

## דין וחשבון הנגיד על עליית אמצעי התשלום בתקופה שבין 31 במארס 1978 ל-29 בספטמבר 1978

לכבוד  
הממשלה  
וועדת הכספים של הכנסת  
ירושלים

ירושלים, א' באדר תשל"ט  
28 בפברואר 1979

הריני מתכבד להגיש בזה דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום, בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק ישראל חסי"ד (1954), לאחר שבששת החודשים, שהסתיימו בספטמבר 1978, עלו אמצעי התשלום ב-4,202 מיליון ל"י, שהן 20.4 אחוזים.

מאז הרפורמה במטבע חוץ חל שינוי משמעותי בהרכב הנכסים הכספיים שבידי הציבור: ההיתר להחזיק פיקדונות מטבע חוץ גרם לתהליך התאמה, שהתבטא בירידה ריאלית באמצעי התשלום (מערב הרפורמה ועד לסוף התקופה הנסקרת) מצד אחד, ולעלייה מהירה מאוד בפיקדונות מטבע חוץ, מצד שני. "הדולריזציה" של המשק ניכרת גם בעלייה משמעותית באשראי במטבע חוץ, שהתרחשה בעיקר לקראת סוף 1978.

חשיפת המשק ליבוא הון מקשה על ניהול מדיניות מוניטרית מרסנת, משום שייקור האשראי בל"י מעודד נטילת אשראי במטבע חוץ ויבוא הון לזמן קצר. כתוצאה מכך נוצר לחץ לייסוף של ה"ל"י; כדי למנוע את החרפת הבעיה, החלטתי על ייקור עלות האשראי במטבע חוץ. עם זאת עלי לחזור ולהדגיש, כי תנאי הכרחי למדיניות מוניטרית גמישה ומהירת תגובה הינו הזרמה מצומצמת בהרבה של הממשלה; רק כך יהיה ניתן לשמור על איזון מתאים בין שערי הריבית במשק לבין התשואה הצפויה על נכסים במטבע חוץ.

הבעיה המרכזית, הניצבת בפני המשק בשנת 1979, היא ההאצה הניכרת, שחלה בקצב האינפלציה. עליית המחירים במחצית הראשונה של שנת 1978 קשורה בעיקר בהמשך מגמת העלייה בהוצאות הייצור. אלא שבניגוד לשנתיים הקודמות, התרחשה העלייה בהוצאות במשק צומח, שבמהלך השנה התפתחו בו גם לחצי ביקוש. מקורם של לחצי ביקוש אלה בהתעוררות המחזורית של ענף הבנייה ובגידול הניכר בעודף הביקוש של הממשלה, שהתבטא בעיקר בשוק העבודה, והגדיל את השפעת השכר על המחירים. הסובסידיה הבלתי מבוקרת לאשראי היתה גם היא בין הגורמים, שהגבירו את האינפלציה. נוסף על כך, גרמה סובסידיה זו לעיוותים בהקצאת המקורות ובחלוקת ההכנסות. ההתרחבות המוניטרית בשנת 1978 אפשרה את ביטויים המלא של כוחות אלה בעליית המחירים.

לאור כל אלה, נועדו המלצותי העיקריות להאט את קצב האינפלציה במשק, באמצעות שמירה על מסגרת התקציב, צמצום ניכר של הסובסידיה הבלתי מבוקרת לאשראי ושמירה על מדיניות השכר לשנת 1979. כמו כן יש להמשיך את המדיניות המוניטרית המרסנת, ככל תחומי האשראי ובהתאם לצרכים מעת לעת.

בכבוד רב,  
(—)  
ארנון גפני  
נגיד בנק ישראל

## 1. התפתחות אמצעי התשלום והמשתנים המוניטריים האחרים

בתקופה שבין 31 במארס 1978 לבין 29 בספטמבר 1978 עלו אמצעי התשלום כ-20 אחוזים, והגיעו ל-24.8 מיליארד ל"י. התפתחות עליית אמצעי התשלום התרחשה על רקע עליית מדד המחירים לצרכן בשיעור של 18.3 אחוזים, כך שאמצעי התשלום גדלו ריאליית בתקופה הנסקרת כ-2 אחוזים. בניכוי מדד מחירי השימושים, נראה, כי לא היה גידול ריאלי באמצעי התשלום. התחדשות הגידול באמצעי התשלום החלה בחדש פברואר, לאחר ירידה ריאליית בשלושת החודשים הראשונים שלאחר הנהגת הרפורמה במטבע חוץ. תנודות אלה בולטות גם בהתפתחותם של משתנים מוניטריים אחרים, וכדי לצייר תמונה מלאה של ההתפתחויות המוניטריות, יש לכלול בדיון את כל התקופה, שחלפה מערב הרפורמה ועד סוף ספטמבר 1978. סיכום התקופה בכללותה מעלה מספר מסקנות מרכזיות:

א) הליברליזציה במטבע חוץ גרמה לשינוי משמעותי בחיק הנכסים של הפרטים, שהתבטא במעבר מנכסים במטבע מקומי לנכסים במטבע חוץ. שינוי זה מתבטא גם באשראי, וניכרת התרחבות משמעותית בהלוואות במטבע חוץ, בעיקר במחצית השנייה של השנה.

ב) סך הנכסים הנזילים שבידי הציבור (אמצעי תשלום, איגרות חוב, פיקדונות לזמן קצוב כל"י ופיקדונות מטבע חוץ) גדלו ריאליית כ-7 אחוזים. קצב זה עולה במעט על קצב הגידול בשימושים, אך הגידול כולו נובע מהעלייה בפיקדונות מטבע חוץ, הכוללים רכיב חיסכון בלתי מבוטל.

ג) גם ההתפתחות באשראי לוותה בתנודות רבות. במהלך התקופה כולה גדל האשראי החופשי לפעילות המקומית בל"י בשיעור דומה לעלייה בשימושים המקומיים; לעומת זאת, האשראי המוכוון ליצוא גדל בקצב מהיר בהרבה מאשר היצוא. האשראי הכולל, על כל רכיביו, התפתח בקצב מהיר במקצת מזה של סך השימושים, בעיקר בשל הירידה בריבית הריאליית על האשראי ליצוא. חלק של הגידול באשראי ליצוא היווה תחליף לאשראי לא-בנקאי מחוץ לארץ, שפחת השנה.

### א. הנכסים הנזילים

במהלך השנה שמאז הרפורמה, חלו תנודות רבות בהתפתחויות המוניטריות, שנבעו בעיקר מתהליכי ההתאמה בהרכב הנכסים הנזילים ובחיק ההשקעות של הפרטים. הליברליזציה במטבע חוץ אפשרה לציבור לרכוש פיקדונות במטבע חוץ, שנוזילותם גבוהה, יחסית, והם נושאי תשואה. בשלושת החודשים הראשונים שלאחר הרפורמה התאים הציבור את תיק נכסיו, והדבר התבטא בירידה ריאליית באמצעי התשלום, בפיקדונות לזמן קצוב הנקובים בל"י ובאיגרות חוב. במקביל חלה עלייה מהירה הן בפיקדונות עו"ש במטבע חוץ (המהווים תחליפים קרובים לכסף) והן בפיקדונות לזמן קצוב במטבע חוץ.

לאחר תקופת ההתאמה הראשונית, התחדשה בפברואר העלייה המהירה באמצעי התשלום. התפתחות הנכסים הנזילים ידעה תנודות במהלך השנה כולה: ברוב חודשי השנה היה קצב הגידול בפיקדונות מטבע חוץ מהיר מזה של אמצעי התשלום. התפתחות זו מבטאת גם שינוי בדרגת הנוזילות של התיק: מצד אחד, חלה ירידה ריאליית באמצעי התשלום, בפיקדונות לזמן קצוב ובאיגרות החוב; ומצד שני, חלה עלייה ריאליית מהירה מאוד בפיקדונות מטבע חוץ, הן בפת"מ עו"ש, שנוזילותו גבוהה יחסית והוא תחליף קרוב לאמצעי תשלום, והן בפת"מ לזמן קצוב, הנוזיל פחות, אך גם הוא דמוי כסף. תיק הנכסים הנזילים שבידי הציבור (הכולל את אמצעי התשלום, פיקדונות לזמן קצוב, פיקדונות

פח"מ ואיגרות חוב) גדל מאז הרפורמה ועד לסוף ספטמבר 1978 בכ-65 אחוזים נומינלית, שהם כ-7 אחוזים ריאליים.<sup>1</sup>

הרכיבים הנוזלים פחות בתיק הנכסים של הפרטים — תכניות החיסכון והמניות — גדלו מאז הרפורמה בקצב מהיר יותר מאשר הגידול הממוצע של הנכסים הנוזלים. הצבירה בתכניות החיסכון בערכי הפקדה גדלה בכ-83 אחוזים, ותיק המניות גדל אף הוא בשיעור דומה. בעיקר יש לציין את הגידול המהיר, שחל בתכניות החיסכון החל בחדש מאי, — שיש לזקפו למתן אשראי מוזל במיוחד מצד הבנקים ללקוחותיהם, שהצטרפו לתכנית זאת.

## ב. האשראי לשוק המקומי

התפתחות האשראי במרוצת השנה לא היתה אחידה: בשלושת החדשים הראשונים שלאחר הרפורמה חלה הקפאת אשראי כמשק, שנועדה למנוע את התגברות הביקוש הספקולטיבי למטבע חוץ. מלכתחילה נועדה מגבלה זו לזמן קצר בלבד, וכשנוסף החשש, שיבוא ההון למשק יגבר, כתוצאה מהלחץ על הריבית המקומית השולית, הוסרה מגבלה זו בסוף ינואר. זו היתה גם הסיבה, שבנק ישראל צמצם את ההשתתפות של הבנקים בקרנות היצוא בסוף הרביעי הראשון. צעדים אלה הביאו לגידול מהיר באשראי לשוק המקומי בחדשים פברואר עד אפריל, אם כי לא כשיעור יוצא דופן, לאור ההקפאה קודם לכן. בחדשים מאי עד ספטמבר חל גידול מואץ באשראי, ובמיוחד יש לציין את ההתפתחות בחדשים מאי ויוני, שבהם גדל האשראי בכ-15 אחוזים לחדש. הגידול המהיר באשראי בחדשים אלה נבע בעיקר ממדיניות השיווק של הבנקים, שבתחילת הרביעי השני היו שרויים בעדפי נזילות, — ולכן הוא לווה בירידה מסוימת בריבית הנומינלית בלי"י, שהתבטאה במיוחד באשראי שניתן לרכישת תכניות חיסכון. עם זאת, היתה התרחבות האשראי כה גדולה, שהבנקים נכנסו לגירעונות נזילות כבדים ברביעי השלישי — גורם, שתרם לעליית הריבית השולית על האשראי בלי"י לקראת סוף הרביעי.

התנודות בהתפתחות האשראי ב-1978 מחייבות לבחון את מכלול התקופה, מערב הרפורמה ועד לסוף התקופה הנסקרת.<sup>2</sup> אומדן מקורב של הגידול באשראי המקומי לכל הייעודים (למעט הלוואות מתוך פיקדונות למתן הלוואות)<sup>3</sup> מערב הרפורמה ועד סוף ספטמבר 1978, מורה, כי האשראי גדל בכ-66 אחוזים נומינלית ובכ-8 אחוזים ריאליים. חלק ניכר מהתרחבות זו (כ-1.5 מיליארד ל"י) יועד לרכישת תכניות חיסכון בידי הפרטים, המהווה, למעשה, אשראי לממשלה. בחינת האשראי לפעילות הכלכלית המקומית של הסקטור הפרטי במטבע ישראלי ובמטבע חוץ, למעט האשראי המיוחד שניתן למימון תכניות חיסכון, מורה, כי מאז הרפורמה ועד לסוף ספטמבר הוא גדל נומינלית בקצב דומה לגידול בשימושים המקומיים. גם הגידול ביתרת האשראי הממוצעת בין 1978 לבין 1977 תואם את התפתחות השימושים בין שתי השנים.

<sup>1</sup> אין בידינו נתונים על שיעור השינוי במחירי השימושים המקומיים בין ספטמבר 1978 לבין אוקטובר 1977: לפיכך אמדנו את השינוי במחירים על פי שיעור השינוי בין הרביעי השלישי של שנת 1978 לבין הרביעי השלישי של שנת 1977, ותוקנה התאמת התקופות על פי תוואי ההתפתחות בתקופה זו במדד המחירים לצרכן. על פי אומדינו, הסתכם שיעור השינוי במחירי השימושים המקומיים במשך התקופה האמורה בכ-54.4 אחוזים במדד המחירים לצרכן.

<sup>2</sup> השוואה זו מחייבת התאמות ביתרת האשראי, הנובעות משיעור ההלוואות במטבע חוץ, בעקבות הפיחות הגדול באוקטובר 1977. מאחר שמחזוריות האשראי הבנקאי היא גדולה מאד, הרי בטווח של שנה יש להתייחס ליתרת האשראי החדשה כאשראי רצוני. שאין לנכות ממנו הפרשי שיעור. עם זאת יש לזכור, שלפירמות נגרמו הפסדי הון, בשל היותן של הפיחות הרשמי נבוה מאשר הפיחות ביבוא; היבוא היה הרכיב העיקרי, שמומן באמצעות הלוואות במטבע חוץ, לפני הרפורמה. כך שוערכה יתרת האשראי במטבע חוץ ערב הרפורמה בהתאם לשינוי היחסי שבין הפיחות הרשמי לבין הפיחות ביבוא.

<sup>3</sup> האשראי מתוך פיקדונות למען הלוואות נועד למימון ההשקעות, ולפיכך יש לכלול אותו במסגרת האשראי לזמן ארוך; אולם חלק ממנו ניתן לתקופה ממוצעת של כשנה חצי. לאור זאת חשוב לציין, כי האשראי ממקור זה גדל במהלך 1978 בשיעור ריאלי ניכר.

האשראי המוכוון ליצוא גדל בקצב מהיר ביותר, הן בתקופה הנסקרת והן בתקופה שחלפה מערב הרפורמה ועד לסוף שנת 1978. עיקר הגידול היה במימון מלאי יהלומים, שנצבר בידי היצרנים בענף; גם המימון ליתר ענפי היצוא גדל בשיעורים ניכרים. כחינת האשראי ליצוא סחורות, למעט יהלומים, בניכוי הפרשי שיערוך, מורה, כי הוא גדל מערב הרפורמה ועד סוף ספטמבר 1978 ב-110 אחוזים (במונחי ל"י). היתרה הממוצעת ב-1978 הוכפלה בהשוואה לזו של השנה הקודמת, בעוד שיצוא הסחורות, למעט יהלומים, בין שתי השנים, גדל בכ-67 אחוזים בשער אפקטיבי. חלק מהגידול בשיעור המימון ליצוא מוסבר בירידת הריבית לאשראי זה, בהשוואה לעלייה, שחלה בריבית בחו"ל, ובצמצום שחל בעקבות זאת באשראי הלא-בנקאי מחוץ לארץ.

מאז הנהגת הרפורמה במטבע חוץ, ניכרת מגמה של הגדלת האשראי במטבע חוץ על חשבון האשראי במטבע ישראלי. לתופעה זו מספר סיבות:

(א) הפער בין הריבית על האשראי המוכוון במטבע-חוץ לבין הריבית בחוץ לארץ התרחב, ולכן גדלה כדאיות נטילת האשראי ממקור זה.

(ב) המעבר לשער חליפין נייד צמצם את הציפיות לפיחות חד פעמי גדול, גורם המקטין את אי הוודאות לגבי הריבית, ולפיכך הגדיל את נצילות הקרנות במטבע חוץ, שהיתה נמוכה מזו שבל"י.

(ג) האשראי ליהלומים גדל במהירות, עקב צבירת מלאי ספקולטיבית בידי היצרנים בענף.  
(ד) בנק ישראל נקט מדיניות של המרת חלק מהאשראי המוכוון ליצוא בלירות ישראליות לאשראי במטבע חוץ.

למרות שהבחנו בין האשראי לשוק המקומי לבין האשראי ליצוא, הרי באשר לכלל האשראי במשק ולנוזילות שהוצעה לפירמות, אין להבחנה זו משמעות רבה, שכן רוב הפירמות העוסקות ביצוא מייצרות גם לשוק המקומי, ובשל קשרי המסחר והאשראי בין הפירמות לבין עצמן. תמונת האשראי הכוללת מורה, כי סך האשראי לזמן קצר גדל בקצב מהיר יותר מאשר הגידול בסך השימושים. את ההסבר לתופעה זו יש למצוא הן בצד הביקוש והן בצד ההיצע.

בצד הביקוש, פעלה התעוררות בפעילות הכלכלית לגידול בביקוש לאשראי; אולם נוסף על הגידול בביקוש לסחורות, גדל גם הביקוש לנכסים פיננסיים: תיק הנכסים הנוזלים גדל מאז הרפורמה בכ-65 אחוזים, ובחוספת תכניות החיסכון והמניות, גדל התיק הפיננסי שבדי הפרטים בכ-71 אחוזים בקירוב. לגידולם של שני הרכיבים האחרונים סייעה, במידה רבה, מדיניות הבנקים, שהעניקו ללקוחותיהם אשראי בריבית נמוכה במידה רבה מהריבית הממוצעת.

בצד ההיצע, היתה הליברליזציה במטבע חוץ הגורם המרכזי, המסביר את העלייה בשיעורי המימון של הפעילות הכלכלית במשק: בעקבות הרפורמה, נפתח בפני המשק היצע אשראי גמיש בשער ריבית של שוק הכספים הבינלאומי. הריבית על אשראי זה מורכבת מהריבית בחו"ל ומשיעור הפיחות; מאחר שבמחצית השנייה של 1978 חלה ירידה בציפיות לפיחות, היא גרמה לירידת הריבית הריאלית על אשראי חופשי במטבע חוץ, ולהגדלת הכמות המבוקשת. הוסף על כך את ירידת הריבית הריאלית על האשראי המוכוון ליצוא, בעוד שהריבית בחו"ל עלתה, — הרי אין תימה, שהאשראי בכללותו גדל בשיעור, העולה, במידה מסוימת, על הגידול בשימושים.

ראוי לציין, כי ברביע האחרון של שנת 1978 נבלמה התרחבות המשתנים המוניטריים במטבע מקומי, וחלה האצה נוספת ברכיבים הנקובים במטבע חוץ. אמצעי התשלום נשארו יציבים ברביע האחרון, האשראי החופשי בלירות ישראליות ירד, ולעומתם חל גידול ניכר בפיקדונות הציבור במטבע חוץ ובאשראי החופשי הנקוב במטבע חוץ. הגידול בפיקדונות פת"מ, לדוגמה, הסתכם בכ-4.5 אחוזים נומינלית לחדש באוקטובר ונובמבר. כחדש דצמבר נפוצו חששות במשק, שיוטלו הגבלות על יבוא הון. כתוצאה מכך אירע זרם חד פעמי ניכר של אשראי מחוץ לארץ, שלא הומר

ללירות ישראליות. עם זאת, גם בניכוי התפתחות יוצאת דופן זו, חל ברביע האחרון גידול בנכסים במטבע חוץ, על חשבון הנכסים במטבע מקומי. ההסבר לתופעה זו נעוץ בהתרחבות הפער בין הריבית השולית המקומית לבין הריבית בחוץ לארץ, במונחי ל"י. מצד אחד, פעלו הגירעונות הכבדים של הבנקים וקנסות הנוזילות להעלאת הריבית השולית המקומית, ומצד שני, פחתו הציפיות לפיחות; כתוצאה מכל אלה, גדלה כדאיות לקיחת ההלוואות מחוץ לארץ. לאחר הטלת שיעורי הנוזילות על האשראי מחוץ לארץ, פסק הגל הספקולטיבי הגדול של יבוא הון, אך מגמת הגידול באשראי זה לא השתנתה, — כנראה, משום שהקנסות על הגירעונות, והידיעה כי שיעורם יוגדל, היו בעלות השפעה רבה יותר מאשר ייקור האשראי מחוץ לארץ באמצעות חובת הנוזילות.

## 2. הגורמים לגידול באמצעי התשלום

שני הגורמים המרכזיים בהתפתחות המוניטריות בשנת 1978 הם: (א) הרפורמה במטבע חוץ, שהשפעתה התבטאה, כאמור, בשינוי תיק הנכסים של הפרטים ובפתיחת אפיקי אשראי מחוץ לארץ. (ב) ההשפעה המרחיבה של עודף הביקוש הממשלתי ושל האשראי המוכוון ליצוא, שמעניק בנק ישראל. נוסף על גורמים אלה, חל גידול מהיר באשראי בנקאי, שיצר גירעונות נוזילות כבדים בסוף הרביע השני וברביע השלישי.

### א. הזרמת הסקטור הציבורי

הזרמת הממשלה מאז הרפורמה ובתקופה הנסקרת הסתכמה בכ-1.4 מיליארד ל"י לחדש, לעומת כ-900 מיליון ל"י לחדש, בממוצע, בשנה שקדמה לרפורמה, — גידול של כ-6 אחוזים ריאליים ברמה החדשית של ההזרמה. בסיס הכסף הצר ערב הרפורמה הסתכם בכ-14 מיליארד ל"י, ולפיכך חרם הגידול בהזרמת הממשלה תרומה נכבדה מאוד לפוטנציאל ההתרחבות המוניטרית (ההזרמה מהווה 120 אחוזים מבסיס הכסף הצר). יש לזכור, שהזרמת הממשלה משקפת גם פעילות פיסקלית מרחיבה, וזה עיקר השלילה שבה. עודף הביקוש של הממשלה, המבטא את ההשפעה הריאלית המרחיבה, גדל אף בקצב מהיר יותר מאשר ההזרמה: ממיליארד ל"י בחדש, בשנה שקדמה לרפורמה, ל-1.7 מיליארד ל"י לחדש, בשנה שלאחר הרפורמה.

### ב. אשראי בנק ישראל

מאז הרפורמה, הגיעה ההזרמה החדשית הממוצעת של בנק ישראל באמצעות האשראי המוכוון ליצוא (למעט יהלומים) ל-400 מיליון ל"י, לעומת כ-120 מיליון ל"י לחדש בשנה שקדמה לרפורמה<sup>4</sup>.

הגידול הריאלי באשראי המוכוון ליצוא היה רב ביותר, בשל מדיניות התמיכה של המשק בייעוד זה. נוסף על כך, חל השנה גידול נכבד באשראי המוכוון הניתן לענף היהלומים, בשל מספר גורמים: גם השנה נמשכה צבירת מלאי יהלומים, אם כי בכמות נמוכה מזו של אשתקד; כן חלה השנה עלייה תלולה במחירי היהלומים. עם זאת, הגורם העיקרי להגדלת האשראי לענף זה נעוץ בפער, שנוצר בין הריבית על האשראי המוכוון במטבע חוץ לבין הריבית על האשראי בחוץ לארץ. פער זה גרם להגדלת הניצול של הקרן, תוך כדי פירעון חובות לחוץ לארץ וויתור על מקורות אשראי אחרים.

<sup>4</sup> למעט הזרמת בנק ישראל, הנובעת מפעולות הפתוח, ומגורמים אחרים, שהסתכמה בכ-180 מיליון ל"י לחדש כממוצע ב-1978. בהשוואה ל-180) — מיליון ל"י לחדש בשנת 1977. הגידול הרב נובע מחשלומי ריבית על פיקדונות מטבע חוץ. האשראי במטבע חוץ כולל את האשראי למשלוחי יצוא מאמצעי הבנקים.

## ג. פיקדונות מטבע חוץ

התגברות הציפיות לאינפלציה הגדילה את הביקוש של הציבור לנכסים פיננסיים, כדי להתגונן בפניה. ואכן, בעקבות ההזרמה, גדלו הפיקדונות במטבע החוץ בקצב מהיר. הרפורמה במטבע חוץ חוללה תהליך התאמה בתיק הנכסים של הפרטים, שהתבטא ברכישה רבה של פיקדונות מטבע חוץ בשלושת החודשים הראשונים שלאחר הרפורמה. בחדשים פברואר ומארס נוגע התהליך, אך החל מחדש אפריל התחדשה הרכישה המהירה של פיקדונות פת"מ, והיא הסתכמה בכ-1.2 מיליארד ל"י בחדש בתקופה הנסקרת. רכישת מטבע חוץ בקנה מידה כזה קשורה, כמובן, להזרמה הניכרת, אך גידולה המהיר, יחסית לאיגרות החוב, מעיד על המשך תהליך ההתאמה בתיק הנכסים של הפרטים גם ברביע השני והשלישי של 1978. רק לקראת סוף הרביע השלישי, וברביע האחרון, החלה ההאטה בפיתוח הל"י, יחסית למדד המחירים, לשנות את המגמות בהרכב תיק הנכסים של הפרטים; ובחדשים ספטמבר עד נובמבר עלתה מכירת איגרות החוב נטו על צבירת פיקדונות פת"מ.<sup>5</sup>

## ד. מאזן התשלומים

למדיניות התקציבית של הממשלה היתה השפעה חשובה גם על הספיגה דרך מאזן התשלומים. הגידול בצריכה הציבורית וחדוש הצימחה דרך הביקושים המקומיים האיצו את היבוא, והאטו במעט את קצב גידול היצוא. מגמות אלה גרמו לכך, שבתשעת החודשים הראשונים של השנה גדל הגירעון בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי בכ-120 מיליון דולר, במונחים שנתיים. במקביל, חל גידול מהיר יותר ביבוא ההון לזמן ארוך (כ-160 מיליון דולר), כך שסך הגירעון הבסיסי של הסקטור הפרטי ירד בכ-40 מיליון דולר בתשעת החודשים הראשונים של 1978, בהשוואה ל-1977.<sup>6</sup> יבוא ההון לזמן קצר לא גדל בתשעת החודשים הראשונים של השנה, אך ראוי לציין, כי ברביע הראשון חל יצוא הון ניכר, בעוד שלאחר מכן התפתח יבוא הון בקצב מהיר. סיכומן של מגמות אלה במאזן התשלומים התבטא בירידת המכירות של מטבע חוץ לציבור, מרמה של כ-700 מיליון דולר בשנת 1977 לרמה שנתיית של כ-600 מיליון דולר בתשעת החודשים הראשונים של השנה. התפתחות האשראי הבנקאי במשך 1978 היוותה גם היא אחד הגורמים החשובים בהתרחבות המוניטרית. הגדלת האשראי היתה כה נרחבת, שהיא יצרה גירעונות כבדים במערכת הבנקאות, החל מחדש מאי, העולים במידה רבה על הגירעונות בשנים האחרונות. על התפתחות האשראי וגורמיו עמדנו כבר בהרחבה בסעיף הקודם; יש לחזור ולהדגיש, כי חלק בלתי מבוטל מהגידול באשראי נועד למימון רכישות של תוכניות חיסכון בידי הציבור. למעשה זהו מימון עקיף של פעילות ממשלתית, ובשל כך מוטה אומדן הזרמת הממשלה כלפי מטה.

## ה. מדיניות בנק ישראל

הרפורמה במטבע חוץ העמידה בפני המשק שתי בעיות. ראשית, היכולת לרכוש פיקדונות במטבע חוץ יצרה מעבר מנכסים במטבע מקומי לנכסים במטבע חוץ. שנית, היצע האשראי הגמיש מחוץ לארץ יצר אפשרות של זרם יבוא הון, שהיה מחריף את "הדולריזציה" של המשק, לא רק במישור הנכסים, אלא גם במישור האשראי. יבוא הון גדול היה יוצר גם ייסוף בשער הל"י. הייסוף היה מגדיל את הגירעון בחשבון השוטף ומחזק, בטווח הארוך יותר, את הציפיות לפיחות; סביר להניח, כי תהליך זה היה מתרחש תוך תנודות חריפות בשער החליפין בזמן הקצר, וייתכן מאוד כי היתה נוצרת גם האטה במגמת ההתפתחות של הטווח הארוך, ובכך היתה נפגעת רווחיות היצוא. אם

<sup>5</sup> בחדש דצמבר היה גיוס ההון שלילי, בעוד שצבירת הפיקדונות במטבע חוץ הסתכמה בכ-5.5 מיליארד ל"י. יש לזקוף תופעה זו בעיקר לחששות, שנפוצו בציבור, כי יוטלו הגבלות על יבוא הון.

<sup>6</sup> אין עדיין נתונים סופיים לרביע האחרון, אך לאור האינדיקטורים של סחר החוץ נראה, כי הגירעון בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי ברביע זה פחת במידה רבה.

תהליך זה היה מתמשך זמן רב, יש להניח, כי המטרה ארוכת הטווח, של פתרון בעית מאזן התשלומים תוך הגדלת היצוא ולא דרך יבוא הון, היתה נפגעת. אחת הדרכים לצמצם את השפעת יבוא ההון היא מדיניות פיסקלית מרסנת, שתלווה בהרחבה מוניטרית, וכך גם ניתן לצמצם את ההשפעה האינפלציונית שיש להרחבה המוניטרית. אכן, בנק ישראל המליץ על מדיניות זו במסמכים שהוכנו לקראת הפעלת הרפורמה במטבע חוץ, וכן במחצית הראשונה של 1978. במכתב הנגיד, שהתלווה לדו"ח אמצעי התשלום הקודם, (26.7.78), נאמר:

"תנאי הכרחי לניהול מדיניות מוניטרית הינו רמה נמוכה יותר של הזרמת הממשלה, המאפשרת לבנק ישראל טווח פעולה הולם. יש להדגיש, כי הצורך להפנות את מעיינינו למאזן התשלומים בניהול המדיניות המוניטרית מצמצם את האפשרות לסתור ולרסן את ההשפעה המרחיבה של תקציב המדינה".

כדי לצמצם את ההשפעות השליליות, העוללות להתלוות ליבוא הון, פעל בנק ישראל בסוף הרביעי הראשון להקטנת גירעונות הנוזלות של הבנקים, באמצעות הקטנת השתתפותם בקרנות היצוא ב-5 אחוזים. צעד זה תרם לשינוי מסוים במגמות, שהסתמנו ברביעי הראשון: בתחילת הרביעי השני נעלמו גירעונות הבנקים, נבלמה עליית שער הריבית, והתחדשה עלייה בשער החליפין של הל"י. נוסף על כך, פעל בנק ישראל לצמצום ה"דולריוזיה" במשק גם באמצעות צעדים, ששיפיעו על הרכב הנכסים שבידי הפרטים; לכן המליץ על מספר פעולות, שאותן אימצה הממשלה, שתכליתן להגביר את החיסכון בל"י ולשכלל את שוק ההון: שופרו תנאי איגרות החוב, הונפקו איגרות חוב ברירה (הצמדת ברירה לל"י או לדולר) וכן הונפקו תעודות פיקדון סחירות, שנוזלותן גדולה מזו של הפיקדונות לזמן קצוב.

בסוף הרביעי השני הגיע בנק ישראל למסקנה, שיש לשנות את מדיניות ההרחבה המוגבלת למדיניות מרסנת, בשל שתי סיבות: ראשית, הממשלה לא ניהלה מדיניות פיסקלית מרסנת, כנדרש; שנית, ההתרחבות המוניטרית המתונה הואצה מעבר למתוכנן, משום שהבנקים הגדילו את האשראי במהירות רבה, ונכנסו לגירעונות כבדים. ההתרחבות המוניטרית ממקור זה, והציפיות לגידול נוסף בעודף הביקוש הממשלתי, הניעו את בנק ישראל להחלטה, שלא לחלץ את הבנקים מגירעונותיהם, ולאפשר לריבית המקומית לעלות, ובדרך זו לגרום לריסון ההתרחבות המוניטרית. ואמנם, לקראת סוף הרביעי השלישי, נבלמה העלייה באמצעי התשלום במטבע ישראלי, ופחת האשראי בל"י; נוסף על כך, נמשך קצב האינפלציה המהיר. למרות זאת פתחו הציפיות לפיתוח, כנראה משום שההרעה במאזן התשלומים לא היתה חריפה, וייתכן גם משום שהתגבר יבוא ההון לזמן ארוך. כתוצאה מכך התחדש יבוא ההון לזמן קצר מחוץ לארץ, והציפיות להאטת הפיחות של הל"י התממשו.

הגירעונות החריפים של הבנקים ברביעי השלישי, ובתחילת הרביעי האחרון, והחשש מהתגברות יבוא ההון, הניעו את בנק ישראל לשקול צעדים, שיביאו לייקור האשראי מחוץ לארץ. במקביל נוצרו במשק חששות, שיוטלו הגבלות על יבוא הון, וכתוצאה מכך זרם למשק יבוא הון בהיקף של כ-250 מיליון דולר במשך השבועיים הראשונים של חודש דצמבר. מיד לאחר מכן הפעיל בנק ישראל את תכניתו באמצעות שני צעדים: מחד גיסא, הוטלו שיעורי נוזלות על אשראי במטבע חוץ, ומאידך גיסא — הוכרו על הגדלת קנסות הגירעונות — וזאת על רקע של רמת קנסות גבוהה ביותר. צעדים אלה תרמו להפסקת הגל הספקולטיבי הגדול של יבוא הון, אך הם לא שינו את מגמת הגידול של האשראי במטבע חוץ, על חשבון האשראי המקומי בל"י. הדבר מעיד על כך שהשפעת הקנסות היתה חריפה יותר מאשר הטלת שיעורי הנוזלות על האשראי במטבע חוץ. בשל התפתחויות אלה, החליט בנק ישראל, בחדש פברואר 1979, לגרום לייקור נוסף של עלות האשראי במטבע חוץ, באמצעות שילוב של חובת הפקדה וריבית שלילית. כדי לאפשר ביצוע מדיניות זו ללא תנודות חריפות נוספות, הוחלט, כצעד זמני, על הקפאת האשראי מחוץ לארץ, לתקופה שלא תעלה על 60 יום.

במסגרת מדיניות בנק ישראל לצמצם את הסובסידיה הבלתי מבוקרת על האשראי המוכון, ננקטו שלושה צעדים: (א) בוטל האשראי המוכון בל"י לשוק המקומי, גורם שהביא לירידה ביתרתו

הנומינלית; (ב) נוהלה מדיניות של החלפת האשראי המוכוון ליצוא, ממטבע מקומי — לאשראי במטבע חוץ; (ג) בנק ישראל העלה את הריבית על האשראי בדולרים ליהלומים מ-6 ל-9 אחוזים. העלאת הריבית היתה הדרגתית — אחוז אחד, החל מחדש דצמבר 1978.

### 3. ההתפתחות הכלכלית בתקופה הנסקרת

בשנת 1978 התחדשה הצמיחה הכלכלית במשק, לאחר שנתיים של קיפאון. הגידול בתוצר החל כבר ברביעי האחרון של שנת 1977, ובממוצע הסתכם גידולו בשנת 1978 בכ-5 אחוזים. חידוש הצמיחה במשק לוהה בשינוי הרכב השימושים: בעוד שבשנתיים הקודמות חל ריסון בביקושים המקומיים, והגידול המהיר ביצוא הוא שהכתיב את התפתחות התוצר, — הרי שבשנת 1978 חל מפנה בהרכב הביקושים, והצמיחה התבססה, במידה רבה יותר, על התעוררות הביקושים המקומיים, ובמידה פחותה — על היצוא.

התפתחות זו נובעת מגורמים מספר, שהראשון שבהם הוא התעוררות הביקוש למגורים. המפנה בבנייה למגורים דווקא בשנת 1978 נובע מהמתחזרות ארוכת הטווח בענף זה: הצטברות מלאי דירות, לאחר מלחמת יום הכיפורים, יצרה תהליך התאמה, שהפחית את התחלות הבנייה אף מתחת לרמת הביקוש לטווח הארוך. הגידול המתוזרי בביקוש למגורים, והתאוששות הפעילות הכלכלית בכלל, יצרו לחץ מיוחד בענף הבנייה, שהביא להאצה ניכרת בהתחלות הבנייה, ולהפסקת הירידה החדה בהשקעות למגורים.

ההתפתחות המתחזרת בענף הבנייה נוספה מדיניות תקציבית מרחיבה: הצריכה הציבורית (למעט יבוא ביטחוני ישיר) עלתה השנה בכ-2 אחוזים, בעוד שבשנתיים הקודמות הצטמצמה היא באורח ריאלי.

הגידול בביקושים התבטא גם בהשקעות בענפי המשק, שבהן חל גידול של כ-11 אחוזים, לאחר ירידה של כ-9 אחוזים בכל אחת מהשנתיים הקודמות. המפנה החד בהשקעות, כאשר לכאורה נראה כי בחלק מענפי המשק קיים עדיין הון בלתי מנוצל, הוא, בין היתר, תוצאה של ההתפתחות השונה בענפים שונים. התוצר העסקי, למעט בנייה, צמח בקצב של כ-5 אחוזים גם בשלוש השנים הקודמות, וברור שהמשך המגמה בענפים אלה, עם התעוררות הפעילות גם במגורים אחרים, יצרו ביקוש להשקעות חדשות, ומימשו גם השקעות שנדחו מפאת אי-הודאות לגבי הצמיחה הצפויה. נוסף על כך, סביר להניח, כי הגידול שחל כסובסידיה להשקעות, בעקבות ההאצה בקצב האינפלציה, תרם גם הוא להגדלת ההשקעות.

הגידול בצריכה הפרטית הואף גם הוא במידה משמעותית — 6.3 אחוזים, לעומת כ-4 אחוזים בכל אחת מהשנתיים הקודמות. במיוחד בולטת העלייה בצריכת מוצרים בני קיימא, שגדלה בכ-25 אחוזים, לאחר ירידות רצופות בשלוש השנים האחרונות. הסיבה לכך נעוצה ברגישותו הרבה יותר של רכיב זה לשינויים בהכנסה השוטפת.

שני אינדקטורים נוספים להתחדשות הפעילות במשק ניתן לראות בהתפתחותם של גורמי הייצור: ראשית, הגידול הרב בהשקעות לענפי המשק האיץ את הגידול במלאי ההון; שנית, ואולי אף השינוי הבולט יותר, הוא שוק העבודה: שיעור ההשתתפות בכוח העבודה חזר לרמה, ששררה ב-1973; קצב הגידול במועסקים הואף, וחלה אף ירידה קלה בשיעור האבטלה (הגידול בשיעור ההשתתפות התרחש כבר במהלך 1977). עיקר הגידול בתעסוקה התרכז בסקטור הציבורי, שהגדיל את מספר עובדיו בכ-9 אחוזים, ובכך צמצם את היצע העבודה לענפים אחרים. הגידול במועסקים בסקטור העסקי הסתכם בכ-3 אחוזים, ואם נביא בחשבון, שפרישת עובדים בסקטור זה מסתכמת בכ-2 אחוזים לשנה, — הרי שיש בכך רמז נוסף להתגברות לחצי הביקוש בשוק העבודה. החידוש בצמיחה הכלכלית הושג במחיר של נסיגה משני יעדים חשובים: שיפור במאזן



התשלומים והאטת קצב האינפלציה. כפי שציינו, הגידול בתוצר הוא פרי הרחבת הביקושים המקומיים; כתוצאה מכך חלה האצה בקצב גידול היבוא, מצד אחד, ואילו מצד שני לוותה התפתחות זאת בהאטת גידולו של היצוא. ההאטה בקצב גידולו של היצוא אינה ניכרת אמנם, אך סביר להניח, כי הגידול בביקושים המקומיים התחרה ביצוא על סך המקורות במשק, והמשך מגמה זו עלול להתבטא במידה חריפה יותר בשנה הבאה. התפתחויות אלו במאזן התשלומים גרמו בהכרח להרעה בגירעון, לאחר שבמשך שנתיים השתפר מאזן התשלומים.

התהליך האינפלציוני, שהאטתו היתה אחד מיעדיו החשובים של המשק, לא רק שלא מותן, אלא אף הואץ במדיה משמעותית: מרמה של כ-40 אחוזים לשנה, בשנתיים הקודמות, לרמה של כ-48 אחוזים ב-1978. האצת האינפלציה היא תוצאה של המשך מגמת העלייה בהוצאות הייצור; אלא שבניגוד לשנתיים הקודמות, התרחשה העלייה בהוצאות כמשק צומח, שבמהלך השנה התפתחו בו לחצי ביקוש.

הגורמים האקסוגניים העיקריים, שפעלו על המחירים בשנת 1978, הם הרפורמה במטבע חוץ, שהיה גלום בה פיתוח נומינלי גדול, והגידול בצריכה הציבורית, שהתבטא בעיקר בגידול מהיר במספר המועסקים בסקטור הציבורי. פעולתם של גורמים אלה הביאה בהכרח לעלייה בשכר, ובמטטר של שער חליפין נייד — גרמה לעלייה מחדשת בשער החליפין, וחוזר חלילה. נוסף על זאת, הגבירו ההאצה באינפלציה והרפורמה את אי הוודאות לגבי התפתחות המחירים הצפויה, וגרמו להגדלת תביעות השכר של העובדים, מעבר למה שידע המשק בשנים הקודמות. כתוצאה מכך, גדלה השפעת התפתחויות בשכר על רמת המחירים במשק. התגברות אי הוודאות השפיעה גם על התנהגותן של הפירמות, שיצרו מנגנוני התאמה מהירה יותר של מחיריהם לשינויים בעלויות ובביקושים.

תהליך דומה לזה אפיין גם את השנים הקודמות, אלא שבשנת 1978 הוא התרחש תוך כדי עלייה בביקושים, שחשיבות השפעתם גברה ביותר במחצית השנייה של 1978. את התעוררותם של לחצי הביקוש ניתן לזהות במספר שווקים: ראשית, בשוק הבנייה, שבו התרחשה עלייה מהירה מאד של מחירי הדירות, יחסית למחירי המוצרים האחרים; שנית — בולטת תופעה זו בשוק העבודה: שיעור ההשתתפות בכוח העבודה עלה לרמה, ששררה ערב מלחמת יום הכיפורים; מספר המועסקים גדל, וירד שיעור האבטלה. בתחום ההון נראה, כי עדיין קיימים ענפים, שבהם יש הון בלתי מנוצל, אך עם זאת, פחתה השנה מידת אי הנצילות, וכנראה שגם נבלמה הירידה בתמורה להון בשימושים המקומיים.

ההתפתחויות בשוקי המוצרים ובגורמי הייצור לוו, כמתואר לעיל, בהתרחכות מוניטרית מהירה, שאיפשרה את ביטויים המלא של הכוחות, שדחפו את האינפלציה. סביר להניח, שברוב חודשי השנה הכתיבו גורמי ההוצאות ושוק העבודה את האינפלציה. עם זאת, התגברותם של לחצי הביקוש במחצית השנייה של השנה, עם הירידה שחלה, בתקופה זו, בריבית הריאלית על אשראי במטבע חוץ, מעידים על כך, שלהתרחכות המוניטרית היה תפקיד מסוים, אם כי קטן, בהתגברות הביקושים בתקופה זו.

#### 4. יעדי המדיניות הכלכלית

שלוש הבעיות המרכזיות, שבפניהן ניצב המשק בשנים 1975 עד 1977, היו הקיפאון בתוצר, הגירעון הגדול בחשבון השוטף ועליית המחירים מהירה. בעיות אלה צריכות היו להנחות את המשק לנקוט מדיניות, שתחדש את הצמיחה הכלכלית תוך שינוי מבנה המשק, כך שהצמיחה תתבסס, במידה רבה, על גידול הייצור, ובמידה פחותה — על השימושים המקומיים. השגת מטרות אלה מותנית בשינוי המחירים היחסיים, ולכן היה צורך לצמצם את הביקוש הממשלתי, מצד אחד, ולהימנע מהגברת

האינפלציה, דרך העלאת הוצאות הייצור, מצד שני. לכאורה ניתן לומר, כי לפחות אחד היעדים — חידוש הצמיחה — הושג כבר ב-1978, אך השגת מטרה זו, במחיר של הרעה במאזן התשלומים והגברת האינפלציה, מציבה בפני המשק אותן בעיות, שבפניהן הוא עמד בראשית השנה. שלושה היעדים האמורים שלוכים זה בזה, והשגת אחד מהם, תוך כדי התרחקות משמעותית מהאחרים, אינה פותרת את בעיות היסוד של המשק. בשנת 1978 התבססה צמיחת המשק על גידול בביקושים המקומיים, תוך כדי גידול בגירעון בחשבון השוטף והתגברות קצב האינפלציה. צמיחה כלכלית, תוך שינוי מבנה המשק והאטת קצב האינפלציה, תושג רק תוך הקטנת הצריכה הציבורית: צמצום תקציב הממשלה יקטין את הלחץ על המקורות, יאיט את האינפלציה, ובכך ייצור תנאים לשינוי המחיר היחסי ולצמיחה באמצעות היצוא. עם זאת יש לזכור, כי אם יחל השנה תהליך הנסיגה מסיני, תצריך ההערכות החדשה של צה"ל בנגב השקעות ניכרות בבנייה ובתשתית; הגידול ברכיב זה של הביקוש הממשלתי יקטין, במידה רבה, את היכולת לצמצם את התקציב בכללותו, ולפיכך תעמוד בפני היצוא מגבלת מקורות חמורה.

ההחשה המהירה באינפלציה פוגעת בסיכויים לשינוי מבנה המשק, אך השלכות שליליות לה גם בתחומים אחרים: ראשית, מערכת השכר והמחירים תלויות זו בזו במישרין; התגברות האינפלציה, והגידול באי הודאות לגבי התפתחותה הצפויה, גורמים ללחצים חריפים בשוק העבודה, המתבטאים בגידול ימי השבתה במשק והתגברות השפעת השכר על התהליך האינפלציוני, בעקבות רצונם של העובדים לבטח עצמם כנגד האצת האינפלציה. האינפלציה מגבירה את אי הודאות גם בפרומות, וכתוצאה מכך נפגעים ההשקעות, היצוא והחלטותיהם של הפרטים על רמת התצרוכת והרכבה. המבנה הלקוי של שוק ההון הישראלי מגביר את רגישות המשק לאינפלציה. חוסר הסימטריה בין הריבית הנומינלית הנמוכה, שבה מלווה הסקטור הציבורי לסקטור הפרטי, לבין הריבית הצמודה, שבה הוא לווה ממנו, — מצמצם את השפעתם של צעדים בתחום המסוי, וייתכן שאף גורם להשפעה מציצה. התגברות האינפלציה ואי הודאות באשר לשיעוריה, מגדילים אמנם את הסובסידיה הצפויה, אך הם גם מגדילים את אי הודאות לגבי גודל סובסידיה זו. כתוצאה מכך גדלות ההשקעות הבלתי כדאיות, וייתכן שאף נגרמת אבטלה מבנית של הון. הסובסידיות הבלתי מבוקרות גורמות גם לשינויים בהתחלקות ההכנסות וללחצים חברתיים. לפיכך יש להציב את המלחמה באינפלציה כיעד המרכזי של המשק בשנת 1979, מבלי לפגוע במאזן התשלומים, או לפחות להשיג זאת במחיר של פגיעה קטנה ככל האפשר ביעד חשוב זה.

בעקבות הרפורמה במטבע חוץ, נוצרו בעיות חדשות בתחום המוניטרי, המחייבות פתרון. פיתחתו של המשק בפני יבוא הון גמיש גורמת לתנועות הון קצרות טווח, התורמות אמנם בטווח הקצר לגידול ביתרות מטבע חוץ, אך הן פוגעות, לטווח הארוך, בסיכויים לפתור את בעית מאזן התשלומים באמצעות היצוא, משום שהן תורמות לייסוף הל"י, ומקטינות את רווחיות היצוא. אמת, הרחבה מוניטרית מקומית תצמצם את יבוא ההון ותגדיל את פיתות הל"י, הישג רצוי מנקודת ראות היצוא; אולם במשק המצוי בתעסוקה מלאה, הרחבה מוניטרית מקומית מגבירה את האינפלציה. לפיכך שומה על המדיניות הכלכלית בשעה זו למצוא את האיוון העדין בין פתרון בעיית מאזן התשלומים לבין האטת האינפלציה.

## 5. המלצות

האטת האינפלציה היא היעד המרכזי של המדיניות הכלכלית לשנת 1979. התקציב והתכנית הכלכלית, שהכינה הממשלה, מיועדים להשגת יעד זה. יש לזכור, כי זוהי תכנית מינימום, שכל סטייה קלה ממנה תחריף את האינפלציה. נדרשים אפוא הצעדים דלקמן:

- (1) יש לבצע את התקציב בצורה קפדנית, ולהימנע מכל חריגה, או עקיפה, בדרך של הסדרים מחוץ לתקציב.
- (2) כל פעולה או שירות, שתרצה הממשלה להוסיף במהלך השנה, חייבים להיות מלווים בצמצום סעיף תקציבי אחר, בסכום מקביל.
- (3) כאשר תחל ההערכות המחדשת של צה"ל בנגב, מוצע לצמצם פעולות תקציביות הקשורות בבנייה ובעבודות עפר, כדי להקטין את לחצי הביקוש הקיימים בענף זה, שיתגברו בשל ההערכות החדשה.
- (4) הלוואות חדשות לדיור יוצמדו למדד המחירים לצרכן, ובמקביל תוארך תקופת הפירעון. הדבר יקטין את הביקוש לדיור, ובכך יתרום לצמצום העלייה במחירי הדירות. הלוואות מוזלות או מענקים יינתנו רק למשפחות הגרות בצפיפות ובדיור תת-תקני, קשישים ונזקקי סעד, כולם בעלי הכנסה עתידית נמוכה. לזוגות צעירים ולמשפחות, העוברות לערי פיתוח, יינתן דיור במימון מסובסד.
- (5) מוצע להצמיד את הלוואות לבניית בתי מלון ומבני תעשייה במרכז הארץ למדד המחירים לצרכן. מבני תעשייה במרכז הארץ יימכרו, או יושכרו, ללא סובסידיה. יש להגדיל את שיעורי ההצמדה להלוואות פיתוח, הניתנות ליעדים מועדפים — יצוא ואזורי פיתוח, ולבטל את תקרת הריבית עליהם. כמו כן יש לצמצם את הפער בין הריבית על האשראי המוכוון ליצוא לבין הריבית בשוק העולמי. לצמצום הסובסידיה הבלתי מבוקרת, ועוד יותר לביטולה, יש חשיבות רבה בהאטת האינפלציה. היא גם תתרום לצמצום העיוותים בהקצאת המקורות ובחלוקת ההכנסות.
- (6) בנק ישראל ימשיך לנהל מדיניות מוניטרית מרסנת. במסגרת זו יש לצמצם את נטילת האשראי במטבע חוץ לשם המרה ל"י. מדיניות זו תכלול שלושה רכיבים:
- (א) בנק ישראל יעלה את חובת הנזילות על האשראי מחוץ לארץ, ויטיל ריבית שלילית על הפקדות, שמקורן ביבוא הק.
- (ב) מוצע לבטל כליל את ביטוחי השער, שמעניקה הממשלה. הללו מגדילים את יבוא ההון למשק מעבר לרצוי, וגלומה בהם סובסידיה בלתי מבוקרת, שהשפעותיה שליליות.
- (ג) מוצע לאסור בחוק על הרשויות המקומיות לממן את פעילותן בדרך של הלוואות מחוץ לארץ.
- (7) בשנת 1979 יש חשיבות רבה לשמירה על מדיניות השכר שנקבעה, ולשם כך רצוי לצמצם את אי הוודאות בשכר, הקיימת בקצבי אינפלציה מהירים. לכן מוצע לפעול לשינוי הסדר תוספת היוקר בשני מישורים:
- (א) אם שיעור האינפלציה במשך השנה לא יעלה על 30 אחוזים, תשולם תוספת יוקר בשיעור 70 אחוזים מעליית המחירים; על כל אחוז נוסף של עליית מחירים מעבר ל-30 אחוזים (במשך שנה), תשולם תוספת יוקר מלאה (של 100 אחוזים).
- (ב) אם עליית המחירים ברביע עולה על 10 אחוזים, יש לשלם תוספת יוקר מדי שלושה חודשים (במקום שישה חודשים).

**לוח 1**  
**התפתחות אמצעי התשלום, דצמבר 1975 עד דצמבר 1978**

העלייה או הירידה (-) באמצעי התשלום		יתרות לסוף החודש				
נתונים מנוכי עונתיות	נתונים מקוריים	סך כל אמצעי התשלום	פיקדונות עובר ושב	מזומנים	סוף התקופה	
(אחוזים)		(מיליוני ל"י)				
18.5	21.7	10,641	6,644	3,970	1975	
27.2	27.1	13,486	8,709	4,777	1976	
39.2	38.8	18,717	12,398	6,319	1977	
					1977	
8.7	6.7	17,221	11,166	6,055	יולי	
-1.6	0.8	17,077	10,791	6,106	אוג.	
2.9	3.3	17,642	11,307	6,335	ספט.	
-2.8	-2.9	17,136	10,944	6,192	אוק.	
1.6	1.9	17,452	11,123	6,329	נוב.	
5.1	7.2	18,717	12,398	6,319	דצמ.	
					1978	
-2.2	-5.1	17,766	11,576	6,190	ינו.	
5.7	5.8	18,803	12,263	6,540	פבר.	
8.3	9.7	20,627	13,751	6,878	מארס	
0.0	0.3	20,691	13,477	7,214	אפר.	
6.7	6.4	22,013	14,543	7,470	מאי	
5.8	6.2	23,373	15,654	7,719	יוני	
0.6	-0.0	23,085	15,194	7,891	יולי	
0.8	2.3	23,608	15,347	8,261	אוג.	
4.9	5.2	24,831	16,290	8,541	ספט.	
-3.2	-5.0	23,590	15,120	8,470	אוק.	
2.4	2.4	24,153	15,501	8,653	נוב.	
3.0	6.2	25,643	16,718	8,925	דצמ. <sup>1</sup>	
					העלייה בין	
					סוף מארס	
20.1	20.4	20.4	18.5	24.2	לסוף ספט. 1978	
					העלייה בין	
					סוף ספט. 1977	
39.8	40.7	40.7	44.1	34.8	לסוף ספט. 1978	

<sup>1</sup> נתונים ארעיים.

לוח 2  
נכסים כספיים שבידי הציבור, 1977 ו-1978  
(יתרות לסוף התקופה, מיליוני ל"י)

מילווה קצר מועד	פיקדונות מט"ח				תכניות חיסכון			אמצעי תשלום	סוף התקופה
	מזה: הפרשי שערים <sup>3</sup>	פז"ק תמ"מ	פת"מ ז"ק	פת"מ עו"ש	כולל הפרשי הצמדה ריבית ומענק	ערכי הפקדה	פיקדונות לזמן קצוב בל"י <sup>1</sup>		
106	14,003	28,774	10,584	5,353	29,893	16,155	5,613	17,136	1977 אוקטובר
82	22,956	32,631	11,081	6,094	36,790	18,401	5,814	18,717	דצמבר
50	1,843	34,008	14,250	5,931	37,831	18,837	5,368	17,766	1978 ינואר
45	4,906	36,992	16,092	6,453	40,326	19,975	5,319	20,629	מארס
20	13,119	44,627	20,534	10,515	53,419	27,567	6,817	24,831	ספטמבר
11	18,774	49,737	24,966	14,307	65,653	30,015	6,957	25,403	דצמבר <sup>2</sup>

<sup>1</sup> כולל פיקדונות כנגד התחייבויות.

<sup>2</sup> נחונים ארעיים.

<sup>3</sup> הפרשי שערך מצטברים מתחילת השנה.

לוח 3

השפעת הסקטורים השונים על בסיס הכסף, 1977 ו-1978, הזרמה (+), ספיגה (-)  
(השינויים במיליוני ל"י)

המקורות לעליית בסיס הכסף	1977	1978 <sup>1</sup>	ינואר עד אוקטובר 1977	נוב' 1977 עד ינו' 1978	פב' עד מארס 1978	אפר' עד ספטמבר 1978	אוק' עד דצמבר 1978 <sup>1</sup>
1. הזרמת הסקטור הציבורי נטו מזה: הזרמה בגין פעילות ממשלתית	11,325	14,383	9,180	3,724	3,422	8,516	866
2. מכירות מט"ח מצד הסקטור הפרטי <sup>2</sup>	8,857	10,684	6,970	3,038	2,926	6,641	-34
3. השפעת צבירה בפיקדונות מט"ח אשראי במט"ח	-5,064	-18,458	-3,004	-3,351	-1,174	-7,204	-6,789
4. לסקטור הפרטי <sup>2</sup> אשראי במט"ח	5,089	9,462	2,580	4,026	3,428	3,103	1,414
5. לסקטור הפרטי <sup>2</sup> פעולות בשוק פתוח	983	1,150	637	196	-316	1,649	-33
6. גורמים אחרים	117	1,401	-55	276	417	614	266
7. סך כל בסיס הכסף הצר	101	1,497	-786	889	183	993	317
8. שחרורים בנוילות והפרש מוכר <sup>2</sup>	4,891	4,201	1,920	922	2,513	1,507	2,237
9. סך כל בסיס הכסף הרחב <sup>2</sup>	138	..	55	43	-188	..	..
10. שינוי בגירעונות נוילות <sup>2</sup>	5,029	..	1,975	967	2,327	..	..
11. גירעונות נוילות <sup>2</sup>	402	..	1,904	1,725	93	-1,026 <sup>1</sup>	..

<sup>1</sup> נתונים ארעיים.

<sup>2</sup> במשך 1977 נעשו מספר שינויים כדלקמן:

- (א) העברה טכנית מסעיף פיקדונות למימון יצוא לסעיף נכסים נזילים, המחבטאה בשינוי בהזרמה בבסיס הכסף.  
(ב) בוטל ההסדר למימון משלוחי יצוא מאמצעי הנוקים במטבע חוץ, שהשפעותיו התבטאו כמכירות מטבע חוץ, אשראי לציבור הקטנת שחרורים מנוילות והגדלה מתאימה בבסיס הכסף הרחב ובחובת הנוילות.  
(ג) הושלם חיסול חשבונות הק"י (הפיקדון במטבע חוץ כנגד קרנות יצוא במטבע חוץ), אשר השפיע על אשראי לציבור במטבע חוץ ועל מכירות הציבור במטבע חוץ.  
(ד) הועבר נזיק מושג בקרן משלוחים מאשראי במטבע ישראלי לאשראי במטבע חוץ.  
על מועד השינויים וגודלם — ראה דוח על עליית אמצעי החשלוס בתקופה שבין 31 באוקטובר 1977 ל-31 במארס 1978.

לוח 4  
 התפתחות רכיבי האשראי הבנקאי לציבור<sup>1,2</sup>, 1977 ו-1978  
 (יתרות לסוף התקופה, מיליוני ל"י)

אשראי מוכוון ליצוא				אשראי לשוק המקומי								
סך כל האשראי הבנקאי לציבור	סך הכל	יהלומים	סך הכל ללא יהלומים	במט"ח אחר	במט"ח ללא יהלומים <sup>5</sup>	במט"י <sup>4</sup>	מתוך פק' למתן הלוואות במט"ח <sup>7</sup>	סך הכל	חופשי <sup>6</sup> במט"ח	מוכוון <sup>3</sup> במט"י	חופשי במט"י	
46,350	16,875	7,292	9,583	358	4,905	4,320	3,424	26,051	10,315	2,682	13,054	1977 אוקטובר
51,629	18,874	7,630	11,244	300	6,368	4,576	5,794	26,961	10,607	3,086	13,268	דצמבר
55,186	20,423	8,649	11,774	301	6,967	4,506	6,044 <sup>9</sup>	28,719 <sup>8</sup>	11,042	3,257	14,420	1978 ינואר
61,296	23,733	11,768	11,965	284	7,683	3,998	7,012	30,551	12,410	2,779	15,362	מארס
83,630	32,038	15,013	17,025	420	9,687	6,918	10,000	41,592	17,066	2,512	22,014	ספטמבר
90,354	34,496	15,248	19,248	476	11,425	7,347	10,700	45,158	23,185	2,336	19,637	דצמבר

<sup>1</sup> אינו כולל אשראי לממשלה ולמסדות לאומיים.

<sup>2</sup> האשראי במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ כולל הפרשי פיחות.

<sup>3</sup> כולל קרנוח הון חוזר ואשראי אחר לפעילות מקומית. כרבע מאשראי זה ניתן בתנאי הצמדה (בקן מילווה מעסיקים). נוסף על סכומים אלה, ניתן אשראי באמצעות פדיון מוקדם של מילווה מעסיקים.

<sup>4</sup> כולל את הקרנוח: ליצוא פרי הדר ויצוא עקיף.

<sup>5</sup> כולל את הקרנוח: יבוא לשם יצוא, קרן משלוחים ומימון משלוחים מאמצעים עצמיים של הבנקים.

<sup>6</sup> עד הרפורמה היה אשראי זה חלק מן האשראי המאושר במטבע-חוץ לתושבים מקומיים.

<sup>8</sup> החל בדצמבר 1977 הועברו לסעיף זה 600 מיליון ל"י מאשראי לתושבי חוץ. סכום זה אינו מופיע בלוח זה.

<sup>9</sup> החל מדצמבר 1977 הועברו לסעיף זה 1.8 מיליארד ל"י מאשראי לחושבי חוץ. סכום זה אינו מופיע בלוח זה.

לוח 5  
מאזן התשלומים של הסקטור הפרטי ומכירות מטבע חוץ בידי בנק ישראל  
(מיליוני דולרים)

העלייה או הירידה (-) בממוצע שנתי		1 9 7 8						1977	1976	
1978	תשע"ח החדשים לעומת 1977	ממוצע שנתי	ממוצע של תשע"ח החדשים הראשונים	IV	III	II	I			
								(במונחים שנתיים)	(אחוזים)	
4	7	1,678	1,738	1,500	<sup>1</sup> 2,330	1,636	1,248	1,618	1,820	1. גירעון בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי*
21	20	977	969	<sup>2</sup> 1,000	<sup>2</sup> 1,000	1,012	896	806	848	2. בניכוי יבוא הח לטוח ארוך ע"י הסקטור הפרטי
-14	-5	701	769	500	1,330	624	352	812	972	3. גירעון יבוא הח לטוח קצר [(2)-(1)=(3)]
..	0	570	109	1,956	642	376	-692	109	413	4. בניכוי יבוא הח לטוח קצר (נגזר) [(4)-(5)=(3)]
..	-6	131	660	1,456	688	243	1,044	703	559	5. מכירת מט"ח בידי בנק ישראל
..	..	314	425	-20	364	40	872	167	72	מזה: יהלומים
..	..	-183	235	1,436	324	208	172	536	487	מכירה
..	..	..	31	..	24	33	49	66	50	6. אחוז המכירות (פרט ליהלומים) לעומת הגירעון הבסיסי (אחוזים)

\* סך כל הגירעון בחשבון השוטף בניכוי יבוא בטחוני.

<sup>1</sup> מתוך נתוני סחר-חוץ - מוחאם לנתוני מאזן התשלומים.

<sup>2</sup> אומדן ארעי.

המקור: (1) ו-(2) - לוח ג' בתיק נתונים עיקריים של המשק; (5) - בנק ישראל.