

פרק י"ז

אמצעי התשלום, האשראי והמוסדות הבנקאיים

1. קווי ההתפתחות העיקריים

מתכונת ההתפתחויות המוניטריות מבחינת רכיבי העירוניים החיצוניים, דומה השנה לזו של השנה שעברה, אך מבחינת השלכותיהם על המצב בשוק הכספים בולטת השנה התפתחות שונה, במיוחד בתחום האשראי ושערי הריבית במטבע ישראלי. במהלך השנה התקיימה הורמה מוניטרית בהיקף ניכר מצד הסקטור הציבורי ובנק ישראל, אך בעקבות רכישות ניכרות של מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי בשל הגירעון במאזן התשלומים ושינוי במבנה הציפיות של הציבור, נוצר לחץ מסוים בשוק הכספים. לחץ זה התבטא בירידה בכמות הריאלית של אמצעי התשלום והאשראי החופשי, ועלייה ניכרת בשערי הריבית.

הביקוש למטבע חוץ לרכישת נכסים פיננסיים ולהגדלת מלאי חומרי גלם ומוצרים היה אופייני בעיקר ליחידות הכלכליות העוסקות בסחר חוץ, ואילו העלייה בשערי הריבית השפיעה על כלל היחידות במשק, ואף על משקי הבית. לפיכך היתה להתפתחויות המוניטריות השנה השפעה שונה על הסקטורים השונים במשק.

כאמור, עמדה ההתפתחות המוניטרית השנה בסימן אירועים הקשורים בפעילות הממשלה, המוסדות הלאומיים והתנהגות הסקטור הפרטי בתחום הביקוש למטבע חוץ. לאלה היו השלכות מוניטריות¹ חריפות, שהשפעותיהן על המשתנים המוניטריים העיקריים היו רבות היקף. הסקטור הציבורי נטו הזרים למשק במהלך השנה כ-5.5 מיליארד ל"י; פעולות האשראי המכוון ותשלומים אחרים של בנק ישראל הזרימו למשק כ-1.5 מיליארד ל"י, ואם נוסיף לכך גם את העלייה בגירעונות הנזילות של הבנקים², בהיקף של כמיליארד וחצי ל"י³, הרי שסך ההורמה הגיעה השנה לכ-8.5 מיליארד ל"י, סכום העולה על סך-כל בסיס הכסף בתחילת השנה. לעומת התפתחויות מרחיבות אלה, גרם הסקטור הפרטי, באמצעות רכישת מטבע חוץ למימון פעולותיו בתחום מאזן התשלומים, לספיגה של כ-6.5 מיליארד ל"י, ולכן הגיעו סך-כל העירוניים החיצוניים השנה לכ-2.0 מיליארד ל"י בלבד (כולל גירעונות הנזילות של הבנקים). בשנת 1974 הזרימו הסקטור הציבורי ובנק ישראל 6.2 מיליארד ל"י, ורכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי ספגו כ-5.1 מיליארד ל"י.

¹ "השלכות מוניטריות" של פעולות הסקטור הציבורי והסקטור הפרטי בתחום מטבע החוץ מוגדרות כהשפעת פעילותם על בסיס הכסף. אנו מבחינים בין "השלכות מוניטריות" לבין "מדיניות מוניטרית", מאחר והראשונות הן תוצאות לוואי לפעילות בתחומים אחרים, בעוד שהשנייה מופעלת במישרין על מנת להשפיע על המצב המוניטרי.

² אמנם גירעונות הנזילות אינם מהווים חלק מההגדרה המקובלת של בסיס הכסף, אולם בשל השפעתם המוניטרית-כלכלית, הדומה לפעולת הורמה, נכללים הם בדיון.

³ זה הנתון לשנה כולה, אך ראוי לציין שמתוכם נוצרו גירעונות בהיקף של כ-500 מיליון ל"י בחודש דצמבר בלבד. בממוצע שנתי היו הגירעונות השנה ברמה של 700 מיליון ל"י.

כאמור, התופעה המרכזית בהתפתחויות המוניטריות השנה היא מימדי ההשלכות המוניטריות שהיו לפעילות הכלכלית של הממשלה והציבור. מימדים אלה היו מעל ומעבר לאלה שנודעו בעבר (למעט שנת 1974), הן מבחינת גודלם המוחלט והן יחסית להיקף שהרשות המוניטרית מסוגלת לטפל בו בכלים העומדים לרשותה; נראה, שאף כלים משופרים יותר לא היו מסוגלים לכך (ראה סעיף "המדיניות המוניטרית במהלך השנה").

למרות שקיימת מערכת של פיקוח על מטבע חוץ בישראל, מצויות בידי הסקטור הפרטי דרכים רבות המאפשרות לו לכלול בתיק נכסיו הריאליים והפיננסיים גם רכיבים הצורכים מטבע חוץ: הקדמת פירעון חובות לחוץ לארץ, ניצול זכות רכישה חוזרת של מטבע חוץ מצד משקי בית ופירמות מעבירי מטבע, הגדלת מלאי חומרי גלם, עיכוב העברת תקבולי יצוא וכדו'. מכאן שלהחלטות ההשקעה של משקי הבית והפירמות יש משמעות לא רק לגבי המבנה האופטימלי של תיקי השקעותיהם, אלא גם לגבי היקף רזרבות מטבע החוץ של המשק. לפיכך עשויה התפתחות מוניטרית מרחיבה במשק להשפיע לא רק על היקף הפעילות הריאלית ועל רמת המחירים, אלא גם על היקף הביקוש למטבע חוץ. בהתאם לשיטת שער החליפין הקבוע הנהוגה בישראל, תהיה לביקוש זה השפעה מיידית ומלאה על היקף רזרבות מטבע החוץ של המשק.¹

אמצעי התשלום היו השנה בממוצע שנתי גבוהים בכ-31 אחוזים לעומת אשתקד, אך מאחר שרמת המחירים היתה השנה גבוהה ב-39 אחוזים, בממוצע שנתי, מזו של אשתקד, חלה ירידה, כ-6 אחוזים, ביתרה הריאלית של אמצעי התשלום. ניתוח התפתחות אמצעי התשלום על פני השנה מצביע על תמונה דומה, אם כי שיעור הירידה מגיע כאן לכ-1.5 אחוזים בלבד. נראה שהסיבה העיקרית לירידה בכמות הריאלית של אמצעי התשלום נעוצה בעיקר בעלייה הניכרת בשיעורי הריבית.

ביטוי נוסף לירידה בכמות הריאלית של אמצעי התשלום מצוי בנתוני מהירות המחזור, על הגדרותיה השונות, כפי שהדבר משתקף בלוח 2-1; לפיו גדלה במהלך השנה מהירות המחזור של אמצעי התשלום, ושל כלל הנכסים הפיננסיים הלא-צמודים, בהמשך לעלייה בשנתיים הקודמות. יחסית לשנת 1972, גבוהה מהירות המחזור של אמצעי התשלום ב-1975 עד 23 עד 33 אחוזים, ומהירות המחזור של כלל הנכסים הפיננסיים הלא-צמודים — גבוהה ב-60 עד 75 אחוזים, בהתאמה. עלייה ניכרת זו בשנים האחרונות מבטאת בחלקה שימוש חסכוני יותר באמצעי התשלום בעקבות העלייה בקצב האינפלציה; המשכה בשנת 1975, שבה חלה ירידה בקצב האינפלציה, מבטאת בעיקר את ההתפתחויות בשוק הכספים בעקבות העירוי החיצוני השלילי שנבע מרכישת מטבע חוץ. התפתחויות אלה הן בעיקר עלייה ניכרת בשיעורי הריבית הדביטוריים הריאליים וירידה בקצב גידול האשראי.

סך-כל האשראי הבנקאי במטבע ישראלי היה השנה גבוה בכ-34 אחוזים מהרמה הממוצעת של אשתקד, והגיע בסוף השנה להיקף של 11.4 מיליארד ל"י, אך שוב אין גידול זה מדביק את העלייה ברמת המחירים, ולכן חלה ירידה של כ-4 אחוזים, בדומה לאשתקד, ביתרה הריאלית של האשראי במטבע ישראלי. האשראי במטבע חוץ ממערכת הבנקאות גדל בממוצע שנתי ב-39 אחוזים, במונחי דולרים, וזוהי עלייה ניכרת בהיקף הריאלי של אשראי זה. מאידך גיסא, בניכוי מימון יבוא הדלק, היתה העלייה איטית למדי על פני השנה כולה, ובמחצית השנייה של השנה חלה אף ירידה. האשראי במטבע ישראלי הצמוד למטבע החוץ גדל ב-24 אחוזים במונחי דולרים, לעומת 8 אחוזים אשתקד. העלייה בשני סוגי האשראי האחרונים מיתנה את השפעת הירידה בהיקף הריאלי של האשראי במטבע ישראלי.

¹ בניגוד למשק שבו יש שער חליפין נייד, שבו משפיעים השינויים בביקוש למטבע חוץ בעיקר על שער החליפין, ולא על היקף הרזרבות.

האשראי המכוון, שהחל בשנות ה-50 כהסדר להבטחת זמינות אשראי לפעולות מועדפות בתקופה של הקפאת אשראי, התפתח במשך השנים, ובמיוחד בשנים האחרונות, לכלי שיש בהפעלתו סיבסוד ניכר של הפעילות אותה הוא מממן בשל הפער המתעצם בין שיעורי הריבית על האשראי המכוון לשיעורי הריבית בשוק החופשי. סיבסוד זה ניתן תוך כדי הרחבה מוניטרית ניכרת, והתרכוזתו בגורם ייצור אחד (הון) גורם לשימוש בזבזני בו.

במקביל להתפתחות בהיקף האשראי ואמצעי התשלום, חלה עלייה בשיעורי הריבית על האשראי הבנקאי לסוגיו. במהלך השנה עלתה הריבית התעריפית על אשראי חופשי ב-5 אחוזים ויותר, דבר שהעלה את שיעורי הריבית האפקטיביים ללווים מסחריים טובים לרמה של 30 אחוזים ומעלה¹; חלק מהם, הנאלצים לחרוג מהתקרות המאושרות², שילמו אף שיעור ריבית של כ-45 אחוזים, על בסיס שנתי³. לעלייה בריבית על אשראי חופשי משנה משמעות על רקע ההאטה הניכרת במשך השנה בקצב האינפלציה; אלה הביאו לכך שהשנה, לראשונה מזה מספר שנים, חזרו שיעורי הריבית על האשראי החופשי להיות חיוביים ריאלית⁴. ראוי להדגיש שהעלאת הריבית איננה פוגעת בפעולות הייצור ליצוא, בגלל עליית תוחלת הפיחותים, ומאחר שעיקר המימון שלה הינו מכוון ומסובסד, היא רק ממתנת את הפעילות בשוק המקומי, דבר העומד בהתאמה למטרות המדיניות הכלכלית. נוסף על כך חלה השנה עלייה של 2 אחוזים בשיעורי הריבית בקרנות האשראי המכוון להון חוזר במטבע ישראלי, אך שיעוריהם היו עדיין שליליים ריאלית.

לסיכום: אינדיקטורים אלה מורים, שהשנה התפתחה במשך דחקות מסויימת, למרות רכיבים גדולים של הזרמה, והיא נעוצה בביקוש הניכר למטבע חוץ זו השנה השנייה ברציפות. התפתחות זו הצטרפה לגורמים שהביאו לירידה בתוצר הלאומי הגולמי של המשק הפרטי (ראה להלן).

בשנים שעברו ידע המשק הישראלי גלים של ביקוש ספקולטיבי למטבע חוץ בתקופות של ציפיות לשינויים קרובים בשער החליפין. בתקופות אלה גדל הביקוש למטבע חוץ, תמורת מטבע ישראלי, וההשפעה המצמצמת שלו על בסיס הכסף היתה ספקולטיבית וזמנית; היא היתה נפסקת, או משנה את כיוונה, עם התממשות הפיחות או עם השינוי בציפיות. לעומת זאת השנה, עם המעבר לשיטת הפיחות הוחל, חל שינוי במבנה הציפיות לשינוי שער החליפין ומכאן בביקוש למטבע חוץ, אם כי לא חל שינוי בציפיות לפיחות בשיעור ניכר בטווח הארוך. את מקומם של גלי ציפיות לביצוע פיחותים בשיעורים ניכרים, גלים הרחוקים יחסית זה מזה, תפסה מערכת ציפיות שבה קיימת ודאות גבוהה למדי לפיחותים תכופים וקטנים בשיעוריהם. שינוי זה גרם אל נכון, להתאמה במבנה מלאי הנכסים הריאליים והפיננסיים של הציבור בכיוון של הגדלת משקל הנכסים הנקובים, צמודים או מייצגים מטבע חוץ, ולעלייה ניכרת בהמרת מטבע ישראלי למטבע חוץ⁵.

השאלה המרכזית, שעמדה בפני מעצבי המדיניות המוניטרית, והעומדת בפני הבאים להעריכה, היא בדבר מהות הקשר שבין הזרמה נתונה לבין היקף הפעילות הריאלית, רמת מחירים והיקף

¹ העלות האפקטיבית של 30 אחוזים ומעלה של אשראי במסגרת החח"ד מורכבת מריבית תעריפית, עמלת הקצאה, ומהשפעת ימי ערך ותיוקן מספר ימים בשנה. כאמור, אין חישוב זה כולל את "קנס החרیגות" המוטל על האשראי השולי, המעלה את מחירו ל-45 אחוזים ומעלה.

² לפי נתונים חלקיים, ניתנים כ-20 אחוזים מהאשראי במסגרת החח"ד כחריגה מהתקרות המאושרות. תוספת הריבית על חריגה הוגדלה במשך השנה מ-7.5 אחוזים ל-15 אחוזים, דבר שתרם לעלייה ניכרת ברמת הריבית השולית במשק.

³ שיעורי ריבית אלה מתייחסים לעסקאות אשראי רגילות. במקרים שבהם מהות והיקף היחסים בין הבנק לבין הלקוח מורכבים יותר, נערך תחשיב כולל, וקשה לבדוד נכונה את עלותו של כל רכיב ב"סל".

⁴ בגלל העלייה בתוחלת הפיחותים בטווח הקצר, חלה גם עלייה בעלות האשראי במטבע חוץ, והשפעת הדבר דומה לזו של העלייה בעלות האשראי החופשי בל"י.

⁵ כן יצוין שגדלה ההסתברות לביצוע פיחות ריאלי, דבר המגדיל שוב את הביקוש היחסי למטבע חוץ לעומת תקופות שבהן ההסתברות לכך היתה נמוכה יותר.

לוח י"ז-1

אמצעי התשלום, הנכסים הנזילים שאינם צמודים ובסיס הכסף, 1973 עד 1975

העלייה או הירידה (—) ביתרה הממוצעת	היתרה הממוצעת	העלייה או הירידה (—) במשך התקופה	היתרה בסוף התקופה			
(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)
אמצעי תשלום						
25.3	1,274	6,315	32.3	1,805	7,392	1973
		6,118	27.7	1,546	7,133	ינואר—אוקטובר 1973
		7,298	3.6	259	7,392	נובמבר—דצמבר 1973
19.8	1,251	7,566	18.0	1,330	8,722	1974
*20.6	*1,259	7,377	7.8	578	7,970	ינואר—אוקטובר 1974
**16.7	**1,216	8,514	9.4	752	8,722	נובמבר—דצמבר 1974
31.0	2,347	9,913	21.6	1,892	10,614	1975
נכסים נזילים שאינם צמודים — אמצעי תשלום, פיקדונות לזמן קצוב ומילווה קצר מועד						
18.5	1,681	10,754	14.0	1,428	11,594	1973
		10,595	13.3	1,355	11,521	ינואר—אוקטובר 1973
		11,545	0.6	73	11,594	נובמבר—דצמבר 1973
4.1	442	11,196	7.7	891	12,485	1974
*3.8	*405	11,000	—0.8	—90	11,504	ינואר—אוקטובר 1974
**5.5	**632	12,177	8.5	981	12,485	נובמבר—דצמבר 1974
22.1	2,479	13,675	14.2	1,773	14,258	1975
בסיס הכסף הרחב — מזומנים במחזור ונכסים נזילים של בנקים (כולל שחרורים מגזילות)						
22.1	1,099	6,071	26.6	1,460	6,942	1973
		5,885	26.2	1,436	6,918	ינואר—אוקטובר 1973
		7,004	0.3	24	6,942	נובמבר—דצמבר 1973
10.5	642	6,713	16.2	1,122	8,064	1974
*9.8	*580	6,465	6.3	436	7,378	ינואר—אוקטובר 1974
**13.6	**954	7,958	9.3	686	8,064	נובמבר—דצמבר 1974
27.8	1,866	8,579	6.2	505	8,569	1975

* ינואר—אוקטובר 1974 לעומת ינואר—אוקטובר 1973.

** נובמבר—דצמבר 1974 לעומת נובמבר—דצמבר 1973.

ה ט ק ו ר : אמצעי תשלום — לוח י"ז-6 להלן.

נכסים נזילים שאינם צמודים — לוחות י"ז-7 להלן.

בסיס הכסף הרחב — לוח י"ז-4 להלן.

אינדיקטורים למהירות המחזור של הנכסים הכספיים, עד 1972

מהירות המחזור השנתית הממוצעת ביחס לתל"ג ¹			
של אמצעי התשלום ושל הנכסים הנוזלים הלא-צמודים	של אמצעי התשלום	מהירות המחזור הממוצעת של פיקדונות עובר ושב ²	
3.28	5.91	24.5	1972
		26.1	1973 (9—1) ³
3.52	5.99	24.2	1973
		30.1	1974 (12—4) ³
4.71	6.96	28.7	1974
5.31	7.32	31.9	1975
מהירות המחזור השנתית הממוצעת ביחס לשימושים של המשק ⁴			
4.82	8.68		1972
5.33	9.07		1973
7.47	11.05		1974
8.45	11.66		1975
מהירות המחזור השנתית הממוצעת ביחס לשימושים המקומיים ⁵			
3.67	6.60		1972
4.14	7.04		1973
5.83	8.62		1974
6.49	8.95		1975

- (1) התוצר הלאומי הגולמי במחירים שוטפים (מבוסס על שער חליפין אפקטיבי) מחולק ברמה השנתית הממוצעת של אמצעי התשלום ושל אמצעי התשלום והנכסים הנוזלים הלא צמודים.
- (2) סך כל החיובים בחשבונות עובר ושב במטבע ישראלי בבנקים מחולק בסכום השנתי הממוצע של פיקדונות ע"ש.
- (3) ללא תקופת המלחמה והחירום.
- (4) התוצר הלאומי הגולמי במחירים שוטפים בתוספת היבוא, להוציא יבוא אניות ומטוסים ויבוא ביטחוני ישיר (שהינם מבוססים על שער חליפין אפקטיבי), מחולק בדרך שפורטה בהערה 2 לעיל.
- (5) השימושים המקומיים: השימושים של המשק, כפי שהוגדרו ב-(4) בניכוי יצוא.
- הפירוט: מהירות המחזור של פיקדונות ע"ש — הפיקוח על הבנקים, סטטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים אמצעי תשלום — לוח י"ז-6 להלן; נכסים כספיים לא צמודים — לוח י"ז-7 להלן; התוצר הלאומי הגולמי, השימושים של המשק והשימושים המקומיים — לוח ב"1.

הביקוש למטבע חוץ. במלים אחרות : האם הזרמה קטנה יותר היתה מונעת חלק מהביקוש למטבע חוץ, או שהיתה פוגעת בעיקר בפעילות הריאלית.

נראה שהיקפו של הביקוש למטבע חוץ מלמד על הקשר הפונקציונלי בין היקף ההזרמה לבין הרכישות. העירוי החיצוני השלילי שאירע הגיע לכ-80 אחוזים מכלל בסיס הכסף בתחילת השנה, ובוודאי שלא היה מתרחש בהיקף כזה ללא ההזרמה העצומה שהתרחשה במקביל. אם צמצום בהזרמה היה פוגע בפעילות הריאלית, ניתן להניח כי הפגיעה היתה מתרכזת בביקושים המקומיים, שכן לפעילות ליצוא מובטחים מקורות מימון מועדפים, והדבר היה תואם את השגת המטרות הכלכליות של המשק. ניתן לומר, שההזרמה המוניטרית השנה היתה מוגזמת, והיא שהזינה במידה רבה את הביקוש למטבע חוץ ומנעה הקטנה נוספת של הביקושים המקומיים והעברת פעילות ריאלית ליצוא.

יש לזכור, שאת התאמת תיק הנכסים בעקבות השינוי במבנה הציפיות (הגדלת רכיב מטבע החוץ) עשויים לבצע בעיקר גופים העוסקים בפעילות ריאלית שוטפת בתחום היצוא והפעילות המקומית, ובמידה פחותה בהרבה משקי הבית. עובדה זו משמעה קושי ניכר להפעיל מדיניות מוניטרית סופגת שתכליתה לבלום את הפעילות הספקולטיבית, אם אין רוצים לפגוע בפעילות הריאלית. היות והשנה חתרה המדיניות הכלכלית ליעד של הקטנת הביקושים המקומיים, היתה מגבלה זו חמורה פחות, והזרמה מוניטרית מצומצמת יותר היתה רצויה להשגת שני היעדים גם יחד.

טעות לחשוב שניתן לקיים היקף פעילות ריאלית מקומית ברמתה הנוכחית, תוך התרת

לוח

השפעת הסקטורים השונים על בסיס הכסף¹,

(השינויים)

1975					
אפריל	מארכ	פברואר	ינואר	1974	
496	-145	125	156	3,502	1. הזרמת הסקטור הציבורי נטו
(410)	(-265)	(114)	(67)	(2,891)	מזה: הזרמה בגין פעילות ממשלתית
-23	-30	-20	-31	-157	2. הפקדות יבואנים
(19)	(392)	(342)	(5)	(-5,169)	3. מכירות מט"ח מצד הסקטור הפרטי
(89)	(-286)	(-242)	(-154)	(334)	4. אשראי במט"ח לסקטור הפרטי
(-86)	(-152)	(-97)	(108)	(-286)	5. השפעת הצבירה בפקידונות מט"ח
22	-46	3	-41	-5,121	6. המרות הסקטור הפרטי
56	-84	-23	146	1,413	7. אשראי במט"ח לסקטור הפרטי
-108	95	-63	-36	385	8. פעולות בשוק הפתוח
-55	175	-35	-66	564	9. גורמים אחרים ³
388	-35	-13	128	586	10. סך כל בסיס הכסף הצר
52	-57	-27	39	454	11. שחרורים מנזילות
0	-13	-44	-27	82	12. הפרש מוכר
440	-105	-84	140	1,122	13. סך כל בסיס הכסף הרחב

(1) לא כולל שינויים ביתרת הסעיפים הנובעים משינויים בשער החליפין של הלירה הישראלית.
(2) כולל את השינוי באשראי נטו מבנק ישראל לממשלה, בניכוי השפעת רכישות מטבע חוץ (כולל תיקון עבור יבוא מזון למכירה לציבור) ובניכוי תשלומי ריבית לבנק ישראל.
(3) אינו כולל רווחי בנק ישראל במטבע חוץ.

הרצועה לרכישות של מטבע חוץ; הרכישות הגדולות של מטבע חוץ מביאות להרעה במאזן התשלומים, ומכאן לפגיעה חמורה יותר בפעילות הריאלית בעתיד.

בחודשים הראשונים של השנה, שעמדו עדיין בסימן השפעת פיתוח נובמבר 1974 והיעלמן של הציפיות לפיחות נוסף, ציינה את ההתפתחות המוניטרית התרחבות מהירה יחסית של אמצעי התשלום. במהלך חודש מאי ותחילת יוני השתנתה המגמה, והיא התחזקה החל מאמצע חודש יוני, עם המעבר לשיטת הפיחותים הזוחלים. במהלך המחצית הראשונה של השנה, על רקע הביקוש המצומצם למטבע חוץ, גדלו אמצעי התשלום בקצב שנתי של 33 אחוזים, לעומת 10 אחוזים בלבד במחצית השנייה של השנה. רובו של הגידול בבסיס הכסף אירע אף הוא במחצית הראשונה של השנה, וכן כל הגידול באשראי במטבע חוץ; האשראי במטבע ישראלי גדל בשיעור דומה, פחות או יותר, בשני חלקי השנה. ברור שמתכונת התפתחות זו נובעת מכך שבחודשים הראשונים של השנה לא התקיימו ציפיות לביצוע פיחות קרוב — כפי שהדבר משתקף גם בהיעדר פרמיה על דולר נת"ד, שניתן היה לרכשו בשער רשמי. במחצית השנייה של השנה חל שינוי חריף במערכת הציפיות ובהתנהגות הציבור, שגרמו להתפתחויות מוניטריות מרסנות: הביקוש לאשראי במטבע ישראלי גדל יחסית, עקב הרצון לעבור מאשראי במטבע חוץ, שמחירו עלה, לאשראי חופשי במטבע ישראלי. מחירו של האחרון ייצג, אמנם, עלות ריאלית חיובית במונחי רמת המחירים המקומית, — אבל במונחי מטבע חוץ (יחסית לאשראי נקוב במטבע חוץ, שעלותו כללה הן את הריבית במטבע חוץ והן את תוחלת הפיחותים) עדיין היה זול יחסית.

כניסתה של מערכת הבנקאות לגירעונות ניזילות בהיקף גדול (שנבעה מהרחבת אשראי

י"ז 3

1974 ו־1975, [(+) הגדלת בסיס הכסף, (—) הקטנתו]

(במיליוני ל"י)

1975 (המשך)								
מאי	יוני	יולי	אוגוסט	ספטמבר	אוקטובר	נובמבר	דצמבר	1975
334	548	270	974	464	1,437	570	267	5,496
(265)	(386)	(185)	(870)	(323)	(1,359)	(445)	(132)	(4,291)
—19	30	16	—3	—6	—7	29	28	—36
(—59)	(—825)	(—1,103)	(—630)	(—983)	(—713)	(—587)	(—941)	(—5,083)
(38)	(77)	(236)	(174)	(81)	(75)	(15)	(—65)	(38)
(—112)	(—181)	(—96)	(—130)	(—144)	(—220)	(—176)	(—145)	(—1,431)
—133	—929	—963	—586	—1,046	—858	—748	—1,151	—6,476
98	90	129	86	—22	117	62	132	757
0	6	63	66	13	—3	—25	132	140
53	95	46	40	125	—104	—34	214	454
303	—160	—439	577	—472	582	—146	378	335
120	—71	38	6	49	45	9	40	243
8	—1	—1	162	35	—8	—130	—53	—72
431	—232	—402	745	—388	619	—267	—391	506

לוח י"ז-4

אינדיקטורים למצב הנזילות של המוסדות הבנקאיים במטבע ישראלי, 1973 עד 1975

סוף התקופה	שיעור הנזילות הנדרש כנגד פיקדונות רגילים (1)	שיעור הנזילות בפועל כנגד פיקדונות רגילים (2)	שיעור הנזילות שהתקיים כנגד פיקדונות רגילים (3)	שיעור הנזילות הפורמלי כנגד פיקדונות רגילים (4) = (2) + (3)	הפרש בין שיעור הנזילות שהתקיים לבין שיעור הנזילות הנדרש כנגד פיקדונות רגילים (5) = (4) - (1)	הפער בין שיעור הנזילות שהתקיים לבין שיעור הנזילות הנדרש כנגד פיקדונות רגילים			היחס בין העתודות הפנויות לחובת הנזילות נטו** (ממוצע יומי)		היחס בין העתודות הפנויות לחובת הנזילות נטו** (ממוצע יומי)	
						ממוצע יומי של עתודות פנויות במשך החודש (עודפים + גירעונות -) (7)	עתודות פנויות בסוף החודש (עודפים + גירעונות -) (6)	ממוצע יומי של עתודות פנויות במשך החודש (עודפים + גירעונות -) (7)	ממוצע יומי של עתודות פנויות לחובת הנזילות נטו** (ממוצע יומי) (8)	ממוצע יומי של עתודות פנויות לחובת הנזילות נטו** (ממוצע יומי) (9)	ממוצע יומי של עתודות פנויות לחובת הנזילות נטו** (ממוצע יומי) (8)	ממוצע יומי של עתודות פנויות לחובת הנזילות נטו** (ממוצע יומי) (9)
1973	72.0	13.4	52.7	66.1	-5.9	-283	-66	-1.5	-1.8	-1.8	-1.5	-1.8
1974	72.0	20.8	50.0	70.8	-1.2	-67	122	2.5	3.3	3.3	2.5	3.3
1975	72.0	20.8	51.5	72.3	0.3	21	173	3.5	4.6	4.6	3.5	4.6
ינואר	72.0	18.6	46.3	64.9	-7.1	-429	-84	-1.7	-2.1	-2.1	-1.7	-2.1
פברואר	72.0	17.3	40.0	57.3	-14.7	-889	-380	-7.2	-9.0	-9.0	-7.2	-9.0
מארס	72.0	18.0	43.1	61.1	-10.9	-663	-711	-13.1	-16.4	-16.4	-13.1	-16.4
אפריל	72.0	19.5	45.2	64.7	-7.3	-466	-497	-8.9	-11.1	-11.1	-8.9	-11.1
מאי	72.0	17.6	40.0	57.6	-14.4	-938	-592	-10.4	-13.0	-13.0	-10.4	-13.0
יוני	72.0	19.1	34.6	53.7	-18.3	-1,141	-1,018	-18.1	-22.9	-22.9	-18.1	-22.9
יולי	72.0	21.0	38.8	59.8	-12.2	-773	-1,008	-17.3	-22.4	-22.4	-17.3	-22.4
אוגוסט	72.0	22.2	31.7	53.9	-18.1	-1,243	-715	-13.1	-17.1	-17.1	-13.1	-17.1
ספטמבר	72.0	22.3	38.9	61.2	-10.8	-713	-659	-11.2	-14.9	-14.9	-11.2	-14.9
אוקטובר	70.0	20.2	36.9	57.1	-14.9	-968	-725	-12.2	-15.9	-15.9	-12.2	-15.9
נובמבר	72.0	19.7	29.9	49.6	-22.4	-1,519	-1,052	-18.8	-24.3	-24.3	-18.8	-24.3
דצמבר	72.0											

* לצורך החישוב כאן, נכללו גירעונות הנזילות המוכרים וההפרשים המשולבים יחד עם השחרורים מנזילות.
 ** חובת הנזילות נטו הינה חובת הנזילות ברוטו בניכוי שחרורים מנזילות, גירעון מוכר והפרש משולב.
 המקור: בנק ישראל, המפקח על הבנקים, סטטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים, ודו"ח הנזילות החודשי של המוסדות הבנקאיים.

ולא ממשיכת פיקדונות), בתקופה שבה התרחשו כבר הזרמות מוניטריות גדולות, החמירה את השלכות ההתרחבות המוניטרית, ומן הראוי היה להימנע מכך. אכן, לא תמיד קיימת אפשרות לאזן הזרמות של הסקטור הציבורי באמצעות ספיגה מסקטור הבנקאות, אך היקף ההזרמה הנוספת שגרמו הגירעונות היה גדול מכפי שהכתיבו מטרות המדיניות הכלכלית.

הצעד העיקרי שננקט השנה במסגרת המדיניות המוניטרית היה הטלת חובת נזילות על אשראי בנקאי חופשי בשיעור של חמישה אחוזים. חובת נזילות זו הוטלה כדי להעלות את שער הריבית הבנקאית, ולהשפיע על הרכב הנכסים החופשיים של הבנקים, ולא רק על היקפם. חידוש זה מבטא את העברת הדגש במטרות המדיניות המוניטרית: מנסיון להשפיע על היקף אמצעי התשלום — להשפעה על היקף האשראי ומחירו. כן הועלה במהלך השנה שיעור הריבית על המילווה קצר המועד באחוז אחד, צעד שהשפיע זמנית על היקף המכירות. המדיניות המוניטרית לא נקטה צעדים נוספים נוכח העלייה הניכרת בגירעונות המוסדות הבנקאיים. בעיקרו של דבר הפעילה כלים של הסברה, כדי לנסות ולהשפיע על הגופים שלפעולותיהם נודעת השלכה מוניטרית, ובעיקר על הסקטור הציבורי, לגרום להפחתת היקף ההזרמה. במצב של הזרמות מסיביות מצד הסקטור הציבורי, אותן מפנה הסקטור הפרטי לרכישת מטבע חוץ ולא לרכישת פיקדונות בנקאיים, יש לרשות המוניטרית אפשרות מוגבלת בלבד לפעול במישרין למניעת ההשלכות המוניטריות של ההזרמה.

2. המדיניות המוניטרית במהלך השנה

לנוכח עוצמתן של ההשלכות המוניטריות שנבעו השנה מפעולת הממשלה, המוסדות הלאומיים והסקטור הפרטי, לא היו הכלים שבידי הרשות המוניטרית מספיקים לפעולה נגדית יעילה. יכולתה של הרשות המוניטרית לנטרל את השפעת העירייה החיצונית גדולה יחסית כאשר הם מופנים לפיקדונות במערכת הבנקאות, אבל כאשר לא זול גידול בפיקדונות מערכת הבנקאות, קשה לה יותר לפעול. כך, כאמור, נאלצה הרשות המוניטרית להשתמש בעיקר בדרך של הסברה. שני הכלים העיקריים שהפעילה המדיניות המוניטרית בעבר — פעולות בשוק הפתוח ובמילווה קצר המועד, והשפעה על מצב הנזילות של הבנקים — פעלו השנה בצורה מצומצמת ביותר. בתחום הראשון לא יכולה היתה הרשות המוניטרית לפעול בעיקר לנוכח אי-גמישות מספיקה בהתאמת שערי הריבית לצרכי המדיניות המוניטרית; בתחום השני פעלה בהטילה חובת נזילות על אשראי חופשי, אך לנוכח חריגות מהוראות הנזילות וכניסת מערכת הבנקאות לגירעונות בהיקף נרחב ומתמיד, היתה לפעולה זו השפעה מצומצמת בלבד. חלק ממגבלות הפעולה נעוץ בחוסר סימטריות של עוצמת הכלים שבידי הרשות המוניטרית: כשיש צורך לפעול במגמת הרחבה, הרי שהכלים חזקים למדי לצורך הרחבת היקף האמצעים החופשיים שברשות הבנקים (באמצעות נכיון משנה, הורדת שיעורי הנזילות וכד'), אך בתקופה של מדיניות מצמצמת, יורדת האפקטיביות שלהם. הבעיה העיקרית של המדיניות המוניטרית השנה נבעה מכך שלא רק חלה הזרמה גדולה מדי מצד הסקטור הציבורי, אלא שגם מערכת הבנקאות הצטרפה לגורמים המרחיבים ע"י כניסתה לגירעונות, וזאת מעבר להשפעה המרחיבה שיש להפעלת המכפילים הבנקאיים הרגילים.

השנה נדמה שחל שינוי בחשיבות היחסית של המטרות קצרות הטווח של המדיניות המוניטרית. המטרה ארוכת הטווח של המדיניות הכלכלית בכלל, ובתוכה המדיניות המוניטרית, היא להשיג צמיחה מאוזנת של המשק, תוך אבטלה ואינפלציה מינימליים ומאזן תשלומים בעל גירעון "בר-מימון". לצרכים אופרטיביים, חייבת המדיניות המוניטרית להגדיר לעצמה מהם הגדלים הפיננסיים המרכזיים המהווים מטרות קצרות טווח התורמות להשגת המטרות ארוכות הטווח. שלושת הגדלים הפיננסיים המרכזיים, העשויים להוות מטרות קצרות טווח אפקטיביות, הם כמות

השינוי במאזן הכסף הכבד
(מיליוני

ינואר	פברואר	מארס	אפריל
ה שי מ ו שי ם			
1. אשראי מאמצעי הבנק, כולל השתתפות באשראי מכוון ובאשראי מתוך פיקדונות (בניכוי הלוואות מאושרות)	135-	825	345-
2. אשראי לממשלה נטו, פרט לאיגרות חוב ממשלתיות ולהפקדה באוצר כנגד חסכונות לדיור	53-	60	79
3. איגרות חוב ומניות מעבר להשקעות חובה (כולל הפרשי הצמדה)	28-	146	10
4. עודף נכסים במטבע חוץ	15-	30-	1
5. בניינים וציוד	20	13	20
6. פיקדונות בין-בנקאיים וסכומים במעבר, נטו	104	128	37
7. סך כל השימושים	107-	617	198-
ה מ ק ו ר ו ת			
8. פיקדונות עו"ש ופיקדונות זכאים אחרים	7	87	9
9. פיקדונות לזמן קצוב *	9	37	55
10. נזילות חובה על אשראי	0	54-	110-
11. תכניות חיסכון	64	88	74
12. הון עצמי ושטרי חוב הוגיים	18	4	2
13. נכיון משנה לבנקים והפרש מוכר	21-	28-	12-
14. חשבונות אחרים נטו (כולל הפרשי הצמדה נטו למעט על ניירות-ערך)	96-	70-	10
15. סך כל המקורות	19-	64	28
16. השינוי בגירעון הנזילות (15)-(7) = (16)	88-	450	226-

* נלקחה בחשבון גם חובת הנזילות בגין שבירת פיקדונות.
ה ס ק ר : המאזן החורשי של המוסדות הבנקאיים ודו"ח הנזילות החורשי.

אמצעי התשלום, היקף האשראי ומערכת שערי הריבית ; החשיבות היחסית של כל אחד מהם עשויה להשתנות לפי הנסיבות. ניתן לומר, שככל שהמשק פתוח יותר כלפי חוץ, כן יורדת חשיבות אמצעי התשלום כגודל פיננסי, שלפיו צריך לכוון את המדיניות הכלכלית, וגדלה חשיבות שני הגדלים האחרים. הדבר נובע מכך, שבמשק פתוח, שבו קיימת אפשרות של המרת אמצעי תשלום מקומיים למטבע זר, ייתכן מצב שבו תהייה הזרמה מוניטרית ניכרת שתיצור אמצעי תשלום חדשים ; הללו יומרו במהלך רכישת מטבע זר, והמעקב אחר כמות אמצעי התשלום במשק יראה יציבות או אף ירידה, ומכאן עלולים להסיק שההתפתחויות המוניטריות הינן מרסנות יתר על המידה, אינן תורמות לביקוש המוגדל ולעליית היבוא וייתכן שיש להאיצן¹. לעומת זאת, ההיקף המדוד של

¹ נוסף על כך יורדת חשיבות אמצעי התשלום, כאינדיקטור לפיו צריך לכוון את המדיניות המוניטרית, ככל שגדול מיגוון הנכסים הפיננסיים במשק, ויורד המשקל היחסי של אמצעי התשלום בכלל הנכסים הפיננסיים הנזילים.

של המסדות הבנקאיים, 1975

ל"י

מאי	יוני	יולי	אוגוסט	ספטמבר	אוקטובר	נובמבר	דצמבר	ינואר—דצמבר
—284	805	229	246	295	—251	32	772	2,366
—3	—95	—187	7	70	—70	39	242	135
—71	—22	277	—26	285	—157	62	133	640
—8	10	6	17	7	0	1	233	222
16	18	19	19	11	21	28	26	228
82	—76	17	44	116	—108	—65	—109	—112
—268	640	361	307	784	—565	97	1,297	3,479
58	61	—77	70	2	24	—21	75	311
—11	—55	5	64	29	—25	—15	1	14
—106	—27	—13	—12	1	2	—3	—11	—341
89	125	68	23	76	73	28	91	913
1	91	160	311	74	55	4	154	879
10	10	—3	165	7	31	—122	—62	—33
—112	—37	18	54	125	—195	—30	499	284
—71	168	158	675	314	—35	—159	747	2,027
—197	472	203	—368	470	—530	256	550	1,452

האשראי שניתן, ומחירו אינו משתנה לפי סוג השימוש הנעשה בו (הפנייה לביקושים מקומיים או לחוץ-לארץ), לכן יש להעדיפו. ההערכות המוניטרית והחלטות המדיניות התקבלו על יסוד ניתוח התפתחות שלושת הגדלים הפיננסיים הללו, ביחסן משקל נמוך יותר להתפתחויות בתחום אמצעי התשלום.

הצעד העיקרי שננקט השנה במסגרת המדיניות המוניטרית, שנוהלה במטרה ברורה של ריסון קצב ההתרחבות, היה הטלת חובת נזילות על אשראי בנקאי חופשי. חובת נזילות זו, שהוטלה השנה לראשונה, נועדה להעלות את שער הריבית ולהקטין את כמות הנכסים הנזילים החופשיים של הבנקים, וכך לצמצם את היקף האשראי וכמות אמצעי התשלום במשק¹. צעדו של בנק ישראל נועד

¹ בניגוד למספר בנקים מרכזיים אחרים, אין לבנק ישראל אפשרות להשפעה ישירה על שער הריבית באמצעות "החלון הפתוח" לניכיון משנה בנקאי. אי לכך נאלץ בנק ישראל להשפיע על עלות האשראי בדרכים עקיפות, כגון שיעורי הקנס על גירעונות נזילות, שינוי שיעורי הנזילות על נכסים והתחייבויות שונות וכד'.

להשפיע לא רק על סך כל ה"כסף הכבד" הפנוי לשימושה של מערכת הבנקאות לפי החלטותיה, אלא גם על הרכב השימוש בו: מוטל "קנס" על שימוש בדרך של הרחבת אשראי לעומת שימושים אחרים, כגון השקעה בניירות-ערך, ברכוש קבוע ואחר. שינוי זה בהפעלת כלי המדיניות המוניטרית העומדים לרשות בנק ישראל מבטא חלק מהעברת הדגש במטרות המדיניות המוניטרית, — מניסיון להשפיע על אמצעי התשלום, — לפעולה על היקף האשראי ומחירו. חובת הנזילות הוטלה החל מאמצע פברואר, בשיעור של אחוז אחד, והועלתה בהדרגה עד לאמצע מאי ל-5 אחוזים. צעד זה גרם להגדלת חובת הנזילות של הבנקים בכ-300 מיליון ל"י והגדיל את עלות מתן אשראי חופשי בכ-2.5 אחוזים, ולכן סביר להניח שהוא תרם את חלקו לעליית הריבית הבנקאית על אשראי חופשי.

כמו כן הועלתה במהלך השנה הריבית על האשראי במסגרת הקרנות להון החוזר בלירות ישראליות בכ-2 אחוזים, וכן הועלתה הריבית על המלווה קצר המועד באחוז אחד; לכך היתה השלכה מצומצמת למדי על ההתפתחויות המוניטריות. בסוף השנה הוטלה חובת נזילות על עסקות "מכר חוזר" חדשות (ראה להלן, סעיף 4ב') אך השפעת צעד זה תבטא רק במהלך החודשים הראשונים של 1976.

נראה שהיקף ההזרמה שהרשות המוניטרית היתה צריכה לאפשר, מבחינת צורכי המשק השנה, היה צריך לענות אחר צורכי מימון הגירעון ה"מבני" במאזן התשלומים ועליות המחירים הצפויות כתוצאה ממדיניות הממשלה, השינויים בשער החליפין והסכמי חשכר. לעומת זאת, היה היקף ההזרמה שהתבצעה למעשה גדול הרבה יותר, כאמור איפשר הדבר את מימון הביקוש למטבע חוץ מעל ומעבר לדרוש למימון הגירעון המבני.

בנק ישראל לא הצליח אמנם לאלץ את הבנקים המסחריים לחסל את גירעונות הנזילות שלהם, אך הסירוב לאשר בדיעבד את ההזרמה שנבעה מן הכניסה לגירעונות, שירת את מטרות המדיניות המוניטרית בכך שתרם לייקור האשראי הבנקאי החופשי. כך בתחילת שנת 1976 הורדו שיעורי הנזילות על פיקדונות עובר ושב וזמן קצוב, ב-2 ו-3 אחוזים בהתאמה, דבר שגרם ל"מחיקת" כ-250 מיליון ל"י גירעון בנזילות. כן נתן בנק ישראל לבנקים אשראי לזמן קצר בסכום של 400 מיליוני ל"י בתנאי שלא יורחב האשראי החופשי, רכש מהם איגרות חוב בלתי סחירות בסכום של כ-270 מיליוני ל"י, והזרים דרך השוק הפתוח, במשך ארבעת החודשים הראשונים של 1976, כ-300 מיליון ל"י.

בניגוד לרכיבי ההזרמה האחרים, שהם השלכות של פעילות שבעיקרה איננה מוניטרית, הרי שמתכונת ההתנהגות של מערכת הבנקאות שייכת ישירות לתחום המדיניות המוניטרית, אם כי לא תמיד יש למעצבי המדיניות המוניטרית שליטה מלאה על הנעשה בתחום זה. כניסה לגירעונות מהווה למעשה תחליף לעירוי חיצוני, הכפוף להחלטת הבנק, במחיר של עלות הקנס¹, ולכן מבחינת הבנק מהווה הגירעון עסקת מימון שכדאיותה נבחנת לפי שיקולים מסחריים רגילים². יחד עם זאת, טומנת בחובה הכניסה לגירעון השלכות מוניטריות כלליות, מאחר והיא פוגעת באפקטיביות הכלי המוניטרי העיקרי שבידי בנק ישראל, דהיינו מדיניות שיעורי הנזילות. לפיכך מן הראוי לבחון את מתכונת התפתחות הגירעונות במהלך השנה ואת השלכותיהן המוניטריות.

¹ מבנה הקנס על חריגה מהוראות הנזילות הינו מורכב יחסית, וגובהו מותנה בנהלים אדמיניסטרטיביים ובהתפתחויות כלכליות שונות. במהלך שנת 1975 הגיע קנס זה לרמה אפקטיבית של כ-50 אחוזים בערך (בהתחשב בכך שהקנס אינו בגדר הוצאה מוכרת לניכוי מס על-ידי שלטונות מס-הכנסה). בעקבות הרפורמה במס-ההכנסה, חלה עלייה בשיעור הקנס האפקטיבי, עם העלייה בשיעורי המיסוי והעלייה בריבית והצמדת הפיגורים בתשלום החובות למס-ההכנסה.

² שיקולים אלה כוללים, בין היתר, גם הערכת סיכויי ההסתבכות או פשיטת הרגל של הלקוח אם לא יועמד לרשותו אשראי נוסף, שיקול שחשיבותו גדלה כשיורדת הפעילות הכלכלית. כללית אין הבנקים מכוונים, ככל פירמה גדולה, לפי שיקולי כדאיות של עסקות שוליות, אלא על פי מכלול היחסים עם הלקוח לטווח ארוך.

לוח י"ז-6

התפתחות בסיס הכסף לפי רכיביו, 1973 עד 1975
(יתרות, מיליוני ל"י)

סוף התקופה	מזומנים בידי הציבור (1)	נכסים נוילים של המוסדות הבנקאיים (2)	בסיס הכסף הצר (3) = (1) + (2)	שחרורים מגזילות (4)	גירעון מוכר והפרש משולב (5)	בסיס הכסף הרחב (6) = (3) + (4) + (5)	הגידול בבסיס הכסף הרחב (אחוזים) (7)
1973	2,715	3,588	6,303	614	25	6,942	25.6
1974	3,173	3,716	6,889	1,068	107	8,064	16.1
1975 ינואר	3,242	3,775	7,017	1,107	80	8,204	1.7
פברואר	3,467	3,537	7,004	1,080	36	8,120	-1.0
מארס	3,661	3,308	6,969	1,023	23	8,015	-1.3
אפריל	3,687	3,670	7,357	1,075	23	8,455	5.5
מאי	3,672	3,988	7,660	1,194	31	8,885	5.1
יוני	3,692	3,809	7,501	1,123	30	8,654	-2.6
יולי	3,726	3,334	7,060	1,161	29	8,250	-4.7
אוגוסט	3,931	3,708	7,639	1,167	191	8,997	9.1
ספטמבר	3,930	3,237	7,167	1,217	226	8,610	-4.3
אוקטובר	3,960	3,789	7,749	1,261	218	9,228	7.2
נובמבר	3,876	3,727	7,603	1,270	88	8,961	-2.9
דצמבר	3,970	3,254	7,224	1,310	35	8,569	-4.4

המקור: נכסים נוילים של המוסדות הבנקאיים — המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים.
שחרורים מגזילות והפרש מוכר — דו"ח הנוילות החודשי של המוסדות הבנקאיים.
מזומנים בידי הציבור — המפקח על הבנקים, סטטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים.

בחדשיים האחרונים של שנת 1974 יצאה מערכת הבנקאות מגירעונות הנזילות שבו נמצאה בתקופה שקדמה לפיחות נובמבר, ואילו במהלך השנה הנוכחית נוצרו גירעונות שהגיו תוך עליות וירידות חדות, להיקף של כ-1.5 מיליארד ל"י (מזה, 500 מיליון ל"י בחודש דצמבר כאשר הרמה השנתית הממוצעת היתה כ-700 מיליון ל"י).

בבחינת השינויים בגירעונות הבנקים על רכיביהם, במהלך חודשי השנה (לוחות י"ד-ו): נמצא, שהחל מחודש פברואר התפתחה מגמת עלייה בגירעונות תוך תנודות המגיעות לעתים לכ-30 מיליון ל"י; בחודשים אפריל, מאי, אוגוסט ואוקטובר ירד הגירעון, ואילו בשאר החודשים חז עליות גדולות. עיון ברכיבי המקורות והשימושים ב"כסף כבד"1 מלמד שהעלייה בגירעון לא נבעה ממשיכת פיקדונות מצד הציבור, אלא ממדיניות השימושים ב"כסף כבד". בעוד שהגידו בפיקדונות עובר ושב ולזמן קצוב ובהון העצמי הגדיל את מקורות ה"כסף הכבד" בהיקף ש כ-2 מיליארד ל"י, הרי שהשימושים גדלו הרבה יותר, כשהבולט שבהם הינו אשראי מאמצו הבנקים בהיקף של כ-2.4 מיליארד ל"י. ברור שקיים קשר בין היקף השימושים והיקף המקורות אך ראוי לזכור את המימדים הקטנים יחסית של גירעון הנזילות לעומת שאר מקורות העיר

(1.5 מיליארד ל"י לעומת 7 מיליארד ל"י); ולכן ניתן לייחס את עיקר העלייה בגירעון להרחבת השימושים מעבר לעלייה במקורות. כתוצאה מה הפרש שבין סך כל המקורות לסך כל השימושים ב"כסף כבד", עלה הגירעון במהלך השנה בכ 1.5 מיליארד ל"י², כאשר הממוצע השנתי עמד, כאמור, על 700 מיליון ל"י בלבד.

עיון בדיאגרמה י"ז-1 מלמדנו, כי בכל אחד מחודשי השנה, הגירעון התפתח במתכונת הפוכה לזו של בסיס הכסף הרחב, דהיינו, בחודשים שב הם בסיס הכסף הצטמק — גדל הגירעון, ולהיפך. עובדה מעניינת זו נתונה לפירושים נוגדים. מצד אחד, ניתן לומר שמערכת הבנקאות הפעילה את כושרה ליצור עירוים חיצוניים במתכונת אנטי-מחזורית, ובזאת עזרה לייצב את האגרגטים המוניטריים במשק, דבר שהוא כמובן רצוי וחיוני. בי. מצד שני אפשר לפרש מיתאם זה כבעל קשר

סיבתי הפוך: בחודשים שבהם הרחיבה מערכת הבנקאות את היקף האשראי ונכנסה לגירעונות גדלה רכישת מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי, ובסיס הכסף הצטמק, ואילו בחודשים שבהם גיהל הבנקים מדיניות מרסנת בתחום האשראי, ירד הביקוש למטבע חוץ, ובסיס הכסף התרחב. כדי להצביע על הפירוש הנכון יש לנתח את כלל רכיבי הביקוש למטבע חוץ, אך בדיקה פשטנית

¹ "כסף כבד" הינו אותו חלק מהכספים שגייסה מערכת הבנקאות, היכולים לשמש לרכישת נכסים לפי בחירתם התופשית של המוסדות הבנקאיים. מצד המקורות, "הכסף הכבד" מהווה את חלק הפיקדונות שמעבר לחובת הנזילות, האמצעים שגויסו בהנפקת ניירות-ערך והצטברות רווחים בלתי מחולקים, מצד השימושים, ה"כסף הכבד" מיועד למתן אשראי חופשי, להשתתפות באשראי מכוון, להשתתפות באשראי מתוך פיקדונות למתן הלוואות, רכישת ניירות-ערך וולונטרית ורכישת מבנים וציוד לשימוש הבנק.

² ראוי להדגיש שאת הגדלת ההשקעה בניירות-ערך, בהיקף של 640 מיליון ל"י (בערכים משוערכים), יש להשוות לגידול בסך 913 מיליון ל"י ב"כסף הכבד" הנובע מתכניות החיסכון. משמעות הדבר היא שהבנקים העדיפו לשמור על מאזן הצמדה מאוזן, פחות או יותר, ולא לממן שימושים בלתי צמודים בהתחייבויות צמודות.

מורה על זהות בין כיוון השינוי בגירעונות לבין השינוי בהמרות מאז חודש יוני, עם השינוי במתכונת הביקוש למטבע חוץ, בששה מתוך שבעת החודשים¹. סביר איפוא להניח שקיים קשר סיבתי בין היקף הגירעונות לבין היקף ההמרות; לוח י"ז-5 מבליט את העובדה שהעלייה באשראי היא שהביאה לכניסה לגירעונות ולא בריחת הפיקדונות (ייתכן, עם זאת, שבטווח הקצר מאוד, יש למדיניות הבנקים גם השפעה אנטי-מחזורית).

צורת חישוב היקף החריגה מדרישות הנזילות, ושיעורי הקנס המוטלים על חריגה זו, בנויים באופן פרוגרסיבי, כדי לאפשר למערכת תגובה על תנודות קצרות טווח בביקוש לאשראי ובפיק-דונות. כך אין משלמים קנס על חריגות קצרות-טווח מדרישות הנזילות, שניתן לקזזן על-ידי עודפים בתקופה הבאה; לעומת זאת, כאשר החריגה נמשכת, נקבע קנס ששיעורו הולך ועולה עם משך התקופה, — על מנת למנוע הרחבה מתמדת בגירעונות, המוגדת למדיניות המוניטרית. חרף הפרוגרסיביות במבנה הקנסות, נראה שמידתה לא היתה מספקת כמכשיר הרתעה מיצירת הרחבה מתמדת, שכן מערכת הבנקאות מצויה בגירעונות נזילות מתמידים מזה זמן רב.

3. מקורות ההתרחבות המוניטרית

א. התפתחות בסיס הכסף

בסיס הכסף הרחב גדל השנה בהיקף ובשיעור קטנים אף מאלה של אשתקד: כ-500 מיליון ל"י, שהם 6.2 אחוזים, לעומת כ-1,120 מיליון ל"י שהם 16.1 אחוזים, אשתקד. העלייה הקטנה בבסיס הכסף הנה תוצאה של פעולת כוחות גדולים מנוגדים, שקיזזו זה את השפעתו של זה. מחד גיסא, חלה הזרמה רבה: הפעילות הממשלתית, באמצעות עודף הוצאותיה על הכנסותיה במטבע מקומי, הזרימה סכום של כ-4.3 מיליארד ל"י; שאר הסקטור הציבורי נטו (בעיקר המוסדות הלא-מייים) הזרים סך של כ-1.2 מיליארד ל"י, ובנק ישראל, בעיקר במסגרת מימון האשראי המכוון, הזרים כ-1.3 מיליארד ל"י; סך כל ההזרמה ממקורות אלה הגיע השנה לכ-6.8 מיליארד ל"י. מאידך גיסא, גרם הסקטור הפרטי, באמצעות פעולותיו בתחום מאזן התשלומים (בחשבון השוטף ובתנועות ההון כאחד), לספיגה של כ-6.5 מיליארד ל"י; מכאן שהשפעה נטו על בסיס הכסף הצר הסתכמה בכ-300 מיליון ל"י, ובתוספת השפעת השחרורים מנזילות וההפרש המוכר, הגיע, כאמור, הגידול השנתי בבסיס הכסף הרחב, ל-500 מיליון ל"י, תוך תנודות חודשיות חריפות למדי.

להזרמה בגין הפעולות הממשלתיות היתה השנה מתכונת עונתית דומה, אם כי לא זהה, לזו שבעבר; בשלושת החודשים הראשונים של 1975 (שהם החודשים האחרונים של השנה התקציבית, שבסופה חייבת הממשלה לפרוע את מקדמותיה קצרות המועד לבנק ישראל) היוותה הממשלה גורם נייטרלי מבחינה מוניטרית ואילו בשאר חודשי השנה פעלה הממשלה כגורם מזרים נזילות, בהיקף שנע בין 100 מיליון ל"י לבין 1.3 מיליארד ל"י בחודש.

על התנודות בהיקף ההזרמה הממשלתית משפיעים היקפם ועיתויים של רכיבי ההכנסה וההוצאה של התקציב, אך ראוי להדגיש את השפעת ההתפתחויות במכירת איגרות החוב הממשלתיות: הנתונים המובאים לעיל של ההזרמה הממשלתית הינם לאחר השפעת הפדיון של איגרות חוב, מצד אחד, והמכירה, מצד שני, ובמובן זה יש כאן היוון חוזר של התפתחות כלל בסיס הכסף על היקף ההזרמה "הראשונית" של הממשלה². נוסף על כך, משפיעות העונתיות והתנודות בתחום

¹ החודש היחיד שבו אין קשר זה קיים הוא נובמבר, שבו גדל הגירעון בכ-260 מיליון ל"י, ואילו היקף הרכישות של מטבע חוץ ירד, אך ההיקף היה עדיין כ-750 מיליון ל"י!

² בחודש שבו יש הזרמה גדולה במיוחד, אם מהממשלה ואם ממקור אחר, עשוי חלק ממנה להיות מופנה לרכישת איגרות חוב חדשות, ולכן יחזור אותו חלק לאוצר, והחישוב החודשי יראה הזרמה "מתונה" יותר.

הפדיון והמכירה של איגרות חוב על היקף ההורמה הממשלתית. (על עונתיות זו — ראה פרק י"ט: השוק לניירות ערך).

באשר לצד ההכנסות יש לציין, כי בחודש יולי הופעלה הרפורמה במס ההכנסה, שהביאה לירידת היקף המסוי הישיר בסכום הנאמד בכ-1.5 מיליארד ל"י לשנה, מבלי שהופעל במקביל מס ערך מוסף, שהיה אמור "לפצות" את האוצר על אובדן ההכנסות מהמס הישיר.

פעולות הסקטור הפרטי בתחום מאזן התשלומים גרמו, כאמור, לספיגה של כ-6.5 מיליארד ל"י. ספיגה זו משמעה שהסקטור הפרטי רכש מבנק ישראל מטבע חוץ בסכום זה תמורת מטבע ישראלי כדי לממן את הגירעון בחשבון השוטף שלא מומן באמצעות יבוא הון על ידו. סכום זה מהווה 80 אחוזים מכלל בסיס הכסף הרחב בתחילת השנה, ולכן ברור שלולא ההורמה הגדולה שאירעה השנה, לא יכול היה הסקטור הפרטי לבצע רכישות בהיקף כה נרחב, מבלי שאמצעי התשלום יצטמצמו באופן דרסטי. ההתפתחות בתחום רכישת מטבע חוץ לא היתה אחידה על פני השנה, ובולטות בה שתי תקופות, השונות האחת מרעותה באופן מובהק. בארבעת החודשים הראשונים של השנה העביר הסקטור הפרטי מטבע חוץ לבנק ישראל בהיקף של כ-30 מיליון דולר לחודש, ואילו בשמונה החודשים האחרונים של השנה רכש הסקטור הפרטי מבנק ישראל במוצק כ-110 מיליון דולר לחודש. ההתפתחות בתקופה הראשונה נובעת, בחלקה, מהיותה סמוכה עדיין לפיחות של נובמבר 1974 (שגרם לירידה ניכרת בציפיות המיידיות לשינוי שער והקטין את הביקוש הספקולטיבי למטבע חוץ, ואף הביא לתנועה חזרה של כספים מחוץ לארץ); בחלקה נבעה הגדלת מכירת מטבע חוץ לבנק ישראל מהשפעות עונתיות הגורמות לעלייה בהיקף תקבולי היצוא, ובחלקה קשורה התפתחות זו בהגדלת האשראי במטבע חוץ לסקטור הפרטי מצד מערכת הבנקאות המסחרית, כתחליף לרכישת מטבע חוץ מבנק ישראל (ראה סעיף 74'). החל מחודש מאי, ובעיקר לאחר הפעלת שיטת הפיחות הנוחל בחודש יוני, השתנתה מגמת ההתפתחות, והסקטור הפרטי החל לרכוש מטבע חוץ בהיקף ניכר, תהליך שנמשך עד סוף השנה. רכישות מוגברות אלה מבטאות בחלקן התאמת תיק הנכסים של הציבור למבנה החדש של הציפיות (התאמה חד-פעמית, שהיא בהכרח גדולה מהשפעת השינוי בהקצאה השוטפת של הנכסים) ובחלקן את הירידה במקורות מטבע החוץ האחרים של הסקטור הפרטי, שחייבהו לפנות לבנק ישראל. כאמור, רכישת מוגברת זו של מטבע חוץ השפיעה בעוצמה רבה לצמצום מימדי הגידול של בסיס הכסף.

התנודות באשראי במטבע חוץ מבנק ישראל מקורן, במידה רבה, בשינויים בהרכב מקורות המימון של הקרן למימון יהלומים, ורק במעט בשינויים בהיקף האשראי ללקוחות. השתתפות בנק ישראל באשראי מכוון במטבע ישראלי הורימה השנה כ-930 מיליון ל"י, בצורת נכיון משנה, שחרורים מנזילות והפרש מוכר (על התפתחות האשראי לסוגיו — ראה סעיף 74').

גם השנה היו פיקדונות מטבע החוץ של מקבלי הפיצויים ואחרים גורם ממתן, והם מנעו את הרחבת בסיס הכסף בגין העברות חד-צדדיות בהיקף של כ-1.4 מיליארד ל"י. השפעתו של סעיף זה יציבה למדי, והתנודות המעטות בו נובעות מתנודות בקצב קבלת הפיצויים ומשינויים בשערי החליפין של מטבעות העולם; במחצית השנייה של השנה גדלה במקצת הצבירה של פיקדונות אלה, אך הדבר משתלב במגמת השינוי הכללית בתיק הנכסים של הציבור, להגדלת משקל הנכסים במטבע חוץ.

הפעולות בשוק הפתוח הורימו השנה 140 מיליון ל"י, מהם 132 מיליון במחצית השנייה של חודש דצמבר; פעולה זו נבעה מהחלטתו של בנק ישראל לפעול לייצוב מחירי איגרות החוב הממשלתיות, בעקבות המכירות הגדולות שהביאה עמה ההכרזה על הרפורמה בשוק ניירות הערך (ראה פרק י"ט). למעט פעולה זו, לא השפיעו הפעולות בשוק הפתוח על היקף ההורמה, אם כי במהלך השנה חלו בהן תנודות גדולות יחסית, שבחלקן נבעו מתנודות בבורסה, ובחלקן מהסדרי מכר חוזר בין הבנקים לבנק ישראל.

- (1) אינו כולל אשראי לממשלה ולמוסדות הלאומיים.
- (2) השתתפות הבנקים במימון יבוא רכב כבד וצירוד בסך 95 מיליון ל"י הועברה בפברואר 1975 מאשראי חופשי לאשראי מכון במשי.
- (3) הייתה גובעת מתחולת הפעלתו של הסדר ההפקדות בקרנות יהלומים (הקיי).
- (4) כולל אשראי מכון במסעב הצמוד למסעב חוץ.

ה פ ק ו : (1) סורים (2) (3) (4) (5) (6) (7) — מאזן בנק ישראל ורו"ח הנזילות החורשי של המוסדות הבנקאיים.

ב. האשראי הבנקאי לציבור

סך כל האשראי במטבעי ישראלי (אשראי חופשי ומכוון כאחד) גדל במהלך השנה ב-32 אחוזים, לעומת 48 אחוזים אשתקד, והגיע להיקף של 11.4 מיליארד ל"י. בממוצע שנתי גדל האשראי בשיעור דומה לזה של אשתקד (כ-35 אחוזים), התפתחות הנובעת מהגידול המהיר בהיקף האשראי המכוון במחצית השנייה של 1974. בקצב גידול האשראי במטבע חוץ ללווים מקומיים חלה ירידה ניכרת, והוא גדל במהלך 1975 ב-23 אחוזים (במונחי דולרים) לעומת 41 אחוזים אשתקד, והגיע להיקף של כ-7.3 מיליארד ל"י; בממוצע שנתי הגיע הגידול ל-39 אחוזים, לעומת 63 אחוזים אשתקד. האשראי המכוון במטבע ישראלי הצמוד למטבע חוץ גדל במהלך השנה (במונחי דולרים) בשיעור גבוה יותר מאשר אשתקד: 34 לעומת 24 אחוזים והסתכם בכ-1.3 מיליארד ל"י. האשראי הבנקאי לציבור הגיע, אם כן, בסוף השנה להיקף של 20 מיליארד ל"י, לעומת 14.4 מיליארד ל"י אשתקד, גידול של 38.2 אחוזים. נוסף על כך, חלה עלייה גם בהיקף האשראי הניתן באמצעות מערכת הבנקאות מפיקדונות למתן הלוואות של נותני האשראי (הממשלה והמוסדות הכספיים): אשראי זה ממקורות המוסדות הכספיים ואחרים גדל ב-47 אחוזים, והגיע להיקף של 8 מיליארד ל"י, והאשראי מפיקדונות הממשלה לחייבי מסים ולמתן הלוואות אחרות גדל ב-56 אחוזים, והגיע ל-4.3 מיליארד ל"י. (יש להסתייג ולומר, כי משמעות הגידול בשני סוגי אשראי אלה שונה מזו של האשראי הבנקאי הרגיל — ראה פרק י"ח: "המערכת המוסדית של שוק ההון").

בתחום האשראי המכוון ראוי לציין, שהסדר זה, שהחל בשנות ה-50 כשיטה להבטחת אשראי לפעולות מועדפות בתקופה של הקפאת אשראי, התפתח במשך השנים, ובמיוחד בשנתיים-שלוש האחרונות, לכלי, שהפעלתו קשורה בסיבוסד ניכר של הפעולות שלמימון הוא מיועד. דבר זה נובע מהפער המתעצם שבין שיעורי הריבית על האשראי המכוון במטבע ישראלי לבין שיעורי הריבית בשוק החופשי.

1. אשראי חופשי במטבע ישראלי

האשראי החופשי במטבעי ישראלי גדל במהלך השנה ב-30 אחוזים, לעומת 34 אחוזים אשתקד, והגיע בסופה ל-7.1 מיליארד ל"י. עד אמצע חודש מארס לא גדלה יתרת האשראי החופשי, היות והוראת ההקפאה של תקרת האשראי, שהחלה באוגוסט 1974, היתה תקפה עד ל-12 בפברואר 1975; מלבד זאת היתה לסקטור הפרטי נזילות רבה יחסית בעקבות פיתוח נובמבר 1974 והמרות מטבע חוץ בעקבותיו. הקפאת האשראי הוחלפה במחצית פברואר בחובת נזילות על יתרת האשראי החופשי, שהועלתה באופן הדרגתי עד אמצע מאי, לשיעור של 5 אחוזים. לקראת סוף חודש מארס חלה עלייה ארעית באשראי הבנקאי החופשי, בעקבות מאמצי האוצר להגברת גביית המסים ולדחיית תשלומים, כדי להקטין את מקדמותיו בבנק ישראל, ואילו מאפריל ועד סוף מאי חזר האשראי הבנקאי החופשי לרמתו הקודמת. מיוני ואילך התחדש הביקוש לאשראי חופשי במטבע ישראלי בעקבות המעבר לשיטת הפיחות הזוחל, והעלייה בתוחלת עלות האשראי במטבע חוץ לעומת האשראי במטבע ישראלי.

שערי הריבית התעריפיים על האשראי החופשי הועלו במהלך השנה שלוש פעמים (באפריל, מאי וספטמבר) בשיעור מצטבר של כ-5 אחוזים, וכן הועלה שיעור קנס החריגות במסגרת החח"ד בשיעור ניכר¹. במשך השנה (ובמיוחד לקראת סופה) הגיעה עלות האשראי החופשי ללווים

¹ מאז ספטמבר משלמים הלווים, שחרגו מתקרת האשראי המאושרת, 15 אחוזים קנס, נוסף על הריבית הרגילה. אין בידינו נתונים שוטפים על היקף האשראי הניתן כחריגה מהתקרה, אך מנתונים לסוף השנה מסתבר, שכ-20 אחוזים מסך כל האשראי במסגרת החח"ד ניתן כחריגה, ולכן מחירו גבוה ב-15 אחוזים, ומתקרב ל-50 אחוזים לשנה.

מסחריים טובים לכ-30 אחוזים¹ ויותר, שעה שמדד המחירים לצרכן עלה במשך השנה בכ-23.5 אחוזים בלבד; לראשונה מזה כ-3 שנים חזרה רמת הריבית הריאלית על אשראי חופשי והפכה לחיובית, דבר העשוי לתרום לרציונליזציה, מבחינת המשק, בשימוש באשראי זה. בהקשר זה מעניין לציין, שבמשך השנים נשמעו לעתים קרובות, טענות בדבר "מחסור באשראי" (דבר שהיווה, כמובן, ביטוי לקיצוב בו, נוכח ביקוש גמיש למדי במצב של שיעורי ריבית ריאליים שליליים); ואילו השנה, למרות הגידול האיטי יחסית בהיקף האשראי, נחלשו טענות אלה, ובמקומן הועלו בעיקר טענות בדבר יוקר האשראי. מתן אשראי בנקאי חופשי בתנאי הצמדה הביא אף הוא לטיעון דומה, הגם שהיקף תופעה זו מצומצם ומקבילי אינם לוים מסחריים, אלא מוסדות, ובעיקר רשויות מקומיות.

עליית שיעור הריבית הבנקאית נובעת בחלקה ממדיניות בנק ישראל, ובחלקה מהתפתחויות בצד הביקוש ובצד ההצע כאחד. מצד אחד גדל הביקוש לאשראי במטבע ישראלי להחלפת אשראי במטבע חוץ (והמדובר כמובן בחלק הנעדר ביטוח שער) למימון העסקות במטבע חוץ, על צורותיהן השונות, ולמימון הצטברות המלאי בתקופה בה ירדו הביקושים, ירידה שלא לוותה בצמצום בהיקף מקביל של הייצור והפעילות הכלכלית. ראוי לציין, שהשנה לא היווה הביקוש לרכישת איגרות חוב צמודות למדד רכיב בעל משקל בביקוש לאשראי, בשל ציפיות מצומצמות יותר, יחסית לשנה שעברה, לעליית מדד המחירים, ובמיוחד לנוכח אי-הוודאות החריפה שאיפיינה את שוק ניירות הערך במשך רוב חודשי השנה. מצד ההצע, חלה התייקרות ניכרת בעלות מקורות הכסף החופשי של הבנקים, שלחצה להעלאת שער הריבית ללווה; המקורות העיקריים ב-1975 לכסף חופשי היו גיוס הון עצמי, פיקדונות במסגרת תכניות החיסכון (מעבר להשקעה באיגרות חוב) וקיום גירעונות נזילות (שגדלו בחלקם גם בגין הטלת חובת הנזילות על אשראי חופשי). — מקורות יקרים בהרבה מהמקורות המקובלים, דהיינו פיקדונות עובר ושב ופיקדונות לזמן קצוב. לוח י"ז-5 מורה, שמתוך סך כל השימושים ב"כסף הכבד", בהיקף של כ-3.5 מיליארד ל"י, נבעו כ-1.5 מיליארד ל"י מעלייה בגירעונות הבנקים, כ-900 מיליון ל"י מגיוס הון עצמי ושטרי חוב הונניים וכ-900 מיליון ל"י נוספים מרכיב "הכסף הכבד" שבתכניות החיסכון, ואילו פיקדונות עובר ושב ולזמן קצוב תרמו כ-300 מיליון ל"י בלבד.

יש להדגיש, כי בעוד שבעבר היוותה תוחלת התשואה להשקעה באיגרות חוב צמודות מעין "רצפה" לשיעור הריבית הבנקאית, הרי כיום מהווה תוחלת התשואה להשקעה במטבע חוץ² "רצפה" דומה. מאחר ששיטת הפיחותים הוזחלים מבטיחה כמעט בוודאות שינוי שער החליפין בכ-25 אחוזים לפחות במהלך השנה (2 אחוזים לחודש), הרי שעלות האשראי המסחרי במטבע חוץ מגיעה לכ-35 אחוזים ויותר; מכאן שסביר להניח, שחלק מהיחידות הכלכליות המחזיקות באשראי במטבע חוץ יעדיפו אשראי חופשי במטבע ישראלי בשער הריבית הנוכחי לצורך תחלופה. ניתן לסכם ולומר, שרמת הריבית הנוכחית איננה תוצאה של צירוף התפתחויות זמני בצד הביקוש או ההצע, אלא מעוגנת ברקע הכלכלי והמבני של המשק הישראלי כיום. משקל האשראי החופשי בכלל האשראי הבנקאי לציבור במטבע ישראלי הגיע בסוף 1975 לכ-56 אחוזים (בדומה לאשתקד) ול-35 אחוזים בכלל האשראי הבנקאי לציבור במטבע ישראלי, במטבע חוץ וצמוד למטבע חוץ, לעומת כ-37.5 אחוזים אשתקד. התייצבות זו במשקל האשראי החופשי מהווה מיפנה לעומת מגמת הירידה בשנים הקודמות, אך יציין שבמקביל לה נכנסה מערכת הבנקאות לגירעונות גדולים ביותר שלא נודעו בעבר.

¹ הכוונה בעיקר לאשראי במסגרת הסדרי התח"ד ללווים מסחריים טובים בלתי מועדפים. במסגרות אחרות היה שיעור הריבית נמוך במעט, וכמובן שבמקרים של "עסקות חבילה" בנקאיות קשה לאמוד את המחיר של שירותים בודדים.

² המונח "השקעה במטבע חוץ" מופיע כאן במובנו הרחב, הכולל, נוסף על רכישת מטבע חוץ, גם הקטנת חוב במטבע חוץ, הגדלת מלאי חומרים הנרכשים במטבע חוץ וכד'.

האשראי הבנקאי לציבור — גורמי הגידול העיקריים, 1974 ו-1975

העלייה או הירידה (—)						יתרה לסוף דצמבר 1975	
בממוצע שנתי		מסוף יוני ¹		במשך השנה			
1975	1974	1975	1974	1975	1974		
(מיליוני ל"י)							
34	35	19	17	32	48	11,351	אשראי במט"י
20	25	18	1	30	34	7,072	1. אשראי חופשי
66	66	20	60	34	86	4,279	2. אשראי מוגזן
72	45	19	29	66	49	1,633	קרן ייצור ליצוא
25	42	182	160	48	67	578	קרן פרי הדר וכותנה
93	83	13	135	27	151	1,428	קרן יצוא עקיף וקרנות הון חוזר ²
42	99	—13	15	—7	84	640	אשראי מוכון אחר
(אחוזים)							
24	8	12	3	34	24	4,280	אשראי מכוון במט"י צמוד למט"ח ³
(76)	(16)	(30)	(48)	(59)	(78)		קרן משלוחים
39	63	1	9	23	41	7,325	אשראי במט"ח ³
(93)	(76)	(17)	(56)	(46)	(101)		
34	18	9	—1	27	19	2,125	1. אשראי במט"ח בקרנות
(89)	(27)	(27)	(41)	(51)	(70)		
30	22	13	—4	26	24	1,802	קרן יהלומים
(84)	(32)	(31)	(37)	(49)	(77)		
64	—7	—8	21	32	—3	323	קרן יבוא לשם יצוא
(127)	(1)	(8)	(70)	(58)	(37)		
42	95	—3	14	22	51	5,200	2. אשראי במט"ח מחוץ לבנקים
(100)	(111)	(13)	(63)	(44)	(116)		
43	98	—2	25	24	52	4,933	מאמצעי הבנקים
(102)	(114)	(14)	(62)	(47)	(118)		
—	—	—8	—	42	—	3,389	על פי אישורים כלליים
(—)	(—)	(7)	(—)	(68)	(—)		
—	—	—40	—	14	—	954	(1) יבוא בקונסיגנציה
(—)	(—)	(—30)	(—)	(35)	(—)		
—	—	20	—	101	—	1,941	(2) מימון יבוא דלק
(—)	(—)	(39)	(—)	(138)	(—)		
—	—	1	—	15	—	494	(3) אחר
(—)	(—)	(17)	(—)	(0)	(—)		
—	—	14	—	—4	—	1,544	אישורים ספציפיים
(—)	(—)	(33)	(—)	(14)	(—)		
24	62	—10	32	—7	46	267	נכיון משנה מחוץ לקרנות
(72)	(75)	(4)	(88)	(10)	(94)		
53	43	19	30	38	65	19,956	סך כל האשראי לציבור

(1) תחילת שיטת הפיתוח הנוהל.

(2) כולל: קרן הון חוזר לחקלאות, הון חוזר לתעשייה, קרן משקים מודרכים וקרן מילווה מעסיקים.

(3) שיעורי השינוי מציינים את השינויים במונחי דולרים, ובסוגריים נמנים שיעורי השינויים בל"י.

אף כי התייצבות זו במשקל האשראי החופשי חיובית כשלעצמה, יש לזכור שהיא ארעה תוך כדי עלייה ניכרת בסך כל האשראי, והרחבת האשראי החופשי היתה קשורה בגירעונות נזילות כבדים. מוטב היה אילו הושגה תוצאה זו בדרך של האטת גידול האשראי המכוון.

2. אשראי מכוון במטבע ישראלי¹

כרקע להתפתחויות במסגרת האשראי המכוון ראוי להדגיש את הכוחות הקובעים את היקף האשראי הניתן במסגרת זו. ניתן להבחין בין האשראי ליצוא לבין האשראי להון חוזר, לסוגיו: הראשון ניתן לרוב על פי נוסחת מימון מוסכמת מראש, ולפיכך הינו תוצאה של היקף הפעילות השוטפת, ולפיכך מוגבלת השפעתו של בנק ישראל על היקפו. האשראי להון חוזר ניתן במסגרות מימון הנקבעות לעיתים מזומנות בדיונים ענפיים, וההחלטות בהם עשויות להשפיע על היקף הקרנות הללו; הגדלת תקרת המימון בהן מחייבת דיון והחלטה מפורשים.

האשראי המכוון במטבע ישראלי גדל במרוצת השנה ב-34 אחוזים (לעומת 86 אחוזים אשתקד) והגיע בסופה ל-4.3 מיליארד ל"י. בממוצע שנתי היה השנה שיעור הגידול דומה לאשתקד (66 אחוזים), והדבר נובע ממתכונת ההתפתחות במהלך שנת 1974; היציאה מתקופת הגיוס שלאחר המלחמה הביאה לריכוז הגידול באשראי המכוון במחצית השנייה של השנה.

במסגרת האשראי המכוון במטבע ישראלי בולטת הקרן לייצור לשם יצוא, בהיותה הקרן הגדולה ביותר (1.6 מיליארד ל"י בסוף השנה) ובעלת שיעור הגידול הגבוה ביותר — 66 אחוזים במהלך השנה. בדומה להתפתחות בכל קרנות האשראי ליצוא, מאופיינים שלושת החודשים הראשונים של השנה בשיעורי גידול נמוכים, ואף בצמצום היקף האשראי, עם סיום הקצבת האשראי בסוף "שנת המימון" ותיקון אומדני היצוא; כך ירד היקף האשראי בקרן זו ברביעי הראשון של 1975 ב-6 אחוזים. המתכונת העונתית של השימוש באשראי המכוון מלמדת על התנהגות רציונלית של היצואנים, בהקדימם ככל הניתן שימוש באשראי מוזל. בארבעה החודשים הראשונים של "שנת המימון" (אפריל-יוני), לאחר אישור מכסות המימון החדשות, גדלה יתרת המימון ב-63 אחוזים, ואילו בשארית השנה חל גידול של 6 אחוזים נוספים בלבד. מתכונת זו שונה בתכלית ממתכונת השימוש באשראי מכוון הנקוב או צמוד למטבע חוץ, כקרן משלוחים (ראה להלן), היות והגידול באומדני היצוא מתבטא בקרן הייצור לשם יצוא מיד בתחילת השנה, ואילו בקרן המשלוחים מתפזר הגידול על פני השנה, כהתאם לקצב ביצוע היצוא.

קצב גידולן של הקרנות להון חוזר הואט השנה באופן ניכר, בעיקר בשל הקיפאון ביתרת קרן מילווה המעסיקים, שהיתה מגורמי הגידול העיקריים בשנה שעברה. בניכוי קרן זו, הגיע הגידול בקרנות להון חוזר וליצוא עקיף לכ-38 אחוזים.

3. אשראי מכוון במטבע ישראלי הצמוד למטבע חוץ

במסגרת זו מופעלת בינתיים קרן אחת בלבד, היא הקרן למימון משלוחי יצוא, המספקת ליצואנים, שסחורתם נשלחה ליעדיה, אשראי במטבע ישראלי הצמוד לשער החליפין, והנושא ריבית של 6 אחוזים. יתרת הקרן לסוף השנה הגיעה ל-1.3 מיליארד ל"י, לאחר שגדלה ב-34 אחוזים במשך השנה במונחי דולרים, וב-59 אחוזים במונחי ל"י. מתכונת השימוש באשראי זה מושפעת, בראש וראשונה, מהציפיות לפיחות בטווח הזמן הרלבנטי וכן מגודלם היחסי של

¹ לא כולל אשראי במסגרת קרן משלוחים המופיע בסעיף הבא: "אשראי מכוון במטבע ישראלי צמוד למטבע חוץ".

תמריצי היצוא. כדאיות קבלתה של הלוואה צמודה למטבע חוץ פוחתת ככל שגדלה תוחלת שינוי שער החליפין במשך תקופת האשראי; כן גוררת קבלת האשראי דחיית מועד קבלת תמריצי היצוא. כתוצאה מכך, קשים יחסית תנאי האשראי בקרן זו ומרכיב הסובסידיה בה קטן, ולכן אין היצואנים מנצלים, בדרך כלל, את מלוא פוטנציאל האשראי העומד לרשותם.

ברביע הראשון של שנת 1975 גדלה יתרת האשראי בקרן זו ב-13 אחוזים, לאחר שכמעט ולא נוצלה בתקופה שקדמה לפיחות נובמבר 1974. ואילו משהתחדשו הציפיות לפיחות נוסף, ירד שוב הביקוש לאשראי בקרן, ובתקופה אפריל-יולי הוא גדל בכאחוז אחד בלבד. מאוגוסט גבר הביקוש לאשראי זה, ועד סוף השנה הוא גדל ב-17 אחוזים (למעט הפרשי פיחות). עלייה זו, דווקא בתקופה של פיחותים וזחלים, מעידה אף היא על דחקות פיננסית ששררה בחודשים האחרונים של השנה.

4. אשראי במטבע חוץ

האשראי במטבע חוץ ללווים מקומיים מתחלק לשני סוגים: אשראי מכוון ואשראי מאושר, שהוא אשראי הניתן בתנאים בלתי מועדפים, לפי שיקולים מסחריים של מערכת הבנקאות במסגרת אישורים ספציפיים או כלליים של משרד האוצר. לעתים זוכה הלווה במסגרת זו אף לביטוח כנגד שינויים בשער החליפין במשך תקופת ההלוואה. סך כל האשראי במטבע חוץ הגיע בסוף השנה לכ-7.3 מיליארד ל"י, מהם נועדו כ-1.9 מיליארד ל"י למימון יבוא דלק, דבר שאינו קשור קשר הדוק בפעילות הכלכלית הרגילה. שאר האשראי במטבע חוץ נועד למימון רגיל, לטווח קצר, והשלכותיו על הפעילות הכלכלית דומות לאלה של האשראי במטבע ישראלי.

האשראי המכוון ניתן בעיקר ליבוא חומרי גלם ליצוא במסגרת קרן-היהלומים והקרן ליבוא לשם יצוא; נוסף על כך קיים נכיון משנה מיוחד למטרות ספציפיות. האשראי במסגרת הקרנות גדל במהלך השנה ב-27 אחוזים במונחי דולרים (לעומת 19 אחוזים אשתקד), והגיע להיקף של כ-2.1 מיליארד ל"י; מזה הסתכמה קרן היהלומים ב-1.8 מיליארד ל"י, והקרן ליבוא לשם יצוא ב-0.3 מיליארד ל"י. נראה שהחשת קצב גידולן של קרנות אלה קשורה בעליית המחירים העולמיים ואולי גם בשינויים בהיקף מלאי חומרי הגלם המוחזק בארץ. עם זאת יש להסתייג ולומר, כי הסדרי המימון במסגרת קרן היהלומים אינם מבטיחים קשר הדוק בין השינויים בהיקף הפעילות והמלאי הפיזי לבין השינויים בהיקף המימון.

נכיון המשנה מחוץ לקרנות הצטמצם כמעט במהלך השנה, אך עקב העלייה המהירה בשנת 1974, היתה השנה היתרה השנתית הממוצעת גבוהה ב-24 אחוזים מזו של אשתקד.

במסגרת האשראי על-פי אישורים כלליים, ראוי לציין את האשראי למימון היבוא בקונ-סיגנציה, המשמש למימון החזקת מלאי חומרי גלם מיובאים. אשראי זה ניתן במטבע חוץ ובריבית המגיעה עד ל-10 אחוזים, ללא ביטוח שער. כל עוד נמשכה מגמת העלייה במחירי חומרי הגלם בעולם, ובהיעדר ציפיות לפיחות קרוב בשער החליפין של הלירה הישראלית, גדל הביקוש לאשראי זה, והוא התרחב בשיעור של כ-150 אחוזים במחצית הראשונה של השנה. משהשתנו התנאים במחצית השנייה של השנה, עם המעבר לשיטת הפיחותים הזוחלים — שהעלתה את מחיר האשראי ליבואן — והתייצבות מחירי חומרי הגלם בעולם, ירד היקפו של אשראי זה בשיעור של 40 אחוזים, והוא הגיע בסוף השנה ל-950 מיליון ל"י. הצמצום מבטא את הירידה בכדאיות לקיחת אשראי זה, וכן שינוי אדמיניסטרטיבי במדיניות, שעודדה בעבר צבירת מלאי חומרי גלם מיובאים.

כל האשראי במטבע חוץ על-פי אישורים ספציפיים הצטמצם במהלך השנה בכ-4 אחוזים, והגיע בסופה ל-1.5 מיליארד ל"י.

יתרת האשראי לממשלה ממערכת הבנקאות, 1973 עד 1975

(מיליוני ל"י)

יתרות לסוף התקופה	מבנק ישראל		מהמוסדות הבנקאיים			
	האשראי לממשלה ⁴	פיקדונות הממשלה והמוסדות הלאומיים ¹	אשראי נטו מבנק ישראל	אשראי לממשלה בל"י	ניירות ערך ממשלתיים ²	בניכוי פיקדונות הבנקאיים הממשלה ³
	(1)	(2)	(3) = (1) - (2)	(4)	(5)	(6) = (4) + (5) - (7)
1973	5,424	1,871	3,553	624	823	1,370
1974	6,712	457	6,255	886	981	1,639
1975 ינואר	7,063	689	6,374	838	942	1,589
פברואר	7,012	597	6,415	899	978	1,675
מארס	5,285	496	4,789	898	1,064	1,772
אפריל	6,099	588	5,511	990	1,050	1,915
מאי	6,603	626	5,977	996	1,131	2,023
יוני	6,840	538	6,302	924	1,173	1,964
יולי	6,318	655	5,663	753	1,190	1,829
אוגוסט	6,964	570	6,394	772	1,192	1,856
ספטמבר	7,010	513	6,497	856	1,326	2,071
אוקטובר	7,908	503	7,405	818	1,256	1,942
נובמבר	8,161	496	7,665	815	1,246	1,950
דצמבר	7,831	474	7,357	1,138	1,367	2,358

(1) כולל את ההון העצמי של בנק ישראל והיתרה נטו בסעיף "חשבונות אחרים" במאזן הבנק.

(2) למעט שטרי אוצר והמילווה קצר המועד שבידי הבנקים.

(3) כולל פיקדונות הממשלה בל"י, השתתפות הממשלה במקורות קרנות ההון החוזר וההפרש בין פיקדונות הממשלה למתן הלוואות לציבור לבין האשקא מתוך פיקדונות אלה.

(4) כולל זקיפת רווח בנק ישראל מדי חודש. מרווחים אלה כנוכחים הפסדי פחות בסך 185 מיליוני ל"י.

ה מקור : האשראי מבנק ישראל — מאזן בנק ישראל.

האשראי מהמוסדות הבנקאיים — המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים.

ג. האשראי הבנקאי לממשלה¹

האשראי ברוטו לממשלה מבנק ישראל גדל במהלך השנה ב-1.1 מיליארד ל"י, והגיע להיקף מצטבר של 7.8 מיליארד ל"י. מתכונת התפתחות האשראי מבנק ישראל לממשלה על פני השנה מושפעת ממצב הנזילות הכללי של הממשלה, וקשה לקשרה לפעולות ספציפיות. עם זאת, בולטות שתי תופעות על פני השנה : הירידה הניכרת בחוב הממשלה לקראת סוף חודש מארס, שבו חייבת הממשלה לפרוע את כל המקדמות הארעיות לבנק ישראל ; והעלייה בחוב הממשלה בחודש אוקטובר, שבו חל פירעון של איגרות חוב ממשלתיות בהיקף ניכר.

¹ המדובר באשראי לממשלה ממערכת הבנקאות, ולא בהזרמת הממשלה — נושא הנידון בסעיפים קודמים. ההבדל בין שני המושגים נובע בעיקר מפעולות הממשלה במטבע חוץ, מצד אחד, ומלקיחת הלוואות ממקורות אחרים, מצד שני.

בשנת 1975 לא ניתנה לממשלה מקדמה ארוכת מועד, וכל העלייה בחוב הממשלה נבעה מגידול במקדמות הארעיות לטווח קצר. למעשה חל במהלך השנה פירעון חלקי של מקדמות ארוכות מועד משנים עברו, בהיקף של כ-132 מיליון ל"י, ותשלום בגין הפרשי פיצות על החוב שנפרע, בסכום של כ-10 מיליון ל"י.¹ יתרת המקדמות ארוכות המועד הגיעה בסוף השנה לכ-5 מיליארד ל"י, והאשראי הנותר לממשלה, בסך 2.8 מיליארד ל"י, כוללת מקדמות ארעיות ושטרי אוצר.

ראוי להדגיש שמבחינה מוניטרית אין משמעות רבה להיקף האשראי שקיבלה הממשלה מבנק ישראל, כשלעצמו, אלא להיקף הכולל של הזרמת הממשלה — ראה סעיפים 1 ו-2 למעלה (ראה גם פרק כ': פעולות בנק ישראל).

האשראי לממשלה נטו מהמוסדות הבנקאיים גדל במהלך השנה בכ-720 מיליון ל"י. מחצית מסכום זה נובעת מגידול בתיק ניירות הערך הממשלתיים, והמחצית השנייה — מעליית האשראי לממשלה, בכ-250 מיליון ל"י, וירידה בפיקדונות הממשלה, בכ-80 מיליון ל"י. באופן כללי ניתן לומר, שמערכת הבנקאות איננה מספקת אשראי לממשלה מאמצעיה החופשיים, אלא במסגרת השקעות פיננסיות בניירות ערך, מילואות חובה למיניהם והסדרים מיוחדים כדוגמת שטרי אוצר וכדו'. העלייה והתנודות המופיעות בנתוני האשראי לממשלה מקורם בהעברות רישומיות של אשראי מחברות בנות של הבנקים אל הבנקים ובחזרה, מזיכוי הבנקים במענק החוס-כים בתכניות החיסכון, מעבר מאשראי רגיל לרכישת ניירות ערך וכדו'. העלייה באשראי לממשלה בסוף חודש דצמבר נובעת, כמו בשנה שעברה, מהקדמה של יום זיכוי עובדי המדינה בשכר החודשי, במסגרת מאמצי "יפוי מאזנים" מצד הבנקים.

ד. הנכסים במט"ח במערכת הבנקאות

1. נכסים במטבע חוץ בבנק ישראל²

סך כל הנכסים במטבע חוץ בבנק ישראל ירדו במהלך השנה ב-26 מיליון דולר, והגיעו בסוף השנה ל-1,304 מיליון דולר; ההתחייבויות במטבע חוץ גדלו במשך השנה ב-55 מיליון דולר, וכך ירדו הנכסים נטו ב-81 מיליון דולר, והגיעו בסוף התקופה ל-990 מיליון דולר, לעומת 1,071 מיליון דולר בסוף 1974. יש להדגיש, שרכישות מטבע חוץ מצד הציבור מבנק ישראל היו גדולות בהרבה במשך 1975 (ראה סעיף 3א'), אך הירידה בנכסים נטו שהיתה מתארכת בשל כך קווצה ברובה בזכות העברות מטבע חוץ מצד הממשלה, בהיקף של כ-230 מיליון דולר, קבלת הלוואות ממוסדות פיננסיים בינלאומיים, בהיקף של כ-200 מיליון דולר, ורווחים בגין השקעות כספי הרזרבות של בנק ישראל, בהיקף של כ-110 מיליון דולר. ההתפתחויות במרוצת השנה לא היו אחדות: בשלושת החודשים הראשונים של השנה התרחשה עלייה ארעית ועונתית מהירה של הנכסים נטו במטבע חוץ, הנובעת מהמשך השפעותיו של הפיחות הגדול בנובמבר 1974, שבעקבותיו מכר הסקטור הפרטי מטבע חוץ לבנק ישראל. נוסף על כך העבירה הממשלה מצידה סכומים

¹ בחודש דצמבר 1975 שונתה שיטת הוקיפה של הפרשי הצמדה למקדמות ארוכות מועד של הממשלה. לחובת המקדמות ארוכות המועד הצמודות לדולר לא נוקף סכום של כ-700 מיליון ל"י בגין הפרשי הצמדה שנצברו בשנת 1975 ולא שולמו בפועל בידי הממשלה לבנק ישראל. המקדמות ארוכות המועד של הממשלה הצמודות לדולר מוצגות במאזן לפי שער של 6 ל"י לדולר, כפי שהיה בתוקף ב-31 לדצמבר 1974. שינוי זה בא למנוע רישום רווח בלתי ממומש לבנק ישראל, שאם יועבר בסוף השנה לממשלה, תהיה לו השפעה מרחיבה.

² המושג "נכסים במטבע חוץ" שונה מהמושג "יתרות מטבע חוץ": הראשון כולל את כל הנכסים וההתחייבויות כלפי גופים בחוץ-לארץ, ואילו המושג השני כולל בעיקר נכסים והתחייבויות נזילות.

לוח י"ז-10

הנכסים וההתחייבויות במטבע-חוץ במערכת הבנקאות, 1974 ו-1975

(מיליוני דולרים)

סוף התקופה	בנק ישראל				מוסדות בנקאיים			
	נכסים במטבע חוץ ¹	פיקדונות תושבי חוץ ¹ (פת"ח) ²	התחייבויות אחרות ²	נכסים במטבע חוץ ³ בבנק ישראל	נכסים במטבע חוץ ³	פיקדונות תושבי חוץ ⁴ (פת"ח) ⁵	התחייבויות אחרות ⁵	נכסים נטו במט"ח בכלל מערכת הבנקאות
	(1)	(2)	(3)	(4) = (1) — (2) — (3)	(5)	(6)	(7)	(9) = (8) + (4)
1974 דצמבר	1,330	129	130	1,071	1,816	931	1,169	787
1975 ינואר	1,398	125	130	1,143	1,481	907	1,030	687
פברואר	1,543	128	144	1,271	1,430	914	1,057	730
מרס	1,822	133	144	1,545	1,321	902	1,099	865
אפריל	1,736	130	145	1,461	1,282	906	1,059	778
מאי	1,763	135	144	1,484	1,304	904	1,074	810
יוני	1,691	139	161	1,391	1,335	913	1,055	758
יולי	1,527	133	162	1,232	1,403	920	1,025	690
אוגוסט	1,467	135	160	1,172	1,404	925	1,044	607
ספטמבר	1,359	137	161	1,061	1,424	939	1,083	463
אוקטובר	1,394	140	161	1,093	1,435	976	1,099	453
נובמבר	1,353	139	171	1,043	1,416	990	1,125	356
דצמבר	1,304	142	172	990	1,875	1,007	1,651	207

(1) כספי פיקדונות תושבי חוץ, שמפקדים המוסדות הבנקאיים בבנק ישראל.

(2) כולל פיקדונות בנקים זרים והפקדות לזכות קרן המטבע הבינלאומית.

(3) פיקדונות והלוואות לבנקים בחוץ לארץ ומשרדי הבנקים בחוץ לארץ, הלוואות לתושבי חוץ, איגרות חוב ומניות זרות וכזומנים בקופות.

(4) כולל פיקדונות של עולים ותושבים ארעיים, בניכוי פת"ח שהופקד בבנק ישראל.

(5) פיקדונות של בנקים בחו"ל ומשרדי הבנקים בחו"ל.

ה פ ק ו ר : מאזן בנק ישראל ; המאזן ההורשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח

הנכסים הכספיים שבידי הציבור

(מיליוני

העלייה או

ינואר—מארס

היתרה בסוף 1975	היתרה בסוף 1974	היתרה בסוף 1973	השינוי
-----------------------	-----------------------	-----------------------	--------

ה מקורות

בנק ישראל

2,840	7,030	6,428	7,398	1. נכסים נטו במט"ח
-1,466	7,597	6,495	3,793	2. אשראי נטו לממשלה
-47	301	380	354	3. נכיון משנה לסוכנות היהודית
-707	6,223	4,759	1,862	4. נכיון משנה, שחרורים מנזילות והלוואות
40	239	-14	-400	לציבור בל"י ובמט"ח ¹
660	21,390	13,048	13,007	5. פעולות בשוק הפתוח
				6. סך כל מקורות בנק ישראל

ה מוסדות הבנקאיים

-2,377	-5,560	-1,708	56	7. נכסים נטו במט"ח
133	2,358	1,639	1,370	8. אשראי נטו לממשלה בל"י
641	7,072	5,434	4,067	9. אשראי חופשי לציבור בל"י
				10. אשראי מכוון בל"י (למעט נכיון משנה
132	1,294	871	1,102	ושחרורים מנזילות)
				11. אשראי לציבור במט"ח (למעט נכיון משנה
1,250	5,367	3,381	1,733	ושחרורים מנזילות)
-221	10,531	9,617	8,391	12. סך כל המוסדות הבנקאיים
1,451	4,837	1,047	-931	13. גורמים אחרים
1,890	36,758	28,712	20,467	14. סך כל המקורות (14) = (6) + (12) + (13)

הרכיבים

865	10,614	8,722	7,392	15. אמצעי תשלום
1,025	26,144	19,900	13,075	16. פיקדונות פחות נזילים בל"י ובמט"ח ²
1,890	36,758	28,712	20,467	17. סך כל הרכיבים (17) = (15) + (16)
-8	83	162	377	18. יתרת מילווה קצר מועד בידי הציבור ³

(1) אינו כולל נכיון משנה לבנקים.

(2) אינו כולל מילווה קצר מועד.

(3) אינו כולל יתרות בידי המוסדות הבנקאיים.

ה מקור : מאזן בנק ישראל ; המאזן החדשי של המוסדות הבנקאיים ; מינהל מילווה המדינה ; סקירה שבועית של שוקי הכספים וההון.

לפי מקורות ורכיבים, 1973 עד 1975

(ל"י)

הירידה (-) לעומת התקופה הקודמת, 1975							
ינואר-דצמבר		אוקטובר-דצמבר		יולי-ספטמבר		אפריל-יוני	
מזה: הפרשי הפיחות	השינוי	מזה: הפרשי הפיחות	השינוי	מזה: הפרשי הפיחות	השינוי	מזה: הפרשי הפיחות	השינוי
(1,250)	602	(104)	-396	(978)	1,085	(168)	-757
(195)	1,102	(28)	860	(192)	195	(5)	1,513
(50)	-79	(4)	-14	(40)	-9	(6)	-9
(459)	1,464	(46)	472	(370)	1,141	(43)	558
(0)	253	(0)	173	(0)	142	(0)	-102
(1,954)	3,342	(182)	1,095	(1,550)	384	(222)	1,203
(-665)	-3,852	(-70)	-1,369	(-514)	-319	(-81)	213
(0)	719	(0)	287	(0)	107	(0)	192
(0)	1,638	(0)	412	(0)	677	(0)	-92
(0)	432	(0)	19	(0)	166	(0)	106
(827)	1,986	(75)	291	(649)	-35	(103)	480
(162)	914	(5)	-360	(135)	596	(22)	899
(6)	3,790	(11)	1,420	(-4)	800	(-1)	119
(2,122)	8,046	(198)	2,155	(1,681)	1,780	(243)	2,221
(0)	1,892	(0)	321	(0)	239	(0)	467
(2,122)	6,154	(198)	1,834	(1,681)	1,541	(243)	1,754
(2,122)	8,046	(198)	2,155	(1,681)	1,780	(243)	2,221
(0)	-79	(0)	-77	(0)	-37	(0)	43

ניכרים של מטבע חוץ, וכך גדלו הנכסים נטו ברביע הראשון ב-474 מיליון דולר. החל מחודש אפריל, החלו הנכסים במטבע חוץ לרדת בהתמדה, והגיעו, כאמור, בסוף השנה ל-990 מיליון דולר. יש להדגיש שהתנודות בהיקף הנכסים במטבע חוץ אינן מורות בהכרח על ההשלכות המוניטריות שלהן, שכן לא כל הרכישות והמכירות בוצעו תמורת מטבע ישראלי; לבחינת ההבט המוניטרי של התנודות במטבע חוץ, ראה סעיף 3'.

2. נכסים במטבע חוץ במערכת הבנקאות המסחרית¹

במשך השנה החולפת חל גידול ניכר בהתחייבויות נטו של מערכת הבנקאות המסחרית כלפי חוץ לארץ, התפתחות המשקפת את הגדלת הזדקקותו של המשק לשירותי הבנקים המסחריים כדי לקבל מימון מחוץ לארץ.

סך כל התביעות נטו במטבע חוץ של חוץ לארץ כלפי מערכת הבנקאות גדלו ב-499 מיליון דולר, והגיעו בסוף השנה להיקף של 783 מיליון דולר. גידול זה בהתחייבויות נטו כלפי חוץ לארץ נובע מעלייה מהירה בהתחייבויות, ללא עלייה מקבילה בנכסים, שהוא ביטוי לנטילת אשראי במטבע חוץ בחוץ לארץ לשם הענקתו לגופים ישראליים.

בבחינת מקבלי אשראי זה נמצא, שמכלל גידול של כ-500 מיליון דולר באשראי למשק, מהווה הגידול באשראי לממשלה כ-250 מיליון דולר, והגידול באשראי לשאר היחידות הכלכליות במשק (כולל סקטור פרטי, מלכ"ר ורשויות מקומיות) כ-250 מיליון דולר. עובדה זו היא בעלת השלכות חשובות הן בניתוח רזרבות מטבע החוץ של כלל מערכת הבנקאות, והן בניתוח היקף האשראי שהועמד לרשות היחידות הכלכליות במשק. נראה שאין להבחין הבחנת יתר בין השפעתו הכלכלית של האשראי במטבע ישראלי לבין זו של האשראי במטבע חוץ, שכן מחד גיסא, ניתן לממן פעילות בתחום מאון התשלומים גם באשראי במטבע ישראלי, ומאידך גיסא, עשוי אשראי במטבע חוץ לממן פעילות מקומית באמצעות המרה או מימון יבוא. ראוי להדגיש, שמתן אשראי במטבע חוץ בהיקף נכבד לגופים מקומיים החל כבר במשך 1974, שבראשיתה היו למערכת הבנקאות תביעות נטו כלפי חוץ-לארץ בסכום של 13 מיליון דולר, ואילו בסופה היו התחייבויות נטו בהיקף 284 מיליון דולר.

יצוין כי מצב, בו עולות התחייבויות מערכת הבנקאות כלפי חוץ לארץ על תביעותיו, אין פירושו קיום גירעון של מערכת הבנקאות המסחרית עצמה, ובוודאי לא גירעון במאון ההצמדה שלה (ראה סעיף 5). משמעות הדבר היא גירעון כלפי חוץ לארץ בלבד, המתאון מבחינת מערכת הבנקאות בעודף תביעות במטבע חוץ כלפי יחידות בתוך המשק.

רוב הירידה בנכסים נטו במטבע חוץ אירעה ברביע הראשון של השנה, בו חלה עלייה ניכרת ברזרבות בנק ישראל, ולפיכך גדלו הנכסים נטו במטבע חוץ בכלל מערכת הבנקאות בתקופה זו ב-78 מיליון דולר בלבד. היחידות הכלכליות במשק כמעט שלא נזקקו בהמשך השנה למימון במטבע חוץ, ובמיוחד במחציתה השנייה, לאור העלייה הניכרת במחיר האשראי במטבע חוץ, יחסית למחיר האשראי במטבע ישראלי. בחודש האחרון של השנה גדלו ההתחייבויות נטו ב-84 מיליון דולר, תוך כדי עלייה ניכרת בנכסים ובהתחייבויות כאחד, אך הדבר אירע במסגרת "ייפוי מאזנים" לקראת סוף השנה.

¹ כולל את מאון התביעות של מערכת הבנקאות המסחרית כלפי חוץ-לארץ, ולא את מאון מטבע החוץ של מערכת הבנקאות עצמה.

לוח י"ז-12

אמצעי התשלום ואחוז המזומנים באמצעי התשלום לפי חודשים, 1974 ו-1975

סוף התקופה	מזומנים		פיקדונות עובר ושב		כלל אמצעי התשלום		כלל אמצעי התשלום בנכוי עונתיות		משקל המזומנים באמצעי התשלום	
	סך הכול	העלייה או הירידה (—) לעומת סוף החודש הקודם	סך הכול	העלייה או הירידה (—) לעומת סוף החודש הקודם	סך הכול	העלייה או הירידה (—) לעומת סוף החודש הקודם	סך הכול	העלייה או הירידה (—) לעומת סוף החודש הקודם	נתונים מקוריים	נתונים
	(ל"י)	(אחוזים)	(ל"י)	(אחוזים)	(ל"י)	(אחוזים)	(ל"י)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)
1974	3,175	1.9	5,549	6.8	8,722	5.0	8,740	4.0	36.3	
ינואר 1975	3,242	2.2	5,560	0.2	8,802	0.9	8,927	2.1	36.8	
פברואר	3,467	6.9	5,864	5.5	9,331	6.0	9,570	7.2	37.2	
מארס	3,661	5.6	5,926	1.1	9,587	2.7	9,568	0.0	38.2	
אפריל	3,687	0.7	5,947	0.4	9,634	0.5	9,740	1.8	38.3	
מאי	3,672	-0.4	6,168	3.7	9,840	2.1	9,929	1.9	37.3	
יוני	3,691	0.5	6,363	3.2	10,054	2.2	9,973	0.4	36.9	
יולי	3,726	0.9	6,114	-3.9	9,840	-2.1	9,811	-1.6	38.2	
אוגוסט	3,931	5.5	6,352	3.9	10,283	4.5	10,355	5.5	38.2	
ספטמבר	3,930	0.0	6,363	0.2	10,293	0.1	10,091	-2.5	38.2	
אוקטובר	3,960	0.8	6,451	1.3	10,411	1.1	10,380	2.9	38.0	
נובמבר	3,876	-2.1	6,388	-1.0	10,265	-1.4	10,172	-2.0	37.8	
דצמבר	3,970	2.4	6,644	4.0	10,614	3.4	10,355	1.8	37.4	

ה מקור : המפקח על הבנקים, המסטיסטיקה החודשית של הבנקאות הבנקאיים.

לוח י"ז-13
הנכסים הכספיים האחרים שבידי הציבור, 1973 עד 1975
(מיליוני ל"י)

יתרות לסוף התקופה	פיקדונות לזמן קצוב במט"י (1)	יתרת המילווה קצר המועד שבידי הציבור (2)	נכסים נושאי תשואה שאינם צמודים (3)=(1)+(2)	פיקדונות במסגרת תכניות חיסכון מאושרות ¹ (4)	פיקדונות צמודים לטווח ארוך (5)	פיקדונות התחייבויות במט"י (6)	פיקדונות פז"ק פז"ק (7)	פיקדונות נקובים ומוגבלים ² חשבוניות תמ"מ (8)	פיקדונות אחרים ³ (9)	פיקדונות חופשיים וכבולים ^{2,4} (10)	סך הכול (11)
1973	3,825	377	4,202	2,437	0	88	2,960	1,781	1,269	705	13,452
1974	3,601	162	3,763	4,734	0	108	5,177	3,138	1,879	1,314	20,113
1975	3,617	177	3,794	4,965	0	122	5,162	3,228	1,982	1,262	20,515
ינואר	3,657	173	3,830	5,233	0	128	5,513	3,353	1,828	1,175	21,060
פברואר	3,550	154	3,704	5,618	0	122	5,464	3,345	1,860	1,056	21,169
מרס	3,632	187	3,819	5,860	0	135	5,379	3,343	1,877	1,050	21,462
אפריל	3,630	200	3,830	6,177	0	123	5,514	3,398	1,892	1,153	22,086
מאי	3,579	197	3,776	6,671	0	146	5,686	3,495	2,030	1,162	22,966
יוני	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(111)	(69)	(39)	(24)	(243)
הפרשי פחות	3,548	192	3,740	6,830	18	119	5,308	3,193	2,006	1,193	22,407
יולי	3,615	182	3,797	6,964	26	131	5,420	3,259	2,115	1,220	22,932
אוגוסט	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(103)	(63)	(41)	(23)	(230)
הפרשי פחות	3,644	160	3,804	7,188	25	128	5,939	3,609	2,424	1,352	24,470
ספטמבר	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(616)	(396)	(290)	(149)	(1,451)
הפרשי פחות	3,604	134	3,738	7,427	40	124	6,214	3,792	2,568	1,359	25,262
אוקטובר	3,560	106	3,666	7,626	53	111	6,194	3,781	2,636	1,462	25,529
נובמבר	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(88)	(54)	(37)	(19)	(198)
הפרשי פחות	3,561	83	3,644	7,915	56	125	6,312	3,879	2,646	1,650	26,227
דצמבר											

(1) פיקדונות אלה נושאים הפרשי הצמדה אשר אינם כלולים כאן. הפרשים אלה הגיעו בסוף 1975 ל-4.6 מיליארד ל"י. היתרות בלוח זה כוללות כ-2.8 אחוזים פיקדונות צמודים לזמן קצוב וכן את מענק האוצר לחוסכים (203 מיליון ל"י בסוף 1974 — ו-433 מיליון ל"י ב-1975).

(2) כולל הפרשי שער בגין שינויים במחירים היחסיים של מטבעות זרים.

(3) כולל פז"ק אחרים, נת"ד, חנ"י, פיקדונות במט"ח של בנקים למשכנתאות והשקעות וסכומים שטרם מויינו.

(4) כולל פמ"ז זמני, הא"י ופיקדונות כבולים.

המקור: המילוח קצר המועד: בנק ישראל, מינהל מילוח המדינה: סקירה שבועית על שוקי הכספים וההון.

שאר הנתונים: המאזן החודשי של הבספרות הבנקאיים.

א. אמצעי התשלום

במרוצת 1975 עלו אמצעי התשלום בכ-1.9 מיליארד ל"י, שהם 21.6 אחוזים, והגיעו ל-10.6 מיליארד ל"י, לעומת גידול בשיעור של 18 אחוזים אשתקד. בממוצע שנתי היו השנה אמצעי התשלום גבוהים בכ-31 אחוזים מעל רמתם ב-1974, לעומת 20 אחוזים אשתקד. עיקר הגידול באמצעי התשלום התרכז במחצית הראשונה של השנה, שבה הם גדלו ב-15.2 אחוזים, ואילו במהלך המחצית השנייה הם גדלו ב-5.5 אחוזים בלבד. נראה שעיקר השינוי בביקוש להחזקת אמצעי תשלום קשור בשינויים בהיקף הנומינלי של הפעילות הכלכלית, כלומר התאמת שיעור הנזילות, שהיחידות הכלכליות מבקשות להחזיק, להיקף הפעילות, תוך התחשבות בציפיות לעליית מחירים ושינויים בהרכב הנכסים הכספיים של הציבור. סך כל השימושים, במחירים שוטפים, עלו השנה ב-39 אחוזים, וגם קצב עליית המחירים התמתן במידה ניכרת יחסית לאשתקד, ולפיכך ניתן היה לצפות לעלייה גדולה יותר מ-31 אחוזים באמצעי התשלום בממוצע שנתי, מבחינת צורכי החזקת נזילות לביצוע העסקות; ברם, לנוכח התגברות הביקוש לנכסים צמודים, ובעיקר לכאלה הנקובים במטבע חוץ, קטן הביקוש לאמצעי התשלום. תופעה זו בלטה עם המעבר לשיטת הפיחותים הזוחלים ביוני והתחדשות רכישות נרחבות של מטבע חוץ. גם העלייה הניכרת בשיעורי הריבית הריאליים חיוקה את מגמת החיסכון בהחזקת אמצעי תשלום. כך גדלו אמצעי התשלום במחצית הראשונה של השנה בקצב שנתי של כ-30 אחוזים (מנוכה עונתיות), ואילו במחצית השנייה — בקצב שנתי של כ-8 אחוזים בלבד. מתכונת זו של התפתחות על פני השנה מנוגדת לזו של השנה שעברה, שבה ירדו אמצעי התשלום (מנוכי העונתיות) במחצית הראשונה של השנה, וגדלו במחצית השנייה בקצב שנתי של 46 אחוזים, בשל מגמה מנוגדת של ביקוש לנכסים במטבע חוץ.

כתוצאה מפעולת כוחות אלה, ירדה גם השנה היתרה הריאלית של אמצעי התשלום במשק. במהלך השנה גדלו אמצעי התשלום ב-21.6 אחוזים, שעה שהמחירים עלו ב-23.5 אחוזים, ובממוצע שנתי היתה הירידה חריפה אף יותר: אמצעי התשלום גדלו ב-31 אחוזים ואילו רמת המחירים עלתה ב-39 אחוזים. עם זאת יש לציין, שירידת אמצעי התשלום הריאליים השנה, בכ-6 אחוזים, בממוצע שנתי, היתה נמוכה מזו של אשתקד (כ-14 אחוזים). ירידת רמת אמצעי התשלום הריאליים במשך השנתיים האחרונות הינה תופעה חדשה במשק הישראלי. בכל אחת משלוש השנים 1971—1973, עלתה היתרה השנתית הממוצעת של אמצעי התשלום הריאליים, ובסך הכל הם גדלו בתקופה זו ב-31.5 אחוזים; בשנתיים האחרונות ירדה היתרה השנתית הממוצעת בכ-19 אחוזים (על המשמעות הכלכלית של תופעה זו — ראה סעיף 1 לעיל).

משקל המזומנים בכלל אמצעי התשלום ירד במעט השנה, בממוצע שנתי, והגיע ל-37.7 אחוזים, לעומת 38.0 אחוזים אשתקד, תוך יציבות רבה יחסית במהלך השנה. יציבות זו בהרכב אמצעי התשלום משמעה, שהשנה לא נבעו מכיוון זה שינויים במכפיל יצירת האשראי ואמצעי התשלום.

ב. הנכסים הכספיים האחרים שבידי הציבור

במשך השנה עלו הנכסים הכספיים האחרים שבידי הציבור (פיקדונות לזמן קצוב בל"י, המילווה קצר המועד, פיקדונות במטבע חוץ ותכניות חיסכון בנקאיות), למעט שיעורן, ב-19.8 אחוזים. נוסף על כך נזקפו לזכות בעלי הנכסים הללו הפרשי הצמדה בגין עליית מדד המחירים ושינוי שער החליפין של הל"י, ולכן עלה סך כל ערכם המשווער של נכסים אלה ב-36 אחוזים, והגיע ל-30.8 מיליארד ל"י.

קבוצת נכסים כספיים זו הינה מגוונת ביותר מבחינת מהות הנכסים ומידת החופש שבכ"י שחם, ולכן כיווני ההתפתחות של רכיביה לא היו אחידים על פני השנה. הביקוש לנכסים הכספיים שאינם צמודים המשיך לרדת גם השנה, ויתרתם ירדה בכ-3 אחוזים; הביקוש להחזקת פיקדונות במסגרת תכניות החיסכון הבנקאיות נמשך והתרחב ויתרת ההפקדות (ללא הפרשי שיערוך) גדלה בכ-67 אחוזים. הפיקדונות השונים במטבע חוץ לא גדלו כמעט השנה, למעט הצטברות הפרשי פחות, אך הדבר מבטא, במידה רבה, את המגבלות האדמיניסטרטיביות הכרוכות ברכישתם ובהחזקתם, ואינו נובע משיקולים של בניית תיק נכסים אופטימלי של כלל הציבור.

1. חשבונות פז"ק ותמ"מ

מתכונת ההתנהגות של מקבלי הפיצויים השוטפים ובעלי הפיקדונות הוותיקים הושפעה ממספר גורמים, והעיקריים שבהם הם היקף תקבולי הפיצויים, התנודות בשערי המטבעות בעולם והמעבר לשיטת הפיחותים הזוחלים. תקבולי הפיצויים מגרמניה גדלו מ-245 מיליון דולר (1,320 מיליון ל"י) ב-1974 ל-340 מיליון דולר (2,283 מיליון ל"י) השנה, ונוסף על כך הגיעו תקבולי הריבית בגין הפיקדונות הקיימים ל-460 מיליון ל"י. לזכות בעלי החשבונות נזקפו אף הפרשים בגין הפיחותים של הל"י בסך של כ-1.5 מיליארד ל"י, אך הירידה בערכו של המרק הגרמני ושאר השינויים בשערי החליפין של המטבעות השונים הביאו לבעלי הפיקדונות הפסד של כ-700 מיליון ל"י. סך כל הגידול הפוטנציאלי בפיקדונות הגיע, אם כן, לכ-3,500 מיליון ל"י¹.

לעומת גידול פוטנציאלי זה, הגיע הגידול בפועל בפיקדונות ל-1,876 מיליון ל"י בלבד. ההפרש, בסך 1,640 מיליון ל"י, הומר בידי בעלי הפיקדונות למטבע ישראלי, הן באמצעות המרה ישירה בבנק ישראל והן כמכירת מטבע חוץ לשוק הנת"ד. שיעור ההמרה יחסית להכנסה השוטפת (תקבולי פיצויים וזקיפת ריבית) ירד מ-71 אחוזים בשנה שעברה ל-60 אחוזים השנה, אך שיעור ההמרה יחסית לסך כל השינוי בתיק הנכסים (כולל הפרשי פחות ושערים) הוכפל השנה, מ-24 אחוזים ל-47 אחוזים. נראה שעלייה זו (וחזרה לרמה של 1973) נובעת מההתנהגות בתקופת הציפיה לפני פחות נובמבר 1974 שאז היה שיעור ההמרה נמוך במיוחד.

גם השנה לא התפוצצה "הפצצה המוניטרית", דהיינו המרתם של הפיקדונות הנקובים והמגובלים (כולל מקבלי פיצויים) למטבע ישראלי. פיקדונות אלה הולכים וגדלים מדי שנה, והגיעו בסוף 1975 להיקף של 12.8 מיליארד ל"י. למעשה, ההסתברות להתפוצצותה של "פצצה" זו ירדה עם המעבר לשיטת הפיחותים הזוחלים, שכן תוחלת הרווח, ובמיוחד לתקופות קצרות, גדלה, תוך ירידה ברמת אי-הוודאות. עם זאת, נותרה הבעיה הנובעת מהיעדר האפשרות לסחור בנכס זה, דבר הקושר את המשך הביקוש להחזקתו בידי קבוצות אוכלוסייה מיוחדות בעלות גיל גבוה בהרבה מהממוצע של משקי הבית המחזיקים בנכסים פיננסיים. (הכוונה בעיקר לפז"ק הפיצויים והתמ"מ).

מתכונת ההמרה במהלך השנה מתאימה למתכונת הכללית של הציפיות לשינוי שער החליפין של הל"י, ומכאן למתכונת הביקוש להחזקת נכסים במטבע חוץ. ביקוש זה היה נמוך יחסית בחודשים הראשונים של השנה, והלך וגבר במחצית השנייה של השנה.

2. נכסים כספיים שאינם צמודים

שנת 1975 הינה השנה השלישית ברציפות, שבה מתרחשת ירידה ביתרת הנכסים הכספיים הבלתי צמודים (הפיקדונות לזמן קצוב והמלווה קצר המועד) שבידי הציבור.

¹ בהתאם לשערי החליפין ששררו במועדי הויכוי של החשבונות במהלך השנה.

אומדן המרדת למטבען ישראלית מכספי פז"ק-פיצויים ותמ"מ, 1973 עד 1975
(מיליוני ל"ר)

שיעור המרה ב' (6):(1+2) ^{3,1} (8)=	שיעור המרה א' (6):(4) ² (7)=	המרות לל"ר (4)-(5) (6)=	הגידול בפועל (5)	סך כל העלייה בכוח (1)+(2)+(3) (4)=	הפרשי שערים ופיחות (3)	זקיפת ריבית על פז"ק ותמ"מ (2)	תקבולי פיצויים אישיים (1)	
(אחרים)								
63	42	841	1,164	2,005	665	238	1,102	1973
71	24	1,138	3,564	4,702	3,092	290	1,320	1974
60	47	1,664	1,876	3,540	797	460	2,283	1975
85	42	173	236	409	206	41	162	1975 ינואר
59	32	147	315	462	214	49	199	פברואר
51	163	147	-57	90	-200	59	231	מארס
86	171	209	-87	122	-120	28	214	אפריל
54	38	118	190	308	91	38	179	מאי
59	35	145	269	414	167	36	211	יוני
69	-23	126	-682	-556	-738	25	157	יולי
88	43	137	180	317	161	25	131	אוגוסט
40	10	97	869	966	727	42	197	ספטמבר
56	20	112	458	570	369	41	160	אוקטובר
57	140	109	-31	78	-114	27	165	נובמבר
44	40	144	216	360	34	49	277	דצמבר

- (1) הנתונים מתייחסים לפז"ק-פיצויים ותמ"מ בלבד, ואינם מבטאים את השינוי בפז"ק ובפיקדונות אחרים שאינם של מקבלי פיצויים אישיים.
- (2) שיעור המרה א' - מחושב בהנחה, שמקבלי הפיצויים מתייחסים להכנסות בגין הפרשי שערים בין מטבעות זרים כשם שהם מתייחסים לתקבולי פיצויים וריבית.
- (3) שיעור המרה ב' - מחושב בהנחה, שמקבלי הפיצויים אינם מתייחסים להכנסות בגין הפרשי שערים בין מטבעות זרים כשם שהם מתייחסים לתקבולי הפיצויים והריבית, אלא כאל רווחי הון על הפיקדונות.
- ה מקור : תקבולי פיצויים אישיים והפרשי שערים ופיחות : משרד האוצר, אגף מטבע חוץ.
ריבית על פז"ק ותמ"מ : מאזן כנק ישראל.
הגידול בפועל : המאזן החורשי של המוסדות הבנקאיים.

לגבי תיק הנכסים הכספיים של משקי הבית, מבטאת תופעה זו את התפשטות הרתיעה מהחזקת נכסים פיננסיים בלתי צמודים בתקופה של עליית מחירים מהירה ומשתנה, כאשר שיעור הריבית הנומינלי אינו מתאים את עצמו לשינויים בקצב האינפלציה. לגבי פעולתה של המערכת הבנקאית, יש לעובדה זו השלכות חשובות נוספות, ובעיקר העובדה שהפיקדונות לזמן קצוב, שהיו במשך שנים רבות המקור העיקרי ל"כסף כבד" למתן אשראי חופשי ולשימושים אחרים,

חדלו מלמלא תפקיד זה. קשה לקבוע אם ניתן היה להגדיל גיוס פיקדונות לזמן קצוב בסדר גודל מהותי על-ידי התאמת שיעורי הריבית של הפיקדונות לקצב המשתנה של עליית המחירים. המוסדות הבנקאיים נמנעו מלעשות זאת, והעדיפו להסתפק בקיום מסגרת הפיקדונות הקיימת תוך כדי יצירת מסגרת נוספת לקבלת פיקדונות בלתי צמודים, שבה שילמו שיעורי ריבית גבוהים יותר (ראה להלן הסכמי "הרכישה החוזרת"). בדרך זו הקטינו את המחיר השולי של גיוס פיקדונות חדשים ויצרו שתי מסגרות; האחת למפקדים "הרגילים", שבה שיעור הריבית נמוך, והשנייה למפקדים המתוחכמים, שבה שילמו ריבית גבוהה יותר. אין בנמצא בדיקה ישירה של זהות המפקדים "הרגילים", אך ממעקב אחר נתוני היתרה והחובים לפיקדונות אלה, נראה שאוכלוסייה זו הינה יציבה למדי; מרבית המפקדים חוזרים ומפקדים את כספם במסגרת זו משנסיימה תקופת הפיקדון, אך מפקדים חדשים כמעט שאינם מצטרפים למסגרת.

בשנים האחרונות התפתחה מסגרת חדשה של תיווך בנקאי, שנועדה לאפשר שערי ריבית גבוהים יותר למפקדים גדולים; הכוונה להסכמי "הרכישה החוזרת", שאיפשרו לבנקים לשלם שיעורי ריבית שונים למפקדים השונים במסגרת פיקדונות לזמן קצוב, לפי כוח המיקוח שלהם והאלטרנטיבות שעמדו לרשותם. במסגרת הסדר זה, היה הבנק המסחרי מגיע להסכם עם המפקד (בדרך כלל מפקד גדול) לגבי תקופת ההפקדה של הפיקדון ולגבי שיעור הריבית, שהיה לרוב גבוה משיעור הריבית על הפיקדונות הרגילים. הפקדת הפיקדון מצד הלקוח היתה לובשת צורה משפטית של רכישת ניירות ערך בידי הלקוח מהבנק, ובמקביל נחתם הסכם בדבר מועד המכירה החוזרת והמחיר שישלם הבנק תמורת רכישת חוזרת של ניירות הערך. למעשה, נועד הסדר זה לאפשר קבלת פיקדון לזמן קצוב תוך עקיפת הוראות הנזילות, יתר גמישות בתקופת ההפקדה, ותוך תשלום ריבית גבוהה, יחסית, בלי שהדבר ישפיע על שער הריבית "הרגיל" המשולם על פיקדונות לזמן קצוב; כנראה שהיו לו גם יתרונות מסויימים בתחומי המסים. הסדר זה נפסק לגבי מפקדים חדשים בסוף 1975, שעה שבנק ישראל הטיל חובת דיווח ונזילות על הסדרים מסוג זה.

אין בנמצא נתונים מהימנים על היקף עסקות "הרכישה החוזרת" בכלל מערכת הבנקאות, אבל אומדנים זהירים מצביעים על היקף של כ-600 עד 700 מיליון ל"י במשך השנה. יש להוסיף סכום זה לנתונים בדבר הנכסים הכספיים הבלתי צמודים של הציבור, כדי שתתקבל תמונה נכונה של נכסים אלה. לקראת סוף השנה, עם הטלת חובת הנזילות והדיווח, חלה ירידה דרסטית בהיקף עסקות אלה, ויתרתן הגיעה בסוף השנה ל-170 מיליון ל"י בלבד. התפתחות הסדר "הרכישה החוזרת" תומכת בטענה, שגם בתקופת אינפלציה אפשר לשווק נכסים פיננסיים בלתי צמודים למשקיעים מתוחכמים, אם מתאימים את שיעור הריבית לציפיות האינפלציה ואת תקופת ההפקדה לצרכי המפקד.

הפיקדונות הרגילים לזמן קצוב ירדו במהלך השנה בכ-40 מיליון ל"י, והגיעו ל-3,560 מיליון ל"י בסוף 1975.

התפתחותו של המילווה קצר המועד מורה אף היא על ההשפעה של היעדר התאמת שיעור הריבית להתפתחות במשק בכלל ובשווק הכספיים בפרט. בחודשים הראשונים של השנה היתה יתרת המילווה שבידי הציבור יציבה (כ-170 מיליון ל"י), היא עלתה עד ל-200 מיליון ל"י בחודש מאי, בעקבות העלאת שיעור התשואה באחוז אחד בחודש אפריל, ומאז החלה לרדת, ועמדה בסוף השנה על כ-80 מיליון ל"י. במצב זה אין לצפות, שהמילווה קצר המועד ישמש ככלי יעיל בידי מנהלי המדיניות המוניטרית, והוא נותר כמסגרת המצפה לימים טובים יותר. ראוי לציין, שמבחינת תכונותיו כנכס פיננסי, עדיף המילווה קצר המועד על הפיקדון לזמן קצוב, והעובדה שהחזקת הפיקדונות לזמן קצוב בידי הציבור גדולה פי 40 לערך מהחזקת המילווה קצר המועד, משמשת הוכחה נוספת ליכולת השיווק וההשפעה של הבנקים על הרכב תיק הנכסים הפיננסיים של משקי הבית.

בשנת 1975 המשיכו ההפקדות במסגרת תכניות החיסכון המאושרות לגדול בקצב מהיר; יתרת ההפקדות במסגרת זו גדלה במהלך השנה בכ-3.2 מיליארד ל"י, שהם כ-67 אחוזים, ויתרת הנכסים (כולל הצטברות הפרשי הצמדה) הגיעה להיקף של כ-12.5 מיליארד ל"י. ההיקף הנכבד מעלה נכס זה לצמרת רשימת הנכסים הכספיים של משקי הבית; רק הזכויות בקופות הפנסיה והתגמולים (שהם נכסים פיננסיים לטווח ארוך מאד, ואופיים שונה) עולים עליהם בגודלם. קצב הגידול המהיר של תכניות החיסכון נמשך למעשה מאז 1973, עת נפתחה מסגרת ההפקדה של תכנית "4000" (שהפכה במשך הזמן לתכנית "10,000"). ברוב 18 השנים שקדמו לכך היוו תכניות החיסכון רכיב זוטרי יחסית בתיק הנכסים של משקי הבית.

הצלחתן הרבה של תכניות החיסכון הבנקאיות בשנים האחרונות נובעת משתי סיבות עיקריות: ראשית, פשטותה של ההפקדה בתכניות החיסכון כפיקדון בנקאי מוכר, שאינו דומה להשקעה בניירות ערך, קרנות נאמנות וכדו' המחייבים הכרת השוק ומעקב אחר ההתפתחויות בו; הדבר חשוב לגבי משקי-בית בלתי מתוחכמים מבחינה פיננסית. שנית, הבנקים המסחריים הפעילו מערכת שכנוע עקבית, בעוצמה רבה, על ציבור הלקוחות, כדי להפנותו לכלי פיננסי זה, המשתלם לבנקים יותר מאפיקי חיסכון אחרים: תוך כדי כך גייסה מערכת הבנקאות גם תמיכה כספית מיוחדת מצד האוצר בצורת מענק. בניתוח אובייקטיבי של כלל האלטרנטיבות להשקעה פיננסית במשק, דומה שתכניות החיסכון לא היו זוכות לדירוג גבוה בקבוצת הנכסים האופטימליים להשקעה, בעיקר בשל מידת הנוזילות הנמוכה של ההשקעה, חיסרון שאינו מתאזן ביתרונות של תשואה. מכאן שההצלחה הגדולה שהיתה לתכניות החיסכון נובעת בעיקרה מאי-שכלולו של שוק החוסכים, בצד תרומתה של מערכת הבנקאות לכך באמצעות מסע נרחב של שכנוע להעדפת השקעה זו על פני השקעה ישירה באיגרות חוב¹. במשך השנה האחרונה, למשל, שימשו שמועות על הרעות אפשריות בתנאי ההשקעה הישירה בבורסה לניירות ערך, כדי להניע משקי-בית לעבור מהחזקה ישירה של איגרות חוב לתכנית חיסכון. יש לציין, שהאוצר מעודד את ההפקדה בתכניות החיסכון במתן תמריצים כספיים מיוחדים למפקידים במסגרת זו, מעבר לתשואה המשתלמת לחוסכים המפנים את חיסכוןם ישירות לאיגרות חוב ממשלתיות; למרות זאת, עדיפה עדיין, מבחינת הפרט, השקעה ישירה באיגרות חוב צמודות על השקעה עקיפה בהן באמצעות תכניות החיסכון. הצידיק למתן עידוד מיוחד לתכניות החיסכון הבנקאיות הוא בכך, שנוזילותו הנמוכה, יחסית, הינה יתרון מבחינת המשק הלאומי. העידוד ניתן מאז תחילת תכנית "4000", והוא גדל לקראת סוף השנה הנוכחית, עם הרפורמה בשוק ההון. יחד עם זאת, ראוי לציין, שהתמריץ שנותנת הממשלה אינו מתבטא בעליית התשואה בתכניות החיסכון מעבר לזו שבאיגרות החוב, ולכן אין כאן עידוד של ממש לרכישת נכס פיננסי בלתי נוזיל. במסגרת הרפורמה בשוק ההון פחתה הצמדת איגרות החוב הנמכרות ישירות לציבור ל-90 אחוז, בעוד שאיגרות החוב הנמכרות לתכניות החיסכון זוכות עדיין להצמדה מלאה של 100 אחוזים. במצב זה, שופר מעמדן של תכניות החיסכון יחסית לאיגרות החוב.

בחודש יולי 1975 נוצרה מסגרת חדשה לקבלת פיקדונות צמודים לטווח בינוני: פיקדונות שמעל לחצי מיליון ל"י, המופקדים לתקופה של שנתיים וחצי ומעלה, פיקדונות אלה יהיו חייבים בנוזילות קטנה מזו של פיקדונות לזמן קצוב, 15 אחוזים ומיליות מדינה צמודים וסחירים בבורסה נחשבים כנכס נוזיל. המסגרת החדשה נוצרה כדי לאפשר הבחנה בין פיקדונות למתן הלוואות לטווח בינוני (שאינם חייבים בנוזילות) לבין פיקדונות רגילים לטווח בינוני.

¹ יש לציין שתכניות החיסכון הינן המסגרת הבנקאית הנוכה למירב הפרסומת באמצעי התקשורת למיניהם.

לוח י"ז-15

נכסים והתחייבויות של המוסדות הבנקאיים, 1974 ו-1975
(מיליוני ל"י)

יתרות בסוף השנה	1974			1975		
	מטבע ישראלי	הפרשי הצמדה למדד המחירים	מטבע חוץ	מטבע ישראלי	הפרשי הצמדה למדד המחירים	מטבע חוץ
נ כ ס י ם						
נכסים נזילים בבנק ישראל בל"י ²	3,716	—	—	3,254	—	—
פיקדונות מטבע חוץ בבנק ישראל	—	—	10,306	—	—	12,878
הלוואות לחו"ל ופיקדונות בחו"ל	—	—	10,725	—	—	13,311
אשראי חופשי	5,434	127	—	7,072	260	—
השתתפות באשראי מוכוון	1,898	56	3,422	2,539	89	5,431
אשראי לציבור מפיקדונות מאושרים	5,431	2,714	—	8,006	4,789	—
אשראי לציבור מפיקדונות הממשלה	2,735	38	—	4,248	55	—
ניירות ערך של חברות ומוסדות מקומיים	3,428	1,475	34	5,607	2,734	95
מבנים וציוד	568	—	—	793	—	—
הלוואות לממשלה מאמצעי הבנקים	935	375	350	1,187	995	1,625
איגרות חוב ממשלתיות ⁸	982	611	—	1,368	826	—
הלוואות לממשלה מפיקדונות מאושרים	6,056	3,518	1,265	9,254	7,032	2,438
סכומים במעבר ופיקדונות של מוסדות בנקאיים	565	189	805	612	225	1,227
חשבונות אחרים	2,407	30	399	2,989	117	483
חשבונות שונים ⁶	⁹² 2,278	⁹² 22	¹⁰² 5,535	⁹³ 4,434	⁹¹ 40	¹⁰³ 5,500
חשבונות מקבילים ⁷	2,719	58	4,202	4,371	136	5,827
סך כל הנכסים ¹²	39,152	9,213	34,043	54,734	17,398	46,815
				82,408		118,947

ה ת ח י י ב ו י ו ת

176	16	2,947	161	—	2,099	הון עצמי ושטרי חוב הוניים
18,872	—	—	12,666	—	—	פיקדונות מחו"ל ³
—	1	207	—	1	174	נכיון משנה לבנקים
—	—	6,644	—	—	5,549	פיקדונות עו"ש
—	30	3,561	—	41	3,628	פיקדונות לזמן קצוב
—	4,617	7,915	—	2,507	4,736	תכניות חיסכון
—	—	56	—	—	—	פיקדונות צמודים לטווח ארוך
14,487	—	—	11,518	—	—	פיקדונות במט"ח של תושבים מקומיים
51	12,268	16,736	79	6,618	11,224	פיקדונות מאושרים למתן הלוואות
12	17	4,366	38	13	2,834	פיקדונות הממשלה למתן הלוואות ⁴
1,465	2	197	1,111	2	277	חשבוניות הממשלה ⁵
1,323	296	883	796	161	719	פיקדונות של מוסדות בנקאיים וסכומים במעבר
411	6	3,847	502	30	3,074	חשבוניות אחרים
¹³ 3,463	¹¹ 140	¹¹ 3,601	¹³ 2,516	¹¹ 22	¹¹ 2,333	חשבוניות שונים ⁶
5,827	136	4,371	4,202	28	2,719	חשבוניות מקבילים ⁷
118,947	46,087	17,529	82,408	33,589	9,453	סך כל ההתחייבויות¹²

- (1) סדרה חדשה : המאזן, כפי שמפרסמת מחלקת הפיקוח על הבנקים, מתוקן לצרכי ההגדרות בפרק זה.
 - (2) פיקדונות בליי בבנק ישראל, הנחשבים כנכס נזיל, שטרי אוצר ומומנים בקופות.
 - (3) פיקדונות של בנקים ומשרדי הבנקים בחו"ל, פיקדונות תושבי חוץ, עולים ותושבים ארעיים, בניכוי הפקדות בבנק ישראל.
 - (4) פיקדונות שנוצלו למתן הלוואות.
 - (5) כולל פיקדונות עו"ש, פיקדונות לזמן קצוב ופיקדונות ממשלה למתן הלוואות שלא נוצלו.
 - (6) חשבון זה מבטא את התיקונים, שהוכנסו במאזן עם התאמתו להגדרות האשראי והפיקדונות המופיעות בפרק זה.
 - (7) קיבולים וערבויות ואשראים דוקומנטריים.
 - (8) כולל מילוח קצר מועד.
 - (9) נכיון משנה לציבור במטבע ישראלי (ללא ניכוי הפקדות).
 - (10) נכיון משנה לציבור במטבע חוץ (ללא ניכוי הפקדות), נכיון משנה לסוכנות, ופת"ח שהופקר בבנק ישראל לפי נתוני המוסדות הבנקאיים.
 - (11) כמו ב-(9) בתוספת פיקדונות כנגד התחייבויות, פיקדונות עו"ש של הציבור בבנק החקלאות, והפרש בין פיקדונות הממשלה והסוכנות למתן הלוואות, לפי דו"ח נזילות ולפי המאזן החודשי.
 - (12) השוני בחלוקת סך כל המאזן בין לוח זה לבין נתוני הפיקוח על הבנקים נובע מהתייחסות שונה לנכיון משנה לאשראי לציבור בקרן משלוחים, אשר סווג כאן כאשראי במטבע ישראלי, ולהפקדות קרנות יבוא שסווגו כאן כהפקדות במט"ח.
 - (13) כמו ב-(10), אך הפת"ח — לפי נתוני בנק ישראל.
- ה מ ק ו ר : המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים ; נכיון משנה — מאזן בנק ישראל.

במהלך שנת 1975 גדל המאזן המאוחד של המוסדות הבנקאיים מפעולותיהם בארץ ב־44 אחוזים¹, והגיע בסוף השנה ל־119 מיליארד ל"י. מסכום זה הגיע המאזן במטבע ישראלי ל־73 מיליארד ל"י (כולל הפרשי הצמדה למדד המחירים, בהיקף של כ־17 מיליארד ל"י) ואילו המאזן במטבע חוץ הגיע לכ־46 מיליארד ל"י. עלייה זו משקפת גידול ריאלי של 21 אחוזים בסעיפי מטבע ישראלי, ו־16 אחוזים בסעיפי מטבע חוץ.

בין ההתפתחויות העיקריות בסעיפי המאזן במטבע ישראלי בולטות העלייה בהיקף הפיקדונות המאושרים למתן הלוואות, שגדלו מ־17.8 מיליארד ל"י ל־29 מיליארד ל"י, והעלייה בפיקדונות במסגרת תכניות החיסכון, שגדלו מ־7.2 מיליארד ל"י ל־12.5 מיליארד ל"י — שניהם סוגי פיקדונות שערכם צמוד למדד המחירים לצרכן. כן בולט הגידול בהון העצמי, מ־2.1 מיליארד ל"י ל־3.0 מיליארד ל"י. בצד הנכסים במטבע ישראלי ראוי להדגיש את הירידה בהיקף הנכסים הנזילים בבנק ישראל. מ־3.7 מיליארד ל"י ל־3.3 מיליארד ל"י, כתוצאה מכניסה לגירעונות נזילות גדולים ואת העלייה באשראי לציבור ולממשלה מפיקדונות מאושרים. עלייה זו מבטאת את העברת האשראי של מוסדות כספיים לציבור דרך הבנקים, במסגרת המאמצים להגברת קצב הגידול של מאזני המוסדות הבנקאיים.

בין ההתפתחויות העיקריות בסעיפי הנכסים במטבע החוץ (מעבר להשפעת השיעור הנובעת מפחות המטבע, בשיעור מצטבר של 18.3 אחוזים במהלך השנה) יש לציין את הגידול בהשתתפות המוסדות הבנקאיים במימון האשראי המכוון, ואת הגידול באשראי לממשלה מאמצעי הבנקים ומתוך פיקדונות מאושרים כאחד. בצד ההתחייבויות בולטים הגידול בפיקדונות מחוץ לארץ ומיעוט הגידול בפיקדונות של תושבים מקומיים.

השוואת הנכסים במטבע חוץ עם ההתחייבויות במטבע חוץ במערכת המוסדות הבנקאיים עשויה להציג קירוב למאזן מטבע החוץ של המערכת. ההשוואה מורה כי למערכת יש כיסוי מלא, ואף יותר מזה, של מטבע חוץ. לעומת זאת, אין הנתונים על הצטברות הפרשי הצמדה למדד המחירים יכולים לצייר תמונת קירוב של מאזן ההצמדה למדד המחירים, היות ובעיקרם מבטאים הם הצטברות הפרשי הצמדה שטרם מומשו, ולא את יתרת הנכסים הצמודים למדד המחירים.

¹ לא ניתן להשוות שיעור גידול זה עם שיעור הגידול בשנה שעברה, מאחר שלסוף שנת 1973 אין נתונים כוללים על הפרשי הצמדה למדד המחירים על סעיפי המאזן השונים, ולכן שיעור הגידול בשנת 1974 כלל לא רק גידול מאזני, אלא גם שיפור בכיסוי הדיווח.