

## דין וחשבון הנגיד על עליית אמצעי התשלום בתקופה

שבין 30 ביוני 1976 ל-31 בדצמבר 1976

ירושלים, י"ז בניסן תשל"ז  
5 באפריל 1977

לכבוד  
הממשלה  
וועדת הכספים של הכנסת  
ירושלים

הריני מתכבד להגיש בזה דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק ישראל, תשי"ד—(1954), לאחר שבחמשת החודשים, אשר הסתיימו בדצמבר 1976, עלו אמצעי התשלום ב-2,061 מיליון ל"י, שהן 18 אחוזים.

בתקופה הנסקרת בדין וחשבון זה הוחש קצב ההתרחבות המוניטרית, והגידול באמצעי התשלום עלה על זה של עליית המחירים במשק. מבחינה זו שונה התקופה הנסקרת מן השנה שקדמה לה: אז היתה התרחבות מוניטרית מרוסנת, יחסית, והגידול באמצעי התשלום פיגר במידה ניכרת אחר עליית המחירים (עלייה שהיתה קשורה בעיקרה במדיניות שנקטה הממשלה הלכה למעשה). גורמי ההתרחבות המוניטרית בתקופה הנסקרת היו: הגברת הזרמת הנזילות למשק מצד הסקטור הציבורי והירידה בספיגת הנזילות דרך רכישות מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי — ירידה, שהיתה קשורה בשיפור הניכר שחל בגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. התפתחות זו, שחלה אחר תקופה ממושכת של ירידה ביתרות הריאליות של אמצעי התשלום שבידי הציבור, לא חייבה, בשלב זה, החמרה בצעדים המוניטריים שנקטו, מאחר שהיא שיקפה בעיקרה גידול ברצון הציבור להחזקת נזילות, תוך כדי המשך קיום פעילות משקית מתונה ורמת ביקוש לשימושיים מקומיים מרוסנת למדי.

עם זאת, בחודשים הראשונים של 1977 — כתוצאה מביצוע הוצאות שנדחו במשך שנת התקציב 1976/77 והעלאות שכר — הוגברה הזרמת הנזילות בידי הממשלה, ונמשך הגידול המהיר באמצעי התשלום, ובכך יש כדי ליצור לחצי ביקוש על השימושים המקומיים ועל מאזן התשלומים.

שנת 1976 היתה שנה של הישגים בתחום מאזן התשלומים. שמירה על הישגים אלה בתקופת תקציב הביניים מחייבת את הממשלה לבטל או לדחות סעיפי התקציב, וכן להיערך לקיצוץ נוסף בהוצאות בתקופה שלאחר מכן. בתקופה זו יהיה צורך לעשות מאמץ מיוחד כדי להאט את קצב עליית המחירים במשק וכן יהיה צורך לנטרל את השפעת תוספות השכר, שניתנו בסקטור הציבורי וכן בסקטור העסקי, על רמת הצריכה הפרטית במשק. זאת, כמובן, בלי להרפות ממאמצים להמשך השיפור במאזן התשלומים. בעיות אלה יצטרכו לעמוד במרכז הדיונים על המדיניות הכלכלית, בכלל, ועל מסגרת התקציב, שיותווה לאחר תקציב הביניים, בפרט.

למרות מגבלותיה של המדיניות המוניטרית, ייתכן, שבטווח הקרוב לא יהיה מנוס מהכבדה ניכרת של צעדי הריסון המוניטרי על רקע המשך ההתרחבות המוניטרית בחודשים הראשונים של 1977 וכן על רקע פוטנציאל ההתרחבות הצפוי בעתיד הקרוב. הדבר מחייב לשקול כבר עתה

צעדים, שירחיבו הן את בסיס פעולתה של המדיניות המוניטרית והן את מגוון הכלים העומדים לרשותה.

בכבוד רב,  
א' גפני  
נגיד בנק ישראל

## 1. מבוא

א. התפתחות אמצעי התשלום והמשתנים המוניטריים האחרים

בחמשת החודשים, שבין סוף יולי לסוף דצמבר 1976, גדלו אמצעי התשלום (מוזמן שבידי הציבור ופיקדונות עובר ושב) ב-18 אחוזים והסתכמו ב-13,486 מיליון ל"י<sup>1</sup>. עיקר הגידול באמצעי התשלום בתקופה הנסקרת חל בפיקדונות עובר ושב — אלה גדלו בכ-25 אחוזים, בעוד שהגידול במזומנים שבידי הציבור הסתכם בכ-7 אחוזים בלבד. חלק לא מבוטל מעליית אמצעי התשלום בתקופה הנידונה נובע מגורמי עונתיות. בניכוי גורמים אלה מסתכמת העלייה באמצעי התשלום בכ-13 אחוזים בלבד.

כבעבר, גם במשך התקופה הנסקרת, חלו תנודות חריפות בקצבי הגידול החודשיים של אמצעי התשלום. תנודות אלה קשורות רק בחלקן בגורמים העונתיים, ובעיקרן הן ביטוי לאי-הסדירות הרבה, שמאפיינת את מהלך ההתפתחות של משתנה זה במשך שנים. אי-הסדירות זו מקשה לעתים לאבחן את מגמת ההתפתחות של אמצעי התשלום כשמדובר על תקופות זמן קצרות, יחסית, כגון זו, שבה דן דין וחשבון זה.

עם זאת ניתן להסיק בבירור — גם על סמך המשך ההתפתחות בתחילת 1977<sup>2</sup> — שבמהלך התקופה הנידונה בדין וחשבון זה נבלם (כתוצאה מן הגידול המהיר, שחל באמצעי התשלום) התהליך של ירידת היתרות הריאליות<sup>3</sup> שבידי הציבור — תהליך שנמשך בריציפות מאז המחצית השנייה של 1975 — ואף החלה מסתמנת עלייה ביתרות אלה. עלייה זו נמשכה גם בחודשיים הראשונים של 1977, חודשיים, שבהם כמעט שלא נרשמה עלייה במדד המחירים לצרכן. בתקופה הנסקרת כאן היה שיעור הגידול באמצעי התשלום (כ-18 אחוזים) דומה ואף גבוה במקצת מקצב עליית המחירים (כ-15 אחוזים); ואילו בשנה, שקדמה לתקופה, שבה דן דין וחשבון זה, עלה במידה רבה קצב עליית המחירים על קצב הגידול באמצעי התשלום, והיתרות הריאליות שבידי הציבור קטנו בשיעור ניכר: כ-15 אחוזים. יש לשער, שההתפתחות של אמצעי התשלום בתקופה הנסקרת הושפעה במידה רבה מאי-הוודאות של הציבור באשר לכדאיות ההשקעה בשוק איגרות החוב הצמודות, בפרט בסוף השנה — כשהתנהלו דיונים בדבר אפשרות של הסכם רב-צדדי, שהיה אמור למנוע עליות שכר ומחירים. הדבר פעל בכיוון הגדלת הביקוש לכסף מצד הציבור (וכפי שנראה להלן, גם לפיקדונות לזמנים קצובים בל"י), על חשבון הביקוש לנכסים פיננסיים צמודים.

במקביל לכך, חל ברביע האחרון של 1976 (וכן גם בחודשיים הראשונים של 1977) גידול רב בפיקדונות לזמנים קצובים במטבע ישראלי; לאחר קיפאון ממושך, שנבע מהחשת קצב עליית המחירים, מכאן, והקשיחות היחסית בתשואה המוצעת למפקדים, מכאן. במשך התקופה הנסקרת בדין וחשבון זה, גדלו פיקדונות אלה בכ-14 אחוזים והסתכמו ב-4.2 מיליארד ל"י. רוב הגידול נרשם בפיקדונות ל-3 חודשים, ויש בכך כדי ללמד על הטווח, שעליו נסבו ציפיות הציבור להאטה בקצב

<sup>1</sup> במשך חודש יולי חלה ירידה של כ-2 אחוזים באמצעי התשלום, כך שעל פני ששת החודשים האחרונים של השנה (מאז סוף תקופת הדוח הקודם על עליית אמצעי התשלום) עלו אמצעי התשלום בשעור נמוך יותר: 15.6 אחוזים.

<sup>2</sup> נתונים ארעיים לינואר ופברואר 1977 — ראה לוח 1.

<sup>3</sup> הגידול באמצעי התשלום מנוכה מהעלייה ברמת המחירים.

עליות המחירים. ציפיות אלה שיפרו את כוח המשיכה היחסי של נכסים פיננסיים בלתי צמודים נושאי תשואה (או בעלי דרגת נזילות גבוהה — קרי אמצעי תשלום). הנכסים הכספיים האחרים של הציבור, המוחזקים במערכת הבנקאות (שהם בעיקרם הפיקדונות שבמסגרת תכניות החיסכון והפיקדונות במטבע חוץ של הציבור) גדלו, כבעבר, בקצב מהיר למדי, וזאת במהלך כל שנת 1976.

ההפקדות נטו בתכניות החיסכון (להוציא מענקים, שערוכים והצבר ריבית) הסתכמו בתקופה הנסקרת בדין וחשבון זה ב־1.6 מיליארד ל"י, ויתרת החסכונות המשוערכת הגיעה בסוף השנה לכ־20 מיליארד ל"י. חלק מיתרה זו — זה שהוחזק מעבר לתקופה המוכה את החוסך במלוא ההטבות (שיעורי ריבית והצמדה מקסימליים) — הוא בעל נזילות גבוהה למדי, שכן הוא ניתן למשיכה, ללא הפסד, בהודעה של חודש ימים.

פיקדונות הציבור במטבע חוץ גדלו אף הם בתקופה הנסקרת בקצב מהיר למדי: בכ־24 אחוזים. קרוב למחצית הגידול היתה קשורה בהפרשי פחות ושערים שנוקפו לחשבונות. כשמנכים הפרשים אלה (דהיינו, במונחי מטבע חוץ), ניכרת בתקופה הנידונה כאן האצה בקצב הצבירה: כ־28 אחוזים, בקצב שנתי, לעומת כ־12 אחוזים, בקצב שנתי, ב־7 החודשים הראשונים של השנה. ממצא זה אינו עולה בקנה אחד עם המשתמע ממהלך שיעור האגיו על דולר נת"ד במשך התקופה — המצביע על המשך הירידה בביקוש הציבור לנכסים במטבע חוץ. היתרה על פיקדונות הציבור במטבע חוץ הסתכמה בסוף 1976 בכ־22 מיליארד ל"י.

אשר להתפתחות האשראי הבנקאי במחצית השנייה של 1976, היה גידול מהיר יחסית באשראי המוכוון, הן בל"י והן במט"ח — לאחר העלייה האיטית למדי, שחלה בו במחצית הראשונה של השנה — ומצד שני, נרשם גידול מרוסן באשראי החופשי תוך כדי המשך העלייה בשערי הריבית. האשראי המוכוון בל"י גדל במחצית השנייה של 1976 בכ־24 אחוזים, והאשראי המוכוון במט"ח — בכ־29 אחוזים. גידול מהיר זה באשראי המוכוון היה בעיקרו פועל יוצא של הגידול המהיר, שחל ביצוא במהלך 1976. כנגד זאת גדל האשראי החופשי בשיעור נמוך יחסית: כ־12 אחוזים (לעומת עליית מחירים בשיעור של כ־21 אחוזים שחלה במחצית השנייה של 1976), כתוצאה מצעדי המדיניות שנקט בנק ישראל (ראה להלן).

לגבי האשראי המאושר במטבע חוץ — אשראי המוענק במסגרת של אישורים ספציפיים או כלליים והזוכה לעתים לביטוח נגד שינויים בשער החליפין — חלה בו האצה ניכרת במחצית השנייה של השנה; בחצי הראשון של 1976 גדל אשראי זה בקצב איטי למדי: כ־14 אחוזים<sup>4</sup> (אחוז אחד בלבד — ללא הפרשי פחות), ואילו במחצית השנייה של השנה נרשם בו גידול של כ־35 אחוזים (כ־22 אחוזים — ללא הפרשי פחות). גידול ניכר זה, שנרשם באשראי המאושר במהלך המחצית השנייה של השנה, הושפע מן הירידה, שחלה, כפי הנראה, במחיר היחסי של אשראי קצר מועד במט"ח מחו"ל (לעומת אשראי חופשי בל"י). היתה זאת תוצאה מן הרמה הגבוהה, שאליה הגיעה הריבית הדביטורית במשק, מצד אחד, ומן הציפיות שהיו בקרב הציבור להאטה בקצב הפיחותים, מצד שני. עם זאת לא מן הנמנע, שתרמו להתפתחות זו של האשראי המאושר גם ביטוחי השער, שהעניקה הממשלה לציבור הלווים מחו"ל.

לסיכום, בתקופה הנסקרת חל, כנראה, שינוי בולט בהתפתחות אמצעי התשלום והפיקדונות לזמן קצוב בל"י של הציבור: הירידה "הריאלית" הממושכת ברכיבים אלה פסקה, והחלה עלייה, שנמשכה גם בשני החודשים הראשונים של 1977, עלייה שלא היתה קשורה בהעלאת רמת הפעילות הכלכלית והביקושים במשק. כפי שיתואר להלן, מצביעים האינדיקטורים על ההתפתחויות הכלכליות במחצית השנייה של השנה על המשך של פעילות משקית מתונה ועל העדר צמיחה כלכלית.

<sup>4</sup> בניכוי השפעת המעבר, במימון יתרת האשראי למשלוחי יצוא, ממסגרת קרן המשלוחים — למסגרת ייצול קווי אשראי בתו"ל.

## ב. ההתפתחות הכלכלית בתקופה הנסקרת

במחצית השנייה של 1976 נמשכו, בקווים כלליים, המגמות העיקריות, שאפיינו את המשק במחצית הראשונה של השנה. אלה היו בעיקרן: המשך השיפור בחשבון השוטף של מאזן התשלומים תוך כדי שמירה על רמת פעילות משקית מתונה, שנבעה מן הירידה, שחלה בביקוש לשימושים מקומיים. למרות ירידה זו, הוחש קצב עליית המחירים מכ-14 אחוזים במחצית הראשונה של 1976 לכ-21 אחוזים במחצית השנייה של השנה. עליית המחירים המהירה היתה בעיקרה, גם בתקופה הנסקרת, פרי צעדי המדיניות שנקטה הממשלה (הטלת מס ערך מוסף, צמצום הסובסידיות וכו'), שנועדו להקטין את הצריכה הפרטית ואת עודף הביקוש של הסקטור הציבורי.<sup>5</sup>

בקווים כלליים דומות המגמות העיקריות במשק במחצית השנייה של השנה לאלה שבמחצית הראשונה. אולם כשבוחנים את הרכב השיפור בחשבון המסחרי וכן את הרכב השינוי בביקוש לשמושים מקומיים, ניכר הבדל מהותי בין המחציות. במחצית הראשונה של השנה נבע השיפור בחשבון השוטף של מאזן התשלומים בעיקרו מירידה ביבוא, ששיקפה תהליך של חיסול מלאים (בעיקר תשומות מיובאות), שהצטברו במשך השנתיים האחרונות. החזקת מלאים אלה פסקה, כנראה, להיות כדאית בעקבות העלייה הניכרת, שחלה במהלך השנה בשערי הריבית במשק, ועם השינוי, שחל בציפיות להמשך עליית מחירי התשומות בחו"ל. לעומת זאת, במחצית השנייה של השנה פסק תהליך זה, והתחדשה העלייה ביבוא. בתקופה זו נגרם המשך השיפור בחשבון השוטף, למעשה, עקב הגידול הניכר, שחל ביצוא. הרמה החדשה הממוצעת של הגירעון המסחרי (בניכוי העונתיות וללא אניות ומטוסים ויהלומים) קטנה מ-186 מיליון דולר ברביע האחרון של 1975, ל-162 מיליון דולר במחצית הראשונה של 1976 ולכ-140 מיליון דולר במחצית השנייה של 1976. גם בהרכב השינוי בביקושים המקומיים חלו בתקופה הנסקרת, כאמור, שינויים מהותיים לעומת המחצית הראשונה של השנה. בתקופה זו הוכתבה הירידה בביקוש לשימושים מקומיים על ידי הירידה, שחלה בהשקעות במלאי וכן בהשקעות בענף הבנייה למגורים, כשרמת הצריכה הפרטית התייצבה על הרמה הגבוהה, ששררה במחצית השנייה של 1975. לעומת זאת, במחצית השנייה של השנה פסקה הירידה בהשקעות במלאי, הוחרפה הירידה בהשקעות בענף הבנייה למגורים, והחלה (ברביע השלישי) ירידה בצריכה הפרטית.<sup>6</sup> כמו כן נראה, כי בתקופה זו פחת גם עודף הביקוש של הסקטור הציבורי — בעקבות הטלת מס ערך מוסף וצמצום הסובסידיות — אף כי נמשך הגידול בצריכה הציבורית האזרחית בשל — לפחות עד הרביע השלישי של השנה — המשך התרחבות התעסוקה בסקטור הציבורי (תופעה, המאפיינת, למעשה, את כל התקופה מאז מלחמת יום הכיפורים). יש להדגיש, כי הירידה בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי, שחלה, כפי הנראה, במחצית השנייה של 1976, נבעה בעיקרה מצעדים בתחום הפיסקלי — צעדים, שהביאו להחשת קצב עליית המחירים — ולא, כדרוש, מצמצום בהוצאות המקומיות.

לסיכום, יש לציין לחיוב את מגמת ההתפתחות של הגירעון בחשבון השוטף בשנת 1976, בכלל, ובמחצית השנייה של השנה, בפרט. במחצית זו נשען המשך השיפור בגירעון פחות על גורמים שמחוץ למשק המקומי (כגון ההתאוששות בשווקים בחו"ל והשיפור בתנאי הסחר) ועל גורמים שהשפעתם חולפת (כמו צמצום היבוא בעקבות התאמת מלאים), ויותר על השפעתם של גורמים שבשליטתנו, כגון השיפור ברווחיות היצוא וכן הריסון של הביקושים המקומיים, שפעל בכיוון של הפניית מקורות להגדלת היצוא.

מאידך גיסא, יש לציין בדאגה, כי בסוף 1976 ניכרת האטה בקצב הגידול ביצוא וכן יש סימנים להתחדשות הגידול ביבוא. אכן, טרם התגברנו על כמה מן המכשולים העיקריים, הניצבים בדרך לפתרון בעיית מאזן התשלומים של המשק.

<sup>5</sup> בחודשים הראשונים של 1977 כמעט שלא נרשמה עלייה במדד המחירים לצרכן.

<sup>6</sup> בשנים האחרונות גדלו במדה רבה התנודות של הצריכה הפרטית על פני השנה — דבר, המקשה לאבחן את מגמת ההתפתחות של משתנה זה.

כלי להמעיט בחשיבות של צמצום עודף הביקוש של הסקטור הציבורי, יש להדגיש, כי הבעיה המרכזית, שבפניה ניצב היום המשק הישראלי, היא צמצום נפח הביקוש המקומי של סקטור זה דרך קיצוץ בהוצאות. קיצוץ כזה יקל על השגת השינוי המיוחל במבנה התעסוקה במשק וכן יאפשר להאט את קצב עליית המחירים. יש לציין, שתנאי הכרחי לשינוי מבנה התעסוקה — שינוי, הדרוש להבטחת המשך התנופה בשיפור המצב במאזן התשלומים — הוא ביטול צמידות השכר שבין קבוצות עובדים וסקטורים שונים — צמידות, אשר אינה מאפשרת להעלות את השכר בענפי היצוא, בלי שהדבר ילווה בהעלאת שכר כללית במשק.

## 2. הגורמים להתפתחות אמצעי התשלום

במשך התקופה הנסקרת, בדין וחשבון זה נמשך הגידול המהיר בבסיס הכסף<sup>7</sup>, שאפיין את המחצית הראשונה של השנה (והוא אף הוחש לקראת סוף השנה), לאחר שב-1975 חל בו גידול זעום: שיעור הגידול בבסיס הכסף הסתכם בכ-20 אחוזים (שיעור דומה לזה, שחל ב-7 החודשים הראשונים של השנה) וזאת לעומת כ-5 אחוזים בלבד במשך כל שנת 1975. הגידול המהיר בבסיס הכסף בתקופה הנסקרת (ולמעשה בכל שנת 1976) וכן העלייה הניכרת בנכסים הנזילים של הבנקים (כ-37 אחוזים) לא לוו בהתעצמות ההתרחבות המוניטרית במשק — שהיתה בסדר גודל של קצב עליית המחירים הפונקציונלית, ונשמרה רמת הפעילות המשקית המתונה. הסיבה לכך היתה, שחלק גדול מפוטנציאל ההתרחבות המוניטרית נספג ע"י הירידה, שחלה בגירעונות הנזילות של הבנקים — ירידה שהיתה, כפי שנראה להלן, פועל יוצא של צעדי המדיניות, שנקט בנק ישראל.

האצת קצב הגידול של בסיס הכסף במשך כל שנת 1976, בכלל, ובתקופה הנידונה בדין וחשבון זה, בפרט, היתה קשורה בעיקרה בשני תהליכים: מחד גיסא, המשך ההזרמה רבת הממדים של נזילות למשק מצד הסקטור הציבורי, ומאידך גיסא, המשך הירידה בספיגת הנזילות דרך מכירת מטבע חוץ לסקטור הפרטי — תהליך שהיה בעיקרו תולדה של השיפור בחשבון השוטף במאזן התשלומים של הסקטור הפרטי. ייתכן, שתרמה לכך גם ירידה מסוימת, שחלה בחודשים האחרונים, בביקוש הציבור לנכסים במטבע חוץ, בעקבות ציפיות להאטת קצב הפיחותים בחודשים שלפני הבחירות.

הזרמת הנזילות הניכרת היתה, כאמור, קשורה בראש וראשונה, בגירעון בתקציב הממשלה, שמומן באשראי מבנק ישראל וכן במימון פעילות מקומית של הסקטור הציבורי (הממשלה והסוכנות היהודית) באמצעות יבוא הון מחוץ לארץ, שהומר ללירות ישראליות. עם זאת תרם לא מעט להזרמת הנזילות למשק ניכיון המשנה של בנק ישראל, הקשור בהסדרי האשראי המכוון. אשראי זה גדל בתקופה הנסקרת בקצב מהיר למדי (ובעיקר בקרנות היצוא), הן עקב המגמה החיובית בהתפתחות היצוא, שאפינה את המחצית השנייה של 1976, והן עקב גורמים עונתיים.

בתקופה הנסקרת הזורים הסקטור הציבורי למשק נזילות בסך של כ-3.9 מיליארד ל"י, שהם כמחצית בסיס הכסף בתחילת התקופה. יש לציין לשלילה את המשך הגידול בהזרמת הסקטור הציבורי בתקופה האחרונה. הממוצע החודשי של הזרמת הסקטור הציבורי עלה מכ-600 מיליון ל"י ב-7 החודשים הראשונים של 1976 ל-775 מיליון ל"י בתקופה הנסקרת. נראה, שהגורמים העיקריים לעלייה בהזרמת הסקטור הציבורי בתקופה הנסקרת היו:

(א) העלייה בהוצאות הממשלה עם הקלת המגבלה על נפח ההוצאות, בשיעור 1/15 מן התקציב, שהוטלה בתקופה אפריל-יולי.

(ב) הפדיונות הניכרים של מילוות החובה בחודשים אוגוסט ואוקטובר 1976.

<sup>7</sup> המזומנים שבידי הציבור והנכסים הנזילים של הבנקים.

(ג) הגידול הרב, שחל בתקופה הנסקרת, בהמרות מטבע חוץ מצד הסוכנות היהודית דרך הבנקים המסחריים. המרות אלה הסתכמו בתקופה הנסקרת בכמיליארד ל"י לעומת כ-0.6 מיליארד ל"י ב-7 החודשים הראשונים של השנה.

יש לציין, כי ההתאוששות, שחלה במחצית השנייה של 1976 במכירת איגרות חוב לציבור — לאחר השפל, ששרר במכירות אלה בעקבות הצעדים, שננקטו בדצמבר 1975 — לא היה בה כדי לנטרל את מלוא השפעתם של הגורמים שמנינו לעיל.

גם הסדרי המימון של קרנות האשראי המכוון הוסיפו, כאמור, את שלהם להגברת היקף הזרמת הנזילות למשק בתקופה הנסקרת. בקרנות היצוא (בל"י ובמט"ח) קיימים הסדרים, המביאים גידול כמעט אוטומטי באשראי המוענק — אשראי, אשר חלק ממקורותיו הוא ניכיון משנה של בנק ישראל. ניכיון משנה זה, אשר חלות בו מדי חודש תנודות ניכרות — בשל גורמים עונתיים, וכן בשל אי הסדירות ביבוא מלאי חומרי הגלם לתעשיית היהלומים — גדל מכ-120 מיליון ל"י, בממוצע חודשי, ב-7 החודשים הראשונים של 1976 לכ-230 מיליון ל"י בממוצע חודשי בתקופה הנסקרת.<sup>8</sup>

לצד ההתגברות בהזרמת הנזילות למשק, נמשכה בתקופה הנסקרת, כאמור, הירידה בספיגה דרך מכירות מטבע חוץ לסקטור הפרטי. מכירות אלה, הנתונות לתנודות חריפות למדי מדי חודש, ואף מדי שבוע, היו בשנה האחרונה במגמת ירידה; הדבר נבע מהמשך השיפור בחשבון השוטף של מאזן התשלומים של הסקטור הפרטי, וכנראה, גם מן הירידה, שחלה במהלך השנה, לפי המשוער, בביקוש הציבור לנכסים במטבע חוץ — ביקוש, שהושפע מן העלייה התלולה, שחלה בשערי הריבית במשק. עלייה תלולה זו בריבית היה בה כדי להקטין במהלך המחצית השנייה של 1975, ובמשך 1976, את כדאיות הספקולציות במטבע חוץ.<sup>9</sup> הרמה החדשה הממוצעת של הספיגה דרך מכירת מט"ח לסקטור הפרטי קטנה מכ-700 מיליון ל"י במחצית השנייה של 1975 לכ-500 מיליון ל"י ב-7 החודשים הראשונים של 1976 ולכ-400 מיליון ל"י בתקופה הנסקרת.

כאמור, לא לוהה הגידול המהיר בבסיס הכסף ובנכסים הנזילים של הבנקים בהתרחבות אמצעי התשלום והאשראי במשק אל מעבר לקצב עליית המחירים הפונקציונלית. חלק גדול מפוטנציאל ההתרחבות נספג על ידי הירידה בגירעונות הנזילות של הבנקים. הירידה בגירעונות נבעה מצעדים, שנקט בנק ישראל.<sup>10</sup> בתקופה הנידונה כאן ירדו הגירעונות בנזילות של הבנקים בכ-0.5 מיליארד ל"י (לאחר ירידה של כ-0.8 מיליארד ל"י ב-7 החודשים הראשונים של השנה) והסתכמו בכ-0.2 מיליארד ל"י בסוף דצמבר 1976. יש לזקוף את הדבר למדיניות הכבדת הקנסות על גירעונות בנזילות שנקט בנק ישראל, שהביאה לעלייה ניכרת בריבית הדביטורית וריסנה במדה רבה את קצב הגידול של האשראי החופשי. כמו כן תרם לכך גם הסדר הלוואת 400 מיליון הל"י. על פי הסדר זה סייע בנק ישראל למערכת הבנקאית להקטין את גירעונותיה בנזילות כנגד התחייבויות של הבנקים לרסן את הגידול באשראי החופשי שהם מעניקים. הסדר זה, שנעשה בתחילת 1976 לתקופה של 3 חודשים, הוארך פעמיים במשך התקופה הנידונה בדין וחשבון זה.<sup>11</sup> הסדר זה יצר לבנק היחיד עלות אפקטיבית גבוהה מאוד להרחבת האשראי החופשי מעבר לתקרה שקבע בנק ישראל. כתוצאה מכך גדל האשראי החופשי במחצית השנייה של 1976 בכ-12 אחוזים בלבד, בעוד

<sup>8</sup> יש לציין, שבמקביל לכך חל גידול גם בספיגת בנק ישראל מתקבולי הריבית על ניכיון משנה. תקבולים אלה כלולים בלוח 3 בסעיף 7: גורמים אחרים.

<sup>9</sup> קשה לאבחן, על סמך הנתון על הרכישות נטו של מטבע חוץ של הסקטור הפרטי, את השינויים, שחלו בתודשים האחרונים בהתייחסות הציבור לנכסים והתחייבויות במטבע חוץ; זאת מאחר שנתון זה הושפע משינויים בהסדרים מוסדיים שונים — שינויים, שאין להם ולא כלום עם התנהגות הציבור הרחב.

<sup>10</sup> הדבר אמור גם לגבי כל שנת 1976.

<sup>11</sup> לאור השיפור שחל לקראת סוף השנה במצב הנזילות של הבנקים הוחלט לבטל בהדרגה את ההסדר. בתחילת ינואר ספג בנק ישראל בדרך זו סך של 100 מיליון ל"י, כשעל הבנקים לפרוע את יתרות ההלוואה בשלושה תשלומים במשך חודש אפריל ובתחילת מאי.

שקצב עליית המחירים במשק הסתכם בכ-21 אחוזים. ריסון חריף זה של קצב עליית האשראי החופשי היה נחוץ, לאור הגידול המהיר באשראי המכוון (בל"י ובמט"ח) שהוכתב עקב ההסדרים האוטומטיים הקשורים במימון היצוא — הסדרים, שנועדו להבטיח, במסגרת צעדי המדיניות לעידוד היצוא, את זמינות המקורות הפיננסיים הדרושים. במחצית השנייה של 1976 גדל האשראי המכוון בל"י בכ-24 אחוזים והאשראי המכוון במטבע חוץ — בכ-29 אחוזים.

לסיכום, בתקופה הנסקרת נבלם התהליך הממושך של הירידה ביתרות הריאליות שבידי הציבור, והן אף החלו עולות במידת מה — עלייה, שנמשכה גם בחודשים הראשונים של 1977. בשלב זה לא חייב הדבר את בנק ישראל לנקוט צעדים, שכן התופעה נבעה בעיקרה משינויים בהעדפת הנזילות של הציבור (בעקבות אי-הוודאות לגבי כדאיות ההשקעה באיגרות חוב ובפרט בשל הציפיות להאטה בקצב האינפלציה שיצרו הדיונים על "עסקת חבילה") ולא משינויים ברמת הביקושים והפעילות הכלכלית במשק. נקיטת מדיניות מרסנת יותר בשלב זה היתה פוגעת שלא לצורך ברמת הפעילות הכלכלית, שהיתה בלאו הכי מתונה למדי. עם זאת ייתכן, שבעתיד תתחייב הכבדה ניכרת של המדיניות המוניטרית, אם ייווצרו לחצי ביקוש על השימושים המקומיים ועל מאזן התשלומים. מצב כזה ייתכן, אם יתברר, שבעקבות המשך הזרמת נזילות רבת ממדים של הסקטור הציבורי יימשך הגידול המהיר באמצעי התשלום, ויחול שינוי בציפיות הציבור באשר לקצב האינפלציה.

### 3. המלצות

א. יש לשמור בקפדנות על מסגרת ההוצאה בתקציב הביניים לתקופה אפריל—יולי 1977 ולהקטין, ככל האפשר, את ממדי ההזרמה הגלומה בו. העלאות השכר, שניתנו לאחרונה בסקטור הציבורי, מעבר לסכומים, שהובאו בחשבון בשעת הכנת התקציב, מחייבות את הממשלה לבטל ו-או לדחות הוצאות בסעיפים אחרים — וזאת על מנת לעמוד במסגרת התקציב — וכן להיערך לצמצום נוסף בתקציב בתקופה שלאחר מכן. התועלת מצמצום הגירעון בתקציב וההזרמה של הממשלה על ידי קיצוץ בהוצאות היא גדולה לאין ערוך מזו, המושגת ע"י העלאת מסים. הסיבה לכך היא, שמסים, עם שהם מצמצמים ביקוש, הם במידה זו או אחרת פועלים להעלאת מחירים, בייחוד כאשר מדובר במסים עקיפים. זאת ועוד: הירידה בצריכה הפרטית המתלווה להקטנת ההכנסה הריאלית הפנויה של הציבור באה רק בפיגור. כן יש לצמצם את היקף ביטוחי השער, שמעניק הסקטור הציבורי ללווים מחו"ל. לביטוחי שער אלה השלכות שליליות על מצב הנזילות במשק ועל יעילות המדיניות המוניטרית.

ב. להעלאות השכר האחרונות בסקטור הציבורי וכן בסקטור העסקי יש השפעות נוספות על רמת הצריכה הפרטית במשק ועל קצב עליית המחירים — עם כל המשתמע מכך לגבי כושר ההתחרות של היצרנים המקומיים בשוקי חו"ל. בעיות אלה יצטרכו לעמוד במרכז הדיונים על המדיניות הכלכלית, בכלל, ועל מסגרת התקציב שיתווה לאחר תקציב הביניים, בפרט.

ג. בטווח הקרוב, יש לעשות מאמץ מיוחד כדי להאיט את קצב עליית המחירים במשק (וזאת, כמובן, בלי להרפות מהמאמצים לשיפור המצב במאזן התשלומים). על מנת להשיג זאת בלא שהדבר יהיה כרוך בהעמקת האבטלה במשק, יש לפעול בשורה של אמצעים, שהמרכזי בהם הוא צמצום ההוצאות המקומיות של הסקטור הציבורי. אינפלציה מהירה וממושכת פוגעת, בסופו של דבר, ביעילות צעדי המדיניות, נוסף על הנזק, שהיא גורמת בתחום החברתי, ועל העיוותים בתחום התחלקות ההכנסות.

ד. יש להמשיך ולהבטיח רווחיות נאותה ליצוא ע"י המשך ביצוע פיתוחים וזחלים בקצב שיביא בחשבון את הפער שבין קצב עליית המחירים בארץ ובחו"ל.

ה. אין לראות במדיניות המוניטרית תחליף לריסון תקציבי. עם זאת, בתקופת תקציב הביניים יהיה צורך להמשיך לנהל מדיניות מוניטרית מרסנת ולהכביד אותה כל אימת שתהיה סכנה, שהורמת הנזילות למשק עלולה להזין את לחצי הביקוש במשק ואת התהליך האינפלציוני. בתחילת 1977, עם השיפור, שחל במצב הנזילות של הבנקים, החליט בנק ישראל, כאמור, על ביטול הדרגתי של הלוואת 400 מיליון ה"י. אם יהיה צורך, ינקוט בנק ישראל צעדי ספיגה נוספים.

ו. יש לשקול צעדים, שירחיבו הן את בסיס פעולתה של המדיניות המוניטרית והן את מיגוון הכלים המוניטריים העומדים לרשותה. להמלצה זו משנה תוקף על רקע הגידול הצפוי בעתיד בפוטנציאל ההתרחבות המוניטרית במשק.

ז. יש להימנע מזעזועים תכופים בשוק ההון, הפוגעים ברמתו של החיסכון הפרטי, בכלל, ובחיסכון הפיננסי, בפרט, וכן יש להמשיך ולגוון את מכשירי החיסכון הפיננסי (הצמוד והבלתי צמוד) המוצעים לציבור; זאת בשל הירידה הניכרת, שחלה בחיסכון בשנה האחרונה.

לוח 1

התפתחות אמצעי התשלום, דצמבר 1975 עד פברואר 1977

העלייה או הירידה (—) באמצעי תשלום לעומת החודש האחרון		יתרות לסוף החודש			
נתונים מנוכי עונתיות	נתונים מקוריים	סך כל אמצעי התשלום	פיקדונות עובר ושב	מזומנים	
(אחוזים)		(מיליוני ל"י)			
					1975
1.8	3.4	10,614	6,644	3,970	דצמבר
					1976
1.4	—1.7	10,430	6,410	4,020	ינואר
3.7	2.4	10,683	6,518	4,165	פברואר
0.3	2.1	10,904	6,776	4,128	מארס
0.4	1.6	11,074	6,819	4,255	אפריל
2.6	1.1	11,201	6,889	4,312	מאי
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	11,954	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
					העלייה מסוף יולי
					1976 — עד סוף דצמבר
					1976 — התקופה הנסקרת
**13.3	*18.0	2,061	1,764	297	בדין וחשבון זה
					1977
..	0.7	13,575	8,633	4,942	ינואר ***
..	2.9	13,971	8,857	5,114	פברואר ***

\* 13.3 אחוזים בממוצע לעומת ינואר—יולי 1976.  
\*\* 11.8 אחוזים בממוצע לעומת ינואר—יולי 1976.  
\*\*\* נתונים ארעיים.



נכסים כספיים שבידי הציבור, 1974 עד דצמבר 1976

(יתרות: לסוף התקופה, מיליוני ל"י)

מילווה קצר מועד	פיקדונות- מט"ח (בעיקר פז"ק ותמ"מ) ***	תכניות חיסכון **	פיקדונות צמודים לטווח ארוך	פיקדונות לזמן קצוב בל"י *	אמצעי תשלום	סוף רביע
						1974
162	11,507	7,242	0	3,736	8,722	IV
						1975
154	11,725	8,716	0	3,672	9,587	I
197	12,375	10,151	0	3,726	10,054	II
160	13,325	10,706	25	3,772	10,293	III
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	19,689	17,432	96	3,825	12,046	III
68	22,332	20,110	***132	****4,240	13,486	IV

\* כולל פיקדונות כנגד התחייבויות.  
 \*\* כולל הפרשי הצמדה. בתקופה שבין סוף דצמבר 1975 לסוף דצמבר 1976 נוספו הפרשי הצמדה בסך 3,995 מיליון ל"י.  
 \*\*\* כולל הפרשי פיחות ושערים. בתקופה שבין סוף דצמבר 1975 לסוף דצמבר 1976 נוספו הפרשי פיחות בסך 4,024 מיליון ל"י.  
 \*\*\*\* נתונים ארעיים.

השפעת המקורות השונים על בסיס הכסף,

[ (+) הזרמה

(השינויים)

1976					המקורות לעליית בסיס הכסף והצר
ינואר- יולי (ממוצע תודשי)	יולי	אפריל- יוני	ינואר- מארס	סה"כ 1975	
604	412	2,066	1,752	5,460	(1) השפעת פעולות הממשלה והמוסדות הלאומיים <sup>3</sup>
501	295	1,620	1,591	4,255	מזה: הזרמה בגין פעילות ממשלתית מכירות (רכישות) במטבע חוץ
-333	-603	-263	-1,473	-5,083	(2) מצד הסקטור הפרטי <sup>4</sup>
<sup>6</sup> -506	<sup>6</sup> -675	<sup>6</sup> -1,396			מזה: השפעת הפקדות למימון יצוא (הק"י)
5	-9	-33	7	332	(3) השפעת צבירה בפיקדונות מט"ח (פז"ק תמ"מ)
-155	62	-664	-502	-1,431	(4) גיכיון משנה במט"ח לציבור ולבנקים
31	-30	265	-15	38	מזה: השפעת הפיקדונות למימון יצוא (הק"י)
-5	9	33	-7	-332	(5) נכיון משנה בל"י מבנק ישראל לציבור ולבנקים
-23	117	-570	294	757	
<sup>6</sup> 89	<sup>6</sup> 164	<sup>6</sup> 166			(6) פעולות בשוק הפתוח ושינויים בתיק ניירות הערך של בנק ישראל
83	40	56	486	140	(7) גורמים אחרים
-1	34	190	-230	454	(8) סך כל העלייה בבסיס הכסף <sup>5</sup>
206	32	1,099	312	335	(9) שחרורים מנוזלות
-12	27	-30	-80	238	(10) הפרש מוכר
3	-76	55	38	-72	(11) גירעון בנזילות של הבנקים
-121	-68	-361	-417	1,452	(12) גירעון הנזילות של הבנקים - יתרות בסוף התקופה
-732	-732	-902	1,291	1,519	

1 לא כולל הפרשי פיתוח.  
 2 נתונים ארעיים.  
 3 המשיכות נטו של הממשלה מבנק ישראל (לא כולל תשלומי ריבית לבנק ישראל ולא כולל העברת רווחי בנק ישראל)  
 בתוספת (גיכיון) מכירות (קניות) נטו של מטבע חוץ בידי הממשלה והמוסדות הלאומיים לבנק ישראל ולבנקים,  
 בתוספת השפעת הפקדות יבואנים.  
 4 לא כולל שיערוך.  
 5 עליית בסיס הכסף מוגדרת כגיידול במומנים בידי הציבור ונכסים הנוילים של הבנקים.  
 6 החל בחודש מאי 1976 ניתנה לבנקים האפשרות לממן משלוחי יצוא מקווי אשראי מחו"ל. אשראי, שניתן קודם לכן  
 מקרן המשלוחים ממקורות הבנקים בל"י וכן מגיכיון משנה ושחרורים מנוזלות של בנק ישראל, ניתן לממן מעתה  
 ואילך גם באמצעות ניצול קווי אשראי של הבנקים מחו"ל שהומרו לל"י. פעולה זו השפיעה בתקופת מאי-יולי  
 (א) על "מכירות מט"ח מצד הסקטור הפרטי" 1,205 מיליון ל"י (נתונים מתוקנים),  
 (ב) על "אשראי במטבע ישראלי לסקטור הפרטי" 783 מיליון ל"י (נתונים מתוקנים).  
 נתונים, המובאים באות מוטה, הם בניכוי השפעת ההסדר והם מייצגים סוכ יותר את המגמה ברכישות מטבע חוץ מצד  
 הציבור והמגמה באשראי בל"י שהעניק בנק ישראל לציבור.

## ינואר 1975 עד פברואר 1977

(—) ספיגה<sup>1</sup>

(במיליוני ל"י)

1977								
ינואר- פברואר (ממוצע חודשי)	1977		אוגוסט- דצמבר (ממוצע חודשי)	דצמבר	נובמבר	אוקטובר	ספטמבר	אוגוסט
	פברואר	ינואר						
734	180	1,288	775	652	892	870	178	1,282
484	-20	988	574	452	692	773	-174	1,126
-468	-424	-511	-395	-435	-148	-309	-393	-690
-142	-198	-86	-19	-179	17	34	28	3
-237	-349	-125	-200	-198	-129	-223	-204	-247
460	590	329	141	299	100	48	88	169
142	198	86	19	179	-17	-34	-28	-3
-156	-105	-207	86	103	154	13	126	34
-17	-38	4	13	9	46	19	-5	-4
<sup>2</sup> 124	<sup>2</sup> 113	<sup>2</sup> 135	<sup>2</sup> -74	<sup>2</sup> -129	25	-206	83	-141
<sup>2</sup> 440	<sup>2</sup> -33	<sup>2</sup> 913	<sup>2</sup> 346	<sup>2</sup> 301	940	212	-127	403
..	..	..	<sup>2</sup> 23	<sup>2</sup> 26	36	70	-39	20
..	..	..	<sup>2</sup> -1	<sup>2</sup> 12	-36	18	-7	7
..	..	..	<sup>2</sup> -89	<sup>2</sup> -330	-282	-105	334	-63
..	..	..	<sup>2</sup> -227	<sup>2</sup> -227	-557	-839	-944	-608

לוח 4

התפתחות רכיבי האשראי הבנקאי לציבור<sup>1</sup>, 1975 ו-1976<sup>2</sup>  
(יתרות לסוף התקופה, מיליוני ל"י)

	1976			1975		
	דצמבר	ספטמבר	יוני <sup>5</sup>	מארס	דצמבר	
8,958	8,700	8,004	7,905	7,072	(1)	אשראי חופשי
4,386	4,786	4,336	4,092	4,279	(2)	אשראי מוכוון במטבע ישראלי <sup>3</sup>
332	250	309 <sup>5</sup>	1,351	1,280	(3)	אשראי מוכוון במטבע ישראלי צמוד למטבע חוץ <sup>4</sup>
3,828	3,414	2,965	2,531	2,392	(4)	אשראי מוכוון במטבע חוץ <sup>6</sup>
9,175	7,842	6,785 <sup>5</sup>	5,104	4,933	(5)	אשראי מאושר במטבע חוץ
27,679	24,992	22,399	20,983	19,956	(6)	סך כל האשראי לציבור

1 אינו כולל אשראי לממשלה ולמוסדות הלאומיים.

2 אשראי במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ כולל הפרשי פיתוח.

3 כולל את הקרנות: "ייצור ליצוא", "פרי הדר וכותנה", "יצוא עקיף", "הון חוזר לחקלאות", "הון חוזר לתעשייה", "משקים מודרכים", "מילואות מעסיקים".

4 קרן משלוחים.

5 החל בחודש מאי 1976, ניתנה לבנקים האפשרות לעבור מימון משלוחי יצוא מקווי אשראי מחוץ לארץ. הבנקים ניצלו אפשרות זו בהיקף ניכר, והדבר מתבטא 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 מתוך לקרנות.