

דין וחשבון הנגיד על עליית אמצעי התשלום בתקופה שבין 30 באפריל 1983 ל-31 ביולי 1983

ירושלים, י' בשבט התשמ"ד
13 בינואר 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); וזאת לאחר שבשלושת החודשים, שהסתיימו ב-31 ביולי 1983, עלו אמצעי התשלום ב-7 מיליארדי שקלים, שהם 20.2 אחוזים.

ההתפתחויות החריגות, שחלו בחודשים האחרונים של שנת 1983 בשוק ההון ובתחום המחירים, מצריכות בחינה מחודשת של סל אמצעי המדיניות הדרושים. חשוב להפריד בין הבעיות המבניות של המשק — שפתרוןן מחייב טיפול מתמיד וממשך — לבעיות החריפות שהתעוררו לאחרונה. במרכז המלצותי ברוח זה אני מציע תכנית כוללת, שבאה לענות על צורכי השעה, וכן לפעול במגמת התיקון של הטווח הארוך. התכנית מושתתת על ריסון הביקוש המקומי, שיקל את הלחץ בתחום מאזן התשלומים — בצד הסדר חדש למימון הוצאות הממשלה, שיפסיק את הסתמכותה על התהליך האינפלציוני כמקור מימון. באמצעות תכנית זו — הכרוכה בהסכם מקיף בין הגורמים המרכזיים במשק — ניתן לבלום את האינפלציה, וכך להגביר במדה רבה את כושר ההתמודדות של המשק עם הבעיות המבניות של מאזן התשלומים.

הקיצוץ הנדרש בשנה הקרובה הוא בריביוע; הוצאתו לפועל במלואו טומנת בחובה סיכוי לשיפור מובהק במצבו של המשק.

בכבוד רב,
(—)

ד"ר משה מנדלבום
נגיד בנק ישראל

ההתפתחויות המוניטריות

קווי ההתפתחות העיקריים

המחצית הראשונה של שנת התקציב 1983/84 מאופיינת בהתרחבות מוניטרית מקומית, מתונה במקצת מההתרחבות שאפיינה את השנתיים האחרונות¹. התפתחות זו מתבטאת, בין השאר, בעליית הריבית הריאלית על האשראי לסוגיו. האשראי הבנקאי ירד במדת מה, והתקרבו, במונחים ריאליים, לרמה של ספטמבר 1982. תיק הנכסים הנוזלים של הציבור² התרחב, נומינלית, בממוצע חורשי, בשיעור הנמוך במקצת מזה שאפיין את

¹ דין וחשבון זה מוגש בגין עליית אמצעי התשלום בין 30 באפריל 1983 ל-31 יולי 1983. התקופה הנסקרת ברוח ארוכה יותר: הוא נסב על המחצית הראשונה של שנת התקציב 1983/84.

² תיק זה כולל את אמצעי התשלום, התפ"ס והפיקדונות לזמן קצוב במטבע ישראלי, את פיקדונות הפת"ם במטבע חוץ ואת אגרות החוב הסחירות שבידי הציבור.

ממוצע שנת 1982, אולם גידולו הריאלי נמשך, וחלו שינויים משמעותיים בהרכבו: משקל אמצעי התשלום והנכסים הלא-צמודים האחרים ירד, ומשקל הפת"ם עלה. התקופה כולה אופיינה בציפיות חזקות לפיחות, שהלכו והתעצמו במהלכה. ציפיות אלה היו הגורם העיקרי למיתון ההתרחבות המוניטרית — הן באמצעות השפעתן הישירה על הגידול בספיגת מאזן התשלומים, והן באמצעות השפעתן העקיפה על היצע האשראי. היצע האשראי מצדו הצטמצם, כשל השפעת הציפיות על תיק הנכסים של הציבור. תהליך התעצמות הציפיות הביא גם לירידה גדולה בביקוש למניות הנכסים, ואף בביקוש למניות אחרות. מחיר המניות הלא-נכסאיות הלך וירד בהתמדה מאז תחילת השנה, ואילו מחירן של מניות הנכסים ירד רק לאחר הפסקת ויסותן באוקטובר. בתקופה הנסקרת, בין מארס לספטמבר 1983, עלו אמצעי התשלום שבידי הציבור כ־38 אחוזים, תוך עליית מחירים של 54 אחוזים, וירידה ריאלית של 10 אחוזים¹. עליית אמצעי התשלום במשק הישראלי אינה ממצה את מלוא תוספת הנוזילות הנומינלית בתקופה זו, והיא רק חלק מתמונה רחבה יותר של העירוניים החיצוניים, התורמים למשק נוזילות נוספת. נוזילות זו מתחלקת בין כל הנכסים של הציבור, הכוללים גם את אמצעי התשלום. מבנה השווקים הפיננסיים בישראל מאפשר מעבר מנכס נוזיל אחד למשנהו, ומכל נכס — למטבע חוץ². מעבר כזה אינו משנה משמעותית את רוב התשואות היחסיות (אך כרוך בהוצאות עסקה). כך נקבע גודלם היחסי של הנכסים וגודל רכישות מטבע החוץ של הציבור, במדה רבה, על פי רצון הפרטים, וגם עליית אמצעי התשלום נקבעת במסגרת זו. איתור הסיבות לעליית אמצעי התשלום מחייב אפוא לנתח את כל תוספת הנוזילות למשק, וכן את התחלקותה של תוספת זו בין נכסיהם השונים של הפרטים.

תוספת הנוזילות, הנובעת מהעירוניים החיצוניים (ראה לוח 1), מורכבת מהרחבה מצד הממשלה³ — הכוללת את עודף הביקוש שהיא מקיימת ואת האשראי נטו שניתן באמצעותה — ומהרחבה מצד בנק ישראל, הנובעת ממתן אשראי מוכווון ומפעילותו המוניטרית⁴. הורמת הנוזילות הנובעת מהעירוניים החיצוניים הסתכמה בתקופה הנסקרת בכ־53 מיליארד שקלים, שהם 8.8 אחוזים מהתוצר. מזה תרמה הממשלה 39 מיליארד שקלים (6.5 אחוזים מן התוצר), וכ־8 מיליארד שקלים נבעו מניכיון משנה של האשראי המוכווון (1.4 אחוזים מן התוצר), שרובו יועד ליצוא⁵. היקף העירוניים החיצוניים בתקופה זו היה נמוך מהיקפם בשנים 1980 ו־1981 (בין 11 ל־13 אחוזים מן התוצר לשנה), אם כי הם עלו עלייה קלה לעומת מחצית השנה הקודמת (אוקטובר 1982 עד מארס 1983). במהלך התקופה הנסקרת ניכרה בתרומת העירוניים החיצוניים החשה, וכרביע השלישי של השנה חלה בהם עלייה, מעבר לעלייה העונתית המאפיינת רביע זה.

הורמת נוזילות זו יכולה לפנות לארבעה נתיבים: דליפה ישירה אל מחוץ למשק, באמצעות רכישות מטבע חוץ בידי הציבור, גידול נומינלי של בסיס הכסף השקלי, גידול בסיס התיק הנוזיל של הפרטים, וגידול בסיס התיק הצמוד, שאינו נוזיל. הגידול הנומינלי של בסיס הכסף מייצג את ההתרחבות של בסיס אמצעי התשלום והנכסים הלא-צמודים האחרים (פז"ק ותפ"ס). התרחבות זו מתבטאת ב"הדפסת כסף" חדשה⁶, הנדרשת בעיקר בשל השחיקה, שחלה בנכסים הלא-צמודים עקב עליות המחירים. הגידול בבסיס התיק הצמוד הנוזיל של הפרטים (איגרות חוב ממשלתיות ובסיס הפת"ם) רוחה היווצרות עודף ביקוש בהווה, אולם גם מפחית את הודקקות הפרטים לתוספת נוזילות, שנשחקת בשל האינפלציה — וכך תורם להקטנת היקף ההדפסה הנדרש. לעומת זאת, הגידול בבסיס התיק הצמוד שאינו נוזיל מונע היווצרות עודף ביקוש בהווה, ואין לו השלכות נוספות על ההדפסה. יש לזכור, כי גידול בנכסים הצמודים בהווה מבטא אי מימוש של עודפי ביקוש, ורוחה

¹ חישוב זה מבוסס על אמצעי התשלום הממוצעים לחודש ולא על היתרה לסוף החודש; זאת כדי לאפשר חישוב ריאלי נכון על פי מדד המחירים (המחושב לממוצע החודשי), וכדי לנכות חלק מההטבות האפיינית לסוף החודש (בייחוד לסוף מארס). בתקופה שבגינה מוגש הדוח (31 באפריל 1983 — 31 ביולי 1983) עלו אמצעי התשלום בכ־20 אחוזים.

² המרות מטבע חוץ (לא כולל פת"ם).

³ ממשלה + סוכנות + רשויות מקומיות.

⁴ לא כל תרומת המדיניות המוניטרית היא תוספת נוזילות אקסוגנית: חלקה משפיע על הנוזילות דרך המכפיל הבנקאי, ועל כך בהמשך. המכפיל הבנקאי הוא תוצאה משוקללת של שיעורי הנוזילות השונים על הנכסים המחזיקים בידי הפרטים ושל מדיניות תקרות האשראי — כשהיא אפקטיבית.

⁵ במובן מסוים ניתן לראות בהרחבה זו תרומה של הממשלה, משום שבתחום זה משמש בנק ישראל מעין סוכן של הממשלה.

⁶ "הדפסת כסף" חדשה — קרי שינוי בבסיס הכסף השקלי.

לעתיד את ההשפעה של תוספת הנוזלות על הביקושים. לכן, אם הממשלה לא תקטין בעתיד את עודף הביקוש שלה, יתבטא הדבר באינפלציה נוספת, או בגירעון נוסף במאזן התשלומים..

הצבור מחלק את הנוזלות, שנוספת למערכת, בין מטבע חוץ לבסיס הנכסים המקומיים, וחלוקה זו קובעת הן את גודל העירוי החיצוני נטו המגיע למשק והן את הרכב הנכסים הכספיים. כך נקבע הבסיס לתוספת האשראי המקומי שהבנקים רשאים לתת. תוספת האשראי תורמת בחלקה גידול נוסף ברכישות מטבע החוץ, ומאפשרת לתיק הנכסים של הפרטים לגדול מעבר לגידול בבסיס נכסים אלה. להלן נסקור את הגידול ברכיבי בסיס הנכסים, את רכישות מטבע חוץ ואת הרחבת האשראי, במהלך המחצית הראשונה של שנת התקציב הנוכחית.

בתקופה הנסקרת הושפעה החלוקה של תוספת הנוזלות בין בסיסי הנכסים השונים, במדה רבה, מציפיות מיוחדות של הפרטים לשינוי בתשואות היחסיות. הציפיות החזקות לפיחות חר-פעמי גדול — שעשוי להתבצע בתגובה לייסוף הריאלי הגדול שהתפתח במהלך השנה האחרונה — הגיעו את הפרטים להעדיף נכסים פיננסיים צמודי מטבע חוץ; יתר על כן: גדל הביקוש לשטרי כסף במטבע חוץ כנכס פיננסי, בצד גידול בביקוש למלאי פיסי של יבוא. כך נספגה כל תוספת הנוזלות בנכסים צמודים למטבע חוץ (פת"ם + שטרי כסף במטבע חוץ), ובהרכב בסיס הנכסים הפיננסיים חל שינוי: מעבר מנכסים צמודי מדד אל נכסים צמודי מטבע חוץ. שינוי ההרכב לווה גם במעבר מנכסים פחות נזילים לנכסים נזילים (ירידה בתכניות החיסכון צמודות המדד ועלייה בפת"ם). כך עלה ערכו של בסיס התיק הנוזל שבידי הציבור, ונוזלותו גברה. לשון אחר: הציבור היה יכול לקיים אותו היקף עסקאות על בסיס אמצעי תשלום קטן יותר; ואכן, תוספת הנוזלות, שנספגה בגידול נומינלי בבסיס הכסף בתקופה זו, היתה מוערית.

השוואת שני הרביעים בתוך התקופה הנסקרת מצביעה על השפעתה של התחזקות הציפיות לפיחות: ברביע השני של 1983 ניכר מעבר מתכניות חיסכון, שמועדן הסתיים, לפת"ם. ברביע השלישי (החודשים יולי עד סוף ספטמבר) בלט מעבר מנכסים שקליים אחרים — מאמצעי תשלום ובעיקר מתפ"ס ומפק"ם — לפת"ם ולבנקנוטים במטבע חוץ. היקף הרכישה של מטבע חוץ בידי הציבור היה בתקופה הנסקרת כ-28 מיליארד שקלים (כ-4.6 אחוזים מן התוצר), ובכך נותב חלק ניכר מההרחבה המוניטרית אל מחוץ למשק, והקטין במדה משמעותית את תוספת הנוזלות המקומית. זאת, כמובן, במחיר של ירידה ברזרבות מטבע החוץ ועלייה בחוב החיצוני. תהליך הרכישות של מטבע חוץ גבר במהלך התקופה: ברביע השני של השנה היה קצב הרכישות כ-59 מיליוני דולרים בממוצע לחודש, ואילו ברביע השלישי — 114 מיליוני דולרים בממוצע לחודש. זאת למרות הפיחות החר-פעמי שבוצע באוגוסט, והביא בעקבותיו מכירת מטבע חוץ נטו בספטמבר.

תוספת הנוזלות, שנבעה מהרחבת האשראי מהבנקים בתקופה הנסקרת, הסתכמה ב-12.2 מיליארד שקלים (2.0 אחוזים מן התוצר) — פחות מתרומתה בשנה האחרונה. (ראה לוח א'). הרחבת האשראי הושפעה מצד אחד מן הצמצום, שחל במכפיל הבנקאי (על פי שיעורי הנוזלות הנדרשים), בשל השינוי בהרכב תיק הנכסים של הציבור, ובשל שיעורי הנוזלות השונים החלים על הנכסים השונים. (שיעור הנוזלות על הפת"ם גבוה בהרבה משיעור הנוזלות על הנכסים השקליים). מצד שני קיזוז הבנקים חלק מצמצום זה באמצעות יצירת גירעונות. הרחבת האשראי של הבנקים למשק משתקפת בגידול נומינלי של האשראי החופשי — 6.2 אחוזים, בממוצע לחודש, בתקופה הנסקרת — לאחר 8.7 במחצית השנה הקודמת (מאוקטובר 1982 עד מארס 1983). סך האשראי הבנקאי לציבור עלה בתקופה זו בשיעור דומה — 6.7 אחוזים כממוצע לחודש — שמשמעותו ירידה ריאלי. ברביע השני של 1983 היה קצב גידול האשראי נמוך מקצב עליית המחירים בכ-2 אחוזים, ואילו ברביע השלישי עלה קצב גידול האשראי במקצת על קצב עליית המחירים. הירידה באשראי בתקופה הנסקרת באה בהמשך לירידתו הריאלית ברביע הראשון של 1983: כך קווצוה עליית האשראי שהיתה בסוף 1982, והרמה הריאלית של האשראי בסוף ספטמבר 1983 היתה דומה לזו ששררה בספטמבר של השנה הקודמת.

* שיעורי הנוזלות הדיפנציאליים בין הנכסים השונים קובעים את המכפיל הבנקאי הנדרש להרכב הנכסים הנתון, בהתאם לחוקי הנוזלות של בנק ישראל, אולם זה אינו המכפיל ששורר בפועל: כפי שנראה בהמשך, לא שמרו הבנקים על שיעורי הנוזלות הנדרשים, אלא חרגו מהם ויצרו גירעונות נוזלות.

לוח א'

תוספת הנזילות והתחלקותה בין הרחבה מוניטרית מקומית לרפישות מטבע חוץ (אחוזים מן התוצר¹)

1983						
רביע III	רביע II	רביע I	אפריל-ספטמבר	אוק' 1982-מארס 1983	1982	1981
9.9	2.4	6.6	6.5	5.4	9.1	12.9
1.2	3.6	5.5	2.3	0.2	-2.4	-2.2
11.1	6.0	12.1	8.8	5.6	6.7	10.7
6.0	2.9	5.4	4.6	1.3	1.7	2.6
5.1	3.1	6.7	4.2	4.3	5.0	8.1
2.3	0.9	3.4	2.0	4.7	4.7	1.9
8.0	4.0	3.3	6.2	9.0	9.7	10.0

1. ההורמה הכוללת של של הסקטור הציבורי
2. הורמת בנק ישראל²
3. סך תוספת הנזילות בנין עירוניים חיצוניים (1)-(2)
4. רכישת מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי
5. תוספת נזילות מקומית (3)-(4)
6. תוספת האשראי ממערכת הבנקאות (תוצאת המכפיל הכולל)³
7. תוספת הנזילות המקומית הכוללת (5)-(6)

¹ התוצר בתקופה המתאימה; כך, לדוגמה, התוצר במחצית השנה הנסקרת הוא התוצר בחודשים אפריל עד ספטמבר 1983.
² בשנים 1981 ו-1982 מטים הנתונים על הורמת בנק ישראל כלפי מטה, יחסית לנתון של 1983 — השיות שגודלן כירידת היתרה בקרנות היצוא במטבע חוץ — ובאותו גודל מוטות גם רכישות מטבע חוץ.
³ תרומת המכפיל לתוספת הנזילות המקומית (אומדן; ראה לוח 2 להלן). אומדן זה אינו מלא, משום שאינו כולל את תוספת האשראי החדשה לזמן ארוך.

ההתפתחויות המוניטריות משתקפות גם בשיעורי הריבית: עלייה ריאלית מסוימת חלה בהם במהלך התקופה אחרונה, לאחר שירדו בשנה הקודמת. עליית הריבית משתקפת הן בעלייה נומינלית של העלות האפקטיבית הממוצעת של האשראי החופשי במטבע ישראלי, הן בעליית מה של הריבית על האשראי החופשי, כמונחי דולרים, והן בעלייה גבוהה בשיעור הריבית הריאלית בריעבר. (ראה לוח 4.)

תוספת הנזילות המקומית הכוללת היוותה את המקור לצבירת תיק הנכסים המקומיים. מעבר לצבירה זו גדל תיק זה בשל צמידות חלק ניכר ממנו למרד המחירים, או לשער החליפין. כך עלה תיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור (ללא המניות)¹⁰ במחצית השנה הנסקרת ב-7.8 אחוזים בממוצע לחודש (עלייה ריאלית של 0.3 אחוזים לחודש), ואילו תיק הנכסים הכספיים הנזילים¹¹ — ב-8.7 אחוזים בממוצע לחודש, באותה תקופה (עלייה של כאחוז לחודש, ריאלית). זאת לאחר עליות נומינליות בנות 7.6 ו-7.3 אחוזים, בהתאמה, ב-1982 — ברומה לעליות המחירים הממוצעות באותה תקופה.

בחינת הנזילות הכוללת של הציבור מחייבת לכלול את המניות הבנקאיות בתיק הנזיל. ויסות המניות הבנקאיות בשנים האחרונות (עד חודש אוקטובר השנה) הפך אותן, בעיני הציבור, לנכס שהסיכון הכרוך בו נמוך, למרות תשואותיו הריאליות הגבוהות, שעלו על תשואות נכסים נזילים אחרים. ערכו של מיצרף הנכסים הנזילים, הכולל מניות בנקאיות, עלה במחצית השנה הנסקרת ב-8.3 אחוזים בממוצע לחודש — פחות מאשר

¹⁰ תיק הנכסים הכספיים הנזילים + נכסים צמודים לזמן בינוני וארוך: פיקודות פיצויים ותכנית חיסכון.
¹¹ נכסים אלה מוגדרים כסיכום של אמצעי התשלום + תפ"ס + פו"ק + פת"ס + איגרות חוב שמחזיק הציבור.

ב־1982, שבה עלה מיצרף זה ב־8.6 אחוזים בממוצע לחודש¹¹. המשך הגידול הריאלי בתיק הנויל של הפרטים¹² מתבטא באפשרות לקיים מהירות מחזור גבוהה של אמצעי התשלום, שבהם נעשות העסקאות בפועל, מהירות שאף גברה בתקופה הנסקרת. ואמנם אמצעי התשלום ירדו ירידה ריאלית, ומשקלם בתיק הנויל הכולל הוסיף וירד — ל־5.2 אחוזים בממוצע בתקופה הנסקרת, לאחר 6.5 אחוזים בממוצע בשנה הקודמת ר־7.6 בממוצע בשנת 1981.

הירידה בהיקף ההתרחבות המוניטרית המקומית לא השתקפה בהאטה מקבילה בקצב עליות המחירים; האינפלציה הגבוהה שמאפיינת את המשק בשנים האחרונות נמשכה, ורמתה השנתית היתה כ־130 אחוזים. הרמה הגבוהה של האינפלציה מתאפשרת על ידי הזנתה בהתרחבויות מוניטריות, בהווה ובעבר; היקפן עולה במדה רבה על השחיקה שחלה ברכיבים הבלתי צמודים של נכסי הפרטים. עם זאת נראה, כי לפחות בטווח הקצר אין ההתפתחויות המוניטריות משפיעות על האינפלציה, אלא על מאזן התשלומים ועל היקף התיק הכספי של הציבור. רמת האינפלציה קשורה יותר למערכת הנומינלית של שער החליפין, לשכר, למחירים הנתמכים על ידי הממשלה וכדומה.

ההתפתחויות המוניטריות בחודש אוקטובר

התקופה הנסקרת ברוח זה אינה כוללת את חודש אוקטובר. עם זאת, אי אפשר להימנע מהזכרת האירועים המוניטריים יוצאי הדופן של חודש זה. עריין מוקדם לנתח את ההשלכות שתהיינה לאירועים אלה על ההתפתחויות המוניטריות והאינפלציוניות.

הציפיות לפיחות גדול וחד־פעמי, ששררו בתקופה האחרונה, הביאו למעבר מנכסים צמודי מדר, כולל מניות בנקים, לנכסים צמודי מטבע חוץ. ציפיות אלה הלכו וגברו — עם התרבות הידיעות, כי מצב מאזן התשלומים כבי רע — ולכן התעצם המעבר ממניות הבנקים לפת"ם ולמטבע חוץ במזומן. בתחילה ניסו הבנקים להמשיך ולמנוע ירירות שערים מהרמה הגבוהה, שאליה הגיעו בשנים האחרונות — בין השאר באמצעות יבוא הון בהיקף נרחב. דרך זו לא עצרה את התהליך, והבנקים לא יכלו להמשיך ולקנות את מניותיהם. כדי למנוע התמוטטות שערים במניות אלה, ובעטיה הפסדי הון ניכרים למשקיעים רבים (מעבר לירידה שהיתה מתחוללת, ככל הנראה, בערך המניות בטווח הארוך), וכדי לשמור על אמינות שוק ההון המקומי — הפרטי והציבורי — התערבה הממשלה. הבורסה נסגרה למשך כשבועיים. במהלכם הושג הסדר, שכלל הפסקת הוויסות בעתיד על־ידי הבנקים והבטחת ערך דולרי של המניות למחזיקיהן, בעוד כמה שנים, בערבות הממשלה. בכך מותנה הירידה שהיתה צפויה בערכן. ברם, סגירת הבורסה לא מנעה את הפרטים מהמשך הרכישה הנרחבת של מטבע חוץ, וזו הניעה את הממשלה להכריז על פיחות חד־פעמי בשיעור של 23 אחוזים, תוך האצה ניכרת של הפיחות היומי. צעדים אלו לוו בהעלאה דראסטית של מחירי מוצרי היסוד, ובמשולב הביאו לעליות מחירים ללא תקדים בחודש אוקטובר (21 אחוזים). חלק ניכר מעליות מחירים אלו הן חד־פעמיות, אך עלולות להביא גם לשינוי במגמת האינפלציה.

לאחר פתיחת הבורסה, קלטה הממשלה היצע נרחבים של מניות הבנקים, תוך ירדת שערים ותוך הזרמת כספים גדולה. ירידת השערים הראשונית היתה בת 17 אחוזים, ועד סוף אוקטובר חלה ירידה נוספת של 6 אחוזים. בעקבות רכישות גדולות של מטבע חוץ, שצמצמו את הנכסים השקליים של הבנקים, הזרים אליהם הבנק המרכזי ניילות, כדי להקטין את גירעונותיהם, שנוצרו בתקופה שבה הבורסה היתה סגורה. הזרמת בנק ישראל באוקטובר הסתכמה בכ־14 מיליארד שקלים, ושל הממשלה — בכ־27 מיליארד. בסך הכול עלתה תוספת הנוילות מהמקורות החיצוניים בחודש זה על התוספת ברכיב השלישי של השנה. חלק גדול מתוספת נוילות זו (37 מיליארד שקלים) הומר בידי מערכת הבנקאות והסקטור הפרטי למטבע חוץ, ויעוד, בין היתר,

¹¹ לפי הנתונים שבידינו, כוללות מניות הבנקים שבידי הציבור גם את מניות הבנקים שבידי חברות הקשורות לבנקים. ברכיב השלישי של השנה קנו הבנקים את מניותיהם מידי הציבור באמצעות חברות אלה. בניסיון לשמור על רמת השערים, ולכן נתון זה מטשה כלפי מעלה.

¹² הסקטור הפרטי למעט בנקים.

לפירעון אשראי בחוץ לארץ. המשך רכישות של מטבע חוץ בקצב כה מהיר באוקטובר, גם לאחר הפיחות הגדול, הראיג את הרשויות — ולכן נאסרו, בתחילת נובמבר, רכישות מטבע חוץ במזומן. ההתפתחויות בשוק ההון הביאו לפגיעה בתיק הנזיל שבידי הפרטים. נזילות המניות הבנקאיות הצטמצמה במדה רבה, וגם ערכן ירד בשיעור ניכר. חלו אפוא הן ירידה בהיקף נזילותו של הציבור, שקשה עדיין לאומרה, והן ירידת מה ברכושו. אומדן הירידה ברכושו הציבור מגיע לכ־3.5 אחוזים, ותהיה לה השפעה מסוימת על הביקוש הפרטי בעתיד, וררכה — גם על מאזן התשלומים.

הגורמים להתפתחויות המוניטריות

הפעולות הכספיות של הסקטור הציבורי

העירוי החיצוני העיקרי, המוסיף נזילות משק, נובע מפעילות הסקטור הציבורי, ומבטא את עורף תשלומיו על תקבוליו — הן בגין עורף הוצאות על הכנסות (עורף ביקוש) והן בגין הזרמת אשראי מצדו. בתקופה הנסקרת תרם הסקטור הציבורי תוספת נזילות של 39 מיליארד שקלים — כ־6.5 אחוזים מן התוצר. לוח 3 מפרט את מקורותיה של תוספת נזילות זו. הלוח מראה, כי התוספת גדלה, ריאליית, בתקופה הנסקרת, לעומת מחצית השנה שקדמה לה, אולם רמתה נמוכה מהרמה הממוצעת ששררה בשנה הקודמת. תוספת הנזילות הנובעת מהסקטור הציבורי טמונה, רובה ככולה, בעלייה במתן אשראי נטו בידי הממשלה (נתון הכולל את רכיב התמיכה הגלום באשראי זה)¹⁴, ואילו עורף הביקוש של הסקטור הציבורי הצטמצם, בהמשך לירידה מתמדת מנקודת השיא שהגיע אליה בשנת 1981¹⁵. הירידה הגדולה בעורף הביקוש של הסקטור הציבורי, שאירעה למרות עלייה בפעילותה הריאלית של הממשלה, משקפת את הגידול בהיקף ההכנסות ממסים נטו. גידול ההכנסות ממסים נובע מהטלת מסים נוספים, לאחר פרוץ מלחמת לבנון, ומהגידול ביבוא עתיר מס במשך רוב התקופה האחרונה. אומדן תשלומי הממשלה, הכוללים את תשלומיה בגין פעילות ריאליית, את תשלומי ההעברה ואת התמיכות, מצביע על עלייה לעומת פעילות זו בתקופה המקבילה אשתקד (שהיתה נמוכה, יחסית לתקופת השיא בשנת 1981).

האשראי המוכוון הוא מקור נוסף לתוספת נזילות; אשראי זה ניתן באמצעות בנק ישראל, אך משקף במדה רבה את מדיניות הממשלה — תמיכה ביצוא ובענפים מועדפים אחרים. הזרמת בנק ישראל בגין האשראי המוכוון כוללת הזימות לעידוד היצוא ולסקטורים מועדפים אחרים, ואילו השינוי ביתרת האשראי של הציבור לבנק ישראל דומה באופיו לאשראי הפיתוח, שניתן באמצעות הממשלה. מטעם זה רצוי להתבונן בסך ההרחבה המוניטרית הנובעת מפעילות הסקטור הציבורי, בתוספת האשראי המוכוון: הרחבה זו הגיעה בתקופה הנסקרת ל־47 מיליארד שקלים, שהם כ־7.9 אחוזים מן התוצר. זוהי עלייה לעומת מחצית השנה הקודמת, שבה תרם האשראי המוכוון לספיגה — גם בשל הצמצום ביצוא.

תוספת הנזילות הנובעת מבנק ישראל

העירוי החיצוני שנובע מבנק ישראל הסתכם בתקופה הנסקרת בכ־14.0 מיליארד שקלים, שהם כ־2.3 אחוזים מן התוצר, לאחר שבמחצית הקודמת תרם לנזילות תרומה מזערית, ובשנה הקודמת לא תרם אלא ספג נטו. עיקר השינוי בין התקופה הנוכחית לתקופה הקודמת נובע מההזרמה לאשראי מוכוון, שהסתכמה בתקופה הנסקרת בכ־8 מיליארד שקלים, בעוד שבתקופה הקודמת ספג רכיב זה. נתוני ההזרמה לאשראי המוכוון

¹⁴ מתן האשראי נטו של הממשלה כולל גם חלק ניכר מהתמיכה הגלומה באשראי המזול, ועקרונית עליו להיכלל בעורף הביקוש.

¹⁵ עם זאת, מן הראוי לציין, שאומדן עורף הביקוש של הסקטור הציבורי בתקופה הנסקרת מוטא, ככל הנראה, כלפי מטה, בהיקף ההוצאות של הרשויות המקומיות, שמומנו באשראי מן הסקטור הפרטי. יש להניח, שהוצאות אלה גדלו בתקופה האחרונה, בגלל הבחירות לרשויות המקומיות, שחלו באוקטובר השנה.

לשנים 1981 ו-1982 מוטים כלפי מטה, בשל השינוי המינהלי שחל באופן מתן האשראי המוכוון במטבע חוץ; אולם ניתן להשוות את נתוני התקופה הנסקרת לנתוני שנים קודמות, אם מוסיפים לשנים אלה את זקיפת השינוי ביתרת הקרנות במטבע חוץ. תוספת זו היתה בשנת 1981 8 מיליארד שקלים (3.2 אחוזים מן התוצר), ובשנת 1982 — 17.5 מיליארד שקלים (3.0 אחוזים מן התוצר).

למעט האשראי המוכוון, תרם בנק ישראל לתוספת הנוילות בתקופה הנסקרת רק 5.7 מיליארד שקלים (0.9 אחוזים מן התוצר). יחסית לתקופות הקודמות זוהי ירידה משמעותית, הגובעת מהירידה ביתרת הקרנות של אשראי מוכוון צמוד מטבע חוץ ליצוא. הזרמת הבנק כוללת את ההלוואה המוניטרית, הניתנת לבנקים במסגרת המדינית המוניטרית הכוללת — ואת הזרמת הגורמים האחרים, הכוללת בעיקר תשלומי ריבית של הבנק על רזרבות הבנקים, בניכוי תקבולי ריבית וקנסות על גירעונות נוילות. תוספת נוילות זו מייצגת רק חלק מהמדיניות המוניטרית הכוללת של הבנק; חלקה האחר מתבטא בשיעורי הנוילות השונים, בצד קביעת תקרות אשראי. כדי לבחון את המדיניות הכוללת, אין די בהתבוננות בתרומה הישירה של הבנק להתרחבות הנוילות; יש לבחון גם את ההשפעה העקיפה של המדיניות באמצעות המכפיל הבנקאי הכולל¹⁶, ועל כך ראה להלן.

פעולות הסקטור הפרטי במטבע חוץ

התקופה הנסקרת מאופיינת, כאמור, בציפיות חזקות של הפרטים לפיחות חד-פעמי גדול, בתגובה על הייסוף הריאלי שנוצר במשק החל מספטמבר אשתקד. ציפיות אלה גרמו הן ביקוש למטבע חוץ, כנכס, והן גידול בביקושים למוצרי יבוא — ביקושים שהרחיבו את הגירעון בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי. כך גדלו רכישות מטבע החוץ מהבנק המרכזי, וככל שתהליך זה התעצם, גברה ההרגשה, שלא יהיה מגוון מפיחות גדול — כדי לסתור את תהליך הציפיות, ואכן, בעקבות רמת רכישות גבוהה של מטבע חוץ באוגוסט, בוצע פיחות חד-פעמי בשיעור של 7.5 אחוזים, מעבר לפיחות היומי. אמנם פיחות זה הביא למכירות מטבע חוץ בחודש שאחריו, אולם לא שינה את מגמת הציפיות לאורך זמן; באוקטובר עלתה רמת הרכישות אף יותר מאשר באוגוסט, ואז בוצע פיחות גדול יותר (23 אחוזים בתוך יומיים).

היקף הרכישות של מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי אינו משקף את מלוא הביקוש של הסקטור הפרטי למטבע חוץ, משום שבתקופה הנסקרת הגיע יבוא הון ניכר באמצעות המערכת הבנקאית, לשם תמיכה בשרי מניותיה. בסך הכול הגיעו רכישות מטבע חוץ בתקופה הנסקרת לכ-86 מיליון דולרים לחודש, בממוצע, ברביעי השלישי של השנה הגיעו עד 114 מיליון דולרים לחודש, בממוצע — לעומת רכישות של כ-30 מיליון דולרים לחודש, בממוצע, בשנה הקודמת.

האשראי הבנקאי ושיעורי הריבית

האשראי הבנקאי לציבור, המשמש כיעד למדיניות בנק ישראל¹⁷, עלה בתקופה הנסקרת ב-6.2 אחוזים לחודש, בממוצע. קצב זה נמוך מקצב עליית המחירים, ולכן חלה באשראי זה ירידה ריאלית (כאחוז אחד לחודש). סך האשראי לציבור עלה, בממוצע לחודש, בשיעור דומה, וגם בו ניכרה ירידה ריאלית במהלך התקופה.

הגידול הנומינלי ביתרת האשראי לציבור משקף את תוספות האשראי החדש נטו, שניתנו במהלך התקופה, בצד שיערוך יתרות אשראי צמוד למרד או צמוד למטבע חוץ של תחילת התקופה. בשל רמתה הגבוהה של האינפלציה וקצב הפיחותים המהיר, שמאפיינים את המשק בשנים האחרונות, שיערוך יתרת האשראי הוא החלק העיקרי בגידול הנומינלי. גם בתקופה הנסקרת היווה השיערוך כ-85 אחוזים מתוך סך גידול יתרת

¹⁶ שהוא תוצאה משוקללת של שיעורי הנוילות השונים על נכסי הפרטים, בהרכב הנכסים שהם מחזיקים, ושל מדיניות תקרות האשראי — כאשר היא אפקטיבית.

¹⁷ אשראי זה מוגדר כיום כסך האשראי הבנקאי לציבור, בניכוי אשראי לדלק, ליהלומים, לספנות, לתעופה ולתכנית היסכון. ניכוי סעיפים אלה מתוך כלל האשראי הבנקאי משקף את ההנחה, שהשפעתם הישירה על הפעילות הכלכלית ועל הביקושים המקומיים מצומצמת, יחסית.

האשראי לציבור, שהסתכמה בכ־110 מיליארד שקלים, ואילו תוספת האשראי החדש נטו תרמה כ־12 מיליארד שקלים בלבד — ולא פיצתה על השחיקה האינפלציונית, שחלה ביתרת האשראי הבלתי צמוד. תוספת האשראי החדש¹⁶ נטו משקפת את השפעת המדיניות המוניטרית של בנק ישראל — כפי שהיא מתבטאת בשיעורי הנזילות השונים, המוטלים על נכסי הפרטים, בצד התקרות המוטלות על האשראי הצמוד למטבע חוץ. אולם תוספת האשראי תלויה גם בהרכב תיק הנכסים של הציבור ובגירעונות הנזילות של הבנקים — המסוגלים להרחיב את האשראי, בטווח הקצר, למרות הקנסות שהם משלמים.

בתקופה הנסקרת חל שינוי בהרכב תיק הנכסים של הציבור — מעבר מנכסים צמודים למדד ומנכסים בלתי צמודים אל נכסים צמודי מטבע חוץ. האשראי שניתן ממקורות צמודי מטבע חוץ חסום בתקרות¹⁹, ולכן תרמו שינויים אלה לצמצום היצע האשראי לציבור. הבנקים מצדם לא מנעו את המעבר מהפיקדונות השקליים, נושאי הריבית, לנכסים צמודים, למרות ההשפעה הנודעת לכך על היצע האשראי: העלאת הריבית על הנכסים השקליים היתה עשויה למנוע מעבר זה, אך הבנקים אף הורידו את שיעורה ברביע השלישי. את הירידה, שהתחייבה בהיצע האשראי כתוצאה משינוי הרכב הנכסים של הציבור, עקפו הבנקים חלקית באמצעות הגרלה של גירעונות הנזילות במטבע ישראלי.

ההשפעה הכוללת של מדיניות בנק ישראל ושל התנהגות הציבור הביאה לכך, שהרחבת הנזילות, כתוצאה מהאשראי החדש נטו, היתה בתקופה הנסקרת נמוכה יותר מאשר בעבר — כמחצית מההרחבה הריאלית שהיתה בשנתיים הקודמות. (ראה לוח א' לעיל.)

ברביע השלישי של שנת 1983 הגיעה העלות האפקטיבית של אשראי חופשי במסגרת חח"ד במטבע ישראלי לרמה שנתית של 178 אחוזים, לאחר 149 אחוזים ברביע השני וכ־140 אחוזים בממוצע בשנת 1982. שיעור האינפלציה הממוצע לא עלה במהלך תקופה זו, וכך עלה שיעור הריבית הריאלי לקראת סוף התקופה במדה משמעותית. גם שיעור הריבית הריאלי על אשראי חופשי במטבע חוץ (במונחים מקומיים) עלה — תוצאה משולבת של ירידה קלה בריבית במונחי דולרים לעומת השנה הקודמת, ושל עלייה בשיעור הפיחות שבוצע כריעבר. (כריע השלישי של 1983 היה שיעור הפיחות 223 אחוזים, במונחים שנתיים.)

תיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור

בתיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור חלה, במהלך התקופה הנסקרת, ירידה ריאלית של כ־6 אחוזים²⁰, תוך שינויים ניכרים בהרכבו של התיק: גידול במשקל הנכסים הצמודים למטבע חוץ, וגידול ברכיב הנזיל של התיק. משקל הנכסים הנזילים בתיק עלה מ־46.8 אחוזים ל־52.2 אחוזים, ומשקל הנכסים הצמודים למטבע חוץ עלה מ־17.5 אחוזים ל־21.5 אחוזים. משקלם של הנכסים הבלתי צמודים פחת במהלך תקופה זו, לאחר שהחלה להסתמן בהם עלייה, מספטמבר 1982. הירידה ניכרה במשקל אמצעי התשלום, וברביע השלישי של 1983 — גם במשקל הפז"ק והתפ"ס.

המעבר מהנכסים השונים לנכסים צמודי מטבע חוץ משקף את הציפיות לפיחות, שאפיינו את כל התקופה הנסקרת והתעצמו לקראת סופה. כך ירדו התשואות היחסיות הצפויות של כל הנכסים, יחסית לתשואה הצפויה על פת"ם או מטבע חוץ במוזמן. הירידה במשקל הפז"ק והתפ"ס באה על רקע הורדת הריבית הנומינלית המשולמת עליהם, כריע השלישי של השנה. בשוק משוכלל סביר היה לצפות, שהבנקים יעלו את הריבית על פז"ק ותפ"ס, כדי שלא להיכנס לגירעונות נזילות ולשלם קנסות גבוהים — אולם מערכת הבנקאות הישראלית אינה פועלת בתנאים של תחרות משוכללת, וזו רק אחת מתופעות הלוואי של מצב זה.

¹⁶ מאחר שחלק ניכר מהאשראי הוא לטווח קצר, גם האשראי הצמוד הוא אשראי חדש, אולם מקורותיו — הנכסים הצמודים של הציבור, המופקדים בבנקים — אינם חדשים.

¹⁹ שיעורי הנזילות הדיפרנציאליים, המוטלים על נכסים שונים, נועדו לשרת מסרות מדיניות כלליות, אולם הבנקים יכולים להיכנס לגירעונות נזילות בטווח הקצר, ובכך לסתור את יעדי המדיניות.

²⁰ אומדן זה לקוי, כי מצד אחד אינו כולל את יתרות מטבע החוץ שמחזיק הסקטור הפרטי, ומצד שני כולל גם את מניות הבנקים, שהבנקים מחזיקים באמצעות החברות קשורות אליהם.

יש לציין, שבמהלך התקופה היתה צבירה שלילית בתכניות החיסכון, בעיקר ברביע השני של השנה, כתוצאה מפדיון תכניות שמועדי פירעונן הגיע, אולם גם ברביע השלישי נמשכה הצבירה השלילית. התפתחות כזאת שונה מהצבירה החיובית שאפיינה את תכניות החיסכון בעבר, אף שהתשואה עליהן לא היתה גדולה, והיא משקפת, ככל הנראה, ירידה בשיעור החיסכון הפרטי במשק — הן הפיננסי והן הפיסי. משקלן של מניות הבנקים המשיך לעלות עד ספטמבר, תוך עלייה בערכן. בעבר אופיין גידול משקלן של מניות הבנקים בירידה מקבילה שניכרה באיגרות החוב שהחזיק הציבור. בתקופה הנסקרת נפסקה מגמת הירידה באיגרות החוב, ובמשקלן חלה עליית מה, אך בסוף התקופה רמתן לא היתה עדיין גבוהה בהרבה מרמת הנכסים הלא-צמודים.

התפתחות חזיון הפלפוליות הריאליזם

לאחר הרפיון, ששרר בפעילות המשק בשנת 1982, ניכרה התאוששות מסוימת במהלך שנת 1983, עד חודש ספטמבר²¹. הרפיון במשק נבע בראש ובראשונה מפגיעה ביצוא, אך גם מהסטת ביקושים מקומיים ליבוא. השנה קטנו מימדי הסתת הביקושים, חלק מהגידול בביקושים יועד לשוק המקומי, וביצוא החלה התאוששות מה לקראת אמצע השנה. כך המשיך הגירעון המסחרי לגדול עד אמצע השנה, והחוב החיצוני של ישראל הוסיף ותפח.

הצריכה הפרטית המשיכה לעלות השנה, ובשלושת הרבועים הראשונים של 1983 היתה גבוהה בכ-8 אחוזים מרמתה בתקופה המקבילה אשתקד, שאף היא היתה גבוהה יחסית לשיעור הממוצע הרב-שנתי של הצריכה הפרטית מתוך התוצר. הגידול בצריכה אפיין את רוב רכיביה, אולם בלט במיוחד, במחצית הראשונה של השנה, בתחום רכישות מוצרים בני-קיימא. יש אפוא לייחס חלק מגידול זה למניע ספקולטיבי, שהתבסס על ציפיות לשינוי מחירים יחסיים באמצעות פחותים בשער המטבע המקומי, או לשינויים במחירי המטבעות בעולם. מקורן של ציפיות אלה בהאטת הפחותים, החל מספטמבר 1982, שלא לוותה בהאטה מקבילה באינפלציה המקומית. במהלך 1983 חלו שינויים בשער החליפין האפקטיבי ליבוא. שינויים אלה ביטלו, ככל הנראה, את הייסוף הריאלי שנוצר במוצרים אלה, אולם למרות הצמצום, שניכר ברכישות ברביע השלישי של השנה, נשארה רמתן גבוהה.

למרות הקיצוצים, המתוכננים בתקציב הממשלה לשנת 1983/84, חל גידול ריאלי משמעותי בצריכה הציבורית. חלקו העיקרי של גידול זה נובע מהצריכה הביטחונית, תולדת המעורבות הביטחונית בלבנון. אומדן ראשוני לגידול בצריכה הציבורית המקומית ברביע השני והשלישי של 1983 מורה על גידול של כ-5 אחוזים לעומת המחצית המקבילה אשתקד.

בהשקעות בענפי המשק בלט גידול בסעיף "מכונות וציוד", שרכיב היבוא בו גדול, אולם גם ההשקעה בבנייה שלא למגורים גדלה; זאת לאחר ירידה מתמשכת בהשקעה זו בשנים האחרונות. בענף הבנייה למגורים ניכרה נסיגה מסוימת: מספר הדירות שבשלב בנייה ירד בכ-6 אחוזים לעומת השנה הקודמת, וגם מספר התחלות הבנייה החדשות ירד, הן בסקטור הפרטי והן בסקטור הציבורי.

ההתרחבות בצריכה הציבורית, בצריכה הפרטית ובחלק מההשקעות מתמצית בגידול כלל הביקוש המקומי בכ-6-7 אחוזים. חלק ניכר מגידול הביקוש המקומי הוסט לשוקי חוץ לארץ, ותרם להרעה במאזן התשלומים — אם כי פחות מאשר אשתקד — ורק חלק מהגידול תרם להרחבת הפעילות המקומית.

לעומת זאת לא תרם היצוא לגידול בפעילות המקומית, במשך רוב התקופה הנסקרת; רק ברביע השלישי של 1983 ניכרה התאוששות ביצוא התעשייתי, ואילו ביצוא החקלאי נמשכה הירידה עד ספטמבר 1983. ההתאוששות בביקושים, המסתמנת בשווקים שאליהם מיועד היצוא הישראלי מאז סוף 1982, החלה להשפיע רק בחלקה על היקף היצוא הישראלי — הן בשל פיגור מסוים, והן משום שהתאוששות זו התרכזה בעיקרה במשק האמריקאי ופחות במשקים אירופיים, שחשיבותם ליצוא הישראלי גדולה יותר. זאת ועוד: בניגוד

²¹ הניתח מבוסס על נתונים למחצית הראשונה של השנה ועל נתונים חלקיים לרביע השלישי שלה.

לתחזיות, נמשכה ב־1983 התחזקות הדולר לעומת המטבעות האירופיים, וזו פגעה פגיעה נוספת ברווחיות היצוא הישראלי.

הרחבת הפעילות המקומית משתקפת בכירור בנתוני התוצר ובמדד הייצור התעשייתי, שגדל למרות הירידה הנמשכת ביצוא התעשייתי. ביטוי נוסף להתאוששות בפעילות המקומית היה התפתחות שוק העבודה: לאחר רפיון ממושך בשוק זה בשנים 1980 עד 1982, גדלה התעסוקה (מספר המועסקים עלה ב־3 אחוזים) וכן ההשתתפות בכוח העבודה בשלושת הרביעים הראשונים של 1983, והאבטלה הצטמצמה לשיעור של 4.2 אחוזים.

קצב האינפלציה בשלושת הרביעים הראשונים של השנה נמשך בשיעור דומה לזה של אשתקד — 7.2 אחוזים לחודש (130 אחוזים לשנה) — תוך תגורות חודשיות. במהלך התקופה הזאת חלו שינויים גדולים במחירים יחסיים: מחירי מוצרי היסוד לא הותאמו לאינפלציה — שיעור הסובסידיה הגלומה בהם עלה, וההזרמה הנובעת מגידול זה הלכה וגברה. גם קצב ההתייקרויות של מחירי היבוא ותחליפיו לא היה זהה לקצב האינפלציה — עקב מדיניות התערבות הן בקצב הפיחותים של שער החליפין הרשמי והן דרך תחליפי שער כהפקדות יבוא, העלאות מסים וכדומה. השכר עלה עלייה ריאלית גדולה בתשעת החודשים הראשונים של השנה (עלייה שנשחקה, ואף למעלה מזה, בחודשים אוקטובר עד דצמבר).

יעדי המשק והמלצות למדיניות פלפלית

עליית הביקושים המקומיים, מעבר לגידול התפוקה הלאומית, מערימה קשיים הולכים וגוברים בתחום מאזן התשלומים. מקורם של עורפי הביקוש המקומי הוא בראש ובראשונה במשקל הביקוש הציבורי בתוצר, שאף גדל בשנה האחרונה, ועליו נוספה העלייה הרבה בצריכה הפרטית בשנתים האחרונות, תוך הקטנת החיסכון. הניסיון להתמודד עם בעיית האינפלציה בלבד, תוך התעלמות מהיקף החוב החיצוני — באמצעות האטת הפיחותים וסכסוד מוצרים — לא השיג את מטרתו: האינפלציה לא הואטה, ואילו מימדי הגירעון במאזן התשלומים גדלו.

בחודשים האחרונים חלה תפנית במדיניות הכלכלית, וההרגשים הופנו מבעיית האינפלציה אל ניסיונות לשפר את מאזן התשלומים: הואצו הפיחותים, והסובסידיות למוצרים הנתונים לפיקוח צומצמו, כדי להקטין את ההוצאה הציבורית. הצעדים בתחומים אלה הביאו, כתוצאה מירית, לעליות מחירים ישירות תלויות ולהתייקרויות של רכיבי השכר ושל רכיבי עלויות נוספים, והגבירו את החשש להחשה נמשכת של קצב האינפלציה.

העלייה למדרגה חדשה של קצבי אינפלציה טומנת בחובה השלכות שליליות על המשק: היא מעמיקה את אי־הוודאות ופוגעת בתפקוד היעיל של המשק, וכך מונעת את חידוש הצמיחה. לפיכך חייבת המדיניות הכלכלית לחתור לשיפור במאזן התשלומים ולבלימת האינפלציה — בעת ובעונה אחת. ניתן לבצע זאת בעיקר באמצעות מדיניות עקיבה של קיצוץ בפעילות הריאלית של הממשלה והגדלת החיסכון הפרטי. אמצעים אלה מסייעים הן להפחתת האינפלציה, והן לצמצום הפער בחשבון השוטף. יש ללוותם, בתקופה הקרובה, באמצעים נוספים, שיתרמו לקטיעת מעגל הקסמים של עליות המחירים במשק.

ראוי לנסח תכנית כוללת לשנה הקרובה, ובה שני שלבים: בשלב המכין יינקטו אמצעים לריסון הביקוש המקומי, תוך התייצבות קצב האינפלציה על רכיביה העיקריים. מטרת שלב זה ליצור רקע נוח, מבחינת שיפור מאזן התשלומים, כדי לאפשר את ביצוע השלב השני — בלימת האינפלציה.

התכנית הכוללת מושתתת על צעדים, שיאפשרו שיפור במאזן התשלומים — הן בטווח המידי (כרקע להפעלת השלב השני) והן בטווח הארוך. הצעדים המומלצים כוללים קיצוץ ישיר בהוצאה הציבורית, מצד אחד, ועידוד החיסכון הפרטי — שיתרום לריסון הצריכה הפרטית — מצד שני. כך יושג ריסון בביקוש המקומי, שיסייע בהסטת גורמי ייצור ליצוא. ניתן לחזק הסטה זו בהפחתת מסים על עבודה.

מומלץ לקצץ מיד את ההוצאות המקומיות של הסקטור הציבורי על שכר וקניות, וזאת בשיעור של 7 אחוזים מרמתן ב־1983 (כ־2.5 אחוזים מן התוצר), כד בכך עם אישור תכנית לקיצוץ הנוסף, שיידרש לצורך

הפעלת השלב השני. הקיצוץ הנוסף נאמד אף הוא בכ־2 אחוזים מן התוצר, ויכול להתבצע ברכיבים השונים של הגירעון — לאו דווקא בפעילות הריאלית. יינתן עידוד לתכניות חיסכון חדשות, שיבטיחו את מלוא ההצמדה למדר עד הפדיון, ותשואתן לחוסכים לטווח ארוך תהיה גבוהה יותר. כן יימשך העידוד להחזקת נכסים כספיים נזילים כפת"ם ואיגרות חוב.

בצד קיצוץ התקציב יופעלו בשלב השני שני אמצעים, שמטרתם לבלום את האינפלציה. האמצעי הראשון יהיה איסור מימון של הוצאות הממשלה באמצעות "הרפסת כסף". משמעות איסור זה היא, כי הממשלה לא תוכל לקחת מילווה מבנק ישראל, ואת הוצאותיה תממן באמצעות מסים, מכירת איגרות חוב חדשות (כריבית שוק)²² ומילווה מחוץ לארץ. הקיצוץ המוצע לעיל מאפשר את ביצוע הסדר אי ההרפסה כבר בשנה הקרובה. עקב חשיבותו של הסדר זה וחשיבות אמינותו, על הממשלה לשקול את עיגונו בחוק, לפחות לתקופת הפעלתה של התכנית הכוללת.

כדי להבטיח את הצלחת התכנית, יש ללוות את האמצעים הפיסקליים והמוניטריים שנזכרו בהסכם מקיף בין הגורמים המרכזיים במשק. הסכם כזה יאפשר האטה מידית של האינפלציה, עד כדי הקפאה בריזומנית של כל המחירים במשק — תוך פגיעה מינימלית בתעסוקה.

בנק ישראל מצדו ילווה תכנית זו בריסון מוניטרי, שימנע תוספת נזילות למשק. הריסון המוניטרי יושג הן באמצעות שמירה על שיעורי ריבית ריאליים חיוביים לאשראי המקומי — תוך האחדת השיעורים — והן באמצעות צמצום האשראי החופשי במטבע חוץ לתקופת הפעלתה של התכנית. כן יוגבל האשראי הבנקאי למלכ"רים למיניהם, בשיתוף פעולה עם הרשויות המתאימות.

הקיצוץ הכולל, הנדרש בשנה הקרובה לשם ביצוע מוצלח של התכנית, נאמד בכ־4.5 אחוזים מן התוצר, שהם כ־9 אחוזים מסך ההוצאה הציבורית הכוללת בכ־1983 (תשלומים על שכר, קניות, תשלומי העברה ותמיכות). אם הממשלה תצליח להוציא לפועל היא תביא להצלחת התכנית הכוללת, ובכך תשפר את מאזן התשלומים ותבלום את עליות המחירים. בלימת עליות המחירים תאפשר את חידוש הצמיחה במשק, וזו תתרום אף היא לשיפור מאזן התשלומים.

²² כולל מכירת פת"ם באמצעות בנק ישראל.

לוח 1

המקורות וההתחלקות של תוספת הנזילות הנומינלית בגין עירוים חיצוניים, 1981 עד אוקטובר 1983 (מיליוני שקלים)

1981	1982				1983			אוקטובר	סך הכול	1981	
	רביע I	רביע II	רביע III	רביע VI	רביע I	רביע II	רביע III				
											מקורות תוספת הנזילות
											(העירוים החיצוניים החיוביים)
31,440	49,136	10,979	11,946	19,112	7,099	14,608	6,604	32,596	26,682		(1) העירוים החיצוני הנובע מהסכסוך הציבורי
-5,399	-13,023	3,573	718	-5,870	-11,444	12,221	10,024	3,991	13,503		(2) העירוים החיצוני הנובע מבנק ישראל: סה"כ
-8,993	-16,849	-2,553	-2,717	-7,104	-4,475	31	4,415	3,888	6,429		א. בגין אשראי מוכון
-253	1,815	3,860	845	-364	-2,526	5,638	1,004	3,291	10,099		ב. הלוואה מוניטרית
3,847	2,011	2,266	2,590	1,598	-4,443	6,552	4,605	-3,188	-2,025		ג. גורמים אחרים
											(3) סך כל תוספת הנזילות בגין העירוים
26,041	36,113	14,552	12,664	13,242	-4,345	26,829	16,628	36,587	40,185		החיצוניים (7)+(6)+(5)-(4)-(2)-(1)= (3)
											התחלקות תוספת הנזילות
5,086	9,590	3,287	-2,278	3,996	4,585	13,081	6,162	-5,631	9,240		(4) ההדפסה = שינוי בבסיס הכסף
-3,909	-4,658	1,418	1,580	-1,620	-6,036	-3,332	15,564	22,407	-1,206		(5) התוספת לבסיס הנכסים הנוילים: סה"כ
-4,911	-6,310	-2,513	-1,032	-1,011	-1,754	-6,108	-3,086	-2,324	744		א. אג"ח
1,002	1,652	3,931	2,612	-609	-4,282	2,776	18,650	24,731	-1,950		ב. פת"ם
18,589	22,210	6,834	2,154	9,365	3,857	5,279	-12,995	46	-4,638		(6) התוספת לבסיס הנכסים הלא-נוילים: סה"כ
16,869	17,009	6,260	1,627	5,911	3,211	3,712	-9,652	-298	-5,796		א. תכניות חיסכון
1,720	5,201	574	527	3,454	646	1,567	-3,343	344	1,158		ב. פת"ם פיצויים
6,275	8,971	3,013	11,208	1,501	-6,751	11,801	7,897	19,765	36,789		(7) רכישת מטבע חוץ בידי הציבור

" עורף הביקוש של הסכסוך הציבורי (הממשלה + הסוכנות), בתוספת מתן אשראי נטו של הממשלה לסכסוך הפרטי.

לוח 2

המקורות לשינויים בערך הנכסים הכספיים הנזילים, 1981 עד אוקטובר 1983
(ממוצע חודשי, מיליוני שקלים)

1983		1982								1981	
אוקטובר	רביע III	רביע II	סך I	רביע VI	רביע III	רביע II	רביע I	סך הכול			
										(1) תרומת הסקטור הציבורי לנכסים הכספיים הנזילים (הורמה בסיסית) ¹	
32,478	10,965	5,419	3,632	9,252	1,296	4,400	3,440	1,573	2,677	1,214	
30,982	10,965	5,401	3,936	,9189	1,733	4,571	3,415	1,626	2,836	1,436	
										א. ההורמה של הסקטור הציבורי	
										ב. מכירה נטו של אג"ח סחירות מסוג "ציבור" ²	
1,496	-1	17	-304	63	-437	-170	24	-53	-159	-222	
16,528	2,393	1,806	1,890	3,480	-2,334	-2,489	-624	436	-1,253	-771	
10,099	1,097	335	1,879	2,003	-842	-121	282	1,287	151	-21	
										(2) ניכיון משנה מבנק ישראל מזה: הלוואה מוניטרית	
										(3) מכירות או קניות (-) של מט"ח בידי הסקטור הפרטי	
-36,789	-6,588	-2,632	-3,934	-7,625	2,250	-500	3,736	-1,004	-748	-523	
										(4) ההרחבה הנובעת מהפעילות הבנקאית המקומית ³ (1)-(2)-(3)-(4)-(5)-(6)	
1,471	3,221	845	2,485	,2112	3,772	2,106	2,357	205	2,110	394	
-4,183	-1,177	2,649	1,662	522	-1,696	-619	688	564	-266	177	
										(5) גורמים אחרים ⁴	
9,505	8,814	8,087	5,734	7,741	3,289	2,899	2,124	1,773	2,521	493	
8,034	5,592	7,242	3,250	5,629	-484	792	-223	1,568	411	98	
										(6) רכישת נכסים כספיים נזילים מזה: תוספת נטו לכסים הנכסים הנזילים	
2,134	5,831	4,886	1,399	,3848	-2,755	-236	1,889	791	-78	-25	
744	-775	-1,029	-2,036	-1,077	-585	-337	-344	-838	-526	-409	
6,627	3,757	4,229	6,371	4,970	6,628	3,471	579	1,820	3,125	926	
111,945	27,432	18,574	10,168	28,047	10,256	9,358	9,509	7,018	9,035	3,663	
										(7) הפרשי שערים לפת"ם ואג"ח השינוי בסך כל אמצעי התשלום ובתפ"ס	
										(8) סך השינוי בערך הנכסים הכספיים הנזילים (7)+(8)	
121,450	36,245	26,660	15,903	35,787	13,545	12,256	11,633	8,792	11,556	4,155	

* נתונים ארעיים.

¹ כולל הזרמת הסקטור הציבורי, בתוספת גיוס הון נטו באמצעות איגרות חוב מסוג "ציבור".

² כולל גם אג"ח רולריות, שהנפיקו פירמות. לכן אומדן התרומה לנכסים הכספיים הנזילים מוטה כלפי מעלה.

³ כולל השתתפות הנכסים באשראי המוכוון.

⁴ סעיף זה כולל בעיקר את ההורמה או הספיגה, הנובעת מחשבונות רווח והפסד של בנק ישראל, כגון תשלומי ריבית ותקבולי ריבית על גירעונות הנזילות, וכן כולל פת"ם פיצויים.

לוח 3

אומדן עורף הביקוש והוצאות הסקטור הציבורי¹, 1981 עד 1983
(מיליוני שקלים, ממוצע חודשי, מונחים ריאליים, דצמבר 1982 = 100)

אומדן נגזר לתשלומים מקומיים של הסקטור הציבורי (6)+(5) =(7)	תקבולי מסים (6)	אומדן עורף הביקוש (1)-(4) =(5)	מתן אשראי נטו על ידי הממשלה (4)	גיוס הון לטווח ארוך (3)	ההזרמה הבסיסית (2)	תוספת הנזילות הנובעת מהסקטור הציבורי ¹ (3)+(2) =(1)	
							1981
31,340	27,129	4,211	1,775	5,684	303	5,987	רביע I
28,624	24,243	4,381	2,594	3,465	3,511	6,976	רביע II
35,011	27,374	7,638	2,348	2,941	7,045	9,986	רביע III
33,486	26,425	7,061	1,636	5,264	3,433	8,697	רביע IV
							1982
35,896	30,359	5,537	1,887	4,274	3,150	7,424	רביע I
29,587	25,334	4,253	2,165	863	5,554	6,417	רביע II
32,626	29,066	3,560	4,747	2,663	5,644	8,307	רביע III
34,104	32,149	1,955	484	1,099	1,340	2,439	רביע IV
							1983
37,245	34,681	2,565	1,528	1,041	3,052	4,093	רביע I
30,824	31,708	-885	2,298	-2,191	3,604	1,413	רביע II
35,477	31,774	3,703	2,614	-128	6,445	6,317	רביע III
29,076	29,614	-538	11,988	-2,703	14,153	11,450	אוקטובר
							שנים קלנדריות
32,115	26,292	5,823	2,089	4,339	3,573	7,912	1981
33,053	29,227	3,826	2,321	2,225	3,922	6,147	1982
33,526	32,156	1,370	3,936	-840	6,146	5,306	*1983
							שנים תקציביות
33,254	27,100	6,154	2,116	3,986	4,285	8,271	1981
33,390	30,307	3,083	2,231	1,417	3,897	5,314	1982
32,132	31,209	922	4,839	-1,545	7,307	5,761	+1983

* נתונים ארעיים.

" הסקטור הציבורי כולל את הממשלה ואת הסוכנות היהודית.

לוח 4

שיעורי ריבית נומינליים על האשראי החופשי במסגרת החיד במטבע ישראלי ועל האשראי החופשי במטבע חוץ, 1979 עד אוקטובר 1983 (מונחים שנתיים, אחוזים)

השינוי בשער השקל ביחס לדולר	עליית מדר המחירים לצרכן	הריבית על אשראי חופשי במטבע חוץ, כמונחי דולרים ¹	עלות חריגות על אשראי חופשי במטבע ישראלי במסגרת החיד ²	עלות אפקטיבית ממוצעת על אשראי חופשי במטבע ישראלי במסגרת החיד ²	
1979					
61	66	17	95	63	רביע I
92	93	28	107	69	רביע II
75	133	30	138	92	רביע III
122	168	34	188	133	רביע IV
1980					
89	96	26	252	171	רביע I
106	154	32	231	159	רביע II
100	116	29	251	179	רביע III
166	174	35	256	197	רביע IV
1981					
90	98	34	233	174	רביע I
201	91	35	225	170	רביע II
75	102	36	225	172	רביע III
82	116	33	221	167	רביע IV
1982					
128	109	32	220	146	רביע I
150	141	31	213	140	רביע II
112	158	25	213	136	רביע III
78	120	19	213	138	רביע IV
1983					
93	119	17	213	139	רביע I
107	135	20	227	149	רביע II
223	138	21	276	178	רביע III
	895	22	298	191	אוקטובר

- * נתונים ארעיים. נתוני הרביע השלישי של 1983 גולמיים במיוחד — בשל הקושי להעריך, בשלב זה, את ההשפעה של שינויי התעריפים ושל הוספת מדרגת ריבית חדשה במסגרת האשראי בחיד, ביוני 1983.
- ¹¹ נתוני הפיקוח על הבנקים; כולל את הריבית התעריפית, את רמי הקצאת קו אשראי, את העלות ללווה בגין ימי ערך ואת הריבית על חריגות מתקרת האשראי, בהתאם לשכיחות החריגות בפועל.
- ¹² עיבוד של נתוני הפיקוח על הבנקים; כולל את הריבית תעריפית בדולרים, שגובים הבנקים על אשראי שניתן ברביע לשלושה חודשים, ואת תוספת הריבית שגובה בנק ישראל, במונחים שנתיים.

לוח 5

התסתחות האשראי הבנקאי לציבור, דצמבר 1981 עד אוקטובר 1983
(עלייה חודשית ממוצעת, אחוזים)

	1983				1982				1981		
	רביע III	רביע II	רביע I	סך הכול	רביע IV	רביע III	רביע II	רביע I			סך הכול
10.6	6.9	5.4	7.2	6.9	13.2	9.2	6.8	12.1	10.3	6.2	(1) אשראי חופשי במטבע ישראלי ¹
27.9	7.7	5.2	-2.6	5.6	14.2	2.2	7.6	1.6	6.3	2.9	(2) אשראי חופשי במטבע חוץ למעט דלק ספנות ותעופה ²
15.0	7.1	5.4	4.3	6.5	13.3	6.8	7.1	8.0	8.8	4.6	(3) סך כל האשראי החופשי לשוק המקומי למעט דלק ספנות ותעופה ואשראי לתכ' חיסכון
31.0	9.2	6.2	3.5	8.5	7.2	7.0	6.3	4.8	6.3	6.3	(4) אשראי מוכון ליצוא למעט דלק
20.7	7.8	5.6	4.0	7.2	11.1	6.9	6.8	6.7	7.8	5.3	(5) סך כל האשראי הבנקאי למעט דלק, יהלומים ספנות ותעופה ואשראי לתכניות חיסכון
29.3	9.4	4.2	3.5	7.8	2.6	4.5	2.0	5.8	3.7	2.8	(6) אשראי ליהלומים
22.4	8.3	5.1	3.9	7.3	8.9	7.9	5.7	6.6	7.3	5.3	(7) סך כל האשראי הבנקאי לציבור ³
21.1	7.5	7.4	6.7	8.5	6.8	8.2	7.6	6.4	7.2	6.0	(8) השינוי במדר המחירים לצרכן

¹ לרבות הפרשי הצמדה, למעט אשראי להפקדה בתכניות חיסכון.

² לרבות אשראי משלוחות של המוסדות הבנקאיים בחוץ לארץ.

³ (5)+(6) + אשראי לדלק, ספנות ותעופה ואשראי להפקדה בתכניות חיסכון.

לוח 6

התפתחות הנכסים הנזילים שבידי הציבור, 1981 עד אוקטובר 1983
(עלייה חודשית ממוצעת, אחוזים)

איקטובר	1983				1981					1981	
	רביע III	רביע II	רביע I	סך הכול	רביע IV	רביע III	רביע II	רביע I	סך הכול		
17.2	5.1	0.7	13.0	7.2	4.7	7.8	1.1	12.5	6.4	4.9	(1) אמצעי תשלום
-2.0	3.2	9.2	7.2	5.6	27.7	17.2	4.4	0.7	12.0	10.2	(2) תפ"ס'
6.5	4.0	5.2	9.9	6.4	15.0	11.2	2.2	8.1	9.0	6.7	(3) סך כל הנכסים שאינם צמודים (1)+(2)=(3)
32.4	13.6	10.0	6.9	12.2	2.0	6.3	11.0	8.6	6.9	6.1	(4) פת"ם
24.8	10.4	8.2	8.0	10.4	6.1	7.6	8.4	8.5	7.6	6.3	(5) סך הכול (3)+(4)=(5)
26.5	5.6	8.9	2.3	7.5	6.7	5.6	10.1	4.2	6.6	4.4	(6) אג"ח צמודות
25.3	8.9	8.4	6.1	9.5	6.3	6.9	9.0	6.9	7.3	5.5	(7) סך הכול (5)+(6)=(7)
21.1	7.5	7.4	6.7	8.5	6.8	8.2	7.6	6.4	7.2	6.0	(8) השינוי במודד המחירים לצרכן

" כולל פו"ק במטבע ישראלי.

לוח 7

הרכב הנכסים הכספיים שבידי הציבור, 1980 עד ספטמבר 1983
(אחוזים)

1983				1982				1981	1980	
אוקטובר	ספטמבר	יוני	מארס	דצמבר	ספטמבר	יוני	מארס			
										הנכסים הנוילים
2.8	2.4	2.5	3.0	2.4	3.0	3.3	4.1	3.6	4.6	אמצעי תשלום
2.9	3.0	3.3	3.1	2.9	2.0	1.7	1.9	2.3	1.7	פז"ק, תפ"ס ופיקדונות אחרים
16.7	13.1	10.6	9.7	9.1	12.2	14.1	13.3	13.0	14.8	פת"ם, עו"ש וז"ק
9.1	7.4	7.5	7.1	7.6	8.9	10.5	10.2	11.2	15.5	אג"ח בידי הציבור ¹
31.4	26.0	23.9	22.8	21.9	26.1	29.5	30.2	30.1	36.5	סך כל הנכסים הנוילים
										נכסים פיננסיים לזמן בינוני
31.9	41.6	44.9	46.2	47.9	39.1	33.0	31.4	31.1	23.9	מניות
20.1	26.2	24.9	24.0	20.6	19.9	19.0	19.7	20.4	15.4	מוה: מניות הבנקים
10.8	8.4	7.6	7.8	7.6	8.9	10.1	10.2	10.7	13.0	פיקדונות פיצויים
24.2	22.2	21.9	21.5	21.0	24.0	25.3	26.0	25.9	24.5	תכניות חיסכון
1.8	1.7	1.8	1.7	1.6	1.9	2.1	2.2	2.3	2.1	פיקדונות צמודים לזמן ארוך
68.6	74.0	76.1	77.2	78.1	73.9	70.5	69.8	69.9	63.5	סך כל הנכסים לזמן בינוני
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	סך כל הנכסים הכספיים

¹ ה"ציבור" אינו כולל בנקים, אך כולל את החברות הקשורות לבנקים.

לוח נ' 1

התפתחות אמצעי התשלום, דצמבר 1978 עד אוקטובר 1983

העלייה או הירידה (—) באמצעי התשלום לעומת התקופה הקודמת	יתרות לסוף התקופה					1978 דצמבר	
	בניכוי עונתיות	נתונים מקוריים					
		בניכוי עונתיות (6)	נתונים מקוריים (5)	סך הכול (4)	סך הכול (1)+(2) פיקדונות עו"ש (2) = (3)		מזומנים (1)
	(אחוזים)		(מיליוני שקלים)				
			2,654	2,715	1,837	878	1978 דצמבר
							1979
	30.4	30.5	3,460	3,544	2,338	1,206	דצמבר
							1980
	97.5	97.7	6,835	7,006	4,878	2,128	דצמבר
							1981
	80.8	78.3	12,358	12,494	8,102	4,392	דצמבר
							1982
	111.4	111.1	26,119	26,380	17,975	8,405	דצמבר
							1982
	12.2	9.1	13,870	13,634	9,168	4,466	ינואר
	18.9	17.0	16,495	15,951	11,126	4,825	פברואר
	3.4	11.5	17,058	17,791	12,294	5,497	מארס
	-1.0	-6.0	16,891	16,722	11,162	5,560	אפריל
	1.4	3.3	17,120	17,274	11,519	5,755	מאי
	6.9	6.4	18,305	18,378	12,243	6,135	יוני
	3.4	4.3	18,930	19,176	12,447	6,729	יולי
	5.2	4.9	19,920	20,119	13,321	6,798	אוגוסט
	13.1	14.3	22,528	23,001	15,376	7,625	ספטמבר
	7.0	1.5	24,100	23,353	16,012	7,341	אוקטובר
	8.8	10.1	26,227	25,702	17,821	7,881	נובמבר
	-0.4	2.6	26,119	26,380	17,975	8,405	דצמבר
							1983
	20.6	16.9	31,494	30,833	21,902	8,931	ינואר
	1.6	1.3	32,012	31,244	21,228	10,016	פברואר
	8.4	21.9	34,687	38,086	25,479	12,607	מארס
	1.2	-8.9	35,092	34,706	22,470	12,236	אפריל
	4.6	3.9	36,708	36,047	23,096	12,951	מאי
	6.1	7.8	38,950	38,872	25,144	13,728	יוני
	6.5	7.4	41,486	41,735	26,230	15,505	יולי
	5.5	4.7	43,776	43,688	27,717	15,971	אוגוסט
	0.6	3.3	44,057	45,114	27,498	17,616	ספטמבר
	24.6	17.2	54,886	52,855	34,012	18,843	אוקטובר

לוח נ' 2

הנכסים הבסיסיים שבידי הציבור, 1980 עד ספטמבר 1983
(יתרות בסוף התקופה, מיליארדי שקלים)

1983				1982				1981	1980	
אוקטובר	ספטמבר	יוני	מארס	דצמבר	ספטמבר	יוני	מארס			
										הנכסים הנוזלים
52.85	45.11	38.87	38.09	26.38	23.00	18.38	17.79	12.49	7.01	אמצעי תשלום
55.00	56.11	51.08	39.18	31.77	15.27	9.48	8.33	8.16	2.53	פ"ק, תפ"ס ופיקדונות אחרים
320.26	241.81	164.96	123.93	101.35	95.44	79.53	58.17	45.38	22.36	פת"ם ער"ש וז"ק
173.62	137.25	116.63	90.37	84.35	69.52	59.07	44.28	39.14	23.42	אנ"ח בידי הציבור ¹
601.74	480.29	371.55	291.57	243.86	203.23	166.46	131.56	105.18	55.32	סך כל הנכסים הנוזלים
										נכסים פיננסיים לזמן בינוני
611.85	769.50	697.75	590.83	533.53	305.14	185.81	136.76	108.76	36.21	מניות
385.25	483.36	386.90	306.55	228.96	155.00	107.19	85.94	71.51	23.32	מזה: מניות הנכסים
206.04	155.82	117.50	99.48	84.16	69.10	56.98	44.63	37.37	19.63	פיקדונות פיצויים
463.03	410.52	339.91	275.10	233.95	187.04	142.41	113.41	90.46	37.18	תכניות חיסכון
33.90	31.89	27.75	22.12	18.18	14.93	11.81	9.66	7.88	3.15	פיקדונות צמודים לזמן ארוך
1,314.82	1,367.73	1,182.91	987.53	869.81	576.21	397.00	304.45	244.48	96.18	סך כל הנכסים לזמן בינוני
1,916.56	1,848.01	1,554.46	1,279.10	1,113.68	779.43	563.46	436.01	349.67	151.50	סך כל הנכסים הבסיסיים

¹ "הציבור" אינו כולל בנקים, אך כולל את החברות הקשורות לבנקים.

לוח

האשראי הבנקאי לציבור,
(יתרות בסוף התקופה).

אשראי		אשראי למימון היצוא					
אשראי חופשי במטבע ישראלי	אשראי מוכון במטבע ישראלי	סך כל אשראי היצוא (4)+(3) =(5)	קרן יהלומים (4)	אשראי ליצוא פרט ליהלומים (1)+(2) =(3)	אשראי ליצוא במטבע חוץ פרט למימון יהלומים (2)	אשראי ליצוא במטבע ישראלי (1)	
(7)	(6)						
							1980
9,421	431	19,653	8,634	11,018	7,649	3,369	דצמבר
							1981
9,679	409	20,618	9,084	11,533	8,056	3,477	ינואר
10,828	391	21,016	9,104	11,912	8,664	3,248	פברואר
12,655	393	21,117	9,148	11,968	8,980	2,988	מארס
12,686	399	22,795	9,154	13,641	9,706	3,935	אפריל
14,516	385	24,690	9,898	14,792	10,693	4,099	מאי
15,074	405	26,968	10,834	16,133	11,825	4,308	יוני
15,054	422	28,197	10,541	17,656	12,065	5,591	יולי
14,709	430	29,188	10,713	18,475	12,648	5,827	אוגוסט
15,267	390	30,855	11,372	19,483	13,476	6,007	ספטמבר
16,659	400	31,347	11,411	19,936	13,685	6,252	אוקטובר
16,803	394	33,124	11,677	21,447	15,011	6,436	נובמבר
19,439	435	35,025	12,001	23,025	16,750	6,275	דצמבר
							1982
20,054	441	36,285	12,318	23,967	17,740	6,227	ינואר
22,744	461	38,375	12,955	25,421	18,988	6,433	פברואר
27,404	474	40,715	14,213	26,502	20,500	6,002	מארס
27,752	478	44,673	14,355	30,318	21,370	8,948	אפריל
28,731	509	45,783	14,664	31,120	22,184	8,935	מאי
33,402	534	46,936	15,077	31,859	22,830	9,029	יוני
34,646	542	51,802	16,206	35,596	24,360	11,236	יולי
38,423	566	53,183	16,603	36,579	25,095	11,484	אוגוסט
43,439	597	56,242	17,227	39,015	26,300	12,715	ספטמבר
43,871	496	59,994	17,840	42,154	28,122	14,032	אוקטובר
55,778	522	63,307	18,506	44,802	30,262	14,540	נובמבר
62,956	510	66,717	18,614	48,103	33,637	14,466	דצמבר
							1983
69,640	527	70,667	19,428	51,240	37,422	13,817	ינואר
71,459	542	73,798	20,149	53,649	40,016	13,633	פברואר
77,624	588	73,940	20,627	53,313	40,626	12,687	מארס
76,610	664	82,639	22,234	60,405	42,167	18,237	אפריל
81,282	674	85,904	23,128	62,776	44,560	18,217	מאי
90,874	696	87,192	23,336	63,856	45,975	17,881	יוני
90,488	744	96,472	25,122	71,350	49,029	22,321	יולי
94,212	787	106,474	27,723	78,750	55,487	23,263	אוגוסט
110,865	841	113,812	30,591	83,221	59,854	23,367	ספטמבר
122,631	872	148,559	39,566	108,993	79,490	29,504	אוקטובר

הנתונים בטור זה כוללים הפרשי הצמדה ואינם כוללים אשראי להפקדה בתכניות חיסכון. ⁽¹⁾

נ' - 3

דצמבר 1980 עד אוקטובר 1983
 (מיליוני שקלים)

למיזם פעילות מקומית						
סך כל האשראי למעט דלק (13)	סך כל האשראי לציבור (5)+(9) =(12)	סך כל האשראי, למעט דלק יהלומים ספנות ותעופה ותכניות חיסכון (3)+(10) =(11)	סך כל האשראי, למעט דלק ספנות ותעופה ותכניות חיסכון (10)	אשראי להפקדה בתכניות חיסכון (9)	סך הכול (6)+(7) =(9)+(8)	אשראי חופשי במטבע חוז' (8)
39,298	47,960	30,663	19,645	0	28,307	18,456
40,496	50,292	30,369	18,836	0	29,674	19,586
42,855	52,688	32,719	20,807	0	31,673	20,454
45,350	55,631	35,036	23,068	0	34,515	21,467
46,865	58,921	36,471	22,829	0	36,125	23,041
52,823	66,095	41,591	26,799	0	41,405	26,504
56,245	72,702	43,799	27,666	0	45,734	30,255
58,284	75,406	45,970	28,314	0	47,209	31,733
59,017	75,890	46,522	28,047	0	46,702	31,563
61,022	78,734	47,805	28,321	0	47,879	32,222
63,219	80,701	49,909	29,973	0	49,354	32,295
65,344	83,803	51,510	30,064	0	50,679	33,482
71,512	88,678	56,677	33,652	180	53,473	33,599
74,145	92,181	58,863	34,896	50	55,846	35,350
79,876	98,561	63,336	37,915	420	59,766	36,561
86,948	107,492	68,851	42,349	410	66,366	38,489
91,797	112,678	73,281	42,963	450	67,555	39,325
95,345	117,454	76,106	44,986	390	71,280	42,040
103,160	127,062	83,841	51,982	390	79,736	45,801
109,529	136,450	87,653	52,057	770	83,878	48,691
117,441	147,328	93,704	57,125	2,140	92,005	53,016
127,218	159,658	102,329	63,314	2,170	101,247	57,210
132,625	166,047	106,232	64,078	1,820	104,232	59,865
155,029	189,812	127,991	83,190	1,650	124,855	68,555
170,661	205,932	140,259	92,156	4,170	135,045	71,580
179,835	219,159	148,778	97,538	3,600	144,891	74,724
18,4703	223,993	152,207	98,558	3,250	146,945	74,943
191,833	231,245	157,996	104,683	3,270	154,034	75,822
201,677	243,473	165,269	104,864	3,280	157,555	80,281
213,489	256,168	175,468	112,692	2,757	167,507	85,550
226,299	268,652	186,276	122,420	2,365	179,095	87,525
234,971	282,464	192,985	121,636	1,902	184,091	92,860
254,717	309,318	209,457	130,707	1,528	201,316	106,317
282,464	341,101	233,492	150,272	1,153	226,136	114,430
344,430	417,643	281,808	172,815	1,153	267,931	144,428

הנתונים בטור זה כוללים אשראי משלוחות של המוסדות הבנקאיים בחוץ לארץ.

לוח

המקורות לשינויים בבסיס הנכסים הכספיים
(מיליוני)

הזרמה בנק ישראל וגורמים אחרים			הזרמה בסיסית של הסקטור הציבורי ¹		
גורמים אחרים ²	ניכיון משנה מבנק ישראל	סך הכול	מזה: פעילות ממשלתית	סך הכול	
(5)	(4)	(5)+(4) =(3)	(2)	(1)	
31	3,598	3,629	4,990	6,133	1980
2,127	-9,246	-7,119	12,634	14,571	1981
-3,190	-15,034	-18,224	27,658	32,127	1982
					1981
482	-67	415	450	618	ינואר
-202	-1,221	-1,423	-807	-800	פברואר
-66	-942	-1,008	237	386	מארס
764	79	843	-584	-528	אפריל
-111	-556	-667	786	919	מאי
131	169	300	2,689	2,764	יוני
376	466	842	2,572	2,682	יולי
-55	-616	-671	2,540	2,754	אוגוסט
-560	-4,968	-5,528	1,336	1,535	ספטמבר
608	-2,049	-1,441	1,134	1,340	אוקטובר
168	-770	-602	853	1,104	נובמבר
593	1,229	1,822	1,428	1,797	דצמבר
					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
-5,487	-3,386	-8,873	1,452	1,858	דצמבר
					1983
1,785	231	2,016	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
-4,183	16,528	12,345	32,443	32,478	אוקטובר

¹ תרומה לבסיס הכסף ומכירה נטו של איגרות חוב סחירות.

נ' 4-

הנזילים, 1980 עד אוקטובר 1983
שקלים

סך כל בסיס הנכסים הכספיים הנוזלים (9)+(8) +(10)=(12)	צבירה או משיכה (-) של אנ"ח בידי הציבור		צבירה או משיכה (-) בפת"ם עו"ש ו"ק (9)	בסיס הכסף הצר (8)	סך כל בסיס הנכסים הכספיים הנוזלים (1)+(3) +(6)=(7)	העברת או משיכות (-) מט"ח ע"י הסקטור הפרטי (6)
	מזה: פעולות בשוק הפתוח (11)	סך הכול (10)				
4,633	-264	1,169	1,219	-2,245	-4,633	-5,129
1,177	1,401	-4,911	1,002	5,086	1,177	-6,275
3,932	-4,625	-6,310	1,652	9,590	4,932	-8,971
1,240	-23	-362	404	1,198	1,240	207
-1,232	4	-148	32	-1,116	-1,232	991
63	55	-170	-458	691	63	685
157	2	-420	-225	802	157	-158
-825	24	-188	777	-1,414	-825	-1,077
2,545	72	-305	952	1,898	2,545	-519
280	46	-404	-79	763	280	-3,244
254	13	-307	-929	1,490	254	-1,829
-1,328	-257	170	853	-2,351	-1,328	2,665
1,413	75	-368	802	979	1,413	1,514
-388	494	-889	-1,207	1,708	-388	-890
-1,001	896	-1,520	80	439	-1,001	-4,620
-360	-341	-265	-173	78	-360	-2,209
74	250	-1,476	-233	1,783	74	-279
4,991	1,159	-772	4,337	1,426	4,991	-525
-2,187	-54	-816	-23	-1,348	2,187	-5,726
14	-612	2	480	-468	14	-4,418
1,474	-263	-218	2,155	-463	1,474	-1,064
4,331	-177	-626	2,256	2,701	4,331	2,210
2,102	-1,646	-2	-847	2,951	2,102	-1,628
-4,057	373	-383	-2,018	-1,656	-4,057	-2,083
368	744	-1,722	-2,808	4,898	368	995
5,537	531	-1,601	-868	8,006	5,537	6,097
-7,356	-4,589	1,569	-606	-8,319	-7,356	-341
8,803	332	-2,309	2,424	8,688	8,803	5,177
1,985	160	-172	1,651	506	1,985	-6,493
-1,039	1,818	-3,627	-1,299	3,887	-1,039	-10,485
751	1,120	-1,905	2,753	-97	751	-1,547
9,003	-1,601	-1,820	10,687	136	9,003	-3,411
11,973	494	639	5,210	6,124	11,973	-2,939
6,683	-259	-566	9,667	-2,418	6,683	-11,077
-2,510	-964	271	4,593	-7,374	-2,510	-14,343
12,604	1,181	-2,029	10,471	4,162	12,604	5,655
8,034	-2,473	744	-1,950	9,240	8,034	-36,789