

דין וחשבון הנגיד על עליית אמצעי התשלום בתקופה

שבין 28 בפברואר 1979 ל-31 באוגוסט 1979

ירושלים, ה' בכסלו תש"ם
25 בנובמבר 1979

לכבוד
הממשלה
וועדת הכספים של הכנסת
ירושלים

הריני מתכבד להגיש בזה דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום, בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק ישראל תשי"ד (1954), לאחר שבששה החודשים, שהסתיימו באוגוסט 1979, עלו אמצעי התשלום ב-4.9 מיליארד ל"י, שהן 18.6 אחוזים.

בתקופה הנדונה נבלמה ההתרחבות המוניטרית, שאיפיינה את השנתיים הקודמות, ואף מורגש ריסון מוניטרי, המתבטא בהאטה בקצב התפתחותם של המשתנים המוניטריים, יחסית להאצה בפעילות הכלכלית. הריסון המוניטרי הושג בעיקר באמצעות ייקור עלות האשראי במטבע חוץ, תחילה — עם הטלת חובת הפקדה, ולאחר מכן עם הטלת קנס ישיר. נוסף על כך, ננקטו צעדים, שהאטו את גידול האשראי, בכלל, ואת האשראי לשוק המקומי — בפרט.

מדיניות הריסון פעלה לירידה ריאלית בסך הנכסים הנזילים שבידי הציבור, תוך שינוי בהרכבם. העלייה המהירה בקצב האינפלציה גרמה לירידה ריאלית חריפה באמצעי התשלום, ולעלייה מקבילה בנכסים הצמודים, ובעיקר באיגרות חוב.

למרות הריסון המוניטרי, חלה האצה יוצאת דופן בקצב האינפלציה, הגירעון במאזן התשלומים גדל במהירות. התפתחויות אלה נבעו, בין היתר, מהאצה בצמיחת המשק, המתבססת על גידול בביקושים המקומיים, ובעיקר בהוצאה הציבורית ובבנייה, וכן מעליית מחירי היבוא, ובעיקר מחיר הדלק. לפיכך חובה עלינו לנקוט צעדים נמרצים, אשר יתרמו, בו זמנית, להאטת האינפלציה ולצמצום הגירעון בחשבון השוטף, הן דרך צמצום ההוצאה הציבורית, והן דרך עידוד החיסכון והגברתו.

צעדי המדיניות, שנקטו לאחרונה, ביטול הסובסידיות, הריסון המוניטרי והצעדים האחרים, — עשויים לתרום לפתרון בעיות אלה; ברם, הצלחתם של אמצעים אלה מותנית בהפעלת מלוא המדיניות המוצהרת, לצמצום ההוצאה הציבורית והסובסידיות לגורמי ייצור, להקטנת מספר העובדים בסקטור הציבורי ולהקפאת השכר הריאלי. לא ניתן למתן את האינפלציה ולעצור את

גידול הגירעון במאזן התשלומים, אלא אם תופעל מדיניות זו במלואה תקופה ממושכת. בחודשים הקרובים יכבד העול על כל מגזרי המשק והציבור, עם התייקרויותם של מוצרים, שירותים וגורמי ייצור, ועם האטת קצב גידולו של האשראי; רק לאחר מספר חודשים, שבהם יופעלו צעדי המדיניות במלואם, עשויה להתרחש תחילתה של תפנית חיובית בפתרון הבעיות המרכזיות של המשק.

בכבוד רב,

(—)

ארנון גפני

נגיד בנק ישראל

1. קווי ההתפתחות העיקריים

בתקופה שבין 28 בפברואר 1979 לבין 31 באוגוסט 1979 עלו אמצעי התשלום ב-18.6 אחוזים, והגיעו ל-31.4 מיליארד ל"י. בתקופה זו עלה מדד המחירים לצרכן ב-43 אחוזים, כך שבאמצעי התשלום חלה ירידה ריאלית משמעותית. אין ירידה זו מבטאת ריסון מוניטרי חריף, אלא זוהי תוצאה של ירידת הביקוש לכסף, בעקבות ההאצה הרבה בקצב האינפלציה, ועלייה בביקוש לנכסים נזילים תחליפיים, כמו איגרות חוב ופת"מ, המספקים הגנה בפני האינפלציה. בחינת כלל האינדיקטורים המוניטריים מורה, כי ההתרחבות המוניטרית המהירה, שאיפיינה את השנתיים האחרונות, נבלמה בתחילת 1979, וניתן אף לומר, כי מסתמן ריסון מוניטרי בשמונה החדשים האחרונים¹.

מאז הרביע האחרון של שנת 1978, חלה האצה מהירה ביותר בקצב האינפלציה, מרמה של כ-50 אחוזים במחצית הראשונה של 1978, לרמה של כ-130 אחוזים (במונחים שנתיים) במשך הרביע השלישי של שנת 1979. בד בבד עם העלייה בקצב האינפלציה, ניכרה במרבית התקופה הנסקרת עלייה בקצב גידולם של הביקושים המקומיים והתוצר בכללותו, תוך הרעה ניכרת בגירעון במאזן התשלומים. עם זאת, מצביעים סימנים שונים, בעיקר בתחום התעסוקה והשוק המקומי, על התמתנות מגמת ההאצה בצמיחה.

ההאטה בקצב התפתחותם של המשתנים המוניטריים העיקריים, לעומת האצת הפעילות הכלכלית, היא פרי המדיניות המוניטרית להגבלת האשראי החופשי: הצעד האפקטיבי ביותר בתחום זה היה ריסון יבוא ההון לזמן קצר, שנעשה דרך ייקור משמעותי של האשראי מחו"ל. נוסף על כך, הוטלו הגבלות על התרחבות האשראי המקומי. גורמים אלה, בתוספת העלייה בצפיפות לפיחות, תרמו לגידול הריבית הנומינלית על רכיביו השונים של האשראי החופשי, בשיעור גבוה מעליית המחירים.

הזרמות הסקטור הציבורי ובנק ישראל לא גדלו מתחילת 1979 ועד לסוף אוגוסט, בהשוואה לשנת 1978. עם זאת, יש לזכור, כי כל הזרמה מהווה תוספת להיצע הנזילות, שהשפעתה הריאלית הלכה וגדלה בשנתיים האחרונות; חלקם של הנכסים הצמודים (למדד המחירים או לשער החליפין) שבידי הציבור גדל והלך בתקופה זו, ולפיכך גברה השפעתה של כל הזרמה נתונה על פוטנציאל ההתרחבות המוניטרית ועל הביקושים במשק.

השפעת הריסון המוניטרי ניכרה גם בהתפתחות הנכסים הנזילים והאשראי. הנכסים הנזילים שבידי הציבור, — הכוללים, נוסף על אמצעי התשלום, גם פיקדונות לזמן קצוב, פיקדונות במטבע חוץ ואיגרות חוב, — גדלו מסוף חודש נובמבר 1978 ועד לסוף אוגוסט 1979 ב-54 אחוזים, ואילו העלייה במדד המחירים לצרכן בתקופה זו הסתכמה ב-58 אחוזים. הירידה הריאלית בנכסים הנזילים לוותה בשינוי הרכב הנכסים, בשל השינוי בצפיפות הציבור לגבי קצב עליית המחירים ושער החליפין.

התפתחות האשראי אף היא לא הדביקה את קצב הגידול בפעילות הכלכלית: סך האשראי ממערכת הבנקאות המקומית (למעט האשראי ליבוא דלק) גדל נומינלית מסוף נובמבר 1978 ועד סוף אוגוסט 1979 ב-56 אחוזים. התפתחות זו משקפת תנועות בכיוונים שונים: האשראי המוכון לציבור גדל במהירות, בעוד שקצב גידולו של האשראי החופשי הואט.

הריסון המוניטרי בשמונה החודשים הראשונים של השנה הרתש לאחר שנתיים של התרחבות מוניטרית מהירה. ספק אם מוצו כלל ההשפעות של ההתרחבות בעבר על הפעילות והמחירים, אך סביר מאד להניח, כי הריסון המוניטרי הנוכחי ישפיע על האטת הביקושים, אם כי בפיגור מסוים.

¹ כדי לבחון את ההתפתחויות המוניטריות, יש להרחיב את התקופה הנסקרת, ולדון בתקופה שבין סוף נובמבר 1978 לבין סוף אוגוסט 1979.

2. הגורמים להתפתחויות המוניטריות

בשמונה החודשים הראשונים של 1979 חל, כאמור, ריסון מוניטרי, לאחר שבשנים 1977 ו-1978 אירע גידול ניכר בהיצע הנזילות. התרחבות היצע הנזילות נבעה ב-1977 בעיקרה מהזרמות הסקטור הציבורי ובנק ישראל, בעוד שבשנת 1978 נוספה על גורמים אלה השפעתה המרחיבה של הליברליזציה במטבע חוץ. פתיחת המשק לתנועות הון גרמה ליבוא הון ניכר, שכן הריבית בשוק הכספים הבינלאומי, בתוספת שיעור הפיחות הצפוי, היתה נמוכה יותר מזו שהיתה שוררת בהעדר שוק כספים פתוח. השפעת גורם זה היתה משמעותית בעיקר ברביע האחרון של 1978, בשל הירידה בציפיות לפיחות. חשיבותו הרבה של יבוא ההון בקביעת היצע הכסף במשק פתוח, מצד אחד, והתפתחות שער חליפין תואם לצורכי מאזן התשלומים, מצד שני, הניעו את בנק ישראל, בדצמבר 1978, לבלום את ההתרחבות המוניטרית, בעיקר באמצעות ייקורו של האשראי מחו"ל. תחילה הוטלה חוברת הפקדה על אשראי במטבע חוץ, אך תוך זמן קצר היא הוחלפה בהגבלות אדמיניסטרטיביות על יבוא ההון, ומתחילת אפריל הומרו ההגבלות בקנס ישר, בשיעור של 12 אחוזים, על חלק מהאשראי במטבע חוץ.

ייקור האשראי החופשי במטבע חוץ היה חריף למדי, והוא תרם לצמצום יבוא ההון, למרות שהתפתחות ההזרמות של הסקטור הציבורי ובנק ישראל היתה עשויה להביא להרחבתו של יבוא זה. הזרמות אלה ירדו ריאלית, ולכן תרמו תרומה קטנה יותר מאשתקד להיצע הנזילות המקומי. הגידול בביקוש לנזילות במשק, בצד תהאטה בהיצע המקומי, עלולים היו להביא להרחבת יבוא ההון, אך הקנס, שהוטל במקביל, מנע זאת. הטלת הקנס על יבוא ההון והתגברות הציפיות לפיחות העלו את הריבית הריאלית על האשראי במטבע חוץ, בעיקר ברביע השני של 1979. עם זאת, יש לציין, כי הקנס הוטל רק על חלק מהאשראי, ולפיכך היתה לצעד זה השפעה מוגבלת על ריסון ההתרחבות המוניטרית.

א. הזרמת הסקטור הציבורי ובנק ישראל

אחד המקורות להתרחבות המוניטרית המקומית היה, כאמור, הזרמת הסקטור הציבורי; לצורך ניתוח השפעתה הממשית של הזרמה זו, בקצבי האינפלציה הנוכחיים, יש להוסיף עליה את גיוס ההון נטו של הממשלה, באמצעות מכירת איגרות חוב לציבור (להלן ההזרמה הבסיסית), — שכן חלק ניכר מהרכישה הישירה של איגרות חוב בידי הציבור אינו מהווה ספיגה, אלא תחליף לתחזוקת כסף. וכך, בקצבי אינפלציה מהירים, תביא הגדלת ההזרמה הבסיסית של הסקטור הציבורי בעקבותיה גם להגברת הרכישות נטו של איגרות חוב. בתקופה שבין נובמבר אשתקד לאוגוסט 1979, לא חל כמעט גידול בהזרמה הבסיסית של הסקטור הציבורי, בהשוואה ל-11 החודשים של 1978 (ראה לוח 1); אך יש לזכור, כי ההזרמה הבסיסית מהווה תוספת לבסיס הנכסים הנזילים, הגם שתרומתה הריאלית השנה להתרחבות הפוטנציאל המוניטרי קטנה, כאמור, בהרבה מזו של אשתקד.

ההזרמה במסגרת האשראי המוכון ליצוא בתקופה הנידונה כמעט שלא השתנתה לעומת הרמה הממוצעת ב-1978. יציבות זו משקפת מגמות סותרות באשראי לענפים השונים: ההזרמה בגין האשראי ליהלומים ירדה בשיעור ניכר, בעוד שהזרמת האשראי ליתר ענפי היצוא עלתה במהירות רבה: גורם נוסף בשנת 1979, שלא פעל אשתקד, הוא האשראי, שנתן בנק ישראל למערכת הבנקאות לכיסוי גירעונותיה; אולם יש לציין, שצעד זה היה חלק ממדיניות כוללת, שהגבילה את התפתחות האשראי החופשי ממערכת הבנקאות.

סך הזרמות הסקטור הציבורי ובנק ישראל הסתכמו בתקופה שבין נובמבר 1978 לאוגוסט 1979 בכ-28 מיליארד ל"י, ובסיס הכסף הרחב בסוף 1978 הסתכם ב-23 מיליארד ל"י. השוואת ההזרמה לבסיס הכסף אינה יעילה דיה לניתוח התרומות להיצע הכסף, משום שהשינוי בהגדרת

לוח 1

המקורות לשינוי בבסיס הנכסים הנזילים, 1978 עד אוקטובר 1979

(מיליארדי ל"י)

ספטמבר—אוקטובר 1979	דצמבר 1978— אוגוסט 1979	ינואר—נובמבר 1978	
12.7	10.4	10.1	(1) ההזרמה הבסיסית ¹ של הסקטור הציבורי
23.3	11.8	11.4	(2) אשראי מכוון מבנק ישראל
2.9	5.9	3.1	(3) הזרמת בנק ישראל לבנקים וגורמים אחרים
-48.7	-8.6	-10.0	(4) רכישת מט"ח בידי הסקטור הפרטי
-9.8	19.5	14.6	השינוי בבסיס הנכסים הנזילים
-26.5	7.0	2.1	מזה: (א) השינוי בבסיס הכסף
23.3	8.0	14.9	(ב) צבירת פת"מ (בידי הציבור)
-6.6	4.5	-2.4	(ג) צבירת אג"ח (בידי הציבור)

(1) ההזרמה הבסיסית של הסקטור הציבורי כוללת את ההזרמה, בהגדרה המקובלת של סקטור זה, ועוד גיוס ההון נטו ממכירה ישירה של איגרות חוב לציבור.

הנכסים הנזילים מחייב שינוי תואם בהגדרת בסיס הכסף²; וכך נמצא, כי ההזרמה הבסיסית של הממשלה והזרמת בנק ישראל היוו יחדיו 44 אחוזים מבסיס הכסף בסוף נובמבר 1978.

ב. מטבע חוץ

שני הגורמים הסופגים במערכת המוניטרית הם מאזן התשלומים ופיקדונות מטבע חוץ; אולם רכישות נטו של מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי מהוות ספיגה גם מבסיס הנכסים הנזילים, בעוד שרכישת פיקדונות פת"מ מהווה ספיגה ממגזר המטבע המקומי בלבד, אך לא מכלל הנכסים הנזילים. הספיגה באמצעות פיקדונות הפת"מ, מתחילת דצמבר 1978 ועד לסוף אוגוסט 1979, הסתכמה בכ-8 מיליארד ל"י במונחים שנתיים, בהשוואה ל-15 מיליארד ל"י (במונחים שנתיים) ב-11 החודשים הראשונים אשתקד. במקביל לכך חל גידול ניכר ברכישת איגרות חוב, ולפיכך יש להניח, שמגמה זו נבעה משינוי בתשואות היחסיות שהציבור צפה להן.

רכישת מטבע חוץ בידי הציבור הצטמצמה בתקופה שבין נובמבר 1978 לבין אוגוסט 1979, בהשוואה ל-1978 (ראה לוח 1). חלק ניכר מצמצום זה מקורו ביבוא ההון הניכר, בחודש דצמבר אשתקד (ובמזדה מסוימת — בינואר 1979), שנבע מהחששות להגבלתה של הליברליזציה; אולם החל מחודש פברואר, גברו מאוד רכישות מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי, הן בשל הגידול בגירעון במאזן התשלומים, והן בשל התכווצות יבוא ההון לזמן קצר (ראה לוח 2). התאצה בקצב הצמיחה של המשק השנה לזוהה במגמות דומות לאלו, ששררו אשתקד במאזן התשלומים — גידול מהיר ביבוא והאטה בסך היצוא, וכך גדל מאוד הגירעון בחשבון השוטף. מגמות ההתפתחות במאזן התשלומים נובעות מהאצת הפעילות המקומית ומההרעה בתנאי הסחר, שנוספה עליהן השפעת

² ההגדרה של בסיס הכסף, המתאימה לנכסים הנזילים, כוללת, נוסף על בסיס הכסף במטבע ישראלי, גם את יתרת איגרות החוב והפת"מ, בהתאם לשיעורי הנזילות עליהם: 100 ו-90 אחוזים, בהתאמה.

המשבר באיראן על יבוא הדלק. הרצון להגדיל את מלאי הדלק, והעלייה התלולה במחיריו, גרמו לעלייה מהירה בהוצאות על רכישת דלק — אלה תרמו כשני שלישים מגידולו של הגירעון בחשבון השוטף בשמונה החודשים הראשונים של 1979. סך הגירעון בחשבון השוטף בתקופה זו הסתכם ב-2.6 מיליארד דולר, במונחים שנתיים, לעומת 1.8 מיליארד דולר בשנת 1978. בחלקו מומן הגירעון ביבוא הון לזמן ארוך, אם כי בשיעור נמוך משל 1978. לפיכך גדל השנה במדה רבה, הגירעון הבסיסי של הסקטור הפרטי: מכ-540 מיליון דולר אשתקד, לרמה שנתי של כ-1.2 מיליארד דולר (במונחים שנתיים) בשמונה החודשים הראשונים של השנה.

ייקורו של יבוא ההון מתחילת השנה, וההרחבה המוניטרית המקומית, גרמו לצמצום ביבוא ההון לזמן קצר. ברביע הראשון של 1979 הסתכם יבוא ההון הנגזר לזמן קצר ב-260 מיליון דולר, לאחר שברביע האחרון של 1978 הוא הגיע לרמה של 370 מיליון דולר. הירידה במקור זה להתרחבות היצע הנזילות ניכרת אף יותר ברביע השני והשלישי, שבהם הוא הסתכם בכ-50 וב-200 מיליון דולר לרביע, בהתאמה³. התפתחויות אלה במאזן התשלומים התבטאו ברכישה מוגברת של מטבע חוץ מבנק ישראל, החל ברביע השני.

השינוי בבסיס הנכסים הנזילים בתקופה הנידונה הסתכם בכ-20 מיליארד ל"י, המהווים כ-31 אחוזים מהבסיס. יש לציין, כי חלק מהנכסים הנזילים צמודים לשער החליפין, או למדד המחירים לצרכן, וערכם הריאלי אינו משתנה, כך שמשמעותה של התוספת לבסיס הנכסים הנזילים רבה יותר. הגידול בבסיס הנכסים הנזילים, לרבות הפרשי שיערוך על הנכסים הצמודים, מורה, כי הוא לא השתנה ריאלי בתקופה הנידונה.

לייקורו של יבוא ההון היתה השלכה גם על הציפיות להתפתחותו של שער החליפין, ובאמצעותו — על קביעת הריבית והיצע הכסף בכללותו. שני גורמים אלה יצרו לחץ לפיחות שער החליפין; ואכן, בתקופה שבין סוף פברואר לסוף אוגוסט, התרחש פיחות ריאלי, לאחר שבמחצית השנה, שקדמה לתקופה זאת, אירע ייסוף ריאלי חריף. סביר להניח, שהייסוף הריאלי, על רקע הגידול בגירעון בחשבון השוטף, היה יוצר ממילא ציפיות לפיחות. מדיניות בנק ישראל סייעה לתהליך זה להתממש, הן בנקיטת הצעדים האמורים, והן בדרך של רכישת מטבע חוץ מהציבור, בקנה מידה גדול, יחסית, בחודשים מארס ואפריל — חודשים, שבהם גם התרחש הפיחות החריף ביותר בשער הל"י.

ג. ההתפתחויות בבסיס הכסף בתודשים האחרונים

בחדשים ספטמבר ואוקטובר 1979 ניכרת הרפיה מסוימת בריסון המוניטרי המקומי: ההזרמה החודשית הממוצעת של הסקטור הציבורי גדלה ב-22 אחוזים, והרמה החודשית הממוצעת של ההזרמה דרך האשראי המוכון ליצוא הוכפלה כמעט בתקופה זו (ראה לוח 1). עם זאת, נמשך הריסון של האשראי הבנקאי החופשי במטבע חוץ. בתקופה זו בולטת התפתחות יוצאת דופן ברכישות מטבע חוץ בידי הציבור: הרמה החודשית הממוצעת של הרכישות גדלה פי 5 בהשוואה לשמונה החודשים הראשונים, והסתכמה בכ-300 מיליון דולר (ראה לוח 1). התפתחות זו מבטאת הרעה בחשבון השוטף, אך ייתכן, כי נוצר תהליך של החזרת ההון הספקולטיבי, שיובא ארצה אשתקד, בעקבות עליית התשואה הצפויה על מטבע חוץ, יחסית לריבית המקומית. נוסף על כך, ייתכן שהציבור צבר מזומנים במטבע חוץ, בעקבות אי הביטחון בדבר הצעדים הכלכליים העתידיים לברא. התפתחות זו, והשכיחה בבנק לאומי לישראל בחודש אוקטובר, יצרו גירעונות נזילות חריפים במערכת הבנקאות, שתרמו לעלייה נוספת בריבית התעריפית בנובמבר.

³ תגודות חריפות ביבוא ההון הנגזר לזמן קצר אירעו החל מהרביע השני (ראה לוח 2). תגודות אלה מבטאות תגודות מקבילות בציפיות, אך ייתכן שהן נובעות מהסטייה הקיימת, בדרך כלל, באומדנים המוקדמים, ובמיוחד מהנחתנו בדבר ההתפתחות ביבוא ההון לזמן ארוך.

לוח 2

מאזן התשלומים של הפקטור הפרטי, 1978 עד אוגוסט 1979

(מיליוני דולרים)

1979				1978					
ספטמבר- אוקטובר	יולי- אוגוסט	אפריל- יוני	ינואר- מארס	ינואר- דצמבר	אוקטובר- דצמבר	יולי- ספטמבר	אפריל- יוני	ינואר- מארס	
1851	1805	1516	672	1,788	356	567	467	398	הגירעון בחשבון השוטף
2-40	2-40	-22	-19	-128	-45	-35	-23	-25	יבוא שירותים נטו, ממשלה לנמ"א
2300	2300	2300	363	1,119	306	282	328	203	יבוא הון לזמן ארוך והעברות חד צדדיות
511	465	194	290	541	5	250	110	170	הגירעון במאזן התשלומים
416	261	147	-3	131	-364	172	62	261	רכישת מטבע חוץ מבנק ישראל
95	204	47	293	538	369	78	54	-91	יבוא ההון לטווח קצר (נגזר)
			-21	-150	42	20	-111	-17	יבוא ההון לטווח קצר (בפועל)
			255	222	80	216	-191	117	יבוא ההון לטווח קצר, כולל טעויות והשמטות

(1) הערכה על בסיס נתוני סחר חוץ בלבד.

(2) אומדן.

ד. שער הריבית

בלימת התרחבותו של היצע הנכסים הנוזלים, בתקופה, שבה צמח התוצר בקצב שנתי של כ-7 אחוזים, אמורה היתה להתבטא גם בעליית שער הריבית הריאלי במשק. המדיניות לייקור האשראי במטבע חוץ מורה, כי הריבית על אשראי זה גדלה מ-15 אחוזים בתחילת השנה ל-27 אחוזים, במונחי דולרים, באמצע השנה (ראה לוח 3). בהנחה, שהציפיות לפיחות ולעליית המחירים במשק נגזרות מההתפתחות השוטפת ומההתפתחות ברביע הקודם⁴, נמצא, כי במחצית השנייה של 1978 חלה ירידה בריבית הריאלית על האשראי במטבע חוץ, ובחלק מהתקופה היא אף היתה שלילית; ואילו ברביע השני של 1979 ואילך השתנתה המגמה, והריבית הריאלית עלתה במהירות, ואף הגיעה לשיעור חיובי גבוה למדי. הריבית האפקטיבית הממוצעת על האשראי החופשי, באמצעות חח"ד, עלתה גם היא במונחים ריאליים, אם כי הריבית הריאלית הממוצעת באשראי זה הינה שלילית עדיין. עלייה משמעותית יותר ניכרת בריבית על חריגות ממכסת האשראי, מ-64 אחוזים בסוף 1978 ל-129 אחוזים ברביע השלישי של 1979, עלייה הנובעת, במידה רבה, ממדיניות בנק ישראל, שהגביל את הגידול באשראי החופשי במטבע ישראלי ל-3 אחוזים בחודש. יש לציין, כי רמתה של ריבית החריגות בחודשים האחרונים דומה לריבית על האשראי החופשי במטבע חוץ, תופעה שיש בה כדי להעיד על התקרבות לשיווי משקל בשוליים בין התפתחות האשראי בל"י לבין אשראי במטבע חוץ. עם זאת, יש להתייחס לממצאי הריבית בהסתייגות מסוימת, בשל הקושי לאמוד את הציפיות לאינפלציה ולשינוי בשער החליפין.

לעומת ייקור האשראי החופשי, הוול יחסית האשראי המוכוון ליצוא: הריבית על האשראי המוכוון ליצוא, המהווה כ-45 אחוזים מכלל האשראי הבנקאי, הועלתה באחוז אחד בלבד בחודש יוני, בעוד הריבית על הדולר בחו"ל עלתה בשנה האחרונה בכ-4 אחוזים. נוסף על כך, למספוא

לוח 3

שער הריבית על האשראי החופשי ושיעור השינוי בשער החליפין ובמדד המחירים לצרכן,

1978 עד 1979

(אחוזים)

שיעור השינוי הממוצע בשני הרביעים האחרונים		ריבית נומינלית			מדד המחירים	שער החליפין	לצרכן
		ריבית על אשראי במט"ח במונחי דולר	ריבית חריגות על אשראי חח"ד	ריבית אפקטיבית ממוצעת על אשראי חח"ד			
(במונחים שנתיים)							
146	127	10	64	49	I	1978	
48	28	11	64	49	II		
41	27	12	64	49	III		
51	17	15	64	25	IV		
68	18	15	99	63	I	1979	
81	68	25	102	69	II		
99	89	27	129	97	III		

1) ברביע זה בלבד, כדי לא לכלול את השפעת הרפורמה במט"ח.

ולדלק, המהווים כ-15 אחוזים מכלל האשראי הבנקאי, ולאשראי ספקים, ניתן פטור מהקנס על אשראי במטבע חוץ. ניתן לומר, אפוא, שהמדיניות לייקור האשראי פעלה רק על חלק מן האשראי, ולפיכך הושג ריסון מוניטרי מתון בלבד עד לחודש אוגוסט. יש לציין, כי בחודש ספטמבר ננקטו צעדים נוספים לייקור האשראי המוכוון: הריבית על האשראי המוכוון בל"י תועלה הדרגתית, עד אפריל 1980, ב-5 אחוזים, ובהדרגה תועלה גם הריבית על האשראי המוכוון במטבע חוץ, כדי להשוותה, עד לאפריל 1980, לריבית על הדולר בשוק החופשי, למעט סובסידיה בשיעור קבוע.

ה. השפעת המדיניות המוניטרית על הפעילות הכלכלית

בלימת ההתרחבות המוניטרית מתחילת השנה, כפי שהיא משתקפת במשתנים השונים, התרחשה, כאמור, לאחר התרחבות מוניטרית מהירה בשנתיים האחרונות, ובמיוחד בשנת 1977. הגידול המהיר באמצעי התשלום ובהיצע הכסף בשנת 1977 לא ניכר באותה שנה בשוק המוצרים, הן בשל הפיגור בהשפעתו, והן עקב ביטוי בגידול הנכסים הכספיים שבידי הציבור. סביר להניח, כי הגידול הרב בעושרם הפיננסי של הפרטים ב-1977, בצירוף ההתרחבות בהיצע הנזילות בשנת 1978, יצרו תהליך התאמה, שהביא ב-1978 להגברת הביקוש למוצרים, ובכך תרמו להאצת התהליך האינפלציוני. אין באפשרותנו לבחון, האם מוצתה כבר השפעתם של גורמים אלה; אם אמנם כן הדבר, הרי שהמשך הריסון הנוכחי בהתפתחויות המוניטריות יתרום לצמצום הביקוש למוצרים, בפיגור מסוים.

3. התפתחות הנכסים הכספיים והאשראי

א. הנכסים הנזילים

העלייה המהירה בקצב האינפלציה הפחיתה את חשיבותם של אמצעי התשלום בניתוח הנזילות במשק, ויש לדון במצרפים מוניטריים רחבים יותר, הכוללים נכסים נזילים נוספים. קירוב טוב לניתוח ההתפתחויות המוניטריות הוא מצרף של נכסים נזילים, הכולל אמצעי תשלום, פיקדונות במטבע חוץ שבידי הציבור, איגרות חוב שבידי הציבור ופיקדונות לזמן קצוב בל"י. עם זאת יש להדגיש, שאין מצרף זה מהווה הגדרה חדשה לאמצעי התשלום במשק. סך כל הנכסים האמורים ירדו ריאלי, מתחילת השנה ועד סוף חודש אוגוסט, בכ-9 אחוזים במונחים שנתיים; אולם התפתחות זו התרחשה לאחר גידול רב ביבוא ההון ובפיקדונות מטבע חוץ בחודש דצמבר אשתקד, בשל החששות להגבלת הליברליזציה, ולפיכך ננתח את ההתפתחויות המוניטריות על בסיס חודש נובמבר 1978. בתשעה החודשים, שחלפו מאז חודש נובמבר, ירדו הנכסים הנזילים שבידי הציבור בכ-4 אחוזים ריאלי, במונחים שנתיים (ראה לוח 4)⁴. ירידה זו, בצד הגידול בפעילות הכלכלית (כ-6 אחוזים), מצביעים על צמצום מסוים בהיצע הנזילות; מה גם שנוזילותו הכוללת של התיק פחתה, משום שגדל מאוד משקלם של הנכסים, שנוזילותם קטנה יותר.

⁴ אין בידינו מודל חד משמעי לגזירת הציפיות לשינוי בשער החליפין ובמדד המחירים, אך יש לציין, שאלטרנטיבות שונות של אמירת הציפיות מורות על מגמה דומה בהתפתחות הריבית הריאלית. עם זאת, התנודות בהתפתחות הריבית לאורך זמן, בשיטות השונות, והעיתוי המדויק של התפניות, שונה משיטה לשיטה בתחום של 3 חודשים.

⁵ בסך הנכסים הנזילים שבידי הציבור אין אנו כוללים את פיקדונות מטבע חוץ ואיגרות חוב שבידי קרנות הנאמנות, משום שתעודות ההשתתפות בקרנות הן בעלות רכיב חיסכון לטווח ארוך יותר, אם כי דרגת נוזילתן גבוהה, יחסית. אם נכלול את פיקדונות הפתי"מ ואיגרות החוב שבידי קרנות הנאמנות בסך הנכסים הנזילים, נמצא כי אלה לא השתנו ריאלי מנובמבר 1978 ועד לסוף אוגוסט 1979.

לוח 4

התפתחות הנכסים שבידי הציבור, 1977 עד 1979

(אחוזים)

ריאלית			נומינלית			
ינואר— נובמבר דצמבר 1978— אוגוסט 1979	1978	1977	ינואר— נובמבר דצמבר 1978— אוגוסט 1979	1978	1977	
(במונחים שנתיים)			(במונחים שנתיים)			
—3	4	3	78	64	43	א. סך הנכסים הנוזלים
—18	—15	—	42	32	38	מזה: אמצעי תשלום
—1	1	26	82	59	74	ב. סך הנכסים הכספיים
12	—10	—8	108	42	27	מזה: איגרות החוב ¹
12	39	—	108	118	—	סך פיקדונות פת"מ ¹

(1) בידי הציבור וקרנות נאמנות.

ב. הרכב כלל הנכסים הכספיים

בדומה לשנה שחלפה, נמשכו גם השנה התנודות בהרכב הנכסים שבידי הציבור, אך מקורן היה שונה בחלקי השנה השונים: בתשעה החודשים הראשונים של 1978 נבעו עיקר ההתאמות בתיק הנכסים של הפרטים מהליברליזציה במטבע חוץ, בעוד שברביע האחרון של 1979 נבעו הן מציפיות הציבור לגבי ההתפתחויות הצפויות ברמת המחירים ובשער החליפין. מגמת הירידה במשקלם של אמצעי התשלום נמשכה השנה ביתר חריפות — מסוף נובמבר 1978 ועד סוף אוגוסט 1979 ירדו ריאלית אמצעי התשלום בכ-23 אחוזים, במונחים שנתיים (ראה לוח 4). ירידת הביקוש לכסף היא תוצאה של עליית הוצאה האלטרנטיבית בהחזקתו, בעקבות ההאצה הניכרת בקצב האינפלציה. התופעה המשלימה תמונה זו היא עלייה ניכרת במהירות המחזור של פיקדונות עו"ש, שעלו מרמה של 50 בסוף 1978 ל-78 בחודש יולי 1979.

במקביל לירידת אמצעי התשלום, חל גידול ריאלי בנכסים הצמודים שבידי הציבור. בתקופה שמסוף נובמבר אשתקד ועד סוף אוגוסט 1979 עלו ריאלית איגרות החוב ופיקדונות הפת"מ בשיעור זהה — 12 אחוזים, במונחים שנתיים (ראה לוח 4). במהלך התקופה ניכרו, כאמור, תנודות רבות בהתפתחות שני הרכיבים, שמקורם בעיקר בשינויים שחלו בציפיות הציבור לגבי שער החליפין הריאלי: בחודש דצמבר אשתקד גדלו פיקדונות הפת"מ בשיעור יוצא דופן, כתוצאה מהחששות להגבלת הליברליזציה. בעיקרה היתה זו הקדמת רכישה, ובכך היא תרמה ליציבותו של רכיב זה במהלך 1979, ולעלייה מהירה ביתרת איגרות החוב שבידי הציבור⁶. מגמה זו התחזקה גם כתוצאה מהקנס על האשראי במטבע חוץ — שגרם לעליית הריבית במשק, בעוד שהריבית על פיקדונות פת"מ לא שונתה.

כאמור, נקבע העיתוי של התנודות על פני התקופה גם לפי התפתחות שער החליפין הריאלי. כך, למשל, העלייה יוצאת הדופן בשער החליפין בחודש מארס, שבחלקה הגדול היוותה התאמה

⁶ ראוי לציין, כי חלק ניכר מהרכישות של איגרות חוב בידי הציבור בי-1979 נעשו באמצעות קרנות הנאמנות. לא כללנו אותם, כאמור, בניית הנכסים הנוזלים, אך הם נכללו בנייתו של התיק כולו, המובא בסעיף זה.

ליציבות בשער החליפין במשך תקופה ארוכה, גרמה למימוש רווחים ולמכירה, נטו, של פיקדונות במטבע חוץ; לאחר מכן התחדשה צבירת הפיקדונות במטבע חוץ, אך בקצב איטי, יחסית. תופעה נוספת, הראויה לציון, היא המעבר, החל מחודש מארס, מפיקדונות פת"מ עו"ש לפיקדונות פת"מ לזמן קצוב: בין סוף פברואר ועד לאוגוסט, ירדה יתרת פת"מ עו"ש ב-25 אחוזים, במונחי דולרים, בעוד יתרת פת"מ לזמן קצוב עלתה ב-15 אחוזים. סביר להניח, שהציבור העריך כי הוויתור על הריבית בפת"מ עו"ש הינו יקר, יחסית, בהתחשב בכך, שגם נזילותם של הפיקדונות לזמן קצוב היא גבוהה למדי, ולכן העדיף להגדיל את משקלם של פיקדונות אלה.

בספטמבר ואוקטובר שוב חלו שינויים בציפיות הציבור לגבי התשואות היחסיות, וגבר החשש להגבלת הליברליזציה; כתוצאה מכך, גדלה הצבירה החדשה של פיקדונות פת"מ פי 3 מאשר בשמונה החודשים הראשונים של השנה, ואילו גיוס הון, נטו, באמצעות מכירת איגרות חוב לציבור, הצטמצם.

הרכיבים הפחות נזילים בתיק הנכסים של הציבור — תכניות חיסכון ומניות — התפתחו במגמות שונות. תכניות החיסכון לא השתנו ריאליית מתחילת השנה, בעוד שבמניות חלה ירידה ריאליית בשיעור 10 אחוזים (ראה לוח ג'—2). בסך הכול, ירדו ריאליית סך הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור בכ-4 אחוזים מתחילת השנה, ואילו מאז נובמבר אשתקד לא חל בהם שינוי ריאלי. יש להדגיש, שהתפתחות זו אירעה לאחר גידול ריאלי של 34 אחוזים ב-1977 ו-1978 בתיק הנכסים הכספיים של הציבור.

ג. האשראי הבנקאי

מתחילת השנה ועד לסוף אוגוסט גדל נומינלית סך האשראי הבנקאי ב-61 אחוזים, שהם כ-6 אחוזים ריאליית (ראה לוח ג'—3), ועל בסיס חודש נובמבר — גידול ריאלי של 7 אחוזים. עם זאת יש להדגיש, שהתפתחות האשראי על פני המגזרים השונים במשך השנה אינה הומוגנית, בשל מדיניות בנק ישראל והתפתחות יבוא הדלק ומחיריו. בשלושה החודשים הראשונים של השנה, חל גידול מהיר באשראי הבנקאי לענפי המשק, שהסתכם בגידול ריאלי של 3 אחוזים. מדיניות ההרחבה של הבנקים הגדילה את גירעונותיהם במידה ניכרת, עד לכ-4.5 מיליארד ל"י בסוף מארס. בשל גירעונות הנזילות העמוקים והממושכים במערכת הבנקאות, החליט בנק ישראל להעמיד לרשות הבנקים אשראי לחיסול גירעונותיהם, ובתמורה נדרשו הבנקים להקפיא את האשראי במטבע חוץ, ולאפשר גידול מוגבל של אשראי במטבע ישראלי, בשיעור נומינלי שלא יעלה על 3 אחוזים מדי חודש. מדיניות זו תרמה לכך, שסך האשראי הבנקאי, למעט האשראי לדלק, לא גדל ריאליית בחודשים אפריל עד אוגוסט; עם זאת, סך האשראי בתקופה זו גדל בקצב דומה לזה שבשלושת החודשים הראשונים, וכל הגידול מוסבר בהתרחבות ניכרת של האשראי לדלק, אשר אינו מממן פעילות מקומית: בחודשים מארס עד אוגוסט גדלה יתרת האשראי לדלק, במונחי דולרים, ב-70 אחוזים. התפתחות זו נובעת בחלקה מהעלייה הניכרת במחירי הדלק בעולם, בעקבות המשבר באיראן, וכן כתוצאה מהגדלת מלאי הדלק במשק.

סך האשראי הבנקאי, למעט האשראי לדלק, גדל ריאליית בשמונה החודשים ב-3 אחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד (ראה לוח 5), בעוד שהגידול בסך השימושים (למעט יבוא ביטחוני ישיר) נאמד בכ-6 אחוזים. ההאטה בהתרחבות האשראי הבנקאי מתחילת השנה התרחשה לאחר שנתיים של גידול מהיר במיוחד: בשנת 1977 גדל ריאליית האשראי ב-10 אחוזים, ובשנת 1978, — ב-25 אחוזים.⁷

⁷ יש לציין, כי חלק מהגידול באשראי בשנים 1977 ו-1978 נבע ממימון הפרשי השיעור, בעקבות הפיחות הגדול, וממימון מיוחד, שנתנו הבנקים לפרטים לרכישת תכניות חיסכון ומניות. רק בנייתם של הטוחח הקצר יש משמעות לבחינה נפרדת של סעיפים אלה.

לוח 5

האשראי הבנקאי לציבור, 1977 עד אוגוסט 1979
(שיעורי שינוי של יתרות ממוצעות לעומת התקופה המקבילה אשתקד, אחוזים)

ריאליים			נומינליים			
ינואר- אוגוסט 1979	1978	1977	ינואר- אוגוסט 1979	1978	1977	
13	25	10	170	97	52	סך כל האשראי
10	10	4	165	74	44	האשראי לשוק המקומי
-15	8	1	41	71	39	מזה: האשראי החופשי במטבע ישראלי
127	23	24	110	95	71	האשראי החופשי במטבע חוץ
25	36	3	—	—	—	האשראי ליצוא, למעט יהלומים (במונחי דולר)
18	83	37	—	—	—	האשראי ליהלומים (במונחי דולר)

(1) למעט אשראי לדלק.

התרחבותו האיטית, יחסית לשימושים, של האשראי, נבעה ממספר צעדים, שנקט בהם בנק ישראל, שמגמתם שזנה: מצד אחד, פעל בנק ישראל לריסון האשראי לשוק המקומי, ומצד שני — במשך הגידול המהיר באשראי המוכוון ליצוא.

ד. האשראי לשוק המקומי

ריסון האשראי לשוק המקומי הושג באמצעות צעדים, שונקטו ביחס למחירו של האשראי ולגפחו, כאחד: הוטל קנס של 12 אחוזים על אשראי במטבע חוץ, נקבעו הגבלות כמותיות על הרחבת האשראי לבנקים, שנוקקו להלוואות מבנק ישראל, וכן צומצם נומינלית האשראי המוכוון בל"י לשוק המקומי. שלושה גורמים אלה תרמו להעלאת הריבית הריאלית על האשראי החופשי ולהאטה בהתפתחותו. בממוצע לא חל גידול ריאלי באשראי לשוק המקומי בשמונה החודשים הראשונים של 1979, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד (ראה לוח 5), בעוד שאינדיקטורים ראשוניים מורים, שהשימושים המקומיים יגדלו בכ-6 עד 7 אחוזים. צעדי המדיניות השפיעו גם על התפתחות רכיבי האשראי לשוק המקומי במשך השנה: האשראי החופשי בל"י גדל מתחילת השנה ב-25 אחוזים, בעוד שהאשראי במטבע חוץ, למעט דלק, גדל ב-73 אחוזים. נוסף על כך, מילאו הבנקים את התחייבותם, שניתנה כתמורה להלוואות לכיסוי גירעונותיהם, — ומאז אפריל עלה האשראי החופשי בל"י בקצב חודשי נמוך מ-3 אחוזים, ואילו יתרת האשראי במטבע חוץ, הפטורה מהקנס, לא השתנתה, במונחי דולרים.

ה. האשראי המוכוון ליצוא

בד בבד עם ריסון האשראי לשוק המקומי, נמשכה מגמת ההרחבה כאשראי המוכוון ליצוא, שפעלה בשנתיים האחרונות. בניתוח כלל האשראי במשק, אין אמנם חשיבות רבה לבחינה מפלה

של מקורות האשראי השונים, שכן רוב הפירמות העוסקות ביצוא מייצרות גם לשוק המקומי, ולפיכך משפיע האשראי ליצוא על הזמינות הכוללת של האשראי; אולם המגמות המנוגדות בהתפתחות הרכיבים השונים משקפות את הגדלת הסובסידיה ליצוא באמצעות האשראי המוכון. היתרה הממוצעת של האשראי ליצוא סחורות (למעט יהלומים), בשמונה החודשים הראשונים של השנה, גדלה ב-49 אחוזים, במונחי דולרים, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, בעוד שיצוא הסחורות (למעט יהלומים) גדל בכ-30 אחוזים. גם בשיעור המימון של האשראי ליהלומים ניכר גידול: יצוא היהלומים עלה ב-3.5 אחוזים, במונחי דולרים, בעוד שהיתרה הממוצעת של האשראי לענף זה גדלה ב-18 אחוזים. סיבות הגידול שונות בין הקרנות: בקרן משלוחים נובע הגידול מהכללת המוצעה לפרי הדר, שעד כה לא קיבלה מימון מקרן זו, בין זכאי המימון; אך נראה, כי הגידול בשיעור הנצילות של קרנות היצוא האחרות נובע מגידול בסובסידיה הגלומה באשראי זה. שער הריבית על האשראי המוכון ליהלומים הועלה אמנם בהדרגה ל-9 אחוזים, אך הריבית על האשראי לשאר היצוא גדלה באהו אחד בלבד, שעה ששערי הריבית בעולם עלו בשיעור רב יותר. יתירה מזו: הטלת הקנס על האשראי החופשי במטבע חוץ, העלתה במידה ניכרת את הפער בין הריבית על האשראי המוכון ליצוא לבין הריבית האלטרנטיבית בשוק החופשי. מאחר שמסגרות האשראי השונות פועלות ככלים שלובים, אין תימה, שגדל שיעור הניצול של האשראי המוכון. יש לציין, כי החל מתודש אפריל 1979 הועלה שיעור המימון בקרן משלוחי יצוא מ-85 ל-90 אחוזים. שיעור זה הופחת שוב בחודש ספטמבר, תוך העלאת הריבית בקרנות השונות.

4. ההתפתחויות הכלכליות בתקופה הנסקרת

בשנת 1979 נמשכו המגמות, שהסתמנו אשתקד במשק: גידול בקצב הצמיחה הכלכלית, שהתבסס על האצת הביקושים המקומיים; הרעה משמעותית בגירעון של החשבון השוטף במאזן התשלומים, והאצה ניכרת בקצב האינפלציה. על פי אומדנים ראשונים, יצמח השנה התוצר בכ-6 עד 7 אחוזים, לאחר גידול של כ-5 אחוזים אשתקד. הגידול בפעילות הכלכלית ניכר במחצית הראשונה של השנה, בעוד שברביע השלישי מסתמנת התייצבות. המקור העיקרי לצמיחת התוצר היא העלייה המשמעותית בפעילותו של ענף הבנייה. בהתחלות הבנייה למגורים במחצית הראשונה של 1979 לא חל אומנם גידול משמעותי, אך העלייה הניכרת, שהתרחשה אשתקד בהתחלות הבנייה, הגבירה את רמת הפעילות בענף ב-1979. בשל כך צפוי גידול ריאלי של כ-9 אחוזים בהשקעות בבנייה למגורים, לאחר שב-1978 הם ירדו ב-2 אחוזים. יש לציין, שברביע השלישי החל גידול מהיר בהתחלות הבנייה של הסקטור הציבורי, אך השפעתו על הפעילות תתבטא רק בשנה הבאה. גם בבנייה הביטחונית ניכרת עלייה, — לאחר יציבות ב-1978, — עקב התחלת עבודות ההערכות של צה"ל בנגב; לפיכך סביר להניח, שבשנה הקרובה תחול האצה נוספת בתחום זה.

הצריכה הציבורית, לפי אומדנים, גדלה אף היא, אם כי התמונה אינה ברורה דיה. ראוי לציין, כי בהתרחבות הצריכה הציבורית, המשפיעה על הביקושים והרכבם, טמונה השלכה חמורה במיוחד על שוק העבודה. על פי סקרי כוח אדם נראה, שהגידול בפעילות הסקטור הציבורי בשנתיים האחרונות התבטא בעיקר בתוספת של עובדים: מספר המועסקים בסקטור הציבורי במחצית הראשונה של 1979 היה גבוה ב-11 אחוזים ממספרם הממוצע בשנת 1977, ובמספר תחומים היה הגידול יוצא דופן: 42 אחוזים בשירותי הרווחה, 22 אחוזים ברשויות המקומיות, 17 אחוזים בבריאות ו-12 אחוזים בתינוך.

התחדשות הצמיחה הכלכלית ב-1978 והאצתה השנה, גרמו לגידול בביקוש לנכסי השקעה;

ברם, לפי שעה ניכר גידול זה בציוד בלבד, בעוד הבנייה לענפי המשק יציבה. ייתכן שהחשש מביטול הסובסידיות להון גרם להקדמת רכישות ציוד, ואילו הקמת המבנים, שתכנונם וביצועם ממושך יותר, תתרחש בשנה הבאה. בצריכה הפרטית צפוי המשך קצב הגידול המהיר, שהתרחש אשתקד — כ־8 אחוזים בקירוב; הגידול מתרכז ברכישת מוצרים בני קיימא. תופעה זו נובעת, כנראה, מעליית השכר הריאלי של סקטורים שונים, בטווח הקצר, ואולי אף מהקטנת שיעורי החיסכון, בעקבות הציפיות להאצה ניכרת באינפלציה.

בדומה לשנה שעברה, התבססה צמיחת המשק על גידול בביקושים המקומיים, ואילו היצוא הכולל לא גדל השנה; עם זאת, גידולו של היצוא, למעט יהלומים, הוא השנה. העלייה המהירה ביבוא (למעט יהלומים), על רקע הרמה הגבוהה ב־1978, הרחיבה את היקפו הריאלי במידה רבה. התפתחויות אלה ביצוא וביבוא הביאו להרחבת הגירעון הריאלי במאזן התשלומים. נוסף על כך חלה הרעה בתנאי הסחר של המשק, בעיקר בשל עליית מחירי הנפט, כך שהגירעון הנומינלי (במונחי דולרים) בחשבון השוטף גדל השנה במהירות: עד סוף השנה צפוי גידול של כ־600 מיליון דולר בגירעון, לאחר גידול של כ־200 מיליון דולר אשתקד.

התהליך האינפלציוני הוא השנה לרמה, שכמוה לא ידע המשק בעבר: מ־48 אחוזים, במשך השנה שעברה, ל־130 אחוזים (במונחים שנתיים) במשך הרביע השלישי של 1978. חומרה מיוחדת נודעת לעובדה, ששיעורים אלה אינם פרי שינוי חד־פעמי, אלא תהליך של האצה, הנמשך גם עתה. סביר להניח, שהגידול בביקושים היה בין גורמי האינפלציה בשנתיים האחרונות, אך גורם זה, כשלעצמו, אינו מסביר קצב כה מואץ של עליית מחירים. מצויים שני גורמים נוספים, העשויים לתרום להסבר קצבה של האינפלציה: הרווחים הבלתי צפויים על מלאי ההלוואות הבלתי צמודות של הציבור, וציפיות הציבור לגבי התפתחות התהליך בעתיד. קיום רמת אינפלציה גבוהה, שתחילתה בעליית הוצאות והמשכה בגידול בביקושים, שניזונו, בין היתר, מההתרחבות המוניטרית בשנים 1977 ו־1978, — כל אלה יצרו ציפיות להמשך המגמה. אי הוודאות לגבי ממדיה של האינפלציה, והסדר תוספת היוקר, המפצה רק חלקית על העלייה במחירים, גרמו לתסיסה בקרב העובדים ולהגדלת תביעותיהם — על מנת לבטח את עצמם כנגד התהליך המואץ באינפלציה — ולפיכך גדלה השפעת השכר על המחירים במשק. אי הוודאות השפיעה גם על התנהגותן של הפירמות, בעיקר דרך יצירת מנגנוני התאמה מהירה של המחירים לשינויים בעלויות ובביקושים. לעומת התמונה הכוללת של ההאצה, המצטיירת מהאינדיקטורים המרכזיים, יש לציין, כי מספר אינדיקטורים מורים דווקא על האטת־מה בפעילות הכלכלית במהלך השנה: בשוק הבנייה חלה ירידה במכירות, והתרבה שיעורן של הדירות הלא מכורות בסקטור הפרטי; ברביע השלישי מסתמנת אף ירידה במחיר היחסי של הדירות. צריכת בני קיימא המשיכה אמנם לגדול בקצב מהיר ביותר, אך בצריכה האחרת ניכרת האטה. נתוני שירות התעסוקה מצביעים על ירידה בביקוש לעובדים: ירידה בהזמנות לעובדים, וירידה באחוז ההזמנות שלא נענו. עם זאת, סקרי כוח אדם למחצית הראשונה של השנה מורים על צמצום שיעור האבטלה. כאמור, אין אינדיקטורים אלה מצביעים בכירור על האטה, ורמת הפעילות הכלכלית עדיין גבוהה.

5. יעדי המשק והמדיניות הכלכלית

שתי בעיות היסוד של המשק בשנים האחרונות — הגירעון בחשבון השוטף, והאינפלציה — החריפו השנה במידה רבה. תהליך עליית המחירים הוא באופן משמעותי מאז הרביע האחרון של 1978, ובחודשים האחרונים הגיע לקצב של כ־8 אחוזים לחודש. ריסון הביקושים במשק מביא לבלימה ולהאטה של האינפלציה, ואילו העדר מדיניות מרסנת תורם להאצה נוספת באינפלציה — תופעה הפוגעת, בדרכים שונות, בפריזון, במבנה המשק ובהתחלקות הרכוש וההכנסות. פגיעה

זו ניכרת כבר עתה, ובמיוחד בשוק העבודה: החשת האינפלציה, על רקע הסכם תוספת היוקר הנוכחי, המפצה רק חלקית על התייקרות, גורמת לתסיסה מתמדת, המתבטאת בגידול ימי השביתה והעיצומים ובהתגברות השפעתו של השכר על התהליך האינפלציוני, בעקבות רצונם של העובדים לבטח עצמם כנגד האצת האינפלציה. כמו כן, מתבטא גידול של האינפלציה בדגש היתר, שנותנת הפירמות להיבט הפיננסי של פעילותן.

לכן שומה עלינו לנקוט צעדים נמרצים, אשר יתרמו להאטת האינפלציה, ובד בבד יצמצמו את הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. חשיבות מיוחדת יש לתת ליצירת תנאים, שיאפשרו להרחיב את היצוא. מדיניות זו עלולה אמנם להתבטא בהאטה מסוימת של הפעילות הכלכלית, בטווח הקצר, אולם תמנע פגיעה גדולה יותר בצמיחת המשק בשנים הקרובות. הגידול הרב, שהתרחש במספרם של עובדי הסקטור הציבורי בשנותיים האחרונות, וההוצאה הגדולה הצפויה השנה להערכות צה"ל בנגב, — מחייבים עריכת תכנית האטה בפעילות הכלכלית, שתתבסס על צמצום ריאלי בצריכה ובהשקעות של הסקטור הציבורי. ההוצאות העצומות על ההערכות הצבאיות בנגב מצריכות ריסון חריף בסעיפי הוצאה אחרים בתקציב. הדבר יאפשר אף הסטת מקורות לצמיחה של היצוא והאטת האינפלציה. נוסף על כך, יש לנקוט צעדים, שיצמצמו את הציפיות לאינפלציה, ושיסייעו בהסרת עיוותים, הפוגעים ביעילות ובמבנה של המשק. ואכן, ביום 19.11.79 החליטה הממשלה לבצע מדיניות, שתכליתה להשיג יעדים אלה. המדיניות, שעליה הודיעה הממשלה, כוללת מספר צעדים, שהופעלו מיד, וצעדים המחייבים גיבוש סופי והפעלה.

הצעדים הבאים הופעלו מיד:

- א. ביטול מוחלט של הסובסידיות, המוענקות למצרכי יסוד, למעט לחם ותחבורה ציבורית, שבהם הושארה סובסידיה בשיעור קבוע מהמחיר לצרכן.
- ב. הצמדת האשראי המוכוון להשקעות, למדד או לדולר.
- ג. הוטלה חובת הפקדה, בשיעור של 10 אחוזים מערך היבוא חב המכס, למשך 6 חודשים, וללא ריבית.

במקביל ריסן בנק ישראל את האשראי החופשי בל"י ובמטבע חוץ, באמצעות צו, המטיל הגבלות כמותיות על התפתחותו במשך שלושת החודשים הקרובים. כן הועלתה הריבית על אשראי מוכוון בל"י.

ההחלטות הנוספות של הממשלה, המחייבות תכנון וגיבוש מפורטים יותר, הן:

- א. תכנון תקציב המדינה לשנת 1980/81 יושנת על קיצוץ ריאלי לעומת 1979.
- ב. אי קבלת עובדים חדשים לממשלה, לרשויות המקומיות ולמוסדות ציבור, הניזונים מתקציב המדינה; עידוד פרישה מוקדמת והכנת תכנית לפיטורי עובדים.
- ג. הקפאת ההשקעות החדשות בבנייה הציבורית, פרט לבנייה למגורים.
- ד. ביטול הדרגתי של הסובסידיה לגורמי ייצור.
- ה. הקפאת הסכמי השכר בסקטור הציבורי, והבטחת אמצעים לשמור על מלוא השכר הריאלי.
- ו. עידוד התעסוקה בייצור באמצעות פטור ממס מעסיקים לתעשייה, לחקלאות ולבנייה, והגדלת שיעור המס בשירותים.

המבחן של מדיניות הממשלה הינו ביצוע קפדני של כל ההחלטות, ובמיוחד אלה שבתחום התקציב, התעסוקה והשכר. על כך תקום או תיפול המדיניות.

לוח נ-1

התפתחות אמצעי התשלום, דצמבר 1977 עד אוגוסט 1979

העלייה או הירידה (—) באמצעי התשלום לעומת התקופה הקודמת		יתרות לסוף החודש			סוף התקופה
נתונים מנוכחי עונתיים	נתונים מקוריים	סך כל אמצעי התשלום	פיקדונות עובר ושב	מזומנים	
(אחוזים)		(מיליוני ל"י)			
—	—	18,717	12,398	6,319	1977 דצמבר
					1978
19.5	17.6	22,013	14,543	7,470	מאי
12.6	12.8	24,831	16,290	8,541	ספטמבר
-0.9	-2.7	24,153	15,501	8,652	נובמבר
9.1	12.4	27,151	18,374	8,777	דצמבר
					1979
3.3	-0.7	26,973	17,823	9,150	ינואר
-2.1	-2.0	26,429	17,111	9,318	פברואר
-0.1	3.8	27,422	17,860	9,562	מארס
5.1	3.0	28,246	17,928	10,318	אפריל
2.3	3.4	29,217	18,836	10,831	מאי
-2.0	-0.5	29,062	18,227	19,835	יוני
5.4	1.8	29,583	18,767	10,816	יולי
3.8	6.0	31,356	19,626	11,730	אוגוסט

לוח נ-2

הנכסים הכספיים שבידי הציבור, דצמבר 1976 עד אוגוסט 1979

(מיליארדי ל"י)

העלייה או הירידה (—) לעומת התקופה הקודמת		יתרות						
אוגוסט 1979 לעומת		1978		1979	1978		1977	1976
דצמ' 1978	נוב' 1978	נובמבר	1977	אוגוסט	דצמבר	נובמבר		
								א. הנכסים הנזילים
15	30	29	39	31.4	27.2	24.2	18.7	13.5
15	35	113	—	15.3	13.3	11.3	5.3	6.6
73	103	105	—	42.8	24.7	21.1	10.3	16.7
59	53	52	14	44.0	27.7	28.8	19.0	4.1
37	27	23	27	8.1	5.9	6.4	5.2	40.9
43	54	57	43	141.6	98.8	91.8	58.5	
								אמצעי התשלום
								פת"מ עו"ש בידי הציבור ¹
								פת"מ לזמן קצר בידי הציבור
								איגרות חוב צמודות בידי הציבור ²
								פיקדונות לזמן קצוב
								סך כל הנכסים הנזילים
								ב. נכסים פיננסיים לזמן בינוני
60	69	42	73	37.6	23.5	22.3	15.7	9.1
								קרנות נאמנות
								איגרות חוב במטבע חוץ בידי הציבור
32	19	40	11	5.0	3.8	4.2	3.0	2.7
40	51	57	132	59.5	42.5	39.4	25.1	10.8
44	56	42	114	72.2	50.1	46.4	32.6	15.2
51	63	61	83	96.3	63.7	59.1	36.8	20.1
47	58	51	96	270.6	183.6	171.4	113.2	57.9
46	57	53	74	412.2	282.4	263.2	171.7	98.8
								מניות
								פיקדונות פיצויים
								תכניות חיסכון
								סך כל הנכסים לזמן בינוני
								סך כל הנכסים הכספיים

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

(2) איגרות חוב בידי הציבור נאמדו באמצעות הפחתת איגרות החוב שבידי המוסדות הפיננסיים (בנקים, קופות גמל, קרנות נאמנות וחברות ביטוח) מסך איגרות החוב הסחירות. בהעדר נתונים על ערך איגרות חוב ערב הרפורמה, נערך לתאריך זה אומדן, המתבסס על שיעור השינוי במדד התשואה הכולל של איגרות החוב וגיוס ההון נטו, בעשרה החודשים הראשונים של השנה.

לוח

האשראי הבנקאי לציבור,

(מיליוני

אשראי למימון היצוא					
סך כל האשראי ליצוא (5)	קרן יהלומים (4)	אשראי ליצוא פרט ליהלומים (3)	אשראי ליצוא כמט"ח פרט ליהלומים (2)	אשראי ליצוא במט"י (1)	סוף התקופה
1977					
18,886	7,630	11,256	6,668	4,588	דצמבר
1978					
24,943	11,875	13,068	8,045	5,023	אפריל
32,065	15,013	17,052	10,093	6,959	ספטמבר
33,249	14,990	18,258	10,961	7,298	נובמבר
34,737	15,072	19,665	12,330	7,335	דצמבר
1979					
35,895	15,474	20,421	13,110	7,311	ינואר
36,943	15,800	21,143	13,765	7,378	פברואר
39,915	17,597	22,318	15,525	6,793	מארס
44,249	18,818	25,431	17,041	8,390	אפריל
47,173	19,586	27,587	18,529	9,058	מאי
50,210	20,522	29,688	19,957	9,731	יוני
52,563	20,864	31,699	21,070	10,629	יולי
57,387	22,368	35,019	22,369	12,650	אוגוסט
העלייה או הירידה (—) לעומת התקופה הקודמת (אתונים)					
65.2	48.4	78.0	81.4	72.5	אוגוסט 1979 לעומת דצמבר 1978
72.6	49.2	91.8	104.1	73.3	אוגוסט 1979 לעומת נובמבר 1978
73.0	58.0	93.2	105.9	72.3	ממוצע ינואר—אוגוסט 1979 לעומת 1978

נ' — 3

דצמבר 1977 עד אוגוסט 1979

(לי"י)

אשראי למימון פעילות מקומית						
סך כל האשראי לציבור למעט דלק (12)	סך כל האשראי לציבור (5) + (9) (11) =	סך הכול למעט דלק (10)	סך הכול + (7) + (6) (9) = (8)	אשראי חופשי במט"ח (8)	אשראי מוכוון במט"י (7)	אשראי חופשי במט"י (6)
44,809	44,809	25,923	25,923	11,026	2,104	12,793
54,342	54,342	29,399	29,399	12,475	2,564	14,360
71,737	71,737	39,672	39,672	16,002	2,340	21,330
76,246	76,246	42,997	42,997	19,559	2,232	21,206
76,437	79,670	41,700	44,933	22,961	2,060	19,912
78,199	81,601	42,304	45,706	24,210	2,031	19,465
81,863	85,134	44,920	48,191	25,595	2,030	20,566
89,351	93,014	49,436	53,099	28,055	2,024	23,020
95,785	99,566	51,536	55,317	31,048	1,954	22,315
102,352	107,351	55,179	60,178	34,424	1,923	23,831
108,005	115,173	57,795	64,963	37,078	1,860	26,025
113,572	120,712	61,009	68,149	39,442	2,074	26,633
118,679	128,403	61,292	71,016	43,945	2,146	24,925
55.3	61.2	47.0	58.1	91.4	4.2	25.2
55.7	68.4	42.6	65.2	124.7	-3.9	17.5
69.9	79.2	64.4	81.1	150.8	-20.2	41.1

לוח נ-4

השפעת הסקטורים השונים על בסיס הכסף

(מיליוני ל"י, לא כולל הפרשי פיחות)

סך כל בסיס הכסף (10)	גורמים אחרים (9)	פעולות בשוק הפתוח (8)	נכיון משנה בבנק ישראל			ההזרמה או הספיגה הקשורה בפיקדונות מטבע חוץ (4)	מכירות או (+) משיכות מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי (3)	הורמת הסקטור הציבורי		
			סך הכול (7)	במטבע ישראלי (6)	במטבע חוץ (5)			הורמה בגין פעילות ממשלתית (2)	סך הכול (1)	
5,348	162	513	6,072	(983)	(5,089)	-5,046	-7,660	(8,857)	11,325	1977
4,461	2,031	141	11,589	(2,127)	(9,462)	-18,458	-5,225	(10,684)	14,383	1978
-1,953	83	118	11,368	(-149)	(1,517)	-3,291	-1,810	(1,151)	1,579	ינואר 1978
250	38	62	1,892	(35)	(1,857)	-222	-2,631	(835)	1,111	פברואר
2,264	148	137	1,436	(-135)	(1,571)	-952	-816	(2,091)	2,311	מארס
1,041	438	101	853	(698)	(155)	-1,100	203	(296)	546	אפריל
-376	-289	21	739	(152)	(587)	-1,066	-1,171	(1,105)	1,390	מאי
365	-221	68	574	(578)	(-4)	-884	-1,120	(1,593)	1,948	יוני
105	663	-25	1,498	(462)	(1,036)	-1,506	-1,769	(1,014)	1,244	יולי
-51	573	-78	38	(-29)	(67)	-2,054	-726	(1,861)	2,196	אוגוסט

עליית אמצעי התשלום	665	171	-35	1,512	(250)	(1,262)	-594	-1,581	(772)	1,192	ספטמבר	
	-1,902	664	-96	419	(192)	(227)	-436	-105	(-2,648)	-2,348	אוקטובר	
	1,658	426	-137	115	(131)	(-16)	-1,525	2,400	(11)	379	נובמבר	
	2,394	-664	5	1,145	(-58)	(1,203)	-4,828	3,815	(2,603)	2,921	דצמבר	
	1979											
	2,411	703	122	988	(-17)	(1,005)	-1,892	717	(1,473)	1,773	ינואר	
	-2,272	198	-3	769	(65)	(704)	-588	-1,096	(-1,852)	-1,552	פברואר	
	-979	57	260	-20	(-330)	(310)	919	-406	(-2,089)	-1,789	מארס	
	2,795	165	18	3,284	(2,877)	(407)	145	182	(-1,299)	-999	אפריל	
	254	216	-11	684	(615)	(69)	-269	-1,974	(1,308)	1,608	מאי	
	-1,461	94	8	1,809	(1,077)	(732)	-738	-2,551	(-383)	-83	יוני	
	-597	101	137	1,510	(1,190)	(320)	349	-733	(-2,261)	-1,961	יולי	
2,685	-291	447	1,556	(753)	(803)	875	-4,418	(4,216)	4,516	אוגוסט		
-1,088	-87	-98	1,752	(967)	(785)	-3,120	-3,386	(3,551)	3,851	ספטמבר		
ינואר עד אוגוסט 1978												
1,645	1,433	404	8,398	(1,612)	(6,786)	-11,075	-9,840	(9,946)	12,325			
ינואר עד אוגוסט 1979												
2,836	1,243	978	10,580	(6,230)	(4,350)	-1,199	-10,279	(-887)	1,513			
העלייה או הירידה (-) לעומת התקופה הקודמת (אחוזים)												
ינואר עד אוגוסט 1979												
72.4	-13.3	142.1	26.0	(286.5)	(-35.9)	-89.2	4.5	(-108.9)	-87.7			