

דין וחשבון הנגיד על עליית אמצעי התשלום בתקופה שבין 31 בדצמבר 1983 ל-31 במארס 1984 ובתקופה שבין 31 במארס 1984 ל-30 ביוני 1984

ירושלים, י"ז באלול התשמ"ד

14 בספטמבר 1984

לכבוד

הממשלה

וועדת הכספים של הכנסת

ירושלים

א"נ,

הריני מתכבד להגיש בזה דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום, בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק ישראל, תשי"ד (1954), לאחר שבתקופה שבין 31 בדצמבר 1983 ל-31 במארס 1984 עלו אמצעי התשלום ב-24.1 מיליארדי שקלים, שהם 39 אחוזים. בעת הכנת דו"ח זה התברר, כי בשלושת החודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 1984 הוסיפו אמצעי התשלום ועלו ב-28.5 מיליארדי שקלים, שהם 33 אחוזים — עלייה המחייבת דו"ח נוסף. על כן נסב הניתוח בדין וחשבון זה על שתי התקופות כאחת.

בשבעת החודשים הראשונים של 1984 חל שיפור במאזן המסחרי, בעקבות השינויים שחלו במדיניות הכלכלית במחצית השנייה של 1983. עם זאת עלתה האינפלציה למדרגה חדשה, וכן גדלו הגירעון וההזרמה הממשלתית — בעיקר בשל ירידה בגביית המסים ופדיון נטו של חיסכון פיננסי. לפיכך מודגש בדו"ח זה הצורך לטפל במשולב במאזן השוטף ובאינפלציה. המשך שיפורו של מאזן התשלומים והפחתה דרסטית בקצב האינפלציה תלויים במדה מכרעת בקיצוצים הנדרשים בתקציב המדינה, שהם חלק מתכנית כלכלית מקיפה, הכוללת גם עסקת חבילה במשק, כפי שמפורט בדו"ח זה. כן יש להמשיך בפעילות להגברת החיסכון במשק, תוך שמירה קפדנית על אמינותם ויציבותם של הנכסים הפיננסיים, המשמשים כלי חיסכון בידי הציבור.

בכבוד רב,

(—)

ד"ר משה מנדלבוים

נגיד בנק ישראל

ההתפתחויות המוניטריות

קווי ההתפתחות העיקריים

בתקופה שמסוף דצמבר 1983 עד סוף יוני 1984, הנסקרת בדו"ח זה¹, עלו אמצעי התשלום שבידי הציבור ב-86 אחוזים — או בקצב חודשי ממוצע של 11 אחוזים. רמת המחירים עלתה בתקופה זו בקצב חודשי ממוצע של 14 אחוזים, ורמתם הריאלית של אמצעי התשלום ירדה ב-17 אחוזים. במבנה הנוכחי של המערכת

¹ דו"ח זה מוגש בגין עלייה בת 39 אחוזים של אמצעי התשלום בתקופה שבין 31 בדצמבר 1983 ל-31 במארס 1984, ועלייה בת 33 אחוזים מ-31 במארס עד 30 ביוני 1984. הניתוח בדו"ח זה מתרכז במחצית הראשונה של 1984, ובלוחות מובאים הנתונים עד אוגוסט של שנה זו.

המוניטרית אין התפתחות אמצעי התשלום ממצה את ההתפתחויות המוניטריות במשק; היא רק חלק מתמונה רחבה יותר, המתארת את תוספת הנוזלות למשק מכל המקורות, את התחלקותה בין הנכסים השונים ואת השפעת התחלקות זו על הפעילות הריאלית ועל המחירים.

את התקופה הנסקרת מאפיינים גידול ניכר של תוספת הנוזלות, הנומינלית והריאלית, הנובעת מהסקטור הציבורי, רמת ספיגה גבוהה של מאזן התשלומים, ושינויים בתשואות היחסיות הצפויות של הנכסים וההתחייבויות במטבע ישראלי לעומת אלו שבמטבע חוץ. שינויי תשואות אלו השפיעו על היקף הספיגה במאזן התשלומים, הביאו לתנודות בהרכב תיק הנכסים של הציבור, ומכאן — גם לשינויים במקורות היצע האשראי הבנקאי במטבע ישראלי. השינויים במקורות היצע האשראי נבעו מקיומם של שיעורי נוזלות דיפרנציאליים על הנכסים השונים. מדיניות האשראי שנקט בנק ישראל התמקדה בתקופה הנסקרת בוויתור מקורות האשראי, תוך שמירת תחום שיעורים גבוהים של הריבית הריאלית הדביטרית, יחסית לאשתקד. האמצעים לניהול מדיניות זו היו הסדר ההלוואה המוניטרית והריביות עליה, הריביות המשולמות על פיקדונות הבנקים בבנק ישראל ותקרת האשראי במטבע חוץ.

סך האשראי הבנקאי גדל בתקופה הנסקרת בשיעור נומינלי של 13.0 אחוזים בממוצע לחדש, לעומת 5.7 אחוזים, בממוצע לחדש, בתשעת החודשים הראשונים של 1983. במונחים ריאליים נמשכה שחיקתו — כ־5 אחוזים במשך התקופה הנסקרת.² הריבית הריאלית בדיעבד על האשראי החופשי (בכח"ד) היתה גבוהה מאשר ב־1983: היא נעה בין 0.7 — ל־4.6 אחוזים לחדש.

סך הנכסים הכספיים שבידי הציבור גדל בתקופה הנסקרת בשיעור נומינלי של 15.2 אחוזים, בממוצע לחדש — לעומת 5.8 אחוזים, בממוצע לחדש, בתשעת החודשים הראשונים של 1983. במונחים ריאליים גדלו סך הנכסים בכ־5 אחוזים, לאחר שחיקה שחלה בהם במהלך 1983, ובמיוחד בריבוע האחרון שלה. תוספת הנוזלות הנובעת מהסקטור הציבורי³ הסתכמה בתקופה הנסקרת בכ־141 מיליארדי שקלים. (ראה לוח 11 ב'). רמתה הריאלית היתה גבוהה כמעט פי שניים מזו של התקופה המקבילה אשתקד, אם כי נמוכה מרמת הריבוע האחרון של 1983 (ראה לוח 11 א') — שבו היתה גבוהה במיוחד, עקב הפעילות בשוק המניות הבנקאיות. מקור הגידול בתוספת זו, בתקופה הנסקרת, הוא הגירעון התקציבי של הסקטור הציבורי. גירעון זה גדל ריאלית בגלל היירידה החריפה בהיקף גביית המסים, שהיתה גדולה יותר מיירידת היקף תשלומי המקומיים של הסקטור הציבורי. (ראה לוח 13 א'). היירידה בהיקף התשלומים המקומיים של הסקטור הציבורי מותנה בריבוע השני של השנה, בשל כניסת-תלותו של ההסדר החדש של תוספת היוקר. במשך התקופה הנסקרת היה גיוס ההון לטווח בינוני וארוך של הסקטור הציבורי שלילי.⁴

רכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי בתקופה הנסקרת הסתכמו בכ־144 מיליארד שקלים (כ־820 מיליוני דולרים), רמה ריאלית הגבוהה בכ־90 אחוזים מזו של התקופה המקבילה אשתקד. רכישות אלו משקפות את ההתפתחות בגירעון הבסיסי של מאזן התשלומים, ואת השינויים שחלו בכיווני תנועות ההון — בעיקר אלה הקשורים לפעילות הפיננסית.⁵

ברביע הראשון של 1984 חל אמנם שיפור מסוים בגירעון הבסיסי של מאזן התשלומים, אך לעומתו נרשם פירעון הלוואות לחו"ל בהיקף נרחב. התוצאה המשולבת של שתי התפתחויות אלה היא גידול ברכישות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי כולו, בהשוואה לתשעת החודשים הראשונים של 1983. לקראת סוף הרביע השני

² מיצרף צר יותר של האשראי — סך האשראי למעט יהלומים, דלק, ספנות, תעופה ואשראי לתכניות חיסכון — המשמש כיעד למדיניות בנק ישראל, גדל בתקופה הנסקרת גידול נומינלי של 14.3 אחוזים בממוצע לחדש (לעומת 5.8 אחוזים בתשעת החודשים הראשונים של 1983), ובמונחים ריאליים ירד בכאחוז אחד.

³ סך תוספת הנוזלות מפעולותיו של הסקטור הציבורי כולל, נוסף על צורכי מימון הגירעון התקציבי של הסקטור הציבורי, גם את מתן האשראי נטו מהסקטור הציבורי לסקטור הפרטי ואת הסובסידיה הגלומה במתן אשראי זה בעבר.

⁴ במימון הגירעון בתקציב נשען הסקטור הציבורי בעיקר על פת"ם, שנוזלותו רבה. את גיוס ההון באמצעות פת"ם מכצע בנק ישראל, שאותו ניתן לראות כסוכן הממשלה לעניין זה, ולא הסקטור הציבורי, כפי שמקובל להגדירו (ממשלה, מוסדות לאומיים ורשויות מקומיות). לפיכך ניתן לראות בפת"ם אמצעי למימון עקיף של פעילות הסקטור הציבורי.

⁵ בתשעת החודשים הראשונים של 1983 נרשם יבוא הון בהיקף ניכר באמצעות מערכת הבנקאות וגופים הקשורים אליה, לשם תמיכה במניות. יבוא הון כזה לא היה בתקופה הנסקרת.

גברו רכישות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי. כיוון שברביע זה לא היו, ככל הנראה, רכישות מטבע חוץ משמעותיות של מערכת הבנקאות — נראה, שהגידול ברכישות הסקטור הפרטי משקף עלייה ניכרת ברכישות הסקטור הפרטי הלא־פיננסי.

כאמור, חלו במהלך התקופה הנסקרת שינויים בתשואה היחסית הצפויה על מטבע ישראלי לעומת מטבע חוץ. ברביע הראשון של השנה עלתה תשואה זו לעומת רמתה במהלך 1983, וזאת כתוצאה מכמה גורמים: לקראת סוף 1983 הועלתה הריבית על הפיקדונות השקליים הבלתי צמודים, ותקופת ההפקדה המינימלית בפק"ם קוצרה לשבוע; הציפיות הגבוהות לפיחות והחששות מפני הטלת מסים על הנכסים הכספיים, שאפיינו את התקופה שקדמה לפיחות של אוקטובר 1983, פחתו ברביע הראשון של 1984, וכן פחתה אי הוודאות שאפיינה את שוק ההון ברביע האחרון של 1983. גורמים אלו הביאו לשינוי הרכב תיק הנכסים הכספיים, ובפרט לתהליך של צבירת נכסים שקליים בהיקף נרחב, על חשבון צמצום הרליפה למאזן התשלומים, ובמדה מסוימת — על חשבון החזקת נכסים אחרים.

קצב הגידול הנומינלי של הפיקדונות השקליים הבלתי צמודים (למעט אמצעי תשלום) הגיע ברביע הראשון של 1984 ל־93 אחוזים — כ־36 אחוזים, במונחים ריאליים. (ראה לוח 6.6) שיעורי הנוטיות על הפיקדונות השקליים הבלתי צמודים נמוכים מאלו של נכסים אחרים, ולכן תרם שינוי הרכב תיק הנכסים לגידול ניכר במקורות השקליים של הבנקים. במקום גירעונות הנוטיות הגדולים נוצרו אצלם עודפי נוטיות, שהגדילו את כושר הרחבת האשראי במטבע ישראלי. כדי למתן השפעה מרחיבה זו, נקט בנק ישראל מהלך משולב:

- (א) העלה את הריבית על ההלוואה המוניטרית, במסגרת ההסדר⁶, שבו הועמדה בפני מערכת הבנקאות האפשרות לנצל הלוואה זו בריבית ריאלית ההולכת וגדלה עם עלייתה של רמת הניצול.
- (ב) האריך את תקופת המיצוע של גירעונות הנוטיות, והעלה את הריבית על פיקדונות הבנקים בבנק ישראל — צעדים ששימשו תמריץ להחזקת עודפי נוטיות.
- (ג) הנמך את תקרת האשראי במטבע חוץ כ־10 אחוזים.
- (ד) העלה את הריבית האפקטיבית על האשראי המוכווני, עם תחילת הפיכתו של האשראי הלא־צמוד בקרן הייצור ליצוא לאשראי צמוד למטבע חוץ.

עם זאת התאפשרה בתקופה זו — שבה חלה גם האצה בשיעור האינפלציה — התרחבות נומינלית גבוהה מזו שנרשמה אשתקד באשראי הבנקאי: סך האשראי גדל נומינלית בכ־41 אחוזים — פחות משיעור עליית המחירים, שהסתכם בכ־42 אחוזים⁷. הגידול בסך הנכסים הכספיים⁸ הוא גם הוא: אלו גדלו במשך הרביע הראשון כ־60 אחוזים, נומינלית, שהם כ־12 אחוזים במונחים ריאליים⁹. (ראה לוחות 5 ו־2).

ברביע השני של השנה עלתה במדה ניכרת התשואה היחסית הצפויה על מטבע חוץ. כרקע לעלייה זו פעלה ההחלטה על הקדמת הבחירות, שיצרה ציפיות להפעלת מדיניות מרחיבה יותר בטווח הקצר, בצד ציפיות לנקיטת מדיניות מרסנת חריפה יותר במועד מאוחר יותר; בפרט נוצרה ציפייה להטלת מסים על הנכסים הכספיים ולביצוע פיחות חד־פעמי גדול נוסף. תנאים אלו עודדו הגדלה ספקולטיבית חוזרת של הביקוש לנכסי צריכה כמכוניות ונסיעות לחו"ל, והגבירו את אי־הוודאות כשוק ההון, כשהציכור שב ומשנה את הרכב תיק נכסיו: מפסיק את גידול הנכסים השקליים, ושם ומגדיל את ביקושו לנכסים הנקובים במטבע חוץ (כגון פת"ם, בעיקר לקראת סוף התקופה הנסקרת), ובמדה חריפה מאוד — למטבע חוץ במזומן.

⁶ ב־23.2.84 הוחל הסדר חדש לגבי השימוש בהלוואה המוניטרית. לפי הסדר זה ניתנת ההלוואה בשלוש מדרגות ריבית: החלק הראשון הוא "ההלוואה הרגילה", שהיקפה הוגבל לכ־17 מיליארד שקלים; החלק השני הוא "ההלוואה המיוחדת", הניתנת בריבית גבוהה יותר, והיקפה נקבע ל־20 מיליארד שקלים; החלק השלישי הוא "ההלוואה לבנק הבורד", הניתנת בריבית הגבוהה דכ־3 נקודות אחוז מהריבית על ההלוואה המיוחדת. על פי ההסדר, שימוש בהלוואה הרגילה והמיוחדת מחייב את הבנקים לנצל את ההלוואה לבנק הבורד כאשר עומק הגירעון הוא מעל ל־20 אחוזים (לאחר שניצלו את ההלוואה הרגילה והמיוחדת).

⁷ האשראי המשמש כיעד למדיניות בנק ישראל (ראה הערה 2) גדל ריאלית כ־2 אחוזים במשך הרביע הראשון של השנה. סך הנכסים הכספיים, כפי הם מוגדרים בלוח 7, אינם כוללים קופות גמל, קרנות השתלמות ותכניות לביטוח חיים, שלגביהן יש רק נתונים שנתיים.

⁸ גידול ריאלי זה משופע גם מהריבית הריאלית על החוב הפנימי של הממשלה.

התפתחות זו מצאה ביטוי בהגברה ניכרת של רכישות מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, שגדלו בכ-28 אחוזים במונחים ריאליים לעומת הרביע הראשון של השנה, ובעליית שעריו של הדולר בשוק השחור¹⁰. הגידול בספיגת מאזן התשלומים והעלייה במשקל הפת"ם (ששיעור הנזילות עליו הוא 100 אחוזים) בתיק הנכסים הכספיים, תופעות שגברו לקראת סוף הרביע השני, הביאו לצמצום המקורות השקליים של הבנקים, ועקב כך — לצמצום בהיצע האשראי במטבע ישראלי ולכניסת הבנקים לגירעונות נזילות. בשל ההסדרים הקיימים¹¹ הניעו התפתחויות אלו את הבנקים להגדיל מאוד את ניצול ההלוואה המוניטרית שבנק ישראל העמיד לרשותם, בריבית ההולכת וגדלה עם עליית הניצול. הציפיות לפיחות, שהלכו והתעצמו, כאמור, לקראת סוף הרביע השני, הגדילו גם את הביקוש לאשראי במטבע ישראלי. השילוב בין צמצום ההיצע לגידול הביקוש הביא לעלייה בריבית הריאלית בחו"ד, שהגיעה לרמה גבוהה של כ-4.4 אחוזים לחודש. עליית הריבית מנעה דליפה גדולה יותר למאזן התשלומים, אך זאת במחיר הכבדה נוספת בנטל המימון של הסקטור העסקי.

בסיכומי של דבר, גדל האשראי הבנקאי ב-50 אחוזים נומינלית במשך הרביע השני של השנה, ובמונחים ריאליים חלה בו ירידה של 4 אחוזים¹². הגידול הנומינלי של סך הנכסים הכספיים הואש בתקופה זו לעומת הרביע הראשון: אלו גדלו ב-46 אחוזים, ובמונחים ריאליים אף נשחקו בכ-6 אחוזים¹³. במשך המחצית הראשונה של 1984 היו עליות כמעט רצופות בשיעור הריבית הנומינלית של האשראי במטבע מקומי, ובתחילת השנה החלו הבנקים גובים ריבית חודשית. הריבית הריאלית בדעבר עלתה לעומת הרביע האחרון של 1983¹⁴, והיתה חיונית כמעט בכל חודשי התקופה הנסקרת. הריבית הריאלית האפקטיבית הממוצעת בדעבר על אשראי חופשי במטבע ישראלי היתה כמחצית הראשונה של 1984 כ-2.3 אחוזים לחודש. (ראה לוח 4.)

קצב האינפלציה, שהוא מאד מאוקטובר ואילך, היה כמחצית הראשונה של 1984 14.3 אחוזים בממוצע לחודש (כ-400 אחוזים, במונחים שנתיים), לעומת כ-7.2 אחוזים בממוצע לחודש בתשעת החודשים הראשונים של 1983 (130 אחוזים במונחים שנתיים). ההאצה בעליית המחירים הושפעה מהצעדים שננקטו, בעקבות המשבר במאזן התשלומים, בסוף 1983 — משיעור הפיחות החד-פעמי הגדול והעלאת מחירי המוצרים המבוקשים באוקטובר 1983, מהרצון לשמר חלק גדול מפחות זה כפיחות ריאלי, ומהמשך הקיצוץ בשיעור הסובסידיות. תרגום של חלק מעליות המחירים שנבעו מגורמי עלויות לשיעורי האינפלציה הגבוהים, התאפשר הודות לתוספת הנזילות למשק, והודות לכך שבהסדרים המוניטריים הקיימים חלק גדול מהנכסים הפיננסיים צמוד לשער החליפין ולמדר, וחלקם הגדול הם נכסים נזילים, דהיינו ניתן לממשם ללא הפסדי הון גדולים. בתנאים אלה יכול הסקטור הפרטי לספק בעצמו את הנזילות הנחוצה להתמדתן של עליות המחירים.

המקורות לשינויים המוניטריים

הפעולות הכספיות של הסקטור הציבורי

תוספת הנזילות הנובעת מפעולות הסקטור הציבורי היתה כמעט כפולה, במונחים ריאליים, מזו של התקופה המקבילה אשתקד (ראה לוח 3א), אך נמוכה לעומת הרביע האחרון של 1983, שבו היתה הזרמה גבוהה במיוחד עקב הפעילות בשוק המניות הבנקאיות.

תרומתו של הסקטור הציבורי לתוספת הנכסים (ללא השפעת השיעור וצבירת הריבית) מייצגת את ההפרש שבין תשלומי הסקטור הציבורי (כולל תשלומים לאשראי) לבין תקבוליו ממסים. בתקופה הנסקרת הצטמצם

¹⁰ הפער בין שער הדולר בשוק השחור לבין השער הרשמי, שעמד על אחוזים בודדים בחודשים הראשונים של השנה, הגיע בסוף יוני עד לכ-39 אחוזים.

¹¹ ראה הערה 6.

¹² האשראי הממשמש כיעד למדיניות המוניטרית גדל נומינלית בכ-53 אחוזים, ורמתו הריאלית ירדה בכ-2 אחוזים.

¹³ יש לזכור, שסך הנכסים הכספיים, כפי שהם מוגדרים בלוח 7, אינם כוללים מטבע חוץ במזומנים, רכיב שגדל גידול ניכר במהלך הרביע השני של השנה.

¹⁴ הריבית הריאלית השליטית, בדעבר, שנרשמה ברביע האחרון של 1983, אינה בהכרח הריבית הריאלית הצפויה ברביע זה, שהיא הריבית הנקבעת למקבל ההחלטות; זאת בשל עליות המחירים והגדלות בתקופה זו, שבחלקן היו כנראה בלתי צפויות.

ריאלית היקף התשלומים של הסקטור הציבורי (כ־12 אחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד), אך תקבולי המסים הצטמצמו ריאלית עוד יותר (19 אחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד). הירידה האמורה בהיקף התשלומים של הסקטור הציבורי משקפת הקטנה של מתן אשראי מצד הממשלה, וככל הנראה גם ירידה בשכר הריאלי של עובדי הסקטור הציבורי, בעיקר ברביע הראשון של השנה. צמצום תקבולי המסים היה גדול יותר בהיקפו, ולכן התרחב במדה ניכרת הגירעון התקציבי של הממשלה, הן בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד (פי ארבעה במונחים ריאליים) והן בהשוואה למחצית השנה הקודמת (גידול ריאלי של 8 אחוזים)¹⁵. צמצום תקבולי המסים משקף כמה התפתחויות: ירידה בתקבולי מס ההכנסה על חברות ועצמאיים — במדה רבה, כנראה, בשל החוק למיסוי בתנאי אינפלציה; סיום תוקפו של "מילוה שלום הגליל"; ירידה בביקוש למוצרים עתירי מס (בעיקר ברביע הראשון של השנה); ירידה בתקבולי המסים מהבורסה עקב הצמצום במחזורי העסקאות, וירידה בתקבולי הביטוח הלאומי — כנראה בשל השחיקה בשכר הריאלי. בתקופה הנסקרת, כמו בשנת 1983, היה גיוס ההון הממשלתי לטווח בינוני וארוך שלילי¹⁶. ניתן להסביר תופעה זו השנה באי־הוודאות הכרוכה בהחזקת נכסים לטווח בינוני וארוך, בעקבות המשבר בשוק ההון ברביע האחרון של 1983, בעליית הכראיות של אחזקת נכסים פיננסיים אחרים, ובמלאי הגבוה של הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור.

תוספת הנזילות מבנק ישראל

במחצית הראשונה של 1984 פחתה תוספת הנזילות הנובעת מפעולות בנק ישראל: רמתה הריאלית הממוצעת היתה נמוכה ב־53 אחוזים מזו של תשעת החודשים הראשונים של 1983. (ראה לוח א'1). ההתפתחות במהלך התקופה לא היתה אחידה — ניכרה ספיגה במשך הרביע הראשון של השנה, והזרמה גדולה במשך הרביע השני.

בתחום מדיניות האשראי השקלי המשיך בנק ישראל להשתמש בהלוואה המוניטרית כאמצעי המרכזי לוויסות מקורות הנזילות של מערכת הבנקאות. בתקופה הנסקרת נוהל ויסות זה בעיקר באמצעות קביעת הריבית על ההלוואה המוניטרית. מן הראוי להדגיש, שמבחינות רבות דומה ההלוואה המוניטרית לגירעונות הנזילות¹⁷, אולם יתרונה בכך, שעלות השימוש בה ברורה, ולא כן הדבר לגבי גירעונות הנזילות. מסיבה זו מאפשר השימוש בהלוואה המוניטרית שליטה טובה יותר במקורות הנזילות של מערכת הבנקאות. התפתחות ההלוואה המוניטרית בתקופה הנסקרת הושפעה מהתנודות שחלו בתקופה זו במקורות השקליים של מערכת הבנקאות, וממדיניות בנק ישראל, שהתמקדה בייצוב הריבית הריאלית בתחום שיעורים גבוהים יותר מאשר בשנה הקודמת.

כאמור, גדלו מאוד המקורות השקליים של מערכת הבנקאות ברביע הראשון של השנה, וכן התרחב מאוד האשראי הבנקאי במטבע ישראלי. כדי למנוע לחצים לירידת הריבית הרביטרית, שמצב זה עלול היה לגרום, נקט בנק ישראל שני צעדים: (א) הועלתה הריבית על ההלוואה המוניטרית, והדבר הניע את הבנקים לפרוע חלק גדול ממנה. (בסוף מארס הגיעה יתרת ההלוואה המוניטרית ל־8.7 מיליארד שקלים בלבד, לעומת כ־32 מיליארד שקלים בסוף 1983). (ב) הוארכה תקופת המיצוץ של גירעונות הנזילות, והועלתה הריבית על הפיקדונות השקליים של הבנקים בבנק ישראל. שני צעדים אלו היוו תמריץ לבנקים להחזיק עורפי נזילות. ברביע השני של השנה הצטמצמו המקורות השקליים של מערכת הבנקאות, וכן גדל הביקוש לאשראי במטבע ישראלי — כנראה בשל התחזקות הציפיות לפיחות גדול לקראת סופו של הרביע, עם התקרבות מועד

¹⁵ אומדני עודף הביקוש, המופיעים בלוח 3, אינם כוללים את תשלומי הריבית על החוב הפנימי, ולכן ניתן ללמוד מהם על מגמת עודף הביקוש — ולא על רמתו.

¹⁶ הנתון לרביע השני של 1984 מוטה כלפי מעלה, שכן לא כלולים בו חלק מהפריזנות, שחלו ב־30 ליוני, ונרתו לחודש יולי משום שהנאריך זה חל בשבת.

¹⁷ בין צורת הרישום של ההלוואה המוניטרית לבין זו של גירעונות הנזילות קיים הבדל, אם כי איננו עקרוני: ההלוואה המוניטרית נרשמת כאספקת נזילות, המשפיעה על כסיס הכסף, ואילו גירעונות הנזילות מתבטאים בהרחבה הנובעת ממערכת הבנקאות.

הבחירות. בעקבות זאת הגדילו הבנקים את ניצול ההלוואה המוניטרית, שהיקפה הגיע ל-39 מיליארד שקלים בסוף חודש יוני. בתקופה זו המשיך בנק ישראל להתאים את הריבית על ההלוואה המוניטרית לאינפלציה הצפויה, ובחודש מאי הפחית את הריבית הנומינלית עליה, כך שעלותה הריאלית הצפויה של ההלוואה המוניטרית לא השתנתה בתקופה זו.

נוסף על ההלוואה המוניטרית, מושפעת תוספת הנוזלות מבנק ישראל גם מן ההזרמה בגין האשראי המוכוון. היקפה של הזרמה זו היה נמוך, יחסית, במשך הרביעי הראשון של 1984, בשל גורמים עונתיים — סיום שנת המימון — וכן בשל החלת הסדר בקרן ייצור ליצוא, שלפיו האשראי השקלי, שניתן עד כה בידי בנק ישראל בניכיון משנה, מוחלף בהדרגה באשראי צמוד למטבע חוץ הניתן, מאמצעי הבנקים¹⁸. ההזרמה במסגרת זו גדלה במשך הרביעי השני של השנה, שהוא ראשית שנת המימון של האשראי המוכוון.

פעולות הסקטור הפרטי במטבע חוץ

במחצית הראשונה של 1984 היו רכישות מטבע חוץ גבוהות בכ-58 אחוזים ריאלית מהרמה הממוצעת ששררה בשלושה הרביעים הראשונים של 1983, אם כי רמתן נפלה בכ-44 אחוזים מרמת הרכישות החריגות ברביעי האחרון של 1983. (ראה לוח 1א').

הגידול בהיקף הרב של רכישות מטבע החוץ אירע למרות השיפור שחל כנראה בגירעון בחשבון השוטר של הסקטור הפרטי, והוא מבטא ירידה ברמת יבוא ההון של הסקטור הפרטי בהשוואה לאשקד, וייתכן שגם פירעון הלוואות לחו"ל¹⁹. התפתחויות אלו, שהתרחשו חרף רמת ריבית גבוהה בתקופה הנסקרת, גברו לקראת סוף הרביעי השני של השנה, והושפעו מחששות מפני מסוי הנכסים הכספיים ומציפויות לפיחות חד-פעמי גדול נוסף לאחר הבחירות.

היקפן הגדול של רכישות מטבע החוץ הושפע מאוד מהזרמת הנוזלות הרבה בתקופה הנסקרת. מאזן התשלומים ספג כשלושה רבעים מהיקף תוספת הנוזלות. התעצמות היקף רכישות מטבע החוץ בשבועות שלפני הבחירות הניעה את הרשויות להטיל הגבלות נוספות על השימוש במטבע חוץ: ב-24 ביולי בוטל ההיתר להעברת מטבע חוץ לחו"ל לתמיכות ולמתנות; ההיתר להעברת מטבע חוץ לחו"ל לצורך מקדמות ליבוא סחורות בוטל עד ל-1.11.84; ההיתר ליבוא מוצרים מסוימים הותנה עד לנובמבר. במתן אשראי לטווח ארוך ליבואן, לצורך התשלום; כן נאסר פירעון הלוואות לפני המועד. נוסף על כך, הוטל מס ערך מוסף בשיעור של 15 אחוזים על רכישת מטבע חוץ לשירותי תיירות יוצאת ועל יבוא שירותים.

האשראי הבנקאי ושיעורי הריבית

סך האשראי הבנקאי לציבור עלה נומינלית בתקופה הנסקרת ב-13 אחוזים לחודש בממוצע, לעומת קצב גידול נומינלי של כ-7.5 אחוזים בממוצע ב-1983. (ראה לוח 5). שיעור הגידול הנומינלי ב-1984 היה נמוך מקצב עליית המחירים, ולכן פחת אשראי זה ריאלית בכ-5 אחוזים במשך התקופה. מיצרף האשראי הבנקאי, המשמש כיעד למדיניות בנק ישראל²⁰ — מיצרף צר במקצת מסך האשראי הבנקאי לציבור — עלה נומינלית בקצב מהיר יותר — 14.3 אחוזים לחודש, ובמונחים ריאליים שררה בו יציבות. התפתחות האשראי על פני התקופה לא היתה אחידה: במשך הרביעי הראשון היתה רמתו הריאלית יציבה, ובמשך הרביעי השני ירדה. התפתחות סך האשראי משקפת שילוב של השפעות על ההיצע והביקוש, הן של האשראי החופשי במטבע ישראלי ושל האשראי החופשי במטבע חוץ (החסום בתקרות) והן של האשראי המוכוון. השפעות אלו השתנו גם במהלך התקופה הנסקרת: ברביעי הראשון של השנה גדלו מאוד המקורות השקליים של מערכת הבנקאות,

¹⁸ תוספת הנוזלות בגין האשראי המוכוון הושפעה גם משינויים טכניים ברישום הסוכסדיה הגלומה בו. בחודש מארס נרשמה התמיכה הגלומה באשראי המוכוון כהזרמה של הממשלה וכספיגה של בנק ישראל.

¹⁹ יש לזכור, כי בשלושת הרביעים הראשונים של 1983 ייבאה מערכת הבנקאות הון בהיקף ניכר לצורך תמיכה בשוק המניות.

²⁰ אשראי זה מוגדר כסך האשראי הבנקאי לציבור בניכוי אשראי לרלק, ליהלומים, לספנות, לתעופה ולתכניות חיסכון. ניכוי סעיפים אלו משקף את ההנחה, שהשפעתם על הפעילות הכלכלית ועל הביקושים המקומיים מצומצמת, יחסית.

עם העלאת הריבית על פיקדונות אלו, שדרישות הנוילות עליהם נמוכות. בעקבות זאת גדל כושר הרחבת האשראי במטבע ישראלי. כדי למנוע התרחבות רבה מדי באשראי, נקט בנק ישראל צעדים בתחום האשראי החופשי במטבע ישראלי ובמטבע חוץ ובתחום האשראי המוכון (צעדים שפורטו לעיל), ובזאת פעל לצמצום ההיצע הכולל של האשראי הבנקאי. נראה, שהגורם המרכזי, שהשפיע על הביקוש לאשראי, היה צמצום הביקושים המקומיים. ההשפעות הנוגדות על ההיצע והביקוש של האשראי ברביע הראשון של השנה מתבטאות במגמות שונות בהתפתחות רכיביו של האשראי: סך האשראי החופשי (למעט דלק) גדל ריאלי ב-4 אחוזים, ובתוכו התרחב האשראי החופשי במטבע ישראלי ב-6 אחוזים בכמותו, ואילו האשראי החופשי במטבע חוץ (למעט דלק) ירד ריאלי ב-2 אחוזים. בתקופה זו הצטמצם האשראי המוכון בשל ירידה ריאלי באשראי ליהלומים.

ברביע השני של השנה באה לידי ביטוי השפעת הבחירות המתקרבות. השינוי בהרכב תיק הנכסים (שתואר לעיל) הביא לצמצום המקורות השקליים של מערכת הבנקאות ולצמצום היצע האשראי במטבע ישראלי. הבנקים קיזזו חלק מצמצום היצע זה באמצעות יצירת גירעונות נוילות והגדלת הניצול של ההלוואה המוניטרית. לקראת סוף רביע זה גדל, כנראה, גם הביקוש לאשראי במטבע ישראלי, בעקבות התחזקות הציפיות לצעדים כלכליים לאחר הבחירות. התפתחויות אלו הביאו לעליית הריבית הריאלית בחח"ד. עליית הציפיות לפיחות, בעיקר לקראת סוף רביע זה, הביאה לירידה בביקוש לאשראי במטבע חוץ. השפעתם המשולבת של הגורמים שפעלו על ההיצע ועל הביקוש בתקופה זו משתקפת כירידה ריאלי של כ-4 אחוזים באשראי החופשי (למעט דלק): האשראי החופשי במטבע ישראלי ירד בכאחוז אחד, והאשראי החופשי במטבע חוץ (למעט דלק) — ב-9 אחוזים. האשראי המוכון המשיך לרדת, בשל ירידה ריאלי ברכיביו הצמודים למטבע חוץ.

שיעורי הריבית הנומינליים האפקטיביים על האשראי החופשי במטבע מקומי, שפיגרו אחרי האצת עליית המחירים ברביע האחרון של 1983, שבו והדביקו אותה במחצית הראשונה של 1984. רמתם החודשית הממוצעת של שערים אלו עלתה מ-11.7 אחוזים ברביע האחרון של 1983 ל-15.3 אחוזים ברביע הראשון של 1984 ול-18.6 אחוזים ברביע השני של השנה. בריבית הריאלית החודשית בדעיבר חלו תנודות, בעיקר בשל תנודות בשיעור החודשי של האינפלציה. עם זאת נראה, כי לאחר שברביע האחרון של 1983 היתה הריבית הריאלית הממוצעת שלילית, היא עלתה והפכה לחיובית בכל אחד משני הרבעים הראשונים של 1984.

תיק הנכסים הכספיים והרכבו

סך תיק הנכסים הכספיים של הציבור גדל בתקופה הנסקרת בשיעור נומינלי חודשי של 15.2 אחוזים, המהווים עלייה ריאלי של כ-5 אחוזים. (ראה לוחות 6 ו-2). ההתפתחות על פני התקופה לא היתה אחידה — גידול ריאלי של כ-12 אחוזים במשך הרביע הראשון של השנה ושחיקה של כ-6 אחוזים במשך הרביע השני שלה²¹. שינוי זה נגרם עקב התנודות בביקוש הציבור, הן לנכסים פיננסיים והן לנכסים אחרים, תנודות שהתבטאו גם בהתפתחות רכיביו השונים של תיק הנכסים: אמצעי התשלום ירדו במשך התקופה הנסקרת בכ-17 אחוזים, במונחים ריאליים. ירידה זו משקפת את התאמת ביקושו של הציבור לעלייה במחיר החזקת הכסף, עם ההאצה בשיעור האינפלציה. בסוף התקופה החלו חלק מהבנקים לשלם ריבית על יתרות חיוביות בחשבונות עו"ש²².

במהלך התקופה הנסקרת חלו שינויים בתשואות היחסיות הצפויות על הנכסים השונים. בחודשים הראשונים של 1984 הועלתה במדה משמעותית הריבית על הנכסים השקליים הבלתי צמודים²³, ותקופת

²¹ תיק הנכסים הכספיים (המפורטים בלוח 7) אינו כולל את מטבע החוץ במזומן שבידי הציבור. רכיב זה גדל במדה ניכרת במהלך התקופה הנסקרת, ובמיוחד לקראת סופה. לכן תמונה ההתפתחויות מצד תיק הנכסים אינה שלמה.

²² ריבית זו משולמת בפיגור, לעומת הריבית על התפ"ס והפק"ם, ותשלומה הותנה בכמה תנאים: כך, למשל, משלמים חלק מהבנקים ריבית רק על יתרות שערכן 50–300 דולרים (לפי שער הדולר בסוף החודש) והמחזיקות בחשבון לפחות שלושה ימים. תשלום הריבית על עו"ש הוא הסדר חדש, ניסיוני, שפרטו ייבחנו שוב בעתיד.

²³ בתקופה זו עלתה הריבית האפקטיבית השנתית על תפ"ס לשבועיים מכ-145 אחוזים לכ-236 אחוזים.

ההפקדה המינימלית בפק"ם קוצרה לשבוע. גורמים אלה — וכן הירידה בציפיות לפיחות, לאחר הפיחות הגדול שבוצע באוקטובר, וירידת אימון הציבור בנכסים הפיננסיים הממשלתיים לטווח בינוני וארוך — הביאו לגידול ריאלי של כ־36 אחוזים ביתרת הפק"ם והתפ"ס ולעליית משקלם בתיק הנכסים, מ־3.7 אחוזים בסוף 1983 ל־4.5 אחוזים בסוף הרביעי הראשון של 1984. (ראה לוחות 6 ו־7). הגידול במשקל הנכסים השקליים הבלתי צמודים בא הן על חשבון הפת"ם²⁴ ואיגרות החוב הסחירות, שהם נכסים נזילים יחסית, והן על חשבון הנכסים לטווח בינוני, שמדת נזילותם נמוכה יותר. היתרה הריאלית של תכניות החיסכון הרגילות נשארה בתקופה זו יציבה, אולם משקלה בתיק הנכסים ירד מ־28 אחוזים בסוף 1983 לכ־25 אחוזים בסוף הרביעי הראשון²⁵. אם מוסיפים לתכניות החיסכון הרגילות את המניות שהופקדו בפיקדון למשמרת, מתקבל, כי משקלן של סך תכניות החיסכון בתיק הנכסים הגיע ל־32 אחוזים. (ראה לוח 6).

ברביע הראשון של השנה היתה התאוששות מסוימת בשוק המניות, תוך עלייה ריאלית של כשליש הן בשערי המניות הבנקאיות והן בשערי המניות האחרות. יש לציין, שההתפתחויות של סוף שנת 1983 שינו במדה רבה את אופיין של המניות הבנקאיות, שנחשבו קודם לכן לנכס נזיל, למרות תשואתן הגבוהה: אמנם נוצרה התחייבות, שלא היתה קיימת בעבר, לפרען בערך דולרי נתון בעתיד, אך הן איבדו את התכונה של נכס נזיל הנושא תשואה גבוהה.

גראה, שהגידול בערכו הריאלי של כלל תיק הנכסים במשך הרביעי הראשון של השנה מורה על עלייה בביקוש לנכסים כספיים, לאחר שהם נשחקו מאוד במהלך הרביעי האחרון של 1983.

ברביע השני של השנה בולט בהרכב תיק הנכסים של הציבור שינוי בכיוון ההפוך, וזאת על רקע הקדמת הבחירות והחששות מן הצעדים הכלכליים שיינקטו אחריהן. חששות אלו הניעו את הציבור להעדיף נכסים צמודים למטבע חוץ (פת"ם) — ובמדה רבה מטבע חוץ במוזמנים — ולהגביר את הרכישה של מוצרי יבוא. הצבירה בפת"ם גדלה מאוד בתקופה זו, ויתרתו הריאלית עלתה. לעומת זאת פחתה מאוד צבירת הנכסים השקליים הבלתי צמודים, ויתרתם הריאלית ירדה ירידה ניכרת. זו של הפק"ם והתפ"ס ירדה ב־21 אחוזים במהלך הרביעי השני של השנה.

במחצית השנייה של חודש יוני החל בנק ישראל מנפיק נכס חדש — מילווה קצר מועד בלתי צמוד, הנמכר במכרז. מילווה זה, הנסחר בבורסה, נמכר ביחידות מינימליות של מיליון שקלים, אם כי קיימת גם אפשרות להחזקה משותפת. היתרון שבהנהגת מילווה קצר מועד הוא בהגברת השליטה על המקורות השקליים של מערכת הבנקאות. זאת ועוד: בהיותו תחליף לנכסים לטווח קצר שמציעה מערכת הבנקאות, הוא משמש תמריץ להתאמה מהירה יותר של שיעורי הריבית הקרדיטורית.

ההתפתחויות הכלכליות הריאליות

בשבועת החורשים הראשונים של 1984 אפיינו את המשק הישראלי כמה התפתחויות מדאגות: קצב מהיר מאוד של עליות מחירים, רמה נמוכה של פעילות כלכלית וגידול באבטלה. השימושים המקומיים פחתו בראשית השנה, אך במהלך הרביעי השני הם שבו וגרלו, לפחות בחלקם. השיפור במאזן המסחרי נמשך במהלך התקופה הנסקרת, אם כי קצב השיפור מותן ברביע השני.

הרביע הראשון של 1984 עמד בסימן המשך המגמות שאפיינו את סוף השנה הקודמת: הצריכה הציבורית ירדה ב־3.7 אחוזים, לאחר עלייה רצופה מאז הרביעי השני של 1983, אך רמתה נשארה גבוהה יותר מאשר בשלושת הרביעים הראשונים של אותה שנה. בצריכה הפרטית חלה ברביע זה ירידה של כ־4 אחוזים, בהמשך לתהליך שהחל באמצע 1983, ולאחר גידול מהיר מאוד בשנים 1981 ו־1982 ובראשית

²⁴ למרות הירידה במשקל הפת"ם בתיק הנכסים, נמשכה בו הצבירה (שהתרכזה בעיקר בפת"ם עו"ש), אם כי בהיקף קטן יותר מאשר בשנה הקודמת.

²⁵ נתון זה נכס על תכניות החיסכון הרגילות, ללא מניות בנקאיות שהופקדו בפיקדון למשמרת. במסגרת הסדר המניות הבנקאיות, לעומת זאת נכללות מניות אלו בנתוני תכניות החיסכון בלוח 7.

1983. ברכיבי הצריכה הפרטית בולטת הירידה במוצרים בני הקיימא. את תהליך הירידה ניתן להסביר בכמה גורמים: הייקור היחסי של היבוא, החל מאמצע 1983, התממשות הציפיות לפיחות חד-פעמי גדול, ירידת שערי המניות הנקאיות, שחיקה גדולה ברכוש הפיננסי, ירידה ריאלית של השכר וגידול שיעור האבטלה. ההשקעה המקומית הגולמית ירדה ברביע הראשון של השנה ב־7 אחוזים, בהמשך לירידה ברביע האחרון של 1983. במיוחד פחת יבוא כלי תחבורה יבשתיים ורכישות מכונות וציור מייצור מקומי. גם כאן הושפעה הירידה מצעדי המדיניות שננקטו בסוף 1983, שייקרו את מחיר נכסי ההשקעה מיבוא, צמצמו את התמריץ הספקולטיבי להקדמת רכישות של נכסים כאלה ופגעו ברמת הביקושים והפעילות המקומית.

בסוף 1983 ובחצי הראשון של 1984 חל שיפור בולט בחשבון הסחורות והשירותים במאזן התשלומים, בין היתר בהשפעת צעדי המדיניות שננקטו החל מאמצע 1983 ותהליך ההתאוששות בשוק העולמי. גם הגירעון המסחרי (למעט דלק ויהלומים, ובניכוי עונתיות) פחת באותו זמן, ואילו בחוב החיצוני חלה התייצבות. הירידה בגירעון המסחרי ברביע הראשון משקפת גידול ביצוא והתייצבות ביבוא הסחורות (ללא דלק ויהלומים).

אומדני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של 1984 מצביעים על אי שינוי בתוצר, לאחר ירידה בסוף 1983. רמת התעסוקה ברביע זה נשארה יציבה, תוך ירידת שיעור התעסוקה בסקטור העסקי ועלייה באבטלה (5.7 אחוזים לעומת 4.4 אחוזים בממוצע בשלושת הרבועים הראשונים של 1983).

לאחר ירידה ריאלית תלולה בשכר למשרת שכיר ברביע האחרון של 1983, הוא שב ועלה ב־3 אחוזים ברביע הראשון של 1984.

ברביע השני של השנה, עם התקרב מועד הבחירות, בולטת עלייה בצריכה הפרטית, ובפרט בביקוש למוצרים בני קיימא (בייחוד למכוניות) ולנסיעות לחו"ל. אלו גדלו על רקע חששות מהטלת מסים על נכסים פיננסיים ומפיחות גדול נוסף. ברביע זה גדלו גם הוצאות הממשלה (ללא מתן אשראי), אם כי אין בירינו מידע על התחלקותו של שינוי זה בין צריכה ציבורית לתשלומים אחרים. לעומת זאת, מורים אינדיקטורים חלקיים, כגון ירידה ביבוא נכסי ההשקעה, על ירידה אפשרית בפעולות ההשקעה ברביע זה. בסחר החוץ נרשמה ירידה קלה בגירעון המסחרי, אך ביולי הוא שב ועלה. הירידה בגירעון המסחרי ברביע השני משקפת הן ירידה ביצוא והן ירידה ביבוא. השפל בשוק העבודה נמשך ואף החרף: נמשכה העלייה בשיעור האבטלה (שהגיע ל־5.9 אחוזים), וחלה ירידה בשיעור התעסוקה. השכר הריאלי עלה ברביע השני ב־10 אחוזים ויותר לעומת הרביע הראשון של השנה, ובזאת חזר לרמתו הממוצעת ב־1983. התפתחות זו נגרמה בעקבות הפעלתו של ההסדר החדש של תוספת היוקר, מחודש מאי ואילך.

המלצות למדיניות כלכלית

המצב הנוכחי החמור בתחום האינפלציה ומאזן התשלומים מחייב הפעלה מהירה של תכנית כלכלית כוללת למשק הישראלי. יעדיה המרכזיים של תכנית זו צריכים להיות:

- א. הפחתה דרסטית של האינפלציה, משיעוריה הנוכחיים — לשיעורים השוררים כיום במרבית ארצות המערב.

- ב. שיפור של מאזן התשלומים, כך שעודף היבוא יצומצם לממדים הניתנים למימון מהמקורות היציבים של המשק (העברות חד-צדדיות והלוואות לטווח ארוך).

- ג. לאחר מכן — חידוש הצמיחה הכלכלית של הסקטור העסקי, הנשענת על גידול היצוא והחלפת היבוא.

תזכיר המפרט צעדי מדיניות כלכלית כוללת, הדרושים בתחומי המדיניות השונים, הוגש לממשלה לפני כשבועיים, ומצורף כנספח לדין וחשבון זה.

ריסון האינפלציה ושיפור מאזן התשלומים מחייבים צעדים משמעותיים לריסון התקציב (בעיקר בתחום תקציב הפעולות), יחד עם מדיניות מוניטרית מרסנת. אמנה חברתית בין העובדים, המעסיקים והממשלה תביא למעבר מהיר וחלק ככל האפשר לעידן של יציבות מחירים, תוך הרחקת סכנת האבטלה.

לוח 1 א'

המקורות והתחלקות של תוספת הנזילות הנומיןלית בגין עירוים חיצוניים, 1982 עד אוגוסט 1984
(ממוצע חודשי, מיליוני שקלים, מחירי דצמבר 1982)

1984					1983					1982
אוגוסט'	יולי	רביע II	רביע I	סך הכול	רביע IV	רביע III	רביע II	רביע I	סך הכול	סך הכול
מקורות תוספת הנזילות המקומית										
(1) מקורות תוספת הנזילות										
11,872	6,583	3,997	5,859	6,006	11,175	7,275	1,610	4,249	6,077	6,452
-7,445	11,646	4,025	-1,909	1,318	3,693	806	2,365	3,563	2,607	-820
443	2,405	1,898	511	1,260	2,108	823	1,071	29	1,008	-1,888
-3,723	7,967	1,670	-2,250	313	2,571	646	222	1,637	1,269	480
-4,165	1,274	457	-170	-254	-986	-663	1,071	1,897	330	587
(3) סך כל תוספת הנזילות בגין עירוים חיצוניים = (1) + (2)										
4,427	18,229	8,022	3,950	7,324	14,869	8,081	3,975	7,812	8,684	5,632
4,664	21,065	5,352	4,171	6,787	8,561	4,089	1,808	3,165	4,406	1,622
-237	-2,836	2,670	-222	537	6,308	3,992	2,167	4,647	4,278	4,010
(5) תוספת הנזילות המקומית נטו = (3) - (4)										
התחלקות תוספת הנזילות המקומית										
4,713	3,183	4,579	593	2,927	6,831	3,154	4,899	2,993	4,469	861
5,576	5,117	758	1,474	2,173	2,236	-1,196	1,364	3,880	1,571	1,167
170	-1,092	17	-1,262	-582	-339	-427	-737	-1,754	-814	-850
-1,033	-842	3,804	381	1,335	4,934	4,777	4,272	867	3,713	544
-4,950	-6,019	-1,909	-815	-2,390	-523	838	-2,732	1,654	-191	3,149
-4,796	-5,702	-2,267	-1,532	-2,735	-1,915	830	-1,995	1,197	-471	2,530
-154	-317	358	718	345	1,392	8	-737	457	280	619
(7) התוספת לבסיס הנכסים הלא-נזילים. סה"כ										
א. חיסכון לטווח ארוך ²										
ב. פת"ם פיצויים										

¹¹ עודף הניקוש של הסקטור הציבורי (ממשלה + סוכנות) + מתן אשראי נטו של הממשלה לסקטור הפרטי.

¹² גיוס הון נטו לטווח ארוך של הממשלה לכיסוי תכניות החיסכון, קופות הגמל והתכניות לביטוח חיים.

¹³ חושב לפי אומדן עליית מחירים של 15.5 אחוזים.

לוח 1 ב'

המקורות וההתחלקות של תוספת הנזילות הנומינלית בגין עירויים חיצוניים, 1982 עד אוגוסט 1984
(ממוצע חודשי, מיליוני שקלים)

1982		1983					1984		
סך	סך	רביע I	רביע II	רביע III	רביע IV	סך	רביע I	רביע II	אוגוסט
הכול	הכול					הכול			יולי
מקורות תוספת הנזילות המקומית									
(1) מקורות תוספת הנזילות									
הנובעת מהסקטור הציבורי ¹	4,322	12,163	5,049	2,485	12,503	28,614	22,771	24,279	47,882
(2) תוספת הנזילות מבנק ישראל: סה"כ	-1,085	4,482	4,072	3,341	1,330	9,183	-6,973	22,336	84,629
א. בגין אשראי מוכווני	-1,404	2,060	10	1,472	1,296	5,462	1,471	10,370	17,478
ב. הלוואה מוניטרית	151	2,504	1,879	335	1,097	6,707	-7,710	10,092	57,892
ג. גורמים אחרים	168	-83	2,182	1,535	-1,063	-2,985	-734	1,874	9,259
(3) סך כל תוספת הנזילות בגין עירויים חיצוניים (1)+(2)	3,237	16,644	9,120	5,826	13,833	37,797	15,798	46,615	132,511
(4) רכישת מטבע חוץ על ידי הציבור	748	8,464	3,934	2,632	6,588	20,703	16,097	31,841	153,077
(5) תוספת הנזילות המקומית נטו (3)-(4)	2,489	8,180	5,187	3,194	7,245	17,094	2,619	14,774	-20,566
התחלקות תוספת הנזילות המקומית									
(6) התוספת לבסיס הנכסים הנזילים: סה"כ	412	8,506	3,248	7,242	5,592	17,943	2,420	25,469	23,129
א. הרפסה = שינוי בבסיס הכסף	800	2,638	4,358	2,054	-1,877	6,016	5,173	2,172	37,186
ב. אג"ח	-526	-1,241	-2,036	-1,029	-775	-1,126	-2,190	437	-7,938
ג. פת"ם	138	7,110	925	6,217	8,244	13,053	7,231	22,860	-6,119
(7) התוספת לבסיס הנכסים הלא נזילים: סה"כ	2,078	-326	1,939	-4,048	1,653	-849	-2,719	-10,695	-43,695
א. חיסכון לטווח ארוך ²	1,644	-1,184	1,417	-2,934	1,538	-4,755	-5,277	-12,587	-41,391
ב. פת"ם פיצויים	433	857	522	-1,114	115	3,906	1,219	2,558	-2,304

¹ עורף הביקוש של הסקטור הציבורי (ממשלה + סוכנות) + מתן אשראי נטו של הממשלה לסקטור הפרטי.

² גיוס הון נטו לטווח ארוך של הממשלה לכיסוי תכניות החיסכון, קופות הגמל וביטוח חיים.

לוח 2א'

המקורות לשינויים בערך הנכסים הכספיים הנוזלים, 1982 עד אוגוסט 1984
(ממוצע חודשי, מיליוני שקלים, מחירי דצמבר 1982)

1984					1983					1982
אוגוסט ⁵	יולי	רביע II	רביע I	סך הכול	רביע IV	רביע III	רביע II	רביע I	סך הכול	סך הכול
(1) תרומת הסקטור הציבורי לנכסים הכספיים הנוזלים ¹										
16,668	12,285	6,265	7,391	8,740	13,090	6,445	3,604	3,052	6,548	3,922
-3,280	10,372	3,568	-1,739	1,572	4,679	1,469	1,294	1,666	2,277	-1,407
(2) ניכיון משנה מבנק ישראל ²										
(3) מכירות או קניות (—) מט"ח של הסקטור הפרטי										
-4,664	-21,065	-5,352	-4,171	-6,787	-8,561	-4,089	-1,808	-3,165	-4,406	-1,622
(4) ההרחבה הנובעת מהפעילות הבנקאית המקומית ³										
3,800	526	1,456	7,913	4,054	-200	2,150	716	2,124	1,197	2,738
-4,012	1,591	98	-888	-599	-2,377	-671	1,809	1,440	50	-32
(5) גורמים אחרים ⁴										
(6) רכישת נכסים כספיים נוזלים (1)+(2)+(3)+(4)+(5)										
8,513	3,708	6,036	8,506	6,981	6,631	5,304	5,614	5,117	5,667	3,599
7,213	3,799	4,074	8,854	6,225	5,144	2,160	2,865	5,574	3,936	4,072
1,129	1,002	1,945	914	1,338	1,827	3,572	3,487	1,297	2,545	377
170	-1,092	17	-1,262	-582	-339	-427	-737	-1,754	-814	-850
31,723	32,270	28,601	24,296	27,836	30,878	16,499	13,420	10,734	17,883	13,889
(7) הפרשי שערים לפת"ם ואג"ח										
(8) סך השינוי בערך הנכסים הכספיים הנוזלים (6)+(7)										
40,236	35,978	34,636	32,803	34,817	37,508	21,803	19,035	15,852	23,550	17,488

¹ כולל הזרמת הסקטור הציבורי בתוספת גיוס הון נטו באמצעות איגרות חוב מסוג "ציבור" (טורים 2 ו-3 בלוח 3). גיוס ההון כולל גם איגרות חוב דולריות, שהנפיקו פירמות. לכן אומדן התרומה לנכסים הכספיים הנוזלים מוטה כלפי מעלה.

² סעיפים 2א ו-2ב בלוח 1.

³ כולל השתתפות הבנקים באשראי המוכוון.

⁴ כולל זרמי כספים הנובעים מחשבונות רווח והפסד של בנק ישראל (כמו ריבית וקנסות) ומתנועות בפת"ם פיצויים (6 פחות 16 בלוח 1).

⁵ חושב לפי אומדן עליית מחירים של 15.5 אחוזים.

לוח 2ב'

המקורות לשינויים בערך הנכסים הכספיים הנזילים, עד אוגוסט 1984
(ממוצע חודשי, מיליוני שקלים)

	1984					1983					1982
	אוגוסט	יולי	רביעי II	רביעי I	סך הכול	רביעי IV	רביעי III	רביעי II	רביעי I	סך הכול	סך הכול
(1) תרומת הסקטור הציבורי לנכסים הכספיים הנזילים ¹	139,895	89,273	36,866	28,048	52,988	33,369	10,965	5,419	3,632	13,346	2,677
(2) נכיון משנה מבנק ישראל ²	-27,527	75,370	20,462	-6,239	11,314	12,169	2,393	1,806	1,890	4,564	-1,253
(3) מכירות או קניות (—) של מט"ח בידו הסקטור הפרטי	-39,145	-153,077	-31,841	-16,097	-42,005	-20,703	-6,588	-2,632	-3,934	-8,464	-748
(4) ההרחבה הנובעת מהפעילות הבנקאית המקומית ³	31,300	3,174	7,638	29,984	18,417	-956	3,221	845	2,474	1,396	2,113
(5) גורמים אחרים ⁴	-33,670	11,563	-17	-3,292	-4,004	-6,891	-1,177	2,649	1,660	-940	-265
(6) רכישת נכסים כספיים נזילים	70,852	26,303	33,107	32,403	36,711	16,987	8,814	8,087	5,722	9,902	2,524
(5)+(4)+(3)+(2)+(1)	60,543	27,604	22,067	33,526	31,866	14,028	3,757	4,229	6,367	7,095	3,126
מזה: אמצעי תשלום ותפ"ס	8,879	6,637	10,603	2,985	7,035	4,085	5,831	4,886	1,391	4,048	-76
פת"ס	1,430	-7,938	437	-4,108	-2,190	-1,126	-775	-1,029	-2,036	-1,241	-526
אג"ח	266,852	235,139	165,408	91,274	159,005	78,678	28,812	19,539	12,387	34,854	9,309
(7) הפרשי שערים לפת"ס ואג"ח											
(8) סך השינוי בערך הנכסים הכספיים הנזילים (6)+(7)	337,705	261,442	198,515	123,678	195,716	95,665	37,625	27,625	18,108	44,756	11,834

" כולל הזרמת הסקטור הציבורי, בתוספת גיוס הון נטו באמצעות איגרות חוב מסוג "ציבור" (טורים 2 ו-3 בלוח 3). גיוס ההון כולל גם איגרות חוב דולריות, שהנפיקו פירמות. לכן אומדן התרומה לנכסים הכספיים הנזילים מוטה כלפי מעלה.

" סעיפים 2א ו-2ב בלוח 1.

" כולל השתתפות הבנקים באשראי המוכוון.

" כולל זרמי כספים הנובעים מחשבונות רווח והפסד של בנק ישראל (כמו ריבית וקנסות) ומתנועות בפת"ס פיצויים (66 פחות 36) בלוח 1.

לוח 3 א'

אומדן גירעון הסקטור הציבורי¹
(מיליוני שקלים, ממוצע חודשי, מחירי דצמבר 1982)

תוספת הנזילות הנובעת מהסקטור הציבורי ²							
אומדן נגזר לחשלושים מקומיים של הסקטור הציבורי (6)+(7) =(8)	גירעון הסקטור הציבורי תקבולי מסים (7)	מתן אשראי נטו על ידי הממשלה (1)-(5) =(6)	גיוס הון אשראי הון לטווח ארוך (5)	גיוס הון באמצעות אג"ח סחירות (3)	הורמת הסקטור ³ הציבורי (2)	סך הכול (2)+(3) +(4)=1	
1981							
31,739	27,289	4,450	1,775	5,923	-806	1,108	6,225
29,018	24,397	4,621	2,594	3,704	-786	4,298	7,215
36,008	27,537	8,471	2,348	3,775	-494	7,540	10,820
33,714	26,408	7,306	1,636	5,509	-756	4,189	8,942
1982							
36,054	30,360	5,695	1,887	4,431	-115	3,265	7,581
29,725	25,344	4,382	2,165	992	10	5,544	6,546
33,357	29,056	4,301	4,747	3,404	-230	5,874	9,048
34,566	32,417	2,149	484	1,293	-457	1,797	2,633
1983							
37,642	34,921	2,721	1,528	1,197	-252	3,304	4,249
30,986	31,674	-688	2,298	-1,995	6	3,598	1,610
36,527	31,866	4,661	2,614	830	2	6,443	7,275
31,446	28,997	2,450	8,726	-1,915	140	12,951	11,175
1984							
32,466	27,413	5,053	806	-1,532	-115	7,506	5,859
29,010	26,418	2,592	1,405	-2,268	151	6,114	3,997
37,258	29,423	7,835	1,404	-5,237	-262	14,738	9,239
שנים קלנדריות							
32,620	26,408	6,212	2,089	4,728	-711	4,284	8,301
33,426	29,294	4,132	2,321	2,530	-198	4,120	6,452
34,150	31,864	2,286	3,791	-471	-26	6,574	6,077
32,368	27,542	4,826	1,180	-2,734	-52	8,792	6,006
שנים תקציביות							
33,699	27,175	6,523	2,116	4,355	-538	4,823	8,640
33,823	30,434	3,388	2,231	1,722	-232	4,130	5,619
32,856	29,987	2,869	3,611	-1,153	8	7,625	6,480
32,309	27,620	4,689	1,405	-3,456	-14	9,564	6,094

¹ הסקטור הציבורי כולל את הממשלה והסוכנות היהודית.

² הורמת הסוכנות היהודית בשנים 1981, 1982, ר' 1983 מסתכמת ב־484,522, 594 מיליוני שקלים, בממוצע חודשי, במחירי דצמבר 1982, בהתאמה. כדי לשמור על עקיבות הסדרה וכן משום שהפת"ם הוא נכס נוזל ושונה מגיוס ההון לזמן ארוך — כוללת הורמת הסקטור הציבורי הפקדות פת"ם באוצר.

³ ההפרש בין הוצאות הממשלה לקניית סחורות ושירותים כתוספת הוצאותיה למתן תמיכות ותשלומי העברה לפרטים לבין תקבולי המסים (לא כולל ריבית על החוב הפנימי).

⁴ יולי ואוגוסט בלבד. לגבי אוגוסט הונחה עליית מחירים של 15.5 אחוזים.

לוח 3 ב'

אומדן גירעון הסקטור הציבורי¹
(מיליוני שקלים, ממוצע חודשי)

תוספת הנזילות הנובעת מהסקטור הציבורי ¹							
אומדן נגזר לתשלומים מקומיים של הסקטור הציבורי (6)+(7) =(8)	גירעון הסקטור הציבורי תקבולי מסים (7)	מתן אשראי נטו על ידי הממשלה (5)	גיוס הון כאמצעות אג"ח לטווח ארוך (4)	גיוס הון כאמצעות אג"ח לטווח ארוך (3)	הזרמת הסקטור ² הציבורי (2)	סך הכול (2)+(3) +(4)=1	
7,748	6,647	1,102	432	1,466	-190	1,534	רביעי I 1981
8,464	7,101	1,363	757	1,068	-226	2,119	רביעי II 1981
12,017	9,189	2,828	780	1,284	-158	3,608	רביעי III 1981
13,879	10,839	3,039	683	2,308	-314	3,722	רביעי IV 1981
17,905	15,101	2,804	933	2,164	-53	3,737	רביעי I 1982
18,279	15,550	2,728	1,333	622	24	4,062	רביעי II 1982
25,473	22,236	3,237	3,700	2,537	-170	6,937	רביעי III 1982
32,808	30,724	2,084	467	1,255	-437	2,551	רביעי IV 1982
43,600	40,323	3,278	1,771	1,417	-304	5,049	רביעי I 1983
44,965	45,846	-882	3,367	-2,934	17	2,485	רביעי II 1983
62,966	54,863	8,103	4,400	1,538	-1	12,503	רביעי III 1983
81,744	74,597	7,147	21,467	-4,755	260	28,614	רביעי IV 1983
123,203	103,365	19,838	2,933	-5,277	-416	22,771	רביעי I 1984
167,819	151,440	16,379	7,900	-12,586	1,119	24,279	רביעי II 1984
292,458	229,732	62,726	11,077	-40,780	-1,750	73,803	רביעי III 1984
10,527	8,444	2,083	663	1,531	-222	2,746	שנים קלנדריות 1981
23,616	20,903	2,713	1,608	1,644	-159	4,322	1982
58,319	53,907	4,411	7,751	-1,184	-7	12,163	1983
182,247	152,985	29,262	6,832	-16,894	-174	36,094	1984
13,066	10,558	2,508	788	1,706	-188	3,297	שנים תקציביות 1981
30,040	27,208	2,832	1,818	1,458	-222	4,650	1982
78,219	69,668	8,551	8,042	-2,857	-35	16,593	1983
217,676	182,757	34,919	9,171	-23,863	-28	44,090	1984

¹ הסקטור הציבורי כולל את הממשלה והסוכנות היהודית.² הזרמת הסוכנות היהודית בשנים 1981, 1982, 1983 מסתכמת ב־522, 484, 594 מיליוני שקלים, בממוצע חודשי, במחירי דצמבר 1982. בהתאמה. כדי לשמור על עקיבות הסדרה וכן משום שהפת"ם הוא נכס נזיל ושונה מגיוס ההון לזמן ארוך — כוללת הזרמת הסקטור הציבורי הפקדות פת"ם באוצר. הפקדות פת"ם אלו הסתכמו ב־13.0 מיליארד שקלים בממוצע חודשי ברביעי השני של 1984, וב־8.7 מיליארד שקלים בממוצע חודשי בחודשים יולי ואוגוסט.³ ההפרש שבין הוצאות הממשלה לקניית סחורות ושירותים בתוספת הוצאותיה למתן תמיכות ותשלומי העברה לפרטים לבין תקבולי המסים (לא כולל ריבית על החוב הפנימי).⁴ יולי ואוגוסט בלבד.

לוח 4

שיעורי ריבית נומינליים על האשראי החופשי במסגרת חיד במטבע ישראלי ועל האשראי החופשי במטבע חוץ
(מונחים חודשיים, אחוזים)

עלות אפקטיבית ממוצעת על אשראי חופשי במט"י במסגרת חח"ד ¹	עלות חריגות על אשראי חופשי במט"י במסגרת חח"ד ¹	ריבית על אשראי חופשי במט"ח במונחי דולרים ²	שיעור השינוי בשער השקל ביחס לדולר	שיעור
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1981				
רביע I	8.8	10.5	2.5	5.9
רביע II	8.6	10.3	2.5	5.5
רביע III	8.7	10.3	2.6	6.0
רביע IV	8.5	10.2	2.4	6.6
1982				
רביע I	7.8	10.2	2.3	6.4
רביע II	7.6	10.0	2.3	7.6
רביע III	7.4	10.0	1.9	8.2
רביע IV	7.5	10.0	1.5	6.8
1983				
רביע I	7.5	10.0	1.3	6.7
רביע II	7.9	10.4	1.6	7.4
רביע III	8.9	11.7	1.6	7.5
אוקטובר	10.9	12.2	1.6	21.1
נובמבר	12.0	13.2	1.7	15.2
דצמבר	12.3	14.3	1.7	11.6
1984				
ינואר	14.9	16.5	1.8	14.9
פברואר	15.2	16.5	1.8	12.0
מארס	15.8	17.2	1.8	10.7
אפריל	19.8	21.1	1.8	20.6
מאי	17.7	19.0	1.9	14.3
יוני	18.4	20.0	2.0	13.4
יולי	19.6	21.4	2.1	12.4
אוגוסט	23.4	26.4		³ 15.5

¹ נתוני הפיקוח על הבנקים: כולל את הריבית התעריפית, דמי הקצאת קו אשראי, העלות ללווה בגין ימי ערך וריבית על חריגות מתקרת האשראי, בהתאם לשכיחות החריגות בפועל.

² עיבוד נתוני הפיקוח על הבנקים: כולל ריבית תעריפית בדולרים על אשראי שניתן ברביע לשלושה חודשים ותוספת הריבית שגובה בנק ישראל, במונחים שנתיים.

³ אומדן.

לוח 5

התפתחות האשראי הבנקאי לציבור, דצמבר 1981 עד אוגוסט 1984
(עלייה חודשית ממוצעת, אחוזים)

	1984				1983				1982	1981
	יולי- אוגוסט'	רביע II	רביע I	סך הכול	רביע IV	רביע III	רביע II	רביע I	סך הכול	סך הכול
(1) אשראי חופשי במטבע ישראלי ¹	13.5	15.5	14.8	14.7	6.7	6.9	5.4	7.2	6.5	10.3
(2) אשראי חופשי במטבע חוץ למעט דלק ספנות ותעופה ²	23.7	12.3	11.8	14.8	14.0	7.7	5.2	-2.7	5.9	6.3
(3) סך כל האשראי החופשי לשוק המקומי למעט דלק ספנות ותעופה ואשראי לתכ' חיסכון	16.2	14.6	13.9	14.7	8.6	7.1	5.4	4.3	6.3	8.8
(4) אשראי מכוון ליצוא למעט יהלומים	18.5	16.5	12.5	15.4	17.5	9.3	6.2	3.5	9.0	6.3
(5) סך כל האשראי הבנקאי למעט דלק, יהלומים ספנות ותעופה ואשראי לתוכניות חיסכון	17.2	15.4	13.3	15.0	12.0	7.8	5.6	4.0	7.3	7.8
(6) אשראי ליהלומים	15.5	13.6	10.6	12.9	15.7	9.4	4.2	3.5	8.1	3.7
(7) סך כל האשראי הבנקאי לציבור ³	19.0	14.5	12.2	14.7	13.1	8.3	5.1	3.9	7.5	7.3
(8) שיעור השינוי במרד המחירים לצרכן	13.9	16.0	12.5	14.2	15.9	7.5	7.4	6.7	9.3	7.2

¹ נתונים ארעיים.

² לרבות הפרשי הצמדה, למעט אשראי להפקדה בתוכניות חיסכון.

³ לרבות אשראי משלוחות בחו"ל של המוסדות הבנקאיים.

⁴ "(5)+(6) אשראי לדלק, ספנות ותעופה ואשראי להפקדה בתוכניות חיסכון.

לוח 6

התפתחות הנכסים הנזילים שבירי הציבור, 1981 עד אוגוסט 1984
(עלייה חודשית ממוצעת, אחוזים)

1984				1983				1982	1981	
יולי- אוגוסט'	רביע II	רביע I	סך הכול	רביע IV	רביע III	רביע II	רביע I	סך הכול	סך הכול	סך הכול
9.3	10.1	11.7	10.5	10.8	5.1	0.7	13.0	7.3	6.4	4.9
15.6	7.4	24.6	15.6	13.5	3.2	9.2	7.2	8.2	12.0	10.2
13.3	8.3	19.4	13.6	12.3	4.0	5.2	9.9	7.8	9.0	6.7
18.5	17.1	13.2	15.9	20.7	13.6	10.0	6.9	12.7	6.9	6.1
17.3	14.7	14.8	15.4	18.3	10.4	8.2	8.0	11.2	7.6	6.3
11.6	15.2	10.9	12.7	11.6	5.9	8.7	4.5	7.6	6.6	4.9
15.8	14.8	13.7	14.7	16.3	8.9	8.4	6.8	10.0	7.3	5.7
13.9	16.0	12.5	14.2	15.9	7.5	7.4	6.7	9.3	7.2	6.0

" נתונים ארעיים.

" כולל פו"ק במטבע ישראלי.

לוח 7

הרכב הנכסים הכספיים שבידי הציבור, 1981 עד אוגוסט 1984

(אחוזים)

	1984				1983			1982	1981
	אוגוסט'	יולי'	יוני	מארס	רצמבר	ספטמבר	יוני	מארס	רצמבר
הנכסים הנזילים									
אמצעי תשלום	2.0	2.3	2.2	2.4	2.8	2.4	2.5	2.9	3.5
פז"ק, תפ"ס ופיקדון אחר	3.8	3.5	3.8	4.5	3.7	3.0	3.3	3.0	2.3
פת"ם עו"ש וז"ק	20.3	20.3	19.1	17.4	19.2	13.0	10.5	9.6	12.9
אג"ח בידי הציבור ²	8.3	8.3	8.8	8.4	9.9	8.4	8.4	8.0	11.8
סך כל הנכסים הנזילים	34.4	34.5	33.9	32.7	35.6	26.9	24.6	23.5	30.6
נכסים פיננסיים לזמן בינוני									
מניות	19.1	19.1	19.3	22.6	22.0	41.0	44.4	45.7	30.9
מזוה: מניות הבנקים	12.1	12.1	12.1	11.4	12.9	26.0	24.6	23.7	20.3
פיקדונות פיננסיים	11.5	10.4	11.3	11.0	11.9	8.4	7.5	7.7	10.6
תכניות חיסכון	33.1	34.1	33.6	31.8	28.4	22.1	21.7	21.3	25.7
פיקדונות צמודים לזמן ארוך	1.9	1.9	1.9	2.0	2.2	1.7	1.8	1.7	2.2
סך כל הנכסים לזמן בינוני	65.6	65.5	66.1	67.3	64.4	73.1	75.4	76.5	69.4
סך כל הנכסים הכספיים	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

¹ נתונים ארעיים ואומדנים.² ה"ציבור" אינו כולל בנקים, אך כולל את החברות הבנות של הבנקים.

לוח נ' 1

התפתחות אמצעי התשלום, דצמבר 1978 עד אוגוסט 1984

ניתוח לטווח התקופה						
מזומנים (1)	פיקדונות עו"ש (2)	סך הכול (1)+(2) =(3)	סך הכול (4)	נתונים מקוריים (5)	בניכוי עונתיות (6)	העלייה או הירידה (—) באמצעי התשלום לעומת התקופה הקודמת
(מיליוני שקלים)						
(אחוזים)						
1978						
דצמבר	878	1,837	2,715	2,654		
1979						
דצמבר	1,206	2,338	3,544	3,460	30.4	
1980						
דצמבר	2,128	4,878	7,006	6,835	97.5	
1981						
דצמבר	4,392	8,102	12,494	12,358	80.8	
1982						
דצמבר	8,405	17,975	26,380	26,119	111.4	
1983						
דצמבר	23,903	37,432	61,335	60,662	132.3	
1982						
ינואר	4,466	9,168	13,634	13,870	12.2	
פברואר	4,825	11,126	15,951	16,495	18.9	
מארס	5,497	12,294	17,791	17,058	3.4	
אפריל	5,560	11,162	16,722	16,891	-1.0	
מאי	5,755	11,519	17,274	17,120	1.4	
יוני	6,135	12,243	18,378	18,305	6.9	
יולי	6,729	12,447	19,176	18,930	3.4	
אוגוסט	6,798	13,321	20,119	19,920	5.2	
ספטמבר	7,625	15,376	23,001	22,528	13.1	
אוקטובר	7,341	16,012	23,353	24,100	7.0	
נובמבר	7,881	17,821	25,702	26,227	8.8	
דצמבר	8,405	17,975	26,380	26,119	-0.4	
1983						
ינואר	8,931	21,902	30,833	31,494	20.6	
פברואר	10,016	21,228	31,244	32,012	1.6	
מארס	12,607	25,479	38,086	34,687	8.4	
אפריל	12,236	22,470	34,706	35,092	1.2	
מאי	12,951	23,096	36,047	36,708	4.6	
יוני	13,728	25,144	38,872	38,950	6.1	
יולי	15,505	26,230	41,735	41,486	6.5	
אוגוסט	15,971	27,717	43,688	43,776	5.5	
ספטמבר	17,616	27,498	45,114	44,057	0.6	
אוקטובר	18,843	34,012	52,855	54,869	24.5	
נובמבר	21,271	31,150	52,421	53,387	-2.7	
דצמבר	23,903	37,432	61,335	60,662	13.6	
1984						
ינואר	25,234	36,721	61,955	63,284	4.3	
פברואר	28,446	39,458	67,904	69,574	9.9	
מארס	32,568	52,845	85,413	77,790	11.8	
אפריל	35,897	61,442	97,339	99,427	27.8	
מאי	38,288	58,781	97,069	98,848	-0.6	
יוני	48,751	65,163	113,914	114,142	15.5	
יולי	50,485	83,076	133,561	132,764	16.3	
אוגוסט	61,489	74,503	135,992	136,265	2.6	

" נתונים ארעיים.

לוח נ' 2

הנכסים הכספיים שבידי הציבור, 1981 עד אוגוסט 1984
(יתרות בסוף התקופה, מיליארדי שקלים)

	1984				1983			1982		1981
	אוגוסט ¹	יולי ¹	יוני	מאוס	דצמבר	ספטמבר	יוני	מאוס	דצמבר	
הנכסים הנוזלים										
אמצעי תשלום	135.99	133.56	113.91	85.41	61.11	45.11	38.87	38.09	26.38	12.49
פז"ק, תפ"ס ופיקדונות אחרים	262.24	204.13	196.17	158.48	81.97	56.11	51.08	39.18	31.78	8.16
פת"ם עו"ש וז"ק	1,387.92	1,189.22	988.85	616.35	425.31	241.81	164.96	123.93	101.38	45.38
אג"ח בידי הציבור ²	566.38	487.92	454.45	297.61	218.20	156.79	132.03	102.87	90.20	41.70
סך כל הנכסים הנוזלים	2,352.54	2,014.84	1,753.40	1,157.85	786.82	499.82	386.94	304.07	249.74	107.74
נכסים פיננסיים לזמן בינוני										
מניות	1,303.77	1,119.53	1,001.24	799.80	486.60	762.81	697.75	590.83	533.53	108.76
מזה: מניות הבנקים	828.45	706.83	627.26	404.26	285.96	483.36	386.90	306.55	228.96	71.51
פיקדונות פיצויים	788.80	605.61	584.75	388.20	263.62	155.82	117.50	99.48	84.16	37.37
תכניות חיסכון	2,258.72	1,995.01	1,738.71	1,127.49	628.54	410.52	339.91	275.10	233.95	90.46
פיקדונות צמודים לזמן ארוך	126.89	112.95	99.64	69.77	47.67	31.89	27.75	22.12	18.18	7.88
סך כל הנכסים לזמן בינוני	4,478.18	3,833.09	3,424.34	2,385.26	1,426.43	1,361.04	1,182.91	987.53	869.81	244.48
סך כל הנכסים הכספיים	6,830.73	5,847.93	5,177.73	3,543.12	2,213.25	1,860.86	1,569.85	1,291.60	1,119.56	352.22

¹ נתונים ארעיים ואומדנים.

² ה"ציבור" אינו כולל בנקים, אך כולל את החברות הבנות של הבנקים.

לוח

האשראי הבנקאי לציבור,
(יתרות בסוף התקופה,

אשראי		אשראי למימון היצוא					אשראי ליצוא במט"י
אשראי להפקדה בתכניות חיסכון	אשראי חופשי במט"י	אשראי מוכון במט"י	סך כל האשראי ליצוא (1)+(2) +(3)=(4)	קרן יהלומים	אשראי ליצוא במט"ח פרט למימון יהלומים	אשראי ליצוא במט"י	
(7)	² (6)	(5)		(3)	(2)	(1)	
180	19,439	435	35,025	12,001	16,750	6,275	1981 דצמבר
50	20,054	441	36,285	12,318	17,740	6,227	1982 ינואר
420	22,744	461	38,375	12,955	18,988	6,433	פברואר
410	27,404	474	40,715	14,213	20,500	6,002	מארס
450	27,752	478	44,673	14,355	21,370	8,948	אפריל
390	28,731	509	45,783	14,664	22,184	8,935	מאי
390	33,402	534	46,936	15,077	22,830	9,029	יוני
770	34,646	542	51,802	16,206	24,360	11,236	יולי
2,140	38,423	566	53,183	16,603	25,095	11,484	אוגוסט
2,170	43,439	597	56,242	17,227	26,300	12,715	ספטמבר
1,820	43,871	496	59,994	17,840	28,122	14,032	אוקטובר
1,650	55,778	522	63,307	18,506	30,262	14,540	נובמבר
4,170	62,998	510	66,717	18,614	33,637	14,466	דצמבר
3,600	69,640	527	70,667	19,428	37,422	13,817	1983 ינואר
3,250	71,459	542	73,798	20,149	40,016	13,633	פברואר
3,270	77,624	588	73,940	20,627	40,626	12,687	מארס
3,280	76,610	664	82,639	22,234	42,167	18,237	אפריל
2,757	81,282	674	85,904	23,128	44,560	18,217	מאי
2,365	90,874	696	87,192	23,336	45,975	17,881	יוני
1,902	90,488	744	96,472	25,122	49,029	22,321	יולי
1,528	94,212	783	106,474	27,723	55,487	23,263	אוגוסט
1,153	110,865	841	113,877	30,591	59,918	23,368	ספטמבר
817	122,967	872	148,653	39,566	79,573	29,513	אוקטובר
513	118,791	932	165,015	43,485	90,110	31,420	נובמבר
317	134,538	980	182,433	47,350	102,745	32,337	דצמבר
74	135,632	1,037	218,096	53,247	125,804	39,046	1984 ינואר
49	156,526	1,086	237,395	58,047	142,161	37,188	פברואר
49	203,363	1,172	256,174	64,065	156,130	35,979	מארס
49	234,352	1,257	314,522	75,721	180,112	58,689	אפריל
49	266,151	1,362	346,131	84,390	202,624	59,117	מאי
49	313,444	1,453	397,356	93,893	234,673	68,790	יוני
49	351,316	1,504	460,697	103,431	276,909	80,357	יולי
49	403,469	1,504	551,467	125,256	338,001	88,210	אוגוסט

(1) נתונים ארעיים.

(2) הנתון כולל הפרשי הצמדה ואינו כולל אשראי להפקדה בתכניות חיסכון.

נ' -3

דצמבר 1981 עד אוגוסט 1984

מיליוני שקלים)

למיזון פעילות מקומית					
אשראי חופשי במט"ח	סך האשראי לפעילות מקומית	סך הכול למעט דלק ספנות ותעופה ותכניות חיסכון	סך כל למעט דלק יהלומים, ספנות ותעופה ותכניות חיסכון	סך כל האשראי למעט דלק	סך כל האשראי לציבור
(8)	(5)+(6)+(7)+(8)=(9)	(10)	(1)+(2)+(10)=(11)	(12)	(4)+(9)=(13)
33,625	53,679	33,666	56,690	71,525	88,704
35,390	55,935	34,951	58,918	74,200	92,220
36,600	60,225	37,940	63,360	79,901	98,600
38,508	66,795	42,369	68,871	86,968	107,511
39,337	68,017	42,967	73,285	91,801	112,691
42,036	71,666	45,001	76,121	93,359	117,450
45,790	80,115	51,987	83,846	103,165	127,051
48,692	84,649	52,058	87,654	109,530	136,451
53,201	94,329	57,166	93,745	117,483	147,512
57,147	103,354	63,302	102,317	127,205	159,595
59,774	105,961	64,078	106,232	132,625	165,955
68,749	126,699	83,228	128,029	155,067	190,006
71,936	139,614	92,218	140,321	170,723	206,331
74,893	148,661	97,568	148,807	179,864	219,328
74,944	150,195	98,559	152,208	184,704	223,994
75,815	157,297	104,681	157,995	191,832	231,237
80,881	161,435	104,864	165,269	201,677	244,073
85,550	170,264	112,691	175,468	213,488	256,168
87,525	181,460	122,420	186,276	226,299	268,651
92,859	185,993	121,636	192,985	234,970	282,464
106,317	202,840	130,703	209,453	254,713	309,314
114,367	227,226	150,209	233,495	282,466	341,103
144,358	269,014	173,071	282,158	344,444	417,667
160,649	280,885	175,515	297,045	363,680	445,900
175,669	311,504	192,606	327,688	397,590	493,936
201,712	338,455	206,942	371,791	450,404	556,552
217,184	374,845	231,054	410,402	495,685	612,241
236,301	440,886	284,188	476,296	569,644	697,059
263,789	499,448	326,682	565,483	675,095	813,970
291,232	558,794	362,118	623,859	743,354	904,926
334,897	649,842	427,632	731,094	869,422	1,047,198
425,798	778,668	484,191	841,457	997,776	1,239,365
525,825	930,846	577,403	1,003,614	1,194,423	1,482,313

א נתון כולל אשראי משלוחות של המוסדות הבנקאיים בחו"ל.

לוח

המקורות לשוניים בבסיס הנכסים הכספיים
(מיליוני)

הורמת בנק ישראל וגורמים אחרים			ההזרמה הבסיסית של הסקטור הציבורי ¹		
גורמים אחרים ²	ניכיון משנה מבנק ישראל	סך הכול (4)+(5)=(3)	מזה: פעילות ממשלתית	סך הכול	
(5)	(4)		(2)	(1)	
31	3,598	3,629	4,990	6,133	1980
2,127	-9,246	-7,119	12,634	14,571	1981
-3,184	-15,034	-18,218	27,658	32,127	1982
-11,279	54,773	43,494	145,591	160,153	1983
					1982
556	119	675	1,006	1,174	ינואר
704	-1,566	-862	965	1,215	פברואר
432	2,754	3,186	2,042	2,330	מארס
305	1,608	1,913	1,345	1,626	אפריל
537	-514	23	4,035	4,409	מאי
1,220	-2,966	-1,746	3,973	4,284	יוני
910	-243	667	1,037	1,454	יולי
-68	-2,291	-2,359	5,645	6,089	אוגוסט
-2,698	-4,934	-7,632	5,467	5,658	ספטמבר
454	-1,362	-908	-335	281	אוקטובר
-56	-2,253	-2,309	1,026	1,749	נובמבר
-5,481	-3,386	-8,867	1,452	1,858	דצמבר
					1983
1,778	231	2,009	358	1,610	ינואר
1,068	6,696	7,764	-204	714	פברואר
2,132	-1,258	874	7,426	8,572	מארס
2,127	4,446	6,573	-4,996	-4,275	אפריל
601	210	811	10,483	11,603	מאי
5,221	763	5,984	7,656	8,928	יוני
-124	3,333	3,209	13,476	14,551	יולי
-2,292	5,476	3,184	7,104	8,649	אוגוסט
-1,115	-1,630	-2,745	8,867	9,694	ספטמבר
-3,775	16,528	12,753	32,443	33,869	אוקטובר
8,790	-3,624	5,166	36,256	37,765	נובמבר
-25,689	23,602	-2,087	26,722	28,473	דצמבר
					1984
-6,776	-5,799	-12,575	19,612	19,660	ינואר
4,398	-13,973	-9,575	26,432	27,601	פברואר
-7,496	1,054	-6,442	35,010	36,882	מארס
969	19,991	20,960	23,562	25,172	אפריל
12,500	14,518	27,018	24,446	26,406	מאי
-13,521	26,877	13,356	56,742	59,019	יוני
11,563	75,370	86,933	89,100	89,273	יולי
-33,670	-27,527	-61,197	137,806	139,895	אוגוסט

¹ תרומה לבסיס הכסף ומכירה נטו של אג"ח סחירות.

² כולל פת"ם פיצויים.

נ' -4

הנזילים, 1980 עד ארגוסט 1984
(שקלים)

העברות או משיכות (-) מט"ח של הסקטור הפרטי ¹	סך כל בסיס הנכסים הכספיים הנזילים (1)+(3) +(6)=(7)	בסיס הכסף הצר (8)	צבירה או משיכה (-) בפת"ם עו"ש ו"ק (9)	צבירה או משיכה (-) של אג"ח בידי הציבור		סך הכול (10)	מזה: פעולות בשוק הפתוח (11)	בסיס הנכסים הכספיים הנזילים (8)+(9) +(10)=(12)
-5,129	4,633	2,245	1,219			1,169	-264	4,633
-6,275	1,177	5,086	1,002			-4,911	1,401	1,177
-8,971	4,938	9,596	1,652			-6,310	-4,625	4,938
-101,572	102,075	31,654	85,317			-14,896	-1,101	102,075
-2,209	-360	78	-173			-265	-341	-360
-279	74	1,783	-233			-1,476	250	74
-525	4,991	1,426	4,337			-772	1,159	4,991
-5,726	-2,187	-1,348	-23			-816	-54	-2,187
-4,418	14	-468	480			2	-612	14
-1,064	1,474	-463	2,155			-218	-263	1,474
2,210	4,331	2,701	2,256			-626	-177	4,331
-1,628	2,102	2,951	-847			-2	-1,646	2,102
-2,083	-4,057	-1,656	-2,018			-383	373	-4,057
995	368	4,898	-2,808			-1,722	744	368
6,097	5,537	8,006	-868			-1,601	531	5,537
-341	-7,350	-8,313	-606			1,569	-4,589	-7,350
5,177	8,796	8,681	2,424			-2,309	332	8,796
-6,493	1,985	506	1,651			-172	160	1,985
-10,485	-1,039	3,887	-1,299			-3,627	1,818	-1,039
-1,547	751	-97	2,753			-1,905	1,120	751
-3,411	9,003	136	10,687			-1,820	-1,601	9,003
-2,939	11,973	6,124	5,210			639	494	11,973
-11,077	6,683	-2,418	9,667			-566	-259	6,683
-14,343	-2,510	-7,374	4,593			271	-964	-2,510
5,655	12,604	4,162	10,471			-2,029	1,181	12,604
-38,180	8,442	9,240	-1,950			1,152	-2,473	8,442
-14,240	28,691	-10,225	38,133			783	-3,682	28,691
-9,689	16,697	19,033	2,977			-5,313	2,773	16,697
-5,206	1,879	13,932	2,238			-14,291	13,180	1,879
-21,253	-3,227	-5,112	1,244			641	-3,025	-3,227
-21,832	8,608	6,700	582			1,326	-4,531	8,608
-25,462	20,670	8,378	15,017			-2,725	-14	20,670
-5,959	47,465	42,728	6,008			-1,271	-401	47,465
-64,103	8,272	-44,590	47,554			5,308	-8,045	8,272
-153,077	23,129	37,186	-6,119			-7,938	-9,879	23,129
-39,145	39,553	46,796	-8,673			1,430	387	39,553

¹ ההבדל שבין נתוני העברות או משיכות מט"ח של הסקטור הפרטי המופיעים בלוח זה לבין הרכישות או הקניות של מט"ח המופיעים בלוח 2, נובעים מהבדל בהתייחסות לאשראי המוכוון במט"ח הניתן מאמצעי הבנקים למימון יבוא לשם יצוא ומשלוחי יצוא.

נספח

הצעה לתכנית כלכלית כוללת

כ"ט באב התשמ"ד

27 באוגוסט 1984

1. מבוא

- (א) התכנית המוצעת היא תכנית כלכלית כוללת למשק הישראלי¹. יעדיה המרכזיים הם:
- (1) הפחתת ררסטית של האינפלציה, משיעוריה הנוכחיים לשיעורים השוררים כיום במרבית ארצות המערב.
 - (2) שיפור של מאזן התשלומים, כך שעודף היבוא יצומצם לממדים הגיתנים למימון על-ידי המקורות היציבים של המשק (העברות חריגדיות והלוואות לטווח ארוך).
 - (3) לאחר מכן, חידוש הצמיחה הכלכלית של הסקטור הפרטי, הנשענת על גידול היצוא והחלפת יבוא.
- (ב) התכנית מורכבת משלושה שלבים, המהווים מקשה אחת. ההפעלה של כל שלב מותנית בהשגת היעדים שהוצבו בשלבים הקודמים.
- (ג) השלבים השונים הם:
- (1) שלב הכנת הרקע הריאלי המקרו-כלכלי, שעיקרו קיצוץ תקציבי בהוצאות הממשלה, שיביא להפחתה משמעותית. בגירעון התקציבי של הממשלה, ובדרך זו יביא גם לייצוב מאזן התשלומים (שלב ההכנה).
 - (2) שלב הקפאה נומינלית לבלימת הסחרור האינפלציוני (שלב ההקפאה).
 - (3) שלב גמר ההקפאה והפעלת כלים חדשים לשמירת היציבות הכלכלית, הן בתחום רמת המחירים והן בתחום מאזן התשלומים (שלב המשטר החדש) — שלב שבו יוחל בחידוש הצמיחה הכלכלית של הסקטור הפרטי.

2. שלב ההכנה

- (א) יירדשו לפחות כשלושה חודשים להשגת היעדים המינימליים. היעדים העיקריים לתקופה זו הם:
- (1) קיצוץ בפועל בצריכה הציבורית ובתקציב.
 - (2) מגמה ברורה של שיפור במאזן התשלומים².
 - (3) תיקון המחירים היחסיים המקרו-כלכליים (שכר ריאלי, שער חליפין ריאלי ושיעורי סכסוד העקביים עם השלב השני של הקפאה הנומינלית).
- (ב) עם הפעלת השלב הראשון יחל תהליך קיצוץ ריאלי בתקציב הממשלה. מטרת הקיצוץ היא להביא את הגירעון התקציבי של הסקטור הציבורי לכ-5 אחוזי תוצר³. נראה לנו, שהורדת הגירעון

¹ ההמלצות לצעדי המדיניות הגיתנות בתזכיר זה מבוססות על מספר תזכירים שנכתבו במחלקת המחקר של בנק ישראל.

² יוגדרו בקריטריונים מוסכמים לשיפור במאזן התשלומים.

³ הגירעון התקציבי מוגדר כסך ההוצאות של הסקטור הציבורי (הוצאות ממשלה, רשויות מקומיות ומוסדות לאומיים) בתוספת סכסוד (זקוף) של האשראי הניתן על ידי הסקטור הציבורי ובניכוי הכנסות הסקטור. (ראה דו"ח בנק ישראל 1983, לוח ה-1 ולוח ה-א3).

התקציבי להיקף זה תאפשר את יישום שלב ההקפאה, בעיקר משום שניתן לממן את מרביתו ממקורות מימון יציבים. להערכתנו, הקיצוץ התקציבי הדרוש להשגת יעד זה הוא כ־6 אחוזי תוצר (טעון בדיקה של רמת הביצוע של התקציב לפני הקיצוץ המוצע). מרבית הקיצוץ (4 אחוזי תוצר) יחול על הצריכה הציבורית. החלק הנותר יושג מקיצוץ ההשקעות של הסקטור הציבורי ומקיצוץ בסובסידיות. בשלב מאוחר יותר יבוטל קיצוץ ההשקעות, ובמקומו ייערך קיצוץ נוסף בסובסידיות. גירעון הסקטור הציבורי ימומן על־ידי מכירת מכשירים פיננסיים לטווח ארוך ובינוני, כגון תכניות חיסכון, קופות גמל וכדומה, ומכירה במכרז של אג"ח סחירות. כמרכן מוצע לשקול את הרחבת מקורות המימון של הסקטור הציבורי, באמצעות מכירת מקרקעין וחברות שבבעלותו של הסקטור הציבורי.⁴

לא תינתן תוספת אשראי על־ידי מערכת הבנקאות לסקטור הציבורי, כולל רשויות מקומיות, ומוצע בכל מקרה להגביל את היקף ההלוואה של בנק ישראל לממשלה ל־20 מיליארד שקלים לחודש. ישופרו תנאי החיסכון הפיננסי לטווח בינוני וארוך, בעיקר על־ידי מענקים מוגדלים בתום תקופת החיסכון, וכן באמצעים נוספים.⁵

(ה) ייקבע כיעד קצב התרחבות נומינלי של האשראי הבנקאי, הנמוך במעט מקצב האינפלציה החזוי. במרה שקצב האינפלציה בפועל יעלה על האינפלציה החזויה, ו/או הניסיון להשיג את היעד הנומינלי של האשראי הבנקאי יביא להיווצרותן של ריביות ריאליות חריגות — ייבחן מחדש יעד ההתרחבות הנומינלית של האשראי הבנקאי; זאת על מנת למנוע מיתון חריף ובלתי מבוקר של הפעילות הכלכלית של הסקטור הפרטי. כמרכן, על מנת לסייע בהשגת יעד האשראי, יש להקפיא את קרנות האשראי המוכוון במטבע ישראלי ולהעניק את תוספת המימון ליצוא דרך הקרנות במטבע חוץ.

(ו) תימשך מדיניות שער החליפין הנוכחית, החותרת להתאמה שוטפת של שערי החליפין לפערי האינפלציה בארץ ובחו"ל.

(ז) במהלך שלב ההכנה יתבצע קיצוץ מתון בשיעורי הסבסוד. קיצוץ גדול בשיעורי הסבסוד מותנה בהסכמת ההסתדרות לעיקור הפיצוי בגין ההתייקרות מתוספת היוקר.

(ח) שחיקת שכר ריאלי עד לכדי חזרתו לרמה הממוצעת של 1982. לאחר הסכמי השכר ושינוי הסדר תוספת היוקר (לפני השחיקה האינפלציונית שהיתה חזויה) עמד השכר הריאלי על רמה של כ־15 אחוזים מעל לרמה הממוצעת ב־1982. אם יושג הסכם עם ההסתדרות לעיקור תוספת היוקר בגין קיצוץ בשיעורי הסבסוד, צעד זה יתבצע במקביל לקיצוצים האחרים בתקציב. אם ההסכם עם ההסתדרות יושג רק בשלב ההקפאה, תיקון זה יתבצע ערב ההקפאה.

(ט) לא יתקבלו עובדים חדשים בסקטור הציבורי.

(י) תינתן אפשרות לפרישה תוך קבלת פנסיה מוקדמת.

(יא) יוכנו הכלים לפרסום חרפעי של מדד מחירים דרשנועי. כלים אלו דרושים כדי להתגבר על הבעיות מפיגור בפרסום המדד (בעיית ה"תפר").

(יב) יחל התהליך של הכנת החקיקה הנדרשת לשלבים הבאים.

(יג) כבר בשלב זה יהיה צורך להשתמש במכשיר של הורדת מכסים על יבוא מתחרה לאותם יצרנים שינסו לנצל את התקופה שלפני ההקפאה כדי להקפיץ את מחיריהם, ובכך להתחיל את תקופת ההקפאה ברמת מחירים "נוחה" יותר.

* מכירת רכוש של הסקטור הציבורי עשויה להיות גם דרך פשוטה להפחית את החוב הפנימי של הסקטור הציבורי ואת הנטל התקציבי הנובע ממנו.

* מוצע לשקול את האפשרות להבטיח לחוסכים המחדשים את חסכונותיהם לתקופות ארוכות את מגיעת השחיקה של חסכונותיהם, הקיימת כיום. שחיקה זו נובעת מכך שהפדיון כיום מתבצע לפי מדד המחירים הידוע האחרון, דהיינו לפי מדד בפיגור של חודש. מוצע, שהחשוב בעת הפדיון ייעשה על בסיס המדד בעת הפירעון עצמו, בתנאי שהחוסכים יחזיקו בחסכונותיהם עד לתום תקופת החיסכון.

3. שלב ההקפאה

- (א) תכנית ההקפאה תופעל במסגרת עסקת חבילה בין הממשלה, ההסתדרות והמעסיקים הפרטיים, בתיאום עם בנק ישראל, לאחר גמר השלב המקדים. עם זאת, יש להגיע להסכם על עסקת חבילה (המותנית בביצוע שלב א') מוקדם ככל האפשר; זאת על מנת שאפשר יהיה להציג בפני הציבור תכנית כוללת שתזכה באמון.
- (ב) ההקפאה תבצע בשני שלבים דומים באופיים, וכל שלב יימשך שלושה חודשים.
- (ג) השלב הראשון יכלול הקפאה נומינלית של הוצאות הממשלה, השכר, מחירים, אגרות ממשלתיות, מסים והוצאות הממשלה. כמו־כן ייקבעו גבולות צרים ומוגדרים לשינוי המותר בשלב זה בשער החליפין. התכנית תקיף את מרבית המוצרים במשק, למעט מוצרים בעלי אופי מיוחד (כגון, מוצרים חקלאיים). המדיניות המוניטרית תתרכז בהקפאת האשראי הבנקאי לציבור. אם תהיה סטייה חריגה של הריבית הריאלית — סטייה אשר יש בה כדי להביא למיתון חריף ובלתי מבוקר ברמת הפעילות של הסקטור הפרטי — ייבחנו גורמיה ויישקל מחדש המשך המדיניות. התפתחותו של מיצרף מוניטרי רחב, ותרומתם של הגירעון התקציבי והריבית הצבורה על החוב הפנימי לקצב התפתחותו של מיצרף זה ישמשו שיקול חשוב בהתוויית המדיניות.
- (ד) בתום שלושת החודשים הראשונים, ייערכו תיקונים מתחייבים מוסכמים במשתנים שהוקפאו ובגדלים האחרים, ותוכרז תקופת הקפאה נוספת של שלושה חודשים.
- (ה) יש להכיר באפשרות, שגם אחרי הפעלת העסקה ימשיכו חלק מהמחירים לעלות בשיעור כלשהו. זה עלול לגרום לשחיקה ריאלית בשער החליפין, בשכר ובמחירים שבפיקוח. לאור אפשרות זו, רצוי, שהרמה הריאלית הרצויה לא תוגדר בצורה נקודתית, אלא כתחום שיאפשר "ספיגת" שחיקה מוסכמת. במדה שהשחיקה תהיה מעבר לשחיקה המוסכמת, יינתן פיצוי חלקי לעובדים על־ידי שינוי בכוח הקנייה של השכר על־ידי שינוי במדרגות המס. כמו־כן יוחלט על ירידה במיסוי על מעסיקים, שתפצה על שחיקת שער החליפין. יש להימנע ככל שניתן משינויים נומינליים בשכר, בשער החליפין ובמחירי המוצרים המבוקרים.
- (ו) יורדו המסים לעבודה, כתמריץ להגדלת הסקטור העסקי.
- (ז) חקיקה — ביצוע התכנית מצריך חקיקה בתחום הפיקוח על המחירים. הצעת חוק זו קיימת (אם כי לא התקבלה) — "חוק לייצוב פעילות כלכלית (הוראת שעה) תשל"ז-1977". ליוזי התכנית בחקיקה מגדיל את אמינותה.
- (ח) פיקוח — הפיקוח על המחירים הוא למעשה החוליה החלשה בתכנית ההקפאה. ניתן להפעיל בין היתר מספר אמצעים:
- (1) פרסום מחירון מחייב.
 - (2) יש לנקוט צעדים של הורדת מכסים על יבוא במגזרים שבהם מעלים מחירים.
 - (3) שיתוף הציבור: יש לעודד את הציבור להתלונן על מקרים של העלאות מחירים.
 - (4) תמריצים: יש לבחון תמריצים לרשתות שיווק וליצרנים המורידים את מחיריהם הנומינליים.
 - (5) בדיקות מדגמיות יבוצעו בשווקים, במגמה לבחון יצרנים המעלים מחירים וכאלה המורידים אותם.
 - (6) קניות ממשלה אך ורק מיצרנים המקיימים את התכנית.
 - (7) תוקם ועדה שתבחן את המחירים המותרים בכל ענף ותוודא הוצאת מחירונים לציבור.
 - (ט) עם הפעלת ההקפאה יוקדם פרסום מדרד המחירים לצרכן. כמו כן יפורסמו שני מדרגים דו־שבועיים. מבצע חד־פעמי זה יביא להקטנת פיגור הפרסום של מדרגים גבוהים בתקופת ההקפאה.
 - (י) יש חשיבות רבה לכך, שהמשק יוכל להישען על הלוואות במטבע חוץ "לפי דרישה", בהיקף ניכר, ממקורות ממשלת ארה"ב. מקורות אלו יתגברו את יתרות המט"ח של המשק ויאפשרו להימנע מפיתוח גם בעת רכישות מטבע חוץ ספקולטיביות.

4. שלב המשטר החדש

(א) המשך הירידה בהוצאות הסקטור הציבורי, במגמה להביא לאיזון תקציבי (ללא צורך בגידול החוב הפנימי); את החתירה לתעסוקה מלאה יש להשיג עלידי המרצת הפעילות הכלכלית של הסקטור הפרטי המופנית ליצוא ולתחליפי היבוא. רפורמה במסים, שתביא להקטנת המס ברוטו (הקטנת מסים, תמיכות ותשלומי העברה כאחד) וכן להגברת הרציונליזציה בגביית מסים.

(ב) מדיניות מוניטרית, שמטרתה העיקרית תהיה מניעת התאמה מלאה של המיצרפים המוניטריים לעלויות המחירים; זאת באמצעות הפעלת הכלים הקונבנציונליים לשליטה על קצב ההתרחבות הנומינלי של בסיס הכסף ובאמצעות שיעורי הנזילות. על מנת לאפשר את הדבר, וכדי שהמדיניות המוניטרית לא תוצב בפני אתגרים בלתי סבירים — יש לערוך עוד לפני תום תקופת ההקפאה את השינויים המוסדיים הבאים:

(1) יש להרחיב את בסיס פעולתה של המדיניות המוניטרית, עלידי צמצום דרסטי בהיקף התיווך הפיננסי החוץ-בנקאי, והפנייתו למסגרת התיווך הפיננסי של מערכת הבנקאות, וזאת עלידי שימוש בתקנות מס הכנסה לניכוי במקור. במקביל לכך, יש לחתור להגברת התחרותיות בשוק האשראי הבנקאי ולהביא לצמצום הפער בין הריבית הקרדיטרית לבין הריבית הדביטרית. דברים אלה נחוצים להגברת יעילותם של צעדי המדיניות המוניטרית, להקטנת התמריצים לעקיפת מערכת הבנקאות ולהקטנת הלחץ הישיר והעקיף על יתרות מטבע החוץ של המשק.

במרה שהתהליך הרצוי של הסטה חוזרת של התיווך הפיננסי החוץ-בנקאי אל תוך מערכת הבנקאות אכן יתרחש, יהיה צורך, לתקופת מעבר, לשים את הדגש בניהול המדיניות המוניטרית על יעד של ריביות ריאליות ולא על יעד כמותי על האשראי הבנקאי.

(2) יש להימנע מהישענות על גיוס הון נטו מן הציבור למימון תקציב הממשלה, וכן להווייל עד כמה שהדבר ניתן את העלות הריאלית של מחזור החוב הפנימי, וזאת עלידי הקטנת היוקעות של הממשלה למקורות של שוק ההון וכן עלידי הכנסת יתר רציונליזציה בניהול החוב הפנימי של הממשלה. מחזור החוב הפנימי ייעשה אך ורק דרך הנפקת איגרות חוב סחירות במכרז, שיירכשו גם עלידי המשקיעים המוסדיים, שלגביהם תופסק הנפקתן של איגרות החוב המיוחדות והבלתי סחירות. (כיום הגידול הריאלי בתיק הנכסים הכספיים של הציבור מוכתב רובו ככולו עלידי הגדלת החוב הפנימי של הממשלה. הריבית הריאלית הצבורה על החוב הפנימי לבדה עולה כיום על סך-כל יתרת האשראי הבנקאי לציבור. בתנאים אלה אין ביכולתה של המדיניות המוניטרית לשלוט על התפתחות מיצרף הנכסים הכספיים של הציבור בדרך הקונבנציונלית של ריסון האשראי, אף לא במחיר של שיתוק הפעילות הכלכלית של הסקטור הפרטי).

(3) יש לפעול להקטנת הרכיב הנזיל של תיק הנכסים הכספיים של הציבור בדרכים שונות, כגון:

(א) עידוד הציבור להארכת תקופת חסכוניותו. הדבר אמור בעיקר לגבי תכניות החיסכון וחסכון הגמל, שחלקים גדולים מהם הפכו במרוצת הזמן לפיקדונות "לפי דרישה".

(ב) פיתוח שוק פורוורד מט"ח/שקל, לשם הבטחת שער המרה עתידי ליצואני וליבואנים, וכנגד זאת נידר רב יותר של שער החליפין spot — דבר שיקטין את רמת נזילותם של הפיקדונות במטבע חוץ של הציבור (המסתכמים כיום בכ-6.5 מיליארד דולרים).

לסיכום, הימנעות מהגדלת תיק הנכסים הכספיים של הציבור בדרך של גידול ריאלי של החוב הפנימי של הממשלה, הקטנת הרכיב הנזיל של תיק הנכסים הכספיים של הציבור (רכיב המגיע כיום לכ-15 מיליארד דולרים), ויחד עם הרחבת בסיס פעולתה של המדיניות המוניטרית. כל אלה יאפשרו לבנק המרכזי לשלוט ביעילות הדרושה על כלל המיצרפים המוניטריים (על משתני אשראי, ולא פחות חשוב — גם על המיצרפים השונים של תיק הנכסים הכספיים של הציבור).