

## דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום בתקופה שבין ה־30 ביוני 1962 לבין ה־28 בפברואר 1963

ירושלים, ט' באייר תשכ"ג

3 במאי 1963

לכבוד  
הממשלה,  
וועדת הכספים של הכנסת,  
ירושלים.

הריני מתכבד להגיש בזה דין וחשבון בדבר עליית אמצעי התשלום בשיעור העולה על 15 אחוזים בתקופה שבין סוף יוני 1962 לבין סוף פברואר 1963 — בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק ישראל תשי"ד (1954).

דו"ח זה, השמיני במניין מאז הקמתו של בנק ישראל בסוף 1954, מתרכז בתיאור וניתוח של ההתפתחויות במשק לאחר הפעלת המדיניות הכלכלית החדשה ב־9 לפברואר 1962. כבדוחות קודמים כלולות בו המלצות שביצוען מתחייב מהניתוח.

בכבוד רב,

דוד הורוביץ

נגיד בנק ישראל

דין וחשבון זה מוגש לממשלה ולוועדת הכספים של הכנסת לפי סעיף 35 בתוקף בנק ישראל תשי"ד (1954), הקובע שעל נגיד בנק ישראל להגיש דין וחשבון אם "עלו אמצעי התשלום ביום מסויים בחמישה-עשר אחוזים או יותר על סך אמצעי התשלום שהיו אי פעם בתוך שנים-עשר החודשים האחרונים שלפני אותו יום".

בתקופה שבין ה-30 ביוני 1962 ל-28 בפברואר 1963 עלו אמצעי התשלום מ-1,139.9 מיליון ל"י ל-1,339.3 מיליון ל"י — עלייה של 199.4 מיליון ל"י או 17.5 אחוזים.

### 1. הגידול באמצעי התשלום

דין וחשבון זה הוא השני במניין מאז הוכרו על המדיניות הכלכלית החדשה ב-9 לפברואר 1962. הדין וחשבון הקודם התייחס לתקופה שבין ה-31 בדצמבר 1961 ל-30 ביוני 1962, שבה עלו אמצעי התשלום ב-170.8 מיליון ל"י או ב-17.6 אחוזים. בשמונת החודשים שלאחר ה-30 ביוני 1962 עלו אמצעי התשלום, כאמור, ב-199.4 מיליון ל"י או 17.5 אחוזים. החשת קצב הגידול של אמצעי התשלום במשך שנת 1962, אשר נמשכה גם בראשית 1963, היא אחת מתוצאות הלוראי של הפיחות. המקור העיקרי לעליית אמצעי התשלום בתקופה זו היה ההמרה של מטבע-חוץ במטבע מקומי. שינוי שער המטבע החיש את תהליך הצבירה של נכסים במטבע-חוץ, מצד אחד, והיה כרוך בהזרמת כמות גדולה יותר של אמצעי תשלום כנגד כל דולר שהומר, בגלל שער החליפין הגבוה יותר, מצד שני. כמו כן, בתקופה שלאחר הפיחות גדל שיעור ההמרה מתוך פקדונות קיימים

לוח 1

### אמצעי התשלום, סוף יוני 1962 עד סוף פברואר 1963

(מיליוני ל"י)

סוף החודש	מזומנים בידי הציבור	פיקדונות עובר ושב	סך כל אמצעי התשלום	העלייה או הירידה (-) לעומת החודש הקודם	אחוזים
1962 יוני	377.3	762.6	1,139.9	—	—
יולי	385.4	777.5	1,162.9	23.0	2.0
אוגוסט	392.9	797.3	1,190.2	27.3	2.3
ספטמבר	416.2	798.7	1,214.9	24.7	2.1
אוקטובר	410.8	813.9	1,224.7	9.8	0.8
נובמבר	415.3	825.8	1,241.1	16.4	1.3
דצמבר	409.3	847.3	1,256.6	15.5	1.2
1963 ינואר	417.9	872.5	1,290.4	33.8	2.7
פברואר	448.6	890.7	1,339.3	48.9	3.8
סך-כל העלייה			199.4	17.5	

ומתוך התקבולים השוטפים במטבע חוץ. השפעה זו של ההמרה היתה בולטת במיוחד במחצית הראשונה של 1962 ובחודשים הראשונים של 1963, שכן מרבית הצבירה השנתית של היתרות במטבע חוץ מתרכזת זה כמה שנים בחודשי השנה הראשונים.

שיעור הגידול של אמצעי התשלום בתקופת שמונה החודשים, בהם עוסק דין וחשבון זה, לא היה אחיד (ראה לוח 1). בחודשים יולי עד ספטמבר 1962 עלו אמצעי התשלום בממוצע חודשי של 25 מיליון ל"י, או 2.1 אחוזים, ואילו ברביע האחרון של אותה שנה הואט קצב הגידול במידה ניכרת והסתכם בממוצע חודשי של כ-14 מיליון ל"י, או 1.1 אחוזים בלבד. בשני החודשים הראשונים של שנת 1963 הוחש ביותר קצב הגידול של אמצעי התשלום והם עלו בממוצע חודשי של 41 מיליון ל"י, או 3.3 אחוזים. מתברר, אפוא, כי למעלה מ-40 אחוזים מסך הגידול באמצעי התשלום בתקופה, הנידונה בדין וחשבון זה, יש לייחס לשני החודשים הראשונים של 1963. יצוין כי גם הנתונים הארעיים לחודשים מארס ואפריל 1963 מצביעים על המשך המגמה של גידול מהיר באמצעי התשלום.

תנודות אלה בקצב הגידול של אמצעי התשלום קשורות בעיקר בהתפתחות העונתית של צבירת יתרות מטבע חוץ ובתנודות באשראי הבנקאי לציבור, הנידונות בסעיף הבא. מתוך הגידול באמצעי התשלום בסך 199.4 מיליון ל"י עלו המזומנים שבידי הציבור כ-71.3 מיליון ל"י (כ-36 אחוזים מסך-הכל) ופקדונות עובר ושב עלו כ-128.1 מיליון ל"י (כ-64 אחוזים מסך-הכל).

## 2. המקורות הישירים לעלייה באמצעי התשלום

שני המקורות שהביאו להתרחבות המוניטארית בתקופה שבין סוף יוני 1962 לסוף פברואר 1963, היו הצבירה של נכסי מטבע חוץ והרחבת האשראי הבנקאי לציבור. סכום הנכסים הנקיים במטבע חוץ שברשות מערכת הבנקאות עלה בתקופה זו כ-283.4 מיליון ל"י (כ-94.5 מיליון דולר). כל הגידול הזה התרכז למעשה, בבנק ישראל, שכן המוסדות הבנקאיים הקטינו במקצת בחודשים אלה את סכום נכסיהם הנקיים במטבע חוץ. האשראי הבנקאי הרגיל לציבור עלה בתקופה זו כ-83.4 מיליון ל"י. סכום זה אינו כולל את האשראי מתוך פיקדונות צד שלישי למתן הלוואות, שאינו כרוך בהגדלת אמצעי התשלום.<sup>1</sup>

העלייה בסכום אמצעי התשלום היתה נמוכה במידה ניכרת מן הגידול בשני המקורות הללו. מאחר שלא כל התוספת לנכסים במטבע חוץ הומרה במטבע מקומי וכן פעלו גורמים מצמצמים שהיתה להם השפעה מפצה — ביחוד הירידה באשראי הבנקאי לממשלה בסך 66 מיליון ל"י. הגידול בפקדונות הפחות נזילים בסך 82 מיליון ל"י (ראה לוח 2) נובע למעשה מהעלייה ביתרת הפז"ק והתמ"מ (פיקדונות מקבלי פיצויים אישיים מגרמניה), המשקפת חלק מהתוספת לנכסים במטבע חוץ שלא הומרה באמצעי תשלום. גם לסעיף "גורמים אחרים נטו" היתה השפעה מצמצמת על גידול אמצעי התשלום בסך של כ-19 מיליון ל"י. דבר זה משקף במידה רבה את הגידול הרב בהון העצמי של המוסדות הבנקאיים.<sup>2</sup> הון זה עלה במידה ניכרת על השקעותיהם של המוסדות הבנקאיים בנכסי דלא נידי ובניירות ערך לא ממשלתיים. במלים אחרות, אפשר לומר ש-19 מיליון ל"י, בערך, מתוספת האשראי לציבור נבעה ממקור זה, ולכן לא היתה כרוכה, למעשה, בהגדלת אמצעי התשלום.

<sup>1</sup> לא נכלל כאן גם השיערוך של יתרת האשראי הצמודה למדד המחירים לצרכן או לדולר, שנעשה בחודש דצמבר 1962.

<sup>2</sup> העלייה בסעיף ההון העצמי של מוסדות אלה בין סוף יוני 1962 לסוף פברואר 1963 הגיעה ליותר מ-37 מיליון ל"י.

**הגידול בנכסים הכספיים שבידי הציבור, לפי המקורות והמרכיבים, יולי 1962 עד פברואר 1963**

(מיליוני ל"י)

ה מק ו ר ו ת	
283.4	צבירת נכסי מטבע חוץ
83.4	אשראי בנקאי רגיל לציבור *
-66.0	אשראי בנקאי לממשלה
-19.4	גורמים אחרים נטו **
281.4	סך כל המקורות
ה מ ר כ י ב י ם	
199.4	אמצעי תשלום
82.0	פיקדונות פחות נזילים ***
281.4	סך כל המרכיבים

\* להוציא את האשראי מתוך פיקדונות למתן הלוואות.  
 \*\* בעיקר השקעות בניירות ערך לא ממשלתיים ובהכרות עזר, השקעות בנכסי דלא ניידי ושינויים בסעיף יתרות כמעבר, בניכוי הגידול בהון העצמי של המוסדות הבנקאיים ובפיקדונות מוסדות כספיים בבנק ישראל.  
 \*\*\* להוציא את פיקדונות הציבור למתן הלוואות.

השפעתם של המקורות השונים להגדלת אמצעי התשלום לא היתה אחידה במשך כל התקופה. בחודשים יולי עד דצמבר 1962 היתה צבירת היתרות במטבע חוץ מתונה יחסית וההמרה תרמה אך מעט להגדלת אמצעי התשלום. לעומת זאת, חל גידול באשראי הבנקאי לציבור לאחר כמה חודשים של אי-גידול בו, ומקור זה נהפך לגורם העיקרי להגדלת אמצעי התשלום במחצית השנייה של 1962. כמו כן חלה בחודשים אלה עלייה מתונה באשראי הבנקאי לממשלה. אולם בחודשים ינואר ופברואר 1963 חל שינוי רב במשקלם של המקורות השונים המשפיעים על ההתרחבות המוניטארית. הצבירה של נכסי מטבע חוץ הגיעה בחודשים אלה ל-65 מיליון דולר וההמרה של מטבע חוץ נהפכה, למעשה, לגורם היחיד לעלייה הגדולה באמצעי התשלום. באשראי הבנקאי לציבור לא חל כמעט כל גידול ואילו האשראי הבנקאי נטו לממשלה פחת בשני החודשים הללו ב-89 מיליון ל"י, בקירוב, ונודעה לו השפעה מצמצמת.

א. הצבירה של נכסי מטבע חוץ — סכום הנכסים הנקיים במטבע חוץ, המצויים ברשות מערכת הבנקאות, גדל בשמונה החודשים, הנידונים בדין וחשבון זה, ביותר מ-283 מיליון ל"י, שהן כ-95 מיליון דולר. (כל התוספת הזאת נרכשה, למעשה, על-ידי בנק ישראל, ואילו המוסדות הבנקאיים לא הגדילו את סכום נכסיהם הנקיים במטבע חוץ.) אולם לא כל התוספת הזאת הומרה במטבע מקומי, שכן מקבלי פיצויים אישיים מגרמניה הגדילו בתקופה זו את יתרת פיקדונותיהם במטבע חוץ (פו"ק ותמ"מ) ב-30 מיליון דולר. גם חלק מהעברות הממשלה במטבע חוץ לא הומרו, אלא הופקדו על ידה בבנק ישראל בתור פיקדון במטבע חוץ, דבר שהשתקף בהקטנת החוב נטו של הממשלה למערכת הבנקאות.

מתוך הגידול ביתרות מטבע החוץ בסך 95 מיליון דולר נוספו כ-30 מיליון דולר בחודשים יולי עד דצמבר 1962 וכ-65 מיליון דולר בשני החודשים ינואר ופברואר 1963. התפתחות זו

תואמת את המתכונת העונתית הרגילה של צבירת מטבע חוץ בשנים האחרונות, שאופייני לה ריכוז מרבית הצבירה בחודשי השנה הראשונים, בהם קיים עודף גדול של תקבולים על תשלומים במטבע חוץ. הנתונים לחודשים מארס ואפריל מצביעים על המשך הצבירה של יתרות מטבע חוץ בקצב מהיר.

החשת הצבירה של מטבע חוץ בראשית שנת 1963 קשורה ללא ספק גם בשיפור המאזן המסחרי שחל בתקופה האחרונה. מאז חודש אוקטובר 1962 מסתמן תהליך של צמצום הפער שבין היבוא והיצוא, כתוצאה מהאטת קצב הגידול ביבוא והגברת קצב הגידול ביצוא. המרת התקבולים מהיצוא היותה בחודשים האחרונים כ-50 אחוזים מסך המרת מטבע החוץ בבנקים. כמו כן נמשך הזרם המוגבר של העברות מטבע חוץ על-ידי משקיעים, מקבלי פיצויים אישיים מגרמניה, מוסדות ואחרים.<sup>1</sup> מכירת מטבע חוץ לבנק ישראל מכל המקורות עלתה בהיקפה על הרכישות של מטבע חוץ לשם מימון הוצאות ותשלומים שונים בתקופה זו, והפרש זה השתקף בהורמה גדולה נטו של אמצעי תשלום חדשים למשק.

ב. האשראי הבנקאי לציבור — האשראי הבנקאי הרגיל לציבור בתקופה הנסקרת בדין וחשבון זה מסתכם ב-83.4 מיליון ל"י.<sup>2</sup> מתוך סכום זה ניתנו כ-31 מיליון ל"י בהכוננת בנק ישראל, בצורת ניכיון-משנה של שטרות או שחרורים ממסגרת הנזילות, ו-52 מיליון ל"י ניתנו על-ידי המוסדות הבנקאיים ללא הכוונה של בנק ישראל.

האשראי המוכוון ניתן בעיקר למימון היצוא המוגבר (כולל אשראי עונתי למועצה לשיווק פרי הדר), למימון עונתי של גידולים חקלאיים שונים בחודשי הקיץ והסתיו וכן למימון חברות ישראליות הפועלות בארצות אחרות. בחלקו אין אשראי זה בבחינת תוספת נקייה, שכן הוא נועד להחליף אשראי במטבע חוץ שנתקבל קודם לכן ממקורות חיצוניים. הרחבת האשראי ללא הכוונה בנק ישראל נתאפשרה בעיקר ממקורות שלא חלו עליהם הוראות הנזילות החמורות שהיו בתוקף, או כתוצאה מהרחבת האשראי מעבר למותר במסגרת ההוראות ויצירת גירעון "אסור" בנזילות, אשר חייב היה בתשלום קנס. בחלקו ניתן גם אשראי זה למימון יצוא במסגרת קרן היצוא והחליף אשראי במטבע חוץ. כלומר במידה שהורחב האשראי אוזנה השפעתו על אמצעי התשלום על-ידי צמצום בהמרת מטבע חוץ. המקורות שעמדו לרשות המוסדות הבנקאיים להרחבת אשראי היו בעיקר מכירת מטבע חוץ והגדלת ההון העצמי. בדרכים אלה השיגו הבנקים נכסים נזילים שאיפשרו מתן אשראי, למרות קיומו של גירעון הנזילות ה"מותר", שכן לפי ההוראות שהיו קיימות בשנת 1962 לא חוייבו הבנקים לכסות גירעון זה אלא מתוך תוספת של פיקדונות. האשראי, שניתן מתוך תוספת ההון העצמי שגויסה על-ידי המוסדות הבנקאיים, לא היה כרוך בהרחבת סכום אמצעי התשלום.

בחודש ינואר 1963 הועלו שיעורי הנזילות ב-3 אחוזים נוספים במטרה למנוע הרחבת אשראי על בסיס הגידול הצפוי בנכסים הנזילים, כתוצאה מהתגברות ההמרה של מטבע חוץ בראשית השנה. העלאת שיעור הנזילות היתה הפעם בשיטה שונה מאשר בעבר. ההוראות החדשות מחייבות הגדלת שיעור הנזילות בחצי אחוז מדי חודש, החל מחודש ינואר וכלה בחודש יוני, ולא כמו בעבר שאז נדרשו הבנקים לכסות את תוספת הנזילות הנדרשת על ידי הפניית אחוז מסויים מתוספת הפיקדונות לצורך זה. כלומר, השיטה החדשה אינה מאפשרת הרחבת האשראי על בסיס מכירת

<sup>1</sup> לפי ריכוז ההמרה של מטבע חוץ בחודשים דצמבר 1962 עד פברואר 1963 9 בנקים, הגיעה חלקה של המרת תקבולים מיצוא ל-48 אחוזים מסך-הכל; פיצויים אישיים מגרמניה — 15 אחוזים; העברות על-ידי מוסדות — 8 אחוזים וההמרה של משקיעים וכן העברות שונות הגיעו ל-27 אחוזים.

<sup>2</sup> סכום זה אינו כולל את תוספת האשראי מתוך פיקדונות הציבור למתן הלואות, שהגיעה בתקופה זו ל-31 מיליון ל"י, והניחת באמצעות המוסדות הבנקאיים על-ידי קופות גמל או מוסדות כספיים בעיקר, ואשר איננה כרוכה בהגדלת אמצעי התשלום. לא נכלל כאן גם השיעור של יתרת האשראי הצמודה למודד המחירים לצרכן או לדולר, שנעשה בחודש דצמבר 1962.

נכסים או הגדלת ההון העצמי, כל עוד לא הגדיל המוסד הבנקאי את שיעור הנוזילות בחצי אחוז מדי חודש, ולא זו בלבד אלא שהמוסד חייב בהעלאה האמורה אף אם לא גדלו פיקדונותיו. הגידול באשראי בסך 83 מיליון ל"י לא היה אחיד במשך כל התקופה הנדונה. בחודשים יולי עד נובמבר הסתכם הגידול ב־77 מיליון ל"י, בחודשים דצמבר 1962 וינואר 1963 חלה ירידה בסך 12 מיליון ל"י ובחודש פברואר שוב חל גידול בסך 18 מיליון ל"י.

ג. האשראי הבנקאי לממשלה — האשראי הבנקאי נטו לממשלה פחת מסוף יוני 1962 ועד סוף פברואר 1963 ב־66 מיליון ל"י. במחצית השנייה של 1962 גדל האשראי לממשלה ב־22 מיליון ל"י, בערך, ואילו בחודשים ינואר ופברואר 1963 הוא פחת ב־89 מיליון ל"י בקירוב. העלייה במחצית השנייה של 1962 נובעת מפיגור של תשלומים לעומת התקבולים, והיא באה לאחר ירידה ניכרת בחוב הממשלה נטו למערכת הבנקאות במחצית הראשונה של השנה. הירידה התלווה באשראי לממשלה בחודשים ינואר ופברואר 1963 נובעת בחלקה מהפקדה בבנק ישראל של העברות במטבע חוץ, אשר לא הומרו על־ידי הממשלה, ובחלקה מעודף התקבולים על תשלומים בתוך המשק. בדרך כלל גדל העודף הקופתי של הממשלה בסוף השנה התקציבית, שאז מוגברת גביית המסים.

כתוצאה מהתפתחויות אלה עמדה לרשות הממשלה יתרת זכות במערכת הבנקאות בסוף פברואר 1963 בסך של יותר מ־50 מיליון ל"י. יתרה זו היא ההפרש שבין פיקדונות הממשלה בבנק ישראל ובמוסדות הבנקאיים ובין התחייבויותיה לבנק ישראל<sup>2</sup> ולמוסדות הבנקאיים.

### 3. ההתפתחויות במשק לאחר הפיחות

דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום המוגש שנה לאחר הפיחות, חייב להתבסס בראש וראשונה על הערכת תוצאות הפיחות בתחומים שונים.

בין הישגי המדיניות הכלכלית החדשה יש למנות את השינוי במערכת המחירים היחסיים, שנבע משינוי שער החליפין של המטבע, ואשר הביא לביטול העדפה מלאכותית ליבוא בשורה ארוכה של מוצרים. השער החדש ביטל עיוותים רבים במשק, מנע הרבה מן הסרבול האדמיניסטרטיבי, הכרוך בריבוי שערים, וקבע אמת־מידה אובייקטיבית יותר לבחינת ההצדקה הכלכלית של סוגי פעילות שונים ושל הקמת מפעלים חדשים ותרומתם לקידום העצמאות הכלכלית. אולם למרות הצמצום הרב של עיוותי מחירים בעקבות קביעת שער החליפין הריאלי יותר למטבע וביטול השיטה של ריבוי שערים, הרי קיימים עדיין עיוותי מחירים במשק כתוצאה מסובסידיות ותמיכות שונות ומהגנה יתירה על מוצרים שונים מתוצרת הארץ. שומה עלינו לזכור כי ביטול עיוותים במערכת המחירים מביא לביטול עיוותים במבנה הייצור, ומה שחשוב עוד יותר — בייעודי ההשקעות בארץ.

בעקבות הפיחות גברו האפשרויות הגלומות במשק הישראלי להשתלבות במשק העולמי בתקופה שבה צועד העולם לקראת השתלבות כלכלית גוברת. אחד מציוני הדרך בהתפתחות זו הוא יצירת "השוק המשותף" וארגונים אזוריים אחרים. ארץ קטנה, שאוצרותיה הטבעיים מעטים והיא תלויה בסחר חוץ, אינה יכולה להשאר בודדה בעולם של ימינו, אולם כל נסיון של השתלבות בגופים עולמיים מותנה במערכת מחירים נורמלית ובשער חליפין אחיד.

הרפורמה הכלכלית לא עוררה קשיים מיוחדים בהרחבת התפוקה וכושר הייצור של המשק. התוצר הלאומי הריאלי גדל בשנת 1962 ב־11 אחוזים לעומת 9 אחוזים בשנה הקודמת. גם ההשקעות גדלו בשנה האחרונה ב־11 אחוזים. יחד עם זאת לא חלה התקדמות בחיסכון והצריכה

<sup>1</sup> יתרה זו אינה כוללת את ההון העצמי של בנק ישראל בסך 20 מיליון ל"י.

<sup>2</sup> כולל שטרי מקרקעין, שטרי אוצר והמקדמות השונות.

המשיכה לגדול בקצב מהיר. התרחבות זאת נתאפשרה במידה רבה הודות ליבוא ההון ולתוספות לכוח העבודה. מספר המועסקים במשק גדל בשנה האחרונה ב־5.5 אחוזים, בעיקר בענפי התעשייה והבנייה. הגידול במספר המועסקים היה רב מן התוספת לכוח העבודה, דבר שנבע מהקטנת האבטלה. יצויין כי ירידה זו באבטלה חלה בתקופה של גידול האוכלוסיה ב־100 אלף נפש, בקירוב, לרגל העלייה הגדולה ארצה נוסף על הריבוי הטבעי. עתה קיימת, למעשה, רק אבטלה חיכוכית, או אבטלה המאותרת במקומות מוגבלים. יחד עם זאת מורגש מחסור בעובדים בענפים שונים של המשק.

עליית המחירים בשנת 1962 התרכזה בתשעת החדשים הראשונים שאחרי הפיחות. בעקבות הפיחות עלה מדד המחירים לצרכן בשנת 1962 ב־9.5 אחוזים, שיעור שאינו גבוה בהרבה מעליית המחירים ב־7 אחוזים בשנת 1961. יתר על כן, בחודשים דצמבר 1962 עד מארס 1963 היה מדד המחירים לצרכן יציב. אם כי בפועל לא הגיעה עדיין הליברליזציה לממדים ניכרים, הרי פתיחת הפתח ליבוא חופשי יותר והלחץ לספיגת תוספת היוקר, השפיעו בוודאי להאטת העלייה במחירים בחודשים אלה. אולם יש להדגיש שכתוצאה מההתרחבות המוניטארית הרבה והלחץ מצד הביקוש עלו גם מחיריהם של מוצרים שונים מעבר למה שנתחייב מהתייקרות מרכיב היבוא ותשלום תוספת היוקר. כן עלו ומחירי שירותים שונים בלי כל קשר להשפעה הישירה של הפיחות. התפתחות זו היא סימן מובהק לקיום אינפלציה של ביקוש, והיא מוכיחה שלא נעשה די לספיגת כוח קנייה ולריסון הביקוש במשק, על אף המאמצים הרבים שהושקעו בכיוונים אלה. עם זאת, יש להביא בחשבון את הקשיים בהשתלטות על התרחבות מוניטארית בממדים שתוארו לעיל. המטרה החשובה ביותר של הפיחות היתה שיפור מאזן התשלומים של ישראל. בחודשים הראשונים לאחר הפיחות נדמה היה כאילו מטרה זו לא תושג, מאחר שהיבוא המשיך לעלות בקצב מהיר. נראה שהיתה זאת תוצאה מהזמנות שנעשו עוד לפני הפיחות או מיד לאחריו, כאשר לא היתה במשק וודאות לגבי ההתפתחות הכלכלית הצפויה.

בשלושת החודשים האחרונים של 1962 ובשלושת החודשים הראשונים של השנה הנוכחית ירד הגירעון במאזן המסחרי (בניכוי אניות ומטוסים, שהתנודות ביבואם אינן קשורות בפיחות), הן כתוצאה מיציבות ביבוא והן הודות לעלייה מהירה יותר ביצוא. הגירעון המסחרי (בניכוי אניות ומטוסים) הגיע בחודשים אוקטובר 1962 עד מארס 1963 ל־100 מיליון דולר, בהשוואה ל־137 מיליון דולר בתקופה המקבילה שנה לפני כן. יבוא המוצרים (בניכוי אניות ומטוסים) עלה במחצית השנה האחרונה ב־6 מיליון דולר בלבד, מ־283 ל־289 מיליון דולר למרות גידול האוכלוסיה בשיעור של 4.5 אחוזים. עם זאת, מוקדם עדיין לקבוע באיזו מידה מבשרת יציבות זו ביבוא מגמה חדשה שתמשך גם בחודשים הבאים, או שיש בה — לפחות בחלקה — ירידה חד־פעמית הבאה בעקבות העלייה המהירה ביבוא בחודשים הראשונים של שנת 1962, כפי שהוסבר לעיל.

מעודדת בייחוד העלייה ביצוא, אשר בששת החודשים האלה עלה ב־42.5 מיליון דולר, או 29.2 אחוזים, וזאת, לעומת גידול של 7.7 אחוזים בלבד בתקופה המקבילה שנה קודם לכן. גם אם נפחית את הסכומים שהם תמורה ליצוא ההדריים, בו חל כידוע גידול רב כתוצאה מתנאים מיוחדים, נקבל תוצאות דומות: גידול היצוא ב־23.2 מיליון דולר שהם 21.3 אחוזים. נכון, אמנם, שזוהי תקופה קצרה מדי ואין כל ערובה כי התהליך יימשך, בייחוד בהתחשב בכך שעצם השיפור במאזן המסחרי — שיש, כמובן, לקדמו בברכה — יעודד עוד יותר את ההתרחבות המוניטארית. התרחבות זו מסכנת את יציבות המחירים ואת השיפור במאזן המסחרי עצמו. יש ליכור כי 50 אחוזים, בערך, מכלל תקבולי מטבע החוץ בתקופה זו מקורם ביצוא, והגדלת היצוא פירושה גידול היתרות — כאשר יתר התנאים אינם משתנים. אין זאת אומרת, כמובן, שיש להרפות במידה כלשהי את המאמצים להגדלת היצוא, כשם שיש לראות בחיוב את יבוא ההון כשלעצמו, אלא שההתפתחות כפי שתוארה מחייבת פעולה מפצה בשטחים אחרים.

אכן, גם הגידול ביצוא, המהווה כיום כ־50 אחוזים מן ההכנסות במטבע חוץ, וגם העלייה בפיצויים האישיים, המהווים קרוב ל־15 אחוזים מהכנסות אלה הם תופעות רצויות כשלעצמן, כי

הם מאפשרים צבירת יתרות שתהיינה דרושות למדינה בעתיד. ציון העובדה שיש להכנסות אלה תוצאות-לוואי אינפלציוניות אינו צריך להתקבל כהערכה שלילית. אין זה אלא ציון עובדה כלכלית. ואמנם, התופעות הכלכליות הן כה מורכבות עד שלעיתים רחוקות בלבד יכולה תופעה להיות חיובית כולה, בלי שתתלווה אליה תופעה שלילית כלשהי. תפקיד המדיניות הכלכלית הוא לקיים את התופעה החיובית ויחד עם זאת לפעול לביטול תופעות-הלוואי השליליות, על-ידי צעדים המכוונים למטרה זו.

בין התוצאות החיוביות של המדיניות הכלכלית החדשה יש להזכיר גם את ירידת החוב החיצוני נטו. המדובר הוא בחובות במטבע חוץ של הממשלה והציבור, בניכוי היתרות בזהב ובמטבע חוץ. החוב נטו ירד במשך 1962 ב-36 מיליון דולר, בשעה שהיתרות במטבע חוץ, בניכוי ההלוואות לזמן קצר, גדלו ב-100 מיליון דולר, בערך.

ככל ניתוח של המדיניות הכלכלית החדשה וההתפתחויות בתקופה הנידונה יש להביא בחשבון גורם יסודי אחד: הסתירה הנובעת מן העובדה שהמדיניות מכוונת לריסון האינפלציה, ויחד עם זאת היא מחוללת בהכרח לחצים אינפלציוניים. בארץ של יבוא הון גדול מסתבר שהפיתוח יגדיל את יבוא ההון ככל ששער המטבע גבוה יותר. ואילו הגדלת היקפו של יבוא ההון מגבירה את הלחץ האינפלציוני. תופעה זאת אינה מיוחדת לישראל. קרן המטבע הבינלאומית בפרסומיה מפנה את תשומת-הלב לתופעה שבארצות בהן מגשימים מדיניות של ייצוב, גדלות לאחר מכן יתרות מטבע החוץ.

אולם כל מדיניות יש להעריך לאור קו פעולה אלטרנטיבי. נוכל לומר כי אלמלא המדיניות הכלכלית החדשה היתה חלה הרעה חמורה במאזן התשלומים; היו נוצרים עיוותים נוספים במערכת המחירים, הייצור וההשקעות, והנזק ליציבות המחירים ולצמיחה הכלכלית היה גדול הרבה יותר. מה גם שעיוותים אלה היו שמים לאל כל נסיון של השתלבות בשוקי העולם. ישראל היא, כנראה, המקרה הראשון בתולדות הכלכלה בו נאלצה ארץ לבצע פיתוח בתקופה שבה היו יתרות מטבע החוץ בתהליך של גידול. דבר זה מקשה ללא ספק על המדיניות המוניטארית והפיסקאלית בריסון הלחצים האינפלציוניים.

במשך כל התקופה מאז קום המדינה ועד היום ניצבת בפני המדיניות הכלכלית בעיית האינפלציה. הרי זה כעין מחלה כלכלית אנדמית של הארץ. היא נתנה אותותיה בתקופה הראשונה אחרי קום המדינה, כתוצאה מהתרחבות מוניטארית הנובעת מגירעונות תקציביים, ועתה היא מתגלית כאינפלציה "מיובאת". ברור שיש לקדם בברכה את יבוא ההון, בהתחשב בתחזית מאזן התשלומים לעתיד. כרגע יש לישראל גירעון ניכר בחשבון השוטף, ויבוא ההון ב-1962 היה גדול ב-140 מיליון דולר מן הגירעון הזה. נראה שהיקפו של עודף זה ב-1963 לא יקטן ואולי יהיה גם גדול יותר. אולם במרוצת השנים תהיה המגמה בהכרח צמצום העודף הזה, ככל שמצטמצמים התקבולים החד-צדדיים — שילומים, פיצויים אישיים וכדומה. היות שהמאזן המסחרי שלילי, אין זה מן הנמנע שהמגמה הקיימת עכשיו במאזן התשלומים תשתנה גם היא, ויווצר מחסור במטבע חוץ. התפתחות כזאת עשויה לגרום למצב קשה, בו יהיה צורך לצמצם לא רק את יבוא הסחורות לצריכה, אלא גם להגביל את הייצור עקב מחסור בדלק, חלקי-חילוף, חומרי-גלם וכו'. אפשר שחזות קשה זו לא תתאמת לעולם, אולם שלטון אחראי אינו יכול להתעלם מהתפתחות אפשרית כזאת, ועליו לדאוג ליתרות מספיקות של מטבע חוץ כדי לרכך את מחץ המאורעות בתקופת המעבר. לפיכך אחד מציוויי המדיניות הכלכלית בתנאים הנידונים הוא למנוע התרחבות מופרות של כוח הקנייה ואינפלציה, העוללים לגרום בסופו של דבר גם לדלדול ביתרות. יש לזכור כי היתרות של היום מספיקות כדי 7 חדשי יבוא ואין זה שיעור גבוה מדי לגבי המשק הישראלי, שתלותו בסחר חוץ כה רבה ואשר חלק ניכר מהכנסותיו במטבע חוץ אינו יציב.

כרגע סובל המשק מפעילות כלכלית מופרות: נזילות-יתר, השקעות-יתר, צריכת-יתר ותעסוקת-יתר כולם פועלים באותו כיוון. אין גם אפשרות פיזית לאזן את ההתרחבות המוניטארית ואת הנזילות המופרות על-ידי הגדלה נוספת של הנפח הפיזי של התפוקה באמצעות פיתוח מהיר.



ממילא עסוקים כל גורמי הייצור במשק ואין, למעשה, גורמי ייצור רדומים שאפשר להפעילם בסיועה של התרחבות מוניטארית.

בתנאים אלה, הכרחי לקיים מדיניות של ספיגת כוח קנייה, כפי שנגקטה על-ידי הממשלה, יחד עם פעולות המכוונות להגדלת היעילות, פריזון העבודה וכושר הייצור בטוח הארוך. קיימים במשק הישראלי כל היסודות הדרושים לכך: כוח העבודה מתרחב ומצוי הידע הדרוש, והודות לזאת כבר הושגו הישגים ניכרים בעבר.

לא נוכל לשרטט מדיניות זו אלא בקווים כלליים בלבד. יש צורך לפעול כנגד אינפלציה של ביקוש ושל הוצאות כאחד, ונחוץ לשלב מדיניות פיסקאלית ומוניטארית עם מדיניות בתחום ההכנסות.

ההמלצות בדין וחשבון זה ינסו לגבש ולהגדיר את האמצעים הקונקרטיים להגשמת מדיניות כזו בשלושת התחומים האמורים.

האמצעים, בהם נקטו עד עכשיו האוצר ובנק ישראל, היתה להם השפעה חיובית. בעוד שהיתרות במטבע חוץ גדלו בתקופה הנידונה בדו"ח זה ב-95 מיליון דולר (283 מיליון ל"י), עלו אמצעי התשלום ב-200 מיליון ל"י. העובדה, שההתרחבות המוניטארית לא היתה גדולה יותר, היא תוצאה גם של עודף קופתי בתקציב המדינה, אשר איזן חלק מגידול היתרות, וגם של המרה חלקית בלבד של תקבולי מטבע חוץ. ההימנעות מהמרה של חלק מתוספת היתרות במטבע חוץ נתאפשרה הודות לתמריצים, שניתנו לתושבי הארץ מעבירי מטבע למטרה זו, והודות להפקדת חלק ממתבע החוץ של הממשלה בבנק ישראל מבלי להמירו. הגבלת השימוש באשראי המוכווו, העלאת שיעורי הנזילות, מכירת ניירות ערך, הנהגת מלווה קליטה וחסכון חובה ועיקור חלק מההכנסות מהם — כל אלה פעלו גם הם באותו כיוון.

הודות לאמצעים אלה לא היה מימון גירעוני של הממשלה גורם בהתרחבות המוניטארית, וגם חלקו של הגידול באשראי לציבור בהתרחבות זו היה מועט, בהתחשב בעובדה שתוספת האשראי נועדה בחלקה להחלפת אשראי במטבע חוץ ולא היתה קשורה, לכן, בגידול אמצעי התשלום.

#### 4. המלצות

ההמלצות המוגשות להלן מצביעות על הצעדים הממשיים שיש לנקוט בהם להגשמת המדיניות שהתוותה לעיל. אין הן מסתכמות בפנייה לגורם אחד בלבד, אלא לכל הגורמים המשפיעים על ההתפתחות הכלכלית — הממשלה, בנק ישראל והציבור. אין הכוונה לפרט רק המלצות חדשות, או כאלה שטרם נתבצעו בעבר. חלקן של ההמלצות נכלל כבר בדינים-חשובונות קודמים וחלקן נמצא בתהליך מתמיד של ביצוע, אם על-ידי האוצר ובנק ישראל ואם על ידי גורמים אחרים. מתפקידו של דין-חשבון זה לתאר את מכלול המדיניות, על אמצעיה השונים, גם אם יש בכך משום חזרה על המלצות קודמות או אישור חיוב של פעולה המתבצעת ממילא.

א. מדיניות פיסקאלית — בתנאים הקיימים של ההתרחבות המוניטארית הרבה, חייבת נקודת-הכובד של המדיניות הכלכלית להישען על המדיניות הפיסקאלית יותר מאשר על המדיניות המוניטארית. נותר אך מירווח קטן לצימצום מוניטארי, אם כי גם בתחום זה טרם נתמצו כל האמצעים.

המגמה להשגת עודף קופתי צריכה לעמוד במרכז המדיניות הפיסקאלית. עודף כזה יתבטא בכיסוי-יתר של הוצאות הממשלה ממקורות פנים. בתחום זה נעשו בעבר פעולות חשובות שלא היו נעדרות הצלחה, אולם אלה רוכזו עד כה בעיקר במאמץ להשגת הכנסה נוספת. נותר עוד תחום פעולה בכיוון לצמצום ההוצאות. מאחר שהתקציב הרגיל ניתן פחות לשינויים, יש להתרכז בצמצום תקציב הפיתוח מתוך הקפדה על מימוש תוכניות פיתוח גדולות במשך מספר שנים רב יותר. מצב התעסוקה המלאה השורר במשק מקל על צעד כזה.

המלצות אלה חלות ביתר שאת על הרשויות המקומיות ומוסדות ציבוריים שונים, שלא ניכר במעשיהם עד כה צמצום מספיק של פעולות פיתוח, כפי שמחייב מן התנאים הכלכליים הנוכחיים. יש להמשיך ביתר תוקף בצמצום האשראי הניתן למפגרים בתשלום מס־הכנסה ומסים אחרים. מן ההכרח להמשיך — ככל שאין דבר זה אהוד — במילווה הקליטה ובחיסכון החובה, שאותו זה עתה, בעיקר בהתחשב בעובדה שהאוצר נמנע השנה מכל העלאות מסים. ארצות אחרות, כגון דנמרק והודו, הפעילו גם הן לאחרונה אמצעי זה כדי לבלום לחצים אינפלציוניים.

ב. מדיניות מוניטארית — המדיניות המכוונת להגבלת האשראי חייבת להימשך הן על־ידי העלאת שיעורי הנזילות במקרה שתתגלה התרחבות יתרה באשראי, והן על־ידי שימוש במכשיר האשראי המוכוון לא רק להכוונה איכותית אלא גם להגבלה כמותית.

מימון עצמי ומימון מן האמצעים החופשיים של הבנקים חייבים לבוא במידה גדלה והולכת במקום אשראי מוכוון, כפי שהדבר נעשה במימון היבוא של חומרי אריזה על־ידי המועצה לשיווק פרי הדר ובמימון נזקי הבצורת.

על האוצר ובנק ישראל להקפיד על הגבלה מחלטת של האשראי הניתן על־ידי ספקים מחוץ לארץ ללקוחותיהם בארץ, ולהשתמש ככל שניתן באמצעים מקומיים לרכישת מטבע חוץ למימון היבוא.

יש לעודד גם את הבנקים לפיתוח, הבנקים למשכנתאות, החברות להשקעה וחברות הביטוח להשקיע את הכספים המצטברים אצלם, לפחות בתקופה הקרובה, באיגרות־חוב של הממשלה ולא להזרימם למשק.

"צוי למתן את צבירת הפת"ח ולהגביל את אותם השימושים בפיקדונות אלה העשויים להשפיע על ההתפתחות המוניטארית בארץ.

הממשלה חייבת להמנע מקבלת הלוואות במטבע חוץ מחוץ לארץ, וממתן אישור לקבלת הלוואות כאלה על ידי גורמים אחרים, פרט להלוואות לתקופה העולה על 15 שנים ובריבית שאינה עולה על 6 אחוזים ולמטרות ראויות. כמו כן, יש להמשיך במגמת הפירעון המוקדם של הלוואות במטבע חוץ בריבית גבוהה, כדוגמת 50 מיליון הדולרים הנפרעים השנה.

ולבסוף, מן ההכרח להביא לכנסת לאישור מוקדם את החוק המגביל את היקף ערבויות הבנקים בעסקי תיווך שטרות.

ג. השקעות — נוסף לפעולות הקשורות בבנקים לפיתוח וחברות להשקעות וכו', שהוזכרו בסעיף 2 לעיל, מן ההכרח למתן את הפעולות לעידוד השקעות הון מחוץ לארץ בשעה זו, עד שהמשק יהיה בשל יותר לקליטת השקעות נוספות בהיקף ניכר.

ד. פעולות בשוק ניירות הערך — לפעולות הממשלה ובנק ישראל במכירת ניירות ערך יש הצדקה מלאה בתנאים הקיימים, על אף התלונות כי על־ידי תשלום ריבית גבוהה מוצא הכסף מן השוק ומצטמצמות אפשרויות ההשקעה בתוך המשק. בשעה זו חשוב יותר לצמצם את ההתרחבות המוניטארית על־ידי עיקור הכסף מאשר להרחיב את ההשקעות במשק, מה גם שממילא דרושה האטתן, כפי שהוסבר לעיל.

דרוש המשך לחיפוש אחר דרכים לגיוון נוסף בתנאי המכירה של ניירות הערך הממשלתיים כדי לעודד את הפצתם. את ההכנסות ממכירת ניירות ערך, מעל לאלה הקבועות בתקציב, יש לעקר באופן מוחלט. ככל שיצליח צמצום התקציב תגדל, כמובן, האפשרות לעיקור ההכנסות ממכירת ניירות הערך הממשלתיים.

יש לחייב את קופות הגמל להחזיק חלק גדול יותר של נכסיהן בניירות ערך ממשלתיים. את התמורה ממכירת הניירות הללו יש לעקר.

כמו כן נחוץ להקטין את החלק מכספי קופות הגמל המיועד כיום למתן הלוואות לחבריהן.

יש להגביל חלק זה על-ידי הוראה שכל חבר לא יהיה רשאי ללוות יותר מאחוז קטן קבוע מן הכספים הרשומים לזכותו בקופה. דרושה גם הגברת הגבייה של חובות המעבידים לקופות הגמל, ואת הסכומים שיתווספו בדרך זו יש להשקיע בניירות ערך ולעקרם.

ה. ל י ב ר ל י ז צ י ה — יש להמשיך בפעולות הליברליזציה, כדי להדוף לחצים להעלאת המחירים בשוק המקומי ועל מנת להגביר את כושר ההתחרות של המשק.

ו. מ ד י נ י ו ת ה ה כ נ ס ו ת — דרושה מדיניות הכנסות המכוונת לשתי מטרות: ראשית, צמצום רווחים מופרזים על-ידי פעולת הליברליזציה והעמקה בגביית המסים; שנית, ריסון עליית השכר בשנת 1964 והגבלתו לתחומי העלייה בפריגן העבודה.

בסיכום: בתנאים השוררים במשק הישראלי כיום אפשר לרסן את ההתרחבות המוניטארית המופרזת אם יינקטו הצעדים הדרושים, והדבר ייעשה בממדים הנדרשים על-ידי הנסיבות.

בכבוד רב,

ד. הורוביץ

נגיד בנק ישראל