

ההתפתחויות העיקריות בשוקי הכספים וההון¹

בשנת 1974 גדל הצע הכסף במידה רבה בעקבות הגידול בהזרמת הממשלה וההרחבה המהירה של האשראי הבנקאי לציבור, בעוד שהשימושים הריאליים במקורות שלרשות המשק עלו בשיעור איטי. השפעה אינפלציונית נוספת, היתה, לירידה בביקוש ליתרות ריאליות של אמצעי תשלום שנבעה מציפיות לעליות מחירים, אך גם זו לא פעלה במלוא עוצמתה להיווצרות ביקושים חזקים בשוקי הסחורות.

סביר להניח, כי האפשרות להשקיע בנכסים נזילים, הצמודים לשער החליפין ולמדד המחירים לצרכן, היתה בשנת 1974, יותר מאשר בשנים קודמות, גורם חשוב להסטת ביקושים משוקי הסחורות, ובכך סייעה למדיניות לריסון ביקושים שהפעילה הממשלה.

ניתוח קשרי הגומלין בין ההתפתחות בשוקי הסחורות והשווקים הפיננסיים מחייב לחלק את השנה לתקופות משנה, שייסקרו במפורט, ככל שיאפשרו זאת הנתונים. לצורך השוואה בחרנו בשלוש תקופות: תקופת הבסיס היא שלוש הרבעים הראשונים של 1973. התקופה הראשונה היא הרביע האחרון של 1973 ושני הרבעים הראשונים של 1974, המאופיינים על-ידי המלחמה ועל-ידי מדיניות מרחיבה המכוונת להחזרת הפעילות הכלכלית לתקנה (מאוקטובר עד לחודשים מארס—אפריל נוהלה מדיניות מרחיבה, ואילו בחודשים מאי ויוני לא נוהלה מדיניות ספיגה אפקטיבית). יש להניח, כי עד סוף הרביע השני של 1974 באו לכלל ביטוי כל ההשפעות המפצות לירידת הצריכה הפרטית, היצוא וההשקעות, שנבעו מהמלחמה ותקופת המחסור באמצעי תובלה, וכן נסתיימו ההליכים הקשורים בבחירות ובהקמת הממשלה. בתקופה השנייה, הכוללת את החצי השני של 1974 ואת הרביע הראשון של 1975, נעלמו כבר השפעות המלחמה, וההתפתחויות בה מבטאות את המדיניות והכוחות הכלכליים, שפעלו בתקופה שלאחר המלחמה.

המדיניות המרחיבה של הממשלה ובנק ישראל הורמה בתקופה הראשונה נזילות רבה למשק. הוצאותיה המקומיות של הממשלה עלו בשיעור מהיר ולא הודבקו בעליית ההכנסות ממסים ומילואות חובה, כך שההזרמה נטו הסתכמה בכ-750 מיליון ל"י ברביע האחרון של 1973 ובכמיליארד ל"י נוספות במחצית הראשונה של 1974 (לשם השוואה נציין כי בסוף ספטמבר 1973 הסתכם בסיס הכסף — המזומנים במחזור והנכסים הנזילים של הבנקים — ב-6,363 מיליון ל"י). יתר על כן, נתונים אלה אינם מבטאים את מלוא הקף הזרמת הנזילות מצד הממשלה, שכן הם כבר מבטאים את הגידול הרב בתקבולי הממשלה בגין מכירת איגרות חוב לציבור. במקביל להזרמה הרבה מצד הממשלה גדל במהירות האשראי הבנקאי לציבור: האשראי החופשי לציבור עלה בין סוף ספטמבר 1973 לסוף יוני 1974 ב-1,400 מיליון ל"י, שהן 33 אחוזים, האשראי המוכוון

¹ בפרק זה ייעשה ניסיון לשלב ולסכם את עיקר התופעות, שעליהן מצביעים הפרקים העוסקים בהתפתחות יות המוניטריות ופיננסיות (פרקים י"ז עד י"ט). מקור מרבית הנתונים המופיעים בפרק זה הוא לוחות הפרקים הללו, ורק חלקם הקטן מוצג בלוחות הפרק.

התפתחות היתרות הריאליות של אמצעי התשלום מזומנים ופיקדונות עובר ושכ

1973 עד הרביע הראשון של 1975

העלייה או הירידה (—)				
(2)	(1)	1975(I)–1974(III)	1974(II)–1973(IV)	1973(III)–1973(I)
—100	—100	(תקופה שנייה)	(תקופה ראשונה)	(תקופת בסיס)
(1)	(0)	(2)	(1)	(0)
(אחוזים)				
1. יתרות חורשיות ממצעות				
16.6	19.9	8,393	7,200	6,005
אמצעי תשלום (מיליוני ל"י)				
31.4	26.0	165.5	126.0	100.0
מדד מחירים לצרכן (אחוזים)				
—11.2	—4.8	5,071	5,714	6,005
יתרות ריאליות של אמצעי תשלום				
		30.8	23.8	26.1
מהירות המחזור של פיקדונות עו"ש				
2. יתרות לסוף התקופה				
		מארכ 1975	יוני 1974	ספטמבר 1973
31.0	9.3	9,587	7,320	6,695
אמצעי תשלום				
36.2	32.7	180.7	132.7	100
מדד מחירים לצרכן				
—3.8	—17.6	5,306	5,516	6,695
יתרות ריאליות של אמצעי תשלום				

ה ע ר ו ת : (1) הנתונים המופיעים בלוח אינם מנוכחי עונתיות. (2) הנתונים על השימושים במקורות אינם כוללים את הרביע הראשון של 1975. הנתונים על מהירות המחזור אינם כוללים את מארכ 1975. (3) השימושים במקורות אינם כוללים יבוא ביכחוני ישיר ויבוא אוניות ומטוסים.

בידי בנק ישראל עלה ב־500 מיליון ל"י, שהן 17 אחוזים, והאשראי במטבע חוץ מחוץ לקרנות עלה ב־1,200 מיליון ל"י, שהן 120 אחוזים. אולם על אף הגידול הפוטנציאלי הרב בהצע הכסף מהמקורות האלה היתה ההתאוששות של הפעילות הכלכלית מוגבלת ואמצעי התשלום עלו בשיעור איטי.

את התפתחות אמצעי התשלום ניתן לראות בלוח ט"ז-1, המצביע על כך, שבין סוף ספטמבר 1973 עד סוף יוני 1974 עלו אמצעי התשלום ב־9.3 אחוזים לעומת גידול במחירים בשיעור 32.7 אחוזים באותה תקופה. היתרה החודשית הממוצעת של אמצעי התשלום, המחולקים במדד המחירים בתקופה זו, היתה נמוכה ב־4.8 אחוזים מזו שהתקיימה בתקופת הבסיס¹. הרפיון היחסי בביקושים בתקופה הראשונה קשור בחלקו במדיניות להאטת הגידול בביקושים

¹ ניתוח זה נעשה תוך שימוש במדד המחירים לצרכן בגלל העדר נתונים על מחירי השימושים ברביע הראשון של 1975.

לצריכת פרטית ולהשקעות ולהאטה ביצוא, אך גם כוחות מוניטריים מילאו תפקיד בריסון הביקוש. סביר להניח, כי ההתפתחויות בביקוש הפרטי להשקעות ולצריכה קשורות בירידה, שאירעה בהכנסה הפנויה, ובאווירה הפסימית לגבי העלייה הצפויה בהכנסה הפרטית הריאלית ולגבי צמיחת המשק. אולם אליהן נוספה השפעת התשואה הצפויה על החזקת נכסים פיננסיים צמודים למדד המחירים ונכסים פיננסיים וסחורות, הצמודים לשער החליפין. תשואה זו הביאה להסטת ביקושים משוק הסחורות לשוק הנכסים הצמודים ולמטבע חוץ והיתה תמריץ להקטנת הביקוש ליתרות ריאליות של אמצעי תשלום. מאחר שהשפעת התשואה הצפויה על נכסים צמודים היתה מרכזית ב-1974 נסביר נושא זה ביתר פירוט.

ב-1974 התקיימו ציפיות חזקות לעליות מחירים, שנבעו מהתייקרויות חומרי גלם בחוץ לארץ ומציפיות לשינוי שער הל"ל ולהטלת מסים עקיפים. לאור הגזילות הגבוהה (בדרגות שונות) של הסוגים השונים של נכסים צמודים — כגון איגרות חוב, פיקדונות צמודים למטבע חוץ, מלאי סחורות יבוא ועסקות אשראי במטבע חוץ — היה מחיר הכסף, שאותו ראו בפניהם צרכנים ומשקיעים, גבוה מאוד.

יש להדגיש, כי במשק שבו מצויים נכסים צמודים רבים, מותאם מחיר הכסף, כמעט אוטומטית, לציפיות, ואין צורך בפעולות של הבנק המרכזי להחיש את קצב עליית שערי הריבית. לכן על אף שבנק ישראל לא נקט פעולות להעלאת שערי הריבית במשק, הרי עצם קיום הצע של איגרות חוב צמודות היה לחץ לייקור מחיר הכסף בשוק החופשי. התחום הבולט ביותר, שבו לא הותאם מחיר הכסף הכסף לציפיות, היה האשראי הבנקאי החופשי — מחירו עלה אמנם במדת מה בחדש מארס 1974 אך בוודאי לא בשיעור, המשקף את הציפיות לעליות מחירים או לשינויי שער החליפין.¹ סביר להניח איפוא, כי על אף הגידול המהיר באשראי הבנקאי החופשי במחצית הראשונה של 1974 נאלצו הבנקים להנהיג קיצוב מסוים באשראי ללקוחותיהם. לפיכך אין לראות בתחילת שנת 1974 בהתייקרות מחיר האשראי הבנקאי אינדיקטור, המשקף את ההתייקרות האמתית של מחיר הכסף.

ראוי לציין, כי עליית מחיר הכסף, שראה בפניו הסקטור הפרטי, איננה זהה לגבי העסקים ומשקי הבית, וכי לגבי העסקים שיעור העלייה היה, כנראה, רב יותר. לגבי עסקים עמדה האפשרות להשקיע בנכסים הצמודים למדד המחירים לצרכן או לרכוש מטבע חוץ, במקרים רבים בשער החליפין הרשמי.² בסופו של דבר, עלה בשנת 1974 מדד המחירים לצרכן במוצע שנתי ב-40 אחוזים, שיעור הפיחות הרשמי היה 43 אחוזים, ואילו מדד מחירי התוצר עלה ב-35 אחוזים. במלים אחרות, עליית המחירים ב-1974 הושפעה במדה רבה מפעולות פיסקאליות, פחות, ועליות מחירים בחוץ לארץ, ולכן נוצר תמריץ לאלה שחזו התפתחות זו להשקיע בנכסים נזילים צמודים. ברור, כי אי-הוודאות ביחס לצמיחה הצפויה של המשק חיזקה מגמה זו. לגבי הצרכנים היתה השפעת התשואה הצפויה על הימנעות מצריכה חלשה יותר. ראשית, אין סקטור זה יכול לרכוש מטבע חוץ בשער החליפין הרשמי, ולפיכך אפשרויותיו להשיג תשואה גבוהה בשוק מטבע חוץ הן נמוכות מאלה של סקטור העסקים. שנית, ניסיון העבר מלמד, כי מדיניות פיסקאלית מצמצמת מתבטאת בעלייה במחירים היחסיים של מוצרי צריכה מיובאים, ובמיוחד מוצרים בני-קיימא, ולפיכך קיים תמריץ להקדים רכישות מוצרים אלה.

מתוך לוח ט"ז-2 ניתן לראות, כי במשך שנת 1973 גדלה החזקת איגרות חוב בידי "הציבור"³

¹ במשקים שבהם אין נכסים צמודים, יש, בדרך, כלל, תהליך התאמה די ממושך בין החשת קצב האינפלציה לבין עליית שערי הריבית הנומינליים, כך, שבשלבי הגיאות של מחזור העסקים רואים בפניהם הלווים שערי ריבית ריאליים שליליים. פיגור זה בתהליך ההתאמה נמנע, כאשר קיימים בשוק הכספים נכסים צמודים נזילים, כפי שהיו, למשל, איגרות החוב הצמודות.

² על פי נתוני פרק ח' מסתבר, כי בסקטור העסקים הביאה הציפיה לפיחות גם להגברת יבוא ציוד.

³ הכוונה כאן לאיגרות החוב, שאינן מוחזקות בידי קופות גמל ובנקים.

התחלקות תיק הנכסים הפיננסיים, 1972 עד 1974
(יתרות משוערכות או במחירי שוק)

סוף שנה						הנכס
1974	1973	1972				
(אחוזים)	(ל"י)	(אחוזים)	(ל"י)	(אחוזים)	(ל"י)	
	3,173		2,715		1,974	מזומנים
	5,549		4,677		3,613	פיקדונות עובר ושב
18.5	8,722	22.2	7,392	21.6	5,587	סך כל אמצעי התשלום
	3,601		3,838		3,874	פיקדונות לזמן קצוב (בל"י)
	162		390		745	מילווה קצר מועד *
						סך כל הנכסים נושאי ריבית שאינם צמודים
8.0	3,763	12.7	4,228	17.8	4,610	מניות ואיגרות חוב במטבע חוץ **
	2,393		1,914		1,898	פיקדונות במטבע חוץ
	8,519		6,144		4,712	סך כל צמודי מטבע חוץ
23.2	10,912	24.2	8,058	25.6	6,610	איגרות חוב צמודות מדד (מחירי שוק) ***
18.4	8,700	15.3	5,100	10.8	2,800	תכניות חיסכון (כולל ריבית מהפרשי הצמדה שנצברו)
15.3	7,200	10.8	3,600	9.3	2,400	קופות תגמולים לעצמאיים (כולל ריבית והפרשי הצמדה שנצברו)
8.7	4,100	6.0	2,000	4.3	1,100	סך כל צמודי המדד
42.4	20,000	32.1	10,700	24.4	6,300	מניות ואיגרות חוב להמרה
7.8	3,690	8.8	2,919	10.5	2,712	מניות ואיגרות חוב להמרה (מחירי שוק)
100.0	47,087	100.0	33,297	100.0	25,928	סך הכול

* כולל סכומים שהחזיקו הבנקים.

** איגרות חוב צמודות לשער החליפין, איגרות חוב ומניות הנסחרות בבורסה במטבע חוץ וניירות ערך זרים שמחזיקים תושבי ישראל.

*** ערך השוק של איגרות חוב "ברירה", 6.3%, קליטה 4% ו-3.1%, שהונפקו על ידי הממשלה ומנפיקים אחרים, לאחר ניכוי אומדן הסכומים שמחזיקים הבנקים. סכום זה כולל גם את האיגרות שמחזיק הציבור בעקיפין באמצעות קרנות נאמנות.

ב-88 אחוזים, בעוד שאמצעי התשלום עלו ב-32 אחוזים. אף על פי כן ולמרות הרעת התנאים על איגרות החוב בפברואר 1974, נמשכה הרכישה המוגברת של איגרות חוב במחצית הראשונה של 1974 ובתקופה זו נרכשו איגרות (לאחר ניכוי פדיונות) בסך 900 מיליון ל"י; זאת לעומת רכישה בערך של 1,300 מיליון ל"י במשך כל שנת 1973 (ראה לוח ט"ז-3). נוסף על כך אירע בחצי הראשון של 1974 גידול מהיר במיוחד בהפקדות הציבור בתכניות חיסכון מאושרות ובקופות התגמולים שמנהלים הבנקים (כגון "עוצמה", "תמר", וכו'). כן רכש הסקטור הפרטי מטבע חוץ מבנק ישראל בסכום של כ-635 מיליון דולרים במחצית הראשונה של 1974, ואף כי אין אפשרות להפריד בין הרכישות הנובעות מגירעון "מוצדק" לבין הרכישות הנובעות מהשפעת הציפיות לפיחות, יש סימנים המצביעים על כך, שהשפעת הציפיות היתה בשיעור לא מבוטל (ראה דיון לעיל).

במחצית השנייה של 1974 וברביע הראשון של 1975 הוחשה הירידה ביתרות הריאליות של אמצעי התשלום, אף כי מאז חודש אוגוסט החלו אמצעי התשלום לעלות בשיעור חודשי ממוצע של 3 אחוזים. התחדשות עליית אמצעי התשלום מיתנה את הירידה ביתרות הריאליות והיא קשורה גם במפנה, שחל בשוק איגרות החוב באוגוסט ובפיחות הל"י בנובמבר. התפתחות זו התבטאה בכך, שלצד עליית אמצעי התשלום גדלה הזרמת הממשלה — שכן תקבוליה ממכירת איגרות חוב הצטמצמו מאוד — ונפסקה הספיגה שנבעה, עד הפיחות, מרכישות מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי.

בתקופה זו עלתה היתרה החודשית הממוצעת של אמצעי התשלום ב-16.6 אחוזים, אף כי הגידול בהם בין סוף יוני 1974 לסוף מארס 1975 הסתכם ב-31 אחוזים, ואילו רמת המחירים הממוצעת עלתה ב-31.4 אחוזים. המשך הירידה ביתרות הריאליות של אמצעי התשלום בתקופה זו אירע במקביל לריפיון בפעילות הכלכלית — השימושים המקומיים בתקופת שלושת הרביעים האחרונים היו גבוהים בכאחוז אחד בלבד מאלה של התקופה הראשונה, וכן ניתן להצביע על כך, שמאז הרביע השני של 1974 ירד, כנראה, היקף השימושים. עם זאת סביר להניח, כי התחדשות עליית אמצעי התשלום מאז אוגוסט 1974 וירידת האשראי הבנקאי החופשי קשורות בעיקר בסיום "מחזור ספקולטיבי" בנכסים צמודים.

בתחילת המחזור — בתקופת נובמבר 1973 עד יולי 1974 — עברו מחזיקי אמצעי התשלום להחזקת נכסים הצמודים למדד ולמטבע חוץ מתוך ציפיה ליהנות מתשואה גבוהה תוך תקופה קצרה. בסיום המחזור, לאחר שהציפיות לתשואה אכן התגשמו, מתהפך הגלגל, ובעיקר כאשר חלה ירידה תלולה ביותר ביתרות הריאליות של אמצעי התשלום, בגלל עליות מחירים מהירות מאוד. מועד סיום המחזור הספקולטיבי בנכסים במטבע חוץ היה, כמובן, פיחות הל"י, ואילו לגבי איגרות החוב, אירע הסיום בחודשים אוגוסט עד אוקטובר. על פי האומדן המוצג בלוח ט"ז-3, עלו פדיונות איגרות חוב צמודות שהחזיק הציבור במחצית השנייה של 1974 בכ-350 מיליון ל"י על ההנפקות החדשות. מאחר שבחודשים נובמבר ודצמבר היו רכישות נטו של איגרות, סביר להניח, כי הקף הפדיונות נטו בחודשים אוגוסט עד אוקטובר היה בסדר גודל, העולה על 500 מיליון ל"י. יתר על כן, קרוב לוודאי, שהירידה בהחזקות היא אף גדולה יותר, שכן בחודשים הנזכרים לעיל רכשו הבנקים וקופות הגמל איגרות בסכומים נכבדים בשוק המשני (סדר הגודל שלהן יכול להגיע למאות מיליוני ל"י). הסיבות למפנה בשוק איגרות החוב באוגוסט היו כדלקמן: הקפאת האשראי הבנקאי החופשי והעלאת הריבית הדביטורית יצרו לחץ למכירת איגרות שהוחזקו כנכס נוזל. כמו כן הצביע מדד המחירים לצרכן בחודשים יוני, יולי ואוגוסט, שפורסם בחודשים יולי, אוגוסט וספטמבר, על האטה ניכרת בקצב עליית המחירים ויצר, כנראה, ציפיות בכיוון זה. מבחינה זו ניתן לראות בהחשת קצב עליית אמצעי התשלום מאז אוגוסט תהליך של התאמה מחדש של הביקוש להם ולא תופעה המשקפת שינויים בהצע, התחדשות ההנפקות של איגרות חוב צמודות בהקף רב אחרי הפיחות וגם בארבעת החודשים הראשונים של 1975 מצביעה על כך, שאירועי אוגוסט—אוקטובר בשוק איגרות החוב היו בבחינת חריגה זמנית ממגמה ולא מפנה בהתפתחות.

לסיכום, התפתחויות אמצעי התשלום, האשראי הבנקאי והחזקת נכסים צמודים בשתי התקופות שהוגדרו לעיל עשויות להצביע על הזרמת נזילות רבה למשק, שהופנתה במדה רבה לשוקי הנכסים הצמודים ולא הפעילה ביקושים, במלוא עוצמתה, בשוקי הסחורות. התנועות החריפות למדי באמצעי התשלום במשך שתי התקופות משקפות בעיקר השפעות של הביקוש להתקנות, והן קשורות במדה רבה בזרימת כספים בין שוק הכסף ושוק הנכסים הצמודים ולא בין שוק הכסף לשוקי הסחורות. כדאי להוסיף ולציין, כי בשנת 1974 יותר מאשר בעבר חברו יחד מספר גורמים, שהפכו את ההשקעה בנכסים צמודים לכדאית:

(1) בתחומי משק רבים הייתה ציפייה להאטה בפעילות, במיוחד בולט הדבר בענף המקר-קעין והבנייה, ואילו לגבי מדד המחירים ושוק מטבע החוץ היו ציפיות לירידה בערך הל"י בגלל מסי עקיפין, פחות ועלויות מחירים בחוץ לארץ.

(2) איגרות החוב הצמודות הפכו מאז 1972 לנכס נזיל, כך שהיה ניתן להחזיק באמצעותן כספים לתקופה קצרה ולהנות מתשואה גבוהה, ללא סיכון (ראה דיון להלן).

(3) תהליך הליברליזציה של שוק מטבע החוץ, שהחל לקראת סוף שנות ה-60 הקל על הספקולציה במטבע חוץ.

(4) תמריץ נוסף, שפעל ב-1974, היה אי-ההתאמה של שערי הריבית הבנקאיים לתשואות האלטרנטיביות, שהיה ניתן להשיג על נכסים נזילים צמודים.

מהביקוש להתקנות נכסים כספיים שונים קשור המעבר לשוק האשראי לזמן קצר וארוך בעיקר בגורמים מוסדיים. בשוקי הון, החופשיים מהתערבות, נקבע הצע האשראי לסוגי השונים ומחירו תוך כדי היקבעות הרכב הנכסים הכספיים שמחזיק הציבור; אולם בישראל יוצרים ההסדרים המוסדיים הקיימים בשוקי הכספים וההון דיכוטומיה בין שלב גיוס החסכונות הפיננסיים של הציבור לבין שלב קביעת המחיר וההקף של מרבית סוגי האשראי במשק. במלים אחרות, אין קשר מיידי בין היקף החסכונות הפיננסיים במשק והתשואה לחוסכים לבין ההיקף והמחיר של האשראי לזמן בינוני וארוך המוצע ללווים.

הדברים אמורים לגבי האשראי לזמן בינוני וארוך, הניתן ברובו בתנאים מסובסדים, וכן לגבי האשראי המוכווני לזמן קצר, שיתרתו הדביקה כבר את יתרת האשראי הבנקאי החופשי לציבור. התחום העיקרי, שבו מושפע הצע האשראי מכוחות שוק, הם עסקי האשראי החופשי של הבנקים. אבל גם בתחום זה לא פעלו, כנראה, כוחות השוק במידה מספקת, ועל כך יעידו גירעונות הנזילות חסרי התקדים, שנוצרו בחודשים מאי עד יולי 1974. עם זאת סביר להניח, כי עסקות אשראי לזמן קצר, הנעשות מחוץ לכותלי הבנקים — כגון אשראי ספקים ולקוחות, אשראי מחברות ביטוח וממתוכי כספים וכו' — מתבצעות בשערי ריבית, המבטאים את כוחות השוק. אולם כאמור, עסקות אלה מתבצעות לתקופות קצרות יחסית, והקף האשראי לזמן בינוני וארוך הניתן בתנאי שוק הוא מוגבל ביותר.

המסקנה המתבקשת מהאמור לעיל היא, כי את הצע האשראי המסובסד, בעיקר את האשראי לזמן בינוני וארוך עדיף, אולי, לנתח בצמוד לדיון בהוצאות הפיתוח וההשקעות המופיעים בתקציב המדינה.

נתונים על האשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך לענפי המשק מצביעים על כך, שהאשראי שהופנה לתעשייה, לחקלאות ולשירותים גדל ב-1974 במידה צנועה: אשראי זה הסתכם בכ-1,700 מיליון ל"י ב-1974 לעומת 1,380 מיליון ל"י ב-1973. האשראי לענף המלונאות לא גדל במונחים נומינליים — התפתחות הקשורה בשפל, שפקד את ענף התיירות. לעומת זאת בולט הגידול העצום, שחל ב-1974 באשראי לדיור למשקי בית ולענף הבנייה: אשראי זה הסתכם ברוטו ב-2,100 מיליון ל"י ב-1974 לעומת 1,200 מיליון ל"י ב-1973. התפתחויות אלה יש בכוחן לעזור לביאור השינויים בהקף ההשקעה במשק ובמחירי הדירות בשנת 1974.

לגבי ענף הבנייה ניתן לקבוע, כי עליית מחירי הדירות ב-43 אחוזים בין אוקטובר 1973 לאוקטובר 1974 התאפשרה במידה רבה בגלל שפע המימון המסובסד, שזרם לרוכשי הדירות, ובעקפיין — לחברות הבנייה.¹ את העובדה, שעליית מחירים כה מהירה של דירות אירעה בד-בבד עם ירידה בהתחלות הבנייה ניתן לפרש כך: ההאטה בהתחלות בנייה שאירעה ב-1974 קשורה בתהליך ההתאמה של ענף הבנייה להצטברות גדלה והולכת של מלאי דירות בתהליך. ההתאמה התרחשה על אף הזרמת האשראי המוגברת לענף. אילו לא נוצר שפע מקורות המימון לרכישת דירות היו חברות הבנייה סובלות, מחסור הנזילות ומורידות מחירים בכיוון של תופעות המתחייבות בתהליך ההתאמה. אין ספק, כי בשנת 1974 ירד משקל ההון העצמי ו"כסף כבד" במקורות לרכישת דירות ופירוש הדבר, כי הממשלה הביאה להוולת ניכרת במחירי הדירות מנקודת ראות הרוכשים על ידי הגדלת הסובסידיה, הניתנת באמצעות אשראי מוזל. במלים אחרות, בתהליך התאמת הצע הדירות לביקוש ניתנו הוולות המחירים לרוכשים על ידי הממשלה בעוד שמוכרי הדירות העלו את המחירים לרוכשים. סביר להניח, כי התפתחות זו הושפעה מהעובדה, שחלק גדול ממלאי הדירות היה בידי חברות בנייה ציבורית או שהוזמן בידי משרד השיכון.

ניתוח השפעת האשראי על ההשקעות בתעשייה ובחקלאות קשה יותר. בשני ענפים אלה עלה האשראי לזמן בינוני וארוך בשיעור איטי יותר מאשר הגידול בהשקעות וזאת בניגוד למגמה שהתקיימה בשנים קודמות. לגבי התעשייה מתקבל הרושם, כי התפתחות זו קשורה בשינוי שחל במבנה ההשקעות ובשיעורי המימון הדיפרנציאליים הקיימים בכל קבוצה.

יתרת האשראי למימון היצוא (לא כולל יהלומים) עלתה בשנת 1974 בכמיליארד ל"י שהן 64 אחוזים לעומת 16 אחוזים ב-1973.²

הקרנות להון חוזר הוותיקות עלו ב-1974 בכ-200 מיליון ל"י, שהן 38 אחוזים, לעומת 11 אחוזים ב-1973.

עם זאת גדל בשנת 1974 המימון המוכווני משני סוגים: ראשית, נוצרה קרן מילווה המעסיקים, שנתנה אשראי בסך 358 מיליון ל"י מאז חודש אוגוסט בתנאי הריבית של מילווה מעסיקים (הצמדת הקרן וריבית לא צמודה בשיעור 5 אחוזים). שנית, גדל מאוד האשראי למימון היבוא: כ-500 מיליון ל"י ניתנו כאשראי חירום במטבע ישראלי למימון יבוא רכב וציוד עפר ונוסף על כך, ניתנו 400 מיליון דולרים באשראי למימון היבוא ולמימון החזקת מלאי חומרי גלם שונים, לעומת כ-180 מיליון דולרים ב-1974. מימון היהלומים הואט בשנת 1974 ועלה בכ-40 מיליון דולרים, לעומת 57 מיליון דולרים ב-1973, התפתחות המבטאת את השפל בענף ואולי גם ציפיות לפיחות של היהלומנים.

הגידול הרב באשראי המוכווני ב-1974 קשור במדיניות הממשלה ובנק ישראל בתחום מטבע חוץ ונזילות. מדיניות מטבע חוץ היתה לגייס אשראי לזמן קצר בחוץ לארץ על ידי לוויים ישראליים, באמצעות הבנקים, לשם מניעת ירידת יתרות מטבע חוץ. לשם כך ניתנו היתרים מצד אגף מטבע חוץ, וכנראה גם ערבויות שער. בנק ישראל הרחיב את האשראי המוכווני במשך השנה כחלק מהמדיניות להזרמת נזילות בתחילת השנה והפעולות לקיוון הירידה בבסיס הכסף, שנבעה ברובה מרכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי, בתקופה שעד לפיחות.

כאמור לעיל, היתה עליית האשראי החופשי במשך כל שנת 1974 מתונה למדי, והיא הסתכמה ב-32 אחוזים, כאשר התפתחות האשראי בשני חלקי השנה היתה שונה באופן קיצוני. בין סוף 1973

¹ לא ניתן לזהות במדויק את התחלקות האשראי למשתכנים ולחברות הבנייה, שכן מאז סוף 1973 שונו התקנות באופן שאיפשר ביצוע הלוואות אפותיקאיות כבר לאחר השלמת שלד הבניין. מצעד זה נהג, כנראה, חברות בנייה יותר מאשר המשתכנים.

² יש לשים לב כי הדיון באשראי לזמן ארוך התייחס לאשראי ברוטו שניתן ללוויים ואילו הנתונים על האשראי לזמן קצר הם "נטו", כלומר, השינוי שחל ביתרת החוב של הלוויים בין שני סופי שנה.

מתונה למדי, והיא הסתכמה ב-32 אחוזים, כאשר התפתחות האשראי בשני חלקי השנה היתה שונה באופן קיצוני. בין סוף 1973 לתחילת יולי עלה האשראי החופשי ב-1,500 מיליון ל"י, ומאז ועד סוף השנה חלה בו ירידה של כ-300 מיליון ל"י. ראוי לציין, כי בשנת 1974 כשליש מכלל עליית האשראי החופשי הופנתה לתעשייה, ובכך יש משום שינוי במגמות העבר, שכן בעבר היתה הזדקקות התעשייה למקור מימון זה מועטה. ייתכן, שהתפתחות זו קשורה בירידת שיעור המימון המוכוון בהשקעות. ההסברים להתפתחות השונה של האשראי החופשי בשתי המחציות של 1974 קשורים בשלבי המחזור הספקולטיבי, שתוארו בתחילת הפרק, וכאן נסתפק בהסבר מדוע ניצלו הלווים במשק את מלוא הסכום שהוקצב להם בקרן מילווה מעסיקים, אף כי האשראי בקרן זו ניתן, למעשה, בתנאי הצמדה, ובתקופה שמאז הקמת הקרן שופר מצב הנזילות של הבנקים. קבלת האשראי מקרן מילווה מעסיקים משמעותה, למעשה, שבנק ישראל רכש בפדיון מוקדם חלק מהאיגרות הנמצאות בידי תעשיינים (במידה מסוימת גם מענפים אחרים). אף כי "במכירה" לבנק ישראל ויתרו המעסיקים על נכס צמוד הרי עד למכירתו היו האיגרות אבן שאין לה הופכין, שכן עד אוגוסט 1974 לא ניתן היה למכרן או לשעבדן. ברור, כי למוכרו האיגרות לא נגרם כל נזק כספי בגלל הסכמתם לקבל אשראי בקרן, שכן את התמורה מפדיון המוקדם של איגרות מילווה המעסיקים ניתן היה, במקרה הגרוע ביותר, להשקיע באיגרות חוב סחירות, שהתשואה עליהן היתה גבוהה מזו שעל מילווה המעסיקים. כלומר, קבלת האשראי מהקרן הביאה לשיפור ניכר במצב הנזילות של הלווים מבלי שיאלצו לשלם תמורתו מחיר, ולכן אין להתפלא על הביקוש הרב לאשראי מקרן מילווה המעסיקים ולניצול מלוא הזכות לקבל אשראי ממסגרת זו, שהקפה הוגדל מספר פעמים. לסיום הסקירה הכללית המוצגת בפרק זה נידון ביתר הרחבה בשינויים שחלו בהרכב תיק הנכסים של הציבור במשך כל שנת 1974.

בשנת 1974 בולטת הירידה ביתרות הריאליות של אמצעי התשלום בהגדרתם הצרה (מוזמנים ופיקדונות עובר ושב). תמונה דומה, אף כי ממדי הירידה ביתרות הריאליות הם חריפים יותר, מתקבלת כאשר בוחנים את התפתחות היתרות הריאליות של אמצעי התשלום בהגדרתם הרחבה: מוזמנים, פיקדונות עובר ושב, פיקדונות לזמן קצוב בל"י ובמילווה קצר המועד. הירידה התלולה ביתרת הפיקדונות לזמן קצוב והמילווה קצר המועד החלה ברביע האחרון של 1973 וגמשכה עד אוגוסט 1974, והיא מוסברת באי-התאמת הריבית על הנכסים הנזילים נושאי התשואה להחשה בקצב האינפלציה (למעשה החלה הירידה של המילווה קצר המועד כבר בסוף 1972 אך היא, נבלמה בין ינואר לספטמבר 1973 בעקבות הסכם החיתום עם הבנקים).

בעיית אי-ההתאמה של שערי הריבית הבנקאיים הוזכרה לעיל בהקשר להתפתחות שערי הריבית הדביטוריים; כאן היא מתבטאת בכך, שהיתרה הריאלית של אמצעי התשלום (בהגדרתם הצרה) ירדה, אך הכספים לא עברו לפיקדונות לזמן קצוב או למילווה קצר מועד, שכן התשואה הנומינלית על נכסים אלה היתה נמוכה במידה ניכרת מהתשואה על נכסים צמודים. יתר על כן, סביר להניח, כי בגלל אי-העלאת הריבית "ברחו" גם פיקדונות לזמן קצוב ומילווה קצר מועד, שהוחזקו כחלק מתוך החסכוניות לטווח ארוך.¹

בדיקות, שנעשו במחלקת המחקר, התגלה, כי הירידה בפועל ביתרות הריאליות של אמצעי התשלום בהגדרתם הצרה בשנת 1974 היתה בממדים, שניתן להסבירם על-ידי השפעת החשת קצב עליית המחירים. לעומת זאת היתה הירידה ביתרות הריאליות של אמצעי התשלום בהגדרתם

¹ בשוק כספים החופשי מהתערבות ניתן היה לצפות, כי התגברות הביקוש לאשראי בנקאי — עקב ציפיות לעלויות מחירים מהירות — היתה מביאה לעלייה בריבית הדביטורית ובעקבותיה לעליית הריבית על פיקדונות לזמן קצוב ולמעבר כספים לפיקדונות לזמן קצוב, המגדיל את הכמות המוצעת של אשראי בנקאי. תהליך זה היה נמשך עד להתאמת שערי הריבית הדביטוריים לתשואות אותן צופים הלווים. על ידי פעולות בשוק הפתוח או העלאת הריבית על ניכיון משנה יכול הבנק המרכזי לסייע לתהליך זה, אם נראה, כי ההתאמה המתבצעת על ידי כוחות השוק איננה מהירה די הצורך.

הרחבה מהירה מהצפוי על-פי קצב האינפלציה². במלים אחרות, אי-התאמת שערי הריבית הקרי-דיטוריים להחשת קצב האינפלציה. מאז 1973 הביאה, בגלל הריבית הריאלית השלילית ממנה "נהנו" מחזיקיהם, לאיבוד מעמדם כתחליף להחזקת אמצעי תשלום או כמכשיר להחזקת חסכונות.

מתוך לוחות ט"ז-3 ניתן לראות, כי במקביל להאטת הגידול באמצעי התשלום מאז 1973 התרחב מאוד הביקוש לנכסים צמודים ובעיקר לנכסים צמודי מדד.

סביר להניח, כי בשנים 1973 ו-1974 מילאו איגרות חוב צמודות את התפקיד המסורתי של נכסים נזילים נושאי תשואה, בכך התאפשרה הירידה התלולה בביקוש להחזקת אמצעי תשלום, כתגובה להחשת קצב האינפלציה, על אף שהפיקדונות לזמן קצוב והמילווה קצר מועד חדלו לשמש תחליף יעיל להחזקת אמצעי תשלום. מחקר נוסף, שנערך בבנק ישראל מצביע, כי בשנת 1972, ובחצי הראשון של 1974 ניתן היה להשקיע כספים באיגרות חוב צמודות לתקופת זמן קצרה וליהנות מתשואה גבוהה בדרגה רבה של ודאות. משמעות הדבר, כי בגלל אי-התאמת שערי הריבית הבנקאיים מילאו איגרות החוב הצמודות ונכסים צמודים אחרים את התפקיד שיועד לפיקדונות לזמן קצוב ולמילווה קצר מועד.

ראוי להסביר, כי אף שהמעבר להחזקת נכסים צמודים מנע "ברירה מהכסף" המלווה בביקוש בשוקי הסחורות, הרי היו לו השלכות חמורות למדי לגבי מבנה ענף הבנקאות והמדיניות המוניטרית.

ניצני הבעיה הופיעו כבר בתשעת החודשים הראשונים של 1973, עת נמנעו הבנקים להתאים את שערי הריבית להחשת האינפלציה והתגברות הביקוש לאשראי¹, והיא הוחמרה בשנת 1974 ובעיקר ברביע השני של השנה. אף כי החשת האינפלציה העלתה את התשואה הצפויה על כסף לא הותאמו לכך שערי הריבית הבנקאיים ולכן הביאה היענות הבנקים לביקוש הרב לאשראי, להיווצרות גירעונות נזילות גדולים. פירוש הדבר, כי מעבר כספים לשוק הנכסים הצמודים הגדיל את המקורות הכספיים העומדים לרשות הממשלה, אך לא הביא לירידת המקורות שעמדו לרשות הסקטור הפרטי; להיפך, הבנקים הרחיבו את האשראי לציבור בשיעור מהיר. המדיניות המוניטרית לעומת זאת אישררה את ההתפתחות הזאת על-ידי הגדלה רצופה של נכיון המשנה והורדת שיעורי נזילות. על אף צעדים אלה גדלו גירעונות הנזילות של הבנקים מרמה של 720 מיליון ל"י בסוף אפריל 1974 ל-1,100 מיליון ל"י בתחילת יולי; ובסופו של דבר סיפק בנק ישראל חלק ניכר מהנכסים הנזילים שנדרשו לצמצום גירעונות אלה. ניתן להציג התפתחות זו כמצב שבו סירבו הבנקים להגדיל את המקורות העומדים לרשותם לשם מתן אשראי ולהקטין את הביקוש לאשראי על-ידי העלאת הריבית למפקידים וללווים והעדיפו ללוות מבנק ישראל ולהנהיג קיצוב מסוים באשראי לציבור. מעניין לציין, כי לאחר העלאת הריבית הבנקאית באוגוסט, שהיתה בשיעור גדול מהעלאת מארס, חזר ענף הבנקאות למצב נורמלי יותר.

הריבית התעריפית עלתה במאסר 1974 באחוז אחד, והריבית על חריגות ממסגרת חח"ד מאושרת עלתה ב-2½ אחוזים. בהנחות סבירות, פירוש הדבר עליית הריבית האפקטיבית ללווה בכ-2.0 אחוזים. באוגוסט עלתה הריבית התעריפית ב-2 אחוזים נוספים וריבית החריגות ב-3½ אחוזים נוספים — עלייה השקולה לייקור הריבית האפקטיבית בכ-3½ אחוזים. מאז המחצית השנייה של יולי ירדו גירעונות הנזילות של הבנקים בגלל גורמים שונים, אך אין ספק, שגם העלאת הריבית של אוגוסט תרמה לכך. מעניין לציין, שהעלאת הריבית על המילווה קצר המועד באחוז אחד באפריל הביאה לעלייה מקבילה בריבית על פיקדונות לזמן קצוב בלי שהריבית ללווים תעלה — הריבית התעריפית עלתה אמנם באחוז אחד, אך הריבית על החריגות ירדה ב-3.5 אחוזים, ושני שינויים אלה מקווים במידה רבה זה את זה. התפתחויות אלה ומצב הנזילות

¹ ראה: א' מרום, "הביקוש לכסף בישראל", סקר בנק ישראל 43 (טרם יצא לאור).

² ראה בנק ישראל, דין וחשבון 1973, פרק י"ג, עמ' 293.

אומדן עקיף לרכישות נטו של איגרות חוב צמודות מדד
לפי סקטורים, 1972 עד 1974

(מיליוני ל"י)

יולי-דצמבר 1974	ינואר-יוני 1974	1973	1972	
700	700	1,000	1,200	רכישות קופות גמל וחברות ביטוח
750	650	400	150	רכישות הבנקים
-350	900	1,300	150	רכישות "הציבור" (שארית)
1,100	2,250	2,700	1,200	סך הכול הנפקות נטו

הערות: לנתונים המופיעים בלוח זה יש להתייחס בוהירות שכן בכוחם להצביע רק על כיווני התפתחויות וסדרי גודלן. בגלל העדר נתונים לא בכל המקרים נלקחו בחשבון פעולות קופות גמל והבנקים בשוק המשני. כן יש לציין כי התחלקות רכישות קופות הגמל חברות הביטוח והבנקים בין שתי חצאי 1974 היא בגדר השערה המתבססת על התחלקות ההפקדות בשני חצאי השנה.

של הבנקים יכולות להצביע, כי מאז העלאת הריבית באוגוסט התייצב שוק האשראי הבנקאי, וסביר להניח כי הקיצוב באשראי, שהיה נהוג קודם לכן, נפסק.

בהקשר זה יש לציין, כי הרעת תנאי איגרות חוב, כפעולה המתבצעת בתקופת אינפלציה, היא תופעה חריגה. בספרות המוניטרית מקובל, כי אחת הדרכים שבהן פועלת העלאת הריבית לריסון הביקוש היא באמצעות הירידה במחירי ניירות הערך, במיוחד איגרות חוב, הגורמת להפסדי הון למחזיקים בהם. מנגנון זה לא פעל ב-1974 אלא, להיפך, בעקבות הרעת התנאים על איגרות החוב נוצרו רווחי הון ניכרים על מלאי איגרות החוב שבידי הציבור. הסיבה להרעת התנאים היתה, כמובן, הארביטרו' שהתרחש מאז נובמבר 1973: הסקטור הפרטי לווח בוול יחסית בבנקים, משך פיקדונות לזמן קצוב מהבנקים ופדה מילווה קצר מועד לשם רכישת איגרות חוב צמודות. תיקון המצב, שלא היה גורם להיווצרות רווחי הון על מלאי איגרות החוב, חייב להפסיק את הארביטרו' על-ידי העלאה תלולה של שערי הריבית הבנקאיים, דבר שלא נעשה עד אוגוסט.

בהקשר להתגברות הביקוש לצמודי מדד מאז 1973 בולטת התופעה של הגידול הרב ביתרת איגרות החוב הצמודות, שהחזיק הציבור בשנת 1973 (כ-88 אחוזים) בהשוואה לגידול הנמוך יותר (כ-60 אחוזים) בזכויות הציבור בתוכניות החיסכון המאושרות וקופות התגמולים, המנוהלות על-ידי הבנקים (הכוללות הפרשי הצמדה וריבית שנצברו). בשנת 1974 היה המצב הפוך: זכויות הציבור בשתי הקבוצות האחרונות עלו בכ-100 אחוזים בעוד שיתרת איגרות החוב הצמודות, שהחזיק הציבור עלתה בכ-70 אחוזים. ההסבר לשוני בקצב ההתפתחות של שתי קבוצות הנכסים צמודי המדד נעוץ במספר גורמים:

א) תוכנית "4000" (אח"כ "10,000"), שבה אירע עיקר הגידול בהפקדות, נכנסה לתוקף רק במאי 1973.

ב) הרעת תנאי איגרות החוב בפברואר 1974 הקטינה את הפער שהיה קיים לטובת איגרות החוב מבחינת תשואה ונזילות. כן יש לציין, ששינוי בסיס ההצמדה של איגרות החוב בפברואר הקטין את הכדאיות שברכישתן אחרי פיתוח נובמבר.

ג) מדיניות מכירות נמרצת של הבנקים "דחפה" את תכניות החיסכון וקופות התגמולים בשנת 1974, לאחר שבעסקים של קבלת פיקדונות לא צמודים נוצר קיפאון.¹

ד) ייתכן, ששמועות בדבר כוונות האוצר להטיל מס רטרואקטיבי על הפרשי הצמדה על איגרות חוב, בלי שמיסוי כזה יוטל על זכויות המפקידים בתכניות החיסכון ובקופות התגמולים, סייעו בשינוע הציבור לשים מבטחו בתכניות החיסכון ובקופות. עם זאת יש לזכור, ששמועות אלה התעוררו בעיקר אחרי הפיחות ולא בחודשים אוגוסט עד אוקטובר, שבהם ירדה החזקת האיגרות בשיעור תלול.

יש להדגיש, כי להרכב תיק הנכסים הצמודים שרוכש הציבור אין השפעה מהותית על הצע האשראי לזמן בינוני וארוך, שכן, כפי שכבר נאמר, התקבולים מהנפקת כל סוגי הנכסים הצמודים למדד מגיעים, בסופו של דבר, לאוצר. ההחלטה על הכמות שתוזרם בחזרה למשק כאשראי תלויה רק במידה מועטת בצינורות בהם גוייס הכסף. לירידה בחלקן של איגרות החוב ברכיב הצמוד למדד של נכסי הציבור יש משמעות רבה מבחינת נזילות הציבור: ההפקדות בתכניות חיסכון ובקופות התגמולים שמנהלים הבנקים הן לא נזילות ביותר ולכן יש חשיבות, מבחינת החיסכון הלאומי, לגיוס כספים בדרך זאת.²

לגבי הביקוש לנכסים הצמודים לשער החליפין ניתן לציין, כי הנתונים המופיעים בלוח ט"ז-2 מציגים קבוצה אחת בלבד של נכסים הצמודים — אלה העומדים לרשות משקי הבית (ובמיוחד לרשות קבוצת מקבלי הפיצויים האישיים). סקטור העסקים, לעומת זאת, נוטה להתגונן מפני פיתוח צפוי על-ידי עיסקות אשראי לזמן קצר (כגון, פירעון הלוואות במטבע חוץ, הימנעות מחידוש הלוואות במטבע חוץ, מתן אשראים ללקוחות ומקדמות לספקים לארץ וכו'), העברות מאושרות של רווחים וצבירת מלאי חומרי גלם, במיוחד בתקופה שבה צופים עליות מחירים בחוץ לארץ. התנהגות זו מתבטאת, מטבע הדברים, בעיקר בנתוני מאזן התשלומים ולא במאזני המוסדות הבנקאיים והכספיים. עם זאת יש מקום להניח, כי חלק משמעותי של הירידה בירתות מטבע חוץ של המשק עד נובמבר 1974 קשור בביקוש הספקולטיבי למטבע חוץ. אינדיקציה לכך יכול לשמש המיתאם ההדוק, שנמצא מאז אוקטובר 1973, בין השינויים בשער הנת"ד והדולר השחור לבין הקף הרכישות נטו של מטבע חוץ על-ידי הסקטור הפרטי מבנק ישראל. בחודשים שבהם היתה ציפיה חזקה לפיתוח ושער הל"י ירד — ינואר, אפריל, יוני ואוקטובר — אירעה קפיצה ברכישות מטבע חוץ. בחודשים, שבהם שררו הציפיות לפיתוח ושער הל"י עלה, נחלשו גם רכישות מטבע חוץ.³

נתוני לוח ט"ז-2 על הפיקדונות הצמודים למטבע חוץ מצביעים על כך, כי בשנת 1974, שהיתה שנת ציפיות לפיתוח חל בהם גידול של 39 אחוזים (כולל הפרשי פיתוח) בלבד לעומת גידול בשיעור 30 אחוזים ב-1973.

¹ על השפעת מדיניות מכירות הבנקים יכול להעיד גם הגידול הרב שחל ב-1974 בקרנות הנאמנות המשקיעות באיגרות חוב. ספק רב אם השיקולים המקובלים של פיזור השקעות ומומחיות בנייהול מצדיקים הקמת קרנות המשקיעות רק באיגרות חוב צמודות.

² לנוכח שיעור הגידול העצום בתכניות החיסכון בשנת 1974 נוצר החשש שמא לא כל המפקידים אכן יוכלו להתמיד בהקפאת כספיהם למשך 5 שנים תמימות. כידוע, משיכה בטרם עת כרוכה בהפסד תשואה משמעותי — עובדה שלא כל המפקידים שוקלים אותה כגדרש. ראה, מבקר המדינה, דו"ח 25, עמ' 54-63.

³ הנתונים שבידינו אינם מאפשרים להפריד את הסעיפים בהם עלו רכישות מטבע חוץ (או ירדו המכירות).

הגידול המתון יחסית בפיקדונות הצמודים למטבע חוץ ב-1974, בהשוואה ל-1973, קשור ראשית בעובדה, שמאז הפיחות ועד סוף השנה ירדו הפיקדונות ב-670 מיליון ל"י, כלומר תהליך ההתאמה של התיק היה מהיר מאוד. עיקר המשיכה היתה בפיקדונות שהוחזקו מתוך ציפיה לפיחות — נת"ד ופז"ק ב' בעוד שהמשיכה מפיקדונות מקבלי הפיצויים (פז"ק א' ותמ"מ) היתה נמוכה. שנית, בשנת 1973 נהנו מחזיקי הפיקדונות הנקובים במרקים מרווחים ניכרים בגין ייסוף המרק, ויש להניח, כי הצבירה האיטית שהיתה ב-1974 (עד נובמבר) ביטאה התאמה של התיק לרווחי ייסוף שנוצרו ב-1973.