

# דין וחשבון הנגיד על עליית אמצעי התשלום בתקופה שבין 30 ביוני 1971 ל-29 בפברואר 1972\*

ירושלים, ב' באייר תשל"ב  
16 באפריל 1972

לכבוד  
הממשלה  
וועדת הכספים של הכנסת  
ירושלים

הריני מתכבד להגיש בזה לממשלה ולועדת הכספים של הכנסת דין-וחשבון בדבר עליית אמצעי התשלום בשיעור העולה על 15 אחוזים בתקופה של 8 חודשים, בהתאם לסעיף 25 בחוק בנק ישראל תשי"ד (1954).

בתקופה שבין סוף יוני 1971 לסוף פברואר 1972 עלו אמצעי התשלום ב-595 מיליון ל"י, שהן 15.3 אחוזים. הגידול המהיר באמצעי תשלום נמשך גם בשבועות האחרונים, ומסוף פברואר ועד ל-4 באפריל — חמישה שבועות — עלו אמצעי התשלום בסכום של 323 מיליון ל"י, שהן 7.2 אחוזים.

דין-וחשבון זה מוגש לאחר שבשנה הקודמת הוגשו שני דוחות. הראשון — ביום 16 במאָרס 1971, שבו דווח על עליית אמצעי התשלום בין סוף ינואר לסוף דצמבר 1970, והשני — ב-12 בספטמבר ונערך לגבי התקופה שעד סוף יוני 1971, ב-25 החודשים הנכללים בתקופה, שלגביה התייחסו שלושת הדינים וחשבונות, עלו אמצעי התשלום ב-1,545 מיליון ל"י, שהן 52.6 אחוזים; שיעור גידול כה מהיר לא ידע המשק הישראלי מאז 1962 ו-1963.

כזכור, הומלץ בדין וחשבון האחרון להמתין עד שניתן יהיה להעריך את מצב המשק בעקבות הפיחות והמדיניות שהתלוותה אליו. מאז הגשת הדין-וחשבון האחרון נקטו צעדים מוניטריים שונים להאטת הגידול באמצעי התשלום, אולם צעדים אלה בלבד, על אף השפעתם המרסנת, לא היה בהם כדי למנוע את הגידול המהיר באמצעי התשלום. דין-וחשבון זה סוקר את הגורמים לעליית אמצעי התשלום, את משמעותה של עלייה זו על רקע הלחצים האינפלציוניים הקיימים ואת המלצותי לממשלה בדבר האמצעים הנוספים שיש לנקוט בעקבות העלייה האמורה, בתחומי המשק השונים. מילוי אחר ההמלצות הללו אין בו כדי להאיט את קצב הצמיחה של המשק — ומטרת הצעדים המומלצים היא להחזיר את המשק ממצב של עודף ביקוש ותעסוקת יתר לשיעור משקל של תעסוקה מלאה.

בכבוד רב,  
משה זנבר  
נגיד בנק ישראל

\* הופיע כפרסום העומד בפני עצמו בתאריך המצויין לעיל.

## 1. מבוא

בתקופה הנסקרת בדין וחשבון זה נמשכה העלייה המהירה באמצעי התשלום, שהחלה במחצית השנייה של 1970. בחודשים יולי 1971 עד פברואר 1972 עלו אמצעי התשלום ב-595 מיליון ל"י, שהן 15.3 אחוזים. עליית אמצעי התשלום ב-12 החודשים, שמסתיימים בפברואר 1972, הסתכמה ב-1,024 מיליון ל"י. זו היא עלייה בשיעור 29.6 אחוזים, דהיינו עלייה חודשית ממוצעת בשיעור 2.5 אחוזים.

העלייה המהירה באמצעי התשלום בתקופה הנסקרת ובשנה שקדמה לה מחזקת את הלחצים האינפלציוניים הפועלים במשק ומצביעה על הסכנות הטמונות בהמשך התפתחות זו. יתר על כן, בחודשים האחרונים הוחשה מגמת העלייה באמצעי התשלום. בחצי השנה שבין סוף ספטמבר 1971 לסוף מארס (לפי נתון ארעי לסוף מארס) 1972 עלו אמצעי התשלום, לאחר ניכוי הגורמים העונתיים, בשיעור חודשי ממוצע של 2.4 אחוזים, בעוד שבחצי השנה שקדמה חל בהם גידול חודשי ממוצע בשיעור 2.1 אחוזים, ואילו בין סוף ספטמבר 1970 לסוף מארס 1971 חל גידול חודשי ממוצע של 1.8 אחוזים. הנתונים המעודכנים מצביעים, כי בין סוף פברואר 1972 לשבוע הראשון של אפריל נמשך הגידול המהיר באמצעי התשלום — אלה עלו ב-323 מיליון ל"י, שהן 7.2 אחוזים.

העלייה המהירה באמצעי התשלום איננה מבטאת את מלוא העלייה בנוזלות הציבור, שכן לצידה חל גידול מהיר בנכסים הכספיים האחרים שבידי הציבור. בחודשים יולי 1971 עד פברואר 1972 גדלו הפיקדונות הפחות נוזלים של הציבור (בל"י ובמטבע חוץ) והמלווה קצר המועד ב-1,814 מיליון ל"י, שהן 23.4 אחוזים. ב-12 החודשים, שמסתיימים בפברואר 1972, עלו הנכסים האלה ב-2,473 מיליון ל"י, שהן 34.9 אחוזים.

כבר בתחילת 1970 ננקטו צעדים, שנועדו להאיט את הגידול בביקוש המקומי ולשפר את מאזן התשלומים: מדיניות הכנסות מרסנת ("עיסקת החבילה"), שכללה הטלת מסים ישירים ומילווה חובה וכן מסי עקיפין והיטל יבוא ופעולות מצמצמות בתחום המוניטרי. צעדים אלה אכן הביאו לבלימת הגידול בצריכה הפרטית והפניית מקורות ליצוא ולהשקעות.

אף על פי כן, הוחש ב-1971 קצב הגידול באמצעי התשלום והנכסים הכספיים האחרים שבידי הציבור כתוצאה מתהליך של צבירת יתרות מטבע חוץ ומימון גירעוני של תקציב המדינה. הגידול בנוזלות איפשר את ההרחבה המהירה מדי בביקוש של העסקים ושל משקי הבית, על רקע של תעסוקת יתר.

האינדיקטורים להתגברות הלחצים האינפלציוניים במשק מציגים תמונה חד משמעית. ברביעי הראשון של 1972 נמשכה העלייה במדד המחירים לצרכן לאחר עלייה בשיעור 13.4 אחוזים ו-10.1 אחוזים בשנים 1971 ו-1970, בהתאמה. יש לציין כי עליית מחירים זו היא אף מהירה יותר מזו ששררה בתקופת הגאות של ראשית שנות הששים. בשנים 1960 עד 1965 עלה מדד המחירים, בממוצע שנתי, בשיעור שבין 7 ל-8 אחוזים. עליית המדד מאז 1970 היתה בשיעור העולה במידה ניכרת על זה המתחייב מהיטל היבוא באוגוסט 1970, משינוי שער החליפין של הל"י ב-1971 ומעליות מחירים בחוץ לארץ. קיום לחצי ביקוש, המביא לעליית מחירים, מתבטא במדדי המחירים האחרים. מדד מתירי המקורות — התוצר הלאומי והיבוא — עלה בשנת 1971 ב-13.5 אחוזים ובשנת 1970 ב-8.0 אחוזים.

בשוק נכסי דלא ניידים האמירו המחירים בשנתיים האחרונות בשיעורים גבוהים מאוד, על אף הגידול הרב בהתחלות בנייה ובפעילות בענף בשנים 1970 ו-1971. ב-12 החודשים המסתיימים באוקטובר 1971 עלו מחירי הדירות ב-29 אחוזים, וגם בתקופה שלאחר מכן נמשך הגידול המהיר במחירים. שיעור זה הוא ממוצע ארצי, הכולל בתוכו עליית מחירים גבוהה יותר באזורים מסוימים. העלייה במחירי הדיור משתקפת אמנם במדד המחירים לצרכן אך ברור, שההשלכות השליליות של התפתחות זו בתחום הכלכלי והחברתי הן מעל ומעבר להשתקפותה במדד המחירים לצרכן. בשוק המניות אירעה בתקופה הנסקרת עליית שיעור ניכרת תוך גידול רב בהיקף המסחר. בין סוף

יוני 1971 לסוף ינואר 1972 עלה מדד שערי המניות הרגילות ב-33.1 אחוזים, ובתקופה שבין סוף ינואר לאמצע אפריל הוחש קצב עליית השערים. היקף המסחר במניות יותר מאשר הוכפל בתקופה הנסקרת בהשוואה לשנה הקודמת.

הגיאאות בשוקי המקרקעין, הדיור ובמיוחד זו שבשוק המניות מבטאת במידה רבה ביקוש ספקולטיבי וציפיות לעליית מחירים. גיאאות מופרות כזו עלולה להיות נתונה לתנודה מחזורית הפוכה ובמקרים קיצוניים להגיע עד כדי מיתון, כפי שאירע באמצע שנות השישים.

נתונים על שוק העבודה מצביעים אף הם על קיום לחצי ביקוש והחרפת מצב תעסוקת-היתר השורר בשוק זה. עלייה חלה במספר הפניות ללשכות העבודה לקבלת עובדים שלא סופקו: בינואר ובפברואר 1972 היה מספרן 10,000 ו-9,600 בהתאמה, לעומת 4,900 ו-5,800 באותם חודשים ב-1971 בהתאמה. נתונים אלה אינם מבטאים את מלוא המחסור בידיים עובדות במשק, שכן רק חלק מהביקוש לעובדים מתבטא בפניות ללשכות העבודה. גם במוצע היומי של מובטלים חלה ירידה בחודשים הראשונים של 1972, לעומת התקופה המקבילה ב-1971, ובחודש פברואר הגיע הממוצע היומי של המובטלים ל-677 בלבד. המחסור בידיים עובדות גורם למתיחות בשוק העבודה, המתבטאת גם בדיונים, המתנהלים ביחס לחידוש הסכמי העבודה. למרות מדיניות השכר, שעליה הסכימו ההסתדרות וארגוני המעסיקים, נמשך המשא ומתן לחידוש הסכמי השכר זה זמן רב, ועדיין אין הסכמים חתומים.

נתוני סחר-החוץ אינם מצביעים עדיין על התפתחות מגמות שליליות בולטות, שכן ההתפתחותיות בתחום זה מושפעת מהעליות, שחלו בשערי החליפין האפקטיביים מאז אוגוסט 1970. עם זאת, יש לחשוש, שאם לא ייבלמו הלחצים האינפלציוניים השוררניים במשק, ותימשך העלייה במחירים ובשכר, יביא הדבר להרעה בכדאיות היחסית של היצוא, העומד בפני התחרות גוברת בשוק העולמי, ולהתגברות היבוא. חששות אלה מתבססים על נתוני היבוא בחודשים ינואר ופברואר 1972 — המצביעים על סימנים ראשונים להחשת היבוא — וכן על נתוני היצוא במאס — המצביעים על האטה ניכרת ביצוא.

נוסף על כך, יש להניח, כי בשנת 1972 תאפשר העלייה בהכנסה הפרטית הפנויה גידול מהיר יותר בצריכה הפרטית, לאחר שבשנים 1970 ו-1971 היה הגידול בה בקצב איטי מאוד, כתוצאה מהטלת מיסים ישירים ועקיפים ומילווה חובה.

לחצי הביקוש, שהורגשו במשק מאז 1970, נמשכו במחצית הראשונה של 1971 והוגברו כתוצאה מהתפתחותיות, הקשורות בפחות הלי"י באוגוסט 1971. ראשית, בעקבות התייצבות שערי החליפין וירידת שערי הריבית בשווקים הבינלאומיים הוגברה במידה רבה זרימת מטבע חוץ למשק. ברביע הראשון של שנת 1972 עלו יתרות מטבע חוץ המוחזקות בבנק ישראל ב-275 מיליון דולרים, סכום העולה במידה ניכרת הן על צבירת היתרות בתקופה המקבילה אשתקד והן על צבירת היתרות במשך כל שנת 1971. נראה, שמרבית העלייה ביתרות מטבע חוץ קשורה ביבוא ההון של המשק, שכן בחשבון השוטף במאזן התשלומים לא חל שיפור בהשוואה לרביע הראשון של 1971.

נוסף על כך נוצרו רווחי הון ניכרים אצל מחזיקי חשבונות פו"ק ותמ"מ בעקבות פחות הלי"י ועליית ערך המרק הגרמני. ייתכן שעלייה זו ברכוש בעלי החשבונות הצמודים ונקובים במטבע חוץ תביא בהדרגה להתגברות מסוימת בהמרות ביחס לתקבולי הפיצויים האישיים ולעלייה בביקוש לסחורות ולשירותים.

גם ההשפעה הכלכלית של תקציב המדינה לשנת 1972/3, על אף המאמצים לקיצוץ ההוצאות, תהיה, כנראה, מרחיבה. כל זאת, אם לא יינקטו פעולות לריסון נוסף בהוצאות מעבר לאלה שנכללו בהצעת התקציב.

ההתפתחותיות שתוארו לעיל מחייבות גקיטת צעדי מדיניות, שימנעו את הידרדרות המשק למצב של אינפלציה דוהרת, על כל השלכותיה ונזקיה בתחום הכלכלי והחברתי. נסיון העבר מלמד, כי שינוי שער המטבע, המתבצע בתקופה של תעסוקה מלאה, מביא אמנם לשיפור בחשבון השוטף ולהגברת יבוא ההון, אך בד בבד הוא מגביר את הלחצים האינפלציוניים הקיימים ממילא

במשק. יש איפוא הכרח להפעיל את מירב האמצעים לריסון הגורמים האינפלציוניים על מנת למנוע את המשך העלייה המהירה במחירים ואת האטת היצוא, שיביאו להרעת מצב מאזן התשלום-מים ושיגררו את המשק, בסופו של דבר, לאבטלה. משלחת של מומחים בינלאומיים שביקרה בישראל לאחרונה סיכמה את המלצותיה לריסון אינפלציה בדין-וחשבון הקובע:

"בסיכום, ברצוננו לברך את הרשויות הישראליות על ההישגים הכלכליים שהושגו מאז ביקורנו האחרון (בסוף 1970). אלה לא הושגו בקלות, והינם תוצאה מאמצעי מדיניות כבדי משקל, שהפעלתם דרשה מאמצים פוליטיים ואדמיניסטרטיביים ניכרים, מאמצים שנדרשו גם לאחר מכן כדי לקיימם. היעד העיקרי העומד בעתיד בפני הרשויות הישראליות הוא לבסס את הישגי העבר ולייצב את המשק המקומי. אנו סבורים, כי המדיניות המתוכננת, כפי שתוארה בפנינו, לא תשיג אמנם את התוצאות החזויות במלואן, בהתחשב בעוצמתה הניכרת של האינפלציה הקיימת, אולם ביצוע תקיף של המדיניות הזאת יביא לידי כך, ששנת 1972 תראה שיפור גדול לעומת 1971. מאידך גיסא, אם לא תופעל המדיניות הזאת במלואה, או אם לא תתוגבר באמצעים נוספים במהירות הדרושה, כאשר יתברר כי הדבר הכרחי, ייתכן שעליית המחירים של 1972 תהיה גרועה כזו של 1971 ואולי אפילו יותר. ברור, כי הרשויות הישראליות מבקשות לבצע את האלטרנטיבה הראשונה. הדבר כרוך, ללא ספק, בהחלטות קשות מצד כל הנוגעים בדבר. אולם ישראל הוכיחה בעבר, כי היא מסוגלת לגקוט החלטות כלכליות קשות כאשר התעורר הצורך בכך. אנו בטוחים, כי נכונות זו בעינה קיימת".

בחלק האחרון של דין וחשבון זה מפורטות ההמלצות בדבר הצעדים שיש לנקוט בתחומים השונים של הפעילות הכלכלית על מנת להביא להפסקת התהליכים האינפלציוניים, הפועלים כיום במשק.

הצעדים המרסנים האלה מכוונים לפעול על קשת רחבה של תחומים: מדיניות-הכנסות, מדיניות פיסקאלית ומוניטרית, מדיניות שיכון, מדיניות בתחום מאזן התשלומים, מדיניות השקעות ועידוד החיסכון. באופן זה יימנע הצורך לרכז אמצעים קיצוניים במיגזרים מעטים.

ביצוע מהיר של המלצות אלה יביא הן לריסון לחצי הביקוש במשק והן להחלשת הציפיות להמשך עליית המחירים בשווקים השונים. לעומת זאת, דחיית ביצוע ההמלצות למועד מאוחר יותר תביא להחרפת הלחצים האינפלציוניים ותחייב שימוש באמצעים דראסטיים יותר. תחילת שנת התקציב החדשה היא המועד המתאים לביצוע ההמלצות, שכן בה אפשר למנוע ולעכב התחלת הביצוע של תכניות, שעדיין לא התחילו בהוצאתן אל הפועל, מה גם שלפי המתכונת העונתית של פעולות הממשלה צפויה בחודשים הקרובים הזרמה ניכרת של נזילות בגלל פיגור בהכנסות לעומת ההוצאות. שכנוע הציבור בדבקות הממשלה ובנכח ישראל בפעולות לבלמת האינפלציה יכול להביא לשינוי אוירה, שהוא שלב הכרחי בצינון המשק. השינוי באוירה והחלשת הביקוש כתוצאה מהפעולות המרסנות יביאו, בסופו של דבר, להאטת תהליך האינפלציה.

## 2. הגידול באמצעי התשלום וכנסים הכספיים האחרים

### א. הגידול באמצעי התשלום

העלייה המהירה באמצעי התשלום בתקופה הנסקרת בדין וחשבון זה היא המשך למגמה שהחלה במחצית השנייה של 1970, אם כי קצב העלייה הוחש.

העלייה באמצעי התשלום בתקופה יוני 1971 עד פברואר 1972 הסתכמה ב-595 מיליון ל"י, שהן 15.3 אחוזים. לאחר ניכוי ההשפעות העונתיות המצמצמות, שפעלו במחצית השנייה של השנה, מתקבל, כי עליית אמצעי התשלום הגיעה ל-18.5 אחוזים כלומר שיעור חודשי ממוצע של 2.3 אחוזים (ראה לוח 1). לפי נתונים ארעיים נמשכה גם במאוס 1972 מגמת הגידול המהיר באמצעי התשלום. מתחילת מאוס ועד ל-4 באפריל גדלו אמצעי התשלום בסכום נוסף של — 323 מיליון ל"י, שהן 7.2 אחוזים.

העלייה באמצעי התשלום בין סוף יוני 1971 לסוף פברואר 1972 מורכבת מעליית המזומנים במחזור ב-217 מיליון ל"י ומעליית פיקדונות עובר ושב ב-378 מיליון ל"י.

### ב. הגידול בנכסים הכספיים האחרים שבידי הציבור

לצד הגידול המהיר באמצעי התשלום חלה בתקופה הנסקרת עלייה מהירה בנכסים הכספיים האחרים שבידי הציבור. אלה עלו ב-1,814 מיליון ל"י, שהן 23.4 אחוזים לעומת עלייה בשיעור 15.5 אחוזים בין סוף יוני 1970 לבין סוף פברואר 1971 (ראה לוח 2). העלייה המהירה בנכסים הכספיים האחרים החלישה במקצת את ההשפעות המרחיבות, שהיו מתקיימות, אילו היתה עליית אמצעי התשלום המרכיב העיקרי של ההתרחבות המוניטרית.

ההתפתחות הבולטת בקבוצת נכסים זו היא הגידול המהיר בחשבונות פו"ק ותמ"מ, הנקובים וצמודים למטבע חוץ בעקבות פיחות הל"י, ועליית ערך המרק הגרמני, שאירעו בתקופה זו. רווחי ההון ממקורות אלה הסתכמו ב-878 מיליון ל"י, ומחזיקי הפיקדונות לא המירו את מרביתו של סכום זה.

ניסיון העבר מלמד, כי אין המרה מיידית של רווחי-הון מסוג זה, אך סביר להניח, כי בתקופה הקרובה יתאימו מחזיקי פו"ק ותמ"מ את תיק נכסיהם מחדש, תוך הגברה מסוימת של ההמרות מחשבונות אלה ועלייה בביקוש לסחורות ולשירותים.

העלייה בנכסים הכספיים. שאינם צמודים — פיקדונות לזמן קצוב בל"י ומילווה קצר מועד — הסתכמה ב-482 מיליון ל"י, בתקופה הנסקרת, בדומה לעלייה בהם בתקופה המקבילה בשנה הקודמת. בתקופה הנסקרת גדול יותר חלקו של המילווה קצר המועד, שכן באוגוסט 1971 העלה בנק ישראל את התשואה על המילווה, ובעקבות צעד זה עלתה הפצתו במידה רבה בחודשים אוגוסט עד אוקטובר.

ההתפתחות המתוארת מבטאת האטה בקצב הגידול של הנכסים שאינם צמודים בהשוואה לעלייתם בתקופה המקבילה אשתקד. סביר להניח, כי האטה זו קשורה בהתגברות הציפיות לעליית מחירים, אך בשלב זה לא ניתן לקבוע, אם ההאטה בעלייה בנכסים אלה היא חלק ממגמה חדשה, שכן עיקר ההאטה אירע בחודשים ספטמבר עד ינואר, ואילו הנתונים הארעיים לפברואר מצביעים על התחדשות הגידול המהיר.

תכניות החיסכון המאושרות עלו בתקופה הנסקרת ב-168 מיליון ל"י — סכום המצביע על האטה בגידול בהשוואה לתקופות קודמות. ההאטה בקצב הגידול של תכניות החיסכון איננה מבטאת החלשה של הביקוש להחזקת נכסים צמודי מדד אלא מעבר של נכסים לשוק איגרות החוב ולחיסכון באמצעות קופות גמל וולונטריות.

### 3. מקורות ההתרחבות המוניטרית

הגורמים העיקריים להתרחבות המוניטרית בתקופה הנסקרת הם שניים: צבירת נכסים במטבע חוץ בבנק ישראל והעלייה באשראי הבנקאי לציבור. האשראי לממשלה בבנק ישראל עלה בתקופה הנסקרת במידה מועטה, ומרביתו מבטאת הפרשי הצמדה על חוב הממשלה לבנק ישראל (ראה לוח 3). זאת לאחר הגידול המהיר באשראי לממשלה בחודשים אפריל עד יוני. מהשוואת מקורות ההתרחבות בתקופה הנסקרת לאלה שבתקופות קודמות מסתבר, כי ההתפתחות הבולטת ביותר היא הגידול בתרומת צבירת הנכסים במטבע חוץ בבנק ישראל להתרחבות המוניטרית. בתקופה הנסקרת בדין-וחשבון זה עלו הנכסים גטו במטבע חוץ ב-282 מיליון דולרים, שהם 1,453 מיליון ל"י (כולל 254 מיליון ל"י הפרשי פיחות).

העלייה הגדולה ביתרות מטבע חוץ היא תוצאה של תהליכים, שהחלו לפעול במחצית הראשונה של 1971, ועצמתם הוגברה בתקופה שלאחר הפיחות. העלייה ביתרות בשנת 1971 ו-1972 היתה, בראש ובראשונה, תוצאה של מדיניות, שנועדה להעלותן לאחר הירידה, שחלה בהן בשנים 1968 ו-1969. בסוף 1970 הגיעו יתרות מטבע חוץ, המוחזקות בבנק ישראל, ל-316 מיליון דולרים

— רמה הנחשבת לגמוכה מדי משיקולים כלכליים ומדיניים כאחד. במסגרת המדיניות לשיפור מצב היתרות נעשו פעולות לשיפור החשבון השוטף — העלאת שער החליפין האפקטיבי באוגוסט 1970 ופיחות הל"י באוגוסט 1971 — והוגברו המאמצים לגייס הון בחוץ לארץ, הן על ידי הסקטור הציבורי והן על ידי שאר הסקטורים במשק, בעידוד הממשלה. פעולות אלה הצליחו מעבר לצפוי, מה גם שבאותה תקופה חל גידול בסעיפים אחרים של יבוא הון, אף בלי שנעשו פעולות עידוד מיוחדות לשם כך.

המרכיבים של העלייה ביתרות הם הפסקת הגידול בגירעון בחשבון השוטף במאזן התשלומים תוך כדי עלייה ניכרת בתקבולים חד-צדדיים מחוץ לארץ — פיצויים אישיים, העברות עולים וישראלים והשקעות חוץ — וגידול באשראי מחוץ לארץ. בהתפתחויות כתחום יבוא ההון חלה תנופה מוגברת אחרי אוגוסט 1971: התייצבות שערי החליפין בשוקי ההון הבינלאומיים וההפרשים הניכרים בגובה שערי הריבית בישראל ובחוץ לארץ שימשו תמריץ לזרימת הון למשק. המשך השגשוג בענפי המשק השונים והגיאיות בשוקי הנדל"ן והמניות היוו אף הם תמריץ למשיכת הון, שבחלקו נשא אופי ספקולטיבי. הנטייה לליברליזציה של הפיקוח על מטבע חוץ תרמה להקלה ניכרת בכניסה וביציאה של הון זר לישראל והקשתה על הפעולות לבלימת "הכסף החם".

השפעה חשובה נוספת, הקשורה בשינויי שער הל"י ב-1971, היא העלייה ברכוש מחזיקי הנכסים הצמודים ונקובים במטבע חוץ, במיוחד מחזיקי חשבונות פו"ק ותמ"מ. רווחי הון על פיקדונות אלה בעת הפיחות הסתכמו ב-670 מיליון ל"י, ונוסף על כך נהנו בעלי הפיקדונות הצמודים ל"י למרק הגרמני מרווחי הון בגין עליית ערך המרק. העלייה בחשבונות במטבע חוץ בגלל שינויי השערים היתה גורם מרכזי בעלייה המהירה של פיקדונות אלה בתקופה הנסקרת — התפתחות, שהעלתה את הרכוש והנוזילות של המחזיקים בהם במידה ניכרת.

העירוניים החיצוניים הניכרים, שנוצרו בעת עליית יתרות מטבע חוץ בבנק ישראל, לא קוּווּ במידה מספקת למרות המדיניות הפיסקאלית והמוניטרית: הגידול הרב בתקבולי המיסים ומילואות החובה והספיגה המוגברת, בעקבות פעולות הריסון, שנקט בנק ישראל. בתקופה הנסקרת בדין וחשבון זה עלה האשראי לממשלה מבנק ישראל ב-325 מיליון ל"י, כשחלק נכבד מסכום זה מהווים הפרשי הפיחות. זאת לאחר שבחודשים אפריל עד יוני לווה החשב הכללי סכומים ניכרים מבנק ישראל, ובכך גרם לעלייה ניכרת בנוזילות.

בתקופה הנסקרת בדין וחשבון זה היתה הרחבת האשראי לממשלה מבנק ישראל גורם משני להתרחבות המוניטרית, אך מאידך, לא נעשו די פעולות לשם קיזוז ההשפעות המרחיבות, שנבעו מצבירה מוגברת של מטבע חוץ.

גורם מרחיב נוסף, שפעל בתקופה הנסקרת, היה הרחבת האשראי הבנקאי לציבור. זה גדל בין סוף יוני 1971 לסוף פברואר 1972 ב-708 מיליון ל"י, שהן 13.8 אחוזים, לעומת עלייה ב-717 מיליון ל"י, שהן 17.0 אחוזים בתקופה המקבילה בשנה הקודמת. יש להדגיש, כי בחודשים הראשונים של 1972 חלה עלייה קטנה בלבד באשראי הבנקאי לציבור, כך שבחודשים אלה לא נבעו השפעות מרחיבות מגורם זה. התפתחות האשראי בחודשים האחרונים מושפעת, מצד אחד, על ידי פעולות בנק ישראל להקטנת האשראי המכוון שהביאו לירידה באשראי לציבור, הנמשכת מאז סוף אוגוסט. גורם נוסף, המשפיע על הביקוש לאשראי, הוא שפע הנוזילות, הקיים במשק כתוצאה מהעירוניים החיצוניים בעת המרת מטבע חוץ.

גורמים נוספים, שהשפיעו על האטת התרחבות האשראי הבנקאי לציבור בשנת 1971 היו הפעולות המרסנות של בנק ישראל, שכוונו לצמצום היצע האשראי, אך כנגדם חל גידול ניכר בכוגים השונים של אשראי לזמן ארוך, הניתן בתנאים נוחים, בהכוונת הממשלה. עלייה זו בהיצע האשראי לזמן ארוך הביאה לצמצום הביקוש לאשראי בנקאי והיתה אחד הגורמים, שהחלישו את האפקטיביות של המדיניות המרסנת שניהל בנק ישראל.

פעולות בנק ישראל כוונו במשך כל שנת 1971 ובחודשים הראשונים של 1972 לספיגת עודפי נוזילות ולצמצום כושר הרחבת האשראי של המוסדות הבנקאיים. העלאות שיעורי הנוזילות במשך

שנת 1971 ובפברואר 1972 ספגו 241 מיליון ל"י בשנת 1971 והן עתידות לספוג 215 מיליון ל"י נוספות בתקופה שבין ינואר עד מאי 1972. הפצת המילווה קצר המועד ספגה 155 מיליון ל"י ב-1971, וכמו כן צומצם כושר הרחבת האשראי החופשי בידי המוסדות הבנקאיים על ידי הגדלת חלקם במימון משלוחי יצוא. העלאת הריבית על עודפי הנזילות ל-16 אחוזים אחרי הפיחות פעלה להקטנת נכונותם להרחיב אשראי לציבור.

על אף הפעולות המרסנות של המדיניות המוניטרית נמשכה ההתרחבות המוניטרית בקצב מהיר, ושוק הכספים היה משופע בנזילות. מאז חודש יוני 1971 היו למוסדות הבנקאיים עודפי נזילות ניכרים, ואלה התקיימו עד השבוע האחרון של מארס 1972, עת נכנסו המוסדות לגירעונות עונתיים, המאפיינים את סיום שנת התקציב.

#### 4. המלצות

ההתפתחויות הכלכליות הצפויות במשך בשנה הקרובה מחייבות לנקוט צעדי ריסון בתחומים רבים. הפעלת הצעדים שיימנו להלן תוך תקופה קצרה תביא להחלשת הלחצים האינפלציוניים בלי לגרום לזעזועים גדולים בסקטורים ובענפים השונים. צעדי הריסון יחזירו את המשק ממצב של עודף ביקוש ותעסוקת-יתר לשווי משקל של תעסוקה מלאה, ואין בהם להאיט את קצב הצמיחה שלו. הקטנת עודפי הביקוש איננה חייבת לפגוע בתכניות ייצור והשקעות, שכן גם כיום אין המשק יכול לספק את כל גורמי הייצור הדרושים לכל הביקושים.

#### א. מדיניות הכנסות: שכר, מחירים ומיסים

יש להמשיך ולבצע את המדיניות המוצהרת בתחומים אלה, כפי שבוטאה בהסכם שבין הממשלה, ההסתדרות וארגוני המעסיקים. אי ביצוע מדיניות השכר עלולה לחזק את הלחצים האינפלציוניים, להחיש את עליית המחירים ולהביא להאטה ביצוא, שבעקבותיה תקטן התעסוקה ותיווצר אבטלה. במקרה כזה לא יהיה מנוס — על מנת למנוע הדרדרות זו — מהטלת מסים נוספים.

#### ב. מדיניות בתחום השיכון והבנייה

בתחום השיכון יש לשאוף לעלייה בהיקף פתרונות הדיור בלי להכביד על שוק העבודה ולהפסקת העלייה המהירה במחירי דירות וברכישתן הספקולטיבית. מבין הצעדים שיש לנקוט בתחום זה יש לציין במיוחד את הבאים:

1. הקדמת מכירות: יש להקדים את מכירת הדירות הנבנות בידי משרד השיכון למשתכנים הרשומים בתכניות הבנייה של המשרד. יש להגדיל את היצע הדירות הגמורות ואת הדירות הנמצאות בשלבי הבנייה השונים מתוך מלאי הדירות הנבנות למשרד השיכון, על מנת לזרז את תהליך האיכלוס של הדירות.

2. משכנתאות: יש להגביל את היקף המשכנתאות הניתנות לציבור הרחב ובמיוחד אלו הניתנות לרוכשי דירות פאר. הגידול המהיר באשראי זה, שבחלקו נבע משיקולים ספקולטיביים, היה אחת הגורמים לעליית מחירי הדירות בשנת 1971. יש איפוא לייקר את הריבית על משכנתאות, לצמצם את היקף האשראי, שניתן לרוכשי דירות ולקצר את משך ההלוואה, כל אלה בהתאם ליכולת לשלם של הקבוצות השונות של משתכנים.

3. מבני ציבור: יש להפסיק באופן מוחלט את התחלות הבנייה של מבני ציבור, פרט לבתי חולים. כן יש לקבוע כללים שיביאו להפסקת הבנייה של מבני ציבור, הנמצאים בשלבי הקמה ראשונים.

ועדת השרים לדיון על המצב במשק הבנייה שמינתה הממשלה מעבדת עתה הצעות מפורטות בתחומים שהוזכרו כאן ובתחומים נוספים.

## ג. מדיניות תקציבית

1. התאמת קצב הוצאה להכנסה: יש להתאים את קצב ההוצאה התקציבית לקצב ההכנסה, ביהוד במחצית הראשונה של שנת התקציב, בה נופלות ההכנסות מרמתן במחצית השנייה של שנת התקציב.
2. דחיית הוצאות תקציביות: יש לדחות ל-6 חודשים את התחלת הביצוע של תכניות פיתוח במימון ממשלתי שבביצוען טרם הוחל.
3. ספיגה באמצעות מכירת נכסים: יש להגביר את המכירה של נכסים שונים שבבעלות הממשלה: מגיות, נכסים פיזיים ובמיוחד דירות. מכירה מזורזת של דירות שברשות משרד השיכון תביא להקדמת התשלומים עבור דירות אלה ולספיגת אמצעי התשלום. זאת, נוסף על היתרונות שנמנו לעיל.

## ד. מדיניות השקעות

יש לנהוג ביתר סלקטיביות באישור תכניות השקעה. משרדי הממשלה הנוגעים בדבר יציעו דרכים לפעולה בתחום זה בנושאים שבאחריותם. דחיית ביצוען של תכניות השקעה פחות חיוניות תביא להפגת המחסור בעובדים ולהחלשת הלחצים האינפלציוניים. עם זאת, האטה זמנית בגידול ההשקעות לא תביא לפגיעה בכושר הייצור של המשק, הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך, שכן ממילא לא ניתן כיום לבצע את כל תכניות ההשקעה בגלל מחסור בגורמי ייצור.

## ה. מדיניות מוניטרית

1. אשראי מוכוון לזמן קצר: מוצע להעלות את הריבית על האשראי המכוון הניתן במסגרת קרנות להון חוזר ושחרורם מנוילות (שלא בקרנות) ב-3 אחוזים, על מנת למנוע קיום ריבית ריאלית שלילית, הממריצה ללוות מעבר לצרכים, שלשמם נועד האשראי המוכוון. אשראים אלה ניתנים בריבית של 9 אחוזים בעוד שהמחירים במשק עלו בשנתיים האחרונות ב-12 אחוזים לשנה. באשר לאשראי מוכוון, הניתן במסגרת קרנות משותפות עם הבנקים, תאפשר העלאת הריבית את הגדלת השתתפותם של הבנקים בקרנות, כך שתקטן הדפסת הכסף למימון הקרנות.
2. קרנות למימון היצוא: במקביל להעלאת הריבית על האשראי המוכוון לשוק המקומי מוצע להעלות את האשראי המוכוון למימון היצוא ב-3 אחוזים: מ-6 ל-9 אחוזים. העלאה זו בריבית ליצוא תיעשה רק אם תימצא דרך להחזיר ליצואנים את הפרשי הריבית במסגרת התמריצים הרגילים.
3. אשראי לזמן ארוך: מוצע להעלות את הריבית על כל האשראי לזמן ארוך ב-2 אחוזים. בכל סוגי האשראי לזמן ארוך חלה בשנת 1971 התרחבות בכ-50 אחוזים (לתעשייה ב-90 אחוזים). התרחבות כה מהירה של אשראי, הניתן בתנאים נוחים מאוד שמה לאל את הנסיונות לרסן את ההתרחבות המוניטרית על ידי מדיניות מצמצמת.
- במקביל להעלאת הריבית, מוצע להקטין את שיעור המימון של השקעות ולקצר את תקופת מתן האשראי. צמצום היקף המימון לזמן ארוך וייקורו יביאו לסלקטיביות גדולה יותר בהשקעות, יאפשרו לצמצם את גיוס ההלוואות בחול על ידי המוסדות הכספיים ויפנו את המשקיעים לגיוס הון מגיות בבורסה.
4. עידוד החיסכון על ידי העלאת ריבית והעלאת מיגוון אמצעי החיסכון: לנוכח העלייה הצפויה בהכנסה הפרטית הפנויה, הפדיון המוגבר של איגרות חוב והנוילות הרבה שבידי הציבור, יש להגביר את ספיגת הכספים מהציבור דרך עידוד החיסכון. גיוון אפשרויות ההשקעה בנכסים פחות נוזלים והעלאת הריבית לחוסכים יביאו לעידוד החיסכון. העלייה במחירי המוצרים שלרכישתם נועד החיסכון — דירות ומוצרים בני קיימא — בשנתיים האחרונות הקטינה את כדאיות החיסכון, ולכן דרוש שיפור



בתנאים המוצעים לחוסכים. איגרות החוב הצמודות החדשות, בריבית של 6.5 אחוזים הביאו לגיוס מוגבר של כספים, ויש להמשיך בהפצתן לקהל החוסכים.

5. פעולות נוספות בתחום המדיניות המוניטרית: נוסף על הפעולות שנמנו לעיל ישתמש בנק ישראל באמצעים העומדים לרשותו על פי החוק לצמצום של אמצעי התשלום. מועד ההפעלה והאמצעים שבהם יבחר הבנק ייקבעו בהתאם למצב הנזי-לות במשק עולפי ההתפתחויות הצפויות בתחום המוניטרי.

#### 1. צעדים בתחום מאזן התשלומים

1. הגברת תהליך חשיפת היבוא: יש לנצל את התקופה הנוחה מבחינת מצב יתרות מטבע חוץ ומבחינת התעסוקה כדי להגביר את תהליך החשיפה. בשנתיים האחרונות הורחבה ההגנה על תוצרת הארץ עקב היטל הביטחון שהוטל באוגוסט 1970 (בגלל הירידה ביתרות מטבע חוץ), הפיחות באוגוסט 1971 והייסופים של המטבעות האירופיים במשך 1971. יש להדגיש, כי הגברת החשיפה תפחית את הלחצים לעליית מחירים, וזאת מלבד השפעותיה הישירות לייעול תהליכי הייצור והגברת כושר ההתחרות של המשק.

2. יבוא הון: למרות הלחצים האינפלציוניים הקיימים במשק, יש להמשיך בעידוד השקעות מחוץ לארץ בתעשייה ובענפי משק יצרניים אחרים. אולם בנסיבות הקיימות יש להתיר גיוס הלוואות בחוץ לארץ רק בהלוואות לזמן ארוך ובהלוואות הניתנות בתנאים נוחים. יש לנקוט צעדים להגבלת זרימת הון ספקולטיבי לזמן קצר; בעיקר זה המופנה לרכישת נכסי דלא ניידי (מקרקעין ודירות). מוצע אפוא, שמכאן ואילך לא תינתן לרוכשים במטבע חוץ קרקע ונכסי דלא ניידי אחרים זכות להמרה חוזרת של מטבע חוץ בעת מכירת הנכס. כמו כן יש לצמצם ככל האפשר את מתן האישורים ללוות לזמן קצר בחוץ לארץ, או ללוות מתוך כספי פת"ח וכן את היקף הביטוחים מפני שינוי שער, הניתן להלוואות מחוץ לארץ. באותם המקרים, שבהם ייעשה ביטוח כזה, יש לייקרו ל-5 אחוזים לשנה לפחות.

לוח 1

אמצעי התשלום, יוני 1971 עד פברואר 1972

בניכוי עונתיות		נתונים מקוריים						סך כל אמצעי התשלום	פיקדונות עובר ושב	מזומנים	סוף התקופה
השינוי לעומת החודש הקודם		השינוי באמצעי התשלום לעומת השנה הקודמת									
1970 1971	1971 1972	1970 1971	1971 1972	1971 1972	1970 1971						
				(מיליוני ל"י)							
		(אחוזים)	(אחוזים)					(מיליוני ל"י)			
											1971 יוני
											יולי
											אוגוסט
											ספטמבר
											אוקטובר
											נובמבר
											דצמבר
											1972 ינואר
											פברואר
											השינוי בין סוף יוני לסוף פברואר
											השינוי בין סוף פברואר 1971 לסוף פברואר 1972

לוח 2

הגידול בנכסים הכספיים האחרים שבידי הציבור והרכבו \*

השינוי בין סוף יוני 1971 לסוף פברואר 1972		הגידול בין סוף יוני 1970 לסוף פברואר 1971		
הרכב באחוזים	מיליוני ל"י	הרכב באחוזים	מיליוני ל"י	
18.7	340.0	49.1	465.4	פיקדונות לזמן קצוב בל"י
9.3	168.0	17.1	162.0	תוכניות חיסכון מאושרות
61.0	1,107.3	31.3	297.0	חשבונות פו"ק ותמ"מ
3.1	57.0	1.5	14.3	שבונות אחרים במטבע חוץ
92.2	1,672.3	99.0	938.7	סך כל הגידול בפיקדונות הפחות נזילים
7.8	141.5	1.0	9.5	מילווה קצר מועד
100.0	1,818.8	100.0	948.2	סך כל הגידול בנכסים הכספיים האחרים
23.4%		15.5%		שיעור הגידול בנכסים הכספיים האחרים

\* נתונים ארעיים.

לוח 3

עליות הנכסים הכספיים שבידי הציבור, לפי מקורות ומרכיבים \*

שיעור הגידול בין סוף פברואר 1971 לסוף פברואר 1972	סוף יוני 1971 — סוף פברואר 1972	סוף יוני 1970 — סוף פברואר 1971	
(אתוזים)	(מיליוני ל"י)		
			<b>ה מקורות</b>
			צבירת נכסים במטבע חוץ
134.9	1,453.4	-65.9	בבנק ישראל
. .	-121.4	-105.6	במוסדות בנקאיים
136.6	1,332.0	-171.5	סך הכול
			אשראי מבנק ישראל
33.2	324.5	539.8	אשראי ומקדמות לממשלה
16.7	85.8	39.2	נכיון משנה והלוואות
-63.2	-141.0	-8.3	פעולות הבנק בשוק הפתוח
27.2	269.3	570.7	סך הכול
			אשראי מהמוסדות הבנקאיים
19.6	59.0	66.0	לממשלה (במטבע ישראלי)
19.3	622.1	677.5	לציבור
19.4	681.1	743.5	סך הכול
-18.7	-15.0	135.5	גורמים אחרים נטו
33.1	2,267.3	1,278.2	סך כל המקורות
			<b>ה מ ר כ י ב י ם</b>
24.3	217.3	111.8	אמצעי תשלום
32.9	377.8	227.7	מוזמנים
			פיקדונות עובר ושב
29.6	595.1	339.5	סך הכול
35.0	1,672.3	938.7	פיקדונות פחות נזילים
33.1	2,267.4	1,278.2	סך כל המרכיבים
25.3	141.5	9.5	מילוה קצר מועד

\* הנתונים על אמצעי התשלום, האשראי מבנק ישראל וצבירת נכסים במטבע חוץ בבנק ישראל הם סופיים. כל שאר הנתונים — ארעיים.