

אמצעי התשלום, האשראי והמוסדות הבנקאיים

1. קווי ההתפתחות העיקריים

את ההתפתחויות המוניטריות בשנת 1973 ואת השפעתן על הפעילות הכלכלית במשק יש לבחון בשלוש תקופות מישנה. הראשונה בחודשים ינואר עד מארס, שבה לא עלו אמצעי התשלום; השנייה באפריל עד ספטמבר, עת עלו אמצעי התשלום בכשלושה אחוזים לחודש, אף כי בתקופה ינואר עד ספטמבר בכללותה (להלן 1973(9)) הואטה ההתרחבות המוניטרית בהשוואה לשנה הקודמת התקיימו במשק לחצי ביקוש חזקים. התקופה השלישית היא זו שמאז פרוץ המלחמה (ונמשכה גם לתוך הרביע הראשון של 1974), ובה הופעלה מדיניות מוניטרית מרחיבה, שנועדה למנוע שיבושים בפעילות הכלכלית בעקבות נסיבות שעת החירום.

ההתפתחויות בתחומי המשק השונים ב-1973(9) מצביעות על לחצי ביקוש חזקים, שהתבטאו בהחשת קצב עליית המחירים, בעלייה תלולה בגירעון בחשבון השוטף והמשך הירידה בשיעור האבטלה. אין סימנים כי ב-1973(9) היו ההתפתחויות בתחום המוניטרי בלם אפקטיבי ללחצי הביקוש המתגברים — שנבעו במידה רבה מסקטור משקי הבית ומהסקטור הציבורי — אף כי האינדיקטורים המוניטריים מצביעים על האטה ב-1973(9).

על פי נתוני לוח י"ג-1 ניתן לראות, כי בסיס הכסף הרחב — המזומנים במחזור והנכסים הנזילים של הבנקים (כולל שיחרורים מגזילות) — עלה ב-1973(9) ב-16 אחוזים לעומת 27 אחוזים בתקופה המקבילה ב-1972 (להלן 1972(9)). אמצעי התשלום עלו ב-20 אחוזים ב-1973(9) לעומת 23 אחוזים ב-1972(9). הנכסים נושאי התשואה שאינם צמודים — פיקדונות לזמן קצוב בל"י ומילווה קצר מועד — לא עלו כלל ב-1973(9) ואילו ב-1972(9) הם עלו בשיעור מהיר: 19 אחוזים. הנכסים הכספיים שקצב עלייתם הוחש ב-1973(9) היו תכניות החיסכון הצמודות ואיגרות החוב צמודות המדד — שאליהן עבר חלק מהגזילות, שהוחזקה בעבר בנכסים שאינם צמודים — ופיקדונות הציבור במטבע חוץ שעלו בעיקר עקב עליית שער המרק הגרמני.

השוואת העלייה בהיקף העסקות במשק ב-1973(9) לעלייה ביתרה החודשית הממוצעת של הנכסים הנזילים שאינם צמודים המוחזקים על ידי הציבור — אמצעי תשלום, פיקדונות לזמן קצוב בל"י והמילווה קצר המועד — מצביעה על התרחבות מוניטרית איטית ועלייה תלולה במהירות המחזור של אמצעי התשלום (אמצעי התשלום בהגדרה הצרה, M_1) ושל סך כל הנכסים הנזילים שאינם צמודים (אמצעי התשלום בהגדרה הרחבה, M_2). בעוד השימושים במקורות (לא כולל יבוא אוניות ומטוסים ויבוא בטחוני יסיר) עלו ב-34 אחוזים ב-1973(9) בהשוואה ל-1972(9) והתוצר עלה ב-29 אחוזים, עלתה ביתרה החודשית הממוצעת של אמצעי התשלום בהגדרה הצרה ב-23 אחוזים ושל אמצעי התשלום, בהגדרה הרחבה — ב-18 אחוזים.¹

¹ ביתרה החודשית הממוצעת של אמצעי התשלום עלתה ב-1973(9) (בהשוואה ל-1972(9)) בקצב מהיר יותר מאשר עליית אמצעי התשלום במשך 1973(9), שכן הגידול ביתרה החודשית הממוצעת מושפע מהעלייה המהירה במחצית השנייה של 1972.

התגברות הלחצים האינפלציוניים ב-1973 (9) על אף ההאטה בעליית בסיס הכסף, אמצעי התשלום והנכסים הנזילים שאינם צמודים מוסברת בגורמים הבאים:

1. הגידול המהיר בבסיס הכסף ובאמצעי התשלום בשנים 1971 ו-1972 לא מוצה בלחצי ביקוש בשוקי הסחורות והשירותים בשנים אלה, וב-1972 רותקה נזילות בהיקף ניכר לפעילות בשוקי הנכסים הקיימים (נכסי דלא ניידי, מגיות וכו'). סביר להניח, כי ב-1973 (9) חל מעבר של כספים אלה, והם הופנו להספקת הנזילות הדרושה להגדלת נפח העסקות בשוקי הסחורות והשירותים.

2. החשת קצב עליית המחירים מביאה, בדרך כלל, לירידה בביקוש להחזקת נכסים שאינם צמודים ולכן היא מאפשרת להסתפק בעלייה קטנה יותר בהחזקת נכסים נזילים לשם ביצוע עלייה נתונה בפעילות הכלכלית (התפתחות המתבטאת בעליית המחזור). ב-1973 (9) בולטת השפעת החשת קצב האינפלציה על הביקוש להחזקת פיקדונות לזמן קצוב ומילוה קצר מועד.

3. סימנים שונים מצביעים על כך שהאינדיקטורים, שהוזכרו לעיל, למדידת נזילות הציבור מוטים מ-1973 (9) ואילך כלפי מטה, וכי חלק מסוים של הנזילות, שהחזיק הציבור, לבש צורה של איגרות חוב צמודות. המעבר של חלק ממלאי איגרות החוב הצמודות מאמצעי חיסכון לתחליף להחזקת פיקדונות לזמן קצוב, מילוה קצר מועד, ואולי אף פיקדונות עובר ושב, קשור בהחשה הניכרת של קצב עליית המחירים מאז הרביע האחרון של 1972, שהביאה לעלייה תלולה בתשואה הנומינלית של איגרות החוב תוך הקטנת הסיכון שבהחזקתן לתקופה קצרה (ראה הסבר מפורט בסעיף 2 להלן).

במלים אחרות, אף שהאטת קצב ההתרחבות המוניטרית ב-1973 (9), כשלעצמה, היתה חייבת לגרום למתיחות חריפה בשוק הכספים למניעת היווצרות לחצי הביקוש שהתקיימו בתקופה זו, הרי שלושת הגורמים שפורטו לעיל מסבירים מדוע בכל זאת עלו המחירים ועודף היבוא בשיעור כה מהיר ב-1973 (9).

גירעונות הנזילות של הבנקים, העלאת שערי הריבית הדביטורית ומאמצי הבנקים להגביל את התרחבות האשראי מצביעים על כך, שאכן השתנה מצב הנזילות במשק: ממצב של שפע יחסי בנזילות, שהתקיים במשך שנת 1972 (עד נובמבר שנה זו) עבר שוק הכספים למתיחות ניכרת במשך 1973 (9). אך, כאמור לעיל, לא היה בשינוי במצב הנזילות למנוע את ההתפתחויות השליליות בתחום המחירים ומאזן התשלומים שכן המדיניות הפיסקאלית ומדיניות ההכנסות לא סייעו למדיניות המוניטרית די הצורך.

הגורם העיקרי להאטת קצב ההתרחבות המוניטרית ב-1973 (9) הוא הירידה התלולה בהזרמת נזילות, שמקורה במכירות מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי — זו הסתכמה בכ-1,200 מיליון ל"י ב-1973 (9) לעומת 2,050 מיליון ל"י ב-1972 (9). התפתחות זו קשורה בעליית הגירעון בחשבון השוטף מבלי שיבוא ההון של הסקטור הפרטי יעלה במקביל. ב-1972 (9) קוץ חלק מההזרמה ממאזן התשלומים על ידי ספיגת 325 מיליון ל"י על ידי הממשלה, ואילו ב-1973 (9) היתה השפעת הממשלה נייטרלית (תוצאה של ספיגה ברביע הראשון והזרמה בסכום דומה ברביעים השני והשלישי).

פעולות הספיגה של בנק ישראל התבטאו בהפצת מילוה קצר מועד, בהעלאת שיעורי הנזילות על פיקדונות לזמן קצוב ב-2 אחוזים והגדלת השתתפות הבנקים במקורות קרנות הייצוא — אלה ספגו כ-270 מיליון ל"י עד ספטמבר. כן הוטלה נזילות חובה בשיעור 100 אחוזים על העלייה באשראי החופשי מאז אמצע יולי, צעד שעיקר השפעתו (עד למועד לביטולו באוקטובר) היתה בכיוון של האטת הגידול באשראי וצמצום גירעונות הנזילות של הבנקים. היקף הספיגה באמצעות הפעולות שפורטו כאן נמוך במידה ניכרת מהספיגה ב-1972 (9). יש לציין, כי השינוי בהרכב ההתרחבות המוניטרית — ראה דיון להלן — צמצם מאוד את מקורות הרחבת האשראי הבנקאי והפעלת מדיניות מוניטרית סופגת נתקלה בשנת 1973 (9) בהתנגדות ציבורית יותר מאשר בעבר.

אמצעי התשלום, הנכסים הנזילים שאינם צמודים ובסיס הכסף, 1971 עד 1973

העלייה או הירידה (—) ביתרה השנתית הממוצעת	היתרה השנתית הממוצעת	העלייה או הירידה (—) במשך שנה	היתרה בסוף השנה		
(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(אחוזים)
אמצעי תשלום					
22.4	709	3,876	28.2	956	4,341 1971
30.1	1,165	5,041	28.7	1,246	5,587 1972
25.3	1,274	6,315	32.3	1,805	7,392 1973
		4,899	22.5	978	ינואר—ספטמבר 1972
			5.0	268	אוקטובר—דצמבר 1972
*22.6		6,005	19.8	1,108	ינואר—ספטמבר 1973
			10.4	697	אוקטובר—דצמבר 1973
נכסים נזילים שאינם צמודים — אמצעי תשלום, פיקדונות לזמן קצוב ומילווה קצר מועד					
26.8	1,492	7,061	29.8	1,807	7,877 1971
28.5	2,012	9,073	27.6	2,172	10,049 1972
					10,172 1972 (חדש)
17.1	1,553	10,626	14.2	1,447	11,619 1973
		8,799	21.0	1,656	ינואר—ספטמבר 1972
			5.1	516	אוקטובר—דצמבר 1972
*17.9		10,373	10.0	1,014	ינואר—ספטמבר 1973
			3.9	433	אוקטובר—דצמבר 1973
בסיס הכסף הרחב — מוזמנים ונכסים נזילים של הבנקים (כולל שיחורים מנזילות)					
32.2	863	3,546	43.2	1,259	4,175 1971
40.2	1,426	4,972	31.4	1,309	5,484 1972
20.5	1,017	5,989	26.5	1,452	6,936 1973
		4,828	27.0	1,128	ינואר—ספטמבר 1972
			3.4	179	אוקטובר—דצמבר 1972
*19.6		5,772	16.0	880	ינואר—ספטמבר 1973
			8.9	569	אוקטובר—דצמבר 1973

• היתרה החודשית הממוצעת בתקופה ינואר—ספטמבר 1973 לעומת ינואר—ספטמבר 1972.

בגלל החשש קצב האינפלציה והיווצרות שערי ריבית ריאליים שליליים גם על האשראי הבנקאי החופשי התגבר הביקוש לאשראי בנקאי ב-1973 (9) בהשוואה לשנה הקודמת, והעלייה בו מילאה תפקיד חשוב יותר בסך כל ההתרחבות המוניטרית. עם זאת יש להדגיש, כי כל הגידול באשראי החופשי אירע ברביע הראשון של השנה, ומאז ועד ספטמבר לא חלה בו עלייה. ב-1973 (9) אירעה התרחבות האשראי תוך כניסה לגירעונות נזילות במשך כל התקופה, ומאז אפריל פעלו הבנקים, במידה זו או אחרת של הצלחה, לצמצום הגירעונות.

גם הרכב ההתרחבות המוניטרית הושפע בשנת 1973 (9) מהתגברות הציפיות האינפלציוניות והביקוש המוגבר להחזקת נכסים צמודים. הביטויים לכך הם: הפסקת הגידול בפיקדונות לזמן קצוב והמילווה קצר המועד, עליית משקל המזומנים באמצעי התשלום, הגידול המהיר בתכניות החיסכון הצמודות, שהחל עוד לפני הצגת "תכנית 4000" בעלת התשואה המשופרת. כן עלתה בשנת 1973 (9) החזקת איגרות חוב צמודות וחשבונות הציבור במטבע חוץ. משמעות התפתחות זו, מבחינת מקורות ההתרחבות המוניטרית, היא, שלא נותרו לבנקים אמצעים רבים להרחיב את האשראי לציבור, שכן עם הפסקת הגידול בפיקדונות לזמן קצוב נסתם המקור העיקרי להרחבת האשראי מאמצעי הבנקים. עם זאת, הנפיקו הבנקים בבורסה, ושלא במסגרתה, מניות ושטרי חוב בערך של כ-350 מיליון ל"י וזה היה המקור הנוסף להרחבת האשראי החופשי.

מאז פרוץ המלחמה ועד תחילת שנת הכספים 1974/5 נקטו האוצר ובנק ישראל מדיניות מוניטרית מרחיבה, שכוונה לספק את כל הנזילות הדרושה למשק בתנאי החירום. מטרת המדיניות הייתה למנוע ככל האפשר שיבושים בתהליכי הייצור והשיווק במשק, שהיו צפויים על רקע הגיוס הרב של כוח אדם וציוד ועל רקע התאפקות הקניות, שנמשכה עד ראשית שנת 1974. משהחל שחרור אנשי המילואים והציוד המגויס, היה צורך להבטיח את קליטתם מחדש בתעסוקה ושזו לא תפגע מאוירת אי הודאות ששררה במשק — כל אלה חייבו קיום נזילות מספקת.

הנתונים על פעולת ענפי המשק השונים בתקופה שעד להפרדת הכוחות ואחריה מצביעים על כך, שתחום הנזילות לא היה גורם מפריע לשיבה לפעילות תקינה, ובמובן זה השיגה המדיניות המוניטרית את מטרתה.

עם זאת, נוצל שפע הנזילות, שהוזרם למשק בעקבות המדיניות המרחיבה, גם לפעילות ספקולטיבית בתחום מטבע חוץ ולרכישת איגרות חוב צמודות. מאז המחצית השנייה של חודש נובמבר התגברו במשק הציפיות לשינוי שער ה"ל"י ולעילות מחירים מהירות, ציפיות אלה הביאו לרכישות מוגברות של מטבע חוץ מצד עסקים וגופים אחרים, שמיהרו לפרוע חובות ותשלומים במטבע חוץ ועיכבו העברות מטבע חוץ למשק. פעולות אלה התאפשרו בשל הומינות הרבה של אשראי בנקאי. רכישת איגרות חוב צמודות בהיקף חסר תקדים באה בראש ובראשונה מהמעבר מהחזקת מילווה קצר המועד והפיקדונות הלא צמודים בידי הציבור, אך סביר להניח, שגם כאן מומן חלק מהרכישה, במישרין או בעקיפין, על ידי קבלת אשראי בנקאי. הדברים נכונים במיוחד בחודש ינואר, שבו התעוררו ציפיות לירידת התשואות על איגרות חוב הנרכשות במקור.

הרכישות הספקולטיביות של מטבע חוץ פגעו, כנראה, במצב יתרות מטבע חוץ והרכישות באיגרות של אגרות חוב איפשרו לחלק מרוכשי איגרות החוב ליהנות מרווחי הון ניכרים. אך עיקר הרעה שנגרמה בעטיין של התפתחויות אלה קשורה בגירעונות הנזילות שנוצרו, שבעקבותיהם הוזרמה נזילות מצד בנק ישראל והאוצר. הורמה זו, שבאה אחרי הרחבת מוניטרית שהתחייבה בחודשים אוקטובר עד דצמבר בגלל נסיבות שעת החירום, חידשה את מאגרי הנזילות במשק.

לסיכום, מהנאמר לעיל מתקבל כי ב-1973 (9) שררה במשק אינפלציה ביקוש וכי התפתחויות בתחום המוניטרי לא הביאו לבלימתה די הצורך. עם זאת, סביר להניח, כי ב-1973 (9) נספגו במלואם עודפי הנזילות, שהתקיימו בסוף 1972, ואולי אף נוצר מחסור — במכסים נזילים שמחוץ הציבור.

מאז אוקטובר 1973 ועד תחילת שנת הכספים 1974/5 נוהלה מדיניות מוניטרית מרחיבה, ובתקופה זו נוצרו שוב עודפי נזילות במשק. לכך יש, כמובן, השלכות חשובות המחייבות לנהל מדיניות ספיגה נמרצת בשנת 1974/5.

חשוב להדגיש, כי הנאמר לעיל מתבסס על ההשערה, שהציבור התייחס לחלק ממלאי איגרות החוב הצמודות כאל נכס נזיל. אם כך הדבר, נגרמת הטיה כלפי מטה במדדי הנזילות הקובנציו-נליים. האחרונים מצביעים על ירידה תלולה בבסיס הכסף ובאמצעי התשלום ברביע הראשון של 1974, אך באלה אין, כנראה, כדי לשקף מחסור בנזילות במשק.

עם זאת יש להבין, כי למפנה בהרכב התיק הנזיל של המשק יש מספר משמעויות חשובות מעבר לנאמר לעיל. ראשית, סביר להניח, כי אלמלא המעבר להחזקת איגרות חוב צמודות היו לחצי הביקוש בשוקי הנכסים דלא-נזילי, הסחורות והשירותים גדולים עוד יותר. הירידה בביקוש להחזקת אמצעי התשלום ונכסים נזילים שאינם צמודים הופנתה בחלקה להחזקת איגרות חוב צמודות, ואלמלא היה בנמצא מכשיר זה לשמירת כוח הקנייה של הנכסים הנזילים שמחזיק הציבור היה מתגבר הביקוש בשווקים הריאליים.

שנית, הגדלת חלקן של איגרות החוב הצמודות והקטנת חלקם של הנכסים הלא צמודים מחלישה את "אפקט היתרות הריאליזם", שהוא חלק חשוב בתהליך היספגות עודפי ביקוש על ידי עליות מחירים. מאז אמצע 1962 בוטלו בהדרגה הסדרי ההצמדה על ההלוואות למשכנתאות והלוואות פיתוח בעוד שהנפקת איגרות חוב צמודות לציבור ולמוסדות פינאנסיים נמשכה. מצב זה הביא לעליית ערך הרכוש של לווים במשק בתקופת עליות מחירים בלי שירד ערך החסכוניות במשק, ובפער שנוצר בין השניים נושא תקציב המדינה.¹

הרכיב היחידי של נכסי הציבור הפיננסיים נטו שאיננו צמוד היה בסיס הכסף וירידת ערכו הריאלי, בגלל עליית המחירים, פעלה לקיצוץ ההשפעות לעליית הרכוש שהוסברו לעיל. אולם ככל שאיגרות החוב ממלאות את מקום אמצעי התשלום והנכסים הלא-צמודים האחרים, מביא הדבר לצמצום הגידול בבסיס הכסף ולהחלשה נוספת של "אפקט היתרות הריאליזם". במשק בעל שוק הון הדומה לזה של ישראל יש לצפות איפוא כי בהעדר מדיניות פיסקאלית מרסנת תתרחש היספגות עודפי ביקוש בעיקר באמצעות עליית הגירעון בחשבון השוטף, שכן ההשפעה של עליות המחירים לצמצום כוח הקנייה של הציבור הולכת ונחלשת.

שינוי נוסף במערכת המושגית, המתחייב מהחשת קצב האינפלציה והמעבר להחזקת איגרות חוב צמודות כתחליף להחזקת נכסים נזילים שאינם צמודים, קשור במשמעות ההגדרה המקובלת של ספיגת הממשלה. ספק אם ניתן לראות בכל תקבולי הממשלה מהנפקת איגרות חוב לציבור (במישרין או באמצעות מוסדות כספיים) כפעולת ספיגה שכן אין זה מקובל לראות בגיוס כספים היוצר נכסים נזילים בידי הציבור פעולת ספיגה.²

היבט אחר של הנקודות שהועלו כאן הוא הדלדלות המקורות להרחבת אשראי לציבור בעקבות הירידה בפיקדונות לזמן קצוב בל"י והמעבר להחזקת איגרות חוב. התפתחות זו יוצרת גירעונות נזילות ניכרים ומחייבת את הבנקים לפעול להאטת קצב עליית האשראי, ואולי אף לירידה ברמתו המוחלטת. בתקופה שבה קיים ביקוש חזק לאשראי — הן מצרכים רגילים והן מציפיות אינפלציו-ניות. טבעי הדבר, שבמצב כזה תהיינה פניות לבנק המרכזי להורים נזילות למשק ולהקל על "מצוקת האשראי", אף כי נזילות האפקטיבית הקיימת היא גבוהה במידה רבה מזו שעליה מצביעים מדדי הנזילות הקובנציונליים.

¹ בנוסף לג"ל יש מספר השלכות נוספות על תקציב המדינה כגון, החלשת ההשפעה הסופגת של מיסוי עקיף ופגיעה בכושר התמרוז בתקציב.

² בעיה זו אמורה רק בחלק מגיוס הכספים בשוק ההון. החשת קצב האינפלציה לא שינתה את תכונת הספיגה שיש לרכישת איגרות חוב מהצבירה של קופות גמל ושל תכניות חיסכון, באשר הצבירה בנכסים אלה ממשיכה להיות לא נזילה (ב-1973 אף הוקטנה במידה ניכרת נזילות תכניות החיסכון).

לבסוף, יש לחזור ולציין, שההשלכות של הכפלה ושילוש קצב האינפלציה בשנתיים האחרונות, שהביאה את עליות המחירים לשיעורים חסרי תקדים לא נחקרה עדיין די צורכה. הממדים הנוכחיים של האינפלציה הם חסרי תקדים במידה רבה ואי אפשר להסתמך על ניסיון העבר או ניסיון משקים אחרים, שבהם אין בנמצא הסדר הצמדה כמו בישראל.

2. השפעת ההתפתחויות המוניטריות על הפעילות כמשק

א. התקופה ינואר עד ספטמבר

ב-1973 (9) חלה האטה ניכרת בהתרחבות המוניטרית בהשוואה ל-1972 (9). בסיס הכסף עלה ב-1973 (9) ב-16.0 אחוזים לעומת 27.0 אחוזים ב-1972. אמצעי התשלום עלו ב-17.8 אחוזים לעומת 22.5 אחוזים בהתאמה. הנכסים הלא צמודים האחרים — פיקדונות לזמן קצוב ומילווה קצר מועד — ירדו בכ-2 אחוזים ב-1973 (9), ואילו ב-1972 (9) הם עלו ב-18.7 אחוזים. אמצעי התשלום בתוספת הנכסים הלא צמודים האחרים עלו ב-10.0 אחוזים בלבד ב-1973 (9) לאחר עלייה בשיעור ב-21.0 אחוזים ב-1972 (9).

ההתפתחות של המשתנים המוניטריים הללו ב-1973 (9) נראית איטית הן בהשוואה ל-1972 (9) והן בהשוואה לעלייה בפעילות הריאלית במשק ולעליות מחירים אקסוגניות, שמקורן בגורמים מחוץ לארץ ובמשק. עם זאת התקיימו ב-1973 (9) לחצי ביקוש חזקים, שהשתקפו בעליות מחירים מהירות ביותר (מעל ומעבר לעלייה "המוצדקת" על ידי הגורמים האקסוגניים), בקפיצה תלולה בגירעון בחשבון השוטף ובשיעורי אבטלה נמוכים ביותר.

התגברות הלחצים האינפלציוניים ב-1973 (9) על רקע ההאטה שחלה בהתרחבות המוניטרית טעונה הסבר.

ראשית, ההאטה בהצע הנזילות במשך 1973 (9) המבוטאת על ידי האינדיקטורים שהוצגו לעיל מחמירה במעט את תיאור הנזילות שהתקיימה בפועל ב-1973 (9) והנמדדת על ידי היתרה החודשית הממוצעת של הנכסים הנזילים שבידי הציבור. הגידול המהיר באמצעי התשלום ובנכסים הנזילים נושאי התשואה במשך כל שנת 1972 התבטא בעלייה מהירה של רמתם החודשית הממוצעת ב-1973 (9) על אף שקצב עלייתם במשך 1973 (9) הואט במידה ניכרת. ואכן הרמה החודשית הממוצעת של אמצעי התשלום ב-1973 (9) עלתה ב-22.6 אחוזים בהשוואה ל-1972 (9) היתרה החודשית הממוצעת של הנכסים נושאי התשואה עלתה ב-12 אחוזים וזו של שתי קבוצות הכנסים עלתה ב-1973 (9) ב-17.9 אחוזים בהשוואה ל-1972 (9).

אולם גם לאחר שמתחשבים בהתפתחות היתרה החודשית הממוצעת של הנכסים הנזילים הלא צמודים שבידי הציבור, מתקבל גידול בפעילות הכלכלית במחירים שוטפים בשיעור מהיר בהרבה מהגידול באמצעי התשלום, בהגדרתם הרחבה או הצרה, שכן ב-1973 (9) עלו השימושים ב-33.8 אחוזים בהשוואה ל-1972 (9), והתוצר — ב-29.2 אחוזים. בלוח י"ג-3 ניתן לראות את הביטוי לכך בעלייה תלולה במהירות המחזור של אמצעי התשלום ב-1973 (9), שהיתה גבוהה מזו שהתקיימה מאז היציאה מהמיתון¹.

עיון בשתי הקבוצות הנזכרות לעיל של נכסים נזילים שבידי הציבור מעורר שאלה, כיצד הצליחו לחצי הביקוש החזקים שהתקיימו ב-1973 (9) להתממש ולהביא לעליית מחירים מהירה ולעלייה גדולה בעודף היבוא, בעוד הנכסים הנזילים שבידי הציבור אינם עולים במקביל?

1. הירידה במהירות המחזור מתקבלת ביחס לשתי הגדרות אלטרנטיביות של אמצעי התשלום. ההגדרה הצרה הכוללת את המזומנים ופיקדונות עובר ושב והגדרה רחבה יותר המוסיפה גם את הפיקדונות לזמן קצוב והמילווה קצר מועד.

אינדקסורים למהירות המחזור של הנכסים הכספיים, 1969 עד 1973

מהירות המחזור השנתית הממוצעת ביחס לתוצר הלאומי הגולמי **		מהירות המחזור הממוצעת של פיקדונות עובר ושב *	
של אמצעי התשלום ושל הנכסים הנזילים הלא צמודים *** (M_2)	של אמצעי התשלום (M_1)		
3.35	5.85	21.5	1970
3.29	6.00	23.0	1971
3.21	5.79	24.5	1972
3.22	5.78	24.4	(9)1972
3.52	6.09	26.2	(9)1973
מהירות המחזור השנתית הממוצעת ביחס לשימושים של המשק ****			
4.78	8.40		1970
4.80	8.75		1971
4.75	8.55		1972
4.73	8.50		(9)1972
5.37	9.28		(9)1973

* סך כל החיובים בחשבונות עובר ושב במטבע ישראלי בבנקים מחולק בסכום השנתי הממוצע של פיקדונות עובר ושב.
 ** התוצר הלאומי הגולמי במחירים שוטפים (מבוסס על שער חליפין אפקטיבי) מחולק ברמה השנתית הממוצעת של שני האגרגטים של הנכסים הכספיים.
 *** יש לשים לב כי חישוב מהירות המחזור ביחס ל- M_2 (אמצעי תשלום, פיקדונות לזמן קצוב בל"י ומילווה קצר מועד) מופיע לראשונה בדיון וחשבון זה.
 **** התוצר הלאומי הגולמי במחירים שוטפים בתוספת עודף היבוא, להוציא יבוא אנית ומטוסים ויבוא בטחוני ישיר (שהינם מבוססים על שער חליפין אפקטיבי) מחולק ברמה השנתית הממוצעת של שני האגרגטים של הנכסים הכספיים.

נראה, שהנזילות שנדרשה לביצוע הפעילות ב-1973(9) סופקה בחלקה על ידי הגידול הנוכרי לעיל ביתרה הממוצעת של הנכסים הנזילים שבידי הציבור. ונוסף על כך ניתן להצביע על שני מקורות נזילות קונבנציונליים: האחד להגדלת הצע הנזילות והשני להקטנת הביקוש לה. נסביר שני נושאים אלה בפרוט.

התגברות הביקוש ב-1973(9) נבעה מהעלייה בצריכה במשק. ראשית, הוחש במידה ניכרת קצב עליית הצריכה הפרטית; שנית גדלה גם הצריכה הציבורית (למעט יבוא בטחוני ישיר) לאחר שב-1972 חלה בה ירידה ריאלית קלה. לעומת זאת, ירד ב-1973(9) קצב עליית השימושים האחרים.

כפי שכבר הוסבר בפרק ד' יש לראות את התגברות הצריכה הפרטית וירידת שיעור החיסכון הפרטי ב-1973(9) כתגובה מאוחרת לגידול האיטי בצריכה עד שנת 1972, שחזקה על ידי התגברות הציפיות לעלויות מחירים. סביר להניח, כי התפתחות זו לא היתה תלויה במידה רבה בקצב ההתרחבות המוניטרית ב-1973(9) ויש לראות בגידול הצריכה גורם ראשוני, שאליו הותאמה ההתפתחות המוניטרית.

מימון תוספת הצריכה של משקי הבית נעשה על ידי ירידה בהחזקת נכסים פיננסיים, צמצום רכישת דירות וקבלת אשראים שונים ואולי אף על ידי המקורות שהשתחררו בעקבות ירידת הנטל הריאלי של פירעון חובות לא צמודים (כגון, משכנתאות, הלוואות מקופות גמל, והלוואות אחרות). עם זאת יש לזכור, כי מנקודת ראות המשק כולו חייבה העלייה בפעילות הכלכלית, הקשורה בעליית הצריכה והשימושים האחרים, תוספת של אמצעי תשלום, מעבר לגידול, שחל בהם בפועל.

חלק מהתוספת הנדרשת של אמצעי תשלום סופק, כפי הנראה, על ידי עודפי נזילות שנוצרו במשק בשנת 1972, שנה שבה לא מוצן ההשפעות האינפלציוניות של ההתרחבות המוניטרית המהירה. כזכור, ההתרחבות המוניטרית המהירה בשנים 1971 ו-1972 הביאה לירידה במהירות המחזור של אמצעי התשלום, הן לפי ההגדרה הרחבה והן לפי זו הצרה. את הצטברות עודפי הנזילות בשנת 1972 ניתן לראות כפיגור בהשפעת ההתרחבות המוניטרית המהירה בשנים 1971 ו-1972 על שוקי הסחורות והשירותים, שכן בשנה זו גדלו במידה ניכרת העסקות בשוקי הנכסים הקיימים ובנכסי דלא ניידי, שריתקו חלק מהגידול באמצעי התשלום.

התגברות העסקות בשווקים אלה היתה, כנראה, אחד הגורמים, שתרמו לעליית החיסכון של משקי הבית בשנת 1972. המפנה בהתנהגות משקי הבית ב-1973 (9) קשור, כאמור לעיל, בהתאמת הצריכה להכנסה ובציפיות לעליית מחירי סחורות ושירותים. אולם ניתן לקשור את המפנה ואת תהליך ההתאמה ברצון להגביר את הצריכה בעקבות רוחי ההון הגדולים שנוצרו ב-1972 בשוקי הנכסים הקיימים ולצורך חלק מהגידול ברכוש שנבע מהפעילות בשווקים אלה (תופעה דומה אירעה גם לאחר הגידול המהיר באמצעי התשלום, שליווה את פיחות 1962). סביר איפוא להניח, כי ב-1973 (9) לוותה התגברות הביקוש בשוקי הסחורות והשירותים בשימוש באמצעי תשלום שיועדו בשנה הקודמת לביצוע עסקות בשוקי המניות הנדל"ן ונכסים קיימים אחרים.

לגבי שוק המניות בידינו נתונים על היקף המסחר, ואלה מצביעים כי ב-1973 (9) הגיע הקף המסחר במניות ל-920 מיליון ל"י לעומת 750 מיליון ל"י ב-1972. אולם מן הנתונים לחודשים מארס עד ספטמבר מתברר, כי ב-1973 הסתכם היקף המסחר ב-511 מיליון ל"י לעומת 616 מיליון ל"י בתקופה המקבילה ב-1972. חודש ינואר 1973 היה חודש שיא בהיקף המסחר הן בהשוואה ל-1973 (ובו גם הגיע מדד מחירי המניות לשיא), ומאז חודש מארס 1973 התמעט היקף הפעילות בשוק המניות בהשוואה לתקופה המקבילה ב-1972.

גורם שני, שפעל למניעת היווצרות "מחנק נזילות" ב-1973 (9) היה הירידה בביקוש להחזקת נכסים כספיים נזילים שאינם צמודים, שהיתה מורגשת במיוחד לגבי החזקת פיקדונות לזמן קצוב והמילווה קצר המועד, הנובעת מהתגברות הציפיות האינפלציוניות.

על הירידה בביקוש להחזקת אמצעי תשלום, בהגדרתם הצרה והרחבה, בעקבות התגברות הציפיות לעליות מחירים הצביעו מחקרים שנעשו בעולם, וגם בישראל נתגלתה תופעה דומה. קשר זה נובע מכך שהחשת קצב האינפלציה נתפסת כעליית מחיר החזקת אמצעי תשלום — במונחים של הפסדי כח קנייה — המביאה לשימוש חסכוני בהם. פרוש הדבר, שציפיות להחשת קצב עליות המחירים מביאה לעליית מהירות המחזור של אמצעי תשלום ולהקטנת הכמות הנדרשת לשם ביצוע נפח נתון של עסקות¹. אינדיקטור נוסף להשפעת החשת קצב האינפלציה על הביקוש להחזקת אמצעי תשלום ניתן לראות בעליית משקל המזומנים בסך כל אמצעי התשלום, שהתרחשה מאז תחילת 1973 והוחשה בתקופה שלאחר מלחמת יום הכיפורים (ראה נתונים בסעיף 4 להלן). סביר להניח, כי אלמלא הרצון לצמצם החזקת אמצעי תשלום, לא היתה החשת קצב האינפלציה צריכה לשנות את הרכבם באופן משמעותי. אולם היות שהאפשרות לצמצם החזקת מזומנים קטנה

1. אומדנים לגורמים המשפיעים על הביקוש להחזקת אמצעי תשלום, שנעשו במחלקת המחקר, מצביעים על הקשר האמור. השפעתם הכמותית חזקה יותר כשמדובר באמצעי תשלום בתוספת הפיקדונות לזמן קצוב ומילווה קצר מועד (ראה דיון להלן).

יחסית — בהשוואה להחזקת נכסים לא צמודים אחרים — מתבטאת עיקר הירידה בביקוש לאמצעי תשלום בצמצום החזקת פיקדונות עובר ושב ואף בהחזקת נכסים נושאי תשואה שאינם צמודים. כפי שיוסבר להלן הופנה חלק מהביקוש מהחזקת פיקדונות עובר ושב ונכסים לא צמודים אחרים להחזקת איגרות חוב צמודות, שהיו בשנת 1973 אלטרנטיבה נוחה להחזקת פיקדונות, וכנראה גם לרכישת מוצרים בני קיימא. התפתחות זו בולטת במיוחד בנתונים לתקופה שמאז אוקטובר 1973 אך סביר להניח, שהכוחות המתוארים כאן פעלו כבר בתחילת השנה, עם התגברות הציפיות האינפלציוניות.

חשוב לציין, כי השפעת הציפיות האינפלציוניות על הביקוש להחזקת אמצעי התשלום היתה חזקה בשנת 1973 יותר מאשר בעבר, אף כי החשת קצב האינפלציה החלה כבר במחצית השנייה של 1970. הגידול המהיר בנכסים נושאי תשואה, שאינם צמודים, בשנת 1971, שהואט במידה לא גדולה ב-1972 ונפסק רק בשנת 1973, מצביע על כך שההסתגלות לתהליך האינפלציוני, שבו נמצא המשק מאז תחילת שנות ה-70 נמשכה תקופה לא מבוטלת, ורק ב-1973 מצאה "הבריחה" מנכסים שאינם צמודים ביטוי מובהק.

שימוש בעודפי נזילות שנוצרו בשנים קודמות וירידה בביקוש להחזקת נכסים נזילים שאינם צמודים יש בהם כדי להסביר מדוע לא נגרם מחסור חריף יותר בנזילות במשך ב-1973(9). אולם למרות, ששני גורמים אלה קיזזו חלק מההשפעה של ההתרחבות המוניטרית המהירה, עדיין מצביעים סימנים שונים על שינוי במצב הנזילות ב-1973(9) בהשוואה לשנת 1972.

ראשית, התקיימו במשך מרבית חודשי 1973(9) גרעונות נזילות, לאחר שבתקופה ינואר עד נובמבר 1972 היו לבנקים עודפי נזילות (להוציא את הגירעון העונתי באפריל 1972). ראוי לציין, כי התפתחות הגרעונות ב-1973(9) היתה לפי מהלך עונתי מקובל: עלייה בתקופה ינואר עד סוף מארס וירידה הדרגתית מאז חודש אפריל. עם זאת, גם בחודשים יוני עד ספטמבר היתה היתרה היומית הממוצעת של גרעונות הנזילות של המערכת כולה מעל 4 אחוזים מחובת הנזילות (ראה לוח י"ד-6). שיעור זה, בהתחשב במשך הגירעון, מחייב תשלום קנסות בשיעור 16 אחוזים, כאשר הקנס איננו הוצאה מוכרת לצורך מס¹.

שנית, במשך 1973(9) נקטו הבנקים צעדים לצמצום האשראי החופשי והקטנת גרעונות הנזילות, שהתבטאו בהעלאת הריבית על חריגה מהמסגרות המאושרות של חח"ד והעלאת הריבית הדביטרית באחוז אחד לקראת סוף הרביע השלישי של 1973².

שלישית, יש מקום לסברה, כי העלאת הריבית שהוזכרה כאן איננה משקפת את מלוא עוצמת הביקוש לאשראי חופשי ב-1973(9), שכן הבנקים גזרו על עצמם מתינות במדיניות שערי הריבית בגלל לחצים ציבוריים.

בדיעבד מסתבר, כי על אף שסימנים מצביעים על היווצרות מתיחות בשוק הכספים ב-1973(9) לאחר השפע בנזילות ששרר ב-1972, הרי לא היה בה בכדי לרסן די הצורך את לחצי הביקוש החזקים שהחריפו בתשעת החודשים הראשונים של 1972(9). לתופעה זו שני הסברים: הראשון, עודפי הנזילות משנים קודמות, הירידה בביקוש להחזקת אמצעי תשלום והגידול שחל באמצעי התשלום ב-1973 איפשרו את הגידול המהיר בפעילות הכלכלית; והשני, כי הנזילות האפקטיבית שהתקיימה במשך ב-1973(9) היא גבוהה במקצת מזו שעליה מצביעים המדדים הקונבנציונליים. על מנת לבדוק את ההשפעה הכמותית של ההסברים השונים הורצו משוואות ביקוש להחזקת אמצעי תשלום בהגדרתם הצרה (M_1) ולהחזקת אמצעי תשלום בתוספת מלווה קצר מועד

1. חישוב זה אמור לגבי המערכת כולה בהנחה הלא מציאותית שמצב הנזילות בכל הבנקים זהה.
2. השער שנקבע היה 17.5 אחוזים (שמתוכם אחוז אחד מוגדר כעמלת הקצאה). חשוב להדגיש כי לנתון זה משמעות אינדיקטיבית בלבד, ואין לראות בו מודד למחיר האפקטיבי של האשראי הבנקאי, שכן אין הוא כולל מספר אלמנטים, המעלים את המחיר לרמה, שמעבר לשיעור הנקוב לעיל.

ופיקדונות לזמן קצוב (M_2) כפונקציה של אינדיקטורים לפעילות הכלכלית במשק, של התפתחויות המחירים ושל שערי ריבית לזמן קצר. אף כי המחקר בנושא זה טרם הסתיים, ניתן להצביע על מספר מסקנות ראשוניות לגבי 1973(9).

לגבי אמצעי התשלום בהגדרתם הצרה (M_1) מתקבל, כי בשנת 1972 נוצר בהם עודף ביחס לתוצר ולשימושים בשיעור שבין 1 ל-4 אחוזים מיתרתם החודשית הממוצעת באותה שנה. כמו כן התקבל, כי החשת קצב האינפלציה ב-1973(9) פעלה לצמצום הביקוש להחזקת אמצעי תשלום בשיעור הנע בין 3 ל-6 אחוזים מיתרתם החודשית הממוצעת ב-1973(9). על פי העוצמה של שתי השפעות אלה מתקבל כי ב-1973(9) היה הביקוש להחזקת אמצעי תשלום שווה בקרוב ליתרה השנתית הממוצעת שהתקיימה בפועל. לגבי אמצעי התשלום בהגדרתם הרחבה מתקבלת תמונה קצת שונה. ספק אם ב-1972 היה עודף היצע של M_2 , אך לעומת זאת השפעת החשת קצב עליית המחירים ב-1973(9) על הירידה בביקוש חזקה יותר מאשר לגבי M_1 . בסיכומו של דבר מצביעות המשוואות השונות על עודף ביקוש שנוצר ב-1973(9) בשיעור שנע בין 3 ל-9 אחוזים מהיתרה השנתית הממוצעת של M_2 שהתקיימה ב-1973(9).

מתוך האומדנים האלה מסתבר כי אף שלא היה מחסור באמצעי תשלום בהגדרתם הצרה נוצר עודף ביקוש מסוים לנכסים הנזילים נושאי התשואה. העובדה, שעודף ביקוש זה לא התבטא בהחרפה נוספת של המתיחות בשוק הכספים ב-1973(9) קשורה, כנראה, מצד ההצע, למגבלות המוסדיות שהוטלו על מדיניות שערי הריבית הבנקאיים ב-1973(9) שבגללן לא משתקף המצב בשוק הכספים במלואו בשערי הריבית ובגירעונות. הסבר נוסף, מצד הביקוש, קשור בהופעת תחליפים טובים להחזקת נכסים נזילים נושאי תשואה בדמות איגרות חוב צמודות.

יש מקום לסברה, שב-1973 השתנתה ההתייחסות של חלק מהציבור לאיגרות חוב צמודות, ואלה החלו למלא תפקיד משמעותי כתחליפים קרובים להחזקת פיקדונות עובר ושב ופקדונות קצובים ומילווה קצר מועד ולא רק כאמצעי חיסכון לטווח בינוני, כפי שהיה בעבר. כפי שיוסבר להלן הרי עד ספטמבר שמשו האיגרות בעיקר תחליף להחזקת פיקדונות קצובים ומילווה קצרי מועד אך מאז חודש דצמבר הן הפכו, כנראה, גם תחליף להחזקת פיקדונות עובר ושב.

הרקע למפנה בתפקיד שממלאות איגרות החוב הצמודות בתיק הנכסים של הציבור קשור בהחשה הניכרת בקצב עליית המחירים ב-1973, שהחלה למעשה כבר ברביע האחרון של 1972, וקיבלה האצה נוספת מאז הרביע האחרון של 1973.

החשת קצב עליית המחירים משפיעה על היתרונות שבהחזקת איגרות חוב צמודות כדלקמן: ראשית, עולה התשואה הנומינלית על החזקתן. שנית, עליית התשואה איננה מלווה בעליית הסיכון של הפסדי הון או אי כיסוי העמלה בעת המימוש.

ככל שמוחש קצב עליית המחירים עולה, כמובן, התשואה הנומינלית על האיגרות בעוד שהסיכון, כפי שהוגדר לעיל, הולך וקטן כך שאיגרות חוב צמודות הופכות בהדרגה לתחליף יעיל להחזקת נזילות לתקופה הנמדדת במספר חודשים ואפילו שבועות.

עניין הסיכון הקטן מתבאר באופן הבא: ראשית, עליית המחירים שהתקיימה ב-12 החודשים שלפני מלחמת אוקטובר הביאה לעלייה חודשית ממוצעת בשיעור כ-2 אחוזים בערך המתואם של איגרות החוב הצמודות. שנית, תנודות בשערי הריבית הריאליים על איגרות החוב יכולות להקטין את התשואה הנובעת מעליית ערכן המתואם של האיגרות, אך היקף התנודות הצפוי היה קטן בגלל יציבות שערי התשואות, שקבעה הממשלה על הנפקות חדשות, ובגלל קיום גורמים

1. עליית המחירים בתקופה ינואר-ספטמבר 1972 הסתכמה ב-6.4 אחוזים, ברביע האחרון של 1972 ב-5.6 אחוזים ובתשעת החודשים הראשונים של 1973 ב-15.8 אחוזים (נתונים מקוריים).

מוסדיים בהיקף נכבד הפועלים כגורם מייצב בשוק המשני לאיגרות חוב¹. כמו כן יש לזכור, כי בישראל יש למרבית איגרות החוב הנסחרות בשוק המשני אורך חיים קצר יחסית, המביא לכך ששינויים בתשואה הריאלית אינם גורמים לתנודות גדולות במחיר האיגרות.

בשל השינוי בתכונות אגרות החוב הצמודות סביר להניח כי לפחות חלק מהמלאי שלהן בסוף 1972 והגידול בו ב-1973 (9) הוחזק כנכס נזיל, ומכאן ניתן להבין גם את הגידול האיטי יחסי באמצעי התשלום בהגדרתם הרחבה

ערך מלאי איגרות החוב הצמודות — "ברירה", קליטה ו-6.5 אחוז צמוד — שהוחזק בידי הציבור (לא כולל החזקת בנקים כנגד תכניות חסכון והחזקת איגרות חוב ארוכות מועד בידי קופות גמל) התקרב ל-3,000 מיליון ל"י בסוף 1972, ובמשך תשעת החודשים הראשונים של 1973 עלה ערכו בכ-1,100 מיליון נוספים בעקבות ההנפקות החדשות, עליית ערך המלאי הקיים וחלוקת איגרות מלוות קליטה.

סדרי גודל אלה מצביעים על כך, שגם אם רק חלק ממלאי איגרות החוב הצמודות שינה את יעודו יש בכך לשנות את התמונה המוניטרית באופן משמעותי. אם אכן כך הדבר, תהיה התפתחות בסיס הכסף — אמצעי התשלום והנכסים הלא צמודים — אומדן המוטה כלפי מטה מאז 1973 לנזילות האמיתית שמחזיק הציבור. יסתבר איפוא שעל אף האינדיקציה המתקבלת מהמדדים הקונבנציונליים לא חלה האטה די גדולה בנזילות שבידי הציבור, וההתפתחויות המוניטריות לא היו גורם מרסן די הצורך את לחצי הביקוש, שהתקיימו ב-1973 (9). דברים אלה נכונים במיוחד לתקופה שמסוף 1973, אך סביר להניח, כי הכוחות שתוארו פעלו כבר, אולי בעצמה חלשה יותר, מאז תחילת השנה.

יש להדגיש, כי הנאמר כאן מבוסס בשלב זה על ראיות נסיבתיות בלבד (שיפורטו להלן) שכן אי אפשר לבסס את הטענה בדבר השתנות תפקיד איגרות החוב על פי נסיון היסטורי. בשנות ה-50 המוקדמות שבהן עלו המחירים כמו ב-1973 לא היו בנמצא איגרות חוב צמודות. אלה הונפקו לציבור רק משנת 1961, אך מאז ועד סוף 1970 היתה עליית המחירים השנתית הממוצעת כ-6 אחוזים בלבד, כאשר שיא העלייה, ב-1962, הגיע ל-10.2 אחוזים.

מהם איפוא, השיקולים התומכים בטענה:

1) התהליך שתואר לגבי 1973 (9) קיבל ממדי ענק בתקופה נובמבר 1973 עד ינואר 1974, וההתפתחות בתקופה המאוחרת תומכת בטענות שהועלו. במשך שלושת החודשים הללו ירדו אמצעי התשלום הנומינליים ב-4 אחוזים, והפיקדונות לזמן קצוב והמילווה קצר מועד ירדו ב-13 אחוזים. אם נוסיף לכך את הירידה בערך הריאלי של נכסים אלה ב-11 אחוזים בגלל עליות המחירים המהירות ואת העובדה שבגלל המצב הצבאי ניתן היה לצפות לעליית הביקוש להחזקת אמצעי תשלום הרי שהיה צריך לצפות לקיום מתחנן מוניטרי חריף². זה לא אירע והסיבה לכך היא שהתגברות הרכישות נטו של איגרות חוב צמודות — שהגיעה בחודשים אלה לממדים חסרי תקדים של כ-1,200 מיליון ל"י — לא אפיינה רכישה למען תיק החסכונות אלא החלפה של הרכב התיק הנזיל.

אמנם הציפיות לעליית מחירים בתקופה הזו, ובשלב הסופי גם הציפיות להרעת התנאים

¹ יתר על כן, העובדה ששערי הריבית הבנקאיים הדביטוריים ב-1973 (9) היו נמוכים במידה ניכרת מהתשואות על איגרות החוב ומעמד המס המועדף שיש לתשואה על אגרות היו גורמים שסייעו לפעולות הייצוב. פרוש הדבר, שכדאי היה ללוות כספים בשערי הריבית הבנקאיים למימון פעולות הייצוב, או כאשר מדובר בבנקים פעולות הייצוב היו כדאיות לפחות כמו מתן אשראי חופשי.

² השפעת המצב הצבאי על הביקוש להחזקת נזילות איננה ברורה די צורכה שכן באותה תקופה ירדה גם הפעילות במשק במידה ניכרת. עם זאת סביר לצפות כי אי הוודאות ששררה בתחום המדיני והכלכלי תביא לרצון לעכב פעולות — ולהחזיק נזילות — עד שתתבהר התמונה.

על איגרות חוב, היו חזקות מאלה שהתקיימו בתשעת החודשים הראשונים של 1973, אך סביר להניח, כי כבר בתקופה הקודמת פעלו הכוחות הללו אף כי בעוצמה חלשה יותר.

(2) העלייה במשקל המזומנים במחזור ב-1973, והתחלת הירידה במשקל הפיקדונות לזמן קצוב והמילוה קצר מועד ב-1972, שנמשכה ביתר שאת ב-1973, מצביעים אף הם על כי חלקים מסוימים של צורכי הנזילות סופקו ב-1973. לא על ידי הנכסים הנזילים הקונבנציונליים. תחילה ארעה, כנראה, תחלופה בין איגרות החוב לנכסים נושאי תשואה שאינם צמודים ובהמשך הוחלפו גם פיקדונות עובר ושב.

(3) קבלת הגישה שפורטה לעיל מסייעת להסביר את אי העלייה של שיעורי התשואה הריאליים על איגרות חוב והחשה ניכרת בגידול בתיק איגרות החוב שמחזיק הציבור ב-1973 (9) על אף שבתקופה זו ירדו שיעורי החיסכון של משקי בית לראשונה מזה. מספר שנים. בהקשר זה סביר להניח, שהרכישות המוגברות של מוצרים בני קיימא ב-1973 (9) לוו במכירת איגרות חוב, או בהפסקת רכישת איגרות. חדשות, מצד משקי הבית שהחזיקו באיגרות כאמצעי חיסכון ורכישתן על ידי יחידות משקיות אחרות שראו בהן תחליף להחזקת נכסים נזילים שאינם צמודים.

(4) בשנים 1972 וב-1973 חלה קפיצה עצומה בהיקף המסחר באיגרות חוב בשוק המשני. הגורמים לקפיצה והספקות בדבר מהימנות הנתונים מוסברים באריכות בפרק ט"ו וכאן ניתן להוסיף, כי ייתכן, שהקפיצה מבטאת גם את השימוש ההולך וגובר באיגרות חוב כתחליף להחזקת נכסים נזילים ולא רק כאמצעי חיסכון. תהליך המביא, כמובן, לעלייה בהיקף המסחר בהן.

(5) תמיכה נוספת בהשערה מתקבלת אף היא על דרך השלילה. כאמור בתחילת סעיף זה, השימוש במדדים קונבנציונליים למדידת הנזילות, שמחזיק הציבור מביא למסקנה על היווצרות של עודף ביקוש לאמצעי תשלום בהגדרתם הרחבה, שהיה צריך להתבטא באינדיקטורים המקובלים למתיחות בשוק הכספים. אם נקבל את ההשערה, אין צורך להסביר את העלייה המתונה יחסית בשערי הריבית ובגרעונות הנזילות ב-1973 (9) רק על ידי גורמים מוסדיים, וניתן לקשור את ההתפתחות בשוק הכספים להצע של אמצעי חדש להחזקת נזילות לטווח קצר.

ב. ההתפתחויות מאז חודש אוקטובר

מאז חודש אוקטובר הוזרמה למשק נזילות בהיקף ניכר, וגם האינדיקטורים הקונבנציונליים מצביעים על עלייה ניכרת בהצע הנזילות עד סוף 1973. עם זאת התגברו מאוד הציפיות לעליית מחירים ולשינוי שער ה"ל" בתקופה שמאז חודש דצמבר ועמן התעצמה רכישת איגרות חוב ומטבע חוץ. יותר מאשר בתקופה הקודמת חייב הדיון בהתפתחות הנזילות במשק להתחשב בעלייה בהחזקת איגרות חוב צמודות, שכן מידת תחליפיותם לאמצעי תשלום עלתה תחילה עם התגברות הציפיות לעליות מחירים, ואחר כך גם עם הציפיות להרעת תנאיהן.

בסעיף 3 להלן מתוארים במפורט כלי המדיניות שבאמצעותם הוזרמה תוספת נזילות למשק מאז חודש אוקטובר וכאן נסתפק בציון העובדה, שהאוצר ובנק ישראל ניהלו מאז פרוץ המלחמה מדיניות המזרימה נזילות. כוונת המדיניות היתה למנוע שיבושים בפעילות במשק בגלל מחסור בנזילות, שכן חלה ירידה משמעותית בכושר הייצור במשק בעקבות הגיוס ההמוני של עובדים וצידוד, ובמקביל שררה אי ודאות רבה בתחום הפוליטי והכלכלי, שעלולה היתה להביא לאבטלת גורמי הייצור הזמינים.

סימנים שונים מצביעים כי לא התקיים מצב של "מחנק נזילות" בתקופה מאז אוקטובר וכי לא שרר מחסור באשראי ברוב מיגורי המשק, אף כי ייתכן, כי פה ושם היו מפעלים שנתקלו בקשיי נזילות.

עליית בסיס הכסף (מנוכה עונתיות) ב-14.0 אחוזים בחודשים אוקטובר ונובמבר ועליית אמצעי התשלום מנוכי עונתיות ב-10.4 אחוזים מבטאים הוזרמה בהיקף נכבד. המשך הגיוס המוגבר

עד אמצע הרביע הראשון של 1974, ההתאפקות בקניות ואי הודאות ששררה בדבר מועדי שחרור המגויסים והכיוון הצפוי בהתפתחות הכלכלית מנעו שינוי בכיוון המדיניות עד סוף הרביע הראשון של 1974, שכן המטרה היתה למנוע ככל האפשר שיבושים בפעילות.

עם זאת נראה, כי מאז חודש דצמבר, ובמיוחד בינואר 1974, קיבלה ההתפתחות המוניטרית תפנית לא רצויה בגלל גורמים ספקולטיביים. בדצמבר לא עלה בסיס הכסף, ובינואר חלה בו ירידה בשיעור 12 אחוזים (מנוכה עונתיות). אמצעי התשלום עלו בדצמבר ב-1.6 אחוזים בלבד, ובינואר חלה בהם ירידה בשיעור 5.5 אחוזים (נתונים מנוכי עונתיות). הירידה בנוילות, שעליה מצביעים המדדים הקונבנציונליים יש בה כדי להטעות, שכן בחודשים אלה הוזרמה למשק נוילות רבה מצד האוצר ובנק ישראל.

הירידה בבסיס הכסף ובאמצעי התשלום היא תוצאה של רכישת מטבע חוץ ורכישת איגרות חוב צמודות בהיקף חסר תקדים שהתקיימו לאור הציפיות לשינוי שער ה"ל" ולעליות מחירים מהירות, בעקבות העלאת מחיר הדלק, צמצום סובסידיות והעלאת צפירות אחרות.

סביר להניח, כי רכישת איגרות חוב נבעה בעיקרה מסקטור משקי הבית — זה הקטין את החזקת איגרות מלווה קצר מועד, פיקדונות לזמן קצוב ופיקדונות עובר ושב במידה ניכרת, ואילו מרבית רכישת מטבע חוץ — שנבעה מהקדמת תשלומים לחוץ לארץ ומדחיית תקבולים — בוצעה על ידי סקטור העסקים, במידה רבה באמצעות קבלת אשראי בנקאי.¹

הרכישות הספקולטיביות, שמומנו בחלקן באמצעות אשראי בנקאי, הסתייעו בעובדה, כי שריורי הקנסות, שנקבעו אחרי פרוץ המלחמה היו נמוכים, כדי חצי או שלישי, מהקנסות הרגילים.

בתנאים שנוצרו אחרי המלחמה נמנעו הרשויות המוניטריות מלצמצם את הזרמת הנוילות, או לעבור לספיגה, למרות הסימנים של שפע בנוילות, מתוך חשש, שבגלל הביקוש הספקולטיבי לאיגרות חוב ולמטבע חוץ תיפגע הנוילות והפעילות של ענפים ומפעלים במשק.

כאינדיקציה לנוילות, שהתקיימה במשק מאז המלחמה, נציג את היקף הרכישות של איגרות חוב צמודות ושל מטבע חוץ. בחודשים דצמבר 1973 וינואר 1974 הסתכמו הרכישות ברוטו של מיליון על ידי הציבור ב-1,350 מיליון ל"י (כולל רכישות על ידי תוכניות חיסכון). לעומת 575 מיליון ל"י בחודשים דצמבר 1972 וינואר 1973.² רכישות נטו של מטבע חוץ על ידי הסקטור הפרטי מבנק ישראל הסתכמו בדצמבר 1973 ובינואר 1974 בכ-250 מיליון דולרים לעומת מכירות בסך 65 מיליון דולרים בחודשים אלה בשנה הקודמת. ברור, כי חלק מהשינוי בהיקף עסקות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי נובע מהעלייה בגירעון בחשבון השוטף בשנה האחרונה, אך אין ספק, כי נתונים אלה מצביעים גם על רכישות מטבע חוץ בגלל ציפיות לשינוי שער ה"ל" (על תמונה דומה אם כי בעוצמה חלשה יותר מצביעים נתוני פברואר ומארס 1974).

המעבר המוגבר להחזקת איגרות חוב ונכסים במטבע חוץ, שאותו היתה ירידה בהמרות מחשבונית פז"ק ותמ"מ, לוה בעלייה מהירה באשראי ויצר גירעונות נוילות ניכרים החל באמצע דצמבר, שהלכו ועלו בחודשים ינואר ופברואר 1974. במארס 1974 העלו הבנקים את שער הריבית הדיטורית באחוז אחד וזה הגיע ל-18.5 אחוזים.

¹ אין להסיק מכאן, שעסקים לא רכשו איגרות חוב או שכל רכישת איגרות חוב מומנה מאמצעים עצמיים של הרוכשים ולא — לפחות בחלקה — על ידי קבלת אשראי. סביר להניח, שתופעות אלה התרחשו בעיקר בחודש ינואר עת התעוררו ציפיות לעלייה תלולה במדד ולהרעת התנאים של האיגרות הצמודות. לפי אומדן גס הסתכמו הפדיונות בחודשים דצמבר 1973 וינואר 1974 ב-100 מיליון ל"י ורכישות תכניות החיסכון — ב-150 מיליון ל"י נוספות, כך שהציבור הרחב הגדיל את החזקת איגרות החוב, במישרין ובעקיפין בכ-1,100 מיליון ל"י תוך חודשיים.

3. המדיניות המוניטרית ונזילות הכנסים

א. התקופה עד פרוץ המלחמה

התפתחות בסיס הכסף ופיקדונות הציבור בתשעת החודשים הראשונים של 1973 הואטה במידה משמעותית בהשוואה לתקופה המקבילה ב-1972 וכן חלו שינויים חשובים בהרכבה. מהלך ההתפתחות בשלושת הרבעים הראשונים של 1973 ייסקר במפורט להלן וכאן יודגשו הקווים המשותפים לכל התקופה.

ראשית, הואטה ב-1973 (9) הורמת נזילות מעירוים חיצוניים. היתה זו, במידה מכרעת, תוצאה של ההתפתחויות במאזן התשלומים שקוּזו רק בחלקן על ידי העלייה בהורמת הממשלה (ראה לוחות י"ג-3 וי"ג-4). הרכב ההתרחבות המוניטרית ב-1973 (9) מצביע על כך שההאטה, שאירעה בתקופה זו קשורה להחלשה בתרומת העסקות במטבע חוץ של הסקטור הפרטי, בעוד שההורמה הנובעת מהסקטור הציבורי התגברה. הסקטור הציבורי, שפעולותיו ספגו נזילות בשנת 1972, לא ביצע כל ספיגה ב-1973 (9). פרוש הדבר, שההאטה בקצב ההתרחבות של הנזילות נובעת מהעלייה התלולה בגירעון בחשבון השוטף, הקשורה בהתגברות הביקוש במשק.

לא ניתן אפוא לראות את האטת קצב ההתרחבות המוניטרית ב-1973 (9) כתוצאה מהגברת פעולות הספיגה של האוצר ובנק ישראל, אלא מהרעת מצב התשלומים בעקבות הלחצים האינפלציוניים שהתגברו בשנת 1972 ו-1973. יתר על כן, לאור הנאמר בסעיף 2 לעיל על הגורמים, שמנעו ריסון הביקוש מצד הגורמים המוניטריים, מתבקשת המסקנה כי ב-1973 (9) היה מקום להגביר את הפעולות לריסון הגידול בבסיס הכסף ובאמצעי תשלום על ידי מדיניות פיסקאלית ומוניטרית משולבות.

לוח י"ג-3

א. רכיבי העירוים החיצוניים, 1971 עד 1973

(מיליוני ל"י)

סך כל העירוים החיצוניים	אשראי לציבור ולבנקים מבנק ישראל	אשראי לסוכנות מבנק ישראל	אשראי לממשלה מבנק ישראל *	נכסים נטו במטבע חוץ בבנק ישראל	סוף התקופה
8,417	880	125	5,113	2,299	1971
10,527	859	415	4,565	4,689	1972
12,960	1,383	354	3,825	7,398	1973
10,454	882	411	4,362	4,798	ינואר 1973
10,822	832	410	4,225	5,355	פברואר
10,796	822	409	3,866	5,699	מארס
11,235	892	405	4,224	5,714	אפריל
11,457	920	399	4,347	5,792	מאי
12,154	1,070	398	4,636	6,049	יוני
12,796	1,191	391	4,587	6,626	יולי
12,667	1,315	379	4,653	6,319	אוגוסט
12,919	1,312	365	4,699	6,542	ספטמבר
12,960	1,383	354	3,825	7,398	דצמבר

* בניכוי פעולות אחרות (חשבונות הון וחשבונות אחרים) ובניכוי הפקדות בנקים בבנק ישראל שאינם נכס נזיל.

ב. הנכסים שנוצרו בעקבות העירוניים החיצוניים, 1971 עד 1973

(מיליוני ל"י)

סוף התקופה	מילווה קצר מועד במחזור **	מזומנים בידי הציבור	יתרות נטו במט"ח של המוסדות הבנקאיים בבנק ישראל	יתרות במעבר וחשבונות אחרים	הנכסים הנזילים בידי המוסדות הבנקאיים	סה"כ הנכסים שנוצרו בעקבות העירוניים החיצוניים
1971	714	1,584	4,169	—7	1,955	8,417
1972	745	1,974	4,755	23	3,030	10,527
1973	433	2,715	6,092	132	3,588	12,960
1973 ינואר	705	1,966	4,784	36	2,963	10,454
מברואר	718	2,021	5,258	—8	2,833	10,822
מארס	715	2,087	5,403	—16	2,607	10,796
אפריל	743	2,158	5,406	—27	2,954	11,234
מאי	759	2,183	5,519	3	2,993	11,457
יוני	776	2,289	5,998	33	3,058	12,154
יולי	797	2,313	6,542	20	3,125	12,797
אוגוסט	811	2,370	6,184	20	3,282	12,667
ספטמבר	823	2,424	6,355	23	3,294	12,919
דצמבר	433	2,715	6,092	132	3,588	12,960

** כולל יתרת המילווה קצר כוועד שהוחזקה בידי הבנקים.

שנית, חלו שינויים קיצוניים בהרכב הביקוש לנכסים כספיים, שהגבילו את יכולת הביקוש להרחיב אשראי הרבה מעבר למתחייב מההאטה בעליית בסיס הכסף. משקל המזומנים בגידול בבסיס הכסף היה 51 אחוזים ב-1973 (9) לעומת 31 אחוזים ב-1972 (9). משקל הפיקדונות לזמן קצוב בעלייה בפיקדונות הלא צמודים של הציבור בבנקים היה 48 אחוזים ב-1972 (9), ואילו ב-1973 (9) הם לא עלו כלל. הגידול המהיר אירע ב-1973 (9) במזומנים במחזור ובפיקדונות עובר ושב — נכסים של הציבור, שעלייתם אינה מאפשרת כמעט הרחבת אשראי בנקאי לציבור, בעוד שהפיקדונות לזמן קצוב — ששיעור הנזילות עליהם נמוך, לא עלו כלל. ב-1973 (9) עלו בשיעור מהיר ההפקדות במסגרת תכניות החיסכון, אך גם פיקדונות אלה אינם מקור להרחבת אשראי, שכן הנזילות עליהם מתקרבת ל-75 אחוזים, והשימוש בכספי התכניות חייב להתחשב בהיות ההתחייבויות למפקידים צמודות.

שלישית, בעקבות התגברות הביקוש לאשראי והגידול האיטי במקורות החופשיים למתן אשראי נמצאו הבנקים בגירעונות נזילות במשך כל התקופה. הממוצע היומי של הגירעונות עלה בהדרגה מאז ינואר והגיע לשיא עונתי באפריל וירד במהירות בחודשים מאי ויוני (ראה לוח י"ג-6). יש להדגיש, כי גיוס הון עצמי באמצעות הנפקות מניות ושטרי חוב הוגנים בסך 350 מיליון ל"י איפשר את הרחבת האשראי לציבור מבלי שגירעונות הבנקים יהיו עוד יותר גדולים. רביעית, ההתרחשויות האינפלציוניות הגבירו את הביקוש לאשראי בנקאי והשתקפו בעיקר בעלייתו המהירה ברביע הראשון של השנה. הריבית הדביטורית הועלתה באחוז אחד לקראת סוף הרביע השלישי אך במשך כל התקופה לא יכלו הבנקים להענות לכל הביקוש לאשראי. ברביע הראשון של 1973 לא עלו אמצעי התשלום, בבסיס הכסף חלה ירידה תלולה והאשראי

הבנקאי החופשי וגירעונות הנוזילות עלו במהירות. התפתחות זו היא המשך מגמת ההאטה בעליית בסיס הכסף, שהחלה במחצית השנייה של 1972, כשברביע הראשון של 1973 היתה דחיית תשלומים מצד הממשלה הגורם העיקרי, שבלם את ההתרחבות המוניטרית. ספיגת הממשלה בחודשים ינואר עד מארס היא אמנם תופעה עונתית אך ב-1973 נעשו מאמצים ניכרים לדחות תשלומים לשנת התקציב הבאה, ובמיוחד — תשלומים שלא היו מתוקצבים מלכתחילה. לצד התפתחות זו נמשכה ההאטה בהמרות מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי, שהסתמנה כבר באמצע 1972, כך שגורם מרחיב זה לא קיזז את הספיגה שנעשתה על ידי פעולות הממשלה.

הירידה בבסיס הכסף הרחב ברביע הראשון של 1973 הסתכמה ב-290 מיליון ל"י, שהן 5.3 אחוזים, לעומת עלייה בשיעור 6.5 אחוזים בתקופה המקבילה ב-1972¹ (ראה לוח י"ג-5).

הירידה העונתית בבסיס הכסף והמשך הפעילות הכלכלית ברמה גבוהה הגבירו את הביקוש לאשראי בנקאי: האשראי החופשי בין סוף דצמבר 1973 לסוף מארס 1974 עלה ב-14.5 אחוזים וסך כל האשראי הבנקאי לציבור עלה ב-9.8 אחוזים. זאת הסיבה, כמובן, שעל אף הספיגה המאסיבית של הממשלה לא ירדו אמצעי התשלום בתקופה זאת. ההתרחבות המהירה של האשראי החופשי, שאירעה תוך ירידה רצופה בנכסים הנוזלים של הבנקים העלתה את גירעונות הנוזילות שלהם מרמה של כ-50 מיליון ל"י בסוף דצמבר 1972 לכ-500 מיליון ל"י בתחילת אפריל 1973. המצב המוניטרי השתנה מן הקצה אל הקצה באפריל, ועד לחודש ספטמבר עלו אמצעי התשלום בשיעור חודשי ממוצע של כ-3 אחוזים.

המפנה בהצע הנוזילות ברביע השני והשלישי של 1973 נעוץ בהזרמה ניכרת באמצעות התקציב: ברביע השני הוזרמו כ-400 מיליון ל"י, וברביע השלישי — כ-200 מיליון ל"י. כמו כן נמשכה ההזרמה מפעולות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי, המגיעה לשיא עונתי בחודשים אפריל ומאי.

כתוצאה מהזרמות אלה התאפשר גידול מהיר של אמצעי התשלום בחודשים אפריל עד ספטמבר על אף גירעונות הנוזילות הניכרים, שהתקיימו בתחילת אפריל. יתר על כן, הזרמת הנוזילות בהיקף כה רב — בסיס הכסף גדל בששת החודשים בכ-23.3 אחוזים — הביאה לגידול מהיר באמצעי התשלום, על אף שהאשראי החופשי לא גדל והיתה ירידה בולטת בגירעונות הנוזילות של הבנקים².

מעניין לשים לב, כי בששת החודשים שבין אפריל לספטמבר התפתח בסיס הכסף לסירוגין: בחודשים אפריל יוני ואוגוסט היתה בו קפיצה גדולה, ואילו במאי, יולי וספטמבר היה הגידול בבסיס הכסף מתון יחסית. במקביל, ניתן להצביע על כך שבאותם חודשים, שבהם היה הגידול בבסיס הכסף מתון יחסית, חלה קפיצה באשראי החופשי, ובחודשים שבהם הוזרמה נוזילות בהיקף ניכר באמצעות עירויים חיצוניים ירד האשראי החופשי (או הואט קצב עלייתו ניכרת).

המדיניות המוניטרית של בנק ישראל בתקופה עד פרוץ המלחמה כוונה לריסון לחצי הביקוש החזקים, שהתקיימו במשק באותה תקופה ולהאט קצב ההתרחבות המוניטרית.

א. בין ה-11 לינואר ל-8 בפברואר הועלו בהדרגה שיעורי הנוזילות על שני סוגי הפיקדונות לזמן קצוב ב-2 אחוזים. לאחר ההעלאה הגיע שיעור הנוזילות על פיקדונות המופקדים ל-6 חודשים ויותר ל-25 אחוזים ועל הפקדות לתקופה שבין 4 ל-6 חודשים ל-30 אחוזים. על פי יתרת הפיקדונות לזמן קצוב, שהתקיימו במועד העלאת השיעורים, הביאה הפעולה להגדלת חובת החזקת הנוזילות של הבנקים ב-78 מיליון ל"י.

¹ הירידה בבסיס הכסף ברביע הראשון של שנת 1973 בולטת עוד יותר בהשוואה לתקופה המקבילה ב-1972, שכן חלק מהספיגה במארס 1972 (המגיע לכ-150 מיליון ל"י) בוצע ביום האחרון של שנת הכספים והזרם שוב למשק בימים הראשונים של אפריל 1972.

² סך כל האשראי הבנקאי לציבור גדל אומנם בתקופה זו אך מרבית הגידול אירע באשראי במטבע חוץ לענף היהלומים ובוות הניתן באישור אגף מטבע חוץ.

השפעת הסקטורים השונים על בסיס הכסף, 1972 ו-1973

[(+) הגדלת בסיס הכסף, (-) הקטנתו ; מיליוני ל"י]

כל השנה		אוקטובר-דצמבר		ינואר-ספטמבר		
1973	1972	1973	1972	1973	1972	
737	-605	731	-280	6	-325	השפעת פעולות הממשלה והמוסדות הלאומיים *
227	2,550	-358	460	585	2,090	עסקות מטבע חוץ נטו של הסקטור הפרטי **
486	-6	-141	30	627	-36	אשראי במטבע חוץ לסקטור הפרטי
						מבנק ישראל
						סך כול עסקות מטבע חוץ של
713	2,544	-499	490	1,212	2,054	הסקטור הפרטי
						השפעת הצבירה בחשבונות מטבע חוץ
-590	-501	-250	-90	-340	-411	של הציבור (בעיקר פז"ק ותמ"מ) ***
58	-57	211	-71	-153	14	שינויים באשראי בל"י לציבור מבנק ישראל
308	-35	390	52	-82	-87	השפעת הפעולות בשוק הפתוח
225	109	110	48	115	61	גורמים אחרים ****
						סך כל הגורמים לעליית בסיס
1,451	1,455	693	149	758	1,306	הכסף הצר *****

בלוח זה מוצגת השפעת הסקטורים השונים על בסיס הכסף, הבסיס ללוח הם נתוני לוח י"ג-3 ששובדו כמוסבר בהערות הבאות :

- * משיכות נטו של הממשלה מבנק ישראל בתוספת (ניכוי) מכירות (קניות) נטו של מטבע חוץ לבנק ישראל.
- ** העלית (הירידה) בנכסים נטו במטבע חוץ בבנק ישראל בניכוי (תוספת) השפעת הפרשי שיערי בניכוי (תוספת) מכירות נטו של מטבע חוץ על ידי הממשלה ובניכוי הכנסות בנק ישראל במטבע חוץ.
- *** השינוי בחשבונות הנ"ל בניכוי (תוספת) השפעת הפרשי שיערי על חשבונות אלה.
- **** הכנסות נטו של ישראל והפרשי שיערי נטו המצויינים בהערה ** ר"ל....
- ***** הנתונים על שינוי בסיס הכסף בלוח זה שונים במקצת מאלה המופיעים בלוח י"ג-3, שכן אלה המופיעים כאן התקבלו ישירות ממאזן בנק ישראל בעוד שהנתונים על בסיס הכסף בלוח י"ג-3 מקורם במאזן הבנקים.

ב. הטלת חובת השתתפות הבנקים במקורות הקרן למימון היבוא לשם יצוא ספגה 50 מיליון ל"י. אמנם ההלוואות הניתנות מקרן זו הן במטבע חוץ, אך הבנקים חויבו להפקיד בבנק ישראל (בפיקדון שאיננו נכס נזיל) 65 אחוזים מהיקף האשראי הניתן באמצעות הקרן. מחצית אחת של חובת ההפקדה נכנסה לתוקף ביום 22 בפברואר והמחצית השנייה — ביום 14 במארס.

ג. לצד פעולות הספיגה שנמנו לעיל הזרים בנק ישראל 25 מיליון ל"י במשך הרביעי הראשון באמצעות הפעולות בשוק הפתוח. הירידה ביתרת המילווה קצר מועד, שהחלה בנובמבר 1972 ונמשכה בדצמבר ובתחילת ינואר 1973, הביאה את בנק ישראל והבנקים להסכם החיתום על הנפקות המילווה קצר מועד, שנועד למנוע המשך הזרמת נזילות למשק ממקור זה. על פי ההסכם התחייבו הבנקים להגדיל את יתרת המילווה קצר המועד במחזור בכ"4 מיליון ל"י לשבוע, כך שבסוף נובמבר תהיה יתרתו גבוהה בכ"140 מיליון ל"י מהיתרת שהתקיימה באמצע ינואר. ראוי לציין, כי על פי ההסכם לא היו הבנקים חייבים להגדיל את יתרת המילווה בחודש מארס, שכן בחודש זה לא היה צפוי עודף נזילות.

ד. לאחר ההזרמה הגדולה של נזילות למשק בחודש אפריל והירידה בגירעון הנזילות חידש בנק ישראל את פעולות הספיגה ב"17 במאי, עם הגדלת חלקם של הבנקים במקורות הקרן למימון ב"20 אחוזים והעמדתו על 65 אחוזים. צעד זה חייב את הבנקים להגדיל את הפקדותיהם בבנק ישראל ב"118 מיליון ל"י, בהדרגה.

לוח י"ג-5

התפתחות בסיס הכסף לפי רכיביו, 1971 עד 1973

(מיליוני ל"ר)

סוף התקופה	מזומנים בידי הציבור (1)	גכסים של המוסדות הבנקאיים (2)	בסיס הכסף הצר (3) = (1) + (2)	שחרורים מנוזלות (4)	גירעון מוכר והפרש משולב (5)	בסיס הכסף הרחב נתונים מקוריים (6) = (3) + (4) + (5)	הגידול בכסף הכסף על פי נתונים מקוריים (אחרים)	הגידול בכסף הכסף על פי נתונים מנוכי עונתיות (אחרים)
1971	1,584	1,955	3,540	635	—	4,175	43.2	
1972	1,974	3,030	5,004	474	4	5,482	31.3	
1973	2,715	3,588	6,303	608	25	6,936	26.5	
1973 ינואר	1,966	2,963	4,929	477	—	5,406	—1.4	0.0
פברואר	2,021	2,833	4,854	487	25	5,366	—0.7	—1.5
מארס	2,087	2,607	4,694	492	—	5,186	—3.4	—1.4
אפריל	2,158	2,954	5,112	470	—	5,582	7.6	4.8
מאי	2,183	2,993	5,176	443	112	5,731	2.7	1.0
יוני	2,289	3,058	5,347	464	106	5,917	3.2	2.2
יולי	2,313	3,125	5,438	515	105	6,058	2.4	1.4
אוגוסט	2,370	3,282	5,652	547	119	6,318	4.3	5.2
ספטמבר	2,424	3,293	5,717	551	95	6,363	0.7	0.7
אוקטובר	2,678	*3,614	*6,292	547	79	*6,918	8.7	11.3
נובמבר	2,671	*3,796	*6,467	539	66	*7,072	2.2	2.4
דצמבר	2,715	3,588	6,303	608	25	6,936	—2.0	—1.8

* נתונים ארעיים.

על פי קצב עליית פיקדונותיהם. מרבית חובת הגדלת ההפקדות נקבעה על פי העלייה בפיקדונות לזמן קצוב, ואלה לא עלו כלל מאז מאי. בשל כך היה קצב הספיגה איטי למדי. עם זאת יש לזכור, כי השיטה, שעל פיה נקבע קצב חובת ההפקדה של הבנקים, נועדה למנוע, בראש וראשונה, עליית האשראי החופשי לציבור. אכן יתרת האשראי החופשי בסוף אוגוסט היתה ברמה השווה ליתרתו באמצע מאי. זאת, על אף שהספיגה בפועל באמצעות צעד זה במשך החודשים וחצי אלה לא היתה גדולה.

ה. בחודש יולי נקט בנק ישראל צעד נוסף למניעת גידול האשראי לציבור והטיל חובת נזילות בשיעור 100 אחוזים על הגידול באשראי הבנקאי החופשי מעל רמתו ב-18 ביולי 1973. צעד זה לווה בהטלת קנסות על גירעונות נזילות על האשראי, שנועדה להוות תמריץ לבנקים להקטין את גירעונות הנזילות הנכרים, שנוצרו בחודש יולי וכיוון להפעלה לתקופה מוגבלת של ארבעה חודשים. ראוי לציין, כי זו היתה הפעם הראשונה, שבנק ישראל הפעיל את סמכותו וחייב את הבנקים להחזיק נזילות כנגד אשראי. בעבר השתמש הבנק בקביעת תקרות אשראי. צעד זה לא הביא לספיגת נזילות במישור, שכן עד מועד ביטולו, באוקטובר, לא הגיעה יתרת האשראי החופשי לרמתו הגבוהה שהתקיימה ביום הקובע. עם זאת ירד היקף האשראי החופשי מאז המחצית השנייה של יולי — ירידה הקשורה בחלקה בהזרמת נזילות ניכרת באוגוסט, אך, כנראה, גם בתמריץ, שנוצר בעקבות הטלת חובת נזילות על אשראי לצמצום האשראי החופשי ולהקטנת גירעון הנזילות על פיקדונות.

לסיכום, המדיניות המוניטרית של בנק ישראל בתשעת החודשים הראשונים של 1973 הופעלה לספיגת נזילות כהמשך למדיניות הספיגה, שמנהל הבנק בשנים האחרונות. אולם הפעלתה הביאה לספיגת סכומים הנמוכים מאלה שנספגו בשנת 1972. בתשעת החודשים הראשונים של 1972 ספגו פעולות בנק ישראל 470 מיליון ל"י באמצעות העלאות שיעורי הנזילות ושינוי מבנה הקרנות (על פי יתרת הפיקדונות והקרנות במועדי העלאות) לעומת כ-190 מיליון ל"י ב-1973. הספיגה הנמוכה ב-1973 (9) קשורה בשתי תופעות.

ראשית, בחודשים ינואר עד ספטמבר 1973 היתה ההזרמה, שנבעה מפעולות הממשלה ומאזן התשלומים, נמוכה במידה ניכרת מההזרמה בתקופה המקבילה ב-1972. ואכן, על אף הספיגה המועטת יותר עלו ב-1973 (9) בסיס הכסף, אמצעי התשלום והפיקדונות לזמן קצוב בשיעור הנמוך יותר מאשר ב-1972 (9).

שנית, המהלך הלא אחיד של ההתפתחות המוניטרית במשך התקופה הכביד על ניהול מדיניות ספיגה מצד בנק ישראל. המעבר החרף מעליית בסיס הכסף הרחב ב-3 אחוזים ברביע האחרון של 1972 לירידה תלולה בו ברביע הראשון של 1973 יצר, כאמור, גירעונות נזילות בהיקף ובשיעור חסרי תקדים ויצר התנגדות להפעלת מדיניות הספיגה באופן מידי, עם התחלת הרביע השני. לגורם זה מתקשר גם השינוי, שחל בהרכב ההתרחבות המוניטרית. שינוי זה התבטא בהפסקת הגידול בפיקדונות לזמן קצוב ולפיכך גם במקורות החופשיים של הבנקים למתן אשראי.

ב. התקופה מאז חודש אוקטובר

מאז פרוץ המלחמה ניהלו הרשויות המוניטריות מדיניות מרחיבה, תחילה מתוך רצון לספק את צרכי הנזילות המיוחדים בתקופת הקרבות ואחר-כך מתוך רצון לא להסתכן בשיבושים בפעילות הכלכלית לאור הגיוס של עובדים וציוד ולאור אוירת אי הודאות ששררה בתחומי הפעילות השונים. גם בתקופה שבין הפרדת הכוחות לסוף שנת התקציב 1973/4 לא שונה כיוון המדיניות המוניטרית, שכן אוירת אי הודאות שהתקיימה במשך עוררה חשש מירידה בפעילות הכלכלית. במקביל לרצון הרשויות המוניטריות לספק נזילות נוספת, שנדרשה בגלל גורמי שעת החירום, התעורר מאז דצמבר ביקוש חזק לאשראי, שאיננו קשור דווקא למצב החירום אלא לפעולות בשוק איגרות החוב ובמטבע התוך. בגלל החשש שמא יפגעו צעדים המכוונים נגד הפעילות

באיגרות חוב ומטבע חוץ במידה זו או אחרת בצרכים הלגיטימיים של אשראי, שהוסברו לעיל. נמשכה מדיניות ההזרמה גם ברביע הראשון של 1974. עם זאת, הוחלט כבר בחודש מארס על החזרת הקנסות על גירעונות הנזילות לרמה שלפני אוקטובר 1973, שנכנסה לתוקף בתחילת מאי. כמו כן נעשו במארס פעולות להעלאת שערי הריבית הבנקאיים והתאמתם במידה מסוימת להתגברות קצב עליית המחירים.

חודש אוקטובר אופיין במשיכות מזומנים בהיקף רב. עם פרוץ המלחמה החלו משיכות מזומנים מאסיביות, כפי שאירע בתקופות מלחמה בעבר, ולכן לא בא הביקוש המוגבר להחזקת מזומנים כהפתעה. במשך החודש עלו המזומנים שבידי הציבור ב-254 מיליון ל"י, התפתחות שהיה בה כדי להחמיר את מצב הנזילות של המוסדות הבנקאיים. יש לזכור, כי בחודש ספטמבר עלה גירעון הנזילות של הבנקים במידה ניכרת והגיע ל-350 מיליון ל"י ביום 3/10/1973 (עליית הגירעון

לוח י"ג-6

אינדיקטורים למצב הנזילות של המוסדות הבנקאיים במטבע ישראלי,

1971 עד 1973

סוף התקופה	שיעור הנזילות הנדרש על פיקדונות רגילים	שיעור הנזילות הפורמלי שהתקיים כנגד פיקדונות רגילים	שיעור השחרורים מנזילות * מנזילות	שיעור הנזילות בפועל כנגד פיקדונות רגילים	עתודות פנויות בסוף החודש (עודפים + גירעונות **)	ממוצע יומי של עתודות פנויות במשך החודש (עודפים + גירעונות —)	היחס בין עתודות פנויות לחובת הנזילות (ממוצע יומי)
(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(אחוזים)
1971	67.5	70.9	22.7	48.2	106	131	7.0
1972	72.0	70.7	13.2	57.5	—47	—33	—0.9
1973	72.0	66.1	13.6	52.5	—280	—66	—1.5
1973 ינואר	72.0	69.9	13.3	56.6	—76	—103	—2.8
פברואר	72.0	65.2	14.4	50.8	—245	—224	—6.2
מארס	72.0	59.9	13.7	46.2	—441	—267	—7.5
אפריל	72.0	63.7	12.6	51.1	—310	—416	—11.4
מאי	72.0	68.7	14.8	53.9	—125	—276	—7.5
יוני	72.0	67.5	14.3	53.2	—181	—156	—4.1
יולי	72.0	66.4	15.5	50.9	—231	—249	—6.5
אוגוסט	72.0	69.9	16.0	53.9	—86	—113	—2.9
ספטמבר	72.0	66.9	14.8	52.1	—223	—165	—4.1
אוקטובר **	72.0				—52	—244	—5.8
נובמבר **	72.0				21	105	2.4
דצמבר	72.0	66.1	13.6	52.5	—280	—66	—1.5

* לצורך החישוב כאן נכללו גירעונות הנזילות המוכרים וההפרש המשולב בשחרורים מנזילות. ** נתונים ארעיים.

בספטמבר היתה תוצאה של הביקוש העונתי החזק לנזילות, שהתבטא בספטמבר בגידול רב באשראי לציבור אף כי הנכסים הנזילים של הבנקים לא עלו בחודש זה).

צעדי המדיניות המוניטריות, שננקטו כבר בשבוע הראשון של הקרבות, נועדו לספק את הביקוש החזק למזומנים, למנוע צמצום האשראי ללקוחות הבנקים ולמנוע שיבושים במערכת הייצור והשיווק בגלל מחסור באשראי.

הצעד הראשון במסגרת זו היה שחרור הבנקים מחובת החיתום על מילווה קצר מועד. צעד זה הוזרם כ-30 מיליון ל"י בשבוע, החל ביום 10 באוקטובר. לאחר מכן הוזרמו 100 מיליון ל"י לבנקים כניכיון משנה לשעת חירום, ובנובמבר הוחלט על הפחתת הקנסות על גירעונות בנזילות ל-5 אחוזים בלבד (במקום השיעורים של 10 עד 17 אחוזים, שהיו נהוגים קודם) אף זו כפעולה זמנית לתקופת החירום.

במקביל לפעולות לשיפור מצב הנזילות של המוסדות הבנקאיים ננקטו צעדים לפתור את בעיות המימון של ענפים ספציפיים; צעדים אלה שנועדו לתקופה מוגבלת, פתרו בעיות של זמינות אשראי ובד בבד הגדילו גם את נזילות הבנקים. מיד אחרי פרוץ המלחמה נעשו סידורים למימון משלוחי יצוא, שהתעכבו בגלל המלחמה — בתחילה על ידי אשראי מקרן המשלוחים ואחר כך על ידי נכיון משנה של שטרות יצואנים.

לאחר מכן נעשו סידורים לביצוע נכיונות משנה ושיחורורים מנזילות לשיפור מצב המימון של ענפי התעשייה, המלאכה, החקלאות והתחבורה. ראוי לציין, כי מלבד האשראי ליצואנים והאשראי לחקלאות לא ניתנו אשראים אלה בתנאי האשראי המוכוון והלווים שילמו שערי ריבית הנמוכים אך במעט משערי הריבית של השוק.

התוצאה של פעולות אלה באוקטובר היתה הזרמת נזילות על ידי בנק ישראל בסך 283 מיליון ל"י, סכום העולה במקצת על היקף משיכות המזומנים בחודש זה.

במקביל לפעולות בנק ישראל הוזרם האוצר סכומים ניכרים באוקטובר במטרה למנוע החרפה לא רצויה במצב הנזילות במשק. פעולות האוצר התבצעו בדרך של החשת התשלומים לספקי משרדי הממשלה השונים ומעבר הדרגתי לתשלום במזומנים, באותם מקרים שהדבר אפשרי. כתוצאה מפעולות אלה ומעייכובים מסויימים בגביית מסים עקיפים הסתכמה הזרמת הנזילות מצד הממשלה באוקטובר ב-330 מיליון ל"י, סכום העולה במידה ניכרת על הזרמתה בחודשים קודמים.

כנגד גורמים מרחיבים אלה היתה ספיגה מסויימת, הנובעת מפעולות הסקטור הפרטי במטבע חוץ, שכן מכירות מטבע חוץ לבנק ישראל נפסקו — להיפך, היו קניות בהיקף קטן.

במרצת חודש אוקטובר התברר כי בגלל נסיבות המלחמה ובגלל הזרמת הכספים המאסיבית מצד החשב הכללי ובנק ישראל ירדה יתרת האשראי החופשי בכ-180 מיליון ל"י בין ה-3 לאוקטובר ל-31 בו. הירידה באשראי, ולכן העלייה האיטית בחשבוניות עו"ש של הציבור מצד אחד, והגידול המהיר בנכסים הנזילים של הבנקים, מצד שני, הביאו להקטנת גירעונות הנזילות ב-300 מיליון ל"י עד סוף החודש על אף שהקנסות הנמוכים על הגירעונות לא היוו תמריץ לצמצומם.

בחודשים נובמבר ודצמבר התברר בהדרגה, כי המכשולים העיקריים לחידוש היקף הפעילות הכלכלית נעוצים בתחום כוח האדם והתחבורה, ובמספר ענפים — גם בתחום הביקוש.

המשך הירידה באשראי החופשי בנובמבר, הביקוש חסר התקדים לרכישת איגרות חוב צמודות בנובמבר ודצמבר ואינדיקטורים אחרים הצביעו על העדר מחסור בנזילות. לפיכך נפסקה כמעט הזרמת נזילות באמצעות מתן אשראי על ידי בנק ישראל בחודשים נובמבר ודצמבר. הפעולות בשוק הפתוח — הירידה במילווה קצר מועד — אמנם הוזרמה כ-140 מיליון ל"י לחודש, אולם סביר להניח, כי למעשה לא ארעה הזרמה ניכרת באמצעות הירידה במילווה, שכן הכספים, שהשתחררו באמצעות פדיון המילווה קצר המועד, הופנו לרכישת נכסים צמודים — איגרות חוב ותכניות חיסכון — והם משתקפים בעליית תקבולי האוצר.

האוצר המשיך בפעולות להחשת תשלומים בחודשים נובמבר והגדיל במידה ניכרת את התשלומים המקומיים בהשוואה לרמתם לפני המלחמה. אף על פי כן ירדה הזרמתו לרמה של 284 מיליון ל"י בנובמבר ו-103 מיליון ל"י בדצמבר, שכן היקף התקבולים ממכירת איגרות חוב צמודות לציבור, שהונפקו על ידי הממשלה והמוסדות הכספיים, היה בממדים חסרי תקדים. בכיוון הפוך להורמת האוצר פעלה הירידה במכירות מטבע חוץ על ידי הסקטור הפרטי. המגמה של מעבר ממכירות נטו של מטבע חוץ לקניות נטו החל, כאמור, באוקטובר אך מאז דצמבר ובמיוחד ברביע הראשון של 1974 חלה בה התגברות ניכרת. סביר להניח כי התפתחות זו קשורה בהיווצרות ציפיות לפיחות הל"י לאחר הבחירות, שעליהן מצביעה העלייה בשערי הנכסים הצמודים למטבע חוץ. (במובנים רבים היא מזכירה את ההתפתחות בחודשים הסמוכים לבחירות שהתקיימו בנובמבר 1969). אף שרכישות מטבע חוץ נטו על ידי הסקטור הפרטי אינן גדולות ביחס להיקף היצוא, היבוא וההעברות והאשראי מחוץ לארץ, הרי שיש להן משקל נכבד בקביעת כיוון ההתפתחויות המוניטריות.

התוצאה נטו של העירוניים החיצוניים היתה, כי בנובמבר עלו הנכסים הנזילים של הבנקים ב-186 ל"י, ובדצמבר חלה בהם ירידה של 73 מיליון ל"י. עליית המזומנים בידי הציבור נפסקה בנובמבר, ובדצמבר חלה בהם עלייה לא גדולה.

בנובמבר המשיך האשראי החופשי לרדת בקצב מהיר, על אף ההאטה בהורמת נזילות במשק, וב-28 בחודש היו לבנקים עודפי נזילות בסך 94 מיליון ל"י, על אף שבנק ישראל גבה מהם את נכיון המשנה לשעת חירום בסך 100 מיליון ל"י יומיים קודם לכן.

בדצמבר החל האשראי החופשי לגדול מחדש, ובמקביל לעלייה זו נוצרו גירעונות נזילות החל במחצית השנייה של החודש. בחודש זה התגלתה השפעתה של הקנסות הנמוכים המשמשים מעין "ססתום ביטחון" המבטיח את רמת הנזילות במשק בתקופה שחלה בה ספיגה גדולה, לא צפויה, בנזילות ממאזן התשלומים או מפעולות הממשלה. בתנאים כאלה עלולות התנודות הקיצוניות במצב הנזילות להביא לתפניות לא רצויות בהצע האשראי הבנקאי לציבור ולפגיעה לא מוצדקת בחלק מסוים של הענפים והיחידות הכלכליות, ולכן החליט בנק ישראל להאריך את תוקף הפחתת הקנסות עד תחילת מאי 1974.¹

בחודש דצמבר עדיין לא היתה הערכה מלאה על הממדים, שעתידה ללבוש רכישת איגרות החוב והנכסים במטבע חוץ. אף כי במשך דצמבר עלה האשראי החופשי בקרוב ל-400 מיליון ל"י והעתודות הפנויות ירדו בכ-300 מיליון ל"י הרי בסוף החודש היתה רמת האשראי החופשי גבוהה אך במקצת מהרמה שהתקיימה בסוף ספטמבר.

בינואר 1974 הגיעה ההתפתחות הספקולטיבית לשיא, ובחודש זה ירדו הנכסים הנזילים בקרוב ל-900 מיליון ל"י. הגורמים לכך היו הרכישות המוגברות של איגרות חוב ושל נכסים במטבע חוץ, שלוו בהתרחבות מהירה של האשראי החופשי ושל גירעונות הנזילות. מצב עניינים דומה נמשך גם בחודש פברואר שבו ירדו הנכסים הנזילים ב-200 מיליון ל"י. הירידה הואטה בפברואר בגלל הפסקת ההנפקה של איגרות "ברירה" וצמודות 6.5% בשבוע הראשון של החודש; עם חידוש הנפקת איגרות לקראת סוף החודש הוצעו לציבור איגרות, שתנאיהן נוחותים במידה ניכרת מאלה של האיגרות שהנפקתן הופסקה. כמו כן פועלות, בדרך כלל, השפעות עונתיות להתגדלת תקבולי מטבע חוץ בחודש פברואר, שהביאו להקטנת הספיגה, שנבעה מהרכישות נטו של מטבע חוץ. עם זאת, סביר להניח כי גם אלמלא שני גורמים אלה לא יכול היה הציבור להמשיך ולבצע פעילות ספקולטיבית בממדים של הפעילות בינואר. ההשפעה של התפתחויות אלה על הפעילות במשק נידונה בסעיף 2 לעיל. כאן נציין, כי ב-13 בפברואר הגיעו גירעונות הנזילות

¹ תוקף הוראת השעה המקורית היה עד 28 בנובמבר, והיא הוארכה שלוש פעמים: תחילה עד ה-2 בינואר ואחר כך עד ל-3 באפריל, ובסופו של דבר הוחלט, כי הקנסות יחזרו לרמה שלפני המלחמה בתחילת מאי.

של הבנקים לשיא חסר תקדים של 828 מיליון ל"י (23 אחוזים מהנכסים הנזילים של הבנקים באותו יום).

אין ספק, כי הקנסות הנמוכים, שהתקיימו עד תחילת מאי 1974 סייעו לביצוע חלק מהרכישות של מטבע חוץ ואיגרות חוב, אך בנק ישראל נמנע מהעלאתם או מנקיטת צעדים אחרים לצמצום הגירעונות מתוך חשש שמא ייפגעו מהעלאת הקנסות דווקא המפעלים והענפים, הזקוקים לאשראי בגלל נסיבות שעת החירום; מה גם שהפעילות הספקולטיבית אירעה בתקופה שלפני הפרדת הכוחות, שבה עדיין היה גיוס בהיקף רב ובה היה ספק האם גם ב-1974 יתקיימו לחצי ביקוש.

מאחר שהקנסות לא הועלו ולא נעשו פעולות אחרות לצמצום הגירעונות על ידי צמצום האשראי, שוב לא היה מקום לתת לגודל הגירעונות את המשמעות המוניטרית המקובלת. מאז המחצית השנייה של ינואר נקט בנק ישראל צעדים לצמצום גירעונות הנזילות על ידי צעדי הזרמה שונים, שמראש נועדו להיות ארעיים, במובן שביטול ההזרמה יבוצע במהירות אם יתברר בראשית שנת הכספים 1974/75, שיש צורך בפעולות ספיגה. האוצר, מצידו, פעל אף הוא להזרמת נזילות הן על ידי שינוי התנאים בשוק איגרות החוב בפברואר והן על ידי הימנעות מחלק מהפעולות הסופגות המתבצעות עם סיום שנת הכספים.

במסגרת הצעדים לצמצום גירעונות הנזילות של הבנקים הוקטנה השתתפותם במקורות קרנות היצוא כדלקמן:

ביום 25 בינואר קטנה ההשתתפות ב-15 אחוזים. (הזרמת 187 מיליון ל"י).
ביום 28 בפברואר קטנה ההשתתפות ב-10 אחוזים. (הזרמת 131 מיליון ל"י).
בנוסף על כך הורדו שיעורי הנזילות על פיקדונות לזמן קצוב ביום 7 במארס כדלקמן:
על פיקדונות ל-6 חודשים הורדה ב-5 אחוזים (מ-25 ל-20 אחוזים)
ועל פיקדונות לתקופה של 4 חודשים הורדה ב-4 אחוזים (מ-30 ל-26 אחוזים).
צעד זה הקטין את חובת הנזילות של הבנקים ב-180 מיליון ל"י.

במקביל לצעדים אלה החליט בנק ישראל להחזיר את הקנסות לקדמותם והודיע על כוונתו להחזיר את שיעורי ההשתתפות הבנקים בקרנות לקדמותם, אם תתרחש ההתרחבות המוניטרית מופרות בתחילת שנת הכספים 1974/5. כמו כן יש לציין, כי הורדת שיעורי הנזילות על פיקדונות לזמן קצוב במארס 1974 לוותה בהמרצת הבנקים להתאים את מבנה שערי הריבית הבנקאיים להחשת קצב עליית המחירים. במסגרת פעולה זו הועלתה הריבית על פיקדונות לששה חודשים בבנקים הגדולים מ-13.5 אחוזים ל-14.5 אחוזים וכן הועלתה הריבית הדביטרית על חח"ד באחוז אחד והגיעה ל-18.5 אחוזים.

4. אמצעי התשלום

בשנת 1973 עלו אמצעי התשלום ב-1.805 מיליון ל"י, שהם 32.4 אחוזים, שיעור העולה על הגידול בהם בשנת 1972, שהגיע ל-28.7 אחוזים.¹
התפתחות אמצעי התשלום בשנת 1973 לא היתה אחידה, גם לאחר ניכוי ההשפעות העונתיות.
ברביע הראשון לא עלו אמצעי התשלום, וברביע השני והשלישי חלה בהם עלייה בשיעור חודשי ממוצע של כ-3 אחוזים (ראה לוח י"ג-7).
חודש המלחמה אופיין על ידי ביקוש רב להחזקת אמצעי התשלום בעיקר למזומנים אך גם

¹ העלייה באמצעי התשלום במשך שנת 1973 חייבה להגיש שני דוחות על עליית אמצעי התשלום. הראשון לתקופה שבין סוף יולי 1972 לסוף יוני 1973 והוגש באמצע יולי והשני עסק בתקופה שבין סוף יוני לסוף אוקטובר 1973 והוגש באמצע פברואר 1974.

לוח י"ג-7

אמצעי התשלום ואחוז המזומנים באמצעי התשלום לפי חודשים, 1973

סוף התקופה	מזומנים		פקדונות עובר ושב		כלל אמצעי התשלום		כלל אמצעי התשלום בניכוי עונתיות		אחוז המזומנים באמצעות התשלום	
	סך הכל	העלייה או הירידה מסוף החודש לסוף החודש	סך הכל	העלייה או הירידה מסוף החודש לסוף החודש	סך הכל	העלייה או הירידה מסוף החודש לסוף החודש	סך הכל	העלייה או הירידה מסוף החודש לסוף החודש	נתונים מקוריים	מגוּכה עונתיות
	(ל"י)	(אחוזים)	(ל"י)	(אחוזים)	(ל"י)	(אחוזים)	(ל"י)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)
1972 דצמבר	1,974	0.3	3,613	4.6	5,587	3.1	5,606	2.1	35.3	35.3
1973 ינואר	1,966	-0.4	3,545	-1.9	5,511	-1.4	5,623	0.3	35.7	35.0
פברואר	2,021	2.8	3,518	-0.8	5,539	0.5	5,642	0.3	36.5	36.0
מארס	2,087	3.3	3,542	0.7	5,629	1.6	5,664	0.4	37.1	36.8
אפריל	2,158	3.4	3,698	4.4	5,856	4.0	5,769	1.8	36.9	37.4
מאי	2,183	1.2	3,721	0.6	5,904	0.8	5,882	2.0	37.0	37.1
יוני	2,289	4.9	3,907	5.0	6,196	4.9	6,108	3.9	36.9	37.4
יולי	2,313	1.0	3,962	1.4	6,275	1.3	6,228	2.0	36.9	37.1
אוגוסט	2,370	2.5	4,070	2.7	6,440	2.6	6,434	3.3	36.8	36.7
ספטמבר	2,424	2.3	4,271	4.9	6,695	4.0	6,604	2.6	36.2	36.5
אוקטובר	2,678	10.5	4,455	4.3	7,133	6.5	7,112	7.7	37.5	37.7
נובמבר	2,671	-0.3	4,533	1.8	7,205	1.0	7,291	2.5	37.1	36.8
דצמבר	2,715	1.7	4,677	3.2	7,392	2.6	7,407	1.6	36.7	36.7

לפיקדונות עובר ושב – והם עלו ב-6.5 אחוזים, שהם עלייה ב-7.7 אחוזים לאחר ניכוי ההשפעות העונתיות המצמצמות הקיימות בחודש זה.

הגידול באמצעי התשלום בחודש המלחמה איננו מפתיע שכן גם בתקופות קודמות של מלחמה אירעה תופעה דומה. הביקוש להחזקת מזומנים על ידי המגויסים והעורף קופץ באופן תלול וכן גדלה החזקת פיקדונות עובר ושב בגלל עיכוב בביצוע עסקות מסוימות.¹

בחודש נובמבר עלו אמצעי התשלום באחוז אחד (2.5 אחוזים לאחר ניכוי העונתיות) ובדצמבר הם עלו ב-2.6 אחוזים (1.6 אחוזים לאחר ניכוי העונתיות). בחודש ינואר הם ירדו בשיעור 7.2 אחוזים (5.5 אחוזים לאחר ניכוי גורמי העונתיות) ובחודש פברואר התחדשה עלייתם בשיעור מתון: 1.3 אחוז (1.2 אחוז בניכוי עונתיות).

בסעיף 2 לעיל הוסבר, כי ההאטה בעליית אמצעי התשלום מאז חודש דצמבר וירידתם התלולה בינואר קשורים בשינויים בביקוש להחזקת נכסים נזילים, שעיקר ביטויה היה מעבר להחזקת איגרות חוב צמודות ולרכישת מטבע חוץ.

התפתחות היחס בין מזומנים לעובר ושב בשנת 1973 מחייבת תשומת לב מיוחדת. כזכור, נמצא חלקם של המזומנים בירידה רצופה כמעט מאז אמצע שנת 1970 עד סוף 1972, ואילו בשנת 1973 החל משקל המזומנים לעלות, התפתחות שהתחזקה מאז אוקטובר 1973.

התפתחות זו קשורה, כנראה, להתגברות הציפיות האינפלציוניות כבר בתחילת 1973 ול-התעצמותן בתקופה שאחרי מלחמת יום הכיפורים. הנתונים בלוח י"ג-7 מצביעים על העלייה במשקל המזומנים במשך כל השנה והתמונה המתקבל בלוח מתחדדת כאשר מוסיפים את הנתונים לחודשים הראשונים של 1974.

על פי נתונים מנוכי עונתיות עלו המזומנים במחזור בין סוף ספטמבר 1973 לסוף פברואר 1974 ב-12.2 אחוזים בעוד שפיקדונות עובר ושב עלו ב-4.3 אחוזים בלבד. משקל המזומנים שהיה 57 אחוזים (מנוכה עונתיות) בספטמבר הגיע ל-62 אחוזים בפברואר 1974. סביר להניח, כי עד סוף פברואר הותאמה מחדש החזקת המזומנים על ידי הציבור, לאחר המשיכות המוגברות בחודש אוקטובר, והגידול במזומנים מוסבר רובו ככולו על ידי העלייה בערך העסקות, בעקבות עליות המחירים, שאירעה מאז הרביע האחרון של 1973. לעומת זאת הנתונים על התפתחות פיקדונות עובר ושב מצביעים על ירידה ברורה ביחס בינם לבין העסקות במשך. לכן יש להניח, כי אכן חלו שינויים בדפוסי החזקת נזילות.

5. הנכסים הכספיים האחרים שבידי הציבור²

בשנת 1973 עלו הנכסים הכספיים האחרים שבידי הציבור – פיקדונות לזמן קצוב בל"י ובמטבע חוץ, המילווה קצר המועד ותכניות החיסכון – ב-16.1 אחוזים, לעומת עלייה בשיעור 19.7 אחוזים בשנת 1972. התפתחות הקבוצה מבטאת כיווני התפתחות מנוגדים של רכיביה: הפיקדונות לזמן קצוב בל"י והמילווה קצר מועד ירדו במשך השנה בהשוואה לרמתם בסוף 1972, ואילו קצב עליית תכניות החיסכון המאושרות ופיקדונות הציבור במטבע חוץ הוחש במידה ניכרת לעומת עלייה שחלה בהם בשנת 1972 (ראה לוח י"ג-8).

התפתחות זו, והגידול ברכישת איגרות חוב צמודות מצד הציבור ב-1973, מצביעים על התגברות ניכרת של הביקוש להחזקת נכסים צמודים, שהיא תולדה של הציפיות לעליות מחירים

¹ הדברים אמורים במשקי בית וביחידות כלכליות שונות שתקבליהן לא נפגעו אך הם עיכבו ביצוע תשלומים.

² יש לשים לב, כי לגבי מספר סוגי נכסים חלו שינויים מסוימים בהגדרות הנובעים בעיקר מהשינוי בטפסי הדיווח חודשיים של הבנקים. בלוח י"ג-8 הוצגו נתוני סוף 1972 לפי ההגדרה הישנה והחדשה כאחד.

לוח י"ג-8

הנכסים הנכפפים האחרים שכירי הציבור

(מיליוני ל"י)

סך הכול	חשבונות תמ"מ	פז"ק ב' ופיקדונות אחרים במטבע חוץ	חשבונות פז"ק פיצויים	פיקדונות כנגד התחייבויות במטבע ישראלי	פיקדונות במסגרת תכניות היסכון מאושרות	נכסים נושא תשואה שאינם צמודים (3) = (1) + (2)	יתרת המילון קצר המועד שבידי הציבור * (2)	פיקדונות לזמן קצוב במטבע ישראלי (1)	יתירות לסוף התקופה
9,185	1,166		2,984	16	1,483	3,536	677	2,859	1971
10,988	1,391		3,359	29	1,752	4,457	711	3,746	1972
11,159	1,391	1,010	2,311	83	1,779	4,585	711	3,874	1972 (חדש)
12,954	1,791	1,392	2,961	88	2,495	4,227	389	3,838	1973
11,201	1,404	1,016	2,338	98	1,799	4,546	658	3,888	ינואר 1973
11,707	1,556	1,090	2,620	78	1,818	4,545	642	3,903	פברואר
11,749	1,595	1,117	2,689	92	1,851	4,405	601	3,804	מרץ
11,841	1,606	1,145	2,678	83	1,877	4,452	673	3,779	אפריל
12,127	1,662	1,181	2,755	83	1,950	4,496	692	3,804	מאי
12,810	1,860	1,225	3,114	71	2,053	4,487	687	3,800	יוני
13,210	1,924	1,334	3,222	87	2,137	4,506	711	3,795	יולי
13,077	1,846	1,273	3,107	84	2,227	4,540	735	3,805	אוגוסט
13,313	1,917	1,335	3,176	92	2,302	4,491	705	3,786	ספטמבר
13,217	1,907	1,326	3,180	90	2,337	4,377	633	3,744	אוקטובר
12,938	1,806	1,343	3,005	86	2,386	4,312	520	3,792	נובמבר
12,954	1,791	1,392	2,961	88	2,495	4,227	389	3,838	דצמבר

* לא כולל סכומים שהחזיקו הבנקים, בדין וחשבונות קודמים הוצגה יתרת המילון שבמחזור, כלומר הסכומים שהחזיקו הציבור והבנקים. בעקבות הסכם החיתום גדלו בשנת 1973 הסכומים, שהחזיקו הבנקים ולכן היה צורך לשנות את הסדרה.

מהירות. ניצני התפתחות זו הורגשו כבר בשנת 1972 אך בשנת 1973, ובעיקר מאז דצמבר, קיבלה תופעה זו ממדים משמעותיים.

א. חשבונות פז"ק ותמ"מ

בשנת 1973 עלו חשבונות פז"ק ותמ"מ של מקבלי הפיצויים האישיים ב-1,050 מיליון ל"י, שהן 28.4 אחוזים, לעומת עלייה ב-465 מיליון ל"י, שהן 14.9 אחוזים ב-1972. נוסף על כך עלו בשנת 1973 פיקדונות מטבע חוץ אחרים של הציבור, שאינם קשורים בפיצויים אישיים, ב-382 מיליון ל"י לעומת עלייה ב-134 מיליון ל"י ב-1972. הגידול בחשבונות פז"ק ותמ"מ של מקבלי הפיצויים מבטא, מצד אחד, את היקף התקבולים ואת הרכבם ואת הנכונות להמיר את הסוגים השונים של התקבולים מצד שני.

נתוני לוח י"ג-9 מצביעים, כי מבחינת היקף הפיצויים היתה שנת 1973 דומה ל-1972 אך מבחינת משקל הפרשי שער בסך כל המקורות לעליית הפיקדונות היתה שנת 1973 דומה יותר לשנת 1971, שבה אירע פיחות הל"י. שנת 1972 שונה משתי השנים הסמוכות לה בכך שבשנה זו לא נצברו הפרשי שער או הצמדה בהיקף משמעותי;

אם בוחנים את שנת 1973 בשלמותה, אפשר לקבוע, ששיעור ההמרה מתוך פיקדונות פז"ק ותמ"מ היה נמוך יחסית לשנים קודמות.

שיעור ההמרה מתוך סך כל העלייה הפוטנציאלית בחשבונות היה אמנם 42 אחוזים ב-1973 לעומת 34 אחוזים ב-1971, אך יש לזכור, כי פיחות 1971 בא באוגוסט ועד סוף השנה לא היה סיפק בידי המפקידים להתאים את תיק נכסיהם לתוצאות הפיחות. בשנת 1972 היה, כמובן, שיעור המרה גבוה — 66 אחוזים — הן בגלל המשקל הנמוך של הפרשי שער בסך כל מקורות העלייה בחשבונות והן בגלל השפעת התאמת תיקים לתוצאות פיחות אוגוסט 1971. שיעור ההמרה בשנים 1971 ו-1972 כאחד היה 52 אחוזים, שהוא גבוה משיעור ההמרה ב-1973 (42 אחוזים) אף כי משקל הפרשי שער והצמדה היה קרוב למדי בשתי התקופות (33 אחוזים ב-1973 לעומת 28 אחוזים בשנים 1971 ו-1972).

שיעור ההמרה הנמוך יחסית בשנת 1973 הוא תוצאה של התנהגות שונה בחלקי השנה. בתקופה עד ספטמבר נצברו רווחים גדולים בגלל העלייה התלולה בערך המרק הגרמני, ושיעור ההמרה באותה תקופה היה נמוך. בחודשים האחרונים של השנה, משהתברר כי לא צפויה עלייה נוספת של המרק (ואולי אף צפויה ירידה בו) ולאחר שחלף זמן התאמה מסוים, התגברו ההמרות. ראוי לציין כי בחודשים ינואר ופברואר 1974 עת התגברו מאוד הציפיות לפיחות הל"י קטנו ההמרות. בתקופה זו פעלה, כנראה, ציפייה לירידה מסוימת בערך המרק — ייסוף הל"י ביחס למרק — שלוותה בציפייה ברורה לפיחות הל"י ביחס לדולר. סביר להניח, כי שיעור הפיחות הצפוי ביחס לדולר היה גבוה מהייסוף הצפוי ביחס למרק: כך, בסופו של דבר, אופינה ראשית שנת 1974 על ידי צבירה מוגברת בחשבונות פז"ק ותמ"מ.

ב. נכסים כספיים שאינם צמודים

שנת 1973 היתה השנה הראשונה, מאז החל הגידול המהיר בהיקף שוק הכסף בתחילת שנות ה-60, שבה ירדה היתרה של הפיקדונות לזמן קצוב והמילוה קצר המועד במשך השנה. הירידה בסכום של שני נכסים אלה ב-7.8 אחוזים במשך שנת 1973 היא המשך של מגמת ההאטה בקצב עלייתם, שהסתמנה במחצית השנייה של 1971.

¹ העלייה נמשכה עד תחילת יולי, ובאוגוסט ירד שער המרק, אך את הירידה באוגוסט ניתן, אולי, לראות כתיקון מה של הקפיצה בחודשים יוני ויולי, ואת התחלת מגמת הירידה התלולה ניתן לייחס לחודש נובמבר.

בתשעת החודשים הראשונים של 1973 ירדה היתרה בשיעור 2.1 אחוזים, בין סוף ספטמבר לסוף דצמבר הוחשה הירידה והגיעה ל-5.9 אחוזים וברביע הראשון של 1974, לפי נתונים ארעיים, הסתכמה הירידה ב-8.4 אחוזים נוספים.

הסיבות להתפתחות זו הן החשת קצב האינפלציה מאז המחצית השנייה של שנת 1970, שלא לוותה בהעלאה מקבילה של הריבית על הנכסים האלה, מצד אחד, והצע של נכסים צמודים שהבטיחו תשואה ריאלית בשיעור לא מבוטל, מצד שני.

על רקע החשה הניכרת בקצב האינפלציה בשנת 1973 אין להתפלא על ההתפתחות בקבוצה זו של נכסים אך ראוי לציון הפיגור, הממושך יחסית, שבין החשת קצב עליית המחירים לבין התגובה של מחזיקי הנכסים הלא-צמודים.

בדו"ח 1972 יוחס הפיגור לעובדה, שהנכסים הלא-צמודים, מלבד היותם מכשירי חיסכון לטווח בינוני לקבוצות מסוימות באוכלוסייה הן מהווים תחליף להחזקות אמצעי תשלום לקבוצות אחרות — בעיקר לעסקים מוסדות וארגונים. התחלקות הפיקדונות לפי גודל הצביעה, כי בשנת 1972 היתה העלייה בנכסים הלא-צמודים תוצאה של שתי התפתחויות בכיוונים מנוגדים: האחת גידול איטי בחסכונות של משקי בית (פיקדונות קטנים) ומעבר לנכסים המגנים על ערך החיסכון והשנייה — כניסת כספים, שהוחזקו קודם לכן בפיקדונות עו"ש (פיקדונות גדולים).

לוח י"ג-9

אומדן המרות מכספי פז"ק — פיצויים ותמ"מ, 1971 עד 1973 *

(מיליוני ל"י)

פיצויים אישיים	ריבית על פז"ק ותמ"מ	הפרשי הצמדה ושער	סך כל עלייה פוטנציאלית	הגידול בפועל	המרות לל"י	שער המרה א' **6/4	שער המרה ב' ***6/1+2
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
			(1) + (2) + (3)	(4) — (5)		(אחוזים)	
1971	854	129	783	1,765	1,160	605	62
1972	1,105	181	82	1,368	465	902	70
1973	1,102	238	665	2,005	1,164	843	63
ינואר 1973	55	17	17	89	32	57	79
פברואר	83	22	364	469	450	20	19
מרץ	101	22	91	213	138	75	61
אפריל	102	18	—8	113	—9	122	101
מאי	85	20	80	186	90	96	91
יוני	96	19	390	504	421	83	73
יולי	90	17	498	605	495	111	103
אוגוסט	94	18	—365	—253	—351	98	88
ספטמבר	106	17	68	192	152	40	33
אוקטובר	87	27	—34	79	—1	80	70
נובמבר	102	17	—338	—219	—248	29	24
דצמבר	102	23	—98	28	—5	33	26

* הנתונים מתייחסים לפז"ק פיצויים ותמ"מ ואינם מבטאים את השינוי בפז"ק ב' ובפיקדונות אחרים שאינם של מקבלי פיצויים אישיים.

** שיעור המרה א' — מחושב בהנחה, שמקבלי הפיצויים מתייחסים להפרשים בגין שינוי שער המרק כשם שהם מתייחסים לפיצויים ולריבית.

*** שיעור המרה ב' — מחושב בהנחה, שמקבלי הפיצויים אינם ממירים כלל את ההפרשים בגין שינוי שער המרק.

נתונים חלקיים על התפלגות הפיקדונות לזמן קצוב לפי גודל בסוף 1973 מצביעים על כך, שהירידה ביתרת פיקדונות קצובים לא היתה אחידה בקבוצות הגודל השונות. עיקר הירידה ארעה בפיקדונות הקטנים, ובגדולים היא היתה בשיעור קטן, ואולי אפילו חלה בהם עלייה קטנה. אמנם, קצב עליית המחירים הוחש במידה ניכרת בתשעת החודשים הראשונים של 1973, בהשוואה לשנת 1972, התפתחות שהגבירה את "בריחת החסכונות"; אך כנגד זה חלה עלייה מסוימת בתשואות על המילווה קצר מועד ועל הפיקדונות לזמן קצוב, שהגדילה את המעבר מפיקדונות עובר ושב. בסופו של דבר, העוצמה של הציפיות האינפלציוניות היתה מכרעת, ואכן בנכסים הלא-צמודים חלה ירידה קלה עד ספטמבר 1973 בעוד שאמצעי התשלום המשיכו בעלייתם וכן הוחש הגידול בהחזקת תכניות חיסכון ואיגרות חוב, הצמודים למדד המחירים.

מאז אוקטובר הוחשה הירידה בנכסים הלא-צמודים, שעיקר ביטויה היה בירידה התלולה במילווה קצר המועד, והכספים עברו ברובם לשוק הנכסים צמודי מדד, ובמקרה של כספי עסקים אולי גם לרכישת מטבע חוץ. התפתחות דומה אירעה בפיקדונות עו"ש — מאז חודש דצמבר ובמיוחד מאז חודש ינואר — ויש בה לחזק את הנאמר לעיל על רקע התחליפות הקיימת, לפחות מנקודת ראות סקטור העסקים האירגוניים והמוסדות, בין הפיקדונות לזמן קצוב והמילווה קצר המועד לבין פיקדונות עו"ש.

אף כי בשנת 1973 נחלש הביקוש להחזקת נכסים. נושאי תשואה שאינם צמודים, מעניינת התפתחות שני רכיבי הקבוצה. בין סוף דצמבר לבין סוף ספטמבר ירד המילווה קצר המועד שבידי הצבור ב-6 מיליון ל"י בעוד הפיקדונות לזמן קצוב ירדו 88 מיליון ל"י. התפתחות זו היא יוצאת דופן, מאז 1968 — עת התחיל בנק ישראל לנהל מדיניות ספיגה לראשונה מאז המיתון — עלו הפיקדונות לזמן קצוב והשטרות בתיווך בקצב מהיר יותר מאשר המילווה קצר המועד. הסיבות להעדפת הפיקדונות לזמן קצוב מצד הציבור לא היו נעוצות דווקא בתשואות משופרות אלא במקרים רבים מרצון הבנקים להפיץ את הפיקדונות לזמן קצוב, שהיו בשנים האחרונות המקור העיקרי להרחבת האשראי לציבור.

היציבות במילווה קצר מועד עד ספטמבר 1973, בתקופה שבה ירדו הפיקדונות לזמן קצוב היא תוצאה של הסכם החיתום, שנערך בין בנק ישראל והבנקים בינואר 1973, ועל פיו התחייבו הבנקים להביא את יתרת המילווה לרמה של 850 מיליון ל"י בנובמבר 1973. השיקולים המוני-טריים, שהכתיבו את עריכת ההסכם, הוסברו בסעיף 2 לעיל. כאן נציין, כי משנחתם ההסכם הפכה הפצת המילווה קצר המועד, לראשונה מאז החל בהנפקתו, לעדיפה מבחינות מסוימות בעיני הבנקים מקבלת פיקדון לזמן קצוב. אי לכך היו הבנקים מוכנים, בתקופת שיא הגירעונות למכור את המילווה ללקוחות גדולים במחירים שהבטיחו לרוכשים תשואה בשיעור 15 אחוזים. בתקופה שמאז עריכת הסכם החיתום ועד ביטול תוקפו בשבוע הראשון למלחמת יום הכיפורים היו הבנקים בגירעונות נזילות במשך מרבית הזמן והפצת המילווה הקטינה את גירעונות הנזילות ואת הקנסות במידה גדולה יותר מאשר קבלת פיקדון חדש לזמן קצוב.¹

לשם הגדלת הביקוש למילווה קצר המועד נתנו הבנקים הנחות במחירו לרוכשים גדולים בחודשים מארס ואפריל ובכך שיפרו את התשואה עליו מנקודת ראות הרוכש. מבחינה מסוימת הכניס הסכם החיתום מימד של שכלול לשוק הכספים שכן לאחר שהוא נכנס לתוקף נעשתה הפצתו בציבור דומה להפצתו בשוקי כספים שבו נערך מכרז על הנפקות המילווה. רכישת המילווה היתה אמנם קבועה על פי הנוסחה של הסכם החיתום, אולם משנמצא המילווה בידי הבנקים הופעלו

¹ הפצת המילווה קצר מועד מקטינה את חובת הנזילות של הבנקים ב-25 אחוזים מסכום ההפצה בשלב ראשון, כאשר רכישתו בידי הציבור באה במקום הפקדה לזמן קצוב. לאור המשך והעומק של הגירעונות, שהתקמו במרבית התקופה עד ספטמבר, היתה להפצת מילווה השפעה מהותית להקטנת הוצאות הבנקים.

לגבי הפצתו לציבור שיקולים דומים לאלה שמפעילים מוסדות פינאנסים בחו"ל, הרוכשים את האיגרות על ידי מכרו.

הסכם החיתום בוטל בשבוע השני של אוקטובר ומאז ועד סוף מארס 1974 ירדה יתרתו בכ- 600 מיליון בעוד שהפיקדונות לזמן קצוב ירדו בפחות מ-100 מיליון באותה תקופה. יש לציין, כי בסוף מארס 1974 הועלתה הריבית על הפיקדונות לששה חודשים באחוז עד 1.5 אחוז והיא הגיעה בבנקים הגדולים לשיעור 14.5 אחוזים עד 15 אחוזים.

ג. תכניות חיסכון מאושרות

בשנת 1973 חל מפנה בהתפתחות תכניות חיסכון המאושרות עם הכנסת "תוכנית 4000" בחודש מאי. במשך כל שנת 1973 הסתכמה הצבירה בתכניות החיסכון ב-676 מיליון ל"י,¹ שהן גידול בשיעור 38 אחוזים. בשנת 1971 עלתה הצבירה ב-19.1 אחוזים ובשנת 1972 — ב-18.1 אחוזים. שינוי התנאים למפקידים בתכניות החיסכון היה קרוב לוודאי הגורם העיקרי להגברת הצבירה בתכניות בשנת 1973, אולם כבר בחודשים ינואר עד אפריל הורגשה צבירה מוגברת בתוכניות, כחלק מהתופעה הכללית של מעבר לנכסים צמודים. בארבעת החודשים הראשונים של 1973 היתה הצבירה בתכניות 125 מיליון ל"י, לעומת צבירה של פחות מ-75 מיליון ל"י בתקופה המקבילה ב-1972 ו-1971.

הסיבות לגידול האיטי יחסית בתכניות החיסכון הצמודות מאז שנת 1970 נידונו בהרחבה בדינים וחשבוניות קודמים והן קשורות במשיכה הרבה של אפיקי אחרים של חיסכון צמוד למדד המחירים — אג"ח צמודות וקופות תגמולים המנוהלות בידי הבנקים. ("עוצמה", "תמר", וכו'). תכניות החיסכון היו נחותות מאיגרות חוב, שכן התשואה על חמש שנות ההפקדה הסתכמה ב-4 אחוזים כאשר הריבית לא צמודה (הקרן צמודה) ושבירת בטרם זמן היתה כרוכה בהפסדי תשואה ניכרים. ראוי להעיר, כי ככל שעליית המחירים מהירה יותר עולה משמעות שתי התכונות, שבהן נחותות תכניות החיסכון מהחזקות איגרות חוב צמודות למדד. ראשית, ההפסד הריאלי הנובע משבירת תכניות חיסכון גדל; שנית, היות הריבית על תכניות החיסכון בלתי צמודה מקבלת משמעות הולכת וגדלה ככל שמוחש קצב עליית המחירים.²

תוכניות 4000, שהוצגה בחודש מאי, כוללת תכונות חדשות: הגדלת התשואה באמצעות מענק של 10 אחוזים, שמשמעותו העלאת הריבית לחוסכים המשלימים חמש שנות חיסכון ב-2 אחוזים הצמודים למדד,³ והקטנת הנזילות על ידי מניעת אפשרות לשבור פיקדון לפני תום שתי שנות הפקדה ועל ידי הגדלת מחיר השבירה.

אף כי שיפור זה בתשואה הקטין במידה ניכרת את הפער בין הריבית על תכניות החיסכון לבין תשואה על איגרות חוב, שהתקיים עד פברואר 1974, עדיין התקיים במשך שנת 1973 פער תשואות לטובת איגרות החוב. לשם הדגמה יצויין, כי גם אם המחירים יעלו בשיעור שנתי של 15 אחוזים בלבד במשך 5 השנים הבאות עדיין תהיה התשואה על תכניות החיסכון נמוכה מזו שעל השקעה באיגרות חוב צמודות.

כאמור לעיל לווה שיפור התשואה בהקטנה נוספת של הנזילות בתכניות החיסכון, מנקודת ראות המפקידים. אפשרות השבירה של תכניות החיסכון הוותיקות היתה קיימת אך "העונש" על שבירה היה אי קבלת הפרשי הצמדה, אם השבירה נעשתה לפני תום השנתיים הראשונות.

¹ העלייה ביתירות תכניות החיסכון המאושרות הסתכמה ב-716 מיליון ל"י, שמתוכן כ-40 מיליון ל"י הן המענק בשיעור 10 אחוזים — ריבית שנוקפה מראש — שממנה נהנו המפקידים בתוכניות 4000.

² לשם הדגמה נציין, כי אם במשך חמש שנות החיסכון עולה רמת המחירים בשיעור שנתי של 15 אחוזים שקולה הריבית הלא צמודה בשיעור 4 אחוזים לריבית צמודה בשיעור 2 אחוזים בלבד.

³ זאת, בנוסף לריבית לא צמודה, פטורה ממס, בשיעור 4 אחוזים, שממנה נהנים המפקידים בתום חמש שנות חיסכון.

קבלת מחצית הפרשי ההצמדה, אם השבירה נעשתה במשך השנה השלישית וקבלת שלושת רבעי הפרשי ההצמדה אם הפיקדון נשבר במשך השנה הרביעית. בתקופה שבה עולים המחזירים במ- הירות מהווים תנאים אלה גורם הרתעה כבד-משקל לשבירת תכנית החיסכון¹. החידוש בתכניות 4000 הוא שנמנעה האפשרות לשבור את הפיקדונות בשנתיים הראשונות ובכך הפכו פיקדונות אלה לחסרי נזילות באופן כמעט מוחלט. לפחות בשנתיים הראשונות.

כמו כן ניתן לציין, כי מבנה התשואה הנוספת שניתנה על תכניות 4000 מכוון אף הוא למנוע שבירת פיקדונות בטרם זמן. המענק — תוספת הריבית — ניתן רק לחוסכים שהשלימו את תקופת החיסכון הקצובה ופירוש הדבר, שהמחיר של שבירת הפיקדון הולך ועולה ככל שמתקרבים לתום השנה החמישית.

יש לציין כי תכנית 4000 המוצעת על ידי הבנקים השונים וזה בכלם וכי מערכת הבנקים יצאה במסע פרסומי ושכנוע מקיף עם הצגת התכנית החדשה בחודש מאי. הצבירה בתכנית 4000 ובגירסתה המאוחרת יותר תכנית 6000 הסתכמה ב-400 מיליון ל"י במשך 8 חודשים, שבהם הופעלה התכנית ב-1973 (מספר זה לא כולל את המענק שנוקף לזכות החוסכים). כמו כן, יש לציין, כי 9 אחוזים מתוך המענק בשיעור 10 אחוזים משלם האוצר, ויהנו ממנו רק חוסכים שלא משכו את פיקדונם לפני תום חמש שנות הפקדה. הגדלת התמורה למפקדים בתכניות החיסכון המאושרות היתה מחויבת מזה זמן רב, שכן לא סביר להציע לחוסכים הבקאים בהווה שוק ההון תכנית שהיא פחות נזילה ותשואתה נמוכה במידה ניכרת מזו שעל אג"ח. עם זאת, ספק הוא אם המירווח הקיים על תכניות החיסכון הותיקות לא היה רחב במידה שהיתה מאפשרת לבנקים להעלות את התשואה לחוסכים על חשבונם, מבלי שרווחיותם תפגע, במיוחד על רקע העובדה, שהעלאת התשואה הביאה לגידול מהיר בהיקף הפיקדונות.

מתוך הנאמר לעיל ברור, כי הגידול בתכניות בשנת 1973, לפני חודש מאי ואחריו לא נבע מחוסכים מתוחכמים, שההשקעה באגרות חוב אינה זרה להם. סביר להניח, כי המפקדים הנוספים הם אותם קבוצה שבעבר נהגה לחסוך על ידי הפקדה לזמן קצוב או בנכסים לא צמודים אחרים. התגברות הציפיות האינפלציוניות הביאה, באיחור ניכר, לחיפוש מכשירים שיגנו על הערך הריאלי של החסכונות. טבעי הדבר, שחוסכים שאינם מתוחכמים להשית לבם לעצות פקיד הבנקים ואלה ממליצים, כמובן, על מעבר לתכניות החיסכון של הבנקים. מה גם שכשהדברים אמורים בהפקדות חודשיות בסכומים קטנים נוח מבחינות מסוימות להצטרף לתוכניות חיסכון.

לסיכום הדיון כאן יש להתייחס להשפעת השינויים, שחלו בתשואות על אגרות חוב בפברואר 1974. הקטנת התשואה הריאלית שנושאות האגרות במידה ניכרת ואי שינוי התשואה בתכניות הביאו, זו הפעם הראשונה, לעדיפות בולטת של התשואה על תכניות החיסכון על התשואה של אגרות חוב. על רקע זה צפוי בשנת 1974 המשך העלייה המהירה של תכניות החיסכון. כבר ברביע הראשון של השנה עלו ההפקדות בתכניות בכ-100 מיליון ל"י לחודש.

6. מקורות ההתרחבות המוניטרית

השואת חלקיה השונים של 1973 עם התקופות המקבילות ב-1972 מגלה, כי ב-1973 (9) הואט הגידול בבסיס הכסף, באמצעי התשלום, בפיקדונות לזמן קצוב ובמילווה קצר מועד, בהשוואה ל-1972 ואילו בחודשים אוקטובר עד דצמבר 1973 הוחש קצב עליית בסיס הכסף ואמצעי התשלום בהשוואה ל-1972.

¹ ההפסדים בגין שבירה מוקדמת של תכניות החיסכון הם נפוצים יותר, שכן לפי נתוני לשנת 1971 רק מחצית הפיקדונות אינם נשברים לפני תום 4 שנים. ראה, המפקח על הבנקים, מערכת הבנקאות בישראל סקירה שנתית 1972, עמ' 86.

הנכסים הכספיים שבידי הציבור לפי מקורות ורכיבים, 1971 עד 1973

העלייה או הירידה (—) לעומת סוף השנה הקודמת		1973	1972 (חדש)	1972	1971	
1973	1972					
(אחוזים)		(מיליוני ל"י)				המקורות
בנק ישראל						
57.7	104.0	7,398	4,689	4,689	2,299	נכסים נטו במטבע חוץ
—16.2	—10.8	3,825	4,565	4,565	5,113	אשראי נטו לממשלה
—14.7	232.0	354	415	415	125	נכיון משנה לסוכנות היהודית
						נכיון משנה והלוואות לציבור
75.2	—4.1	1,248	712	723	754	בל"י ובמטבע חוץ ¹
23.5	25.3	12,825	10,381	10,392	8,291	סך הכול בנק ישראל
המוסדות הבנקאיים						
(—)100.2	(—)45.6	—1,340	—669	—623	—428	התחייבויות נטו במטבע חוץ
38.4	24.6	1,237	894	857	688	אשראי נטו לממשלה בל"י
17.8	17.6	4,277	3,631	3,737	3,177	אשראי חופשי לציבור בל"י
						אשראי לציבור במטבע חוץ
						ואשראי מוכוון בל"י ובמטבע
46.5	31.5	3,446	2,352	2,329	1,772	חוץ ²
22.7	20.9	7,620	6,208	6,300	5,209	סה"כ מהמוסדות הבנקאיים
..	..	—99	157	—118	26	גורמים אחרים
21.5	22.5	20,346	16,746	16,574	13,526	סך כל המקורות
המרכיבים						
32.3	28.7	7,392	5,587	5,587	4,341	אמצעי תשלום
						פיקדונות פחות נזילים בל"י
20.3	20.8	12,565	10,448	10,276	8,508	ובמטבע חוץ
—45.3	5.0	389	711	711	677	מילווה קצר מועד בידי הציבור ³
21.5	22.5	20,346	16,746	16,574	13,526	סך כל הרכיבים

(1) מספר מתוקן איננו כולל אשראי לבנקים.

(2) סך כל האשראי המוכוון בקרנות ומחוץ להן בניכוי השתתפות בנק ישראל בל"י ובמטבע חוץ.

(3) יתרת המילווה קצר מועד במחזור בניכוי הסכומים שהוחזקו על ידי הבנקים.

בסעיף 2 לעיל נידונו בהרחבה ההשלכות של ההתפתחות המוניטרית בחלקים השונים של 1973. כאן נסתפק בתיאור הגורמים להתפתחויות במשך שנת 1973.

בתשעת החודשים הראשונים של 1973 היתה ההאטה בגידול בבסיס הכסף הגורם העיקרי להאטת קצב ההתרחבות המוניטרית. מבין רכיבי הגידול בבסיס הכסף בולטת ההאטה בהשפעה המרחיבה של מכירת מטבע חוץ על ידי הסקטור הפרטי: 1.212 מיליון ל"י ב-1973 לעומת 2.054 מיליון ל"י ב-1972¹. לעומת זאת, הביאו פעולות הממשלה להזרמת מה של נזילות (6 מיליון ל"י) בעוד שבתקופה המקבילה ב-1972 ספגה הממשלה 325 מיליון ל"י. במלים אחרות, ההשפעה

1. ראה הגדרה מדויקת של מכירות מטבע חוץ בסעיף 6—ג' להלן.

המשולבת של שני הגורמים האקסוגניים החשובים ביותר להזרמת נזילות היתה פחות מרחיבה ב-1973(9), בהשוואה ל-1972(9). כמו כן, היו פעולות בתחום האשראי של בנק ישראל לצמצום הגידול בבסיס הכסף יותר אינטנסיביות ב-1973. ב-1972(9) היתה הספיגה באמצעות שינוי מבנה הקרנות קטנה ב-64 מיליון ל"י מהאשראי במטבע ישראלי שהזרים בנק ישראל עקב הגידול הטבעי בקרנות. בתשעת החודשים הראשונים של 1973 היתה הספיגה גטו ממקור כ-80 מיליון ל"י. לעומת זאת היתה הספיגה בשוק הפתוח דומה בשתי השנים; כ-85 מיליון ל"י בתשעת החודשים הראשונים.

בסיכומי של דבר, עלה בסיס הכסף הרחב בתקופה ינואר עד ספטמבר 1973 ב-16.0 אחוזים. לעומת 27.0 ב-1972.

כנגד ההאטה בגידול בבסיס הכסף עלה מכפיל אמצעי התשלום בתשעת החודשים הראשונים בשנת 1973. העלייה במכפיל השולי (היחס בין הגידול באמצעי התשלום לגידול בבסיס הכסף) היה 1.26 ב-1973(9) לעומת 0.87 ב-1972(9). העלייה במכפיל נובעת בעיקרה משתי סיבות: ראשית, במשך התקופה לא עלו הפקדונות לזמן קצוב, ואילו ב-1972 אירעה בהם עלייה מהירה. שנית, ב-1973(9) אירעה התרחבות אשראי הבנקאי לציבור תוך ירידה תלולה בעתודות פנויות של הבנקים (176 מיליון ל"י), ואילו 1972 ירדו העתודות במידה קטנה בלבד (26 מיליון ל"י) יש לציין, כי העלאת שיעורי הנזילות על פיקדונות לזמן קצוב בתחילת 1973 הקטינה במידת מה את המכפיל הפורמלי, אך השפעת צעד זה קוזה על ידי השפעת הירידה בעתודות הפנויות. ברביע האחרון של 1973 הוחש הגידול בבסיס הכסף בעקבות פעולות האוצר ובנק ישראל וזה גדל ב-700 מיליון ל"י, שהן 11 אחוזים, תוך 3 חודשים. לעומת זאת, נפסקו מכירות מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי, להיפך ממקור זה נבעה ספיגת נזילות. בעקבות הגידול הרב בבסיס הכסף הצטמצם הביקוש לאשראי בנקאי וגירעונות הנזילות של הבנקים ירדו בשיעור ניכר, התפתחות שהתבטאה בירידת מכפיל אמצעי התשלום.

א. האשראי הבנקאי לציבור

האשראי הבנקאי לציבור, כמו משתנים מוניטריים אחרים, התפתח באופן שונה בתקופה שלפני מלחמת יום הכיפורים ואחריה.

ב-1973(9) הוחש קצב גידול האשראי הבנקאי בהשוואה ל-1972(9). סך כל האשראי הבנקאי לציבור עלה במשך 1973(9) ב-23.2 אחוזים לעומת עלייה ב-9.5 אחוזים ב-1972(9). (ראה לוח י"ג-11).

האשראי הבנקאי החופשי עלה בתקופה 1973(3) ב-581 מיליון ל"י, שהן 16.0 אחוזים, לעומת עלייה בשיעור 9.5 אחוזים ב-1972. האשראי המוכוון על ידי בנק ישראל, בעיקר במסגרת קרנות היצוא והון חוזר עלה ב-1973(9) ב-727 מיליון ל"י, שהן 31.5 אחוזים, לעומת עלייה בשיעור 6.1 אחוזים בלבד ב-1972. יש לשים לב, כי במחצית הגידול באשראי המוכוון ב-1973(9) הופנה לענף היהלומים וכי האשראי המוכוון בידי בנק ישראל, ללא מימון יהלומים, עלה ב-354 מיליון ל"י, שהן 20.0 אחוזים.

כמו כן חל ב-1973(9) גידול מהיר באשראים במטבע חוץ שנותרים הבנקים על פי. אשורי אגף מטבע חוץ ובנק ישראל ואלה שעלו 238 מיליון ל"י, שהן 30.8 אחוזים. אשראי זה מכוון ברובו לחברות ספנות ודלק וכן למימון יבוא בקונסיגנציה.

החשת קצב עליית האשראי הבנקאי החופשי ב-1973 קשורה בראש וראשונה לצמצום בהצע הנזילות, הנובע מעירוים חיצוניים, ואילו מהלך התפתחות האשראי החופשי במשך השנה (הדברים אמורים גם ברביע האחרון) "החליק" את ההתפתחות הקיצונית בגידול בבסיס הכסף ובהצע הנזילות.

מהלך הגידול באשראי החופשי במשך השנה מצביע על כך ברביע הראשון עלה האשראי

יתרת האשראי לציבור באמצעות מערכת הבנקאות, 1971 עד 1973 *

אשראי מפיקדונות הממשלה למתן הלוואות	אשראי כנגד פיקדונות הממשלה (לחייבי מיסים וכו')	אשראי מפיקדונות מוסדות כספיים ואחרים למתן הלוואות	סך כול האשראי הבנקאי לציבור (1) + (2) + (3)	אשראי במטבע חוץ מהמוסדות הבנקאיים שלא במסגרת הקרנות **	אשראי מכוון ע"י בנק ישראל	אשראי חופשי במטבע ישראלי	
	(5)		(4)	(3)	(2)	(1)	
978	144	2,137	5,703	507	2,019	3,177	1971
1,101	164	306	6,789	700	2,352	3,737	1972
1,172	156	2,615	6,695	774	2,290	3,631	1972 (חדש)
1,522	283	3,677	8,971	1,544	3,150	4,277	1973
1,163	151	2,741	6,888	774	2,334	3,780	ינואר
1,193	166	2,774	7,065	840	2,325	3,900	פברואר
1,175	213	2,873	7,354	833	2,362	4,159	מרס
1,169	212	2,905	7,410	866	2,448	4,096	אפריל
1,188	208	3,005	7,382	896	2,463	4,023	מאי
1,240	203	3,027	7,619	896	2,631	4,092	יוני
1,268	196	3,096	7,964	940	2,820	4,204	יולי
1,302	228	3,187	8,063	972	3,002	4,089	אוגוסט
3,157	270	3,254	8,248	1,012	3,024	4,212	ספטמבר
			8,312	1,146	3,014	4,152	אוקטובר **
			8,379	1,357	3,050	3,972	נובמבר **
1,522	283	3,677	8,971	1,544	3,150	4,277	דצמבר ***

* הסדרה החדשה של נתוני האשראי נבנתה על פי הדין וחשבון החודשי, שעל פיו מדווחים הבנקים מאז ינואר 1974. חלק מההגדרות של רכיבי האשראי השתנה בעקבות השינוי בדו"ח החודשי. נתוני האשראי אינם כוללים הפרשי הצמדה.

** נתונים ארעיים.

*** האשראי שנתנו הבנקים לרוכשי מלווה מלחמה איננו מופיע בלוח. המימון להבטחת פעולתו הסדירה של המשק בעת חירום (יתרתו ביום 31 דצמבר הייתה 109 מיליון ל"י) וכל שאר הסדרי האשראי בעקבות שעת חרום מופיעים כחלק מהאשראי המוכון ע"י בנק ישראל.

החופשי 528 מיליון ל"י, שהן 14.5 אחוזים, ובאותו רביע הייתה ספיגה גדולה של הממשלה, שהביאה לירידה תלולה בבסיס הכסף. המהלך העונתי של תשלומי האוצר הביא לביקוש חזק לאשראי בנקאי חופשי והספקתו על ידי הבנקים מנעה את ירידת אמצעי התשלום ברביע הראשון, שבו ירד בסיס הכסף ב-5.4 אחוזים. הבנקים נענו לביקוש המוגבר לאשראי ואפילו במחיר כניסה לגירעונות נזילות בעומק רב מתוך ציפיה, כי בתחילת שנת הכספים 1973/74 תחודש הזרמת הנזילות על ידי האוצר, כפי שאכן קרה.

כתוצאה מההזרמה העונתית של האוצר וזו הנובעת ממכירות מטבע חוץ באפריל ובמאי ירדה יתרת האשראי החופשי ברביע השני. ירידה זו קשורה, מצד אחד, בפירעון חלק מהאשראים שנלקחו מסיבות עונתיות ברביע הראשון של השנה; ומצד שני, היא מבטאת גם רצון הבנקים לצמצם את גירעונות הנזילות הגדולים שנוצרו במשך הרביע הראשון.

בתחילת הרביע השלישי התחדש הביקוש לאשראי. תחילה בקשר עם אמיסיות של מניות שהונפקו במחצית הראשונה של יולי ואח"כ מתוך ציפיה להגבלות אשראי מצד בנק ישראל ואולי אף ליקורו. החל ביום 18 ביולי 1973 הוטלה חובת נזילות בשיעור 100 אחוזים על כל עלייה

באשראי החופשי. צעד זה פעל הן לצמצום האמצעים של הבנקים להרחבת אשראי חופשי והן להגדלת התמריץ להקטנת יתרת האשראי הקיימת ולצמצום גירעונות הנזילות (חובת הנזילות בוטלה לאחר פרוץ המלחמה).

יתרת האשראי החופשי ירדה בין אמצע יולי לסוף אוגוסט אך בספטמבר, חלה בה עלייה מחודשת עם התגברות הביקוש העונתי לאשראי בתקופת החגים. לקראת סוף הרביע הועלה מחיר האשראי הבנקאי באחוז אחד והגיע ל-17.5 אחוזים. נראה, שבמשך 1973 (9) עלה המחיר של האשראי החופשי יותר מאשר באחוז אחד, שכן מחיר החריגות מהמסגרת המוסכמת של משיכות היתר התייקר במידה ניכרת.

ב-1973 (9) יותר מאשר בשנים קודמות, קשה לקבוע מהו חלקם של גורמי הביקוש לאשראי ומהו חלקם של גורמי ההצע בקביעת השנויים בהיקף האשראי החופשי ובמחירו. מצד גורמי ההיצע ראוי לציין את התופעות הבאות: העלייה המהירה בביקוש לאשראי ברביע הראשון לא היתה סיבה לדאגה בקרב הבנקים, שכן זוהי תופעה עונתית (אף כי ממדיה ב-1973 היו גדולים מאשר בעבר). בעיות בתחום ההצע התעוררו ברביע השני כשהתברר שהגידול בבסיס הכסף היה נמוך מהצפוי ושהפיקדונות לזמן קצוב הפסיקו לעלות. הבנקים לא העלו בתקופה זו את הריבית הדביטורית והיה בכך משום גזירה עצמית, שנבעה מלחץ ציבורי לא להעלות שערי הריבית. עיקר מאמצי הבנקים היו מכוונים לצמצום הקצאת אשראי ללקוחות ולהקטנת גירעונות הנזילות בדרך זו. ואכן במרבית הבנקים לא עלתה יתרת האשראי החופשי בין סוף מארס לסוף ספטמבר ובהדרגה נפטרו מרביחם מגירעונות הנזילות העמוקים, שהתקיימו בתחילת שנת הכספים.

נוסף על כך פעלו גורמי הביקוש לאשראי חופשי בצורה מתונה יחסית מאז הרביע השני של 1973. הביקוש המתון קשור, מצד אחד, בגידול המהיר יחסית באשראי המוכון לזמן קצר ובגידול רב באשראי לזמן בינוני, יחסית להיקף ההשקעות במשק (ראה פרק ט"ו). ייתכן שבענפי משק מסוימים עלה היקף האשראי מלקוחות עם התגברות התופעה של תשלומים מראש על ידי משקי בית.¹

על אף הפעולה של הגורמים הללו למיתון הביקוש לאשראי חופשי ב-1973 קשה להבין את ציבותו מאז אפריל — בתקופה שבה היתה הריבית הריאלית שלילית. החשת קצב עליית המחירים מאז הרביע האחרון של 1972 התבטאה בעליית מחירים לצרכן בשיעור 22.4 אחוזים ב-12 החודשים שקדמו למלחמה, שיעור גבוה מהריבית הדביטורית האפקטיבית, שאותה שילמו מרבית הלווים במשק. חלק מהעלייה האיטית יחסית, מוסבר, כנראה, על ידי גורמי הצע אך ספק אם יש בכוחם להסביר את מלוא התופעה ויש לכן להניח, כי פעלו גם גורמי ביקוש.²

נתונים על התחלקות האשראי החופשי לפי ענפים מצביעים, כי בין סוף דצמבר לסוף יוני 1973 לא עלה כלל האשראי החופשי לענפי התעשייה והחקלאות וגם לענף הבנייה הוא עלה בשיעור איטי. עיקר הגידול באשראי החופשי הופנה לרשויות המקומיות ולענפי המסחר.³

1. תופעה זו בולטת אצל מפעלים וחברות שמכרו מוצרי צריכה (כגון מקררים חשמליים, מכוניות מהרכבה מקומית ועוד) שלא יכלו לספק את הביקוש ומשך ההמתנה של לקוחותיהם הלך והתארך. נראה, שתופעה זו היתה קיימת גם אצל סוחרים שיבאו מאירופה ויפן והיתה ציפיה לעליית ערך מטבעות מדינות אלה.

2. אילו הגורם המכריע בקביעת היקף עליית האשראי ב-1973 (9) היה ביקוש חזק, ניתן היה לצפות, שהבנקים ינקטו מספר צעדים להגדלת ההצע — צעדים שמחירים נמוך מהמחיר האפקטיבי של הקנסות על גירעונות הנזילות. למשל, מכירת איגרות המלווה קצר מועד מתיקי הבנקים לציבור במחיר שיבטיח תשואה גבוהה יותר לרוכשים במשך כל התקופה, העלאת הריבית על פיקדונות לזמן קצוב והקטנת מלאי אגרות החוב הצמודות שברשותם.

3. הגידול באשראי לרשויות נובע במידה רבה מהפניית כספי מילווה המעסיקים שהבנקים היו חייבים להעביר לאוצר למימון רשויות מקומיות.

בחודשים אוקטובר ונובמבר ירד האשראי החופשי באופן תלול. התפתחות זו קשורה, מצד אחד, בהרחבת מתן אשראי לתקופת החרום על ידי בנק ישראל ומצד שני לתשלומים במזומן על ידי החשב הכללי שהקטינה בשיעור ניכר את היקף האשראי הספקים לממשלה ובמקביל את הזדקקות הספקים לאשראי בנקאי. כמו כן החיש החשב הכללי את התשלומים לרשויות המקומיות מוסדות וכו' כחלק מהמדיניות להזרמת נזילות בתקופת החרום, וזאת נוסף על עליה בהוצאות הממשלה בעקבות המלחמה. גם נתוני המוסדות הכספיים מצביעים כי ברביע האחרון של 1973 גדל היקף האשראי למימון השקעות בשיעור מהיר, יחסית להתפתחות ההשקעות ברביע זה. למרות פעולות בנק ישראל והאוצר להזרמת נזילות עלה האשראי החופשי בלמעלה מ-800 מיליון ל"י, 28 אחוזים, בין סוף נובמבר 1973 לסוף מארס 1974 (נתוני יום ד'). הסיבה לעלייה נעוצה, כפי שכבר הוסבר, בחלקה בביקוש ספקולטיבי הנובע מהציפיות שהתקיימו באותה עת.

ב. האשראי לממשלה והשפעתו על הנזילות

בשנת 1973 היה האשראי לממשלה מבנק ישראל גורם שהזרים נזילות במשק, לעומת שנת 1972, שהיתה שנת ספיגה. בתשעת החודשים הראשונים של 1973 עלה האשראי לממשלה ולמוסדות הלאומיים מבנק

לוח י"ג-12

האשראי לממשלה ממערכת הבנקאות, 1971 עד 1973

(מיליוני ל"י)

יתרות לסוף התקופה	מבנק ישראל			מוסדות בנקאיים		
	האשראי לממשלה	פיקדונות הממשלה והמוסדות הלאומיים *	האשראי נטו מבנק ישראל	אשראי לממשלה בל"י	גיירות ערך ממשלתיים **	בניכוי פיקדונות הממשלה ***
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(7)						
1971	5,354	241	5,113	162	618	92
1972	5,203	638	4,565	246	684	73
1972 (חדש)	5,203	638	4,565	264	678	48
1973	5,661	1,836	3,825	487	823	73
1973 ינואר	4,946	584	4,362	249	684	29
פברואר	4,861	635	4,226	287	647	37
מארס	4,773	905	3,868	260	663	57
אפריל	5,223	999	4,224	342	647	68
מאי	5,206	857	4,349	358	643	64
יוני	5,316	679	4,637	339	636	63
יולי	5,249	662	4,587	380	629	63
אוגוסט	5,357	704	4,653	404	642	55
ספטמבר	5,402	703	4,699	415	655	30
דצמבר	5,661	1,836	3,825	487	823	73

* סעיף זה כולל גם את הון העצמי של בנק ישראל ואת היתרה נטו של "חשבונות אחרים" במאזן הבנק.

** למעט שטרי האוצר והמילווה קצר מועד שמחזיקים הבנקים.

*** פקדונות הממשלה בל"י, השתתפות הממשלה במקורות קרנות ההון החוזר וההפרש בין פיקדונות הממשלה למתן הלוואות לציבור לבין האשראי מתוך פיקדונות אלה.

ישראל ב-135 מיליון ל"י והזרמת הנזילות מצד הממשלה הסתכמה ב-25 מיליון ל"י בעוד שבתקופה המקבילה בשנת 1972 ספגו פעולות הממשלה 325 מיליון ל"י. (ראה לוח י"ג-12 וי"ג-4).

השפעת הממשלה על הנזילות במשק — הזרמה או ספיגה — מוגדרת בפרק זה כאשראי שקיבלו הממשלה והמוסדות הלאומיים מבנק ישראל בתוספת (ניכוי) מכירות (רכישות) מטבע חוץ על ידי הסקטור הציבורי. הגדרה זו עונה על השאלה מה היתה ההזרמה בל"י על פעולות הסקטור הציבורי אך, כמובן, אין היא מבטאת את השפעת פעולות הממשלה בתחום מאזן התשלומים.

אף כי במשך תשעת החודשים הראשונים של השנה לא הביאו פעולות הממשלה להזרמה יש להדגיש, בעקבות הנאמר בסעיף 2 לעיל, כי בתקופה הגידולה נובע חלק מהעלייה בתקבולי הממשלה מרכישות המוגברות של איגרות החוב מצד הציבור, פעולה המצמצמת אמנם את ממדי הזרמת הממשלה במלוא סכום ההנפקות אך אין היא מקטינה בהיקף דומה את נזילות רוכשי איגרות החוב. מכאן, שספק אם ניתן לראות בכל התקבולים מהנפקת איגרות חוב לציבור פעולות ספיגה במובן הכלכלי אף שמבחינה חשבונאית היא מבטאת הקטנת ההזרמה הממשלתית.

המהלך של השפעת הממשלה על הנזילות במשך תשעת החודשים מצביע על ספיגה של 574 מיליון ל"י ברביע הראשון של השנה (הרביע האחרון של שנת הכספים 1972/3), הזרמה של 397 מיליון ל"י ברביע השני (הרביע הראשון של שנת הכספים 1973/4) והזרמה של 202 מיליון ל"י ברביע השלישי, המתכונת העונתית הזאת היא מקובלת למדי, אך התנודות הבין רבעוניות בשנת 1973 היו גדולות מהרגיל.

בתקופה אוקטובר עד דצמבר 1973 אירעה הזרמה בהיקף ניכר, שהסתכמה ב-731 מיליון ל"י, לעומת ספיגה של 280 מיליון ל"י בתקופה המקבילה ב-1972. הגברת ההזרמה נבעה בתחילה מהמדיניות שכוונה להחיש תשלומים ולמנוע מחסור בנזילות, אך בהדרגה החלה לפעול גם ההשפעה של העלייה בהוצאות הממשלה בעקבות המלחמה.

העלייה בתשלומי הממשלה מתבטאת בהזרמת 333 מיליון ל"י באוקטובר — 1973 — לעומת 82 מיליון ל"י בספטמבר — אך מאז נובמבר ירדה הזרמת הממשלה שכן במקביל לעלייה בתשלומים חלה עלייה בתקבולים ממכירות איגרות חוב צמודות. בינואר 1974, שבו הגיעה הנפקת איגרות החוב לציבור לשיא של 780 מיליון ל"י הסתכמה ספיגת הממשלה ב-342 מיליון ל"י.

העלייה בפיקדונות הממשלה והמוסדות הלאומיים בבנק ישראל בחודש דצמבר קשורה לתקבולים מחוץ לארץ שהופקדו בבנק ישראל, ושהועברו לסקטור הציבורי בעקבות המלחמה. בתשעת החודשים הראשונים של 1973 עלה האשראי לממשלה בל"י מהבנקים ב-151 מיליון ל"י (50 מיליון ל"י ב-1972(9)) והפיקדונות נטו של הממשלה בל"י ירדו ב-18 מיליון ל"י (37 מיליון ל"י ב-1972(9)). יש לשים לב, כי הגידול שחל ב-1973(9) בתכניות החסכון המאושרות לא התבטא בעליית תיק איגרות החוב הממשלתיות שבידי הבנקים, שכן הבנקים מעדיפים לרכוש את איגרות החוב, שמנפיקים המוסדות הכספיים הקשורים עמם. ברביע האחרון של השנה גדלה החזקת איגרות החוב הממשלתיות בחלקה בגלל העברת מילווה ביטחון בנקאי בסכומים גדולים יחסית (98 מיליון ל"י ברביע האחרון לעומת 62 מיליון ל"י בתשעת החודשים הראשונים של 1973).

ג. השפעת הנכסים במטבע חוץ

בשנת 1973 נמשך הגידול המהיר בנכסים נטו במטבע חוץ המוחזקים בבנק ישראל. במשך 1973 עלו הנכסים נטו ב-645 מיליון דולרים, עלייה המורכבת מגידול של 441 מיליון דולרים

1. מרכישות מטבע חוץ של הממשלה נהוג לנכות את תקבולי הממשלה בל"י ממכירת מזון שיובא על ידי הממשלה (תמורת מטבע חוץ) ונמכר אחר כך במשק. במילים אחרות, ההשפעה הסופגת של יבוא מזון מיוחסת כאן לסקטור הפרטי, הצורך מזון זה, ולא לממשלה המיבאת אותו.

לוח י"ג-13

הנכסים וההתחייבויות במטבע חוץ במערכת הבנקאות, 1971 עד 1973

סוף התקופה	בנק ישראל				מוסדות בנקאיים			
	נכסים במטבע חוץ (1)	פיקדונות תושבי חוץ (פת"ח) * (2)	התחייבויות אחרות ** (3)	נכסים במטבע חוץ בבנק ישראל (3)-(2) (1)=(4)	נכסים במטבע חוץ *** (5)	פיקדונות תושבי חוץ ופיקדונות כבולים **** (6)	התחייבויות אחרות ***** (7)	נכסים נטו במטבע חוץ במוסדות בנקאיים (7)-(6)-(5) (8)=
1971	3,355	614	442	2,299	3,343	1,824	1,947	-429
1972	5,718	657	373	4,689	5,326	2,499	3,450	-623
1972 (חדש)	5,718	657	373	4,689	5,379	2,515	3,533	-669
1973	8,099	473	228	7,398	7,117	3,823	4,634	-1,340
1973 ינואר	5,813	645	370	4,798	5,007	2,504	3,231	-728
פברואר	6,427	696	376	5,355	5,128	2,466	3,303	-641
מרס	6,781	704	873	5,699	5,522	2,507	3,793	-778
אפריל	6,683	719	250	5,714	5,516	2,595	3,790	-869
מאי	6,739	697	251	5,791	5,576	2,729	3,689	-842
יוני	6,989	694	245	6,050	6,297	2,851	4,245	-799
יולי	7,588	712	250	6,626	6,498	2,965	4,290	-757
אוגוסט	7,255	684	252	6,319	7,241	3,065	5,066	-890
ספטמבר	7,300	495	262	6,543	7,548	3,391	5,057	-900
דצמבר	8,099	473	228	7,398	7,117	3,823	4,634	-1,340

* כספי פיקדונות תושבי חוץ, שמפקדים המוסדות הבנקאיים בבנק ישראל.
 ** כולל פיקדונות בנקים זרים והפקדות ל"י לזכות קרן המטבע הבינלאומית בגין ניצול זכות המשיכות "ונתח האשראי הראשון", מאז 1970 כולל גם את הקרן בגין "זכויות משיכה מיוחדות", שהוקצו לבנק בידי קרן המטבע הבינלאומית.
 *** בעיקר פיקדונות והלוואות לבנקים בחוץ לארץ והלוואות לתושבי חוץ.
 **** פיקדונות תושבי חוץ ופיקדונות כבולים בניכוי הסכומים מתוך פיקדונות אלה, שהופקדו בבנק ישראל.
 ***** בעיקר פיקדונות והלוואות מבנקים זרים בניכוי הלוואות, נטו, במטבע חוץ לממשלה.

בתשעת החודשים הראשונים של השנה ו-204 מיליון דולרים בחודשים אוקטובר עד דצמבר. עליית הנכסים נטו במטבע חוץ השתקפה ברובה גם בעליית יתרונות מטבע החוץ המוחזקות בבנק ישראל¹ ואלה עלו ב-413 מיליון דולרים בחודשים ינואר עד ספטמבר וב-214 מיליון דולרים נוספים עד סוף 1973. בסוף 1973 הגיעו היתרונות המוחזקות בבנק ישראל לרמה של 1,697 מיליון דולרים. התפתחות הנכסים במטבע חוץ נטו, והיתרונות, בשני חלקי שנת 1973 ובהשוואה לשנת 1972 מצריכה הסבר.

הגידול בנכסים נטו במטבע חוץ בתשעת החודשים הראשונים של 1973 מוסבר ברובו על ידי עלייה בערך הנכסים כתוצאה מעליית ערך המטבעות האירופאיים, שבהם מושקע חלק נכבד מהנכסים, מתוך העלייה בנכסים ב-413 מיליון דולרים נובעים 268 מיליון דולר מהפרשי שיערוך הנכסים ורק 171 מיליון דולרים נובעים ממאזן התשלומים. בתקופה המקבילה ב-1972 עלו הנכסים נטו ב-463 מיליון דולרים, ואילו השפעת הפרשי שיערים על עליית הנכסים היתה אפסית. השוואה זו מבטאת, כמובן, את הרעת מצב החשבון השוטף במאזן התשלומים ב-1973 (9) שלא לוותה בעלייה מקבילה ביבוא ההון מהמקורות השונים.

ברביע האחרון של 1973 ירדו שיערי המטבעות האירופאיים, התפתחות שהביאה לירידת ערך הנכסים נטו בבנק ישראל ב-114 מיליון דולרים. במלים אחרות, אלמלא השפעת השינוי בשערים היו הנכסים נטו במטבע חוץ עולים ברביע האחרון ב-317 מיליון דולרים.

התפתחות זו היא תוצאה של הגידול הרב בהעברות מחוץ לארץ בעקבות המלחמה ושל הירידה ביבוא ברביע שאירעה ברביע זה בעקבות השיבושים שחלו בפעילות הכלכלית בעקבות המלחמה. עם זאת יש לציין, כי כבר בדצמבר 1973 ובמיוחד ברביע הראשון של 1974, עם התגברות הציפיות לשינוי שער ה"ל", עלו רכישות מטבע חוץ נטו של הציבור מבנק ישראל ובניגוד למתכונת העונתית המקבולת לא עלו הנכסים במטבע חוץ.

הנתונים על התפתחות הנכסים במטבע חוץ של הבנקים והתחייבויותיהם לחוץ לארץ מצביעים על גידול מהיר בפעילות בתחום זה עד ספטמבר 1973, כהמשך של מגמת השנים האחרונות. ב-1973 (9) המשיך הגידול המהיר באשראי שקיבלו הבנקים הישראליים מבנקים מחוץ לארץ וב-פיקדונות פת"ח ובמקביל גם עלו ההפקדותיהם בבנקים בחוץ לארץ. מגמה זו נפסקה ברביע האחרון והיקף פעולות הארביטרוז' של הבנקים הישראליים ירד במידה ניכרת, עם היווצרות חוסר הוודאות בשוקי המטבע הבינלאומיים.

כאמור בסעיפים קודמים, נוצל חלק נכבד מהגידול במקורות מטבע חוץ של הבנקים למתן אשראי במטבע חוץ לגופים ישראלים שלא במסגרת הקרנות ובמידת מה גם למימון ענף היהלומים (שימושים אלה אינם מופיעים בלוח י"ג-12).

¹ יתרות מטבע החוץ של המשק, המוחזקות בבנק ישראל, מוגדרות כזהב, "זכויות משיכה מיוחדות", פיקדונות והשקעות נזילות אחרות, שמחזיק בנק ישראל בניכוי פיקדונות בנקים זרים בבנק ישראל ובניכוי הפקדת הנזילות כנגד פיקדונות פת"ח בידי הבנקים הישראליים.