

## דין וחשבון הנגיד על עליית אמצעי התשלום בתקופה שבין 31 באוקטובר 1977 ל-31 במאָרס 1978

ירושלים, כ"א בתמוז תשל"ח  
26 ביולי 1978

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 במאָרס 1978, עלו אמצעי  
התשלום ב-3,493 מיליון ל"י, שהן 20.4 אחוזים.

בתקופה הנסקרת — שתחילתה עם הנהגת הרפורמה במדיניות מטבע חוץ — וגם אחריה,  
נמשכה התרחבות מוניטרית מהירה יחסית. אחר הרפורמה במטבע החוץ — בחודשים 1977 עד  
ינואר 1978 — חל שינוי זמני במאפייניה של ההתרחבות המוניטרית: היה גידול מהיר בפיקדונות  
מטבע חוץ, וירידה זמנית ביתרות הריאליות של אמצעי התשלום. שינויים אלה משקפים את  
ההיתר להחזקת פיקדונות מטבע חוץ, שניתן לתושבים המקומיים, — היתר שהביא לתהליך  
התאמה בתיק הנכסים של הציבור.

בדוח אמצעי התשלום הקודם — שהוגש בראשית שנה זו — הצבעתי על כך, שהרפורמה  
במטבע חוץ חשפה את המשק, יותר מבעבר, לתנועות הון קצרות מועד, העלולות לשבש את  
מהלך שער החליפין; כן הצבעתי על כך, שדרושה מדיניות מוניטרית גמישה ומהירה תגובה,  
כדי לשמור על איזון מתאים בין שערי הריבית במשק לבין התשואה הצפויה על נכסים במטבע  
חוץ. תנאי הכרחי לניהול מדיניות מוניטרית גמישה הינה רמה נמוכה יותר של הזרמת הממשלה,  
המאפשרת לבנק ישראל טווח פעולה הולם. יש להדגיש, כי הצורך להפנות את מעיינינו למאון  
התשלומים בניהול המדיניות המוניטרית, מצמם את האפשרות לסתור ולרסן את ההשפעה המרחיבה  
של תקציב המדינה.

גורם חשוב נוסף, שיש להביא בחשבון בהתוויית המדיניות הכלכלית בתקופה הקרובה, הינו  
ההתאוששות הצפויה בביקושים המקומיים. התאוששות זאת — המונעת על ידי הגידול הצפוי  
בהיקף הפעילות בענף הבנייה — והגידול בשכר הריאלי, עלולים להביא להחשה מהירה מדי של  
פעילות כלכלית, על רקע רמת האבטלה הנמוכה.

בתנאים אלה — ללא ריסון מתאים בהוצאות הסקטור הציבורי — עלול המשק לעבור למסלול  
צמיחה מהיר מדי, אשר יביא להרעה במאון התשלומים ולעלייה בקצב האינפלציה.  
המלצותי העיקריות מכוונות אפוא לצמצום עודף הביקוש הממשלתי וההזרמה הנובעת ממנו.

בכבוד רב,  
(—)  
ארנון גפני  
נגיד בנק ישראל

## 1. התפתחות אמצעי התשלום והמשתנים המוניטריים האחרים

בחמשת החודשים, שבין סוף אוקטובר 1977 לסוף מארס 1978, גדלו אמצעי התשלום ב-20.5 אחוזים<sup>1</sup> — המהווים ירידה ריאלית של 2 אחוזים — והגיעו ל-20.6 מיליארד ל"י. התפתחות אמצעי התשלום לא היתה אחידה במהלך התקופה, והושפעה במידה רבה מהרפורמה במטבע חוץ, ובעיקר מצמצום הפיקוח על מטבע חוץ.

בתקופה הנסקרת ניתן להבחין בשתי תקופות משנה עיקריות:

התקופה הראשונה, מאז הרפורמה ועד סוף ינואר, שבה נשארה רמת אמצעי התשלום קבועה, היתרות הריאליות של אמצעי התשלום ירדו ב-14 אחוזים (4.5 אחוזים לחודש), והפיקדונות לזמן קצוב ירדו ב-4 אחוזים — ירידה ריאלית של כ-16 אחוזים (5 אחוזים לחודש). היתה זו תקופת מעבר לתנאים החדשים, שנוצרו בעקבות הרפורמה: היתרות הריאליות של אמצעי התשלום והפיקדונות לזמן קצוב ירדו עקב פיגור בהתאמת כמות הכסף לעליות המחירים החדות בנובמבר, שהרפורמה הביאה בעקבותיה, מצד אחד; ומן הצד השני — עקב התאמת תיק הנכסים של הציבור, בעקבות צמצום הפיקוח על מטבע חוץ, שהתבטאה בגידול רב בפיקדונות מטבע החוץ של הציבור: בחודשים נובמבר 1977 עד ינואר 1978 עלו פיקדונות מטבע החוץ של תושבים מקומיים (פת"מ)<sup>2</sup> ב-34 אחוזים (28 אחוזים במונחי דולרים)<sup>3</sup>. הגידול בפיקדונות אלה מהווה שינוי בהרכב הביקוש לנכסים פיננסיים, דהיינו, הביקוש לנכסים במטבע חוץ גדל יחסית לביקוש לנכסים במטבע ישראלי (מניות, תכניות חיסכון וכו') וכנראה גדל גם הביקוש להחזקת נזילות במטבע חוץ לעומת החזקת אמצעי תשלום. לפיכך לא ניתן לראות בתקופה זו, חרף ירידת היתרות הריאליות של אמצעי התשלום, תקופה של התכווצות מוניטרית.

בתקופה השנייה, — בחודשים פברואר ומארס, — נמשכה ההתרחבות המוניטרית, המאפיינת את המשק הישראלי מאז סוף 1976. התרחבות זו נמשכת עד היום. בחודשים פברואר עד יוני 1978 עלו אמצעי התשלום ב-25 אחוזים — 5.8 אחוזים לחודש (עלייה ריאלית של כ-2 אחוזים לחודש); הפיקדונות לזמן קצוב, שירדו עדיין בפברואר, החלו להתאושש, ועלו בתקופה מארס עד יוני ב-12 אחוזים (כ-3 אחוזים לחודש). כן נמשכה העלייה בפיקדונות מטבע החוץ, אם כי בקצב אטי, במידה רבה, מזו ששררה בנובמבר 1977 עד ינואר 1978.

ניתן לומר, שההתרחבות המוניטרית, שראשיתה בחודשים האחרונים של 1976, המשיכה לאפיין את המשק, אך ברכיביה חלו שינויים לחודשים מספר, שנבעו מהתמורה בתיק הנכסים של הציבור, כתגובה לרפורמה. את ההתרחבות המוניטרית מניעה הזרמת הסקטור הציבורי, הורמת בנק ישראל דרך התחייבויותיו במסגרת הסדרי האשראי המוכוון ליצוא, והשיפור במאזן התשלומים בשנים האחרונות.

היתרה הנקייה בתכניות חיסכון (בניכוי מענקים, הפרשי הצמדה וריבית) עלתה בתקופה נובמבר 1977 עד יוני 1978 ב-47 אחוזים (5 אחוזים לחודש). עליית המחירים המקומיים, שהיתה צפויה בעקבות התייקרות היבוא במסגרת הרפורמה, בד בבד עם הטבות<sup>4</sup> שניתנו בשבוע הראשון של נובמבר, הביאו לצבירה ניכרת בתכניות חיסכון (שעלו ב-7 אחוזים בסוף אוקטובר — תחילת נובמבר). ככפיחותים קודמים, חל גם הפעם מעבר מפיקדונות במטבע חוץ לנכסים פיננסיים

<sup>1</sup> בתקופה שמ-26 לאוקטובר 1977 ועד מארס 1978 עלו אמצעי התשלום בכ-16.5 אחוזים (זוהי ירידה ריאלית של כ-6 אחוזים).

<sup>2</sup> לא כולל פיקדונות של מקבלי פיצויים.

<sup>3</sup> זוהי עלייה חודשית של 10.3 אחוזים (8.6 אחוזים במונחי דולרים).

<sup>4</sup> ההפקדות בתכניות החיסכון בשבוע הראשון של נובמבר הוצמדו למדד של אוקטובר.

צמודים למדד, אך בשלהי 1977 היתה התפתחות זו קצרת טווח. מיד לאחר השבועות הראשונים שלאחר הרפורמה, החל תהליך של צבירת פיקדונות מטבע חוץ, ובמקביל צומצם, כאמור, הביקוש לרכיבים אחרים בתיק הנכסים. הצעת תכניות חיסכון עם ברירת הצמדה לדולר ולמדד, הביאה לצבירה ניכרת בהן בחודשים מאי ויוני, וחלקן מומן באמצעות הרחבת אשראי בנקאי חופשי.

סך האשראי החופשי במטבע ישראלי ובמטבע חוץ והאשראי המוכוון לציבור גדל בין סוף אוקטובר לסוף יוני 1978 ב-44 אחוזים (4.6 אחוזים לחודש), קצב דומה לזה ששרר בינואר עד אוקטובר 1977. עיקר הגידול התרכז ברכיבי האשראי במטבע חוץ, כתוצאה מגורמים, שעודדו משיכת אשראי זה, ובהם: הרחבה מתונה של אשראי מוכוון במטבע ישראלי עד סוף מארס<sup>5</sup>, הקפאת האשראי החופשי עד סוף ינואר, והריבית המקומית הגבוהה, יחסית לריבית בחוץ-לארץ, בתוספת שיעור הפיחות הצפוי. יש לציין, כי התפתחות זו הביאה לגידול במשקלו של האשראי המוכוון בסך כל האשראי לציבור, אך הגידול התרכז באשראי למימון יצוא.

האשראי החופשי במטבע ישראלי גדל מסוף אוקטובר 1977 לסוף יוני 1978 ב-32 אחוזים (3.5 אחוזים לחודש), לעומת 46 אחוזים בינואר-אוקטובר 1977 (4 אחוזים לחודש). רמת הריבית הדביטורית המקומית נשארה גבוהה בתקופה נובמבר 1977 עד מארס 1978, בעקבות הקפאת האשראי (עד סוף ינואר) ולאחר מכן — בשל מצב הנזילות הקשה של המוסדות הבנקאיים, והדבר עודד, כאמור, משיכת אשראי במטבע חוץ. בחודשים אפריל עד יוני החלה רמת הריבית הדביטורית לרדת, כתוצאה מהזרמה מוניטרית ניכרת ומפעולות ישירות של בנק ישראל, אשר שיפרו את מצב הנזילות של המוסדות הבנקאיים.

האשראי המוכוון במטבע ישראלי לפעילות מקומית — כולל פדיון מוקדם של איגרות מילווה מעסיקים ומילווה ביטחון, כתמורה לחיסול קרנות ההון החוזר — התרחב בתקופה שמאז סוף אוקטובר 1977 ועד סוף יוני 1978 ב-30 אחוזים, לעומת עלייה של 16 אחוזים בינואר עד אוקטובר 1977. זו ירידה ריאלית של 3.5 אחוזים (לעומת ירידה של 7 אחוזים בינואר-אוקטובר 1977).

האשראי המוכוון ליצוא<sup>6</sup> התרחב במהירות מאז הרפורמה, בעיקר האשראי במטבע חוץ, שעלה בתקופה נובמבר 1977 עד יוני 1978 ב-52 אחוזים, במונחי דולרים (5 אחוזים לחודש). עיקר הגידול התרכז בקרן היהלומים — 260 מיליוני דולר — ומימן בעיקר יבוא יהלומים גולמיים, ולכן לא תרם למימון פעילות מקומית. הגידול במימון משלוחים<sup>7</sup> יבוא לשם יצוא — 155 מיליוני דולר — משקף הן גידול ביצוא עצמו, והן גידול בניצול של קרנות אלו, כתוצאה מהורדת הריבית עליהן בסוף ספטמבר (מ-6 אחוזים ל-4 אחוזים) ומצמצום רמת הציפיות לפיחות. התפתחות זו תואמת את המדיניות להבטחת מימון מספיק ליצוא, תוך ריסון הרחבת האשראי לשוק המקומי.

הליברליזציה בסוף אוקטובר פתחה לפני הציבור את שוקי האשראי במטבע חוץ. כך עלה האשראי החופשי במטבע חוץ מסוף ספטמבר<sup>8</sup> 1977 לסוף יוני 1978 בכ-16 אחוזים במונחי דולרים, לעומת ירידה קלה במשך ינואר עד ספטמבר 1977. הגידול באשראי זה החל באיטיות בדצמבר, נעצר בינואר, חודש שבו שררו ציפיות לעלייה מואצת בשער החליפין, והואץ בחודשים פברואר עד יוני 1978.

<sup>5</sup> תופעה זו קשורה במבנה העונתי של קרנות היצוא במטבע ישראלי.

<sup>6</sup> כולל מימון משלוחים מאמצעי הבנקים.

<sup>7</sup> שיעור המימון בקרן משלוחים עלה מכ-75 אחוזים ל-85 אחוזים מערכת של משלוחי היצוא בל"י, בגלל ביטול תמריץ היצוא, חלה למעשה ירידה בשיעור המימון בדולרים מ-100 אחוזים ל-85 אחוזים.

<sup>8</sup> הנתונים של האשראי החופשי במטבע חוץ לסוף אוקטובר מושפעים ביותר משינוי טכני, ולכן התעלמנו מהם.

## 2. ההתפתחות הכלכלית בתקופה הנסקרת

בחודשים הראשונים שלאחר הרפורמה חל צמצום בביקושים המקומיים, כנראה, כתוצאה מהשפעה קצרת טווח של צעדי המדיניות הכלכלית בסוף אוקטובר 1977 על ההכנסה הפנויה. בתחילת 1978 חלה התאוששות, ואינדיקטורים שונים מצביעים על כך, שבחודשים נובמבר 1977 ועד יוני 1978 חלה התרחבות בפעילות הכלכלית: נתונים חלקיים מורים על עלייה בשימושים המקומיים ובייצור התעשייתי.

את העלייה בפעילות הכלכלית מניע הגידול המתמשך ביצוא; כן בולטת בתקופה זו התרחבות בהיקף ההתחלות בענף הבנייה, המהווה תפנית בהתפתחותו של ענף זה בשנים האחרונות. הגידול בהתחלות הבנייה הינו תגובה להתאוששות בביקוש לדירות, על רקע תהליך מתמשך של צמצום המלאי של דירות בבנייה.

הגידול ביצוא, שאיפיו את השנתיים הקודמות, נמשך בחודשים נובמבר 1977 עד מאי 1978; אך בצד הגידול ביצוא, גדל גם היבוא (בפרט יבוא תשומות) — וכך נשאר הגירעון המסחרי יציב (נתונים מנוכי עונתיות מורים על עלייה של כ-5 אחוזים בממוצע חודשי בתקופה הנסקרת לעומת ינואר—אוקטובר 1977).

לפי אינדיקטורים של שירות התעסוקה, לא ניתן לקבוע חד-משמעית מהו מצב התעסוקה בתחילת 1978. מספר דורשי העבודה היה יציב למדי לעומת סוף 1977, אך ניכרת מגמת ירידה במספר המובטלים.

במקביל לסימני התרחבות בפעילות הכלכלית, נמשכת עלייה מהירה במחירים המקומיים, הנוצעת בחלקה בצד ההוצאות: פיתוח הלירה הישראלית, צמצום סובסידיות על מצרכים בסיסיים והעלאת שיעור מס ערך מוסף בסוף אוקטובר 1977, — כל אלה גרמו להאצה מיידית וחריפה באינפלציה: בנובמבר עלה מדד המחירים בכ-12 אחוזים, ועד סוף יוני התרחשה עלייה של כ-3 אחוזים לחודש. יחד עם זאת יש לשער, כי ההאצה בעליית המחירים נגרמה גם בשל ההתאוששות בביקושים המקומיים, והתאפשרה בשל ההתרחבות המוניטרית הממושכת.

לאחר הפיחות של שלהי אוקטובר, היה שער החליפין יציב בחודשים נובמבר—דצמבר 1977; ואילו בחודשים ינואר עד יוני 1978 הוא עלה (במונחי סל המטבעות) בכ-16.5 אחוזים (2.5 אחוזים לחודש). שינוי השער ביחס לדולר היה דומה לשינוי בשער סל המטבעות.

במחצית הראשונה של שנת 1978 היה קצב השינוי בשער החליפין נמוך במקצת מעליית המחירים. אם נתחשב בעליית המחירים בשוק היצוא, נראה, שלא נפגעה רווחיותו היחסית של היצוא התעשייתי בראשית 1978, לאחר שזו עלתה עם הרפורמה. עם זאת, על רקע סימני ההתאוששות בשוק המקומי, טמונה באינפלציה המהירה סכנה ניכרת להמשך גידול היצוא ולהמשך השיפור במאזן התשלומים.

## 3. הגורמים לגידול באמצעי התשלום

מספר גורמים שלובים הניעו את הגידול באמצעי התשלום במשך החודשים נובמבר עד יוני 1978. פעולות הסקטור הציבורי, ובעיקר הממשלה, הורימו נזילות רבה למשק, אשר נספגה בחלקה באמצעות רכישות מטבע חוץ של הציבור, ובאמצעות התרחבות החיסכון הפיננסי במטבע חוץ. מסוף אוקטובר 1977 עד סוף יוני 1978 גדל בסיס הכסף הצר — הכולל מזומנים בידי הציבור ונכסים נזילים של הבנקים — ב-42 אחוזים (4.5 אחוזים לחודש), לעומת גידול של כ-22 אחוזים בחודשים ינואר עד אוקטובר 1977 (2 אחוזים לחודש), והגיע ל-17.7 מיליארד ל"י. תמונה זו מושפעת ביותר מהתפתחות בסיס הכסף בימים האחרונים של אוקטובר, לאחר הרפורמה. בתוספת ימים אלה לתקופה הנסקרת, עלה בסיס הכסף הצר ב-20 אחוזים (ירידה ריאלית של 11 אחוזים), לעומת עלייה של 45 אחוזים בינואר עד אוקטובר 1977; הגידול החודשי הסתכם ב-390 מיליון

ל"י, לעומת 470 מיליון ל"י בינואר עד אוקטובר 1977. התפתחות סך כל בסיס הכסף אינה מבטאת את התמונה המוניטרית, שכן צבירת פיקדונות מטבע חוץ, הגורמים לירידה בבסיס הכסף, אינה מצביעה בהכרח על התכווצות מוניטרית, משום שצבירה זו נגרמה בחלקה בדרך של הרחבת החוקתן של היתרות הנזילות במטבע חוץ.

#### א. הזרמת הסקטור הציבורי

מערב הרפורמה ועד סוף מאי הגיעה הזרמת הסקטור הציבורי ל-0.9 מיליארד ל"י לחודש, רמה דומה לזו ששררה מינואר עד אוקטובר 1977. אי השינוי בהזרמת הסקטור הציבורי משקף את הצלחתו לגייס כספים מהציבור בתקופה הנסקרת דרך מילווות צמודים; במלים אחרות, הגידול בספיגת הממשלה בדרך זו הביא לכך, שהגידול בעודף הביקוש הממשלתי לא השתקף במלואו בהזרמת הממשלה.

#### ב. האשראי מבנק ישראל לציבור

בתקופה הנסקרת חל גידול ניכר בניכיון המשנה של בנק ישראל — כ-7.8 מיליארד ל"י<sup>9</sup> — אך עיקר הגידול (4 מיליארד ל"י) קשור במימון ענף היהלומים, ובפרט יבוא היהלומים הגולמיים, ולכן אינו מהווה מימון של פעילות מקומית.

הגידול באשראי במטבע חוץ ליצוא, פרט ליהלומים, אשר הגיע לכ-3 מיליארד ל"י, נבע בחלקו מגידול ביצוא, ובחלקו מגידול בניצול הקרנות. התפתחות זו תואמת את מדיניות השינוי בהרכבו של האשראי המוכוון, שמגמתה להבטיח זמינות אשראי, אך להקטין את הסובסידיה הגלומה במחירו. עם זאת יש להדגיש, כי בהסדרי האשראי המוכוון במטבע חוץ טמון פוטנציאל הרחבה ניכרת.

נוסף על כך, הזרים בנק ישראל, דרך קניות נטו של ניירות ערך, כ-0.6 מיליארד ל"י (להוציא רכישת התעודות כנגד חיסול הקרנות לשוק המקומי); ההזרמה בדרך זו התרכזה בראשית התקופה, שבה קנה בנק ישראל בשוק המשני של איגרות חוב כ-200 מיליון ל"י.

#### ג. רכישות מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי

בחודשים נובמבר 1977 עד יוני 1978, רכש הסקטור הפרטי בבנק ישראל כ-380 מיליון דולר (6 מיליארד ל"י), לעומת 620 מיליון דולר באפריל עד אוקטובר 1977 (5.9 מיליארד ל"י). בתקופה זו פעלו שני גורמים מיוחדים, שבלעדיהם היו רכישות מטבע החוץ קטנות אף יותר: א) החזרת קווי האשראי, ששימשו למימון משלוחי יצוא, מצד הבנקים; ב) הגדלה ניכרת של מלאי היהלומים, מעבר למתחייב מהמגמה הרגילה.

#### ד. צבירת פיקדונות מטבע חוץ

במשך נובמבר 1977 עד יוני 1978 נצברו כ-10.3 מיליארד ל"י בפיקדונות הציבור במטבע חוץ, בעיקר פיקדונות תושבים מקומיים (פת"מ). עיקר הצבירה חלה בחודשים נובמבר 1977 ועד ינואר 1978, שהיוו, כאמור, תקופת מעבר לתנאים שנוצרו בעקבות הרפורמה. לאחר חודשים אלה נמשכה הצבירה בקצב איטי יותר.

הגידול הניכר בפיקדונות מטבע חוץ הינו תוצאה של גורמים, שפעלו בכיוונים מנוגדים: מצד אחד יצר הפיחות של סוף אוקטובר רווחי הון ניכרים למחזיקי מטבע חוץ, והגדיל באופן ניכר

<sup>9</sup> בניכוי 1.5 מיליארד ל"י, כתוצאה ממעבר טכני ממימון משלוחים מאמצעי הבנקים — למימון באמצעות בנק ישראל. ניירות ערך, שנקנו כנגד ביטול קרנות האשראי לשוק המקומי, כלולים בסעיף זה של אשראי לציבור.

את משקל מטבע החוץ בתיק הנכסים. בעקבות זאת היתה צפויה ירידת פיקדונות, שאכן התרחשה בשבועיים הראשונים שלאחר הרפורמה. מצד שני, הביאה פתיחת אפשרות ההפקדה במטבע חוץ לציבור הרחב, והפרש התשואה בין נכסים גזילים במטבע מקומי לבין אלה שבמטבע חוץ, לצבירה מהירה של פיקדונות במטבע חוץ, שהחלה כשבועיים לאחר הפעלת הרפורמה.

#### ה. גורמים אחרים

הסעיף "גורמים אחרים", הכולל בעיקר ריבית על נכסים גזילים של הבנקים במטבע ישראלי ובמטבע חוץ, בניכוי ריבית על נכיון משנה וקנסות על גירעונות בנוזלות, תרם לגידול בסיס הכסף במשך נובמבר 1977 עד יוני 1978, 1.4 מיליארד ל"י. בולט בסעיף זה, לעומת תקופות קודמות, תשלום ריבית על פת"מ של כ-1.8 מיליארד ל"י<sup>10</sup>. הריבית על פיקדונות פת"מ הינה חלק מהגידול בפיקדונות אלה, שהיוו גורם סופג (ראה בסעיף הקודם).

#### פעולות בנק ישראל

לאחר הרפורמה, נקט בנק ישראל מדיניות מוניטרית מרסנת, בעזרת הקפאת האשראי החופשי, כדי למנוע בריחת הון ספקולטיבית ובהלת קניות; בד בבד הבטיח בנק ישראל מימון מספיק לענפי היצוא. הקפאת האשראי החופשי הביאה לעלייה בריבית הדביטורית המקומית. לאחר ביטולה של הקפאת האשראי, בסוף ינואר, נותרה הריבית הדביטורית המקומית על רמה גבוהה, על רקע מצב הנוזלות הקשה, שנקלעו אליו המוסדות הבנקאיים, עם הרחבת האשראי בינואר ובפברואר. כדי להוריד את הלחץ על שערי הריבית המקומיים, ולמנוע כניסת הון לזמן קצר מחוץ לארץ, שתביא ללחץ לירידת שער החליפין, וכן כדי לאפשר גידול מסוים באשראי למימון הפעילות המקומית, — פעל בנק ישראל להקלת מצב נוזלותם של המוסדות הבנקאיים, על ידי צמצום השתתפותם באשראי מוכוון ליצוא. צעד זה, והורמת הנוזלות הניכרת מצד הממשלה בחודשים מארס עד מאי 1978, הביאו, כנראה, לירידה מסוימת בריבית הדביטורית בחודשים אפריל עד יוני 1978 ולהפסקת זרימת הון לטווח קצר מחוץ לארץ.

כן פעל בנק ישראל לעידוד המגזר המוניטרי במטבע מקומי, תוך שכלול וגיוון שוק הכספים המקומי. עם הצעדים, שעודדו את התפתחותו של מגזר זה (שנבקטו ברובם במשך אפריל—יוני 1978), ניתן למנות:

- (א) עידוד הנפקת תעודות פיקדון סחירות, הנוזלות יותר, ובעלות תשואה גבוהה יותר, מאשר פיקדונות לזמן קצוב;
- (ב) אפשרות להפקיד פיקדונות לזמן קצוב לחודשיים, דבר המגדיל את מיגוון פיקדונות אלה;
- (ג) הנפקת איגרות חוב צמודות לשער החליפין ותכניות חיסכון צמודות לשער החליפין;
- (ד) הורדת הריבית על פת"מ.

ההתערבות הישירה של בנק ישראל בשוק מטבע חוץ מוגבלת, מיועדת למיתון תנודות מקריות, ואיננה משנה את המגמות הבסיסיות בשוק. יחד עם זאת, משפיעה המדיניות המוניטרית בעקיפין על תנועות הון לזמן קצר מחוץ לארץ ועל שער החליפין דרך השפעתה על שערי הריבית המקומיים.

<sup>10</sup> מן הראוי להזכיר, כי כנגד תשלומי ריבית אלה גובה בנק ישראל ריבית מהמקדמות לממשלה וכן תקבולי ריבית על השקעות בנק ישראל בחוץ לארץ.

#### 4. יעדי המדיניות הכלכלית

שתי התפתחויות משקיות עיקריות חייבות לעמוד לנגד עיני מעצבי המדיניות, בבואם להתוות את המדיניות הכלכלית — תקציבית ומוניטרית — לתקופה הקרובה: הגידול הצפוי בביקושים המקומיים, בעקבות התאוששות ענף הבנייה, והגידול בשכר הריאלי, על רקע הרמה הנמוכה של אבטלה, מצד אחד; והשפעת המדיניות המוניטרית על תנועות הון קצרות מועד ועל שער החליפין, מצד שני.

בחודשים האחרונים התאושש ענף הבנייה, לאחר מספר שנים של שפל בהיקף הפעילות בענף. ההתאוששות מתבטאת בגידול ניכר בהתחלות, לאחר צמצומן בשנים האחרונות, הבאות בהדרגה לידי ביטוי בגידול היקף הפעילות בבנייה. ההתפתחות בענף הבנייה תורמת חלק נכבד לקצב הפעילות המשקית: השפל בענף בשנים האחרונות תרם למיתון בפעילות הכלכלית ולהפסקת הצמיחה במשק, והגידול בפעילות ענף הבנייה יביא בחודשים הקרובים להחשת הפעילות הכלכלית במשק. קיים חשש, שעודף הביקוש הממשלתי הגדל, בעקבות הסכמי השכר החדשים ואי התאמה של מחירי מוצרים ושירותים מסובסדים, בצד התאוששות ענף הבנייה, עשוי להאיץ האצת-יתר את הביקושים המקומיים ואת הפעילות הכלכלית במשק. יש להזהיר מפני מעבר למסלול צמיחה גבוה מדי וכן מפני השגת תוואי הצמיחה הרצוי בקצב מהיר מדי. התפתחות זו, אם תתרחש, תביא לסטייה ממסלול צמיחה המבוסס על המשך גידול היצוא והחלפת יבוא, אל מסלול צמיחה, המבוסס על הגברת הצריכה הפרטית והציבורית וגידול בהשקעות בבנייה. התפתחות זו תגרום ללחץ על מאזן התשלומים, שיתבטא בעלייה מואצת של שער החליפין, בגידול היבוא, ובפגיעה ברווחיות היצוא; כמו כן תביא להתפתחות להגברת הציפיות האינפלציוניות, קצב עליית המחירים וגידול בתביעות השכר.

צעדי הרפורמה בשלהי אוקטובר, — שנועדו לאפשר הקצאת מקורות יעילה יותר במשק, — הגבירו את מידת השפעתן של ההתפתחויות המוניטריות על רמת הפעילות הכלכלית ועל רמת המחירים במשק. המשק נחשף, יותר מבעבר, לתנועות הון קצרות מועד מחוץ לארץ, וכתוצאה מכך דרושה תגובה מהירה וגמישה של הרשויות המוניטריות, כדי לשמור על איזון מתאים בין שער הריבית המקומית לבין התשואה הצפויה על מטבע הון. הפרת איזון זה יכולה לגרום לתנועות הון קצרות טווח, שתשבשנה את התפתחות שער החליפין. הכורח במדיניות זו מגביל, באורח טבעי, את יכולתה של המדיניות המוניטרית לסתור את ההשפעה המרחיבה של התקציב על הביקושים במשק. הזרמת הממשלה רבת הממדים, הנגזרת מגידול עודף הביקוש, עומדת בסתירה לצורך בגמישות ומהירות תגובה בתחום המוניטרי.

הקטנת הזרמת הממשלה מרמתה הגבוהה, שמטיבה הינה בלתי גמישה, היא תנאי הכרחי להפעלה מהירה וגמישה של המדיניות המוניטרית הנדרשת.

על הצורך בריסון תקציב המדינה וצמצום ההזרמה עמדנו בראשית השנה, בתקציב הלאומי לשנת 1978. באותו מסמך נכתב: "אומדני התקציב הלאומי מבוססים על ההנחה, שהזרמת התקציב למשק תהיה בהיקף של 6–7 מיליארד ל"י.

בהתחשב בהיקף הפעולות המתוכננות בתקציב, בשיעורי המיסים הנוכחיים, ובעליות החזויות בשכר ובמחירים (על אי הוודאות הגלומה בהן) עלולה לבוא חריגה משמעותית של ההזרמה התקציבית מעבר לזו שהובאה בחשבון בתחזית זו.

אם לא יינקטו הצעדים הדרושים להגבלת ההזרמה למימדים, שהובאו בחשבון בתחזית זו (כ-6–7 מיליארד ל"י), ייגרמו האצה נוספת של עליית המחירים, גידול רב יותר בפעילות הכלכלית המקומית (ובעיקר צריכה פרטית) וגידול בגירעון בחשבון השוטף."

כן נכתב באותו מסמך, במקום אחר:

"בתנאים אלה לא תוכל המדיניות המוניטרית, כשלעצמה, למנוע את החשת קצב עליית המחירים, הגברת הביקוש לנכסים במטבע חוץ תוך עליית שער החליפין וגידול עודף היבוא."

## 5. המלצות

כדי להשיג את היעדים הכלכליים העיקריים לשנים הקרובות, ועל רקע ההשלכות של הרפורמה בשער החליפין, יש לנקוט את הצעדים הבאים:

1. למניעת הכורח להגדיל את הספיגה מהציבור באמצעות העלאת שיעורי המסים, —
  - א. יש לצמצם את הגידול בהוצאות הריאליות של הממשלה, הנובע מעליות השכר בסקטור הציבורי ומגידול בסובסידיות, באמצעות קיצוץ נוסף — על זה שהוצע בידי שר האוצר בתקציב הנוסף — בהוצאות השוטפות של הסקטור הציבורי בכ־3 מיליארד ל"י.
  - ב. יש לעשות מאמץ מירבי להעמקת הגבייה מחייבי מסים, במסגרת שיעורי המס הנוכחיים.
2. יש לחתור, בעת הכנת תקציב המדינה לשנת 1979, לאי הגדלת הוצאות הממשלה מעבר למתחייב משיעור עליית המחירים. כדי להשיג זאת הלכה למעשה, מוצע לשקול חקיקה, שתמנע את הפשרות להגשת תקציב נוסף לפעולות, שירותים ותמיכות (פרט לנושאי חירום) במהלך שנת התקציב. יש חשיבות — כלכלית וחברתית — לתכנון מדוקדק של התקציב וביצועו בצמידות לתכנון במהלך שנת התקציב כולה.
3. יש להמשיך ולצמצם את הסובסידיה הבלתי מבוקרת לאשראי, הנקבעת ע"י קצב האינפלציה. הדברים אמורים הן באשראי להשקעות בענפי המשק ולמגורים, שיש להמיר במענקים ישירים או שיטות עידוד אחרות, והן באשראי המוכוון מבנק ישראל. בכך יפחת הביקוש לאשראי זה, ועימו גם ההורמה הניכרת, שהוא גורם.
4. יש להימנע ממתן ביטוחי שער, היות וזוהי מסגרת, שבה נקבע גובה הסיבסוד לאשראי באמצעות שיעור עליית שער החליפין. יחד עם זאת, מגדילים ביטוחי השער את יבוא ההון למשק מעבר לרמה הכדאית משיקולים כלל משקיים.
5. יש להמשיך ולעודד את החיסכון הפיננסי, תוך שמירה על אימון הציבור בכלי חיסכון קיימים, ופיתוח כלי חיסכון חדשים לגיוון המערכת. כן יש להמשיך בעידוד כושר התחרות של המגזר המוניטרי במטבע ישראלי, תוך שאיפה למגוון רחב יותר של נכסים כספיים, בעיקר בתחום הנכסים הנזילים למחצה.



לוח 1

התפתחות אמצעי התשלום, דצמבר 1975 עד יוני 1978

העלייה או הירידה (—) באמצעי התשלום לעומת החודש הקודם		יתרות לסוף החודש			סוף התקופה
נתונים מנוכי עונתיות	נתונים מקוריים	סך כל אמצעי התשלום	פיקדונות עובר ושב	מזומנים	
(אחוזים)		(מיליוני ל"י)			
18.5	21.7	10,614	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
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
5.7	4.2	15,691	10,070	5,621	מאי
1.7	2.9	16,143	10,340	5,803	יוני
8.7	6.7	17,221	11,166	6,055	יולי
-1.6	0.8	17,077	10,971	6,106	אוגוסט
2.9	3.3	17,642	11,307	6,335	ספטמבר
-2.8	-2.9	17,136	10,944	6,192	אוקטובר
1.6	1.9	17,452	11,123	6,329	נובמבר
5.1	7.2	18,717	12,398	6,319	דצמבר
					1978
-2.2	-5.1	17,766	11,576	6,190	ינואר
5.7	5.8	18,803	12,263	6,540	פברואר
8.3	9.7	20,629	13,751	6,878	מארס
0.4	0.3	20,691	13,477	7,214	אפריל
—	6.3	21,985	14,483	7,502	מאי <sup>1</sup>
—	1.3	22,262	14,462	7,800	יוני <sup>1</sup>
					העלייה בין סוף אוקטובר לסוף מארס — התקופה הנסקרת בדין-וחשבון זה
<sup>2</sup> 19.7	<sup>2</sup> 20.4	3,493	2,807	686	

(1) נתונים ארעיים.

(2) שיעור גידול במשך חמישה חודשים.

לוח 2

נכסים כספיים שבידי הציבור, 1975 עד יוני 1978  
(יתרות לסוף התקופה, מיליוני ל"י)

מילווה קצר מועד	פיקדונות מט"ח (בעיקר פו"ק ותמ"מ)		תכניות חיסכון		פיקדונות לזמן קצוב בל"י <sup>1</sup>	אמצעי השלום	סוף התקופה
	מזה : הפרשי פירות	סך הכול	כולל הפרשי הצמדה, ריבית ומענק	ערכי הפקדה			
83	2,122	14,487	12,532	7,482	3,686	10,614	1975
							1976
153	850	16,188	13,548	8,224	3,659	10,904	מא.רס
138	991	17,670	15,690	8,977	3,714	11,664	יוני
95	974	19,691	17,432	9,779	3,825	12,046	ספ.ט.
67	1,209	22,333	20,110	10,813	4,238	13,486	דצ.מ.
							1977
76	1,294	23,658	21,717	11,877	4,607	16,227	מא.רס
74	—	24,473	22,402	12,312	4,632	15,054	א.פ.ר.
88	467	25,267	23,264	12,741	4,816	15,691	מאי
110	—	25,922	24,167	13,187	4,898	16,143	יוני
120	1,560	27,153	25,441	13,901	5,071	17,221	יולי
111	543	27,767	26,529	14,653	5,339	17,077	אוג.
98	555	28,555	27,800	15,018	5,557	17,642	ספ.ט.
106	13,600	44,025	29,893	16,155	5,613	17,136	אוק.
106	195	44,174	32,574	17,803	5,604	17,452	נוב.
82	1,776	49,681	36,790	18,401	5,814	18,717	דצ.מ.
							1978
50	2,066	54,205	37,831	18,915	5,368	17,766	ינו.
52	815	58,182	39,074	19,444	5,308	18,803	פבר.
45	539	59,532	40,326	19,990	5,319	20,629	מא.רס
58	1,130	60,413	43,118	20,558	5,610	20,691	א.פ.ר. <sup>2</sup>
50	2,622	63,510	44,477	22,659	5,850	21,985	מאי <sup>2</sup>
52	1,392	66,307	46,656	23,818	5,946	22,262	יוני <sup>2</sup>

(1) כולל פיקדונות כנגד התחייבויות.  
(2) נתונים ארעיים.

לוח

השפעת הסקטורים השונים על בסיס הכסף,

(השינויים)

1977			המקורות לעליית בסיס הכסף						
דצמבר	נובמבר	אוקטובר	III	II <sup>2</sup>	I	1977 <sup>2</sup>	1976	1975	
1,736	182	-1,043	3,787	3,155	3,281	11,098	8,142	5,460	1. הזרמת הסקטור הציבורי, נטו
(1,536)	(122)	(-1,168)	(3,022)	(2,650)	(2,466)	(8,629)	(6,009)	(4,255)	מזה: הזרמה בגין פעילות ממשלתית
-420	-381	-952	-2,435	-2,487	-758	-7,433	-4,349	-5,083	2. מכירות מט"ח מצר הסקטור הפרטי <sup>3, 4</sup>
-1,561	-499	-687	-664	-961	-692	-5,064	-2,085	-1,431	3. השפעת צבירה בפיקדונות מט"ח
1,404	1,105	976	760	-79	923	-5,089	923	38	4. אשראי במט"ח לסקטור הפרטי <sup>3, 5</sup>
141	-150	109	344	619	-435	983	271	757	5. אשראי במט"י לסקטור הפרטי <sup>3, 5</sup>
-40	212	112	18	-120	-65	117	647	140	6. פעולות בשוק פתוח
524	399	-39	-402	39	-384	137	-225	454	7. גורמים אחרים
1,784	1,223	-1,524	1,408	166	1,870	4,927	3,325	335	8. סך כל בסיס הכסף הצר
7	76	230	-185	73	-63	138	63	171	9. שחרורים בנזילות והפרש מוכר <sup>3</sup>
1,791	1,299	-1,294	1,223	239	1,807	5,065	3,388	506	10. סך כל בסיס הכסף הרחב <sup>3</sup>
-663	-839	+1,422	+79	-104	+507	+402	-1,138	1,452	11. שינוי בגירעונות נזילות

(1) נתונים ארעיים.  
 (2) במאי נעשתה העברה טכנית של כ־370 מיליון ל"י מסעיף פיקדונות מימון יבוא לסעיף נכסים נזילים; סכום זה נוכח מהזרמה בבסיס הכסף.  
 (3) בספטמבר 1977 בוטל ההסדר למימון משלוחי יצוא מאמצעי הבנקים במטבע חוץ, שהונהג במאי 1976. הפעולות הקשורות בהסדר זה (ובביטולו) הביאו: א) להגדלת מכירות מטבע חוץ ב־1,400 מיליון ל"י ב־1976 ולהקטנתם ב־1,861 מיליון ל"י ב־1977, וב־650 מיליון ל"י בינואר-יוני 1978. ב) להקטנת האשראי לציבור ב־910 מיליון ל"י ב־1976 והגדלתו ב־1,806 מיליון ל"י ב־1977, וב־650 מיליון ל"י בינואר-יוני 1978. ג) להקטנת שחרורים מנזילות ב־315 מיליון ל"י ב־1976

1975 עד יוני 1978, (+) הזרמה, (-) ספיגה

במיליוני ל"י

פברואר- יוני 1978	נובמבר 1977	נובמבר 1977	1978					
	ינואר 1978	מארס 1978	יוני	מאי	אפריל	מארס	פברואר	ינואר
1,646	3,278	6,413	1,643	1,275	1,407	1,210	925	1,360
(5,034)	(2,593)	(5,152)	(1,343)	(975)	(157)	(1,910)	(649)	(935)
<sup>1</sup> -3,429	-2,395	-4,982	<sup>1</sup> -461	<sup>1</sup> -1,046	<sup>1</sup> 665	<sup>1</sup> -120	-2,467	-1,594
-4,995	-5,351	-6,974	-1,049	-963	-1,360	-1,397	-226	-3,291
4,162	4,026	7,454	-8	587	155	1,571	1,857	1,517
712	196	-120	377	35	616	-251	-65	-150
1,008	276	673	273	154	184	244	153	104
<sup>1</sup> 652	928	1,009	<sup>1</sup> -131	<sup>1</sup> 338	364	7	74	5
<sup>1</sup> 4,570	958	3,473	<sup>1</sup> 644	<sup>1</sup> 380	1,031	2,264	251	-2,049
..	43	..	..	..	..	..	-67	-40
..	1,001	..	..	..	..	..	184	-2,089
..	-520	-141	..	..	..	-552	931	982

- וב-35 מיליון ל"י ב-1977, ולהגדלת בסיס הכסף הרחב ב-175 מיליון ל"י ב-1976 וב-20 מיליון ל"י ב-1977. ד) השינויים בהסדר אינם משפיעים על בסיס הכסף, ממאי 1977, אך מגדילים את חובת הנזילות של המוסדות הבנקאיים, החייבים להחזיק נכסים נזילים ב-15 אחוזים מיתרת קרן משלוחים. עיקר ההשפעה ב-1977 התרכזה ברביע האחרון של השנה.
- 4) בראשית 1977 הושלם חיטול חשבונות הק"י (הפקדות במט"ח כנגד קרנות יצוא במט"ח). הפעולות הקשורות בחיטול הק"י הביאו להגדלת האשראי לציבור במט"ח ב-134 מיליון ל"י ב-1976, ב-360 מיליון ל"י ברביע הראשון של 1977 ולהקטנת מכירות הציבור במטבע חוץ באותם סכומים, בהתאמה.
- 5) מתחילת שנת 1977 הועבר גיכיון משנה בקרן משלוחים מאשראי במטבע ישראלי לאשראי במטבע חוץ.

## לוח 4

התפתחות רכיבי האשראי הבנקאי לציבור<sup>1, 2</sup>, 1975 עד יוני 1978  
(יתרות לסוף תקופה, מיליוני ל"י)

סך הכול	אשראי מתוך פיקדונות למתן הלוואות במט"ח <sup>7</sup>	אשראי חופשי מאמצעי הבנקים במט"ח <sup>7</sup>	סך הכול אשראי חופשי ומוכוון	אשראי מוכוון							
				אשראי ליצוא				לפעילות מקומית במט"י <sup>8</sup>	אשראי חופשי		
				סך הכול	אחר במט"ח	סך הכול	צמוד למט"ח <sup>6</sup>			במט"ח <sup>5</sup>	במט"י <sup>4</sup>
19,946	4,933	15,023	7,951	267	5,828	1,280	2,125	2,423	1,856	7,072	1975
27,679	1,315	6,287	20,077	11,119	8,542	1,905	3,559	3,078	2,308	8,958	1976
											1977
22,991	1,888	5,981	22,122	11,773	8,952	2,118	4,382	2,452	2,550	10,349	מארס
29,827	1,922	5,799	22,106	12,137	9,289	1,939	4,205	3,145	2,589	9,969	אפריל
30,818	1,952	6,338	22,528	12,569	9,584	1,967	4,339	3,278	2,737	9,959	מאי
32,044	2,055	6,025	23,964	13,096	9,935	2,008	4,417	3,510	2,913	10,868	יוני
32,919	2,259	5,931	24,729	13,844	10,790	2,184	4,836	3,770	2,807	10,885	יולי
34,071	2,392	6,246	25,433	14,369	11,251	2,081	5,325	3,845	2,842	11,064	אוגוסט
36,696	2,590	6,901	27,205	14,887	11,782	2,097	5,623	4,062	2,865	12,318	ספטמבר
46,350	3,424	10,315	32,611	19,557	16,517	3,363	8,834	4,320	2,682	13,054	אוקטובר
46,853	3,521	10,463	32,869	20,448	17,224	3,660	9,061	4,503	2,892	12,421	נובמבר
49,225	3,405	10,607	35,213	21,945	18,577	4,340	9,658	4,579	3,068	13,268	דצמבר
											1978
54,853	6,044	11,042	37,767	23,311	19,951	4,591	10,860	4,500	3,096	14,420	ינואר
58,609	6,802	11,511	40,296	25,220	21,918	4,827	12,682	4,409	3,012	15,076	פברואר
61,471	7,012	12,410	42,049	26,487	23,206	4,944	14,242	4,020	2,991	15,562	מארס
62,915	6,977	13,020	42,918	27,935	24,632	5,061	14,583	4,988	3,013	14,983	אפריל <sup>8</sup>
..	..	13,523	46,057	29,516	26,259	5,438	15,719	5,102	2,967	16,541	מאי <sup>8</sup>
..	..	13,803	47,868	30,591	27,435	5,324	16,331	5,780	2,866	17,277	יוני <sup>8</sup>

- (1) אינו כולל אשראי לממשלה ולמוסדות לאומיים.
- (2) האשראי במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ כולל הפרשי פיחות.
- (3) כולל קרנות הון חוזר ואשראי אחר לפעילות מקומית. כרבע מאשראי זה ניתן בתנאי הצמדה (בקרן מילווה מעסיקים).
- (4) כולל את הקרנות: ייצור ליצוא פרי הדר ויצוא עקיף.
- (5) כולל את הקרנות: יהלומים ויבוא לשם יצוא.
- (6) כולל קרן משלוחים ומימון משלוחים מאמצעים עצמיים של הבנקים.
- (7) עד הרפורמה, היה אשראי זה חלק מן האשראי המאושר במטבע חוץ לתושבים מקומיים.
- (8) נתונים ארעיים.