

זרמי הכספים במשק

1. מסגרת הניתוח¹

מערכת זרמי הכספים היא מסגרת סטטיסטית המתארת את מכלול העסקות הכספיות המלוות את הפעילות הכלכלית במשק; באמצעותה ניתן לעמוד על השפעת הסקטורים השונים על פעילות זו ועל קשרי הגומלין הפינאנסיים בינם.

מערכת זרמי הכספים של המשק הישראלי מנתחת את פעילותם של תשעה סקטורים הממויינים לשלוש קבוצות:

א. הסקטורים המקומיים הריאליים: סקטורים מקומיים שעיקר פעולתם הוא בתחום הייצור והשימוש בסחורות ושירותים. הקבוצה כוללת את סקטור משקי הבית, סקטור העסקים הלא-פינאנסיים², הסקטור הציבורי (הממשלה, המוסדות הלאומיים והרשויות המקומיות), חברות הסקטור הציבורי³ והמוסדות שלא למטרת רווח (מלכ"ר).

ב. הסקטורים המקומיים הפינאנסיים: מערכת הבנקאות (המוסדות הבנקאיים ובנק ישראל), המוסדות הכספיים (בעיקר בנקים למשכנתאות, בנקים לפיתוח וחברות השקעה), קופות הגמל וחברות הביטוח.

ג. סקטור "חוץ לארץ": כל היחידות הכלכליות שמחוץ למשק הישראלי.

מיון זה שונה באופן מהותי מהמיון הסקטוראלי במערכת המקובלת של החשבונות הלאומיים. המיון הסקטוראלי של היחידות הכלכליות במערכת זרמי הכספים הוא לפי אופי היחידה (הנקבע בדרך כלל לפי תחום פעילותה ולפי בעליה) ומטרתו להגדיר סקטורים בעלי דפוסי התנהגות אופייניים. לעומת זאת, המיון בחשבונות הלאומיים נעשה בעיקר לפי הפונקציה הכלכלית של היחידות (יחידות צורכות, יחידות משקיעות וכו')⁴.

העסקות הכספיות בין הסקטורים השונים המוצגות במערכת זרמי הכספים הן משני סוגים:

א. עסקות ריאליות: קנייה ומכירה של סחורות ושירותים (בחשבון שוטף ובחשבון הון), מתן תשלומי העברה (בעיקר מיסים ומענקים) וקבלתם.

¹ הסבר מפורט של גישת ניתוח זרמי הכספים, נמצא בספרו של מ' חת, זרמי הכספים במשק הישראלי 1959-1966, בנק ישראל, ירושלים, 1968.

² מחמת היעדר נתונים מתאימים, אין אפשרות להבחין, בדרך כלל, בין עסקות משקי הבית והעסקים הפרטיים. מגבלה זו מחייבת להסתפק בהערכה על התפתחות הקשרים בין שני הסקטורים. במקומות, שבהם אין ההפרדה בין שני הסקטורים אפשרית, נכנה את הסקטור המאוחד בכינוי "הסקטור הפרטי".

³ חברות הסקטור הציבורי הן חברות המתנהלות כגופים משפטיים עצמאיים (להבדיל מן הדואר ורכבת ישראל, למשל) אשר לפחות 25 אחוזים מהון הבעלות שלהן הם בידי רשויות הסקטור הציבורי, ורשויות אלה משתתפות בפועל בהנהלתן. על חברות הסקטור הציבורי נמנות עמידר, מקורות, חברת החשמל, צים, אל-על, רסקו ואחרות.

⁴ סקטור חוץ לארץ והסקטור הציבורי הם הסקטורים היחידים המופיעים בשתי המערכות. הסקטור הציבורי במערכת החשבונות הלאומיים כולל במקרים מסוימים את המלכ"ר.

ב. עסקות פינאנסיות : מתן אשראי וקבלתו באמצעות מכלול המכשירים הפינאנסיים הקיימים בשוקי ההון והכספים.

אין אחדות בעסקות הכספיות המוצגות במערכת זרמי הכספים ובחשבונות הלאומיים — מערכת החשבונות הלאומיים איננה מציגה את העסקות הפינאנסיות שמבצעים הסקטורים המקומיים¹. כמו כן יש הבדל בהגדרת העסקות הריאליות השונות בשתי המערכות². הנתונים על זרמי הכספים במשק מתקבלים מחשבונות התקבולים והתשלומים (או המקורות והשימושים) של הסקטורים, חשבונות שנהוג לכנותם "מאזני תשלומים סקטוראליים". ואמנם יש דמיון מושגי בין מבנה חשבונות אלה ובין מבנה מאזן התשלומים הבינלאומיים של המשק. העסקות הריאליות של סקטור דומות לחשבון השוטף במאזן התשלומים (הקניות ליבוא והמכירות ליצוא) והעסקות הפינאנסיות דומות לחשבון ההון. את נתוני העסקות הפינאנסיות שבחשבונות הסקטוראליים משלבים בלוח (מטריצה) זרמי האשראי המתאר את האשראי שנתן וקיבל כל סקטור במערכת משאר הסקטורים.

ניתוח זרמי הכספים מבוסס על ההנחה כי במשק מודרני, שבו קשור רוב הפעילות הכלכלית בזרמי כספים בין היחידות השונות, יש לאספקטים הפינאנסיים השפעה על העסקות הריאליות של היחידות; ולכן, יכולות ההתפתחויות בשוקי הכספים וההון לסייע להבנת ההתפתחויות בשווקים השונים של סחורות ושירותים.

מערכת זרמי הכספים מאפשרת שני סוגי ניתוח :
א. הערכת השפעתם של הסקטורים השונים של רמת הביקוש במשק. ניתוח זה מתבצע בעזרת שני אינדיקטורים :

1. עודף הביקוש של הסקטורים השונים והשינויים בו. עודף ביקוש סקטוראלי מוגדר כהפרש שבין הכנסות הסקטור ממכירות סחורות ושירותים ותקבולי העברה מקומיים ובין הוצאותיו בחשבון הון, בחשבון שוטף ובתשלומי העברה מקומיים. קיום עודף ביקוש סקטוראלי מחייב מציאת מקור למימון הפעולות; מקור המימון יכול להיות תקבולי אשראי מקומי או מימון מחוץ לארץ (העברות חד צדדיות ואשראי).

עודף ביקוש של סקטור ובמיוחד השינויים בו, מצביעים על השפעת הסקטור על הביקוש המצרפי, באשר הוא מציין את ההפרש שבין השימוש במקורות ריאליים על ידי סקטור ובין תרומתו להיצע המקורות הריאליים³.

2. האשראי שנותנים סקטורים למימון עודפי הביקוש של סקטורים אחרים. בדרך כלל, נמצא, כי הסקטורים הנותנים אשראי נטו לשאר הסקטורים במערכת הם בעלי עודף היצע. עם זאת, סקטור יכול להיות בעל עודף ביקוש ולתת אשראי נטו, לסקטורים אחרים, אם ההעברות החד צדדיות שהוא מקבל מתוך לארץ עולות בסכומן על עודף הביקוש שלו. במקרים רבים קשה לקבוע מהו הקשר הסיבתי בין מימון עודף ביקוש ויצירתו. כלומר, מערכת זרמי הכספים לא מספקת תשובה לשאלה: האם קיום אפשרויות מימון הן שהגיעו סקטור להרחיב הביקוש, או להיפך.

¹ במערכת המקובלת של החשבונות הלאומיים נכללות העסקות הפינאנסיות של סקטור יחיד — סקטור חוץ לארץ.

² הגדרת הקניות בחשבון הון איננה זהה להגדרת ההשקעות במערכת המקובלת של החשבונות הלאומיים, אם כי קיימת חפיפה בין רוב המרכיבים הנכללים בשתי ההגדרות. שוני נוסף הראוי לציון הוא אי-הכללת זקופות במערכת זרמי הכספים.

³ תקבוליו של סקטור ממכירות ומהעברות מקומיות, הם בגדר "ספיגה" מסקטורים מקומיים אחרים, בהפחיתם את כוח הקנייה של הסקטור הנותן, באותה מידה שהם מגדילים את כוח הקנייה של המקבל. עם זאת, יש לזכור, כי הנתונים בדיעבד (Ex-Post) מצביעים על תוצאות קיומם של לחצי ביקוש במשק. גידול בעודף הביקוש של סקטור מסוים אינו מצביע בהכרח על כך, שלחץ הביקוש שגרם לגידול זה נבע מאותו סקטור עצמו. (כלומר, עודף הביקוש של סקטור עשוי לגדול עם עליית הוצאותיו, בעוד שלחצי הביקוש, שגרמו לעליית המחירים וההוצאות, נבעו מסקטורים אחרים). בעיית ההסקה מתוך נתונים בדיעבד קיימת באותה מידה בניתוחים המקובלים של קביעת התוצר הלאומי.

ב. הצגה כוללת של ההתפתחויות בשוקי ההון והכספים. לוח זרמי האשראי מאפשר ניתוח אספקטים שונים של הפעילות בשוקי ההון והכספים והשינויים במבנה שווקים אלה. השימוש בנתונים במערכת זרמי הכספים מוגבל במידה רבה עקב קיום בעיות תאורטיות וטכניות שלא נפתרו עדיין.

במישור התאורטי בולט היעדר תאוריה שלמה, בדומה למשל, לתאוריה של ניתוחי תשומה-תפוקה המתבססת על מסגרת סטטיסטית בעלת קווי אופי דומים לאלה של מערכת זרמי הכספים. במישור הטכני מוגבל הניתוח בגלל היעדר נתונים להפרדת העסקות הריאליות וחלק מהעסקות הפינאנסיות של סקטור העסקים וסקטור משקי-הבית. חיסרון זה מורגש באופן מיוחד בגלל חוסר האחידות באופיים של שני הסקטורים ומשקלם הנכבד בפעילות הכלכלית במשק. מיגבלה נוספת קשורה בהיעדר אפשרות לקבל נתונים רבע או חצי-שנתיים של זרמי הכספים במשק. מיגבלה זו גורמת לקושי בניתוח ההתפתחות הכלכלית בשנה שבה חל מפנה בכיוון ההתפתחות, בדומה למה שקרה בשנת 1967.

2. קווי ההתפתחות העיקריים

ההתפתחות הכלכלית של המשק בשנת 1967 היתה תוצאה של פעולות בכיוונים מנוגדים בשני הסקטורים העיקריים. הסקטור הפרטי היה בשנת 1967 למקור של נטיות דפלציוניות, ואילו הסקטור הציבורי פעל להרחבת הביקוש במשק. מגמה זו החלה בשנת 1965, התעצמה ב-1966 וקיבלה ממדים חסרי-תקדים בשנת 1967 (ראה לוח ט"ז-1).

תופעות אלה מוצאות את ביטויין בהתפתחות העודפים הסקטוראליים במשק. בשנת 1967 הפך הסקטור הפרטי, בפעם הראשונה (מאז החל מחקר זרמי הכספים בשנת 1959), לבעל עודף היצע בהיקף ניכר. עודף ההיצע נוצר כתוצאה מהירידה החריפה בהשקעות העסקים ובכרישת דירות על ידי משקי הבית¹ שלוותה בעלייה בחסכון משקי הבית, וכנראה, גם בחסכון העסקים. בשנת 1967 הגיע עודף ההיצע של הסקטור הפרטי ל-919 מיליון ל"י לעומת עודף ביקוש בסך 71 מיליון ל"י בשנת 1966.

עודף הביקוש של הסקטור הציבורי גדל בשנת 1967 בשיעור ניכר מאוד והגיע ל-1,894 מיליון ל"י לעומת 910 מיליון ל"י בשנת 1966. העלייה בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי היא תוצאה משולבת של ההיקף העצום של הוצאות הביטחון בשנת 1967 ומדיניות מימון ההוצאות שמטרתה לעודד הפעילות הכלכלית במשק.

מגמות ההתפתחות הסותרות שנבעו משני הסקטורים השפיעו על מהלך התוצר במשך השנה. במחצית הראשונה של השנה התגברו הלחצים הדפלציוניים שמקורם בסקטור הפרטי וגרמו לקיפאון בתוצר. הגידול הרב בהוצאות הממשלה באמצע השנה גרם להתאוששות במשק בחצי השני של השנה, שהתבטאה בהגברת התעסוקה ובעלייה בתוצר הלאומי.

הירידה בהשקעות הסקטור הפרטי בשנת 1967 היא תוצאה של ההאטה בפעילות הכלכלית ואווירת אי-ודאות וציפיות פסימיות במשק בשנה זו.

תהליך הירידה בהשקעות העסקים החל בשנת 1965, והתגבר ב-1966 בגלל גורמים הקשורים ברמה גבוהה של השקעות בתקופה עד 1964 ובהפסקת העלייה. לירידה ראשונית זו בהשקעות נוספו גורמים מאיצים שנבעו מהשפעת הירידה בהשקעות על היווצרות אבטלה והאטה בגידול

¹ ניתוח השינויים בעודף הביקוש של הסקטור הפרטי בשנת 1967 חייב להיעשות בזהירות רבה, בגלל גודלו של סעיף הטעויות וההשמטות במאזן התשלומים של המשק בשנה זו. במערכת זרמי הכספים המוצגת בפרק זה מתקבלים נתוני הסקטור הפרטי כנתוני שארית, ולכן מתבטאות הטעויות ואי-ההתאמות בנתוני הסקטורים האחרים בגדלים המיוחסים לסקטור הפרטי.

אינדיקטורים להשפעת הסקטורים המקומיים הריאליים על הביקוש במשק, 1965 עד 1967 *

(מיליוני ל"י)

עודף הביקוש [עודף היצע (-)]	אשראי שניתן לסקטורים מקומיים ריאליים [או שנתקבל מהם (-)]**	טעויות והשמטות	אשראי שהתקבל מסקטורים פינאנסיים [או שניתן להם (-)]***	אשראי נטו והעברות מחוץ- לארץ****	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	
עסקים ומשקי בית					
1965	430	-99	-445	870	
1966	71	31	-102	492	
1967	-919	42	-402	469	
הסקטור הציבורי					
1965	668	406	—	833	
1966	910	225	-6	675	
1967	1,894	314	19	1,362	
חברות הסקטור הציבורי					
1965	336	-262	-5	2	
1966	199	-219	—	-66	
1967	265	-335	-3	-85	
מוסדות שלא למטרת רווח					
1965	217	-45	2	156	
1966	221	-37	2	146	
1967	164	-21	12	136	
סך כל הסקטורים המקומיים הריאליים					
1965	1,651	—	-97	1,861	
1966	1,401	—	-106	1,247	
1967	1,404	—	-374	1,882	

* הנתונים לשנים 1965 ו-1966 מתוקנים. הפרשי השיעור שיצר הפיחות לא נרשמו כורמי אשראי. עודף הביקוש, בצירוף האשראי שניתן לסקטורים מקומיים ריאליים אחרים, זהה, לפי הגדרת עודף הביקוש למימון שהתקבל מחוץ לארץ (אשראי והעברות) ואשראי שהתקבל מהסקטורים הפינאנסיים. $(1) + (2) = (4) + (5)$ בצירוף עיגולים והשמטות.

** אשראי שנתן הסקטור לסקטורים מקומיים ריאליים אחרים, בניכוי אשראי שקיבל מהם (סימן מינוס מעיד על כך, כי נתקבל אשראי נטו).

*** אשראי שנתקבל מסקטורים פינאנסיים (לרבות מערכת הבנקאות), בניכוי אשראי שניתן להם (לרבות גידול הפיקדונות במערכת הבנקאות — על אופי האשראי למערכת הבנקאות ראה הסבר בגוף הפרק).

**** העסקות של הסקטורים המקומיים עם סקטור חוץ לארץ בשנת 1967 הוערכו לפי השער 3.06 ל"י = 1 דולר, שהיה השער הממוצע (בהתחשב בפיחות שחל בחודש נובמבר).

הביקוש והתוצר. נוסף על כך השתררו במשק ציפיות פסימיות שהביאו משקי בית רבים לעכב רכישת דירות ונכסים בני-קיימא ולהגדיל את החיסכון הפינאנסי שלהם.

הירידה בקניות בחשבון הון של הסקטור הפרטי (שלוותה בעליית החיסכון בצורה של רכישת נכסים פינאנסיים מצד משקי הבית) הביאה להיווצרות עודף היצע בשנת 1967. סביר להניח, כי משקי הבית קיימו עודף היצע גם בשנים קודמות אך בשנה זו היה עודף ההיצע של משקי הבית גדול במידה רבה מעודף הביקוש של סקטור העסקים.

הגידול בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי נבע, מצד אחד, מגידול רב בהוצאות הסקטור בשנת 1967. הגידול בהוצאות נגרם במידה רבה על ידי הוצאות הביטחון הכבדות ובמידה פחותה על ידי פעולות שנועדו לעודד הפעילות הכלכלית. מצד שני, חלה ירידה במיסים והעברות נטו שקיבל הסקטור הציבורי. ירידה זו מבטאת את מדיניות הסקטור הציבורי שנועדה למנוע ירידה בהכנסה הפרטית ובביקוש המצרפי והיא חלק מהצעדים שכוונו לעידוד הפעילות במשק.

ההתפתחויות של העודפים הסקטוראליים בשנת 1967 ומצב התעסוקה השפיעו על מעמדו של סקטור חוץ לארץ כמקור מימון למשק הישראלי. ההענות הרבה של יהדות העולם למאמצי הסקטור הציבורי לגייס כספים בחוץ לארץ (העברות חד-צדדיות ואשראי) אפשרה לסקטור זה לממן חלק ניכר מעודף הביקוש שלו על ידי תקבולים מחוץ לארץ. נוסף על מימון מחוץ לארץ חלה עלייה באשראי שקיבל הסקטור ממערכת הבנקאות. מכאן, שכל המימון של עודף הביקוש של הסקטור הציבורי היה ממקורות המרחיבים את הנזילות במשק.

למרות העלייה הרבה בהוצאות הסקטור הציבורי ואופי המימון של הוצאות אלה, לא נוצרו במשק לחצים אינפלציוניים. בעודף היבוא וברמת המחירים לא חלה עלייה והתאפשר הגידול ביתרות מטבע החוץ של המדינה.

פעולות הסקטור הציבורי לא גרמו ללחצים אינפלציוניים במשק ולעליית עודף היבוא בגלל שתי סיבות :

הראשונה — עודף ההיצע שנוצר בסקטור הפרטי וגרם לאבטלה חלקית של גורמי הייצור מנע היווצרות לחצים אינפלציוניים, למרות הרחבת הביקוש והנזילות מצד הסקטור הציבורי. הקטנת הנכונות של הסקטור הפרטי להשקיע ולצרוך שיחררה באופן וולונטרי מקורות ריאליים לשימושם של הסקטור הציבורי. השנייה — מרכיב היבוא הנמוך באותם סוגי הוצאות הסקטור הציבורי שגדלו בשנת 1967 במידה ניכרת. לכן התבטא עיקר הגידול בהוצאות הסקטור בביקוש בשווקים המקומיים ולא בעלייה ביבוא.

היווצרות עודף ההיצע של הסקטור הפרטי בשנת 1967 היתה תוצאה של עלייה בעודף ההיצע של סקטור משקי הבית וירידה בעודף הביקוש של סקטור העסקים. בגלל הקשר בין השינויים בעודף הביקוש של העסקים לבין השינויים בתקבולי האשראי שלהם, משתקפת הירידה בעודף הביקוש בהפחתת האשראי שקיבל הסקטור מהסקטורים המקומיים (בעיקר הסקטורים הפינאנסיים). הגידול בעודף ההיצע של משקי הבית לבש צורה של ירידה ברכישת דירות שהתרחשה בד בבד עם עלייה בסך החיסכון של הסקטור, כך שעליית עודף ההיצע התבטאה בהגדלה ניכרת בסך הנכסים הפינאנסיים שהחזיקו משקי הבית (הפקדות במערכת הבנקאות ורכישת ניירות ערך).

בשנת 1967 חלו מספר התפתחויות בשווקים הפינאנסיים שנגזרו מהשינויים ברמת פעילותם של הסקטורים השונים ומהשינויים באופיה.

הסקטורים המקומיים הריאליים, להוציא את הסקטור הציבורי, קיבלו בשנת 1967 פחות אשראי נטו מהסקטורים הפינאנסיים. ירידה זו באשראי נטו מבטאת את הירידה בתקבולי האשראי ברוטו של סקטור העסקים וסקטור המלכ"ר ואת העלייה בהפקדות משקי הבית, הקשורים כולם להאטה בפעילות הכלכלית בשנה זו. חברות הסקטור הציבורי יכלו להגדיל את פעילותן הריאלית וכן את היקף מתן ופירעון אשראי בגלל הגידול הרב באשראי שקיבלו מהסקטור הציבורי.

בשנת 1967 גדל היקף פעולות התיווך הפינאנסי של הסקטור הציבורי. האשראי ברוטו

שניתן לסקטורים מקומיים (בעיקר כהלוואות לזמן ארוך מתקציב הפיתוח) גדל ובמקביל חל גידול בגיוס כספים על ידי הנפקת איגרות חוב, כך שהאשראי נטו שניתן גדל אך במעט. העלייה באשראי לזמן ארוך שניתן משקפת צעדים לעידוד ההשקעות, ואילו העלייה בהנפקת איגרות חוב תוצאה של רצון לספוג חלק מהגזילות הרבה שהוזרמה למשק.

ההתרחבות המוניטרית הרבה שהתרחשה בשנת 1967 השתקפה בגידול ניכר בהחזקת אמצעי תשלום על ידי העסקים ומשקי הבית. משקי הבית הגדילו במידה ניכרת גם את היקף הפקדונותיהם במוסדות הבנקאיים בתוכניות חיסכון בפקדונות פז"ק ותמ"מ ובפקדונות לזמן קצוב בל"י. חלק אחד מהגידול בהפקדות נובע מהעלייה בחיסכון באמצעות רכישת נכסים פינאנסיים ואילו החלק השני הוא תוצאה של הירידה בשטרות בתיווך.

מוסדות הגמל והביטוח הגדילו גם בשנת 1967 את תקבוליהם, לעומת השנה הקודמת (למרות הירידה בתעסוקה והיציבות בשכר) ובמקביל הגדילו את סכום האשראי שהם נתנו. בשנה זו חל שינוי בהקצאת האשראי של הסקטור: האשראי לסקטור הציבורי באמצעות רכישת איגרות חוב, עלה ואילו האשראי לשאר הסקטורים ירד.

גיוס הכספים ומתן האשראי על ידי המוסדות הכספיים ירד בשנת 1967 כתוצאה מהצמצום בביקוש לאשראי מצד ענפי המשק.

3. עודפי הביקוש של הסקטורים

השינויים שחלו בגודלם של עודפי הביקוש של הסקטורים השונים בשנים 1966 ו-1967 (ראה סעיף 2, "קווי ההתפתחות העיקריים" ולוח ט"ז-2) מצאו את ביטויים בהתפתחות התוצר הלאומי, רמת המחירים ועודף היבוא של המשק.

הירידה בעודף הביקוש של הסקטור הפרטי ושל חברות הסקטור הציבורי בשנת 1966 יצרה לחצים דפלציוניים חריפים. עליית עודף הביקוש של הסקטור הציבורי לא היה בה כדי למנוע את הקיפאון שחל בתוצר באותה שנה, ושאליו התלוו ירידה בעודף היבוא של המשק ויציבות רמת המחירים (החל מאמצע השנה).

בשנת 1967 התפתחו העודפים הסקטוראליים בהמשך למגמה של 1966 אך, כנראה, שבביקוש המצרפי חלה, החל מאמצע השנה, עלייה ניכרת, כך שבחצי השני של השנה חלה התאוששות שהתבטאה בגידול התוצר והתעסוקה. בגלל האבטלה החלקית של גורמי ייצור ששררה במשק במחצית הראשונה של השנה, התאפשר הגידול בתוצר בחצי השני מבלי שבסיכום שנתי תעלה רמת המחירים ויגדל עודף היבוא.

ירידת עודף הביקוש של הסקטור הפרטי היא, לפי הגדרתה, תוצאה של השינויים בהיקף ההשקעות, בהכנסה ובדפוסי החיסכון של הסקטור. הסדרות הקיימות של אלה אינן מאפשרות לחשב את השינויים בעודף הביקוש של מרכיבי הסקטור בנפרד.¹ למרות זאת, יש מקום לסברה, כי בשנים

¹ העדר נתונים להפרדת העסקות הריאליות של סקטור העסקים וסקטור משקי הבית מגביל, במידה ניכרת, את יעילות הניתוח במסגרת זרמי כספים. זאת, משום ששני סקטורים אלה נבדלים זה מזה בכמה תחומים שיש להם נגיעה לרמת עודף הביקוש. במשקים רבים – ויש להניח, שגם בישראל כך, אין החיסכון העסקי מספיק למימון ההשקעות, וסקטור העסקים הינו, בדרך כלל, בעל עודף ביקוש. סקטור משקי הבית, לעומת זאת, הוא בעל עודף היצע.

בישראל, ייתכן, כי גם סקטור משקי הבית היה בעל עודף ביקוש בחלק מהשנים. איפשרו זאת ההעברות החד-צדדיות הגדולות מחוץ לארץ, ששימשו בין היתר, גם להגדלת הצריכה וגם להרחבת השקעות משקי הבית בדיור.

נוסף על הקשיים הסטיסטיים בהבחנה בין פעילות העסקים לזו של משקי בית קיים גם קושי מושגי באפיון דפוסי ההתנהגות של שני סקטורים אלה, בגלל משקלם הניכר של העסקים הבלתי מאוגדים והעצמאיים במשק הישראלי.

לוח ט"ז-2
עודפי ביקוש או היצע לפי הסקטורים, 1965 עד 1967¹
(מיליוני ל"י)

קניית בחסבון שוטף	קניית בחסבון הון	מכירות	קניית נטו (1)+(2) (3)-	העברות לסקטורים מקומיים	העברות מסקטורים מקומיים	העברות נטו (5)-(6)	עודף ביקוש [או] היצע (-) (4)-(7)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
עסקים ומשקי בית²							
1965	6,411	1,801	×	×	×	×	430
1966	7,086	1,326	×	×	×	×	71
1967	7,274	769	×	×	×	×	-919
הסקטור הציבורי³							
1965	2,531	610	255	2,886	840	2,218	668
1966	3,053	642	370	3,325	1,067	2,415	910
1967	3,915	504	355	4,064	1,280	2,170	1,894
חברות הסקטור הציבורי⁴							
1965	912	484	1,042	354	12	18	336
1966	926	343	1,046	223	16	24	199
1967	1,012	450	1,162	300	20	35	265
מוסדות שלא למטרת רווח⁵							
1965	694	130	156	668	25	451	217
1966	794	160	207	747	24	526	221
1967	826	127	222	731	23	567	164
קופות גמל וחברות ביטוח⁶							
1965	178	9	195	-8	170	-21	-29
1966	214	13	222	5	192	-32	-27
1967	232	3	251	-16	225	-3	-19
מערכת הבנקאות⁷							
1965	340	16	416	-60	53	-53	-7
1966	437	13	526	-76	70	-70	-6
1967	495	14	602	-93	91	-91	-2
מוסדות כספיים⁸							
1965	181	6	234	-47	37	-37	-10
1966	238	7	292	-47	38	-38	-9
1967	269	-4	322	-57	40	-40	-17
חוץ לארץ⁹							
1965	2,132	3,737	-1,605	-	-	-	-1,605
1966	2,496	3,855	-1,359	-	-	-	-1,359
1967	2,816	4,182	-1,366	-	-	-	-1,366

- (1) הנתונים לשנים 1965 ו-1966 מתוקנים. העסקות עם חוץ לארץ מוערכות בשנת 1967 לפי השער 3.06 ל"י = 1 דולר.
- (2) מחושב כשארית על ידי ניכוי עודפי הביקוש של הסקטורים האחרים מעודפי ההיצע של הסקטורים בעלי עודף היצע.
- (3) לפי ההגדרה הנהוגה בפרק ז' "פעולות הסקטור הציבורי", בשני הבדלים: המכירות כוללות כאן גם ריבית שנתקבלה והקניית כוללות כאן גם ריבית ששילמו המוסדות הלאומיים לחוץ לארץ.
- (4) חברות שבהן יש לסקטור הציבורי לפחות 25 אחוזים מהון הבעלות והשתתפות בהנהלתן בטועל.
- (5) לפי ההגדרה הנהוגה בפרק ח', "המוסדות שלא למטרת רווח".
- (6) לפי ההגדרה הנהוגה בפרק י"ח, "הפעולות הכספיות של מוסדות הגמל והביטוח".
- (7) הבנקים המסחריים, האגודות השיתופיות לאשראי ובנק ישראל.
- (8) לפי ההגדרה הנהוגה בפרק י"ז, "המוסדות הכספיים".
- (9) המכירות כוללות את היבוא לפי מאזן התשלומים, והקניית כוללות את היצוא, כשהם מתוקנים לגבי הוצאות המוסדות הלאומיים בחוץ לארץ.

אומדן עקיף לעודפים הסקטוראליים של משקי הבית והעסקים, 1965 עד 1967 *
(מיליוני ל"י)

1967	1966	1965	
משקי בית			
70	76	55	אשראי נטו שהתקבל **
588	577	601	תקבולי העברה מחוץ לארץ
658	653	656	(1) סך כל המקורות הפינאנסיים
1,219	1,026	805	(2) אשראי נטו שניתן **
-561	-373	-149	(3) אומדן עקיף לעודף ההיצע [(1)-(2)]
עסקים			
174	627	686	(4) אשראי נטו שהתקבל **
130	81	13	(5) אשראי נטו שניתן **
44	546	673	(6) אומדן עקיף לעודף הביקוש, [(4)-(5)]
סקטור פרטי			
-517	173	524	אומדן עקיף לעודף הביקוש, ההיצע (-), [(3)+(6)]
-919	71	430	אומדן "שארית" לעודף הביקוש, ההיצע (-) ***
402	102	94	הפרש בין האומדנים ****

* הפרשי השיערוך שיצר הפיחות בנובמבר 1967 לא נרשמו כזרמי אשראי.

** נתוני לוח ט"ז-6.

*** האומדן המחושב בלוח ט"ז-2.

**** זהה לטעויות וההשמטות הנוגעות לנתוני הסקטור הפרטי בלוח ט"ז-4.

1966 ו-1967 פחת עודף הביקוש הן של העסקים והן של משקי הבית, אף כי אין היא ניתנת להוכחה כמותית ישירה. ביסוס-מה להשערה זו ניתן לקבל מתוך לוח ט"ז-3.
האומדן העקיף לעודף הביקוש של סקטור העסקים מצביע, כי עודף הביקוש ירד בשנת 1966 בהשוואה ל-1965 והמשיך לרדת בשנת 1967. נתוני סקטור משקי הבית מעלים, כי בשלוש השנים היה לסקטור עודף היצע וכי עודף זה גדל הן בשנת 1966 בהשוואה ל-1965 והן בשנת 1967 בהשוואה ל-1966.¹

¹ האומדן העקיף איננו בלתי-תלוי באומדן "השארית" המחושב בלוח ט"ז-2, אך בהיעדר נתונים על החיסכון וההשקעה של כל אחד משני מרכיבי הסקטור הפרטי לא ניתן לחשב את עודף הביקוש שלהם באופן ישיר.

מלוח ט"ז-3 מתברר, שהתפתחות עודף הביקוש של סקטור העסקים תרמה את החלק העיקרי להיווצרות עודף ההיצע של הסקטור הפרטי בשנת 1967. הירידה בעודף הביקוש של סקטור העסקים בשנת 1967 היתה בסכום של 502 מיליון ל"י, ואילו העלייה בעודף ההיצע של משקי הבית היתה בסכום של 188 מיליון ל"י.

נראה, שמספרים אלה מגוימים בחלקם של העסקים ביצירת עודף ההיצע וממעיטים בחלקם של משקי הבית. יש יסוד לסברה, כי בשנת 1966 הגדילו העסקים את הזרמת האשראי נטו למשקי הבית בסכום ניכר (תוך ניסיון להפחית מלאי, במיוחד של דירות מגורים) וכי בשנת 1967 פרעו משקי הבית חלק מגידול זה באשראי. אם אמנם כך היה, נקבל שינוי בתרומתם של שני מרכיבי הסקטור. חלקם של העסקים בשנת 1967 יקטן וזה של משקי הבית יגדל (ראה הסבר בסעיף 6, "זרמי האשראי בין הסקטורים")¹.

שנת 1967 היתה השנה הראשונה, שבה היה עודף ההיצע של משקי הבית גדול מעודף הביקוש של העסקים והסקטור הפרטי בשלמותו קיים עודף היצע. פרוש הדבר, כי בשנת 1967 היו הכנסותיו השוטפות של הסקטור גבוהות מקנייתיו השוטפות ומקנייתיו בחשבון הון והוא נתן אשראי נטו בהיקף ניכר לסקטורים אחרים.

העלייה בעודף ההיצע של משקי הבית בשנת 1967 היתה בעלת קווי אופי שונים מזו של 1966; עליית עודף ההיצע בשנת 1966 התרחשה בעת ובעונה אחת עם ירידה בסך חיסכון משקי הבית²; אולם, הירידה בחיסכון היתה מלווה בירידה גדולה יותר בהשקעה במגורים — ולכן בעלייה בהיקף רכישת נכסים פינאנסיים — כך שעודף ההיצע של הסקטור גדל³. העלייה בסך החיסכון באמצעות רכישת נכסים פינאנסיים (בעיקר פיקדונות במערכת הבנקים, ניירות ערך והפרשות לקופות גמל וחברות ביטוח) ובחלקם בתוך סך החיסכון של משקי הבית, הם תוצאה של ההתפתחויות הכלכליות שליוו את שנת המיתון הראשונה.

אִי-הוודאות ביחס לשינויים בהכנסה והציפיות לירידות מחירים גרמו למשקי בית רבים לעכב רכישת דירות ומוצרים בני-קיימא. כמו כן חלו שינויים בחלוקת הכנסה שגרמו, כנראה, לעליית חלקה של קבוצת המפרנסים בעלי נטייה גבוהה יחסית לחסוך על ידי רכישת נכסים פינאנסיים⁴.

בשנת 1967, בניגוד ל-1966, חלה עלייה הן בסך החיסכון של משקי הבית והן בעודף ההיצע של הסקטור. אל העלייה בסך החיסכון בשנת 1967 התלוו דפוסי החיסכון שהסתמנו בשנה הקודמת ותרמו לגידול רב עוד יותר בעודף ההיצע של הסקטור. המשך ההעדפה של חיסכון באמצעות רכישת נכסים פינאנסיים על פני השקעה במגורים נגרם על ידי המשך מצב אִי-הוודאות והציפיות הפסימיות של משקי הבית וכן עקב שיעור התשואה הגבוה יחסית על השקעה בנכסים פינאנסיים.

עם זאת, יש לזכור, כי שנת 1967 לא היתה מיקשה אחת וחלו בה שינויים בכיוון התפתחות המשק. הנתונים שבידינו אינם מאפשרים לקבוע במדויק באיזה אופן התחלקה ההשפעה הדפלציונית של משקי הבית במשך השנה. אך מהלך רכישת הדירות ומוצרים בני-קיימא במשך השנה ושל שיעור הצריכה מההכנסה הפנויה מצדיקים את ההשערה שהלחצים הדפלציוניים שנבעו מהסקטור במחצית השנייה של השנה היו חלשים במידה רבה מאלה שבמחצית הראשונה.

עודף הביקוש של סקטור העסקים השתנה, כנראה, בכיוון מקביל לזה על משקי הבית, אם כי בעצמה שונה. הגורם המכריע שפעל לירידת עודף הביקוש של הסקטור בשנים 1966 ו-1967

¹ הנחה זו היא גורם אחד היכול להבהיר את מהלך השינויים השנתיים בהתפתחות העודפים הסקטוראליים של שני מרכיבי הסקטור הפרטי. גורם נוסף, שאף הוא מוסבר להלן, קשור להטיה כלפי מעלה, הקיימת, כנראה, באומדננו, בסכום האשראי שקיבלו העסקים בשנת 1966 באמצעות התיווך בשטרות.

² הסבר על הסיבות לירידת סך החיסכון של משקי הבית בשנת 1966 ועלייתו ב-1967 ראה בפרק י"ט, "החיסכון".

³ עודף ההיצע של משקי הבית מוגדר כהפרש בין החיסכון הגולמי לבין ההשקעה הגולמית בנכסים ריאליים.

⁴ ראה בנק ישראל, דין וחשבון 1966, עמודים 353-354.

היה הירידה בקניות בחשבון הון. בשנת 1966 התרחשה הירידה בקניות בחשבון הון בעת ובעונה אחת עם יציבות (או ירידה קלה) בחיסכון העסקי ולכן חלה ירידה בעודף הביקוש של הסקטור. הביסוס הכמותי להשערה זו הם החישובים המופיעים בלוח ט"ו-3 ואומדן שחושב מנתוני קבוצה של חברות תעשייה.¹

המשך מגמת הירידה בעודף הביקוש של הסקטור בשנת 1967 הוא תוצאה של ירידה נוספת בקניית הסקטור בחשבון הון ועלייה בחיסכון העסקי.² מכאן שהירידה בעודף הביקוש היתה, כנראה, בשיעור רב יותר מאשר הירידה בקניות בחשבון הון.

הסקטור הציבורי היה בשנת 1967 מקור ללחצי ביקוש ניכרים, שהיה בהם כדי לקזז את הנטיות הדפלציוניות שנבעו מהסקטור הפרטי ולהביא לעליית התוצר.

עם זאת יש לשים לב לכך, שרק בחצייה השני של שנת 1967 גברו ההשפעות המרחיבות שנבעו מהסקטור הציבורי על ההשפעות המצמצמות שנבעו מהעסקים ומשקי הבית. ההיקף העצום של הוצאות הסקטור הציבורי החל מאמצע השנה היה מנוף להנעה מחדש של גלגלי המשק.

מגמה זו של עליית חלקו של הסקטור הציבורי בביקוש נמשכת החל משנת 1965 אך הגיעה לממדים חסרי תקדים בשנת 1967. העלייה בעודף הביקוש של הסקטור היא תוצאה משולבת של גידול בהוצאות הביטחון ובפעולות להקטנת האבטלה ועידוד הפעילות, ושל הירידה בתקבולי מיסים והעברות נטו מן הציבור. ניתוח מפורט של הגידול בעודף הביקוש של הסקטור מופיע בפרק ז', "פעולות הסקטור הציבורי".

ראוי לציין כי העלייה בביקוש שנבעה מהסקטור הציבורי התרכזה בחשבון השוטף ולא היה בה כדי למנוע את המשך הירידה בהשקעות במשק – למרות העלייה בהשקעות של חברות הסקטור הציבורי ירדו הקניות בחשבון הון של הסקטור הציבורי וחברותיו בשנת 1967 ב-31 מיליון ל"י ואלה של הסקטור הפרטי ב-557 מיליון ל"י.

עודף הביקוש של חברות הסקטור הציבורי עלה בשנת 1967 לאחר שבשנת 1966 חלה בו ירידה ניכרת. העלייה בעודף הביקוש קשורה בצורה הדוקה לגידול בקניות בחשבון הון של הסקטור בגלל חלקה הקטן של הצבירה הפנימית במימון השקעותיו. רוב הגידול בהשקעות החברות היה בענף המחצבים והספנות; בענף הבנייה והדירור נשארו הקניות בחשבון הון ברמה הנמוכה יחסית של שנת 1966.

עודף הביקוש של המוסדות שלא למטרת רווח הצטמצם בשנת 1967. צמצום זה נובע משני גורמים: מחד גיסא, חלה ירידה בקניות נטו של הסקטור: הירידה בקניות נטו היא ביטוי של הירידה בקניות בחשבון הון והאטת קצב הגידול של הקניות השוטפות (בהשוואה לשנים 1965 ו-1966, שהיו שנות פעילות גבוהה). מאידך גיסא, "גולגל" חלק מעודף הביקוש של המלכ"ר אל הסקטור הציבורי על ידי הגדלת ההעברות החד-צדדיות שנתן הסקטור למלכ"ר.

סיכום השינויים בעודפי הביקוש של הסקטורים המקומיים הריאליים בשנים 1965 עד 1967 יכול לסייע בשפיכת אור על מהלך המיתון הכלכלי. תהליך המיתון החל עם הירידה בהשקעות הסקטור הפרטי וחברות הסקטור הציבורי. הירידה בהשקעות הפרטיות היתה תוצאה של הסתגלות לעודף היצע בשוק, שנוצר בגלל גידול מהיר ורצוף בהשקעות בתקופה עד 1964³; ואילו הירידה בהשקעות חברות הסקטור הציבורי הושפעה בשנת 1966 ממדיניות המיתון של הממשלה שפעלה

¹ האומדן חושב על פי נתוני 84 חברות תעשייה גדולות השייכות לסקטור הפרטי. נמצא כי בשנת 1966, בהשוואה ל-1965, ירדה ההשקעה הגולמית של הקבוצה ב-30 אחוזים (שיעור הדומה לשיעור הירידה בענף החרושת והבניה) בעוד שהחיסכון הגולמי לא השתנה. הווה אומר, עודף הביקוש של הקבוצה ירד במלוא שיעור הירידה בהשקעות. נתונים אלה אינם מייצגים את ההתפתחות של כלל הסקטור אך הם יכולים לתמוך בהשערה בדבר העוצמה היחסית של השינויים בהשקעה הגולמית ובחיסכון הגולמי של הסקטור.

² ההשערה על עליית החיסכון העסקי בשנת 1967 מתבססת על אינדיקטורים המצביעים על עלייה ברווחיות הסקטור בשנה זו, בהשוואה ל-1966. ראה פרק ב', "המקורות, השימושים וההכנסות".

³ ראה פרק ה', "ההשקעה במשק".

לצמצומן. הירידה בהשקעות גרמה, להאטת קצב גידול ההכנסות ולאבטלה של חלק מגורמי הייצור במשק ויצרה ציפיות פסימיות אצל העסקים ומשקי-הבית. היווצרות הציפיות הפסימיות החריפה את מגמת הירידה בביקוש המצרפי באשר היא גרמה לשינוי בדפוסי החיסכון בכיוון של עליית החיסכון הפינאנסי (כלומר, ירידה נוספת בעודף הביקוש של הסקטור הפרטי).

ההתפתחויות בשווקים הפינאנסיים בתקופת המיתון לא היה בהן כדי לסתור את המגמות הדפלציוניות שנבעו מהסקטור הפרטי. למרות הפעולות שנעשו להוזלת עלות המימון ולהגדלה בהיקף האשראי, מהמחצית השנייה של שנת 1966, לא נבלמה הירידה בהשקעות עד אמצע שנת 1967.

נראה, שבאוריה הפסימית ששררה במשק ובתנאי אי-הוודאות בדבר ההתפתחויות בעתיד לא היו פעולות אלה תמריץ מספיק לעידוד ההשקעות. כמו כן לא השתנו שיעורי התשואה על השקעות בנכסים פינאנסיים במידה שתקטין את החיסכון הפינאנסי ותגרום לעליית הביקוש בשווקים הריאליים.¹

המדיניות הפיסקאלית של הסקטור הציבורי פעלה בכיוון שקיוו את הירידה בביקוש הסקטור הפרטי אולם לא בצורה מלאה.² כנראה שעד לחצי הראשון של שנת 1967 התגברו הנטיות הדפלציוניות של הסקטור הפרטי על הרחבת הביקוש שנבעה מהסקטור הציבורי. רק לאחר הגידול הרב בהוצאות הסקטור הציבורי, שהיה קשור במצב הביטחון, הורגש המיפנה בהתפתחות המשק במחצית השנייה של שנת 1967.

4. מימון עודפי הביקוש³

הכוחות הכלכליים שפעלו במשק בשנת 1967 הביאו לשינויים בולטים באופן מימון עודפי הביקוש של הסקטורים הריאליים המקומיים (ראה לוח ט"ז-4). את שנת 1967 אפיינו, מצד אחד, הצורך לממן גידול ניכר בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי, ומצד שני, ירידה בהיקף ההשקעות ועלייה ברכישת נכסים פינאנסיים — בממדים שגרמו להיווצרות עודף היצע — על ידי הסקטור הפרטי. ההתפתחות בסקטור הפרטי השפיעה על מימון הסקטור הציבורי הן באופן ישיר והן באופן עקיף.

הירידה בעודף הביקוש (והיווצרות עודף ההיצע) התבטאה בעלייה ברכישת ניירות ערך שהנפיק הסקטור הציבורי (לרבות מילווה קליטה ומילווה ביטחון), ובכך מימן הסקטור הפרטי את הסקטור הציבורי באופן ישיר. נוסף על כך היה החיסכון הפינאנסי הרב של הסקטור הפרטי מן הגורמים לכך שמימון חלק ניכר מהגידול בהוצאות הסקטור הציבורי על ידי גיוס כספים בחוץ לארץ ועל ידי אשראי ממערכת הבנקאות לא יצר במשק לחצים אינפלציוניים.

בשנת 1967 חל גידול ניכר בתקבולים החד-צדדיים שקיבל הסקטור הציבורי מחוץ לארץ. גידול זה לא טמן בחובו עלייה בעודף ההיצע של סקטור חוץ לארץ (עודף היבוא של המשק הישראלי), בגלל הצמצום בפעילות הכלכלית של שאר הסקטורים הריאליים במשק, ולכן התאפשרה צבירת יתרות מטבע זר.

¹ ראה פרק ט"ו, "אמצעי התשלום, האשראי והמוסדות הבנקאיים".

² מכשיר נוסף שעומד לרשות הסקטור הציבורי לוויסות הביקוש במשק הוא ההשפעה שיש לסקטור על מדיניות ההשקעות של חברות הסקטור הציבורי. בשנת 1967 סייע הגידול שחל בהשקעות החברות בלבימת הירידה בביקוש המצרפי. בשנת 1966, לעומת זאת, החריפה הירידה בהשקעות החברות את הנטיות הדפלציוניות שנוצרו עקב ירידת ההשקעות הפרטיות.

³ בגלל גודלו של סעיף הטעויות וההשמטות במאזן התשלומים הבינלאומיים של המשק בשנת 1967, יש להתייחס לנאמר בסעיף בזהירות רבה. ההפרש הגדול שבין אומדן עודף הביקוש של הסקטור הפרטי מצד העסקות הריאליות לבין האומדן מצד העסקות הפינאנסיות בלוח ט"ז-4 נובע מטעויות והשמטות אלה.

מימון עודפי הביקוש לפי סקטורים, 1965 עד 1967 *

(מיליוני ל"י)

העברות מחוץ לארץ ****	אשראי נטו מחוץ לארץ ****	אשראי נטו מסקטורים מקומיים** לסקטורים מקומיים***	סך האשראי נטו שנתקבל או שניתן (-) (2)-(3)+(4)	טעויות והשמטות	עודף ביקוש או היצע (-) (5)+(1) (6)+	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
עסקים ומשקי בית						
1965	601	269	236	582	-77	430
1966	577	-85	703	1,022	-404	71
1967	588	-119	244	1,230	-1,105	-919
הסקטור הציבורי						
1965	287	546	241	406	381	668
1966	183	492	536	295	733	910
1967	899	463	943	430	976	1,894
חברות הסקטור הציבורי						
1965	—	2	364	25	341	336
1966	—	-66	312	47	199	199
1967	—	-85	437	84	268	265
מוסדות שלא למטרת רווח						
1965	156	—	59	—	59	217
1966	146	—	76	3	73	221
1967	136	—	29	13	16	164
קופות גמל וחברות ביטוח						
1965	—	2	257	286	-27	-29
1966	—	-4	323	333	-14	-27
1967	—	—	380	390	-10	-19
מערכת הבנקאות						
1965	—	-225	535	318	-8	-7
1966	—	70	684	763	-9	-6
1967	—	-221	795	611	-37	-2
המוסדות הכספיים						
1965	—	63	164	239	-12	-10
1966	—	133	201	372	-38	-9
1967	—	60	162	232	-10	-17
חוץ לארץ						
1965	-1,044	—	—	—	-657	-1,605
1966	-906	—	—	—	-540	-1,359
1967	-1,623	—	—	—	-98	-1,366

* הנתונים לשנים 1965 ו-1966 מתוקנים. הפרשי השיעור שציר הפיחות בנובמבר 1967 לא נרשמו כזרמי אשראי.

*** סיכום השורות בלוח ט"ז-6, בניכוי אשראי לחוץ לארץ.

*** סיכום השורות בלוח ט"ז-6, בניכוי אשראי לחוץ לארץ.

*** העסקות של הסקטורים המקומיים עם סקטור חוץ לארץ בשנת 1967 הוערכו לפי השער 1 דולר, שהיה השער הממוצע (בהתחשב בפיחות שחל בחודש נובמבר).

הירידה בעודף הביקוש של הסקטור הפרטי בשנת 1966 והפרכתו לעודף היצע בשנת 1967 מוצאת את ביטוייה הפינאנסי בצורה שונה אצל שני מרכיבי הסקטור.

הגידול בעודף ההיצע של משקי הבית בשנים 1966 ו-1967 התבטא בעלייה ברכישת נכסים פינאנסיים. עיקר הגידול היה, במשך שתי השנים, בהזרמת אשראי נטו לסקטור הציבורי ולמערכת הבנקאות ורכישת זכויות במוסדות הגמל והביטוח.

מתוך לוח ט"ז-6 ניתן לראות, כי הירידה בעודף הביקוש של העסקים בשנת 1966 התרחשה בד בבד עם ירידה חריפה באשראי שקיבל הסקטור מחוץ לארץ ועלייה באשראי שהתקבל מסקטורים פינאנסיים מקומיים.¹ הירידה בהעברות הון קשורה באופן הדוק לירידה בהשקעות במשק. קשר זה הוא כפול: ראשית, סביר להניח, כי הירידה בהשקעות במשק, שסימנה את תחילת המיתון, הביאה לירידה בהיקף העברות ההון הפרטיות למטרות השקעה. שנית, גרמה הירידה בהעברות ההון לצמצום נוסף בהשקעות ובביקוש ולכן להחרפה של השפל.

חלק מהגידול באשראי הבנקאי שקיבלו העסקים ב-1966 קשור בצורך לממן עלייה שאינה רצונית במלאי ובאשראי נטו ללקוחות שהתרחשה בענפי המשק השונים ובלטתה במיוחד בענף הבנייה והדירור. עם זאת, סביר לחשוב, שנתוני לוח ט"ז-6 אינם מציגים את התמונה המלאה של מימון עודף הביקוש של סקטור העסקים. נראה, שבסכום האשראי נטו בצורת תיווך בשטרות, שאליה התייחסו כתקבולי העסקים מהמוסדות הבנקאיים, נכללים כספים שקיבלו למעשה סקטורים אחרים. כך שקיימת בלוח הטיה כלפי מעלה של האשראי שקיבלו העסקים ממערכת הבנקאות. כמו כן אין בלוח נתונים על הגידול שחל, כנראה, בשנת 1966 באשראי שנתנו העסקים למשקי הבית.²

הצמצום בעודף הביקוש של העסקים בשנת 1967 התבטא בהמשך הירידה בסכומי האשראי נטו שקיבל הסקטור מהסקטורים הפינאנסיים. במיוחד בולטת הירידה באשראי הבנקאי. לעומת אשראי נטו בסכום של 443 מיליון ל"י שקיבלו העסקים ממערכת הבנקאות בשנת 1966 נתן הסקטור אשראי נטו בסכום 23 מיליון ל"י בשנת 1967 (הסבר מפורט של התפתחות זו נמצא בסעיף 6 להלן, "זרמי האשראי בין הסקטורים").

פעולות הסקטור הציבורי בשנת 1967 הצריכו גיוס מקורות פינאנסיים בהיקף ללא-תקדים. בשנה זו נזקק הסקטור ל-1,894 מיליון ל"י למימון עודף הביקוש שלו ול-430 מיליון ל"י לשם מתן אשראי נטו לסקטורים מקומיים. בשנה הקודמת נזקק הסקטור רק למחצית סכום זה.

הקיפאון בתוצר והחלפת האבטלה במחצית הראשונה של שנת 1967 עודדו את הסקטור הציבורי לממן את הוצאותיו ממקורות בעלי השפעה מרחיבה על הנזילות במשק. כך אנו רואים כי בשנת 1967 מומן כל הגידול בהוצאות הסקטור על ידי העלייה בהעברות החד-צדדיות ובאשראי מחוץ לארץ ובאשראי שהתקבל ממערכת הבנקאות.

העלייה שחלה בשנת 1967 בגיוס מקורות מחוץ לארץ נבעה מתקבולי "מגבית החירום" ומהפצה מוגברת של איגרות מילווה הפיתוח, שנועדו לסייע לסקטור הציבורי במימון חלק מפעולותיו.³

¹ בשנת 1965 גייס סקטור העסקים 287 מיליון ל"י בחוץ לארץ (ראה בנק ישראל, דיון וחשבוון 1966, לוח ט"ז-5) ואילו בשנת 1966 הוא פרע אשראי ונתן מילווה לחוץ לארץ בסכום של 57 מיליון ל"י. מאחר שנתונים אלה התקבלו כאומדן "שארית" ובגלל גודלן של הטעויות וההשטמות במאזן התשלומים הבינלאומיים של המשק, יש להתייחס אליהם בזהירות יתרה.

² ראה בנק ישראל, דיון וחשבוון 1966, עמ' 356, וכן דיון להלן.

³ יש לשים לב, כי העברת הכספים שהפקיד הסקטור הציבורי בחוץ לארץ (כ-100 מיליון דולר) לבנק ישראל היתה מקטינה את האשראי נטו שקיבל הסקטור הציבורי ממערכת הבנקאות ומגדילה בסכום דומה את תקבולי הסקטור הציבורי מחוץ לארץ ואת האשראי נטו שנתנה מערכת הבנקאות לחוץ-לארץ.

גם בגיוס כספים ממקורות פנים (להוציא את מערכת הבנקאות) חל בשנת 1967 גידול, במיוחד בחציה השני של השנה. עיקר גיוס כספים זה קשור בהפצת מילווה הביטחון והגברת ההנפקה של מילווה מדינה אחרים. יש להניח, שבכך בא לידי ביטוי הרצון להימנע מלהוסיף על הנזילות הרבה שהוזרמה למשק בחצי הראשון של השנה.

למרות הספיגה המוגברת של כספים באמצעות הנפקת איגרות חוב חל השנה גידול-מה באשראי נטו שהזרים הסקטור הציבורי לסקטורים המקומיים הלא-מוניטאריים. זאת בניגוד לשנת 1966 שבה היה הגידול בעודף הביקוש של הסקטור ובקבלת אשראי ממערכת הבנקאות מלווה בירידה ניכרת בהזרמת האשראי נטו לשאר הסקטורים המקומיים¹.

הגידול בעודף הביקוש של חברות הסקטור הציבורי בשנת 1967 לווה בעלייה בסכום האשראי נטו שנתקבל מהסקטור הציבורי. הגידול באשראי ממקור זה היה רב יותר מאשר הגידול בעודף הביקוש ואיפשר לסקטור לפרוע חובות לחוץ לארץ, להגדיל את פיקדונותיו במוסדות הבנקאיים ולהקטין את האשראי נטו שהתקבל מהמוסדות הכספיים². מאז שנת 1965 גדל האשראי נטו שקיבלו החברות מהסקטור הציבורי יותר מאשר גדל עודף הביקוש שלהן; בכך נמשכת מגמה של הגדלת חלקו של הסקטור הציבורי בסך אמצעי המימון של חברותיו.

עודף הביקוש של המלכ"ר ירד בשנת 1967 במידה גדולה יותר מזו שירדו ההעברות שקיבל מחוץ לארץ, וכך התאפשרה הירידה באשראי נטו שגייס הסקטור בשנת 1967. הירידה באשראי נטו שקיבל הסקטור מבטאת, כנראה, את שאיפתו להתאים את פעולותיו להיקף הכנסותיו והעברותיו החד-צדדיות מחוץ לארץ ומסקטורים מקומיים. סביר להניח, כי בגלל אופיו הלא-עסקי נרתע הסקטור מלהמשיך ולגייס אשראי נטו בהיקף דומה לסכומים שגוייסו בשנים 1965 ו-1966, שהיו שנות פעילות גבוהה במיוחד (עליות שכר גדולות והרחבה רבה בהשקעות).

עודף הביקוש של המשק כולו ממזמן על ידי העברות חד-צדדיות ואשראי מחוץ לארץ. בשנת 1967 לא גדל אמנם עודף היבוא של המשק אך גיוס ההון בחוץ לארץ גדל בהיקף ניכר. תופעה זו מוסברת על ידי הרכב הביקוש המצרפי במשק והאופי המיוחד של גיוס ההון בשנה זו. הרמה הנמוכה של ביקוש הסקטור הפרטי השפיעה לצמצום עודף היבוא של המשק, ואילו הגידול הרב בהוצאות הסקטור הציבורי לא גרם לעלייה בולטת ביבוא — בגלל מרכיב היבוא הנמוך בהוצאות הסקטור בשנה זו. לעומת זאת, נוצרו תנאים שאפשרו לגייס סכומי כסף ניכרים כהעברות וכאשראי לזמן ארוך על ידי הסקטור הציבורי. גיוס הכספים שלא לווה בעלייה בעודף היבוא, כמסבר לעיל, אפשר את הגידול ביתרות מטבע החוץ של המשק.

5. הסקטורים הפינאנסיים כמערכת זרמי הכספים

התפקיד שממלאים הסקטורים הפינאנסיים במשק קשור בעיקרו בהגברת היעילות הכלכלית של תהליכי החיסכון וההשקעה, כך, שפעולתם בתחום הריאלי מצומצמת — היא קשורה בעיקר בהכנסות ובהוצאות הנובעות מתיווך פינאנסי — ועודפי הביקוש או ההיצע של סקטורים אלה הם זעומים. במילים אחרות, פעילותם של הסקטורים הפינאנסיים כמעט שאינה משתקפת בלוחות ט"ו-2 וט"ו-4 שכן עיקר העניין בפעילותם אינו בסכומי האשראי הכוללים שהם מקבלים ונותנים

¹ על השפעת הירידה בהזרמת האשראי נטו על הביקוש המצרפי באותה שנה ראה בנק ישראל, דין וחשבון 1966, עמ' 355.

² אותן חברות הסקטור הציבורי, שנתנו ופרעו אשראי לחוץ לארץ בשנת 1967, קיבלו אשראי נטו מהסקטור הציבורי בהיקף ניכר.

(אלה, בהכרח, קרובים למדי זה לזה) אלא בהרכב מקורות המימון שלהם ובהקצאת הקרנות מצידם.¹

לסקירה על זרמי האשראי בין הסקטורים במשק נקדים מספר הערות כלליות על התכונות המאפיינות את הסקטורים הפינאנסיים השונים באשר למקורות המימון והשימוש בהם: א. מערכת הבנקאות — לסקטור זה שתי תכונות המייחדות אותו מן הסקטורים הפינאנסיים האחרים. האחת קשורה בעובדה שחלק ניכר מהתחייבויות המערכת הינן אמצעי תשלום. להבדיל מסקטורים פינאנסיים אחרים, שיכולתם לתת אשראי מותנית בגיוס מקורות מימון מסקטורים אחרים, מערכת הבנקאות אינה כפופה למגבלה זו. על ידי מתן אשראי נוצרים אמצעי תשלום, המוצגים במערכת זרמי הכספים כ"מקורות מימון", אף כי הם שונים במהותם ממקורות המימון של סקטורים פינאנסיים אחרים.

השנייה, היא היות הסקטור במשך שנות ה-60 (להוציא את 1966) סקטור הנותן אשראי נטו לחוץ לארץ. צבירת יתרות מטבע חוץ במערכת הבנקאות היא, מבחינה מושגית, אשראי שניתן לסקטור חוץ לארץ.

בדין וחשבון זה שונה היחס לעסקות תיווך השטרות. בשנים קודמות סווגו עסקות התיווך בשטרות כעסקות אשראי ישירות שהתבצעו בין משקי הבית וסקטור העסקים.² הטעם לשינוי הוא כי בעסקות התיווך בשטרות קובעים המוסדות הבנקאיים את שער הריבית ללווים ולמלווים, הם מחליטים על הקצאת האשראי ממקור זה ונוטלים על עצמם ערבות לפירעון. תפקידים אלה מצדיקים את ראיית התיווך בשטרות כעיסקה שבה מגייסים המוסדות מקורות ומקצים אותם בין מבקשי האשראי השונים. במילים אחרות, יש לראות את התיווך בשטרות כזרמי אשראי העוברים דרך המוסדות הבנקאיים.³

ב. מוסדות הגמל והביטוח — אלה הם מוסדות החיסכון העיקריים בישראל; הם מגייסים את מרבית קרנות המימון שלהם ממשקי הבית ומשקיעים ברכישת איגרות חוב. ההשקעה באיגרות החוב נעשית בהכוונה ממשלתית השוללת, במידה רבה, את מעמדם כמתווכים פינאנסיים עצמאיים. בגלל משקלם הנכבד של מוסדות הגמל והביטוח בשוק ההון הופכת ההכוונה של הכספים הנצברים בהם המכשיר העיקרי לשליטת הממשלה בשוק איגרות החוב. תוצאות ההכוונה הן שמוסדות הגמל חייבים להשקיע לא פחות מ-80 אחוזים מהצבירה בהם בניירות ערך שאישר האוצר (מחצית מההשקעה בניירות ערך מאושרים מופנית למפעלים ומוסדות הסתדרותיים). הצבירה של חברות הביטוח מופנית בעיקרה, לרכישת ניירות ערך ממשלתיים וניירות ערך של חברות הסקטור הציבורי. ג. המוסדות הכספיים — קבוצה זו של מתווכים פינאנסיים פועלת בעיקר בשוק לאשראי לזמן ארוך ומגייסת את רוב המקורות העומדים לרשותה על ידי הנפקת איגרות חוב לקופות הגמל וקבלת אשראי מחוץ לארץ וממערכת הבנקאות.⁴ מקורות אלה מוכוונים במידה רבה על ידי הממשלה המווסתת את היקפם וקובעת את הקצאת האשראי ומחירו. רוב האשראי שניתן על ידי

¹ ראוי לציין, כי, בדרך כלל, אין רואים, במתן אשראי מתוך פיקדונות למתן אשראי פעולת תיווך פינאנסי, כאשר למוסד הפינאנסי אין אפשרות להחליט באופן עצמאי על הקצאת כספי פיקדונות אלה. כך, למשל, אין רואים באשראי מתוך פיקדונות הממשלה, שנותנים המוסדות הבנקאיים והכספיים, זרם כספים העובר דרך המוסדות, אלא רואים בו אשראי שנתנה הממשלה באופן ישיר לסקטורים הלווים. בגלל קשיים סטטיסטיים לא ניתן להפריד בכל המקרים סוג זה של עיסקות והן גירשמות בחלקן כזרמים העוברים דרך המוסדות הפינאנסיים.

² גישה זו הסתמכה על האספקט הפורמלי של פעולת התיווך בשטרות שלפיו אין המוסד הבנקאי צד ישיר בעיסקה, וכי היא נעשית בין משקי הבית והעסקים.

³ ראה הסקירה "תיווך בשטרות במשק הישראלי, 1963 עד 1967", סקר בנק ישראל 30, ירושלים, 1968.

⁴ עיקר האשראי המתקבל ממערכת הבנקאות לובש צורה של רכישת איגרות חוב של המוסדות הכספיים מכספי תכניות החיסכון שמנהלים הבנקים.

סקטור זה הוא לזמן ארוך והוא קשור במימון השקעות סקטור העסקים ורכישת דירות מצד משקי הבית.

בנוסף למקורות שהוזכרו לעיל מפקיד הסקטור הציבורי אצל המוסדות חלק ניכר מהכספים שנועדו למתן אשראי לענפי המשק השונים. לגבי כספים אלה מבצעים המוסדות הכספיים את הפעולות הטכניות הקשורות במתן האשראי וגביית הקרן והריבית אך אין הם קובעים את אופן הקצאתו. כפי שצויין לא כוללים נתוני זרמי האשראי המתייחסים למוסדות את קבלת פיקדונות אלה ואת מתן האשראי מתוכם.

ד. שוק ניירות הערך — שוק זה, ובעיקר הנפקות החדשות המתבצעות במסגרתו, ממלא אף הוא תפקיד של מתווך פינאנסי. שוק ניירות הערך הישראלי הוא בראש ובראשונה שוק איגרות חוב, אם כי בשנים 1962 עד 1964 הונפקו בו מניות בסכום ניכר. הקצאת הכספים בשוק זה נעשית רובה ככולה בהכוונה ממשלתית המשפיעה הן על הביקוש לקרנות והן על ההיצע בשוק זה.¹

כדאי לציין כי החל מחודש נובמבר 1966 חדל המילווה קצר המועד מלהיות מכשיר לגיוס כספים על ידי האוצר והפך לאחד מהכלים בעזרתם משפיע בנק ישראל על הנזילות במשק. שינוי זה מתייחס לתפקידו של המילווה כמכשיר לגיוס קרנות אך לא משפיע על מעמדו כנכס בתיק ההשקעות של החוסכים במשק.

ניתן לומר, כי את שוקי ההון לזמן ארוך בישראל מאפיינת התערבות ממשלתית הלוכשת שתי צורות: האחת — גיוס כספים בהיקף ניכר מצד הסקטור הציבורי בחוץ לארץ ומסקטורים מקומיים והקצאתו במישרין. השנייה — הכוונה זרמי האשראי העוברים דרך המתווכים הפינאנסיים, תוך קביעת ייעודי האשראי ומחירו.

בשוקי האשראי לזמן קצר נעשית עיקר זרימת הכספים במסגרות שבהן ממלאים כוחות השוק תפקיד מכריע בגיוס ובהקצאת האשראי. הקצאת האשראי באמצעות התיווך בשטרות ומחירו אינם כפופים להכוונה. הדברים נכונים גם לגבי האשראי מאמצעי המוסדות הבנקאיים אם כי למחירו של אשראי זה גבול עליון שנקבע על ידי חוק הריבית וחלק ממנו מוכוון על ידי בנק ישראל.

השוני במידת ההתערבות הממשלתית בשני השווקים יכול להסביר את השוני בכיוון ההתפתחות של מחירי האשראי לזמן קצר וארוך בשנת 1967.

ההאטה בפעילות הכלכלית והעלייה בהעדפת החיסכון הפינאנסי, שהתרחשו במשק בשנים 1966 ו-1967 יצרו לחצים בכיוון של הורדת שערי הריבית. בשוק הכספים (מימון לזמן קצר) התממשו לחצים אלה, ושערי הריבית ללווים ולמלווים בשוק זה ירדו.²

בשוק ההון (מימון לזמן ארוך) לא גרמו העלייה בהיצע הכספים והירידה בביקוש להם מצד הסקטור הפרטי לירידה בשערי הריבית. הביקוש הרב לכספים בשוק הזה מצד הסקטור הציבורי הביא ליציבות בשיעורי התשואה למלווים. שיפור התנאים לקשת רחבה של לווים בשוק זה הוא ביטוי לרצון הממשלה לעודד את הפעילות הכלכלית על ידי הוזלת עלות המימון לרוכשי דירות ולמשקיעים.

השיקולים העסקיים של המתווכים הפינאנסיים הפועלים בשוק זה הצריכו הפעלת מספר הסדרים עם האוצר, שאפשרו להויל את עלות המימון ללווים מהם למרות היציבות במחיר הקרנות שהם גייסו.³

¹ ראה פרק כ', "שוק ניירות הערך".

² ראוי לציין כי הורדת שיעור התשואה על המילווה קצר המועד, שבה החל בנק ישראל בסוף שנת 1966 ושהסתכמה ב-2 אחוזים בקירוב, סייעה לתהליך.

³ תאור ההסדרים מופיע בפרק כ', "שוק ניירות הערך".

ניתוח זרמי האשראי בין הסקטורים נועד להשלים את התמונה המתקבלת מבדיקת מימון עודפי הביקוש (או השימושים בעודפי ההיצע) של הסקטורים. לוח זרמי האשראי מאפשר לעקוב אחרי מהלך הזרמים ולהצביע על מכלול הקשרים הפינאנסיים המלווים את ביצוע החיסכון וההשקעה על ידי הסקטורים הריאליים. ניתן לטעון, למשל, שקיום עודף היצע על ידי משקי הבית הוא שאפשר מימון חלק מעודף הביקוש של הסקטור הציבורי על ידי שחרור המקורות הריאליים. אך חלק ניכר מזרמי הכספים הקשורים בתהליך העברת המקורות אינם ישירים. משקי הבית חוסכים בעיקר על ידי הפקדה במערכת הבנקאות ובסקטור הביטוח והגמל, ורק חלק קטן מחסכונם הפינאנסי קשור במתן אשראי לסקטור הציבורי.

בעת בדיקת יחסי האשראי בין הסקטורים במשק, חשוב להבחין בין האינפורמציה הניתנת בלוח ט"ז-5 מזה, ובלוח ט"ז-6 מזה. זרימת אשראי בין-סקטורלית הינה דו-סטרית במקרים רבים: הסקטור הציבורי לוה ממשקי הבית על ידי מכירת איגרות חוב, ומלווה להם למטרות שיכון; מוסדות הגמל מקבלים אשראי מהעסקים במסגרת צבירת קרנות פיצויים ומלווים להם כחלק מן ההשקעה המוכרת, וכן גם במקרים אחרים. יש עניין בגודלו של כל זרם בנפרד, אך כדי לדעת איזה סקטור העמיד קרנות לרשות משנהו בסיכום כולל, יש לנכות אם הזרמים זה מזה. יש לשים לב לכך, כי סקטור מעמיד קרנות לרשות משנהו לא רק על ידי מתן הלוואות חדשות, אלא גם על ידי פירעון הלוואות שניתנו בעבר וגם עובדה זו משתקפת בבהירות במערכת זרמי האשראי ברוטו.

ניתוח השינויים, שחלו במערכת זרמי האשראי (המוצגת בלוחות ט"ז-5 וט"ז-6) מחייב זהירות רבה בפירוש הנתונים לגבי הסקטור הפרטי בכלל, וכל אחד ממרכיביו בפרט. הדבר נובע מגודלו של סעיף הטעויות וההשמטות במאזן התשלומים של המשק ומן האפשרות שבשנת 1966 חלו שינויים גדולים שלא אותרו בזרמי האשראי בין העסקים למשקי הבית. השינויים החשובים שחלו במערכת זרמי האשראי בשנים 1966 ו-1967 היו כדלקמן:

א. באשראי ברוטו שהזרימו משקי הבית לשאר הסקטורים חלה התייצבות בשנת 1967, לאחר הקפיצה הגדולה שהתרחשה בשנת 1966. הגידול הרב ברכישת נכסים פינאנסיים בשנת 1966 היה המאפיין העיקרי את התנהגות משקי הבית במעבר מתקופת הצמיחה של המשק למיתון הכלכלי. העוצמה של העדפת הנכסים הפינאנסיים לא התחזקה, כנראה, בשנת 1967 וכמו כן לא חל בשנת 1967 שינוי בולט בהתחלקות הסקטוראלית של האשראי ברוטו שנתנו משקי הבית. מקבלי האשראי העיקריים המשיכו להיות מערכת הבנקאות, מוסדות הגמל והביטוח והסקטור הציבורי. ראוי לציין, כי בשנת 1967 חל שינוי דראסטי בהרכב האשראי שנתן הסקטור למערכת הבנקאות. יתרת השטרות בתיווך שהחזיקו משקי הבית ירדה ב-279 מיליון ל"י, לעומת זאת, גדלו הפקדות משקי הבית (בתכניות חסכון, חשבונות פז"ק ותמ"מ ופיקדונות לזמן קצוב) בשיעור ניכר וכן גדלה החזקת פיקדונות עובר ושב ומזומנים. הירידה בשטרות בתיווך והעלייה בהפקדות היא, במידה רבה, תוצאה של המשבר שפקד את ענף הבנקאות בתחילת השנה. הפרשות משקי הבית למוסדות הגמל הן הצורה העיקרית של חיסכון חוזי במשק הישראלי. אי לכך, השינויים שחלים בסכום ההפרשות הם במידה מכרעת תוצאה של התפתחויות בתחום התעסוקה, השכר והתנאים הסוציאליים ותלותם בשינויים בדפוסי החיסכון קטנה². הגידול הניכר באשראי שנתנו משקי הבית לסקטור הציבורי — 344 מיליון ל"י בשנת 1967

¹ יש לזכור כי זרמי האשראי המוצגים בלוחות פרק זה אינם כוללים שינויים בערך הנכסים והתחייבויות הפינאנסיים שחלו כתוצאה מפירות הל"י בנובמבר 1967.

² בדבר הסבר לגידול בהפרשות לקופות הגמל בשנת 1967, שנה שבה לא עלו תשלומי השכר במשק, ראה פרק י"ח, "הפעולות הכספיות של מוסדות הגמל והביטוח".

לוח ט"ז-5

זרמי האשראי ברוטו בין הסקטורים, 1966 ו-1967 *

(מיליוני ל"י)

מקבל	הסקטור הציבורי	חברות הסקטור הציבורי	מלכ"ר	עסקים	משקי בית	סך האשראי לסקטורים מקומיים ריאליים	חוץ לארץ	מערכת הבנקאות	מוסדות הגמל והביטוח	מוסדות כספיים	סך האשראי שניתן
הסקטור הציבורי											
1966	XX	303	31	131	191	656	353	-86	7	105	1,035
1967	XX	449	20	153	228	850	628	435	17	214	2,144
חברות הסקטור הציבורי											
1966	37	XX	—	46	46	129	68	13	1	10	221
1967	42	XX	—	53	53	148	130	46	4	20	348
מלכ"ר											
1966	2	—	XX	4	6	12	—	-1	—	3	14
1967	19	—	XX	4	6	29	—	37	—	—	66
עסקים											
1966	145	23	8	XX	**	176	165	28	27	17	413
1967	131	17	14	XX	**	162	255	100	25	46	588
משקי בית											
1966	247	22	10	**	XX	279	****28	628	338	28	1,301
1967	344	17	16	**	XX	377	****25	660	370	22	1,454

חוץ לארץ

1,158	134	—	69	×	×	955	**	108	—	2	845	1966
1,555	71	—	187	×	×	1,297	**	161	—	45	1,091	1967

מערכת הבנקאות

765	84	—	×	×	-1	682	7	471	24	19	161	1966
1,665	122	1	×	×	408	1,134	-31	77	24	34	1,030	1967

מוסדות הגמל
והביטוח

390	159	×	×	63	4	164	21	21	14	21	87	1966
426	145	×	×	57	—	224	-7	22	8	24	177	1967

מוסדות כספיים

578	×	×	3	42	1	532	80	178	—	30	244	1966
650	×	×	-1	106	11	534	56	162	—	30	286	1967

סך האשראי שנתקבל

5,875	540	376	756	618	3,585	351	959	87	420	1,768	1966
8,896	640	416	1,628	1,457	4,755	305	632	82	616	3,120	1967

טעויות והשמטות ***

—	29	-13	3	87		-102		2	—	-6	1966
—	-7	-9	35	355		-402		12	-3	19	1967

* הנתונים לשנת 1966 תוקנו. העסקות עם חוץ לארץ מוערכות בשנת 1967 לפי השער 3.06 ל"י = 1 דולר. הפרשי השיערוך שיער הפיחות לא נרשמו כזרמי אשראי. כדון וחשבון זה שונה היחס לשני סוגים של זרמי אשראי: (1) עסקות התייך בשטרות מוצגות כזרם בין משקי הבית ומערכת הבנקאות ובין מערכת הבנקאות וסקטור העסקים. (2) ספיגת אמצעי תשלום הנעשית באמצעות פעולות בשוק הפתוח מוצגת כהקטנה באשראי שנותנת מערכת הבנקאות לסקטורים שרכשו ניירות ערך בשוק הפתוח.

** אין נתונים על זרמי האשראי בין סקטורים אלה.

*** הטעויות וההשמטות בעמודה של סקטור חוץ לארץ ושל הסקטור הפרטי (עסקים ומשקי בית) גובעות, בחלקן המכריע, מסעיף הטעויות וההשמטות במאזן התשלומים הבינלאומיים של המשק.

**** נתונים חלקיים — רכישת ניירות ערך זרים על ידי משקי-בית.

לוח ט"ז-6

זרמי האשראי נמו בין הסקטורים, 1966 ו-1967 *

(מיליוני ל"י)

מקבל	הסקטור הציבורי	חברות הסקטור הציבורי	מלכ"ר	עסקים	משקי בית	סך האשראי לסקטורים מקומיים ריאליים	חוץ לארץ	מערכת הבנקאות	מוסדות הגמל והביטוח	מוסדות כספיים	סך האשראי שניתן
נותן											
הסקטור הציבורי											
1966	XX	266	29	—	—	295	—	—	—	—	295
1967	XX	407	1	22	—	430	—	—	—	—	430
חברות הסקטור הציבורי											
1966	—	XX	—	23	24	47	66	—	—	—	113
1967	—	XX	—	36	36	72	85	12	—	—	169
מלכ"ר											
1966	—	—	XX	—	—	—	—	—	—	3	3
1967	—	—	XX	—	—	—	—	13	—	—	13
עסקים											
1966	14	—	4	XX	**	18	57	—	6	—	81
1967	—	—	10	XX	**	10	94	23	3	—	130
משקי בית											
1966	56	—	4	**	XX	60	****28	621	317	—	1,026
1967	116	—	10	**	XX	126	****25	691	377	—	1,219

חוץ לארץ											
695	133	—	70	××	492	**	—	—	—	492	1966
523	60	—	—	××	463	**	—	—	—	463	1967
מערכת הבנקאות											
763	42	—	××	—	721	—	443	25	6	247	1966
832	16	—	××	221	595	—	—	—	—	595	1967
מוסדות הגמל והביטוח											
337	156	××	63	4	114	—	—	14	20	80	1966
390	146	××	56	—	188	—	—	8	20	160	1967
מוסדות כספיים											
372	××	—	—	—	372	52	161	—	20	139	1966
232	××	—	—	—	232	34	116	—	10	72	1967
סך האשראי שנתקבל											
3,685	334	323	754	155	2,119	76	627	76	312	1,028	1966
3,938	222	380	795	425	2,116	70	174	29	437	1,406	1967
טעויות והשמטות ***											
—	29	-13	3	87		-102		2	—	-6	1966
—	-7	-9	35	355		-402		12	-3	19	1967

* הנתונים לשנת 1966 תוקנו. העסקות עם חוץ לארץ מוערכות בשנת 1967 לפי השער 3.06 ל"י = 1 דולר. הפרשי השיערוך שיצר הפיחות לא נרשמו כזרמי אשראי. בדין וחשבון זה שונה היחס לשני סוגים של זרמי אשראי: (1) עסקות התיווך בשטרות מוצגות כזרם בין משקי הבית ומערכת הבנקאות ובין מערכת הבנקאות וסקטור העסקים. (2) ספינת אמצעי תשלום הנעשית באמצעות פעולות בשוק הפתוח מוצגת כהקטנה באשראי שנותנת מערכת הבנקאות לסקטורים שרכשו ניירות ערך בשוק הפתוח.

** אין נתונים על זרמי האשראי בין סקטורים אלה.

*** הטעויות וההשמטות בעמודה של סקטור חוץ לארץ ושל הסקטור הפרטי (עסקים ומשקי בית) נובעות, בחלקן המכריע, מסעיף הטעויות וההשמטות במאזן התשלומים הבינלאומיים של המשק.

**** נתונים חלקיים — רכישת ניירות ערך זרים על ידי משקי"בית.

לעומת 247 מיליון ל"י ב-1966 — מבטא בעיקר את הגידול בגיוס כספים מצד הממשלה שנעשה באמצעות איגרות חוב.¹

יש לשים לב, כי החל מסוף שנת 1966 חדל המילווה קצר מועד להיות מכשיר למימון פעולות הממשלה. הפיכתו לכלי של מדיניות מוניטארית, שתפקידו להשפיע על הנזילות במשק, שינתה את ההתייחסות אליו במערכת זרמי האשראי, למרות שמנקודת ראות משקי הבית הרוכשים את המילווה לא חל כל שינוי.²

באשראי ברוטו שקיבלו משקי הבית מהסקטור הציבורי חל בשנת 1967 גידול. העלייה באשראי זה משקפת, בעיקר, את מאמצי הסקטור הציבורי לעודד את הפעילות בענף הבנייה על ידי הקלת תנאי האשראי לרוכשי דירות.

על אף עלייה זו בתקבולי האשראי ברוטו מן הסקטור הציבורי, גדל האשראי נטו שהורישו משקי הבית לסקטור בשנת 1967 והגיע ל-116 מיליון ל"י לעומת 56 מיליון ל"י בשנת 1966.

ביטוי ישיר להעדפת החיסכון הפינאנסי על רכישת דירות מוצאים בירידה באשראי ברוטו שקיבלו משקי הבית מהמוסדות הכספיים (בעיקר בנקים למשכנתאות) בשנת 1967. בשנת 1966, בהשוואה ל-1965, לא השתנה היקף המימון ממקור זה. הסיבה לכך היתה, כנראה, שהירידה ברכישת דירות קווצה על ידי עלייה בגודל ההלוואה הממוצעת שניתנה לרוכשי הדירות.³

ב. התופעה הבולטת ביותר בזרמי האשראי של סקטור העסקים היא התפתחות האשראי שקיבל הסקטור ממערכת הבנקאות. אשראי זה הגיע בשנת 1966 ל-471 מיליון ל"י, לעומת 259 מיליון ל"י, שנתקבלו בשנת 1965. עלייה זו בהיקף האשראי בשנה שבה חלה ירידה בפעילות העסקית של הסקטור נראית תמוהה. ניתן להעלות שני הסברים לדבר: נראה, שבשנת 1966 חלה עלייה בביקוש לאשראי שהיא תוצאה ישירה של המיתון. חלק מהעסקים נאלץ לממן את הגידול הלא-רצוני במלאי ובאשראי ללקוחות, שנוצר עקב החלשת הביקוש המצרפי, על ידי קבלת אשראי בנקאי ואשראי באמצעות התיווך בשטרות. בנוסף על כך סביר להניח, כי המספרים לשנת 1966 מוטים כלפי מעלה. הטיה זו נגרמה עקב הכללת האשראי שקיבלו סקטורים אחרים (בעיקר רשויות מקומיות, מלכ"ר וחברות הסקטור הציבורי) באמצעות התיווך בשטרות באשראי שקיבלו העסקים בגלל העדר נתונים על ההתחלקות הענפית של התיווך בשטרות.⁴

הגידול באשראי שקיבל הסקטור ממערכת הבנקאות בשנת 1967 (77 מיליון ל"י) הוא נמוך במידה רבה מהאשראי שקיבל הסקטור בשנים בהן היה גידול בהיקף פעילותו הכלכלית. ניתן ליחס ירידה זו באשראי לשני גורמים: הגורם הראשון הוא הרמה הנמוכה של הפעילות הכלכלית של הסקטור בשנה זו ואשר בניגוד לשנת 1966 היתה מלווה בהשקעה שלילית במלאי (ירידה בגודלו המוחלט של המלאי). הגורם השני קשור לזרמי האשראי שבין העסקים ומשקי הבית שעליהם אין לנו נתונים ויש להסתפק בהעלאת השערות על כיוונם. ייתכן שבשנת 1967 פרעו משקי הבית לעסקים חלק מהאשראי נטו שהתקבל בשנת 1966 ואשר לפי ההשערה חל בו גידול ניכר בשנה זו. מקור זה לכספים יכול היה לספק חלק מהביקוש לקרנות בשנת 1967 מבלי שיגדל האשראי שקיבלו

¹ בין איגרות החוב שנמכרו נכללים גם מילווה הקליטה ומילווה הביטחון, שרכישתם לא התבססה על שיקולי השקעה רגילים. נוסף על זאת היה חסכון משקי הבית גורם עקיף לגידול בהנפקה של מילווה הפיתוח — חלק מההשקעות מוסדות הגמל והבנקים (מכספי תוכניות חיסכון) היה באיגרות חוב אלה. ראה פרק כ', "שוק ניירות הערך".

² בלוח ט"ו-5 מתבטא השינוי במעמד על ידי החסרת 26 מיליון ל"י בשנת 1966 ו-108 מיליון ל"י בשנת 1967, מהאשראי שקיבל הסקטור הפרטי ממערכת הבנקאות. הפצת המילווה בתקופה עד נובמבר 1966 נרשמה כאשראי שנתן הסקטור הפרטי לסקטור הציבורי. איילמלא שינוי זה היה מתקבל כי רכישת ניירות ערך ממשלתיים בשנת 1967 היתה גבוהה מזו שב-1966 ב-82 מיליון ל"י נוספות.

³ ראה פרק י"ז, "המוסדות הכספיים".

⁴ סדר גודלה של הטיה זו הוא כ-100 מיליון ל"י. ראה בנק ישראל, דין וחשבונו 1966, עמ' 356.

העסקים ממערכת הבנקאות, או לשמש לפירעון חלק מהאשראי שהתקבל מהמוסדות הבנקאיים ב-1966.¹

בשנת 1967 גדלה החזקת המזומן ופיקדונות עובר ושב של סקטור העסקים בכ-100 מיליון ל"י. גידול זה בהחזקת אמצעי תשלום בידי העסקים הוא תוצאה ישירה של ההתרחבות המוניטארית הרבה שחלה במשק בשנת 1967. בלוח ט"ו-5 מתבטא הגידול בהחזקת אמצעי התשלום בגידול באשראי ש"נתנו" העסקים למערכת הבנקאות על אף האופי המיוחד של זרם כספי זה.²

בשנת 1967 חלה ירידת מה באשראי שנתנו העסקים לסקטור הציבורי. ירידה זו מבטאת פירעון של אשראי לזמן קצר על ידי המוסדות הלאומיים והרשויות המקומיות מחד גיסא, ומתן אשראי על ידי העסקים הקשור ברכישת מילווה הביטחון, מאידך גיסא.³

העלייה הקלה באשראי לזמן ארוך שקיבלו העסקים מהסקטור הציבורי מבטאת רק חלק קטן ממאמצי הסקטור הציבורי לעודד את הפעילות הכלכלית. זאת משום שעיקר השפעתו של הסקטור הציבורי על היקף המימון של העסקים לבש צורה של התערבות בתהליך הקצאת האשראי הניתן על ידי הסקטורים הפינאנסיים.

נתוני לוח ט"ו-5 מצביעים על עלייה באשראי שנתנו העסקים לחוץ לארץ, אך בגלל מהימנות לא מספקת של הנתונים על סוג זה של אשראי, ספק רב אם הם משקפים במדויק את מה שהתרחש.⁴

ג. האשראי — ברוטו ונטו — שקיבל הסקטור הציבורי ממערכת הבנקאות והאשראי ברוטו שהתקבל מחוץ לארץ עלו בשנת 1967 במידה נכבדה. ניצול שני מקורות מימון אלה היה הגורם העיקרי להתרחבות המוניטארית הרבה שחלה במשק בשנת 1967. סביר להניח, כי נכונות הסקטור הציבורי לממן חלק כה גדול מפעולותיו באופן שיגדיל את הנוטיות בשוק היתה תוצאה של המיתון החמור בפעילות הכלכלית והאבטלה ששררה במשק בחצי הראשון של 1967. בתנאים כאלה יש לגידול בפעולות הסקטור הציבורי המלווה בהתרחבות מוניטארית השפעה מרחיבה על הפעילות הכלכלית אך אין הוא יוצר לחצים אינפלציוניים.

כפי שהוזכר לעיל, אפשר לנתח את השפעת דרכי המימון של הסקטור הציבורי על ידי בדיקת תוצאות העברת הפיקדונות לזמן קצר שהחזיק הסקטור הציבורי בחוץ לארץ ב-1967 לבנק ישראל. פעולה זו היתה מביאה להקטנת גודל האשראי נטו שקיבל הסקטור הציבורי מבנק ישראל ב-300 מיליון ל"י ומגדילה את האשראי נטו שקיבל הסקטור מחוץ לארץ בסכום זה.⁵ שינוי זה בצורת הרישום היה מביא למסקנה כי בשנת 1967 לא חל גידול באשראי נטו שהתקבל ממערכת הבנקאות וכי כל הגידול בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי בשנת 1967 מומן על ידי גיוס כספים בחוץ לארץ. מאחר שההשפעה המרחיבה של אשראי ממערכת הבנקאות זהה לזו של המרת תקבולים מחוץ לארץ לא משתנות המסקנות דלעיל עקב שינוי צורת הרישום.

¹ על אימפליקציה נוספת של השערות אלה אפשר לעמוד מתוך לוח ט"ו-3. אם השערות אלה נכונות, היינו מקבלים מהלך שונה של התפתחות עודף הביקוש וההיצע של העסקים ומשקי הבית בשנים 1966 ו-1967. שיעור העלייה בעודף ההיצע של משקי הבית בשנת 1966 היה קטן (בהשוואה לחישוב המופיע בלוח) ושיעור העלייה בשנת 1967 היה גדל. לעומת זאת, היה שיעור הירידה בעודף הביקוש של העסקים בשנת 1966 גדל וזה שבשנת 1967 היה קטן.

² כפי שהוסבר לעיל, אין לפרש עלייה זו בהחזקת אמצעי תשלום כפעולה מקובלת של מתן אשראי בגלל התפקיד הפאסיבי שממלא "נותן" האשראי במקרה זה.

³ בשנת 1966 קיבלו המוסדות הלאומיים והרשויות המקומיות אשראי לזמן קצר מסקטור העסקים בעיקר בצורה של אשראי ספקים מסוגים שונים.

⁴ כפי שכבר הוסבר, בגלל שיטת אומדן השארית שבעזרתה מתקבלים הנתונים על פעולות הסקטור הפרטי קיימת תלות רבה בין גודל סעיף הטעויות וההשמטות במאזן התשלומים הבינלאומיים של המשק לבין אומדן זרמי האשראי שבין סקטור העסקים וסקטור חוץ לארץ.

⁵ כמו כן היה השינוי בצורת הרישום מביא להגדלת יתרות מטבע החוץ המוחזקות על ידי בנק ישראל ב-300 מיליון ל"י.

את מהלך המימון על ידי מערכת הבנקאות וחץ לארץ ניתן להבין על ידי הצגת האשראי ברוטו שקיבל הסקטור הציבורי משני הסקטורים והפקדותיו בבנק ישראל. העלייה באשראי ברוטו שקיבל הסקטור הציבורי ממערכת הבנקאות — 1,030 מיליון ל"י בשנת 1967 לעומת 161 מיליון ל"י ב-1966 — לבשה צורה של גידול באשראי ומקדמות, ואילו הגידול בגיוס ההון בחוץ לארץ השתקף בעלייה בפיקדונות הסקטור הציבורי בבנק ישראל (ולכן בהקטנת האשראי נטו שנתקבל ממערכת הבנקאות).

יש לשים לב, כי מאחורי היציבות בהזרמת אשראי נטו לסקטורים הלא-מוניטאריים בשנת 1967 בהשוואה ל-1966 עומדת עלייה בסכומים שגייס הסקטור הציבורי ובאשראי שניתן לענפי המשק השונים. במלים אחרות, היקף פעילות התיווך הפינאנסי של הסקטור הציבורי גדל במידה ניכרת בשנה זו.

ד. בשנת 1967 חל גידול ניכר באשראי — ברוטו ונטו — שקיבל חברות הסקטור הציבורי מהסקטור הציבורי. העלייה באשראי היתה גדולה יותר מן ההתרחבות בעודף הביקוש של החברות וכך יכלו החברות להזרים כספים לסקטורים אחרים. עיקר הזרמת הכספים לבש צורה של פירעון חובות ומתן אשראי ללקוחות בחוץ לארץ והגדלת ההפקדות ופירעון אשראי ממוסדות בנקאיים. ה. סקטור חוץ לארץ הגדיל בשנת 1967 את האשראי ברוטו ונטו שקיבלו ממנו הסקטורים הריאליים המקומיים. העלייה ביתרות מטבע החוץ של המדינה השתקפה באשראי נטו שנתנה מערכת הבנקאות לחוץ לארץ (ובפיקדונות הסקטור הציבורי בחוץ לארץ), לאחר שבשנה הקודמת קיבלה המערכת אשראי ממקור זה: (כלומר, היתה ירידה ביתרות מטבע חוץ). העלייה ביתרות מטבע החוץ מבטאת את האופי המיוחד של גיוס ההון בחוץ לארץ בשנת 1967. בשנה זו היה גיוס הכספים בקרב יהדות העולם על ידי הסקטור הציבורי הגורם העיקרי שהשפיע על זרמי האשראי בין המשק הישראלי וחץ לארץ. העלייה בגיוס הכספים בחוץ לארץ לא התרחשה כחלק מתהליך של עליית עודף הביקוש של המשק הישראלי — בשנת 1967 לא גדל עודף היבוא של המשק — אלא היתה תוצאה של נכונות יהדות העולם לסייע במימון פעולות הסקטור הציבורי. גיוס הון על ידי מוסדות כספיים בחוץ לארץ בשנת 1967 צומצם, כנראה, בגלל הירידה בביקוש המקומי לאשראי מהמוסדות.

חברות הסקטור הציבורי פרעו בשנת 1967 סכומים ניכרים לחוץ לארץ אך גם קיבלו שם אשראי בעת רכישת אגרות ומטוסים.

ו. מערכת הבנקאות צימצמה בשנת 1967 את האשראי ברוטו ונטו שנתנה לסקטורים המקומיים הריאליים, להוציא את הסקטור הציבורי. זאת, לעומת הגידול באשראי זה בשנת 1966. הגורמים לשינויים בביקוש לאשראי מצד הסקטורים השונים כבר נידונו לעיל. עם זאת, יש לציין כי הירידה באשראי שנתנה מערכת הבנקאות היתה מלווה בשינוי הרכבו. המשבר שפקד שלושה בנקים בתחילת השנה גרם לרתיעת הציבור מעסקות התיווך בשטרות. המוסדות הבנקאיים הסתגלו למצב שנוצר על ידי משיכת הכספים שעזבו את התיווך בשטרות לפיקדונות לזמן קצוב ולתכניות חיסכון וביצעו את מתן האשראי מאמצעיהם הרגילים.

ז. בהקצאת האשראי שניתן מאת מוסדות הגמל והביטוח חל בשנת 1967 שינוי בולט: באשראי שהזרימו המוסדות לסקטור הציבורי חלה עלייה, ואילו באשראי שניתן לשאר הסקטורים במשק חלה ירידה. שינוי זה בהרכב האשראי של המוסדות משקף, את הגידול בצרכי המימון של הסקטור הציבורי, ולצידו את הירידה בביקוש לאשראי מצד הסקטור הפרטי.

ח. מקורות המימון העיקריים של המוסדות הכספיים נשארו האשראי שמקבל הסקטור ממוסדות הגמל והביטוח, מסקטור חוץ לארץ ומהמוסדות הבנקאיים. לסכומים הגדולים המועברים לרשות המוסדות הכספיים על ידי הסקטור הציבורי כפיקדונות למתן הלוואות אנו מתיחסים כפי שהזכרנו לעיל, כאשראי הניתן במישרין מן הממשלה ללווים הסופיים.

בשנת 1967 חלה ירידה במתן אשראי על ידי המוסדות הכספיים שנגרמה, כנראה, על ידי הירידה בביקוש לאשראי מצד ענפי המשק השונים.