

**דין וחשבון הנגיד על עליית אמצעי התשלום  
בתקופה שבין ה-31 באוקטובר 1964 ל-30 בספטמבר 1965**

ירושלים, י' בשבט תשכ"ז

31 בינואר, 1966

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-31 באוקטובר 1964 ל-30 בספטמבר 1965 — בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק ישראל תשי"ד (1954).

בכבוד רב  
דוד הורוביץ  
נגיד בנק ישראל

דין וחשבון זה מוגש לממשלה ולוועדת הכספים של הכנסת לפי סעיף 35 בחוק בנק ישראל תשי"ד (1954). סעיף זה קובע, שעל נגיד בנק ישראל להגיש דין וחשבון אם "עלו אמצעי התשלום ביום מסויים בחמישה-עשר אחוזים או יותר על סך אמצעי התשלום שהיו אי פעם בתוך שנים-עשר החודשים האחרונים שלפני אותו יום". הדו"ח האחרון התייחס לתקופה שבין סוף פברואר לסוף ספטמבר 1963.

בתקופה שבין ה-31 באוקטובר 1964 ל-30 בספטמבר 1965 עלו אמצעי התשלום מ-1.677.5 מיליון ל"י ל-1.936.4 מיליון ל"י — עלייה ב-258.9 מיליון ל"י, שהן 15.4 אחוזים.

## 1. הגידול באמצעי התשלום

לאחר תקופה של יציבות כמעט מלאה בסכום אמצעי התשלום, מסוף מאי 1964 ועד סוף מארס 1965, חל בהם גידול מהיר בחודשים אפריל עד ספטמבר 1965, וכתוצאה מכך עלו אמצעי התשלום ביותר מ-15 אחוזים תוך תקופה קצרה משנה. עלייה זו נמדדת מן הנקודה הנמוכה — סוף חודש אוקטובר 1964 — ועד לנקודה הגבוהה — סוף ספטמבר 1965. לאחר מכן, בחודשים אוקטובר ונובמבר 1965, חלה ירידה ב-23.5 מיליון ל"י בסכום אמצעי התשלום, ולפי נתונים ארעיים לחודש דצמבר, חלה בחודש זה ירידה באמצעי התשלום ב-10 עד 20 מיליון ל"י בקירוב. הגידול באמצעי התשלום מראשית שנת 1965 ועד סופה נאמד בכ-200 מיליון ל"י, או ב-11.5 אחוזים, בקירוב. הסכום השנתי הממוצע של אמצעי התשלום ב-1965 היה גבוה ב-9.0 אחוזים מאשר אשתקד. הנתונים מורים על כך, שבתקופה המתייחסת לדין וחשבון עלו אמצעי התשלום מעל ל-15 אחוזים בשיעור מועט (0.4 אחוזים), ועלייה זו נמשכה זמן קצר. זו היתה גם העלייה הראשונה באמצעי התשלום, מעל לתקרת 15 האחוזים, מזה שנתיים, דהיינו מאז ספטמבר 1963.

בשנת 1965 חל איפוא גידול איטי בסכום אמצעי התשלום, בהשוואה לשנים קודמות. שיעור הגידול בסכום הממוצע של אמצעי התשלום היה דומה, פחות או יותר, לשיעור הגידול בתוצר הלאומי הריאלי בשנת 1965 — שיעור גידול זה נאמד ב-9 אחוזים בערך. אולם האטה זו בשיעור הגידול בסכום הממוצע של אמצעי התשלום לא היה בה כדי למנוע את פעולתם של לחצים אינפלציוניים במשק, שכן נמשך הגידול המהיר בשכר העבודה ובסך ההכנסות, ועמם הגידול המהיר בהוצאות לתצרוכת. התפתחויות אלה השתקפו בגידול במהירות המחזור של אמצעי התשלום — 10 אחוזים בערך, לעומת 1964 — דבר שאיפשר את הגברת הביקוש במשק, מעבר לגידול בסכום הממוצע של אמצעי התשלום; ואכן, ההתפתחויות בתחום הביקוש, ביחד עם הגידול בהוצאות הייצור, הביאו לעלייה גבוהה יחסית ברמת המחירים במשק — זו הגיעה לשיעור 7 עד 8 אחוזים. לעומת זאת, חל בשנת 1965 שיפור בגירעון בחשבון במאזן התשלומים, לאחר הגידול הרב במיוחד, שחל בו בשנת 1964.

השיפור במאזן התשלומים השוטף ב-1965 הושפע, במידה רבה, גם מן הגורמים דלהלן:

(א) הגירעון בחשבון השוטף בשנת 1964 היה גדול מהרגיל וספג חלק מן הנזילות העודפת במשק;

(ב) המדיניות המוניטארית הצליחה לרסן את התרחבות האשראי ולהביאה לממדים, שלא חרגו בהרבה מגידול התפוקה הריאלית; (ג) הגידול בחשבונות הפו"ק והתמ"מ בשנת 1965, שהסתכם ב-57 מיליון דולר ובכ-25 אחוזים מנע, במידה ניכרת, את השפעת גידול היתרות במשך השנה — אלה גדלו ב-80 מיליון דולר בערך — על הנזילות במשק, כי הוא מנע את המרתו של רוב הגידול ביתרות. את תקופת אחד עשר החודשים, שאליהם מתייחס דין וחשבון זה, ניתן לחלק לשתי תקופות משנה, מבחינת שיעור ההתרחבות המוניטארית (ראה דיאגרמה 1 ולוח 3). בחודשים נובמבר 1964

אמצעי תשלום, נובמבר 1964 עד ספטמבר 1965

העלייה לעומת סוף החודש הקודם				סך אמצעי התשלום	פיקדונות עובר ושב	מזומנים בידי הציבור	
1964	1963	1964	1963				
(אחוזים)					(מיליוני ל"י)		
		(מיליוני ל"י)		1,677.5	1,076.0	601.5	אוקטובר
0.8	0.7	12.8	11.0	1,690.3	1,083.7	606.6	נובמבר
1.0	1.5	17.1	24.2	1,707.4	1,117.1	590.3	דצמבר
1965	1964	1965	1964				
0.2	0.5	3.3	8.4	1,710.7	1,104.6	606.1	ינואר
0.9	2.3	15.4	37.5	1,726.1	1,110.7	615.4	פברואר
—	1.1	-0.5	18.3	1,725.6	1,102.3	623.3	מארס
3.1	0.4	53.2	6.6	1,778.8	1,141.9	636.9	אפריל
1.4	1.1	24.5	19.3	1,803.3	1,169.2	634.1	מאי
3.0	-0.4	53.3	-7.3	1,856.6	1,217.1	639.5	יוני
0.6	-0.2	10.9	-2.9	1,867.5	1,218.0	649.5	יולי
0.1	0.9	2.0	14.4	1,869.5	1,213.7	655.8	אוגוסט
3.6	0.2	66.9	3.0	1,936.4	1,256.1	680.3	ספטמבר
				סך כל העלייה בין סוף			
15.4	8.4	258.9	132.5	אוקטובר לסוף ספטמבר			
1.3	0.7	23.5	12.0	העלייה החודשית הממוצעת			

עד מארס 1965 עלו אמצעי התשלום בקצב מתון — בסך הכול עלו אמצעי התשלום בחודשים אלה ב-48 מיליון ל"י, או בשיעור חודשי ממוצע שנפל מ-10 מיליון ל"י, שהן כ-0.6 אחוזים. בחודשים אפריל עד ספטמבר 1965, לעומת זאת, הסתכמה העלייה ב-211 מיליון ל"י, היינו, גידול חודשי ממוצע ב-35 מיליון ל"י, שהן כ-2 אחוזים.

הגידול בסך 258.9 מיליון ל"י בתקופה כולה, מורכב מעלייה ב-78.8 מיליון ל"י במזומנים שבידי הציבור ומעלייה ב-180.1 מיליון ל"י בפיקדונות עובר ושב. במשקל המזומנים בסך אמצעי התשלום חלה ירידה — מ-35.9 אחוזים בסוף אוקטובר ל-35.1 אחוזים בסוף ספטמבר 1965.

שיעור הגידול בפיקדונות הפחות נזילים, בתקופה הנידונה, היה גבוה משיעור הגידול באמצעי התשלום, והוא הגיע ל-19.7 אחוזים (182.2 מיליון ל"י). יתרת פיקדונות אלה עלתה, בתקופה המקבילה אשתקד, ב-102.2 מיליון ל"י בלבד (12.6 אחוזים). חששה זו של הגידול, לעומת אשתקד, קשורה, בעיקר, בגידול המוגבר בחשבונות פו"ק ותמ"מ, אולם, חלה גם עלייה גדולה יותר בפיקדונות האחרים (ראה לוח 2). העלייה בפו"ק ותמ"מ — בסך 144.3 מיליון ל"י, לעומת 92.7 מיליון ל"י אשתקד — בולטת במיוחד לאור הירידה שחלה בהיקף תקבולי הפיצויים האישיים מגרמניה. התפתחות זו השפיעה על הקטנת ההמרה של מטבע חוץ ולכן על האטת הגידול באמצעי התשלום.

ההעדפה של החזקת נכסים במטבע חוץ, או אלה הצמודים למטבע חוץ, בשנת 1965, מסבירה, כנראה, בחלקה, את הגידול האיטי יותר בתיווך שטרות ובמילווה קצר המועד, לעומת אשתקד, תופעה שניתן לעמוד עליה בבירור מלוח 2.

## 2. המקורות הישירים לעליית אמצעי התשלום

את התקופה הנידונה ניתן, כאמור, לחלק לשתי תקופות משנה, מבחינת קצב ההתרחבות המוניטארית. בחמשת החודשים הראשונים (מנובמבר 1964 עד מארס 1965) נמשכה עדיין מגמת ההאטה שאיפיינה את שנת 1964. בששת החודשים אפריל עד ספטמבר 1965, הוחש קצב ההתרחבות המוניטארית. חלוקה זו, לתקופות משנה, תואמת גם, פחות או יותר, את השינויים שחלו בעוצמת השפעתם של מקורות הגידול העיקריים ובכיוונם, כפי שאפשר לראות בלוח 3. בחלק הראשון של התקופה, היה מקור ההתרחבות העיקרי צבירת יתרות מטבע חוץ, ואילו לירידה בחוב הממשלה היתה השפעה מוניטארית מצמצמת. לעומת זאת, פסקה צבירת היתרות בתקופה השנייה, ומקור ההתרחבות העיקרי היה הגידול בחוב הממשלה למערכת הבנקאות. האשראי הבנקאי לציבור נשאר, למעשה, יציב במשך מרבית התקופה, וחלה בו עלייה בארבעת החודשים האחרונים (יוני עד ספטמבר) בלבד.

לוח 2

הגידול בנכסים הכספיים שבידי הציבור, לפי המקורות והמרכיבים, נובמבר 1964 עד ספטמבר 1965, ונובמבר 1963 עד ספטמבר 1964

(מיליוני ל"י)

נובמבר 1964 ספטמבר 1964	נובמבר 1964 ספטמבר 1965	
		<b>ה מק ו ר ו ת</b>
142.3	178.1	צבירת נכסים במטבע חוץ
202.9	80.7	אשראי בנקאי לציבור *
-32.2	154.9	אשראי לממשלה
-78.3	27.4	גורמים אחרים, נטו
234.7	441.1	<b>סך כל המקורות</b>
		<b>ה מ ר כ י ב י ם</b>
132.5	258.9	אמצעי תשלום
92.7	144.3	פז"ק ותמ"מ
9.5	37.9	פיקדונות פחות נזילים אחרים *
234.7	441.1	<b>סך כל המרכיבים</b>
189.7	131.5	תיווך שטרות
119.2	-70.6	מילווה קצר מועד

\* למעט פיקדונות למתן הלוואות ואשראי שניתן מהם.

א. צבירת נכסים, נטו, במטבע חוץ

במשך כל התקופה הנידונה גדל סכום הנכסים, נטו, במטבע חוץ, שבמערכת הבנקאות, ב־59 מיליון דולר (178 מיליון ל"י), לעומת 47 מיליון דולר (142 מיליון ל"י) בתקופה המקבילה אשתקד. צבירה מוגברת זו נתרחשה למרות הירידה הקלה בהיקף יבוא ההון, ובעיקר בסעיפי ההשקעות והפיצויים האישיים מגרמניה, וזאת כתוצאה מהצמצום שחל בגירעון השוטף במאזן התשלומים. ההשפעה הישירה של צבירת מטבע החוץ על גידול אמצעי התשלום היתה נמוכה יחסית, שכן חל, כאמור, גידול רב בחשבונות פו"ק ותמ"מ, בסך 48 מיליון דולר בקירוב. כלומר, חלק ניכר מהעברות מטבע החוץ לא הומר כלל באמצעי תשלום, שכן העדיף הציבור להגדיל את נכסיו במטבע חוץ. צבירת מטבע החוץ לא היתה אחידה במשך התקופה הנידונה. עיקר הגידול חל בחודשים פברואר עד יוני—כ־77 מיליון דולר—ואילו בחודשים יולי עד ספטמבר חלה ירידה בסכום היתרות במטבע חוץ. התפתחות זו תואמת, פחות או יותר, את התנודות העונתיות הרגילות של צבירת מטבע חוץ בשנים האחרונות, כפי שאפשר לראות בדיאגרמה 1.

ב. חוב הממשלה למערכת הבנקאות

חוב הממשלה, נטו, למערכת הבנקאות, המורכב מעודף ההתחייבויות של הממשלה על פיקדונותיה במערכת הבנקאות, גדל במשך תקופת הדין וחשבון ב־155 מיליון ל"י, לעומת ירידה בסך 32 מיליון ל"י בתקופה המקבילה אשתקד.

לוח 3

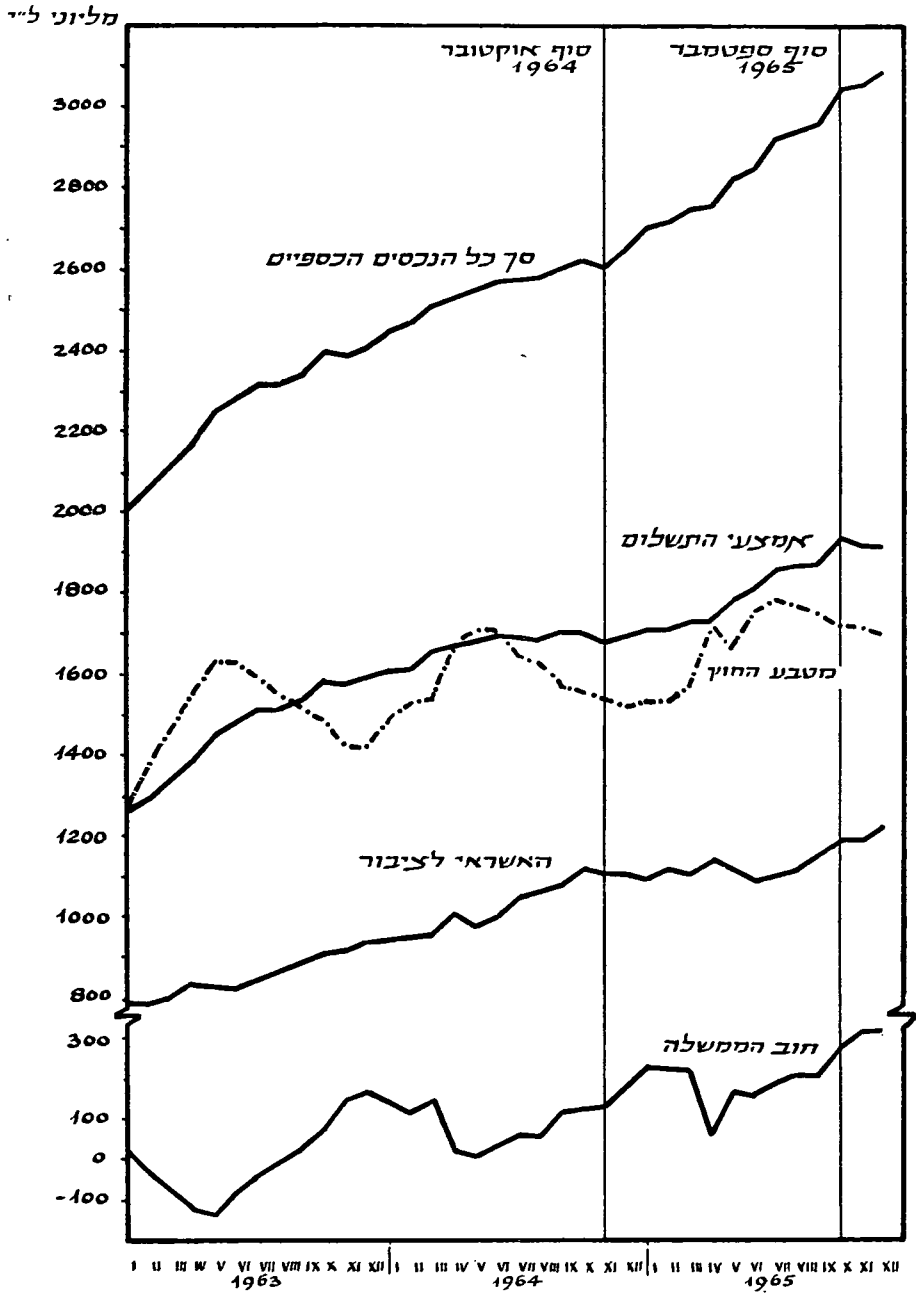
הגידול בנכסים הכספיים שבידי הציבור, נובמבר 1964 עד ספטמבר 1965, לפי תקופות משנה

(מיליוני ל"י)

נובמבר 1964- ספטמבר 1965	אפריל 1965- ספטמבר 1965	נובמבר 1964- מארס 1965	
178.1	3.3	174.8	המקורות
80.7	54.2	26.5	צבירת נכסים במטבע חוץ
154.9	224.0	(-)69.1	אשראי בנקאי לציבור *
27.4	6.5	20.9	אשראי לממשלה
			גורמים אחרים, נטו
441.1	288.0	153.1	סך כל המקורות
258.9	210.8	48.1	המרכיבים
144.3	70.6	73.7	אמצעי תשלום
37.9	6.6	31.3	פו"ק ותמ"מ
			פיקדונות בלתי גזילים אחרים *
144.1	288.0	153.1	סך כל המרכיבים
131.5	71.3	60.2	תיווך שטרות
70.6	29.3	41.3	מילוה קצר מועד

\* למעט פיקדונות למתן הלוואות ואשראי שניתן מהם.

אמצעי התשלום ומקורות לגידולם, ער 1963 עד 1965



ההתפתחות בחוב הממשלה תאמה את התנודות העונתיות הרגילות, שהן ירידה בחוב ברבע האחרון של השנה התקציבית (חודשים ינואר עד מארס), עת גוברות ההכנסות של הממשלה, ועלייה בחוב במשך רוב חודשי השנה האחרים (ראה דיאגרמה 1). הגידול הרב בחוב, בחודשים אפריל עד ספטמבר 1965, בא כתוצאה מפיגור ניכר בהיקף ההכנסות לעומת ההוצאות בחודשים אלה, שנבע, בחלקו הגדול, מירידה בלתי צפויה במכירות המילווה קצר המועד.

### ג. האשראי הבנקאי לציבור

האשראי הבנקאי לציבור עלה בתקופה הנידונה בהיקף נמוך יחסית — בסך הכול ב־80 מיליון ל"י, לעומת גידול בסך 203 מיליון ל"י בתקופה המקבילה אשתקד. למעשה, חלה ירידה ביתרת האשראי לציבור בשבעת החודשים הראשונים של התקופה ב־20 מיליון ל"י בערך, ורק בחודשים יוני עד ספטמבר 1965 חל גידול בסך 100 מיליון ל"י בקירוב. בחלקה הראשון של התקופה, הקטינו המוסדות הבנקאיים את הגירעון הניכר בנזילות, שנוצר בקיץ 1964, בעקבות הגידול הרב יחסית שחל אז באשראי לציבור. כמו כן, חל צמצום עונתי בהיקף האשראי המוכוון, המשוחרר מנזילות, בחודשים הראשונים של 1965. התרחבות האשראי בחודשים יוני עד ספטמבר 1965 קשורה בחלקה בגורמים עונתיים. בחודשים אלה עולה, בדרך כלל, היקף האשראי המוכוון לחקלאות, וכן הדרישה הכללית של הציבור לאשראי.

## המלצות

העלייה באמצעי התשלום מעבר ל־15 אחוזים היתה קטנה ונמשכה, כפי שנאמר לעיל, תקופה קצרה. לפיכך, קצר הפעם גם הדו"ח הנוכחי, וההמלצות הכלולות בו מהוות, במידה רבה, חזרה על ההמלצות שהובאו בדו"חות קודמים. האמצעים שהומלץ עליהם בעבר, ואשר ננקטו, בחלקם, במשך התקופה שחלפה מאז הוגש הדו"ח האחרון ועד היום, נתגלו, בדרך כלל, כיעילים.

א. יש להמשיך במדיניות המוניטארית המרסנת שנקט בה בנק ישראל, עם שינויים בהתאם לצרכים המשתנים עם הזמן. יש לציין את המיתאם, החוזר ונשנה בפיגור קצר, בין התפתחות אמצעי התשלום לבין עליית המחירים והגידול בגירעון במאזן המסחרי. אין זאת אומרת, כי ההתרחבות המוניטארית משמשת גורם יחיד להתפתחויות בתחום המחירים ומאזן התשלומים, אך אין ספק שהשפעתה רבה.

ב. האיזון הקופתי של תקציב הממשלה על ידי מקורות מימון בלתי אינפלציוניים הכרחי לשם הבטחת היציבות במשק, שכן יעילותה של המדיניות המוניטארית, כשלעצמה, הולכת ופוחתת, כאשר ממשיכים להשתמש בה בעוצמה גוברת. הגידול בחוב הממשלה למערכת הבנקאות נבע, בחלקו, מירידה בלתי צפויה במכירות המילווה קצר המועד. מאחר שמילווה זה לא ישמש יותר כמקור הכנסה לתקציב החדש, יש לקוות שהמדיניות הפיסקאלית, המתבססת על איזון תקציבי בשנת 1966/67, תמלא תפקיד חשוב בריסון ההתרחבות המוניטארית בשנה הבאה.

ג. יש להגביל קבלת אשראי מחוץ לארץ, לרגל גידולו הרב של החוב החיצוני וכדי למנוע הזרמת כוח קנייה נוסף למשק, אשר עשוי לשים לאל את המאמצים של המדיניות המוניטארית והפיסקאלית. הגבלות אלה חשובות לא פחות מפעולות הריסון המוניטאריות והפיסקאליות הישירות. ניתן לספק כיום כל צורך חיוני של מטבע חוץ מהרזרבות של בנק ישראל, תמורת מטבע מקומי, ואין איפוא צורך להגדיל את ההתחייבויות לחוץ לארץ, הכרוכות בריבית גבוהה מזו, שבנק ישראל יכול לקבל מהשקעת היתרות במטבע חוץ.

ד. ריסון ההכנסות הפרטיות הוא תנאי הכרחי למניעת לחצים אינפלציוניים, הן מצד הביקוש והן מצד ההוצאות. עלייה מהירה של שכר והכנסות פועלת, בסופו של דבר, להרחבת

האשראי ולריבוי אמצעי התשלום, להגברת הביקוש, לעלייה מופרזת בצריכה לנפש, להגדלת הוצאות הייצור ולהרעה נוספת בחשבון השוטף במאזן התשלומים.

בכבוד רב,

דוד הורוביץ

נגיד בנק ישראל