד ההנפקה הרשמי, כפי שהיה נהוג קודם לכן. מסדרה זו נמכרו כ־294 מיליון דולר.

מכאן ואילך אושרו ארבע הנפקות נוספות של מילווה הפיתוח, בסכומים גדלים והולכים, ובתנאים כמעט זהים.

ב־1966 התלו בהנפקת סדרות של איגרות חוב מסוג חדש, בשם מילווה השקעות פיתוח. איגרות אלה היו איגרות תלושים בלבד, דהיינו שהריבית עליהן משולמת פעמיים בשנה, ואלמנט המענק הגלום בהן הצטמצם במידה רבה לעומת איגרות מילווה הפיתוח הרגילות, שנמכרו במקביל — תקופת הפירעון הווארכה ל־20 שנה, ושער הריבית הועלה תחילה ל־4½ אחוזים, ובסדרות לאחר מכן ל־5½ אחוזים. סכומי ההנפקה היו נמוכים יותר משל איגרות מילווה הפיתוח הרגילות, שהופצו במקביל, ואלו יועדו לקונים ספציפיים כמו בנקים, חברות ביטוח, איגודים, קרנות מעבידים, קרנות בניין, קרנות ממשלתיות, קרנות קהילתיות ואיגודי אשראי. הגבלת מילווה זה לסוג מסוים של קונים בא להפלות בין הקונים הרגילים, המוכנים להסתפק בריבית נמוכה יותר, לבין קונים חדשים, שהם גופים, שבהם יש משקל רב יותר לשיקולי הרווח, ואשר יכולים לרכוש איגרות, שערכן הנמוך ביותר הוא 2,500 דולר, לעומת 100 דולר באיגרות מילווה הפיתוח הרגילות¹⁸.

¹⁶ הפצת הבונדס בחו"ל נעשית בידי חברה רשומה בחו"ל, ששמה: Development Corporation for Israel (D.C.I.), הגובה דמי עמלה מהמכירות.

¹⁷ אחד הנימוקים, שנועד לשכנע קונים מסוימים, היה שמדינת ישראל מעולם לא שמטה את חובה.

¹⁸ אחד ההבדלים החשובים בין איגרות מילווה הפיתוח הרגילות לבין מילווה השקעות פיתוח הוא בכך, שבעלי האיגרות האחרונות יכולים לפרען בדולרים, בפירעון מוקדם, לאחר הודעה מוקדמת של תשעים יום. הבדל זה מקנה להן משמעות כשל מילווה לזמן קצר, והדבר מצמצם את מידת נוחותו למשק. על כך ראה דיון נוסף בסעיף 'מחיר החוב למשק', המובא בהמשך.

ב. חובות לממשלות זרות

1. הלוואות מממשלת ארה"ב

מאז שנותיה הראשונות של המדינה, קיבלה ישראל מממשלת ארה"ב סיוע מגוון, אשר כלל מענקים שונים, מילואות פיתוח, מילואות ביטחון, עודפים חקלאיים וסיוע טכני. למרות שענייניו העיקרי הן הלוואות מממשלת ארה"ב, שפירעונן הוא בדולרים, הרי להבנת התפתחותן במהלך התקופה, יש לראותן על רקע הסיוע בכללותו.

בשלוש השנים הראשונות של תכנית הסיוע — שנות התקציב האמריקאי 1952 עד 1954 — ניתן הסיוע בצורת מענקים בלבד. מענקים אלה הועמדו לרשות ממשלת ישראל למימון רכישות דלק, מוצרי מזון, תומרי גלם וחלקי חילוף שונים. החל בשנת 1955, ניתן הסיוע הכלכלי חלקו בצורת מענק, וחלקו כהלוואה ל-40 שנה בריבית של 4 אחוז לשנה. הלוואות אלה ניתנו לפירעון בלירות ישראליות, ולכן אין הן כלולות במצבת חובות המשק במטבע חוץ. במסגרת זו קיבלה ממשלת ישראל, בשנים 1952—1957, מענקים בסכום כולל של 233.7 מיליון דולר, והלוואות בסכום 42.5 מיליון דולר.

בשנת התקציב 1958 חל שינוי במבנה הסיוע הכלכלי של ארה"ב. מכאן ואילך התחלק הסיוע ל"סיוע מיוחד" ולמילואה מ"הקרן למילואות פיתוח" (D.L.F.). הסיוע המיוחד ניתן כמענק ונוצל לרכישת מוצרים חקלאיים בארה"ב. במסגרת זו קיבלה ישראל 7.5 מיליון דולר לשנה, ובסך הכול כ-30 מיליון דולר בשנים 1958—1961. סיוע מיוחד זה הופסק בשנת התקציב האמריקאי 1962. המילואות מ"הקרן למילואות פיתוח" (D.L.F.) הוענקו לממשלת ישראל לשם רכישת ציוד בארה"ב, במסגרת תכניות פיתוח מוגדרות, המוגשות לאישור הקרן. המילואות היו לתקופות של 10—20 שנה, ובריבית של $3\frac{1}{2}$ —5 $\frac{1}{4}$ אחוזים, בהתאם למטרת כל מילואה, והם ניתנו לפירעון בלירות ישראליות.

בשנת 1962 חל שינוי במדיניות מתן הלוואות פיתוח: בניגוד למילואות הקודמים, אשר עמדו לפירעון בלירות ישראליות, נקבע, כי פירעון המילואות הבאים ייעשה בדולרים בלבד — שינוי שבא לידי ביטוי בהיקף החוב החיצוני במטבע חוץ.

הסיוע הטכני, שהוענק לישראל, שתחילתו ב-1952 וסיומו ב-1962, נאמד בכ-15 מיליון דולר. במסגרת סיוע זה נחתמו 67 הסכמים לתכניות סיוע, הובאו ארצה 302 מומחים, ונשלחו 640 ישראלים ללימודים והשתלמויות בחוץ-לארץ. הסיוע הטכני לא היווה חוב של המדינה, אלא הוגש כמענק.

סעיף נוסף בסיוע מממשלת ארה"ב היו העודפים החקלאיים. החל בשנת 1955 ניתנה לישראל האפשרות לרכוש עודפים חקלאיים בארה"ב תמורת לירות ישראליות, בהתאם לחוק העודפים האמריקאי (P.L. 480). התמורה, במטבע ישראלי, של קניית עודפים אלה, נוקפה לקרן תמורה, שחלקה העיקרי מוקצב לממשלת ישראל בצורת מענקים והלוואות בריבית נמוכה, הניתנת לפירעון בלירות ישראליות. החלק הנותר מיועד לשימושים שונים של ממשלת ארה"ב בישראל.¹⁹

בשנת 1966 הוכנס שינוי בתנאי הפירעון של העודפים החקלאיים: 25 אחוזים מהעודפים החקלאיים, שיימכרו לישראל, יהיו באשראי, שיעמוד לפירעון בדולרים לתקופה של 20 שנה, ובריבית של $2\frac{1}{2}$ אחוזים, במקום התשלום בלירות ישראליות, כפי שהיה נהוג עד אז. ב-1967 הועלה חלק זה לכדי 50 אחוזים, וב-1968 נקבע, כי כל העודפים יימכרו לישראל באשראי שיעמוד לפירעון בדולרים, וכך, החל משנה זו, נוקפים סכומי הקניות של עודפי החקלאות במלואם למצבת חובות המשק במטבע חוץ.

¹⁹ החל מ-1958 הוקצו סכומים גם ל"קרן קולי", המיועדת למתן הלוואות פיתוח למפעלים בישראל, המצויים בבעלות מלאה או חלקית של אזורי ארה"ב, או למפעלים התורמים לשיווק ולצריכת תוצרת חקלאית אמריקאית בישראל.

לוח 6

סיוע ממשלת ארה"ב, לפי שנות תקציב אמריקאי

(מיליוני דולרים)

שנה	סך הכול כללי	סיוע כלכלי		סיוע טכני	עודפי תוצרת חקלאית		סיוע ביטחוני		סך כל המענקים	סך כל ההלוואות
		מענקים	סך הכול		לפירעון בל"י	לפירעון בדולרים	מענקים	הלוואות		
A. I. D.	D. L. F.	סיוע מיוחד	לפירעון בדולרים	לפירעון בל"י	סך הכול	לפירעון בדולרים	לפירעון בל"י	סך הכול	המענקים	ההלוואות
1952				0.9	63.5				64.4	64.4
1953				2.5	70.2				72.7	72.7
1954				1.4	52.5				53.9	53.9
1955			20.0	1.3	40.0		13.0		54.3	54.3
1956			12.5	1.4	25.0		27.9		54.3	54.3
1957			12.5	1.7	25.0		10.7		37.4	37.4
1958			15.0	1.4	22.5		41.0		64.9	64.9
1959			10.0	1.6	17.5		38.3		57.4	57.4
1960			15.0	1.2	22.5		37.6		61.3	61.3
1961			6.0	1.0	13.5		25.9		40.4	40.4
1962				0.2	20.0	20.0	27.5		27.9	20.0

35.0	25.9				25.9		35.0	35.0		50.9	1963
40.6	25.9				25.9		40.6	40.6		66.5	1964
24.4	34.4				34.4		24.4	24.4		58.8	1965
28.0	26.0			8.0	26.0		20.0	20.0		54.0	1966
87.3	13.8	63.5	63.5	13.8	13.8		10.0	10.0		101.1	1967
65.5		25.0	25.0	35.0			5.5	5.5		65.5	1968
139.5		106.0	106.0	33.5						139.5	1969
47.0				47.0						47.0	1970
599.6		545.0	545.0	54.6						599.6	1971
354.6	50.0	300.0	300.0	54.6			50.0		50.0	404.6	1972
359.4	50.4	300.0	300.0	59.4	0.4		50.0		50.0	409.8	1973
991.0	1,551.5	2,491.0	991.0	1,500.0	1.5		50.0		50.0	2,542.5	1974
200.0	433.6	300.0	200.0	100.0	8.6		325.0		325.0	633.6	1975
989.4	1,225.0	1,500.0	750.0	750.0	14.4		700.0	225.0	475.0	2,214.4	1976
128.6	150.0	200.0	100.0	100.0	3.6		75.0	25.0	50.0	278.6	רביע ביניים
745.0	990.0	1,000.0	500.0	500.0			735.0	245.0	490.0	1,735.0	*1977

* שנת התקציב 1977 מתחילה ב-1.10.76 ומסתיימת ב-30.9.77. כל השנים הקודמות תחילתן ב-2.7 וסיומן ב-31.6.
ה מ ק ו ר : (1) עד 1968: "סיכום חשבונות מטבע חוץ לשנות תקציב", 1952 עד 1968, האוצר, מנה מטבע חוץ.
(2) מ-1969: דפי עבודה, מנה מטבע חוץ.

זרם מענקי ממשלת ארה"ב, שהיה יציב במידה רבה במשך שנות החמישים, החל להצטמצם בראשית שנות השישים, ונפסק כליל בשנת התקציב 1968. מאוחר יותר, בשנת התקציב 1972, חודשו מענקי הסיוע הכלכלי, ומאז ועד 1977 הם הסתכמו בכ-1.5 מיליארד דולר. נוסף על אלה, לאחר מלחמת יום הכיפורים, ניתנו מענקים במסגרת הסיוע למימון רכש ביטחוני, שהסתכמו עד 1977 בכ-3 מיליארד דולר.

מאז שנת התקציב 1962 קיבלה המדינה מממשלת ארה"ב הלוואות, שיש לפרען בדולרים. נפח הלוואות אלה הלך וגדל בקצב איטי עם הצמצום שחל במענקים, ובמשך שנות השישים לא חרג מ-100 מיליון דולר לשנה. בשנות השבעים חלה עלייה חדה בנפח ההלוואות הללו, שהגיע תחילה לרמה שנתית של יותר מ-300 מיליון דולר, ולאחר מכן לרמה שנתית בסביבות מיליארד דולר.

הגידול החרifi בהלוואות אלה, אשר גבע בעיקרו ממילווות לרכש ביטחוני, העמיד את החוב במטבע חוץ לממשלת ארה"ב על כ-2.9 מיליארד דולר בסוף 1976, והציבה בראש מסדר הנושים של המדינה לפי גודל החוב.

2. הלוואות מממשלות אחרות

ממשלת צרפת אישרה לישראל שלוש הלוואות, שהיו קשורות בהסכמים מסחריים, ואשר מימנו קניות מוקדמות של ציוד ומוצרים אחרים: ב-1950 אושרה הלוואה ראשונה, של 10 מיליון דולר ל-10 שנים; הלוואה שנייה, בסכום של 30 מיליון דולר ל-2—5 שנים ובריבית של $6\frac{1}{2}$ אחוזים, אושרה ב-1957. הלוואה שלישית, של 10 מיליון דולר, אושרה ב-1959, והיתה אף היא לטווח בינוני, בריבית של $4\frac{1}{2}$ אחוזים.

ב-1960 אושרה הלוואה של 5 מיליון דולר בפרנקים בלגיים, שניתנה באמצעות קונסורציום של בנקים בלגיים, בערבות ממשלת בלגיה. ההלוואה היתה ל-5 שנים ובריבית של $1\frac{1}{2}$ אחוזים מעל שער הניכיון הבלגי. ממשלת ישראל היתה מעוניינת בהלוואה כדי לפתח קשרים כלכליים עם בלגיה, בתקווה לעודד זרם השקעות בלגיות בישראל בענף המתכת. ההלוואה נועדה למימון יבוא מוצרים בתהליך וצידוד, בכוונה לנצלה תוך שנה; אולם היבואנים הישראליים התקשו למצוא פריטים אטרקטיביים בשווקים הבלגיים, כך שקצב ניצול ההלוואה היה איטי, ותוך שנתיים נוצלו כ-1.5 מיליון דולר בלבד. יתרת ההלוואה הוחזקה כפקידון בבנק ישראל בפרנקים בלגיים.

הלוואה יחידה מממשלת בריטניה אושרה ב-1950, ל-14 שנה. סכום ההלוואה הגיע ל-3 מיליון ליש"ט, בשער ריבית של 2 אחוזים.

שתי הלוואות למועד בינוני הוענקו בתחילת שנות השישים בידי ממשלת פינלנד: 6.75 מיליון דולר ו-3.7 מיליון דולר — שתיהן ב-3 אחוזים ריבית לשנה.

ב-1966, עם סיום הסכם השילומים, נאותה ממשלת גרמניה להעמיד לרשות ממשלת ישראל הלוואות במרקס גרמניים, בסכום שנתי של כ-140 מיליון מרק. הלוואות אלה, שניתנו בתנאים נוחים (ראה לוח תנאי ההלוואות בנספח ג'), נתקבלו מאז מדי שנה, והחוב בגינן הסתכם בסוף 1976 בכ-773 מיליון דולר.

ג. חובות למוסדות בינלאומיים

1. הלוואות הבנק ליצוא וליבוא

הבנק ליצוא ויבוא ("אקסימבנק") הינו סוכנות של ממשלת ארה"ב, שמטרתה לעודד את הייצור האמריקאי על ידי מימנו באמצעות הלוואות ליבואנים בארצות שונות. חלק מההלוואות, שאישר בנק זה לישראל, ניתן לממשלת ישראל, והחלק האחר הוענק ישירות למפעלים שונים, בדרך כלל בערבותה של הממשלה. באמצעות הלוואות "אקסימבנק" מימנו בישראל פרויקטים

רבים, כמו הרחבת רשת המים, הרחבת רשת החשמל, ציוד למפעל הפוספטים באורון, אחזקת רשת הכבישים, ציוד לגמלים, רכישת קטרי דיזל לרכבת ישראל, רכישת מטוסי סילון ל"אל-על" וכו'. תנאי הלוואות בנק זה היו נוחים יותר מאלה הנהוגים בהלוואות מסחריות רגילות: שער הריבית נמוך, יחסית, פירעון הקרן מתחיל לאחר תקופת המתנה של מספר שנים, ומועדי הפירעון ארוכים, יחסית.

ההלוואה הראשונה אושרה לישראל מיד עם קום המדינה, והיתה שונה במידה רבה מכל הבאות אחריה, הן בהיקפה והן בתנאיה הנוחים. סכום ההלוואה עמד על 135 מיליון דולר, שער הריבית היה $3\frac{1}{2}$ אחוזים, תקופת ההמתנה 3.5 שנים והפירעון ל-14.5 שנים. הלוואה זו ניתנה ישירות לממשלת ישראל לניצול בשנים 1949–1950, ונועדה לסייע למדינה החדשה בחיזוק כלכלתה וקליטת העלייה.

יתר ההלוואות, שהעניק הבנק ליצוא וליבוא, היו נמוכות בהרבה, לרוב בין פחות ממיליון דולר ועד ל-10 מיליון דולר. במקרים חריגים הגיע סכומן ליותר מכך, אולם בשום מקרה לא עלה על 25 מיליון דולר. לרוב ההלוואות נקבעו מועדי פירעון ארוכים, יחסית, אך קצרים, בדרך כלל, מההלוואה הראשונה, והוא הדין לגבי תקופת ההמתנה. גם שערי הריבית היו גבוהים יותר, בין 5 ל-6 אחוזים. בשנים האחרונות, עם עליית שערי הריבית בשוקי האשראי בחוץ-לארץ, הועלה אף שער הריבית על ההלוואות ממקור זה לכדי 8 אחוזים.

2. הלוואות הבנק העולמי (I.B.R.D.)

עד 1959 לא פנתה ממשלת ישראל בבקשת הלוואה לבנק העולמי, כנראה בשל זרם ההון הניכר והנחות, שהשיגה המדינה ממקורות אחרים.

בכנס השנתי של הבנק העולמי ב-1958 נמסר לנציגי ישראל, כי הבנק העולמי מוכן להעניק הלוואה למימון פרויקטים ספציפיים למטרות פיתוח בישראל. בהתאם לפנייה זו, החל משרד האוצר, ולאחר מכן משרדים נוספים, להכין פרויקטים מתאימים. ב-1960 אושרה ההלוואה הראשונה של הבנק העולמי למימון ההוצאות במטבע חוץ הכרוכות בהקמת הנמל באשדוד: היקפה היה 27.5 מיליון דולר, בשער ריבית של 5.75 אחוזים לשנה, תקופת המתנה של חמש שנים ותקופת פירעון של 20 שנה. הלוואה זו ניתנה ישירות לממשלת ישראל. עד עתה אושרו לסירוגין עוד 10 הלוואות, בסכום כולל של 285 מיליון דולר, חלקן ישירות לממשלה וחלקן האחר למפעלים שונים בערבות הממשלה, לפי הפירוט בלוח 7.

ניצול הלוואת הבנק העולמי מותנה בשלבי ביצוע התכניות, והיא נועדה לממן רק את רכיב היבוא שבו. אף שלפני מספר שנים אושרו הלוואות לביצוע תכנית הביוב ותכנית הכבישים השנייה, הרי אלה נמצאים עדיין בשלבי ביצוע ראשוניים, ולפיכך טרם נוצל חלק ניכר מההלוואות.

השיקול העיקרי, הקובע את מידת זכאותה של מדינה לקבלת מימון מהבנק העולמי, הוא רמת התוצר לנפש. ככל שרמה זו נמוכה יותר, כן גדלה מידת זכאות מדינה להלוואת הבנק. שיקול זה, שהחלו לנהוג לפיו בהקפדת יתר בעשור האחרון, כשנצטמצמו משאבי הבנק, מהווה חיסרון רציני למדינת ישראל בהשוואה למדינות מתפתחות אחרות, השואפות להשיג מימון לפרויקטים שונים ממקור נוח זה.²⁰

3. הלוואות מקרן המטבע הבינלאומית

מדינות, החברות בקרן המטבע הבינלאומית, יכולות – בתנאים מיוחדים – להנות מהלוואות הקרן, בהיקף מירבי של פי ארבע מגובה מכסתם בזהב בקרן המטבע.²¹ עד עתה נמנעה ישראל

²⁰ ראה דיון נוסף אצל: A. Gilshon & others [9].

²¹ פירוט תנאי החברות בקרן המטבע הבינלאומית – ניתן למצוא ב: I.M.F. [10].

לוח 7

מילווות הבנק העולמי לישראל ליום 30.6.1977

השינוי במשך
המחצית הראשונה
של 1977

מצבת המילווות ליום 30.6.1977

הלווה ומטרת המילווה	תאריך המילווה	שנות הפירעון	הריבית (אחוזים)	סכום המילווה	הסכום שנוצל	היתרה שטרם נוצלה	הסכום שנפרע	יתרת החוב	הסכום שנוצל	הסכום שנפרע
(מיליוני דולרים)										
מילווות ישירים לממשלה										
רשות הנמלים — אשדוד	9.9.60	65—85	5.75	27.5	27.4	0.1	12.2	15.2	—	0.7
ממשלת ישראל — כבישים א'	17.10.62	67—80	5.50	22.0	22.0	—	15.6	6.4	—	0.9
ממשלת ישראל — כבישים ב'	14.7.71	76—91	7.25	30.0	10.6	19.4	1.1	9.5	0.8	0.6
ממשלת ישראל — כיוב	21.12.72	78—97	7.25	30.0	9.4	20.6	—	9.4	1.6	—
ממשלת ישראל — תעשייה	30.5.75	78—90	8.50	35.0	3.8	31.2	—	3.8	2.4	—
מילווות בערכות המדינה										
מפעלי ים-המלח	11.7.61	66—76	5.75	25.0	25.0	—	25.0	0.0	—	—
בנק לפיתוח התעשייה (מילווה א')	16.9.65	68—82	5.50	20.0	20.0	—	17.7	2.3	—	0.6
בנק לפיתוח התעשייה (מילווה ב')	15.11.67	70—83	*	15.0	15.0	—	12.0	3.0	—	0.7
בנק לפיתוח התעשייה (מילווה ג')	15.6.70	72—84	7.00	25.0	24.8	0.2	13.8	11.0	—	1.9
בנק החקלאות לישראל	21.10.70	74—87	7.25	20.0	20.0	—	3.1	16.9	—	0.5
בנק החקלאות לישראל	3.4.74	77—89	7.15	35.0	34.7	0.3	—	34.7	0.4	—
סך הכול				284.5	212.7	71.8	100.5	112.2	5.2	5.9

* שיעור הריבית לא נקבע בעת חתימת ההסכם.

ה ב ק ו ר : I.B.R.D. Statement of Loans — 30.6.1977

מלנצל את מלוא הסכום הניתן לניצול כאשראי, וזאת בעיקר עקב העלאת "המחיר" של כל נתח אשראי נוסף, שניצולו מותנה בהתחייבויות נוספות מצד הממשלה על דרך ניהול המדיניות הכלכלית.

במאי 1957 ניצלה ישראל את נתח האשראי הראשון, שהיה אז בגובה 1.9 מיליון דולר. זה נפרע ב-1958, ומאז לא ניצלה המדינה מקור זה של הלוואות, עד לספטמבר 1969. בתאריך זה ניצלה המדינה את נתח האשראי הראשון, שהגיע עתה לכדי 22.5 מיליון דולר, בעקבות שינוי המכסות בקרן. נתח זה נפרע באוקטובר 1972, לאחר שב-1971, שוב בעקבות הגדלת מכסות בקרן, הגדילה המדינה את האשראי מהקרן בעוד כ-10 מיליון דולר. ב-1974 לקחה המדינה מחדש את נתח האשראי הראשון, שעמד הפעם על כ-38 מיליון דולר, וב-1975, בעקבות התגברות קשיי מאון התשלומים, נטלה ישראל, זו הפעם הראשונה, את נתח האשראי השני, שעמד על אותו סכום דאשתקד. נוסף על כך נתקבלה הלוואה בסכום של כ-174 מיליון דולר במסגרת "קרן הדלק", שהועמדה לרשות מדינות שנפגעו מהתייקרות הדלק.

ב-1976 קיבלה ישראל מקרן המטבע הבינלאומית מלוות בסך 89 מיליון דולר. עיקר הסכום, כ-75 מיליון דולר, נתקבל במסגרת קרן המימון המפצה, שאותו העניקה הקרן למדינות, שהכנסותיהן מיצוא נפגעו בגלל השפל הכלכלי ששרר בעולם, והיתרה — בסך כ-14 מיליון דולר — נתקבלה במסגרת הגדלת מכסות האשראי של ישראל בקרן. בסוף 1976 הסתכמו התחייבויות המדינה לקרן בכ-331 מיליון דולר.

ד. חובות לזכאים אחרים

1. הלוואות מבנקים מסחריים בחוץ-לארץ

ההלוואות מבנקים בחוץ-לארץ ניתנות לגופים שונים בארץ, בדרך כלל בתיווכם של הבנקים המסחריים במדינה. רובן של הלוואות אלה נעשות במסגרת קווי אשראי קבועים או חד-פעמיים, ומשמעותם שבנק בחוץ-לארץ מעמיד לרשותו של בנק ישראלי אשראי בסכום ובתנאים שהוסכם עליהם מראש; הבנק הישראלי יכול לנצל אשראי זה כראות עיניו, אם להלוואות לגופים שונים במדינה או לגופים שונים בחוץ-לארץ.²² מבחינת הפיקוח על מטבע חוץ, הרי ההלוואות הכפופות לאישורים היו אלה שיועדו לגופים שונים בארץ, בעוד שהלוואות, שנועדו לגופים בחוץ-לארץ, אם בעסקי ארביטראג' של הבנקים או בעסקות אחרות, לא היו כפופות לאישורים מיוחדים, אלא ניתן להן אישור כללי. הסוג האחרון של ההלוואות לא נכלל במצבת חובות המדינה, בעוד שהסוג הראשון גרשם במצבה כחוב של מקבל ההלוואה הסופי לבנק בחוץ-לארץ.²³

עד אמצע שנות השישים נע משקלן של ההלוואות מבנקים מסחריים בחוץ-לארץ, בתוך כלל חובות המצבה, בסביבות 10—12 אחוזים. מאמצע שנות השישים ועד 1973 עלה משקלן לכ-20—22 אחוזים, אולם לאחר מלחמת יום הכיפורים, עם עלייתן המהירה של ההלוואות מממשלת ארה"ב, פחת משקלן לכדי 15 אחוזים.

בשנת 1976 הסתכמו החובות ליזמן ארוך ובינוני של גופים שונים בארץ לבנקים מסחריים בחוץ-לארץ בכ-1.3 מיליארד דולר. סכום זה התחלק בין מספר רב של חייבים, כגון הממשלה (כ-378 מיליון דולר), מוסדות כספיים וחברות ביטוח (כ-240 מיליון דולר), חברות ספנות ותעופה (277 מיליון דולר), חברות ממשלתיות אחרות (כ-120 מיליון דולר), יבואנים שונים, חברות בנייה ומקרקעין, חברות הסתדרויות, בנקים מסחריים ואחרים.

²² בדרך-כלל נגבים דמי שמירה על יתרה בלתי מנוצלת.

²³ ראה נספח א'.

בין החובות לזכאים אחרים, פרט לבנקים המסחריים, נמנים החובות לספקי סחורות, למספנות, למשקיעים מחוץ-לארץ, לבנקים ישראלים המלווים מטבע חוץ לגופים בארץ מתוך פיקדונות תושבי חוץ, לפרטים שונים ולאחרים. הרכב הזכאים האחרים השתנה במשך השנים. כך, למשל, נע החוב לספקי סחורות בתחום של 2 עד 10 אחוזים מסך חובות המדינה, ותנודות ניכרות חלו אף במשקל החוב למספנות בחוץ-לארץ ובאשראי הבנקאי ליבוא. החובות בקטגוריה זו הם בדרך-כלל פחות נוחים למדינה מהחובות ממקורות אחרים, שהם גם יותר ממוסדים: שער הריבית לזכאים האחרים גבוה יחסית, לחובות אלה אין תקופת המתנה, והן נפרעות תוך תקופות קצרות, יחסית.

4. מחיר החוב למשק

א. כללי

זרם ההלוואות מחוץ-לארץ אל המדינה קשור בקשת רחבה של תנאים, מהקשים ביותר עד לרכים מאוד. שלושה גורמים חשובים משפיעים על סיווג דרגת הקושי של תנאי ההלוואה: שער הריבית, תקופת הפירעון ותקופת "ההמתנה"²⁴. ככל שתקופת הפירעון ותקופת ההמתנה ארוכות יותר, וככל ששער הריבית נמוך יותר, נחשבת ההלוואה ל"רכה" יותר.

דרך פשוטה לאמוד את "רכותה" של ההלוואה היא הפרדתה לשני חלקים:

א. החלק השקול להלוואה, בתנאים מסחריים רגילים.

ב. החלק השקול למענק (Grant Equivalent = G.E.).

ככל שמשקל ה-G.E. גדול יותר יותר בסכום ההלוואה, אזי נחשבת היא ל"רכה" יותר, ולהיפך.²⁵

אומדני ה-G.E. של הבנק העולמי, לגבי הלוואות לארצות המתפתחות, מצביעים על כך, שישראל הצליחה לגייס הלוואות, שבהן ה-G.E. היה גדול, יחסית. מיקומה של ישראל בין 86 ארצות מתפתחות, בתקופה 1967—1974, נע בין המקומות החמישי עד התשיעי. לפי נתונים אלה מתברר, כי בין השנים 1967—1970 גייס המשק הישראלי הלוואות בסכום שנתי ממוצע של 600 מיליון דולר, בשער ריבית ממוצע של כ-4.9 אחוזים, בתקופת המתנה ממוצעת של 5.5 שנים ותקופת פירעון ממוצעת של 19 שנה. חישוב החלק השקול כמענק בתוך הלוואות אלה היה קרוב ל-200 מיליון דולר²⁶, דהיינו כשליש מגופת ההלוואות הכללית. בתקופה שבין 1971 ל-1974, גייס המשק הישראלי הלוואות בהיקף שנתי ממוצע של כ-656 מיליון דולר, בריבית ממוצעת של 5.2 אחוזים, תקופת המתנה ממוצעת של 7.1 שנים ולתקופת פירעון ממוצעת של 20.5 שנה. המענק הגלום בתוך הלוואות אלה, שחושב בדרך דומה, ירד לכדי 187 מיליון דולר, ומשקלו בתוך ההלוואות ירד לכדי 28.5 אחוזים. מכאן עולה, כי בתקופה האחרונה גייס המשק הלוואות בהיקף גדול יותר, אולם תנאיהן היו קשים יותר לעומת התקופה הקודמת. מן ההשוואה הבינלאומית, המובאת בלוח 8, מתברר כי המשק הישראלי נסוג למקום נמוך יותר בדירוג, הן בגודל ה-G.E., הן בגופת ההלוואות השנתי הממוצע שגייס בחוץ-לארץ, והן בחלקו של המענק באותן הלוואות.

²⁴ תקופת ה"המתנה" (period of grace) מתחילה עם קבלת ההלוואה, ומשמעותה היא מספר השנים, שבהן לא נדרש הלווה לבצע תשלומים בגין פירעון הקרן. לעתים אף שער הריבית הנדרש בתקופת ה"המתנה" נמוך מזה הנדרש בתקופת פירעון הקרן.

²⁵ ניסוח פורמאלי של G.E., ולוח המפרט את התנאים של חלק מההלוואות, ניתן למצוא בנספח ב'.

²⁶ ראה: I.B.R.D.: World Debt Tables, Vol. II, oct. 1976, p. 178. שער הריבית המסחרי, שהיווה את גורם הניכיון, היה 10 אחוזים.

התנאים הממוצעים ורכיב המענק הגלומים בחוב, שנחתם בתקופה 1967 עד 1974
בעשר המדינות הראשונות בדירוג, לפי גודלו המוחלט של ה-G.E.

1974 — 1971						1970 — 1967						
אחוז ה-G.E. (6)	G.E. (אלפי דולרים) (5)	פירעון ממוצע (שנים) (4)	המתנה ממוצעת (שנים) (3)	ריבית ממוצעת (אחוזים) (2)	סכום ההלוואות בממוצע שנתי (אלפי דולרים) (1)	אחוז ה-G.E. (5)/(1) = (6)	G.E. (אלפי דולרים) (5)	פירעון ממוצע (שנים) (4)	המתנה ממוצעת (שנים) (3)	ריבית ממוצעת (אחוזים) (2)	סכום ההלוואות בממוצע שנתי (אלפי דולרים) (1)	
68.3	717.1	37.5	8.6	1.8	1.050	(1) הודו	61.7	484.1	33.2	8.2	2.3	785
42.0	523.3	23.4	6.4	4.1	1.246	(2) אינדונזיה	52.9	321.6	28.1	8.2	2.9	608
47.8	311.0	23.9	6.4	2.9	651	(3) פקיסטן	57.7	211.8	31.6	8.4	2.6	367
13.2	285.0	13.9	3.9	7.3	2.160	(4) ברזיל	24.5	197.1	15.2	3.7	5.5	803
23.2	257.5	16.8	4.9	6.4	1.109	(5) קוריאה	32.4	193.1	19.0	5.5	4.9	596
18.4	232.6	12.2	4.4	6.2	1.261	(6) אלג'יריה	43.6	176.6	22.3	5.1	3.2	405
57.6	205.3	27.9	7.1	1.8	357	(7) בנגלדש	28.6	174.5	14.6	4.2	4.6	610
21.5	191.7	14.3	4.5	6.4	893	(8) זאיר	20.4	155.8	11.5	2.4	5.2	765
28.5	186.8	20.5	7.1	5.2	653	(9) ישראל	23.0	104.9	14.2	3.2	5.5	456
39.8	177.7	23.8	6.2	4.3	447	(10) טורקיה	34.8	100.5	23.2	5.4	4.9	289
34.3	173.9	18.7	3.8	4.3	507	(11) מצרים						

ב. תשלומי הריבית על חובות המדינה

מאז שנותיה הראשונות של המדינה, חל גידול ניכר בתשלומי הריבית השנתיים של המשק לחוץ-לארץ, אם כי ביחס לתקבולי היצוא נשאר משקלם יציב — כ־11 אחוזים בממוצע. בראשית שנות החמישים הסתכמו תשלומי הריבית בכ־15 מיליון דולר, ובתקופה האחרונה, לאחר שאירע בהם גידול מואץ, עלתה רמתם השנתית לכדי יותר מחצי מיליארד דולר. הגורם המכריע לגידול הניכר בתשלומי הריבית היה ההתרחבות הרבה של חובות המדינה, בעוד שהתנודות בשערי הריבית, אף שנעו במשך התקופה בתחום של כ־4.5 אחוזים, לא הספיקו כדי להביא לתנודות משמעותיות במגמת העלייה הכללית בתשלומים אלה.

החוב החיצוני של המשק מורכב בעיקר מחובות, ששער הריבית עליהם קבוע. עם זאת, עלה בשנים האחרונות בהדרגה משקל החובות, שעליהם שער הריבית איננו קבוע, אלא צמוד לאלה הנהוגים בשוקי אשראי בחוץ-לארץ (כמו שער היורו-דולר באירופה, ה־prime rate בארה"ב וכדומה). ב־1976 הסתכמו החובות לזמן ארוך ובינוני, עם ריבית צמודה, בכ־744 מיליון דולר, ו־525 מיליון דולר מתוכם היו חובות לטווח בינוני. משקל החובות עם ריבית צמודה בתוך כלל החובות לזמן בינוני הגיע לכדי 54 אחוזים, בעוד שמשקלם בכלל החובות לזמן ארוך הוא מבוטל — פחות מ־3 אחוזים ב־1976.

התפתחות שערי הריבית בעולם היתה, בדרך כלל, שונה באופייה מהתפתחות שער הריבית הממוצע של מצבת חובות המשק כולה²⁷. עד 1961 לא חל שינוי משמעותי בשערי הריבית בעולם (ראה דיאגרמה ג'2), ולעומת זאת עלה תלולות שער הריבית הממוצע על מצבת החובות. משנה זו החלה להסתמן מגמת עלייה איטית בשערי הריבית בעולם, בעוד ששער הריבית הממוצע על חובות המשק ירד ירידה חדה עד לשנת 1965, ומאז ועד 1972 הואט קצב ירידתו, אשר לוהה בתנודות; משנת 1973 היה מסלול דומה לשערי הריבית בעולם ולמצבת חובות המשק — דהיינו, עלייה חריפה; אולם בעולם הגיעה זו לשיאה ב־1974, ולאחר מכן החלה לרדת, בעוד שבישראל הגיעה העלייה לשיאה ב־1975, והירידה החלה רק ב־1976.

ניתן איפוא לראות, כי בשנים האחרונות, אף שהעיתוי אינו מדויק לגמרי, דומה התפתחות שער הריבית הממוצע על מצבת החובות, במידה רבה, להתפתחות שערי הריבית בעולם. הרגישות הגוברת של מצבת החובות להתפתחות שערי הריבית בעולם מקורה בשני רכיבים: ראשית, בתקופה האחרונה אירע גידול ניכר בחובות ברוטו של המשק, שנלקחו לרוב בתנאים ששררו באותה עת בשוקי האשראי השונים; שנית, העלייה ההדרגתית במשקל החובות, שבהם נהוגה ריבית צמודה, הגדילה את חלקם של החובות הישנים במצבה, המושפעים מהתנאים השוררים בשוק. חלוקת הארצות המתפתחות לפי רמות ההכנסה לנפש ולפי שער הריבית הממוצע על חובן החיצוני הציבורי²⁸ מראה, כי קיים קשר ישיר בין עליית ההכנסה לנפש לבין עליית שער הריבית הממוצע על מצבת החובות. בהשוואה זו בולט מקומה המיוחד של ישראל, המצויה בין הארצות, שבהן ההכנסה לנפש היא בקבוצה העליונה, מחד גיסא; ומאידך גיסא, בדירוג הארצות לפי גובה שער הריבית על חובותיה לחוץ-לארץ, היא נמצאת בקבוצת הארצות התחתונה, דהיינו בין הארצות, שבהן שער הריבית הממוצע הוא הנמוך ביותר.

בחובות המדינה לזמן ארוך, שערי הריבית הם בממוצע הנמוכים ביותר, והם געים, תוך תנודות קלות יחסית, סביב 5 אחוזים. שערי הריבית על החובות לטווח בינוני גבוהים יותר בדרך

²⁷ השוואה ממצה יותר היא זו של הריבית השולית, ששילם המשק, לריבית ששררה באותה שנה בשוקי האשראי בעולם, אולם הנתונים שבידנו אינם מאפשרים לגזור ריבית שולית זו. השימוש בנתוני הריבית הממוצעת יכול להיות קירוב טוב להתפתחות הריבית השולית, כאשר בודקים את כיוון השינויים ואת עוצמתם.

²⁸ חלוקה כזו לשנים 1967–1974 ניתן למצוא ב: I.B.R.D.: *World Debt Tables*, Vol. I, oct. 1976.

תשלומי ריבית על חובות המשק; היקפם, שערם הממוצע והשוואתם לנפח היצוא בשנים שונות
(מיליוני דולרים ואחוזים)

שער ריבית ממוצע		תשלומי ריבית יצוא (5)	יצוא סחורות ושרותים (4)	שער ריבית ממוצע (3)	מצבת החובות (2)	תשלומי ריבית (1)	
חובות לזמן בינוני (7)	חובות לזמן ארוך (6)						
..	..	11	141		410	15.2	1954
..	..	10	144	3.37	450	14.5	1955
..	..	10	178	3.83	500	18.2	1956
..	..	10	223	4.21	530	21.7	1957
..	..	13	216	5.04	581	28.0	1958
..	..	12	267	5.45	618	32.7	1959
..	..	12	336	6.34	646	40.1	1960
..	..	13	398	7.45	709	50.5	1961
..	..	11	472	6.64	801	50.1	1962
..	..	9	577	5.92	870	49.5	1963
..	..	9	619	5.80	1,050	55.7	1964
..	..	8	711	5.27	1,226	60.0	1965
..	..	10	834	5.41	1,320	68.9	1966
..	..	9	911	5.95	1,556	85.6	1967
..	..	8	1,150	5.33	1,902	92.2	1968
..	..	8	1,290	5.39	2,124	108.6	1969
..	..	10	1,402	5.95	2,616	140.9	1970
..	..	8	1,875	4.92	3,362	147.2	1971
..	..	8	2,222	4.86	3,993	178.9	1972
..	..	9	2,784	5.82	5,015	262.1	1973
9.62	4.85	11	3,634	7.02	6,068	389.1	1974
8.60	5.05	14	3,766	7.94	7,279	530.2	1975
6.76	5.00	12	4,422	6.37	9,147	523.0	1976

ה מקור: טורים (1) ו-(4) — הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, מאזני תשלומים;
טורים (2), (6) ו-(7) — נתוני אנף מטבע חוץ, משרד האוצר (נתוני הריבית הם נתונים ישירים);
טור (3) מחושב כיהם שבין תשלום הריבית השנתי לבין מצבת החובות הממוצעת (בין שתי שנים).
הערה: החל משנת 1970 ניכינו ממצבת החובות הלוואות מחוץ פיקדונות תושבי חוץ, כדי להעמיד את נתוני מצבת החובות על בסיס אחד עם נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

מצבת החובות לזמן ארוך ובינוני ושערי הריבית הממוצעים,

(מיליוני דולרים,

מספנות (4)		ספקי סחורות (3)		בנקים ואחרים (2)		מוסדות בינלאומיים (1)		זכאים	חייבים
שער ריבית	החוב	שער ריבית	החוב	שער ריבית	החוב	שער ריבית	החוב		
				7.8	93.7	4.4	4,062.1	מועד ארוך	ממשלה
		7.4	1.1	6.8	284.3	9.0	31.8	מועד בינוני	
		7.0	0.1	6.3	12.4			מועד ארוך	רשויות מקומיות
		7.0	0.2					מועד בינוני	
								מועד ארוך	מוסדות לאומיים
								מועד בינוני	
		7.1	28.2	7.0	60.6	6.3	47.5	מועד ארוך	חברות ממשלתיות
		6.8	0.2	6.7	60.2			מועד בינוני	
				6.2	37.3			מועד ארוך	מלכ"ר
		7.8	0.9	6.0	0.4			מועד בינוני	
				6.5	31.6	8.0	10.6	מועד ארוך	בנקים מסחריים
				6.7	41.8			מועד בינוני	
		7.0	4.4	7.5	192.5	7.3	110.5	מועד ארוך	מוסדות כספיים
		8.0	0.9	7.1	49.0			מועד בינוני	וחברות ביטוח
6.5	116.5			6.6	158.1	8.0	40.7	מועד ארוך	חברות ספנות
				6.8	118.7	7.0	0.5	מועד בינוני	ותעופה
				7.9	19.8			מועד ארוך	חברות תעשייה
		7.8	4.8	7.3	9.0			מועד בינוני	
		6.9	0.3	7.0	1.0			מועד ארוך	יבואנים
		7.2	2.2	7.7	14.8			מועד בינוני	
				6.8	8.1			מועד ארוך	חברות בנייה
				6.9	20.0			מועד בינוני	ומקרקעין
				7.3	5.9			מועד ארוך	חברות תיירות
								מועד בינוני	
		7.2	0.1	6.7	0.7			מועד ארוך	חברות קבלניות
								מועד בינוני	הפועלות בחו"ל
				7.2	32.9			מועד ארוך	הברות הסתדרותיות
				6.2	13.7			מועד בינוני	
								מועד ארוך	פרטיים
								מועד בינוני	
		6.3	0.5	7.5	16.4	3.5	1.1	מועד ארוך	אחרים
				6.7	11.9			מועד בינוני	
6.50	116.5	7.07	33.5	7.12	671.0	4.54	4,272.5	מועד ארוך	סך הכול
		7.61	10.4	6.82	623.8	8.97	32.3	מועד בינוני	
6.50	116.5	7.20	43.9	6.08	1,294.8	4.57	4,304.8	ארוך + בינוני	

הערות : (1) לא כולל "בונדס".

(2) שערי הריבית, הצמודים לשערים שונים בשוקי האשראי הבינלאומיים, נלקחו לפי השערים ששררו ב-30.12.76.

ה מקור : דפי עבודה שונים; אנף מטבע חוץ, משרד האוצר.

לפי חייבים וזכאים, ליום 31.12.76

(אתונים)

סך הכול		פת"ח (9)		משקיעים לא מאושר (8)		אחרים (7)		פרטיים (6)		משקיעים (5)	
שער ריבית	החוב	שער ריבית	החוב	שער ריבית	החוב	שער ריבית	החוב	שער ריבית	החוב	שער ריבית	החוב
4.46	4,311.6					3.9	155.8				
6.74	352.9					5.7	35.7				
6.43	13.9	9.6	1.4								
7.00	0.2										
2.20	0.5					2.2	0.5				
6.78	137.2	5.5	0.1			7.7	0.8				
6.64	70.8	6.2	8.9	6.4	0.3	7.2	1.2				
6.14	38.2					5.6	0.9				
6.66	3.9	6.2	1.9			6.8	0.7				
6.90	46.5			6.0	3.1	10.1	1.2				
6.70	41.8										
7.41	353.9	8.3	5.2	7.5	5.5	7.1	35.8				
7.12	49.9										
6.81	315.6					6.5	0.3				
6.77	127.6	6.4	2.0	6.3	6.3	5.0	0.1				
8.04	50.7	6.9	2.4	7.1	8.7	8.7	18.3			7.2	1.5
7.29	17.2	6.9	1.9	6.3	0.7	5.9	0.8				
6.97	3.0			6.4	0.1	7.0	1.6				
7.58	19.5	8.5	0.6	6.7	0.8	6.9	1.1				
6.30	24.6			6.1	12.7	5.7	3.2			7.0	0.6
6.73	25.6			6.3	4.2	5.6	1.4				
7.19	36.2			6.9	0.8	7.2	29.3			4.0	0.2
5.22	2.5			5.0	2.2	6.8	0.3				
6.70	0.7										
7.20	0.1										
7.21	34.0					7.6	1.1				
6.21	14.0	6.6	0.3								
2.90	2.4							2.9	2.4		
0.80	0.7							0.8	0.7		
6.64	79.3	7.8	0.9	6.5	11.6	6.4	42.5	0	0.1	6.7	6.2
6.29	22.2	6.3	0.5	6.3	4.8	5.2	5.0				
4.99	5,448.3	8.07	10.0	6.60	42.5	5.38	291.3	2.78	2.5	6.75	8.5
6.76	748.9	6.40	16.1	6.17	19.3	5.72	46.3	0.80	0.7		
5.22	6,197.2	7.04	26.1	6.47	61.8	5.46	337.6	2.38	3.2	6.75	8.5

כלל, ואף התנודות בהם חדות יותר. שער הריבית על החובות לטווח קצר גבוה משני קודמיו; כך, למשל, הוא הגיע ב-1976 לכדי 12 אחוזים²⁹, והוא גם הרגיש ביותר לשערים השוררים בשוקי האשראי השונים בחוץ-לארץ. שערי הריבית על החובות לטווח בינוני רגישים פחות לשינויים כאלה, מאחר שרק חלקם צמוד לשערי חוץ-לארץ, ותקופת חידושם ארוכה יותר. טיעונים אלה מתחזקים עוד יותר כאשר דנים בחובות לזמן ארוך, ומידת רגישותם לשינויי שערים בחוץ-לארץ היא אמנם הנמוכה ביותר.

חלוקת שערי הריבית הממוצעת על חובות לזמן ארוך ובינוני, לפי סוגים שונים של חייבים וזכאים, מצביעה על כך, שההלוואות לטווח ארוך, שהעמידו בנקים מסחריים שונים (אם במסגרת קווי אשראי — טור 2 בלוח 10; או במסגרת הלוואות מתוך פת"ח — טור 9) הן ההלוואות הנושאות את שער הריבית הגבוה ביותר. לעומת זאת, בהלוואות שהעמידו ממשלות שונות ומוסדות בינלאומיים (ראה פירוט נוסף בלוח 10), שער הריבית הוא הנמוך ביותר. יש לציין, כי שער הריבית על חובות של פרטים שונים לפרטים בחוץ-לארץ (לרוב קרובי משפחה) נמוך אף יותר, אולם היקפם של החובות אינו משמעותי.

בדיקת שער הריבית הממוצע לפי החייבים ב-1976, כפי שמובאת בלוח 10, מלמדת כי הממשלה נושאת בשער הריבית הממוצע הנמוך ביותר — 4.46 אחוזים, וחברות התעשייה נושאות בשער הריבית הגבוה ביותר — 8.04 אחוזים, והוא גובע בעיקר מן השער הנהוג בקווי אשראי מבנקים בחוץ-לארץ.

עד כה נידונה הריבית הישירה של חובות המשק, דהיינו הריבית שלפיה נערכו חווי ההלוואות. כדי להציג את המחיר הנכון של הלוואה למשק לווה, יש לחשב את הריבית האפקטיבית, שאותה הוא משלם, והמביאה בחשבון הוצאות נוספות המוטלות על המשק בגין קבלת ההלוואה.

כאשר קבלת הלוואה מותנה ברכישת מוצרים ספציפיים, ואלה נרכשים במחיר גבוה יותר מאשר במקור אלטרנטיבי, או שאיכותם נמוכה יחסית, או שאינם מתאימים לספסיפיקציות הרצויות³⁰, — הרי מחירה האפקטיבי של הלוואה כזו, למשק הלווה, גבוה יותר משער הריבית הישירה³¹. שער הריבית האפקטיבית בהלוואות הכבולות של ישראל לא חושב על ידינו, מאחר שאין בנמצא נתונים על מחירי המוצרים הנדונים בשווקים אלטרנטיביים בשנים שונות, על איכות מוצרים אלה ועל מידת התאמתם לצורכי המשק.

מחקר שנערך בידי אונקט"ד הראה, כי הירידה בערך הלוואה כבולה היא לפחות 10—20 אחוזים לעומת הלוואה בלתי כבולה³². אומדן זה איננו מתאים בהכרח למשק הישראלי, אולם יש בו כדי להמחיש את הגדלים, שבהם דנים.

נוסף על ההוצאות הנגרמות למשק בגין הצמדה, או כבילה, אפשר להצביע על סוגי הוצאה אחרים, שאותם יש לכלול במחיר הלוואה למשק. נציג להלן מסגרת ספציפית לחישוב המחיר האפקטיבי למשק של מילווות העצמאות והפיתוח, שמשקלם בין חובות המשק ניכר.

²⁹ אין בידינו נתון ישיר על שער הריבית בחוב לזמן קצר. משום כך גורנו אותו בצורה עקיפה כאומדן שארית של סך תשלומי הריבית של המשק באותה שנה. עם זאת יש לציין, כי אומדן זה נתון לטעויות גדולות, ויש להתייחס אליו בזהירות רבה.

³⁰ אחת הדוגמאות לכך היא ההלוואה הראשונה, שקיבלה המדינה מהבנק ליצוא-יבוא, בריבית ישירה של 3.5 אחוזים, ואשר היתה קשורה בהבאת ציוד, שנרכש ללא בדיקה מספקת, ונמצא לאחר מכן כבלתי מתאים. על כך ראה: Ben Shabar [6] עמוד 31.

³¹ נדגים את חישוב הריבית האפקטיבית כך: נניח שמדובר בהלוואה של 100 דולר לתקופת פירעון של שנה, ובריבית ישירה של 10 אחוזים, הכבולה לרכישת מוצר שמחירו לווה הוא 90 דולר בלבד. בתום שנה, כמתחייב מחווה ההלוואה, יחזיר הלווה סך של 110 דולר עבור קרן וריבית. שער הריבית האפקטיבי הוא איפוא 22 אחוזים, כפי שמתקבל מהמשוואה $90(1+e)=100(1+r)$ כאשר r הוא הריבית הישירה ו- e הוא שער הריבית האפקטיבית.

³² ראה: Frank [8] עמוד 6.

לשם כך נדון בנפרד בשלוש סוגיות :

1. דירוגו של מילווה זה בכלל מילווה המדינה, מבחינת נוחותו.
2. מידת תחליפיותו של המילווה למקורות מימון אחרים של המדינה.
3. הריבית האפקטיבית על מילווה העצמאות והפיתוח.

דירוג המילווה מבחינת נוחותם למדינה תלוי, כאמור, בתנאים שלהם, דהיינו בשער הריבית, תקופת הפירעון ואפשרויות הפירעון המוקדם. השוואת שערי הריבית הישירה⁸⁸ מראה, כי אלה של ה"בונדס" הם מהנמוכים ביותר במצבת החובות. תקופת הפירעון של ה"בונדס", הנעה בין 15–20 שנה, בהתאם לסדרות השונות, היא ארוכה, יחסית לחובות האחרים של המדינה. שני גורמים אלה לבדם מעמידים את ה"בונדס" בין ההלוואות שבראש הדירוג, לפי מידת נוחותם למשק. קיים כאמור גורם נוסף, המשפיע על מידת נוחותו של מילווה זה, והוא אפשרויות הפירעון המוקדם של האיגרות. נרחיב על כך את הדיבור קמעה :

בהתאם לתנאי הפרוספקטים של ה"בונדס", ניתנת הזכות לפדות את האיגרות במטבע חוץ לפני יום פירעונן : (א) ליורשים של בעלי האיגרות ; (ב) לארגוני דת, צדקה או חינוך, אשר קיבלו את האיגרות כתרומה לקרנות הבניין שלהם ; (ג) במקרה של איגרות השקעות פיתוח בלבד — לאחר הודעה מוקדמת של תשעים יום.

הזכות לפדות את האיגרות בלירות ישראליות לפני מועד פירעונן ניתנת : (א) למשקיעי חוץ לצורך מימון השקעותיהם בישראל ; (ב) לתיירים, לצורך שהותם בישראל, בסכום מוגבל ; (ג) לתושבי ישראל, שקיבלו איגרות אלה במתנה ; (ד) לעולים ולתושבים ארעיים, במסגרת העברת הונם ארצה ; (ה) לקרן או לארגון צדקה בישראל, אשר קבלו איגרות אלה כתרומה.

נוסף על כך, שמורה לבעלי האיגרות הזכות להחליפן באלה של סדרה חדשה יותר.

החלפת איגרות ישנות בחדשות היא תהליך, הידוע כ"גלגול חוב" קדימה, אשר יש בו משום תרומה להקלת לחץ פירעון הקרן בעתיד. כל עוד מוחלפות איגרות ישנות באיגרות חדשות, שפירעונן מאוחר יותר, ושיעורי הריבית הנמוכים במיוחד אינם משתנים, מהווה הדבר שיפור בהרכב מצבת החובות של המשק. מנתוני לוח 5 מתברר, כי קצב ההחלפות של איגרות מלווה העצמאות והפיתוח הרגילות, בינן לבין עצמן, לא היה משמעותי, בעוד שיותר משני שלישים מהאיגרות, שנמכרו כמילווה השקעות פיתוח מסדרה ראשונה, הוחלפו לאיגרות הנושאות שער ריבית גבוה יותר. גלגול זה, אף שהביא להארכת מועדי פירעון האיגרות בשנה עד שנתיים, היה קשור בהעלאה נומינלית של שער הריבית, מ-4.75 אחוזים ל-5.5 אחוזים.

פירושם המעשי של הפדיונות מוקדמים במטבע חוץ הינו הרעת התנאים המקוריים של האיגרות, ויש בכך משום הכבדת נטל פירעון הקרן בהווה, מה גם ששיבוש מועדי הפירעון עלול להכניס את המשק לקשיי בזילות ניכרים. נראה כי מנפיקי האיגרות הביאו גורמים אלה בחשבון, בהגבילם את אפשרויות הפירעון של איגרות מילווה העצמאות והפיתוח למקרים חריגים בלבד, כאמור, אולם איפשרו לבעלי איגרות מילווה השקעות פיתוח, המלווים בתנאים יותר מסחריים, להמיר איגרות אלה בקלות יחסית — לאחר הודעה מוקדמת של תשעים יום, כאמור. מתוך הלות מתברר, כי הפדיונות המוקדמים במטבע חוץ של מילווה העצמאות והפיתוח היו נמוכים, אולם שונה הדבר במילווה השקעות פיתוח, שקצב המרתם היה ביחס גבוה פי כמה, ובמיוחד זה של המילווה השלישי של השקעות פיתוח. גורם זה מצמצם במידה רבה את מידת נוחותו של מילווה השקעות פיתוח למשק, שכן סכומים ניכרים עלולים להידרש תוך זמן קצר.

הפירעונות המוקדמים בלירות ישראליות של ה"בונדס" מתקבלים במשק כתרומות מוסדות וגופים שונים, או כהעברות עולים ותושבים ארעיים, דהיינו ה"בונדס" הופך במקרה זה להיות העברה חד צדדית אל המשק ; אפשרות אחרת לפירעון מוקדם בלירות ישראליות הוא דרך השקעות

⁸⁸ ריבית ישירה היא זו הנקובה באיגרת.

ישירות במשק, שמידת נוחותן גבוהה, בדרך כלל, יותר מהתחייבות רגילה לחוץ-לארץ; דרך נוספת לפירעון מוקדם היא בידי תיירים, הקונים בארץ מוצרים ושירותים, שחלקם אינם סחירים בשווקים הבינלאומיים, ובכך יש תרומה להרחבת היצוא של המשק. בכל אלה יש משום הקטנה רבה של נטל החוב, כאשר מדובר בפירעונות מוקדמים במטבע מקומי. מנתוני לוח 5 מתברר, כי עיקר הפירעונות המוקדמים נעשה אכן במטבע מקומי, ומתוך כלל פירעונות ה"בונדס", שנעשו עד עתה, נפרעו כמחציתם בלירות ישראליות. יחס זה, שנהוג להציגו כטיעון למידת נוחותו של ה"בונדס", עלול להטעות ולהוליד מסקנות לא נכונות: ראשית, מועד הפירעון הרשמי של האיגרות, פרט למילוה העצמאות ומילוה הפיתוח הראשון, טרם הגיע; וכשיגיע המועד, ואז יש לפרוע את האיגרות במטבע חוץ, ישתנה ללא ספק היחס בין המרות בלירות ישראליות ובמטבע חוץ. שנית, הצגה זו איננה מבדילה בין סדרות ה"בונדס" השונות. לוח 5 מורה, כי משקל הפירעונות המוקדמים בל"י נמוך ביותר באיגרות של מילוה השקעות פיתוח, ועיקרו מתרכז במילוה הפיתוח הרגילים, ומכאן שאין לטיעון, בדבר ההיקף הניכר של פדיון מוקדם בל"י, אחיזה במילוה השקעות פיתוח, בעוד שלגבי מילוה הפיתוח הרגילים תופס טיעון זה, אולם, כאמור, בצורה מסויגת.

נושא אחר, שיש לדון בו, הוא באיזו מידה מחליף ה"בונדס" מקורות מימון אחרים של המדינה, ובמיוחד את העברות ה"מגבית" ארצה; שכן אם מהווים תקבולי ה"בונדס" תחליפים מושלמים להעברות המגבית, הרי נשלל הבסיס לעצם קיומו של מפעל ה"בונדס" במשק. לעומת זאת, אם תקבולי ה"בונדס" אינם קשורים להעברות המגבית ארצה, יש לדון בכדאיות מפעל ה"בונדס" רק במסגרת הקריטריונים של כדאיות לקיחת הלוואות, כפי שנעשה לעיל. קיימת גם אפשרות שלישית, פחות קיצונית, שבה קיימים יחסי תחלופה בין הבונדס להעברות המגבית, אולם אלה אינם מושלמים.

בהקשר הרחב של גיוס הון למשק, מפתית עצם קיומו של יחס תחלופה חיובי את מידת נוחותו של ה"בונדס", ולפיכך יהפוך הדיון דלעיל על כדאיותו למשק לבלתי רלבנטי. נראה כי האפשרות השלישית, דהיינו קיומם של יחסי תחלופה לא מושלמים בין קניית "בונדס" ותרומה למגבית, היא המציאותית ביותר. השאלה היא באיזו מידה רחוקים, או קרובים, יחסי תחלופה אלה משלמות, ועל כך אין בידינו תשובה מלאה; אולם בגלל חשיבותה הרבה של שאלה זו, ננסה להתייחס אליה בדרך עקיפה, תוך הבחנה בין הסדרות השונות של ה"בונדס". סקירת הפרוספקטים בהנפקות השונות של ה"בונדס" מראה, כי במילוה העצמאות במיוחד, וכן במילוה הפיתוח השונים, הושם דגש מיוחד דווקא על גורמים לא כלכליים⁸⁴ לצורכי הפצת האיגרות בחוץ-לארץ. שיקולם העיקרי של רוכשי האיגרות הללו היה בעיקר רגשי, וכידוע זהו גם השיקול העיקרי של התורמים למגבית. גיתן אפוא לומר, כי ככל שתנאי האיגרת "קלים" יותר, פוחת משקלו של השיקול הכלכלי הקשור ברכישת האיגרות מחד גיסא, ועולה משקל השיקול הרגשי, מאידך גיסא. התפתחות זו מגדילה את מידת התחלופה בין האיגרת למגבית, ולכן ניתן לומר כי מידת התחלופה בין מילוה העצמאות והפיתוח לבין התרומות למגבית גבוהה יותר מזו של מילוה השקעות פיתוח. גורם ניכרי הכדאיות למשק, שאותו יש לייחס למילוה העצמאות והפיתוח, יהיה אפוא גבוה יותר מגורם הניכוי, שאותו יש לייחס לאיגרות מילוה השקעות פיתוח.

השאלה השלישית לדיון הינה הריבית האפקטיבית שמשלם המשך על ה"בונדס"⁸⁵. מכירת

⁸⁴ בפרוספקט של מילוה שיקום ופיתוח נכתב:

"This offering may have a special appeal to persons with an interest in Israel rather than the general public".

⁸⁵ שיטת החישוב מתבססת במידה רבה על Ben Shahr [5], כאשר הוצאנו מכלל חשבון את השפעת הפיתוחים של הלירה.

ה"בונדס" בחוץ-לארץ כרוכה בהוצאות הפצה ניכרות. חלק מהוצאות אלה משולם ישירות לחברת ההפצה (D.C.I.) כדמי עמלה של 6 אחוזים, ואת יתרת ההוצאות מכסה המגבית היהודית המאוחדת (והדבר משפיע על היקף העברותיה ארצה). הוצאות ההפצה מפחיתות את ערך המילוות למשק, ויש לכלול אותן אפוא בחישוב שער הריבית האפקטיבית. זקיפת הוצאות ההפצה אל שער הריבית הישירה, שהוא כאמור בסביבות 4 אחוזים, מעמידה את השער האפקטיבי על 6 אחוזים. כאשר שער הריבית הישירה נשאר קבוע, וקיימות הוצאות הפצה, הרי עם קיצור תקופת הפירעון עולה שער הריבית האפקטיבי על ההלוואה. כפי שראינו לעיל, נפרע חלק ניכר מה"בונדס" בפירעון מוקדם, ויש אפוא להתחשב בגורם זה בחישוב מחיר מילוות אלה למדינה. לוח 11 מציג את התפתחות שער הריבית האפקטיבית על איגרות מילווה העצמאות והפיתוח. שער הריבית האפקטיבית עמד תחילה על 6 אחוזים, שיעור שכלל את שער הריבית הישיר ועוד הוצאות ההפצה. הפירעונות המוקדמים של ה"בונדס" העלו בהדרגה שער זה עד כדי 8 אחוזים בשנת 1961, ומאז עד שנת 1967 הוא נשאר יציב ברמה גבוהה זו. בעקבות מלחמת ששת הימים, שהביאה גיאות רבה בזרם ההון אל המשק, נחלשה מגמת הפירעונות המוקדמים, ועם זאת גברה הנטייה להחליף איגרות חוב מסדרות ישנות (במיוחד הסדרה השלישית של מילווה הפיתוח) באיגרות מסדרות חדשות, דבר שהקטין את הוצאות ההפצה. שני גורמים אלה, שפעלו במיוחד בשנים 1967 ו-1968, הורידו את שער הריבית האפקטיבית לרמה של 7 אחוזים. בשנים שלאחר מכן, רפתה הנטייה לגלגול איגרות ישנות בחדשות, תופעה שהעלתה את הוצאות ההפצה. נוסף על כך, במכירות החדשות של ה"בונדס", עלה משקל איגרות השקעות פיתוח, שבהן שער הריבית הנומינאלי גבוה מאשר באיגרות הרגילות (שינוי זה אינו מוצא את ביטוי המלא בעלייה מקבילה בשער הריבית האפקטיבי, בשל ירידת הוצאות ההפצה על איגרות אלה, הנמכרות בכמויות גדולות למוסדות ולגופים גדולים). בשל כך החל שער הריבית האפקטיבי לעלות, ועם התגברות קצב הפירעונות המוקדמים של האיגרות, במרוצת השנים האחרונות, חלה עלייה נוספת בשער הריבית האפקטיבי, והוא נאמד בשנים 76–1975 בכ-8.5 אחוזים.

לוח 11

שער הריבית האפקטיבית על מילווה הפיתוח, 1957 עד 1976

(אחוזים)

השנה	שער הריבית האפקטיבית	השנה	שער הריבית האפקטיבית	השנה	שער הריבית האפקטיבית
1957	6.0	1964	8.0	1971	8.0
1958	6.5	1965	8.0	1972	8.0
1959	7.0	1966	8.0	1973	8.0
1960	7.5	1967	7.0	1974	8.0
1961	8.0	1968	7.0	1975	8.5
1962	8.0	1969	7.5	1976	8.5
1963	8.0	1970	8.0		

ה מקור: לשנים 1957–1962: Ben Shahr [5].

1963–1966: רף א' [4].

1967–1968: כן-שחר ח', ואחרים [1], עמ' 87.

1969–1976: אומדן כותב עבודה זו.

לסיכום ניתן לציין, כי התנאים הרשומים על ה"בונדס", הכוללים ריבית ישירה נמוכה יחסית ותקופת פירעון ארוכה יחסית, נחשבים כתנאים נוחים במיוחד, מה גם שחלק ניכר מהם גפרע בלירות ישראליות. עם זאת יש להדגיש, כי כדאיות מפעל ה"בונדס" למדינה אינה מתמצה בתנאים הרשומים על האיגרות, אלא יש להביא בחשבון את ההוצאות האלטרנטיביות של המשק הכרוכות בהפצת מילווה זה: הריבית האפקטיבית של ה"בונדס", — המביאה בחשבון את הוצאות ההפצה, וגידול נוסף בהוצאות, הבא בעטיין כאשר מתקצרת בפועל תקופת הפירעון בעקבות פירעונות מוקדמים, — נאמדת בשנים האחרונות ב־8 אחוזים ויותר, שער הקרוב לשער הריבית המסחרית ששרר בשוקי האשראי בעולם. גורם נוסף הוא רכיב ההחלפה של ה"בונדס" בהעברות המגבית למדינה: ככל שרכיב זה גדול יותר (כפי שראינו, אפשר להניח שהוא אמנם חיובי), הרי כדאיות מפעל ה"בונדס" פוחתת. צירוף הוצאה אלטרנטיבית זו אל שער הריבית האפקטיבית שחושב לעיל, הופכת את ה"בונדס" ממילווה נוח ביותר למשק — למילווה, שמחירו למשק דומה במידה רבה למחירה של הלוואה מסחרית רגילה מחוץ-לארץ.

ג. מועדי פירעון החוב

אינדיקטור מקובל לקביעת דרגת נוחותו של חוב הוא מבנה החוב לפי אורך שנות הפירעון שלו. כל שמועד פירעון החוב רחוק יותר, נחשב הדבר לנוח יותר מבחינת המשק. ריכוז ניכר של חובות, שאותם יש לפרוע בטווח הקרוב, מצביע על קשיחות ניכרת בתשלומי החוב הצפויים, שבעטיה עלול משק להיקלע לקשיי נוזלות. במקרה שעיקר החוב צריך להיפרע בטווח ארוך יותר, מקנה הדבר למשק גמישות רבה יותר ואלטרנטיבות תכנון רבות יותר לפירעון החוב.³⁶

עיקר חובות המשק במטבע חוץ מקורן בהלוואות לטווח ארוך. הלוואות אלה כוללות את מילואות העצמאות והפיתוח, שטווח פירעונן נע בין 12—20 שנה; הלוואות ממשלת ארה"ב, שטווח הפירעון שלהם הוא כ־18 שנה בממוצע (בחלק מהן הוא אף 36 שנה); הלוואות הבנק העולמי, בין 15—25 שנה, והלוואות ממשלת גרמניה, הניתנות ל־20 שנה. נפח קטן יותר של הלוואות בקטגוריה זו נתקבל מספקים, מבנקים מסחריים וגורמים אחרים בחוץ-לארץ.

עד כה חל גידול רצוף ומתמיד בהיקף החובות לזמן ארוך, דהיינו קצב גיוס ההלוואות עלה על קצב פירעונן, ועד שלהי שנות השישים ניכרה מגמת עלייה בחלקם במצבת החובות, עד שבשנת 1969 הגיע חלקם ל־94 אחוזים מהחובות הרשומים במצבת חובות המשק. החל מאותה שנה, אף שהיקפם המשיך לגדול, ירד חלקם של חובות אלה במצבה, להוציא את שנת 1972, שבה ירד נפח ההלוואות למועדי פירעון קצרים יותר, עקב התרחבות סעיפי הון אחרים; וכן את שנת 1973, שבה חל גידול חד בהלוואות ממשלת ארה"ב ובמכירת ה"בונדס" עקב מלחמת יום הכיפורים. התפתחות בעלת אופי שונה התרחשה בחובות המשק לטווח בינוני. עד שלהי שנות השישים נשאר היקפם יציב למדי, ונע בגבולות 33—80 מיליון דולר. החל משנת 1970 חל בהם גידול מואץ, שהפך לתלול ביותר לאחר מלחמת יום הכיפורים, וב־1976 הם הסתכמו במיליארד דולר בקירוב. האשראי לטווח בינוני הינו, בדרך כלל, אשראי יקר יותר, במונחי שער הריבית, מאשר הלוואות לטווח ארוך שמקבל המשק. המקור העיקרי לאשראי זה הינו הלוואות של בנקים מסחריים בחוץ-לארץ, במסגרת קווי אשראי העומדים לרשות בנקים שונים בישראל.

לאורך התקופה כולה הסתמנה מגמת גידול בהיקף המוחלט של חובות המדינה לזמן קצר. בתחילת התקופה היתה מגמת הגידול איטית, ונעה בתחום של 30—50 מיליון דולר; בהמשכה נעשתה מהירה יותר, ונעה בתחום שבין 60—120 מיליון דולר; ובסוף התקופה הוחרפה מגמת הגידול, כאשר ב־1975 הגיעו החובות לזמן קצר לרמת שיא של 927 מיליון דולר.

³⁶ במקרה הראשון — פירעון מיידי של החוב הוא הכרח, בעוד שבמקרה השני, הרי פירעון מוקדם הוא אופציה בלבד.

ההלוואות לטווח קצר ממלאות למעשה שני תפקידים עיקריים: הן מממנות חלק ניכר מהיבוא של הסקטור הפרטי בצורת אשראי ספקים, ובכך מקילות על יבואנים את מימושן של עסקות; יחד עם זאת, הן מאפשרות למשק לשמור על רמת נזילות הכרחית, המתבטאת ברמת יתרות מטבע חוץ שברשותו, באמצעות מימון פעולות שונות, הכרוכות בורימת הון אל מחוץ למדינה. אחת מפעולות אלה היא כיסוי התשלום השנתי בגין שירותי החוב, בשעה שהמשק נקלע לקשיי נזילות; זהו מושג הידוע כ"גלגול החוב" קדימה. נראה כי עד אמצע שנות השישים, כאשר היקף ההון, שזרם אל המשק, היה גבוה יחסית, קבע את רמת החוב לזמן קצר בעיקר המשתנה הראשון — היבוא. בעת האחרונה, עם גידולם הניכר של הגירעון בחשבון השוטף ושל שירותי החוב, — שלא פוצו בגידול מקביל ביבוא הון לטווח ארוך ובינוני, — הורע מצב הנזילות הבינלאומית של המשק. התפתחות זו חיזקה את השפעת הגורם השני על רמת החוב לזמן קצר, שעלתה במידה ניכרת. נראה, אפוא, כי בשנים האחרונות פועלים שני המשתנים באופן סימולטני, תוך הכבדת משקל המשתנה השני — דהיינו הצורך בקיום נזילות הכרחית.

הרכב מצבת החובות לפי אורך תקופת הפירעון של ההלוואות השונות, מתייחס למעשה אל חוזי הלוואות שנחתמו בעבר, ויש בו כדי ללמד על יכולתו של המשק לגייס הלוואות בעלות מועדי פירעון שונים בתקופות שונות. בדיקת לחץ התשלומים בגין החוב על מאזן התשלומים של המשק

לוח 12

מצבת חובות המדינה, לפי אורך מועד ההתחייבות

מועד ארוך	מועד בינוני	מועד קצר	סך הכול	מועד ארוך	מועד בינוני	מועד קצר	סך הכול	שנה
(מיליוני דולרים)				(אחוזים)				
323	59	28	410	78.8	14.4	6.8	100.0	1954
354	66	31	450	78.7	14.7	6.9	100.0	1955
394	57	49	500	78.8	11.4	9.8	100.0	1956
423	61	46	530	79.8	11.5	8.7	100.0	1957
447	77	57	581	76.9	13.3	9.8	100.0	1958
506	67	44	618	81.9	10.8	7.1	100.0	1959
542	59	46	646	83.9	9.1	7.1	100.0	1960
587	74	48	709	82.8	10.4	6.8	100.0	1961
659	80	62	801	82.3	10.0	7.7	100.0	1962
732	73	64	870	84.2	8.4	7.4	100.0	1963
924	56	70	1,050	88.0	5.3	6.7	100.0	1964
1,062	40	124	1,226	86.6	3.3	10.1	100.0	1965
1,169	44	107	1,320	88.6	3.3	8.1	100.0	1966
1,432	46	78	1,556	92.0	3.0	5.0	100.0	1967
1,778	33	92	1,902	93.5	1.7	4.8	100.0	1968
1,998	44	82	2,124	94.1	2.1	3.8	100.0	1969
2,359	108	155	2,622	90.0	4.1	5.9	100.0	1970
3,086	161	183	3,430	90.0	4.7	5.3	100.0	1971
3,752	142	187	4,081	91.9	3.5	4.6	100.0	1972
4,700	203	190	5,093	92.3	4.0	3.7	100.0	1973
5,253	432	564	6,250	84.0	6.9	9.0	100.0	1974
6,250	440	927	7,617	82.1	5.8	12.2	100.0	1975
7,599	967	805	9,371	81.1	10.3	8.6	100.0	1976

בשנה מסוימת, הופכת את תקופת הפירעון שבחווה ההלוואה לבלתי רלבנטית. בדיקה כזו מחייבת ניתוח לוחות פירעון החובות השונים מדי שנה, דהיינו התשלום השנתי על חשבון קרן, שאותו יש לבצע מדי שנה בגין החוב כולו.

פירעון קרן, העומד לתשלום כבר בשנה הקרובה, הינו בעל משקל נכבד באיפיון מצבת החובות; ככל שהיקף תשלומים אלה גדול יותר, כן גדל הלחץ על מאזן התשלומים. משמעות חשובה נודעת גם לחובות, העומדים לפירעון בטווחים ארוכים יותר, מאחר שלקצב הפירעון יש השלכה ישירה על תכנון פירעון החוב; ככל שהתשלומים איטיים יותר, יהא התכנון גמיש יותר, והלחץ על מאזן התשלומים רפה יותר — יהיה החוב "נוח יותר", לפי המינוח המקובל. חילקנו את מועדי התשלום, בהתאם לדרגת "נוחותו" של החוב, לשלוש תקופות משנה: תשלום שיש לבצע תוך שנה — דרגת הנוחות של תשלום זה היא הנמוכה ביותר; מחמש שנים ומעלה — דרגת הנוחות הגבוהה ביותר; ותקופת ביניים, הכוללת תשלומים אותם יש לבצע משנה עד חמש שנים.

במרוצת שנות השישים לא חלו תנודות גדולות בסכומי הקרן שעמדו לפירעון תוך שנה; אלה נעו בתחום שבין 140—300 מיליון דולר. בתחילת שנות השבעים הסתמנה מגמת גידול בסכומים אלה, שנתחזקה במיוחד לאחר מלחמת יום הכיפורים, עם עלייתן החדה של ההלוואות לזמן קצר שגייס המשק, ואשר היוו באותן שנים כ-60 אחוזים מסכום הפירעון השנתי של הקרן. עם זאת, למרות הגידול התלול בסכומים אלה, לא עלה חלקם במצבת החובות בצורה משמעותית, בהשוואה לשנים הקודמות, מאחר שבמקביל חלה התרחבות כללית של כל סוגי ההלוואות שגייס המשק בחוץ-לארץ.

משקל החובות, שיש לפרעם בטווח הארוך (מעל 5 שנים), עלה, בכלל החובות, עד לשנת 1972, והגיע לכדי 65 אחוזים. מאז ואילך פוחת בהדרגה משקלם בסכומי הפירעון השנתיים, נוכח עלייתם של הפירעונות, שיש לבצעם בטווח הבינוני. התפתחויות אלה מצביעות על שיפור שחל בהרכב החובות לפי שנות פירעון עד לשנת 1972, ועל הרעה רצופה שחלה בו מאז 1973.

מסקנה זו מקבלת סיוע ממודד מצרפי יותר, דהיינו ממוצע משוקלל של שנות התשלום במצבת החובות, כפי שמופיע בטור האחרון של לוח 13. מודד זה ³⁷ מראה, כי מתחילת התקופה גרשמה מגמה של הארכת מספר שנות התשלום הממוצע של מצבת החובות, ואלה הגיעו ב-1972 לכדי 8.8 שנים בממוצע. לאחר מכן חלה ירידה הדרגתית במספר שנות התשלום הממוצע על כל אחת מהמצבות.

בטרם סיום, עלינו להציג הסתייגות אחת. ההצגה המובאת בלוח 13 משקפת את תחזית תשלומי הקרן, שעל המשק לעמוד בהן לפי מצב החוב בסוף כל שנה. למעשה אין לצפות, כי אלה יהיו אמנם התשלומים בפועל, בשל שתי סיבות עיקריות: ראשית, אין תחזית פירעון זו מתחשבת בעובדה, שהמשק יגייס הלוואות נוספות במשך תקופת הפירעון, והדבר ישנה את היקף התשלומים השנתיים, וייתכן שאף את חלוקתם על פני השנים. שנית, חלק מה"בונדס" ייפדה בלירות ישראליות לפני מועד הפירעון הרשמי, שעליו מבוססת תחזית הפירעון, ולדבר תהיה השפעה על הרכב התשלומים בפועל.

³⁷ חישוב מודד זה נעשה לפי לוח ג' 2' בנספח ד'.

לוח 13

לוח פירעון הקרן של מצבת החובות, לפי שנות התשלום

השנה	תוך שנה	מזה : זמן קצר	משנה עד חמש שנים	מחמש שנים ומעלה	סך הכול	תוך שנה	מזה : זמן קצר	משנה עד חמש שנים	מחמש שנים ומעלה	סך הכול	ממוצע שנות התשלום *
(מיליוני דולרים)						(אחוזים)					
1962	142	(62)	309	350	801	17.7	(44)	38.6	43.7	100.0	5.5
1963	169	(64)	293	417	878	19.2	(38)	33.4	47.5	100.0	5.8
1964	179	(70)	358	515	1,052	17.0	(39)	34.1	49.0	100.0	6.5
1965	241	(124)	337	648	1,226	19.7	(51)	27.5	52.9	100.0	6.9
1966	198	(107)	372	750	1,320	15.0	(54)	28.2	56.8	100.0	7.4
1967	198	(78)	395	963	1,556	12.7	(39)	25.4	61.9	100.0	8.1
1968	301	(92)	471	1,130	1,902	15.8	(31)	24.8	59.3	100.0	7.7
1969	244	(82)	564	1,316	2,124	11.5	(34)	26.5	62.0	100.0	8.2
1970	398	(155)	622	1,602	2,622	15.2	(39)	23.7	61.1	100.0	8.0
1971	475	(183)	777	2,178	3,430	13.9	(39)	22.6	63.5	100.0	8.7
1972	434	(187)	1,010	2,637	4,081	10.6	(43)	24.7	64.6	100.0	8.8
1973	549	(190)	1,376	3,168	5,093	10.8	(34)	27.0	62.1	100.0	8.4
1974	968	(564)	1,847	3,435	6,250	15.5	(58)	29.6	55.0	100.0	7.6
1975	1,414	(927)	2,159	4,044	7,617	18.6	(66)	28.3	53.1	100.0	7.5
1976	1,480	(805)	3,173	4,718	9,371	15.8	(54)	33.9	50.3	100.0	7.4

* חושב מנתוני לוח 3.

נספח א'

בשנים האחרונות מפרסמת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה נתונים על החוב החיצוני, השונים ממצבת החובות שמפרסם משרד האוצר. בארבע השנים האחרונות הראו נתוני המקורות השונים את הערכים הבאים, במיליארדי דולרים:

1976	1975	1974	1973	
11.8	10.1	7.9	6.7	א. החוב החיצוני, לפי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה
9.4	7.6	6.4	5.1	ב. מצבת החובות, לפי משרד האוצר
2.4	2.5	1.5	1.6	ההפרש

כפי שניתן לראות, קיים הבדל ניכר בין שני המקורות, וידיעת מקור ההבדלים עשויה לעזור בהסקת מסקנות, הנובעות מהשימוש הבלעדי בנתוני מצבת החובות כפי שנעשה בעבודה זו.

להלן סיכום ההבדלים:

- פיקדונות ארביטראג' בבנקים אינם נכללים בהלוואות המשק, לפי נתוני האוצר. לעומת זאת, נכללים הם בנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.
- נתוני האוצר כוללים הלוואות מכספי פת"ח, שקיבלו גורמים שונים בתוך המשק; לעומת זאת, אין מתייחסים בנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה אל הלוואות אלה כהלוואה מגורמים בחוץ-לארץ.
- נתוני האוצר אינם מתייחסים אל הפת"ח כאל הלוואה של המשק, — בניגוד לנתוני הלשכה.
- הלוואות לטווח של פחות מ-90 יום אינן נכללות בנתוני האוצר, אולם נכללות בנתוני הלשכה.
- הלוואות משרד הביטחון נרשמות בנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה עם קבלת המשלוח, — בעוד שבנתוני האוצר נרשמות הלוואות אלה במועד קבלת השטרות.

בגלל המקורות השונים, שעליהם מתבססים דיווחי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה והאוצר, אין אפשרות לחלץ בנפרד כל אחד מההבדלים שפורטו לעיל, ולכן לא ניתן לעבור בדרך פשוטה מהגדרה אחת לשנייה.

נספח ב'

חישוב ה-G.E. (Grant Equivalent) נעשה לפי הנוסחה הבאה:

$$G.E. = \left(1 - \frac{i}{r}\right) - \frac{1 - \frac{i}{r}}{r(T-\sigma) \cdot (1+r)^\sigma} \cdot \left[1 - \frac{1}{(1+r)^{T-\sigma}}\right]$$

כאשר T הוא מספר שנות הפירעון; σ — תקופת ה"המתנה"; i — שער הריבית (מניחים שהוא קבוע ושווה בתקופת ההמתנה ובתקופה שלאחריה); r — שער ניכיון, המתאים לשער הריבית המסחרית, הרווח בשווקי האשראי בחו"ל.

ניתן לראות, שכאשר $i = r$, אזי $G.E. = 0$, דהיינו, כאשר שער הריבית במצבת החובות שווה לשער הריבית האלטרנטיבי של המשק, אזי לא גלום במצבת החובות כל אלמנט של מענק.

נספח ג'

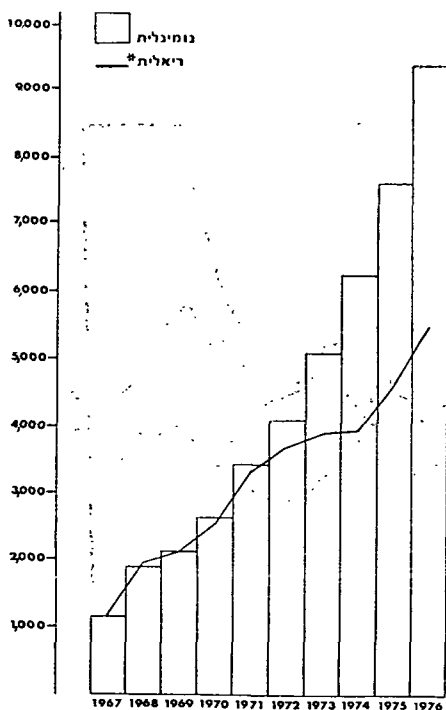
תנאי תשלום קרן וריבית להלוואות שונות

מעודכן ל-31.3.77

הבנק העולמי	— 8.5 אחוזים, שנתיים המתנה, 13 שנות פירעון.
הבנק ליצוא ויבוא (אקסים)	— 8.5 אחוזים, 3—5 שנים (לפרויקטים מיוחדים: 5 שנים המתנה, 30 תשלומים חצי-שנתיים, שווים ורצופים).
עודפי מזון	— שנתיים המתנה ב-2 אחוזים ריבית, 19 שנות פירעון קרן וריבית ב-3 אחוזים.
A.I.D. שיכון	— 8.8 אחוזים, 7 שנים המתנה, 45 תשלומים חצי-שנתיים שווים ורצופים.
מילווה מגרמניה	— 4.5 אחוזים, 5 שנים המתנה, 21 תשלומים חצי-שנתיים, שווים ורצופים.
הלוואות מסחריות	— 8 אחוזים, שנת המתנה, 12 תשלומים חצי-שנתיים, שווים ורצופים.
סיוע תומך	— 10 שנים המתנה בריבית של 2 אחוזים, 61 תשלומים חצי-שנתיים שווים ורצופים של קרן וריבית ב-3 אחוזים.
קרן המטבע הבינלאומית	— זכויות משיכה מיוחדות, ריבית של 4 אחוזים בשנה הראשונה, ותוספת של חצי אחוז לכל שנה נוספת עד למכסימום של 6 אחוזים, האשראי יוחזר החל מתום השנה השלישית ולא יאוחר מתום 5 שנים.
מילווה ביטחון	— 10 שנים המתנה ב-2 אחוזים ריבית, 20 שנה פירעון קרן וריבית ב-3 אחוזים, סך הכול 30 שנה.

המקור: האוצר, אגף מטבע חוץ.

נספח ד'



דיאגרמה נ' 1

מצבת החובות של ישראל, 1967 עד 1976

(מיליוני דולרים)

* הגדלים הריאליים נקבעו בדרך של ניכוי המצבה הנומינלית במחירי היצוא.

לוח נ' 1

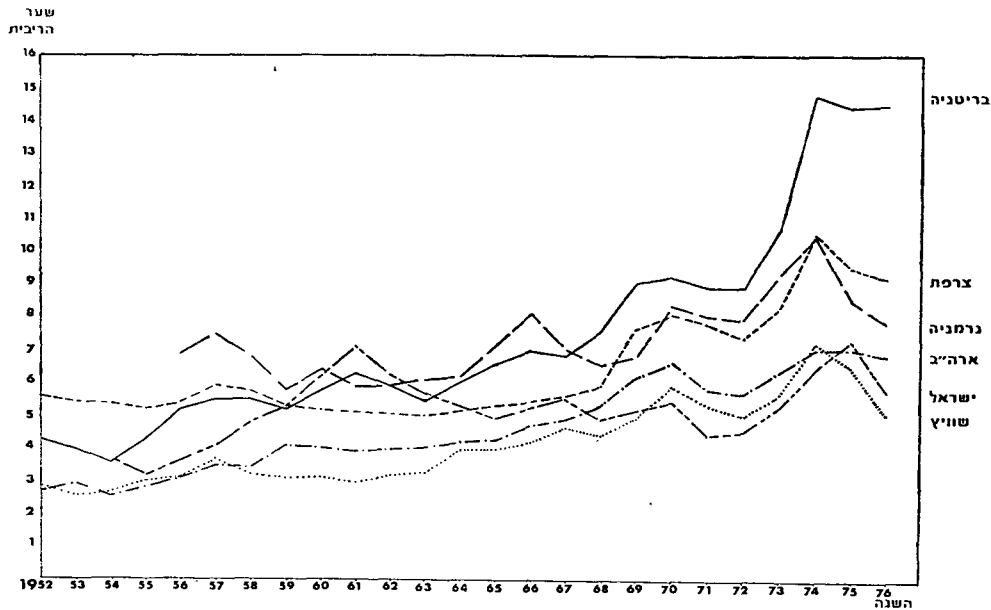
מצבת החובות הנומינלית והריאלית

השנה	מצבת חובות נומינלית	מדד מחירי יצוא	מצבת חובות "ריאלית" *	ריאליים שיעורי גידול (אחוזים)
1967	1,556	100	1,556	
1968	1,902	97	1,961	26.0
1969	2,124	200	2,124	8.3
1970	2,622	103	2,546	19.9
1971	3,430	107	3,323	30.5
1972	4,081	111	3,677	10.7
1973	5,093	131	3,888	5.7
1974	6,250	159	3,931	1.1
1975	7,617	165	4,616	17.4
1976	9,371	171	5,480	18.7

* בניכוי מדד מחירי היצוא (1967=100).

דיאגרמה נ' 2

שיעור תשואה על איגרות חוב ממשלתיות בארצות שונות, 1952 עד 1976 (אחוזים)



* לגבי ישראל — שער הריבית הממוצע על מצבת החובות.

לוח נ' 2
מצבת החובות בסוף כל שנה, לפי תחזית שנות הפירעון¹
(מיליוני דולרים)

שנת הפירעון	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
1	142	169	178	241	199	198	301	244	398	475	435	549	956	1,414	1,480
2	96	97	110	74	87	141	136	195	195	223	263	329	504	490	785
3	85	102	65	74	131	82	114	136	174	202	241	351	423	511	850
4	87	50	68	124	75	86	112	124	136	159	268	327	439	628	725
5	40	43	115	65	80	85	110	109	117	193	238	369	481	530	813
6	34	102	56	66	78	84	101	88	130	168	224	357	344	411	458
7	97	39	56	66	75	76	75	110	125	163	273	291	329	392	322
8	31	39	57	63	66	56	102	113	139	227	207	279	350	252	241
9	32	40	59	57	52	81	97	106	197	161	230	279	211	188	206
10	33	45	77	43	78	87	100	180	143	164	251	182	150	167	246
11	5	25	34	73	81	93	173	133	142	228	125	118	108	253	397
12	20	24	33	77	86	167	117	128	203	123	107	100	198	267	500
13	22	28	31	42	46	56	54	107	90	105	99	199	226	502	330
14	28	30	41	57	53	51	113	83	86	91	197	224	463	332	374
15	22	28	44	52	39	88	35	40	54	170	204	408	249	1,280	363
16	7	4	9	12	12	15	19	20	34	54	115	78	819	1,281	
17	.	12	19	11	9	14	66	23	112	63	70	659			
18		7		7	9	12	127	20	92	348	533				
19		22		22	63	41	87		44						
20						43		16	93						
21								61							
ללא מועד															
פירעון	18														
סך הכול	801	878	1,052	1,226	1,320	1,556	1,902	2,124	2,622	3,430	4,081	5,093	6,250	7,617	9,371
ממוצע משוקלל															
של שנות															
הפירעון	5.5	5.8	6.5	6.9	7.4	8.1	7.7	8.2	8.0	8.7	8.8	8.4	7.6	7.5	7.4

(1) שנת הפירעון האחרונה המופיעה בלוח כוללת את ההלוואות העומדות לפירעון גם בשנים שאחריה.

ביבליוגרפיה

- [1] 'בן שחר, ח', ברונפלד, ש', צוקרמן, א', שוק ההון בישראל, ירושלים, שוקן, 1972.
- [2] לויתן, ע', "נטל החזר החוב החיצוני על המשק הישראלי, 1960—1974", עיונים בכלכלה, מכון פאלק, 1976.
- [3] פרנקל, מ', תכנון ארוך טווח של מאזן התשלומים, עבודת מ.א. בחוג לכלכלה, האוניברסיטה העברית, ירושלים, סיון תש"ל.
- [4] רף, א', עלות המימון במלווה העצמאות הפיתוח, עבודה סמינריונית בחוג לכלכלה באוניברסיטה העברית, ירושלים.
- [5] Ben-Shahar, H., *Interest Rates and the Cost of capital in Israel, 1950-1962*, Kyklos-Verlag, Basel, 1965.
- [6] Ben-Shahar, H., *Public International Development Financing in Israel*, School of Law, Columbia University, N.Y., 1963.
- [7] Bittermann, H. J., *The Refunding of International Debt*, Duke University Press, 1973.
- [8] Frank Ch. R., *Debt and Tems of Aid*, Overseas Development Council, Memo series.
- [9] Gilshon, A., Ablin, R., Kessel, D., Liviatan, O., "The Case for Continued Participation by I.B.R.D. in Financing Development Projects in Israel", Bank of Israel, Research Dept., Dec. 1974.
- [10] I.M.F., *Selected Decisions of the Executive Directors*, IMF, Washington D.C.