

דין וחשבון הנגיד על עליית אמצעי התשלום בתקופה שבין 30 באפריל 1980 ל-31 ביולי 1980

ירושלים, ד' בכסלו התשמ"א
12 בנובמבר 1980

לכבוד
הממשלה
ועדת 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), לאחר שבשלושת החודשים, שהסתיימו ביולי 1980, עלו אמצעי התשלום ב-1,063 מיליוני שקלים, שהם 24.7 אחוזים. קצב שינוי זה מהווה עלייה ריאלית באמצעי התשלום, והיה מהיר במקצת מן המגמה, אשר הסתמנה בכל שנת 1980. בשנת 1980 ננקטה מדיניות פיסקלית ומוניטרית להאטת הפעילות והביקושים המקומיים. מדיניות זו היתה כרוכה בהפסקת הצמיחה ובגידול באבטלה, אך מנעה גידול בגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים (למרות עלייה במחירי הדלק) והאצה נוספת של האינפלציה. עם זאת, עליית המחירים עדיין גבוהה ביותר, ויש צורך דחוף לנקוט מדיניות, שתאיט, בהקדם ובצורה משמעותית, את האינפלציה, לקצב דו-ספרתי. לשם כך יש לשלב — כמפורט בהמלצות המוגשות בדוח זה — מדיניות תקציבית ומוניטרית מרסנת במדיניות הכנסות ומחירים. במסגרת מדיניות זו תיקבע העלייה הנומילית המותרת של התקציב, האשראי, השכר והמחירים של המוצרים המבוקרים, בהתאם לקצב התייקרויות נמוך יותר, במדה משמעותית, מהקצב הנוכחי. רק כך ניתן יהיה להשיג צמצום האינפלציה במהירות הדרושה, ללא פגיעה חמורה בצמיחה ובתעסוקה.

בכבוד רב,
(—)
ארגון גפני
נגיד בנק ישראל

התפתחויות המוניטריות

במחצית השנה האחרונה, החל באפריל 1980, נמשכה העלייה הנומינלית המהירה באמצעי התשלום ובנכסים הנזילים האחרים שבידי הציבור¹; הנכסים הכספיים הנזילים עלו עד סוף חודש אוקטובר בדומה לשיעור עליית המחירים, בניגוד לירידתם הריאלית בסוף 1979. ראוי לציין, שהאינפלציה בתקופה הנסקרת הגיעה לכ-130 אחוזים במונחים שנתיים, בדומה למחצית השנה הקודמת (אוקטובר 1979 – מארס 1980), ונראה, שבכך תרמה התפתחות הנזילות במשק להפסקת ההאצה בשיעור האינפלציה, האצה שאיפיינה את שנת 1979; נוסף על כך, לא נצברו, כנראה, עודפי נזילות, שיביאו להאצת האינפלציה בעתיד. עם זאת, איפשר הגידול בנזילות שבידי הציבור את עליית המחירים, ששיעורה הניכר היה דומה, כאמור, לזה של מחצית השנה הקודמת.

העלייה הנומינלית בנכסים הכספיים אירעה על רקע מדיניות אשראי מרסנת וירידה ריאלית ביתרת האשראי לציבור, וזאת בגלל גורמים אחרים מרחיבים, שפעלו בתקופה זו: ההורמה הנמשכת מצד הסקטור הציבורי² למימון הגירעון, הזרמת האשראי ליצוא וצמצום הספיגה דרך מאזן התשלומים. עם זאת, העלייה הנומינלית בנכסים הכספיים נבעה בחלקה מעצם קיומה של האינפלציה, בשל הצמדת מרבית הנכסים הכספיים הנזילים שבידי הציבור – פיקדונות מטבע חוץ ואיגרות חוב – לשער החליפין ולמדד המחירים.

סך האשראי הבנקאי לציבור³ ירד ריאלית בתקופה זו, בהמשך למגמה שהחלה באמצע 1979. האשראי ליצוא לא גדל, במונחים ריאליים, והאשראי לשוק המקומי ירד ריאלית במחצית השנה האחרונה בכ-9 אחוזים (עלייה נומינלית של 40 אחוזים), בשל הגבלת התקרות, שקבע בנק ישראל. כתוצאה מכך נמשכה העלייה בשערי הריבית לאשראי במטבע ישראלי.

הגורמים להתפתחויות המוניטריות⁴

חלק מהעלייה הנומינלית של הנכסים הכספיים נובע במישרין מהאינפלציה, דהיינו מהצמדת רובו של תיק זה למדד המחירים ולשער החליפין; עם זאת, תרמה לעלייה זו הזרמה גדולה של הסקטור הציבורי ובנק ישראל, ופעולות הסקטור הפרטי במטבע חוץ. הזרמות אלו תרמו ברציפות, מתחילת 1980, כ-450 מיליון שקלים לחודש, לעומת כ-120 מיליון שקלים לחודש במחצית השנייה של 1979 (ראה לוח 1, שורה 7).

ההזרמה הממשלתית הניכרת נבעה מגידול ריאלי בעודף הביקוש (ראה לוח 2): תשלומי הממשלה פחתו ריאלית בתקופה הנסקרת, בעוד שבמקביל קטנו תקבולי המסים, בעקבות ההאטה בפעילות הכלכלית ובביקושים המקומיים.

לעומת הגידול בהזרמת הממשלה, פחתה ההזרמה במסגרת האשראי המוכוון ליצוא, במונחים ריאליים, והגיעה לרמתה שבמחצית הראשונה של 1979. ירידה זו היא בחלקה עונתית, ובחלקה

1 העלייה המהירה בקצב האינפלציה בשנים האחרונות הפחיתה את חשיבותם של אמצעי התשלום בניתוח המוניטרי, ועיקר העניין מנקודת ראות הנזילות שבידי הציבור, הוא במיצרפי נכסים כספיים רחבים יותר, הכוללים נכסים בני המרה מידית. קירוב לניתוח ההתפתחויות המוניטריות הוא מיצרף של נכסים נזילים, הכולל אמצעי תשלום, פיקדונות מטבע חוץ של תושבים מקומיים (פת"ם), איגרות חוב שבידי הציבור, פיקדונות לזמן קצוב בל"י ותעודות פיקדון סחירות, אם כי אין להתעלם מהשוני בדרגת הנזילות של נכסים אלה.

2 הממשלה הסוכנות היהודית.

3 למעט אשראי למימון יבוא דלק ולמימון יצוא יהלומים, שכן נראה, שבעיקרם אין הם מממנים פעילות מקומית.

4 ניתוח מפורט יותר של ההתפתחויות המוניטריות בתקופה הנסקרת בדין וחשבון זה, ניתן למצוא בחוברת "ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים" מס' 30, שיצאה לאור בימים אלה (אוקטובר 1980).

לוח 1

המקורות לשינויים בבסיס הנכסים הכספיים הנוזלים, 1979 עד ספטמבר 1980

(ממוצע חודשי, מיליוני שקלים)

1980			1979			
רביע iii	רביע ii	רביע i	מחצית ii	מחצית i	סך הכול	
600	360	460	280	-15	130	1. סך כל ההזרמה הבסיסית ¹ של הסקטור הציבורי
290	280	350	220	90	150	2. אשראי מוכוון מבנק ישראל (בעיקר קרנות יצוא) ²
0	0	-60	20	40	30	3. הלוואות לבנקים
60	70	90	10	30	20	4. גורמים אחרים ⁸
950	710	840	520	145	330	5. סך כל ההזרמות החיצוניות (5) = (1) + (2) + (3) + (4)
-410	-250	-470	-400	-60	-230	6. מכירות, או קניות (-) של מטבע חוץ (נטו) בידי הסקטור הפרטי
540	460	370	120	85	100	7. סך כל השינויים בבסיס הנכסים הכספיים הנוזלים (7) = (5) + (6)
-29	12	46	-3	-27	-15	8. העלייה או הירידה (-) בגירעונות הנוזלות של הבנקים

(1) ההזרמה, הנובעת מעודף הביקוש של הסקטור הציבורי וכן מפעולות נטו לטוח ארוך בשוק ההון ומשינויים באשראי ספקים לממשלה. לפי הגדרה זו, מכירת אג"ח לציבור איננה ספיגה.
 (2) מזה: כ-70 מיליון שקלים נובעים משינוי צורני, שאין לו השפעה מוניטרית, בדרכי המימון של הקרנות לאשראי מוכוון בל"י. הוגדל רכיב ניכיון המשנה מבנק ישראל במימון הקרו, על חשבון צמצום הרכיב של שחרורים מנוזלות.
 (3) סעיף זה כולל בעיקר את ההזרמה או את הספיגה, הנובעת מחשבונות רווח והפסד של בנק ישראל (כגון: תשלום ריבית על נכסים נוזלים במטבע ישראלי ובמטבע חוץ, קנסות על גירעונות יכו'), ההזרמה או הספיגה הקשורה לפיקדונות פת"מ פיצויים וכן ההפרשים בדיווח בין מאזני הבנקים לבין בנק ישראל.

אומדן הזרמה הנובעת מעודף הביקוש ומהוצאות הממשלה

(מיליוני שקלים, ממוצע חודשי, מחירי יולי 1980)

אומדן נגזר לתשלומים המקומיים של הממשלה (8) = (6) + (7)	תקבולי מסים (7)	הזרמה הנובעת מעודף הביקוש (6) = (2) + (5)	הזרמה כנגד גיוס הון נטו לטוח ארוך ³ (5)	הזרמה בסיסית ¹ של הסקטור הציבורי ²				שנת התקציב
				מוזה: ממשלה				
				הזרמה כנגד גיוס הון נטו מהציבור (4)	הזרמה (3)	סך כל ההזרמה הבסיסית (2) = (3) + (4)	סך הכול (1)	
4,053	4,361	592	543	-72	121	49	177	1978/79
4,373	3,652	721	409	-24	336	312	415	1979/80
3,935	3,494	441	537	70	-166	-96	4	1979 אפריל-יוני
4,779	3,865	914	500	242	172	414	514	יולי-ספטמבר
4,191	3,482	709	316	-230	623	393	516	אוקטובר-דצמבר
4,586	3,769	817	281	-174	710	536	626	1980 ינואר-מארס
3,844	3,032	812	524	27	261	288	377	אפריל-יוני
4,499	3,645	854	396	416	43	459	557	יולי-ספטמבר

(1) הזרמה הנובעת מעודף הביקוש של הסקטור הציבורי וכן מפעולות נטו לטוח ארוך בשוק ההון ומשינויים באשראי ספקים לממשלה. לפי הגדרה זו, מכירת אג"ח לציבור איננה ספיגה.

(2) הסקטור הציבורי כולל את הממשלה והסוכנות היהודית.

(3) כולל גם אשראי בנקאי במטבע ישראלי לזמן ארוך מאמצעי הבנקים.

היא נובעת מהקטנת שיעורי המימון של היצוא בסוף 1979; שיעורי המימון הוקטנו פעם נוספת, באוקטובר 1980. יש לציין, כי למרות הצמצום, שחל עד כה בשיעורי המימון, מהווה עדיין האשראי ליצוא — לצד הגירעון בתקציב המדינה — גורם מרכזי בהורמות, על כל השלכותיהן הכלכליות. במחצית השנה האחרונה הצטמצמה הספיגה במסגרת מאזן התשלומים. על סמך אומדנים ראשונים נראה, כי צמצום הספיגה מבטא בעיקר צמצום הגירעון האזרחי, למעט דלק (רכישת דלק מלווה במימון מתאים) והקטנת תנועות הון לטווח קצר נטו לחוץ-לארץ (לוח 3), על רקע של עלייה בשערי הריבית המקומיים וירידה בשערי הריבית בחוץ לארץ, לעומת הרביע הראשון של 1980.

ש ע ר י ה ר י ב י ת ו ה א ש ר א י ה ב נ ק א י ⁵

בתחילת 1979 החל בנק ישראל במדיניות ריסון גידולו של האשראי הבנקאי לשוק המקומי, בקבעו תקרות לאשראי זה. התקרות הגבילו את גידולו הנומינלי של האשראי החופשי לשוק

לוח 3

אומדן מאזן התשלומים¹ של הסקטור הפרטי, 1978 עד ספטמבר 1980

(מיליוני דולרים)

רכישות מטבע חוץ מבנק ישראל (5)	יבוא הון לטווח קצר (אומדן נגזר), למעט דלק (4) = (3) + (5)	אומדן הגירעון הבסיסי במאזן התשלומים (3) = (1) - (2)	יבוא הון לזמן ארוך והעברות חד-צדדיות ויבוא הון לטווח קצר למימון דלק ² (2)	הגירעון בחשבון השוטף (1)	
-343	562	219	1,114	1,333	1978 סך הכול
913	-296	617	1,752	2,369	1979 סך הכול
-8	201	193	410	603	רביע I
145	10	153	301	456	רביע II
283	6	289	493	782	רביע III
493	-513	-20	548	528	רביע IV
362	-321	41	486	527	1980 רביע I ³
161	-60	101	369	470	רביע II ³
219	66	285	440	725	רביע III

ה מקור: לוח 3 בנספח.

- (1) קיימים קשיים סטטיסטיים רבים בהפרדה בין מאזן התשלומים של הסקטור הפרטי לבין מאזן התשלומים של הממשלה, מצד אחד, וזיהוי רכישות מט"ח מבנק ישראל של הסקטור הפרטי, מצד אחר. מכאן, שיש לראות את הנתונים בלוח זה כמצביעים על מגמות בלבד.
- (2) כולל אשראי בנקאי ואשראי ספקים למימון רכישת דלק. היקף האשראי לרכישת דלק נקבע על פי החלטות במישור שונה מאשר תנועות הון לטווח קצר של הסקטור הפרטי, ומכאן שיש לכלול אותו כחלק מהמימון הבסיסי של מאזן התשלומים, למרות שהוא אשראי לטווח קצר.
- (3) אומדנים ראשוניים, הבנויים על נתונים למאון המסחרי עד אוגוסט, והערכות לרכיבים אחרים של מאזן התשלומים.

5 למעט אשראי למימון יבוא דלק ולמימון יצוא יהלומים, שכן נראה, שבעיקרם אין הם מממנים פעילות מקומית.

המקומי לכ-3 אחוזים לחדש, והיוו גורם מרכזי להעלאת הריבית על האשראי החופשי במטבע ישראלי; עלות קווי אשראי במטבע ישראלי (חח"ד) היתה גבוהה משיעור עליית המחירים במרבית חודשי 1980, והיא הגיעה לרמה ריאלית גבוהה מאוד. עם זאת יש לציין, כי ריבית זו חלה על נפח אשראי הולך ומצטמק, במונחים ריאליים; לאור הריבית הנמוכה, הנהוגה בקרנות האשראי המוכוון, היתה עדיין הריבית הממוצעת על האשראי הבנקאי לציבור שלילית.

על האשראי הבנקאי במטבע חוץ שילם הלוחה שיעור ריבית ריאלית חיובי (בהתעלם משיקולי מס), מאז אפריל 1979, עת נקבעה חובת תשלום ריבית לבנק ישראל של 12 אחוזים מאשראי זה.

התקררות שקבע בנק ישראל הביאו, כאמור, לירידה ריאלית באשראי הבנקאי לשוק המקומי, בכ-9 אחוזים לעומת מארס 1980.

לוח 4

עלות האשראי הבנקאי החופשי, 1978 עד הרביע השני של 1980

(אחוזים, מונחים שנתיים)

	עלות גומינלית בניכוי עליית המחירים הצפויה ²			עלות גומינלית			
	ריבית על אשראי חופשי במט"ח ³	עלות חריגות על אשראי חח"ד	עלות אפקטיבית ממוצעת על אשראי חח"ד	ריבית על אשראי חופשי במט"ח במונחי דולרים	עלות חריגות על אשראי חח"ד	עלות אפקטיבית ממוצעת על אשראי בחח"ד ¹	
1978							
	46	-4	12	10	64	49	רביע I
	48	-4	11	11	64	49	רביע II
	41	0	16	11	64	49	רביע III
	51	-12	9	14	64	52	רביע IV
1979							
	68	-19	18	14	99	63	רביע I
	80	13	12	25	102	69	רביע II
	99	19	15	26	129	92	רביע III
	129	6	20	29	175	132	רביע IV
1980							
	142	12	39	31	236	171	רביע I
	133	7	36	26	216	159	רביע II
	122	10	54	24	241	181	רביע III ⁴

- נתוני הפיקוח על הבנקים: כולל את הריבית התעריפית, דמי הקצאת קו אשראי, העלות ללווה בגין ימי ערך וריבית על חריגות מתקרת האשראי, בהתאם לשכיחות התריגות בפועל.
- עלאת מדד המחירים לצרכן הממוצעת ברביע "הנוכחי" וברביע הקודם. היות שעליית מחירים ממוצעת זו אינה משקפת בהכרח את הציפיות האינפלציוניות, יש לראות בריבית המובאת כאן אינדיקציה בלבד לריבית הריאלית.
- הריבית על האשראי החופשי במט"ח במונחי דולרים, בתוספת העלייה הממוצעת בשער החליפין ברביע "הנוכחי" וברביע הקודם, ובניכוי מדד המחירים (ראה הערה 2).
- אומדנים.

האשראי המוכוון ליצוא גדל בקצב דומה לעליית המחירים, תוך כדי ירידה ריאלית ניכרת באשראי המוכוון במטבע חוץ, ועלייה גדולה באשראי בקרנות במטבע מקומי, שלהן ניתן רוב הסבסוד. הזמינות האוטומטית של האשראי ליצוא מביאה לעלייה מתמדת במשקלו של אשראי זה, וכך גותר מרחב פעולה מצומצם למדיניות המוניטרית של בנק ישראל.

הירידה באשראי לשוק המקומי בחודשים האחרונים, התרחשה במטבע ישראלי ובמטבע חוץ כאחד. קצב פירעון האשראי במטבע חוץ הואט בחודשים האחרונים, וייתכן שהאטה זו נובעת מעלייה בשערי הריבית המקומיים וירידה בשערי הריבית בחוץ לארץ, לעומת הרביע הראשון של 1980.

בשל הירידה הריאלית הניכרת של האשראי לשוק המקומי והתייצבות הרמה הריאלית של האשראי המוכוון ליצוא, גדל סך האשראי הבנקאי לציבור ב-45 אחוזים, וזוהי ירידה ריאלית של 6 אחוזים.

הנכסים הכספיים

במחצית השנה האחרונה נמשכה היציבות, שהחלה בראשית 1980 (במונחים ריאליים) בנכסים הכספיים הגזילים בידי הציבור, לאחר שהם ירדו ריאלית בסוף 1979. הפסקת הירידה הריאלית בנכסים מבטאת, בין היתר, העדפת החזקת נזילות לעומת הפנייתם לשוק המוצרים, ובכלל זה — למלאי יבוא. הנכסים הכספיים גדלו נומינלית בכ-7 אחוזים לחודש בשנת 1980,

לוח 5

התפתחות האשראי הבנקאי לציבור, 1978 עד ספטמבר 1980

(העלייה או הירידה (—), במונחים רבעוניים, לעומת סוף התקופה הקודמת, אחוזים)

1980		1979		1978			
רביע רביעי 1980	רביע 1980	רביע 1979	סך הכול	מחצית 1979	סך הכול	1978	
18	22	29	23	7	14	10	1. אשראי חופשי במטבע ישראלי
							2. אשראי חופשי במטבע חוץ,
21	18	—5	11	19	23	21	18 למעט דלק
							3. סך כל האשראי החופשי לשוק
							המקומי, למעט דלק
20	20	9	16	13	19	16	15 (3) = (1) + (2)
							4. אשראי מוכוון ליצוא, למעט
20	28	18	22	26	23	24	15 יהלומים
							5. סך כל האשראי הבנקאי, למעט
20	24	13	19	17	22	19	15 דלק ויהלומים, (4) = (3) + (5)
25	24	31	26	27	17	22	19 6. אשראי ליהלומים
42	33	80	50	56	49	52	.. 7. אשראי לדלק
							8. סך כל האשראי הבנקאי לציבור
24	25	23	24	21	22	22	.. (8) = (5) + (6) + (7)
							9. שיעור השינוי במדד המחירים
20	26	18	22	26	16	21	10 לצרכן

לעומת 5.5 אחוזים לחודש בשנת 1979, והדבר נובע הן משיערוך איגרות חוב ופיקדונות מטבע חוץ, והן מצבירת גכסים. צבירת הנכסים התבטאה, בין היתר, בגידול הנפקתן של איגרות החוב, לכ־180 מיליון שקלים בממוצע לחודש (במחירי יולי 1980), לעומת פדיון נטו של כ־50 מיליון שקלים לחודש בשנה הקודמת.

ההנפקות של מניות גדלו, והגיעו להיקף חודשי ממוצע של כ־180 מיליון שקלים (במחירי יולי 1980). לעומת היקף חודשי של כ־40 מיליון שקלים בשנה הקודמת. יש לציין, שבתקופה זו, עד תחילת אוגוסט, עלו ריאלית שערי איגרות חוב והמניות גם יחד; מאז ועד אמצע אוקטובר ירדו שערים אלה, והיקף ההנפקות צומצם.

על רקע העלייה בסך הנכסים הכספיים הנזילים, והתייצבות קצב האינפלציה, נפסקה במחצית השנה האחרונה הירידה הריאלית בנכסים הכספיים הבלתי צמודים במטבע מקומי. יתרת איגרות החוב הסחירות שבידי הציבור עלתה ריאלית בערכה בתקופה זו, בעיקר עם תחילת הנפקתן של איגרות החוב הצמודות ב־100 אחוזים למדד המחירים, שנועדו לתת תשואה נטו דומה לזו שבאיגרות החוב הקודמות, אך בצורה מובנת ונוחה יותר לציבור המשקיעים הרגיל. העלייה בהחזקת איגרות החוב התבטאה הן ברכישה ישירה מוגברת והן ברכישה באמצעות קרנות נאמנות מסוג חדש, שהפעילו הבנקים בתקופה הנדונה; קרנות אלה איפשרו לציבור להחזיק נכס כספי צמוד ונזיל, ללא עמלת קנייה ומכירה. בתחילה ספגו קרנות אלו כ־2 מיליארד שקלים, אך לאחר השבועות הראשונים להפעלתן התברר, כי התשואה למשקיע לא היתה גבוהה בהן במיוחד, וההתעניינות בהן פחתה. שוק הצמודים ספג חלק מן ההורמה למשק בחודשים יולי ואוגוסט, והסיט אותה משוק מטבע החוץ ומשוק המוצרים — אך יצויין עם זאת, שבאותה תקופה הצטמצמה הצבירה בפיקדונות במטבע חוץ ובתכניות החיסכון. במלים אחרות: חלק מהעלייה בהחזקת איגרות חוב ביטאה

לוח 6

תיק הנכסים הכספיים הנזילים שבידי הציבור, 1978 עד ספטמבר 1980

(העלייה או הירידה (—), לעומת סוף התקופה הקודמת, במונחים רבעוניים, אחוזים)

	1980			1979		1978	
	רביע II	רביע I ²	סך הכול	מחצית II	מחצית I	סך הכול	
אמצעי תשלום	11	25	20	10	3	7	10
פיקדונות לזמן קצוב במטבע ישראלי ותפ"ס	43	26	29	—1	17	7	4
סך כל הנכסים הבלתי צמודים	17	25	22	8	6	7	9
פת"ם ¹	32	23	23	29	17	23	24
אג"ח צמודות ¹	28	18	24	21	18	19	8
סך הכול	27	21	23	21	14	17	13
השינוי במדד המחירים לצרכן	26	18	22	26	16	21	10

(1) בידי הציבור ובקרנות נאמנות, וכן איגרות חוב סחירות שבידי הבנקים. איגרות חוב צמודות מוערכות בערכי שוק, לפי המדד של סוף החודש.

(2) לפי 26 במארס.

(3) נתונים ארעיים לפי 1 באוקטובר.

תחלופה של נכסים כספיים אחרים. יש להדגיש, כי עד אמצע אוקטובר ירד שוב חלקן של איגרות החוב הצמודות בתיק, והיקפן דומה עתה להיקף שלפני שינוי התנאים.

ההתפתחויות הכלכליות בתקופה הנסקרת *

מגמת הצמצום בפעילות הכלכלית, שאיפיינה את תחילת 1980, נבלמה ברביע השני של השנה, ובתחומים מספר הסתמנה אף התאוששות קלה. בשוק העבודה התרחבה התעסוקה בסקטור העסקי, לאחר צמצומה בתחילת השנה. רמת האבטלה היתה גבוהה, יחסית לאשתקד, אך חלה ירידה קלה בשיעור האבטלה. אינדיקטורים חלקיים מצביעים על חידוש הגידול בשיעור האבטלה בחודשים יולי ואוגוסט.

הגירעון המסחרי עלה ברביע השלישי, כתוצאה מעלייה ביבוא, למעט יהלומים ודלק, וירידה ביצוא. התפתחות זו במאזן המסחרי נובעת הן מהפסקת התאמת המלאים והתייצבות הפעילות הכלכלית, והן מהמתנות הביקושים בשוקי היצוא.

הגורם העיקרי לצמצום הפעילות בתחילת השנה היה הקטנת הביקושים המקומיים, ובעיקר הצריכה הפרטית והביקוש למלאי; עם זאת, התרחב אז היצוא, בפרט היצוא התעשייתי. כמה סיבות גרמו לצמצום בביקושים המקומיים: הירידה בשכר הריאלי, ההתכווצות המוניטרית, תוך כדי עלייה ניכרת בריבית הריאלית, וציפיות למיתון, ששררו אז. ברביע השני חלה התייצבות בביקושים המקומיים; הצריכה הפרטית עלתה במדת מה, אך רמתה במחצית הראשונה של השנה היתה נמוכה לעומת המחצית השנייה של 1979; כן נבלמה, כנראה, הירידה במלאי. התפתחות זו נבעה מסיום תהליך ההתאמה לרמת הריבית הריאלית החדשה, מהפסקת הירידה בשכר הריאלי ומהחלשת הציפיות למיתון.

ב-1980 נפסקה ההאצה באינפלציה, שאיפיינה את שנת 1979, אך ניכרות תנודות חדות בקצב החודשי של עליית המחירים. התנודתיות נובעת במדה רבה מן העיתוי של התאמת המחירים המבוקרים בידי הממשלה, קצב האינפלציה החודשי הממוצע בינואר עד ספטמבר 1980 הואט מעט לעומת הרביע האחרון של 1979 — מכ-8.5 אחוזים לכ-7 אחוזים, על רקע הריסון בפעילות הכלכלית במחצית הראשונה של 1980 והירידה בשכר הריאלי 1979. נראה אפוא, שריסון פעילות בלבד, שאינו מלווה במדיניות הכנסות ומחירים הולמת, אין בו כדי להביא להאטה מהירה ומשמעותית בקצב האינפלציה.

התאוששות הפעילות הכלכלית ברביע השני של השנה איפיינה בעיקר את הייצור התעשייתי, שגדל בכ-5 אחוזים, לאחר שירד בכ-10 אחוזים ברביע הראשון; כן הואטה הירידה בתשומת עבודה בתעשייה. בפעילות ענף הבנייה למגורים חלו תנודות קלות יותר, ולמעשה ניכרת במחצית הראשונה של השנה עלייה בסך הפעילות בענף — תוך מגמות מנוגדות בין הבנייה הפרטית לציבורית: הבנייה הפרטית הצטמצמה, במדת מה, ברביע השני, ואילו בבנייה הציבורית חלה עלייה, הקשורה לגידול הרב בהיקף ההתחלות בסקטור זה במחצית השנייה של שנת התקציב 1979/80. היקף ההתחלות בסקטור הפרטי התרחב זמנית ברביע השני, לאחר ירידה מתמדת בתשעת החודשים הקודמים; בבנייה הציבורית פסקו כמעט לגמרי התחלות הבנייה החדשות, לאחר התנופה הגדולה במחצית השנייה של שנת התקציב 1979/80.

6 לדיון מפורט בהתפתחויות אלה — ראה "ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים" מס' 30, אוקטובר 1980.

יערי המשק והמלצות למדיניות כלכלית

על רקע הרעה ניכרת במצב המשק ב-1979, בשל עודף הולך וגדל של היבוא⁷ על היצוא, ותהליך של האצה בשיעור האינפלציה, ננקטו השנה כמה צעדי מדיניות:

- 1) רוסן האשראי לשוק המקומי, צעד שהביא לעלייה ניכרת בריבית הריאלית על אשראי זה.
- 2) נעשה מאמץ להקטין את הוצאות הממשלה ואת הגירעון בתקציב לשנת 1980/81, שהתבטא בתשלומים ריאליים נמוכים יותר מצד הממשלה במחצית הראשונה של שנת התקציב לעומת שנת התקציב הקודמת (ראה לוח 2).

3) השכר הריאלי ירד בסוף שנת 1979, לאחר שעלה במחציתה הראשונה; במחצית הראשונה של שנת 1980 התייצב השכר הריאלי ברמה דומה לזו של 1978, בהתאם למתחייב מהירידה בהכנסה הריאלית של המשק, כתוצאה מעליית מחירי הדלק וההרעה בתנאי הסחר.

צירוף גורמים אלה הביא להאטה משמעותית בביקושים המקומיים — צריכה פרטית והשקעות — לירידה ניכרת במלאים, לצמצום בפעילות המקומית ולגידול באבטלה; ובלמה האצה האינפלציה, אך על אף ההאטה בפעילות הכלכלית והגידול באבטלה, היה שיעור האינפלציה גבוה ביותר; העלייה בעודף היבוא נפסקה — למעט יבוא ביטחוני ישיר — למרות שעליית מחירי היבוא והיצוא (ובעיקר דלק) גרמה להוצאה שנתית נוספת, המסתכמת בכמיליארד דולר. מדיניות מוניטרית מרסנת יותר היתה מביאה להאטה מסוימת באינפלציה, אך במחיר כבד יותר בתחומי הצמיחה והתעסוקה; הסיבה לכך נעוצה, כנראה, באי גמישות של הסכמי השכר הנומינליים ובגורמים אחרים, הקשורים בצפייות אינפלציוניות. במלים אחרות: כדי להבטיח האטה ניכרת באינפלציה, תוך פגיעה קטנה ככל האפשר בצמיחה הכלכלית ובתעסוקה, רצוי ללוות את הריסון הפיסקלי-מוניטרי במדיניות הכנסות ומחירים, אשר איננה מהווה תחליף למדיניות מוניטרית ופיסקלית מרסנת, אלא משלימה אותה.

על רקע ההאטה בפעילות המשקית, הציע בנק ישראל הסדר מוסכם של התאמת התקציב, האשראי, העלויות ומנגנוני הפיצוי, ובתוכם השכר, לקצב התייקרויות גמוך יותר. הסדר כזה לא הושג, אמנם, אולם הגיונו תקף עדיין, ויש להמשיך ולחתור להנהגת מדיניות מתאימה בכל התחומים.

מדיניות תקציבית: אינדיקטורים שונים מצביעים על כך, שבמחצית הראשונה של שנת התקציב הקטינה הממשלה את תשלומיה (ראה לוח 2 לעיל), אולם ניתוח התקציב המעודכן לכל השנה מראה, כי הוא מאפשר גידול ריאלי משמעותי בהוצאות הממשלה במחצית השנייה. הגדלת ההוצאות תגרום להרעה במאזן התשלומים ולהאצה מחודשת של האינפלציה; ולפיכך חיוני לדאוג לכך, שרמת הוצאות הממשלה לא תחרוג מזו של המחצית הראשונה של שנת התקציב הנוכחית. כאמור, יש ללוות צעדים אלה במדיניות מחירים והכנסות מתאימה.

מדיניות שכר: הסכמי השכר, שנחתמו בתחילת השנה, נועדו למנוע לחצים מצד השכר להגברת האינפלציה, נוכח העלייה הגדולה במחירי הדלק, שהקטינה את ההכנסה הריאלית של המשק, והגידול האיטי בפריזון הייצור. הניסיונות לפתוח את הסכמי השכר, ולדרוש עליות שכר מעבר למה שהמשק יכול לשלם, יתרמו להחשת האינפלציה, לגידול נוסף באבטלה ולהרעה בכושר ההתחרות של היצוא. מכאן, שיש לשמור בקפדנות על הסכמי השכר הקיימים, עד תום תקופת ההסכם.

7 למעט יבוא ביטחוני ישיר, המלווה במימון מתאים.

המדיניות המוניטרית: המדיניות המוניטרית ב-1980 פעלה לריסון הגידול בסך האשראי הבנקאי לציבור; עיקר הלחץ הופעל על האשראי החופשי לשוק המקומי, בעוד שגמשכה — בתיקונים קלים בלבד — הבטחת הזמינות האוטומטית של האשראי המוכוון ליצוא. כתוצאה מכך גדל האשראי החופשי לשוק המקומי ב-3 אחוזים לחדש, בעוד שהאשראי המוכוון התרחב בכ-7 אחוזים לחדש, בדומה לשיעור האינפלציה, וסך כל האשראי הבנקאי עלה בכ-5 אחוזים לחדש.

מדיניות בלתי מאוזנת זו — דהיינו גידול מהיר של האשראי ליצוא, וכיוון ריאלי ניכר של האשראי לשוק המקומי — הביאה לעליית משקלו של האשראי המוכוון לכ-60 אחוזים מסך האשראי הבנקאי לציבור⁸. המשכה של מדיניות זו יביא להצטמקות ריאלית של האשראי החופשי לשוק המקומי, ובכלל זה לתחליפי יבוא, תוך יצירת קשיים הולכים וגוברים במימון השווקים. לשון אחר: המשך מדיניות ריסון האשראי עלול אף לחייב צמצום רב יותר של האשראי לשוק המקומי, כל עוד לא ירוסן האשראי ליצוא. כדי לאפשר המשך מדיניות ריסון האשראי, ולמנוע הצטמקות הולכת וגוברת של הבסיס, שעליו פועלת המדיניות המוניטרית, ופגיעה חמורה בפעילות לשוק המקומי — יש לחתור לגידול אטי יותר של האשראי המוכוון ליצוא, תוך כדי צמצום הסובסידיה הגלומה בו, אשר גדלה, בשנתיים האחרונות, כתוצאה מהחשת קצב האינפלציה בארץ ובעולם.

ואלו ההמלצות:

- א. הקפדה על שמירת הסכמי השכר הנוכחיים, כדי למנוע האצה באינפלציה והרחבה נוספת של האבטלה.
- ב. במסגרת ביצוע תקציב המדינה בחודשים שנותרו, יש לשמור על רמת ההוצאות הריאליות של המחצית הראשונה של שנת התקציב, באמצעות דחיית ביצוע פעולות ותשלומים.
- ג. המשך מדיניות ריסון האשראי הכולל למשק, בדרך של הגבלת גידול האשראי לשוק המקומי וצמצום האשראי המוכוון ליצוא, על הסובסדיה הגלומה בו.
- ד. לקראת שנת 1981, יש לגבש מדיניות להאטת קצב האינפלציה. במרכזה של מדיניות זו יש להפעיל הסדר כולל, או מערכת של הסדרים, בתחומי התקציב, האשראי, השכר המחירים, אשר ישתתפו על קצב התייקרות הגמוך במדה משמעותית מזה הנוכחי.

לוח נ"א

התפתחות אמצעי התשלום, דצמבר 1977 עד ספטמבר 1980

העלייה או הירידה (—) באמצעי התשלום לעומת התקופה הקודמת		יתרות לסוף התקופה				מוזמנים (1)		
		בניכוי עונתיות	נתונים מקוריים					
			סך הכול (4)	סך הכול (1) + (2) = (3)	פיקדונות עו"ש (2)			
בניכוי עונתיות (6)	נתונים מקוריים (5)							
	(אחוזים)		(מיליוני שקלים)					
44.8	45.0	2,654	2,715	1,837	878	דצמבר	1978	
3.5	—0.7	2,747	2,697	1,782	915	ינואר	1979	
—1.2	—2.0	2,713	2,643	1,711	932	פברואר		
—0.3	3.8	2,704	2,742	1,786	956	מארס		
4.7	3.0	2,830	2,825	1,793	1,032	אפריל		
1.8	3.4	2,881	2,922	1,884	1,038	מאי		
—0.2	—0.5	2,875	2,906	1,823	1,083	יוני		
3.8	1.8	2,985	2,958	1,877	1,082	יולי		
4.0	6.0	3,105	3,136	1,963	1,173	אוגוסט		
1.0	1.0	3,135	3,166	1,967	1,199	ספטמבר		
6.4	3.4	3,336	3,272	2,042	1,230	אוקטובר		
1.8	2.2	3,397	3,343	2,146	1,197	נובמבר		
1.9	6.0	3,460	3,543	2,338	1,205	דצמבר		
4.1	—0.2	3,602	3,537	2,304	1,232	ינואר	1980	
6.4	5.5	3,831	3,731	2,411	1,320	פברואר		
13.0	18.7	4,329	4,428	2,934	1,494	מארס		
—0.5	—3.0	4,309	4,296	2,828	1,468	אפריל		
4.2	6.1	4,490	4,557	2,990	1,567	מאי		
8.3	7.7	4,861	4,910	3,288	1,622	יוני		
11.3	9.1	5,408	5,359	3,609	1,750	יולי		
—0.8	1.1	5,366	5,420	3,578	1,842	אוגוסט		
14.1	13.9	6,132	6,172	4,184	1,988	ספטמבר ¹		

(1) נתונים ארעיים לפי 1 באוקטובר.

לוח נ' 2

הנכסים הכספיים שבידי הציבור, 1976 עד ספטמבר 1980
(יתרות בסוף התקופה, מיליארדי שקלים)

	1980			1979	1978	1977	1976
	ספטמבר ¹	יוני	מארס				
א. הנכסים הנזילים							
אמצעי תשלום	6.17	4.91	4.43	3.54	2.72	1.87	1.35
פז"ק ותפ"ס	1.68	1.41	0.99	0.79	0.59	0.52	0.41
פת"מ צו"ש וז"ק	17.18	14.90	11.28	9.20	4.00	1.71	0.03
אג"ח בידי הציבור	16.00	12.59	9.86	8.37	4.15	3.06	2.40
סך כל הנכסים הנזילים	41.03	33.81	26.56	21.90	11.46	7.16	4.19
ב. נכסים פיננסיים לזמן בינוני							
מניות	..	15.54	10.75	7.68	4.43	2.60	1.03
פיקדונות פיצויים	16.14	13.83	10.48	9.96	5.01	3.26	1.52
תכניות חיסכון	27.00	23.38	18.03	14.49	6.37	3.68	2.01
פיקדונות צמודים לזמן ארוך	2.00	1.67	1.19	0.91	0.23	0.07	0.01
סך כל הנכסים לזמן בינוני	..	54.42	40.45	33.04	16.04	9.61	4.57
ג. סך כל הנכסים הכספיים	..	88.23	67.01	54.94	27.50	16.77	8.76

(1) נתונים ארעיים לפי 1 באוקטובר.

האשראי הבנקאי לציבור, דצמבר 1977 עד ספטמבר 1980

(יתרות בסוף התקופה, במיליוני שקלים)

סך כל האשראי לציבור למעט יהלומים דלק (4)+(9) =(11)	סך כל האשראי לציבור למעט יהלומים דלק (2)+(1) +(8)=(10)	אשראי למימון פעילות מקומית					אשראי למימון היצוא				
		סך הכול למעט דלק (5)+(6) +(7)=(9)	סך הכול למעט דלק (8)	אשראי חופשי במטבע חוץ (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)	
4,481	3,718	2,593	2,593	1,020	1,279	294	1,889	763	667	459	1977
7,969	6,133	4,495	4,172	2,297	1,992	206	3,473	1,507	1,233	733	1978
17,152	12,090	9,125	7,379	5,962	2,957	206	8,026	3,316	3,280	1,430	1979
											1980
17,944	12,262	9,404	7,254	6,297	2,839	268	8,341	3,532	3,558	1,451	ינואר
19,272	12,751	9,974	7,322	6,723	2,984	267	9,299	3,868	3,989	1,441	פברואר
21,159	13,678	11,251	8,114	7,159	3,813	279	9,908	4,344	4,215	1,349	מארס
21,963	14,308	11,171	8,080	7,357	3,530	284	10,792	4,564	4,367	1,861	אפריל
23,910	15,213	12,527	8,655	8,315	3,917	295	11,383	4,825	4,551	2,007	מאי
26,376	16,856	13,866	9,711	8,018	4,652	296	12,510	5,365	4,985	2,160	יוני
27,989	17,846	14,626	10,134	9,707	4,617	302	13,363	5,651	5,051	2,661	יולי
29,690	18,386	15,928	10,356	11,209	4,387	332	14,113	6,083	5,199	2,831	אוגוסט ¹
32,730	20,133	17,494	11,591	11,671	5,491	332	15,236	6,694	5,483	3,059	ספטמבר ^{1,2}

(1) נתונים ארעיים לפי 1 באוקטובר.

לוח נ' 4

המקורות לשינויים בבסיס הנכסים הכספיים הנזילים, עד ספטמבר 1980

(מיליוני שקלים)

סך כל בסיס הנכסים הכספיים (8) + (9) + (10) = (12)	צבירת איגרות חוב בידי הציבור		צבירת או משיכת (-) פת"מ עו"ש וז"ק (9)	בסיס הכסף הצר (8)	סך כל בסיס הנכסים הכספיים (1) + (3) + (6) = (7)	העברות או משיכות (-) מט"ח ע"י הסקטור הפרטי (6)	הזרמת בנק ישראל וגורמים אחרים		הזרמה בסיסית של הסקטור הציבורי		סך הכול (1)	1979 סך הכול
	מזה: פעולות ממשלתית (2)	סך הכול (3)					מזה: פעילות ממשלתית (2)	סך הכול (1)				
1,289	218	-102	1,093	298	1,289	-2,753	755	1,845	2,600	981	1,595	1979 סך הכול
924	-7	-158	565	517	924	-267	306	421	727	400	465	1980 ינואר
-128	-31	-136	123	-115	-128	-852	-162	344	182	481	542	פברואר
352	-14	-27	61	318	352	-282	-16	297	281	280	352	מארס
408	-53	-59	308	159	408	-276	205	503	708	-90	-24	אפריל
270	-19	208	197	-135	270	-285	104	-16	88	389	467	מאי
681	-12	-43	263	375	681	-159	-165	357	192	546	648	יוני
650	-10	564	-211	297	650	-390	301	227	528	425	512	יולי ²
565	-6	782	-226	9	565	-122	98	202	300	274	386	אוגוסט ²
418	-5	-24	-151	593	418	-733	-204	440	236	795	915	ספטמבר ²

(1) נתונים ארעיים לפי 1 באוקטובר.