

דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום בתקופה שבין ה־03 בדצמבר 1961 ל־30 ביוני 1962

ירושלים, ט"ו באב תשכ"ב
15 באוגוסט 1962

לכבוד
הממשלה,
וועדת הכספים של הכנסת,
ירושלים.

הריני מתכבד להגיש לכם בזאת דין־וחשבון בדבר עליית אמצעי התשלום בשיעור העולה על 15 אחוזים בתקופה בין סוף דצמבר 1961 לבין סוף יוני 1962 — בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק־ישראל תשי"ד (1954). דו"ח זה, השביעי במניין מאז הקמתו של בנק ישראל בסוף 1954, מתרכז בתיאור ובניתוח ראשוני של ההתפתחויות מאז נכנסה המדיניות הכלכלית החדשה לתוקפה, ב־9 לפברואר 1962. כבדו־חות הקודמים 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 בחוק בנק ישראל תשי"ד (1954), הקובע שעל נגיד בנק ישראל להגיש דין וחשבון אם "עלו אמצעי התשלום ביום מסוים בחמישה-עשר אחוזים או יותר על סך אמצעי התשלום שהיו אי פעם בתוך שנים-עשר החודשים האחרונים שלפני אותו יום". בתקופה שבין ה-31 בדצמבר 1961 ל-30 ביוני 1962 עלו אמצעי התשלום מ-969.1 מיליון ל"ל ל-1,139.9 מיליון ל"ל — עלייה של 170.8 מיליון ל"ל או 17.6 אחוזים.

1. המשמעות המוניטארית של הפיחות

דין וחשבון זה שונה מקודמיו, שכן הוא עומד בסימן שינוי שער המטבע, המהווה ללא ספק צעד רצוי, כשלעצמו, אם כי היו לו תוצאות מרחיקות לכת בתחום המוניטארי. החשת קצב גידול אמצעי התשלום במחצית הראשונה של שנת 1962 היא אחת התוצאות הישירות של הפיחות. במחצית הראשונה של 1961, שהיתה תקופה של התרחבות מוניטארית יוצא מגדר הרגיל בממדיה — התרחבות שמקורותיה היו בהמרת מטבע חוץ ובהרחבת האשראי הבנקאי לציבור — עלו אמצעי התשלום ב-120.8 מיליון ל"ל או ב-13.7 אחוזים בלבד. המקור העיקרי של ההתרחבות המוניטארית בתקופה הנסקרת בדין וחשבון זה הוא ההמרה של מטבע חוץ. בכך משתקפת העובדה שהפיחות בוצע, בשעה שלרשות הציבור עמדה יתרה ניכרת של פקדונות מטבע חוץ ובתקופה שתהליך צבירת היתרות במטבע חוץ נמשך בקצב מהיר. מאידך, לא תרמה הרחבת האשראי הבנקאי לציבור אלא מעט לגידול אמצעי התשלום, ואילו חוב הממשלה למערכת הבנקאות אף פחת, ונודעה לו השפעה מצמצמת.

התוצאה המוניטארית המיידית של שינוי שער החליפין הרשמי של המטבע מ-1.8 ל-3 ל"ל לדולר היתה — הגדלת ערכם בל"ל של הנכסים וההתחייבויות במטבע חוץ, של מערכת הבנקאות ביום הפיחות, ב-67 אחוזים. שער החליפין הגבוה יותר למטבע חוץ אף הגביר את זרם התקבולים במטבע חוץ לעומת התקופה המקבילה אשתקד, ובייחוד את ההעברות מזמוגנים על ידי פרטים ומוסדות; אולם הגידול קטן למעשה במלואו על ידי גידול בתשלומים לחוץ לארץ מצד הציבור והממשלה. התוספת הנקייה ליתרות מטבע החוץ במערכת הבנקאות, בחודשים פברואר עד יוני 1962 — 68 מיליון דולר — לא היתה, איפוא, גדולה מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. אולם מבחינה מוניטארית היה היקף השפעתה שונה לחלוטין, שכן ההמרה במטבע מקומי היתה כרוכה לאחר הפיחות בהזרמת כמות גדולה יותר של אמצעי-תשלום. גם ההמרה מתוך יתרת הפקדונות במטבע חוץ, שהיתה קיימת ביום הפיחות — בעיקר פקדונות פז"ק ותמ"מ של מקבלי פיצויים אישיים — היתה כרוכה עתה ביצירת כמות גדולה יותר יחסית של אמצעי תשלום.

נוסף להשפעה בלתי אמצעית זו על אמצעי התשלום נתגלתה השפעתו של הפיחות גם בהגדלת שיעור ההמרה מתוך פקדונות קיימים ומתוך התקבולים השוטפים במטבע חוץ. בעבר היו הציפיות החוזרות ונשנות לפיחות אחד המניעים לדחיית ההמרה של תקבולים במטבע חוץ;

גורם זה שוב לא היה קיים לאחר ה-9 בפברואר. יתר על כן, הציפיות לעליית מחירים בשוק המקומי בעקבות הפיחות דחפו מעבירי מטבע ובעלי פקדונות במטבע חוץ להמירם במטבע מקומי לשם ביצוע קניות שונות.¹ פקדונות מקבלי הפיצויים האישיים (פז"ק ותמ"מ) מהווים את מרבית פקדונות הציבור במטבע-חוץ. יתרות הפז"ק והתמ"מ גדלו בחודשים פברואר עד יוני 1962 ב-17 מיליון דולר כתוצאה מעודף הפקדת תקבולי-פיצויים שוטפים על המשיכה מהפקדונות. תוספת נקייה זו שווה, בקירוב, לתוספת בתקופה המקבילה אשתקד, אולם היקף תקבולי הפיצויים גדל בחודשים אלה במידה ניכרת — בשליש, בערך² — והתוספת הנקייה לפקדונות לא היוותה, איפוא, אלא פחות מ-30 אחוזים מהתקבולים השוטפים של הפיצויים — לעומת כ-40 אחוזים אשתקד.

השפעת ההמרה על גידול אמצעי התשלום גברה, איפוא, לאחר הפיחות הן בגלל שער החליפין הגבוה יותר והן בגלל הגידול בשיעור ההמרה. כפי שהיה צפוי מראש, נהפך גורם זה למקור המכריע של גידול אמצעי התשלום. ההמרה הנקייה של מטבע חוץ הסתכמה בחודשים פברואר עד יוני 1962 ב-155 מיליון ל"י, בקירוב³ — סכום השווה כמעט לסך הגידול באמצעי התשלום בחודשים אלה.

לוח 1

המקורות לגידול אמצעי התשלום, 1961 ו-1962

(מיליוני ל"י)

פברואר עד יוני		
1962	1961	
155	87	ההמרה הנקייה של מטבע חוץ *
25	69	האשראי לציבור, נטו **
-37	-43	האשראי לממשלה
20	-20	גורמים אחרים, נטו ***
163	93	סך כל הגידול באמצעי התשלום

* התוספת הנקייה ליתרות, בניכוי התוספת לפקדונות הציבור במטבע חוץ, הנובעת מהעברות שלא הומרו באמצעי תשלום.

** הגידול באשראי הבנקאי לציבור, בניכוי תוספת האשראי מפקדונות הציבור למתן הלוואות.

*** בעיקר פקדונות בלתי נוילים אחרים, אשר גידול היתרה שלהם ב-1961 הקטין את כמות אמצעי התשלום, ואילו הירירה שלהם ב-1962 הנדילה אותם.

¹ שער הריבית על פקדונות מקבלי הפיצויים האישיים מגרמניה (המהווים את מרבית פקדונות הציבור במטבע חוץ) לתקופה של 12 חודשים ומעלה הועלה מיד לאחר הפיחות מ-6 ל-7 אחוזים על מנת לעודד את מקבלי הפיצויים שלא להמיר את כספם. הכנסה זו מריבית פטורה ממש הכנסה.

² כ-59 מיליון דולר בחודשים פברואר עד יוני 1962 לעומת כ-44 מיליון דולר בתקופה המקבילה אשתקד.

³ ההמרה הנקייה היא ההפרש בין התוספת הנקייה ליתרות (תוספת הנכסים בניכוי תוספת ההתחייבויות לחוץ לארץ) לבין הגידול בפקדונות הציבור במטבע חוץ, המופקדים על ידי מעבירי מטבע בעיקר בחשבונות פז"ק ותמ"מ. השינוי בפקדונות הממשלה במטע חוץ נכלל בחישוב החוב הממשלתי, נטו, למערכת הבנקאות בלבד. כלומר, אין הבחנה בין פקדונות אלה לבין פקדונות הממשלה במטבע מקומי, שכן הממשלה יכולה להחליט בכל עת באיזה מטבע להחזיק את פקדונותיה. חלק מהגידול בפקדונות הממשלה במטבע חוץ אינו קשור למעשה כלל בהעברות מטבע חוץ, אלא בהמרת פקדון במטבע מקומי בפקדון במטבע חוץ.

המרת מטבע חוץ בהיקף כזה היתה עלולה לגרום גם להרחבה ניכרת של האשראי הבנקאי, ובעקבותיה – לגידול נוסף באמצעי התשלום. מרבית כספי ההמרה מופקדים במוסדות הבנקאיים ומגדילים את כמות נכסיהם הנזילים. בשנים האחרונות ניצלו המוסדות הבנקאיים תוספת זו של נכסים נזילים לשם הרחבת האשראי, אולם מדיניות האשראי, שנקט בה בנק ישראל בשנת 1961, מנעה התפתחות מעין זו לאחר הפיחות. במשך שנת 1961 הועלו כמה פעמים שיעורי הנזילות שהמוסדות הבנקאיים חייבים לקיים ביחס לפקדונות. את הגירעון בנכסים נזילים, שנוצר בעקבות העלאות אלה – הגירעון "המוכר" – לא נדרשו המוסדות הבנקאיים לכסות מייד, אלא על-ידי הפניית חלק מהגידול בפקדונות. להעלאת שיעורי הנזילות במחצית השנייה של 1961 לא היתה, אמנם, השפעה מיידית על היקף האשראי, מאחר שלא חל גידול בפקדונות הבנקים ובנכסיהם הנזילים, אולם פעולה זו ננקטה מתוך ציפייה לגבי התוצאות האפשריות של הפיחות בתחום האשראי, ואכן היא נתגלתה כיעילה בבלימת גידולו. הנכסים הנזילים שנוספו לבנקים לאחר הפיחות, עם הגידול בפקדונות בעקבות ההמרה המוגברת, שימשו לכיסוי הגירעון "המוכר" הגדול, שהיה קיים ערב הפיחות; וכך אירע שתוספת נכסים נזילים בסכום של 100 מיליון ל"י בחודשים פברואר עד יוני לא הביאה כמעט להרחבת האשראי, אלא התבטאה בעלייה בשיעור הנזילות מ-33 אחוזים בסוף ינואר ל-40 אחוזים, בערך, בסוף יוני.

בסך הכל גדל האשראי הבנקאי לציבור בחודשים פברואר עד יוני ב-38.5 מיליון ל"י, ומוזה יותר מ-13 מיליון ל"י – אשראי מתוך פקדונות מיוהדים של הציבור למתן הלוואות, שאינו כרוך כלל ביצירת אמצעי תשלום חדשים. בתקופה שמאז הפיחות ועד לסוף מאי, שבה הגיעה המרת מטבע החוץ לשיאה, הסתכם הגידול באשראי הבנקאי בפחות מ-7 מיליון ל"י.² אם ננכה מסכום זה את האשראי מפקדונות צד שלישי למתן הלוואות, שאינו כרוך ביצירת אמצעי תשלום, נקבל ירידה של 4 מיליון ל"י. כלומר, בתקופה שבין יום הפיחות לסוף מאי היתה ההשפעה של האשראי הבנקאי על אמצעי התשלום שלילית.

שינוי שער המטבע ב-9 לפברואר השתקף לא רק בגידול ערכם בל"י של פקדונות הציבור במטבע חוץ, אלא גם בגידול ערכם של הנכסים במטבע חוץ, אשר ברובם המכריע הם מרוכזים בבנק ישראל. ומאחר שסכום הנכסים במטבע חוץ שברשות בנק ישראל עולה במידה ניכרת על סכום ההתחייבויות במטבע חוץ לארצות חוץ ולתושבים מקומיים, הסתכמו "רווחי" בנק ישראל כתוצאה משינוי שער המטבע ב-162 מיליון ל"י.³ לו הוזרם סכום גדול זה למשק בצורת אמצעי תשלום, היתה לכך השפעה הרסנית ביותר. לפי חוק בנק ישראל מועברים כל רווחי הבנק לרשות אוצר המדינה בסוף השנה. לאחר משא ומתן בין בנק ישראל למשרד האוצר, ובהתאם לחוק תיקון התקציב 1962, עוקרה, למעשה, ההשפעה המוניטארית של סכום זה. כ-135 מיליון ל"י הוקצו לפירעון חובות הממשלה לבנק ישראל, וכ-27 מיליון ל"י הועמדו לרשות האוצר בחשבון מיוחד, שנועד לכסות הוצאות בקשר עם ערבויות שנתן האוצר לגבי שער המטבע; מחשבון זה לא ניתן למשוך לפני סוף דצמבר 1962. גם ערכם הנקי של פקדונות מטבע החוץ של הממשלה עלה כתוצאה משינוי שער המטבע. עלייה זו הסתכמה ב-67 מיליון ל"י⁴ והיא הגדילה את

¹ להוציא את הגידול הנומינלי של יתרת האשראי במטבע חוץ, שהיתה קיימת ב-9 לפברואר, בעקבות שינוי השער.

² ראה לוח 2. בשבוע הראשון של פברואר גדל האשראי ביותר מ-8 מיליון ל"י.

³ "רווחי" הפיחות של המוסדות הבנקאיים היו נמוכים בהרבה, כ-11 מיליון ל"י בערך, כיוון שסכום נכסיהם במטבע חוץ לא היה גבוה בהרבה מסכום התחייבויותיהם במטבע חוץ למפקדים מקומיים ולאוצרות אחרות. חלק מרווחים אלה נובע מפעולות הבנקים כסוכנים של האוצר בעסקות מטבע חוץ והם הועברו לרשות האוצר. הסכום הנוכח אינו כולל את רווחי ההון מאיגרות חוב צמודות דולר ומהשקעות בחברות בת החוץ לארץ, אשר טרם מומשו והרשומות במאון בערכן הישן.

⁴ לאחר ניכוי העלייה בערכן הנומינלי של המקדמות במטבע חוץ שניתנו לממשלה על-ידי בנק ישראל.

לוח 2

העלייה בנכסים הנספיים שבידי הציבור, לפי המקורות והמרכיבים, ינואר עד יוני, 1961 ו-1962

(מיליוני ל"י)

סך הכל	יוני	מאי	אפריל	מארס	פברואר *	ינואר		
ה מקורות								
120.8	26.6	14.6	28.8	39.0	11.4	0.4	1961	יתרות במטבע חוץ
600.0	3.7	47.7	73.7	56.0	(354.9) 377.1	41.8	1962	
106.0	27.1	2.9	-6.9	16.6	39.6	26.7	1961	אשראי לציבור
140.2	22.9	2.3	1.4	4.2	(83.6) 91.3	18.1	1962	
-46.5	-6.6	-2.7	-8.8	-22.7	-2.5	-3.2	1961	אשראי לממשלה
-311.2	16.3	-22.6	-19.0	-11.8	(-229.0)-228.8	-45.3	1962	
5.6	-9.5	2.6	3.0	11.5	-10.3	8.3	1961	גורמים אחרים, נטו
-10.0	-7.4	-2.4	3.2	-7.6	(-11.0) 0.1	4.1	1962	
185.9	37.6	17.4	16.1	44.4	38.2	32.2	1961	סך כל המקורות
419.0	35.5	25.0	59.3	40.8	(198.5) 239.7	18.7	1962	
ה מרכיבים								
120.8	24.7	14.6	7.0	23.1	24.2	27.2	1961	אמצעי תשלום
170.8	29.7	21.7	47.2	35.6	29.2	7.4	1962	
65.1	12.9	2.8	9.1	21.3	14.0	5.0	1961	פקדונות פחות נזילים
248.2	5.8	3.3	12.1	5.2	(198.5) 210.5	11.3	1962	
185.9	37.6	17.4	16.1	44.4	38.2	32.2	1961	סך כל המרכיבים
419.0	35.5	25.0	59.3	40.8	(198.5) 239.7	18.7	1962	

* בסוגריים — אותו חלק מהעלייה הנובע מחישוב יתרות מטבע החוץ, האשראי במטבע חוץ והפקדונות במטבע חוץ, שהיו קיימים ביום 9 לפברואר 1962, לפי שער המטבע החדש.

יתרות הזכות של הממשלה בבנק ישראל. חוב הממשלה לבנק ישראל נטו ירד, איפוא, כתוצאה משינוי שער המטבע ב-229 מיליון ל"י, בערך.

נוסף לירידה, שנבעה משינוי שער המטבע, חלה בחוב הממשלה בחודשים פברואר עד יוני גם ירידה ממשית ב-37 מיליון ל"י כתוצאה מעודף תקבולים על תשלומים. החוב לבנק ישראל ירד ב-43 מיליון ל"י, ואילו בחוב למוסדות הבנקאיים חלה עלייה של 6 מיליון ל"י. הגידול בתקבולים קשור בעיקר בהכנסות מפירעון מוקדם של משכנתאות צמודות ובהגברת המכירה של המלווה קצר המועד. ההכנסות הנקיות מהמקור הראשון הסתכמו בחודשים אלה ב-53 מיליון ל"י, ומהמקור השני — ב-45 מיליון ל"י. הממשלה הכריזה שלא תשתמש בכספים אלה למימון הוצאותיה, אלא תחזיקם כפקדון בבנק ישראל, כחלק מהמדיניות המכוונת לספיגת עודף כוח קנייה מן השוק. אולם, כאמור, פחת חוב הממשלה נטו לבנק ישראל ב-43 מיליון ל"י בלבד — במידה רבה כתוצאה מעליית הוצאותיה המיוחדות של הממשלה מחוץ למסגרת התקציב, כגון תשלום הפרשי שער במקרים שבהם ערבה הממשלה לפני הפיחות לשער של 1.80 ל"י לדולר, משיכת כספים על ידי חברות ציבוריות, המחזיקות פקדונות אצל החשב הכללי, והוצאות אחרות בחוץ לארץ למסגרת הרגילה של התקציב. התשלומים לחוץ לארץ היתה להם מבחינה מוניטארית השפעה דומה לזו של הקטנת החוב לבנק ישראל; ואילו התשלומים בתוך הארץ, אם במסגרת התקציב ואם מחוצה לה, היו כרוכים, כמובן, בהזרמת כוח קנייה לשוק המקומי, ומבחינת השפעתם המוניטארית הם היפוכה של ספיגת הכספים שנעשתה על ידי הממשלה ואשר תמורתה הופקדה בבנק ישראל.

בחודשים פברואר עד יוני 1962 היו פעולות הספיגה, נטו, של כוח קנייה על-ידי הממשלה באמצעות עודף תקבולים על התשלומים מצומצמות יחסית בהיקפן, ולא היה בהן אלא כדי קיזוז חלק קטן בלבד מהשפעת ההמרה על הגדלת סכום אמצעי התשלום.

2. ההתרחבות המוניטארית בחודשים ינואר עד יוני 1962

הסקירה שלהלן, על מקורותיה ומרכיביה של ההתרחבות המוניטארית, מכילה גם תיאור של השינויים שחלו בעקבות שינוי שער החליפין של המטבע ב-9 לפברואר. הנתונים לגבי הנכסים וההתחייבויות של מערכת הבנקאות במטבע חוץ הם במונחים של מטבע מקומי, ובשל שינוי שער החליפין יש משום כך קושי בהשוואת ההתפתחויות של סדרות מוניטאריות שונות עם התקופה שקדמה לפיחות. אולם אין זה רצוי לנכות את ההשפעה של שינוי שער החליפין על הנתונים, שכן יש בכך כדי לטשטש את תוצאות הפיחות בתחום המוניטארי, שנודעה להן השפעה רבה על התנהגות יחידות שונות במשק. כך, למשל, רבה חשיבותו של הגידול הרב בערכם בל"י של פקדונות הציבור במטבע חוץ — גם לו היה ערכם במטבע חוץ נשאר ללא שינוי, שכן בכך גדלו נכסיהם הכספיים של בעלי הפקדונות, וללא ספק היתה לכך השפעה על הביקוש שלהם לסחורות ושירותים.

(א) אמצעי התשלום

בחודשים ינואר עד יוני 1962 הסתכם גידול אמצעי התשלום ב-170.8 מיליון ל"י או ב-17.6 אחוזים, לעומת גידול של 120.8 מיליון ל"י או 13.7 אחוזים בתקופה המקבילה אשתקד. המזומנים עלו ב-33.3 מיליון ל"י ופקדונות עובר ושב ב-137.5 מיליון ל"י. בממוצע עלו אמצעי התשלום במחצית הראשונה של 1962 ב-28.5 מיליון ל"י או 2.8 אחוזים לחודש, לעומת 20.1

¹ בסעיף זה בלבד הסתכמו ההוצאות בתקופה הנדונה ביותר מ-30 מיליון ל"י.

מיליון ל"י או 2.2 אחוזים לחודש במחצית הראשונה של 1961. בלוח 3 מובאים הנתונים על העלייה החודשית הממוצעת של אמצעי התשלום, בתקופות שלגביהן הוגשו דו"חות על עליית אמצעי התשלום.

לוח 3

הגידול החודשי הממוצע באמצעי התשלום, בתקופות שלגביהן הוגשו דו"חות על עליית אמצעי התשלום

אחוזים	מיליוני ל"י	תקופת הדו"ח
2.8	10.2	31 במאי 1955 עד 31 ביולי 1955
1.9	6.0	31 באוגוסט 1956 עד 31 באוגוסט 1956
1.6	8.5	31 במאי 1957 עד 31 במאי 1957
1.2	7.2	31 במאי 1958 עד 31 במאי 1958
2.2	17.0	31 בדצמבר 1959 עד 31 ביולי 1960
1.5	13.1	31 ביולי 1960 עד 31 במאי 1961
2.8	28.5	31 בדצמבר 1961 עד 30 ביוני 1962

בכל אחת מן השנים האחרונות היתה עליית אמצעי התשלום מהירה במחצית הראשונה של השנה כתוצאה מן ההמרה העונתית המוגברת של מטבע חוץ בתקופה זו. השנה היתה השפעת ההמרה רבה יותר מאשר בעבר, בעיקר בגלל שינוי שער חליפין. באפריל הגיעה ההמרה

לוח 4

אמצעי התשלום, סוף דצמבר 1961 עד סוף יוני 1962

(מיליוני ל"י)

(סוף החודש)

העלייה או הירידה (-) לעומת החודש הקודם				סך כל אמצעי התשלום	פקדונות עובר ושב	מזומנים בידי הציבור	החודש
אחוזים		מיליוני ל"י					
ינואר עד יוני 1962	ינואר עד יוני 1961	ינואר עד יוני 1962	ינואר עד יוני 1961				
—	—	—	—	969.1	625.1	344.0	1961 דצמבר
0.8	3.1	7.4	27.2	976.5	631.9	344.6	1962 ינואר
3.0	2.7	29.2	24.2	1,005.7	655.6	350.1	פברואר
3.5	2.5	35.6	23.1	1,041.3	685.4	355.9	מארס
4.5	0.7	47.2	7.0	1,088.5	721.4	367.1	אפריל
2.0	1.5	21.7	14.6	1,110.2	741.8	368.4	מאי
2.7	2.5	29.7	24.7	1,139.9	762.6	377.3	יוני
17.6	13.7	170.8	120.8				סך כל העלייה
2.8	2.2	28.5	20.1				העלייה החודשית הממוצעת

לשיאה — יתרות מטבע החוץ, נטו, גדלו ב-73.7 מיליון ל"י — והוא הדין בגידול אמצעי התשלום, שהסתכם ב-47.2 מיליון ל"י.

הגידול המהיר באמצעי התשלום במחצית הראשונה של 1962 היה מלווה, כנראה, גם בעליית מהירות המחזור שלהם. מהירות המחזור הממוצעת של פקדונות עובר ושב בבנקים, שהיא אינדיקטור חלקי למהירות המחזור של אמצעי התשלום, היתה גבוהה בחודשים ינואר עד יוני 1962 ב-11 אחוזים לעומת המחצית הראשונה של 1961, וב-7 אחוזים, בערך, לעומת המחצית השנייה של אותה שנה. התפתחות זו קשורה, כנראה, בהתגברות הציפיות לעליית מחירים לאחר הפיחות, והיא משקפת גם את התגברות המסחר בנכסים פינאנסיים.

(ב) פקדונות הציבור שאינם אמצעי תשלום

עיקר הגידול ביתרה הכוללת של פקדונות הציבור הפחות נזילים מקורו בגידול בפקדונות מטבע החוץ או הצמודים למטבע חוץ, אשר כתוצאה מן הפיחות עלה ערכם במידה ניכרת. מבין הפקדונות במטבע ישראלי חל גידול ניכר בפקדונות הציבור למתן הלוואות, הכוללים פקדונות של קופות גמל ומוסדות כספיים שונים, מחד, לעומת ירידה ניכרת ביתרת הפקדונות הרגילים לתקופה קצובה, מאידך.

בסך הכל עלו הפקדונות הפחות נזילים בתקופה, הנידונה בדין וחשבון זה, ב-248.2 מיליון ל"י; מכלל זה 198.5 מיליון ל"י הם תוצאה של שינוי ערכה בל"י של יתרת פקדונות מטבע החוץ שהיתה קיימת ביום הפיחות.

עיקר הגידול חל בפז"ק ובתמ"מ — ברובם פקדונות של מקבלי פיצויים אישיים מגרמניה — שהם חלק הארי של פקדונות מטבע החוץ. יתרת הפז"ק והתמ"מ עלתה ב-198.7 מיליון ל"י, אולם, למעשה, מייצג גידול זה תוספת של 21 מיליון דולר בלבד ליתרה של 117 מיליון דולר ערב הפיחות, ואילו עיקר הגידול אינו משקף אלא את גידול ערכה של היתרה הקיימת, במטבע ישראלי. במחצית הראשונה של 1962 הסתכמו תקבולי הפיצויים האישיים מגרמניה ב-67 מיליון דולר בערך. הגידול הנקי ביתרת הפז"ק והתמ"מ מייצג את אותו חלק מהתוספת ליתרות מטבע החוץ שלא היתה לו השפעה על גידול אמצעי התשלום. לעומת זאת, הירידה ביתרת הפקדונות הרגילים במטבע ישראלי לתקופה קצובה בסך 13 מיליון ל"י, וכן ביתרת פקדונות בלתי נזילים אחרים — מבחינת השפעתה על כמות אמצעי התשלום כמוה כהמרת מטבע חוץ או הרחבת האשראי.

(ג) צבירת מטבע חוץ

בששת החודשים הראשונים של 1962 עלו יתרות מטבע החוץ, נטו, שברשות מערכת הבנקאות, ב-600 מיליון ל"י. מכלל סכום זה כ-355 מיליון ל"י הם תוצאה של עליית ערכה בל"י של היתרה שהיתה קיימת ערב הפיחות, ואילו הצבירה הנקייה מסתכמת ב-245 מיליון ל"י או ב-91 מיליון דולר.

חלק גדול מתוספת היתרות הומר במטבע מקומי והיווה, כאמור, את המקור העיקרי לעליית אמצעי התשלום. צבירת היתרות וההמרה המוגברת נמשכו, למעשה, עד סוף מאי. ביוני גדלו יתרות מטבע החוץ, נטו, ב-1.2 מיליון דולר בלבד, ואילו ביולי לא חל, לפי הנתונים הארעיים, כל גידול. בשני החודשים הללו חדלה, איפוא, הצבירה להוות מקור לעליית אמצעי התשלום. התפתחות זו תואמת, פחות או יותר, את מתכונת התנודות העונתיות, שאפיינו את ארבע השנים האחרונות, שבהן התרכזה הצבירה בעיקר בחודשים דצמבר עד מאי. חודשי השיא של הצבירה הם, בדרך כלל, מארס ואפריל, ואילו מיוני עד נובמבר היא נפסקת כמעט לגמרי — או אף חלה ירידה בסכום היתרות, שכן בתקופה זו פוחתים התקבולים לעומת התשלומים במטבע חוץ. בגלל שינוי שער המטבע היתה השפעת העונתיות על עליית אמצעי התשלום רבה השנה במיוחד.

הגידול בנכסים הכספיים שבידי הציבור, לפי המקורות והמרכיבים, ינואר עד יוני, 1961 ו-1962*

העלייה או הירידה (-)						
באחוזים מכלל העלייה		אחוזים		מיליוני ל"י		
1962	1961	1962	1961	1962	1961	
						ה מקורות
143.2	65.0	121.0	31.7	600.0	120.8	יתרות מטבע חוץ
33.5	57.0	17.1	16.4	140.2	106.0	אשראי לציבור
-74.3	-25.0	-100.5	-13.0	-311.2	-46.5	אשראי לממשלה
-2.4	3.0	**	**	-10.0	5.6	גורמים אחרים, נטו
100.0	100.0	25.9	13.5	419.0	185.9	סך כל המקורות
						ה מרכיבים
40.8	65.0	17.6	13.7	170.8	120.8	אמצעי תשלום
59.2	35.0	38.2	13.1	248.2	65.1	פקדונות פחות נזילים
100.0	100.0	25.9	13.5	419.0	185.9	סך כל המרכיבים

* לרבות שינויים הנובעים מחישוב יתרות מטבע החוץ, האשראי במטבע חוץ והפקדונות במטבע חוץ, שהיו קיימים בי"כ בפברואר, לפי שער המטבע החדש.
 ** היתרה בסעיף זה היא קטנה, ולעתים אף שלילית, ולכן שיעורי השינוי בה הם נטולי משמעות.

העלייה בנכסים הכספיים שבידי הציבור, לפי המקורות והמרכיבים, פרט לעלייה ערך היתרות ביום הפיחות*, ינואר עד יוני, 1961 ו-1962

העלייה או הירידה (-)						
באחוזים מכלל העלייה		אחוזים		מיליוני ל"י		
1962	1961	1962	1961	1962	1961	
						ה מקורות
111.2	65.0	49.4	31.7	245.1	120.8	יתרות מטבע חוץ
25.6	57.0	6.9	16.4	56.6	106.0	אשראי לציבור
-37.3	-25.0	-26.5	-13.0	-82.2	-46.5	אשראי לממשלה
0.5	3.0	**	**	1.0	5.6	גורמים אחרים, נטו
100.0	100.0	13.6	13.5	220.5	185.9	סך כל המקורות
						ה מרכיבים
77.5	65.0	17.6	13.7	170.8	120.8	אמצעי תשלום
22.5	35.0	7.6	13.1	49.7	65.1	פקדונות פחות נזילים
100.0	100.0	13.6	13.5	220.5	185.9	סך כל המרכיבים

* כלומר, להוציא שינויים הנובעים מחישוב יתרות מטבע החוץ, האשראי במטבע חוץ והפקדונות במטבע חוץ, שהיו קיימים בי"כ בפברואר, לפי השער החדש.
 ** היתר בסעיף זה היא קטנה, ולעתים אף שלילית, ולכן שיעורי השינוי בה הם נטולי משמעות.

(ד) האשראי הבנקאי לציבור

בשנים האחרונות היווה האשראי הבנקאי לציבור גורם רב משקל בתהליך עליית אמצעי התשלום — באותה מידה כמעט כהמרת מטבע חוץ. אולם בששת החודשים הראשונים של 1962 היתה השפעתו מועטה יחסית הודות לפעולה מונעת של בנק ישראל. העלייה הכוללת באשראי הבנקאי לציבור הסתכמה, אמנם, במחצית הראשונה של 1962 ב־140.2 ל"י, אולם מכלל זה כ־83.6 מיליון ל"י הם פרי עלייה נומינאלית גרידא של יתרת האשראי במטבע חוץ שהיתה קיימת ביום הפיחות. ההרחבה הממשית מגיעה ל־56.6 מיליון ל"י, ומוזה — 15 מיליון ל"י שמקורם בפקדונות הציבור למתן הלוואות, ו־20 מיליון ל"י של אשראי במטבע חוץ שלא במסגרת הנוילות הרגילה. במחצית הראשונה של 1961 לעומת זאת הסתכמה הרחבת האשראי הבנקאי לציבור ב־106 מיליון ל"י. לאחר הירידה הניכרת בהיקף האשראי הבנקאי לציבור ברביע האחרון של 1961, בעקבות המאמץ מצד המוסדות הבנקאיים לחסל את גירעון הנוילות החייב בקנס, חודשה הרחבת האשראי בינואר מהמוסדות הבנקאיים וכן מבנק ישראל. אולם למן הפיחות ועד סוף מאי, בתקופה שבה הגיעה המרת מטבע החוץ לשיאה, הסתכם הגידול באשראי הבנקאי לציבור בפחות מ־7 מיליון ל"י. ביוני חודשה הרחבת האשראי על־ידי חלק מן המוסדות הבנקאיים, בעיקר מתוך עודפי נכסים נזילים שנוצרו אצלם, אם בעקבות גידול בפקדונות ואם על־ידי מכירת יתרות מטבע חוץ לבנק ישראל.

(ה) חוב הממשלה למערכת הבנקאות

חוב הממשלה, נטו, למערכת הבנקאות ירד בחודשים ינואר עד יוני ב־311.2 מיליון ל"י. חלק הארי של ירידה זו קשור בקיזוז העלייה בערך נכסי מטבע החוץ, נטו, של בנק ישראל ובפקדונות הממשלה במטבע חוץ בבנק ישראל, בעקבות הפיחות. רווחי פיחות אלה, המסתכמים ב־229 מיליון ל"י, שימשו לפירעון התחייבויות הממשלה לבנק ישראל ולהגדלת יתרת הזכות של הממשלה בבנק ישראל, והקטינו את חוב הממשלה, נטו, למערכת הבנקאות באותו סכום. בניכוי השפעת שינוי השער מגיעה הירידה בחוב הממשלה ל־82.2 מיליון ל"י לעומת ירידה של 46.5 מיליון ל"י במחצית הראשונה של 1961. בולטת בייחוד הירידה שחלה בינואר, בסך 45.3 מיליון ל"י; זו קשורה במידה רבה בהפקדת מטבע חוץ בבנק ישראל על ידי הממשלה, בעיקר מאשראי מחוץ לארץ לחברות ציבוריות וכן מהעברות ציבוריות של מטבע חוץ. בחודשים פברואר עד מאי ירד חוב הממשלה ב־53 מיליון ל"י, בעיקר כתוצאה מהפקדת התמורה מאמיסיות של המלווה קצר המועד ומפירעון מוקדם של משכנתאות, אשר שימש מכשיר חשוב לספיגת כספים מן השוק בחודשים אלה, שבהם הגיעה ההמרה לשיאה. ביוני חלה עלייה בחוב הממשלה למערכת הבנקאות ב־16.3 מיליון ל"י, ועלייה זו יחד עם הגידול באשראי הבנקאי לציבור הם שהביאו לעלייה הניכרת באמצעי התשלום, בסך 29.7 מיליון ל"י בחודש זה, שבו פסקה השפעת ההמרה לגמרי.

3. התוצאות של החשת קצב הגידול של אמצעי התשלום

הגידול הרב, שתואר לעיל, בניילות המשק בעקבות הפיחות נתן את אותותיו בתחומים שונים של הפעילות הכלכלית. עלייה זו של אמצעי התשלום היא במידה רבה תוצאה ישירה של פעולה המכוונת להבראת המשק, ומן הדין, איפוא, שהערכת ההתפתחות תהיה שונה מזו של ההתפתחויות בעבר. הבא לערוך מאזן כולל של ההתפתחויות האחרונות, שומה עליו לשקול את התוצאות החיוביות של הפיחות, מכמה וכמה בחינות, לעומת ההתרחבת המוניטארית, פרי המרה מוגברת, על הלחצים האינפלציוניים המתלווים לה. לזכות המדיניות החדשה יש לזקוף הישגים ניכרים:

השער האחד מסייע לביטול עיוותים במשק ומונע סירבול אדמיניסטרטיבי הכרוך בריבוי שערי חליפין. יש להביא בחשבון גם את ההתפתחות האלטרנטיבית, שהיתה צפויה אלמלא המדיניות הכלכלית החדשה, ואשר היה בה, ודאי, משום המשך למגמות שנסתמנו ב־1961. מבחינת מאזן התשלומים ומבחינות אחרות היתה ההתפתחות ב־1961 שלילית בהחלט.

בדין וחשבון האחרון של בנק ישראל מובא תיאור המצב ב־1961 על רקע ההתפתחויות המוניטאריות, כדלקמן: "בשנת 1961 גדל התוצר הלאומי הריאלי ב־9 אחוזים בערך, שיעור העולה במקצת על שיעור הגידול ב־1960 — 7 עד 8 אחוזים — ודומה לשיעור הגידול הממוצע בשנים האחרונות. מספר המועסקים גדל ב־4.7 אחוזים, והתוצר למועסק עלה, איפוא, ב־4 אחוזים בערך. גידול התוצר ב־1961 היה מלווה בשתי תופעות שליליות, שמקורן בהרחבה ניכרת של הביקוש לצריכה ולהשקעה: החשת קצב עליית המחירים ועלייה ניכרת בעודף היבוא. רמת המחירים המקומיים עלתה ב־1961 בשיעור של 8 אחוזים, בקירוב. עלייה זו באה לאחר תקופה של יציבות יחסית, שהקיפה את השנים 1959 ו־1960, שבהן לא הגיעה עליית המחירים אלא לשיעור של 2 עד 3 אחוזים לשנה. עודף היבוא גדל ב־21 אחוזים והגיע ב־1961 ל־400 מיליון דולר — לאחר יציבות יחסית בשנים 1957 עד 1959 ועלייה של 6 אחוזים ב־1960... הצריכה הפרטית הריאלית עלתה בשנת 1961 ב־10 אחוזים לעומת 8 אחוזים ב־1960. הצריכה הפרטית נפשה עלתה ב־6.5 לעומת 5 אחוזים ב־1960".

חשיבותו של ריסון ההתרחבות המוניטארית היא בכך שהמדיניות הכלכלית החדשה מכוונת לעידוד היצוא וריסון היבוא. כל עליית מחירים מן ההכרח שתפגע בכושר התחרות בשווקים הבינלאומיים. העמדת השנים 1959 ו־1961 זו לעומת זו (ראה לוח 7) יש בה כדי להבליט את ההתפתחויות השליליות המתלוות להרחבה מוניטארית מואצת.

לוח 7

שינויי אמצעי התשלום, התוצר, המחירים ועודף היבוא, 1959 עד 1961

השנה	אמצעי התשלום	האשראי	התוצר הלאומי	המחירים המקומיים	עודף היבוא על היצוא
1959	13	23	12	3	-5
1960	14	27	7	3	6
1961	18	32	9	8	21

מוקדם עדיין לגשת לניתוח מקיף של תוצאות הפיחות, שכן מלוא השפעתם של גורמים שונים, הפועלים במשק, יש שהיא מתגלית רק לאחר תקופה ארוכה. יתר על כן, בתחומים רבים חסרים עדיין נתונים שוטפים, שבלעדיהם קשה להגיע לכלל סיכום ההתפתחויות במחצית הראשונה של 1962.

אולם כבר עתה ברור מעל לכל ספק שהייצור והתעסוקה במשק לא נפגעו על־ידי הפיחות, וגידולו המהיר של התוצר הלאומי — נמשך. מאידך, הזרמת כוח קנייה כה רב למשק, כבחמשת החודשים הראשונים שלאחר הפיחות, יש לה בהכרח השפעה שלילית בתחום המחירים ומאזן התשלומים. לעתים נשמעת הטענה כי הנה הוגשמו עיקר ההמלצות שהועלו בדינים וחשבונות

קודמים של בנק ישראל — ואף על-פי-כן לא נפסקו התהליכים האינפלציוניים במשק. טענה זו אין בה בשום פנים כדי לגרוע ממידת התאמתם של האמצעים שהומלץ עליהם, ואינה מלמדת אלא שהפעלת אמצעי-הנגד היתה בלתי מספיקה בהיקפה, ולכן לא היו גם התוצאות מניחות את הדעת. יעילותם של אמצעי-הנגד תלויה במידת עוצמתם נוכח היקף התהליכים האינפלציוניים. ואמנם, האמצעים, שננקטו בשנים הקודמות ובמחצית השנה האחרונה, לא היו מספיקים. אולם אין כל ספק שהתוצאות עלולות היו להיות חמורות יותר, אלמלא נקטו הממשלה ובנק ישראל באמצעי ריסון וצמצום עודף הביקוש במשק.

(א) התוצר והתעסוקה

בניגוד לנבואותיהם של רבים, שהסתמכו על ניסיון הפיחות ב-1952 ופיחותים שונים בארצות אחרות, לא גדלה כלל האבטלה ולא הואט קצב גידולו של התוצר. הפעילות המוגברת בתחום ההשקעות והייצור השוטף נמשכה; והוא הדין במגמה של צמצום האבטלה והעבודות היוזמות בד בבד עם החרפת המחסור בכוח אדם בענפים ובמקצועות שונים למרות הגברת זרם העלייה במחצית הראשונה של 1962.

הממוצע היומי של המובטלים, הרשומים בלשכות העבודה, ירד מ-5,900 במחצית הראשונה של 1961 ל-4,700 במחצית הראשונה של 1962, כלומר ביותר מ-21 אחוזים. בחמשת החודשים הראשונים של 1962 היה ממוצע ימי העבודה היוזמה לבעלי כושר גופני מלא נמוך ב-11 אחוזים מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. לפי נתוני שירות התעסוקה היה המספר החודשי הממוצע של המשרות, שלא נמצאו להן מועמדים, גבוה בחודשים ינואר עד מאי 1962 ב-57 אחוזים מאשר באותה תקופה אשתקד.

לוח 8

הממוצע היומי של המובטלים הרשומים בלשכות עבודה, לפי חודשים, 1961 ו-1962

1962	1961	
5,736	7,590	ינואר
5,528	7,834	פברואר
4,538	5,049	מארס
3,800	5,477	אפריל
4,531	5,258	מאי
3,896	4,322	יוני
4,673	5,922	ממוצע ינואר עד יוני

כל ההתפתחויות הללו בשוק העבודה, בתקופה של גידול רב בממדי העלייה לארץ ובהיקף כוח העבודה, מעידות על המשך גידולו המהיר של הייצור הריאלי בתעשייה, בחקלאות, בבנייה ובשאר ענפי המשק. הייצור והתעסוקה לא נפגעו, איפוא, על ידי הפיחות, אולם לא ברור עדיין, אם אמנם יחוללו הפיחות והמדיניות הכלכלית החדשה את התמורות בהקצאת גורמי הייצור ובהרכב הייצור, שהן תנאי לקידום המשק לקראת עצמאות כלכלית — דבר שאינו נופל בחשיבותו מעצם הבטחת שיעור צמיחה גבוה.

הגבלת הגידול בביקוש הכולל במשק על ידי צמצום ההוצאות הציבוריות והפרטיות לצריכה ולהשקעות לא תפגע, בתנאים של היום, בקצב גידולו של הייצור, אלא רק תפחית מלחץ-היתר על מקורות כוח האדם ועל שאר גורמי הייצור. פעילות מופרזת בתחום כלשהו, כגון בענף הבנייה, למשל, מערערת את היציבות במשק ועלולה לשים לאל את מטרות הפיחות.

(ב) מאזן התשלומים

הצלחת המדיניות הכלכלית החדשה תיבחן בעיקר בהתפתחות במאזן התשלומים. התקופה הקצרה שלאחר הפיחות, אשר לגביה מצויים נתונים על סחר החוץ, אינה יכולה לשמש אבן בוחן להשפעות הפיחות בתחום זה, שכן חלק ניכר מהיבוא והיצוא בחודשים אלה הוא תוצאה של פעולות והזמנות מהתקופה שקדמה לפיחות. רק בסוף שנת 1962 ניתן יהיה לגשת להערכת ההשפעה של המדיניות הכלכלית החדשה על מאזן התשלומים.

במחצית הראשונה של 1962 עלה יצוא הסחורות ב-11 אחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד; יבוא הסחורות עלה ב-2.3 אחוזים, והגירעון המסחרי צומצם ב-5.6 אחוזים. אולם אם ננכה את השפעת הירידה התלולה ביבוא האניות והמטוסים, שהסתכם ב-12 מיליון דולר לעומת 44 מיליון במחצית הראשונה של 1961, נקבל עלייה של 11.6 אחוזים (38.7 מיליון דולר) ביבוא, פרט לאניות ומטוסים, לעומת עלייה של 8.1 אחוזים (18.6 מיליון דולר) במחצית הראשונה של 1961 לעומת זו של 1960.

גירעון המאזן המסחרי, שאינו כולל את יבוא האניות והמטוסים, גדל ב-20 אחוזים, בקירוב. ביבוא הסחורות חלה העלייה הבולטת ביותר בסעיף חומרי הגלם — 23.7 מיליון דולר, שהם 15.8 אחוזים — ובייחוד בחומרי הגלם לתעשייה. כן עלה יבוא נכסי ההשקעה, מחוץ לאניות ומטוסים, ב-15 מיליון דולר, שהם 26.8 אחוזים. גידול זה ביבוא חומרי הגלם ונכסי ההשקעה קשור, ודאי, במידה רבה בהזמנות שמלפני ה-9 בפברואר שמקורן בציפיות לפיחות. כן השפיע, ודאי, גם הגידול הרב במספר העולים ובאוכלוסיה על היקף היבוא.

לוח 9

היבוא, הייצוא והגירעון המסחרי, ינואר עד יוני, 1960 עד 1962

(מיליוני דולרים)

העלייה או הירידה (-)		ינואר עד יוני					
אחוזים		מיליוני דולרים		1962	1961	1960	
1962	1961	1962	1961	1962	1961	1960	
2.3	23.3	6.6	65.1	298.5	291.9	236.8	יבוא הסחורות
11.4	11.2	15.4	14.7	150.6	135.2	120.5	יצוא הסחורות
- 5.6	34.8	- 8.8	40.4	147.9	156.7	116.3	הגירעון המסחרי
-73.0	488.1	-32.1	36.5	11.9	44.0	7.5	יבוא האניות והמטוסים
11.6	8.1	38.7	18.6	286.6	247.9	229.3	היבוא, בניכוי יבוא האניות והמטוסים
20.7	3.6	23.3	3.9	136.0	112.7	108.8	הגירעון, בניכוי יבוא האניות והמטוסים

ייתכן שהנתונים על רשיונות היבוא החדשים, שהוצאו לאחר הפיחות, יש בהם כדי לרמוז על השפעתו האפשרית של הפיחות על היבוא, שכן הם מלמדים על ההתפתחויות הצפויות לעתיד. אולם, מאידך, אי-הבהירות, ששררה מיד לאחר הפיחות, והדחייה האפשרית בהגשת בקשות לרשיונות יבוא חדשים בעקבותיה, גורעים ממשמעותה של ההשוואה עם התקופה המקבילה אשתקד. בחודשים מארס עד יוני 1962 הוצאו רשיונות יבוא לסכום של 145 מיליון דולר, פרט לרשיונות ליבוא אניות ומטוסים, לעומת 162 מיליון דולר בחודשים המקבילים ב-1961. רק ההתפתחויות בחודשים הבאים עשויות ללמד באיזו מידה יש לפיחות השפעה בולמת על יבוא הסחורות. הערכה כזו מן הדין שתיעשה על רקע ההתפתחות האלטרנטיבית שהיתה צפויה אלמלא הפיחות, ואשר היתה, ודאי, מביאה לתוצאות שליליות ביותר.

לגבי היצוא והיבוא של שירותים אין עדיין נתונים, ולכן קשה לאמוד את היקפו של הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים במחצית הראשונה של 1962. יש מקום להניח ששינוי שער החליפין היתה לו השפעה חיובית על היקף ההכנסות משירותים מסוימים, ובייחוד מתירות, שכן הוא הפך את ישראל לארץ זולה יותר לתיירים.

שינוי שער המטבע הגביר את הזרם של סוגים מסוימים של העברות הון במזומנים. היקף התקבולים מפיצויים אישיים מגרמניה עלה מ-52 מיליון דולר במחצית הראשונה של 1961 ל-67 מיליון דולר במחצית הראשונה של 1962, עלייה של כ-30 אחוזים. בהעברות על-ידי מוסדות חלה עלייה קלה, ובהשקעות והעברות הון אחרות של פרטים, במזומנים, חלה עלייה ניכרת². בחלקן אלה הן, ללא ספק, העברות של כספים שהושהו בחוץ לארץ מתוך ציפיות לפיחות, והן בעלות אופי חד-פעמי, אולם שינוי שער המטבע יש בו משום צידוד גם לגבי העברות הון רגילות.

ביבוא ההון ממקורות שאינם מושפעים על-ידי שער המטבע, כגון השילומים, סיוע ממשלת ארצות-הברית ומלווה העצמאות והפיתוח, חלה בדרך כלל עלייה מועטת יותר מאשר בתקופה המקבילה אשתקד, שכן זרם ההון מסוג זה מתחיל לקטון בהתאם למצופה. לעומת זאת חלה עלייה באשראי לזמן קצר מחוץ לארץ — תופעה בלתי רצויה בהחלט.

כבשנים שעברו כיסה יבוא ההון, נטו, גם במחצית הראשונה של 1962 את הגירעון הגדול בחשבון השוטף במאזן התשלומים, ואף איפשר למשק להמשיך בצבירת יתרות מטבע חוץ, על כל תוצאות הלוואי השליליות בתחום המוניטארי המתלוות לכך. אולם בעתיד הקרוב ייפסקו השילומים מגרמניה לחלוטין, ההכנסות ממלווה העצמאות והפיתוח יאזונו במידה רבה על ידי תשלומי הפירעון, העתידים להתחיל, וזרם הפיצויים האישיים ותקבולים חד צדדיים אחרים יקטן, כנראה, גם הוא. ספק רב אם הגברת זרם ההשקעות הפרטיות ושאר סוגי יבוא הון ימלאו את החסר. אם לא יצליח לצמצם בהדרגה את הגירעון במאזן התשלומים, עלול, איפוא, המשק לעמוד בפני תהליך של דלדול הרזרבות שלו במטבע חוץ ובפני זעזועים חריפים. המדיניות הכלכלית החדשה נועדה למנוע זאת, ומכאן החשיבות המכרעת הנודעת לבלימת ההתרחבות המוניטארית והביקוש הגואה, העלולים לפגוע בכושר ההתחרות שלנו בשוקי חוץ.

(ג) המחירים

מטרתו העיקרית של שינוי שער המטבע היתה — שיפור מאזן התשלומים באמצעות ייקור היבוא והגדלת התמורה ליצוא. ייקור היבוא יחסית למחירי הייצור המקומי נועד לעודד החלפת

¹ הנתונים לגבי יוני 1962 הם ארעיים.

² בחודשים ינואר עד מאי 1962 הסתכמו העברות המוסדות ב-36 מיליון דולר לעומת 33 מיליון דולר בתקופה המקבילה אשתקד; שאר העברות ההון של פרטים, במזומנים הסתכמו ב-52 מיליון דולר לעומת 36 מיליון דולר ב-1961.

יבוא, ואילו העלאת השער ליצוא באה להגדיל את כדאיות המכירה בשוקי חוץ לעומת המכירה בשוק המקומי. כלומר, מעצם מהותו מחייב הפיחות עלייה ברמת המחירים הכללית במשק; בשלב הראשון — על-ידי התייקרות מרכיב היבוא בייצור ובצריכה, ובשלב השני — על ידי תוספת היוקר והוצאות השכר, במידה שהעלייה ביעילות קטנה מכדי לספוג את הגידול בהוצאות. אולם נוסף לתהליך ההתייקרות מצד ההוצאות נוצר בעקבות הפיחות גם תהליך עליית מחירים מצד הביקוש עקב העלייה הניכרת בנזילות ובהכנסה הכספית במשק. ומאחר שההפרש בין שער החליפין החדש והשער של ערב הפיחות, לרבות ההיטלים והפרמיות, אינו רב, נשקפת סכנה, שאם לא יינקטו אמצעים נמרצים לבלימתה מעבר לגבול המוצדק על-ידי התייקרות היבוא, תביא עליית המחירים תוך זמן קצר לביטול האפקטיביות של הפיחות. תנאי בל-יעבור לשיפור מאזן התשלומים הוא שעליית הוצאות הייצור והמחירים לא תדביק את ייקור היבוא ואת העלאת השער ליצואנים.

בשלב הראשון שלאחר הפיחות לא הגיעה עליית המחירים לממדים גדולים. במשך כל המחצית הראשונה של 1962 עלה מדד המחירים לצרכן ב-2.5 אחוזים בלבד. אולם בכך באה לידי ביטוי גם ההשפעה נגדית של הירידה העונתית התלולה במחירי הפירות והירקות בחודשים מאי ויוני. מדד המחירים לצרכן, בלי פירות וירקות, עלה במשך מחצית שנה זו ב-5 אחוזים.

מן הנמנע לבודד את השפעת הפיחות על רמת המחירים בשלמותה, אך אין ספק שחלק מעלייה זו של 5 אחוזים אינו קשור כלל בפיחות. מאידך, טרם באה מלוא השפעת הפיחות לידי ביטוי בעליית המחירים, שכן הממשלה עשתה מאמצים רבים למנוע עליית מחירים פתאומית תלולה באמצעות הסדרים מיוחדים עם היצרנים, שהיו כרוכים בויתור על מסים ובהענקת סובסידיות. חלק מהסדרים אלה, שתכליתם היתה לדחות את עליית המחירים, שנתחייבה מתוך שינוי שער המטבע, כמוהם כדחיית הפיחות, למעשה, ומכאן — גם דחיית השפעתו על רמת המחירים. מלוא השפעת הפיחות על רמת המחירים תתמצה רק כעבור זמן-מה, עם ביטולן ההדרגתי של התמיכות השונות ולאחר שתתגלה במלואה השפעתם של אותם הגורמים הפועלים בפיגור מסוים, לרבות ההתרחבות המוניטארית שהגיעה לשיאה באפריל.

בניתוח התפתחות המחירים במשק יש לזכור שהיבוא המוגבר של סחורות במחצית הראשונה של 1962, וכנראה גם חיסול חלקי של מלאי שנצבר לקראת הפיחות, היה בהם כדי להסוות במידת מה את הלהצים לעליית מחירים. גם השינויים בתנאי התשלום במשק, שהיו כרוכים בצמצום היקף המכירות באשראי ובמעבר למכירה במוזמנים, כמוהם כעליית מחירים סמויה, הגם שקשה לאמוד אותה באופן כמותי.

יש לחזור ולהדגיש ששום הסדרים והסכמים, המכוונים לבלימת עליית המחירים, לא תהיה בהם תועלת, אם לא תיבלם ההתרחבות המוניטארית המהירה ולא ירוסן הביקוש הגואה לסחורות ולשירותים.

(ד) הנזילות הכללית ושוק הכספים

העובדה, שניתן היה להאיט במידה ניכרת את הרחבת האשראי הבנקאי לציבור מבלי לפגוע בגידול המהיר של הייצור הריאלי והתעסוקה, מעידה על הנזילות הרבה הקיימת במשק. בשעה שמזורמים למשק אמצעי תשלום בממדים גדולים מתמורת ההמרה של מטבע חוץ, אין כל צורך בהרחבת האשראי, ואי גידולו של האשראי אין בו כלל כדי לעכב את הרחבתו המהירה של הייצור — בניגוד לדעות החוזרות ונשמעות לעיתים קרובות. נזילות המפעלים במשק גדלה משתי סיבות: (א) מתוך ציפייה לפיחות הוגדל ברוב המקרים מלאי חומרי הגלם והמוצרים, ואילו

עתה הוחל בצמצומו; (ב) בחודשים הראשונים שלאחר הפיחות הגיעו המכירות להיקף גדול במיוחד בגלל ציפיות הציבור לעליית מחירים, ובה בשעה עלה גם משקל המכירות במזומנים. הנזילות הרבה במשק משתקפת גם בשוק השחור לאשראי, שבו ירדה הריבית על שטרות של לווים טובים מ־16 עד 17 אחוזים בחודשים האחרונים שלפני הפיחות ל־13 עד 15 אחוזים כיום. מחד, גדל היצע ההלוואות, ומאידך, פחת יחסית הביקוש לאשראי בגלל עליית משקל המכירות במזומנים והנזילות הרבה של המפעלים.

בשוק הכספים חלה עלייה מפתיעה בהיקף הרכישות של המלווה קצר המועד על ידי הציבור. בניגוד לרפיון הממושך, ששרר בשוק זה, הצליחה הממשלה למכור במחצית הראשונה של 1962 איגרות בסך של 45 מיליון ל"י, נטו מפדיונות, לעומת מכירות בהיקף מצומצם מאוד בתקופה שקדמה לפיחות. רכישה רבת־ממדים זו של התחייבויות קצרות מועד קשורה, ללא ספק, בנזילות הרבה במשק, והיא איפשרה לממשלה לספוג מן השוק סכומי כסף ניכרים.

בשוק איגרות החוב הצמודות היתה ההתפתחות שונה. הנפקת איגרות החוב הצמודות לדולר הופסקה לחלוטין, ונמשכה הנפקתן של אלה הצמודות למדד בלבד. אולם בשוק זה גדל הגיוון עם הנפקת סדרות שזמן פרעונן כעבור חמש שנים בלבד. הסכום, שגויס בשוק איגרות החוב הצמודות למדד על־ידי הממשלה וגופים אחרים, הסתכם במחצית הראשונה של 1962 ב־71 מיליון ל"י, בקירוב, נטו מפירעון, לעומת 77 מיליון ל"י בתקופה המקבילה אשתקד. ירידה זו חלה בניגוד למצופה נוכח הנזילות הגוברת במשק, והיא מצמצמת את המקורות הבלתי אינפלציוניים למימון השקעות. הסכום הנקי, שגויס במחצית הראשונה של 1962 באמצעות איגרות חוב קצרות מועד וארוכות מועד כאחת, הגיע ל־111 מיליון ל"י לעומת 97 מיליון ל"י במחצית הראשונה של 1961.

4. המלצות

א. בתחום המדיניות המוניטארית יהא צורך בהעלאת שיעורי הנזילות — במידה שתתחדש התרחבות אשראי בממדים גדולים, בהתקרב סוף השנה אפשר לצפות להתחדשות ההמרה המוגברת של מטבע חוץ, אשר תחייב, ודאי, נקיטת אמצעי־נגד בתחום האשראי הבנקאי לציבור ובתחומים אחרים. כבר כיום יש מקום להעלות את שיעורי הנזילות על פקדונות תושבי חוץ במטבע חוץ (פת"ח), המהווים מקור למימון יבוא ולהגדלת הנזילות במשק. כן מן הראוי להחמיר את ההגבלות על מימון היבוא בצורות אחרות, גם במסגרת פעולות האוצר. התנאים הנוחים של מימון במטבע חוץ מעודדים קניות בחוץ לארץ, מחד, ויוצרים כוח קנייה מלאכותי בארץ, מאידך.

ב. רצוי לצמצם בהדרגה, ובמרוצת הימים אף לבטל כליל, את הנוהג של העמדת אשראי בנקאי מטעם משרדי הממשלה לרשות חייבי מס הכנסה ומסים אחרים. האשראי הבנקאי לחייבי מס הכנסה קטן, אמנם, בתקופה האחרונה, אולם יתרה זו מסתכמת עדיין ב־40 מיליון ל"י בקירוב. לחייבי המסים יש עניין בקבלת אשראי ממקור זה, הניתן בריבית הרשמית הנוחה, ואף אלה, המסוגלים לשלם את מסיהם כסדרם, נוטים להיזקק לו.

ג. תכנית חיסכון החובה, שתוגשם בקרוב ואשר תאפשר הקפאת חלק של עודפי הנזילות הנוצרים במשק, היא צעד חשוב לצימצום הגידול בביקוש. אולם התנאי להשפעה האנטי־אינפלציונית של תכנית זו הוא שהתמורה לא תשמש למימון הוצאות כלשהן, אלא תוקפא במלואה כפקדון מיוחד בבנק ישראל, בהתאם לחוק.

ד. בד בבד עם הנהגת חיסכון החובה יש לעודד בכל הדרכים חיסכון מרצון, ובייחוד באמצעות שוקי הכספים וההון; אולם לפעולות אלה לא תיה השפעה אנטי־אינפלציונית, אלא בה במידה שהממשלה תגייס סכומים גבוהים יותר מהאומדן בתקציב, והעודף יעוקר. עד כה גויסו באמצעות מלוות צמודים לזמן ארוך סכומים קטנים, ומן הראוי לעודד את המכירה על ידי גיוון נוסף של ההיצע ושיפור התנאים המוצעים. יש להקפיד שההכנסות מהמלווה קצר המועד

ומהפירעון המוקדם של משכנתאות, שאינן כלולות באומדן ההכנסות של התקציב, תוקפאנה במלואן — תנאי שלא קיים במלואו בחודשים האחרונים. יש להמריץ את המשך הפירעון המוקדם של המשכנתאות הצמודות על ידי הקלות שונות, ואת ההכנסות ממקור זה יש להקפיא. אמצעים מעין אלה יסייעו להגברת החיסכון של שכבות רחבות.

ה. נוכח עוצמתם הרבה של התהליכים האינפלציוניים אין די במדיניות המוניטארית לבדה; האמצעים להגבלת האשראי ולעידוד החיסכון חייבים להיות משולבים במדיניות פסקאלית המכוונת ליצירת עודף ניכר בתקציב הממשלה. הארץ נמצאת כיום בתנאי תעסוקה מלאה, ובענפים שונים, ובייחוד בענף הבנייה, מורגש אף מחסור בעובדים. שוב אין במשק גורמי ייצור רדומים, ובמקום שישנם — אין הפעלתם אפשרית בגלל צווארי בקבוק ומחסור בגורמי ייצור משלימים. בנסיבות אלה עידוד מופרז של השקעות אין בו כדי לקדם את צמיחת המשק, אלא את תהליכי האינפלציה בלבד. הדבר הנדרש עתה הוא מיתון הפעילות הכלכלית והאטת קצב ההשקעות. היקף ההשקעות המתוכננות צריך שיהא הולם את כמות גורמי הייצור הפיזיים המצויים. בנסיבות הקיימות יש מקום גם לסלקטיביות רבה יותר בהשקעות. עתה, משאין עוד אפשרות פיזית להקמת מפעלים חדשים בקצב המהיר הרצוי, יש להשתמש בחלק מתקציב הפיתוח לשם העמדת הון חוזר לרשותם של מפעלים על-מנת להבריאים. סלקטיביות ההשקעות והבראתם של מפעלים יגבירו את כושר ההתחרות של המשק ויבטיחו קצב צמיחה מהיר יותר בעתיד.

ו. בשעה שרזרבות המדינה במטבע חוץ מגיעות להיקף גדול יחסית, ויבוא ההון וצבירת היתרות נמשכים, יש לשלול קבלת מלוות חוץ, פרט לאלה שנועדו למטרות בעלות עדיפות מבחינת המשק והניתנים לתקופה של יותר מ-15 שנה ובריבית של פחות מ-6 אחוזים. על הממשלה להמנע לחלוטין מהגדלת התחייבויותיה לזמן קצר לחוץ-לארץ, כפי שאירע בחודשים האחרונים. כן אין זה מן הרצוי לנצל קווי אשראי ולקבל אשראי מספקים זרים, פרט למינימום מסוים. יש אף מקום לצמצם את העידוד המופרז הניתן לפקדונות תושבי חוץ (פת"ח) על-ידי הריבית הגבוהה שהם זוכים לה היום.

ז. מן הראוי לצמצם במידה ניכרת את הסובסידיות למחירי מצרכים רבים, ולהקטין על ידי כך את ההוצאות הציבוריות. סיוע ישיר לשכבות החלשות מבחינה כלכלית הוא זול יותר ויעיל יותר, שכן קל לכוונו לשכבות אלה בלבד, מבלי לפזרו בקרב האוכלוסייה כולה, אשר ברובה אינה זקוקה לו. צמצום הסובסידיות יסלק גם עיוותי מחירים ויאפשר קביעת קריטריונים אובייקטיביים יותר לכושר ההתחרות שלנו בשוקי חוץ.

ח. אולם כל ההמלצות שהועלו כאן לא יהא בהן, כמובן, מועיל, אם מדיניות השכר וההכנסות האישיות לא תתרום להאטת הקצב המהיר של העלייה ברמת ההכנסות וברמת החיים. הבראת המשק לא תיתכן בלי ויתורים מבחינה זו — ויתורים הצריכים, כמובן, להיות, מושתתים על חלוקה צודקת ככל האפשר של הנטל. בהעדר מדיניות מאופקת בתחום ההכנסות מצד הממשלה, הציבור והאיגודים הכלכליים והפוליטיים השונים עלול הלחץ לעליית מחירים לגבור מצד הביקוש וההוצאות כאחת.

בכבוד רב,

(—) דוד הורוביץ

נגיד בנק ישראל