

המערכת המוסדית של שוק ההון^{1, 2}

1. קווי ההתפתחות העיקריים

בשנת 1975 חל גידול מהיר (כ-42 אחוזים) בנפח המקורות, שעמדו לרשות המערכת וזאת בדומה לעלייה ברמת המחירים (בממוצע שנתי). עם זאת, חלו על פני השנה שינויים ניכרים במשקלם היחסי של רכיבי המקורות השונים של המערכת, ובמיוחד בחלקיו השונים של רכיב החיסכון הפיננסי של משקי הבית. החשובים שבשינויים אלה היו הירידה החדה, שחלה במחצית השנייה של השנה בסך חיסכון משקי הבית שהופנה למערכת וכן הגידול המרשים, שחל באותה עת, בחלק מחיסכון זה, שהופנה למערכת דרך קרנות הנאמנות — בעיקר אותן קרנות, שהתחייבו להשקיע חלק מהותי מאמצעיהן בצמוד למטבע חוץ. יש בממצאים אלה כדי להצביע על החשיבות הרבה שייחס השנה הציבור להצמדת חסכונויותיו למטבע חוץ (דבר שבא לידי ביטוי חריף בעלייה התלולה, שחלה במחירי ניירות הערך הצמודים ו/או הנסחרים במטבע חוץ) וכן, במקביל לכך, על הירידה החדה, שחלה — במיוחד במחצית השנייה של השנה — בכוח המשיכה של החיסכון צמוד המדד.

במחצית השנייה של 1975 נרשמה ירידה נומינלית של כ-14 אחוזים (שהם כ-22 אחוזים, במונחים ריאליים) לעומת המחצית הראשונה של השנה, בסך החיסכון הפיננסי של משקי הבית שהופנה למערכת. ירידה דרסטית זו היתה קשורה בהאטה הניכרת, שחלה בצבירה נטו בתכניות החיסכון ובקופות הגמל ובעובדה, שמשקי הבית שוב הקטינו את ההחזקה הישירה של איגרות החוב — הקטנה שאיפיינה את רוב שנת 1974. נראה, כי לירידה החדה, שחלה במחצית השנייה של השנה בכוח משיכתו של החיסכון צמוד המדד תרמו, לא במעט, חששות משקי הבית מהרעת תנאי

¹ המערכת המוסדית של שוק ההון, הנדונה בפרק זה, מוגדרת כמערכת המתווכים הפיננסיים, אשר עיקר עיסוקם הוא גיוס כספים לזמן בינוני וארוך, לשם השקעתם בנכסים פיננסיים, כגון הלוואות, פיקדונות וניירות ערך. בהגדרה זו כלולה קבוצת המוסדות הכספיים, שעמה נמנים: הבנקים לפיתוח ענפי המשק, הבנקים למשכנתאות, החברות להשקעה של הקונצרנים הפיננסיים השונים וחברות הלוואה למשקי בית. כמובן כלולים בהגדרה זו מסגרות התיווך הפיננסי הראשוני, שהן קופות הגמל וקרנות הפנסיה, חברות הביטוח וקרנות הנאמנות, וכן תכניות החיסכון (ותיק ניירות הערך העצמיים (נוסטרו) של הבנקים) והפיקדונות למתן הלוואות המנוהלים בידי מערכת הבנקים המסחריים במקביל לפעילותם כמתווכים פיננסיים מוניטריים (מייצרי כסף ומעניקי אשראי לזמן קצר). אינם כלולים בהגדרה כאן מוסדות, שאת עיקר מקורותיהם הכספיים מספקים מספר מצומצם של בעלים וחברות החזקה, אשר רוב השקעותיהן בחברות־בת.

יוצא אפוא, שהמערכת הנדונה כאן אמורה, למעשה, להציג את כל פעולות התיווך הפיננסי הלא מוניטרי הממוסד, פרט לפעולותיה הישירות של הממשלה בשוק ההון (הפעולות שאינן מבוצעות דרך המערכת כאן, כגון מימון ישיר של רשויות מקומיות, גביית מילואות חובה ממשקי בית ופרימות וכו'). פעולות ישירות אלה ישולבו במערכת בעתיד.

² מאחר שמוצגת כאן מסגרת סטטיסטית ומושגית חדשה, יחסית, מופנה הקורא לסעיפים 2 ו-3, הפורסים את הבסיס המתודולוגי של הפרק.

החיסכון. חששות אלה היו במחצית השנייה של השנה (בניגוד למצב ב-1974) לא רק לגבי החזקה ישירה של איגרות חוב, אלא גם לגבי החיסכון הממוסד, וזאת על רקע הדינאמיות, שניתן להם ביטוי מעל דפי העתונות, סביב עקרון ההצמדה המלאה של החסכונות הממוסדים לטווח בינוני (וארוך).

באשר לפעילות המערכת בתחום המימון, יש לציין את השוני הרב, שהיה השנה בקצבי הגידול של האשראי, שהוענק לייעודים השונים. האשראי לענפי משק (בעיקר לתעשייה) גדל בקצב מהיר למדי והיה בו כדי לעודד ביצוע השקעות יתר שהביאו לירידה נוספת בניצולת מלאי ההון במשק; לעומת זאת, חלה האטה ניכרת בקצב גידול האשראי למשקי הבית (על רקע הירידה החדה במכירת הדירות) וכן בקצב גידול האשראי לרשויות המקומיות. הנפח הכולל של האשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך, שהעניקה המערכת למשקי הבית, ענפי המשק והרשויות המקומיות, גדל בכ-44 אחוזים — לעומת כ-49 אחוזים ב-1974 — והסתכם ב-6.8 מיליארד ל"י בקירוב. על אף האטה זו, נמשכה גם השנה (בממוצע) העלייה בשיעור המימון של סוגי הפעילויות הממומנות על-ידי המערכת וזאת תוך כדי המשך הגדלת משקלו של רכיב המימון המזול, המכוון והמסובסד בידי הסקטור הציבורי. רכיב מימון זה גדל במחצית השנייה של השנה (באשראי לענפי משק) בממדים ניכרים, ומשקלו ב-1975 בסך המימון שהעניקה המערכת, הגיע לשיעור שלא היה כדוגמתו בעשור האחרון.

לו היתה הסובסידיה הגלומה ביתרת האשראי המזול מתוקצבת מדי שנה כמענק היה צריך, לאור ממדי מצבת ההלוואות המזולות למשקי הבית ולענפי החקלאות, התעשייה והתיירות שבידי המערכת בסוף 1975 לתקצב בהצעת התקציב לשנת 1976/77 "מענק הלוואות" בסדר גודל של כ-3 מיליארד ל"י, וזאת בשל עליית המחירים החזויה לשנה הקרובה בלבד.

ההאטה הניכרת בקצב גידול האשראי למשקי בית חלה הן באשראי האפותיקאי והן באשראי האחר. האשראי האפותיקאי גדל השנה בשיעור נמוך במקצת מעליית המחירים הממוצעת במחירי הדירות: כ-27 אחוזים (לעומת גידול חסר תקדים בשיעור של כ-88 אחוזים — כנגד עליית מחירי דירות של כ-40 אחוזים — שנרשם אשתקד). עם זאת גדל גם השנה במידה רבה שיעור המימון האפותיקאי של הדירות הנרכשות מצד ציבור המשתכנים המועדפים (מימון שברובו המכריע היה מימון מזול) וזאת מאחר שחלה ירידה ניכרת בהיקף מכירת הדירות. שיעור המימון האפותיקאי שהוענק ב-1975 למשתכנים המועדפים היה, לפי הערכה, כפול מרמתו ב-1973. ההאטה בקצב גידול האשראי האחר למשקי בית הוכתבה בעיקרה על-ידי ירידה בהצע האשראי מקופות גמל וקרנות פנסיה, וזאת, כנראה, כתוצאה משינויים שחלו בתקנות ההשקעה. שינויים אלה חייבו את הקופות להגדיל את חלקה של ההשקעה "המוכרת".

אשר לרשויות המקומיות: הפיגור הרב שחל השנה בקצב גידול האשראי (כ-15 אחוזים) אחר קצב גידול ערך השקעות הרשויות (כ-40 אחוזים) קשור, כנראה, בהקבדת הפיקוח של משרד הפנים על עסקותיהן הפיננסיות. יש לזכור, עם זאת, שסקטור הרשויות המקומיות נשען במדה רבה גם על מימון ציבורי¹ ישיר ולכן יש פחות משמעות ליחס שבין הגידול במימון שקיבלו הרשויות מן המערכת לעלייה בסכומי השקעותיהן.

האשראי לזמן ארוך, שהעניקה המערכת לענף התעשייה, גדל השנה בקצב מואץ: כ-75 אחוזים, ובכך איפשר את הגידול הניכר, שחל השנה בהשקעות שבוצעו: כ-18 אחוזים במונחים ריאליים וכ-65 אחוזים במונחים נומינליים. יתרה מזאת, השנה גם עלה שיעור מימון ההשקעות. גידול מואץ זה במימון שהוענק חל תוך כדי הקטנה מוחלטת ברכיב המימון הלא מכוון שבאשראי זה. נראה, כי ההקטנה בהזקקותו של הענף לאשראי הלא מסובסד (שהתייקר במידה רבה) נתאפשרה

¹ וכן על אשראי מתוך פקדונות ממשלה למתן הלוואות שבמוסדות הבנקאיים.

לוח י"ח-1

גיוס והקצאה של מקורות פיננסיים לזמן בינוני וארוך על-ידי המערכת המוסדית של שוק ההון, 1973 עד 1975
(מיליוני ל"י, על בסיס זרמי קופה)

מקורות	1973	1974	1975	שימושים	1973	1974	1975
ממשקי בית:				אשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך			
כספי חסכונות נטו ממשיות	1,850	4,532	6,245	למשקי בית	1,079	1,928	2,387
מפירות:				לחקלאות	387	485	672
פיקדונות וניירות ערך נטו מפדיונות	175	442	310	לתעשייה	823	944	1,650
ממשקי בית (ופירות) דרך קנייה ומכירה	857	(-595)	(-648)	לבנייה	116	240	342
(ופדיון) של ניירות ערך	2,882	4,379	5,907	לשירותים (כולל חשמל)	296	404	905
סך הכול				לרשויות מקומיות	459	720	831
מפירעון הלוואות	602	741	1,148	סך הכל	3,160	4,721	6,787
של משקי בית	968	1,256	1,765	העברת מקורות נטו			
של פירות	300	495	629	לממשלה	1,144	1,208	1,656
של רשויות מקומיות	1,870	2,492	3,542	למוסדות בנקאיים	135	347	(-7)
סך הכול	83	130	193	סך הכול	1,279	1,555	1,649
מוסדות לאומיים (נטו)	40	(-47)	282	שימושים קצרי מועד נטו, כולל מזומן			
מחוץ לארץ (נטו) ¹	28	21	(-1)	ופיקדונות עו"ש ²	194	183	585
לא ידוע	151	104	474	עודף הוצאות על הכנסות	381	500	925
סך הכול	4,903	6,975	9,923	דיבידנדים	161	262	380
				תשלומים אחרים נטו ²	(-272)	(-246)	(-403)
סך הכול כללי				סך הכול כללי	4,903	6,975	9,923

הערות: 1. התקבולים והתשלומים של פירעון חובות וארוך, משיכת חסכונות ופדיון ניירות ערך, כוללים לא רק את רכיב הקרן (כבעבר), אלא גם את הריבית והפרשי ההצמדה ששולמו בפועל. במערכת זרמי הכספים של העבר, הוגדרו רכיבים אלה כעסקות ריאליות ונכללו בעודף ההכנסות על ההוצאות. במערכת זו כולל "עודף הוצאות על הכנסות", נוסף על תשלומי שכר, עמלות, רכישת נכסים ריאליים וכו', רק את הריבית שנתקבלה ושולמה על עסקות אשראי קצרות מועד. (אין להסיק מכאן שהמערכת סיכמה את חשבונותיה התוצאתיים בהפסד; מרבית סעיפי הריבית וההצמדה בדוחות הכספיים נכללים בסעיפים אחרים של לוח זה, או שאינם נכללים במערכת כלל).

(1) התוצאה הכספית נטו מעסקות בניירות ערך של המערכת עם משקי הבית והפירות (ראה הסבר מפורט בסעיף 2, עמ' 393, דוח בנק ישראל 1974).

(2) מסים, פרמיות ותביעות מביטוח כללי, תקבולים ותשלומים בקשר עם ביטוחי משנה.

(3) א. הגידול ביתרת הנכסים קצרי המועד, פחות הגידול ביתרת ההתחייבויות קצרות המועד (לא כולל סעיפים קצרי מועד הקשורים עם הפרשים ופעולות חשבונאיות אחרות, וכן לא כולל יתרות קצרות מועד הקשורות בעסקות המערכת עם חוץ לארץ).

ב. ימאחר ולא עלה בידנו להפריד לגבי 1975 בין השימושים קצרי המועד נטו לבין הגידול במזומנים ובפיקדונות עו"ש, מוצגים השנה שני סעיפים אלה יחד.

(4) כולל עסקות קצרות מועד של המערכת בחוץ לארץ.

הודות לגידול המהיר ביותר שחל ברכיב האשראי המזול (שיותר משהוכפל השנה והיווה את רובו המכריע של האשראי שהוענק לתעשייה). נראה, כי ניתן לומר, שהליברליזציה, שחלה בהפעלת הקריטריונים להענקת האשראי המזול והגידול הניכר ברמת הסובסידיה הגלומה בו (תולדת האינפלציה), תרמו לא במעט לעידוד השקעות היתר בענף.

שיעור הגידול של האשראי לענף החקלאות (כ-39 אחוזים) פיגר השנה, בדומה לאשתקד, אחר שיעור גידול ערך ההשקעות של הענף (כ-47 אחוזים) — למעט הכשרת קרקע, ייעור וניקוז, שהם בעיקר השקעות ישירות של הסקטור הציבורי). עם זאת, למרות הנסיגה של השנתיים האחרונות בשיעור מימון ההשקעות של הענף, עדיין כיסה ב-1975 נפח המימון שהוענק, כ-83 אחוזים מערך ההשקעות; וזאת לאחר שב-1973 עלה נפח המימון על ערך ההשקעות.

לבסוף, יש לציין, כאחת התופעות הבולטות של 1975, את הפער העצום, שנוצר במחצית השנייה של השנה בין כמות החסכוניות (המוקטנות) של משקי הבית שנקלטה במערכת לבין כמות המקורות המוגדלת, שהקצתה המערכת כאשראי לזמן ארוך בהנחיית הסקטור הציבורי. הפרה זו באיזון היחסי בין רכיב המקורות העיקרי של המערכת (חסכוניות משקי הבית) לבין רכיב השימושים העיקרי (מתן אשראי לזמן ארוך) אוזנה בעיקרה על-ידי הקטנת ההעברה נטו של מקורות לממשלה ולמוסדות הבנקאיים, כקבוצה, לממדים אפסיים: כ-80 מיליון ל"י בהשוואה לכ-1.6 מיליארד ל"י במחצית הראשונה של השנה (ראה לוח י"ח-4). נראה, כי ניתן לראות בממצאים אלה הסבר חלקי להתפתחות הזרמת הממשלה וגירעונות הבנקים במהלך המחצית השנייה של השנה.

בסיכום, הגיע בשנת 1975 נפח הזרמים ברוטו שנלווה לפעולות המערכת לכ-28 מיליארד ל"י, לעומת נפח מקורות מגויסים של כ-10 מיליארד ל"י. פער ניכר זה היה קשור בחלקו במספר הרב יחסית של שלבי התיווך הפיננסי (בעיקר בין מוסדות הקשורים זה בזה בקשרי בעלות), שנלוו להעברת המקורות מציבור החוסכים לציבור צרכני האשראי (יזמים ומשקי בית). ריבוי זה של שלבי התיווך הפיננסי לא נבע מפעולתם של כוחות שוק¹ ולבטח הקשה על הסקטור הציבורי לממש, הלכה למעשה, את שליטתו על אותו נפח של מקורות שהוא מסבסד.

I. הניתוח הכולל

1. המערכת הסטטיסטית ומסגרת הניתוח²

מערכת זרמי הכספים של המערכת המוסדית של שוק ההון המוצגת בפרק זה, היא מסגרת סטטיסטית אשר תכליתה:

א) לתאר את ההרכב והממדים של האמצעים הפיננסיים שסופקו בפועל (על בסיס מזומנים) על ידי המערכת הנדונה לפעילויות הסקטוריים היצרניים והצרכניים השונים.

ב) לתת תמונה ברורה של ההרכב "הראשוני" של המקורות הפיננסיים, שסופקו למערכת הנדונה כיחידה³, מקורות אשר איפשרו, למעשה, מימוש פעילויות המימון שלה.

¹ לא היה קשור בתחרות החיובית על מקורות, המביאה, בסופו של דבר, לשכלול שוק ההון.

² לתאור מפורט יותר של המערכת הסטטיסטית ומסגרת הניתוח — ראה דוח בנק ישראל 1974, עמ' 391 ואילך.

³ להבדיל ממקורות פיננסיים, שהעברו מפלח אחד לשני בתוך המערכת.

לוח י"ח-2

נפח העסקות * של המערכת בשוק ההון, 1973 עד 1975

(מיליוני ל"י)

1975	1974	1973		1975	1974	1973	
			תשלומים על-חשבון מתן מילות ופיקדונות				תקבולים מקבלת מילות ופיקדונות
14,786	9,677	6,813	ורכישת ניירות ערך	10,512	7,051	5,065	וממכירת ניירות ערך
			תשלומים על-חשבון מצבת ההתחייבויות				תקבולים על-חשבון מצבת הנכסים
2,047	1,544	1,220	(מילות, פיקדונות וניירות ערך) **	7,809	5,002	3,432	(מילות, פיקדונות וניירות ערך) **
16,833	11,221	8,033	סך הכול	18,321	12,053	8,497	סך הכול
9,734	6,004	3,425	עסקות בתוך המערכת	9,734	6,004	3,425	עסקות בתוך המערכת
26,567	17,225	11,458	סך הכול	28,055	18,057	11,922	סך הכול

* כולל רק עסקות הקשורות במתן וקבלה של אמצעים פיננסיים לזמן בינוני וארוך. מסיבה זו אין איזון בין סעיפי התקבולים והתשלומים.

** כולל תקבולים ותשלומים בפועל של ריבית והפרשי הצמדה.

ג) עם זאת מתארת מערכת סטטיסטית זאת גם את מכלול הזרמים הפיננסיים בין הפלחים השונים שבתוך המערכת, מכלול המוצג ומנותח במסגרת הטיפול בפרקים הספציפיים העוסקים בפלחים השונים.

הנתונים שבשימוש בפרק זה שאובים ממערכת דיווח סטטיסטית לרכיבים השונים של המערכת, הבנויה על עקרון תקציבי הפעולות (תקציבים העוסקים בזרמים פיננסיים ממשיים בלבד). בתקציבי פעולות אלה מופרדים הזרמים, שהם תוצאה של עסקות קבלה ומתן של אמצעים פיננסיים לזמן בינוני וארוך, מאלה הקשורים בעסקות פיננסיות לזמן קצר. עסקות המערכת, שהן תוצאה של תיווך פיננסי לזמן בינוני וארוך, משתקפות כזרמים פיננסיים ברוטו, כשאותם זרמים הקשורים בהחזר (אל המערכת, בתוכה, ומהמערכת החוצה) של חבובות פיננסיות לזמן בינוני וארוך, כוללים גם את התקבולים והתשלומים בפועל של ריבית והפרשי ההצמדה שבוצעו בקשר עם חבובות אלה. לעומת זאת, העסקות של המערכת בשוק הכספים קצר המועד מוצגות בתקציבי הפעולות על ידי השינויים נטו ב"תורות (ממשיות) של נכסים והתחייבויות. כל הזקיפות החשבונאיות (הפרשי הצמדה וכו') וכן כל ההפרשות למיניהן, אשר מופיעות בדוחות הכספיים השונים ואשר אינן מייצגות זרמי כספים, אינן באות כלל לביטוי בחומר שלנו כאן. באופן בסיסי, זוהי מערכת דיווח סגורה, אשר אינה מאוזנת על ידי גדלים שאריתיים.

הסקטור "פירמות" המובא כאן כולל את יצרני המוצרים והשירותים במשק, והוא מבחין בין ענפי החקלאות, התעשייה, הבנייה והשירותים; אולם הוא אינו מבחין (בשלב זה) בין חברות המשתייכות לסקטור הפרטי לבין חברות של הסוכנות, הממשלה ומוסדות שלא למטרת רווח.

הגדרת סקטור "מערכת הבנקאות" המובאת כאן הינה צרה יותר מן המקובלת. מאחר שהפיקדונות הלא-ממשלתיים למתן הלוואות, וכן תכניות החיסכון המנוהלות על ידי הבנקים (ותיק ה"נוסטרו" שלהם) הן חלק מהמערכת המוסדית של שוק ההון הנידונה בפרק זה, תנועות הכספים הקשורות בפעילויות אלה אינן משויכות לסקטור "מערכת הבנקאות". מכאן שתנועות הכספים של המערכת שלנו עם "מערכת הבנקאות" היא הזרמה, אשר ייעודה אינו מוגדר, לפחות ברמה של הזרמים הבודדים (כדוגמת הפיקדונות למתן הלוואות). חלק גדול מהזרמה זו מוחזר למתווכים הפיננסיים השניוניים של המערכת הנדונה בפרק זה, והחלק האחר של השימוש (חלק קטן יחסית) אינו מזוהה. עקרונית, חלק זה של המקורות יכול לשמש את הבנקים כחוספת מקורות לזמן בינוני וארוך למימון פעילות בשוק הכספים קצר המועד, או לכל מטרה אחרת (לא מזוהה בשלב זה של אינטגרציית הפעולות בשוק ההון).

2. השפעת הממשלה על המערכת המוסדית של שוק ההון

מדת מעורבותה של הממשלה בקביעת האופי והרמה של הפעילות של המערכת המוסדית של שוק ההון הנידונה בפרק זה, היא הרבה מעבר למשחק ממשקל פעולותיה הפיננסיות הישירות של המערכת עם הממשלה. למעשה, וכפי שיוסבר להלן, ניכרת מעורבותה של הממשלה לכל אורך תהליך התיווך הפיננסי שמבצעת המערכת. הדבר אמור: א) לגבי שלב גיוס המקורות "הראשוניים" של המערכת (גיוס המתבצע בעיקרו ממשקי הבית בידי קופות הגמל וקרנות הפנסיה, חברות הביטוח, תכניות החיסכון וקרנות הנאמנות). ב) לגבי שלב הביניים של התיווך הפיננסי שבתוך המערכת, העברת רוב המקורות שגוייסו למסגרות התיווך הפיננסי השניוני, שהם המוסדות הכספיים והפיקדונות למתן הלוואות שבמערכת הבנקאות — וזאת באמצעות רכישת איגרות חוב והעמדת פיקדונות למתן הלוואות מצד מסגרות התיווך הפיננסי הראשוניים.

ג) לגבי שלב התיווך הפיננסי "הסופי", עת מועברים האמצעים הפיננסיים לרשות ענפי המשק השונים ומשקי הבית למימון פעילותם כיצורים וכצרכנים.

לגבי שלב (א), גורמת הממשלה, שחלק הארי של החיסכון הפיננסי הוולונטרי במשק ימצא את דרכו למסגרות התיווך הפיננסי של המערכת, וזאת מאחר שהממשלה היא המאפשרת במישרין ובעקיפין למסגרות אלה להבטיח לציבור החוסכים, לזמן ארוך — יהיה קצב האינפלציה אשר יהיה — שיעור תשואה ריאלי חיובי של כ-3 עד 6 אחוזים על חסכונותיהם, וזאת נוסף על הקלות במס הכנסה על פירות החיסכון. בדרך זו נמנעת, למעשה, התפתחותו של שוק הון סובסטיבי לצד המערכת הנידונה כאן — שוק, שיוכל להתחרות עם המסגרות הנידונות על גיוס מקורות פיננסיים מקומיים. עם זאת קרוב לוודאי, שלהתערבות הממשלה כאן השפעה חיובית רבה על רמת החיסכון במשק, במיוחד בעת תהליכים אינפלציוניים מהירים.

לגבי שלב (ב): על-ידי שורה של תקנות, המחייבות את המתווכים הפיננסיים הראשוניים של המערכת להקדיש כ-80—90 אחוזים ממקורותיהם לרכישת איגרות חוב, הזוכות למעמד של השקעה מאושרת, מבטיחה הממשלה, כי רוב המקורות שגויסו יופנו לרכישת איגרות חוב של שורה של מוסדות כספיים וכן איגרות חוב, שהיא מנפיקה בעצמה.

לגבי שלב (ג), קיימות תקנות, המחייבות כל מוסד כספי, המבקש לגייס מקורות פיננסיים דרך הנפקת איגרות חוב (והנפקת ניירות ערך בכלל) לקבל היתר מיוחד לכך; ועל אחת כמה וכמה הדבר אמור, כאשר מבקש המוסד הכרה של "השקעה מאושרת" (לצורך תקנות ההשקעה של המתווכים הפיננסיים הראשוניים) לאיגרת החוב שהוא חפץ להנפיק. בידי הממשלה היכולת להתנות את מתן "ההיתר" ו"ההכרה" בהסכמת המוסד להכוונה ממשלתית של אופן השימוש בכספי ההנפקה (בחלקם או בכללותם). למעשה משתמשת הממשלה במידה רבה בזכות זו, והיא מכוונת במישרין ובעקיפין את החלק הארי של אמצעי המוסדות הכספיים המגויסים בדרך זו, וזאת בהתאם למדיניות הפיתוח של הסקטור הציבורי. מדיניות זו מתבטאת בהבטחת הלוואות בלתי צמודות ובריבית נומינלית נמוכה יחסית לפעילויות ולצרכים מועדפים. לשם כך משתמשת הממשלה (חוץ מתמורת הנפקת איגרות החוב שלה למערכת) בחלק מכספי ההנפקה של המוסדות הכספיים המופקדים אצלה בתנאים מקבילים לתנאי האיגרות שהונפקו. כספים אלה מוזרמים בחלקם חזרה למוסדות הכספיים לשם מתן הלוואות מוזלות בהכוונה הממשלה, כאשר תנאי ההפקדה מביאים בחשבון את התנאים שבהם יש להעניק את האשראי, וכן את המרווח, שיש להבטיח למוסדות הכספיים. אולם רק חלק קטן יחסית ממימון הפעילויות והצרכים המועדפים בידי הסקטור הציבורי מתבצע בדרך זו. החלק הגדול ממימון מוזל זה מתבצע ישירות בידי המוסדות הכספיים מכספי הנפקת איגרות חוב ובהכוונה הממשלה, כשהאוצר מפצה את המוסדות הכספיים על הפער שבין מחיר ההון המגויס ותנאי הצמדתו לבין תנאי האשראי המוזל שמוענק.

למעשה הרוב הגדול של האשראי, המוענק מכספי הנפקת איגרות חוב, מכוון בידי הממשלה, והוא ניתן כאשראי מוזל בלתי צמוד, כשבהפרשי ההצמדה נושא הסקטור הציבורי. גם אותו חלק קטן יחסית מהנפקת איגרות החוב של המוסדות הכספיים, המוגדר לכאורה כהנפקה חופשית מהכוונה, משמש ברובו, כחלקו "העצמי" של המוסד במקורות המימון של האשראי המוזל, עקב רצונם של המוסדות להבטיח לעצמם את כיסוי הפרשי ההצמדה בידי האוצר.

אם נוסיף לנאמר לעיל, שגם גיוס הכספים של המערכת בחוץ לארץ מותנה בהיתר מיוחד של אגף מטבע החוץ שבמשרד האוצר, וכי לאור המציאות בשוק ההלוואות אפשרויות המוסדות הכספיים להלוות בתנאי הצמדה למטבע החוץ מצומצמות למדי (במיוחד לאחר הנהגת הפיחות הזוחל ביוני 1975) והם מעמידים על פי רוב את מקורותיהם שגויסו בחוץ לארץ להכוונתו של הסקטור הציבורי, על מנת לזכות בכיסוי הפרשי ההצמדה, — ניטיב להבין עד כמה גדולה היא

השפעתה של הממשלה על האופי והרמה של פעילותה של המערכת המוסדית של שוק ההון, הנדונה בפרק זה.

עם זאת, מבצעת המערכת המוסדית של שוק ההון פעולות אוטונומיות של מתן אשראי חופשי מהכוונה בהיקף צנוע יחסית — פעולות, שמקורותיהן הפיננסיים הם בעיקרם אמצעים חופשיים של קופות גמל וקרנות פנסיה, חברות ביטוח ותכניות חיסכון וכן אמצעים, שמספקים למערכת פירמות וגורמים שונים. היקפם של אמצעים אלה תלוי, במדה רבה, בהתפתחויות המוניטריות ובמצב הנזילות במשק. (כדאי להזכיר כי מוסדות המימון של חברת העובדים קיבלו היתר כללי להשתמש בחלק מוסכם מן המקורות שהם מגייסים למימון השקעות במסגרת התכנית הכספית של חברת העובדים).

3. המקורות הפיננסיים של רשות המערכת

א. מבוא¹

המממן העיקרי של המערכת הוא סקטור משקי הבית, התורם למקורותיה הפיננסיים בעיקר על-ידי החיסכון במסגרת קופות הגמל וקרנות הפנסיה, חברות הביטוח, תכניות החיסכון וקרנות הנאמנות. לעומת תרומה זו, אשר ממדיה ניתנים לזיהוי במישרין ובמדויק, הלכה וגדלה בשנים האחרונות (עד ל-1973) תרומת משקי הבית למקורות המימון של המערכת, דרך רכישה ישירה של ניירות ערך, המונפקים, ו/או הנמכרים, בידי המערכת בשוק המשני. אין אפשרות לבודד לגמרי תרומה זו. עם זאת ניתן להגיע לאומדנים מהימנים על התמורה הכספית נטו מהנפקה ופדיון ניירות ערך, וממכירת וקניית ניירות ערך של המערכת למשקי בית, תמורה שכוללת בתוכה רכיב קטן יחסית שהוא התוצאה הכספית נטו של עסקות הפירמות בשוק המשני. (ראה לוח י"ח-1). בשנים 1974 ו-1975 היה רכיב זה, של חיסכון משקי הבית, שלילי (מכירה נטו למערכת — ראה הסבר בגוף הפרק).

גם "הפירמות", נוסף להיותן צרכן אשראי של המערכת, מספקות לה מקורות (בהיקף צנוע יחסית) בצורה של פיקדונות למתן הלוואות (בעיקר למימון משקי הבית והרשויות המקומיות) וכן באמצעות רכישה במקור של ניירות ערך המונפקים בידי המערכת. במסגרת זו כלולים גם הכספים שמפעל הפיס מעביר למערכת בעיקר למימון הרשויות המקומיות.

סקטורים נוספים, התורמים למקורות המימון של המערכת, תרומה צנועה יחסית אף היא, הם המוסדות הלאומיים וסקטור חוץ לארץ.

מקור מִיִּמון נוסף, שמבחינת ממדיו הוא משמעותי, הוא כספי הפירעונות השוטפים (קרן, ריבית והפרשי הצמדה) המתקבלים על חשבון מצבת החבויות של צרכני האשראי, שהם: משקי הבית, הפירמות והרשויות המקומיות.

לא כל כספי המקורות הפיננסיים שפורטו לעיל משמשים למתן אשראי לציבור היצרנים והצרכנים במשק. חלק ממקורות אלה נספג מן המערכת בידי הממשלה והמוסדות הבנקאיים, גורמים, אשר להם קשרים פיננסיים מסועפים עם המערכת המוסדית של שוק ההון הנדונה בפרק זה. הממשלה סופגת ממקורות המערכת לשם מימון פעילותה — פעילות הכוללת, בין השאר, הזרמת אמצעים פיננסיים למערכת. המוסדות הבנקאיים, אשר ממלאים תפקיד של "רכז" בקונצרנים הפיננסיים השונים, מנקוים אליהם מקורות רבים מהמערכת, אשר ברובם הגדול מוחזרים אליה כשהם מחולקים מחדש בין המתווכים הפיננסיים השניוניים של המערכת. מוסדות פיננסיים

¹ ראה לוח י"ח-1.

שבמערכת מעבירים למוסד הבנקאי, שאיתו הם קשורים בקשרי בעלות, חלק מן האמצעים הפיננסיים, שהם מגייסים (בעיקר כספי הנפקת איגרות חוב, אולם גם מקורות פיננסיים אחרים, כגון כספי חיסכון, הלוואות ופיקדונות, שנתקבלו בארץ ובחו"ל ועוד). חלק ממקורות אלה מועבר למוסד הבנקאי לשם הפקדה באוצר ו/או לשם מתן הלוואות על שם המוסד מעביר הכספים. חלק נוסף הוא, ברמת המוסד המעביר, בחינת הפקדה שייעודה אינו מוגדר. מצד שני, מעביר המוסד הבנקאי למוסדות פיננסיים, הקשורים אליו, הפקדות שונות — כחלקו במימון פעילותם וכן כספי פירעון על חשבון מצבת הפקדותיהם. חוסר התאמה על פני חודשי השנה בין זרם המקורות מהמערכת אל "הסקטור הבנקאי" הנידון כאן, וממנו חזרה למערכת, יש בו כדי להשפיע על רמת הנוזלות השוטפת של הבנקים, ומכאן על ממדי גירעונותיהם. בגלל מסכת היחסים שתוארו לעיל, מהווה המערכת המוסדית של שוק ההון (שכאמור נשלטת במדה רבה בידי הממשלה), מעין וסת אשר יכולתו להעביר גירעונות בנוזלות (או הזרמה) מהממשלה למערכת הבנקאית ולהיפך.

ב. התפתחות הנפח והמבנה של המקורות

בשנת 1975, בדומה לאשתקד, חל גידול מהיר בנפח המקורות שעמדו לרשות המערכת. מקורות אלה גדלו השנה בכ-42 אחוזים, והסתכמו ל-10 מיליארד לירות בקירוב. נפח הזרמים ברוטו, שנילווה לפעילות המערכת, גדל בקצב מהיר עוד יותר (55 אחוזים) והגיע ל-28 מיליארד ל"י. פער עצום זה, בין נפח המקורות לנפח העסקות, קשור בחלקו הגדול בתיווך ביניים פיננסי רב-שלבי¹ אשר אינו תורם מאומה לשכלול שוק ההון, ולבטח אינו מסייע בידי הסקטור הציבורי לממש הלכה למעשה את שליטתו על אותו נפח של מקורות שהוא מסבסד.

המאפיין את התפתחות הפעילות של המערכת בשנת 1975 היה, ללא ספק, ההפרה הגסה שחלה במחצית השנייה של השנה באיזון היחסי שבין רכיב המקורות העיקרי של המערכת, שהוא חסכונות משקי בית, לבין רכיב השימושים העיקרי, שהוא מתן אשראי לזמן ארוך לשימושים הסופיים (למימון ההשקעות בענפי משק וברשויות המקומיות וכן למימון משקי הבית); לשון אחר: במחצית השנייה של השנה נוצר פער ניכר בין הכמות המוצעת למערכת של חסכונות לבין הכמות המוקצית על ידה בפועל בהנחיית הסקטור הציבורי. לעומת "גירעון" של חסכונות ביחס לשימושים (בהגדרה לעיל) של 453² מיליון ל"י ב-1973 ו-784² מיליון ל"י ב-1974, נוצר במחצית הראשונה של 1975 "עודף" של 120² מיליון ל"י, ובמחצית השנייה "גירעון" עצום של כ-1,310² מיליון ל"י. אף כי פער עצום זה לוה בגידול רב יחסית בגיוס מקורות נטו מחוץ לארץ (כ-300 מיליון ל"י במחצית השנייה של 1975)³ — בעיקר מצד אותו מגזר של המערכת שבשליטת הממשלה — התוצאה הבלתי נמנעת היתה הקטנה, במחצית השנייה של השנה, בספיגה נטו מאמצעי המערכת, של הממשלה והסקטור הבנקאי, לממדים אפסיים: כ-80 מיליון ל"י, בהשוואה לכ-1,560 מיליון ל"י במחצית הראשונה (ראה לוח י"ח-4). ממצאים אלה על ההתפתחויות בשוק ההון במהלך 1975, תורמים להבנת חלק מן הגורמים שעמדו מאחורי ההתפתחות במהלך השנה, של הזרמת הממשלה והגירעונות בנוזלות של המערכת הבנקאית. העברת המקורות נטו לממשלה

¹ המקורות הפיננסיים מועברים דרך מספר רב יחסית של מתווכים פיננסיים, עד להגיעם לייעודם הסופי, שהוא מתן אשראי לציבור היצרנים והצרכנים במשק.

² ראו הלוחות י"ח-3 ו-5.

חסכונות משקי בית של 2,707 מיליון ל"י, לעומת מתן אשראי בסך 3,160 מיליון ל"י ב-1973;

חסכונות משקי בית של 3,937 מיליון ל"י, לעומת מתן אשראי בסך 4,721 מיליון ל"י ב-1974;

חסכונות משקי בית של 2,593 מיליון ל"י, לעומת מתן אשראי בסך 3,903 מיליון ל"י במחצית הראשונה של 1975;

חסכונות משקי בית של 2,593 מיליון ל"י, לעומת מתן אשראי בסך 3,903 מיליון ל"י במחצית השנייה של 1975.

³ לעומת שימושים נטו בחוץ לארץ של כ-50 מיליון ל"י ב-1974.

קטנה מכ-960 מיליון ל"י במחצית הראשונה של 1975, לכ-690 מיליון ל"י במחצית השנייה, וההעברה נטו למוסדות הבנקאיים, בסדר גודל של כ-600 מיליון ל"י במחצית הראשונה, הוחזרה במלואה למערכת במחצית השנייה. קרוב לוודאי שחלק ניכר מהחזר זה התבצע לקראת סוף השנה, כתוצאה מרכישות מסיביות של איגרות חוב, בעיקר מצד משקיעים מוסדיים, רכישות שהיו בחלקן הגדול הקדמת קניות, מתוך ציפיה למימוש רווחי ההון (שנחזו בטעות מתוך ציפיות להרעה בתנאי איגרות החוב החדשות). חשוב לציין, שהקדמה זו ברכישת איגרות החוב כמעט ולא השפיעה על סך העברת המקורות נטו במחצית השנייה של השנה לממשלה ולסקטור הבנקאי כקבוצה. (חלק ניכר מרכישת איגרות חוב זו של המערכת מומן מהעברת אמצעים מהמוסדות הבנקאיים למערכת והחלק הארי מתמורת ההנפקה הועברה על ידי המערכת כהפקדה באוצר).

ג. מקורות המערכת ממשקי הבית והפירמות

השנה חלה האטה ניכרת בקצב הגידול השנתי של המקורות הפיננסיים שסופקו למערכת בידי משקי הבית והפירמות (למעט התקבולים מפירעון הלוואות). מקורות אלה גדלו בכ-35 אחוזים (לעומת 52 אחוזים ב-1974) והסתכמו בכ-5,907 מיליון ל"י (ראה לוח י"ח-1). תרומת הפירמות למקורות המערכת, קטנה מכ-440 מיליון ל"י ב-1974 לכ-310 מיליון ל"י השנה; כנגד זה היה הגידול בסכום שנתי בתרומת משקי הבית בשיעור דומה לזה של אשתקד (כ-42 אחוזים לעומת 45 אחוזים ב-1974) (ראה לוח י"ח-1). ירידה זו בתרומת ה"פירמות" למקורות המערכת, קשורה ברובה בירידה שחלה השנה בפיקדונות (נטו) למתן ההלוואות של הפירמות (קבלנים וחברות בנייה) בבנקים למשכנתאות, הנובעת, כנראה, מהנסיגה שחלה ב-1975 במכירת הדירות; אך לא מן הנמנע הוא שהייקור הרב שחל ב-1975 במחירי האשראי החופשי, שממנו ניוונים לא מעט הקבלנים וחברות הבנייה, תרם אף הוא את חלקו.

היציבות היחסית בשיעור הגידול השנתי של חסכוניות משקי הבית באמצעות המערכת חלה יחד עם שינויים מפליגים בקצב ההתפתחות של הרכיבים השונים, כשבחיסכון נטו באמצעות קופות הגמל ותכניות החיסכון חלה האטה ניכרת לעומת גידול מואץ בחיסכון שבאמצעות קרנות הנאמנות. שינויים אלה חלו, במדה רבה, במחצית השנייה של השנה, ונילוו לירידה החדה שאירעה, במחצית זו, בחסכוניות משקי הבית באמצעות המערכת, וכפי הנראה בחיסכון הפיננסי הכולל של משקי הבית. במקביל לכך, בעוד שבמחצית הראשונה של השנה נפסקה כנראה הירידה בהחזקה ישירה של איגרות חוב, מתחדשת מצד משקי הבית ירידה זו, ביתר שאת, במחצית השנייה של 1975. התוצאה הכספית, נטו, של העסקות בניירות ערך של המערכת עם משקי הבית, מורה על חיסכון שלילי ברכיב זה, של כ-650 מיליון ל"י (595 מיליון ל"י ב-1974), רובו ככולו במחצית השנייה של השנה (ראה לוח י"ח-3). נראה כי ניתן להסביר התפתחויות אלה במספר גורמים שפעלו במהלך 1975 (וב-1974), שהשפעתם היתה בעיקר אדיטיבית, במובן זה שגורמים אלה חוברו יחדיו, ובכך הכתיבו את העוצמה הרבה של השינויים הנסקרים.

1. אשתקד, כתוצאה מהשמועות על הרעת תנאי איגרות החוב המונפקות לציבור, כהטלת מס על רווחי ההצמדה¹, חל שינוי ניכר לא רק בהרכב החיסכון השוטף של משקי הבית, — לרעת החזקה ישירה של איגרות חוב ולטובת חסכוניות ממוסדים בקופות גמל, תכניות חיסכון (ובקרנות נאמנות) — אלא גם בהרכב תיק החסכוניות הקיים. דבר זה הגדיל במידה ניכרת ב-1974 את נפח החיסכון באמצעות קופות הגמל ותכניות החיסכון. היות וסביר להניח כי תהליך התאמת התיק

¹ וכן כתוצאה מההרעה בפרעל, שחלה בתחילת השנה בתנאי הרבית על איגרות החוב, המונפקות לציבור הרחב.

פירוט מקורות המימון של המערכת שסופקו בידי משקי הבית, 1973 עד 1975

העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת		1975				
1975	1974	מחצית II	מחצית I	1975	1974	1973
(אחוזים)		(מיליוני ל"י)				
						דרך חיסכון נטו*
15	70	897	838	1,735	1,505	887
						בקופות הגמל
						דרך חיסכון נטו*
28	214	849	1,338	2,187	1,704	542
						בתכניות חיסכון
						דרך חיסכון נטו*
87	317	1,242	627	1,869	1,000	240
						בקרנות נאמנות
						דרך חיסכון נטו*
41	78	241	213	454	323	181
						בביטוח חיים
38	145	3,229	3,016	6,245	4,532	1,850
						סך הכול
						התרומה נטו של משקי
						הבית והפירמות
						למקורות המימון של
						המערכת דרך עסקות
		(—636)	(—12)	(—648)	(—595)	+857
						בניירות ערך**
42	45	2,593	3,004	5,597	3,937	2,707
						סך הכול כללי

* הפקדות בניכוי משיכות של קרן, ריבית והפרשי הצמדה.
 ** קנייה במקור של ניירות ערך של המערכת, פחות (—) תקבולי פדיון של ניירות ערך של המערכת, בתוספת (+) מכירות נטו של המערכת בשוק המשני.

אירע בעיקרו במהלך 1974, הרי מראש היתה צפויה (שאר התנאים קבועים) האטה ניכרת ב־1975 בקצב גידול רכיבי חיסכון אלה.

2. בסוף 1974 שונו התקנות המסדירות את תנאי החיסכון באמצעות קופות הגמל, ונקבע כי הפרשה מעל ל־9,600 ל"י אינה יכולה עוד ליהנות מוותק החשבון שאליו היא מופרשת, ודינה כדין חשבון חדש הניתן למשיכה רק בתום עשר שנות חיסכון. כמו כן הוטלה מגבלה דומה (מינימום של 5 שנות חיסכון) לגבי משיכת הפקדות של כספי פיצויים והיוון פנסיה. אין ספק, כי שינויים אלה תרמו אף הם להתפתחות האטית ב־1975 של החיסכון באמצעות סקטור קופות הגמל, וזאת לאור משקלן הרב של ההפקדות הגדולות, בשנים עברו, בקופות התגמולים.

3. במחצית השנייה של השנה התעוררו שוב שמועות על הרעת תנאי איגרות החוב. כנראה שחששות הציבור גלשו הפעם גם לחיסכון הממוסד, וזאת לאור הדיונים והוויכוחים, שהדיהם נשמעו באמצעי התקשורת, בשאלת ההצמדה המלאה של החסכוניות הממוסדים לטווח בינוני וארוך. באותה עת גברו הציפיות לשינוי דרסטי בשער החליפין, וקרנות הנאמנות, שבתיק השקעותיהן היה רכיב מהותי של מטבע חוץ, נראו למשקי הבית מסגרת השקעה מושכת.

קרנות אלה היו האפיק הפיננסי היחידי של המערכת המוסדית של שוק ההון, שדרכו גדל (ובממדים ניכרים), חסכון משקי הבית.

חלק מן הסיבות שנמנו כאן, להסבר השינויים הניכרים במשקל היחסי של הרכיבים השונים בחיסכון משקי הבית באמצעות המערכת, מסבירות למעשה את הירידה הניכרת שחלה במחצית השנייה של השנה בחיסכון משקי הבית, ירידה נומינלית של כ-14 אחוזים, וריאלית של כ-22 אחוזים. אלה הם ממצאים חמורים, המתייחסים לתקופה שלפני נקיטת צעדי דצמבר 1975. ייתכן שזו תגובת הציבור להרעות בתנאי החיסכון, שבחלקן אירעו ב-1975 ובחלקן היו עדיין הרעות בכוח ולא בפועל. אין עדיין נתונים ברורים על התפתחות החיסכון הפיננסי ב-1976, אולם לאור האמור יש מקום לשקול צעדים לעידוד החיסכון ולניקוזו לאפיקים הרצויים במסגרת מדיניות הממשלה.

ד. מקורות המערכת מפירעונות צרכני האשראי

המקורות הפיננסיים של המערכת, שמקורם בפירעונות השוטפים על חשבון מצבת החבויות של צרכני האשראי שלה, גדלו השנה בכ-42 אחוזים, והסתכמו בכ-3,540 מיליון ל"י. מקור מימון זה, אשר גדלו נקבע על ידי הפעילות בעבר — והוא אינו נתון לתנודות הקשורות באירועים שוטפים — גדל השנה בקצב מהיר מזה של אשתקד (כ-33 אחוזים), כתוצאה מהגידול הניכר שחל ב-1974 באשראי שהוענק ברוטו. רכיב זה, המהווה בשנים האחרונות כשליש מסך המקורות העומדים לרשות המערכת למימון פעולותיה, הינו בחינת מקור מימון "אוטונומי", שמשקלו יכול היה להיות גבוה בהרבה לו ניתן האשראי בתנאי הצמדה (או, לחילופין, לו היתה עליית המחירים במשק מתונה יותר). מיותר לציין את ההשלכה שהיתה יכולה להיות לשינוי בתנאי האשראי לגבי יכולת הספיגה נטו של הממשלה ממקורות המערכת, עם כל המשתמע מכך לגבי הורמת הממשלה.

ה. ספיגת המקורות בידי הממשלה ומערכת הבנקאות

משקל הספיגה, נטו, של הממשלה ממקורות המערכת הוא קטן למדי (פחות מ-20 אחוזים) אולם, כפי שהוסבר, משקל זה רחוק מלשקף את מידת מעורבותה של הממשלה בפעילות המערכת (ראה הסברים בסעיף 3).

מסכת הקשרים הפיננסיים של הממשלה עם המערכת מורכבת למדי. באופן סכמטי ניתן לומר, שלקשרים פיננסיים אלה ארבעה ממדים (ראה לוח י"ח-4):

- 1) הממשלה מקבלת את חלקה בסך המקורות הפיננסיים, שמגייסת המערכת, דרך הפקדת חלק מכספי האמיסיות המונפקות בידי מוסדות כספיים, וכן דרך מכירת ניירות ערך ממשלתיים למסגרות השונות שבמערכת (ראה טור 5 בלוח י"ח-4);
- 2) הממשלה מפקידה כספים אצל המתווכים הפיננסיים השניוניים במערכת לשם ביצוע הלוואות שבהכוונה ישירה (ראה טור 4 בלוח י"ח-4).
- 3) הממשלה פורעת חובות צמודים למערכת על חשבון מצבת התחייבויותיה (ראה טור 1 בלוח י"ח-4).
- 4) הממשלה מקבלת כספי פירעון מהמערכת על חשבון מצבת נכסיה (ראה טור 2 בלוח י"ח-4).

בשנת 1975 חל גידול מהיר, יחסית לשנים קודמות, בספיגת הממשלה נטו ממקורות המערכת. ספיגה זו גדלה בכ-450 מיליון ל"י והסתכמה ב-1,656 מיליון ל"י (ראה לוח י"ח-1). חלק ניכר מגידול זה קשור בהקדמת רכישת איגרות חוב מצד המשקיעים המוסדיים שבמערכת (שחלה לקראת

זרמי התקבולים והתשלומים של המערכת עם הממשלה והמוסדות הבנקאיים, 1973 עד 1975

(מיליוני ל"י)

סוג התקבול ו/או התשלום	הסקטור המקבל ו/או הנותן	תקבולים על-חשבון מצבת הנכסים ארוכי המועד * (1)	תשלומים על-חשבון מצבת ההתחייבויות ארוכות המועד * (2)	עודף תקבולים על תשלומים הנכסים וההתחייבויות ארוכות המועד * (1) — (2) = (3)	תקבולים לזמן ארוך מעסקות השנה השוטפת ** (4)	תשלומים לזמן ארוך על עסקות השנה השוטפת ** (5)	עודף תקבולים על תשלומים השנה השוטפת ** (4) — (5) = (6)	סך הכול עודף התקבולים על התשלומים (3) + (6)
1973	ממשלה	1,070	351	719	773	2,636	-1,863	-1,144
1974		2,039	465	1,574	1,078	3,860	-2,782	-1,208
1975		2,871	488	2,383	1,818	5,857	-4,039	-1,656
1975 מחצית I		1,181	167	1,014	660	2,636	-1,976	-962
1975 מחצית II		1,690	321	1,369	1,158	3,221	-2,063	-694
1973	מוסדות בנקאיים	310	160	150	558	843	-285	-135
1974		525	317	208	854	1,409	-555	-347
1975		1,061	477	584	1,487	2,064	-577	+7
1975 מחצית I		356	229	127	668	1,398	-730	-603
1975 מחצית II		705	248	457	819	666	+153	+610

* על-חשבון מילוח, פיקדונות וגיירות ערך (כולל ריבית והפרשי הצמדה שנתקבלו ושולמו בפועל).

** על-חשבון מילוח, הנפקה (ורכישת) גיירות ערך.

ה ע ר ה : לגבי הממשלה : טור (1) הוא ברובו פירעון של הפקדות העבר, וטור (2) הוא ברובו פירעון של הפקדות חוזרות.

טור (4) הוא ברובו הפקדות חוזרות של הממשלה.

טור (5) הוא ברובו הפקדות מכספי אגיסיות.

סוף 1975), רכישות שהאמצעים לביצוען סופקו למערכת בעיקר בידי סקטור הבנקאות (הצר), והועברו (ברובם) לממשלה בידי מוסדות המערכת (ראה טור 5 בלוח י"ח-4). לולא הקדמת הרכי- שות, היתה נרשמת השנה ירידה חריפה יותר, בין שתי המחציות, בספיגה נטו של הממשלה ממקורות המערכת. ספיגה זו ירדה מרמה של כ-960 מיליון ל"י במחצית הראשונה של השנה לכ-690 מיליון ל"י במחצית השנייה.

מסכת הקשרים הפיננסיים של הסקטור הבנקאי עם המערכת המוסדית של שוק ההון הנידונה בפרק זה, אינה פחות סבוכה מזו של הממשלה. המוסדות הבנקאיים ממלאים, כאמור, תפקיד של "רכיז" מקורות פיננסיים של הקונצרנים הפיננסיים השונים; קונצרן כולל, בדרך כלל, קופות גמל, חברות ביטוח, תכניות חיסכון, קרנות נאמנות, חברות להשקעה, בנקים לפיתוח ובני- קים למשכנתאות. במסגרת זו מנקזים אליהם הבנקים הגדולים חלק נכבד ממקורות המערכת, מקורות אשר ברובם הגדול מוחזרים אליה כשהם מחולקים מחדש בין המתווכים הפיננסיים השניוניים של המערכת. בדרך זו נוקזו ב-1975 מקורות בסך של כ-2.5 מיליארד ל"י (ראה טורים 1) ו-4) שבלוח י"ח-4¹. למרות שבסיכום שנתי לא ספג הסקטור הבנקאי דבר ממקורות המערכת המוסדית של שוק ההון הנידונה כאן (ראה לוח י"ח-4), היתה כפי הנראה להתפתחות עסקותיו הפיננסיות עם המערכת, על פני השנה, השפעה על תוואי השינוי של גירעונות הנוילות. לעומת הספיגה נטו ממקורות המערכת, בסך של כ-600 מיליון ל"י, שחלה במחצית הראשונה של השנה, החזיר הסקטור הבנקאי למערכת סכום דומה במחצית השנייה (רא לוח י"ח-4).

5. האשראי המוענק בידי המערכת המוסדית של שוק ההון, תנאי וייעודו

א. תנאי האשראי המוענק

רוב האשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך, שמעניקה המערכת, הינו כאמור אשראי מוול בלתי צמוד, המוענק בהכוונתו ועל חשבונו של הסקטור הציבורי. הדבר אמור בעיקר לגבי האשראי למשקי בית, ולענפי החקלאות והתעשייה, אשראי אשר למעלה מ-90 אחוזים ממנו ניתנו ב-1975 על בסיס מסובסד. הוא תקף גם לגבי חלק מן האשראי לבנייה, ובמדה פחותה בהרבה, — לגבי האשראי לרשויות מקומיות. עם זאת, הניסיון מלמד כי הביקוש לאשראי מצד הרשויות כמעט ואינו רגיש לתנאי הריבית.

האשראי המכוון לפיתוח התעשייה, החקלאות והתיירות (אשראי לבניית בתי-מלון מסוג אצלנו באשראי לשרותים), שמעניקה המערכת על-פי הנחיות הממשלה, מוענק מאז אמצע שנות הששים ללא הצמדה, בריבית גומיגלית נמוכה למדי. הריבית שנגבתה על האשראי, שהוענק במהלך 1975, נעה לרוב בין 8 ל-12 אחוזים, בהתאם למיקומו וייעוד תוצרתו של המפעל הממומן. חלק נוסף מן האשראי המוול לענפים אלה ניתן בריבית של 12 עד 15 אחוזים ללא הצמדה, בהכוונת גופים ציבוריים, אשר הסקטור הציבורי הסמיך אותם לכך.

האשראי האפותיקאי המכוון למשכנים, וחלק גדול מן "האשראי האחר" למשקי הבית, ניתן אף הוא ללא הצמדה, ובריבית הנעה לרוב בין 7 ל-13 אחוזים. נוסף על כך, חלק מן האשראי האפותיקאי הבלתי מכוון לדיור פרטי (העומד בפני מגבלות הקשורות בשטח ובמחיר הדיירה), מוענק אף הוא (על חשבון הסקטור הציבורי) ללא הצמדה, ובריבית הנעה כיום בין 12 ל-20 אחוזים. רובו הגדול של האשראי לדיור פרטי, שהוענק השנה, ניתן בתנאים אלה.

¹ לא כולל העברת הפקדות מהמערכת לממשלה.

שערי הריבית על ההלוואות המכוונות לפיתוח התעשייה, החקלאות והתיירות, וכן שערי הריבית על האשראי האפותיקאי המכוון, נקבעו בידי הסקטור הציבורי בשנים 1967 ו-1968 (עם סיום תהליך ביטול ההצמדה על מרבית האשראי לזמן בינוני וארוך במשק), ונקבעה להם תקרה של 9 אחוזים. באותה עת, ולמעשה עד לתחילת שנות ה-70, היתה עליית המחירים במשק מתונה ויציבה יחסית (וכמוה גם זו הצפויה לעתיד), כך ששערי הריבית שנקבעו הותירו עלות ריאלית צפויה של כ-2–3 אחוזים במרבית ההלוואות המכוונות. התפנית שחלה לאחר 1970 בקצב עליית המחירים במשק לא לוותה בשינויים מתאימים בתנאי ההלוואות המוזלות. תגובת הסקטור הציבורי באה באיחור רב (רק באמצע שנת 1974), והיתה צנועה למדי. כנגד ההאצה בקצב עליית המחירים, מרמה ממוצעת של כ-8–6 אחוזים בשנות הששים לרמה של כ-30–25 אחוזים בשנים האחרונות, הסתכמה העלייה בריבית על האשראי המזול עד 1975 בכ-2–3 אחוזים בלבד. העלייה הנוספת בשערי הריבית, שהופעלה מראשית 1976 לגבי ההלוואות החדשות שאושרו, היתה כבר משמעותית יותר, כ-3 עד 5 אחוזים, אולם היא תהיה אפקטיבית רק לגבי האשראי שיוענק בשנת 1977, היות ויש להניח שרוב ההלוואות המכוונות שיבוצעו במהלך 1976 יהיו על חשבון אישורים משנים קודמות.

בסוף 1975 הסתכמה יתרת ההלוואות המוזלות שהעניקה המערכת לענפי החקלאות, התעשייה, התיירות ולמשקי הבית בכ-12 מיליארד ל"י, והריבית הממוצעת על יתרה זו אינה מגיעה ל-9 אחוזים. לו היתה הסובסידיה הגלומה ביתרת האשראי המזול, מתוקצבת מדי שנה כמענק, היה צריך — לפי היתרה הזאת בסוף 1975 ועל סמך עליית המחירים הצפויה בשנה הקרובה בלבד, — לתקצב בהצעת התקציב לשנת 1976/77 "מענק הלוואות" בסדר גודל של כ-3 מיליארד ל"י (אותו חלק מיתרה זו שעדיין לא יפרע, ימשיך לשאת, בכל אחת מן השנים הבאות, "מענק הלוואות"; וזאת בהתאם לקצב עליית המחירים בכל שנה ושנה).

ב. נפח האשראי המוענק

ב-1975 גדל נפח האשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך שהעניקה המערכת (למשקי בית, ענפי משק ורשויות מקומיות) בכ-44 אחוזים, והסתכם ב-6,790 מיליון ל"י בקירוב (ראה לוח י"ח-5); זאת לעומת גידול של כ-49 אחוזים אשתקד. גם במונחים ריאליים, היה השנה קצב הגידול של סך האשראי שהוענק נמוך מזה של 1974. (בממוצע שנתי היתה העלייה במדד המחירים לצרכן דומה לזו של 1974, והעלייה במחירי ההשקעות מהירה יותר). על רקע ההאטה הניכרת, לעומת אשתקד, בסך ההשקעה בענפי המשק והירידה החריפה בהיקף רכישת הדירות, נראה כי בממוצע עלה השנה שיעור המימון של סוגי הפעילות הממומנות בידי המערכת.

הירידה ב-1975 בקצב גידול האשראי שהוענק חלה על משקי הבית, ובצורה חריפה יותר על הרשויות, תהליך שנמשך על פני כל השנה; לעומת זאת, לגבי מימון השקעות ענפי המשק, התרכזה ההאטה במחצית הראשונה של השנה, ואילו במחצית השנייה של השנה חל גידול חסר תקדים במימון שהוענק (בעיקר לענף התעשייה, ראה לוח י"ח-5). ב-1975, יותר מבכל שנה אחרת, היה לרכיב האשראי המזול משקל מכריע בסך מימון ההשקעות של המערכת, וממדי הסובסידיה הגלומה ברכיב זה גדלו כמה מונים עקב האינפלציה המהירה בשנתיים האחרונות וזו הצפויה בטווח הקרוב. אם נוסיף לזאת את השפעת השמועות, שגברו במחצית השנייה של השנה (בלי שלוו בקבלת החלטות) בדבר הצורך להקטין את ממדי הסובסידיה הגלומה באשראי המזול, ניטיב להבין את התנהגות היוזמים, שבאה לידי ביטוי ב-1975 בהשקעות יתר שגרמו לירידה נוספת בניצולת מלאי ההון. התנהגות הסקטור הציבורי מובנת פחות, על רקע המדיניות המוצהרת לשנת 1975.

לוח י"ח-5

האשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך, 1973 עד 1975

העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת		1975										
1975	1974	מחצית II		מחצית I		1975		1974		1973		
		(מיליוני ל"י) (אחוזים)		(מיליוני ל"י) (אחוזים)		(מיליוני ל"י) (אחוזים)		(מיליוני ל"י) (אחוזים)		(מיליוני ל"י) (אחוזים)		
24	78	33	1,278	38	1,109	35	2,387	41	1,928	34	1,079	למשקי בית
27	88		1,028		802		1,830		1,445		767	אשראי אפותיקאי
15	55		250		307		557		483		312	אשראי אחר
72	28	57	2,249	46	1,320	53	3,569	44	2,073	51	1,622	לענפי משק
39	25		373		299		672		485		387	חקלאות
75	15		1,045		605		1,650		944		823	תעשייה
43	107		214		128		342		240		116	בנייה
124	36		617		288		905		404		296	שירותים *
15	57	10	376	16	455	12	831	15	720	15	459	לרשויות מקומיות
44	49	100	3,903	100	2,884	100	6,787	100	4,721	100	3,160	סך הכול

קצב גידול האשראי (כ-15 אחוזים) לרשויות המקומיות פיגר השנה, במדה ניכרת, אחר קצב הגידול בהשקעותיהן במחירים שוטפים (כ-42 אחוזים). האשראי ברוטו לרשויות הסתכם השנה בכ-830 מיליון ל"י, שהן כמחצית בלבד מערך ההשקעות. עם זאת יש לזכור, כי סקטור הרשויות המקומיות נשען במדה רבה גם על מימון ציבורי ישיר, ולא מן הנמנע הוא שאף השנה עלה נפח המימון הכולל שקיבל על ערך השקעותיו בשל הצורך ב"גלגול חובות". ב-1975 הסתכם פירעון החובות של הרשויות למערכת המוסדית של שוק ההון בכ-630 מיליון ל"י. ההאטה הניכרת השנה בקצב גידול המימון באמצעות המערכת לא גבעה משפע יחסי במקורות המימון שבידי הרשויות, או מחוסר יכולתן להתחרות על מקורות מימון המערכת דרך שערי הריבית, אלא מהכבדת הפיקוח מצד משרד הפנים.

ראוי להדגיש את השינוי אשר חל השנה בהרכב הייעודי של המימון שהוענק בידי המערכת. השנה גדל חלקם של ענפי המשק במימון זה (מ-44 אחוזים ב-1974 ל-53 אחוזים) על-חשבון חלקם של משקי הבית והרשויות המקומיות, תופעה הפוכה מזו שאירעה אשתקד.

ג. האשראי למשקי הבית

בשנת 1975 חלה האטה ניכרת בקצב גידול האשראי לזמן ארוך שהעניקה המערכת למשקי הבית: גידול בכ-24 אחוזים לעומת גידול של כ-78 אחוזים ב-1974; סכום האשראי הגיע ל-2,390 מיליון ל"י בקירוב. האטה ניכרת זו בקצב הגידול חלה הן באשראי האפוזיטיבי לרכישת דירות (ראה להלן) והן באשראי האחר למשקי בית (15 אחוזים בלבד, לעומת כ-55 אחוזים ב-1974). אשראי זה מורכב בעיקרו מאשראי לחוסכים, אותו מעניקות קופות גמל (בחלקו בלתי צמוד ובחלקו צמוד בעקיפין, דהיינו, מקבל ההלוואה מוותר, לתקופת ההלוואה, על הצמדת חלק מקביל מחסכונותיו), וכן מאשראי מסובסד המוענק בעיקר לעולים, לעובדי מדינה ולסטודנטים במוסדות להשכלה גבוהה. ההאטה שנרשמה ב-1975 בקצב הגידול נבעה משינוי תקנות ההשקעה של קופות הגמל, שינוי שחייב אותן להגדיל את משקל ההשקעה המוכרת בסך השימושים, וכן מהירידה הנמשכת זה כמה שנים בממדי העלייה (שצמצמה את היקף הזכאים לקבלת "אשראי עולים" לסידורים ראשוניים). לעומת זאת, שאר רכיבי אשראי זה המשיכו לגדול בקצב מהיר. למדי בדומה לאשתקד.

בשנת 1975 גדל האשראי האפוזיטיבי בשיעור של כ-27 אחוזים — והסתכם ב-1,830 מיליון ל"י בקירוב. שיעור זה דומה, אמנם, לשיעור העלייה הממוצעת במחירי הדירות ב-1975, אולם מאחר וחלה ירידה ניכרת בהיקף מכירת הדירות¹, הרי שגדל השנה שיעור המימון האפוזיטיבי של הדירות הנרכשות. יש לציין שזו השנה השנייה ברציפות שבה גדל במידה ניכרת שיעור המימון האפוזיטיבי (בשנת 1974, למרות הירידה בהיקף המכירות, גדל האשראי האפוזיטיבי ב-88 אחוזים, לעומת עלייה במחירי דירות של כ-40 אחוזים בלבד). כתוצאה מהתפתחות זו בשנתיים האחרונות, מוערך שיעור המימון האפוזיטיבי ב-1975 ברמה כפולה מזו ששררה ב-1973; ברובו המכריע היה אשראי מוזל זה מסובסד במישרין ו/או בעקיפין בידי הסקטור הציבורי. יש להבין התרחשות זו על רקע התפתחות הביקוש לדירות ותנאי הביקוש וההצעה המיוחדים השוררים בשוק האשראי האפוזיטיבי הישראלי.

מבחינת ההתפתחויות בתחום הביקוש לדירות, ניתן לראות את השנים 1974 ו-1975 כמקשה אחת: בשנת 1974 שרר בשוק הדירות תהליך של ירידה בביקוש, שהחריף ב-1975; התהליך מצא את ביטויו בירידה בהיקף מכירת הדירות (ובגידול במלאי הדירות הבלתי מכורות שבידי

¹ מדד מכירת דירות מבנייה פרטית מורה על ירידה במכירות ב-1975 בשיעור של כ-25 אחוזים.

לוח י"ח-6

האשראי האפותיקאי למשתכנים, 1973 עד 1975

1975	1974	1973	
(מיליוני ל"י)			
199.9	174.8	140.8	עולים
46.6	58.4	38.7	מפונים ומשכנות עוני
130.7	171.2	108.8	חיסכון לבנין
819.4	513.9	198.9	זוגות צעירים
415.0	297.1	144.7	מכוון אחר
1,611.6	1,215.4	631.9	סך הכול
218.1	229.5	135.1	דיוור פרטי
1,829.7	1,444.9	767.0	סך הכול
(מספר הלוואות)			
2,851	3,662	3,761	עולים
1,628	2,614	2,121	מפונים ומשכנות עוני
2,926	4,291	3,389	חיסכון לבנין
15,531	17,579	7,947	זוגות צעירים
12,650	11,505	7,734	מכוון אחר
35,586	39,651	24,952	סך הכול
6,534	9,047	7,406	דיוור פרטי
42,120	48,698	32,358	סך הכול
הלוואה ממוצעת (אלפי ל"י)			
70.1	47.7	37.4	עולים
28.6	22.3	18.2	מפונים ומשכנות עוני
44.7	39.9	32.1	חיסכון לבנין
52.7	29.2	25.0	זוגות צעירים
32.8	25.8	18.7	מכוון אחר
45.3	30.6	25.3	סך הכול
33.3	25.4	18.2	דיוור פרטי
43.4	29.7	23.7	סך הכול

הסקטור הפרטי והציבורי כאחד), ובכך שמחירי הדירות פיגרו אחר מחירי התשומות בבנייה למגורים. הגורמים לירידה ברמת הביקוש לדירות ב-1974 היו, בין השאר, ההתפתחות השלילית במאזן ההגירה והציפיות הפסימיות של משקי הבית באשר להתפתחות רמת ההכנסות. לצד גורמים אלה, שפעלו ביתר שאת ב-1975, נוספו השנה גורמים נוספים, כגון השינויים במדיניות המסוי על דירות, בפרט על דירות שאינן "דירת יחיד" (דירה נוספת), שתרמו אף הם להאצת תהליך הירידה בביקוש לדירות¹.

במשק, אשר בו שוק האשראי האפותיקאי הוא שוק חופשי, ושיעורי המימון מכסים כמעט את

¹ ראה דיון בפרק "ההשקעה והבנייה".

מלוא ערך הדירה (כדוגמת משקי המערב), — הרי ירידה בביקוש לדירות מלווה בירידה מקבילה (או נגזרת) של הביקוש לאשראי האפותיקאי, ולעתים, בתנאים אינפלציוניים, אף לכך שנפח האשראי המוענק מפגר אחר ערך הדירות המכורות, עקב הייקור במחירי האשראי שמכתיבה האינפלציה. לא כך במשק הישראלי, אשר רובו המכריע של האשראי האפותיקאי בו הוא אשראי מסובסד, הניתן בשיעורים הרחוקים מלכסות את מלוא ערך הדירה הנרכשת. נפח האשראי האפותיקאי בישראל הינו, בחלקו המכריע, בחינת גודל אקסוגני הנקבע, במישרין או בעקיפין, בידי הסקטור הציבורי, ובימים כתיקנם יש בתנודות הביקוש לדירות רק כדי לשנות את ממדי עודף הביקוש לאשראי זה. בשנים 1974 ו-1975, במקביל לירידה שחלה בביקוש לדירות, ולמרות הגידול הניכר יחסית באשראי האפותיקאי שהוענק, — לא פחתו עודפי הביקוש. נהפוך הוא, אינדיקטורים שונים מצביעים על הגברת לחצי הביקוש לאשראי האפותיקאי המסובסד, כתוצאה מן הגידול הניכר שחל ברמת הסובסידיה הגלומה בו בשל הפער בין שערי הריבית הקבועים בידי הסקטור הציבורי לבין קצב האינפלציה המהיר. גידול זה בערך הסובסידיה הסמויה שממנה נהנו חלק מרוכשי הדירות, כמוהו כהוזלה או תמיכה, של הסקטור הציבורי במחירי הדירות הנרכשות; מכאן שהתפתחות נפח האשראי האפותיקאי בשנתיים האחרונות פעלה בכיוון בלימת הירידה בביקוש לדירות, של ציבור המשתכנים המועדפים.

הצעדים שנקט הסקטור הציבורי במהלך 1975, אשר היה בהם כדי להגדיל במידה ניכרת את נפח האשראי האפותיקאי, היו בעיקרם שינויים שהוכנסו במחצית הראשונה של 1975 בתקנות המימון לזוגות צעירים ולעולים חדשים, שהגדילו באופן ניכר את סכום ההלוואה האפותיקאית שלה זכאיות קבוצות משתכנים מועדפים אלה. כמו־כן יש לציין, שגם השנה, אם כי במידה פחותה יותר מאשתקד, המשיך לגדול היחס שבין מספר ההלוואות המכוונות לבין מספר הדירות שנרכשו. למרות הירידה הניכרת במכירת דירות, ירדו ב-1975 מספר ההלוואות המכוונות בכ־10 אחוזים בלבד. פירוש הדבר, שיותר מכל שנה אחרת נתאפשר למשתכן המועדף לזכות ביותר ממקור אחד של אשראי מכוון למימון השתכנותו. יחד עם זאת, לא מן הנמנע הוא שב-1975 חלה הרחבה נוספת של מעגל הזכאים לאשראי מכוון, בקרב רוכשי הדירות, עם הפעלה ליברלית יותר של הקריטריונים לקביעת הזכאות.

האשראי האפותיקאי המכוון גדל השנה ב־33 אחוזים, והסתכם ב־1,610 מיליון ל"י בקירוב (ראה לוח י"ח-6), כשהגידול בהלוואה הממוצעת מגיע לכ־50 אחוזים. מעיון בלוח התפלגות האשראי על-פי סוג המשתכן המועדף, בולטים במיוחד הגידול באשראי לזוגות צעירים (כ־60 אחוזים) וכן הגידול באשראי "המכוון האחר" (כ־40 אחוזים). ראוי לציין, שסוג אשראי זה היה ב-1975 הקטגוריה היחידה של אשראי מכוון, שנרשם בה גידול במספר ההלוואות שניתנו: 10 אחוזים לעומת ירידה בסדר גודל שבין 10 ל־30 אחוזים בשאר הקטגוריות של האשראי המכוון. האשראי "המכוון האחר", כשמו כן הוא, מוענק על סמך קריטריונים "פחות חדים" מאלה שעל פיהם מוענקים שאר סוגי האשראי המכוון.

נפח האשראי לדיור פרטי ירד השנה בכ־5 אחוזים, והסתכם ב־220 מיליון ל"י בקירוב. רכיב אשראי זה שניתן בשערי ריבית חופשיים (בהצמדה מלאה ו/או בריבית נומינלית הנקבעת בידי כוחות השוק) — כמעט שנעלם ב-1975. ברובו המכריע היה אשראי זה ב-1975 מסובסד בעקיפין בידי הסקטור הציבורי, והוא ניתן ללא הכוונה ספציפית לרוכשי דירות העומדים במגבלות הקשורות בשטח ומחיר הדירה הנרכשת, מגבלות המזכות את המשתכן בביטוח הפרשי הצמדה תמורת פרמיה שנתית בלתי ריאלית¹. גם כאן נקט הסקטור הציבורי במהלך 1975 בשורה של צעדים, שנועדו להחליש את המגבלות החלות על הענקת סוג זה של אשראי:

¹ על אשראי זה, הניתן ללא הצמדה, קובע הסקטור הציבורי תקרה לריבית המירבית שנעה בין 13 ל־20 אחוזים, כולל פרמיה שהבנקים האפותיקאים יכולים לגבות מן הממשלה.

1. בסוף מרץ 1975 הועלתה תקרת מחירי הדירות, שבשבילן מוכן הסקטור הציבורי לשאת בנטל ביטוח הפרשי ההצמדה על מקורות המימון של האשראי האפותיקאי המוענק (מ-225,000 ל"י ו-205,000 ל"י, בירושלים ובשאר חלקי הארץ, ל-270,000 ל"י ו-250,000 ל"י, בהתאמה) תוך העלאה חסרת משמעות של כ-2 אחוזים בפרמית ההצמדה.

2. ביולי 1975 הועלתה תקרת ההלוואה המירבית, שבנק אפותיקאי רשאי לתת כאשראי חופשי מהכוונה (מ-50,000 ל"י ו-40,000 ל"י בירושלים ובשאר חלקי הארץ, ל-80,000 ל"י ו-65,000 ל"י, בהתאמה). העלאה זו היתה משמעותית רק לגבי אשראי אפותיקאי חופשי המוענק ללא ביטוח הצמדה מצד האוצר.

3. באפריל 1975 הועלתה תקרת מחירי הדירות, שלרכישתן ניתן לתת הלוואה אפותיקאית (מ-300,000 ל"י ו-265,000 ל"י בירושלים ובשאר חלקי הארץ, ל-360,000 ל"י ו-325,000 ל"י, בהתאמה); ובסוף השנה בוטלה כליל תקרה זו.

מידת האפקטיביות של צעדים אלה על התפתחות נפח האשראי האפותיקאי לדירור פרטי, היתה פחותה מזו של הצעדים הנוגעים לאשראי האפותיקאי המכוון. הסיבה לכך היא, שלגבי האשראי המכוון דואג הסקטור הציבורי, במישרין ו/או בעקיפין, למקורות המימון הדרושים להענקת נפח האשראי "המבוקש", הנגזר מן הקריטריונים שהוא מתווה, ואילו לגבי האשראי לדירור פרטי הוא רק מסבסד את מחיר האשראי, ובעיית גיוס המקורות מוטלת על הבנקים האפותיקאים. הדבר עשוי להסביר את הירידה הניכרת במספר ההלוואות שניתנו לדירור פרטי (ירידה של כ-28 אחוזים), וזאת למרות שאשראי זה ניתן ברובו המכריע ללא הצמדה, וגלומה בו סובסידיה בהיקף ניכר.

ד. האשראי לתעשייה

בשנת 1975 נרשם גידול מואץ באשראי לזמן ארוך שהעניקה המערכת לענף התעשייה, 75 אחוזים, והסתכם ב-1,650 מיליון ל"י בקירוב. גידול חסר-תקדים זה קשור ברובו בעליית ערך ההשקעות שבוצעו השנה בידי הענף (במחירים שוטפים — 65 אחוזים), אולם בחלקו הוא מהווה עלייה בשיעור המימון. בשנת 1975 מומנו בידי המערכת כ-46 אחוזים מערך ההשקעות בתעשייה, לעומת כ-43 אחוזים אשתקד.

בשנת 1975, בדומה למצב אשתקד, וביתר שאת, המשיך לקטון אבסולוטית רכיב המימון הבלתי מכוון שהוענק בידי המערכת לענף התעשייה. בעוד שב-1974 היתה קשורה אולי הקטנת רכיב זה בהאטת ההשקעות, שאיפשרה ליוזמים להזדקק פחות לאשראי חופשי, שהתייקר במידה ניכרת בשנתיים האחרונות בעקבות האינפלציה, — הרי המשך הקטנת רכיב זה ב-1975 חלה בעת שגדלו צרכי המימון החיצוני של הענף, עקב ההאצה בגידול ההשקעות; היא נתאפשרה הודות לגידול המוחש שחל ב-1975 ברכיב המימון המוול המוענק בהכוונתו של הסקטור הציבורי. רכיב מימון זה יותר משהוכפל בהשוואה לאשתקד, והוא היווה ב-1975 את רובו המכריע של האשראי למימון ההשקעות בתעשייה שהעניקה המערכת.

הפער הניכר שנרשם השנה בין שיעור גידול המימון המכוון (כ-110 אחוזים) לבין ערך ההשקעות במחירים שוטפים (כ-65 אחוזים) טעון הסבר. מבדיקות שערכנו מסתבר, שרק חלק קטן למדי מפער זה מוסבר בהקדמת מימון השקעות, שכפי הנראה חלה ברבע האחרון של 1973 (ההשקעות שבוצעו בפועל בתחילת 1974), דבר המטה כשלעצמו במקצת כלפי מעלה את שיעור גידול המימון המכוון ב-1975. מאחר שלא חלו בשנים האחרונות שינויים בקריטריונים המוצהרים להענקת אשראי מוול לתעשייה (בכל הנוגע לשיעורי המימון, שלהם זכאים סוגי המפעלים השונים וכן אזורי ההשקעה השונים), נותרו למעשה רק שני טיעוני הסבר אפשריים:

מימון ההשקעות בתעשייה, 1973 עד 1975

(מיליוני ל"י)

היחס ביניהם (אחוזים)	ההשקעה בתעשייה במחירים שוטפים	האשראי ברוטו שהוענק לזמן בינוני וארוך	
50	1,650	823	1973
43	2,180	944	1974
46	3,610	1,650	1975

א. הסבר אחד, — חל שינוי במבנה האזורי של ההשקעות שבוצעו, לטובת אזורי פיתוח ו/או בהרכב לפי סוגי המפעלים המשקיעים, לטובת מפעלים מוכרים. (לפי הקריטריונים שהיו בפועל ב-1975, זכאים המשקיעים במפעלים מוכרים לשיעורי מימון של 50 ו-45 אחוזים באזורים א', ב' וג', בהתאמה, והמשקיעים במפעלים מאושרים או רגילים, — 45, 40 ו-33 אחוזים).¹

ב. אפשרות שנייה היא, שהוענק מימון מוזל מעבר לשיעורי הזכאות, באמצעות יתר ליברליזציה ביישום הקריטריונים המוצהרים להענקת האשראי המוזל לתעשייה. לגבי האפשרות הראשונה, ניתן לשער כי אכן חל ב-1975 שינוי מסוים בהרכב האזורי של ההשקעות לטובת אזורי הפיתוח. השערה זו נשענת על מדיניותו המוצהרת של הסקטור הציבורי, כפי שהתבטאה בהוראות הביצוע המפורטות שהוצאו במהלך השנה, ואשר מטרתן היתה להכביד את הסלקטיביות לגבי ההשקעות המבוצעות באזור ג'.

יחד עם זאת נראה, כי ההשפעה הכמותית "הפוטנציאלית" של שינוי אפשרי זה בהרכב האזורי של ההשקעות, רחוקה מלהסביר את מלוא הגידול הניכר, שחל השנה בשיעור המימון המכוון של ההשקעות בתעשייה, ולא מן הנמנע הוא שב-1975, במודע או שלא במודע, חלה ליברליזציה ניכרת ביישום הקריטריונים להענקת האשראי המוזל.

הריבית הממוצעת, שנגבתה על האשראי המוזל, היתה בשנת 1975 גבוהה בכ-2 אחוזים מזו של 1974, וזאת בעקבות השינוי שהוכנס ביולי 1974 בתנאי הריבית על הלוואות הפיתוח למפעלי התעשייה. הריבית על הלוואות שאושרו, מתאריך זה, הועלתה למפעלי תעשייה מובהקים מכ-7 עד 9 אחוזים (ההבחנה היא לפי אזורים) ל-8 עד 12 אחוזים, ולמפעלי תעשייה שאינם מובהקים — מ-12 ל-15 אחוזים.² לייקור צנוע זה בריבית כמעט שלא היתה משמעות אופרטיבית. לעומת זאת, האצת קצב עליית המחירים בשנתיים האחרונות (בעשרות אחוזים), וכן הגידול הניכר בשיעור המימון של ההשקעות בתעשייה בשנת 1975 (שניתן במישרין ו/או בעקיפין בידי הסקטור הציבורי), הקפיצו במידה רבה מאוד את גובה הסובסידיה הסמויה (במימון המוזל) שניתנה להשקעות בתעשייה. דבר זה יש בו כדי להסביר את המצב הפרדוקסלי השנה בענף התעשייה: למרות ההאטה הניכרת ברמת הפעילות השוטפת של הענף, גדלו ההשקעות הריאליות בשיעור שלא היה כדוגמתו ב-8 השנים האחרונות (כ-18 אחוזים).

¹ מפעלים מאושרים זכאים, נוסף על כך, למענק יצוא.

² ייקור זה חל רק על אותו חלק מן הלוואות שבוצעו ב-1975 על סמך אישורים שהוצאו לאחר יולי 1974.

ראוי לציין, כי למרות התחזיות הפסימיות לטווח הקרוב, הגיעה בסוף 1975 יתרת החוזים (החתומים) לביצוע של ההלוואות המכוונות בבנקים לפיתוח התעשייה ל-3,280 מיליון ל"י לעומת 1,735 מיליון ל"י בסוף 1974 ו-890 מיליון ל"י בסוף 1973. כמו כן מעיון בהתפתחות המימון לתעשייה על פני חודשי השנה, בולטת ההאצה הניכרת שחלה במימון (וכנראה גם בביצוע ההשקעות) במחצית השנייה של השנה. בעוד שבמחצית הראשונה של השנה גדל המימון המכוון להשקעות בכ-65—60 אחוזים (בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד), הרי במחצית השנייה היה הוא גדול פי 2.5 מזה שבתקופה המקבילה ב-1974. הגידול המוחש במימון חל לא רק במימון ענפי הכימיה, הטקסטיל, הדפוס והנייר, שגם במחצית הראשונה יותר משהוכפל, אלא הוא התפשט גם לשאר ענפי המשנה התעשייתיים כגון ענפי המזון, המתכת, הפלסטיקה ועוד, ענפים בהם גדל המימון במחצית הראשונה בקצב איטי למדי (כ-40—30 אחוזים). ייתכן כי תופעות אלה קשורות בחלקן בציפיות (שהתחזקו במחצית השנייה של השנה) להרעת תנאי הלוואות הפיתוח, ציפיות שהלכו וגברו ככל שהטיפול בשינוי תנאי החוק לעידוד השקעות הון התארך.

בסוף דצמבר 1975 שונו תנאי הריבית על הלוואות הפיתוח, בהתאם לתיקונים שבהצעת החוק החדש לעידוד השקעות הון, וזאת כשלב ביניים עד להפעלתו. התנאים החדשים חלים רק על הלוואות חדשות שיאושרו החל מ-1976: במקום שיעורי ריבית של 8, 10 ו-12 אחוזים לאזורים א', ב' ו-ג', בהתאמה, נקבעה תיאורטית (ראה להלן) ריבית של 5 אחוזים בתוספת הצמדת ההלוואות בשיעור של 50 אחוזים. יחד עם זאת, נקבעה תקרה לריבית המירבית (כולל הפרשי הצמדה), של 12, 14 ו-17 אחוזים לאזורים א', ב' ו-ג', בהתאמה, לגבי מפעלי תעשייה מובהקים, ו-17.5 אחוזים למפעלי תעשייה לא מובהקים (כגון ממגורות, בתי קירור, בתי מיון ואריזה וכו'). למעשה, תקרה זו היא אפקטיבית כבר בעליית מחירים של 14 אחוזים באזור א', 18 אחוזים באזור ב' ו-24 אחוזים באזור ג'; דבר שלבטח מקהה את עוקץ ההצמדה לגבי השנה או השנתיים הקרובות. כנגד זאת בוטלה ההחלטה מנובמבר 1974, שעל פיה חלה על ההלוואות למפעלים שבאזור ג' חובת תשלום הפרשי הצמדה (בסוף תקופת ההלוואה), כל אימת שמדד המחירים יעלה על 20 אחוזים בשנה.

יש לציין, כי התקרה לריבית המירבית, שחלה על הלוואות הפיתוח אינה פותרת את בעיית ספיגת "הרנטה", ממנה נהנים היוזמים כתוצאה מקפיצות ניכרות ובלתי צפויות במדד; רנטה בלתי פונקציונלית זו אינה משרתת את מטרות המדיניות הכלכלית, ויש לה רק השפעה מזיקה על התחלקות ההכנסות.

ה. האשראי לחקלאות

בשנת 1975, בדומה לאשתקד, פיגר הגידול באשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך, שהעניקה המערכת לענף החקלאות (39 אחוזים), אחר גידול השקעות הענף במחירים שוטפים (כ-47 אחוזים) — למעט השקעות בהכשרת קרקע, ייעור וניקוז, שהינן בעיקר השקעות ישירות של הסקטור הציבורי. שנת 1974 היתה השנה הראשונה, מאז ראשית שנות השבעים, שבה החל לרדת שיעור המימון (שהינו ברובו המכריע אשראי מוזל) וזאת לאחר שנפח המימון עלה על ערך ההשקעות בשנת 1973. כך, למרות הנסיגה בשיעור המימון בשנתיים האחרונות, עדיין כיסה ב-1975 נפח המימון שהוענק כ-83 אחוזים מערך ההשקעות של הענף¹. זהו עדיין שיעור גבוה למדי, מאחר שענף החקלאות זוכה, נוסף על אשראי באמצעות המערכת, בנפח משמעותי של אשראי המוענק לו ישירות בידי הסקטור הציבורי.

¹ למעט השקעות בהכשרת קרקע, ייעור וניקוז.

מימון ההשקעות בחקלאות, 1973 עד 1975

(מיליוני ל"י)

היחס ביניהם (אחוזים)	ההשקעות בענף החקלאות במחירים שוטפים, למעט הכשרת הקרקע, ייעור וניקוז	האשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך למשקים חקלאיים	
100	385	387	1973
88	550	485	1974
83	810	672	1975

האשראי לחקלאות הנדון כאן הינו, רובו ככולו, אשראי מוזל המוענק בידי קבוצה מצומצמת של מוסדות, המתמחים במימון ענף החקלאות בהכוונת משרד החקלאות והסוכנות היהודית. הקריטריונים להענקתו מבטיחים לפעילויות ההשקעה המועדפות מימון עד לגובה של 90 אחוזים מערך ההשקעה, ועקב מורכבות המסגרות שדרכו הוא מוענק, לא מן הנמנע הוא, שבסופו של דבר זוכות חלק מתכניות ההשקעה בשיעור מימון, שבפועל עולה על המתחייב מן הקריטריונים המוצהרים. יחד עם זאת, אפשר שחלק מן הסכומים המוענקים לחקלאים במסגרת האשראי המרוכז ובמסגרות אחרות, נועד מלכתחילה לממן פעילות כלכלית אחרת של משקים חקלאיים (בנייה שלא למטרות חקלאיות, רכישות בני קיימא ועוד); ייתכן גם שחלק מן האשראי לא נועד מלכתחילה לממן השקעות, אלא בא לענות על צורכי הון חוזר ו/או לאפשר קונסולידציה של חובות הקשורות להשקעות העבר של הענף.

גם על ההלוואות המכוונות לענף החקלאות הועלתה ביולי 1974 הריבית בכ-2 אחוזים (מ-9 אחוזים ל-11 אחוזים, ולמפעלים אזוריים ל-12 אחוזים). עלייה צנועה זו בריבית בוודאי שאינה שקולה כנגד הקפיצה הניכרת ברמת הסובסידיה הגלומה באשראי, אותה הכתיבה עליית המחירים המהירה בשנתיים האחרונות. הסובסידיה הגלומה באשראי לחקלאות היא גבוהה בהרבה מזו שבאשראי לתעשייה, למרות שתנאי הריבית דומים; השוני נעוץ בתקופת ההלוואה הארוכה (בדרך-כלל 17 שנה, ולעתים אף עשרות שנים, לעומת כ-8 שנים בתעשייה), שהופכת גם את גובה הסובסידיה לבגישה במיוחד לשינויים במגמת עליית המחירים.

ו. האשראי לשאר ענפי המשק

בניגוד למצב בענפי החקלאות והתעשייה, הרי תלותם של ענפי הבנייה והשירותים במערכת המוסדית של שוק ההון קטנה למדי¹. מקורות המימון המסופקים בידי המערכת לענפים אלה בדרך כלל רחוקים מלהוות חלק משמעותי מגיוס המקורות הפיננסיים הדרושים למימון ההשקעות. יחד עם זאת, ניתן לרוב לזהות התפתחות ההשקעות בענפים אלה דרך התגודות בנפח המימון שמעניקה להם המערכת.

¹ יוצא מכלל זה, מימון ההשקעות במפעלי תיירות.

האשראי לזמן בינוני וארוך, שהוענק השנה לענף הבנייה, גדל בכ-43 אחוזים, והסתכם ב-340 מיליון ל"י בקירוב. סכום זה עודנו קטן יחסית למקורות הפיננסיים הדרושים לקבלנים ולחברות בנייה (שהם בעיקר מקורות מימון עצמיים וכספי משתכנים), אך הגידול הניכר יחסית שחל באשראי זה (ברובו אשראי לזמן בינוני), בשנתיים האחרונות, עשוי להצביע על מצוקתו הכספית של הענף, בעקבות ההצטברות של מלאי הדירות הלא מכורות.

התפתחות המימון בענף השירותים היתה השנה יוצאת דופן. האשראי לזמן בינוני וארוך, שהעניקה המערכת לענף זה, יותר מהוכפל השנה והגיע לכ-905 מיליון ל"י. העלייה בנפח המימון השנה קשורה ברובה במימון השקעות של חברת החשמל, אולם גם נפח המימון האחר גדל בכ-57 אחוזים השנה, והסתכם בכ-440 מיליון ל"י. כאמור, סכום זה קטן למדי בהשוואה לנפח ההשקעות של ענף השירותים. ענף זה נשען למעשה על אשראי מחוץ לארץ וכן על מימון ישיר מהסקטור הציבורי². האשראי הניתן לבתי מלון מסווג בענף השירותים. אשראי זה, שכמעט שלא גדל אשתקד, ירד השנה, במונחים נומינליים, בכ-30 אחוזים. התפתחות זו תואמת את הירידה החדה שחלה בשנתיים האחרונות בהשקעות הריאליות בבתי מלון, ירידה שהוחמרה ב-1975 עם הפעלת צו הקפאת הבנייה.

II. הרכיבים של המערכת המוסדית של שוק ההון

1. מוסדות הגמל

א. מבנה הסקטור ואופי פעילותו

סקטור מוסדות הגמל מורכב מכ-200 קופות, העוסקות בניהול קרנות פנסיה, תגמולים ופיצויים. חלק מן הקופות עוסקות גם בניהול קרנות סוציאליות נוספות, כגון עזרה הדדית, חופשה, מחלה וכו'. עם זאת, עיסוק זה הוא משני למדי מבחינת משקלו בסך פעילותן.

ניתן לחלק את הקופות שבסקטור לשלוש קטגוריות עיקריות:

1. קבוצת קופות הפנסיה ההסתדרותיות, המרכזות בידיה את רובם הגדול של כספי קרנות הפנסיה של הסקטור (מעל ל-90 אחוזים).

2. קבוצת מוסדות הגמל, שבניהול המערכת הפיננסית, המנהלת קרנות תגמולים ופיצויים. בידי מוסדות אלה כ-70 אחוזים של כספי קרנות התגמולים והפיצויים של הסקטור.

3. קבוצת קופות הגמל שבניהול חברות ומפעלים, עוסקת בכל אחד משלושת תחומי העיסוק של הסקטור (פנסיה, תגמולים ופיצויים). משקלן של קופות אלה בנושא הפנסיה והפיצויים הוא נמוך למדי, אך הן מנהלות קרוב ל-1/4 מקרנות התגמולים של המערכת.

סקטור מוסדות הגמל הוא סקטור של מתווכים פיננסיים ראשוניים, במובן זה, שאת אמצעיו הוא מגייס ישירות מספקי החסכונות במשק. הוא עצמו מקצה ישירות רק חלק קטן מאמצעיו אלה, ואת רובם הגדול הוא מעביר למוסדות ביניים פיננסיים, המטפלים בתהליך העברתם לענפי המשק השונים ולמשקי הבית. בלוח 9 ניתן לראות, כי רובם המכריע של המקורות, העומדים לרשות הסקטור, הם כספי חסכונות וכ-80 אחוזים מסך המקורות מועברים הלאה למתווכים פיננסיים אחרים (בעיקר מוסדות כספיים — ראה לוח בנספח).

² יוצאות מכלל זה ההשקעות בענף התיירות.

חסכונות אלה מוגדרים בחלקם כהפרשת העוכד ובחלקם כהפרשת המעביד, אולם לאמיתו של דבר גם את הפרשת המעביד ניתן לראות כחיסכון של משקי בית, אם מכלילים בהגדרת השכר גם את התשלומים הסוציאליים הנילוויים.

לחיסכון באמצעות מוסדות הגמל ישנה העדפה ברורה בחוק על פני צורות אחרות של חיסכון פיננסי שוטף. ההיגיון שבדבר הוא בכך, שיש בזה עידוד לחיסכון חוזי ארוך מועד, אשר יש בו כדי להבטיח למשקי בית (שכירים ועצמאיים כאחד) הכנסה נאותה, לאחר הפרישה מהעבודה. העדפה זו היא בדרך של הקלות במס הכנסה: עצמאי זכאי לנכות מהכנסתו החייבת במס הפרשות לקופות גמל בגבול של 7 אחוזים מהכנסתו עד לתקרה של 3,500 ל"י לשנה. שכיר, אשר אינו נהנה מהסדר פנסיה או תגמולים ממעבידו, רשאי לנכות מהכנסתו החייבת במס הפרשות לקופות גמל בגבול של 5 אחוזים מהכנסתו, עד לתקרה של 2,500 ל"י לשנה.

נוסף על כך, על סכומי ההפרשות שמעבר לאלה שנימנו לעיל, זכאי עצמאי ושכיר כאחד, לזיכוי ממס בשיעור של 25 אחוזים על הפרשות עד 2,500 ל"י לשנה. הטבות אלה הן נוספות על הטבות במס הכנסה על הפירות מחיסכון — הטבות הניתנות על חסכונות פיננסיים לזמן ארוך. בתחילת 1975 שינתה הממשלה את התקנות המסדירות את תנאי החיסכון באמצעות קופות גמל, והרעה את התנאים החלים על הפקדות שנתיות שמעל ל-9,600 ל"י. החל מתאריך זה, הפקדות שנתיות העולות על 9,600 ל"י אינן זוכות יותר לוותק החשבון שאליו הן מופרשות, ודינן כדין חיסכון חדש הנהגה מהקלות המס על פירות החיסכון רק בתום 10 שנות וותק. (5 שנים לגבי כספי פיצויים והיוון פנסיה לבני 60 ומעלה).

בסוף 1975 הוכנס שינוי נוסף בתקנות, שהאריך את תקופת החיסכון לגבי כל ההפרשות החדשות ל-15 שנים.

לצד תקנות אלה, המגדירות את תנאי החיסכון באמצעות קופות הגמל, קיימת שורה של תקנות, המכתיבות לקופות הגמל את אופן השקעת אמצעיהן. לתקנות אלה, אשר יסוכמו להלן, שתי מטרות עיקריות:

האחת — להבטיח את כספי החסכונות באמצעות הכוונתם להשקעות פיננסיות "סולידיות" עם תשואה ריאלית נאותה, ובכך למנוע אפשרות של גיהול כושל שלא לטובת ציבור החוסכים השותפים בקופת הגמל.

השנייה — להבטיח כי רוב המקורות הפיננסיים, המגויסים בידי מוסדות הגמל, ישמשו למימון פעילויות וצרכים הנראים חיוניים לסקטור הציבורי.

תקנות אלה חייבו את מוסדות הגמל להשקיע ב-1975 כ-87 אחוזים ממצבת הנכסים הלא משוערכים באיגרות חוב צמודות מדד, מתוך רשימה ארוכה של הנפקות, אשר הוכרו מצד הסקטור הציבורי כהשקעה "מאושרת" לצורך התקנות. איגרות אלה הן ל-17 שנה, נושאות ריבית של 6 אחוזים — לקרנות תגמולים ופיצויים, ול-20 שנה, נושאות ריבית של 6.5 אחוזים — לקרנות פנסיה.

מאחר שתנאי איגרות אלה טובים מתנאי האיגרות המונפקות לציבור הרחב, נאסר על הקופות, ללא אישור מוקדם, לסחור באיגרות שבידן.

ב. גיוס והקצאת מקורות פיננסיים

בשנת 1975 חלה האטה ניכרת בנפח המקורות, שהועמדו לרשות הסקטור. מקורות אלה גדלו השנה בכ-17 אחוזים (כ-63 אחוזים בשנה קודמת) והסתכמו בכ-1,990 מיליון ל"י. שיעור גידול האמצעים הפיננסיים של הסקטור שמקורם בפירעון הלוואות היה נמוך, יחסית לעליית המחירים (27 אחוזים, ראה לוח י"ח-9). הסיבה לכך הינה, שההלואות, שמעניק הסקטור למשקי הבית, שהן עיקר ההלוואות, הן בחלקן בלתי צמודות ובחלקן צמודות "בעקיפין" במובן זה,

לוח י"ח-9

גיוס והקצאת מקורות של סקטור קופות הגמל, 1973 עד 1975

(מיליוני ל"י)

תקבולים	1973	1974	1975	תשלומים	1973	1974	1975
הפקדת חסכונות נטו*	887	1,505	1,735	העברת מקורות נטו**	739	1,256	1,625
פירעון הלוואות לזמן בינוני וארוך	157	200	253	מתן אשראי לזמן בינוני וארוך	216	308	306
				השינוי נטו בשימושים קצרי מועד***	14	62	28
				עודף הוצאות על הכנסות	51	48	49
				השינוי נטו במזומן ופיקדונות עו"ש	24	31	(—20)
סך כל המקורות	1,044	1,705	1,988	סך כל השימושים	1,044	1,705	1,988

הערה: התקבולים של פירעון חובות לזמן בינוני וארוך, משיכת חסכונות ופדיון גירות ערך, כוללים לא רק את רכיב הקרן, אלא גם את הריבית והפרשי ההצמדה ששולמו בפועל. במערכת זרמי הכספים של העבר, הוגדרו רכיבים אלה כעסקות ריאליות ונכללו בעודף ההכנסות על ההוצאות. במערכת זו "עודף ההוצאות על ההכנסות" כולל, נוסף על תשלומי שכר, עמלות, רכישת נכסים ריאליים וכו', רק את הריבית, שנתקבלה ושולמה על עסקות אשראי קצר מועד.

* נטו משיכות — בהנחה שהפרשות כספי פיצויים גם הם חסכונות משקי בית.

** הרוב המכריע של הסכומים כאן הם תוצאה של רישות נטו של גירות ערך.

*** הגידול ביתרת הנכסים קצרי המועד, פחות הגידול בהתחייבויות קצרות המועד.

שהפרשי ההצמדה החלים עליהן מנוכים, למעשה, מרווחי ההצמדה של חסכונות הלווה בקופה, ואינם משולמים בפועל בעת פירעון ההלוואה.

1. תנועת החסכונות

ההפקדות ברוטו גדלו השנה בכ-31 אחוזים והסתכמו ב-3,240 מיליון ל"י בקירוב (ראה לוח י"ח-10), זאת לעומת גידול בשיעור של כ-61 אחוזים ב-1974. בעוד ששיעור הגידול של ההפקדות שבמסגרת קופות הפנסיה היה דומה לזה של אשתקד (כ-40 אחוזים), עיקר ההאטה הוכתבה על ידי קצב הגידול של ההפקדות בקופות התגמולים (כ-25 אחוזים לעומת כ-93 אחוזים ב-1974) ובמדה פחותה יותר על ידי ההפקדות בקופות הפיצויים (כ-11 אחוזים לעומת כ-37 אחוזים ב-1974).

שיעור הגידול בהפקדות שבמסגרת קופות הפנסיה תואם, פחות או יותר, את הגידול בתשלומי השכר של הסקטור הפרטי¹ (כ-40 אחוזים); לעומת זאת, ההפקדות שבמסגרת קופות התגמולים גדלו באופן איטי יחסית לשנה קודמת, ואף חלה ירידה ריאלית של כ-10 אחוזים. התפתחות זו של ההפקדות בקופות התגמולים חלה למרות ההגדלה הניכרת ב-1975 בתקרת ההפרשות הזכאיות להקלות מס בדרך של ניכוי או זיכוי. נראה כי יש לזקוף את הדבר בשינוי שחל בתקנות בתחילת 1975, שינוי הקובע כי ההפקדה השנתית העולה על 9,600 ל"י אינה מקבלת יותר את וותק החשבון, שאליו היא מצורפת, ולצורך ניצול ההקלות במס היא חייבת להיות מוקפאת לתקופה של 10 שנים, (לפנסיונרים — 5 שנים). תקנה זו, החלה גם על כספים שמקורם בפיצויים, היוון גמלה וכו', הרעה באופן מהותי את תנאי החיסכון של חלק חשוב מציבור החוסכים באמצעות קופות התגמולים.

ההפרשות במסגרת קופות הפיצויים גדלו בקצב איטי למדי (כ-11 אחוזים), שיעור שלא היה בו כדי להדביק את העלייה הממוצעת השנתית ברמת המחירים. יש להניח כי הדבר קשור בקשיי הנזילות והייקור הניכר במחיר האשראי החופשי, אשר הניעו, כנראה, מעבידים לדחות את הפרשות הפיצויים לקופות לתקופה נוחה יותר.

אשר למשיכת חסכונות: בעוד שתשלומי קופות הפנסיה גדלו השנה בשיעור דומה לקצב עליית המחירים, הרי שבתשלומי קופות התגמולים חל ב-1975 גידול ניכר (97 אחוזים) בדומה לשנה קודמת (87 אחוזים).

במשיכות מכספי קופות הפיצויים, חלה אמנם האטה ניכרת (53 אחוזים) יחסית לשנה קודמת (120 אחוזים), אולם שיעור הגידול במשיכות היה השנה עדיין גבוה למדי.

2. השימוש במקורות

אופן הקצאת כספי החסכונות, שמגייסים מוסדות הגמל, מוכתב, כאמור, בידי התקנות שהוצגו לעיל. אי לכך מהוות רכישות איגרות החוב את השימוש העיקרי באמצעי הפיננסיים של הסקטור. בשנה האחרונה השקיעו מוסדות הגמל כ-94 אחוזים מהצבירה נטו של חסכונות בשוק ניירות הערך, לעומת כ-84 אחוזים ב-1974. עלייה זו בשיעור ההשקעה בניירות ערך קשורה בגורמים הבאים:

א) העלאת חובת ההשקעה המוכרת על מצבת הנכסים, מ-86 אחוזים בסוף 1974 ל-89 אחוזים בסוף 1975. גידול זה, של כ-3 אחוזים על מצבת החסכונות, חייב בשוליים גידול רב הרבה יותר בהשקעה השוטפת בניירות ערך, יחסית לצבירה נטו של השנה.

¹ ציבור השכירים של הסקטור הציבורי זוכה בפנסיה תקציבית.

לוח י"ח - 10

תנועת החסכתות לפי סוג הקופה, 1973 עד 1975

העלייה או הירידה (—)		צבירה נטו לפי סוג קופה					העלייה או הירידה (—)		תשלומים לפי סוג קופה					העלייה או הירידה (—)		הפקדות לפי סוג קופה				
1975	1974	1975	1974	1973		1975	1974	1975	1974	1973		1975	1974	1975	1974	1973		1975	1974	1973
(אחוזים)		(מיליוני ל"י)					(אחוזים)		(מיליוני ל"י)					(אחוזים)		(מיליוני ל"י)				
29	46	524	407	278	פנסיה	45	36	914	630	462	פנסיה	39	40	1,438	1,037	740	פנסיה ¹			
10	94	1,067	972	500	תגמולים	97	87	414	210	112	תגמולים	25	93	1,481	1,182	612	תגמולים ²			
(—31)	(—1)	65	95	96	פיצויים	53	120	148	97	44	פיצויים	11	37	213	192	140	פיצויים ³			
					קופות מעורבות						קופות מעורבות						קופות מעורבות			
					ואחרות						ואחרות						ואחרות ⁴			
					79	31	13				28	29	26				107	60	39	
15	70	1,735	1,505	887	סך הכול	56	50	1,504	966	644	סך הכול	31	61	3,239	2,471	1,531	סך הכול			

- (1) כולל את קופות הסקטור ההסתדרותי וכן קופות פנסיה השייכות לפירמות וליד הבנקים.
- (2) כולל קופות תגמולים ליד הבנקים, קופות תגמולים מפעילות וקופות השתלמות.
- (3) כולל קופות מרכזיות לפיצויים ליד הבנקים וכן קופות פיצויים מפעילות.
- (4) כולל קופות מפעילות אשר יש בהן קרן תגמולים וקרן פיצויים יחידים.

ב) סקטור קופות הגמל הגדיל ב-1975 במדה ניכרת יחסית, את רכישותיו של מגיות במקור. בסיכום הגיע יתרת ניירות הערך הלא משוערכת של הקופות ל-85 אחוזים מיתרת הנכסים הלא משוערכת. עיקר ההשקעה בניירות ערך היתה באיגרות חוב של מוסדות כספים, ובממדים צנועים יחסית, גם באיגרות חוב ממשלתיות וכן במניות ובשטרי הון של מוסדות בנקאיים (ראה לוח בנספח).

יש לציין שבשנים האחרונות ניכרת מגמה של ריכוז ההשקעה של קופות הגמל באיגרות חוב שמנפיקים מוסדות כספיים, וזאת על חשבון הנפקות של גופים אחרים (בעיקר מוסדות לאומיים). כתוצאה מכך עולים הפדיונות נטו על הרכישות השוטפות של איגרות חוב מגופים אלה (ראה לוח בנספח: הנפקות ל"אחרים"). הדבר קשור, כמובן, לעובדה, שקופות הגמל הגדולות נוטות לרכוש ניירות ערך של מוסדות, המשתייכים לקונצרנים הפיננסיים עליהם הן נמנות.

לצד פעילות מרכזית זו בניירות ערך, מקיים הסקטור פעילות צנועה, יחסית, בשטח מתן האשראי לזמן בינוני וארוך, בעיקר למשקי בית (ראה לוח בנספח). אשראי זה למשקי בית, הניתן בחלקו בתנאי הצמדה "עקיפה" (ראה לעיל), גדל השנה בכ-6 אחוזים (33 אחוזים בשנה קודמת), והסתכם ב-260 מיליון ל"י בקירוב. סך האשראי שניתן לא גדל השנה (לעומת 43 אחוזים בשנה קודמת), והדבר נובע מהגידול בהשקעה בניירות ערך (ראה לעיל), ואולי מהשתתפות המערכת הבנקאית בנטל האשראי שמעניקות הקופות לחוסכים.

בעקבות ההאטה היחסית בקצב עליית המחירים על פני השנה לעומת 1974, וכן עקב ההאטה בפעילות הסקטור בשטח גיוס המקורות, ירד שיעור הגידול במאזן המאוחד המשוערך מ-72 אחוזים ב-1974 לכ-46 אחוזים השנה, מאזן זה הסתכם בסוף 1975 בכ-25.7 מיליארד ל"י (ראה מאזן בנספח). מאזן זה, אשר בעיקרו מורכב, בצד הנכסים, מניירות ערך, ובצד ההתחייבויות מקרנות חסכוניות, מבליט שוב את העובדה, שסקטור קופות הגמל הינו מתווך פיננסי ראשוני.

2. חברות הביטוח

א. מבנה הענף ואופי פעילותו

ענף הביטוח בישראל מורכב מחברות ישראליות (כ-30 במספר) וכן מחברות זרות (כ-40 במספר) ומורשי "לוידיס", הרשאים לפעול בישראל. רובם המכריע של עסקי ביטוח החיים הינם בידי החברות הישראליות, המסוגלות, הודות לסקטור הציבורי, להציע למבוטחיהן עסקות ביטוח הצמודות למדד המחירים. גם בעסקי הביטוח הכללי, שולטות החברות הישראליות (כ-80 אחוזים מסך תקבולי הפרמיות), אם כי במדה פחותה בהרבה מזו שבעסקי ביטוח חיים.

נפח העסקות של הענף בביטוח חיים נמוך מזה שבביטוח כללי: הפרמיות שניגבו ממשקי הבית בשנת 1975 בגין ביטוח חיים מהוות כ-37 אחוזים מסך הפרמיות בביטוח כללי (ראה לוחות י"ח-11, י"ח-12). יחד עם זאת, חשיבותו של ביטוח החיים כספק מקורות לזמן ארוך, גדולה לאין ערוך מזו של הביטוח הכללי. משקל קרן ביטוח החיים, המייצגת את החיסכון המצטבר של משקי בית באמצעות חברות הביטוח, גדול יותר מפי 6 מזה של קרן הביטוח הכללי. הדבר נעוץ בעובדה, שהאמצעים הפיננסיים של הענף, שמקורם בעסקי ביטוח כללי, הם בחזקת מקורות פיננסיים לטווח קצר, בעוד שאלה שמקורם בעסקי ביטוח חיים הם לטווח ארוך.

התקבולים, התשלומים והצבירה בביטוח חיים בישראל*, 1973 עד 1975

(מיליוני ל"י)

1975	** 1974	1973	
			1. התקבולים
653.3	459.2	286.4	פרמיות
140.0	96.4	61.0	ריבית
793.3	555.6	347.4	סך כל התקבולים
			2. התשלומים
200.4	136.4	105.9	תשלום תביעות המבוטחים
85.4	56.0	39.4	דמי עמילות
81.8	58.3	40.4	הוצאות שוטפות אחרות
66.6	34.4	9.9	הרווח הגולמי של חברות הביטוח***
434.2	285.1	195.6	סך כל התשלומים
359.1	270.5	151.8	3. עודף תקבולים על תשלומים (2) - (1)
617.8	347.3	111.2	4. רווחי הון מהשקעות קרנות ביטוח החיים
976.9	617.8	263.0	5. הצבירה (4) + (3)

* כולל חברות ישראליות, זרות ומורשי לידס, לפני ניכוי ביטוח משנה בחוץ לארץ ובניכוי ביטוח משנה בישראל.
 ** נתונים מתוקנים.
 *** לרבות חלקם של מבטחי המשנה בחוץ לארץ ברווחים.
 המ ק ו ר : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

חברות הביטוח, בעיסוקן בתחום ביטוח החיים הן בבחינת מתווכים פיננסיים ראשוניים, כסקטור מוסדות הגמל, במובן זה, שאת אמצעיהן הן מגייסות ישירות ממשקי הבית ומשקיעות בניירות ערך מאושרים מצד הממשלה (ניירות ערך ממשלתיים וניירות ערך של חברת החשמל) המונפקים להן במיוחד, לתקופות ארוכות, בהתאם לאורך ההתחייבויות שהן לוקחות על עצמן (30 שנה ויותר).

האמור לעיל בדיון על קופות הגמל, באשר להטבות לחוסך, שריר גם לגבי ביטוח החיים של חברות הביטוח, ולמעשה — בתוספת שינויים המתחייבים מהתנאים והאופי של הפעילות בתחום ביטוח החיים — נכון הדבר גם לגבי עיקרי הדברים על המגבלות על אופן השקעת קרנות הביטוח.

בהתאם לתקנות, חייבות חברות הביטוח להחזיק כנגד ההתחייבויותיהן בביטוח חיים צמוד¹ נכסים צמודים באותם תנאים, אשר בהם צמודות ההתחייבויותיהן. חריגים מכלל זה הם: היתר להחזיק מזומן בשיעור 5 אחוזים מכלל ההתחייבויות, יתרות מאושרות של פרמיות לגבייה ורכוש שוטף אחר. אשר להרכב הנכסים החייבים בהצמדה, רשאיות חברות הביטוח להעניק למבוטחים הלוואות בגבולות ערך הפדיון, וזאת ללא הגבלה. מהעודף מותר להן להשקיע עד 20 אחוזים בניירות ערך, שאישר המפקח על הביטוח, ועוד 20 אחוזים בהלוואות צמודות כנגד ערבות בנקאית. את היתרה (60 אחוזים) הן חייבות להשקיע באיגרות חוב ממשלתיות ו/או באיגרות חוב שבערבות

¹ ההוראות לגבי ביטוח החיים הבלתי צמוד הן על אותו עיקרון, אם כי הן נוחות יותר, יחסית.

הממשלה. למעשה, משקיעות חברות הביטוח באיגרות חוב ממשלתיות או בערבות הממשלה מעבר למינימום הדרוש בחוק, וזאת עקב הכדאיות היחסית שבסוג זה של השקעה.

ב. התקבולים והתשלומים בביטוח חיים

תקבולי הפרמיות מביטוח חיים גדלו השנה בשיעור של 42 אחוזים והסתכמו בכ-653 מיליון ל"י. זהו גידול ריאלי של כ-2 אחוזים בלבד לעומת 12 אחוזים אשתקד. לאור ממצאים אלו, יש להניח כי הגברת תודעת הביטוח ב-1974, עם תום מלחמת יום הכיפורים, איבדה מתנופתה בשנת 1975.

תקבולי הריבית (בפועל) שבמסגרת ביטוח החיים עלו השנה בכ-45 אחוזים והסתכמו ב-140 מיליון ל"י (לוח י"ח-11). לעומת זאת, רווחי ההון מהשקעות קרנות ביטוח חיים, שהינם הפרשי הצמדה שנצברו על תיק ההשקעות, גדלו ב-78 אחוזים והסתכמו ב-618 מיליון ל"י. ראוי להזכיר, כי יש להסתייג מטיב הנתון על רווחי ההון, כיוון שהוא מתקבל כשאריית בחשבון העסקים ואליו מתנקזות הטעויות.

ההתחרות שבין חברות הביטוח על משיכת עסקים באה לידי ביטוי השנה, כבעבר, על ידי הגדלת עמלות הסוכנים ולא בהוזלת תעריפי הביטוח. עמלות הסוכנים, ששולמו במסגרת ביטוח החיים, עלו השנה בכ-53 אחוזים שיעור העולה על קצב גידול תקבולי הפרמיות מביטוח חיים. תשלומי תביעות המבוטחים גדלו השנה בשיעור של 47 אחוזים, והסתכמו בכ-200 מיליון ל"י. בשנת 1974 גדלו תשלומי תביעות המבוטחים ב-28 אחוזים בלבד. יש להניח כי הגידול הניכר בתשלומי התביעות השנה קשור בסילוק תביעות תלויות רבות שהצטברו בשנתיים האחרונות. הצבירה השוטפת, למעט רווחי הון מהשקעות קרנות ביטוח החיים, גדלה השנה בשיעור של 33 אחוזים, והסתכמה ב-359 מיליון ל"י (לוח י"ח-11). לעומת זאת, הצבירה נטו באמצעות ביטוח החיים כולל העלייה בערך ההשקעות, גדלה השנה ב-58 אחוזים, והגיעה ל-977 מיליון לירות.

לוח י"ח-12

תקבולי הפרמיות מביטוח כללי בישראל*, 1973 עד 1975

(מיליוני ל"י)

1975	1974**	1973	
(מיליוני ל"י)			
1,750.2	1,239.3	888.8	סך כל הפרמיות בביטוח כללי
682.3	497.9	355.4	מזה: בביטוח רכב
1,067.9	741.4	533.4	בביטוחים אחרים
(אחוזים)			
			שיעור הגידול בפרמיות לעומת השנה הקודמת
41.2	39.4	31.4	על סך כל הביטוח הכללי
37.0	40.1	41.4	מזה: בביטוח רכב
44.0	39.0	25.5	בביטוחים אחרים

* חברות ישראליות, זרות ומורשי לידס, כולל דמי רישום, לרבות ביטוח ימי ולמעט ביטוח משני בישראל.

** נתונים מתוקנים.

המסמך: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

נתונים אלו מראים, שעיקר הגידול בחיסכון המצטבר, של משקי הבית, באמצעות חברות הביטוח (כ-63 אחוזים), נובע מהפרשי הצמדה שנוקפו למצבת החיסכון.

הרכישות נטו¹ של איגרות חוב ממשלתיות ואיגרות חוב של חברת החשמל הסתכמו השנה בכ-245 מיליון ל"י, שהן קרוב ל-70 אחוזים מעודף התקבולים על התשלומים בביטוח חיים (ראה לוח י"ח-11).

ג. התקבולים והתשלומים בביטוח כללי

תקבולי הפרמיות מביטוח כללי גדלו השנה בקצב של כ-41 אחוזים. כאשר מנכים מתקבולי הפרמיות את ביטוח הרכב, המהווה כ-40 אחוזים מעסקות הביטוח הכללי, מקבלים שיעור גידול של כ-44 אחוזים, שיעור התואם את העלייה ברמת הפעילות הכלכלית במחירים שוטפים.

שיעור הגידול בתקבולי פרמיות מביטוח רכב הגיע השנה ל-37 אחוזים, לעומת כ-40 אחוזים אשתקד. עובדה זו קשורה בירידה בשיעור גידול מצבת הרכב, מ-14 אחוזים ב-1974 ל-4.5 אחוזים השנה. התייקרות הרכב במשך שנת 1975 מנעה ירידה חריפה יותר בשיעור גידול הפרמיות, שהתחייבה מנתוני הגידול במצבת הרכב בשנתיים הנידונות.

ד. מצבת הנכסים וההתחייבויות של חברות הביטוח הישראליות

המאזן המאוחד של חברות הביטוח הישראליות גדל השנה בכ-50 אחוזים, והסתכם ב-4,694 מיליון ל"י. זהו שיעור גידול דומה לשנה קודמת, כ-52 אחוזים, ומבטא, בעיקרו, זקיפת הפרשי הצמדה על תיק ההשקעות הצמודות (כ-40 אחוזים השנה לעומת 38 אחוזים אשתקד).

העובדה (למרות הפיגור בשיעור), שניירות הערך מהווים מעל 55 אחוזים מסך הנכסים, וקרנות הביטוח (כולל תביעות תלויות) מעל 75 אחוזים מסך ההתחייבויות, מעידה על כך שחברות הביטוח הן ביסודן בבחינת מתווכים פיננסיים ראשוניים, אם כי בפרופרציות נמוכות מאלה שבמוסדות הגמל.

עם זאת, הן בגלל אופי פעילותן והן בגלל כללי ההתחרות ביניהן, הרי היקף השימושים קצרי המועד באמצעים העומדים לרשותן הוא גדול יותר מבסקטור קופות הגמל. "ההלוואות האחרות", "הפרמיה לגבייה" ו"החייבים השונים", שהם סעיפי נכסים קצרי מועד, גדלו השנה בכ-470 מיליון ל"י לעומת 230 מיליון ל"י אשתקד. זהו גידול משמעותי; 50 אחוזים ממנו מוסברים ב"הלוואות אחרות", שהינן הלוואות קצרות מועד לגופים שונים במשק. הלוואות אלה גדלו השנה בשיעור ניכר, כ-70 אחוזים, והסתכמו ב-565.4 מיליון ל"י. עובדה זו קשורה בהתחזקות לחצי הביקוש לאשראי במשק, שהגדילה את הזדקקותם של גופים שונים לאשראי המוענק באמצעות חברות הביטוח, שהינו אשראי יקר יחסית.

בצד הנכסים, עמד משקל תיק ניירות הערך (הצמוד) על כ-55 אחוזים לעומת כ-51 אחוזים בשנה קודמת. גידול זה מוסבר בחלקו מעליית הרכישות נטו¹ של איגרות חוב ממשלתיות או בערבות הממשלה, שהסתכמו השנה בכ-245 מיליון ל"י, לעומת 180 מיליון ל"י אשתקד.

¹ נטו מפדיון קרן, ריבית והצמדה.

הנכסים וההתחייבויות של חברות הביטוח הישראליות, 1973 עד 1975

אחוזים			מיליוני ל"י			
1975	* 1974	1973	1975	* 1974	1973	
(אחוזים)			(מיליוני ל"י)			נ כ ס י ם
						איגרות חוב ממשלתיות (או בערבות הממשלה)
54.3	51.5	45.6	2,547.4	1,606.2	933.5	
1.5	2.0	2.6	69.6	61.2	53.3	ניירות ערך אחרים
1.2	1.2	1.7	57.2	38.4	34.0	הלוואות כנגד פוליסות
12.1	10.7	12.7	565.4	334.2	259.6	הלוואות אחרות
2.8	2.2	3.3	132.2	69.0	66.7	פיקדונות לזמן ארוך
						נכסים דלא ניידים
4.2	4.4	5.1	198.6	138.6	104.5	והשקעות בחברות עזר
9.5	9.7	11.8	444.4	303.3	241.9	פרמיות לגבייה
8.0	8.9	9.0	374.5	276.8	184.2	חייבים שונים
6.4	9.4	8.2	304.7	293.3	170.0	מזומנים ופיקדונות עובר ושב
100.0	100.0	100.0	4,694.0	3,121.0	2,047.7	סך כל הנכסים
						ה ת ח י י ב ו י ם
						הון נפרע
3.5	3.8	4.7	166.3	117.4	96.4	
4.3	4.7	5.3	199.9	147.2	109.5	קרן שמורה ואחרות
50.2	46.3	41.5	2,355.4	1,444.8	848.9	קרן ביטוח חיים (בניכוי ביטוח משנה)
7.9	8.6	9.3	370.8	269.6	190.9	קרן ביטוח כללי (בניכוי ביטוח משנה)
3.4	3.4	3.7	159.0	107.0	76.0	קרן ביטוח לסיכונים יוצאים מהכלל
5.2	6.6	6.6	243.3	206.9	135.4	פיקדונות מבטחי משנה
17.0	18.0	17.9	798.6	561.9	366.0	תביעות תלויות ומאושרות
8.5	8.6	11.0	400.7	266.2	224.6	התחייבויות שוטפות
100.0	100.0	100.0	4,694.0	3,121.0	2,047.7	סך כל ההתחייבויות

* נתונים מתוקנים.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

3. קרנות הנאמנות

קבוצת קרנות הנאמנות מגייסת את מקורותיה הפיננסיים מהנפקת תעודות השתתפות (הניתנות לפדיון לפי דרישה) למשקי בית, ומשקיעה את כל אמצעיה, פרט לשיעור זעום המוחזק בנכסים נזילים, באיגרות חוב ובמניות, שברובן המכריע רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך. גם השנה, בדומה לשנתיים האחרונות, המשיכה קבוצה זו להתפתח בממדים מרשימים. נוספו לה 6 קרנות חדשות, והיא מנתה בסוף השנה 21 קרנות, עם תיק נכסים בשווי של 5.2 מיליארד ל"י. תיק זה מכיל קרוב ל-15 אחוזים מסך ערך השוק של ניירות הערך הרשומים למסחר בבורסה. משקל משמעותי זה מקנה למתווי מדיניות ההשקעות של הקבוצה השפעה בלתי מבוטלת על

המתרחש בבורסה, לאור העובדה שלמעלה מ-90 אחוזים מתיק ניירות הערך של הקבוצה (17 קרנות) הוא בידי שלושה מנהלים בלבד, המקיימים פעילות ערה למדי בשוק ניירות הערך.

ההנפקות נטו של הקבוצה הסתכמו השנה בכ-1,870 מיליון ל"י, לעומת כ-1,000 מיליון ל"י וכ-240 מיליון ל"י בשנים 1974 ו-1973, בהתאמה. בעוד שב-1974 תאמה, פחות או יותר, ההתפתחות בהנפקות הקבוצה על פני חודשי השנה את התנודות החודשיות במדד המחירים לצרכן, הרי שב-1975 נחלש במידה ניכרת קשר זה. לדוגמה, ברביע הראשון של השנה, כשמדד המחירים עלה בקצב שנתי של כ-26 אחוזים, הסתכמו ההנפקות נטו בכ-180 מיליון ל"י ואילו ברביע השני והשלישי, עת הואטה עליית המחירים לקצב שנתי של 10 אחוזים, דווקא אז גדלו ההנפקות נטו לרמה של כ-430 מיליון ל"י לרביע. נראה כי הדבר קשור בהחלשת השפעת הציפיות לעליית מחירים על הביקוש של משקי הבית לתעודות ההשתתפות של הקרנות (ציפיות שהיתה להן ב-1974 השפעה מכרעת על קצב התפתחות קרנות איגרות החוב, היות והן גם האיצו את תהליך המעבר מהחוקה ישירה של איגרות חוב להחוקה באמצעות מסגרות ממוסדות, מחשש להטלת מס רווחי הצמדה); מאידך גיסא, גדלה השפעתן של הציפיות הנוגעות להתפתחות שער החליפין (חלק מקרנות הנאמנות מתחייבות להשקיע כמות ניכרת מאמצעיהן באיגרות חוב צמודות ו/או נסחרות במטבע חוץ). ניתן למצוא חיזוק לטענה זו תוך התבוננות בהתפתחות קרנות המדד "הטהורות" במרוצת 1975, מחד גיסא, (קרנות המשקיעות את חלקם המכריע של אמצעיהם באיגרות חוב צמודות מדד), ושל הקרנות המשקיעות כשליש ומעלה מאמצעיהן באיגרות חוב צמודות ו/או נסחרות במטבע חוץ, מאידך גיסא.

ההנפקות נטו של קרנות המדד "הטהורות" הלכו ופחתו ברביע השני והשלישי של השנה, עם האטת קצב עליית המחירים, וחלה בהן התאוששות צנועה למדי עם הגברת קצב עליית המחירים ברביע הרביעי. מצד שני, עברו קרנות הנאמנות, שבהן מרכיב מהותי של השקעה במטבע חוץ (שליש ומעלה), מהנפקה נטו שלילית של כ-20 מיליון ל"י, ברביע הראשון של השנה, להנפקה נטו חיובית של כ-90, 200 ו-375 מיליון ל"י, בהתאמה, ברביעים השני, השלישי והרביעי. ניתן לומר, במדה רבה של ודאות, שתנופת ההתפתחות של הקבוצה במחצית השנייה של השנה (הכפלת ההנפקות נטו לעומת המחצית הראשונה) הושגה הודות למדיניות המוצהרת של חלק מן הקרנות להשקיע חלק עיקרי מאמצעיהן בצמוד למטבע חוץ.

כאמור, קרנות איגרות החוב הן שהכתיבו ב-1975, כבשנים קודמות, את קצב התפתחותה המואץ של הקבוצה, אולם לא היה בעלייה הניכרת בשערי המניות בבורסה (בעיקר במניות הלא פיננסיות) במרוצת השנה, כדי להחיות את קרנות הנאמנות המרכוזות את השקעותיהן במניות (חמש במספר בשנת 1974). שתיים מבין קרנות אלה קפאו גם השנה על שמריהן, והשלוש הנותרות עברו להשקעה מעורבת של איגרות חוב ומניות. למרות מעבר זה, ולמרות שבמשך כל השנה השיגו קרנות אלה שיעור תשואה מעבר לזה שהושג בהשקעה באיגרות חוב צמודות מדד, — לא עלה בידן להנפיק תעודות השתתפות נטו ביותר מכ-20 מיליון ל"י. יש בממצא זה כדי להצביע על כך, שלמרות העלייה הניכרת בשערי המניות ב-1975, אין עדיין לדבר על שינוי מהותי ביחס הציבור הרחב להשקעת חסכוניות בשוק המניות.

יש לציין כי בשנת 1975, לראשונה מזה שנים, השיגה כנראה קבוצת קרנות הנאמנות (כקבוצה) שיעור תשואה כולל העולה על זה שהושג על הממוצע המשוכלל של תיק ניירות הערך הרשומות למסחר בבורסה, הודות למשקל הגבוה יחסית של ההשקעה במטבע חוץ של הקבוצה (כ-18 אחוזים לעומת כ-10 אחוזים בתיק הרשום בבורסה). יש בתוצאה זו, כשלעצמה, לשפר בעתיד את כושר התחרות של הקבוצה לגבי החסכוניות הפיננסיות של משקי הבית. לעומת זאת, התקנות הנוגעות לשוק ההון, שפורסמו במחצית דצמבר 1975, והנוגעות בין השאר לקרנות הנאמנות, עלולות להשפיע בכיוון של הקטנת הביקוש לתעודות ההשתתפות

לוח י"ח-14

ניסם והקצאת מקורות בידי קבוצת קרנות הנאמנות, 1973 עד 1975

(מיליוני ל"י)

מקורות	1973	1974	1975	1975				שימושים	1973	1974	1975	1975			
				I	II	III	IV					I	II	III	IV
הנפקת תעודות השתתפות במחירי הנפקה	276	1,247	2,140	245	500	532	863	רכישת ניירות ערך במקור	87	160	458	44	72	146	196
פדיון תעודות השתתפות במחירי פדיון	(-36)	(-247)	(-271)	(-62)	(-56)	(-118)	(-35)	פדיון ניירות ערך (קרו ריבית והצמדה)	(-47)	(-114)	(-289)	(-34)	(-51)	(-46)	(-158)
תמורה מהנפקה נטו	240	1,000	1,869	183	444	414	828	רכישות במקור נטו	40	46	169	10	21	100	38
								רכישות נטו בשוק המשני	122	779	1,420	70	392	251	707
								הוצאות, מסים ודיווידנד	69	141	255	114	26	87	28
								השינוי באמצעים נזילים	9	34	25	(-11)	5	(-24)	55
סך הכול מקורות	240	1,000	1,869	183	444	414	828	סך הכול שימושים	240	1,000	1,869	183	444	414	828

של הקרנות. הכוונה היא לאיסור, שחל על קרנות הנאמנות להנפיק בעתיד תעודות השתתפות למוכ"ז, איסור אשר יש בו כדי לסגור אפיק חיסכון זה בפני משקיעים שאין ברצונם להזדהות. הוראה זו הופעלה למעשה, לגבי רוב הקרנות, במחצית השנייה של ינואר 1976, עם הוצאת התשקיפים החדשים של הקרנות. עדיין מוקדם להסיק מסקנות לגבי עוצמת ההשפעה השלילית של שינוי זה על התפתחות קבוצת קרנות הנאמנות: לאחר שבחודש ינואר 1976 ירדו ההנפקות נטו של הקבוצה לכ-75 מיליון ל"י בלבד, חלה התאוששות בחודשים פברואר ומארס, והן הגיעו ל-210 ו-140 מיליון ל"י, בהתאמה. עם זאת, לא ברור עדיין אם התאוששות זו הינה זמנית וקשורה בסכומי הדיבידנד הניכרים שחולקו בתקופה זו, ושלמשקעתם מחדש הציגו מנהלי הקרנות תנאים מועדפים.

לעומת מיקומה הנכבד של קבוצת קרנות הנאמנות בין המתווכים הפיננסיים הראשוניים בגיוס מקורות פיננסיים מן הציבור, בולטת גם השנה בצניעותה תרומתה "הישירה" של הקבוצה במימון הממשלה והמוסדות הכספיים, המתמחים במימון ענפי המשק השונים. ההנפקות נטו של תעודות השתתפות עברו השנה בהיקפן את הצבירה נטו של משקי הבית באמצעות קופות הגמל, ויחד עם זאת, פחות מ-10 אחוזים מהאמצעים שגויסו הופנו לרכישה (נטו) במקור של איגרות חוב, רובן ככולן איגרות חוב של מוסדות כספיים. השנה, כמו ב-1974, קרוב ל-80 אחוזים מגיוס המקורות נטו של הקבוצה הושקעו ברכישת ניירות ערך בשוק המשני, וקרנות הנאמנות היו מעורבות ביותר מעשירית מהיקף העסקות (המדווחות) בניירות הערך הרשומים למסחר בבורסה.

גם השנה הגדילה במקצת קבוצת קרנות הנאמנות את משקל ניירות הערך בעלי טווח פירעון קצר בסך תיק צמודי המדד שבידה; אולם כנגד זאת ניכרה עלייה רבה ברכיב ניירות הערך בעלי טווח של 6 שנים ומעלה על חשבון משקל איגרות חוב בעלות טווח פירעון בינוני. דבר זה מגדיל אמנם את הסיכון הכרוך במימוש מסיבי של ניירות בתיק (ככל שזמן פירעונה של איגרת חוב ארוך יותר, חריפות יותר התנודות במחירה בשוק עקב ציפיות), אולם הוא פועל גם להגדלת תוחלת הרווח מהתיק. ייתכן כי הדבר קשור בהמשך התפתחותן המואצת של הקרנות גם במהלך 1976, התפתחות שהקטינה כנראה, במידת מה את חששות מנהלי הקרנות מסכנת מימוש מסיבי של תעודות. אכן, היחס שבין סך פדיון התעודות (לאחר קיוזום פנימיים) לסך ערך התיק של הקבוצה במחצית השנה ירד מ-15 אחוזים ב-1974 לכ-8 אחוזים ב-1975.

עקב הגידול הניכר בגיוס כספים מן הציבור, ובשל העלייה הניכרת בערך ההשקעות של הקרנות, גדל השנה תיק הנכסים של הקבוצה, במחירי שוק, בכ-120 אחוזים, והגיע כאמור ל-5.2 מיליארד ל"י, לאחר חלוקת דיבידנד בסך של כ-200 מיליון ל"י.