

דין וחשבון הנגיד על עליית אמצעי התשלום בתקופה שבין ה-30 באפריל 1967 ל-31 בינואר 1968

ירושלים, כ"ג ניסן תשכ"ח
21 באפריל 1968

לכבוד
הממשלה
וועדת הכספים של הכנסת
ירושלים

הריני מתכבד להגיש בזה דין-וחשבון בדבר עליית אמצעי התשלום בשיעור העולה על 15 אחוזים, בתקופה שבין ה-30 באפריל 1967 ל-31 בינואר 1968, בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק ישראל תשי"ד (1954).

בכבוד רב,
דוד הורוביץ
נגיד בנק ישראל

*

דין-וחשבון זה מוגש לממשלה ולוועדת הכספים של הכנסת לפי סעיף 35 בחוק בנק ישראל תשי"ד (1954). סעיף זה קובע, 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 שניים-עשר החודשים האחרונים שלפני אותו יום". הדו"ח האחרון נערך לגבי התקופה שבין אפריל 1966 לאפריל 1967.

בתקופה שבין ה-30 באפריל 1967 ל-31 בינואר 1968 עלו אמצעי התשלום מ-2,239.5 מיליון ל"י ל-2,586.6 מיליון ל"י עלייה ב-347.1 מיליון ל"י שהם 15.5 אחוזים.

1. מבוא

דין-וחשבון זה משקף בעיקרו את ההתרחבות המהירה באמצעי התשלום שנתרחשה במחצית הראשונה של 1967. התקופה שהוא מקיף היא אמנם מסוף אפריל 1967 עד סוף ינואר 1968, אולם מרבית הגידול באמצעי התשלום נרחש כבר בשלושת החודשים הראשונים של התקופה: מאי, יוני ויולי. גם הדין-וחשבון הקודם, שהקיף את התקופה שבין סוף אפריל 1966 לסוף אפריל 1967, משקף במידה רבה את ההתפתחויות במחצית הראשונה של 1967, שבה חל גידול רב באמצעי התשלום: בסך 423 מיליוני ל"י, או ב-21 אחוזים, תוך שישה חודשים.

* דין וחשבון זה פורסם ב-21 באפריל 1968. הואיל והתקופה הנסקרת בו היא תקופת מלחמת ששת הימים, הוא הופץ אז בתפוצה מוגבלת.

התרחבות מהירה זו באמצעי התשלום נתרשה על רקע החרפת האבטלה וירידה בפעילות הכלכלית בראשית 1967 והיא נובעת במידה רבה מפעולות ההרחבה המכוונות שנקטו הממשלה ובנק ישראל כדי לעודד את הפעילות הכלכלית וכן מהגידול הרב בהוצאות הממשלה עקב מלחמת ששת הימים. ואכן, הגידול הרב בהוצאות הממשלה והזרמת הנזילות הרבה למשק החלו לתת אותותיהם במחצית השנייה של השנה, עת החלה התאוששות מזוירות בפעילות הכלכלית וירידה בהיקף האבטלה.

מן הראוי להדגיש, שהגידול באמצעי התשלום בסך 347 מיליון ל"י בתקופה שאותה מקיף דין-וחשבון זה, כולל גם אחזקת מטבע ישראלי בידי האוכלוסייה בשטחים החדשים, שכמעט כולו בצורת מזומנים. סכום זה מגיע קרוב לודאי לעשרות מיליוני לירות, אך אין כל אפשרות לערוך אומדן מבוסס על היקפו. אולם עובדה זו אינה פוגעת במסקנות של דין-וחשבון זה, שכן משקלם הכלכלי של שטחים אלה במשק הישראלי הינו נמוך מאוד וגידול מהיר של אמצעי התשלום נמשך גם לאחר ינואר 1968. כך שאם גם ניתן היה להחסיר את אחזקת אמצעי התשלום בשטחים החדשים מהתוספת הכללית של אמצעי התשלום, היה זה לכל היותר דוחה את מועד פרסומו של דין-וחשבון זה לחודש-חודשיים.

לשינוי שער החליפין ב-19 לנובמבר 1967 והתאמתו ללירה שטרלינג היתה השפעה מוניטארית מצומצמת בלבד, בגלל שיעור השינוי הנמוך יחסית של שער מטבע החוץ (כ-16.5 אחוזים) והעדר המרה מוגברת של מטבע חוץ, שצפויה, בדרך כלל, לאחר פיתוח. חל אמנם גידול של 200 מיליון ל"י בערכם של פיקדונות הציבור במטבע חוץ בלירות ישראליות (בעיקר של מקבלי פיצויים אישיים מגרמניה), אך לא גדלה ההמרה של פיקדונות אלה במטבע מקומי. אולם, מן הראוי להדגיש שהמרה נטו של מטבע חוץ הנובעת מצבירת יתרות מטבע חוץ בידי המשק, משמעה לאחר שינוי השער הזרמה נוספת של לירות בגובה של כ-16.5 אחוזים¹, בהשוואה למצב שלפני כן.

2. הגידול באמצעי התשלום ובנכסים כספיים אחרים

התפתחות אמצעי התשלום במשך תקופת הדו"ח לא היתה אחידה. בחודשים מאי עד יולי עלו אמצעי התשלום בכ-252 מיליון ל"י. לאחר מכן חלה יציבות ובהודשים אוגוסט עד נובמבר לא עלו כלל אמצעי התשלום, אך הם שבו ועלו בסך כ-95 מיליון ל"י בחודשים דצמבר 1967 וינואר 1968. הגידול בסך 347 מיליון ל"י באמצעי התשלום בתקופת הדו"ח מורכב מעלייה בסך 112 מיליון ל"י במזומנים שבידי הציבור ומגידול בסך 235 מיליון ל"י בפיקדונות עו"ש במוסדות הבנקאיים. הגידול הרב במזומנים התרכז כולו בחודש מאי 1967, שבו גדלו המזומנים ב-115 מיליון ל"י, כשבמשך החודשים הבאים חלה במזומנים ירידה קלה של כ-3 מיליון ל"י בלבד. העלייה במזומנים בחודש מאי קשורה במידה רבה במתיחות ששררה ערב המלחמה. לאחר המלחמה ניתן היה לצפות שחלק ניכר מכספים אלו, ומכספים אחרים שנמשכו מהבנקים בתחילת השנה בעקבות פרשת בנק ל. פויכטוונגר, יופקד חזרה בבנקים במשך הזמן. העובדה שסך המזומנים שבמחזור לא פחת כמעט במחצית השנייה של השנה מוסברת על-ידי ספיגה רבה יחסית של מזומנים על-ידי האוכלוסייה בשטחים המוחזקים.

הפיקדונות הפחות נזילים במערכת הבנקאות גדלו בתקופה הנידונה במהירות רבה אף יותר מאמצעי התשלום. בס"ה גדלו הפיקדונות הפחות נזילים בכ-760 מיליון ל"י (כולל כ-200 מיליון ל"י הפרשי שיערוך). עיקר הגידול חל בפיקדונות לזמנים קצובים במטבע ישראלי — אלה עלו בכ-253 מיליון ל"י. בלט גם הגידול המהיר בפיקדונות במסגרת תוכניות החיסכון המאושרות בסך 151 מיליון ל"י. חשבונות הפז"ק גדלו ב-263 מיליון ל"י (כולל כ-139 מיליון ל"י בהפרשי שיערוך) וחשבונות התמ"מ גדלו ב-99 מיליון ל"י (כולל כ-55 מיליון ל"י בהפרשי שיערוך). הגידול הרב

¹ להוציא המרת מטבעות של ארצות שביצעו אף הן פיתוח.

בפיקדונות לזמן קצוב וייתכן שגם בתוכניות החיסכון, מבטא במידה רבה העברת כספים מעסקות תיווך שטרות — אלה פחתו בתקופת הדו"ח ב-191 מיליון ל"י. יתרת המילווה קצר המועד עלתה במשך תקופת הדו"ח ב-108 מיליון ל"י.
 בניגוד לגידול באמצעי התשלום, שהתרכז בעיקר בתקופה הראשונה — בין מאי ליולי 1967, גדלו במהירות הפיקדונות הפחות גזילים במשך כל התקופה, להוציא את תקופה הכוננות, המלחמה ותקופת-מה לאחריה, שבה העדיף הציבור להחזיק בנכסים גזילים בצורת מוזמנים או פיקדונות עו"ש.

לוח 1

אמצעי התשלום, אפריל 1967 עד ינואר 1968

העלייה או הירידה (-) לעומת סוף החודש הקודם				סך אמצעי התשלום	פיקדונות עו"ש	מוזמנים בידי הציבור	
1967	1966	1967	1966				
(אחוזים)				(מיליוני ל"י)			
—	—	—	—	2,239.5	1,384.6	854.9	אפריל
4.0	2.7	89.1	52.7	2,328.6	1,358.2	790.4	מאי
4.2	1.4	101.7	28.6	2,430.3	1,452.9	977.4	יוני
2.5	0.3	61.6	6.5	2,491.9	1,521.1	970.8	יולי
0.4	-0.2	9.3	-3.1	2,501.2	1,537.4	963.8	אוגוסט
1.9	0.0	46.5	-0.4	2,547.7	1,577.2	970.5	ספטמבר
-1.0	-1.6	-26.6	-32.2	2,521.1	1,544.0	977.1	אוקטובר
-1.2	0.9	-29.0	17.8	2,492.1	1,523.4	969.1	נובמבר
1.9	0.5	46.4	10.1	2,538.5	1,572.7	965.8	דצמבר
13.4	4.2	299.0	80.0	—	—	—	סך הכול מאי-דצמבר
1968	1967	1968	1967				
1.9	2.0	48.1	39.9	2,586.6	1,619.7	966.9	ינואר
							סך כל העלייה
							בין סוף אפריל 1967
15.5	6.2	347.1	119.9	—	—	—	לסוף ינואר 1968
							העלייה החודשית
1.7	0.7	38.6	13.3	—	—	—	הממוצעת

3. המקורות הישירים לעליית אמצעי התשלום

כאמור, חל עיקר הגידול באמצעי התשלום בין מאי ליולי 1967. בחודשים אוגוסט עד נובמבר שררה יציבות, ואילו בדצמבר 1967 ובינואר 1968 שוב חלה עלייה מהירה באמצעי התשלום. ההשפעה של גורמי ההרחבה המוניטארית בחודשים אוגוסט 1967 עד ינואר 1968 השתקפה בעיקרה בעליית הפיקדונות הפחות גזילים, ורק בחלקה בגידול אמצעי התשלום.
 הגורם העיקרי לעליית אמצעי התשלום בין מאי ליולי 1967 היה הגידול הרב באשראי לממשלה מבנק ישראל למימון הוצאותיה הרבות של הממשלה למימון הוצאות המלחמה ולעידוד הפעילות הכלכלית במשק. האשראי לציבור ממערכת הבנקאות גדל בתקופה זו אך במעט, הגידול

הרב בנכסים במטבע חוץ לאחר המלחמה, המשקף בעיקר את יבוא ההון במסגרת מגבית החרום, לא הומר בתקופה זו באמצעי תשלום, אלא הופקד בבנק ישראל בחשבון מיוחד של המוסדות הלאומיים. בניכוי תקבולי מגבית החירום, היתה לגכסים במטבע חוץ השפעה מצמצמת על אמצעי התשלום, שכן גדלו חשבונות הפז"ק והתמ"מ יותר מאשר צבירת היתרות, להוציא את תקבולי מגבית החירום.

לוח 2

העלייה בפיקרנות הפחות נזילים של הציבור, מאי 1967 עד ינואר 1968

(מיליוני ל"י)

מאי-אוגוסט 1967	ספטמבר-1967 ינואר 1968	מאי 1967- ינואר 1968	
40.4	110.1	150.5	חכניות היסכון
97.6	155.3	252.9	לזמנים קצובים
2.2	-3.2	-1.0	כנגד התחייבויות
43.3	219.2	262.5	פז"ק
9.3	90.0	99.3	תמ"מ
-6.4	1.6	-4.8	אחרים במטבע חוץ
186.4	* 573.0	759.4	סך הכול

* כולל הפרשי שיערוך בסך 200.3 מיליון ל"י.

בתקופה שבין ספטמבר 1967 וינואר 1968 היה המקור העיקרי להתרחבות המוניטארית האשראי לציבור ולממשלה מהמוסדות הבנקאיים. האשראי מהמוסדות הבנקאיים לממשלה ניתן בעיקר באמצעות מלווה הביטחון שהם רכשו בסך 100 מיליון ל"י. כמו כן נמשך המימון של הגירעון בתקציב על ידי אשראי מבנק ישראל ומשיכת פיקדונות, אך סכומים אלה קוזזו בחלקם על ידי שיערוך חשבונות הממשלה במטבע חוץ וכן על ידי העברת נכסי בנק ישראל במטבע חוץ נטו בסך כ-140 מיליון ל"י לזכות הממשלה.

א. הנכסים נטו במטבע חוץ

במשך התקופה כולה גדלו הנכסים נטו במטבע חוץ במערכת הבנקאות ב-131 מיליון דולר. גידול רב זה קשור בהגדלה הניכרת של יבוא ההון הציבורי, בעיקר במסגרת מגבית החירום וממילוות העצמאות והפיתוח. תקבולי מגבית החירום הופקדו בחשבון מיוחד של המוסדות הלאומיים בבנק ישראל ובצורה זו לא היוו בינתיים גורם ישיר להתרחבות המוניטארית, אלא קיזוז חלק מהגידול הרב בחוב הסקטור הציבורי לבנק ישראל. בניכוי כספי מגבית החירום, לא עלו כמעט הנכסים נטו במטבע חוץ במערכת הבנקאות ובהתחשב בגידול הרב בהפקדת העברות פיצויים אישיים מגרמניה בחשבונות פז"ק ותמ"מ, מתקבל שהשפעה של המרת מטבע חוץ על נפח אמצעי התשלום היתה מצמצמת בתקופה הנידונה.

ב. האשראי מבנק ישראל

הגורם העיקרי להתרחבות המוניטארית בתקופה הנסקרת, היה הגידול באשראי ובמקדמות מבנק ישראל לממשלה. כן גדל נכיון המשנה של שטרות בסך 25 מיליון ל"י, ואילו פעולות הבנק בשוק הפתוח ספגו 110 מיליון ל"י.

ההתפתחויות בסעיף האשראי לממשלה לא היו אחדות על פני התקופה הנסקרת. כמעט כל הגידול חל בהודשים מאי עד אוגוסט — כ-546 מיליון ל"י — ואילו היתרה, בסך 13 מיליון ל"י בלבד, ניתנה בין ספטמבר 1967 לינואר 1968. מימון הממשלה באמצעות קבלת אשראי בתקופה השנייה היה למעשה רב יותר וכן נמשכו על ידי הממשלה פיקדונות בהיקף ניכר, אלא שהפרשי השיערוך כתוצאה משינוי שער המטבע על חשבונות הממשלה נטו במטבע חוץ בבנק ועל נכסי הבנק נטו במטבע חוץ, שהסתכמו בכ-140 מיליון ל"י, אפשרו הקטנת החוב נטו בסכום זה. הגידול

לוח 3

הגידול בנכסים הכספיים שבידי הציבור לפי המקורות והמרכיבים מאי 1966 עד ינואר 1967 ומאי 1967 עד ינואר 1968

(מיליוני ל"י)

לפי תקופות משנה		מאי 1967 עד ינואר 1968	מאי 1966 עד ינואר 1967	
מאי-אוגוסט 1967	ספטמבר 1967 עד ינואר 1968 *			
ה מקו רות				
1. צבירת נכסים במט"ח				
496.0	167.1 (317.1)	663.1	8.4	בבנק ישראל
39.4	25.0	64.4	-4.6	במוסדות בנקאיים
535.4	192.1	727.5	3.8	סך הכול
2. אשראי מבנק ישראל				
546.4	12.6 (-63.0)	559.0	19.7	אשראי ומקדמות לממשלה
653.1	115.8 (77.5)	537.3	-46.5	בניכוי פיקדונות הממשלה
22.1	29.8 (23.7)	51.9	138.4	והמוסדות הלאומיים
-73.2	-36.7	-109.9	-14.6	בכיון משנה והלוואות
-157.8	121.5	-36.3	190.0	פעולות הבנק בשוק הפתוח
סך הכול				
3. אשראי מהמוסדות הבנקאיים				
59.5	73.7	133.2	27.7	לממשלה
23.4	237.4	260.8	187.2	לציבור
82.9	311.1	394.0	214.9	סך הכול
4. גורמים אחרים נטו				
448.1	658.4 (200.3)	1,106.5	419.2	סך כל המקורות
ה מ ר כ י ם				
1. אמצעי תשלום				
108.9	3.1	112.0	78.4	מזומנים
152.8	82.3	235.1	41.5	פיקדונות עו"ש
261.7	85.4	347.1	119.9	סך הכול
2. פיקדונות פחות נזילים				
186.4	573.0 (200.3)	759.4	299.3	סך כל המרכיבים
448.1	658.4 (200.3)	1,106.5	419.2	תיווך שטרות
-113.4	-78.0	-191.4	170.1	מילווה קצר מועד
61.7	46.0	107.7	118.0	

* הנתונים בסוגריים הם הפרשי השיערוך בעקבות שינוי שער החליפין של המטבע בנובמבר 1967.

הרב באשראי לממשלה בתקופה הראשונה מבטא, כאמור, את הגירעון הגדול בתקציב, שנועד למימון הוצאות המלחמה ולעידוד הפעילות הכלכלית.

נכיון המשנה מבנק ישראל גדל ב-52 מיליון ל"י, כאשר קרוב ל-24 מיליון ל"י משקפים עליית ערכם בלירות של שטרות שנוכו במטבע חוץ. היתרה משקפת בעיקרה את גידול האשראי מבנק ישראל במסגרת הקרנות למימון היצוא. פעולות הבנק בשוק הפתוח ספגו כ-110 מיליון ל"י במחצית השנייה של 1967, לאחר שבמחצית הראשונה לא עלתה כלל יתרת המילווה קצר המועד שבידי הציבור. הספיגה של כספים מהציבור במחצית השנייה של השנה גועדה לקזז חלק מהגזילות הרבה שהוזרמה למשק בשבעת החודשים הראשונים של השנה.

ג. האשראי מהמוסדות הבנקאיים

המוסדות הבנקאיים הגדילו את האשראי לציבור ולממשלה במשך התקופה הנידונה ב-394 מיליון ל"י. האשראי לציבור גדל ב-261 מיליון ל"י והאשראי לממשלה עלה ב-133 מיליון ל"י. הגידול באשראי לממשלה כולל רכישת 100 מיליון ל"י מילווה ביטחון מיוחד, רכישת איגרות חוב במסגרת תכניות החיסכון המאושרות והפקדת כספי אמיסיות של איגרות חוב ע"י אחד המוסדות הבנקאיים באוצר, פעולה שאין לה השפעה מוניטארית מרחיבה.

לוח 4

העלייה באשראי הבנקאי לציבור, מאי 1967 עד ינואר

(מיליוני ל"י)

מאי עד 1967	ספטמבר 1967 עד ינואר 1968	מאי עד אוגוסט 1967	
			אשראי מהמוסדות הבנקאיים
29.1	11.0	18.1	במסגרת השחרורים מגזילות
250.9	245.9	5.0	אשראי אחר במטבע ישראלי
-19.2	-19.5	0.3	אשראי במטבע חוץ
260.8	237.4	23.4	סך כל האשראי ממוסדות בנקאיים
51.9	29.8	22.1	נכיון משנה והלוואות מבנק ישראל
312.7	267.2	45.5	סך כל האשראי הבנקאי לציבור
79.5	12.7	66.8	אשראי מפיקדונות הציבור למתן הלוואות
392.2	279.9	112.3	סך כל האשראי

הגידול באשראי לציבור בסך 261 מיליון ל"י התרכז בתקופה השנייה, כלומר בין ספטמבר 1967 לינואר 1968, בעוד שבין מאי לאוגוסט 1967 גדל האשראי לציבור רק במעט, בגלל ירידת הפעילות הכלכלית בתקופת המלחמה וכן בגלל גורמים עונתיים. לא כל תוספת האשראי לציבור הינה בבחינת אשראי חדש, וחלק מהגידול באשראי משקף למעשה העברה של עסקות תיווך בשטרות למסגרת בנקאית רגילה של קבלת פיקדון ומתן הלוואה.

הגידול הרב בסכום הנכסים הנזילים של המוסדות הבנקאיים אפשר להם להרחיב את האשראי לציבור ולממשלה ובאותו זמן לשפר גם את מצב הנזילות שלהם.

4. תוצאות כלכליות ומדיניות כלכלית

דין וחשבון זה נכתב לאחר תקופה של כשנתיים של מיתון בפעילות הכלכלית. המצב שנוצר במשך בתקופה זו משמש רקע להתפתחויות בתקופה שאליה מתייחס דין וחשבון זה ואשר בה מסתמנים כבר סימנים למפנה במגמת הפעילות במשק.

הישגי המיתון סוכמו לא פעם, ונראה, שמדיניות זו, שהומלץ עליה במספר דו"חות קודמים של בנק ישראל על עליית אמצעי התשלום, הצדיקה עצמה מבחינה מהותית, אם כי היא נתקלה תחילה בהתנגדות חזקה.

יציבות המחירים ממאי 1966 ועד סוף 1967 היתה כמעט מוחלטת. הואט קצב עליית השכר והוצאות הייצור וחלה ירידה ניכרת בשער הריבית בשוק החופשי, מכ-17 אחוזים ל-13 אחוזים, דהיינו ירידה של כ-25 אחוזים. אך ההישג הבולט ביותר הוא השיפור במאזן סחר החוץ ב-252 מיליוני דולרים, שהם כ-54 אחוזים, במשך שלוש שנים. הגירעון השוטף במאזן התשלומים פחת מ-569 מיליוני דולר ב-1964 ל-429 (נתון ארעי) מיליוני דולר ב-1967, שהם ירידה של כ-25 אחוזים. אפשרות העמידה במבחן המלחמה, במתיחות שקדמה לה ובצרכים שהתהוו עם גמר המלחמה, ללא זעזועים במשק, היתה תוצאה של מירווח ידוע במשק שיצר המיתון.

אמנם שולם מחיר בעד ההישגים הכלכליים הללו והוא האטת הצמיחה הכלכלית של המשק. בשנים 1966-1967 גדל התוצר הלאומי הריאלי ב-1 עד 2 אחוזים לשנה, בלבד, לעומת גידול של כ-10 אחוזים לשנה בתקופות קודמות. כמו כן חלה במשך שנתיים אלה ירידה בכשליש בערך בהיקף ההשקעות ונוצרה אבטלה במשק לאחר תקופה ממושכת של תעסוקה מלאה.

אך את תוצאות המיתון יש להעריך גם על רקע האלטרנטיבה שעמדה לפני המשק אלמלא ננקטה מדיניות המיתון. אלטרנטיבה זו משתקפת מהעובדה שהגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים הלך וגדל בשנים קודמות כמעט ברציפות, בשיעור שנתי ממוצע של כ-4.5 אחוזים לשנה בתקופה מ-1952 עד 1965-1963, והמשך מגמה זו היה מביא להרעה חמורה במאזן התשלומים ולדלדול רציני של יתרות מטבע החוץ של המדינה. לעומת זאת, מן הראוי להדגיש, שהאפקט המצטבר של השיפור בחשבון השוטף של מאזן התשלומים בשלוש השנים האחרונות, על גודל רזרבות מטבע החוץ מגיע לכ-270 מיליוני דולרים וזאת מבלי לקחת בחשבון את ההשפעה הצפויה של המשך המגמה של הרעת הגירעון אלמלא ננקטה מדיניות המיתון. את מלוא הסכנה שארבה למשק והזעזועים החמורים שהיו צפויים מהמשך המגמות שמלפני תקופת המיתון יש לראות על רקע המצב המדיני והבטחוני של המדינה.

אולם, כאמור, מסתמן בחודשים האחרונים מפנה בכמה תחומים חשובים של המשק והמדיניות הכלכלית חייבת להשתנות בהתאם לנסיבות החדשות כדי למנוע תוצאות שליליות. המדיניות הכלכלית מאז אמצע 1966 היתה מדיניות מרחיבה לעידוד הפעילות הכלכלית במשק, שהצורך בה התעורר לרגל גידול האבטלה בממדים מדאיגים והאטת קצב הצמיחה הכלכלית במידה חריפה. נוסף על הפעולות האנטי-מחזוריות המכוונות, נוספה גם ההשפעה המרחיבה של מלחמת ששת הימים.

כתוצאה מכל אלה החלה התאוששות בפעילות הכלכלית, שהתבטאה בהתחלת גידולו של התוצר, ובמיוחד בהגדלה מזוהת של התפוקה התעשייתית, עלייה בהשקעות וירידה ניכרת באבטלה. אנו עומדים כעת בתוך תהליך פיתוח מזוהז המתבטא בעליית השקעות פרטיות בד בבד עם ביצוע ממשי או צפוי של כמה מפעלים צבוריים גדולים, כגון: הרחבת מפעלי ים המלח, צינור הנפט הגדול, הקמת מפעלי ערד, הרחבת המפעלים הפטרו-כימיים בחיפה והרחבה גדולה מאוד של התעשייה הבטחונית. הגברת ההשקעות והקמת המפעלים הללו מוכרחה ליצור לחץ בשוק העבודה ולהגדיל את סך ההכנסות של האוכלוסייה, מבלי שתוצרתם תופיע עדיין בשוק.

למעשה, ניכר כבר מחסור בימים עובדות, ביחוד בפועלים מיומנים בענפי המתכת, האלקטרוניקה וכן בענפים אחרים. ניכרים כבר אותות ראשונים של התפתחות זו גם בתחום

המחירים ובמאזן סחר החוץ. מאז חודש ספטמבר 1967 ועד מארס 1968 עלה מדד המחירים לצרכן ב-3.5 אחוזים, וללא פירות וירקות — בכ-1.8 אחוזים לעומת יציבות בתקופה המקבילה אשתקד. מדד המחירים הסיטוניים של התפוקה התעשייתית עלה ב-2.4 אחוזים, מדד מחירי התשומות הנמדדות בחקלאות ובסלילה עלה בכ-4 אחוזים ומדד התשומות בבניה למגורים עלה ב-2.2 אחוזים. עליות מחירים אלה הן מעבר למתחייב מהתיקרות ההוצאות בהשפעת הפיחות, והן באו לאחר תקופה ממושכת של יציבות. במשך הרביע הראשון של 1968 עלה מדד המחירים לצרכן ב-1.6 אחוזים, ובלי פירות וירקות ב-0.9 אחוזים, לעומת ירידה בשיעור 0.6 ו-1.1 אחוזים בהתאמה במשך הרביע הראשון של 1967. גם הגרעון במאזן סחר החוץ שהיה בירידה במשך תקופה ממושכת שב ועלה ברביע הראשון של 1968 ב-45 מיליוני דולרים לעומת התקופה המקבילה אשתקד, שהם גידול של 154 אחוזים. בולט במיוחד הגידול הרב יחסית ביבוא בכ-22 אחוזים, בהשוואה לרביע הראשון של 1967.

אלה הם סימני אזהרה שאין להתעלם מהם כל עיקר. לזאת יש להוסיף את התחדשות ההתרחבות המוניטארית המהירה מאז חודש דצמבר 1967. בארבעת החודשים דצמבר 1967 עד מארס 1968 עלו אמצעי התשלום ב-9 אחוזים. זהו שיעור גידול שעולה אף על הגידול המואץ בראשית 1967, אלא שההבדל הוא בזאת שבראשית 1967 היתה ההתרחבות המוניטארית מכוונת ועל רקע של אבטלה גוברת ושפל בפעילות הכלכלית ואילו עתה מתרחשת התרחבות זאת על רקע תנאים שונים לחלוטין, ומכאן הסכנות הגדולות.

הסכנה בכל מדיניות אנטי-מחזורית היא בכך, שהיא עשויה לחרוג מהמטרה ומהיעד שמציגים לה, ובמידת-מה התגלה הדבר אפילו במדיניות המיתון. עתה יש להזהר איפוא מתופעה דומה בשטח המרצת הפעילות הכלכלית וזרוזת מעבר לרצוי.

התרחבות מוניטארית ופעולות אנטי מחזוריות אחרות משפיעות תמיד תוך כדי פיגור מסוים; והאמנות במדיניות הכלכלית היא לראות את הנולד בעוד מועד ולפעול לא בזמן הבשלת התהליכים הכלכליים אלה קודם לכן. מכאן החשיבות המכרעת לעתוי הנכון של הפעלת אמצעי המדיניות. למדיניות האנטי-מחזורית יש שתי אלטרנטיבות:

א. מדיניות מאוזנת עם עתוי נכון בנקיטת האמצעים, שתוצאתה מניעת תנודות חריפות בפעילות הכלכלית והתפתחות חלקה ורצופה.

ב. פעילות המשתקפת בתנודות חריפות של גאות ושפל. באנגליה מגדירים את הקו השני כ"מדיניות הרמזור", שאינו מווסת את התנועה בקצב שווה, אלא מעכב אותה מזמן לזמן לחלוטין ומחשישה אחרי זה במידה מופרזת, לפי האורות האדומים והירוקים.

נוסף לעתוי, יש חשיבות גדולה לתיאום בין הזרועות השונות של המדיניות הכלכלית, לשם הצלחתה. כאשר המדיניות הפיסקאלית והמוניטארית מכוונות למגווע הזרמה מופרזת של כוח קנייה למשק, מדיניות מטבע החוץ עשויה לשים לאל מאמצים אלה, שכן הגדלת הנזילות במשק יכולה לגבוע מהמרת מטבע חוץ באותה מידה כמו מהגדלת האשראי הבנקאי לציבור ולממשלה. יש ללמוד מלקח הפיחות של שנת 1962, שההרחבה המוניטארית אחריו, לרגל המרת מטבע חוץ, שמה לאל חלק מהישגיו.

לפי הערכתנו הגיעה השעה למדיניות אנטי-מחזורית בכיוון הפוך מזה שנקטנו בו ב-1967. אין כל ספק כי ניתן להתגבר כיום על סכנת לחצים אינפלציוניים ולהמנע ממדיניות הרמזור, אם יינקטו הצעדים הנחוצים. הרבה תלוי בעתוי, כי ככל שהפעולה הנחוצה נדחית יותר הרי היא מחייבת אמצעים חריפים יותר.

המדיניות הכלכלית צריכה לשקוד בשעה זו, בראש וראשונה, על שמירת הישגי המיתון הגדולים בתחום מאזן התשלומים, יציבות המחירים, יציבות השכר והוצאות הייצור. לאלו נשקפת סכנה מזרז מופרז של הפעילות הכלכלית וחזרה לתנאים דומים לאלה ששררו בשנת 1964. באמצעות מדיניות תקיפה ועקבית, הרואה את הנולד ופועלת ללא פיגור, ניתן להשיג מטרות אלה

ביחד עם צמיחה כלכלית מאוזנת ובקצב שאינו חורג מהרצוי. מדיניות כזאת מחייבת אמנם נקיטת צעדים שמטבע הדברים לא יהיו פופולריים, אך הצורך בהם בארץ הוא גדול בגלל שתי סיבות מיוחדות:

- א. המצב הבטחוני והפוליטי, המשאיר לנו פחות מרחב תמרון.
- ב. הצורך להגיע לעצמאות כלכלית, שהוא בעל עדיפות גבוהה, שנייה בחשיבותה רק לביטחון. המאורעות בזירה הבינלאומית בתקופה האחרונה המחישו מצב זה ביתר שאת והבליטו את הצורך להקטין את תלותנו הכלכלית בגורמי חוץ, שהיא עדיין גדולה מאוד.

ה מ ל צ ו ת

א. את התפקיד העיקרי בוויסות הפעילות הכלכלית במשק חייב למלא תקציב הממשלה. אנו ערים לקשיים בשטח זה לרגל ההוצאות הבטחונות הגדולות ואי העלאת שיעורי מיסים במסגרת מדיניות יציבות השכר. אולם הנוקשות הגדולה של חלק גדול מתקציב ההוצאות מחייבת גמישות רבה במיוחד של תקציב הפיתוח, כי אחרת עלולה הממשלה לאבד את יכולתה לכוון ולווסת את הפעילות הכלכלית במשק. התקציב לשנת 1968/69 תוכנן במקורו כתקציב גירעוני מתוך שיקולי המדיניות האנטי מהזורית המרחיבה. אולם בינתיים נשתנו התנאים האובייקטיביים ותקציב זה אינו הולם יותר את התנאים החדשים. מה שהיה במקומו בתקופה של אבטלה גוברת וירידה בהיקף ההשקעות, אינו מתאים יותר לתנאי הפעילות הנוכחיים. חיוני איפוא לצמצם את הוצאות הפיתוח הממשלתיות בחודשים הקרובים ולהקטין בצורה זו את עודף הביקוש של הממשלה ואת הנזילות שתקציב 1968/69 עשוי להזרים למשק. אם המגמות החדשות תתחזקנה יהיה צורך בשנה התקציבית הבאה לעבור משיטה גירעונית, שהיתה במקומה בתקופת השפל, לשיטת תקציב מאוזן.

ב. יש להימנע מקבלת הלוואות מחוץ לארץ, פרט ליוצאים מהכלל — כמו מפעל הבונדס — וזאת כדי למנוע הזרמת כוח קנייה נוסף למשק. הגבלות אלה חשובות לא פחות מפעולות ריסון פיסקאליות ומוניטאריות. חלק מהאישורים לקבלת הלוואות בחוץ לארץ ניתן למוסדות וגופים שונים, לא מפני שדרוש להם מטבע חוץ, אלא כדי לממן הוצאות מקומיות בלירות. בצורה זו עוקפים הגבלות להתרחבות מוניטארית שאנו מטילים על עצמנו באמצעות התקציב או הפיקוח על האשראי הבנקאי מבלי שיהיה הבדל כלשהו בהגברת הלחץ האינפלציוני בין קבלת הלוואות מחוץ לארץ ויצירה ישירה של כסף יש מאין בארץ. יתר על כן, פעולה כזאת מגדילה גם את חוב המדינה במטבע חוץ הגדל גם בלאו הכי. כל צורך לגיטימי במטבע חוץ למימון יבוא והוצאות אחרות, ניתן לספק מהרזרבות של בנק ישראל, תמורת מטבע מקומי, ואין צורך להגדיל ההתחייבויות לחוץ לארץ, הכרוכות בריבית גבוהה מזו, שבנק ישראל מקבל על השקעות היתרות במטבע חוץ. אכן, יש לפעולות אלה תוצאות שליליות משתי בחינות: הגברת המגמות האינפלציוניות והגדלת החוב, שבו כרוך גם הפסד ממשי במטבע חוץ.

ג. על רקע החשת הגידול באמצעי התשלום בחודשים האחרונים, יש לנקוט בפעולות לריסון הגידול באשראי הבנקאי לציבור ולהגברת הספיגה של כספים באמצעות פעולות בשוק הפתוח. כלומר, על ידי הגדלת המכירות של איגרות חוב ממשלתיות להקטנת הגירעון בתקציב ושל מילווה קצר מועד לשם עיקור חלק מהנזילות העודפת במשק.

ד. תהליך הירידה של הריבית בתקופת המיתון צמצם באופן בולט את הפער שבין שער הריבית החופשית ותקרת הריבית שנקבעה במסגרת חוק הריבית. פער זה אינו עולה כיום על 2 עד 3 אחוזים. בתנאים אלה ביטול חוק הריבית לא יגרום לזעזועים ולייקור ניכר של האשראי במשק. מצד שני, עשוי צעד זה לבטל עיוותים רבים בשוק האשראי להביא לחיסול הדרגתי של שוק תיווך השטרות ולהרחיב את אמצעי המדיניות לוויסות הנזילות במשק. רצוי, איפוא, לבטל את חוק

הריבית למעשה ע"י צו ההולם מטרה זו — להוציא את האשראי הניתן בתנאים מיוחדים למימון היצוא — ואת המסגרת הקיימת של האשראי המוכווין.

ה. יש להתמיד במדיניות ההכנסות שבה נקטו הממשלה וההסתדרות כדי לשמור על כושר ההתחרות של המשק בשוקי חוץ וכדי למנוע התרחבות מופרות של הצריכה והביקוש המקומי. בתחום הזה הושגו בארץ בתקופה האחרונה הישגים מרשימים, שהוכרו גם על ידי מוסדות בינלאומיים. חשוב למנוע לחצים מצד הביקוש ועליית מחירים, אשר עשויים לפגוע במדיניות ההכנסות הקיימת. ביטול מילוות הקליטה והביטחון וכן כמה הקלות במיסים יתרמו בשנת 1968 להגדלת ההכנסה הפנויה של הציבור, מבלי שישפיעו באופן ישיר על גובה הוצאות הייצור במשק.