

דין וחשבון הנגיד על עליית אמצעי התשלום בתקופה שבין 30 ביוני 1975 ל-30 ביוני 1976

לכבוד
הממשלה
וועדת הכספים של הכנסת,
ירושלים

ירושלים, י"ב באלול תשל"ו
7 בספטמבר 1976

הריני מתכבד להגיש בזה דין-וחשבון על עליית אמצעי התשלום, בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק ישראל, תשי"ד—1974, לאחר שבשנים-עשר החודשים, אשר הסתיימו ביוני 1976, עלו אמצעי-התשלום ב-1,610 מיליון ל"י, שהן 16.0 אחוזים. במחצית הראשונה של 1976 היה שיעור הגידול 10 אחוזים, בערך, לעומת, כ-6.0 אחוזים בחלקה הראשון של התקופה, שעליה נסב דין-וחשבון זה.

עליית אמצעי התשלום בשיעור של 16.0 אחוזים, בתקופה, שבה הסתכמה עליית המחירים ב-30 אחוזים, בקירוב, היא, לכאורה, התפתחות המשקפת ריסון מוניטרי ניכר. אולם חובתי להצביע על ההתפתחויות המוניטריות המדאיגות, העומדות ברקעה של ההרחבה המתונה יחסית באמצעי התשלום. הזרמת הנזילות, שנבעה מפעולות הסקטור הציבורי, הסתכמה בסכום עצום של כ-6.3 מיליארד ל"י. בהזרמה זו היה טמון פוטנציאל של הרחבה מוניטרית רבת-ממדים, אשר נמנעה על ידי ספיגת נזילות באמצעות מכירת מטבע-חוץ לסקטור הפרטי. לספיגה זו יש, כמובן, השפעה שלילית על מצב מאזן התשלומים והרזרבות של המשק.

בתקופה הנסקרת בדין-וחשבון זה נרשמה ירידה ניכרת בגירעון המסחרי של המשק הישראלי. התפתחות חיובית זו היתה בחלקה תוצאת צעדי המדיניות הכלכלית שנקטה הממשלה, ובחלקה היא תוצאת גורמים חיצוניים למשק הישראלי — דוגמת התאוששות הסחר העולמי ושיפור תנאי-הסחר של ישראל. יש הכרח להמשיך בפעולות לצמצום הגירעון במאזן התשלומים, ולחתור עם זאת להאטת קצב האינפלציה ולחידוש תהליך הצמיחה של המשק, תוך הכוונתו המירבית להרחבת היצוא.

המלצותי לצעדי המדיניות, שמן הראוי לנקוט כדי לקדם את המטרות האמורות, מפורטות בגוף הדין-וחשבון המצורף. ברצוני להדגיש כאן רכיב חיוני אחד, שיש לו קשר הדוק לניהול המדיניות המוניטרית: יש לרסן את הגידול בהוצאות הסקטור הציבורי, על מנת למנוע את הצורך בהזרמת נזילות נוספת למשק ממקור זה. היקף ההזרמה החזויה במסגרת התקציב שאושר הוא גדול ומדאיג, כשלעצמו, ולכן יש משנה חשיבות לכך, שלא תהיה חריגה ממנו. יתר-על-כן, חשוב לנקוט צעדים, שיאפשרו חיזוק יעילותה של המדיניות המוניטרית, על מנת שספיגת עודפי הנזילות המוזרמים למשק לא תהיה תלויה בגורמים, שאין למדיניות הכלכלית שליטה בהם.

בכבוד רב,
(—)
משה זנבר
נגיד בנק ישראל

א. התפתחות אמצעי התשלום והנכסים הכספיים האחרים שבידי הציבור

במהלך השנה, שנסתיימה בסוף יוני 1976, גדלו אמצעי התשלום (המוזמנים שבידי הציבור ופיקדונות עובר ושב) ב-16 אחוזים, והסתכמו ב-11,664 מיליון ל"י. משקל המוזמנים שבידי הציבור בסך אמצעי התשלום היה בסוף התקופה — ככתחילתה: 37 אחוזים. כבעבר, חלו גם במשך התקופה הנסקרת תנודות חריפות בקצבי הגידול החדשיים של אמצעי התשלום ובחודשים מספר הם אף ירדו (ראה לוח 1). עם זאת, עליית אמצעי התשלום במחצית הראשונה של 1976 היתה מהירה יותר (כ-10 אחוזים) מזו שבמחצית השנייה של 1975 (כ-6 אחוזים).

שיעור הגידול באמצעי התשלום על פני כל התקופה הנסקרת היה נמוך בהרבה מקצב עליית המחירים (המחירים עלו ב-30 אחוזים), והיתרות הריאליות שבידי הציבור המשיכו לרדת, בהמשך למגמת השנים האחרונות. תמונה דומה מתקבלת מן ההשוואה במונחים של ממוצעים שנתיים¹, אם כי הפער בין עליית אמצעי התשלום לבין עליית המחירים בהשוואה זו הוא קטן יותר (גידול של 22 אחוזים באמצעי התשלום לעומת 30 אחוזים ברמת המחירים).

הנכסים הכספיים האחרים, המוחזקים בידי הציבור במערכת הבנקאות — כולל מילווה קצר מועד (ראה לוח 2) — גדלו במהלך התקופה בשיעור ניכר, 41 אחוזים, והסתכמו ב-37 מיליארד ל"י בקירוב. בהתפתחות הרכיבים השונים שבנכסים אלה בולטים, מצד אחד, המשך הקיפאון — ואף הירידה הקלה — ברכיבים הבלתי צמודים (פיקדונות לזמן קצוב ומילווה קצר מועד), ומצד שני, המשך הגידול המהיר בשאר הרכיבים, הצמודים למדד המחירים לצרכן או לשער החליפין. הקיפאון בהתפתחותם של הנכסים הבלתי צמודים הוא תולדה של המשך עליית המחירים בקצב מהיר, ושל הקשיחות היחסית בתשואה המוצעת למפקידים. עליית הריבית על נכסים אלה בשלוש השנים האחרונות היתה רחוקה מאד מממדי ההאצה בקצב עליית המחירים. יתרת הפיקדונות לזמן קצוב הסתכמה בסוף יוני 1976 בכ-3.7 מיליארד ל"י והיתה נמוכה בכמאה מיליון ל"י מרמתם בסוף 1972, ויתרת המילווה קצר המועד שבידי הציבור הסתכמה בכ-140 מיליון ל"י, לעומת יותר מ-700 מיליון ל"י בסוף 1972.

לעומת זאת, נמשך בתקופה הנסקרת הגידול המהיר בפיקדונות הציבור במסגרת תכניות החיסכון, שגדלו בכ-55 אחוזים, שהם כ-5.5 מיליארד ל"י. גם בניכוי הפרשי ההצמדה, שנוקפו לפיקדונות במהלך התקופה (כ-2.7 מיליארד ל"י מסכום זה), הגידול הינו מהיר למדי, כ-2.8 מיליארד ל"י. חלק מהגידול בחסכונות בא, כנראה, על-חשבון רכישת איגרות חוב ממשלתיות מצד הציבור, רכישה, שקטנה במידה ניכרת במהלך התקופה. מעבר זה של הציבור, מרכישה ישירה של איגרות חוב ממשלתיות לתכניות חיסכון, פועל להקטנת נזילות תיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור.

פיקדונות הציבור במטבע חוץ גדלו אף הם בקצב מהיר למדי: כ-44 אחוזים, שהם כ-5.3 מיליארד ל"י; אולם רוב הגידול (כ-3.7 מיליארד ל"י) היה קשור בהעלאת ערך הפיקדונות, הנקובים במטבע חוץ, כתוצאה מהפיחותים הזוחלים.

¹ לתקופה יולי 1975 — יוני 1976, לעומת יולי 1974 — יוני 1975.

כפי שיוסבר בפירוט להלן, לא באה ההזרמה רבת המימדים של הסקטור הציבורי לידי ביטוי בגידול מהיר בבסיס הכסף במשק (דהיינו, המזומן בידי הציבור והנכסים הנזילים של הבנקים). במהלך רוב התקופה הנסקרת נספגה הזרמה זו, רובה ככולה, דרך רכישות מוגברות של מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי. רכישות אלה, הקשורות בגירעון המבני במאזן התשלומים הכולל של הסקטור הפרטי², הוגברו במידה רבה באמצעות הגידול הניכר שחל בביקוש הציבור לנכסים במטבע חוץ; את מימוש המזורז של ביקוש זה בתקופה הנסקרת איפשרה ההזרמה רבת ההיקף של הסקטור הציבורי.

לפיכך, למרות ההזרמה הניכרת, היה הגידול בבסיס הכסף ובאמצעי התשלום בתקופה הנסקרת איטי, יחסית (בהשוואה לקצב עליית המחירים), ובנק ישראל לא ראה צורך בנקיטת צעדים להשגת ריסון נוסף בתחום זה. לעומת זאת, התייחס בנק ישראל בדאגה רבה לגידול המהיר באשראי לציבור, בשל הסכנה שהוא יזין את הרכישות של מטבע חוץ מצד הציבור.

הצעדים שנקט בנק ישראל כוונו בעיקרם לריסון הגידול באשראי החופשי, שניזון במידה רבה מגירעונות הנזילות של המערכת הבנקאית. אשראי זה היה נתון ללחצי ביקוש, ולפיכך הביאו הצעדים שננקטו להעלאה במחירו.

במהלך המחצית השנייה של 1975 הלכו גירעונות הנזילות של מערכת הבנקאות וגדלו, אך כדי לבלום את הרחבת האשראי, לא נתן בנק ישראל כל הקלות בשיעורי הנזילות. הסיוע שבנק ישראל הסכים להעניק למערכת הבנקאית, במהלך המחצית הראשונה של 1976, הותנה בקבלת התחייבות מצד הבנקים לרסן את הגידול באשראי החופשי.

בתחום המדיניות המוניטרית נקט בנק ישראל צעדים, שבחלקם נועדו לשפר את הביצוע של המדיניות המוניטרית — אלה ננקטו במהלך המחצית השנייה של 1975, — ובחלקם (במחצית הראשונה של 1976), הם נועדו לסייע לבנקים להקטין את הגירעונות בנזילות. לגירעונות אלה הביאו בעיקר הרכישות המוגברות של מטבע חוץ במחצית השנייה של 1975. נסקור להלן את הצעדים כסדרם:

1. במהלך המחצית הראשונה של 1975 הוטלה חובת נזילות על האשראי החופשי, המוענק בידי מערכת הבנקאות, בשיעור שהועלה בהדרגה ל-5 אחוזים עד יוני 1975.
2. בחודש יולי 1975 הוטלה חובת נזילות בשיעור של 15 אחוזים על פיקדונות צמודים לטווח ארוך (פיקדונות שמעל לחצי מיליון ל"י ולתקופה שמעבר לשנתיים וחצי). כנכסים נזילים לצורך חובת נזילות זו, נחשבים מילואות מדינה צמודים ונסחרים בבורסה.
3. בסוף דצמבר 1975 הורחבה תחולת הוראות הנזילות (על הפיקדונות והאשראי) גם למכר חוזר של ניירות ערך³. יתרת עסקאות אלה ב-31.12.75 תהיה פטורה מחובת נזילות זו רק עד ליום 31.12.76.
4. בתחילת ינואר 1976 הועלתה הריבית על מילווה קצר מועד באחוז עד אחוז ורבע נטו.
5. באמצע ינואר 1976 הורד שיעור הנזילות על פיקדונות עובר ושב ב-2 אחוזים (ל-70 אחוזים), ושיעור הנזילות על פיקדונות קצובים ל-6 חודשים — ב-3 אחוזים (ל-17 אחוזים). צעד זה הקטין את גירעונות הנזילות של הבנקים בכ-250 מיליון ל"י.
6. בתחילת מארס 1976 העניק בנק ישראל לבנקים הלואה מיוחדת, בהיקף של 400 מיליון ל"י, ל-12 שבועות ובריבית של 20 אחוזים. הלואה זו חודשה במאי וכן בספטמבר.

² הגירעון במאזן התשלומים מוגדר כעודף היבוא בחשבון השוטף בניכוי יבוא ההון (נטו) מחוץ-לארץ.
³ "מכר חוזר" פירושו רכישת ניירות ערך בידי הלקוח מהבנק, תוך חתימת הסכם הקובע את המועד והמחיר של הרכישה החוזרת של ניירות הערך בידי הבנק.

- אשראי זה הותנה, כאמור, בריסון חריף של גידול האשראי החופשי מצד הבנקים. ואכן, בין סוף חודש דצמבר 1975 לסוף מאי 1976 עלה האשראי החופשי בקצב מתון למדי (כ-2 אחוזים), והגירעונות בנוזילות של הבנקים ירדו בכ-1,100 מיליון ל"י.
7. בחודש מארס רכש בנק ישראל ממערכת הבנקאות ניירות ערך ממשלתיים צמודים, שאינם סחירים בבורסה, בסך 300 מיליון ל"י.
8. באפריל ובמאי, עם אישור מכסות המימון החדשות, הוקטנה השתתפות הבנקים בקרנות היצוא, למעט יהלומים, מ-15 ל-12.5 אחוזים, וכן שונתה מתכונת המימון של משלוחי היצוא. שינוי זה שחרר לבנקים נכסים נזילים, עם המעבר ממימון ממקורותיהם המשותפים של הבנקים ובנק ישראל למימון באמצעות ניצול קווי האשראי של הבנקים מחוץ לארץ.
9. במהלך התקופה הנסקרת הועלתה ב-2 עד 4 אחוזים הרבית על האשראי במסגרת הקרנות השונות — קרן ייצור ליצוא, קרן יצוא עקיף וקרנות החקלאות; כמו כן הועבר למטבע חוץ חלק מן האשראי, שניתן במסגרת קרן היצוא העקיף (בכלל זה מימון בתי מלון), קרן פרי הדר וכן חלק ממימון היצוא החקלאי האחר.

ג. ההתפתחות הכלכלית במשק בתקופה הנסקרת

יש לבחון את ההתפתחות הכלכלית בתקופה הנסקרת על רקע יעדי המדיניות הכלכלית. כזכור, היו בין יעדיה המוצהרים של המדיניות הכלכלית צמצום היבוא, באמצעות מדיניות מכוונת לקידום היצוא, וריסון הביקושים המקומיים, על-מנת לבלום הן את הגידול ביבוא והן את הלחצים האינפלציוניים במשק.

ההתפתחות הכוללת בשנה שחלפה בין יוני 1975 ליוני 1976 היתה ללא ספק, הירידה שחלה בגירעון המסחרי. ירידה זו, אשר היתה מהירה למדי בסוף 1975 ותחילת 1976, הואטה במידה ניכרת לקראת אמצע 1976. הגירעון המסחרי במאזן התשלומים ירד, מרמה חודשית ממוצעת של 198 מיליון דולר ברביע השלישי של 1975, ל-173 מיליון דולר ברביע האחרון ול-143 ו-149 מיליון דולר, בהתאמה, ברביע הראשון והשני של 1976 (נתונים מנוכי עונתיות).

הירידה בגירעון המסחרי ברביע האחרון של 1975 נבעה מגידול מהיר ביצוא, תוך הקפאה של הגידול ביבוא (במונחים נומינליים), ואילו המשך הירידה בגירעון ברביע הראשון של 1976 נגרמה, למעשה עקב הירידה הרבה שחלה ביבוא, כשהגידול ביצוא איבד הרבה מתנופתו. ברביע השני של 1976 נמשכה מגמת הגידול המתון ביצוא, אך עם זאת חל גידול ביבוא.

נראה, כי תנאים חיצוניים למשק הישראלי הם המסבירים, בעיקר, את תוואי התפתחותו של היצוא בתקופה הנסקרת. תנאי השפל, אשר שררו בסחר העולמי עד אמצע שנת 1975, שתרמו, בלי ספק, את חלקם לנסיגה העמוקה שחלה ביצוא הישראלי, שינו את כיוונם, וברביע האחרון של 1975 התל הגידול בביקוש ובסחר העולמי לתת את אותותיו גם ביצוא הישראלי. גידולו המהיר של היצוא (במונחים ריאליים) בתקופה הנדונה היה, בעיקרו, בבחינת תהליך יציאה מן השפל, שאליה נקלע קודם לכן. לפיכך מוקדם עדיין לקבוע, האם תימשך מגמת הגידול ביצוא בקצב מהיר. אשר ליבוא, הרי התנודות החריפות שחלו בו (במונחים ריאליים) במהלך התקופה לא נבעו רק מן השינויים ברמת הפעילות הכלכלית במשק, אלא הוכתבו, במידה רבה, על-ידי ההקטנה שחלה במלאי המוצרים מיבוא (בעיקר התשומות לייצור) שבידי הסקטור הפרטי. ברביע האחרון של 1975 וברביע הראשון של 1976 פעלה הקטנה זו להורדה בנפח היבוא. הירידה במלאי היתה תוצאת פעולתם המשולבת של שני גורמים: מצד אחד, נפסקה במחצית השנייה של 1975 מגמת העלייה במחירי התשומות מיבוא, שאפיינה את השנים האחרונות, והחלה להסתמן מגמת ירידה במחירים אלה; ומצד שני, חלה עלייה ניכרת ורצופה בשערי הריבית השוליים במשק, עלייה,

שייקרה במדה ניכרת את ההוצאה להחזקת מלאי. ניתן לצפות, כי מעתה ואילך שוב תתאים רמת היבוא את עצמה לרמת הפעילות הכלכלית במשק.

יש לציין, שהתפתחות המחירים הבינלאומיים תרמה גם היא לצימצום הגירעון המסחרי. במרוצת המחצית השנייה של 1975 נפסק התהליך הממושך של עליית המחירים הבינלאומיים, והם אף החלו לרדת; כמו-כן חל שיפור מסוים בתנאי הסחר של ישראל: מחירי היבוא של ישראל ירדו, בעוד שמחירי היצוא נשארו יציבים.

בהערכת ממדיו של השיפור שחל בגירעון המסחרי, יש לזכור, כי השפעת חלק מן הגורמים החיוביים, שפעלו בתקופה הנדונה, התמצתה עם תום, ואילו השינויים ברווחיות היצוא ובמבנה המשק, הדרושים להשגת שיפור ניכר ומתמשך, היו צנועים יחסית. בתקופה הנסקרת לא נפלטו עובדים מענפים המייצרים לשוק המקומי ומענפי השירותים, ולא נפתרו הבעיות הקשורות בניודם של העובדים ובהסבתם לענפי היצוא. המכשול העיקרי למשיכת כוח אדם לענפי היצוא הוא צמידות השכר, הקיימת בין קבוצות עובדים וסקטורים שונים, אשר אינה מאפשרת להעלות את השכר בענפי היצוא, בלי שהדבר ילווה בהעלאת שכר כללית במשק.

עקב מדיניות הריסון, פחתה ההכנסה הריאלית לנפש ב-1975, ולראשונה מאז שנות המיתון ירדה גם הצריכה הפרטית לנפש. עם זאת יש להדגיש, שהמדובר בירידה, שנבעה מההתפתחות במחצית הראשונה של 1975, בעוד שבמהלך המחצית השנייה של השנה חל גידול רב ברמת הצריכה הפרטית לנפש; ההתפתחויות בחודשים הראשונים של 1976 קיזזו גידול זה רק במעט. אם תישמר רמת הצריכה הפרטית לנפש, ששררה בחודשים הראשונים של 1976, במהלך כל השנה, תהיה רמתה גבוהה בכ-4 אחוזים (בממוצע שנתי ב-1976) מזו של 1975.

בהשקעות בענפי המשק ניכרת אמנם ירידה על פני התקופה הנסקרת, אולם נראה, כי רמת ההשקעות עדיין גבוהה למדי, בהתחשב בקיפאון ברמת הפעילות הכלכלית ובעודף כושר הייצור הקיים במשק. יש להניח כי תופעה זו גובעת, במידה לא מבוטלת, מזמינותו של אשראי בלתי צמוד, בריבית נמוכה, שהסקטור הציבורי מספק ליוזמים.

אין בידינו נתונים על ההתפתחות בפועל של הצריכה הציבורית המקומית במהלך 1976. הנתונים לשנת 1975 מורים על התייצבות ברמת הביקוש המקומי, תוך ירידה בצריכה הביטחונית וגידול בצריכה האזרחית. עודף הביקוש המקומי⁴ של הסקטור הציבורי התייצב ברמת שיא ב-1975, וכנראה גם ב-1976, כ-15 אחוזים מהתוצר המקומי הגולמי, לעומת כ-5 אחוזים ב-1972. כפי שנראה להלן, טמונה בהזרמה רבת הממדים, הכרוכה במימוש עודף הביקוש הניכר של הסקטור הציבורי, השפעה חמורה על הגירעון במאזן התשלומים ועל יתרות מטבע-חוץ של המשק. יתר על כן, משקלו הניכר של הסקטור הציבורי במשק מקשה, במדה רבה, על השגת השינוי המיוחל במבנה המשק, שינוי ההכרחי לפתרון בעיית מאזן התשלומים.

אשר להתפתחות המחירים: מאז הרביע השני של 1976 ניכרת שוב החשה בקצב האינפלציה, לאחר שברביע הראשון היה קצב הגידול במדד המחירים לצרכן מתון, יחסית (כ-6 אחוזים). במהלך התקופה, שבה עוסק דוח זה, עלו המחירים בכ-30 אחוזים; חלק ניכר מעלייה זו היה בבחינת אינפלציה מכוונת, פרי מדיניות ביטול הסובסידיות והטלת מסים עקיפים ומדיניות הפיחותים הזוחלים. החלק הנותר קשור ברובו בהשפעה העקיפה של צעדים אלה על הוצאות הייצור ועל המחירים דרך מנגנון תוספת היוקר.

לסיכום ההתפתחויות הכלכליות בתקופה הנסקרת, יש לציין בחיוב את השיפור, שחל בגירעון המסחרי של מאזן התשלומים. עם זאת, לא ניכרת עדיין פריצת הדרך בתחום היצוא — דבר שהוא

⁴ עודף הביקוש המקומי של הסקטור הציבורי מוגדר כהפרש בין הצריכה המקומית, תשלומי ההעברה, התמיכות וההשקעות שביוזמת הסקטור, לבין ההכנסות המקומיות של הסקטור ממסים, רכוש ותקבולי העברה.

תנאי הכרחי לשיפור מתמשך של מאזן התשלומים. בתחום הצריכה הפרטית ובתחום המחירים לא היו ההתפתחויות משביעות רצון, מאחר שהורדת חלקה של הצריכה המקומית (הפרטית והציבורית כאחת) בכלל השימושים, והאטת קצב האינפלציה, הם תנאים חשובים ביותר להשגת היעדים בתחום מאזן התשלומים (ראה המלצות).

2. הגורמים להתפתחות אמצעי התשלום

נסקור להלן את האירועים הבולטים, שאיפיינו את התקופה שבין סוף יוני 1975 לסוף יוני 1976.

1) הזרמה רבת ממדים של נזילות למשק, בהיקף של כ-8 מיליארד ל"י. הזרמה זו היתה קשורה, בראש וראשונה, בגירעון בתקציב הממשלה, שמומן באשראי מבנק ישראל, ובמימון פעילות מקומית של הסקטור הציבורי (הממשלה והסוכנות היהודית) באמצעות יבוא הון מחוץ לארץ, שהומר ללירות ישראליות. להזרמת נזילות זו תרמו גם נכיון המשנה של בנק ישראל, הקשור בהסדרי האשראי המכוון (בעיקר לייצוא), וכן הפעולות בשוק הפתוח, שביצע בנק ישראל לייצוב שערי איגרות החוב הממשלתיות.

2) ספיגה ניכרת של נזילות, בהיקף של כ-7 מיליארד ל"י, כתוצאה ממכירת מטבע חוץ לסקטור הפרטי. ההיקף הרב של מכירת מטבע חוץ לסקטור הפרטי היה קשור, בחלקו הגדול, בגירעון המבני שבמאזן התשלומים של סקטור זה וכן בציפיות הציבור לשינויים בשער החליפין.

3) כתוצאה משולבת של שני אירועים אלה, חל גידול אטי למדי בבסיס הכסף⁵ ובאמצעי התשלום: ב-15 ו-16 אחוזים, בהתאמה, לעומת קצב גידול של כ-30 אחוזים ברמת המחירים.

4) בגירעונות הנזילות של הבנקים חל גידול של כ-600 מיליון ל"י, בין יולי לדצמבר 1975, ולאחר מכן, במשך 5 החודשים הראשונים של 1976, חלה ירידה חדה של כ-1,100 מיליון ל"י. בסוף יוני 1976 הסתכם הגירעון בנזילות של הבנקים בכ-880 מיליון ל"י⁶.

ההיקף הניכר של הזרמת הסקטור הציבורי, והנפח הרב של רכישות מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי בתקופה הנדונה, לא היו בבחינת מאורעות בלתי תלויים זה בזה, שכן אין ספק שלממדי ההזרמה של הסקטור הציבורי היתה השפעה רבה על יכולתו של הציבור לממש את הגידול הניכר בביקוש שלו לנכסים במטבע חוץ.

הגידול האטי בבסיס הכסף בתקופה הנסקרת היה איפוא פועל יוצא של התפתחויות אלה, שקזו זו את זו: הזרמה רבה של נזילות מצד הסקטור הציבורי, אשר נספגה תוך יצירתה באמצעות המרת לירות למטבע חוץ, מצד הסקטור הפרטי.

לעומת זאת, נראה כי הגידול האטי יחסית, באמצעי התשלום בתקופה זו אינו מוסבר רק באמצעות הגידול האטי בבסיס הכסף, אלא חלה גם ירידה בביקוש לאמצעי תשלום מצד הציבור. את הירידה בביקוש זה עשויה להסביר עליית הריבית במשק, וכן העלייה בתשואה הצפויה על נכסים במטבע חוץ. עליות אלה ייקרו במידה רבה את מחיר החזקת הכסף.

בתקופה הנסקרת הזורים הסקטור הציבורי למשק נזילות בסך של 6.3 מיליארד ל"י שהם כ-84 אחוזים מבסיס הכסף בתחילת התקופה⁷. לאחר הזרמה של כ-900 מיליון ל"י במחצית הראשונה

⁵ מזומנים שבידי הציבור ונכסים נזילים של הבנקים.

⁶ בחודש יוני עלו גירעונות הנזילות שוב בכ-400 מיליון ל"י.

⁷ בסוף יוני 1975 הסתכם בסיס הכסף ב-7.5 מיליארד ל"י.

של 1975, הסתכמה ההזרמה בכ-3.4 מיליארד ל"י במחצית השנייה, ובכ-2.9 מיליארד ל"י⁸ במחצית הראשונה של 1976.

הגורמים העיקריים לעלייה התלולה בהיקף הזרמת הסקטור הציבורי, לעומת ההיקף שנחזה בשעת הכנת התקציבים לשנת 1975/76 (כ-3 מיליארד ל"י), היו בעיקרם אלה:

1. אובדן הכנסות עקב הפעלת הרפורמה במס הכנסה, ביולי 1975, ותוספות להוצאות שאושרו בתקציב עקב תחזית חסר של שיעור האינפלציה (בעת הכנת התקציבים, לא הובאו בחשבון די הצורך מדיניות שער החליפין והשלכותיה על קצב עליית המחירים. אלה לא אוזנו בתוספת ההכנסות של הממשלה ממקורות פנים אחרים).
2. תחזית מכירת איגרות חוב לא מומשה במחצית הראשונה של 1976, בעקבות הצעדים שנקטו בשוק ההון בדצמבר 1975, וחסרו הכנסות בסעיף זה בהיקף ניכר.
3. תוספות של הוצאות חדשות למשרד הביטחון ולמשרדים הממשלתיים האחרים, שאושרו בתקציב הנוסף ל-1975/76, מעבר לאלה שאושרו בתקציב המקורי.

ההתפתחות הצפויה בהזרמת הסקטור הציבורי לטווח הקרוב הינה חמורה לא פחות. בתקציבים המאושרים של הסקטור הציבורי, הממשלה והסוכנות היהודית, לשנת הכספים 1976/77, גלומה הזרמה של כ-6.4 מיליארד ל"י. אם נוסיף לכך סך של כ-2 מיליארד ל"י, שהממשלה רשאית להזרים בשנת הכספים הנוכחית על חשבון התקציב הנוסף שאושר לשנת הכספים 1975/76, ונפחית את ההזרמה שחלה ברביע הראשון של 1976/77, הרי נמצא שהסקטור הציבורי עלול להזרים בתשעה החודשים שבין יולי 1976 למאוס 1977 סכום המתקרב ל-7 מיליארד ל"י⁹.

גם הסדרי המימון של קרנות האשראי המכוון הוסיפו להיקף הזרמת הנזילות למשק. בקרנות היצוא קיימים הסדרים המכתיבים גידול כמעט אוטומטי באשראי המוענק, אשראי אשר חלק ממקורותיו הוא נכיון משנה של בנק ישראל¹⁰. נכיון משנה זה (המוגדר בלוח 4 כאשראי מבנק ישראל לציבור) גדל במשך התקופה בכ-450 מיליון ל"י (לאחר גיכוי השפעת השינוי במתכונת המימון של משלוחי היצוא¹¹, ובניכוי האשראי הזמני בסך 400 מיליון ל"י שהעניק בנק ישראל למוסדות הבנקאיים בחודש מאוס).

בתקופה הנדונה היה על בנק ישראל לקלוט איגרות חוב מן הציבור באמצעות פעולות בשוק הפתוח, במסגרת מדיניות ייצוב שערי איגרות החוב הממשלתיות. בדרך זו הוזרמו במהלך התקופה כ-388 מיליון ל"י¹². מרבית הרכישות היו בחודשים דצמבר 1975 עד פברואר 1976.

הזרמת הנזילות למשק בתקופה הנסקרת הסתכמה, כאמור, בכ-8 מיליארד ל"י. אילו לא נספג ברובו דרך מאזן התשלומים, עלול היה היקף חסר תקדים זה, של מקורות פוטנציאליים להגדלת בסיס הכסף ולעליית אמצעי התשלום, להוסיף אינפלצית ביקוש חמורה על אינפלצית ההוצאות המתכוננת של הסקטור הציבורי (דרך מדיניות המסוי והפיחותים הזוחלים).

כאמור, לא אירע הדבר עקב ספיגת ההזרמה הגדולה באמצעות רכישות מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי; אולם צידה האחר של התמונה היה ההרעה במאזן התשלומים. ספיגה מעין זו פירושה הגדלת התחייבויות המשק לחוץ לארץ, ו/או ירידה ביתרות מטבע החוץ של המשק, ומוכן מאליו שמצב מאזן התשלומים אינו מאפשר התפתחויות שכאלה במשך זמן.

⁸ לולא הקדמת היבוא, שחלה ערב הנהגת מס ערך מוסף, שהגדילה במידה ניכרת את ההכנסות ממסים על היבוא בחודש יוני, היתה ההזרמה במחצית זו של השנה גבוהה עוד יותר.

⁹ אם ינוצל מלוא הסכום שנתר, ולא ייגרר חלק ממנו לשנת התקציב 1977/78.

¹⁰ על חלקו של בנק ישראל במקורות המימון של קרנות האשראי המכוון, יש להוסיף גם את השחרורים מגזילות.

¹¹ ראה הערה 6 בלוח 4.

¹² סך הרכישות נטו הסתכמו בכ-788 מיליון ל"י (ראה לוח 4); אולם סכום זה כולל 300 מיליון ל"י איגרות חוב צמודות שאינן רשומות בבורסה, שנרכשו ממערכת הבנקאות, וכ-100 מיליון ל"י רכישות נטו של מילווה קצר מועד מן הציבור.

רכישות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי (למעט הפקדות הק"י)¹³ הסתכמו בכ-600 וכ-280 מיליון דולר, בהתאמה, במחצית השניה של 1975 ובמחצית הראשונה של 1976, — לעומת רכישה בסך של כ-40 מיליון דולר בלבד במחצית הראשונה של 1975.¹⁴ (עודף קניות הסקטור הפרטי בתקופה הנסקרת כוסה ברובו באמצעות יבוא ההון של הסקטור הציבורי). העסקות במטבע חוץ של הציבור¹⁵, שספגו במחצית הראשונה של 1975 כ-490 מיליון ל"י, הביאו במחצית השניה לספיגה של כ-4.7 מיליארד ל"י, ובמחצית הראשונה של 1976 — לספיגה של כ-2.8 מיליארד ל"י.

הגידול הניכר, שחל בתקופה הנדונה ברכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי, היה קשור רק בחלקו בהתפתחות הגירעון המבני בחשבון השוטף של מאזן התשלומים של הסקטור. בחלקו האחר הוא היה, כאמור, קשור בגידול הניכר שחל בתקופה הנדונה בביקוש הסקטור הפרטי לנכסים במטבע חוץ. גידול ניכר זה היה תולדה של השינוי במבנה התשואות הצפויות לטובת נכסים במטבע חוץ (ולרעת נכסים פיננסיים מקומיים), שחל לקראת המחצית הראשונה של 1975. שינוי זה בציפיות, שהחל להסתמן ברביע השני של 1975 — בעקבות ההרעה במאזן התשלומים של המשק והציפיות לפיחות — התחזק עם הנהגת מדיניות הפיחות הזוחל. נוסף על תשואה כמעט ודאית של כ-30 אחוזים על נכסים במטבע חוץ¹⁶, שהבטיחה מדיניות זו, לא נעלמו הציפיות של הציבור לפיחות ניכר בטווח לא ארוך. התאמת הרכב תיק הנכסים של הסקטור הפרטי לטובת נכסים במטבע חוץ, בממדים ניכרים, היא בדרך כלל תהליך ממושך, בשל המגבלה על נפח הנכסים הפיננסיים המקומיים, שיכול הסקטור הפרטי בכללו להמיר למטבע חוץ בפרק זמן נתון; אולם השפעת מגבלה זו נחלשה במידה רבה עקב ההזרמה רבת הממדים של הסקטור הציבורי, שאיפשרה את מימושו המזורז של השינוי בהרכב תיק הנכסים של הציבור.

3. משתני המדיניות הרלבנטיים: האשראי ושערי הריבית

במשך הזמן פתחה חשיבותם של אמצעי התשלום כמשתנה בלעדי לאבחנת ההתפתחויות המוניטריות, ונתעורר הצורך במעקב אחר משתנים מוניטריים ופיננסיים נוספים להעמקת ההבנה של ההתפתחויות. הדבר נובע ממגמת הירידה במשקל אמצעי התשלום בסל הנכסים הפיננסיים במשק, עקב שיעורי האינפלציה המהירים (ראה לוח 3), ובעלייה שחלה ברמת נזילותם של נכסים פיננסיים לא מוניטריים שונים, בעקבות הפיתוח והשכלול שחל בשווקים הפיננסיים. גם השימוש הרב יותר בתחליפי כסף שונים, כגון חשבונות סילוקין בין גופים שונים, חשבונות חוזרים דביטוריים (וחרירות מן התקרות המאושרות) ועוד, — תרם את תרומתו להתפתחות זו. עם זאת, בתקופות שבהן התבטאה הזרמת הנזילות למשק בהגדלה בפועל של בסיס הכסף ושל פיקדונות המערכת הבנקאית, נשארו אמצעי התשלום משתנה חשוב לאבחנת ההתפתחויות

¹³ בינואר 1975 חויבו הבנקים להפקיד מטבע חוץ בשיעור של 50 אחוזים מהיקף קרנות היצוא במטבע חוץ (קרן יהלומים וקרן יבוא לשם יצוא). בחודשים יולי-אוגוסט הוקטנה חובת הפקדה זו לשיעור של 20 אחוזים בלבד. התוצאה העיקרית של הדבר היתה הפקדה מטבע חוץ, בשווי של כ-734 מיליון ל"י, בינואר-יוני 1975 (המסווגת בלוח 4 כמכירות מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי) וביולי-ספטמבר — הקטנת הפקדות אלה בערך של 408 מיליון ל"י. מובן שאין לזאת ולא כלום עם התנהגות הציבור הרחב בתחום הרכישות (והמכירות) של מטבע חוץ.

¹⁴ בחמשת החודשים הראשונים של 1975, לאחר פיחות נובמבר 1974, מכר הסקטור הפרטי סך של כ-60 מיליון דולר, ובחודש יוני, עם הפעלת מדיניות הפיחות הזוחל, הוא קנה כ-100 מיליון דולר.

¹⁵ כולל צבירת פיקדונות וקבלת אשראי במטבע חוץ.

¹⁶ קצב שנתי של פיחותים וזחלים של כ-25 אחוזים, בתוספת תשואה על פיקדונות במטבע חוץ, או לחילופין ריבית על אשראי במטבע חוץ, של כ-6 אחוזים.

המוניטריות, ואוביקט מרכזי להכוונתן, הגם ששיעור הנזילות הגבוה, החל על פיקדונות עובר-ושב (70 אחוזים), הגביל במידה רבה את האפשרות הכמותית של פעולת הרשות המוניטרית דרך משתנה זה.

בנסיבות, ששררו במשך התקופה הנסקרת, השתנה המצב. הורמת הנזילות רבת הממדים לא התבטאה כמעט בפיקדונות המערכת הבנקאית, והקשר בין הרחבת האשראי של המערכת הבנקאית לבין הגידול בבסיס הכסף הלך והתרופף, הבנקים התבססו על גיוס כספים בשוק ההון ועל יצירת גירעונות בנזילות; כך נחלש הקשר בין התפתחות הפיקדונות של המערכת הבנקאית לבין ההתפתחות בנפח האשראי שהיא מעניקה.

כתוצאה מהתפתחויות אלה איבדו אמצעי התשלום הרבה מחשיבותם כאינדיקטור להתפתחויות המוניטריות, ולא כל שכן כאובייקט למדיניות המונטרית.

אילו שימשו אמצעי התשלום כאינדיקטור בלעדי להתפתחויות המוניטריות בתקופה הנסקרת, ניתן היה להגיע למסקנה שהמדיניות המוניטרית אינה חייבת להיות מדיניות מרסנת; אך למעשה, היה הכרח בריון מוניטרי, כדי למנוע הוספת לחצי בקוש על אינפלציה ההוצאות שבה היה כבר המשק נתון, כודי להכביד על מימון רכישות מטבע-חוץ מצד הסקטור הפרטי. ניתן להשיג יעדים אלה באמצעות הפעלת המדיניות המוניטרית על משתני האשראי ושערי הריבית.

מן הראוי להבהיר כאן את מגבלותיה של המדיניות המוניטרית: אין ביכולתה של המדיניות המוניטרית לשמש תחליף למדיניות פיסקלית ומדיניות הוצאות מתאימה של הסקטור הציבורי, ועל אחת כמה וכמה לנטרל השפעות תקציביות רבות היקף, המשבשות את הדרך להשגת יעדי המדיניות הכלכלית, — כדוגמת ההזרמה העצומה שאירעה בתקופה הנסקרת. גם ללא הזרמה ניכרת מצד הסקטור הציבורי, עומדת הרשות המוניטרית בפני אתגר חמור: ההתמודדות עם גירעונות הנזילות של הבנקים. גירעונות אלה נובעים מהיענות הבנקים ללחצי הביקוש הכבדים, הניזונים, במידה רבה, מרמת התשואה הצפויה על נכסים במטבע-חוץ.

כדי למנוע, במידת האפשר, מן המערכת הבנקאית לממן רכישות מטבע חוץ ספקולטיביות של הסקטור הפרטי, יכולה הרשות המוניטרית לנקוט צעדים שירסנו הגידול באשראי, — בעיקר באמצעות העלאת מחירו. האטת הגידול באשראי בולמת את הגידול בגירעונות הנזילות של המערכת הבנקאית, ואם שער הריבית על האשראי נקבע ברמה נאותה, פוחתת כדאיות השימוש באשראי לרכישת מטבע חוץ. ואכן, בנק ישראל נקט צעדים בכיוון זה. במהלך 1975 הוטלה, כאמור, חובת נזילות בשיעור של 5 אחוזים על האשראי החופשי שמעניקה המערכת הבנקאית; צעד זה היה ראשון בתהליך המכוון להשפיע על מבנה השימושים של המערכת הבנקאית במקורותיה, ולייקר את יצירת הגירעונות הנובעת מהרחבת האשראי.

יעילות המדיניות המוניטרית לגבי יכולת השפעתה על המשתנים הרלבנטיים (האשראי ושערי הריבית) נפגמת, ככל שהבסיס, שעליו היא מופעלת, צר יותר. חלק ניכר מן האשראי, הניתן כיום במשק (האשראי המכוון, האשראי לפיתוח לענפי משק, האשראי למשתכנים והאשראי במטבע חוץ, שהממשלה מאשרת לגופים שונים הזוכים לביטוח הצמדה), הוא אשראי מסובסד, שהיקפו ומחירו אינם נקבעים בהתאם לשיקולי המדיניות המוניטרית דווקא. לפיכך נותר תחום צר לפעולתה של המדיניות המוניטרית.

4. המלצות

היעד המרכזי של המדיניות הכלכלית הוא השגת צמצום ניכר בעודף היבוא של המשק בשנים הקרובות, תוך חידוש הצמיחה הכלכלית. יעד זה נגזר מן ההכרח להפחית את הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים לממדי יבוא ההון הצפוי בשנים הקרובות; וכן מן הצורך החיוני להאית את הגידול במצבת החובות החיצוניים של המשק — חובות הכרוכים בעול כבד

של פירעון קרן וריבית בשנים הבאות. לטווח ארוך יותר יש לחתור להקפאה, או אף לצמצום, של מצבת החובות החיצוניים.

השגת היעד המרכזי מחייבת שינוי ניכר במבנה המשק, שהדרך להשגתו בפרק הזמן המוגבל העומד לרשותנו, היא בהקפאת רמת החיים¹⁷ והגבלת ההשקעות, בעיקר למתחייב מצורכי גידול היצוא. לחידוש הצמיחה הכלכלית יש לפעול באמצעות מדיניות נמרצת לעידוד היצוא, כשמירב הגידול בתוצר יופנה לשוקי חוץ.

לשם כך יש צורך בשילוב צעדי מדיניות רבים, הנוגעים למספר תחומים: תחום עידוד היצוא, תחום מדיניות תקציב הממשלה, ותחום המדיניות המוניטרית. הצעדים הנדרשים הם:

1. מדיניות נמרצת לעידוד היצוא, שתחתור לשיפור מהותי ומתמשך ברווחיות היצוא, וכן להגברת הניידות של כוח עבודה והון, מייצור לשוק המקומי (לרבות השירותים) — לייצור ליצוא. מדיניות הפיחות הוחלל תצליח לשפר את רווחיות היצוא רק אם הפיחותים הוחללים לא יהיו מלווים בעלייה מקבילה ברמת המחירים המקומית. ככל שעליית המחירים הנלווית לפיחות זוחל גדולה יותר, הולכת ומתבטלת השפעתו של הפיחות על היצוא. מדיניות הפיחות הוחלל תהיה לכן אפקטיבית יותר אם לצורך תשלום תוספת היוקר, יעוקרו מעליית המדד עליות המחירים המתחייבות מהפיחותים הוחללים ומצעדי המדיניות האחרים (ראה להלן).
2. מדיניות פיתוח ומימון השקעות מתאימה של הממשלה (הן ישירות, במסגרת התקציב, והן בעקיפין, בשוק ההון), שיהיה בה כדי לעודד השקעות המכוונות ליצוא, ויחד עם זאת תמנע ביצוע השקעות יתר לייצור לשוק המקומי. יש לציין, כי בשנים האחרונות הלך וגדל עודף כושר הייצור הבלתי מנוצל במשק. ניתן לייחס זאת, במידה רבה, לסובסדיה הגלומה בהלוואות הפיתוח, אשר גדלה אוטומטית בעקבות ההאצה בקצב עליית המחירים.
3. מדיניות תקציבית מתאימה לריסון הצריכה המקומית (הציבורית והפרטית כאחת). במסגרת זו יש להקטין במידה ניכרת את עודף הביקוש וההזרמה של הסקטור הציבורי, בעיקר באמצעות צמצום ריאלי בהיקף ההוצאות המקומיות, ולהקפיא את הצריכה הפרטית¹⁸ באמצעות מדיניות הכנסות (שכר ורווחים) מתאימה. העלאת פירון הייצור, הדרושה לשיפור כושר התחרות של תוצרתנו בחוץ לארץ, לא תוכל לאפשר, בטווח הקצר, להגדיל את הצריכה הפרטית הנפש, מאחר שיש להפנות ליצוא את תוספת התוצר הנובעת. לטווח ארוך יותר יהיה לאפשר גידול מתון ברמת החיים.
4. יש להסיר את המכשולים לשינוי מבנה התעסוקה במשק. בראש וראשונה, יש לבטל את צמידות השכר בין קבוצות עובדים שונות ובין סקטורים שונים, צמידות המונעת שינויים בשכר היחסי. העלאת השכר בענפי היצוא, מבלי שהדבר יהיה מלווה בעליית שכר כללית, היא תנאי הכרחי לניידות גורמי הייצור מענפי הייצור לשוק המקומי (וענפי השירותים) — לענפי היצוא.
5. יש להאיט במידה ניכרת את קצב עליית המחירים במשק, מאחר שאינפלציה מהירה וממושכת פוגעת ביעילות צעדי המדיניות, נוסף על הנזק הרב שהיא גורמת בתחום החברתי ובתחום התחלוקת ההכנסות¹⁹. עליית מחירים, הנובעת מהטלת מסים עקיפים ומהפחתת סובסידיות, מביאה — דרך מנגנון תוספת היוקר — לעליית שכר ולעליות מחירים נוספות. אלה מחייבים פיחותים זוחלים תכופים יותר, וחוזר חלילה.

¹⁷ הצריכה הפרטית ורמת השירותים הציבוריים לנפש.

¹⁸ אם לא תחודש הצמיחה הכלכלית, יהיה הכרח להוריד את רמת הצריכה הפרטית.

¹⁹ אינפלציה מהירה מקשה גם על תקציב הממשלה, מאחר שהתחייבויותיה הפיננסיות צמודות, ונכסיה בלתי צמודים. ככל שקצב האינפלציה מהיר יותר, גדל הפער בין סך תשלומי הפירעון על-חשבון חובותיה לבין סך תקבוליה מנכסים פיננסיים.

על מנת להפסיק סחרור אינפלציוני זה, על הממשלה לבוא בדברים עם ההסתדרות ועם המעסיקים, כדי להגיע להסכם, לפיו תקצץ הממשלה בהוצאותיה הריאליות, ובכך תקטין את הזדקקותה להטלת מסים עקיפים נוספים (או למימון אינפלציוני). ציבור העובדים יוותר על אותו חלק מתוספת היוקר הקשור בעליית המחירים הנובעת מצעדי מדיניות, וציבור המעסיקים יספוג חלק מעליית הוצאות הייצור.

6. יש להמשיך במדיניות מוניטרית המכוונת לריסון לחצי הביקוש, האטת קצב עליית המחירים ושיפור מאזן התשלומים. לשם כך יש לנקוט כל אותם צעדים שימנעו גידול מופרז באשראי, ופירוטם יובא בהמלצות הבאות.

המלצות למדיניות מוניטרית

בשנה שחלפה, נספגה ההזרמה הניכרת של הסקטור הציבורי ברובה באמצעות רכישה רבת ממדים של מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי. רכישה זו היתה קשורה במימון הגירעון המבני הניכר במאזן התשלומים של הסקטור וכן בביקוש המוגבר לנכסים במטבע חוץ, בעקבות העלייה שחלה בתשואתם.

בשנת התקציב הנוכחית צפויה הזרמה ניכרת נוספת של נזילות למשק מצד הסקטור הציבורי. אם יימשך השיפור בגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים של הסקטור הפרטי, ותחול ירידה בביקוש הספקולטיבי לנכסים במטבע חוץ, — יקטן היקף הספיגה הקשורה ברכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי. פירוש הדבר, שחלק גדול יותר מן ההזרמה של הסקטור הציבורי יופנה לגידול בבסיס הכסף, ובגק ישראל יצטרך להתמודד עם בעיות מוניטריות נכבדות ביותר. מצב זה מחייב נקיטת אמצעים לשיפור יעילותם של מכשירי המדיניות המוניטרית והרחבת בסיס פעולתם, הן בתוך המערכת הבנקאית והן מחוצה לה. במצב הנוכחי, שבו בסיס פעולתה של המדיניות המוניטרית הוא רק האשראי החופשי של המערכת הבנקאית (שהוא חלק קטן למדי מסך נפח האשראי במשק), — ספק אם ניתן להתמודד עם התפתחויות מוניטריות רבות עוצמה. איילך מוצע:

1. להרחיב את בסיס פעולתה של המדיניות המוניטרית במערכת הבנקאית, באמצעות הרחבה של תחולת הוראות נזילות על מגזרים נוספים של פעילות הבנקים. הרחבה זו בבסיס הפעולה תאפשר להוריד את שיעור הנזילות על פיקדונות עובר ושב, ובכך להקטין את הפער הגדול, שקיים בין שיעור זה לבין שיעורי הנזילות על הפיקדונות לזמנים קצובים.
2. להרחיב את בסיס פעולתה של המדיניות המוניטרית אל מחוץ למערכת הבנקאות, באמצעות הרחבה של תחולת הוראות הנזילות על האשראי החופשי המוענק בידי מוסדות פיננסיים המגייסים מקורות מן הציבור הרחב, כגון: חברות ביטוח, קופות תגמולים ועוד.
3. להקטין במידה ניכרת את הפערים הקיימים בין עלות האשראי המכוון לבין עלות האשראי החופשי, שמעניקה המערכת הבנקאית, ובכך לחזור למצב, שבו מבטיחים הסדרי אשראי מכוון רק את זמינות המקורות הפיננסיים לפעילויות המועדפות. יש להצמיד למטבע חוץ את האשראי למימון ייצור ליצוא, וכן אשראי היצוא האחרים, הניתנים כיום בלירות ישראליות. כמו־כן יש להמשיך בהעלאת הריבית על האשראי המכוון בלירות ישראליות, כדי לקרב ריבית זו לריבית בשוק האשראי החופשי. מצב, שבו גלום באשראי המכוון סיבסוד רב, בשל רמת ריבית נמוכה יחסית וקצב אינפלציה מהיר, — מזמן לחצי ביקוש כבדים לאשראים אלה; ההיענות ללחצים אלה משבשת את צעדי הריסון המוניטריים של בנק ישראל.
4. מהטעמים שנוכרו לעיל, יש לצמצם את הפער שבין הריבית הנגבית על האשראי המוזל

לזמן בינוני וארוך, המוענק ליוזמים ולמשקי בית (אשראי המסובסד במישרין ובעקיפין בידי הסקטור הציבורי) לבין עלות גיוס מקורות המימון מן הציבור. כוונתנו לאשראי המוענק במסגרת החוק לעידוד השקעות הון, האשראי למשתכנים והאשראי המוזל האחר, המוענק ממקורות צמודים למדד או למטבע חוץ, כשבעול כיסוי הפרשי ההצמדה והשער נושא הסקטור הציבורי. יש לציין, כי הסובסדיה הגלומה באשראי זה גדלה במידה ניכרת בשנים האחרונות, עם האצת קצב האינפלציה.

5. יש להסיר את הקשיחות הרבה, שקיימת בהתאמת הריבית המשולמת למחזיקי נכסים פיננסיים בלתי-צמודים (פיקדונות לזמן קצוב למיניהם ומלווה קצר מועד) לשינויים בקצב עליית המחירים. בשנים האחרונות הועלתה, אומנם, הריבית המוצעת למחזיקי נכסים אלה, אולם עלייה זו היתה רחוקה מאוד מממדי ההאצה בקצב האינפלציה. כתוצאה מכך חל קיפאון כמעט מוחלט בנפחם. לשם הסרת קשיחות זו יש לנקוט צעדים אלה:

א. לאפשר לבנקים לגייס כספים דרך הנפקת תעודות פיקדון סחירות, אשר התשואה עליהן תקבע בידי כוחות השוק.

ב. להגמיש את מדיניות הריבית על מלווה קצר מועד, ולאפשר בכך לבנק ישראל הן להשפיע על רמת הריבית המשולמת למחזיקי נכסים פיננסיים לא-צמודים במשק, והן לספוג מן המשק נזילות עודפת בשעת הצורך.

הסרת הקשיחות בהתאמת הריבית להתפתחויות במשק, יחד עם האטת קצב האינפלציה, תאפשר את פיתוחו של שוק כספים ללא הצמדה.

לוח 1

התפתחות אמצעי התשלום, דצמבר 1974 עד אוגוסט 1976

העלייה או הירידה (—) באמצעי תשלום לעומת החודש הקודם	יתרות לסוף החודש			מזומנים
	סך כל אמצעי התשלום	פיקדונות עובר ושב	(מיליוני ל"י)	
(אחוזים)				
5.0	8,722	5,549	3,173	דצמבר 1974
0.9	8,802	5,560	3,242	ינואר 1975
6.0	9,331	5,864	3,467	פברואר
2.7	9,587	5,926	3,661	מארס
0.5	9,634	5,947	3,687	אפריל
2.1	9,840	6,168	3,672	מאי
2.2	10,054	6,363	3,691	יוני
—2.1	9,840	6,114	3,726	יולי
4.5	10,283	6,352	3,931	אוגוסט
0.1	10,293	6,363	3,930	ספטמבר
1.1	10,411	6,451	3,960	אוקטובר
—1.4	10,264	6,388	3,876	נובמבר
3.4	10,614	6,644	3,970	דצמבר
—1.7	10,430	6,410	4,020	ינואר 1976
2.4	10,683	6,518	4,165	פברואר
2.1	10,904	6,776	4,128	מארס
1.6	11,074	6,819	4,255	אפריל
1.1	11,201	6,889	4,312	מאי
4.1	11,664	7,396	4,268	יוני
				העלייה מסוף יוני 1975 עד
				סוף יוני 1976 — התקופה
16.0	1,610	1,033	577	הנסקרת בדין וחשבון זה
—2.1	11,423	6,943	4,480	יולי 2
2.2	11,671	7,049	4,622	אוגוסט 2

1 21.5 אחוזים בממוצע שנתי.

2 נתונים ארעיים.

לוח 2

נכסים כספיים שבידי הציבור, 1974 עד יוני 1976
(יתרות לסוף התקופה, מיליוני ל"י)

מילווה קצר מועד	פיקדונות מט"ח (בעיקר פז"ק ותמ"מ) ³	תוכניות חיסכון ²	פיקדונות צמודים לטוח ארוך	פיקדונות לזמן קצוב בל"י ¹	אמצעי-תשלום	סוף רביע
162	11,507	7,242	0	3,736	8,722	IV 1974
154	11,725	8,716	0	3,672	9,587	I 1975
197	12,375	10,151	0	3,726	10,054	II
160	13,325	10,706	25	3,772	10,293	III
83	14,487	12,532	56	3,686	10,614	VI
153	16,188	13,548	69	3,652	10,904	I 1976
138	17,670	15,688	88	3,710	11,664	II

- 1 כולל פיקדונות כנגד התחייבויות.
- 2 כולל הפרשי הצמדה. בתקופה שבין סוף יוני 1975 לסוף יוני 1976 נוספו הפרשי הצמדה בסך 2,670 מיליוני ל"י.
- 3 כולל הפרשי הצמדה. בתקופה שבין סוף יוני 1975 לסוף יוני 1976 נוספו הפרשי הצמדה בסך 3,731 מיליוני ל"י.

לוח 3

אינדיקטורים נבחרים, 1960 עד 1975

היחס בין 1975 ל-1960	סוף השנה 1975	שיעור גידול במוצע שנתי			סוף השנה 1960	
		1975—1971	1970—1966	1965—1961		
	(מיליוני ל"י)		(אחוזים)		(מיליוני ל"י)	
12.1	10,614	25.7	12.2	16.6	880	אמצעי תשלום
83.5	30,327	35.2	41.7	26.5	369	סך כל הנכסים הכספיים האחרים בידי הציבור
37.2	3,644	6.2	144.4	-20.6	98	מזה: בלתי צמודים ¹
100.3	27,183	45.7	28.8	33.9	271	צמודים ²
72.8	35,908	45.6	25.7	28.8	493	תיק ניירות ערך הרשום והנסחר (ללא ניירות ערך זרים)
		32.6	4.7	7.1		קצב עליית המחירים

- 1 כולל פיקדונות לזמן קצוב במט"י ויתרת מלחה קצר מועד בידי הציבור ב-1970 נכללו גם שטרות בתיווך.
- 2 כולל פיקדונות במסגרת תכניות חיסכון מאושרות, פיקדונות צמודים לטוח ארוך, פיקדונות כנגד התחייבויות במט"י, פז"ק פיצויים, חשבונות תמ"מ, פיקדונות אחרים נקובים ומוגבלים, פיקדונות חופשיים וכבולים.

לוח 4

השינוי בהשפעת הסקטורים השונים על בסיס הכסף, ינואר 1975 עד יוני 1976, (+) הזרמה (-) פסיגה¹
(השינויים במיליוני ל"י)

אוגוסט 1976	יולי 1976	1976			1975			
		יולי 1975 יוני 1976	אפריל- יוני	ינואר- מרס	אוקטובר- דצמבר	יולי- ספטמבר	ינואר- יוני	
המקורות לעליית בסיס הכסף הצר								
1,043	156	6,286	1,516	1,399	1,986	1,385	884	1. השפעת פעולות הממשלה והמוסדות הלאומיים ³
34	117	228	-570	294	311	193	253	2. אשראי בל"י מבנק ישראל לציבור ולבנקים
⁶ (34)	⁶ (165)	⁶ (850)	⁶ (+52)					
-4	40	788	56	486	104	142	-106	3. פעולות בשוק הפתוח ושינויים בתיק ניירות הערך של בנק ישראל
1,073	313	7,302	1,002	2,179	2,401	1,720	1,031	סך הכל (1+2+3)
⁶ (1,073)	⁶ (361)	⁶ (7,924)	⁶ (1,624)					
-378	-388	-5,260	221	-1,192	-1,903	-2,386	411	4. מכירות (רכישות) במטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי ⁴
⁶ (-378)	⁶ (-456)	⁶ (-6,203)	⁶ (-722)					
(3)	(-9)	(-427)	(-40)	(1)	(20)	(-408)	(734)	מזה: השפעת הפקדות למימון יבוא (הק"י)
-247	59	-2,058	-646	-501	-541	-370	-520	5. השפעת צבירה בפקידונות מט"ח (פז"ק, תמ"מ וכו')
169	-30	765	264	-15	25	491	-478	6. אשראי במט"ח לציבור ולבנקים
(-3)	(9)	(427)	(40)	(-1)	(-20)	(408)	(-734)	מזה: השפעת הפקדות למימון יבוא (הק"י)
(-456)	-359	-6,553	-161	-1,708	-2,419	-2,265	-587	סך כל עסקות הסקטור הפרטי במטבע חוץ (4+5+6)
⁶ (-456)	⁶ (-427)	⁶ (-7,496)	⁶ (-1,104)					
-8	-71	385	262	-164	76	211	167	7. גורמים אחרים
609	-117	1,134	1,103	307	58	-334	611	8. סך כל העלייה בבסיס הכסף ⁵
..	..	..	..	-81	94	93	55	9. שחרורים מנוילות
..	..	..	..	38	-191	196	-77	10. הפרש מוכר
..	..	..	² -411	-228	276	305	871	11. גירעון בנוילות של הבנקים

1 לא כולל הפרשי פיחות. 2 נתונים ארעיים.
3 המשיכות נטו של הממשלה מבנק ישראל (לא כולל תשלומי ריבית לבנק ישראל ולא כולל העברת רווחי בנק ישראל) בתוספת (ניכוי) מכירות (קניות) נטו של מטבע חוץ בידי הממשלה והמוסדות הלאומיים לבנק ישראל, בתוספת השפעת הפקדות יבואנים.
4 לא כולל שיערוך. 5 עליית בסיס הכסף מוגדרת כגידול במזומנים במחזור ובנכסים הנזילים של הבנקים.
6 החל בחודש מאי 1976 ניתנה לבנקים האפשרות לממן משלוחי יצוא מקחי אשראי מחו"ל. אשראי שניתן קודם לכן מקרן המשלוחים ממקורות הבנקים וכן מנכיון משנה ושחרורים מנוילות של בנק ישראל, ניתן לממנו מעתה ואילך גם באמצעות ניצול קווי אשראי של הבנקים מחו"ל שהומרו ללירות. פעולה זו השפיעה בתקופה מאי-אוגוסט:
א. על "מכירות מט"ח מצד הסקטור הפרטי" והמרות הסקטור הפרטי - 1,011 מיליון ל"י.
ב. על "האשראי במטבע ישראלי לסקטור הפרטי" - 670 מיליון ל"י.
הנתונים המובאים בסוגריים הם בניכוי השפעת ההסדר, והם מייצגים טוב יותר את המגמה ברכישות מט"ח מצד הציבור וכן באשראי בל"י שהעניק בנק ישראל לציבור.

לוח 5

התפתחות רכיבי האשראי הבנקאי לציבור¹, 1975 ו-1976²

העלייה או הירידה (—) מסוף יוני 1975 לסוף יוני 1976	1976		1975			יתרות לסוף התקופה
	יוני	מארס	דצמבר	ספטמבר	יוני	
(אחוזים)	(מיליוני ל"י)					
29.2	12,340	11,997	11,351	10,646	9,549	אשראי במטבע ישראלי
33.8	8,004	7,905	7,072	6,660	5,983	1. אשראי חופשי
21.6	4,336	4,092	4,279	3,986	3,566	2. אשראי מכוון ³
⁵ —68.6	⁵ 309	1,351	1,280	1,041	985	אשראי מכוון במטבע ישראלי צמוד למטבע חוץ ⁴
55.3	9,750	7,635	7,325	7,075	6,279	אשראי במטבע חוץ
61.0	2,700	2,256	2,125	2,032	1,677	1. אשראי בקרנות מטבע חוץ ⁶
⁵ 53.2	⁵ 7,050	5,379	5,200	5,043	4,602	2. רשאי במטבע חוץ מחוץ לקרנות
33.2	22,399	20,983	19,956	18,762	16,813	סך כל האשראי לציבור

1 אינו כולל אשראי לממשלה ולמוסדות הלאומיים.

2 אשראי במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ כולל הפרשי פחות.

3 כולל את הקרנות: "ייצור ליצוא", "פרי הדר וכותנה", "יצוד עקיף", "הון תווך לחקלאות", "הון תווך לתעשייה", "משקים מודרכים", "מילווה מעסיקים".

4 קרן משלוחים.

5 החל בחודש מאי 1976, ניתנה לבנקים האפשרות לעבור למימון משלוחי יצוא מקווי אשראי מחוץ לארץ. הבנקים ניצלו אפשרות זו בהיקף ניכר, והדבר מתבטא כאן בהעברת פעולות מימון

משלוחי היצוא מסעיף אשראי מכוון צמוד למטבע חוץ לסעיף אשראי במטבע חוץ מחוץ לקרנות.

6 כולל "קרן יהלומים" ו"קרן יבוא לשם יצוא".