

המערכת המוסדית של שוק ההון

1. קווי ההתפתחות העיקריים

המקורות, שהועמדו לרשות המערכת המוסדית של שוק ההון, גדלו בקצב איטי יותר בשנת 1976 לעומת קודמתה. 25 אחוזים, לעומת 42 אחוזים אשתקד, וסך כל המקורות עמדו השנה על 12.4 מיליארד ל"י. יחד עם זאת, ההאטה בקצב עליית רמת המחירים במוצע שנתי מיתנה את הירידה הריאלית המשתמעת מכך.

בהרכב המקורות, שהועמדו לרשות המערכת, בולטות הירידה במשקל חסכון משקי הבית והעלייה הנגזרת במשקל הפירעונות של הלוואות קודמות. תרומת חסכון משקי הבית לסך כל המקורות ירדה, מכ-57 אחוזים בשנתיים הקודמות ל-51 אחוזים בלבד השנה, בעיקר בשל הירידה החריפה בשיעור החיסכון הפרטי במשק. לירידת החיסכון התלוו שינויים דיפרנציאליים ברכיביו: במונחים ריאליים, ירדו בעיקר רכיבי החיסכון הנזילים (החזקה ישירה של ניירות ערך ותעודות השתתפות בקרנות נאמנות), ובמידה פחותה בהרבה צומצמו רכיבי החיסכון במסגרות הממוסדות יותר, שההתקשרות בהם הינה לטווח ארוך יותר (תוכניות חיסכון, תוכניות ביטוח חיים וקופות גמל). מתכונת התפתחות זו נובעת לא רק מהשינויים בשיעורי החיסכון ומאופי הרכיבים השונים, אלא גם משינויים שאירעו במשך השנה בשיעורי התשואה היחסיים; ההשפעה המצטברת זה כ-3 שנים של אי-הוואדות לגבי ערכן של איגרות החוב הצמודות שבידי הציבור, כתוצאה מאפשרות לשינויים בתנאי המיסוי, או אחרים, לגבי המצבת הקיימת, נתנה את אותותיה, לא רק על הרכב תיק הנכסים הפיננסיים, אלא גם על סך כל החיסכון המופנה לרכישת נכסים פיננסיים.

¹ המערכת המוסדית של שוק ההון, הנדונה בפרק זה, מוגדרת כמערכת המתווכים הפיננסיים, אשר עיקר עיסוקם הוא גיוס כספים לזמן בינוני וארוך, לשם השקעתם בנכסים פיננסיים — כגון הלוואות, פיקדונות וניירות ערך. בהגדרה זו כלולה קבוצת המוסדות הכספיים, שעמה נמנים: הבנקים לפיתוח ענפי המשק, הבנקים למשכנתאות, החברות להשקעה של הקונצרנים הפיננסיים השונים וחברות הלוואה למשקי בית. כמו-כן כלולים בהגדרה זו מסגרות התיווך הפיננסי הראשוני, שהן קופות הגמל וקרנות הפנסיה, חברות הביטוח וקרנות הנאמנות, וכן חכניות החיסכון (ותיק ניירות הערך העצמיים (נוסטרו) של הבנקים) והפיקדונות למתן הלוואות, המנוהלים בידי מערכת הבנקים המסחריים, במקביל לפעילותם כמתווכים פיננסיים מוניטריים (מייצרי כסף ומעניקי אשראי לזמן קצר). אינם כלולים בהגדרה כאן מוסדות, שאת עיקר מקורותיהם הכספיים מספקים מספר מצומצם של בעלים וחברות החזקה, אשר רוב השקעותיהן בחברות-בת. מכאן שהמערכת הנדונה כאן מציגה את כל פעולות התיווך הפיננסי הלא מוניטרי הממוסד, פרט לפעולותיה הישירות של הממשלה בשוק ההון (כלומר, הפעולות שאינן מבוצעות דרך מערכת זו, כגון מימון ישיר של רשויות מקומיות, הנפקת אגרות חוב למשקי בית, גביית מילואות חובה, ממשקי בית ופירמות וכו'). פעולות ישירות אלה ישולבו במערכת בעתיד. כן אין המערכת הנדונה כאן כוללת תיווך פיננסי בין סקטור חוץ-לארץ לבין יחידות במשק אם בוצע בידי מערכת הבנקאות המסחרית. לחיבור מפורט של המערכת הסטטיסטית ומסגרת הניתוח — ראה בנספח לדו"ח זה, או בדו"ח בנק ישראל 1974 עמ' 391 ואילך.

לוח י"ח-1

האשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך, 1974 עד 1976

שיעור השינוי הריאלי בהיקף האשראי		שיעורי עליית המחירים		האשראי ברוטו (מיליוני ל"י)			
1976	1975	1976	1975	1976	1975	1974	
				3,000	2,390	1,930	למשקי בית
0.7	-1.3	¹ 12.7	¹ 30.0	2,110	1,860	1,450	א. אשראי אפותיקאי
-9.1	0.9	¹ 12.7	¹ 30.0	(1,640)	(1,600)	(1,220)	א. מכוון
60.4	-13.0	¹ 12.7	¹ 30.0	(470)	(260)	(230)	ב. לדיוור פרטי
27.9	-20.7	² 31.3	² 39.3	890	530	480	2. אשראי אחר
				4,280	3,530	2,070	לענפי המשק
15.7	25.1	³ 24.7	³ 40.3	2,380	1,650	940	1. לתעשייה
7.9	-6.6	³ 25.1	³ 37.7	850	630	490	2. לחקלאות
				240	340	240	3. לבנייה
-31.0	70.9	⁴ 29.0	⁴ 33.1	810	910	400	4. לשרותים
-7.2	-9.1	⁵ 30.0	⁵ 33.0	1,050	870	720	לרשויות מקומיות
				8,330	6,790	4,720	סך הכול

- (1) על פי מדד מחירי דיוור, בממוצע שנתי.
 (2) על פי מדד המחירים לצרכן, בממוצע שנתי.
 (3) גזור מסדרת נתוני ההשקעה במחירים קבועים.
 (4) גזור מסדרת נתוני ההשקעה במחירים קבועים בשירותים ובחשמל.
 (5) על פי מדד גנור של מחירי השקעות ציבוריות.
 המקור: לוח מס' 2.

המקורות הפיננסיים של המערכת, שמקורם בפירעונות על חשבון הלוואות שהתקבלו בעבר, גדלו בשיעור דומה לזה של השנה שעברה, אך במונחים ריאליים היתה החשה של 8 אחוזים לעומת 2 אחוזים אשתקד.¹ מקור מימון זה אינו מושפע מהתפתחויות שוטפות, והוא נגזר מההיקף ומהתנאים של האשראי בעבר, אך על גודלו הריאלי משפיעים השינויים בקצב השוטף של עליית המחירים. זוהי דוגמה המבליטה את המגרעות בשיטת סיבסוד השקעות, שאינה מביאה בחשבון שינויים בקצב עליית המחירים במשך תקופת פירעון ההלוואה.

בתחום פעולות המימון של המערכת, חלה השנה ירידה בקצב גידול האשראי המוענק למשקי הבית, לענפי המשק ולרשויות המקומיות: 23 אחוזים, לעומת 44 אחוזים אשתקד, אך בשל ההאטה בקצב עליית רמת המחירים בממוצע שנתי וצמצום ריאלי של ההשקעות במשק, חלה עלייה בשיעורי המימון באמצעות המערכת. יש לציין שנמשכה מגמת העלייה בשערי הריבית על הלוואות החדשות בכ-3 אחוזים במהלך השנה. חלקם של משקי הבית, ענפי המשק והרשויות המקומיות בכלל האשראי, שהעניקה המערכת, נשאר יציב, ונראה שהדבר נובע מהתפתחות ריאלית דומה בהיקף ההשקעות בסקטורים אלה.

האשראי למשקי הבית, שהגיע השנה ל-3 מיליארד ל"י, וניתן בעיקר לרכישת דיור (אך גם למטרות אחרות), גדל בשיעור דומה לאשתקד, ובמונחים ריאליים חלה בו אף עלייה מסוימת (ראה לוח י"ח-1). עיקר העלייה נובעת מגידול באשראי האפתיקאי לדיור פרטי (כ-60 אחוזים במונחים ריאליים) ובאשראי אחר, אם כי עלו מספר סוגים של אשראי אפתיקאי מוכווני, למרות שסך כל אשראי זה הצטמצם מבחינה ריאלית² בכ-9 אחוזים.

האשראי למימון ההשקעות בתעשייה גדל השנה בקצב איטי יותר מאשתקד, אך לנוכח האטה חזקה יותר בקצב גידול ההשקעות, חלה עלייה ניכרת בשיעור המימון: מ-44 אחוזים אשתקד ל-58 אחוזים השנה. במונחים ריאליים, היתה השנה ירידה של כ-11 אחוזים בהשקעות בתעשייה, אך האשראי גדל בכ-16 אחוזים³ והתוצאה, כאמור, היתה עלייה ניכרת בשיעור המימון, מבלי שחלו שינויים בתנאי הזכאות למימון השקעות. בחלקה, נובעת עלייה זו מהחלטות ספציפיות להעלות את שיעורי המימון לגבי ענפים או מסגרות מימון מסוימות, אך לחלקה הגדול אין בידינו הסבר מספיק.

התמונה המצטיירת בתחום האשראי לחקלאות דומה לזו שבתחום התעשייה, אם כי בעוצמה פחותה במקצת. במונחים ריאליים, ירדו השנה ההשקעות בכ-3.2 אחוזים, אך המימון גדל ב-7.9 אחוזים ולפיכך עלה שיעור המימון מ-70 אחוזים אשתקד ל-78 אחוזים השנה. האשראי לרשויות מקומיות גדל השנה בשיעור דומה לאשתקד, כ-21 אחוזים, אך מבחינה ריאלית⁴ המשיך לרדת גם השנה, בעיקר עקב הריסון המינהלי שנקט משרד הפנים, בעלת שיעור המימון הממשלתי ודחיית פרויקטים להשקעה.

האשראי שנתנה המערכת לענפי הבנייה והשירותים הצטמצם השנה; ענפים אלה מסתמכים פחות על המערכת למימון צורכי האשראי שלהם. הירידה קשורה בחלקה לירידה החריפה בבניית בתי מלון ובהתחלות הבנייה, אך בחלקה הינה תגובה לעלייה יוצאת הדופן בהיקף האשראי בשנה שעברה.⁵

יש להדגיש, שחלה השנה ירידה ניכרת בספיגת המקורות מהמערכת המוסדית של שוק ההון מצד הממשלה, ועלייה ניכרת בהיקף ספיגת המקורות מצד מערכת הבנקאות: האשראי נטו

1 בכל מקום שלא מצויין אחרת, מנוכה עליית מחירים עפ"י מדד המחירים לצרכן.

2 מנוכה במדד מחירי דיור, בממוצע שנתי.

3 מנוכה במדד שנגזר מסדרת נתוני ההשקעה במחירים קבועים.

4 מנוכה עפ"י מדד מחירי השקעות מלכ"ר.

5 לעומת זאת, יש סימנים לכך שבעקבות הצטברות מלאי דירות בלתי מכורות, בעיקר באזורי פיתוח, גדל המימון קצר המועד הניתן לחברות הבנייה באמצעות מוסדות המערכת.

לממשלה ירד, מ-1.7 מיליארד ל"י אשתקד ל-0.9 מיליארד ל"י השנה, ומשקלו בסך השימושים ירד מ-17 אחוזים ל-7 אחוזים בלבד. ירידה חריפה זו, על רקע עליית שיעורי המימון במרבית הסקטורים המקבלים אשראי מהמערכת, מנוגדת למגמה שהתבטאה בהגדלת ספיגת הממשלה דרך מערכת המיסים, ולמדיניות צמצום הביקוש המצרפי בכללו.

ספיגת המקורות ממערכת שוק ההון ארוך המועד מצד הבנקאות המסחרית (כלומר, שוק כספים קצר מועד) הגיעה השנה לכמיליארד ל"י, לעומת אי-ספיגה כלל בשנה שעברה¹. שני גורמים לעלייה זו בספיגת המקורות: השינוי בהרכב החיסכון (לטובת תוכניות חיסכון בנקאיות), והתפקיד המרכזי שממלאים הבנקים המסחריים במנגנון התשלומים של המערכת המקנה להם השפעה מסוימת על הכוונת הכספים. עלייה זו קשורה במאמצים שנקטו השנה להקטנת גירעונות הגזילות ולשערי הריבית הגבוהים ששררו בשוק הכספים (ראה פרק י"ז).

1. הניתוח הכולל

1. השפעת הממשלה על המערכת המוסדית של שוק ההון

מידת מעורבותה של הממשלה בקביעת אופיה ורמתה של פעילות המערכת המוסדית של שוק ההון, הנידונה בפרק זה, רבה בהרבה מהמשתקף ממשקל פעולותיה הפיננסיות הישירות של המערכת עם הממשלה. למעשה, ניכרת מעורבותה של הממשלה בכל תהליך התיווך הפיננסי של המערכת: (א) בשלב גיוס המקורות "הראשוניים" של המערכת (בעיקר ממשקי הבית, בידי קופות הגמל וקרנות הפנסיה, חברות הביטוח, תכניות החיסכון וקרנות הנאמנות); (ב) בשלב הביניים של התיווך הפיננסי שבתוך המערכת — העברת רוב המקורות שגויסו למסגרות התיווך הפיננסי השניוני, שהם המוסדות הכספיים והפיקדונות למתן הלוואות שבמערכת הבנקאות, באמצעות רכישת איגרות חוב והעמדת פיקדונות למתן הלוואות מצד מסגרות התיווך הפיננסי הראשוניים. (ג) בשלב התיווך הפיננסי האחרון, עת מועברים האמצעים הפיננסיים לרשות ענפי המשק השונים ומשקי הבית, למימון פעילותם כיצרנים וכצרכנים.

בשלב (א) גורמת הממשלה לכך, שחלק הארי של החיסכון הפיננסי הוולונטרי במשק ימצא את דרכו למסגרות התיווך הפיננסי של המערכת, שכן הממשלה היא המאפשרת למסגרות אלה, במישרין ובעקיפין, להבטיח לציבור החוסכים, בכל קצב שהוא של אינפלציה, שיעור תשואה ריאלי חיובי לזמן ארוך המגיע עד 5 אחוזים, נוסף על הקלות במס הכנסה על פירות החיסכון, ובחלק מהמסגרות — גם על ההפקדות הראשוניות. כך נמנעת, למעשה, התפתחותו של שוק הון בהיקף משמעותי לצד המערכת הנידונה כאן, שיוכל להתחרות עמה על גיוס מקורות פיננסיים מקומיים. עם זאת, יש להניח, שלהתערבות הממשלה השפעה חיובית רבה על רמת החיסכון במשק, במיוחד בעת תהליכים אינפלציוניים מהירים.

אשר לשלב (ב): הממשלה הבטיחה את הפניית מרבית המקורות שגויסו לרכישת איגרות חוב, הן ממשלתיות והן של מוסדות כספיים, באמצעות תקנות, המחייבות את המתווכים הפיננסיים הראשוניים של המערכת להקדיש בין 75 ל-92 אחוזים ממקורותיהם לרכישות אלה (הזוכות למעמד של השקעה מאושרת).

לגבי שלב (ג), קיימות תקנות, המחייבות כל מוסד כספי, המבקש לגייס מקורות פיננסיים דרך הנפקת איגרות חוב (והנפקת ניירות ערך בכלל) לקבל היתר מיוחד לכך; ובוודאי כאשר מבקש

¹ בחלקה נעוצה תופעה זו בהקדמת רכישת ניירות ערך בסוף השנה שעברה מצד מוסדות כספיים, שמומנה באשראי בנקאי, אך גם לאחר "פיזור" מתאים של התופעה, ניכרת השנה החשה בספיגת אמצעים משוק ההון ע"י מערכת הבנקאות.

המוסד הכרה של "השקעה מאושרת" להנפקותיו. (לצורך תקנות ההשקעה של המתוכנים הפיננסיים הראשוניים). הממשלה יכולה להתנות את מתן "ההיתר" ו"ההכרה" בהכוונת יעדי גיוס הכספים, (בחלקם או בכללותם); ולמעשה משתמשת הממשלה במידה רבה בזכות זו, והיא מכוונת במישרין ובעקיפין את חלק הארי של אמצעי המוסדות הכספיים המגויסים בדרך זו, בהתאם למדיניות הפיתוח של הסקטור הציבורי. מדיניות זו מתבטאת בהבטחת הלוואות בלתי צמודות ובריבית נומינלית נמוכה, יחסית, לפעילויות ולצרכים מועדפים. למעשה משמשת הממשלה כמתווך בין הכספים, שגייסה באמצעות הנפקת איגרות החוב — הן שלה והן של המוסדות הכספיים (בתנאים מקבילים לתנאיה) — לבין כספים אלה, המזרמים בחלקם חזרה למוסדות הכספיים, לשם מתן הלוואות מוזלות בהכוונת הממשלה. בתיווך מופקדים כספים אלה בממשלה, ותנאי ההפקדה מביאים בחשבון את התנאים שבהם יש להעניק את האשראי, וכן את המרווח, שיש להבטיח למוסדות הכספיים. יש להדגיש, כי רק חלק קטן, יחסית, ממימון הפעילויות והצרכים המועדפים בידי הסקטור הציבורי מתבצע בדרך זו; החלק הגדול של מימון מוזל זה מתבצע ישירות בידי המוסדות הכספיים, מכספי הנפקת איגרות חוב ובהכוונת הממשלה, האוצר מפצה את המוסדות הכספיים על הפער שבין מחיר ההון המגויס ותנאי הצמדתו לבין תנאי האשראי המוזל שמוענק. למעשה מרביתו של האשראי, המוענק מכספי הנפקת איגרות חוב, מכוון בידי הממשלה, והוא ניתן כאשראי מוזל בלתי צמוד, כשבהפרשי ההצמדה נושא הסקטור הציבורי. החלק הקטן, יחסית, מהנפקת איגרות החוב של המוסדות הכספיים, המוגדר לכאורה כהנפקה "חופשית" מהכוונה, גם הוא משמש ברובו, כחלקו "העצמי" של המוסד במקורות המימון של האשראי המוזל, בשל רצונם של המוסדות להבטיח לעצמם את כיסוי הפרשי ההצמדה בידי האוצר.

כדי לראות את התמונה הכוללת של השפעת הממשלה על פעילות המערכת המוסדית של שוק ההון, יש להוסיף לכל אלה גם את תחום גיוס הכספים בחוץ לארץ: גיוס הכספים של המערכת בחוץ לארץ מותנה בהיתר מיוחד של אגף מטבע החוץ שבמשרד האוצר; לאור האפשרויות המצומצמות של המוסדות הכספיים להלוות בתנאי הצמדה למטבע החוץ (במיוחד מאז הנהגת "הפיחות הוזחל", ביוני 1975) מעמידים הם בדרך כלל את מקורותיהם אלה להכוונת הסקטור הציבורי, על מנת ליכות בכיסוי הפרשי ההצמדה. בסיכום ניתן לומר, שהשפעתה של הממשלה על אופי ורמת הפעילות של המערכת היא נרחבת ביותר.

עם זאת, נותר בידי המערכת המוסדית של שוק ההון תחום מצומצם, יחסית לפעולות בלתי תלויות של מתן אשראי לזמן בינוני וארוך חופשי מהכוונה, שמקורותיהן הפיננסיים הם בעיקרם אמצעים חופשיים של קופות גמל וקרנות פנסיה, חברות ביטוח ותכניות חיסכון (במסגרת רכישה וולונטרית של ניירות ערך) וכן אמצעים, שמספקים למערכת פירמות וגורמים שונים. היקפם של אמצעים אלה תלוי, במידה רבה, בהתפתחויות המוניטריות ובמצב הנוזלות במשק.¹

2. המקורות הפיננסיים שלרשות המערכת

א. מבוא²

המממן העיקרי של המערכת הוא סקטור משקי הבית, התורם למקורותיה הפיננסיים בעיקר באמצעות החיסכון במסגרת קופות הגמל וקרנות הפנסיה, חברות הביטוח, תכניות החיסכון וקרנות הנאמנות. בשנים שקדמו ל-1974 גדלה תרומת משקי הבית למקורות המימון של המערכת

¹ יש להזכיר, כי מוסדות המימון של "חברת העובדים" קיבלו היתר כללי, להשתמש בחלק מוסכם מן המקורות, שהם מגייסים, למימון השקעות במסגרת תכנית הכספים של "חברת העובדים".

² ראה לוח י"ח¹.

לוח י"ח - 2

גיוס והקצאה של מקורות פוננסיים לזמן בינוני וארוך בידי המערכת המסחרית של שוק ההון, 1974 עד 1976
(מיליג'ל"ל, על בסיס זרמי קופה)

מקורות	1974	1975	1976	שימושים	1974	1975	1976
ממשקי בית:				אשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך			
כספי חסכונות נטו ממשיות	4,530	6,250	7,060	למשקי בית	1,930	2,390	3,000
מפירות:				לחקלאות	490	630	850
פיקדונות וניירות ערך נטו מפדיונות	440	310	300	לתעשייה	940	1,650	2,380
ממשקי בית ופירות ¹ , דרך קנייה ומכירה				לבנייה	240	340	240
(ופדיון) של ניירות ערך	-590	-650	-780	לשירותים (כולל חשמל ומלכ"ר)	400	910	810
				לרשויות מקומיות	720	870	1,050
סך הכול	4,380	5,910	6,580	סך הכול	4,720	6,790	8,330
מפירות הלוואות				העברת מקורות נטו			
של משקי בית	740	1,150	1,460	לממשלה	1,210	1,660	910
של פירות	1,260	1,760	2,740	למוסדות בנקאיים	350	(-10)	980
של רשויות מקומיות	490	630	840	סך הכול	1,560	1,650	1,890
סך הכול	2,490	3,540	5,040	שימושים קצרי מועד נטו כולל			
ממוסדות לאומיים (נטו)	130	190	260	מוזמן ופיקדונות עו"ש ³	180	580	610
מחוץ לארץ (נטו) ⁴	-50	280	410	עודף הוצאות על הכנסות	500	920	1,180
לא ידוע	20	0	100	דיבידנדים	260	380	710
סך הכול	100	470	770	תשלומים אחרים נטו ²	(-250)	(-400)	(-330)
סך הכול כללי	6,970	9,920	12,390	סך הכול כללי	6,970	9,920	12,390

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

1. התוצאה הכספית נטו מעסקות בניירות ערך של המערכת עם משקי הבית והפירות (ראה הסבר מפורט בסעיף 2, עמ' 393, דו"ח בנק ישראל לשנת 1974).
 2. מסים, פרמיות ותביעות מביטוח כללי, תקבולים ותשלומים בקשר עם ביטוחי משנה.
 3. הגידול ביתרת הנכסים קצרי המועד, פחות הגידול ביתרת ההתחייבויות קצרות המועד (לא כולל סעיפים קצרי מועד הקשורים בהפרשים ופעולות חשבונאיות אחרות, וכן לא כולל יתרות קצרות מועד, הקשורות בעסקות המערכת עם חוץ לארץ).
 4. כולל עסקות קצרות מועד של המערכת בחוץ לארץ.
- המקור: אומדני מהלקת המחקר, בנק ישראל.

דרך רכישה ישירה של ניירות ערך המונפקים, ו/או הנמכרים, בידי המערכת, בשוק המשני. מאז 1974 הפך רכיב זה לשלילי, כלומר: נטו, הציבור פודה, או פודה ומוכר למערכת ניירות ערך בשוק המשני. בעוד שממדי תרומת משקי הבית למקורות המערכת באמצעות חסכון קופות גמל ושאר המתווכים הראשוניים ניתנים לזיהוי במישרין, הרי לא ניתן לבודד תרומתם באמצעות רכישת ניירות הערך. הגם שניתן לאמדה, באמצעות התמורה הכספית נטו מהנפקה ופדיון ניירות ערך, וממכירת וקניית ניירות ערך של המערכת למשקי בית. בתמורה זו נכלל גם רכיב קטן, יחסית, של התוצאה הכספית נטו של עסקות הפירמות בשוק המשני (ראה לוח י"ח-2).

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

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

מקור מימון נכבד, הוא כספי הפירעונות השוטפים, (קרן, ריבית והפרשי הצמדה), המתקבלים על חשבון מצבת החביונות של צרכני האשראי, שהם: משקי הבית, הפירמות והרשויות המקומיות. לא כל כספי המקורות הפיננסיים שפורטו לעיל משמשים למתן אשראי לציבור היצרנים והצרכנים במשק. חלק ממקורות אלה נספג מן המערכת בידי הממשלה והמוסדות הבנקאיים, גורמים, אשר להם קשרים פיננסיים מסועפים עם המערכת המוסדית של שוק ההון הנדונה בפרק זה. הממשלה סופגת ממקורות המערכת במסגרת כלל מדיניותה הפיסקלית ולשם מימון פעילותה — פעילות הכוללת, בין השאר, הזרמה חוזרת של אמצעים פיננסיים למערכת. המוסדות הבנקאיים, אשר ממלאים תפקיד של "רכז" בקונצרנים הפיננסיים השונים, מנקזים אליהם מקורות רבים מהמערכת, אשר ברובם הגדול מוחזרים אליה כשהם מחולקים מחדש בין המתווכים הפיננסיים השניוניים של המערכת. מחד גיסא, מעבירים מוסדות פיננסיים שבמערכת למוסד הבנקאי, שאיתו הם קשורים בקשרי בעלות, חלק מן האמצעים הפיננסיים, שהם מגייסים (בעיקר כספי הנפקת איגרות חוב, אולם גם מקורות פיננסיים אחרים, כגון כספי חיסכון, הלוואות ופיקדונות, שנתקבלו בארץ ובחו"ל, ועוד). חלק ממקורות אלה מועבר למוסד הבנקאי לשם הפקדה באוצר ו/או לשם מתן הלוואות על שם המוסד מעביר הכספים. חלק אחר מופקד ללא הגדרת היעד. מאידך גיסא, מעביר המוסד הבנקאי למוסדות פיננסיים, הקשורים אליו, הפקדות שונות — כחלקו במימון פעילותם וכן כספי פירעון על חשבון מצבת הפקדותיהם. חוסר התאמה על פני חודשי השנה בין זרם המקורות מהמערכת אל "הסקטור הבנקאי" הנידון כאן, וממנו חזרה למערכת, וכן אותו חלק מגיוס החסכונות לתוכניות החיסכון, שאינו מחוייב בהשקעה מוכרת, ואינו מושקע בניירות ערך, יש בו כדי להשפיע על רמת הגזילות השוטפת של הבנקים, ומכאן על ממדי גירעונותיהם. בשל כך מהווה המערכת המוסדית של שוק ההון מעין וסת, היכול להעביר גירעונות בגזילות (או הזרמה) מהממשלה למערכת הבנקאית ולהיפך.

ב. התפתחות הנפח והמבנה של המקורות

בשנת 1976, שלא בדומה לשנה שעברה, חלה האטה בקצב גידול נפח המקורות הנומינליים, שהועמדו לרשות המערכת, וירידה בהיקפם הריאלי. מקורות אלה גדלו השנה בשיעור של 25 אחוזים, והסתכמו בכ-12.4 מיליארד ל"י, לעומת שיעור גידול של כ-42 אחוזים בכל אחת מהשנתיים שקדמו לכך. אמנם, רמת המחירים, בממוצע שנתי, עלתה השנה בשיעור נמוך מאשתקד, אך למרות זאת חלה ירידה ריאלית של כ-5 אחוזים בהיקף המקורות שעמדו לרשות המערכת, לעומת עלייה ריאלית בשיעור של כ-2.0 אחוזים בשנתיים שקדמו לכך. היחס שבין היקף האשראי לזמן בינוני וארוך, שהוענק, לבין סך כל נפח העסקות הפיננסיות, שהיה

כרוך בכך, המשיך השנה לקטן והגיע ל-23 אחוזים. פער עצום זה, בין היקף האשראי לבין נפח העסקות, קשור בחלקו הגדול בתיווך ביניים פיננסי רב-שלבי, אשר אינו תורם רבות לשכלול שוק ההון, ולבטח אינו מסייע בידי הסקטור הציבורי לממש הלכה למעשה את שליטתו על נפח המקורות שהוא מסבסד.¹

ההתפתחות הבולטת ביותר במבנה המקורות היא החשת הירידה במשקל חסכונות משקי הבית, שהוא רכיב המקורות העיקרי ועליית רכיב המקורות השני, שהוא פירעון של הלוואות שניתנו בשנים עברו: משקל חסכונות משקי הבית מסך כל המקורות, שהגיע ל-57 ו-56 אחוזים בשנים 1974 ו-1975, בהתאמה, ירד השנה ל-51 אחוזים בלבד; במקביל עלה משקל הפירעונות של הלוואות קודמות, מ-36 אחוזים בשנתיים הקודמות ל-41 אחוזים השנה.

התפתחות זו נובעת מירידה ניכרת בהיקף הריאלי של חסכונות, שהפנו משקי הבית (והפירמות) למערכת שוק ההון ומבטאת, במידה רבה, את הירידה החדה השנה בשיעור החיסכון במשק. סך כל חסכונות משקי הבית (כולל פיקדונות ורכישת ניירות ערך, נטו מפדיונות, מצד הפירמות), שהופנו למערכת שוק ההון, גדלו השנה ב-11 אחוזים, לעומת 35 אחוזים ב-1975 ו-52 אחוזים בשנת 1974. במונחים ריאליים, ירדו המקורות שהעמידו משקי הבית לרשות המערכת בכ-15 אחוזים, לעומת ירידה של 3 אחוזים בשנת 1975 ועלייה של 9 אחוזים בשנת 1974.

הוויסות בין הביקוש וההצע של מקורות אשראי לטווח בינוני וארוך מתבצע רק במידה מוגבלת דרך מנגנון השינויים בשערי הריבית (המשפיע רק על עודף הביקוש, העומד בפני המערכת) ובמידה רבה יותר באמצעות התערבות הממשלה. בין השאר מתבטאת עובדה זו בקיצוב אשראי ובהיקף המקורות, נטו, שהממשלה שואבת מתוך המערכת למימון צורכי האשראי שלה. בשנים 1974 ו-1975 שאבה הממשלה ממערכת שוק ההון כ-17 אחוזים מסך כל המקורות, ואילו השנה ירד שיעור זה לכ-7 אחוזים בלבד. ההתפתחות זו הינה בחלקה תוצאה של הירידה הניכרת בהצע החסכונות של משקי הבית, ובחלקה נובעת מהגדלת שיעורי המימון במרבית סוגי ההשקעות, שהמערכת מממנת; תופעה שאינה עולה בקנה אחד עם מדיניות צמצום הביקוש המצרפי שננקטה השנה. ברם, אם הירידה בשיעורי החיסכון קשורה בחלקה בעלייה הניכרת בגביות המסים, אין לראות בכך ירידה בסך כל המקורות שהעמידו משקי הבית לרשות הממשלה, וייתכן שהיא אף מציינת מבנה יציב יותר במימון התקציב. יש להדגיש, שנוסף על הממשלה, משתמשת גם מערכת הבנקאות המסחרית במערכת המוסדית של שוק ההון כספק מקורות מימון לפעילותה, והשנה ספגה כמיליארד ל"י. בשנת 1975 לא ספגה מערכת הבנקאות מקורות מימון מהמערכת, אך הדבר נבע בעיקר מהקדמה מסיבית של רכישת איגרות חוב מצד משקיעים מוסדיים לקראת סוף השנה, מתוך ציפיה למימוש רווחי הון (רכישות שמומנו באשראי בנקאי). כדי לקבל תמונה נכונה, יש ל"פור" את ספיגת השנה על פני שנתיים, אם כי גם כך חלה השנה החשה בספיגת אמצעים מהמערכת. יש לראות בהתפתחות זו על רקע מאמצי מערכת הבנקאות להקטין את הגירעונות בנכסים נזילים, ובמיוחד על רקע העלות הגבוהה של מקורות כספיים למערכת זו. הרקע לספיגת האמצעים בידי מערכת הבנקאות הוא ההתפתחויות בשוק הכספים, מצד אחד, ומדיניות הביקוש המצרפי וספיגת הממשלה, מצד שני. הספיגה הכוללת של הממשלה והמוסדות הבנקאיים, משוק ההון הגיעה השנה לכ-15 אחוזים, לעומת כ-17 אחוזים אשתקד.

השנה חלה ירידה מסויימת במשקל המקורות, שהעמיד סקטור חוץ לארץ לרשות המערכת מכלל המקורות שעמדו לרשותה, אך הוא נשאר קטן יחסית והגיע לכ-3.3 אחוזים. כן יש להעיר שרוב המקורות הללו אינם חופשיים, אלא מוכוונים בידי הרשויות, הנושאות לרוב גם בביטוחי

¹ אמנם, בגלל ההתמחות של מתווכים ראשוניים ושניוניים, סביר שיהיה פער מסוים בין היקף האשראי לנפח העסקות, אך לא בממדים המצויים במשק הישראלי, ובוודאי שאין לשאוף להגדלתו של פער זה, במונחים יחסיים.

השער המתלווים אליהם. יחד עם זאת, יש סימנים לכך שהשנה גדלה ההודקקות לאשראי מחוץ לארץ במישרין דרך הבנקאות המסחרית, ולכן הוא אינו כלול בנתוני המערכת.

ג. מקורות המערכת ממשקי הבית והפירמות

השנה התחזקה מגמת ההאטה בקצב גידול המקורות הפיננסיים שסיפקו משקי הבית והפירמות למערכת; למרות ההאטה בקצב עליית רמת המחירים בממוצע שנתי, יש בכך משום ירידה ניכרת בהיקפם הריאלי. מגמה זו תואמת את הירידה החריפה השנה בשיעור החיסכון הפרטי הגולמי: מרמה של כ-34 אחוזים, מכלל המקורות, לרמה של כ-27 אחוזים בלבד השנה. הירידה החריפה בשיעור החיסכון לוותה בשוני ניכר בקצב התפתחות הרכיבים השונים של החיסכון, בחלקה מחמת שינויים בהרכב הרצוי של תיק הנכסים הפיננסיים ובחלקה בשל רגישות שונה של הצבירה במסגרות החיסכון השונות) לשינויים בהיקף החיסכון.

לוח י"ח-3

פירוט מקורות המימון של המערכת שסופקו בידי משקי הבית, 1974 עד 1976

העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת			1976	1975	1974	
1976	1975	1974	1976	1975	1974	
25	15	70	2,160	1,740	1,510	דרך חיסכון נטו * בקופות הגמל
						דרך חיסכון נטו *
12	29	214	2,460	2,190	1,700	בתכניות חיסכון ***
—3	87	717	1,820	1,870	1,000	דרך חיסכון נטו * בקרנות נאמנות
38	41	78	620	450	320	דרך חיסכון נטו * בביטוח חיים
13	38	145	7,060	6,250	4,530	סך הכול
						התרומה נטו של משקי הבית והפירמות
						למקורות המימון של המערכת
—	—	—	—780	—650	—600	דרך עסקות בניירות ערך **
12	42	45	6,280	5,600	3,930	סך הכול כללי

* הפקדות (או פרמיות) בניכוי כשיכוח של קרן, ריבית והפסדי הצמדה (או תביעות).
 ** קנייה במקור של ניירות ערך המונפקים בידי המערכת, פחות תפולות הפדיון של ניירות ערך שהונפקו בעבר בידי המערכת, בתוספת מכירות נטו של המערכת בשוק המשוני.
 *** כולל תוכניות חיסכון בנקאיות ותוכניות חיסכון לדיור ולחינוך.
 המקור: אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

השנה נמשכה הירידה בהחזקה הישירה של ניירות ערך בידי משקי הבית, והדבר התבטא בפדיון ו/או במכירה נטו באמצעות השוק המשני למוסדות המערכת בהיקף של 780 מיליון ל"י, לעומת 650 ו-590 מיליון ל"י בשנים 1975 ו-1974, בהתאמה. תופעה זו נובעת ממספר התפתחויות, שפעלו בכיוון דומה: הירידה בשיעורי החיסכון במשק; אי-וודאות בקרב הציבור לגבי מיסוי הפרשי ההצמדה על איגרות החוב שבידי הציבור; הרפורמה במס-ההכנסה באמצע 1975, שפגעה בשיקולי כדאיות הרכישה של ניירות ערך צמודים בידי פירמות; הקטנת שיעורי ההצמדה

¹ נתונים אלה אינם כוללים את הרכישה, או הפדיון, נטו של איגרות חוב ממשלתיים המוחזקות בידי הציבור, אך אינדיקטורים שונים מורים שחלה מכירה נטו גם במסגרת תיק זה.

של איגרות חוב למדד ל-90 אחוזים (בדצמבר 1975) ול-80 אחוזים (בדצמבר 1976); ונסיונות לפעול בדרכים שונות כנגד "הון שחור", המושקע בניירות ערך. התפתחויות אלה השפיעו לא רק על הקצאת החיסכון השוטף, אלא גם על שינוי הרכב תיק הנכסים הפיננסי הקיים, וכתוצאה אירעה, כאמור, מכירה נטו מתוך תיק ניירות הערך של הציבור. ראוי להדגיש, שתופעת הפדיון ו/או המכירה נטו למוסדות המערכת קיימת מאז 1974, עת החלו השמועות על הרעה צפויה בתנאי איגרות החוב הצמודות למדד המחירים שבידי הציבור בצורה של הטלת מס על רווחי ההצמדה. יחד עם זאת, ההשפעה המצטברת של אווירת אי-הודאות לגבי ערכן של איגרות החוב הצמודות הקיימת מזה כ-3 שנים, הולכת ומתחזקת. יש לתת את הדעת על כך, שהרי בקיומה המתמשך של אווירה זו יש כדי לפגוע בנטייה לחסוך בכלל, ובהשקעה בנכסים פיננסיים למיניהם, בפרט.

השנה הואט במידת-מה הגידול בביקוש לתעודות השתתפות בקרנות הנאמנות, וכך ירד קצב גידול החיסכון במסגרת זו ב-3 אחוזים, והגיע להיקף של 1.8 מיליארד ל"י. עיקר הגורמים, שהשפיעו על ההחזקה הישירה של ניירות ערך, פעלו גם בתחום ההחזקה העקיפה באמצעות תעודות השתתפות בקרנות הנאמנות; אך כאן פעל כנראה גם גורם מאון בדמות המדיניות של יועצי ניירות הערך בבנקים, שכיוונה את הציבור לעבור מהחזקה ישירה של ניירות ערך לרכישת תעודות השתתפות בקרנות נאמנות. נוסף על כך, ייתכן שההתפתחויות הדינמיות ושינויי המגמה החריפים, שאיפיינו השנה את שוק ניירות הערך על רכיביו השונים (שוק המניות, שוק איגרות החוב הצמודות למדד המחירים ושוק הנד"ד) הביאו להזדקקות רבה יותר לייצוא מקצועי ולעדכון תכופ בתיק, ולפיכך הגדילו את הביקוש לשירותי קרנות הנאמנות.

במסגרות החיסכון המוסדיות, שבהן קיימת התקשרות ארוכת טווח, חלה ירידה איטית יותר, ובמסגרת קופות הגמל היתה אף חשה מסויימת בהפרשות. כללית ניתן לומר, שהתפתחות זו גובעת הן מהאופי המתמשך של ההתקשרות והן מהשיפור היחסי בתשואות ובדימוי הביטחון של חיסכון במסגרת זו, לעומת צורות אחרות של חיסכון (הגם שנמשכה ירידה גם בנוזלותם של הנכסים הפיננסיים במרבית מסגרות חיסכון אלה).

במסגרת תכניות החיסכון הבנקאיות, חלה ירידה בקצב גידול ההפרשות נטו, ל-12 אחוזים השנה לעומת 29 אחוזים אשתקד ו-214 אחוזים בשנת 1974. שנת 1974 היתה שנת זינוק מחודש בתחום תכניות החיסכון, בעקבות הפעלת תוכניות, הנותנות מענק נוסף ל"חוסך המתמיד" (דבר שהגדיל הן את תוחלת התשואה והן את תמריץ אי-השבירה של התכנית לפני תום התקופה המתוכננת)¹; עידוד מיוחד לתכניות ניתן עם הגדלת התמריץ לבנקים דרך העלאת הרכיב הנותר לשימוש החופשי מ-15 אחוזים ל-25 אחוזים מסך החסכונות. מובן כי קצב הגידול המוחש אינו יכול להמשך זמן רב, אך מסגרת זו עדיין זוכה להעדפה ניכרת בהכוונת הבנקים, במיוחד בשנת 1976, שבה היה לחץ חזק על הבנקים להקטין גירעונות בנוזלות ואף במסגרת המיגבלות על היקף האשראי החופשי היתה עדיפות לבנק המגייס חסכונות למסגרת זו.

השינויים העיקריים, שחלו במהלך שנת 1976 בתוכניות החיסכון, היו הפעלת תכניות "18,000", בחודש אפריל, שהגדילה את מכסימום ההפקדה המותרת מ-10 אלפים ל"י ל-18 אלף ל"י, תוך כדי הארכת תקופת החיסכון הנדרשת מ-5 ל-6 שנים, ובחודש דצמבר — הורדת שיעור הריבית לחוסך באחוז אחד. ראוי להדגיש, שבתוכניות החיסכון נותרה הצמדה מלאה למדד, בעוד שההצמדה על איגרות חוב המונפקות לציבור ירדה מסוף 1975 עד לסוף שנת 1976 מ-100 אחוזים ל-80 אחוזים, והדבר שיפר את התשואה היחסית במסגרת זו. אם נוסיף לכך את התמריץ החזק שלא "לשבור" את תכניות החיסכון, ואת מערכת ההכוונה והייצוא הבנקאית לציבור, להעדיף

¹ קודם לכן היתה השבירה תופעה נפוצה למדי: פחות ממחצית החוסכים השלימו את תקופת החיסכון המתוכננת.

² באפריל 1976 הוקטן רכיב זה, לגבי הצבירה בתוכניות החדשות, ל-17 אחוזים בלבד, ובמקביל הוקטן שיעור ההשתתפות של הבנקים במענק.

תוכניות אלה, מובנת הסיבה להרחבת היקף תכניות אלה, למרות ההתפתחויות בתחום ההחזקה הישירה של ניירות ערך וקרנות הנאמנות.

החיסכון במסגרת קופות הגמל היה היחידי שקצב גידולו הואץ השנה לשיעור של 25 אחוזים, לעומת 15 אחוזים אשתקד, והגיע להיקף של 2,160 מיליון ל"י, אם כי עדיין נמשכה הירידה הריאלית בחיסכון זה, שהגיעה השנה לכ-5 אחוזים.

האצה זו נעוצה כולה בהתפתחויות במסגרת קופות התגמולים הבנקאיות, הפתוחות לציבור הרחב, בניגוד לקופות המפעליות, המאגדות רק את עובדי המפעל היום, ששיעורי ההפרשה אליהם קבועים ומעוגנים בהסכמי העבודה במפעלים. מקורה של האצת החיסכון האמור, נעוץ הן בהתפתחויות בשוק הנכסים הפיננסיים בכלל, להן השפעה על הרכב הביקוש לנכסים פיננסיים והן בהצטברות שינויים מוסדיים, שתרמו לשיפור מעמדם היחסי של קרנות התגמולים מבחינת התשואה לחוסך ולירידה בנטייה למשיכת כספי החיסכון, במועד המוקדם ביותר האפשרי. ראוי לציין, שהעלייה בהיקף הצבירה השנתית בקופות התגמולים, מ-10 אחוזים אשתקד ל-36 אחוזים השנה, גובעת הן מהאצה בהפקדות (מ-25 אחוזים ל-44 אחוזים השנה) והן מהאטה בקצב גידול המשיכות (מ-97 אחוזים אשתקד ל-62 אחוזים השנה).¹

למרות הדמיון הקיים בתכונות החיסכון במסגרת תוכניות החיסכון וקופות התגמולים, הרי שעוצמת ההתפתחויות במסגרות אלה הינה השנה שונה, מבלי שיהיה לכך הסבר הבולט לעין. מסכת הקשרים הפיננסיים של הסקטור הבנקאי עם המערכת המוסדית של שוק ההון, הגידונה בפרק זה, אינה פחות סבוכה מזו של הממשלה. המוסדות הבנקאיים ממלאים, כאמור, תפקיד של "רכו" מקורות פיננסיים של הקונצרנים הפיננסיים השונים.² במסגרת זו מנקזים אליהם הבנקים הגדולים חלק נכבד ממקורות המערכת, ומחלקים אותם מחדש בין המתווכים הפיננסיים השונים.³ של המערכת. כך נוקזו השנה לבנקים כ-4.3 מיליארד ל"י (ראה טורים 2 ו-5 בלוח י"ח-4) והוקצו מחדש בידי המערכת הבנקאית כ-3.3 מיליארד ל"י (ראה טורים 1 ו-4 בלוח י"ח-4), ונותרו לשימוש מערכת הבנקאות כמיליארד ל"י (אם כי חלק מסכום זה יש לשייך לשנה הקודמת — ראה לעיל).

3. האשראי המוענק בידי המערכת המוסדית של שוק ההון, תנאיו וייעודו

א. תנאי האשראי המוענק

רוב האשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך, שמעניקה המערכת, הינו אשראי מוזל בלתי צמוד, המוענק בהכוונתו ועל חשבוננו של הסקטור הציבורי. הדבר אמור בעיקר באשראי למשקי הבית, לענפי החקלאות והתעשייה, (למעלה מ-90 אחוזים ממנו ניתנים על בסיס מסובסד). וכן בחלק מן האשראי לבנייה, ובמידה פחותה בהרבה, באשראי לרשויות מקומיות. האשראי המוכווני לפיתוח התעשייה, החקלאות והתיירות,⁴ שמעניקה המערכת על פי הנחיות הממשלה, מוענק מאז אמצע שנות הששים ללא הצמדה, בריבית נומינלית נמוכה; הריבית שנגבתה על האשראי, שהוענק במהלך 1976, נעה לרוב בין 12 ל-17 אחוזים, בהתאם למיקומו

¹ הסבר מלא יותר — ראה בחלק 2, — בסעיף קופות הגמל.

² קונצרן כולל, בדרך כלל, קופות גמל, חברות ביטוח, תכניות חיסכון, קרנות נאמנות, חברות להשקעה, בנקים לפיתוח ובנקים למשכנתאות.

³ אותם מוסדות כספיים המתמחים במתן אשראי למשקי בית ולענפי המשק השונים, בניגוד למתווכים הראשוניים, המתמחים בספיגת חסכוניות משקי הבית.

⁴ אשראי לבניית בתי-מלון מסוג כאן באשראי לשירותים.

לוח י"ח - 4

זרמי התקבולים והתשלומים של המערכת עם הממשלה והמוסדות הבנקאיים, עד 1974
(מיליוני ל"י)

הסקטור המקבל ו/או הנותן	סוג התקבול ו/או התשלום	תקבולים על חשבון מצבת הנכסים ארוכי המועד * (1)	תשלומים על חשבון מצבת ההתחייבויות ארוכות המועד * (2)	עודף תקבולים על תשלומים על מצבת הנכסים וההתחייבויות ארוכות המועד * (1) - (2) = (3)	תקבולים לזמן ארוך מעסקות השנה השוטפת ** (4)	תשלומים לזמן ארוך על עסקות השנה השוטפת ** (5)	עודף תקבולים על תשלומים מעסקות השנה השוטפת ** (4) - (5) = (6)	סך כל עודף התקבולים על התשלומים (3) + (6) = (7)
ממשלה	1974	2,040	470	1,570	1,080	3,860	-2,870	-1,210
	1975	2,870	490	2,380	1,820	5,860	-4,040	-1,660
	1976	4,230	690	3,540	2,630	7,080	-4,450	-910
מוסדות בנקאיים	1974	530	320	210	850	1,410	-560	-530
	1975	1,060	480	580	1,490	2,060	-570	10
	1976	1,330	860	470	1,950	3,400	-1,450	-980

* על חשבון מילוח, פיקדונות וניירות ערך (כולל ריבית והפרשי הצמדה שנתקבלו ושולמו כפועל).

** על חשבון מילוח, פיקדונות, הנפקת (ורכישת) ניירות ערך.

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

טור (4) הוא ברובו הפקדות חוזרות של הממשלה.

טור (5) הוא ברובו הפקדות כספי אמסיות.

ה מ ק ו ר : אוזרני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

וייעוד תוצרתו של המפעל הממומן. חלק אחר מן האשראי המוול לענפים אלה ניתן בריבית של 17 אחוזים ללא הצמדה, בהכוונת גופים ציבוריים, אשר הסקטור הציבורי הסמיכם לכך. האשראי האפותיקאי המוכוון למשתכנים, וחלק גדול מן "האשראי האחר" למשקי הבית, ניתן אף הוא ללא הצמדה, ובריבית הנעה לרוב בין 10 ל-19 אחוזים, תוך כדי מגמת עלייה בשנתיים האחרונות. נוסף על כך, חלק מן האשראי האפותיקאי הבלתי מוכוון לדיור פרטי (שחלות עליו מגבלות המותנות בשטח ובמחיר הדירה), מוענק אף הוא (על חשבון הסקטור הציבורי) ללא הצמדה, ובריבית שנעה השנה בין 13 ל-20 אחוזים; בתחילת 1977 היא העלתה ל-16 עד 27 אחוזים. רובו הגדול של האשראי לדיור פרטי, שהוענק השנה, ניתן בתנאים אלה. ראוי לציין, שמאז אמצע שנת 1974 נמצאת הריבית על האשראי המוכוון לתעשייה, לחקלאות ולמשקי הבית בתהליך מתמיד של העלייה, שהגיע במהלך 1976 לכ-3 עד 5 אחוזים בדרך כלל, ובחלק מהתחומים הועלתה הריבית שוב בראשית 1977. אמנם, שיעורי הריבית הללו הינם מקור לא מבוטל לסבסוד ההשקעה, אך העלאת שיעורי הריבית על ההלוואות החדשות, וההאטה שאירעה השנה בקצב עליית רמת המחירים במוצעים שנתים, מקטינים את היקף הסיבסוד הניתן לענפים אלה. נראה שהדרך, אותה יש לנקוט על מנת להגדיל את מידת השליטה הציבורית בהיקף הסבסוד הניתן להשקעות בענפי המשק ובדיור, היא זו שהופעלה לגבי הריבית על האשראי לתעשייה בראשית 1977: ריבית בסיסית נמוכה (5 אחוזים) בתוספת מחצית מהפרשי ההצמדה לעליית מדד המחירים¹. בתחום האשראי האפותיקאי חלה התפתחות בכיוון דומה; נוסף על העלאת שיעורי הריבית, מסתמנת מגמה של קיצור משך תקופת ההלוואה וסולם עולה של סכומי פירעון, כדי לשמור על נטל פירעון ריאלי אחיד במשך מרבית התקופה.

ב. נפח האשראי המוענק

בשנת 1976 גדל נפח האשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך, שהעניקה המערכת (למשקי בית, ענפי משק ורשויות מקומיות) בכ-23 אחוזים, והוא הסתכם ב-8,330 מיליון ל"י — לעומת גידול של 44 אחוזים בשנת 1975 ו-49 אחוזים בשנת 1974. על רקע ההאטה החריפה בקצב גידול ההשקעות וברכישת דירות, חלה במרבית הפעולות הממומנות בידי המערכת עלייה לא מבוטלת בשיעורי המימון.

הירידה בקצב גידול האשראי התרכזה בתעשייה, בבנייה ובשירותים; בשני הענפים האחרונים חלה אף ירידה מוחלטת בהיקף האשראי ברוטו שניתן. לעומת זאת, קצב גידול האשראי למשקי הבית ולרשויות המקומיות היה השנה דומה לזה של אשתקד, ורק בקצב גידול היקף האשראי לחקלאות חלה השנה עלייה מסויימת.

קצב גידול האשראי לרשויות המקומיות, שהגיע השנה לכ-21 אחוזים, בדומה לאשתקד, דמה לקצב גידול ההשקעות (במחירים שוטפים), בניגוד לשנה הקודמת, שבה היה קצב גידול ההשקעות גבוה בהרבה (כ-35 אחוזים). עם זאת יש לזכור, כי סקטור הרשויות המקומיות נשען במידה רבה על מימון ציבורי ישיר, ונראה כי משקלו במימון ההשקעות עלה לאחרונה, במקביל לריסון המינהלי מטעם משרד הפנים ודחיית פרויקטים שאיפיינו את השנה. ראוי להדגיש, שבסקטור זה אין קשר חזק ביותר בין היקף האשראי לזמן בינוני וארוך לבין היקף ההשקעות, הן בשל שינויים בשיעורי ההשתתפות של הממשלה במימון, והן בשל נוהג של הרשויות ללוות גם ל"גלגול" חובות העבר ולא רק למימון השקעות כאשר הפירעון מתקבל מההכנסות השוטפות. יש להזכיר את העובדה שהרשויות נזקקות לאשראי גם ממערכת הבנקאות המסחרית, שפעילותה אינה כלולה בניחות זה.

¹ תוך קיום תקרה, ההופכת לאפקטיבית בעליית מחירים של 14 עד 24 אחוזים לשנה בהתאם לאיזור בו מצויה ההשקעה.

הירידה הריאלית בהיקף המימון, שהעניקה המערכת לרשויות המקומיות, אינה נובעת משפע יחסי במקורות אלטרנטיביים, או מחוסר יכולתן להתחרות על מקורות המימון של המערכת באמצעות שערי הריבית, אלא מהכבדת הפיקוח מצד משרד הפנים. בניגוד להתפתחות בשנים קודמות, בולטת השנה היציבות בהרכב הייעודי של המימון שהוענק בידי המערכת. חלקם של משקי הבית, ענפי המשק והרשויות המקומיות בכלל האשראי נשאר השנה יציב, ונראה שהדבר קשור לדמיון הרב שקיים השנה בהתפתחויות הריאליות בהיקף ההשקעות בענפים השונים, אם כי זהו הסבר חלקי בלבד.

ג. האשראי למשקי הבית

בשנת 1976 נמשך קצב הגידול האיטי של האשראי שהעניקה המערכת למשקי הבית: 26 אחוזים, לעומת 24 ו-78 אחוזים בשנים 1975 ו-1974, בהתאמה. סך כל האשראי, שהוענק במהלך השנה, הגיע ל-3 מיליארד ל"י. ראוי לציין שההאצה הגדולה שחלה ב-1974 באשראי בתחום הדיור למשקי הבית נבעה מההתאוששות מן המלחמה והענקת אשראי מוזל לחיילים משוחררים. האצת האשראי לענפי המשק אירעה רק בשנת 1975, בשל התאוששות מאוחרת יותר של הפעילות. רכיב האשראי העיקרי למשקי הבית, האשראי האפותיקאי, גדל השנה בקצב של 13 אחוזים, לעומת 28 ו-88 אחוזים בשנים 1975 ו-1974, בהתאמה, ואילו שאר האשראי גדל בקצב מהיר בהרבה והגיע ל-59 אחוזים, אך היקפו קטן. האשראי האחר למשקי הבית כולל בעיקר אשראי לחוסכים במסגרת קופות הגמל וחברות הביטוח (בחלקו בלתי צמוד, ובחלקו צמוד בעקיפין), אשראי מסובסד המוענק בעיקר לעולים, לעובדי מדינה ולסטודנטים במוסדות להשכלה גבוהה, וכן אשראי, שמעניקים בנקים אפותיקאיים לשיפוץ מבנים והעברה משכירות לרכישה. בין רכיבי האשראי שקצב גידולם הואץ יש לציין את האשראי מפיקדונות למתן הלוואות, באמצעות מערכת הבנקאות המסחרית, ואת האשראי האחר מבנקים אפותיקאיים. לעומת זאת, הואט קצב גידול האשראי הלא-אפותיקאי לעולים (במקביל להאטה בקצב העלייה) והאשראי מקופות הגמל, (בשל המשך עליית משקל ההשקעה המורכבת בסך השימושים).

בתחום האשראי האפותיקאי בולט הגידול בהיקף האשראי לרכישת דיור פרטי. השנה חלה ירידה של כ-11 אחוזים במספר הדירות שנרכשו בשוק הפרטי, ומחירן עלה במוצע בכ-12 אחוזים, כך שסך כל הערך הכספי של המכירות נשאר יציב. ברם, השפל ששרר בשוק הדירות, וגידול המקורות העצמיים הפנויים במערכת הבנקים האפותיקאיים עקב הירידה החרפה ברכישת דיור ציבורי, גרמו להגדלת הצע האשראי לדיור פרטי, ביוזמת הקבלנים וביוזמת הבנקים. כתוצאה מכך גדל סך כל האשראי לדיור פרטי בכ-80 אחוזים, והגיע להקף של כ-470 מיליון ל"י, וזוהי תרומה מכרעת לעלייה בסך כל האשראי האפותיקאי (11 אחוזים מתוך 13 אחוזי הגדול). שיעורי הריבית על אשראי לרכישת דיור פרטי נעו השנה בין 13 ל-20 אחוזים, בהתאם למחיר הדירה; בהפרש בין מחיר זה לבין עלות המקורות לבנקים נושאת הממשלה. בתחילת 1977 הועלתה הריבית, והיא עומדת כיום על 16 עד 27 אחוזים. במסגרת זו ניתן לממן גם רכישות דיור פרטי במחירים החורגים מהתקרה ואז אין הסקטור הציבורי מסבסד את האשראי, והלקוחות נאלצו לשלם כ-33 אחוזים, אך היקף האשראי למימון דירות "חורגות" קטן יחסית. רוב האשראי לדיור פרטי ניתן באמצעות חברות משכנות לדיור, העומדות במגבלות שקבע הסקטור הציבורי. בשאר תחומי רכישת הדיור היתה השנה ירידה חריפה יותר מאשר בתחום הדיור הפרטי. אין בידינו נתונים מהימנים על מספר הדירות שנמכרו במסגרת זו, וקשה לקבל אינדיקציה טובה אף מהתפתחות מספר ההלוואות, מאחר שהשנה חלה עלייה במספר סוגי הלוואות משלימות (לחיילים משוחררים, לקראת סיום תקופת הזכאות, ובמסגרות של איגודים מקצועיים ואחרים). סך כל מספר ההלוואות, למעט הלוואות לדיור פרטי ואומדן לעלייה בהלוואות משלימות, ירד השנה בכ-9 אחוזים אך יש להתייחס לנתון זה באינדיקציה מסויגת למספר הדירות שנמכרו, שכן בממוצע ניתנת יותר מהלוואה אחת לכל דירה נרכשת, ויחס זה עשוי להשתנות במשך השנים.

שיעורי הריבית על האשראי האפוזיטיבי, במסגרות השונות, עלו כאמור בשנת 1976, מגמה שנמשכה גם בתחילת 1977. הריבית למשתכני מפעל החיסכון לבנין נעה בין 12 ל-21 אחוזים ב-1976, ובין 15 ל-27 אחוזים מתחילת 1977. הריבית על האשראי למפונים ולזוגות צעירים מגוונת מאד (בין 6 ל-19 אחוזים); על האשראי לעולים נעה הריבית בין 11.75 ל-13.5 אחוזים. ראוי לציין, שבשנת 1976 התמסדה והתפשטה תופעת החרیגה המכוונת מהקריטריונים המקובלים למימון הדיור, כנראה על רקע השפל במכירת דירות, שהתרכזו בשכונות וביישובים שאינם מבוקשים במיוחד. במסגרת זו הכריזו על שכונות ויישובים מסוימים כעל אזורים מועדפים (לעתים למשך תקופת זמן מוגבלת בלבד), שבהם הוגדלה במיוחד ההלוואה למשתכנים.

במסגרת תכניות ביטוח החיים, גדל השנה החיסכון נטו ב-38 אחוזים, לעומת 41 אחוזים אשתקד, והגיע להיקף של 620 מיליון ל"י; זוהי עלייה ריאלית של כ-5 אחוזים, לעומת כאחוז אחד בלבד אשתקד. התפתחות זו תואמת את מתכונת ההתנהגות של הציבור במסגרות חיסכון שהתקשרות בהן היא לטווח ארוך. נוסף על כך, מסגרת זו אינה מספקת שירותי חיסכון בלבד, אלא גם שירותי ביטוח, הנמכרים כ"עסקת חבילה" עם רכיב החיסכון ואין סיבה להניח שבתחום זה חלה ירידה במהלך שנת 1976. יש סימנים לכך שגדל הביקוש לתוכניות ביטוח חיים בעלות רכיב קטן יותר של חיסכון, והדבר מרמז לכך שעיקר הביקוש הוא לשירותי הביטוח ולא לחיסכון.

ד. מקורות המערכת מפירעונות צרכני האשראי

המקורות הפיננסיים של המערכת, שמקורם בפירעונות השוטפים על חשבון מצבת החבויות של הלווים בעבר, גדלו השנה, בדומה לאשתקד ב-42 אחוזים, והסתכמו בכ-5 מיליארד ל"י, אך במונחים ריאליים הגיעה העלייה לכ-8 אחוזים לעומת כ-2 אחוזים בלבד אשתקד. את היקפו הנומינלי של מקור מימון זה קבעה הפעילות בעבר (היקף ההלוואה, אורך תקופת ההלוואה ותנאי הריבית) וההתפתחויות השוטפות במערכת שוק ההון אינן משפיעות עליו.

במהלך ההתפתחות הרגילה של מערכת שוק ההון והצמיחה של המשק, צפויה עלייה במשקל הפירעונות — לעומת משקל החיסכון השוטף של משקי הבית — בסך כל המקורות העומדים לרשות המערכת. קצב גידול הפירעונות תלוי בעיקר בקצב גידול האשראי בשנים עברו, בשיעורי הריבית ובאורך תקופת ההלוואה. בשנים האחרונות מסתמנת מגמה של האטה בקצב גידול האשראי, מצד אחד, ושל עלייה בשיעורי הריבית וירידה באורך התקופה הממוצעת של מספר סוגי אשראי, מצד שני. ראוי לציין, שמשקלו של רכיב הפירעונות במקורות עשוי היה להיות גדול בהרבה אילו ניתן האשראי בתנאי ריבית, הדומים יותר לאלה שמשולמים על חסכונות משקי הבית (דהיינו בהצמדה למדד המחירים, או בשיעורי ריבית גבוהים יותר). הדבר היה מסייע לצמצום הגירעון הממשלתי, להודקקות קטנה יותר של הממשלה למקורות המערכת, ומשפיע כמובן, על הקף ההזרמה המוניטרית¹.

ה. ספיגת המקורות בידי הממשלה ומערכת הבנקאות

משקל הספיגה, נטו, של הממשלה ממקורות המערכת הוא קטן למדי, אולם כאמור, אין היא משקף את מידת מעורבותה הממשית של הממשלה בפעילות המערכת (ראה לעיל). מסכת הקשרים הפיננסיים של הממשלה עם המערכת מורכבת למדי. כללית ניתן לומר, שלקשרים פיננסיים אלה ארבעה מימדים (ראה לוח י"ח-4):

¹ בשל אי-הסימטריה בהסדרי הריבית בין החסכונות לאשראי, יכולים משקי הבית לשמור על רמת זרם הכנסות צפוי מחסכונותיהם הציבוריים, ואף להגדילו, בלי להגדיל באותה מידה את חסכונותיהם נטו. החיסכון נטו מושפע מגודל הסכומים, שהמערכת פורעת למשקי הבית (ואלה צמודים) ומגודל הסכומים, שמשקי הבית פורעים למערכת (ואלה אינם צמודים).

האשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך ונפח העסקות * של המערכת בשוק ההון, 1974 עד 1976
(מיליוני ל"י)

1976	1975	1974	
8,330	6,790	4,720	1. אשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך
11,930	9,730	6,000	2. עסקות פיננסיות בתוך המערכת (תקבולים)
23,730	18,320	12,050	3. עסקות פיננסיות של המערכת עם סקטורים אחרים (תקבולים)
35,660	28,050	18,050	4. סך כל נפח העסקות הפיננסיות (תקבולים) (3) + (2)
	(אחוזים)		
			5. היחס בין האשראי ברוטו לבין סך כל נפח העסקות של המערכת (1)/(4)
23	24	26	

* כולל רק עסקות הקשורות במתן אמצעים פיננסיים לזמן בינוני וארוך, ובקבלתם.

ה מקור : אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

(1) הממשלה מקבלת את חלקה בסך המקורות הפיננסיים שמגייסת המערכת, בעיקר דרך הפקדת חלק מכספי האמיסיות המונפקות בידי המוסדות הכספיים, וכן דרך מכירת ניירות ערך ממשלתיים למסגרות השונות שבמערכת (ראה טור 5 בלוח י"ח-4).

(2) הממשלה מפקידה כספים אצל המתווכים הפיננסיים השונים במערכת לשם ביצוע הלוואות שבהכוונה ישירה (ראה טור 4 בלוח י"ח-4).

(3) הממשלה פורעת חובות צמודים למערכת על חשבון מצבת התחייבויותיה — בעיקר התחייבויות שהוזכרו בסעיף 1 לעיל (ראה טור 1 בלוח י"ח-4).

(4) הממשלה מקבלת כספי פירעון מהמערכת על חשבון מצבת נכסיה — בעיקר נכסים שהוזכרו בסעיף 2 לעיל (ראה טור 2 בלוח י"ח-4).

בשנת 1976 חלה ירידה בהיקף ספיגת הממשלה מהמערכת, והיא הגיעה להיקף של 910 מיליון ל"י לעומת 1,660 מיליון ל"י אשתקד. חלק מירידה זו נעוץ בהקדמת רכישת ניירות ערך בידי חלק מהמתווכים הראשוניים שבמערכת, לקראת סוף השנה שעברה (בציפיה לרווחי הון, עם הרעת התנאים על ניירות ערך חדשים). התפתחות זו הגדילה את הספיגה בשנה הקודמת, מעבר לרמה הצפויה, ומכאן ירידה השנה. נוסף על כך, מבטאת ירידה זו את מדיניות הממשלה למתן את ההשלכות המצמצמות על ענפי המשק הנגזרים מהירידה בחיסכון משקי הבית ושאר התפתחויות שהשפיעו על מכונת התפתחות מקורות האשראי של המערכת.

ראוי להדגיש, שבחשבון התקבולים והתשלומים על חשבון מצבת הנכסים וההתחייבויות, מהווה הממשלה ספק גדול של מקורות למערכת נטו (מ-3.5 מיליארד ל"י השנה) בעיקר כתוצאה מהפער בין תנאי ההפקדות של המערכת בממשלה (צמודות למדד, במקביל להתחייבויות שהמערכת לקחה על עצמה) לבין תנאי ההפקדות של הממשלה במערכת (ריבית נמוכה ללא הצמדה, במקביל לתנאי הריבית על הלוואות שהמערכת מעמידה לרשות ענפי המשק). לעומת זאת, בחשבון התקבולים והתשלומים השוטפים, הנובעים מפעולות השנה השוטפת, סופגת הממשלה מקורות מהמערכת בהיקף ניכר (השנה כ-4.5 מיליארד ל"י), והתוצאה נטו הינה ספיגה ממשלתית של כ-900 מיליון ל"י.

ו. האשראי לתעשייה ולחקלאות

במהלך שנת 1976 גדל האשראי לתעשייה בקצב איטי יותר מאשתקד, אך לנוכח האטה חזקה יותר בקצב גידול ההשקעות, התקבלה עלייה ניכרת בשיעור המימון: מ-44 אחוזים אשתקד ל-58 אחוזים השנה.

סך כל האשראי לזמן בינוני וארוך למימון התעשייה¹ גדל השנה ב-44 אחוזים, לעומת 76 אחוזים אשתקד, והסתכם ב-2,380 מיליון ל"י. היקף ההשקעות בתעשייה גדל השנה (במונחים

לוח י"ח-6

מימון ההשקעות בתעשייה, 1973 עד 1976
(מיליוני ל"י)

השנה	האשראי ברוטו שהוענק לזמן בינוני וארוך (1)	ההשקעה בתעשייה במחירים שוטפים (2)	היחס ביניהם (אחוזים) (3) = (1)/(2)
1973	820	1,650	50
1974	940	2,180	43
1975	1,650	3,730	44
1976	2,380	4,120	58

ה מקור: סור 1 — לוח כמ' 1; סור 2 — פרק ההשקעות.

לוח י"ח-7

מימון ההשקעות בחקלאות, 1973 עד 1976
(מיליוני ל"י)

השנה	האשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך למשקים חקלאים (1)	ההשקעות בענף החקלאות במחירים שוטפים, למעט הכשרת הקרקע, ייעור וניקוז (2)	היחס ביניהם (אחוזים) (3) = (1)/(2)
1973	387	385	100
1974	490	550	89
1975 *	630	900	70
1976	850	1,090	78

* נתונים מתוקנים.

ה מקור: סור 1 — לוח כמ' 1; סור 2 — פרק ההשקעות.

¹ אשראי לזמן בינוני וארוך, שניתן באמצעות המערכת המוסדית של שוק ההון. יש לציין שלעיתים מקבלות פירמות במשק אשראי לזמן בינוני או ארוך מחוץ לארץ (בתוספת ביטוח שער באוצר) באמצעות מערכת הבנקאות המסחרית, ולכן אין אשראי זה כלול כאן. מאחר שתופעה זו מאפיינת בעיקר את חברות הסקטור הציבורי, ומשקלן של חברות אלה בהשקעות גדל השנה, יש להניח שגדל גם היקף המימון מחוץ לארץ שאינו נכלל במערכת.

נומינליים) ב-10 אחוזים, לעומת 71 אחוזים אשתקד, והסתכם ב-4,120 מיליון ל"י; במונחים ריאליים היתה השנה ירידה בהשקעות בשיעור של כ-11 אחוזים, לעומת עלייה של כ-19 אחוזים אשתקד.

העלייה הניכרת בשיעור מימון ההשקעות בתעשייה מתמיתה, שכן השנה לא חלו שינויים בקריטריונים הפורמליים למימון השקעות במשק. יש אמנם, להתייחס בוהירות מסוימת לנתוני ההשקעות שייתכן והם מוטים כלפי מטה; נוסף על כך, בשנה שבה ירדו ההשקעות בתלילות כה רבה, עשוי הפיגור בין מועד ביצוע ההשקעה לבין מועד מתן האשראי להעלות את שיעור המימון השנתי המדוד. עם זאת, עדיין בולטת השנה העלייה המשמעותית בשיעור מימון ההשקעות, ולא נראה שחל שינוי משמעותי בהרכב האזורי של ההשקעות. חלק קטן מעלייה זו נעוץ בהחלטות ספציפיות, לגבי חלק מהענפים או מסגרות המימון, להעלות את שיעור המימון מעבר לקריטריונים המקובלים, אולם זהו "הסבר" זעיר העשוי להסביר רק כ-5 אחוזי עלייה בשיעור המימון.

עם כל הוהירות האמורה, נראה שהשנה חלה עלייה ניכרת בשיעור המימון הממוצע של ההשקעות בתעשייה; ייתכן שחלק נכבד נובע ממתן אשראי, בשיעורים גבוהים במיוחד, למספר קטן של פרויקטים מיוחדים וגדולים.

התמונה המצטיירת בתחום האשראי לחקלאות דומה לזו שבתעשייה, אם כי עוצמתה פחותה במקצת: האשראי לזמן בינוני וארוך גדל השנה ב-35 אחוזים לעומת 29 אחוזים אשתקד, והגיע להיקף של 850 מיליון ל"י. קצב גידולן של ההשקעות בחקלאות¹ הואט חדות השנה (21 אחוזים לעומת 64 אחוזים אשתקד), ולפיכך עלה שיעור המימון מ-70 אחוזים אשתקד ל-78 אחוזים השנה². יש להדגיש, שבמימון ההשקעות בחקלאות קיימות תנודות ניכרות בשיעור המימון משנה לשנה, וייתכן שהדבר נובע, בחלקו לפחות, משינויים מקזוים בנפח האשראי המוענק ישירות בידי הסקטור הציבורי.

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

הסובסידיה הגלומה באשראי לחקלאות גבוהה בהרבה מזו שבאשראי לתעשייה, למרות שתנאי הריבית דומים; השוני נעוץ באורך תקופת ההלוואה (בדרך-כלל 17 שנה ויותר, לעומת כ-8 שנים בתעשייה), שהופכת גם את גובה הסובסידיה לרגישה במיוחד לשינויים במגמת עליית המחירים.

ז. האשראי לשאר ענפי המשק

בניגוד לענפי החקלאות והתעשייה, הרי תלותם של ענפי הבנייה והשירותים במערכת המוסדית של שוק ההון קטנה למדי. מצב זה נובע במידה רבה, מהמצאותם של ענפים אלה, ככלל,

¹ למעט השקעות בהכשרת קרקע, ייעור וניקוז, שהינן בעיקר השקעות ישירות של הסקטור הציבורי.
² ביטוי נוסף לעלייה בשיעור המימון מתקבל מהשוואת שיעורי השינוי הריאליים באשראי ובהשקעות; עלייה של כ-8 אחוזים באשראי לעומת ירידה של כ-3 אחוזים בהשקעות.

לוח י"ח-8

גיוס והקצאת מקורות של סקטור קופות הגמל, 1974 עד 1976
(מיליוני ל"י)

תקבולים	1974	1975	1976	תשלומים	1974	1975	1976
הפקדת חסכונות נטו *	1,505	1,735	2,162	העברת מקורות נטו **	1,256	1,625	1,948
פירעון הלוואות לזמן בינוני וארוך	200	253	310	מתן אשראי לזמן בינוני וארוך	308	306	356
				השינוי נטו בשימושים קצרי מועד ***	62	28	(—2)
				עודף הוצאות על הכנסות	48	49	159
				השינוי נטו במזומן ופיקדונות עו"ש	31	(—30)	11
סך כל המקורות	1,705	1,988	2,472	סך כל השימושים	1,705	1,088	2,472

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

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

** הרוב המכריע של הסכומים כאן הם תוצאה של רכישות נטו של ניירות ערך.

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

המקור: אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

במקום נמוך בדירוג ההעדפות של הרשויות, המכוונות את האשראי (למעט ענף התיירות, ובמיוחד ההשקעה בבתי מלון). כתוצאה מכך, משתמשים ענפים אלה במידה רבה יותר במקורות עצמיים, באשראי מהבנקאות המסחרית או מחוץ לארץ.

בשנת 1976 ירד היקף האשראי, לזמן בינוני וארוך, שניתן לענפי הבנייה והשירותים, בכ-16 אחוזים במונחים נומינליים, והגיע להיקף של כ-1,050 מיליון ל"י, לעומת עלייה תלולה אשתקד — כ-95 אחוזים. ייתכן שיש בכך לא רק ביטוי להאטת הפעילות, אלא אף חזרה למסלול המימון המקובל. לעומת זאת, יש סימנים שהשנה חלה עלייה באשראי לזמן קצר (עד שנתיים) שניתן לענף הבנייה מכספי הסקטור הציבורי במסגרת מימון המלאי הגדול של דירות לא מכורות המצוי בעיקר באזורי פיתוח ובישובים בלתי מבוקשים אחרים.

האשראי לשירותים ירד מ-910 מיליון ל"י אשתקד לכ-810 מיליון ל"י השנה, בעיקר עקב ירידת היקף המימון באמצעות המערכת לענפי התיירות (בעיקר בניית בתי-מלון, שירדה השנה בשיעור ניכר) והחשמל. גם האשראי לענף הבנייה קטן השנה, מ-340 מיליון ל"י אשתקד ל-240 מיליון ל"י השנה, אך מאחר שמשקל המימון דרך המערכת בכלל המימון של הענף מצומצם, אין הוא מצביע על כלל צורכי המימון של הענף, שאולי אף עלו השנה בעקבות הצטברות מלאי דירות גדול בידי חברות הבנייה.

11. הרכיבים של שוק ההון

1. מופדות הגמל¹

א. גיוס מקורות פונדסיים והקצאתם

בשנת 1976 ירד זרם התקבולים הריאלי² של קופות הגמל בכ-5 אחוזים (ראה לוח י"ח-8). ירידה זו משקפת ירידה ריאלית בשיעור 5 אחוזים בהפקדת חסכונות בסקטור, שהיא הרכיב העיקרי של המקורות, וירידה רבה יותר (7 אחוזים) בתקבולים ממקור משני, פירעון ההלוואות לזמן בינוני וארוך.

על הפקדת החסכונות נעמוד בהרחבה בסעיף הבא. אשר לפירעון ההלוואות, מזה שנים הוא מפגר בהרבה אחרי עליית המחירים במשק. זאת משום שהאשראי, שמספק הסקטור למשקי

¹ על מבנה הסקטור ואופי פעילותו, בנספח לדו"ח זה וכן בדו"ח בנק ישראל 1975 עמ' 388—389. בשנת המס 1976/77 הנהיגו שלטונות המס כמה שינויים, המשפיעים על זרם התקבולים לקופות גמל כדלקמן:

1976/7	1975/6	א. עודכנו התיקרות לניכויים וזיכויים בגין חסכון בקופות גמל לצורך חישובי מס ההכנסה:
		(1) ההפרשה המקסימלית, שרשאי עצמאי לנכות מהכנסתו החייבת במס
3,850	3,500	(2) ההפרשה המקסימלית שרשאי שכיר שאין לו הסדר פנסיה או תגמולים ממעבידו לנכות מהכנסתו
2,750	2,500	(3) זיכוי מס בשיעור 25 אחוזים בנוסף לניכויים לעיל
2,750	2,500	ב. תיקרת ההפקדה הזוכה בוותק החשבון אליו היא מופרשת
12,000	9,600	ג. שיעור ההשקעה המאושרת בניירות ערך, עלה, מ-89 אחוזים בסוף 1975, ל-92 אחוזים בסוף 1976.
		ד. בסוף 1976 ירד שיעור הריבית על איגרות חוב, המונפקות לקופות הגמל, באחוז אחד. איגרות ל-17 שנה, לקרנות תגמולים ופיצויים נושאות מאז ריבית של 5 אחוזים. איגרות לקרנות הפנסיה, ל-20 שנה, נושאות 5.5 אחוזים.

² הניכוי במוצע השנתי של מדד המחירים לצרכן.

תנועת החסכוניות לפי סוג הקופה, 1974 עד 1976

העלייה או הירידה (—)						
1976	1975	1974	1976	1975	1974	
(אחוזים)			(מיליוני ל"י)			
ה פ ק ד ו ת						
34	39	40	1,924	1,438	1,037	פנסיה ¹
44	25	93	2,126	1,481	1,182	תגמולים ²
16	11	37	248	213	192	פיצויים ³
			107	107	60	קופות מעורבות ואחרות ⁴
36	31	61	4,405	3,239	2,471	סך הכול
ת ש ל ו מ י ם						
44	45	36	1,312	914	630	פנסיה
62	97	87	670	414	210	תגמולים
47	53	120	218	148	97	פיצויים
			43	28	29	קופות מעורבות ואחרות
49	56	50	2,243	1,504	966	סך הכול
צ ב י ר ה נ מ ו						
17	29	46	612	524	407	פנסיה
36	10	94	1,456	1,067	972	תגמולים
(—54)	(—31)	(—1)	30	65	95	פיצויים
			64	79	31	קופות מעורבות ואחרות
25	15	70	2,162	1,735	1,505	סך הכול

(1) כולל את קופות הסקסור ההסתדרותי, וכן קופות פנסיה השייכות לפירמות וליד הבנקים.

(2) כולל קופות תגמולים ליד הבנקים, קופות תגמולים מפעליות וקופות השתלמות.

(3) כולל קופות מרכזיות לפיצויים ליד הבנקים וכן קופות פיצויים מפעליות.

(4) כולל קופות מפעליות, אשר יש בהן קרן תגמולים וקרן פיצויים יחידו.

ה מ ק ו ר : אומדני מתלקת המתקר, בנק ישראל.

הבית (הלווה העיקרי מהסקטור), בחלקו אינו צמוד, ובחלקו האחר — הצמדתו למדד המחירים "עקיפה" בלבד: אין זוקפים רווחי ההצמדה לחסכונות של הלווה, ואין משלמים אותם בפועל בעת פירעון ההלוואה.

1. תנועת החסכונות

בשנת 1976 היה גידול של 25 אחוזים בצבירת החסכונות בקופות הגמל¹ (15 אחוזים ב-1975 — ראה: לוח י"ח-9). יש בכך האטה ניכרת בירידה הריאלית בהיקף זרם הצבירה השנתית: 5 ו-17 אחוזים, בהתאמה. בולטת העלייה בצבירה בקופות התגמולים, המופעלות ברובן בידי הבנקים המסחריים, שהצבירה בהן (1.5 מיליארד ל"י) היתה כשני שלישים מצבירת הסקטור כולו. העלייה בצבירה בקופות התגמולים — שסתרה את הירידה בצבירה של רכיבים אחרים של הסקטור — נבעה מעלייה בקצב הגידול בהפקדות, מצד אחד, ומירידה בקצב הגידול במשיכות מצד שני.

להפרשות לקופות הקיצבה קשר הדוק לתשלומי השכר במשק, ואילו בהפקדות בקופות התגמולים יש גם יסוד של השקעות הון, הקשור בהתפתחויות בשוק ההון. עם גבור חששות הציבור מפני פגיעה בערך איגרות החוב בעקבות צעדי מדיניות הממשלה בסוף 1975, ועם הפחתת התשואה עליהן, ירד ב-1976 הביקוש של הציבור להחזקה ישירה של איגרות חוב, והיתה גם האטה ברכישה תעודות השתתפות בקרנות הנאמנות. נראה, שכנגד זה הגדיל הציבור את הפקדותיו בקופות התגמולים.

הטענה בדבר המעבר מחסכונות באיגרות חוב להפקדתם בקופות תגמולים, טעונה הסבר. לכאורה, אין החשבונות בקופות התגמולים נוילים, שכן הכספים מופקדים בהן לחמש עשרה שנה, אולם בפועל אין הדבר כך. הפקדות, שהן העברת כספי גמל — כמו ביטוח מנהלים שנפדה (כעבור 10 שנים), פיצויים על שם העובד או שניתנו לאחר פטירתו — נוטלות עימן את ותק החשבון שממנו הועברו. כמו כן, הפקדות עד 12,000 ל"י בקופות גמל — חל עליהן ותק החשבון (מיום פתיחתו). סביר להניח, שבמשך הזמן, בתהליך צמיחת קופות התגמולים, גדל מספר החש-בונות הקרובים למועד שבו זכאי המפקיד בהם למשוך כספים. סביר אפוא, שהפקדות רבות בקופות תגמולים הן נוילות, דבר המגדיל כוח המשיכה של ההפקדה בקופות אלה. נזכיר גם, שחשבונותיהם החדשים של בני 60 ומעלה בקופות הגמל מוקפאים רק לחמש שנים, ובכך הן עדיפות על הפקדות בתכניות החיסכון, שם נדרש וותק של שש שנים.

בד בבד עם העלייה, שהיתה ב-1976 בהפקדות בקופות התגמולים, נבלמה התעצמות המשי-כות מהקופות. הגידול במשיכות היה 62 אחוזים, לעומת 97 אחוזים ב-1975. נראה, שהאלטרנטיבות נראו לציבור נחותות מהמשך החיסכון בחשבונות ש"התבגרו" בקופות התגמולים, והירידה בכוח המשיכה של איגרות החוב היא הצד השני של תופעה זאת. העלייה בהפקדות וההאטה במשיכות הביאה לכך, שהצבירה נטו תגדל ב-1976 ב-36 אחוזים (4 אחוזים במונחים ריאליים). ההפרשות לקופות הקיצבה מעוגנות בהסכמי השכר בסקטור העיסקי ובהיקף תשלומי השכר, והן מושפעות הרבה פחות מן הנטייה לחסוך ומהשינויים בשוק ההון. ב-1976 גדלו ההפקדות (ברוטו) בקופות הקיצבה ב-34 אחוזים (לעומת עלייה בתשלומי השכר בשיעור 36 אחוזים (אומדן) בסקטור העסקי², שהם גידול ריאלי של כאחוז אחד. שיעור הגידול בתשלומי קופות הפנסיה היה דומה לזה של השנה הקודמת. העלייה הריאלית במשיכות היתה בשיעור 9 אחוזים, והיא נבעה מעליית השכר ומהזדקנות עמית קופות הקיצבה. בצבירה נטו היתה עלייה נומינלית של 17 אחוזים (ירידה ריאלית של 11 אחוזים).

¹ לעלייה שהיתה ב-1976 בצבירה נטו יש אישור מסקר מוקדם, שערכה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

² ראוי להדגיש, שאין זהות בין השכר לבין הבסיס לחישוב ההפרשות או המשיכות מקופות הפנסיה.

בהמשך למגמת השנים האחרונות, נמשכה ב-1976 ההאטה בצבירה נטו בקופות הפיצויים; הצבירה ב-1976 עמדה על 30 מיליון ל"י (65 מיליון שנה קודמת).

2. השימוש במקורות

רכישת ניירות ערך הינה עיקר ההשקעה של קופות הגמל. ב-1976 הגיע חלקם ל-94 אחוזים מצבירת החסכונות נטו בסקטור (עלייה של אחוז בהשוואה לאשתקד). הקצאת מקורות זו נקבעת על פי התקנות של הרשות המפקחת. שיעור חובת ההשקעה בניירות ערך, המסווגים בתקנות כ"השקעה מוכרת", הועלה מ-89 אחוזים מכלל מצבת הנכסים בסוף 1975, ל-92 אחוזים בסוף 1976.¹ גידול זה בשיעור 3 אחוזים ממצבת הנכסים, מחייב גידול רב הרבה יותר בהשקעה שוטפת בניירות ערך, יחסית לצבירה נטו של השנה. על כן היתה בשנת 1976 (כבקודמתה) ירידה במתן אשראי לזמן בינוני וארוך במונחים ריאליים.

ב-1976 נמשך ריכוז השקעתן של קופות הגמל בניירות ערך, שמנפיקים מוסדות כספיים (ראה נספח), על חשבון הנפקות של גופים אחרים. הדבר קשור לנטייתן של קופות הגמל הגדולות לרכוש ניירות ערך של מוסדות כספיים, המשתייכים לקונצרנים הפיננסיים שעמדם הן נמנות.²

פעילות הסקטור במתן אשראי מוגבלת ביותר. במסגרת הוראותיה של הרשות המפקחת בדבר השקעות הקופות, והאשראי לזמן בינוני וארוך, מגיע לכ-14 אחוזים מורם התשלומים של הסקטור. מרבית האשראי ניתן למשקי בית, בתנאי "הצמדה עקיפה", כאמור, וב-1976 היה גידול נטו בשיעור 19 אחוזים באשראי זה. באשראי נטו לפירמות, לרשויות מקומיות לאחרים ובהפקדות — היתה ירידה.

ב. המאזן המאוחד של מוסדות הגמל³

הדיון לעיל התרכז בזרמים, ואילו הדיון להלן ייתמקד במאזן, שבו משתקפת ההשפעה המצטברת, משך שנים, של הזרמים. מאזן מוסדות הגמל גדל משך שנת 1976 ב-56 אחוזים (במונחים ריאליים ב-13 אחוזים), והוא מתקרב ל-40 מיליארד ל"י (ראה לוח י"ח-10).⁴ הנכס העיקרי של קופות הגמל הם ניירות הערך: יתרתם המשווערכת היא כ-93 אחוזים מנכסי הסקטור. חלקם של ניירות הערך בסך המאזן עולה עם השנים — הן בגלל דרישות הרשויות המפקחת והן בשל עליית המחיר החילופי להשקעה זו. בשנת 1973, לדוגמה, עמד שיעור ההשקעה בניירות ערך על 88 אחוזים בלבד (לעומת 93 אחוזים השנה) — שיעור העולה על הנדרש על ידי הרשות המפקחת. הסיבות לכך הן: (א) השיעור הנדרש מחושב על פי יתרת הנכסים בלתי משוערכת; (ב) לצורך חישוב שיעור ההשקעה אין כוללים בנכסים מספר סעיפים. הגדול שבהם —

¹ העלייה בהשקעה בניירות ערך הנה הדרגתית כשהקופות חייבות להשקיע בניירות הערך המוכרים את הצבירה השוטפת שלהם, עד שיגיעו לשיעור הנדרש. גם במשך שנת 1975 עלה שיעור ההשקעה הנדרש ב-3 אחוזים.

² השימוש שעושים מוסדות אלה בכספים המגויסים באמצעות ניירות הערך, מוכתב ברובו על ידי הרשויות. ³ נדגיש, שבלוח י"ח-10 נעשה המיון לפי קופה, ואילו המיון בלוח י"ח-11, שעליו מתבסס הדיון להלן, נעשה לפי קרנות. רק הנתונים בהערה הבאה, מסתמכים על נתוני מאזן הממוינים לפי קופה. הניתוח לפי מיון הקרנות נראה עדיף על המיון לפי קופות, בגלל בעיות הקשורות בשיעור הקרנות השונות, והאפשרות למעבר מקורות מקרן אחת למשנה, לכן הוצגו למעלה נתונים ממוינים לפי קופות.

⁴ כ-51 אחוזים מסכום זה בקופות הקיצבה, כ-37 אחוזים ממאזן הסקטור — במאזן הקופות שמנהלים הבנקים המסחריים.

מאזן מאוחד של מוסדות הגמל, 1975 עד 1976

חלק של הסעיפים בסך כל המאזן				
1976	1975	1976	1975	
(אחוזים)		(מיליוני ל"י)		
נכסים				
92.6	91.0	36,351	22,870	ניירות ערך
2.6	3.5	1,016	883	הלוואות לחברים
2.1	2.4	815	596	פיקדונות והלוואות אחרות
0.6	0.7	240	173	רכוש קבוע
0.6	0.6	250	157	חוב המעביד (כולל שטרות)
0.9	1.0	371	256	חייבי ריבית והצמדה
0.6	0.8	234	206	נכסים שוטפים אחרים
100.0	100.0	39,276	25,141	סך כל הנכסים
התחייבויות				
45.5	44.9	17,861	11,281	קרן קצבה
39.5	38.8	15,506	9,751	קרן תגמולים (והשתלמויות)
10.0	10.9	3,923	2,734	קרן פיצויים
1.5	2.2	595	547	קרנות סוציאליות והדדיות
0.1	0.1	48	18	דמי חבר וקרן שמורה
3.0	2.6	1,185	663	קרן עזר ויתרת רווח
0.4	0.6	158	147	התחייבויות שוטפות
100.0	100.0	39,276	25,141	סך כל ההתחייבויות

* הפרשי השיעור — בתוך הסעיפים הרלבנטיים שבמאזן.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

סכומי הלוואות שניתנו לחברים מכספי קרן העזר; גורם אחרון (וגם משני) — (ג) יש השקעה בניירות ערך שאינם מוכרים מצד הרשות המפקחת. השקעה אחרת של קופות הגמל היא הלוואות ופיקדונות, אלה מהווים כ-5 אחוזים מנכסי הסקטור, ורוב הסכום — הלוואות לחברים; חלקה של השקעה זו בסך כל נכסי הקופות נמצא בשנים האחרונות בתהליך ירידה (בשנת 1973 — כ-8 אחוזים). תהליך הירידה בסעיף זה משלים את תהליך העלייה בשיעור ההשקעות בניירות ערך, שתואר לעיל. תרמה לכך גם עליית משקלם של קופות התגמולים בסך נכסי הסקטור. נטייתן של קופות אלה לתת הלוואות לעמיתיהן פחותה, ככל הנראה, משל הקופות האחרות.¹

¹ כאשר נמצא, לא פעם, שהבנק שעמו קשורה קופת התגמולים, מסייע בהלוואות לעמיתים. חלקן של הלוואות לחברים הוא 1.7 אחוזים במאזן הקופות הבנקאית ו-2.6 אחוזים במאזן כל הסקטור.

בחינת צד ההתחייבויות של מאזן סקטור קופות הגמל, מורה על עלייה ריאלית של כ-15 אחוזים בקרנות הקצבה והתגמולים, בעוד שקרן הפיצויים עלתה במונחים ריאליים רק ב-4 אחוזים, ומשקלה בסקטור ירד. ראוי להדגיש, שאין בהתחייבות המוצגת במאזן כ"קרן קיצבה" מדידה של ההתחייבות האקטוארית של הקופות, בגין זכויות העמיתים, כן יצויין שקופות רשאיות להעביר כספים מקרנות תגמולים לקרנות קיצבה ולהיפך מה שאין כן בקרנות התגמולים והפיצויים, שבהן יש רישום חשבוני של זכויות העמיתים. עם זאת, לא מן הנמנע שיש קופות הנוטות יותר לזקוף רווחים לזכות קרן הקיצבה, ופחות לזכות קרן התגמולים.¹

2. חברות הביטוח¹

א. התקבולים והתשלומים בביטוח חיים

תקבולי הפרמיות מביטוח חיים גדלו השנה בשיעור של 40 אחוזים והסתכמו בכ-910 מיליון ל"י. זהו גידול ריאלי של כ-7 אחוזים, לעומת כ-1 אחוז אשתקד וכ-12 אחוזים ב-1974. התפתחות זו התרחשה למרות הירידה בקצב גידול סכומי הביטוח — מכ-80 אחוזים ב-1975 לכ-55 אחוזים השנה — והיא תוצאה מהגידול הניכר שהיה בשנים האחרונות בסכומי הביטוח והחיסכון במסגרת זו ומהגדלת תכיפות ההתאמה של גובה הפרמיות לקצב עליית המחירים במסגרת הביטוח הצמוד. צעד זה נעשה בעקבות המעבר להתאמה חודשית של מדד המחירים לצורך השקעות חברות הביטוח באיגרות חוב.

החיסכון, שבאמצעות חברות הביטוח, הינו בין בעלי דרגת הנזילות הגמוכה ביותר במיגוון הרכב של צורות החיסכון הפיננסי השונות; וזאת בלי פיצוי מתאים בתחום התשואה. כיום לא ניתן למבוטח היחידי לרכוש ביטוח חיים צמוד ללא רכיב של חיסכון. אלמלא מגבלה זאת, יש לשער, כי סכומי החיסכון שבאמצעות ביטוח החיים היו יורדים באופן דרסטי או, לחילופין, היתה התשואה על חיסכון זה עולה באופן משמעותי.

תקבולי הריבית ורווחי ההון מהשקעות קרנות ביטוח חיים גדלו ב-1976 ב-31 אחוזים, לעומת 69 אחוזים אשתקד, והגיעו להיקף של כ-985 מיליון ל"י. ירידה זו בקצב גידול ההכנסות מהון נובעת בחלקה מהירידה בקצב עליית המחירים המשמשת לצורך שיעור מאזני חברות הביטוח² מכ-40 אחוזים ב-1975 לכ-30 אחוזים ב-1976 ובחלקה — מירידה בקצב גידול עתודות הביטוח. עם זאת, יש להסתייג מטיב הנתון על רווחי ההון, כיוון שהוא מתקבל כשאריית בחשבון העסקים, ואילו מתנקזות הטעויות.

כתוצאה מהירידה בקצב גידול סכומי הביטוח הקשורים בעסקות חדשות, חלה גם ירידה מסויימת בקצב גידול עמלות הסוכנים, הגבוהות במיוחד בשנה הראשונה לביטוח; עמלות אלה גדלו השנה בכ-43 אחוזים והגיעו להיקף של 130 מיליון ל"י.

תשלומי תביעות מבוטחים גדלו ב-1976 בכ-35 אחוזים, לעומת 56 אחוזים אשתקד, והגיעו להיקף של כ-287 מיליון ל"י. ב-1975 היה שיעור הגידול גבוה במיוחד והיה קשור בסילוק תביעות תלויות רבות שהצטברו במהלך שנת 1974.

¹ בעוד שחישוב שאינו מתבסס על שיעור הקרנות מורה על ירידת משקלה של קרן הקיצבה בסקטור על פני השנים ועליית משקלה של קרן התגמולים, החישוב המשווער (שנעשה לראשונה לשנים 1975/6). אינו מראה מגמה כזאת.

² על מבנה הענף ואופי פעולתו, ראה בנספח וכן בדו"ח בנק ישראל 1975 ע' 393 ואילך.

³ המשערכות את מאזניהן מיוני ליוני ולא מדצמבר לדצמבר.

התקבולים, התשלומים והצבירה בביטוח חיים בישראל * , 1974 עד 1976
(מיליוני ל"י)

1976	**1975	**1974	
			1. תקבולים פרמיות
911	649	454	
185	154	96	ריבית
1,096	803	550	סך כל התקבולים
			2. התשלומים
287	212	136	תשלום תביעות המבוטחים
130	91	56	דמי עמלות
122	87	57	הוצאות שוטפות אחרות
84	66	34	הרווח הגולמי של חברות הביטוח ***
623	456	283	סך כל התשלומים
473	347	267	3. עודף תקבולים על תשלומים [(1) - (2)]
800	596	347	4. רווחי הון מהשקעות קרנות, ביטוח חיים
1,273	943	614	5. הצבירה [(3) + (4)]

* כולל חברות ישראליות, זרות ומורשי לידס, לפני ניכוי ביטוח משנה בחוץ לארץ ובניכוי ביטוח משנה בישראל.

** נתונים מתוקנים.

*** לרבות חלקם של מבטחי המשנה בחוץ לארץ ברווחים.

ה מ ק ו ר : עיבורי בנק ישראל על-פי סקר מוקדם של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לסיכום, הצבירה השוטפת, למעט רווחי הון על השקעות, גדלה ב-1976 ב-36 אחוזים והגיעה להיקף של 473 מיליון ל"י לעומת גידול בשיעור של כ-30 אחוזים אשתקד. התפתחות זו נובעת מירידה מסוימת בקצב גידול התקבולים, שאוונה — ואף יותר מכך — בירידה חדה יותר בקצב גידול התשלומים. בתוספת העלייה בערך ההשקעות הגיעה הצבירה במסגרת ביטוח החיים לכ-1,270 מיליון ל"י, לעומת כ-940 מיליון ל"י ב-1975.

ב. התקבולים והתשלומים בביטוח כללי

תקבולי הפרמיות מביטוח כללי גדלו ב-1976 בשיעור של כ-39 אחוזים, לעומת כ-43 אחוזים אשתקד, והגיעו להיקף של 2.4 מיליארד ל"י. ההתפתחויות ברכיבי הביטוח הכללי היו השנה שונות במקצת: תקבולי הפרמיה מביטוח רכב גדלו השנה בכ-63 אחוזים, לעומת כ-45 אחוזים אשתקד, ואילו תקבולי הפרמיה משאר ענפי הביטוח הכללי גדלו בכ-22 אחוזים לעומת כ-41 אחוזים ב-1975. מגמות ההתפתחות השונות נובעות מכניסתו לתוקף של חוק ביטוח תאונות דרכים חדש לקראת תחילת הרבע האחרון של השנה. החוק גרם לעלייה ניכרת בתשלומי הפרמיה, ואלה נגבו לקראת החודש האחרון של השנה, מראש לכל השנה הבאה. לעומת זאת, הירידה בקצב גידול הפרמיות בשאר ענפי הביטוח הכללי נובעת בחלקה מההאטה בקצב עליית רמת המחירים בממוצע שנתי, ובחלקה מההשפעה המצטברת של ההאטה בפעילות הכלכלית, ובמיוחד מהירידה במלאים, שהחזיקו הפירמות השונות במשך.

תקבולי הפרמיות מביטוח כללי בישראל * 1974 עד 1976

1976	**1975	**1974	
(מליוני ל"י)			
2,409	1,736	1,216	סך כל הפרמיות בביטוח כללי
1,142	701	483	מזה: בביטוח רכב
1,267	1,035	733	בביטוחים אחרים
(אחוזים)			
38.8	42.7	36.8	שיעור הגידול בפרמיות לעומת השנה הקודמת על סך כל הביטוח הכללי
62.9	44.9	35.9	מזה: בביטוח רכב
22.4	41.2	37.3	בביטוחים אחרים

* חברות ישראליות, זרות ומורשי לידס, כולל דמי רישום ולמעט ביטוח משני בישראל.
 ** נתונים מתוקנים.
 המקור: עיבודי בנק ישראל על-פי סקר מוקדם של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

ג. מצבת הנכסים וההתחייבויות של חברות הביטוח הישראליות

המאזן המאוחד של חברות הביטוח הישראליות גדל השנה ב-48 אחוזים והסתכם בכ-7 מיליארד ל"י. זהו שיעור גידול נומינלי נמוך במקצת לעומת השנה שעברה (כ-54 אחוזים), והדבר נובע מהשיעור הנמוך יותר של שיעור הנכסים הצמודים השנה: 30 אחוזים לעומת 40 אחוזים אשתקד. במונחים ריאליים גדל השנה המאזן בקצב מהיר מעט יותר מזה של 1975. העובדה שמשקל ניירות הערך בכלל הנכסים מגיע ל-57 אחוזים (למרות הפיגור הנ"ל בשיעורו), ומשקל קרנות הביטוח (כולל תביעות תלויות), מגיע לכ-77 אחוזים מסך ההתחייבויות, מעידה על כך, שחברות הביטוח הן ביסודן בבחינת מתווכים פיננסיים ראשוניים, אם כי בפרופור-ציות נמוכות מאלה שבמוסדות הגמל.

עם זאת, הן בגלל אופי פעילותן והן בגלל כללי ההתחרות ביניהן, גדול היקף השימושים קצרי המועד מתוך האמצעים העומדים לרשותן מאשר בסקטור קופות הגמל. "ההלוואות האחרות", "הפרמיה לגבייה" וה"חייבים השונים", שהם סעיפי נכסים קצרי מועד, גדלו השנה בכ-43 אחוזים והגיעו להיקף של כ-2 מיליארד ל"י. הרכיב העיקרי הן ביתרה והן בגידול הוא סעיף ה"הלוואות האחרות" שבו נכללות הלוואות קצרות מועד לגופים שונים במשק. הלוואות אלה גדלו השנה בשיעור 85 אחוזים, לעומת 74 אחוזים ב-1975, ולעומת גידול בשיעור 48 אחוזים בכלל המאזן. המשך הגידול המהיר של האשראי קצר המועד, שנותנות חברות הביטוח בתנאים מסחריים, מבטא את הדחקות, שהתקיימה במשך השנה בשוק הכספים, ואת הפנייה הגוברת לחברות הביטוח להשגת אשראי קצר מועד, לעומת העלייה האיטית יחסית באשראי קצר המועד, הניתן במסגרת הבנקאות המסחרית הרגילה.

בצד הנכסים, המשיך לגדול משקל תיק ניירות הערך הצמודים ועמד על 57.2 אחוזים. לעומת זאת, נמשכה הירידה במשקל הפרמיה לגבייה והחייבים השונים; כנראה, בגין העלייה בשיעור הריבית ועליית המחיר האלטרנטיבי של סעיפים אלה. ראוי לציין את החשת מגמת הירידה במשקל פיקדונות מבטחי המשנה בכלל המאזן, התפתחות הגובעת מהגדלת השייר העצמי

והישראלי לעומת ביצוע ביטוח משנה בחו"ל. התפתחות זו בודקת במיוחד בענף הרכב, כתוצאה מהקמת החברה המשותפת לכלל חברות הביטוח, המבצעת את ביטוחי החובה במסגרת החוק החדש. בחברה זאת אחוז השייר גבוה במיוחד, אך היא קיימת, אם כי בעוצמה קטנה יותר, גם בשאר ענפי הביטוח הכללי.

לוח י"ח - 13

הנכסים וההתחייבויות של חברות הביטוח הישראליות, 1974 עד 1976

1976	*1975	*1974	1976	*1975	*1974	
(אחוזים)			(מליוני ל"י)			נכסים
57.2	55.0	51.3	3,997	2,600	1,573	איגרות חוב ממשלתיות (או בערבות הממשלה)
1.4	1.8	2.0	95	84	61	ניירות ערך אחרים
1.0	1.0	1.2	72	49	38	הלוואות כנגד פוליסות
14.8	11.9	10.5	1,038	560	322	הלוואות אחרות
1.6	1.5	2.2	111	73	69	פיקדונות לזמן קצוב
3.1	3.8	4.4	214	181	136	נכסים דלא ניידי והשקעות בחברות עור
8.5	9.6	10.0	593	455	307	פרמייה לגבייה
4.9	7.7	9.0	340	360	274	חייבים שונים
7.5	7.7	9.4	530	361	288	מזומנים ופיקדונות ע"ש
100	100	100	6,990	4,723	3,068	סך כל הנכסים
						התחייבויות
2.9	3.5	3.7	205	166	115	הון נפרע
4.3	4.5	4.8	302	213	148	קרן שמורה ואחרות
50.3	49.4	46.5	3,515	2,335	1,426	קרן ביטוח חיים (בניכוי ביטוח משנה)
10.9	7.8	8.6	765	370	265	קרן ביטוח כללי (בניכוי ביטוח משנה)
3.3	3.3	3.5	232	155	106	קרן ביטוח לסוכונים יוצאים מהכלל
4.3	5.8	6.6	298	274	201	פיקדונות מבטחי משנה
16.1	17.4	17.7	1,123	823	544	הביעות תלויות ומאשרות
7.9	8.3	8.6	550	387	263	התחייבויות שוטפות
100	100	100	6,990	4,723	3,068	סך כל ההתחייבויות

* נתונים מתוקנים.
המקור: עיבודי בנק ישראל על-פי סקר מוקדם של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.