

דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום בתקופה שבין ה־3 ביולי 1960 ל־31 במאי 1961

ירושלים, י"ט באלול תשכ"א

31 באוגוסט 1961

לכבוד

הממשלה,

וועדת הכספים של הכנסת,

ירושלים.

הריני מתכבד להגיש לכם בזאת דין־וחשבון על עליית אמצעי התשלום בשיעור העולה על 15 אחוזים בתקופה שבין סוף יולי 1960 ובין סוף מאי 1961, בהתאם לחובה שהוטלה עלי לפי סעיף 35 בחוק בנק ישראל תשי"ד (1954).

דין־וחשבון זה מתייחס לתקופה המסתיימת בסוף מאי 1961, אולם כיוון שהכנת הדין־וחשבון דרשה זמן־מה, נכלל בו גם ניתוח קצר של ההתפתחויות במשק בחודשים שלאחר מכן.

בכבוד רב,

(—) דוד הורוביץ

נגיד בנק ישראל

לכבוד
הממשלה,
וועדת הכספים של הכנסת,
ירושלים.

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 מסויים בחמישה עשר אחוזים או יותר על סך אמצעי התשלום שהיו אי פעם בתוך שנים עשר החודשים האחרונים שלפני אותו יום".
בתקופה שבין ה-31 ביולי 1960 ל-31 במאי 1961 עלו אמצעי התשלום מ-845.3 מיליון ל"י ל-976.3 מיליון ל"י — עלייה של 131.0 מיליון ל"י או 15.5 אחוזים.

(א) שיעור הגידול באמצעי התשלום

דין וחשבון זה הוא שישי במניין הדו"חות על עליית אמצעי התשלום, שהוגשו עד כה. חמשת הדו"חות הקודמים התייחסו לתקופות הבאות:

1955	עד 31 ביולי	1955	1. 31 בינואר
1956	עד 31 באוגוסט	1955	2. 31 באוגוסט
1957	עד 31 במאי	1956	3. 31 באוגוסט
1958	עד 31 במאי	1957	4. 31 במאי
1960	עד 31 ביולי	1959	5. 31 בדצמבר

לאחר האטה בולטת בשיעורי הגידול של אמצעי התשלום בשנים 1958 ו-1959, והפוגה של יותר משנתיים — מסוף מאי 1958 ועד סוף יולי 1960 — בהגשת דינים וחשבונות, חל בראשית 1960 מפנה בכיוון הפוך. המגמות בשיעורי הגידול השנתיים של אמצעי התשלום משתקפות בלוח 1.

בתקופת עשרת החודשים, שבין סוף יולי 1960 לסוף מאי 1961, שבהם עוסק דין וחשבון זה, עלו אמצעי התשלום ב-15.5 אחוזים. שיעור הגידול במשך התקופה לא היה אחיד. בעוד שבחודשים אוגוסט עד אוקטובר 1960 הואט קצב הגידול של אמצעי התשלום בהשוואה למחצית הראשונה של אותה שנה, והם עלו בשיעור חודשי ממוצע של 0.5 אחוזים בלבד, הרי מחודש נובמבר ואילך מסתמנת מגמה של החשת קצב העלייה. בתקופה שבין סוף נובמבר 1960 לסוף מאי 1961 עלו אמצעי התשלום בשיעור חודשי ממוצע של 1.9 אחוזים לעומת 1.5 אחוזים בתקופה המקבילה בשנה הקודמת.

העלייה הרבה באמצעי התשלום בחודשים נובמבר ודצמבר 1960 עומדת בניגוד בולט למגמת הירידה שאפיינה חודשים אלו בשנים קודמות. עלייה זו וכן העלייה המהירה במחצית הראשונה של 1961 נבעו בעיקרן מגידול יתרות מטבע החוץ במערכת הבנקאות והמרתן באמצעי תשלום מקומיים, ומגידול ניכר באשראי הבנקאי לציבור.

שיעורי הגידול השנתיים באמצעי התשלום, 1955 עד 1961

(מיליוני ל"י)

הגידול בכמות הממוצעת השנתית		הגידול מסוף השנה הקודמת		השנה
אחוזים	מיליוני ל"י	אחוזים	מיליוני ל"י	
20.5	67.6	20.4	71.2	1955
17.9	71.1	23.3	97.6	1956
19.4	91.0	11.5	58.9	1957
15.2	85.3	14.5	83.7	1958
12.5	80.8	10.0	66.0	1959
13.7	99.6	21.3	154.3	1960
				סוף יולי 1959 עד
		12.2	92.1	סוף יולי 1960
				זוף יולי 1960 עד
		18.3	154.4	סוף יולי 1961

(ב) המקורות הישירים לעלייה באמצעי התשלום

היקף העלייה באמצעי התשלום הוא תוצאת הגידול בגורמים הישירים הפועלים להרחבת הנכסים הכספיים שבידי הציבור, בניכוי התוספת לפקדונות הפחות נזילים של הציבור במוסדות הבנקאיים שאינם בגדר אמצעי תשלום.

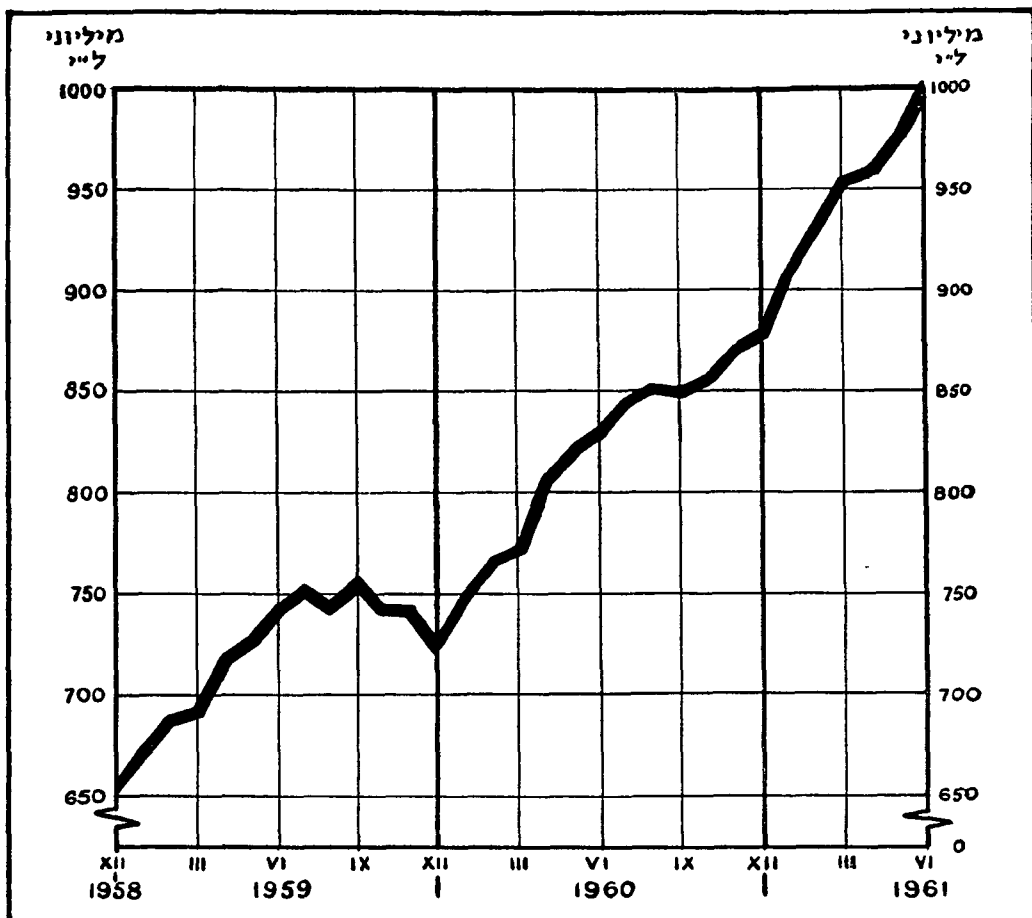
בחודשים אוגוסט 1960 עד מאי 1961 הסתכם הגידול הכולל בנכסים הכספיים שבידי הציבור ב-294 מיליון ל"י או ב-22.0 אחוזים לעומת 190 מיליון ל"י או 17.5 אחוזים בתקופה המקבילה אשתקד. בו בזמן חל גידול רב בפקדונות הפחות נזילים של הציבור במוסדות הבנקאיים, בסכום של 163 מיליון ל"י (34 אחוזים), כך שהעלייה באמצעי התשלום הסתכמה ב-131 מיליון ל"י, שהן 45 אחוזים בקירוב מכלל ההתרחבות המוניטארית.

מנגנון ההתרחבות המוניטארית קשור בתקופה האחרונה בעיקרו בצבירה המהירה של יתרות מטבע החוץ במערכת הבנקאות. המרת היתרות מגדילה במישרין את סכום אמצעי התשלום, ואילו תמורת ההמרה, המופקדת על ידי הציבור בחלקה הגדול במוסדות הבנקאיים, מגדילה את סכום הנכסים הנזילים שלהם ומאפשרת להם בצורה זו להרחיב את האשראי ולהגדיל הגדלה נוספת את אמצעי התשלום. יתרות מטבע החוץ שבידי מערכת הבנקאות עלו בשנים האחרונות כדלקמן:

1957	-10	מיליון דולר
1958	+43	" "
1959	+51	" "
1960	+97	" "

שני הגורמים העיקריים הללו, צבירת היתרות והרחבת האשראי, היו עשויים להביא לגידול רב יותר בסכום הנכסים הכספיים ובאמצעי התשלום, לולא ההשפעה הבולמת של הירידה בחוב הממשלה למערכת הבנקאות, ב-46 מיליון ל"י.

עליית אמצעי התשלום, לפי חודשים, 1959 עד יוני 1961



א. צבירת יתרות מטבע חוץ

מאוגוסט 1960 עד מאי 1961 עלו יתרות מטבע החוץ ב-180.6 מיליון ל"י או ב-46.4 אחוזים, וזאת למרות הגידול הבולט בגירעון במאזן המסחרי בשנת 1960 ובמחצית הראשונה של 1961. ההיקף הרב של ההעברות החד-צדדיות ותנועות ההון נטו לישראל מאפשר עדיין מימון של גירעון הגדל והולך במאזן המסחרי תוך כדי צבירה בולטת של יתרות מטבע חוץ. העלייה בסכום היתרות לא היתה אחידה במשך התקופה הנידונה. בעוד שבהוצאות על יבוא חלות תנודות קלות יחסית, נתונות ההכנסות מיצוא ומהעברות שונות לתנודות חריפות למדי — עונתיות ומקריות — והן הקובעות בדרך כלל את התנודות בהיקף היתרות. בחודשים אוגוסט וספטמבר 1960 חלה ירידה ביתרות בסך של 10 מיליון ל"י, ואילו מאוקטובר ואילך מסתמנת מגמת עלייה, הנמשכת בכל משך התקופה הנסקרת. בחודש מארס היתה עליית היתרות גדולה במיוחד, בסך 48 מיליון ל"י — אולם חלק ממנה יש לזקוף לזכות הריוואלוואציה של המארק הגרמני

אמצעי התשלום, סוף יולי 1960 עד סוף יולי 1961

(מיליוני ל"י)

החודש	מזומנים בידי הציבור	פקדונות עובר ושב	סך כל אמצעי התשלום	העלייה או הירידה(-) מסוף החודש הקודם	
				מיליוני ל"י	
				1960/61	1959/60
1960 יולי	293.0	552.3	845.3	—	—
אוגוסט	291.0	561.9	852.9	7.6	-7.3
ספטמבר	299.9	551.4	851.3	-1.6	11.1
אוקטובר	299.3	558.4	857.7	6.4	-13.0
נובמבר	302.2	570.0	872.2	14.5	-1.1
דצמבר	299.5	580.7	880.2	8.0	-17.0
1961 ינואר	308.0	599.4	907.4	27.2	23.5
פברואר	321.1	610.5	931.6	24.2	19.4
מארס	343.6	611.1	954.7	23.1	4.4
אפריל	336.7	625.0	961.7	7.0	33.8
מאי	337.2	639.1	976.3	14.6	16.1
יוני	345.1	655.9	1001.0	24.7	8.5
יולי	347.2	652.5	999.7	-1.3	13.7
סך כל העלייה מיולי 1960				154.4	92.1
העלייה החודשית הממוצעת				12.9	7.7

והעובדה שיתרות מטבע החוץ שברשות מערכת הבנקאות כוללות גם סכומים ניכרים במארגים גרמניים.

לא כל הגידול ביתרות היה בבחינת גורם ישיר לעליית אמצעי התשלום, שכן חלק ניכר ממנו לא הומר כלל במטבע מקומי. מעבירי מטבע רבים אינם נוהגים להמיר את כל סכום ההעברה, אלא מעדיפים להפקיד חלק ממנה בפקדונות במטבע חוץ (תמ"מ ופת"ח) או בפקדונות לזמן קצוב, הצמודים לשער החליפין של המטבע (פז"ק). בחודשים אוגוסט 1960 עד מאי 1961 לא הומר סכום של 96 מיליון ל"י, המהווה כ-53 אחוזים מהצבירה ביתרות מטבע חוץ בתקופה זו. מכאן, שלצבירת יתרות מטבע החוץ אפשר ליחס במישרין גידול של 85 מיליון ל"י בלבד באמצעי התשלום.

מלבד ההשפעה הישירה יש להמרת מטבע חוץ גם השפעה עקיפה על כמות אמצעי התשלום. במידה שהתמורה מרכישת מטבע חוץ על ידי בנק ישראל אינה נמשכת בצורת מזומנים, אלא מופקדת במוסדות הבנקאיים, הריהי מגדילה את סכום הנכסים הנוזלים שלהם, ועל-ידי כך היא מאפשרת להם להרחיב את האשראי ולהגדיל בכך הגדלה נוספת את כמות אמצעי התשלום.

**העלייה בנכסים שבידי הציבור לפי המקורות והמרכיבים,
אוגוסט 1959 עד מאי 1960 ואוגוסט 1960 עד מאי 1961***

באחוזים מסך ההתרחבות		הגידול באחוזים		הגידול במיליוני ל"י		
1960/61	1959/60	1960/61	1959/60	1960/61	1959/60	
ה מקורות						
61.4	67.1	46.4	47.8	180.6	127.3	צבירת יתרות מטבע חוץ
52.8	45.4	27.3	19.4	155.4	68.2	הרחבת האשראי לציבור
-15.7	-11.6	-12.7	- 6.1	-46.3	-22.0	הרחבת האשראי לממשלה
1.5	- 0.9	191.7	-14.0	4.6	- 1.8	גורמים אחרים נטו**
100.0	100.0	22.2	17.5	294.3	189.7	סך כל המקורות
ה מרכיבים						
44.5	36.9	15.5	9.3	131.0	69.9	אמצעי תשלום
55.5	63.1	34.0	36.2	163.3	119.8	פקדונות פחות נזילים
100.0	100.0	22.2	17.5	294.3	189.7	סך כל המרכיבים

* להוציא את בנק החקלאות.

** כולל השקעות של מוסדות בנקאיים בניירות ערך לא ממשלתיים ובהכרות עור, שינוי ביתרות במעבר, השפעה נטו של בנק החקלאות על אמצעי התשלום, שינוי בהון עצמי ובחשבונות אחרים נטו.

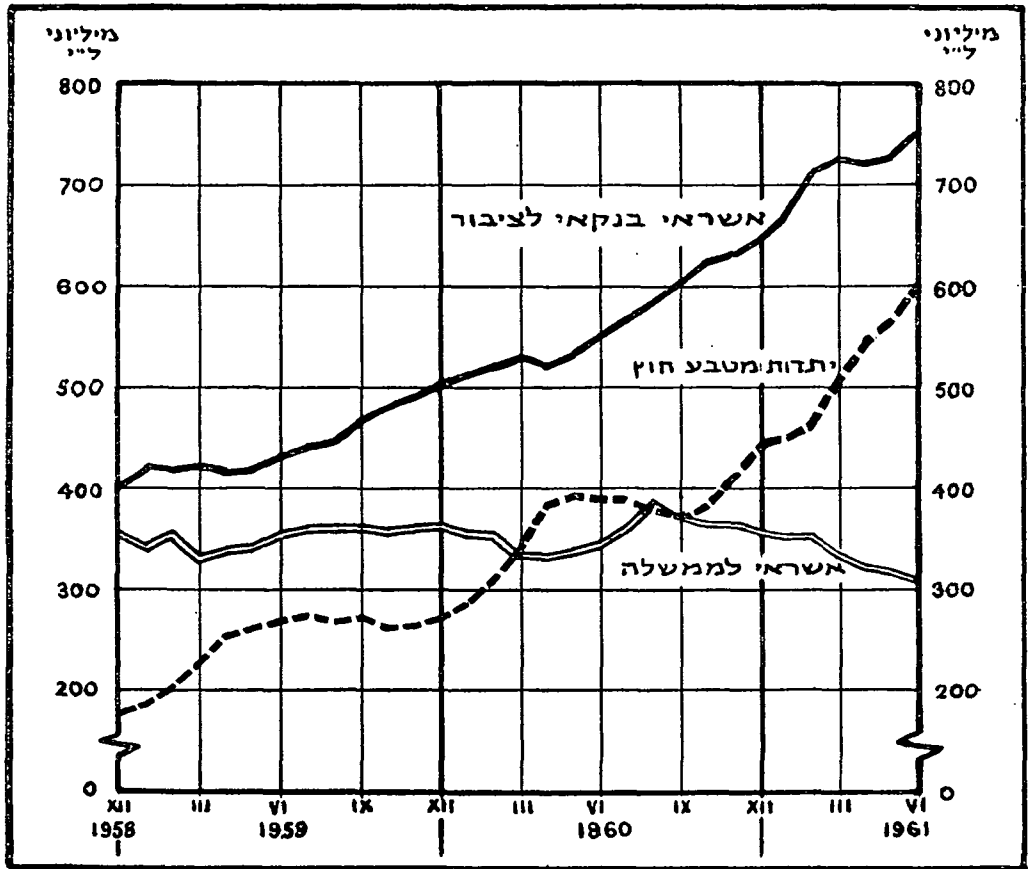
ב. הרחבת האשראי לציבור

בתקופה הנידונה, מאוגוסט 1960 עד מאי 1961, גדל האשראי הבנקאי לציבור ב-155 מיליון ל"י או ב-27.3 אחוזים לעומת 86 מיליון או 19.4 אחוזים בתקופה המקבילה אשתקד. משקלו של גורם זה בכלל גורמי ההתרחבות המוניטארית עלה מ-45.4 אחוזים באותה תקופה ל-52.8 אחוזים, אולם השפעתו הישירה על גידול אמצעי התשלום גדלה בשיעור רב עוד יותר, וגורם זה נהפך למקור העיקרי לעליית אמצעי התשלום בתקופה הנידונה.

בקצב הרחבת האשראי הבנקאי לציבור חלו בתקופה זו תנודות העומדות בניגוד למגמות העונתיות שהיו אופייניות בעבר. בשנים האחרונות היתה הרחבת האשראי לציבור בחודשי השנה הראשונים מתונה מאוד, ואילו בחודשים ינואר עד מארס 1961 היא הסתכמה ב-83 מיליון ל"י, בהשוואה ל-23 מיליון ל"י בלבד באותם החודשים ב-1960. גידול זה באשראי קשור ללא ספק בעלייה הניכרת בצבירת היתרות במטבע חוץ בסוף 1960, אשר הגדילה במידה ניכרת את סכום הנכסים הנזילים שבידי המוסדות הבנקאיים, ועודף הנזילות, שנוצר כתוצאה מכך, איפשר להם להרחיב את האשראי בראשית 1961 בממדים החורגים מגדר הרגיל.

ההרחבה המואצת של האשראי בחודשים ינואר עד מארס ומשיכת המזומנים בסך 44 מיליון ל"י, שחלו בעת ובעונה אחת, הביאו לגירעון ניכר בנזילות המוסדות הבנקאיים בחודש מארס. בחודש אפריל נכנסו לתוקפן העלאות שיעור הנזילות המינימלי בשני אחוזים וחובת החזקת נכסים נזילים גם כנגד פקדונות לזמן קצוב לתקופה העולה על 18 חודש. נקבעה, אמנם, תקופת מעבר לצורך מילוי מיכסת הנכסים הנזילים, הנדרשת בנסיבות החדשות, ומלוא השפעתו של השינוי תתגלה משום כך רק בהדרגה. אולם בכל זאת נאלצו המוסדות הבנקאיים בתוקף התפתחויות אלה להפסיק זמנית את הרחבת האשראי בחודשים אפריל ומאי, אך הנתונים לגבי החודשים יוני ויולי מלמדים על התחדשות תהליך הרחבת האשראי.

יתרות מטבע חוץ ואשראי בנקאי לציבור ולממשלה, לפי חודשים, 1959 עד יוני 1961



מן הראוי לציין שלא כל הרחבת האשראי בסך 155 מיליון ל"י גררה עלייה באמצעי התשלום, כיוון שבחלקה הרחבה זו מקורה בפקדונות לשם מתן הלוואות, שהופקדו לתכלית זו על ידי קופות גמל, מוסדות שונים וגורמים אחרים. הגידול באשראי מתוך פקדונות הציבור למתן הלוואות הגיע ל-26 מיליון ל"י, שהם כ-17 אחוז מסך הגידול באשראי הבנקאי לציבור. מתוך כלל הרחבת האשראי הבנקאי לציבור ב-155 מיליון ל"י בין סוף יולי 1960 לסוף מאי 1961, הגיע חלקו של נכיון המשנה בבנק ישראל ל-25 מיליון ל"י. עיקר הגידול בנכיון המשנה חל בחודשים אוגוסט עד דצמבר 1960, שבהם לא נמצאו בדרך כלל ברשות המוסדות הבנקאיים עודפים בלתי מנוצלים במסגרת השחרורים מנוזלות, ונכיון המשנה של שטרות על ידי בנק ישראל בא על מנת לאפשר מתן אשראי למטרות שנחשבו חיוניות מבחינת המשק הלאומי.

ג. האשראי הבנקאי לממשלה

במשך התקופה הנידונה בדין וחשבון זה כולה חלה ירידה רצופה כמעט בחוב הממשלה נטו למערכת הבנקאות. בין סוף יולי 1960 לסוף מאי 1961 ירד חוב זה ב-46 מיליון ל"י.

לוח 4

העלייה בנכסים הכספיים שבידי הציבור לפי המקורות והמרכיבים,
אוגוסט 1959 עד מאי 1960 ואוגוסט 1960 עד מאי 1961

(מיליוני ל"י)

סך כל הגידול	מאי	אפריל	מארס	פברואר	ינואר	דצמבר	נובמבר	אוקטובר	ספטמבר	אוגוסט		
ה מקורות												
127.3	11.4	37.5	32.8	24.6	15.1	9.8	5.7	-8.8	2.6	-3.4	1959/60	צבירת יתרות במטבע חוץ
180.6	21.9	33.8	47.6	15.8	4.0	32.0	29.0	12.8	-6.5	-9.8	1960/61	
86.2	12.4	-9.4	8.4	8.8	5.8	16.4	8.6	10.7	20.7	3.8	1959/60	הרחבת האשראי לציבור
155.4	2.9	-6.9	16.6	39.6	26.7	13.8	5.5	18.1	22.0	17.1	1960/61	
-22.0	8.9	-0.4	-23.7	-3.5	-4.1	0.6	2.8	-4.3	0.2	1.5	1959/60	הרחבת האשראי לממשלה
-46.3	-2.7	-8.8	-22.7	-2.4	-3.3	-7.6	0.1	-7.0	-9.6	17.7	1960/61	
- 1.8	-1.8	9.7	-1.6	-1.3	15.8	-19.1	-6.2	2.6	-1.9	2.0	1959/60	גורמים אחרים נטו
4.6	2.6	3.0	11.5	-10.5	8.5	-9.0	-2.2	-0.4	4.5	-3.4	1960/61	
סך כל המקורות												
189.7	30.9	37.4	15.9	28.6	32.6	7.7	10.9	0.2	21.6	3.9	1959/60	
294.3	24.7	21.1	53.0	42.5	35.9	29.2	32.4	23.5	10.4	21.6	1960/61	
ה מ ר כ י ב י ם												
אמצעי תשלום												
69.9	16.1	33.8	4.4	19.4	23.5	-17.0	-1.1	-13.0	11.1	-7.3	1959/60	
131.0	14.6	7.0	23.1	24.2	27.2	8.0	14.5	6.4	-1.6	7.6	1960/61	
119.8	14.8	3.6	11.5	9.2	9.1	24.7	12.0	13.2	10.5	11.2	1959/60	פקדונות פחות נזילים
163.3	10.1	14.1	29.9	18.3	8.7	21.2	17.9	17.1	12.0	14.0	1960/61	
סך כל המרכיבים												
189.7	30.9	37.4	15.9	28.6	32.6	7.7	10.9	0.2	21.6	3.9	1959/60	
294.3	24.7	21.1	53.0	42.5	35.9	29.2	32.4	23.5	10.4	21.6	1960/61	

החוב לבנק ישראל ירד ב-48 מיליון ל"י, ואילו החוב למוסדות הבנקאיים עלה ב-2 מיליון ל"י.

יש להדגיש שירידה זו בחוב הממשלה למערכת הבנקאות אינה באה ללמד על יצירת עודף הכנסות רגילות על ההוצאות בתקציבי הממשלה; היא נתאפשרה במידה רבה על ידי הגדלת התחייבויות הממשלה לחברות ציבוריות ולמוסדות שונים, אשר העמידו לרשותה זמנית סכומים ניכרים, שגויסו על ידם בעיקר על ידי הפצת אמיסיות; חלק מכספים אלה הפקידה הממשלה בבנק-ישראל, ובכך הקטינה את החוב הנקי לבנק. גידול פקדונות הממשלה בבנק ישראל נבע גם מהחזקת תקבולים מסויימים במטבע חוץ בצורת פקדונות בבנק ישראל, בטרם הוצאו למטרות שלהן נועדו. נראה כי, בסיכומו של דבר, תרם צמצום האשראי הבנקאי לממשלה בתקופה זאת רק במקצתו לספיגת כוח קנייה מהציבור ושימש בכך כמכשיר אנטי אינפלציוני. אולם אין ספק, שמבחינת איזון ההכנסות וההוצאות טוב עתה מצב קופת האוצר לאין ערוך משהיה בתקופות קודמות, שבהן היתה לתקציבי הממשלה השפעה אינפלציונית מובהקת.

ד. הפקדונות הפחות נזילים

הגידול הנקי בגורמיה הישירים של ההתרחבות המוניטארית הסתכם בחודשים אוגוסט 1960 עד מאי 1961, כאמור, ב-294 מיליון ל"י. אולם הגידול ב-163 מיליון ל"י בפקדונות הפחות נזילים, שאינם בגדר אמצעי תשלום, שימש משקל שכנגד, אשר ביטל יותר מ-55 אחוזים מכלל ההשפעה של מקורות ההתרחבות המוניטארית.

מכלל הגידול של 163 מיליון ל"י בפקדונות הפחות נזילים היוו הפקדונות במטבע ישראלי (לרבות פז"ק) 86 מיליון ל"י, והפקדונות במטבע חוץ — 77 מיליון ל"י. מבין הפקדונות במטבע ישראלי עלו בעיקר הפקדונות למתן הלוואות של קופות הגמל ומוסדות אחרים, בסך 28 מיליון ל"י, ופקדונות מקבלי פיצויים אישיים ומעבירי מטבע אחרים הצמודים לשער המטבע — בסך 22 מיליון ל"י. מבין הפקדונות במטבע חוץ עלו בעיקר פקדונות תושבי חוץ (פת"ח) — ב-47 מיליון ל"י, ופקדונות מקבלי פיצויים אישיים (תמ"מ) — ב-27 מיליון ל"י.

בממוצע חודשי עלו הפקדונות הפחות נזילים ב-16 מיליון ל"י בערך. בחודש מארס היתה העלייה גבוהה במיוחד והסתכמה ב-30 מיליון ל"י. בחלקו נבע גידול זה מעליית ערכם של הפקדונות במארקים גרמנים, או הצמודים לשער המארק, כתוצאה מהריוואלוואציה של המארק באותו חודש. יש להניח גם, שהתפשטות השמועות על פיחות קרוב של הלירה הישראלית עוררו אצל מעבירי מטבע שונים נטייה לדחות את ההמרה ולהחזיק את כספם בפקדונות הצמודים לשער המטבע או בפקדונות במטבע חוץ ממש. בסך הכל עלו הפקדונות הפחות נזילים בעשרת החודשים הנידונים ב-34 אחוזים. אולם יש להדגיש, שחלק מפקדונות אלה הם בעלי נזילות גבוהה יחסית, ולמעשה, ניתן להפכם בכל עת לאמצעי תשלום.

(ג) התוצאות של החשת קצב עליית אמצעי התשלום

את התוצאות של החשת קצב עליית אמצעי התשלום מאז ראשית 1960 יש לנתח על רקע ההתפתחויות בשנים האחרונות. התרחבות מוניטארית, החורגת מגבולות גידול התפוקה, יוצרת חוסר איזון פנימי במשק. במשק סגור מביא העדר האיזון לידי עליית מחירים, אולם בארץ נמנעה זה כמה שנים החרפת הסימפטום הזה על ידי הגברת היבוא, שנתאפשרה על ידי יבוא הון רב-ממדים מחוץ לארץ. במשך כל התקופה האחרונה, להוציא את שנת 1959, חרג הגידול כאמצעי התשלום מגבולות הרצוי, כפי שניתן ללמוד מתוך לוח 5.

מתוך עיון במספרים אלה מזדקרת לעין מסקנה אחת ברורה: משוללת כל יסוד היא הטענה, כי האטת קצב עליית אמצעי התשלום היתה לה השפעה מעכבת על קצב גידול הייצור; האטה זו

**שיעורי העלייה השנתיים באמצעי התשלום, בתוצר הלאומי
הריאלי וברמת המחירים, 1956 עד 1960**

(אחוזים)

השנה	שיעורי העלייה השנתיים	
	התוצר הלאומי הריאלי	אמצעי התשלום (ממוצע שנתי)
1956	12	17.9
1957	11	19.4
1958	8	15.2
1959	13	12.5
1960	8	13.7

* מחירי המקורות שלרשות המשק.

תרמה במידה רבה להגברת היציבות ברמת המחירים, מבלי שהגידול בייצור נפגע כלל. אין זה מקרה, כי בשנים 1958 ו-1959, שבהן הואטה עליית אמצעי התשלום, לא גדל גם עודף היבוא או שחלה בו אף ירידה. לעומת זאת, הרי החשת גידול אמצעי התשלום ב-18 החודשים האחרונים, עד לשיעור שנתי של קרוב ל-20 אחוזים, נתנה, בהכרח, את אותותיה בהתערעורת היציבות ובהגדלת הגירעון במאזן המסחרי, כפי שנראה להלן.

יש הטוענים כי שפע של סחורות הוא כשלעצמו בבחינת הוכחה לאי-קיומו של עודף ביקוש. אולם במשק, שקיימת בו אפשרות של הגדלת היבוא או של עליית מחירים, לא יוצר מחסור פיזי, כיוון שהאיזון מושג אם באמצעות הגדלת הגירעון במאזן המסחרי ואם באמצעות עליית המחירים. הן גם בארצות אחרות, ובראש וראשונה בארצות הברית, לא היה קיים מחסור פיזי, אף כי היו תקופות של עודף ביקוש ואינפלציה, שבהן חלו תהליכים של עליית מחירים.

את גידול הגירעון בסחר החוץ, או אפילו את היציבות בו, בשנים האחרונות, יש לבחון ולהעריך גם על רקע העלייה היוצאת מגדר הרגיל בתוצר הלאומי בתקופה זו. בשנים 1955 עד 1960 גדל התוצר הלאומי, במחירים קבועים, בקרוב לביליון ל"י. אפשר היה לצפות שגידול זה בתפוקה יתן את אותותיו בשיפור המאזן המסחרי. אך דבר זה לא אירע, שכן הצריכה עלתה במקביל לעליית התפוקה, ובמשך השנים האחרונות הגיע שיעור הגידול השנתי בה ל-5 עד 7 אחוזים לנפש.

זאת ועוד אחרת: בתקופה זו הסתכמו ההשקעות הריאליות ב-3.7 ביליון ל"י, ואלה מן הדין היה שתבאנה לא רק להעלאת רמת החיים, אלא גם להקטנת התלות בהעברות מתקבולים חד-צדדיים. אולם לא זו היתה התפתחות הדברים. חלקו היחסי של עודף היבוא בסך המקורות פחת, אמנם, אולם גודלו המוחלט הוסיף לעלות.

את אי השיפור במאזן סחר החוץ בתקופה זאת בכללותה אין לתלות בהגברת יבוא נכסי השקעה. באחוז היבוא של נכסי השקעה לא חלו בשנים האחרונות תמורות גדולות, כפי שמלמדים הנתונים הבאים:

הרכב היבוא, 1957 עד 1960

(אחוזים)

השנה	נכסי השקעה	יבוא אחר
1957	26.9	73.1
1958	26.8	73.2
1959	26.5	73.5
1960	28.4	71.4

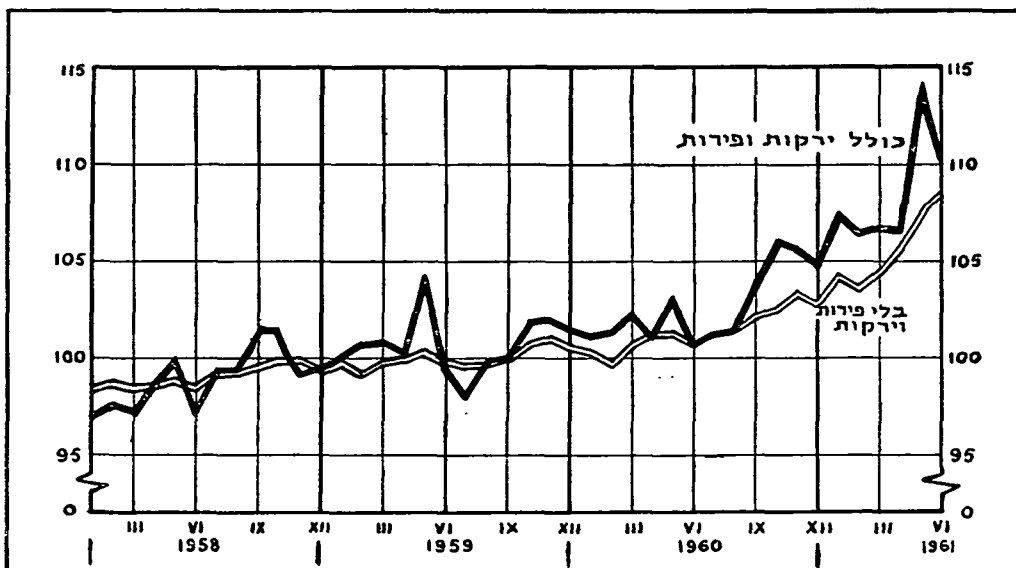
בשנת 1960 עלה, אמנם, אחוז יבוא נכסי ההשקעה, אולם היקף הגידול בגירעון המאזן המסחרי היה גדול מהעלייה ביבוא נכסי ההשקעה. אי השיפור במאזן המסחרי משקף, איפוא, מציאות של אי-שיווי-משקל ולחץ מתמיד להגברת היבוא ולהפניית חלק גדול מדי מתוספת התפוקה לצריכה.

לאחר שנים של חוסר איזון ושל התגברות לחצים אינפלציוניים החל מסתמן שיפור ביציבות המשק בשנים 1958 ו-1959 — מבלי שהואט כלל קצב הצמיחה הכלכלית. שיפור זה התבטא בצמצום עודף היבוא, בעלייה מתונה ברמת המחירים ובהוצרות חיסכון לאומי חיובי. לא במקרה חלו שיפורים אלה בתקופה של האטה בקצב ההתרחבות המוניטארית, ויש בכך כדי ללמדנו, מה ניתן להשיג בכוח איזון בין ההתרחבות המוניטארית לבין התפוקה הריאלית. אולם לפי

דיאגרמה 3

מדד המחירים לצרכן, לפי חודשים

(ינואר 1959 = 100)



כל הסימנים חל שינוי במגמה זו בשנת 1960 ובמחצית הראשונה של 1961: גידול הגירעון המסחרי נתחדש, ובמחצית השנייה של 1960 החלה עליית מחירים מהירה כתופעת-לוואי של ההתרחבות המוניטארית. סימנים מובהקים אלה להתגברותה של אינפלצית ביקוש קשורים, בין השאר, בהתרחבות המוניטארית המואצת, השוררת מאז ראשית 1960. הרחבת האשראי הבנקאי לציבור בשיעור שנתי של 30 אחוזים ויותר ב-12 החודשים האחרונים, והמרה של יתרות מטבע חוץ בהיקף נרחב הורישו לתוך המשק כוח קנייה רב שיצר לחצים חזקים לעליית מחירים ולהגברת היבוא — למרות הגידול המהיר בתפוקה המקומית.

ערך יבוא הסחורות והשירותים גדל בשנת 1959 ב-6 אחוזים בלבד; ואילו בשנת 1960 — ב-15 אחוזים. בששת החודשים הראשונים של 1961 עלה יבוא הסחורות ב-11 אחוזים בקירוב — אם כי חלק ניכר מעלייה זו יש לזקוף על חשבון הגברת יבוא אניות ומטוסים. הגירעון במאזן התשלומים השוטף הצטמצם ב-18 מיליון דולר, ואילו ב-1960 הוא גדל ב-25 מיליון דולר. בששת החודשים הראשונים של 1961 גדל הגירעון בסחר החוץ של הסחורות בלבד ב-30 מיליון דולר. גם לאחר ניכוי הגידול ביבוא האניות והמטוסים היה הגירעון המסחרי במחצית הראשונה של 1961 גדול יותר מאשר במחצית הראשונה של 1960.

אולם במשך התקופה שבה עוסק דין וחשבון זה באו הלחצים האינפלציוניים לידי גילוי בעיקר בעליית המחירים. לאחר יציבות רבה יחסית בשנים האחרונות (ראה דיאגרמה 3) הוחש קצב עליית המחירים במידה ניכרת החל באמצע 1960, והמשק חזר שוב למצב של עליית מחירים בשיעור של 7 עד 10 אחוזים לשנה. בין יוני 1960 ליוני 1961 עלה מדד המחירים לצרכן, הכולל פירות וירקות, ב-9.5 אחוזים (ובלי פירות וירקות — ב-7.4 אחוזים) לעומת עלייה שנתית של 2 עד 3 אחוזים בשתי השנים הקודמות. ממוצע מדד המחירים לצרכן בששת החודשים הראשונים של 1961 היה גבוה ב-7 אחוזים מאשר במחצית הראשונה של 1960 — בהשוואה לעלייה של אחוז אחד בלבד בתקופה המקבילה בשנת 1960 לעומת 1959, ושל 3 אחוזים בתקופה

לוח 7

מדד המחירים לצרכן*, לפי חודשים, ינואר 1959 עד יוני 1961

(ינואר 1959 = 100)

1961	1960	1959	
107.5	101.2	100.0	ינואר
106.6	101.4	100.8	פברואר
106.8	102.4	100.9	מארס
106.7	101.2	100.4	אפריל
114.3	103.2	104.3	מאי
110.4	100.8	99.3	יוני
	101.3	98.0	יולי
	101.5	97.9	אוגוסט
	104.1	100.1	ספטמבר
	106.2	101.9	אוקטובר
	105.8	102.1	נובמבר
	105.1	101.6	דצמבר

* כולל פירות וירקות.

המקבילה של שנת 1959 לעומת 1958. גם מדד הוצאות הבנייה ואינדקסאטורים חלקיים אחרים מצביעים על החשת תהליך עליית המחירים ב־12 החודשים האחרונים. לביטול סובסידיות והעלאת שיעור ההיטלים על מספר מוצרים היתה השפעה מועטת בלבד על עליית המחירים בתקופה זו — בניגוד לסברות נפוצות בעניין זה. מצומצמת ביותר היתה גם השפעתם של גורמים אחרים, כגון תנודות בהיצע תוצרת חקלאית, תנודות במחירי יבוא מסוימים וכדומה. ההתייכרות בשנה האחרונה נבעה, בעיקרו של דבר, מהפרת האיזון בין העלייה בביקוש ובין התוספת לתפוקה. אין זה מקרה שמחירי שירותים, מוצרי מזון ומחירי מוצרים רבים אחרים, שאין להם, למעשה, יבוא מתחרה והם פטורים בדרך כלל מהיטלים, עלו בשיעור גבוה יותר מאשר רמת המחירים הכללית.¹ כל אלה הם סימפטומים מובהקים להתהוות אינפלציה של ביקוש.

(ד) מדיניות מוניטארית ופיסקאלית

א. תופעות הלוחאי של צבירת יתרות מטבע חוץ

העלייה המהירה בהכנסות הכספיות ובנוילות הכללית במשק פועלים להגדלת הביקוש הכללי וההוצאות לצריכה. תהליכי הצבירה של יתרות מטבע החוץ והרחבת האשראי לציבור מהווים כיום את המקור להתרחבות המוניטארית. צבירת היתרות כשלעצמה היא בנסיבות הקיימות תופעה חיובית, אולם היא יוצרת לחצים אינפלציוניים ומביאה להגדלת הביקוש. בתולדותיהן של ארצות אחרות, בתקופתנו ובעבר, יש דוגמאות למכביר לכך שתהליכים חיוביים ביסודם מולידים תופעות אינפלציוניות, השמות לאל בסופו של דבר את תוצאותיהם החיוביות. מכאן הצורך בנקיטת אמצעי־נגד בתחומים שונים על מנת לבטל את תופעות הלוחאי השליליות. דו"ח הבנק הממלכתי של הולנד מציין, כי "אם בארצות כמו גרמניה והולנד מדברים על אינפלציה, שנגרמה על־ידי עודפים במאזן התשלומים, הרי יש בכך מן האמת במובן זה, שאם אין מאזנים עודף ממושך במאזן התשלומים בעזרת אמצעי תיקון פנימיים, מן ההכרח שתיווצר מתיחות מחזורית, המביאה לעליית שכר ומחירים".

מדינה המקיימת סחר חוץ נרחב, כדוגמת ישראל, חייבת לגלות רגישות מיוחדת להתערערות האיזון ולהיווצרותם של לחצים אינפלציוניים במשק, כי בנפשה הדבר. קיומו של זרם הון חד־צדדי גדול מחוץ לארץ מאפשר עדיין לחפות על שגיאות והתפתחויות בלתי רצויות רבות. אולם הבעיה מתערורת לרגל אופיים הזמני של כמה ממקורות מטבע החוץ וקשיי ההסתגלות הצפויים למשק, הן מבחינת הייצור והן מבחינת רמת החיים, עם הצמצום בהיקף העברות החד־צדדיות, הצפוי, כפי שיש לשער, בעתיד. אם אין המדיניות הכלכלית שוקדת על ריסון מסוים בתקופת המעבר, ותחת זאת היא מאפשרת עלייה מופרזת ברמת הצריכה, לא יהא מנוס מועזועים ומשברים חריפים, בשעה שייסתמו המקורות הזמניים של זרם מטבע החוץ. לולא העברות ההון החד־צדדיות בהיקפן הנוכחי, המאפשר הרוויית השוק במוצרי יבוא, היה הביקוש הגואה מחמיר את המצב וגורם, אולי, למחסור פיזי. מדינות רבות אחרות, אשר תלותן בסחר החוץ קטנה מזו של ישראל, ואשר לרשותן זרורות עצומות במטבע חוץ, נוהגות לראות בעליית מחירים ובגידול גירעון בסחר החוץ בממדים מתונים בהרבה תופעות המחייבות נקיטת צעדי ריסון נמרצים.

ב. מדיניות מפצה בתחום האשראי

צבירת היתרות והרחבת האשראי הבנקאי לציבור הם היום, כאמור, הגורמים העיקריים המזינים את ההתרחבות המוניטארית. הואיל וצבירת היתרות היא דבר רצוי כשלעצמו, הרי

¹ בחודשים ינואר עד יוני 1961 היה מדד הוצאות הבנייה גבוה ב־8.5 אחוזים מאשר בתקופה המקבילה ב־1960; המחיר הסיטוני של מוצרי מזון תעשייתיים — ב־7.4 אחוזים, ומחירי השירותים הכלולים במדד המחירים לצרכן — ב־9.5 אחוזים.

הפעולה המפצה העיקרית, שניתן לנקוט בה בתחום המדיניות המוניטארית לשם ויסות הגידול בנוילות המשק ובאמצעי התשלום, היא האטת הגידול באשראי הבנקאי.

בחדשים האחרונים ננקטו הצעדים הבאים בכיוון זה: החל בסוף מארט 1961 הועלו שיעורי הנוילות המינימליים, שבהם חייבים המוסדות הבנקאיים, ב-2 אחוזים; כן חויבו המוסדות הבנקאיים בהחזקת נכסים נזילים גם כנגד פקדונות לתקופה העולה על 18 חודש. בסוף יוני בוטל ההסדר בדבר הנוילות "המעורבת", שעל-פיו הורשו המוסדות הבנקאיים לכלול עודפי נכסים נזילים במטבע חוץ בין הנכסים הנזילים הנדרשים לצורך קיום הוראות הנוילות. צעדים אלה יש בהם כדי לצמצם במידת-מה את אפשרויות הרחבת האשראי על יסוד הגידול החל בנכסים הנזילים, והם הביאו להפוגה בהרחבת האשראי לחדשים אחדים, אולם אין בכוחם למנוע גידול מהיר באשראי, אם יוסיף סכום הנכסים הנזילים לגדול בקצב מהיר, בדומה לשנה שעברה.¹ יש משום כך צורך בנקיטת צעדי ריסון מוניטאריים נוספים בעתיד הקרוב.

הטענות שהגבלות מסוג זה יש בהן כדי לפגוע בקצב הגידול של הייצור, הן משוללות יסוד. האטת ההרחבה של האשראי הבנקאי לציבור, אפילו לכדי מחצית שיעור גידולו הנוכחי, העומד על 30 אחוזים לשנה, עדיין תותיר הרחבה מספקת. התוספת לאמצעי התשלום המזורמת למשק על-ידי המרת יתרות מטבע החוץ, יחד עם הרחבת האשראי ב-15 אחוזים לשנה יש בהם כדי מימון כל צורכי הרחבת הייצור.

המשק נמצא כיום במצב של תעסוקה מלאה ובענפים שונים מורגש אף מחסור בעובדים. בנסיבות אלה אין אפשרות להחיש עוד יותר את תהליך גידול התפוקה על-ידי הזרמה מואצת של כוח קנייה נוסף. הגדלת ההוצאה הכספית, בשיעור העולה על הגדלת ההיצע הריאלי של מוצרים ושירותים, תביא אך לעליית מחירים ולהגדלת היבוא — כפי שהוכיחו ההתפתחויות בתקופה האחרונה. עם כל הגידול הניכר בתפוקה אין לצפות בנסיבות אלה להקטנת הגירעון במאזן המסחרי. יתר על כן, עליית מחירים פוגעת בכושר התחרות של מוצרי היצוא בשווקים הבינלאומיים. ניתן, אמנם, לחפות לתקופת-מה על תהליך זה על-ידי הגדלת הפרמיות ליצוא, אולם בשעה שהיקף היצוא הולך וגדל ומצב קופת המדינה מתוח — אי אפשר להגדיל תשלום פרמיות ללא גבול.

הרחבת האשראי הבנקאי היא תוצאה של כמה וכמה גורמים: מצד אחד, קיים עודף ביקוש לאשראי בשל העובדה ששער הריבית החוקי הוא מתחת לרמת שיווי-המשקל בשוק האשראי; ומצד שני, מגלים הבנקים נטייה להרחיב את האשראי עד קצה גבול האפשר במסגרת הוראות הנוילות הקיימות. מדיניות הממשלה, הפועלת להרחבת יכולת הייצור הפיזית מבלי לצייד את המפעלים החקלאיים והתעשייתיים החדשים בהון חוזר, מגבירה את הלחץ להרחבת אשראי.

התפיסה, הרואה בתקציב הפיתוח אמצעי להרחבת מנגנון הייצור הפיזי, בעוד שסיפוק צורכי ההון החוזר מוטל על מערכת הבנקאות, פירושה, כי על מערכת הבנקאות, ובראש וראשונה על הבנק המרכזי, ליצור כסף חדש. בביצוע משימה כזאת אין כל קושי טכני — ועובדה זו כשלעצמה מתמירה את המצב עוד יותר. כך גורמת, איפוא, מדיניות זו להתרחבות מוניטארית מופרזת.

הרחבת יכולת הייצור הפיזית על-ידי הקמת מפעלים חרושתיים או חקלאיים בלי להעמיד לרשות מערכת הבנקאות מתקציבי הפיתוח גם את האמצעים להון חוזר פירושה, איפוא — מימון אינפלציוני של חלק מתהליך הייצור. והואיל ואין מערכת האשראי יכולה לגרום לאי-הפעלת יכולת ייצור, שכבר נוצרה הודות לתקציב הפיתוח, הרי בליט ברירה יוצרת היא כסף במקום לקבלו ממקורות בלתי-אינפלציוניים. תהליך זה מביא בהכרח להחשת ההתרחבות המוניטארית על כל תוצאותיה השליליות, שתוארו לעיל, והוא אחד ממקורותיה העיקריים של האינפלציה. הפרשת חלק מאמצעי תקציב הפיתוח, המשמשים כיום להרחבת יכולת הייצור הפיזית, לצורכי

¹ בשנת 1960 גדל סכום הנכסים הנזילים ב-33 אחוזים.

קונסולידציה כספית של מפעלים ולצורכי הספקת הון חוזר ממקורות בלתי-אינפלציוניים, אין פירושה האטה של תהליך התרחבות הייצור, שהוא עתה מהיר ביותר, אלא חלוקה רציונלית יותר של האמצעים, אשר תגביר את כושר התחרות של המפעלים ותקל על החדירה לשוקי חוץ ללא תמיכות מופרזות.

יתר על כן, בנסיבות הקיימות אין הרחבה מואצת של האשראי מסוגלת לחסל את עודף הביקוש לאשראי. עובדה היא, שהאשראי הבנקאי לציבור גדל בתקופה האחרונה בקצב מהיר, שאין לו למעשה דוגמא בארצות אחרות, פרט למקרים ספורים בתקופות של אינפלציה חריפה; ואף על פי כן לא נחלש הלחץ להחשה נוספת של הרחבת האשראי.

לוח 8

הגידול באשראי לציבור ממערכת הבנקאות, 1956 עד 1960

(מיליוני ל"י)

הגידול בממוצע שנתי לממוצע שנתי		הגידול מסוף השנה הקודמת		
אחוזים	מיליוני ל"י	אחוזים	מיליוני ל"י	
12.0	28.3	15.6	38.1	1956
16.1	42.5	21.0	59.3	1957
18.8	37.6	19.1	65.1	1958
23.1	84.2	24.8	101.0	1959
27.3	122.5	27.4	139.1	1960
				סוף יוני 1959
		28.2	122.0	עד סוף יוני 1960
				סוף יוני 1960
		35.6	197.4	עד סוף יוני 1961

תפקידו של הבנק המרכזי לפעול נגד מגמה זו נעשה קשה יותר, בשעה שכל הגורמים הכלכליים והציבוריים במשק נוטלים חלק בהפעלת לחץ להרחבת האשראי. דעת הקהל נוטה לראות בהרחבה מוניטארית סימן לדינאמיקה ותנופה כלכלית ולהתעלם מהסכנות והסתירות הכרוכות בה. הבקורת, שנמתחה על הבנק הממלכתי בארץ, היתה כמעט כולה חד-צדדית — על שלא פעל עוד יותר באותה המגמה שאליה נגרר, במידת-מה, ואשר הביאה כמובן לתוצאות שליליות. ההרחבה המוניטארית נתגשמה, אף כי בהיקף מצומצם מכפי שנדרש על-ידי הציבור, אולם בניגוד לתקוות שתלה בה הציבור — הביאה לא לשיפור המצב אלא להחמרתו.

אם ראוי הבנק המרכזי לביקורת, הרי זה לא על מדיניות הריסון של הרחבת אמצעי התשלום, אלא על נכונותו היתירה להעתר ללחצים הולכים וגדלים להרחבת האשראי. הגברת הביקוש לאשראי, האופיינית לתקופה של ציפיות אינפלציוניות וחשש מפחות, בשילוב עם ההשקפה, שיש לה שורשים עמוקים בייחוד בחברה הישראלית, כי כל התרחבות כשלעצמה היא חיובית — גורמים אלה חזקים לעיתים מרצונו ומדיניותו של הבנק המרכזי.

על קשיים אלה יש להוסיף עוד את הסתירות בין המצב מבחינת הטווח הארוך לבין המצב מבחינת הטווח הקצר, בין מצב המדינה ומשק הארץ לבין מצבם של היחיד, המפעל והיחידה

הבודדת במשק. יבוא ההון הגדול ותוספת התפוקה שהופנתה לצריכה הביאו טובת הנאה ליחיד ולמפעל הבודה, ובנסיבות כגון אלה יש צורך ביכולת להרחיק ראות ובמכשירי ניתוח מעודנים כדי לגלות את השלילה שבהגדלה מופרזת של הנאה על חשבון העתיד. במשק ובחברה המודרנית נוהגי הצריכה ורמת הצריכה הם נוקשים מטבעם, אך ההכנסות המאפשרות אותם הן, בחלקן, בלתי יציבות. אין המשק והחברה המודרנית בארץ ובארצות אחרות גמישים במידה המאפשרת הסתגלות מהירה לתנודות בהכנסה מבחוץ. הרכב מאזן התשלומים של ישראל מבלטי את נקודות התורפה מבחינה זו, של קיום סעיפי הכנסה בלתי יציבים.

ג. הכוונה כמותית והכוונה איכותית

הטענה, כי הכוונה איכותית עשויה למלא את מקומו של הריסון הכמותי, כיוון שהרחבת הייצור שתובטח בעזרתה תביא לסתימת הפער בין היצע הסחורות והשירותים לבין כמות הכסף — טענה זו אין לה, לפי מיטב הנסיון בארץ ובארצות אחרות, על מה שתסמוך. בארץ קיים עתה מצב של תעסוקה מלאה ואין גורמי ייצור מובטלים, אשר באמצעות התרחבות מוניטארית ניתן להפעילם כדי להשיג הגדלה נוספת של התפוקה; גידול התפוקה בארץ הוא ממילא מן הגבוהים בעולם. באותה תקופה עצמה, שבה הורגש, כביכול, מחסור באשראי למימון הייצור, הוזרמו סכומים גדולים מצד יצרנים בתורת אשראי ללקוחות. הפיקוח על השימוש באשראי עשוי להיות בר-תוקף לגבי השלב הראשון בלבד; ומכאן ואילך זורם הכסף לעורקי המשק ופועל את פעולתו. מטעמים אלה משמשת ההכוונה האיכותית גם בארצות אחרות רק בתורת השלמה להכוונה הכמותית שהיא העיקר. אין אפשרות למנוע את היצרן המקבל את האשראי מלהעביר אותו הלאה אל הצרכן. ואמנם, ניתוח המאזנים של מפעלים רבים מראה, שהעברה כזו מתרחשת במקרים רבים ושהרחבת האשראי למפעלים מסתיימת ברוב המקרים בהרחבת האשראי ללקוחות.

פיקוח אדמיניסטרטיבי טוטאלי על כל המפעלים אינו אפשרי ואינו רצוי. מערכת הבנקאות אינה יכולה לקבל לידיה את ניהול המפעלים. לכל היותר ייתכן פיקוח כגון זה במקרים בולטים, זעיר פה זעיר שם, אבל בתור שיטה כוללת לא נוסה פיקוח כזה בשום מקום בעולם. הדרך היחידה למנוע התרחבות מוניטארית, גידול צריכה מופרז, עליית מחירים וגידול הגירעון במאזן המסחרי — עד כמה שמדיניות מוניטארית עשויה לסייע להשגת מטרה זו — היא בנקיטת מדיניות מרסנת שתגביל את גידול הנזילות במשק. זהו הכלל בכל מקרה, אך ביחוד יפה כוחו בארץ, כשהפיתוי להרחבת האשראי לצרכנים על-ידי יצרנים גדול בגלל הרוויה בענפי ייצור רבים בשוק המקומי והעדר כושר תחרות בשוקי חוץ לארץ. ההתחרות באמצעות מתן אשראי ללקוחות הינה כיום אחת מצורות ההתחרות העיקריות בין יצרנים.

מתוך שיקולים אלה ביטל בנק ישראל את הגבלת נפח האשראי, ששימשה יסוד להכוונה איכותית של תוספות האשראי ואשר נתגלתה כבלתי יעילה, והשאיר להכוונתו רק חלק קטן יחסית של אשראי, בתורת שסתום ביטחון שנועד למנוע תקלות בנקודות רגישות של המשק. מכלל 700 מיליון הל"י של האשראי הבנקאי נמצאים היום בהכוונת בנק ישראל כ-150 מיליון ל"י בלבד. לשם מניעת התרחבות מוניטארית מופרזת מסתמך בנק ישראל בעיקר על קביעת שיעורי נזילות מינימליים.

גם ההכוונה האיכותית המוצלחת ביותר של האשראי אין בה כדי למנוע את התוצאות השליליות של חוסר האיזון בין היצע הסחורות והשירותים לבין כמות הכסף, אם תחרוג התרחבות האשראי מגבולות גידול התפוקה.

ד. מגבלותיה של המדיניות המוניטארית

הגבלת הנזילות מכוונת להשפיע על הביקוש. התנאים הקיימים של גידול מהיר מדי בביקוש מחייבים, ללא ספק, נקיטת צעדי ריסון מוניטאריים נוספים, על אף ההתנגדות שצעדים כאלה

עלולים לעורר בקרב חוגים שונים. אולם למדיניות מוניטארית מגבלות ברורות: יש בכוחה להשפיע בעיקר על הביקוש הממוזן על-ידי אשראי. בתנאים של עלייה כה מהירה בהכנסות הכספיות ושל גיאות בביקוש לסחורות ושירותים, הרי אמצעים מוניטאריים — שהשפעתם הדרגתית ועקיפה במידה רבה — בהם בלבד אין משום תרופה. הנסיבות מחייבות נקיטת צעדים שהשפעתם נמרצת יותר ומיידית — דהיינו שאיבת כוח קנייה באמצעות תקציב הממשלה, בממדים גדולים מאלו של ההזרמה למשק באמצעות הוצאות הממשלה, או בלשון אחרת — יצירת תקציב עודף כמכשיר למלחמה באינפלציה.

המדיניות המוניטארית אין לה מטרות עצמאיות ובלתי תלויות; היא מהווה חלק מן המדיניות הכללית להבטחת צמיחה כלכלית מתמדת ומהירה ותעסוקה מלאה תוך קידום עצמאותנו הכלכלית. יש צורך בתיאום בין מדיניות הממשלה ומדיניות הבנק המרכזי להשגת מטרות אלה. לית מאן דפליג, כי אין המדיניות המוניטארית יכולה להביא למפנה, כשהיא פועלת לבדה, בלי שילוב עם גורמים אחרים.

ה. עודף תקציבי

המדיניות הפיסקאלית יכולה לנקוט באחת מתוך שלוש האפשרויות: (א) מימון גירעוני; (ב) תקציב מאוזן; (ג) תקציב של עודף. בתקופה של אבטלה בקנה מידה גדול, של קיום גורמי ייצור רדומים בהיקף ניכר, של עודפי רזרבות במטבע חוץ ואפשרות להגביר את הייצור הכרחית מדיניות של מימון גירעוני. אולם בתקופה שבה שוררת תעסוקה מלאה, כשאי אפשר להחיש את הרחבת הייצור בגלל קיום "צווארי בקבוק", כשהמאזן המסחרי מראה גירעון הולך וגדל והתצרוכת חורגת מגבולות הרצוי, ובתנאי הנזילות הקיימים במשק בעקבות צבירת היתרות והרחבת האשראי — הרי המדיניות הפיסקאלית, ההולמת את המצב, היא זו של עודף קופתי בתקציב. המדיניות הפיסקאלית פועלת על התצרוכת במישרין, ומן ההכרח שהיא תהיה בעלת גמישות מספקת ויכולת להסתגל למצבים משתנים.

האוצר הגיע כיום פחות או יותר לאיזון קופתי של תקציבו, אולם המשק שרוי עתה במצב של תעסוקה מלאה ושל מחסור בגורמים פיזיים להרחבת הייצור, בעיקר בשטח העבודה, ובמיוחד — בעובדים מקצועיים. מדיניות אנטי-מחזורית מחייבת מעבר גמיש לשלב של תקציב עודף, בייחוד נוכח התפתחות המחירים בתקופה האחרונה. במדינה דמוקרטית כרוכה מדיניות כזאת תמיד בקשיים. ראשית, אין היא יכולה להמנע מפגיעה באינטרסים של קבוצות כלכליות שונות; שנית, במשק מורכב כמשק המודרני, מחייבת היא החלטות מהירות בהתאם למצב, בעוד שהפרוצדורה של חקיקה היא לעיתים קרובות ממושכת מכדי לאפשר גמישות כזו. יש ארצות שבהן נוהגים בתנאים מסויימים ליפות למפרע את כוחו של האוצר לנקיטת שורת צעדים, שיש בהם כדי להבטיח את הגמישות ואת מהירות התגובה לגבי מצבים משתנים. כל האמצעים האלה מכוונים למנוע סכנה של פיגור המדיניות הכלכלית אחרי מהלך המאורעות, פיגור העלול לפגוע קשה במצבה הכלכלי של המדינה.

לעיתים ניצבת המדיניות הכלכלית לפני הבעיה של שימת הדגש באחד משני קווי מדיניות אלטרנטיביים: האחד — המתרכז בשאיפה להשיג תעסוקה מלאה; ושני — המכוון בעיקר למלחמה באינפלציה.

אכן, נמצאים אנו בארץ במצב של תעסוקה מלאה, ואפילו של חוסר ידים עובדות, ואין המדיניות הכלכלית שרויה בדילמה קשה זו. בתנאים אלה המשימה הברורה היא מלחמה באינפלציה. לאמור — בעד התקרבות לעצמאות כלכלית.

יש בלי ספק יסוד לטענה, שהתנאים בארץ שונים בכמה נקודות מאלה שבארצות אחרות. היקף הפיתוח הנרחב וזרם יבוא ההון הגדול יוצרים בעיות של נזילות מופרות, וייתכן שאין אפשרות למנוע כליל את קיומו של לחץ אינפלציוני. אולם יש מקום למיתון התהליכים האלה כדי

להאיט את עליית המחירים ולהקטין את הגירעון במאזן המסחרי, ובכך – לסייע להבראתה הכלכלית של הארץ.

(ה) המלצות

הקושי בהגשת המלצות לתיקון המצב נעוץ בצורך לחזור ולדוש שוב ושוב באותן ההצעות. עצם עובדת קיומו של החוק, המחייב הגשת דין וחשבון, כל אימת שאמצעי התשלום עולים ביותר מ-15 אחוזים תוך תקופה של 12 חודש – היא עצמה בבחינת עדות להפרת האיזון הכלכלי והמוניטארי שיש במקרים אלה; ומתוך מצב זה של הפרת האיזון מתחייב הצורך בנקיטת אותם האמצעים המקובלים והבדוקים לתיקון הפרות כאלה; אין הבנק המרכזי מסוגל להמציא שיטות חדשות, נוספות על אלה הנהוגות גם בארצות אחרות והמשמשות לאותה תכלית. כלכלן אנגלי נודע הגדיר את המצב מבחינה זו בצורה קולעת באומרו, כי "קיימת רק שיטה יעילה אחת למניעת אינפלציה: לא לחולל אותה".

יש רק שתי דרכים לריסון תהליך של אינפלציה: הגדלת התפוקה ומשמעת מוניטארית לגבי תקציב הממשלה ולגבי האשראי לציבור, על כל המשתמע ממנה. ואמנם, מבחינת גידול התפוקה הושגו הישגים המניחים את הדעת, אך לא כן מבחינת המשמעת המוניטארית. הצורך בדינים וחשבונות חוזרים ונשנים מעיד כי האיזון המוניטארי הוא ממנו והלאה. המצב תקין הוא כשאין צורך בהגשת דינים וחשבונות, וכזה היה המצב בשנים 1958 ו-1959, שבהן לא היה צורך לשוב ולהעלות את אותן ההמלצות.

ההתערערות המחודשת של האיזון נובעת מאי-נקיטה באותן השיטות, שהומלץ עליהן בדינים וחשבונות קודמים, במידה הדרושה.

עמדתו ותחזיתו של הבנק המרכזי היו נכונות ביסודן. כשהצבעתי בדין וחשבון הקודם על מגמות ההרעה במאזן התשלומים ועליית המחירים, ציינתי כי לא היה בכך משום התפתחות מקרית. ההתפתחויות שלאחר-מכן, בתקופת דין וחשבון זה ולאחריה, מאמתות את התחזית הזאת. הצעדים שעליהם המלצתי לא ננקטו, על-כל פנים לא בהיקף הראוי; ומשוכנע אני כי לוא הוגשמו ההמלצות כרוחן, היתה השגת התוצאות הרצויות – מובטחת.

להלן ההמלצות המכוונות למניעת המשך פעולתם של התהליכים הבלתי רצויים, שתוארו בדין וחשבון זה.

א. מדיניות פיסקאלית מייצבת

במרבית הארצות המפותחות עוברת היום כשליש מן ההכנסה הלאומית דרך תקציבי הממשלה, והמדיניות התקציבית נעשתה למכשיר היעיל ביותר לוויסות ההוצאות במשק, באמצעות פעולה ישירה על ההכנסות. כיום מקובל להפעיל מכשיר זה, כל אימת שהגאות הכלכלית חורגת מהמסגרת הרצויה וגורמת לעליית מחירים ולהרעה במאזן המסחרי, המולידים עיוותים וסילופים במבנה המשק והמסכנים, בסופו של דבר, את עצם תהליך הצמיחה. יתרונו הגדול של מכשיר זה הוא בתוצאותיו המידיות.

גיאות הביקוש במשק הישראלי, עליית המחירים ב-7 אחוזים והרעת מאזן סחר החוץ ב-12 החודשים האחרונים מחייבים נקיטת אמצעי-נגד במסגרת המדיניות התקציבית. במידת האפשר יש למנוע את גידול ההוצאות בתקציב הרגיל ולהנהיג סלקטיביות קפדנית יותר בביצוע השקעות במסגרת תקציב הפיתוח. יש לדחות ביצוע תכניות השקעה בלתי חיוניות של הממשלה, העיריות ומוסדות ציבוריים בבניינים ציבוריים, בשירותים בלתי חיוניים וכיוצא באלה. בד בבד עם זאת שומה על הממשלה להגדיל את הכנסותיה ממסים וממלוות מהציבור, על מנת לספוג בצורה זו חלק רב יותר מתוספות כוח הקנייה המוזרמת למשק.

משקלם של תקציבי הממשלה במשק הישראלי הוא ניכר, והם מסתכמים כיום כמעט ב-2 ביליון ל"י. יצירת עודף תקציבי של 3 עד 4 אחוזים משמעה, איפוא, שאיבת כוח קנייה בהיקף של עשרות רבות של מיליוני ל"י, שבכוחה לתרום לתרומה רבת חשיבות להחזרת היציבות במשק. עודף זה של הכנסות יש לעקר בצורת פירעון חובות לבנק המרכזי או על-ידי רכישת מטבע חוץ לתשלום חובות לחוץ לארץ. בשנה האחרונה פחת, אמנם, חוב הממשלה נטו למערכת הבנקאות, אולם, בעיקרה, לא נבעה ירידה זו מעודף ממשי בתקציב, אלא מעליית פקדונות הממשלה בבנק ישראל, אשר ברובם הם מכספי חברות ציבוריות, שהועמדו זמנית לרשות האוצר, או מתקבולי מטבע חוץ שנועדו למטרות מסוימות וטרם הוצאו.

ב. הגבלת שיעור הרחבת האשראי באמצעות העלאת שיעורי נזילות בשוק הפתוח

ההרחבה המהירה של האשראי הבנקאי לציבור בתקופה האחרונה מתאפשרת על-ידי הגידול המהיר בנכסים הנזילים של המוסדות הבנקאיים. גידול זה מקורו בעיקר בהפקדת חלק גדול מתמורת ההמרה של תוספת היתרות במטבע חוץ, במוסדות הבנקאיים. כדי להאיט את שיעור הגידול של האשראי לציבור יש לנקוט, איפוא, בצעדים המכוונים להשפיע על נזילות המוסדות הבנקאיים. את שיעורי הנזילות המינימליים, שהמוסדות הבנקאיים חייבים בהם, יש להעלות לאלתר בשני אחוזים נוספים, וייתכן אף כי רצוי לנקוט באמצעים ישירים למניעת הגידול המהיר בנכסים הנזילים של המוסדות הבנקאיים. בנק ישראל יכול לפעול בכיוון זה על-ידי מכירת ניירות ערך ממשלתיים ושטרי התחייבות אחרים שברשותו למוסדות הבנקאיים ולציבור. הצלחת הפעולה קשורה, כמובן, בהבטחת שער ריבית מתאים שיעודד רכישת ניירות ערך אלה. אמצעי זה יש להפעיל בתיאום עם הפצת איגרות החוב על-ידי הממשלה, כדי למנוע התחרות עמה בשוק המוגבל. אולם, בעיקרו של דבר, מכוונת פעולה זו לעקר חלק מהנכסים הנזילים המשמשים בסיס להרחבת האשראי לציבור.

ג. הפגת הלחץ להרחבת אשראי

הלחץ החזק המופעל על מערכת הבנקאות לשם הרחבת האשראי קשור, בין היתר, במבנה הפינאנסי הלקוי של מפעלים רבים, שחלקו של ההון העצמי בהם מועט. האחריות למצב זה מוטלת לא במעט על שיטת המימון המקובלת, המבטיחה את מימון ההשקעות בנכסים הקבועים על-ידי הלוואות מתקציב הפיתוח וממקורות ההון העצמיים של בעלי המפעלים, מבלי לתת את הדעת על מימון צורכי ההון החוזר המינימליים ממקורות בלתי אינפלציוניים. הנוהג המתפשט של מכירות באשראי ללקוחות ולצרכנים אף הוא מגביר את הלחץ על מערכת הבנקאות ומביא להסתבכויות פינאנסיות של מפעלים רבים.

מן הראוי, איפוא, שהממשלה תתן דעתה לא רק על הרחבת כושר הייצור הפיזי, אלא גם על ביסוסם הכספי של המפעלים. יש להבטיח את הגדלת חלקו של ההון מרווחים שלא חולקו, מגיוס כספים בשוק ניירות הערך ומהגדלת השתתפות הממשלה במימון הון חוזר של מפעלים חדשים, על חשבון חלקו של המימון האינפלציוני. בד בבד עם צעדים אלה יש לחפש דרכים מתאימות לצימצום היקף המכירות באשראי.

ד. מניעת עליית יתר בהכנסות האישיות

ההעלאות הכלליות בשכר ובהכנסות אישיות אחרות חרגו בשנה האחרונה במקרים רבים משיעור הגידול בפיריון וגרמו בכך להגדלת הוצאות הייצור ליחידת תפוקה ולהגברת הביקוש לתצרוכת. תוצאותיה של התפתחות זו אינן מורגשות עדיין במלואן, שכן יצרנים רבים לא העלו עדיין את המחירים בעקבות עליית ההוצאות. גם החלוקה המוגברת של רווחים גבוהים תרמה

לעידוד הביקוש לנכסי צריכה. תביעות נוספות להעלאות שכר והכנסות אישיות בענפי משק וסקטורים רבים הן עדיין בשלב של דיונים ומשא ומתן. יש לעמוד בפני הלחץ הגובר להעלאות מופרזות בהכנסות האישיות, דבר העלול להגביר את הלחץ לעליית המחירים מצד הביקוש וההוצאות כאחת.

ה. עידוד החיסכון

התערערות היציבות במשק היא גורם מרתיע לגבי החיסכון. לאחר הירידה, שחלה בשנת 1960, בחיסכון הלאומי הזעום יש לעשות מאמצים להבטחת תנאי יציבות, שהם בבחינת תנאי בליעבור להגברת החיסכון. בנסיבות הקיימות עתה יש להרחיב את הסדרי החיסכון, שערכו מובטח על-ידי הצמדה או השקעה בערכים נכסיים, על-מנת לעודד ולטפח את החיסכון האישי. בד בבד עם זאת יש לפעול לעידוד החיסכון העסקי וליצירת חיסכון ציבורי חיובי.

בכבוד רב,

(—) דוד הורוביץ
נגיד בנק ישראל