

# דין־וחשבון על עליית אמצעי התשלום בתקופה 31 בדצמבר 1959 עד 31 ביולי 1960

ירושלים, כ"ז בחשון תשכ"א

17 בנובמבר 1960

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 דצמבר 1959 ובין סוף יולי 1960, בהתאם לחובה שהוטלה עלי לפי סעיף 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), 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 בדצמבר 1959 ל־31 ביולי 1960 עלו אמצעי התשלום מ־725.9 מיליון ל"י ל־845.3 מיליון ל"י — עלייה של 119.4 מיליון ל"י, או 16.4 אחוזים.

(א) שיעור הגידול באמצעי התשלום

הדין וחשבון האחרון, שהוגש לפי סעיף זה של החוק, התייחס לתקופה שבין ה־31 במאי 1957 ל־31 במאי 1958, שבה עלו אמצעי התשלום ב־15.5 אחוזים. במחצית השניה של שנת 1958 ובמשך שנת 1959 כולה הואט קצב הגידול של אמצעי התשלום במידה ניכרת בהשוואה לשנים הקודמות, ובשנת 1959 לא עלה למעשה על שיעור הגידול של התוצר הלאומי הגולמי במחירים קבועים. אומנם גם בתקופה זו חל גידול רב בסך המקורות של הרחבת הנכסים הכספיים שבידי הציבור, ובמיוחד באשראי הבנקאי לציבור וביתרות במטבע חוץ שברשות מערכת הבנקאות, אולם השפעת הגורמים הללו על גידול אמצעי התשלום הוקטנה במידה ניכרת בשל הנטייה הגוברת של הציבור להחזיק בפקדונות שנוילותם מועטת.

בשנת 1960 הוחש קצב הגידול של אמצעי התשלום: בחודשים ינואר עד ספטמבר עלו אמצעי התשלום בשיעור חודשי ממוצע של 1.8 אחוזים לעומת 1.4 אחוזים בתקופה המקבילה אשתקד. המספרים הארעיים לחודש אוקטובר מעידים גם הם על המשך המגמה של גידול מהיר, ואם בשני החודשים האחרונים של השנה לא תחול ירידה תלולה, יהיה שיעור העליה השנתי בכמות אמצעי התשלום גבוה במידה ניכרת מאשר בשנתיים הקודמות.

גם השנה בלטה אותה תופעה עונתית שאפיינה את השנים האחרונות — קצב גידול מוגבר באמצעי התשלום בחודשי השנה הראשונים; אלא ששיעורי הגידול היו גבוהים במידה ניכרת מאשר בשנה שעברה. תופעה זו נובעת מהגידול העונתי הרב ביתרות מטבע-החוץ בחודשי השנה הראשונים והמתן באמצעי תשלום מקומיים.

מינואר עד סוף יולי 1960 עלו אמצעי התשלום ב־16.4 אחוזים, או ב־119 מיליון ל"י לעומת 14.1 אחוזים בתקופה המקבילה אשתקד (ראה לוח 1). אומנם, כפי שמראים הנתונים, ייצגה יקודת המוצא השנה — סוף דצמבר 1959 — רמה נמוכה יחסית של כמות אמצעי התשלום,

<sup>1</sup> הסכום הממוצע של אמצעי התשלום ב־1959 היה גבוה ב־12.5 אחוזים מהסכום הממוצע ב־1958, בעוד שהתוצר הלאומי הגולמי במחירים קבועים גדל ב־12 אחוזים.

לוח 1

אמצעי התשלום, דצמבר 1959 עד אוקטובר 1960\*

(מיליוני ל"י)

| החודש        | העלייה או הירידה (-) מסוף החודש הקודם |             | סך כל אמצעי התשלום | פקדונות עובר ושב | מזומנים בידי הציבור |       |
|--------------|---------------------------------------|-------------|--------------------|------------------|---------------------|-------|
|              | אחוזים                                | מיליוני ל"י |                    |                  |                     |       |
|              | 1960                                  | 1959        | 1960               | 1959             |                     |       |
| 1959 דצמבר   | —                                     | —           | —                  | 725.9            | 466.0               | 259.9 |
| 1960 ינואר   | 3.2                                   | 2.1         | 23.5               | 749.4            | 483.7               | 265.7 |
| פברואר       | 2.6                                   | 2.4         | 19.4               | 768.8            | 494.8               | 274.0 |
| מארס         | 0.6                                   | 0.6         | 4.4                | 773.2            | 494.5               | 278.7 |
| אפריל        | 4.4                                   | 3.5         | 33.8               | 807.0            | 518.4               | 288.6 |
| מאי          | 2.0                                   | 1.6         | 16.1               | 823.1            | 535.1               | 288.0 |
| יוני         | 1.0                                   | 1.9         | 8.5                | 831.6            | 543.7               | 287.9 |
| יולי         | 1.6                                   | 1.3         | 13.7               | 845.3            | 552.3               | 293.0 |
| אוגוסט       | 0.9                                   | -1.0        | 7.6                | 852.9            | 561.9               | 291.0 |
| ספטמבר       | -0.2                                  | 1.5         | -1.6               | 851.3            | 551.4               | 299.9 |
| אוקטובר*     | 0.5                                   | -1.7        | 4.5                | 855.8            | 553.9               | 301.9 |
| סך כל העלייה |                                       |             |                    |                  |                     |       |
|              | 17.9                                  | 12.7        | 129.9              | 84.1             | מדצמבר לאוקטובר     |       |
|              | 1.7                                   | 1.2         | 13.0               | 8.4              | עלייה חודשית ממוצעת |       |

\* המספרים לסוף אוקטובר 1960 הנם ארעיים.

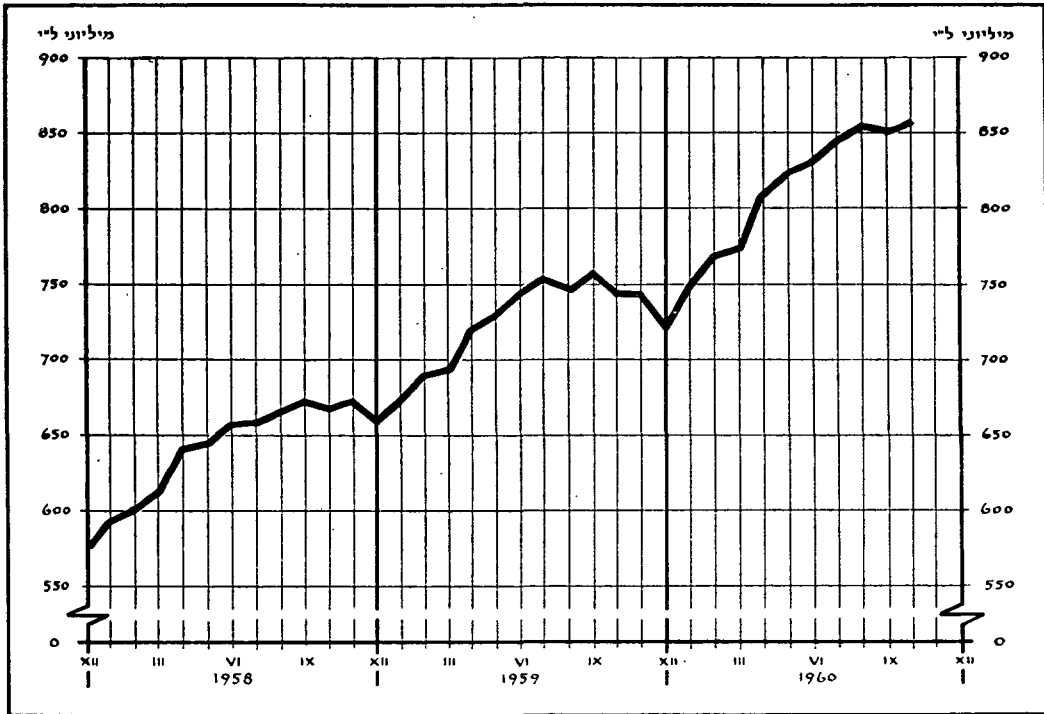
לוח 2

עליית אמצעי התשלום

| השנה    | במיליוני ל"י                |              |                              | באחוזים                     |              |                              |
|---------|-----------------------------|--------------|------------------------------|-----------------------------|--------------|------------------------------|
|         | מראשית ינואר עד סוף אוקטובר | במשך כל השנה | מסוף אוקטובר עד סוף אוקטובר* | מראשית ינואר עד סוף אוקטובר | במשך כל השנה | מסוף אוקטובר עד סוף אוקטובר* |
| 1955    | 65.1                        | 71.2         | 59.7                         | 18.7                        | 20.4         | 16.9                         |
| 1956    | 71.9                        | 97.6         | 78.0                         | 17.1                        | 23.3         | 18.9                         |
| 1957    | 55.1                        | 58.9         | 80.8                         | 10.7                        | 11.4         | 16.4                         |
| 1958    | 92.5                        | 83.7         | 96.3                         | 16.1                        | 14.5         | 16.8                         |
| 1959    | 84.1                        | 66.0         | 75.3                         | 12.7                        | 10.0         | 11.3                         |
| ** 1960 | 129.9                       |              | 111.8                        | 17.9                        |              | 15.0                         |

\* מסוף אוקטובר של השנה הקודמת.  
\*\* המספרים לסוף אוקטובר 1960 הם ארעיים.

עליית אמצעי התשלום לפי חדשים, 1958 עד 1960



בשל ירידה גדולה מן הרגיל שחלה ברבע האחרון של שנת 1959<sup>1</sup>. אולם הנתונים לגבי התקופה שמן התאריך הקובע ועד עריכת הדין וחשבון (שנתאחר הפעם מסיבות שאינן תלויות בנו), מראים כי גם בחשבון שנתי הוחש קצב העלייה של אמצעי התשלום. עובדה היא, כי במשך למעלה משנתיים, מאז סוף מאי 1958 עד סוף יולי 1960, לא היה צורך בהגשת דו"ח לממשלה ולוועדת הכספים של הכנסת, מאחר שהושגו האטת קצב הגידול של אמצעי התשלום וקיום יחס מתאים יותר בין גידול התפוקה וגידול אמצעי התשלום. אין ספק כי מבחינות אלה חל בשנת 1960 מפנה מסויים לרעה.

(ב) המקורות הישירים לעלייה באמצעי התשלום

היקף העלייה באמצעי התשלום הוא פרי מכלול פעולותיהם של הגורמים הישירים הפועלים להרחבת הנכסים הכספיים שבידי הציבור, בנכוי התוספת לפקדונות הפחות נזילים של הציבור במוסדות הבנקאיים, שאינם בגדר אמצעי תשלום. בחודשים ינואר עד יולי 1960 הסתכם הגידול הכולל של מקורות ההתרחבות ב־200 מיליון ל"י (16.5 אחוזים), לעומת 150 מיליון ל"י (15.0 אחוזים) בתקופה המקבילה אשתקד. אולם בו בזמן הגדיל הציבור את סכום פקדונותיו הפחות נזילים במוסדות הבנקאיים ב־78 מיליון ל"י;

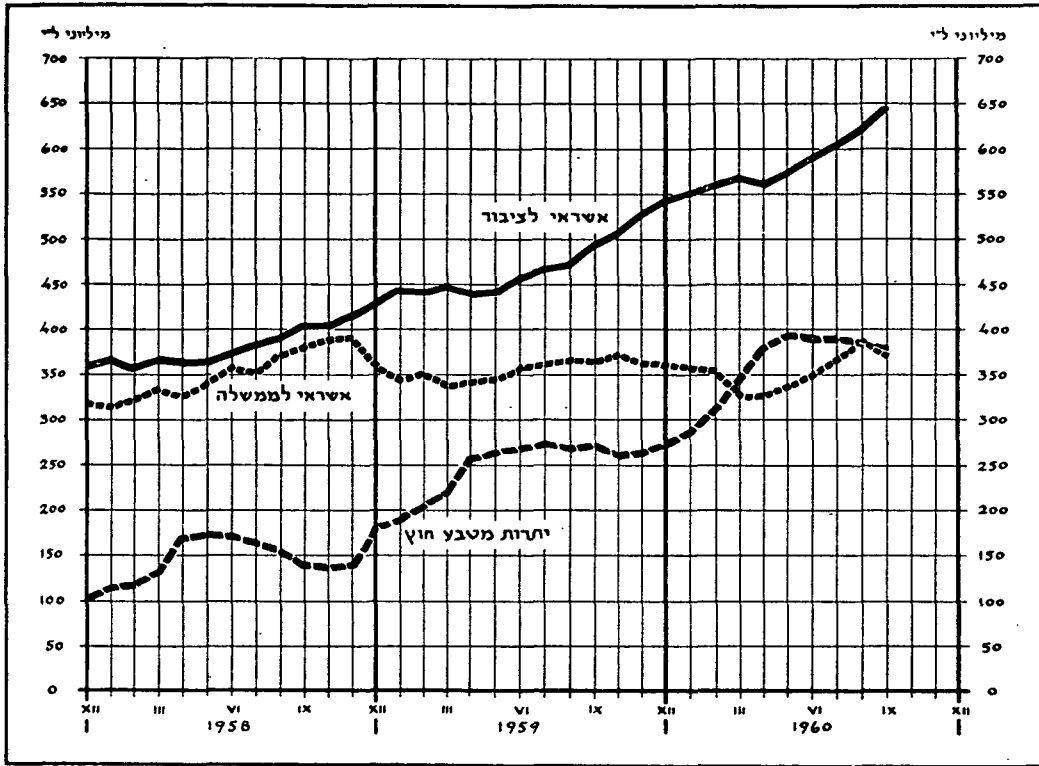
<sup>1</sup> ברבע האחרון של שנת 1959 ירדו אמצעי התשלום ב־31 מיליון ל"י, לעומת ירידה של 12 מיליון ל"י ברבע האחרון של 1958 ושל כ־5 מיליון ל"י ברבע האחרון של שנת 1957.

העלייה מנכסים הכספיים שבידו הציבור לפי המקורות והמרכיבים, ינואר עד יולי, 1958 עד 1960

| האחוז מסך ההתרחבות     |       |       | הגידול באחוזים |      |       | הגידול במיליוני ל"י |       |       |                             |
|------------------------|-------|-------|----------------|------|-------|---------------------|-------|-------|-----------------------------|
| 1960                   | 1959  | 1958  | 1960           | 1959 | 1958  | 1960                | 1959  | 1958  |                             |
| <b>ה מקורות</b>        |       |       |                |      |       |                     |       |       |                             |
| 57.7                   | 62.2  | 52.1  | 42.2           | 52.0 | 61.3  | 115.3               | 93.2  | 62.8  | צבירת יתרות מטבע חוץ        |
| 31.8                   | 27.1  | 19.8  | 11.7           | 9.5  | 6.6   | 63.5                | 40.6  | 23.8  | הרחבת האשראי לציבור         |
| 1.5                    | 3.2   | 28.2  | 0.8            | 1.3  | 10.7  | 3.0                 | 4.8   | 34.0  | הרחבת האשראי לממשלה         |
| 6.2                    | 5.0   | 5.4   | 32.5           | 27.3 | 37.6  | 12.3                | 7.5   | 6.5   | השקעות מוסדות בנקאיים *     |
| 2.8                    | 2.5   | -5.5  | **             | 56.7 | -38.6 | 5.7                 | 3.8   | -6.6  | השינוי ביתרות במעבר         |
| 100.0                  | 100.0 | 100.0 | 16.5           | 15.0 | 14.8  | 199.8               | 149.9 | 120.5 | סך כל המקורות               |
| <b>ה מ ר כ י ב י ם</b> |       |       |                |      |       |                     |       |       |                             |
| 59.8                   | 62.3  | 68.1  | 16.4           | 14.1 | 14.2  | 119.4               | 93.3  | 82.1  | אמצעי תשלום                 |
| 39.0                   | 33.5  | 25.7  | 19.2           | 17.7 | 11.5  | 77.8                | 50.2  | 31.0  | פקדונות פחות נזילים         |
| 1.2                    | 4.2   | 6.2   | 3.2            | 12.1 | 16.9  | 2.6                 | 6.4   | 7.4   | הון עצמי וחשבונות אחרים נטו |
| 100.0                  | 100.0 | 100.0 | 16.5           | 15.0 | 14.8  | 199.8               | 149.9 | 120.5 | סך כל המרכיבים              |

\* בניירות ערך לא ממשלתיים ובהכיות עור.  
 \*\* נידול מיתרת חובה בסוף דצמבר 1959.

האשראי הבנקאי לציבור ולממשלה ויתרות מטבע חוץ, 1958 עד 1960



נוסף לכך חל גידול של 3 מיליון ל"י לערך בהון העצמי ו"בחסבונות אחרים", נטו, של המוסדות הבנקאיים. מתוך צירוף פעולותיהם של גורמים אלה הסתכמה עליית אמצעי התשלום ב-119 מיליון ל"י.

שני המקורות העיקריים, שפעלו להרחבת סכום הנכסים הכספיים שבידי הציבור בחדשים ינואר עד יולי 1960, היו — צבירת יתרות מטבע חוץ במערכת הבנקאות והרחבת האשראי הבנקאי לציבור. חלקם של שני גורמים אלה בסך מקורות ההתרחבות הגיע ל-90 אחוזים לערך. אולם, כפי שנראה להלן, השתנה משקלם של המקורות השונים שינוי ניכר במהלך התקופה הנדונה. מבחינת משקלם וכיוון פעולתם של הגורמים השונים להתרחבות המוניטארית אפשר לחלק תקופה זו לשתי תקופות משנה (ראה נספח).

בתקופה שמינואר עד אפריל היה לצבירת יתרות מטבע חוץ משקל מכריע בהגדלת סכום הנכסים הכספיים ואמצעי התשלום. עלייה בולטת חלה גם בהשפעת הגידול ביתרות במעבר ובהשקעות בניירות ערך לא־ממשלתיים על סכום הנכסים הכספיים שבידי הציבור. לעומת זאת היה הגידול באשראי הבנקאי לציבור מתון יחסית, ואילו להקטנת האשראי לממשלה היתה אף השפעה מרסנת על כמות אמצעי התשלום.

בתקופה השניה, בחודשים מאי עד יולי, נעשו האשראי הבנקאי לציבור ולממשלה הגורמים המכריעים שהזינו את ההתרחבות המוניטארית במשק, ואילו השפעת מקורות הגידול האחרים נחלשה מאוד או אפילו פעלה לצד הצמצום (ראה נספח ודיאגרמה 2).

זה שנים מספר משמשת המרת יתרות מטבע חוץ מקור רב משקל, הפועל במישרין בכיוון הגדלת כמות אמצעי התשלום. השפעתו של מקור זה בולטת בעיקר בחודשי השנה הראשונים, שבהם חל גידול עונתי רב בצבירת היתרות, כתוצאה מן העלייה הניכרת בהכנסות מיצוא, ממגביות וממילוות חוץ, גידול שאינו מלווה בעלייה עונתית מקבילה בהוצאות במטבע חוץ. לעומת זאת, יורדות בדרך כלל ההכנסות במטבע חוץ במחצית השניה של השנה, בעוד שרמת ההוצאות נשארת יציבה למדי, כך שהעלייה ביתרות מתונה יחסית, או אפילו חלה בהן ירידה קלה. בחודשים ינואר עד יולי גדלו היתרות במטבע חוץ במערכת הבנקאות ב-115.3 מיליון ל"י (42.2 אחוזים) ומשקלן בכלל מקורות ההתרחבות של הנכסים הכספיים הגיע ל-57.7 אחוזים. אולם הגידול ביתרות התרכז למעשה בחודשים ינואר עד מאי, שבהם הן גדלו ב-120 מיליון ל"י, ואילו בחודשים יוני ויולי חלה ירידה קלה בסכום היתרות.<sup>1</sup> למעשה היה לצבירת היתרות משקל מכריע בהגדלת סכום הנכסים הכספיים ואמצעי התשלום בחודשים פברואר עד אפריל. יש לציין, אומנם, שלא כל גידול ביתרות מלווה ביצירת אמצעי תשלום נוספים, הואיל ומעבי-רי מטבע רבים אינם נוהגים להמיר את כל סכום ההעברה באמצעי תשלום, אלא מפקידים חלק ממנו בפקדונות במטבע חוץ (תמ"מ ופת"ח) או בפקדונות הצמודים לשער החליפין של המטבע (פו"ק). הממשלה מעודדת הגדלת הפקדונות הללו על-ידי שערי רבית גבוהים יחסית, הקלות ממס וכו'.<sup>2</sup> בתקופה שמראשית ינואר עד סוף יולי 1960 לא הומרו באמצעי תשלום, על ידי מעבירי המטבע המקומיים ותושבי חוץ, כ-40 מיליון ל"י — סכום השווה ל-35 אחוזים, לערך, מסך הגידול של היתרות במטבע חוץ במערכת הבנקאות. מכאן, שהמרת מטבע חוץ פעלה באופן ישיר להגדלה נטו של אמצעי תשלום בחודשים ינואר עד יולי בסך 75 מיליון ל"י לערך.

נוסף להשפעה הישירה של המרת מטבע חוץ על הרחבת אמצעי התשלום, מתבטאת למעשה צבירת יתרות מטבע חוץ בבנק ישראל גם בעלייה בסכום הנכסים הנוזלים של המוסדות הבנקאיים. במידה שהתמורה של ההמרה מופקדת במוסדות הבנקאיים, הריהי מעמידה לרשותם נכסים נוזלים ומאפשרת להם הרחבת אשראי לציבור ויצירת אמצעי תשלום נוספים. סכום היתרות במטבע חוץ בבנק ישראל גדל בתקופה הנדונה ב-112 מיליון ל"י (מתוך הגידול הכללי של 115.3 מיליון ל"י) ובמוסדות הבנקאיים ב-3.3 מיליון ל"י בלבד.

### ב. הרחבת האשראי הבנקאי לציבור

האשראי הבנקאי לציבור גדל בחודשים ינואר עד יולי 1960 ב-63.5 מיליון ל"י, לעומת 40.6 מיליון ל"י בתקופה המקבילה אשתקד. שיעור הגידול הסתכם, איפוא, בשבעת החודשים הראשונים של 1960. ב-11.7 אחוזים לעומת 9.5 אחוזים באותה תקופה ב-1959, ומשקלו של מקור זה בהרחבת הנכסים הכספיים עלה מ-27.1 אחוזים ל-31.8 אחוזים.

גם בהתפתחות האשראי לציבור ניכרת בשנים האחרונות עונתיות ברורה. עיקר הגידול חל במחצית השניה של השנה, כשהצורך באשראי מצד החקלאות וענפים אחרים גדל במיוחד. בשנת 1958 ניתנו 10 אחוזים בלבד מסך התוספת השנתית של האשראי בחמשת החודשים מראשונים של השנה, וכ-1959 — 15 אחוזים בלבד. השנה גדל האשראי בחודשים ינואר עד אפריל בממוצע חודשי של 4.5 מיליון ל"י, בעוד שבחודשים מאי עד יולי — בממוצע של 15 מיליון ל"י. גם המספרים לחודשים אוגוסט וספטמבר מעידים על עליה חודשית ממוצעת של 19 מיליון ל"י

<sup>1</sup> המספרים לחודשים אוגוסט וספטמבר מצביעים על ירידה נוספת בסך של 12 מיליון ל"י.  
<sup>2</sup> בחודש מאי 1959 הורשו תושבים ישראלים מקבלי פיצויים אישיים מגרמניה, מקבלי ירושות ופנסיות מחו"ל וכו' להפקיד שליש מסכום ההעברה בפקדונות מטבע חוץ (תמ"מ). לעומת 20 אחוזים שהיו נוהגים עד אז. כן נקבעה לאחרונה על-ידי האוצר פרימה מיוחדת למהזיקי פו"ק, המורגת בהתאם למשך החוקת הפקדון.

לערך. יש להניח, איפוא, ששיעור הגידול במחצית השניה של השנה יהיה גבוה במידה ניכרת מאשר במחצית הראשונה.

תוספת האשראי הבנקאי לציבור באה השנה כמעט כולה מגידול האשראי מאמצעי המוסדות הבנקאיים. נכיון המשנה של שטרות על-ידי בנק ישראל עלה בחודשים ינואר עד יולי ב-0.9 מיליון ל"י בלבד. עליה זו היא פרי צירוף של עליה בנכיון המשנה של שטרות במטבע חוץ, הניתן ברובו לצורך מימון יבוא לשם יצוא, ב-11.1 מיליון ל"י, ושל ירידה בנכיון המשנה של שטרות במטבע ישראלי ב-10.2 מיליון ל"י. בשנה האחרונה העדיף בנק ישראל להרחיב את האשראי למטרות בעלות עדיפות מבחינת המשק הלאומי, באמצעות שחרורים מנוזלות ולא באמצעות נכיון משנה בבנק ישראל, כדי לאפשר למוסדות הבנקאיים להשתמש באמצעיהם שלהם להרחבת האשראי, במקום להודקק לשם כך לאמצעי בנק ישראל.

#### ג. האשראי הבנקאי לממשלה

חוב הממשלה למערכת הבנקאות גדל בחדשים ינואר עד יולי ב-3 מיליון ל"י בלבד. כבשנים שעברו חלה גם השנה ירידה ניכרת בחוב בחודשים ינואר עד מארס – בהתאם לחובת הממשלה לפרוע את כל המקדמות לזמן קצר לבנק ישראל עד סוף שנת התקציב. בסך הכל צומצם האשראי לממשלה ממערכת הבנקאות בחודשים ינואר עד אפריל ב-34.7 מיליון ל"י. ירידה זו בטלה חלק מהשפעות גורמי ההתרחבות האחרים על אמצעי התשלום. יש להדגיש גם שלא כל הפרעון של החוב לבנק ישראל בסוף השנה התקציבית נבע מנידוף ממשי של הכנסות רגילות על הזננות, אלא הוא נתאפשר בחלקו על-ידי קבלת מילות לזמן קצר מחברות וממוסדות שונים. משום כך תורם למעשה צימצום האשראי הבנקאי לממשלה בחודשי השנה הראשונים רק באופן חלקי לספיגת כוח קניה מהציבור, ויעילותו כמכשיר אנטי-אינפלציוני מוגבלת, איפוא, כיום.

יש לציין, כי הממשלה השתדלה להמנע ככל האפשר מהמרה מלאכותית של מטבע חוץ על-ידי קבלת הלוואות מחוץ לארץ לצורך השגת מטבע מקומי. במובן זה חל במדיניות הממשלה מפנה חיובי שיש לקדמו בברכה.

לעומת הירידה בחודשים ינואר עד אפריל חל גידול רב באשראי הבנקאי לממשלה בחודשים מאי עד יולי. בשלושת החודשים הללו הרחיבה הממשלה את האשראי שלה ממערכת הבנקאות ב-37.7 מיליון ל"י, והמספרים לחודשים אוגוסט וספטמבר מצביעים על עלייה נוספת של 8 מיליון ל"י. כלומר, תוך חמישה חודשים חלה עלייה של 46 מיליון ל"י בחוב הממשלה למערכת הבנקאות. אי מימושם של אומדני הכנסה נכונה סוגי מסים ומהפצת ניירות ערך ממשלתיים יצר במחצית הראשונה של השנה התקציבית גרעון קופתי גדול מן המצופה, והממשלה נאלצה לפנות לבנקים, ובמיוחד לבנק ישראל, לשם מימון הגרעון על-ידי יצירת אמצעי תשלום חדשים. יש לראות התפתחות זאת של החודשים האחרונים בדאגה, במיוחד לאחר ההאטה הניכרת בשיעור גידולו של החוב הממשלתי למערכת הבנקאות בשנת 1959, שתרמה לא במעט לריסון ההתרחבות המוניטארית באותה שנה בהשוואה לשנים קודמות.

#### ד. מקורות אחרים

המקורות האחרים הפועלים להרחבת סכום הנכסים הכספיים שבידי הציבור הם ההשקעות של מוסדות בנקאיים בניירות ערך לא-ממשלתיים<sup>1</sup> והעליה בסכום היתרות במעבר (נטו) במערכת הבנקאות. שני הסעיפים האלה גדלו בתקופה הנדונה ב-18 מיליון ל"י.

<sup>1</sup> קנית ניירות ערך ממשלתיים על ידי המוסדות הבנקאיים כלולה באשראי הבנקאי לממשלה.



## (ג) הפקדונות הפחות נזילים

הגידול נטו של מקורות ההתרחבות המוניטארית עמד בחודשים ינואר עד יולי 1960 על ממוצע חודשי של 28 מיליון ל"י לערך, אולם כנגד זאת הגדיל הציבור את פקדונותיו הפחות נזילים ב-11 מיליון ל"י לחודש, ועליית אמצעי התשלום הסתכמה, איפוא, בממוצע חודשי של 17 מיליון ל"י. נטייה גוברת זו של הציבור להחזיק בפקדונות פחות נזילים היוותה גורם מאזן, שביטל קרוב ל-40 אחוזים מהשפעת מקורות ההתרחבות על גידול אמצעי התשלום.

הפקדונות הפחות נזילים גדלו בתקופה הנדונה ב-77.8 מיליון ל"י, או ב-19.2 אחוזים, לעומת עלייה של 50.2 מיליון ל"י, או 17.7 אחוזים בתקופה המקבילה אשתקד. אולם שיעורי הגידול השנה נמוכים משיעורי הגידול במחצית השניה של 1959, ואין כל בטחון שבעתיד ימשך הגידול בקצב הנוכחי. הגידול המהיר בפקדונות הללו בתקופה האחרונה היה קשור במידה רבה בקבלת פיצויים אישיים מגרמניה ובהסדרים מיוחדים עם קופות התגמולים, שלפיהם נחשבו הפקדונות המיוחדים כהשקעה "מוכרת". למעלה מ-60 אחוזים מהתוספת לפקדונות הפחות נזילים בחודשים ינואר עד יולי 1960 יש ליחס לעליה בשני הסעיפים הללו.

פקדונות של תושבים מקומיים מקבלי פיצויים אישיים ומעבירי מטבע אחרים, במטבע חוץ או בהצמדה לשער המטבע, עלו ב-29 מיליון ל"י (תמ"מ ופז"ק), ופקדונות קופות תגמולים להשקעה מוכרת עלו ב-19 מיליון ל"י. כן חל גידול בפקדונות לזמן קצוב ובפקדונות במסגרת תוכניות החיסכון ב-16 מיליון ל"י, ובפקדונות תושבי חוץ במטבע חוץ — ב-10 מיליון ל"י. הגידול נטו בכל הסוגים האחרים של הפקדונות הפחות נזילים הסתכם בפחות מ-5 מיליון ל"י. מסתבר מכך, שהציבור הרחב לא נטה עדיין להפקיד סכומי כסף ניכרים במוסדות הבנקאיים בפקדונות הפחות נזילים — למרות היציבות, הגבוהה יחסית, של רמת המחירים בשנתיים האחרונות. ביטול ההסדר בין האוצר וקופות התגמולים לגבי הפקדונות המיוחדים, שהוכרו עליו לאחרונה, והירידה ההדרגתית, הצפויה בסכום הפיצויים האישיים מגרמניה בשנים הקרובות, עלולים להאיט במידה ניכרת את קצב הגידול בסך הפקדונות הפחות נזילים — אלא אם כן יעלה בידי המוסדות הבנקאיים לאון ירידה זאת על-ידי משיכת מפקדים מסוג אחר.

## (ד) התוצאות של החשת קצב עליית אמצעי התשלום

חוסר איזון בין התוספת לביקוש ובין התוספת לתפוקה במחירים קבועים, יכול לתת אותותיו לאו דווקא, ואף לא בעיקר, בעליית המחירים, שאינה אלא אחד הסימפטומים לקיום לחצים אינפלציוניים. באותה מידה ממש יכולים לחצים אלה לבוא לידי ביטוי בהרעה במאזן המסחרי, או באי שיפור בו — למרות הגידול הרב בתפוקה המקומית. במשק שלרשותו רזרבה של מטבע חוץ או אפשרות לקבלת אשראי במטבע חוץ לא יתבטא חוסר איזון כגון זה, בדרך כלל, במחסור פיזי ובעליית מחירים, אלא בהרווייה זמנית של השוק על-ידי יבוא מזוגבר.

אולם מכיוון שברוב הארצות אין יבוא ההון תופס מקום חשוב — ומבחינה זו ישראל היא יוצאת דופן במידה מסויימת — נשתרש בתורת הכלכלה ההרגל המחשבתי לראות את עיקר תוצאותיו של חוסר האיזון במשק בעליית המחירים. הרגל זה הוא המערפל את התמונה ומקשה על הניתוח לגבי המשק הישראלי. ברוב הארצות יש ליבוא ההון משקל מוגבל, והאפשרות להרוות את השוק על-ידי יבוא הודות להעברות הון חד-צדדיות גדולות, ולבטל בדרך זו את ההשפעה האינפלציונית, היא בבחינת יוצא דופן. תופעה זו, אם אמנם קיימת היא בארץ כלשהי, הריהי נושאת אופי ארצי ושולי בלבד.

בישראל, בגלל משקלו הרב של יבוא ההון ביחס לתפוקה הלאומית, וקיומן של רזרבות לא קטנות במטבע חוץ, שוב אין מצב המחירים לבדו ממלא עוד את תפקיד המודד המוחלט, או אפילו העיקרי, של העדר שיווי-משקל. ההשפעה של גידול ההכנסה הכספית, בעקבות הרחבה יתירה

של אמצעי התשלום, פועלת במידה רבה להגדלת הביקוש המקומי למוצרי צריכה, הבולע את חלק הארי של הגידול הרב בייצור המקומי. תהליך זה עשוי למנוע את השימוש בתוספת הייצור להקטנת הגרעון במאזן סחר החוץ, ואפשר שהגרעון לא זו בלבד שלא יפחת — למרות הגידול הרב בייצור — אלא אף יגדל.

ההתרחבות המוניטארית המואצת, שחלה בישראל בשנת 1960 והשתקפה בהחשת הגידול בהכנסות ובביקוש הכספי במשק, יצרה לחצים פוטנציאליים לעליית מחירים ולהגדלת היבוא — לאחר שנה של יציבות יחסית גבוהה ושיפור ניכר במאזן המסחרי. העליה ברמת המחירים הכללית במשק היתה, אומנם, מתונה למדי. לפי אומדן ארעי היה שיעורה במחצית הראשונה של 1960 אחוז אחד עד שני אחוזים בלבד. אולם עליית מחירים בולטת יותר נמנעה על-ידי הגדלה ניכרת של יבוא סחורות מחוץ לארץ, וזאת — נוסף להיצע המוגבר של מוצרים מייצור מקומי, ששימש ברובו להגדלת הצריכה.

ערך יבוא הסחורות גדל בשנת 1959 כולה ב־1.2 אחוזים. בחודשים ינואר עד ספטמבר 1959 הסתכם הגידול בערך היבוא ב־1.7 אחוזים, ואילו באותם החודשים בשנת 1960 עלה שיעור הגידול ביבוא ל־12.3 אחוזים. בחלקו מוסבר אמנם גידול זה על-ידי יבוא אניות שהוזמנו בשנים קודמות. אך לעומת זאת יש להביא בחשבון את העובדה שחלק מהגידול ביבוא נכסי השקעה מיועד לכיסוי הבלאי, ההולך וגדל בהיקפו עם גידול משקלו של מלאי הציוד במשק; והרי יבוא לשם החלפת ציוד מתבלה אינו אלא צורה אחרת של צריכה. ברם, השינוי הבולט ביותר חל ביבוא נכסי צריכה מוגמרים: בתשעת החודשים הראשונים של 1960 גדל היבוא של סחורות צריכה ב־16 אחוזים — לאחר ירידה של 24.8 אחוזים בתקופה המקבילה אשתקד. הגרעון במאזן סחר החוץ של סחורות פחת במשך שנת 1959 כולה ב־32 מיליון דולר, ובמשך תשעת החודשים הראשונים שלה — ב־22 מיליון דולר, ואילו בחודשים ינואר עד ספטמבר 1960 גדל הגרעון ב־12.5 מיליון דולר. שינוי המגמה של שיפור במאזן סחר החוץ, שציינה את השנים 1958 ו־1959, קשור בין השאר בהחשת קצב ההתרחבות המוניטארית ב־1960. הרעת תנאי החליפין ב־1960, כתוצאה

#### לוח 4

### התפתחות היבוא, היצוא והגרעון המסחרי, ינואר עד ספטמבר, 1959 ו־1960

| השינוי באחוזים *     |                      |             | השינוי באלפי דולר *  |                      |             |                 |
|----------------------|----------------------|-------------|----------------------|----------------------|-------------|-----------------|
| ינואר עד ספטמבר 1960 | ינואר עד ספטמבר 1959 | כל שנת 1959 | ינואר עד ספטמבר 1960 | ינואר עד ספטמבר 1959 | כל שנת 1959 |                 |
| +16.0                | -24.8                | -19.6       | + 5,345              | -10,905              | -10,426     | יבוא נכסי צריכה |
| + 9.9                | + 9.5                | +10.0       | +17,438              | +15,216              | +21,297     | חומרי גלם       |
| +20.4                | + 8.7                | - 0.1       | +18,683              | + 7,365              | -75         | נכסי השקעה      |
| - 3.4                | -18.4                | -14.1       | - 859                | - 6,648              | - 5,673     | דלק             |
|                      |                      |             | - 565                | +57                  | +85         | שונות           |
| +12.3                | + 1.7                | + 1.2       | +40,042              | + 5,085              | + 5,208     | סך כל היבוא     |
| +20.1                | +24.6                | +26.9       | +27,507              | +26,972              | +37,533     | סך כל היצוא     |
| + 6.6                | -10.0                | -11.6       | +12,535              | -21,887              | -32,325     | הגרעון המסחרי   |

\* לעומת התקופה המקבילה בשנה קודמת.

מירידה גדולה יותר במחירי היצוא מאשר במחירי היבוא, מסבירה רק חלק קטן מן השינוי לרעה בגרעון המסחרי, שבעיקרו נבע מהעליה הבולטת בכמות היבוא. בתנאי הליברליזציה הגוברת בסחר החוץ, בא, איפוא, הביקוש הכספי המוגבר לידי גילוי בעיקר בהגדלת היבוא.

קיום מצב של ביקוש מקומי רב — בעקבות הרחבה יתירה של אמצעי התשלום — אינו תופעה מיוחדת לשנת 1960. במשק הישראלי פעלה מגמה כזו ברציפות במשך שנים מספר, ורק עוצמתה בלבד השתנתה. מסיבה זו לא פחת הגרעון במאזן הסחורות והשירותים — למרות הגידול הרב בתוצר הלאומי. בשנת 1955 הסתכם הגרעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים (הסחר בסחורות ושירותים) ב־286 מיליון דולר, וב־1959 הוא עמד עדיין על 300 מיליון דולר. אולם במשך אותה תקופה עצמה גדלה התפוקה השנתית, במחירים קבועים של 1959, ב־1,350 מיליון ל"י, וההשקעות הגיעו לסכום של 4,000 מיליון ל"י. העלייה בגרעון ב־14 מיליון דולר, היא קטנה במספרים מוחלטים, אולם את אי־השיפור במאזן סחר החוץ יש למדוד לא על־ידי סכום זה כשהוא לעצמו, אלא על־ידי אותו חלק מתוספת התפוקה שיכול היה להביא לידי שיפור. על רקע של תוספת כה גדולה בתוצר הלאומי — גם אי התקדמות הריהי בבחינת נסיגה.

אי־השיפור במאזן הסחורות והשירותים קשור כמובן בגידול הרב בצריכה. העליה הגדולה בהכנסה הכספית בעקבות ההרחבה המהירה של אמצעי התשלום היא אחד הגורמים החשובים לעליית הביקוש למוצרי צריכה. הגידול הרב בנוילותו של המשק אף נתן למפעלים רבים את האפשרות להרחיב את האשראי הצרכני ועודד את הביקוש לנכסי תצרוכת גם בעקיפין. גידול הצריכה הפרטית לנפש בתקופה האחרונה — בשיעור שנתי ממוצע של 7 אחוזים, שיעור שאין לו דוגמא בארצות אחרות — בלע את מרבית התוספת לתפוקה הלאומית ללא שיפור במאזן התשלומים. בתנאים הקיימים ריסון מוניטארי הינו, משום כך, תנאי לצימצום שיעור הגידול בצריכה וביבוא.

הנסיון להצדיק את גידול הגרעון במאזן המסחרי בטענה של ריבוי האוכלוסיה אין לו יסוד, שכן הריבוי בחומש האחרון לא היה רב כלל. יתר על כן, מצבנו בעתיד יקבע בראש ובראשונה על־ידי הסכום הכולל של מטבע חוץ שיהסר לאיזון היחסים הכלכליים עם ארצות חוץ, ולא על־ידי הגרעון הממוצע לנפש. נמצא, שהמבחן החשוב הוא היכולת לצמצם את גודלו המוחלט של הגרעון, אם כי אין ספק שהירידה במשקלו של הגרעון, יחסית לתוצר הלאומי הגולמי, יש בה כדי להגדיל את יכולתנו הפוטנציאלית להשגת איזון טוב יותר בסחר החוץ שלנו.

השיפור שחל במאזן הסחורות והשירותים בשנת 1958, ובמיוחד ב־1959, קשור ללא ספק גם בהאטת ההתרחבות המוניטארית. בשנים אלה גדל סכום אמצעי התשלום בקצב איטי יותר מאשר בשנים הקודמות. קורלציה זו אינה מקרית. יש קשר סיבתי בין הגידול הרב באמצעי התשלום לבין הגידול בגרעון במאזן סחר החוץ. זוהי הנחה מקובלת בניתוח הכלכלי, והיא הוכחה הלכה למעשה במקרים רבים — בישראל ובארצות אחרות כאחת. שיעור הגידול של התוצר הלאומי בשנת 1960 לא יעלה על שיעור הגידול בשנת 1959; גם בכמה שנים קודמות גדלה התפוקה הלאומית בקצב דומה; ומכאן, שאין לקשור את העלייה היחסית של שיעורי הגידול של היבוא בהחשת קצב הגידול הכלכלי.

(ה) הערכת ההשפעה של צבירת יתרונות מטבע חוץ על אמצעי התשלום

לחצים אינפלציוניים לא תמיד מקורם בתהליכים שליליים בכלכלה. ההיסטוריה הכלכלית יודעת מצבים רבים של לחצים אינפלציוניים שמקורם בתהליכים אשר מבחינות אחרות, כגון צבירת זרבות, יש בהם, בתקופה מסוימת, משום תועלת רבה למדינה, ורק התולדות שלהם לטוח הארוך מבטלות את פרי התהליכים הללו ושמות אותם לאל.

כך, למשל, היה מקור האינפלציה הגדולה בכמה מארצות אמריקה הדרומית במלחמת העולם השנייה — שגשוג הכלכלי וגידול היצוא שלהן לארצות הברית, אשר יצר עודפים של מטבע חוץ

ללא אפשרות של יבוא מתאים לרגל המלחמה. תהליך דומה חל באוסטרליה בתקופת עליית היקף ההכנסות מיצוא הצמר. גם הלחצים האינפלציוניים בגרמניה המערבית כיום הם תוצאה של עודף גדול במאזן התשלומים. כל אלה הינם תהליכים אינפלציוניים כתולדה מהתפתחויות כלכליות חיוביות.

אחד ממקורות הלחץ בישראל כיום הוא תהליך הצבירה של יתרות מטבע חוץ והמרתן בלירות ישראליות. התפתחות זו, שתחילתה ב־1954 כשזרבות המדינה במטבע חוץ היו מבוטלות בהיקפן, מקרבת אותנו בהדרגה להשגת יחס נורמלי ומקובל בין ההתחייבויות וההוצאות השוטפות במטבע חוץ ובין הזרבות שברשותנו. אך בעת ובעונה אחת מביאה התפתחות זו גם לידי הרחבה מהירה של אמצעי התשלום.

אפשר, אומנם, לרסן את עליית אמצעי התשלום על ידי מניעת גידול הזרבות במטבע חוץ — באמצעות יבוא מוגבר. אולם מדיניות כזו מנוגדת לאינטרסים של המשק הישראלי, שכן הזרבות בהיקפן הנוכחי עדיין קטנות מדי ביחס להיקף סחר החוץ, ובמיוחד בשים לב לכך כי בעתיד עלולה לחול ירידה ניכרת בהיקף יבוא ההון. בהיקפן הנוכחי מספיקות היתרות במטבע חוץ למימון יבוא של ארבעה חודשים לערך, בעוד שהשיעור הרצוי, לפי ההנחות של קרן המטבע הבינלאומית, צריך להספיק למימון יבוא של ששה חודשים; והרי במצב הבטחוני של ישראל אין להסתפק אפילו בשיעורים המקובלים בארצות אחרות.

גידול הזרבות והמרת מטבע חוץ מהווים את אחד המקורות העיקריים של תהליך עליית אמצעי התשלום, על כל הכרוך בו. הרחבנו את הדיבור על כך במיוחד לרגל דו־משמעותם של תהליכים אלה. הבהרתה של נקודה זו חשובה לשם הבנת התהליך המורכב ורב המשמעות הזה במשק הישראלי. אולם אין אלה מקורותיה היחידים של ההתרחבות המוניטארית בישראל. בעת ובעונה אחת עם גידול הזרבות, היוצר אמצעי תשלום נוספים וביקוש אפקטיבי המלווה אותם, פועלים גם גורמים אחרים, כגון חוסר איזון בתקציב הממשלה והרחבת אשראי לציבור, ממניעים רבי־תנופה להתרחבות מוניטארית, במישרין או בעקיפין.

#### (ו) עודף הביקוש לאשראי

הרחבת האשראי הבנקאי לציבור היתה השנה — הגדולה ביותר בחמש השנים האחרונות, הן בגודלה המוחלט והן בשיעורה. הרחבה זו מגבירה את היקף הפעילות במשק, וזאת בנוסף לגידול בפעילות, הנובע מיבוא ההון הניכר, המהווה כשהוא לעצמו גורם חשוב לקיום רמת פעילות גבוהה.

לוח 5

#### הגידול השנתי באשראי הבנקאי לציבור

| השנה                | הגידול במיליוני ל"י | הגידול באחוזים |
|---------------------|---------------------|----------------|
| 1955                | 24.4                | 10.5           |
| 1956                | 43.4                | 17.0           |
| 1957                | 60.1                | 20.1           |
| 1958                | 67.3                | 18.7           |
| אוק. 1958—ספט. 1959 | 102.2               | 25.3           |
| אוק. 1959—ספט. 1960 | 138.5               | 27.4           |

הגידול הרב מדי בביקוש לאשראי הינו סימפטום לתהליכים בלתי בריאים במשק. יש המביאים את הביקוש הרב לאשראי ואף את הפניה לשוק השחור כראיה לקיום צורך אובייקטיבי בהרחבה גדולה של היקף האשראי. מבחינה זו יש עניין בקורלציה בין הלחץ לקבלת אשראי נוסף לבין הרחבת האשראי למעשה.

הלחץ הציבורי להרחבת האשראי גבר ביחוד באותן השנים שבהן חל גידולו הרב ביותר של האשראי למעשה, ואלה הן השנים 1959 ו-1960, כפי שמראה לוח 5 לעיל.

הסיבות לכך, שהרחבה מהירה של אשראי גורמת להגדלת הלחץ להרחבה נוספת, הן כדלקמן:

- (א) הביקוש למוצרים גובר בתקופה של ציפיה לשינוי ערך המטבע.
- (ב) עם הרחבת יכולת הייצור בכמה ענפים והרוויית השוק בתוצרתם גוברת ההתחרות, ובארץ היא מוצאת את בטויה בעיקר בהרחבת אשראי לצרכנים ובהארכת מועדי הפרעון.
- (ג) באוירה של פעילות משקית מוגברת נוצרת מגמה להרחבת השקעות, המגדילה את הביקוש לאשראי.

(ד) העובדה של קיום שני שוקי אשראי — החופשי והבנקאי, שבו נמוך שער הריבית משער שיווי-המשקל — מגדילה את הביקוש לאשראי הזול, כלומר לאשראי הבנקאי.

גורם נוסף להגברת הביקוש לאשראי הוא הגדלת ההתחייבויות לספקים מצד הממשלה והמוסדות הציבוריים.

במישרין פעל הגרעון בתקציב הממשלה להרחבת אמצעי התשלום רק במידה מצומצמת, שכן חוב הממשלה למערכת הבנקאות עלה בתקופה הנדונה ב-3 מיליון ל"י בלבד. אולם עצם הגרעון התקציבי, המגדיל את חוב הממשלה לספקים ולגורמים אחרים במשק — אף כי אינו יוצר אמצעי תשלום במישרין, היהו מגביר את לחצם של גורמים אלה על מערכת הבנקאות להרחיב את האשראי הניתן להם ולממן בצורה זו או אחרת את זכויותיהם לגבי אוצר המדינה.

במצב של ביקוש רב לאשראי — הבא לידי ביטוי בלחץ ציבורי נרחב — אין ביכולתו של הבנק המרכזי למנוע לחלוטין הרחבה כזו, גם אם היא חורגת מגבולות השיעור הנראה לו כרצוי.

## (1) הנזילות הכללית של המשק

הסברה כי השפעתה החיובית או השלילית של הרחבת האשראי על המשק תלויה אך ורק במטרה שלשמה ניתן האשראי הנוסף — בטעות יסודה. חשיבותה של ההכוונה האיכותית של האשראי רבה, ללא ספק, ובארץ הסובלת ממחסור במקורות וגורמי ייצור יש ערך מיוחד לסלקטיביות מבחינה זו. אולם מבחינת הפרת האיזון חשובה לא מטרתו של האשראי אלא מקורו: אם המקור הוא בחסכון מוגדל או בתוספת של הכנסות רגילות של הממשלה, או — ביצירת כסף בבחינת יש מאין.

במצב הקיים בארץ אין חוסר נזילות מהווה הגבלה לגבי הרחבת הייצור. יש לראות את שורש הבעיה, והוא — מציאותם או העדרם של גורמי ייצור פיזיים בהרכב מתאים, שניתן להפעילם בתהליך הייצור. הואיל והמשק הוא למעשה בבחינת מערכת כלים שלובים, אין חשיבות לכך מאיזה מקור באה הגדלת הנזילות — אם מהרחבת אשראי בנקאי או כתוצאה מהמרת מטבע חוץ. שתי אלה כאחת מספקות מימון לצורך הרחבת הייצור, הן במישרין והן על-ידי פדיון מוגבר במזומנים.

המדיניות המוניטארית לא היוותה בעבר גורם מגביל לגבי הרחבת הייצור במשק. בכל תקופת חמש השנים שעברו חלה הרחבה גדולה באשראי ובאמצעי התשלום, אם כי בחלק מתקופה זו — היינו בשנים 1958 ו-1959 — היה שיעור ההרחבה מתון במקצת מאשר בשנים האחרות. ההרחבה היתירה של האשראי לציבור ולממשלה ושל אמצעי התשלום בולטת מתוך הנתונים הבאים:

(א) הגרעון בתקציבי הממשלה, שמומן על-ידי אשראי בנקאי, הסתכם בחמש השנים הללו —

שנות יבוא הון גדול ופעילות משקית מוגברת — ב־210 מיליון ל"י. אומנם, חלק ניכר מגרעון זה קשור בהוצאות מוגברות בתקופת מלחמת סיני ובתשלום חובות הנובעים מכך.

(ב) האשראי הבנקאי לציבור הורחב ב־311 מיליון ל"י, או ב־135 אחוזים, שהם שיעור גידול שנתי ממוצע של 19 אחוזים בערך.

(ג) הסכום הממוצע של אמצעי התשלום גדל בתקופה זו בשיעור שנתי ממוצע של 17 אחוזים, או בסך כולל של 400 מיליון ל"י בקירוב.

הרחבת היקף האשראי ללקוחות ולצרכנים והארכת תקופותיו גם היא מלמדת על נזילות מופרזת. בישראל ניתן האשראי הצרכני לא בלבד על־ידי חברות מיוחדות הקיימות לצורך זה; חלק גדול ממנו ניתן על־ידי היצרנים לסיטונאים ועל־ידי הסיטונאים לקמעונאים, ודרכם — לצרכנים. כמעט כל הרחבת אשראי ליצרנים נותנת אותותיה בהרחבת אשראי לצרכנים. ניתוח שנעשה בבנק ישראל על יסוד מאזניהם של עשרים ושמונה מפעלים תעשייתיים, העלה את התמונה הבאה: יתרת ההלוואות של מפעלים אלה מבנקים לצורכי הון חוזר בלבד עלתה בשנת המאזן האחרונה שלהם מ־9.6 מיליון ל"י ל־17.5 מיליון ל"י, כלומר עלייה של 7.9 מיליון ל"י. באותה תקופה עלו חובות הלקוחות, הנובעים ממכירות בהקפה, מ־12.5 מיליון ל"י ל־20.8 מיליון ל"י — עלייה ב־8.3 מיליון ל"י. מובן שעשרים ושמונה מפעלים אינם מהווים אפילו מידגם להסקת מסקנות. העובדות הובאו פה אך ורק כדוגמה שיש בה משום הארת התהליך הניכר במשק כולו. ספק הוא אם ניתן לרסן בהצלחה הרחבה מעין זו של אשראי לצרכנים באמצעי פיקוח אדמיניסטרטיבי בלבד — אם על מפעלים בודדים או על ענפים שלמים. רק מניעת הזרמת כספים יתירה היא היכולה להבטיח את השגת המטרה, כפי שנעשה הדבר גם בארצות אחרות. המדיניות לצמצם את גידול הצריכה ולשפר את מאזן התשלומים ובה בשעה להרחיב את האשראי הבנקאי לציבור בהיקף גדול — הרי זה בבחינת דבר והיפוכו.

#### (ח) קנה המידה להרחבת אמצעי התשלום

השוואה בין סך כל התפוקה במשק בשנה מסוימת לבין הכמות הממוצעת של אמצעי התשלום באותה שנה, נותנת בידינו את המודד הקרוי "מהירות המחזור של ההכנסה הלאומית", כלומר —

#### לוח 6

#### היחס בין אמצעי התשלום לבין ההכנסה הלאומית

| השנה | אמצעי התשלום — ממוצע שנתי (מיליוני ל"י) | ההכנסה הלאומית הכספית (מיליוני ל"י) | מחזור ההכנסה של אמצעי התשלום (1):(2)=(3) |
|------|---|-------------------------------------|--|
|      | (1)                                     | (2)                                 | (3)                                      |
| 1953 | 262.8                                   | 1,113                               | 4.46                                     |
| 1954 | 330.5                                   | 1,474                               | 4.45                                     |
| 1955 | 398.2                                   | 1,752                               | 4.47                                     |
| 1956 | 469.4                                   | 2,113                               | 4.47                                     |
| 1957 | 560.3                                   | 2,599                               | 4.64                                     |
| 1958 | 645.7                                   | 2,943                               | 4.53                                     |
| 1959 | 726.5                                   | 3,296                               | 4.54                                     |

מספר הפעמים בשנה בממוצע, שכל לירה של אמצעי התשלום מסובבת את גלגלי הייצור של סחורות ושירותים. זהו למעשה האינדיקטור העיקרי למהירות המחזור של כלל אמצעי התשלום — פקדונות עובר ושב ומוזמנים כאחד. עיון בנתונים הללו מגלה תופעה מעניינת, והיא — כי מאז 1953 נשארה מהירות המחזור של ההכנסה הלאומית קבועה, פחות או יותר, כפי שמעידים המספרים בלוח 6 לעיל.

מסתבר איפוא, כי במשך כל התקופה הזאת נשמר יחס קבוע בין התוספת לאמצעי התשלום לבין התוספת להכנסה הכספית. בנסיבות אלה מן ההכרח שתוספת אמצעי תשלום בשיעור גבוה משיעור הגידול בתפוקה הריאלית תתבטא בעליית מחירים ובהגדלת היבוא. לאור הנתונים על גידול התפוקה הפיסית ברור שאין יסוד לטענה שמחסור באמצעי תשלום שימש מעצור או מגבלה לגידול התוצר הלאומי.

כל עוד נשארה מהירות המחזור של אמצעי התשלום קבועה, הרי קנה המידה הרצוי להרחבתם הוא שיעור הגידול של התפוקה הלאומית הריאלית. רק במקרה של עדות ברורה לנטיה גוברת של הציבור להחזקת יתרות כסף נוספות — שפירושה ירידה במהירות המחזור של אמצעי התשלום — יהא צורך להחיש את שיעור הרחבתם של אמצעי התשלום, כדי לפצות על ירידה זאת ולמנוע את השפעתה השלילית על קצב גידול התפוקה. לפי הנתונים החלקיים שבידינו וכן לפי אינדיקטורים שונים לא חלה בשנת 1960 ירידה בעלת משמעות במהירות המחזור של אמצעי התשלום, המצדיקה את החשת שיעור הרחבתם.

#### (ט) מגמה אינפלציונית מתמדת

מקורה של ההתרחבות המוניטארית בארץ הוא בחלקו בהשפעה "חיצונית" — בעקבות הגידול ברזרבות במטבע חוץ; ובחלקו — תוצאה מלחצים פנימיים במשק, הנתונים אותותיהם הן בתקציב הממשלה והן בהרחבת האשראי הבנקאי. למעשה אין תיאום מלא בין מדיניות הריסון המוניטארי ובין המדיניות הפיסקאלית והכלכלית הכללית.

ביסודה של המדיניות המוניטארית והפיסקאלית המודרנית מונחת המגמה האנטי-מחזורית, שפירושה — שימוש במכשירי התקציב (תקציב העודף) ובאשראי (ריסונו בדרכים שונות), כשהגיאות הכלכלית עלולה לחרוג מהמסגרת הרצויה ולגרום להרעה במאזן סחר החוץ של המדינה ולעיוותים וסילופים במבנה המשק ובתהליך צמיחתו. בארצות רבות מפעילים הבנקים המרכזיים את אמצעי הריפוי הפיננסי המונע, כשגראים אותות ראשונים של נזילות מופרזת ותעסוקה מלאה של גורמי הייצור הקיימים, והם נוקטים מדיניות של התרחבות מוניטארית משמתגלים סימני נסיגה במשק.

מדיניות אנטי מחזורית מעין זו מחייבת קומפנסציה מסוימת של התהליכים האוביקטיביים — אשר כשלעצמם הם יכולים להיות חיוביים, כגון גידול רזרבות לרגל הרחבת היצוא ויבוא הון — על-ידי אמצעים פיסקאליים ומוניטאריים פנימיים. כשיבוא הון מגדיל את הנזילות במשק, יש צורך בצמצום האשראי והקטנת חלקו של מימון הפעילות הכלכלית הנעשה על-ידי תקציב הממשלה. בענין זה דרושה גמישות מקסימאלית.

בנסיבות מסוימות עשויה כמובן התרחבות מוניטארית להביא לידי הרחבת הייצור, ובכך — לבטל את ההשפעות השליליות של סתירה זמנית בין היקף הביקוש האפקטיבי לבין גידול התוצר הלאומי. אולם תוצאה כזו היא בגדר האפשר, רק בשעה שמצויים במשק גורמי יצור מובטלים, שניתן להפעילם על-ידי התרחבות מוניטארית; תנאי נוסף לכך הוא, שגורמים אלה ימצאו בהרכב מתאים, שכן תחומי האפשרויות של הרחבת הייצור נקבעים על-ידי צווארי הבקבוק במשק, כגון היצע עובדים מאומנים או, בחקלאות — מים וכו'.

בארץ אין מקום למדיניות אנטי-מחזורית במובנה המקובל, שכן זה עשרות שנים אין כאן תנודות מחזוריות אלא מגמה חד-משמעית וחד-כיוונית של התרחבות. משום כך שומה על המדיניות

המוניטארית להתרכז בפעולות ריסון, העומדות בניגוד למגמה ממושכת זו. בכל התקופה הזאת — במשך עשרים שנה — לא נתגלו כל סימני דפלציה או קפאון. בתקופת המלחמה ולאחריה הבטיח יבוא ההון במידה רבה את המגמה החד-כיוונית הזאת, ומדיניות הבנק המרכזי צריכה להקבע בהכרח על-ידי תנאים אלה, כלומר — עליה לנקוט באותן השיטות הנקוטות בידי הבנקים המרכזיים, בשעה שמדיניותם האנטי-מחזורית מכוונת לריסון ההתפשטות המוניטארית בתקופה של פעילות מוגברת. בתוקף הנסיבות לא עמד בנק ישראל עד עתה בפני הצורך להפעיל את המדיניות הזאת בכיוון ההפוך — כדי לבטל מגמות דפלציוניות של קפאון ונסיגה במשק. מבחינת מגמת המדיניות אין, איפוא, לאמיתו של דבר, כל הבדל בין הבנקים המרכזיים בארצות אחרות לבין בנק ישראל. מהותה של מגמה זו היא — נקיטת פעולות נגדיות שתכליתן לסכל כל הפרות איוון במשק. בתוקף הנסיבות המיוחדות של קוניוקטורה חד-כיוונית ממושכת, באה מדיניות זו בארץ לידי גילוי בצעדי ריסון בלבד, והיא פועלת באופן חד-כיווני; ועובדה זו יש לה השפעה פסיכולוגית, המקשה מבחינה ציבורית על ביצוע מדיניותו המוניטארית המאוזנת של בנק ישראל.

המשק נמצא כיום במצב המוגדר בתורת הכלכלה כ"פעילות משקית מוגברת" וכ"תעסוקה מלאה". למרות הגידול המתמיד בכוח העבודה צומצמה האבטלה במשך השנים האחרונות, כפי שמעידים הנתונים הבאים:

| השנה         | הממוצע היומי של מספר המובטלים (לפי נתוני לשכות העבודה הכלליות) |
|--------------|--|
| 1956         | 12,300   |
| 1957         | 12,500   |
| 1958         | 9,300  |
| 1959         | 7,300  |
| 1960 (אומדן) | 6,000  |

הגרעין הקשה של האבטלה מורכב ברובו ממוגבלים בכושר עבודה, וכן הוא מייצג אבטלה חיכוכית (כלומר אבטלה זמנית כתוצאה ממעבר ממקום עבודה אחד לשני) או הפסקה עונתית קצרה. בתקופה של פעילות משקית ערה כגון זו, הרי הזרמת אמצעי תשלום נוספים לא תוכל אלא להעלות את ההכנסות הכספיות ואת הביקוש לנכסי צריכה, ולהגדיל את הגרעון במאזן התשלומים או למנוע שיפור בו.

(י) מדיניות מוניטארית מייצבת — תנאי לקידום העצמאות הכלכלית

חולשתו היסודית של המשק הישראלי היא בהתקדמותו האיטית מדי לקראת עצמאות כלכלית. אין זו תוצאה של הרחבה בלתי מספקת של ההכנסה הכספית בגלל מדיניות מוניטארית רסטוריקטיבית; היפוכו של דבר — ההרחבה הרבה מדי של ההכנסה הכספית היא המעכבת בעד החשת תהליך הקידום לעצמאות כלכלית.

המשכת המדיניות של התרחבות מוניטארית מהירה לא תגרום אמנם למשבר בעתיד הקרוב, כפי שהיתה גורמת בארצות אחרות במצבים כאלה. זרם הון חדיצדי גדול מחוץ לארץ עלול לחפות על השגיאות במדיניות הכלכלית והמוניטארית. אולם התפתחות זו עלולה להביא לידי התוצאות הבאות:



(א) אי־שיפור במאזן התשלומים ואולי גם — הרעה בו. תחזית זהירה לגבי יבוא ההון בעתיד מחייבת שיפור המאזן המסחרי, ומבחינה זו דריכה במקום — דינה כדין נסיגה.

(ב) עיוותים במבנה המחירים עלולים לנבוע מהתרחבות מוניטארית מופרזת. במקרה כזה עלולים להיווצר עיוותים במבנה הייצור, שיביאו לידי סילוף מבנה ההשקעות ולידי השקעות סרק, כלומר — לידי בזבזו הון, החסר גם בלאו הכי.

(ג) עלייה מתמדת ומהירה של הצריכה, שתמנע התקרבות הארץ לשחרורה מתלות כלכלית בגורמי חוץ.

בתנאים אלה אי אפשר יהיה להימנע לאורך ימים מריסון מוניטארי כאמצעי להתקרבות לעצמאות כלכלית; אלא שבתנאים של יבוא הון מצטמצם והולך יביא ריסון כזה לידי תוצאות שליליות יותר, ומובן שדחיית הריסון המוניטארי בתקופת הביניים אינה יכולה אלא לגרום לבזבזו מקורות מטבע חוץ, שבתנאי מדיניות אחרת יכולים היו להחיש את ההתקדמות לקראת עצמאות כלכלית.

הארץ צועדת לקראת ליברליזציה מלאה בכמה שטחים, בעוד שבאחרים צפויה, ובצדק, ליברליזציה נוספת. כדוגמה אפשר להביא את ההצעה להרחבת רשימת הסחורות שאינן טעונות רשיון יבוא. טעות היא בידי אלה המציעים ליברליזציה גם בהרחבת אשראי ואמצעי תשלום — כחלק ממגמת הליברליזציה הכללית בשוק המוצרים והשירותים. יש להדגיש כי ליברליזציה כללית במשק תהיה בגדר האפשר, רק אם באותו זמן תמנע הרחבה מוניטארית מהירה, שתגרום להרעה נוספת במאזן התשלומים.

האלטרנטיבה — בצורת תקציב ממשלתי מאוזן, אשראי שעלייתו אינה חורגת מגבולות עליית התפוקה, ושכר שעלייתו אינה חורגת מגבולות העליה בפריון העבודה — עשויה לתת תוצאות חיוביות ביותר. גורם נוסף בעל חשיבות הוא הגברת החיסכון האישי במשק.

יתכן כי בתנאים הנתונים של לחצים פנימיים ושל הקונסטלציה הפנימית בתוך החברה הישראלית, ישנם קשיים גדולים בנקיטת המדיניות הכלכלית הרצויה. ברור גם שהרשות המוניטארית אינה יכולה להיות תלושה מהרקע הציבורי, והיא נתונה ללחצים מצד מוסדות הממשלה והציבור, הנתנים אותותיהם במדיניותה למעשה.

כאמור, גם בהעדר הריסון המוניטארי הדרוש לא צפוי משבר מידי — הודות לזרם מטבע חוץ ולרזרבות; אלא שהריסון המוניטארי, שלא יהיה מנוס ממנו בתקופה מאוחרת יותר, יתכן כי יהיה חמור יותר, ואילו הגרעונות במאזן התשלומים והעיוותים במבנה ההשקעות יקטינו את ההיקף של המקורות העומדים לרשות המשק.

#### (יא) המלצות

כדי להבטיח את התנאים ההכרחיים לפיתוחו המהיר של המשק בטווח הארוך במינימום של זעזועים, יש למנוע היום הרחבה של אמצעי התשלום בשיעור העולה על הגידול של התוצר הלאומי. גם בעתיד הקרוב יש לצפות לגידול יתרות מטבע החוץ בסכומים ניכרים, עובדה המחייבת הקפדה רבה על מניעת הרחבה יתירה של האשראי לציבור וכן צמצום הגרעונות בתקציבי הממשלה והמוסדות הציבוריים.

בשילוב עם המדיניות המוניטארית יש לנקוט — בתחום התקציב, מדיניות השכר והרווחים ובתחומים אחרים — גם בצעדים המכוונים להגדיל תפוקה ופריון, לעודד חיסכון ולרסן את הגידול בתצרוכה. מדיניות מוניטארית יכולה להשיג את מטרתה רק בתיאום עם המדיניות הכלכלית הכללית.

להלן עיקר ההמלצות למניעת המשך פעולת התופעות הבלתי־רצויות שתוארו בדין וחשבון זה.

יש להאיט את שיעור גידולו השנתי הממוצע של האשראי לציבור. כמו כן יש להגביל במידת האפשר את הרחבת האשראי בחודשי השנה הראשונים, שבהם — כתוצאה מהחשת ההמרה של יתרות מטבע חוץ — מוזרמים למשק אמצעי תשלום בהיקף ניכר, המשמשים ממילא למימון הרחבת הייצור.

יש לפעול להקלת הלחץ מצד גורמים שונים על מערכת הבנקאות לשם הרחבת אשראי. אחת הדרכים לכך היא הגדלת השתתפותה של הממשלה במימון ההון החוזר של מפעלים חדשים ממקורות תקציב הפיתוח, ותביעה מהמפעלים עצמם לממן גם מאמצעיהם את צורכי ההון החוזר. כן יש למנוע הרחבת אשראי ממערכת הבנקאות ומקרנות ממשלתיות, המופנית במישרין או בעקיפין למימון מכירות באשראי לצרכנים.

במידה שקיימת התנגדות להגבלת הביקוש לאשראי באמצעות ביטול החוק המגביל את גובה הרבית, יש להפוך את שיעורי הנזילות למכשיר לביצוע מדיניות יזומה לפיקוח על נפח האשראי. לשם כך יש לאפשר לבנק ישראל להפעיל מכשיר זה בגמישות. יש להדגיש כאן, כי אין ביכולתו של הבנק המרכזי להתוות לשנה מראש תוכניות נוקשות וקבועות של הרחבת האשראי, אשר תחייבנה אותו באופן מוחלט, אלא הכרחי לו לפעול בגמישות, בהתאם לשינויים החלים בתנאים הכלכליים ובגורמים האחרים המשפיעים על אמצעי התשלום.

#### ב. איזון תקציב הממשלה

תנאי הכרחי למניעת הרחבה כספית יתירה במשק הוא איזון ההוצאות של הממשלה ושל הרשויות והמוסדות הציבוריים על-ידי הכנסות רגילות. בתקופה ינואר עד יולי 1960 בכללותה לא היווה אומנם האשראי הבנקאי לממשלה גורם רב משקל בהתרחבות המוניטארית, בעיקר בשל הצימצום שחל בו בחודשים ינואר עד מרץ. אף על פי כן יש לראות בדאגה את העלייה התלולה של יותר מ-46 מיליון ל"י בחוב הממשלה למערכת הבנקאות בחודשים אפריל עד ספטמבר (גם לאחר שננכה את הגידול בחוב לבנק ישראל במטבע חוץ למימון צורכי בטחון), לעומת עלייה של 23 מיליון ל"י בחודשים המקבילים אשתקד. המשך מגמה זו טומן בחובו סכנות רבות לחידוש האינפלציה. ממדיו, הגדולים יחסית, של התקציב הממשלתי מחייבים יתר זהירות באיזון ההוצאות, שכן גם גרעון קטן באופן יחסי מתבטא למעשה ביצירת עשרות מיליונים רבות של אמצעי תשלום חדשים, והוא עלול לערער את היציבות במשק.

כמו-כן יש להימנע מהגדלת חובות הממשלה והמוסדות הציבוריים לספקים, או מימון באמצעות מילואות ארעיים וקצרי מועד ממוסדות וחברות. מימון פעולות הממשלה בדרכים אלה מגביר את הלחץ להרחבת האשראי הבנקאי לציבור.

יש לדאוג לקיומה של רזרבה מתאימה של הכנסות בכל תקציב, לשם מימון הוצאות בלתי צפויות או לשם סתימת פרצות במקרה של אי מימוש של אומדני הכנסה רגילה אחרת. אי יכולתה של הממשלה לרסן את הלחץ המתמיד להגדלת הוצאותיה, מבלי שתהיינה מלוות בהכנסות נוספות ממסים וממלוות מהציבור, תדון לכשלון את הנסיונות האחרים להגביל את ההתרחבות הכספית במשק.

במדיניות התקציבית אפשר להשתמש גם לשם מיתון ההתרחבות המוניטארית המוגברת בחודשי השנה הראשונים, על-ידי ביטול חלק גדול יותר מהשפעת הגידול ביתרות מטבע חוץ על יצירת אמצעי תשלום חדשים. העובדה שההכנסות ממסים עולות בשיעור ניכר ברבע האחרון של השנה התקציבית (שהוא הרבע הראשון של השנה האזרחית) עשויה להקל על ביצוע משימה זו. אולם תנאי לכך הוא — ספיגה ממשית של כוח קניה מן הציבור על-ידי יצירת עודף אמיתי בתקציב לשם פרעון חובות לבנק ישראל ולמוסדות הבנקאיים בחודשים אלה.

יש להמשיך בעידוד מקבלי הפיצויים האישיים להמיר חלק קטן יותר מסכומי ההעברה באמצעי תשלום ולהגדיל את פקדונותיהם הפחות נזילים. עיקר הגידול בפקדונות הפחות נזילים בתקופה האחרונה קשור במקבלי הפיצויים ובקופות התגמולים. יש לחפש דרכים חדשות להגברת כוח המשיכה של הפקדונות הפחות נזילים גם לגבי שכבות אחרות של הציבור. קיום הסדרים נרחבים של חיסכון, שערכו מובטח על-ידי הצמדה או על-ידי השקעה בערכים נכסיים, עשוי לסייע להגברת החיסכון האישי.

ד. מניעת עליית יתר בהכנסות האישיות

יש לעמוד בפני הלחץ המתחדש להעלאות כלליות בהכנסות האישיות, בשיעור העולה על הגידול בפריזון. הגדלת הוצאות הייצור ליחידת תפוקה, הכרוכה בכך, עלולה לעורר גל חדש של התייקרות מצד ההוצאות.

בכבוד רב,

(—) דוד הורוביץ

נגיד בנק ישראל

## נספח

## העלייה כנכמים הכספיים שבידי הציבור לפי המקורות והמרכיבים, ינואר עד יולי, 1959 ו-1960

(מיליוני ל"י)

| סך כל הגידול           | יולי | יוני | מאי  | אפריל | מארס  | פברואר | ינואר |      |                                 |
|------------------------|------|------|------|-------|-------|--------|-------|------|---------------------------------|
| <b>ה מקורות</b>        |      |      |      |       |       |        |       |      |                                 |
| 93.2                   | 3.3  | 7.1  | 6.4  | 35.1  | 16.4  | 16.6   | 8.3   | 1959 | } צבירת יתרות מטבע חוץ          |
| 115.3                  | -0.7 | -3.9 | 11.4 | 37.5  | 32.8  | 24.6   | 13.6  | 1960 |                                 |
| 40.6                   | 11.1 | 13.6 | 3.6  | -7.0  | 4.3   | -0.4   | 15.4  | 1959 | } הרחבת אשראי לציבור            |
| 63.5                   | 15.1 | 17.7 | 12.9 | -7.8  | 9.3   | 9.1    | 7.2   | 1960 |                                 |
| 4.8                    | 3.9  | 14.4 | 1.7  | 6.4   | -16.3 | 8.3    | -13.6 | 1959 | } הרחבת אשראי לממשלה            |
| 3.0                    | 18.5 | 10.3 | 8.9  | -0.2  | -25.4 | -3.5   | - 5.6 | 1960 |                                 |
| 7.5                    | -2.4 | -5.9 | 9.5  | -1.2  | 4.9   | -2.5   | 5.1   | 1959 | } השקעות מוסדות בנקאיים *       |
| 12.3                   | 1.9  | -0.8 | 1.5  | 2.6   | 2.9   | 2.5    | 1.7   | 1960 |                                 |
| 3.8                    | 3.9  | -2.6 | 1.6  | 0.3   | 2.0   | -2.9   | 1.5   | 1959 | } השינוי ביתרות במעבר           |
| 5.7                    | -2.2 | -1.3 | -4.0 | 5.2   | - 1.8 | -4.0   | 13.8  | 1960 |                                 |
| 149.9                  | 19.8 | 26.6 | 22.8 | 33.6  | 11.3  | 19.1   | 16.7  | 1959 | } סך כל המקורות                 |
| 199.8                  | 32.6 | 22.0 | 30.7 | 37.3  | 17.8  | 28.7   | 30.7  | 1960 |                                 |
| <b>ה מ ר כ י ב י ם</b> |      |      |      |       |       |        |       |      |                                 |
| 93.3                   | 9.4  | 14.2 | 11.3 | 24.4  | 4.0   | 16.4   | 13.6  | 1959 | } אמצעי תשלום                   |
| 119.4                  | 13.7 | 8.5  | 16.1 | 33.8  | 4.4   | 19.3   | 23.6  | 1960 |                                 |
| 50.2                   | 10.2 | 10.6 | 9.3  | 7.2   | 10.1  | 1.9    | 0.9   | 1959 | } פקדונות פחות נזילים           |
| 77.8                   | 18.1 | 11.2 | 14.8 | 3.6   | 11.9  | 9.2    | 9.0   | 1960 |                                 |
| 6.4                    | 0.2  | 1.8  | 2.2  | 2.0   | - 2.8 | 0.8    | 2.2   | 1959 | } הון עצמי וחשבונות אחרים נטו** |
| 2.6                    | 0.8  | 2.3  | -0.2 | -0.1  | 1.5   | 0.2    | - 1.9 | 1960 |                                 |
| 149.9                  | 19.8 | 26.6 | 22.8 | 33.6  | 11.3  | 19.1   | 16.7  | 1959 | } סך כל המרכיבים                |
| 199.8                  | 32.6 | 22.0 | 30.7 | 37.3  | 17.8  | 28.7   | 30.7  | 1960 |                                 |

\* בניירות ערך לא ממשלתיים ובחברות עור.  
 \*\* כולל פקדונות מוסדות כספיים בבנק ישראל. ההל מחודש מאי 1960.