

דין וחשבון הנגיד על עליית אמצעי התשלום בתקופה
שבין 31 בדצמבר 1976 ל-31 במאָרס 1977

לכבוד

הממשלה

וועדת הכספים של הכנסת

ירושלים

ירושלים, כ' בתמוז תשל"ז
6 ביולי 1977

הריני מתכבד להגיש בזה דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום בהתאם לסעיף 35 בחוק
בנק ישראל תשי"ד—(1954), לאחר שבשלושת החודשים אשר הסתיימו במאָרס 1977 עלו אמצעי
התשלום ב-2,741 מיליון ל"י, שהם 20.3 אחוזים.

עלייה זו התרחשה ברובה בחודש מאָרס (16 אחוזים) — חודש, שבו הביאו גורמים מיוחדים,
בעלי אופי ארעי, לגידול זמני ניכר בפיקדונות עובר ושב של הציבור. בחודש אפריל ירדו אמצעי
התשלום בכ-7 אחוזים. בחמשת החודשים הראשונים של 1977 הסתכמה העלייה באמצעי התשלום
בכ-15 אחוזים. מגמת ההתפתחות של אמצעי התשלום בתחילת 1977 מיוצגת טוב יותר ע"י
הנתונים לחמשת החודשים הראשונים של 1977 — תקופה, שבה מצטמצמת בעיית אי-הסדירות.
הנתונים לתקופה זו מורים, שהתהליך המהיר של הגידול באמצעי התשלום, אשר החל בחודשים
האחרונים של 1976, נמשך גם ב-1977 והתבטא בגידול בכמות הכסף שבידי הציבור מעבר
לעלייה במחירים.

נראה, כי לפי שעה, רק חלק מגידול זה התבטא בעליית הביקושים המקומיים; חלקו היה
קשור בהגדלת הביקוש להחזקת כסף מצד הציבור בעקבות ציפיות להאטת קצב עליית המחירים
והפיחותים בתקופה שלפני הבחירות, ובגידול הרב, שחל ברמת הפעילות בשוק המניות.
התרחבות מוניטרית מהירה זו התאפשרה, בראש וראשונה, ע"י הגברת הזרמת הנזילות למשק
מצד הסקטור הציבורי לממוצע של כמיליארד ל"י לחודש — בעקבות הגדלת ההוצאה הציבורית
השוטפת. הגידול הרב, שחל בצריכה הציבורית, התרחש בד בבד עם עלייה בצריכה הפרטית
ובלימתה של מגמת הגידול ביצוא. התפתחויות אלה וכן אופיים הבלתי יציב של הגורמים,
שהביאו לגידול בביקוש להחזקת כסף מצד הציבור, מסכנים את המגמות החיוביות, שהחלו
מסתמנות במחצית השנייה של השנה הקודמת, ואת ההאטה, שהושגה בקצב עליית המחירים
בתחילת השנה. הדבר מחייב התערבות מהירה ותקיפה, הן בדרך של קיצוץ בהוצאה השוטפת
של התקציב וריסון בצריכה הפרטית והן בדרך של היערכות לניהול מדיניות מוניטרית מרסנת
למניעת היווצרות עודף נזילות במשק. ריסון הצריכה הפרטית צריך שיעשה בדרך של עידוד
החיסכון והקטנת ההוצאה הציבורית השוטפת ולא בדרך של העלאת שיעורי המסים, שבה
גלומה השפעה אינפלציונית, ותרומתה לריסון הצריכה הפרטית באה רק בפיגור רב.

אי ריסון הביקוש לשימושים מקומיים יש בו לפגוע במידה רבה ביעילותה של מדיניות
עידוד היצוא ולעכב את התהליך המיוחל של שינוי מבנה המשק — תהליך, שבו מותנה חידוש
תהליך הצמיחה הכלכלית.

בכבוד רב,

(—)

ארנון גפני

נגיד בנק ישראל

1. התפתחות אמצעי התשלום והמשתנים המוניטריים האחרים

א. אמצעי התשלום

בשלושת החודשים שבין סוף דצמבר 1976 לסוף מארס 1977 גדלו אמצעי התשלום ב-20.3 אחוזים (23.4 אחוזים בניכוי עונתיות) והגיעו ל-16.2 מיליארד ל"י. גידול מהיר זה התרכז ברובו בחודש מארס, שבו פעלו גורמים מיוחדים, בעלי אופי ארעי; גורמים אלה הביאו גם בעבר לאי סדירות רבה בהתפתחות אמצעי התשלום.¹ לאחר עלייה חדה של כ-16 אחוזים בחודש מארס ירדו אמצעי התשלום באפריל ב-7 אחוזים, ובמאי הם שבו ועלו ב-3 אחוזים. בין סוף דצמבר 1976 לסוף מאי 1977 גדלו אמצעי התשלום בכ-15 אחוזים (כ-18 אחוזים בניכוי עונתיות). אכן, הצגת חמשת החודשים הראשונים של 1977 יש בה כדי לצמצם את ההטיה, הנובעת מאי הסדירות, ולהציג תמונה נאותה יותר של מגמת אמצעי התשלום בתחילת השנה. נתונים ארעיים על תקופה זו מורים, שהתהליך המהיר של גידול אמצעי התשלום, אשר החל בחודשים האחרונים של 1976, נמשך גם בראשית 1977. בחמשת החודשים הראשונים של 1977 עלו המחירים בכ-8 אחוזים בלבד, כך שהיתרות הריאליות שבידי הציבור גדלו בכ-7 אחוזים; כלומר, גידול של כ-1.5 אחוזים לחודש, בדומה לחודשים נובמבר-דצמבר 1976.

על רקע מגמת הירידה באמצעי התשלום הריאליים, שנמשכה כמעט ברציפות מאז 1974, יוצאת דופן היא עלייתם המהירה, שהחלה בחודשים האחרונים של 1976. לפי שעה נראה, כי גידול מהיר זה היה קשור רק בחלקו בעליית הביקושים המקומיים; חלקו נבע מהעדפה רבה יותר של גוילות מצד הציבור, בעקבות ציפיות להאטת קצב עליית המחירים והפיחותים לפני הבחירות וכן מהתרחבות רמת הפעילות ונפח המסחר בשוק המניות בתקופה זו. גורמים אלה תרמו חלק מן העלייה, שחלה בביקוש להתחזקת אמצעי תשלום מצד הציבור.

ב. פיקדונות הציבור לזמן קצוב

בחודשים הראשונים של השנה נמשך הגידול בפיקדונות הציבור לזמן קצוב, שהחל בחודשים האחרונים של 1976, לאחר מספר שנים של יציבות ברמתם הנומינלית. פיקדונות אלה גדלו ב-12 אחוזים בחמשת החודשים הראשונים של 1977, שיעור איטי במקצת לעומת סוף 1976. עיקר הגידול התרכז בחודשים ינואר-פברואר.

ג. תכניות חיסכון

ההפקדות נטו בתכניות החיסכון נמשכו ברמה דומה לזאת של סוף שנת 1976. עם זאת, הביאה ההאטה בקצב עליית המחירים לירידה בקצב הגידול של היתרה המשוערכת של פיקדונות אלה: בחמשת החודשים הראשונים של 1977 גדלה היתרה ב-16 אחוזים לעומת 28 אחוזים במחצית השנייה של 1976.

ד. פיקדונות הציבור במטבע חוץ

אלה גדלו בחודשים ינואר עד מאי 1977 ב-13 אחוזים, ובניכוי הפרשי פיתוח ושערים — ב-6 אחוזים (לעומת 9 אחוזים במחצית השנייה של 1976). הגידול התרכז בעיקרו בחודשים אפריל ומאי.

ה. האשראי לציבור

סך האשראי החופשי והמוכוון גדל בחמשת חודשי השנה הראשונים בכ-14 אחוזים.² זהו

¹ בשבוע האחרון של חודש מארס חל גידול ניכר באמצעי התשלום. גידול זה נבע, בחלקו הגדול, מן ההפקדות הזמניות הקשורות בחתימת הציבור על אמסיות של מניות. כן הושפע הגידול מן התחלטה להקדים את תשלום המשכורות לעובדי הסקטור הציבורי.

² נתון זה הוא בניכוי אומדן זקיפות הריבית על חשבונות החח"ד בסוף דצמבר.

שיעור גידול ניכר יחסית לעליית מחירים של כ-8 אחוזים בלבד שהתרחשה בתקופה זו. האשראי החופשי גדל ב-15 אחוזים,² והאשראי המזכוכון — בשיעור 12 אחוזים (8 אחוזים בניכוי הפרשי פיתוח). קצב הגידול של האשראי החופשי היה איטי, יחסית, בחודשים הראשונים של השנה והוחש בחודשים מארס עד מאי.³ לקראת סוף תקופה זו הועלתה הריבית התעריפית בכ-3 אחוזים. ערכה הריאלי של הריבית על האשראי החופשי עלה בתקופה זו עקב הקצב הנמוך יותר של עליית המחירים וצמצום הציפיות האינפלציוניות לזמן קצר.

האשראי המזכוכון במטבע ישראלי ירד ברביע הראשון של השנה, והוא שב ועלה בחודשים אפריל ומאי. בתקופה הנסקרת הועלה שער הריבית על אשראי זה בכ-2-4 אחוזים, במסגרת מדיניות צמצום הפער בין ריבית זו לבין הריבית על האשראי החופשי. יש לציין, שגם שערי הריבית הקרדיטורית על המלווה קצר המועד ועל הפיקדונות לזמנים קצובים הועלו במהלך המחצית הראשונה של 1977. מגמת גידול האשראי המזכוכון במטבע חוץ בתקופה זו היתה הפוכה מזו שבמטבע ישראלי: אשראי זה גדל בחודשים ינואר עד מארס, ואילו בחודשים האחרונים של התקופה הנידונה הוא ירד במקצת.

האשראי המאושר מאמצעי הבנקים במטבע חוץ ירד במשך ארבעת החודשים הראשונים של 1977 ב-3.5 אחוזים (במונחי מטבע חוץ) — ירידה, שהתרכזה באפריל.

לסיכום: האינדיקטורים העיקריים מורים על התרחבות מוניטרית מהירה, שחלה במהלך חמשת החודשים הראשונים של 1977. את זו אפשרה בעיקר הזרמת נזילות רבת היקף מצד הסקטור הציבורי, שמקורה העיקרי היה הגידול הרב בהוצאות הממשלה. העלייה בשערי הריבית הריאליים פעלה בכיוון בלימת השפעה המרחיבה של הזרמת הנזילות על הביקושים המקומיים.

עליית שערי הריבית, שהיא פרי המדיניות המוניטרית המרסנת שנקט בנק ישראל (דרך קביעת תקרה נעה לאשראי החופשי, ועם ביטולה, דרך העלאת הקנסות על גירעונות נזילות), אינה יכולה לשמש לזמן ממושך כתחליף לנקיטת מדיניות הוצאות מתאימה של הסקטור הציבורי: שערי הריבית הדביטורית אינם יכולים לעלות לרמה בלתי מוגבלת, שכן מעבר לגובה מסוים גוברת הכדאיות של קבלת אשראי מחוץ לארץ ועמה גם סכנת הצפתו של המשק בנזילות.

2. ההתפתחות הכלכלית בתקופה הנסקרת

בחודשים הראשונים של 1977 עלו הביקושים המקומיים במידה מסוימת, לאחר שהם ירדו במחצית השנייה של 1976. עלייה זו התרכזה בצריכה הציבורית והפרטית, בעוד שההשקעה המשיכה, כנראה, לרדת; כן נבלמה מגמת הגידול ביצוא הסחורות. גידול הביקושים התבטא בצמצום מה של האבטלה, וככל הנראה, הביא גם לגידול מסוים בתוצר. הנתונים שבידינו אינם מאפשרים לקבוע באורח חד משמעי האם לפנינו מגמה חדשה או שזוהי תנועה זמנית בפעילות, שכמותה ידע המשק במהלך השנתיים האחרונות. מכל מקום, יש בהתפתחויות אלה נסיגה מהכיוון הרצוי למשק.

קצב עליית המחירים הואט בחודשים הראשונים של 1977, אם כי לקראת התקופה הנסקרת הוא שב ועלה.

בהעדר נתונים על החשבונות הלאומיים בתקופה הנסקרת, נשענת ההערכה על הגידול בביקושים בראשית 1977 על כמה אינדיקטורים חלקיים, הדנים רק בחלק מהתקופה, כגון סקר כוח אדם, גידול מדד הייצור התעשייתי בחודשים ינואר-פברואר, הגידול הריאלי במסחר הקמעוני, בכלל, ובמכירות מוצרים בני קיימא, בפרט, ברביע הראשון של השנה והגידול במכירות

³ עיקר הגידול באשראי החופשי התרחש אמנם בתודש מארס, אך בחודש זה פועלים גורמים עונתיים הקשורים בעיקר בסיום שנת הכספים והמביאים מדי שנה לרמה גבוהה במיוחד של האשראי בחודש זה. תרמה לכך גם חתימת הציבור על אמיסיות המניות.

הדירות. סקר כוח האדם לרביע הראשון של 1977 מצביע על ירידה בשיעור האבטלה מ-4 אחוזים בממוצע במחצית השנייה של 1976 לכ-3.4 אחוזים (לפי נתונים מנוכי עונתיות). אינדיקטורים של שירות התעסוקה מורים על המשך מגמה זו בחודשים אפריל-מאי. לעומת זאת, ירד יבוא המוצרים בחודשיים הראשונים של השנה. ובכלל זה יבוא מוצרי צריכה.

בתקופה הנסקרת גדלה הצריכה, ולעומתה נמשכה, כנראה, הירידה בהשקעה. ברביע הראשון של השנה נמשך הצמצום בבנייה, וחלה ירידה נוספת ביבוא נכסי השקעה. יש לשער, שאת גידול הצריכה הניעה הגדלת הוצאות הממשלה, ובפרט העלאות השכר הניכרות בסקטור הציבורי והפרטי כאחד. ההתרחבות המוניטרית הניכרת, שהתרחשה בתקופה זו, נספגה, כנראה, בעיקרה באמצעות הגדלת הביקוש להחזקת נכסים כספיים בלתי צמודים, והשפעתה על הביקושים הריאליים היתה מצומצמת, יחסית.

מדד המחירים לצרכן עלה ב-7.6 אחוזים בחמשת החודשים הראשונים של השנה; זהו שיעור שנתי של 19 אחוזים, הנמוך במחצית מהקצב של השנה שעברה. חלק מההסבר לשיעור הנמוך, יחסית, נעוץ בהימנעותה של הממשלה מהטלת מסים ומביטול סובסידיות. כנגד זאת נמשכה מדיניות הפיחות הוחל, וקצב פיחות שערי החליפין אף עלה במקצת על קצב עליית המחירים. בחודשים הראשונים של השנה נפסק הגידול ביצוא מוצרים, ללא יהלומים, ובפרט ביצוא התעשייתי (לעומת החודשים האחרונים של 1976). ירידת היצוא התעשייתי משקפת בעיקר ירידה ביצוא הביטחוני, שהתפתחותו בלתי סדירה ובחלקה אינה קשורה במשק הישראלי; לעומת זאת עלה היצוא התעשייתי הלא ביטחוני. כמו כן נמשך הגידול ביצוא יהלומים ובתיירות. הירידה ביצוא לא הביאה להגדלת הגירעון המסחרי בחודשים הראשונים של השנה, שכן במקביל חלה ירידה גם ביבוא.

3. הגורמים לגידול אמצעי התשלום

הגידול המהיר באמצעי התשלום בחודשים הראשונים של 1977 קשור בשני גורמים: גדלה נכונותו של הציבור להחזיק נכסים נזילים בלתי צמודים, וחלה התרחבות מהירה בבסיס הכסף, שהונעה בעיקר על ידי הורמה ממשלתית רבת-מימדים.

הגדלת הביקוש הריאלי לכסף משקפת באופן כללי הגברת העדפת הנוזלות מצד הציבור בתקופה שלפני הבחירות והיא קשורה בירידה במחיר החזקת כסף, על רקע ציפיות לעלויות מחירים נמוכות יותר ולפיחותים קטנים יותר בזמן הקצר. נוספו על כך שני גורמים: העלייה הקלה בפעילות הכלכלית, והפעילות הנמרצת בשוק המניות⁴ (ובכלל זה גיוס ההון מצד הבנקים). במקביל להגדלת הביקוש לכסף, חל גידול מהיר גם בבסיס הכסף, אשר מיתן את ההשפעה הפוטנציאלית של הרחבת הביקוש לאמצעי תשלום על העלאת שערי הריבית. הגורם המרכזי, כאמור, לגידול בסיס הכסף, היתה העלייה בפעילות הסקטור הציבורי, ובפרט הממשלה. גוסף על כך הושפע גידול בסיס הכסף מעצם הגדלת ביקוש הציבור לנכסים כספיים בלתי צמודים, אשר מנעה הגדלת הספיגה, הנגרמת ע"י רכישת נכסים צמודים. בסיס הכסף הצר (מוזמנים בידי הציבור ונכסים נזילים בידי הבנקים) גדל בחמשת החודשים הראשונים של 1977 ב-21 אחוזים והגיע ל-12.8 מיליארד ל"י. סך בסיס הכסף הרחב, בתוספת גירעונות הנוזלות של הבנקים⁵, גדל ב-19 אחוזים, לעומת גידול של כ-15 אחוזים במחצית השנייה של 1976.

⁴ פעילות מוגברת בשוק המניות מעודדת החזקת רמה גבוהה יותר של נכסים נזילים בידי הציבור. ראה גם הערה 8 להלן.

⁵ בסיס הכסף הרחב כולל, גוסף על המוזמנים שבידי הציבור והנכסים הנוזלים של הבנקים, גם סוגים שונים של שחרורים מגזילות, הקשורים בהסדרי האשראי המכוון. השינוי בבסיס הכסף הרחב, בתוספת השינוי בגירעונות הנוזלות, מייצג טוב יותר את התפתחות הנוזלות במשק.

אמצעי התשלום לא גדלו בקצב אחיד, והתפתחותם במהלך הזמן הקצר שיקפה, בין השאר, גורמי ביקוש זמניים (ראה לעיל), עיתויין של ההורמות הממשלתיות הגדולות ופיגורים בהתאמה. השפעתם של גורמים מיוחדים אלה היתה חזקה במיוחד בחודש מארס, והיא מסבירה, כנראה, את הגידול הרב באמצעי התשלום בחודש זה ואת ירידתם החדה באפריל.

א. הזרמת הסקטור הציבורי

בחודשים ינואר עד מאי 1977 הזרים הסקטור הציבורי נזילות בהיקף של 5.3 מיליארד ל"י למשק; זוהי רמה חודשית של כמיליארד ל"י, לעומת רמה של כ-700 מיליון ל"י לחודש במחצית השנייה של 1976.

עיקר הגידול בהזרמת הסקטור הציבורי מקורו בעלייה המהירה בתשלומים המקומיים של הממשלה. עלייה זו נבעה, בין השאר, מפריצת מדיניות השכר ומאי ביצוע התכנית התקציבית, הנוגעת למניעת הגדלת שיעור הסובסידיה על מצרכי היסוד, מחד גיסא, ומפיגור בגביית המסים, מאידך גיסא. הרמה הגבוהה של התשלומים הממשלתיים המקומיים משקפת רמה גבוהה של ביקוש מקומי, וכנראה גם תשלומים על חשבון פעילות שבוצעה בראשית שנת התקציב 1976/77. בהורמה הממשלתית חלו תנודות חודשיות ניכרות, בעיקר בשל התנודות בהוצאות הממשלה. יש לציין, שזו השנה השנייה ברציפות, שבה מזרמה הממשלה סכומים גדולים למשק ברביע הראשון של השנה, שהוא הרביע האחרון לשנת התקציב, בניגוד למגמה העונתית בשנים שעברו, שבהן היתה ספיגה ברביע הראשון של השנה. ההורמה הממשלתית הגדולה ברביע הראשון של 1977 היתה קשורה בכך, שפג תוקף המגבלה על נפח הוצאות הממשלה. בראשית שנת התקציב 1976/77 הוטלה מגבלת הוצאה של 1/15 מסך התקציב לחודש בשליש הראשון של שנת התקציב, ושל 1/12 לחודש בשליש השני. הדבר הותיר הוצאה ברמה של 1/10 מן התקציב לחודש בארבעת החודשים האחרונים של שנת התקציב.

ב. רכישות מטבע חוץ והצבירה בפיקדונות מטבע חוץ

הספיגה דרך רכישות מטבע החוץ של הציבור עלתה לכ-78 מיליון דולר לחודש בחודשים אפריל ומאי 1977 לאחר שבשנת 1976 היא ירדה וברביע הראשון של 1977 היא נשארה ברמה נמוכה של כ-27 מיליון דולר לחודש.

ירידת רכישות מטבע החוץ בשנת 1976 נבעה מצמצום הגירעון בחשבון השוטף, שקוּזו רק בחלקו באמצעות הקטנת יבוא ההון של סקטור זה. בהעדר נתונים על מאזן התשלומים ב-1977, קשה לאמוד את השפעת ההתפתחויות בחשבון השוטף וביבוא ההון על הרכישות בתקופה זו, אולם ניכרים סימנים של התגברות תנועת קבלת ההלוואות בביטוח שער מחוץ לארץ, לקראת סוף שנת התקציב. כן נראה, שבקרב הציבור רווחו ציפיות, כי הממשלה תימנע מפחות משמעותי בתקופה שלפני הבחירות, אך עשויה לבצע פחות מעין זה לאחריהן. התפתחות האגיו על הדולר נת"ד מאשרת את קיומן של ציפיות אלה, אשר היו עשויות להביא להקטנת ניצול אשראי לזמן קצר מחוץ לארץ למשק עם התקרב מועד הבחירות (דרך ניצול מועט יותר של אשראי ספקים וכו'). התפתחות הספיגה דרך צבירת פיקדונות הציבור במטבע חוץ היתה דומה לזו שאירעה ברכישות מטבע חוץ: נמוכה בראשית השנה וגבוהה בחודשים אפריל ומאי.

ג. ההורמה דרך פעולות בנק ישראל

בתקופה הנסקרת נמשכה ההורמה דרך ניכיון המשנה של בנק ישראל, אם כי קצבה הואט בהשוואה למחצית השנייה של 1976. ההורמה דרך ניכיון המשנה במטבע חוץ היתה גבוהה במיוחד ברביע הראשון של השנה, אך בחודשים אפריל-מאי נתהפכה המגמה, ופעולות ניכיון המשנה במטבע חוץ היו סופגות. לעומת זאת, הצטמצם ניכיון המשנה במטבע ישראלי ברביע הראשון, והוא שב ועלה בחודשים אפריל ומאי. התפתחויות אלה תואמות את התפתחות שני סוגי האשראי המוכוון, אם כי הושפעו גם מגורמים מיוחדים, כהחזרת ההלוואה המיוחדת להקלת מצב הנזילות

של הבנקים (ראה להלן) והחזר ההפקדות במסגרת הק"י⁶. התפתחות האשראי המוכוון והרכבו קשורה לגורמים עונתיים, להגדלת יבוא היהלומים הגולמיים בציפייה להעלאת מחיריהם ולהעברת חלק מהאשראי המוכוון ליצוא ממסגרת האשראי הבלתי צמוד בל"י למסגרת האשראי במטבע חוץ⁷. עם זאת ייתכן, שהתפתחות האשראי המוכוון שיקפה בחלקה את השינויים בכדאיות היחסית של קבלת הלוואות במטבע חוץ, שמקורם בציפיות לשינוי שער החליפין. פעולות בנק ישראל בשוק הפתוח, אשר גרמו במהלך שנת 1976 להזרמת נזילות למשק, הביאו בחודשים הראשונים של 1977 לספיגה, אם כי היקפה היה מצומצם.

ד. האשראי הבנקאי לציבור

בחודשים הראשונים של 1977 נמשך, כאמור, גידול מהיר למדי באשראי הבנקאי לציבור, ובפרט באשראי החופשי. התפתחות האשראי החופשי היתה קשורה, כנראה, בחלקה בגורמים עונתיים וחד-פעמיים שונים⁸, שפעלו גם על הביקוש לכסף. נוסף על כך ייתכן, כי הרמה הגבוהה של הביקוש לאשראי חופשי בחודשים אפריל ומאי שימשה גם למימון הגידול בהחזקת נכסים במטבע חוץ.

הגידול המהיר באשראי החופשי ובביקושו של הציבור להחזקת פיקדונות עובר ושב ופיקדונות לזמן קצוב גרם לכך, שגירעונות הנזילות של הבנקים לא ירדו במשך התקופה בקצב מהיר, על אף הגידול הרב בבסיס הכסף ובנכסים הנזילים בידי הבנקים.

למרות הגידול המהיר באשראי החופשי, לא חרגו הבנקים, בממוצע תקופתי, מן המגבלה שהוטלה על גידולו של אשראי זה, במסגרת ההסדר המיוחד עם בנק ישראל. הסדר זה, שהחל במארכ 1976 וחודש פעמים מספר, העניק לבנקים הלוואה מיוחדת להקלת מצב נזילותם, והיא הותנתה בהגבלת גידול האשראי החופשי עד לתקרה נעה מסוימת. ההסדר קבע עלות שולית גבוהה, מנקודת ראות הבנקים, להרחבת יתר של האשראי כל עוד היו שרויים בגירעונות נזילות. בסוף השנה הקודמת, לאחר שגירעונות הנזילות פחתו במידה ניכרת, החליט בנק ישראל על חיסול תקרת האשראי באפריל 1977, והחזרת ההלוואה ב-4 תשלומים שווים (אחד בינואר, והיתר בחודשים אפריל-מאי). במקביל לביטול התקרה העלה בנק ישראל את הקנסות על גירעונות הנזילות ואת הריבית על הנכסים הנזילים של הבנקים, ובחודש יוני העלה את שיעור השתתפותם של הבנקים מאמצעיהם העצמיים בקרנות האשראי המוכוון לייצוא.

לסיכום: העלייה המהירה ביתרות הריאליות שבידי הציבור בראשית 1977 נבעה בעיקרה מקצב נמוך של עליות מחירים, מציפיות לשיעור נמוך של עליות מחירים ושל פיתוח בזמן הקצר, ומהגדלה מהירה של בסיס הכסף, בפרט דרך ההזרמה הממשלתית. מהלך התפתחות אמצעי התשלום הושפע מפעולתם של גורמים זמניים, כעיתוי ההזרמות הממשלתיות הגדולות, גיוס הון מצד הבנקים, ובמידת-מה הוא שיקף, אולי, גם פיגור במעבר מאמצעי תשלום לנכסים אחרים שבידי הציבור. עם זאת נראה, שהכוח המניע בהתפתחות זו היה העדפה בולטת יותר של הציבור להחזיק בנכסים כספיים בלתי צמודים, ובעיקר כסף.

⁶ אלה הפקדות בקרנות היצוא, שבהן נתחייבו הבנקים במטבע חוץ בשיעור מסוים מהאשראי הניתן בקרנות היצוא במטבע חוץ. דרישת ההפקדות בוטלה אשתקד, והחזרות נסתיימה בראשית שנה זו. תנועת ההפקדות במסגרת הק"י משפיעה בכיוונים מנוגדים על הלוואות הציבור במטבע חוץ ועל רכישות מטבע חוץ מצד הציבור (ראה לוח 3).

⁷ על העברה זו הוחלט בעקבות בדיקה, שערך בנק ישראל על צורכי המימון של היצוא: התחלקותם בין קניות בארץ ובחוץ לארץ.

⁸ כך, למשל, פעלה, כנראה, הרחבת גיוס ההון מצד המערכת הפיננסית להרחבת האשראי החופשי. בתקופה הקודמת להנפקה עולה, בדרך כלל, הביקוש לאשראי וחל גידול בפיקדונות עוברי-ושב. ההנפקה מגדילה את המקורות שאינם חייבים בנזילות בבנקים — דבר, העשוי לעודד אותם להרחיב את האשראי.

בתקופה זו לא נתמצו ההשפעות בכוח הגלומות בהרחבה המוניטרית הגדולה על הביקושים לשימושים, בעיקר בשל הרחבת הביקוש להחזקת כסף, וכנראה גם בשל הפיגור הטבעי, שבין הזרמת נזילות להשפעתה על הביקושים הריאליים. השפעתה המצטברת של התרחבות הנזילות על הביקושים ושינוי התנאים, אשר הצדיקו, מנקודת ראות הציבור, רמה גבוהה של החזקת נכסים כספיים בלתי צמודים, עלולה להתבטא בחודשים הקרובים בהגדלת הביקוש לשימושים מקומיים ובהגברת רכישות מטבע חוץ; ייתכן גם, שהתפתחויות בסוף התקופה הנסקרת מעידות על תחילתו של תהליך זה, ולפיכך יש לנקוט פעולה מהירה ותקיפה למניעת התפתחויות בלתי רצויות אלה.

4. המלצות

היעד המרכזי של המדיניות הכלכלית לשנים הקרובות הוא גידולו של היצוא, כך שיימשך השיפור במאזן התשלומים, והמשק יחזור בהדרגה לנתיב צמיחה, שבו יוכל להתמיד; זאת, תוך האטה ניכרת בקצב עליית המחירים במשק.

תנאי הכרחי להשגת יעד זה הוא ריסון הביקוש לשימושים המקומיים (צריכה פרטית וציבורית, והשקעות המכוונות לייצור לשוק המקומי). בלא ריסון זה לא ניתן להאט את קצב עליית המחירים, קטנה במידה רבה יעילותה של מדיניות עידוד היצוא, ומתעכב התהליך המיוחל של שינוי מבנה המשק — תהליך, שבו מותנה חידוש הצמיחה הכלכלית.

בחודשים הראשונים של 1977 התרחשו מספר התפתחויות, אשר עלולות לשבש את הדרך להשגת יעדי המדיניות הכלכלית: גברה, במידה ניכרת, הפעילות הממשלתית, וההזרמה הנלווית אליה; גדלה הנזילות במשק; הוחלט על העלאות שכר גדולות; עלתה הצריכה הפרטית, ונבלמה מגמת הגידול של היצוא. התפתחויות אלה מסכנות את המגמות החיוביות שניכרו במשק במחצית השנייה של השנה הקודמת ואת האטת קצב עליית המחירים בראשית שנה זו, והן מחייבות התערבות נמרצת לאלתר, במיוחד לנוכח אפשרות התפתחות אינפלציה של ביקוש, עם כל השלכותיה החמורות על מאזן התשלומים.

התווייתה של מדיניות כלכלית ברורה, שיהיה ניתן להפעילה בעקביות, תסיר את אי-הוודאות, השוררת כיום במשק, הבולמת שינויים במגמות הפעילות הכלכלית ועלולה לעורר גלי ציפיות בלתי מייצבות.

א. קיצוץ בתקציב

יש לקצץ לאלתר ובמידה ניכרת את ההוצאה הציבורית השוטפת (הוצאות הממשלה, הרשויות המקומיות ומוסדות הציבור), כדי להפחית את ההשפעה המרחיבה של פעולות הסקטור הציבורי על הביקושים המקומיים, ולהקטין את הזרמת הנזילות למשק, הנלווית למימון הגירעון שבתקציב.

על רקע ההרחבה הניכרת בהוצאה ובהזרמה הממשלתית בחודשים הראשונים של השנה, וכלי למנוע ירידה ביתרות מטבע החוץ של המשק, יש לשאוף לכך, שתקציב הממשלה למחצית השנייה של שנת הכספים 1977/78 יהיה תקציב מאוזן, ללא הזרמה.

יש להדגיש, כי הפחתת עודף הביקוש וההזרמה הממשלתית בדרך של קיצוץ בהוצאות המקומיות עדיפה לאין ערוך על פני העלאת שיעורי המסים. קיצוץ בהוצאות, בניגוד להעלאת מסים, אינו יוצר לחצים על המחירים מצד ההוצאות. נקיטת דרך זו רצויה במיוחד על רקע האטת קצב עליית המחירים בחודשים הראשונים של השנה — רקע נוח, יחסית, למיתון הסחרור האינפלציוני.

ב. עידוד החיסכון

יש צורך דחוף בעידוד החיסכון הפרטי על מנת לרסן את הצריכה הפרטית. אי לכך מוצע:

- לא להמשיך בהפחתת שיעור ההצמדה על איגרות החוב החדשות המוצעות לציבור;
- לקבוע באופן חד משמעי, שתנאי החיסכון הפיננסי לא ייפגעו בצורה רטרואקטיבית;
- להעלות את שיעורי התשואה הריאליים על החיסכון הפיננסי;
- להציע לציבור צירופים נוספים של אמצעי חיסכון, צמוד ובלתי צמוד.

עידוד החיסכון עדיף על העלאת מיסים כמכשיר לריסונה של הצריכה הפרטית. בשנתיים האחרונות חלה ירידה ניכרת בשיעורי החיסכון הפרטי. ירידה זו נבעה בחלקה מצמצום בהכנסה הפנויה ומפיגור בהתאימת הצריכה, ובחלקה היא נגרמה בשל הרעת תנאי החיסכון הוולונטרי ואי הוודאות בשוק ההון. יצוין, שלאחרונה כבר נקטו צעדים ראשונים לעידוד החיסכון הפרטי דרך גיוון אמצעי החיסכון הפיננסי המוצעים לציבור.

ג. עידוד היצוא

יש להמשיך במדיניות הפיחותים הנוחלים כאמצעי לשיפור רווחיות היצוא ולהעלות מחירים של היצוא והיבוא, יחסית למחירים המקומיים.

יש להדגיש, שקיצוץ בהוצאה הציבורית ובהזרמת הנזילות למשק מצד הממשלה יאיט את קצב עליית המחירים המקומיים ויגביר את יעילותה של מדיניות הפיחות הנוחל. כך יהיה ניתן להבטיח את הגידול הדרוש ברווחיות היצוא באמצעות קצב נמוך של פיחותים ונחלים.

ד. התאמה שוטפת של מחירי המוצרים והשירותים שבפיקוח

יש להתאים לאלתר ובאופן שוטף את מחירי המוצרים והשירותים שבפיקוח לשינויים בשער החליפין ובמחירים הבינלאומיים. אי התאמה שוטפת של מחירי המוצרים והשירותים שבפיקוח לשינויים בשער החליפין ובמחירים הבינלאומיים, שפירושה העלאת שיעור הסיבסוד, מגדילה את העיוות בהקצאת המקורות במשק ומוסיפה לנטל הכבד שסיבסוד זה מטיל על תקציב הממשלה. יש לציין, כי השינוי השוטף במחירי המוצרים והשירותים שבפיקוח נועד למנוע את ההשפעה החרیפה על המחירים, הנובעת מהתאמות חד פעמיות גדולות.

ה. צמצום היקף ביטוחי השער והסובסידיה הגלומה בהם

יש לצמצם את היקף ביטוחי השער הממשלתיים, הניתנים על הלוואות מחוץ-לארץ, ולהעלות את פרמיית הביטוח המוטלת עליהם.

כמו כן יש להפסיק את הענקת ביטוחי השער להלוואות, המיועדות להמרה ללירות ישראליות למימון פעילות מקומית — הלוואות, המשבשות את יעילותם של צעדי המדיניות המוניטרית, הבאים לרסן את הזרמת הנזילות למשק.

יש לציין, כי ביטוחי שער מוזלים מהווים, למעשה, עידוד ממשלתי ישיר לביקושים במשק — עידוד, הניתן מחוץ למסגרת התקציב.

ו. תיקון עיוותי מדיניות האשראי המוזל

יש להמשיך בתהליך של צמצום הפערים בין שערי הריבית על האשראי המוזל (שמעניקים הממשלה ובנק ישראל) לבין שערי הריבית החופשיים בשוקי הכספם וההון — כדי למנוע הקצאה בלתי יעילה של גורמי הייצור והסטת רווחיות לפעילות פיננסית.

יש להגביל את ממדי השימוש באשראי המוזל על יעדיו השונים, על רקע השפעתם המרחיבה של הסדרי אשראי זה על הנזילות במשק ועל רקע חוסר האפשרות להבטיח את השימוש באשראי המוזל למימון פעילויות מועדפות בלבד.

ז. המדיניות המוניטרית

תופעל מדיניות מוניטרית מרסנת, שתשולב במדיניות הכלכלית ותסייע בהשגת יעדיה.

עם זאת יש לחזור ולהדגיש, שהמדיניות המוניטרית לא נועדה לשמש תחליף למדיניות פיסקלית ולמדיניות שער חליפין, וספק רב אם עשויה היא לכך. יתירה מזאת: אין להטיל על המדיניות המוניטרית לסתור, לאורך זמן, את השפעתה המרחיבה של הפעילות התקציבית על הביקושים המקומיים ועל בסיס הכסף; בסופו של דבר, עשויה סתירה זו להביא לכרסום בבסיס פעולתה של המדיניות המוניטרית, שיקשה עליה למלא את תפקידה הטבעי, דהיינו נטרול מהיר וזמני של התפתחויות בלתי מייצבות.

ח. מילווה קצר מועד

כאמצעי חשוב להגדלת יעילות המדיניות המוניטרית, יש לאפשר לבנק ישראל לנהל מדיניות אקטיבית יותר בשוק הפתוח, דרך המילווה קצר המועד ואמצעים נוספים. ניהול המילווה קצר המועד יושתת על שינויים קטנים בשער הריבית על מילווה זה, שייעשו בתכיפות הדרושה בהתאם לנסיבות. כך תיטול לה הפעילות בשוק הפתוח מקום מרכזי יותר בין כלי המדיניות המוניטרית, על כל יתרונותיה בהשפעה ישירה של הבנק המרכזי על שערי הריבית ונפח בסיס הכסף.

לסיכום: צעדי המדיניות המומלצים עשויים לסלול את הדרך להשגת יעדיה המרכזיים של המדיניות הכלכלית במהירות: המשך תהליך השיפור במאזן התשלומים, חידוש הצמיחה הכלכלית והאטת קצב עליית המחירים. עם זאת, יש להדגיש, כי בלא קיצוץ ניכר בהוצאות הממשלה אין מנוס מהעלאת שיעורי המסים, למרות שאין זו הדרך הממולצת להשגת יעדי המדיניות.

התפתחות אמצעי התשלום, דצמבר 1975 עד מאי 1977

העלייה או הירידה (—) באמצעי התשלום לעומת החודש הקודם		יתרות לסוף החודש			
נתונים מנוכי עונתיות	נתונים מקוריים	סך כל אמצעי התשלום	פיקדונות עובר ושב	מזומנים	
(אחוזים)		(מליוני ל"ש)			
					1975
1.8	3.4	10,614	6,644	3,970	דצמבר
					1976
0.3	2.1	10,904	6,776	4,128	מארס
3.3	4.1	11,664	7,396	4,268	יוני
-0.1	-2.0	11,425	6,945	4,480	יולי
3.8	4.6	11,945	7,391	4,563	אוגוסט
-1.2	0.8	12,046	7,412	4,634	ספטמבר
1.7	1.4	12,216	7,592	4,624	אוקטובר
6.1	5.6	12,898	8,131	4,767	נובמבר
2.4	4.6	13,486	8,709	4,777	דצמבר
					1977
4.3	1.2	13,645	8,714	4,931	ינואר
3.6	2.3	13,965	8,837	5,128	פברואר
14.2	16.2	16,227	10,599	5,628	מארס
-8.2	-7.2	15,054	9,516	5,538	אפריל
4.1	2.6	15,449	9,818	5,631	מאי *
					העלייה בין סוף דצמבר 1976 לסוף מארס 1977 — התקופה הנסקרת בדין וחשבון זה **
23.4	20.3	2,741	1,890	851	
					העלייה בין סוף דצמבר 1976 לבין סוף מאי *** 1977
17.9	14.6	1,963	1,109	854	

* נתונים ארעיים.
** השינוי מתייחס לתקופה של 3 חודשים.
*** השינוי מתייחס לתקופה של 5 חודשים.

לוח 2

נכסים כספיים שבידו הציבור, 1974 עד מאי 1977
(יתרות לסוף התקופה, מיליוני ל"י)

מילווה קצר-מועד	פיקדונות מט"ח (בעיקר פז"ק ותמ"ם) ***	תכניות חיסכון **	פיקדונות צמודים לטווח ארוך	פיקדונות לזמן קצוב בל"י *	אמצעי תשלום	סוף רביע
						1974
162	11,508	7,241	0	3,709	8,722	IV
						1975
83	14,487	12,532	56	3,686	10,614	IV
						1976
153	16,188	13,548	62	3,659	10,904	I
138	17,670	15,690	84	3,714	11,664	II
95	19,697	17,432	96	3,825	12,046	III
67	22,333	20,110	132	4,238	13,486	IV
						1977
74	22,153	20,815	166	4,358	13,645	ינואר
78	22,461	21,123	186	4,627	13,965	פברואר
76	23,658	21,717	204	4,607	16,227	מארס
74	24,473	22,402	218	4,632	15,054	אפריל
88	25,309	23,378	236	4,749	15,449	מאי ****

* כולל פיקדונות כנגד התחייבויות.

** כולל הפרשי הצמדה. בתקופה שבין סוף דצמבר 1975 לסוף דצמבר 1976 נוספו הפרשי הצמדה בסך 3,995 מיליון ל"י. בתקופה שבין סוף דצמבר 1976 לסוף מאי 1977 נוספו הפרשי הצמדה בסך 1,553 מיליון ל"י.

*** כולל הפרשי פיצות ושערים. בתקופה שבין סוף דצמבר 1975 לסוף דצמבר 1976 נוספו הפרשי פיצות בסך 4,024 מיליון ל"י. בתקופה שבין סוף דצמבר 1976 לסוף מאי 1977 נוספו הפרשי פיצות בסך 1,761 מיליון ל"י.

**** נתון ארעי.

לוח 3

השפעת הסקטורים השונים על בסיס הכסף, ינואר 1976 עד מאי 1977
(+) הורמה (-) ספיגה
(השינויים במיליוני ל"י)

ינואר-מאי סך הכול	1977						1976				המקורות לעליית בסיס הכסף
	ינואר-מאי	מאי	אפריל	ינואר-מארס	מארס	פברואר	ינואר	אוקטובר-דצמבר	יולי-ספט'	אפריל-יוני	
15,321	12,141	1-158	3,338	1,904	161	1,273	2,449	1,872	2,067	1,754	1. הורמת הסקטור הציבורי, נטו
(4,186)	(1,941)	(-278)	(2,523)	(1,554)	(-19)	(988)	(1,882)	(1,073)	(1,538)	(1,516)	מזה: הורמה בגין פעילות ממשלתית
1-2,228	1-853	1-560	-815	104	-423	-496	-927	-1,686	-263	-1,473	2. מכירות מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי ²
							(-1,044)	(1,836)	(-1,396)		בניכוי מימון משלוחי יצוא מאמצעי הבנקים ³
(-377)	(0)	(0)	(-377)	(-93)	(-198)	(-86)	(-128)	(22)	(-34)	(7)	מזה: הפקדות בקרנות היצוא במטבע חוץ (הק"י)
1,374	-334	-338	-692	-218	-349	-125	-550	-389	-644	-502	3. השפעת צבירה בפסקידנות מטבע חוץ
796	24	-174	946	27	590	329	447	228	264	-15	4. אשראי במטבע חוץ לסקטור הפרטי ⁴
-72	49	337	-458	-146	-105	-207	270	277	-570	294	5. אשראי במטבע ישראל לסקטור הפרטי ^{2,5}
							(346)	(375)	(166)		בניכוי מימון משלוחי יצוא מאמצעי הבנקים ³
-120	-17	-50	-53	-19	-38	4	74	31	56	486	6. פעולות בשוק הפתוח
1-103	18	-285	-396	-384	314	-326	-157	-25	189	-232	7. גורמים אחרים
12,220	1,008	-658	1,870	1,268	150	452	1,606	308	1,099	312	8. סך כל העלייה בבסיס הכסף הצר
1-4	19	173	-86	-74	-25	13	152	-68	26	-47	9. שחרורים מגזילות והפרש מוכר ²
12,216	1,017	1-585	1,784	1,194	125	465	1,758	240	1,125	265	10. סך כל העלייה בבסיס הכסף הרחב ²
1-167	1-202	121	114	114	251	-351	-563	203	-361	-417	11. גרעון בגזילות של הבנקים

1 נתון ארעי.
2 העברת מימון משלוחי יצוא לקווי אשראי של הבנקים בחוץ לארץ, כמאי 1976, נרמה
א. להגדלת רכישות הציבור במט"ח ב-1,133 מיליון ל"י באפריל-יוני וב-267 מיליון ל"י ביולי-דצמבר;
ב. להקטנת האשראי במט"ח ב-736 מיליון ל"י באפריל-יוני, וב-174 מיליון ל"י ביולי-דצמבר;
ג. הקטנת השחרורים מגזילות ב-255 מיליון ל"י באפריל-יוני, וב-60 מיליון ל"י ביולי-דצמבר;
ד. ההשפעה הנקייה על בסיס הכסף הרחב הסתכמה ב-142 מיליון ל"י באפריל-יוני וב-33 מיליון ל"י ביולי-דצמבר.
3 המכירות בחיקון משלוחי יצוא חושבו רק למספר תודשים לאחר שינוי צורת המימון, תקופה בה הביא המעבר לדרך המימון החדשה להשפעה משמעותית (ראה הערה 2).
4 כולל השפעת הפקדות בקרנות היצוא במטבע חוץ (הק"י).
5 כולל קרן משלוחים.

לוח 4

התפתחות רכיבי האשראי הבנקאי¹ 1975, 1976² עד מאי 1977
(יתרות לסוף התקופה, מיליוני ל"י)

	1977						1976		1975	
	מאי	אפריל	מארס	פברואר	ינואר	דצמבר	ספטמבר	יוני	מארס	
9,845	10,034	10,349	9,116	8,751	8,958	8,680	7,965	7,905	7,072	(1) אשראי חופשי
5,925	5,734	5,002	5,123	5,324	5,386	4,786	4,336	4,092	4,279	(2) אשראי מוכוון במטבע ישראלי ³
254	277	322	344	358	332	250	309 ⁵	1,351	1,280	(3) אשראי מוכוון במטבע ישראלי צמוד למטבע חוץ ⁴
4,551	4,464	4,653	4,601	4,200	3,828	3,414	2,965	2,531	2,392	(4) אשראי מוכוון במטבע חוץ ⁶
..	9,386	9,669	9,682	9,484	9,175	7,842	6,785 ⁵	5,104	4,933	(5) אשראי מאושר במטבע חוץ
..	29,895	29,995	28,866	28,117	27,679	24,972	22,360	20,983	19,956	(6) סך כל האשראי לציבור

1 אינו כולל אשראי לממשלה ולמוסדות הלאומיים.

2 האשראי במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ כולל הפרשי פחות.

3 כולל את הקרנות: "ייצור ליצוא", "פרי הדר וכותנה", "יצוא עקיף", הון חוזר להקלאות", "הון חוזר לתעשייה", "משקים מודרכים" ו"מילוה מעסיקים". "מילוה מעסיקים", שרמתו הגיעה בסוף מאי 1977 לכ-600 מיליון ל"י ניתן בתנאי הצמדה.

4 קרן משלוחים.

5 החל בחודש מאי 1976, ניתנה לבנקים האפשרות לעבור למימון משלוחי יצוא מקווי אשראי מחוץ לארץ. הבנקים ניצלו אפשרות זו בהיקף ניכר, והרבר מהבטא כאן בהעברת פעולות מימון משלוחי היצוא מסעיף אשראי מוכוון צמוד למטבע חוץ (שורה 3) — לסעיף אשראי מאושר במטבע חוץ (שורה 5).

6 כולל "קרן יהלומים" ו"קרן יבוא לשם יצוא" וניכיון משנה במטבע חוץ מחוץ לקרנות.

7 מינאר הועברו כ-100 מיליון ל"י הלוואות כנגד ניכיון משנה במטבע ישראלי, שלא במסגרת הקרנות מהאשראי החופשי — לאשראי המוכוון במטבע ישראלי.