

דין וחשבון הנגיד על עליית אמצעי התשלום בתקופה שבין 31 באוגוסט 1979 ל-31 במאָרס 1980

ירושלים, י' בסיון התש"ם
25 במאי 1980

לכבוד
הממשלה
וועדת הכספים של הכנסת
ירושלים

א"ג,

הריני מתכבד להגיש בזה דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום, בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק ישראל תשי"ד (1954), בשתי תקופות: בשישה החודשים, שהסתיימו בפברואר 1980, עלו אמצעי התשלום ב-6.0 מיליארד ל"י, שהן 19 אחוזים, ובחודש מארס 1980 הוסיפו אמצעי התשלום ועלו ב-7.4 מיליארד ל"י, שהן 20 אחוזים. העלייה החריגה באמצעי התשלום בחודש מארס 1980 מהווה תנועה מקרית, שלאחריה, עד סוף אפריל, ירדו אמצעי התשלום בכ-2 מיליארד ל"י. בכל התקופה — ספטמבר 1979 עד מארס 1980 — ירדו אמצעי התשלום ב-12.5 אחוזים, במונחים ריאליים. הניתוח בדין וחשבון זה מתייחס לשתי התקופות כאחת.

צעדי המדיניות, שננקטו בנובמבר 1979, יצרו מגמות חיוביות במשק בראשית 1980, שהשתקפו בריסון האינפלציה ובשיפור מאזן התשלומים. תוצאות אלו מצביעות על כך, כי נקיטת מדיניות נכונה עשויה להביא למפנה במצב המשק: יש להדגיש עם זאת, כי מדיניות, הנשענת על ריסון מוניטרי חריף בלבד, לא תשיג שיפור כלכלי ארוך-טווח. כדי להבטיח את המשך המגמות החיוביות, קרי צמצום האינפלציה והגירעון במאזן התשלומים, דרושה מדיניות משולבת — פיסקלית, מוניטרית ומדיניות הכנסות, כמפורט בהמלצות המוגשות בדוח זה. ללא מדיניות משולבת ומאוזנת, יהיה השיפור, שהושג בתחילת השנה, זמני בלבד.

בכבוד רב,
(—)
ארנון גפני
נגיד בנק ישראל

1. קווי ההתפתחות העיקריים

הגידול בביקושים המקומיים, שהחל ב־1978, ואשר נבע, בחלקו הגדול, מגידול בביקוש הממשלתי המקומי, הביא להחשה בפעילות הכלכלית, להאצה באינפלציה ולהרעה במאזן התשלומים.

על רקע ההשפעה המרחיבה של פעולות הממשלה, שבאה לידי ביטוי במיוחד במחצית השנייה של 1979, נוהלה מדיניות מוניטרית מרסנת בתחום האשראי, באמצעות הגבלת כמותו וייקורו.

לאחר שבמחצית השנייה של 1979 הגיע שיעור האינפלציה ל־8 אחוזים לחודש, וחלה הרעה נוספת במאזן התשלומים, הוכרזה בחדש נובמבר מדיניות חדשה, שעיקרה ריסון הביקושים של הסקטור הפרטי. צעדי המדיניות כללו, בין היתר, ביטול כמעט מלא של הסובסידיות (פרט ללחם ותחבורה ציבורית) וקביעת תקרות מקסימליות חוקיות לאשראי החופשי.

המדיניות המוניטרית הביאה לעלייה ניכרת בריבית הריאלית; ביטול הסובסידיות, יחד עם הסדרי תוספת היוקר הקיימים ואי התאמה במדרגות המס, גרמו ירידה זמנית בשכר הריאלי; אלה, בצד צעדי המדיניות האחרים שנקטה הממשלה, יצרו בקרב הציבור ציפיות למיתון הפעילות הכלכלית. צירוף גורמים אלה הביא לרפיון בשוק העבודה, להאטה בקצב האינפלציה מ־8 ל־5 אחוזים לחודש, לירידה בצריכה הפרטית וביבוא ולפנייה גוברת ליצוא.

כנגד המגמות הנזכרות, פעלו כוחות סותרים: ההזרמה המתמשכת המצטברת של הממשלה במחצית השנה האחרונה הביאה — למרות מאמצי הריסון המוניטרי — לבלימת הירידה הריאלית בנכסים כספיים נזילים שבידי הציבור בראשית 1980; התפתחות זו, יחד עם אישור תקציב מרחיב לשנת 1980/81, הביאו להיחלשות ציפיות הציבור לגבי המשך השיפור במצב המשק, ובחודשים אפריל—מאי ניכרים סימנים של חזרה למגמות השליליות הקודמות.

הירידה באשראי לשוק המקומי איפשרה לממשלה להגדיל את חלקה במשק על חשבון הסקטור הפרטי, תוך כדי ירידה בקצב האינפלציה ושיפור במאזן התשלומים. אולם חשוב להדגיש, כי מדיניות, המבוססת בעיקר על ריסון חריף של האשראי החופשי וריבית ריאלית גבוהה, עלולה להביא לפגיעה חמורה מדי בפעילות הסקטור הפרטי ולירידה בהשקעות ובצמיחה של המשק. לפיכך מותנה המשך המגמות החיוביות בריסון נמרץ של ההוצאה הציבורית, במדיניות הכנסות מתאימה, יחד עם המשך ריסון האשראי.

2. הנורמים להתפתחויות המוניטריות

במחצית השנייה של 1979 וברביע הראשון של 1980 גדל היצע הנזילות למשק, שמקורו בגירעון הממשלה ובאשראי המוכוון ליצוא; ההזרמה הבסיסית¹ של הסקטור הציבורי הסתכמה בתקופה זו בכ־3.4 מיליארד ל"י לחודש, לעומת ספיגה של 0.2 מיליארד ל"י לחודש במחצית הראשונה של 1979.

היצע הנזילות הניכר איפשר מימוש ביקושים גדולים למטבע חוץ: רכישות מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי הגיעו ל־775 מיליוני דולרים במחצית השנייה של 1979, לעומת 144 מיליוני דולרים במחצית הראשונה של 1979. רכישות אלו קטנו בתחילת 1980, הן עקב השיפור בחשבון השוטר,

1 עודף הביקוש הממשלתי, בתוספת פעולות נטו לטווח ארוך בשוק ההון; מכירת איגרות חוב לציבור איננה מהווה ספיגה.

למעט דלק², והן בשל הריסון המוניטרי, אשר החליש את תהליך יצוא ההון, שהתרחש בסוף 1979.³ הזרמות הממשלה ובנק ישראל — אשר, כאמור, נספגו בחלקן ברכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי — הביאו גם לגידול בבסיס הנכסים הנזילים (ראה לוח 1). עם זאת, המדיניות המוניטרית המרסנת, שנקטה בתקופה הנסקרת, הביאה לכך, שהעלייה בבסיס הנכסים הכספיים לא גרמה גידול בנוזילות שבידי הציבור, אלא הופנתה ברובה לפירעון אשראי חופשי — מה גם שהריבית על הנכסים הפיננסיים לא הועלתה במקביל להעלאת הריבית על אשראי. במשך כל שנת 1979 נקט בנק ישראל מדיניות של הגבלת גידול האשראי הבנקאי החופשי. החל מנובמבר הוחרפה מדיניות זו, דבר שהביא לתהליך מהיר של פירעון אשראי חופשי. האשראי החופשי לציבור (למעט דלק) ירד במשך 1979 במונחים ריאליים, ב־15 אחוזים, ובתקופה הנסקרת — יולי 1979 עד מארס 1980 — הוא ירד ב־30 אחוזים במונחים ריאליים.

לוח 1

המקורות לשינויים בבסיס הנכסים הנזילים, 1979 עד מארס 1980

(מיליארדי ל"י)

ינואר- מארס 1980	אוקטובר- דצמבר 1979	יולי- ספטמבר 1979	ינואר- יוני (ממוצע רבעוני)	
13.6	9.7	7.3	-0.5	1. הזרמה הבסיסית ¹ של הסקטור הציבורי
8.8	8.5	3.7	2.7	2. אשראי מוכוון מבנק ישראל (בעיקר קרנות היצוא)
0.9	0.4	0.6	1.5	3. גורמים אחרים
				4. סך כל הזרמת הממשלה ובנק ישראל
23.3	18.6	11.6	3.7	(4) = (1) + (2) + (3)
-14.0	-16.0	-7.8	-1.9	5. רכישת מט"ח בידי הסקטור הפרטי
				6. סך כל השינויים בבסיס הנכסים הנזילים
9.3	2.6	3.6	1.8	(6) = (4) + (5)
6.4	2.8	-1.0	0.5	מזה: א. השינוי בבסיס הכסף ²
7.2	7.3	2.7	1.2	ב. צבירת פת"מ (בידי הציבור)
-4.2	-6.6	3.0	1.3	ג. צבירת אג"ח (בידי הציבור)
1.0	3.4	-1.5	0.4	שינוי בגירעונות נוזילות וניכיון משנה לבנקים
2.8	3.4	-2.4	-0.8	מזה: א. גירעון נוזילות
-1.8	0.0	0.9	1.2	ב. ניכיון משנה לבנקים

(1) עודף הביקוש הממשלתי, בתוספת פעולות נטו לטוח ארוך בשוק ההון; מכירת אג"ח לציבור איננה מהווה ספיגה.
(2) לא כולל ניכיון משנה לבנקים.

א. הזרמת הסקטור הציבורי ובנק ישראל
כאמור, עלה היצע הנוזילות של הממשלה ובנק ישראל בתקופה הנסקרת למימדים ניכרים: מ־1.2 מיליארד ל"י לחדש² במחצית הראשונה של 1979 ל־5.9 מיליארד ל"י לחדש במחצית השנייה של 1979 וברביע הראשון של 1980.

2 יבוא דלק מלווה במימון מתאים.
3 הרכישות הגדולות של מטבע חוץ בפברואר 1980 התרחשו במשך כשבוע (כ־4.5 מיליארדי ל"י בין ה־20 ל־27 לפברואר), כתוצאה מההודעה על חובת הצהרות הון, וייתכן כי הן מהוות התאמה חד-פעמית לתנאים החדשים.

עיקר הגידול חל בהורמת הממשלה (ראה לוח 1), והוא נבע מירידה ריאלית בתקבולי המסים ומעליית המחירים. ההורמה הנובעת מהוצאות הממשלה עלתה ריאלית באופן ניכר בשנת התקציב 1979/80 לעומת שנת התקציב הקודמת; הרמה היתה אחידה בשתי מחציות שנת התקציב. עם זאת יש לציין, כי העלייה בהוצאות חלה ברביע השני של שנת התקציב. במחצית השנייה פחתה רמת ההוצאות לעומת יולי—ספטמבר, אך היא היתה עדיין גבוהה מזו של שנת התקציב 1978/79. הרמה הגבוהה של הוצאות הממשלה, והירידה הריאלית במסים, שנבעה בחלקה מההאטה במשק בסוף 1979 ובתחילת 1980 — הביאו לגידול ניכר בעודף הביקוש: עלייה מכ-10—12⁴ מיליארד ל"י לרביע ב-1978/79 וברביע הראשון של שנת התקציב 1979/80, לכ-18⁴ מיליארד ל"י לרביע בהמשך שנת התקציב 1979/80.

העלייה הריאלית בעודף הביקוש, עליית המחירים, והירידה בגיוס ההון נטו לטווח ארוך — הביאו לגידול בהורמה הבסיסית של הממשלה, כפי שמשתקף בלוח 1.

נוסף על הגידול בהורמת הממשלה, חל בתקופה הגידונה (יולי 1979 עד מארס 1980) גידול ניכר בהורמת בנק ישראל, במסגרת האשראי המוכוון ליצוא. הורמת האשראי המוכוון גדלה אמנם פחות מהיצוא בתקופה זו, אך רמתה היתה גבוהה, כאמור.

במחצית השנייה של 1979 ייקר בנק ישראל את האשראי ליצוא, הן במטבע ישראלי והן במטבע חוץ. הריבית על אשראי ליצוא במטבע ישראלי נקבעה ברמה של 40 אחוזים מהריבית הבנקאית על חח"ד; והריבית על אשראי במטבע חוץ נקבעה ברמה של 60 אחוזים מהריבית בשוק היורו-דולר. לשני סוגי האשראי הותווה מסלול הדרגתי להעלאת הריבית, עד אפריל 1980.

לוח 2

אומדן עודף הביקוש והוצאות הממשלה

הזרמה הנובעת מהוצאות הממשלה ² [(1) + (2) = (3)]	תקבולי מסים (2)	הזרמה הנובעת מעודף הביקוש ^{1,2} (1)	
			שנת התקציב
314.5	266.0	48.5	1978/79
341.6	278.8	62.8	1979/80 סך הכול
170.7	141.0	29.7	1979/80 מחצית ראשונה
171.0	137.2	33.7	מחצית שנייה
77.5	67.2	10.3	1979 אפריל—יוני
93.2	73.8	19.4	יולי—ספטמבר
82.9	67.0	15.8	אוקטובר—דצמבר
88.1	70.2	17.9	1980 ינואר—מארס

(1) אומדן הנגזר כד: הורמת הממשלה, בתוספת גיוס הון נטו, ושינוי באשראי בנקאי לממשלה.
(2) אומדן עודף הביקוש ואומדן הוצאות הממשלה כוללים אשראי פיתוח, שמעניקה הממשלה לסקטור הפרטי. כן כלולים באומדנים אלה שינויים באשראי ספקים לממשלה.

בד בבד עם העלאת הריבית, צומצם שיעור מימון היצוא באמצעות האשראי המוכוון, אך ההורמה בקרנות היצוא הלכה וגדלה עקב הגידול המהיר של היצוא.

יש להדגיש, כי הרמה הגבוהה של הזרמת הממשלה ובנק ישראל כובלת את המדיניות המוניטרית ומחייבת קיצוב דרסטי של האשראי החופשי, כדי להבטיח התפתחות מרוסנת של המשתנים המוניטריים. מדיניות זו גורמת עיוות בהקצאת המקורות ופוגעת בצמיחה של המשק לטווח ארוך, ולכן אין מנוס מנקיטת פעולות לצמצום ההזרמה הגובעת מהתקציב וההזרמה בקרנות היצוא.

ב. רכישות מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי

בתקופה הנסקרת חלו תנודות בהשפעתו המוניטרית של מאזן התשלומים. ברביע השלישי של 1979 גדל הגירעון במאזן התשלומים של הסקטור הפרטי, גידול שנבע בעיקר מהעלאת מחירי הדלק בחוץ לארץ, אך גם מעודפי ביקוש מקומיים, אשר הביאו להגברת האינפלציה ולהמשך רמתו הגבוהה של היבוא.

הצפיפות לפיחות מוגבר בעקבות ההרעה במאזן התשלומים, והחששות לפגיעה בליברליזציה כתוצאה מכך, הניעו אף הם להגברת רכישות מטבע חוץ. צירוף גורמים אלה, בתקופה שבה הזרימה הממשלה נזילות רבה למשק, הביא לגידול ניכר ברכישות מטבע חוץ נטו של הסקטור הפרטי: כ-775 מיליון דולר במחצית השנייה של 1979, לעומת 144 מיליון דולר במחצית הראשונה. לוח 3 מורה, כי העלייה ברכישות בין שתי תקופות אלה נובעת מעלייה של 160 מיליון דולר בגירעון הבסיסי של מאזן התשלומים, וירידה של 470 מיליון דולר ביבוא הון לטווח קצר.

לוח 3

אומדן מאזן התשלומים של הסקטור הפרטי¹, 1978 עד מארס 1980
(מיליוני דולרים)

1980 ³	1979 ²				1978 ²		
	I	IV	III	II	I	סך הכול	
505	528	782	456	603	2,369	1,333	1. הגירעון בתשכון השוטף
300	323	258	230	263	1,074	1,058	2. יבוא הון לזמן ארוך והעברות חד־צדדיות
205	205	524	226	340	1,295	275	3. הגירעון הבסיסי במאזן התשלומים ⁴ (3) = (1) - (2)
349	493	282	147	-3	919	342	4. רכישת מט"ח מבנק ישראל
-154	-288	242	79	343	376	-67	5. יבוא הון לטווח קצר (נגזר) ⁵ (5) = (3) - (4)
..	72	426	139	431	1,068	453	6. יבוא הון לטווח קצר (בפועל)
..	-183	419	-184	589	641	774	7. יבוא הון לזמן ארוך והעברות חד־צדדיות

(1) קיימים קשיים סטטיסטיים רבים בהפרדה בין מאזן התשלומים של הסקטור הפרטי לבין מאזן התשלומים של הממשלה מצד אחד, ובזיהוי רכישות מט"ח מבנק ישראל של הסקטור הפרטי, מצד שני. מכאן שיש להתייחס לנתונים בלוח זה כמצביעים על מגמות בלבד.

(2) נתונים ארעיים.

(3) אומדנים ראשוניים.

(4) גירעון בתשכון השוטף, שלא מומן דרך יבוא הון לזמן ארוך ובינוני, והעברות חד־צדדיות.

(5) יבוא הון לטווח קצר, כפי שנגזר מנתוני מאזן התשלומים על הגירעון הבסיסי, לעומת רכישות מט"ח בפועל מבנק ישראל. ההבדל בין סעיף זה לבין הסעיף המקביל במאזן התשלומים נובע מאי דיוקים בהפרדה במאזני התשלומים בין הסקטור הפרטי לממשלה ומסעויות והשמות; הוספת האחרונות מקרבת את שני האומדנים, בפרט באשר לכתיב ההתפתחות.

בסוף 1979 ובחדשים הראשונים של 1980 חל שיפור במאזן התשלומים, וקטנו הביקושים הספקולטיביים למטבע חוץ.⁵

ג. שער הריבית ותקרות אשראי

באפריל 1979 חלה עלייה ניכרת בריבית הדביטורית השולית, בעקבות הטלת ריבית נוספת של 12 אחוזים על אשראי חופשי במטבע חוץ, בצד מדיניות של קיצוב אשראי חופשי במטבע ישראלי, שהוטלה באמצעות קביעת תקרות, ומחיר גבוה מאוד לחריגה מהן.⁶

בחדשים ספטמבר—נובמבר 1979 התגברו הציפיות האינפלציוניות, לאחר שקצב עליית המחירים עלה באוגוסט מ-5 אחוזים לחדש בקירוב ל-8 אחוזים לחדש. היות שגידול האשראי החופשי היה מוגבל בתקרות, צפויה היתה תגובה של הריבית על אשראי זה, או לחלופין, היה על הבנקים לנקוט מדיניות של התמרת קיצוב אשראי.

השבייתה באחד הבנקים הגדולים באוקטובר הביאה לכך, שהריבית לא הועלתה. במשק שררו ביקושים ניכרים לאשראי, והבנקים סיפקו אותם, שעה שבנק ישראל הסיר זמנית את המגבלות, כדי לאפשר את הפעולה התקינה של המשק בזמן שבייתה זו.

בסוף חודש נובמבר הוחרפה המדיניות המוניטרית המרסנת, שנועדה לרסן את הביקושים של הסקטור הפרטי. במסגרת מדיניות זו נקבעו תקרות אשראי חדשות, שחייבו את הבנקים להקטין את יתרות האשראי יחסית לרמה, שאליה הגיעו בסוף אוקטובר.⁷ כתוצאה מכך, חלה העלאה ניכרת של הריבית על אשראי חופשי בלירות ישראליות (הריבית האפקטיבית עלתה מ-92 אחוזים ל-164 אחוזים, וריבית החריגות — מ-129 אחוזים ל-236 אחוזים).

העלאה זו של הריבית — יחד עם היצע הנזילות מצד הממשלה ובנק ישראל — הביאו לפירעון ניכר של האשראי החופשי, כך שהמוסדות הבנקאים עמדו בתקרות האשראי עד דצמבר 1979.

בסוף 1979 החלו סימנים של רפיון בפעילות הכלכלית; גורם זה — יחד עם הזרמה מתמדת מצד הממשלה — הביאו לירידה בביקוש לאשראי, כך שהתקרות הפכו לבלתי אפקטיביות, והדבר הביא ללחץ להורדת שער הריבית במטבע ישראלי. כדי למנוע ירידה בשער הריבית, נקבעו תקרות נמוכות יותר, וננקטו צעדים⁸ לייקור עלות הרחבת האשראי.

כך נשארה הריבית הריאלית ברמה גבוהה עד פברואר-מארס, אם כי הבנקים הורידו את הריבית התעריפית בתקופה זו בכ-5 אחוזים.

יש לציין, כי משקלו של האשראי במטבע חוץ גדל בין החודשים אפריל 1979, כשהוטלה תוספת ריבית של 12 אחוזים על האשראי החופשי במטבע חוץ, לספטמבר 1979, למרות שהריבית האפקטיבית על אשראי במטבע ישראלי היתה נמוכה יותר. אפשר שסיבת הדבר היא כי שרר קיצוב באשראי בל"י במשק, ולכן הריבית השולית היתה זו שעל אשראי במטבע חוץ. ברביע האחרון של 1979 וברביע הראשון של 1980 נראה, כי נשמר האיזון בין הריבית על האשראי

5 נתוני רכישות מטבע חוץ בחודש פברואר סותרים לכאורה הערכה זו, אך יש לזכור, כי הרכישות בחודש זה התרחשו במשך שבוע לאחר ההודעה על חובת דיווח על הון ועל איסור החזקת מזומנים במטבע חוץ מעל 500 דולר. רכישות אלה היו, כנראה, התאמה לצעדי המדיניות.

6 בנק ישראל התנה את מתן ההלוואה לכיסוי גירעונות הנזילות באי חריגה מתקרות האשראי.

7 התקרות שקבע בנק ישראל קודם לכן חייבו למעשה ירידה גדולה יותר מן התקרות החדשות, והן אלה שהיו אפקטיביות בתקופה זו; אך לולא המדיניות החדשה, ספק אם בנק ישראל לא היה משנה תקרות אלה, מאחר שעמידה בהן חייבה העלאה דרסטית בריבית השולית הריאלית, שעלולה היתה לגרום נזק למשק, אלמלא לותה במדיניות תקציבית ובמדיניות הכנסות מתאימות.

8 הועלו הקנסות על גירעונות בנזילות, והועלתה הריבית על פיקדונות הבנקים בבנק ישראל במטבע ישראלי.

החופשי במטבע ישראלי לבין הריבית על האשראי החופשי במטבע חוץ. ניתן להסיק זאת מיציבות משקל רכיבים אלה בסך האשראי החופשי.
 לסיכום ניתן לומר, כי המדיניות המוניטרית המרסנת גרמה העלאה ניכרת בריבית השולית במשק. הריבית הדביטורית הגבוהה עלולה להביא לעיוות בהקצאת המקורות ולצמצום בצמיחה לטווח ארוך. מכאן שיש להפעיל מדיניות תקציבית ומדיניות הכנסות מתאימות, ולהקטין את השימוש במדיניות מוניטרית מרסנת ככלי מרכזי.

לוח 4

שער הריבית על האשראי החופשי, 1978 עד הרביע הראשון של 1980

(אחוזים, במונחים שנתיים)

שנה	ריבית נומינלית			ריבית נומינלית בניכוי עליית המחירים ²		
	עלות אפקטיבית ממוצעת על אשראי בחח"ד ¹	עלות חריגות על אשראי חח"ד	ריבית על אשראי חופשי במט"ח, במונחי דולרים	עלות אפקטיבית ממוצעת על אשראי חח"ד	עלות חריגות על אשראי חח"ד	ריבית על אשראי חופשי במט"ח ³
1978	I	49	64	2	12	-4
	II	49	64	1	11	-4
	III	49	64	6	16	0
	IV	52	64	1	9	-12
1979	I	63	99	-3	18	-19
	II	69	102	-6	12	13
	III	92	129	-4	15	19
	IV	132	175	1	20	6
1980	I	150	236	9	25	12

(1) המקור: סקר שנערך בידי הפיקוח על הבנקים.

(2) עליית מדד המחירים לצרכן הממוצעת ברביע "הנוכחי" וברביע הקודם. היות ועליית מחירים ממוצעת זו אינה משקפת בהכרח את הציפיות האינפלציוניות, יש לראות בריבית המובאת כאן אינדקסיה בלבד לריבית הריאלית.

(3) הריבית על האשראי החופשי במט"ח במונחי דולרים, בתוספת עליית שער החליפין הממוצעת ברביע "הנוכחי" וברביע הקודם, ובניכוי מדד המחירים (ראה הערה 2).

ד. השפעת המדיניות המוניטרית על הפעילות הכלכלית

יש לשער, כי למדיניות המוניטרית המרסנת המצטברת יש חלק בירידה בביקושים המקומיים, שהתרחשה בסוף 1979 ובתחילת 1980. על כך נוספו צעדים, שנגקטו בסוף נובמבר, אשר הביאו — יחד עם הציפיות למיתון הפעילות — לחיסול מלאים, והדבר התבטא בפירעון אשראי ובירידה בגירעון במאזן המסחרי (למעט דלק).

נקיטת מדיניות מוניטרית מרסנת, תוך כדי הבטחת זמינות אשראי ליצוא, הצומח מהר יותר מהשימושים המקומיים, גרמה צמצום חריף של האשראי לשוק המקומי ועלייה מקבילה במשקל של האשראי ליצוא: מ-45 אחוזים מסך כל האשראי (למעט דלק) בסוף 1978, עלה האשראי ליצוא ל-57 אחוזים בסוף מארס 1980.

הצמצום הניכר של האשראי לשוק המקומי איפשר לממשלה לקיים רמה גבוהה של עודף ביקוש,

בלי לגרום ללחצי ביקוש במשק; אך השפעתה של המדיניות המוניטרית ככלם למדיניות פסקלית מרחיבה היא זמנית בלבד, ופוגעת בעיקר בהשקעות ובשיעור הצמיחה של המשק. מכאן שלא ניתן לקיים לאורך זמן ריבית שולית כה גבוהה, ללא צמצום ניכר של הפעילות המקומית, ולכן יש להעביר את הדגש למדיניות תקציבית מרסנת.

3. התפתחות הנכסים הכספיים והאשראי

א. הנכסים הכספיים הנוזלים

סך הנכסים הכספיים הנוזלים עלו מיולי 1979 ועד מארס 1980 ב־83 אחוזים; זו ירידה ריאלית של 2 אחוזים. משמעות הצמצום הריאלי היא ירידה בנזילות שבידי הציבור, אם כי ייתכן, שחלקה מוסבר ברכישת מזומנים במטבע חוץ, אשר עלתה כנראה בחודשים האחרונים של 1979. ברביע הראשון של 1980 נבלמה הירידה הריאלית בנזילות, בשל הצמצום בספיגת מאזן התשלומים וההזרמה המצטברת מצד הממשלה.

בתקופה הנסקרת חל שינוי בולט בהרכב תיק הנכסים הכספיים הנוזלים: הביקוש להחזקת איגרות חוב סחירות פחת, וברביע האחרון של 1979 וברביע הראשון של 1980 פדה הציבור נטו 8 מיליארד ל"י מאיגרות חוב אלה. בחודש אפריל 1980 נמכרו ברוטו איגרות חוב ב־1.5 מיליארד ל"י, אך עדיין התרחש פדיון נטו. ערכן של איגרות החוב בשוק היה נמוך מהערך המתואם, דבר שתרם אף הוא להתאמת יתרות איגרות החוב לכמות המבוקשת בידי הציבור.

לוח 5

התפתחות הנכסים הכספיים בידי הציבור, 1979 עד מארס 1980

(העלייה או הירידה (—), אחוזים, ממוצעים רבעונים)

ינואר— יוני 1979	ינואר— יוני 1979	ינואר— מארס ¹ 1980	ינואר— מארס 1980	ינואר— יוני 1979
24	—1	24	22	24
25	—7	25	15	3
25	4	25	28	18
21	—1	21	22	15

סך הנכסים הכספיים הנוזלים²

מזה: אמצעי תשלום

פת"ם עו"ש וז"ק

איגרות חוב

(1) נתונים ארעיים.

(2) סך הנכסים הנוזלים כולל אמצעי תשלום, פת"ם עו"ש, פת"ם זמן קצוב, איגרות חוב צמודות בידי הציבור, פו"ק ותפ"ס. המפורט: ראה לוח נ"ב.

כנגד זאת, עלה ביקוש הציבור לפיקדונות מטבע חוץ, כנראה עקב נזילותם הגבוהה יותר, המובטחת על ידי התואי הצפוי של שער החליפין, כמתחייב משמירת רווחיות היצוא. נוסף על כך נוכח הציבור, כי תנודות שער החליפין היו קטנות ב־1979 מתנודות מחירי אג"ח, בטווח קצר. המעבר מאיגרות חוב צמודות לפת"ם מהורה המשך של מגמה, שהחלה ב־1978, ואשר נפסקה במחצית הראשונה של 1979, לאחר שנצברו בדצמבר 1978 פיקדונות מטבע חוץ מעבר לרצוי.

היתרות הריאליות של התפ"ס ושל אמצעי התשלום ירדו ריאלית בתקופה הנסקרת, אך בתחילת 1980 נבלמה ירידה זו. בין הסיבות לבלימה ניתן לציין את הציפיות לירידה בקצב האינפלציה ואת ייקור הריבית הדביטורית, שעודדו את הציבור להתזיק יתרות קרדיטוריות גדולות יותר, כדי להימנע ממשיכות יתר. הגידול החריג באמצעי התשלום במארס 1980 נבע, כנראה, גם מפיגור בהתאמת אמצעי התשלום לרמה הרצויה בתקופה של הזרמה גדולה מצד הממשלה, וכן מתופעה עונתית, הקשורה לתגים.

ב. האשראי הבנקאי

בתקופה מיולי 1979 ועד מארס 1980 גדל סך האשראי הבנקאי לציבור ב-78 אחוזים, המהווים ירידה ריאלית של 5 אחוזים. התפתחות זו אירעה תוך כדי גידול ניכר באשראי לדלק — אשר בעיקרו אינו מממן פעילות מקומית⁹ — שגדל בתקופה זו ב-166 אחוזים במונחי דולרים, בעיקר עקב התייקרות הדלק.

סך האשראי הבנקאי, למעט דלק, ירד ב-3 אחוזים ריאלית בתקופה הנסקרת, לעומת התקופה המקבילה אשתקד, בהשוואה לעלייה קטנה, או אף לקיפאון, בשימושים. התרחבותו האיטית של האשראי, יחסית לשימושים, משקפת ריסון חריף של האשראי הבנקאי החופשי, לעומת גידול מהיר באשראי המוכוון ליצוא. ריסון האשראי לשוק המקומי הוחרף מאז נובמבר 1979, והושג

לוח 6

האשראי הבנקאי לציבור, 1978 עד מארס 1980

(שיעורי שינוי של יתרות ממוצעות לעומת התקופה המקבילה אשתקד, אחוזים)

ר י א ל י		נ ו מ י נ ל י				
ינואר— מארס ² 1980	יולי 1979— מארס 1980	ינואר— יוני 1979	ינואר— מארס ² 1980	יולי 1979— מארס 1980	יוני 1979	
—9	—3	15	99	95	83	(1) סך כל האשראי ¹
—27	—12	20	60	75	92	(2) האשראי לשוק המקומי ¹ מזה: האשראי החופשי במטבע ישראלי
—36	—27	—8	40	39	47	האשראי החופשי ¹ במטבע חוץ
—16	17	99	84	130	217	(3) האשראי ליצוא, למעט יהלומים (במונחי דולרים)
27	32	44	(4) האשראי ליהלומים (במונחי דולרים)
21	14	21	

(1) למעט אשראי לדלק.

(2) נתונים ארעיים.

9 האשראי לדלק דולף במקצתו לשוק המקומי, דרך אשראי של חברות הדלק ללקוחות, אך זהו חלק קטן מסך האשראי לדלק.

באמצעות צעדים, שנגקטו באשר למחירו ולנפחו: נקבעו תקרות אשראי, אשר חייבו — מאז נובמבר — ירידה נומינלית מרמת האשראי החופשי במטבע ישראלי, הוקפא האשראי החופשי במטבע חוץ, והועלתה עלות הרחבת אשראי בל"י, באמצעות העלאת קנסות על גירעונות הגזילות והעלאת הריבית על נכסים נזילים.

גורמים אלה הביאו, יחד עם הזרמה ניכרת של הממשלה וציפיות להאטה בפעילות הכלכלית, לפירעון אשראי לשוק המקומי עד סוף ינואר 1980, ולירידה ריאלית ניכרת בו על פני כל התקופה.

בד בבד עם ריסון האשראי לשוק המקומי, נמשכה מגמת הרחבה באשראי המוכוון ליצוא עקב הגידול המהיר ביצוא. בו בזמן, ננקטו צעדים, כדי למנוע היווצרות עודפי מימון כתוצאה מהרחבת האשראי מעבר לגידול היצוא.

האשראי למימון היצוא, למעט יהלומים, עלה במשך יולי 1979 — מארס 1980 ב־32 אחוזים, במונחי דולרים, לעומת התקופה המקבילה אשתקד, בהשוואה לגידול היצוא התעשייתי ב־38 אחוזים. זהו שיפור לעומת השנים האחרונות, שבהן גדל האשראי יותר מהיצוא, אך בשל הגידול המהיר ביצוא, גדל משקלו של האשראי המוכוון בסך האשראי, והדבר מגביל את תחום פעילותה של המדיניות המוניטרית. האשראי ליהלומים עלה באותה תקופה ב־14 אחוזים במונחי דולרים, לעומת 8 אחוזים גידול ביצוא יהלומים.

4. ההתפתחויות הכלכליות בתקופה הנסקרת

לאחר שנתיים של צמיחה מואצת ורמה גבוהה של ביקושים מקומיים, החלה במחצית השנייה של 1979 להסתמן האטה מסוימת בביקושים. האטה זו היא פרי המדיניות התקציבית והמדיניות המוניטרית המרסנות, שנגקטו במחצית הראשונה של 1979, ושל ירידה בביקושים לדירות, לאחר שמחזור הבנייה הגיע לשיאו באותה תקופה.

עם זאת, הואצת האינפלציה ברביע השלישי של השנה, מ־5 אחוזים ל־8 אחוזים לחודש, וחלה הרעה ניכרת במאזן התשלומים, בעקבות עלייה במחירי הדלק. הרעה זו במצב המשק הביאה בנובמבר לנקיטת צעדי מדיניות, שתכליתם צמצום האינפלציה ושיפור במאזן התשלומים, ואלה הם:

(א) ביטול הסובסידיות למוצרי יסוד, למעט לחם ותחבורה ציבורית;

(ב) הטלת חובת הפקדה על היבוא חב המכס בשיעור של 10 אחוזים, למשך 6 חודשים, ללא ריבית.

במקביל נקבעו תקרות על האשראי החופשי בל"י ובמטבע חוץ, והועלתה הריבית על אשראי מוכוון בל"י.

צעדים אלה חיזקו את מגמת ההאטה במשק, שניצניה הסתמנו, כאמור, כבר ברביע השלישי של 1979. התמתנות הפעילות הכלכלית משתקפת בבירור בחודשים הראשונים של 1980:

(א) חל שיפור ניכר במאזן המסחרי, למעט יהלומים ויבוא דלק, כתוצאה משולבת של האצת גידול היצוא ושל ירידה ניכרת ביבוא. הפחתת היבוא נבעה מהתאמת מלאים, מחמת הציפיות להאטת הפעילות ובשל שערי הריבית הגבוהים. לעומת זאת, חלה עלייה ניכרת בערכו של יבוא הדלק, בעיקר עקב העלאת מחירים בינלאומיים בסוף 1979, למרות שכמותו המיזיבאת ירדה. התפתחות זו קיזזה את השיפור במאזן המסחרי ברביע הראשון של 1980.

(ב) הסתמן רפיון בשוק העבודה. נתוני שירות התעסוקה מצביעים על מפנה ברביע האחרון של 1979, למרות שסקר כוח-אדם לאותה תקופה לא הצביע על כך. נראה, שבשוק העבודה בסוף 1979 הועמקה האבטלה, בלא שהתרחבו מימדיה. נתונים של סקר כוח האדם לחודשיים הראשונים של 1980 מצביעים על התרחבות מימדי האבטלה, וכך נותנים תמיכה למפנה, שהסתמן בנתונים של שירות התעסוקה.

(ג) קצב עליית המחירים הואט במדת-מה לעומת סוף 1979, אך לא ברור, אם זוהי מגמה שתימשך, שכן באפריל גרשמה עלייה ניכרת במדד המחירים, ובחודשים הקרובים ייתן ייקור הדלק את אותותיו, במקביל להעלאת מחירים אחרים בתחילת שנת הכספים 1980/81.

צירוף התפתחויות אלה מעיד, שאכן החלה מגמה של ריסון הביקושים המקומיים, התואמת את מטרתה של התכנית הכלכלית, שהופעלה באמצע נובמבר 1979. עם זאת, קשה לקבוע חד-משמעית מהו כיוון ההתפתחויות, בשל חלקיות הנתונים לתחילת 1980.

5. יעדי המשק והמלצות למדיניות כלכלית

היעד המרכזי של המדיניות הכלכלית הוא האטה באינפלציה, הן כמטרה כשלעצמה והן כתנאי חיוני להמשך הצמיחה הכלכלית ולצמצום הפער במאזן התשלומים.

תנאי הכרחי להשגת יעד זה הוא ריסון הביקושים המקומיים, ובראש ובראשונה — הצריכה הציבורית.

האטה בקצב האינפלציה והשיפור במאזן המסחרי, שהושגו ברביע הראשון של 1980, לא יתמידו ללא ריסון בהוצאה הציבורית. מדיניות ריסון הביקושים, הנשענת כולה על הגבלות אשראי לשוק המקומי והעלאת הריבית לרמה ריאלית גבוהה, מביאה להורדת פעילות הסקטור הפרטי מעבר לרצוי, פוגעת בהשקעות, ובטווח ארוך — בקצב הצמיחה של המשק.

לפיכך יש להפעיל מיד מדיניות מרסנת משולבת — פיסקלית, מוניטרית ובתחום ההכנסות; את המדיניות הפיסקלית יש לנווט בדרך של קיצוץ בהוצאות מקומיות, שהיא עדיפה לאין ערוך על פני העלאת שיעורי המס. קיצוץ בהוצאות, בניגוד להעלאת המסים, משפיע במישרין על הביקוש המקומי ואינו יוצר לחצים על המחירים מצד ההוצאות. הצעדים המומלצים אפוא הם:

א. יש לצמצם מן ההוצאה הציבורית המקומית, על כל רכיביה, כ-15 מיליארד ל"י, כך שיימנע גידול מעבר לרמת ההוצאה הריאלית המקומית דאשקתד.

ב. יש לחתור למדיניות הכנסות ושכר מרוסנים. העלייה במחירי הדלק, והפגיעה — כתוצאה מכך — בהכנסה הריאלית של המשק, אינה מאפשרת העלאת הכנסות, שתפצה על מלוא עליית המחירים. חריגת הסכמי השכר מעבר למתחייב מכך, תתרום להחשת קצב האינפלציה, ותגדיל את הסכנה של התפשטות האבטלה.

ג. יש לחתור לעידוד החיסכון בדרכים שונות, כגון הרחבת מיגוון הנכסים הפיננסיים הקיימים. כמו כן יש להבטיח את אמון הציבור באיגרות חוב ממשלתיות, תוך הגמשת תנאי ההנפקה.

ד. בנק ישראל ימשיך לפעול לריסון האשראי החופשי לשוק המקומי ולקיים את היקף האשראי הדרוש לגידול היצוא, תוך הקפדה על מגיעת עודפי מימון.

לוח נ"ו

התפתחות אמצעי התשלום, דצמבר 1977 עד אפריל 1980

העלייה או הירידה (—) באמצעי התשלום לעומת התקופה הקודמת		יתרות לסוף התקופה				נתונים מקוריים	נתונים מקוריים (1)	דצמבר 1977		
		בניכוי עונתיות		סך הכול					פיקדונות עו"ש (2)	מזומנים (1)
		בניכוי עונתיות (6)	נתונים מקוריים (5)	סך הכול (4)	סך הכול (1) + (2) = (3)					
(אהוזים)		(מיליוני ל"י)								
			18,441	18,718	12,399	6,319	דצמבר 1977			
9.1	12.4	26,671	27,151	18,374	8,777	דצמבר 1978				
3.3	—0.7	27,552	26,973	17,823	9,150	ינואר 1979				
—2.1	—2.0	26,968	26,429	17,111	9,318	פברואר				
—0.1	3.8	26,937	27,422	17,860	9,562	מארס				
5.1	3.0	28,303	28,246	17,928	10,318	אפריל				
2.3	3.4	28,956	29,217	18,836	10,381	מאי				
—2.0	—0.5	28,381	29,062	18,227	10,835	יוני				
5.4	1.8	29,913	29,584	18,768	10,816	יולי				
3.8	6.0	31,046	31,356	19,626	11,730	אוגוסט				
—0.3	—1.0	31,133	31,662	19,667	11,995	ספטמבר				
7.9	3.4	33,599	32,725	20,420	12,305	אוקטובר				
1.6	2.2	34,148	33,431	21,463	11,968	נובמבר				
—5.2	—1.8	32,363	32,816	20,626	12,190	דצמבר				
4.5	0.9	33,821	33,110	20,676	12,434	ינואר 1980				
12.6	12.7	38,071	37,311	24,112	13,199	פברואר				
15.5	20.0	43,967	44,759	29,821	14,938	מארס				
..	—4.3	..	42,818	28,025	14,793	אפריל ¹				

(1) נתונים ארעיים.

לוח י"ב-2

הנכסים הכספיים שבידי הציבור, 1976 עד מארס 1980

(יתרות בסוף התקופה, מיליארדי ל"י)

1980	1979		1978	1977	1976	
מארס	דצמבר	יוני				
						א. הנכסים הנזילים
44.7	35.4	29.1	27.2	18.7	13.5	אמצעי תשלום
11.0	7.9	8.0	5.9	5.2	4.1	פז"ק ותפ"ס
111.4	89.4	53.5	38.1	15.6	6.6	פת"מ עו"ש וז"ק ¹
109.8	91.1	60.9	46.3	33.3	2.66	אג"ח בידי הציבור ²
276.9	223.8	151.5	117.5	72.8	50.8	סך כל הנכסים הנזילים
						ב. נכסים פיננסיים לזמן בינוני
..	76.8	64.0	44.3	26.0	10.3	מניות
106.2	99.6	67.0	50.1	32.6	15.2	פיקדונות פיצויים
170.7	144.9	92.2	63.7	36.8	20.1	תכניות חיסכון
10.6	9.1	4.6	2.3	0.7	0.1	פיקדונות צמודים לזמן ארוך
..	330.4	228.7	160.4	96.1	45.7	סך כל הנכסים לזמן בינוני
..	554.2	379.3	277.9	186.9	96.5	ג. סך כל הנכסים הכספיים

(1) פת"מ בידי הציבור נאמד באמצעות הפחתת פת"מ שבידי קרנות הנאמנות מסך פיקדונות פת"מ.

(2) אג"ח בידי הציבור (כולל אג"ח במס"ח), נאמדו באמצעות הפחתת האג"ח שבידי קרנות הנאמנות מסך איגרות החוב הסחירות.

לוח 3-1

האשראי הבנקאי לציבור, דצמבר 1977 עד מארס 1980
(יתרות במיליוני ל"י)

סך כל האשראי לציבור למעט יהלומים ודלק (4) + (9) = (11)	סך כל האשראי לציבור למעט יהלומים ודלק (1) + (2) + (8) = (10)	אשראי למימון פעילות מקומית						אשראי למימון היצוא			שנה
		סך הכול למעט דלק (5) + (6) + (7) = (9)	סך הכול למעט דלק (8)	אשראי חופשי במטבע (7)	אשראי חופשי במטבע ישראלי (6)	אשראי מוכוון במטבע ישראלי (5)	סך הכול (1) + (2) + (3) = (4)	קרן יהלומים (3)	אשראי במטבע חוץ למעט יהלומים (2)	אשראי במטבע ישראלי (1)	
44,809	37,180	25,924	25,924	10,195	12,793	2,936	18,885	7,630	6,668	4,588	1977
79,685	61,381	44,949	41,716	22,966	19,922	2,061	34,737	15,072	12,330	7,335	1978
171,411	120,786	91,158	73,695	59,530	29,566	2,062	80,253	33,163	32,788	14,303	1979
81,664	62,788	45,769	42,367	24,238	19,502	2,030	35,895	15,474	13,111	7,311	ינואר 1979
85,256	66,185	48,296	45,026	25,663	20,603	2,031	36,959	15,800	13,778	7,381	פברואר
93,052	71,791	53,135	49,472	28,073	23,039	2,024	39,916	17,597	15,526	6,793	מארס
99,615	77,016	55,321	51,540	31,047	22,314	1,960	44,294	18,818	17,041	8,436	אפריל
107,403	82,817	60,229	55,229	34,474	23,836	1,919	47,174	19,586	18,530	9,058	מאי
115,153	87,459	64,943	57,772	37,056	26,025	1,861	50,210	20,522	19,956	9,732	יוני
120,716	92,608	68,135	60,891	39,418	26,644	2,073	52,581	20,864	21,069	10,648	יולי
126,802	94,935	70,320	60,906	42,713	25,514	2,092	56,483	22,454	22,238	11,791	אוגוסט
142,575	105,181	81,662	69,156	49,239	30,340	2,082	60,913	24,888	23,466	12,559	ספטמבר
153,985	113,546	88,042	75,068	53,325	32,551	2,165	65,942	27,464	14,939	13,539	אוקטובר
159,395	114,993	87,280	72,962	56,555	28,677	2,048	72,114	30,083	28,125	13,907	נובמבר
171,411	120,786	91,158	73,695	59,530	29,566	2,062	80,253	33,163	32,788	14,303	דצמבר
179,437	122,621	94,035	72,540	62,965	28,390	2,680	85,402	35,321	35,575	14,505	ינואר 1980
192,716	127,506	99,734	73,215	67,230	29,839	2,665	92,982	38,691	39,889	14,402	פברואר
201,494	129,405	105,443	74,070	72,786	29,947	2,710	96,051	40,716	41,552	13,783	מארס ¹

(1) נתונים ארעיים.

לוח ג' - 4

השפעת הסקטורים השונים על כסים הכסף הצר
(מיליוני ל"י)

סך כל בסיס הכסף הצר (10)	גורמים אחרים (9)	פעולות בשוק הפתוח (8)	ניכיון משנה במט"י (7)	ניכיון במט"ח (6)	קניות או מכירות (-) מט"ח על ידי בנק ישראל תמורת ל"י			הורמת הסקטור הציבורי		1979
					הורמה או ספיגה (-) במט"ח (5)	העברות או משיכות ע"י הסקטור הפרטי (4)	סך הכול (3)	הורמה בגין פעילות ממשלתית (2)	סך הכול (1)	
2,827	2,645	3,588	10,456	(11,337)	(-12,457)	(-27,534)	-28,654	(8,646)	14,792	1979
2,443	735	122	-17	(1,005)	(-1,892)	(1,017)	130	(987)	1,473	ינואר 1979
-2,323	103	58	-14	(783)	(-588)	(-813)	-618	(-2,410)	-1,852	פברואר
-648	774	10	-80	(310)	(920)	(-493)	737	(-2,492)	-2,089	מארס
2,913	576	18	2,877	(407)	(144)	(479)	1,030	(-1,969)	-1,588	אפריל
-282	-232	-11	615	(69)	(-279)	(-1,674)	-1,884	(930)	1,230	מאי
-1,057	569	8	1,077	(732)	(-738)	(-2,251)	-2,257	(-855)	-454	יוני
-618	485	77	1,250	(320)	(349)	(-495)	174	(-3,032)	-2,604	יולי
2,915	24	447	753	(803)	(875)	(-4,117)	-2,439	(3,710)	4,130	אוגוסט
-3,303	-291	-98	825	(675)	(-3,902)	(-3,194)	-6,421	(2,124)	2,682	ספטמבר
-2,051	615	735	-73	(1,984)	(12)	(-4,920)	-2,924	(-976)	-404	אוקטובר
3,438	1,280	1,624	1,082	(1,001)	(-3,728)	(-4,937)	-7,664	(6,403)	7,116	נובמבר
1,265	-2,128	598	2,161	(3,248)	(-3,630)	(-6,136)	-6,518	(6,226)	7,152	דצמבר
5,098	1,227	385	2,618	(1,751)	(-4,510)	(-2,667)	-5,426	(5,646)	6,294	ינואר 1980
-1,150	307	-41	-1,200	(2,675)	(-1,454)	(-8,523)	-7,302	(6,478)	7,086	פברואר
2,826	-16	4	-135	(3,113)	(-1,250)	(-2,819)	-956	(3,207)	3,929	מארס ¹
830	1,700	-207	3,947	(1,075)	(-3,600)	(-2,966)	-5,491	(222)	881	אפריל ¹