

# דין וחשבון הנגיד על עליית אמצעי התשלום בתקופה שבין ה-30 באפריל 1966 ל-30 באפריל 1967

ירושלים, ט"ז אב תשכ"ז

22 באוגוסט, 1967

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 1966 ל-30 באפריל 1967, בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק ישראל תשי"ד (1954).

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). 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 שנים עשר החודשים האחרונים שלפני אותו יום". הדו"ח האחרון נערך לגבי התקופה שבין אוקטובר 1964 לסוף ספטמבר 1965.

בתקופה שבין ה-30 באפריל 1966 ל-30 באפריל 1967 עלו אמצעי התשלום מ-1,927.8 מיליון ל"י ל-2,239.5 מיליון ל"י — עלייה ב-311.7 מיליון ל"י, שהן 16.2 אחוזים.

#### 1. מבוא

לאחר תקופה ממושכת של התרחבות מוניטארית איטית יחסית, שנמשכה מאז סוף 1963 ועד סוף 1966, הוחשה בראשית 1967 ההתרחבות המוניטארית, וכתוצאה מכך עלו אמצעי התשלום ביותר מ-15 אחוזים תוך שנה.

דו"ח זה מוגש על רקע המיתון בפעילות הכלכלית במשך בשנת 1966 ואשר נמשך ב-1967. במגמה למנוע את התרפתה של האבטלה ולעודד את הפעילות הכלכלית במשק, נקט בנק ישראל במחצית השנייה של 1966 ובראשית 1967 פעולות מרחיבות שונות שהשתקפו בגידול המהיר של אמצעי התשלום בחודשים ינואר עד אפריל 1967. שיעורי הנזילות הרגילים הופחתו, הורחבה מסגרת השחרורים מנזילות של האשראי המוכון, ולפיקדונות לזמן קצוב מעל לתקופה של 6 חודשים נקבעו שיעורי נזילות של 10 אחוזים בלבד. בד בבד עם הורדת שיעורי הנזילות, הרחיב בנק ישראל במידה רבה את היקף נכיון המשנה למימון היצוא וכן כסיוע למספר בנקים, שנכנסו לקשיים בראשית 1967 והתקשו לעמוד בהתחייבויותיהם כלפי המפקידים. כמו כן הפחית בנק ישראל מספר פעמים בסוף 1966 ובראשית 1967 את שער הריבית על המילווה קצר המועד. הצעדים האנטי-מחזוריים הללו ננקטו לצד המדיניות הפיסקאלית המרחיבה של הממשלה באמצעות תקציב גירעוני והתבטאו בעלייה גדולה של האשראי הבנקאי לממשלה ולציבור. כתוצאה מכך עלו אמצעי התשלום בקצב מהיר בראשית 1967, על אף הירידה ביתרות מטבע החוץ בחודשים אלה.

#### 2. הגידול באמצעי התשלום ובנכסים כספיים אחרים

התפתחות אמצעי התשלום במשך תקופת הדו"ח לא היתה אחידה. לאחר עלייה ניכרת בחודשים מאי ויוני 1966 בסך של כ-80 מיליון ל"י, חלה למעשה התייצבות בכמות אמצעי התשלום בששת החודשים האחרונים של 1966, והם שבו ועלו בסך כ-232 מיליון ל"י בארבעת החודשים הראשונים של 1967. בעוד אשר בתקופה ממאי עד דצמבר 1966 עלו אמצעי התשלום במחצית האוחז לחודש, הרי בחודשים ינואר עד אפריל 1967 הם עלו בממוצע חודשי של 3 אחוזים, ובחודש השיא, באפריל, הם עלו בשיעור 4.8 אחוזים.

הגידול בסך 311.7 מיליון ל"י באמצעי התשלום בתקופה כולה מורכב מתוספת בסך 150.5 מיליון ל"י בסך המזומנים שבידי הציבור ומגידול בסך 161.2 מיליון ל"י בפיקדונות עו"ש במוסדות הבנקאיים. הגידול הרב שחל בסך המזומנים שבידי הציבור התרכז ברובו בתקופה השנייה, כלומר, בין ינואר לאפריל 1967, ובתקופה זו גדל סך המזומנים ב-104 מיליון ל"י. תוספת ניכרת זו למזומנים היתה אחת התוצאות של קשיים בכמה בנקים, שהתבטאו במשיכה מוגברת של פיקדונות מהם. יש לצפות שחלק ניכר מכספים אלו יופקד שנית במשך הזמן בבנקים.

הפיקדונות הפחות גזילים במערכת הבנקאות גדלו בתקופה הנידונה בהיקף ובשיעור גבוהים בהרבה בהשוואה לאמצעי התשלום – גידול בסך 480 מיליון ל"י, שהן 38.5 אחוזים. עיקר הגידול חל בפיקדונות לזמנים קצובים במטבע ישראל בסך 260 מיליון ל"י, לאחר הורדת שיעורי הנזילות הדרושים על פיקדונות אלה מראשית חודש ספטמבר 1966. כמו כן עלו חשבונות הפז"ק ב-117 מיליון ל"י, חשבונות התמ"מ – בכ-37 מיליון ל"י, ופיקדונות במסגרת תכניות החיסכון המאושרות גדלו במשך התקופה הנידונה בכ-61 מיליון ל"י.

יתרת המילווה קצר המועד גדלה בתקופת הדו"ח ב-118 מיליון ל"י. עיקר הגידול חל במחצית השנייה של 1966 לאחר שהמילווה הועבר לידו בנק ישראל. 85 מיליון ל"י מתקבולי המכירות הועברו לרשות האוצר, והיתר נספגו ע"י בנק ישראל. בין ינואר לאפריל הסתכמו המכירות נטו של המילווה ב-4 מיליון ל"י בלבד.

יתרת תיווך השטרות עלתה במשך תקופת הדו"ח ב-77 מיליון ל"י. העלייה הממושכת בעסקות התיווך נפסקה בסוף שנת 1966, והחל בחודש ינואר 1967 החלה יתרת התיווך לקטון. בין מאי לדצמבר 1966 עלתה יתרת התיווך ב-180 מיליון ל"י, ואילו בשליש הראשון של 1967 חלה ירידה של 103 מיליון ל"י. בין הסיבות לירידה זו יש למנות את הסתבכותם של מספר בנקים בראשית 1967, שהשפיעה בעיקר על התיווך בשטרות ללא ערבות המוסדות הבנקאיים, וכן את העובדה שרוב המוסדות הבנקאיים הגיעו לתקרת נפח הערבויות המותר והחלו להפנות משקיעים לפתיחת פיקדון לזמן קצוב לתקופה של 6 חודשים ומעלה, שעליהם הופחתו שיעורי הנזילות והוגדלה הריבית למפקידים. קרוב לוודאי, שחלק ניכר מהירידה בתיווך שטרות מצא את ביטויו בעלייה המהירה שחלה בפיקדונות לזמנים קצובים, מחד גיסא, ובאשראי הבנקאי לציבור, מאידך גיסא. כלומר, לא כל הגידול בפיקדונות הפחות גזילים משקף תוספת נכסים כספיים בידי הציבור. ובחלקו הוא משקף תחלופה בין תיווך שטרות לפיקדונות לזמן קצוב.

### 3. המקורות הישירים לעליית אמצעי התשלום

בתקופה שבין אפריל 1966 ודצמבר 1966 היתה עליית אמצעי התשלום מתונה יחסית, ופרט לחודשים הראשונים, לא חל בהם כמעט כל שינוי. עיקר העלייה חל, כאמור, בין ינואר לאפריל 1967.

הגורמים להתרחבות המוניטארית בתקופה הראשונה היו בעיקר הגידול באשראי הבנקאי לממשלה ולציבור, ובמידה פחותה יותר – צבירת נכסים במטבע חוץ. השפעת גורמי ההתרחבות בתקופה זו מצאה את עיקר ביטויה בעליית הפיקדונות הפחות גזילים ולא בעליית אמצעי התשלום. התקופה השנייה, דהיינו בין ינואר לאפריל 1967, מאופיינת על ידי עלייה מהירה יותר של אמצעי התשלום. הגורמים להתרחבות מוניטארית בתקופה זו היו הגידול הניכר של האשראי מבנק ישראל לממשלה לשם מימון הגירעון בתקציב וכן ההרחבה הניכרת של האשראי הבנקאי לציבור, ואילו הירידה בנכסים במטבע חוץ היוותה גורם מצמצם.

#### א. הנכסים נטו במטבע חוץ

במשך התקופה כולה מסוף אפריל 1966 ועד סוף אפריל 1967 פחתו הנכסים נטו במטבע חוץ, שבמערכת הבנקאות, בכ-9 מיליון דולר (כ-27 מיליון ל"י). במרוצת שנים עשר החודשים שלפני

כן לא חל כמעט כל שינוי בנכסים נטו במטבע חוץ שבמערכת הבנקאות. ירידה זו בנכסים נטו במטבע חוץ התרחשה למרות הירידה הניכרת בגירעון השוטף במאזן התשלומים, שכן חלה ירידה גדולה עוד יותר ביבוא ההון נטו למשק.

לירידה בנכסים במטבע חוץ היתה השפעה מוניטארית מצמצמת. כמו כן לא הומר חלק מהעברות מטבע החוץ של מקבלי פיצויים אישיים מגרמניה באמצעי תשלום, אלא הופקד בחשבונות פו"ק ותמ"מ. להתפתחויות בתחום מטבע החוץ היתה השפעה מצמצמת גדולה על סך אמצעי התשלום, שכן הפיקדונות במטבע חוץ, בחשבונות פו"ק ותמ"מ, גדלו במשך כל התקופה בהיקף של כ-51 מיליון דולר (154 מיליון ל"י).

השינויים בנכסים במטבע חוץ על פני התקופה כולה לא היו ניכרים. בחודשיים הראשונים (מאי-יוני 1966) גדלו הנכסים במטבע חוץ ב-22.5 מיליון דולר, אך בשני החודשים שלאחריהם חלה בהם ירידה של 30 מיליון דולר. מספטמבר ועד סוף 1966 עלו במקצת הנכסים במטבע חוץ במערכת הבנקאות ואילו בארבעת החודשים הראשונים של 1967 הם פחתו בכ-15 מיליון דולר.

## ב. האשראי מבנק ישראל

הגידול באשראי מבנק ישראל לממשלה ולציבור, במסגרת הפעולות האנטי מחזוריות הפיסקאליות והמוניטאריות, היה למעלה ממחצית מכלל הגורמים להתרחבות המוניטארית במשך התקופה הנידונה. בסך הכול גדל האשראי מבנק ישראל בתקופה זו ב-443 מיליון ל"י, מהן כ-236 מיליון ל"י באשראי ובמקדמות לממשלה, לשם מימון הגירעון בתקציב וכ-212 מיליון ל"י בכיוון משנה והלוואות לציבור. הפעולות בשוק הפתוח ספגו מהציבור כ-5 מיליון ל"י.

גם בסעיף האשראי לממשלה היו התפתחויות שונות בשתי תקופות המשנה. בין מאי לדצמבר 1966 גדל חוב הממשלה נטו לבנק ישראל בכ-50 מיליון ל"י בלבד, ואילו בארבעת החודשים שבין ינואר לאפריל 1967 גדל חוב הממשלה ב-185 מיליון ל"י. גידול ניכר זה בחוב הממשלה בסוף שנת התקציב, שכרגיל חלה בו ירידה עונתית בחודשים אלה, בא לאפשר לממשלה לעודד את הפעילות הכלכלית במשק באמצעות מימון גירעוני. מתוך הגידול של 185 מיליון ל"י, היו 115 מיליון ל"י בצורת שטרי אוצר שרכש בנק ישראל במסגרת חוק שהועבר בכנסת לצורך זה.

התוספת של נכיון המשנה וההלוואות מבנק ישראל הגיעה במשך התקופה כולה לכדי 212 מיליון ל"י. בין מאי לדצמבר 1966 גדל סעיף זה ב-107 מיליון ל"י ובין ינואר לאפריל 1967 בכ-106 מיליון ל"י. תוספת ניכרת זו של אשראי למשק קשורה בהשתתפות בנק ישראל בקרנות למימון היצוא. וכן היא משקפת את מדיניות ההרחבה המוניטארית שנקט בה הבנק. עליית נכיון המשנה וההלוואות בראשית 1967 קשורה בחלקה גם בעזרה שהוגשה למספר מוסדות בנקאיים שהסתכנו בקשיים. סיוע זה אפשר להם לכבד את התחייבויותיהם כלפי מפקידים ולקוחות אחרים ומנע השפעות בלתי רצויות במשק, וייתכן שאף מנע זעזועים נוספים במערכת הבנקאות.

## ג. האשראי מהמוסדות הבנקאיים

המוסדות הבנקאיים הגדילו את האשראי לציבור ולממשלה במשך התקופה הנידונה בכ-356 מיליון ל"י. האשראי לציבור מהמוסדות הבנקאיים גדל ב-292 מיליון ל"י והאשראי לממשלה גדל ב-64 מיליון ל"י, כשבחלקו משקף הוא הפקדת תמורה של אמיסיות איגרות חוב שנמכרו לציבור, אצל החשב הכללי. במשך 12 החודשים הקודמים לתקופת הדו"ח גדל האשראי שהעניקו המוסדות הבנקאיים לציבור ב-162 מיליון ל"י, ולממשלה ב-25 מיליון ל"י. יש לזכור, שבשליש הראשון של 1967 לא כל התוספת מבטאת תוספת נטו של אשראי לציבור. בין ינואר לאפריל 1967 חלה ירידה של כ-103 מיליון ל"י באשראי במסגרת תיווך השטרות. חלק מירידה זו מצא בוחדי את ביטויו בפיקדונות לזמנים קצובים, מצד אחד, ובעליית אשראי בנקאי רגיל לציבור, מצד שני.

עיקר הגידול באשראי לציבור מהמוסדות הבנקאיים חל בחמשת החודשים שבין נובמבר 1966 למאוס 1967, שבהם הסתכמה תוספת האשראי בקרוב ל-250 מיליון ל"י. הרחבה זו של האשראי

נתאפשרה ע"י הגידול בסכום הנכסים הנזילים של המוסדות הבנקאיים וההורדה הניכרת בשיעורי הנזילות הנחוצים.

## סיכום

העלייה הגדולה באמצעי התשלום בחודשים ינואר עד אפריל 1967, באה לאחר תקופה של צמצום העלייה, ירידה בהיקף ההשקעות בבנייה ומדיניות המיתון של הממשלה. מדיניות המיתון נתנה אותותיה בשטחים רבים שהיא היתה מכוונת אליהם. בולט במיוחד השיפור במאזן סחר החוץ, לאחר שהגירעון בו פחת ב-172 מיליון דולר, שהם כ-38 אחוזים, במשך שנתיים ורבע. וזאת, לאחר שבמשך שנים, מאז קום המדינה ועד 1964, עלה הגירעון בממוצע שנתי של 5 אחוזים בערך. התקופה מאז אמצע 1966 ועד היום הצטיינה גם ביציבות מחירים בלתי רגילה וללא תקדים. מאז המחצית השנייה של 1966 החל גם תהליך של ירידה בשערי הריבית, דבר שמצא את ביטויו בירידת שער הריבית בשוק תיווך השטרות ב-3 אחוזים בקירוב. המדיניות האנטי-מחזורית, המשתקפת במימון גירעוני של תקציב הממשלה והרחבת האשראי הבנקאי לציבור, התבטאה בהגדלת הנזילות במשק. הרחבת האשראי הבנקאי לציבור נתאפשרה על ידי הגדלת נכיון המשנה של שטרות על ידי בנק ישראל ועל ידי הורדת שיעורי הנזילות הנחוצים בשישה אחוזים מאז אמצע 1966.

המדיניות האנטי-מחזורית המרחיבה היתה מכוונת לסילוק כמה תופעות לוואי שליליות שנתגלו תוך תהליך הייצוב של המשק ושיפור מאזן התשלומים, והם: האטת הצמיחה הכלכלית ב-1966 לאחוז אחד בלבד, צמצום ההשקעות ב-20 אחוזים והיווצרות אבטלה במשק. הנזילות שנוצרה לרגל המדיניות האנטי-מחזורית היתה ניכרת למדי. אמצעי התשלום עלו בחודשים ינואר עד אפריל 1967 ב-11.5 אחוזים, לעומת עלייה של 1.5 אחוזים בחודשים המקבילים ב-1966. אין כיום מחסור בנזילות במשק ומכאן שהחשת צמיחתו והרחבת ההשקעות תלויים עתה בגורמים אחרים ולא בגידול נוסף של הנזילות.

כל עוד אין פועלים הגורמים הדינמיים להגדלת היקף ההשקעות, כגון עליית הרווחיות ושימוש גדול יותר בכוח הקנייה, לא תועיל נזילות נוספת, אך, מצד שני, טמונות בה סכנות היווצרות לחצים אינפלציוניים חדשים עם התאוששות הפעילות הכלכלית במשק על ידי התעוררות הגורמים הדינמיים בתוכו.

המשכה של מדיניות ריסון הגידול בהכנסות וצמצום הוצאות הייצור, שנקטה בה הממשלה, חיונית להחזרת כושר ההתחרות הלקוי של המשק, להגדלת היצוא ולעידוד ההשקעות, שהן פונקציה של רווחיות. לכן, בשני התחומים גם יחד — הרחבת ההשקעות והגדלת היצוא — הנחוצים להחשת הצמיחה הכלכלית וליצירת תעסוקה מלאה, המפתח הוא בהגברת כושר ההתחרות והרווחיות, המחייבים הקטנת הוצאות הייצור באמצעות עליית הפריזון וריסון ההכנסות.

גם המשימה היסודית של התקרבות לעצמאות כלכלית מחייבת נקיטה באותן הדרכים. נוכח המגמות הדפלציוניות הקיימות אמנם עוד במשק, אך אשר הולכות ומתרופפות כבר, יש צורך בהמשך המדיניות לעידוד הפעילות הכלכלית בד בבד עם מניעת התרחבות מוניטארית מופרזת. על המדיניות האנטי-מחזורית בתנאים הקיימים להתרכז בעיקר בפעולה ישירה באותן נקודות התורפה ובאותן עמדות המפתח, שיש בהן כדי לעודד פעילות דרך הגדלת פריזון העבודה והייצור לשם יצוא. כלומר, הפתרון איננו בהגדלה מופרזת של הנזילות ויצירת גאות כללית במשק, אלא בשינויים סטרוקטורליים ועליית משקלם של ענפי יצוא; והנזילות הקיימת כבר מספיקה לשם כך.

לעת עתה לא היו להתרחבות המוניטארית המהירה תוצאות שליליות, כגון עליית מחירים או הגדלת הגירעון במאזן התשלומים, אך להגדלת הנזילות כאמצעי אנטי-מחזורי יש גבולות מסויימים, המוכתבים על ידי הצורך שלא להגביר יתר על המידה את הפוטנציאל האינפלציוני בעתיד.

לוח 1

אמצעי התשלום, אפריל 1966 עד אפריל 1967

העלייה או הירידה (-) לעומת סוף החודש הקודם				סך אמצעי התשלום	פיקדונות עו"ש	מוזמנים בידי הציבור	
1966	1965	1966	1965				
		(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)				
		(אחוזים)					
				1,927.8	1,223.4	704.4	אפריל
2.7	1.4	52.7	24.5	1,980.5	1,280.0	700.5	מאי
1.4	3.0	28.6	53.3	2,009.1	1,296.5	712.6	יוני
0.3	0.6	6.5	10.9	2,015.6	1,284.9	730.7	יולי
-0.2	0.1	-3.1	2.0	2,012.5	1,287.3	725.2	אוגוסט
0.0	3.6	-0.4	66.9	2,012.1	1,269.7	742.4	ספטמבר
-1.6	-1.1	-32.2	-21.9	1,979.3	1,238.9	741.0	אוקטובר
0.9	-0.1	17.8	-1.6	1,997.7	1,246.3	751.4	נובמבר
0.5	-0.7	10.1	-14.0	2,007.8	1,256.7	751.1	דצמבר
4.2	6.8	80.0	120.1				סך הכול מאי-דצמבר
1967	1966	1967	1966				
2.0	-0.1	39.9	-1.1	2,047.7	1,264.9	782.8	ינואר
3.6	-0.9	73.5	-16.6	2,121.2	1,307.3	813.9	פברואר
0.7	0.3	14.9	5.4	2,136.1	1,302.1	834.0	מארס
4.8	2.2	103.4	41.2	2,239.5	1,384.6	854.9	אפריל
12.0	1.6	231.7	28.9				סך הכול ינואר-אפריל
16.2	8.4	311.7	149.0				סך כל העלייה בין סוף אפריל 1966 לסוף אפריל 1967
1.3	0.7	26.0	12.4				העלייה החודשית הממוצעת

לוח 2

הגידול בנכסים הכספיים שבידי הציבור, לפי המקורות והמרכיבים, מאי 1965 עד אפריל 1966,  
ומאי 1966 עד אפריל 1967  
(מיליוני ל"י)

לפי תקופות משנה			
1967 ינואר אפריל 1967	1966 מאי דצמבר 1966	1966 מאי אפריל 1967	1965 מאי אפריל 1966
<b>המקורות</b>			
<b>1. צבירת נכסים במטבע חוץ</b>			
			24.6
-35.5	23.0	-12.5	
			-25.7
-8.4	-5.8	-14.2	
			-1.1
-43.9	17.2	-26.7	
<b>2. אשראי מ-bank ישראל</b>			
			197.4
185.2	50.3	235.5	
			22.6
105.6	106.7	212.3	
			—
10.5	-15.1	-4.6	
			220.0
301.3	141.9	443.2	
<b>3. אשראי מהמוסדות הבנקאיים</b>			
			25.2
28.2	36.0	64.2	
			162.2
174.7	117.6	292.3	
			187.4
202.9	153.6	356.5	
<b>4. גורמים אחרים נטו</b>			
			-47.8
-0.2	18.4	18.2	
			358.5
460.1	331.1	791.2	
<b>המרכיבים</b>			
<b>1. אמצעי התשלום</b>			
			67.5
103.8	46.7	150.5	
			81.5
127.9	33.3	161.2	
			149.0
231.7	80.0	311.7	
<b>2. פיקדונות פחות נזילים</b>			
			182.1
58.9	95.1	154.0	
			27.4
169.5	156.0	325.5	
			209.5
228.4	251.1	479.5	
			358.5
460.1	331.1	791.2	
<b>תיווך שטרות</b>			
			168.3
-102.9	180.3	77.4	
			-76.1
4.0	114.4	118.4	

העלייה באשראי הבנקאי לציבור, מאי 1966 עד אפריל 1967

מאי 1966 עד אפריל 1967	ינואר-אפריל 1967	מאי-דצמבר 1966	
212.3	105.6	106.7	גכיון משנה והלוואות מבנק ישראל
			אשראי ממוסדות בנקאיים:
52.2	19.5	32.7	במסגרת שיחרורים מנוילות
220.8	131.9	88.9	אשראי אחר במטבע ישראלי
19.3	23.3	-4.0	אשראי במטבע חוץ
292.3	174.7	117.6	סך כל האשראי ממוסדות בנקאיים
504.6	280.3	224.3	סך כל האשראי הבנקאי לציבור
109.2	30.9	78.3	אשראי מפקדונות הציבור למתן הלוואות
613.8	311.2	302.6	סך כל האשראי