

זרמי הכספים במשק

1. מפגרת הניתוח¹

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

מערכת זרמי הכספים שונה מהמערכת המקובלת של החשבונות הלאומיים בשתי בחינות חשובות: מערכת זרמי הכספים כוללת את העסקות הפינאנסיות (קבלת אשראי ומתן אשראי מסוגים שונים) של הסקטורים המקומיים, עסקות שאינן נכללות במערכת החשבונות הלאומיים. המיון הסקטוריאלי של היחידות הכלכליות במערכת זרמי הכספים הוא לפי אופי היחידה, הקובע את דפוסי התנהגותה (היחידות ממויינות לפי תחומי פעילות כלכלית ולפי הבעלות עליהן). המיון הסקטוריאלי במערכת החשבונות הלאומיים נעשה בעיקר לפי הפונקציה הכלכלית של היחידות (יחידות יצרניות, יחידות צורכות, יחידות משקיעות וכו').

במערכת זרמי הכספים של המשק הישראלי מבחינים בתשעה סקטורים הממויינים לשלוש קבוצות:

- א. הסקטורים המקומיים הריאליים: אלו הם סקטורים מקומיים, שעיקר פעולתם הוא בתחום הייצור או הצריכה של סחורות ושירותים. הקבוצה כוללת את משקי הבית, סקטור העסקים הלא-פינאנסיים², הסקטור הציבורי (הממשלה, המוסדות הלאומיים והרשויות המקומיות), חברות הסקטור הציבורי³ והמוסדות שלא למטרת רווח.
- ב. הסקטורים המקומיים הפינאנסיים: מערכת הבנקאות (המוסדות הבנקאיים ובנק ישראל), המוסדות הכספיים (בעיקר בנקים למשכנתאות ולפיתוח וחברות להשקעה), קופות הגמל וחברות הביטוח.
- ג. סקטור "חוץ לארץ": עליו נמנות כל היחידות הכלכליות שמחוץ למשק הישראלי.

מערכת זרמי הכספים מתארת שתי קבוצות של עסקות כספיות בין הסקטורים השונים: א. עסקות ריאליות: קנייה ומכירה של סחורות ושירותים (בחשבון שוטף ובחשבון הון), מתן תשלומי העברה (בעיקר מיסים ומענקים) וקבלתם. לצורך ניתוח זרמי הכספים מוגדר סקטור כבעל "עודף ביקוש", אם הכנסותיו ממכירות

¹ הסברים נוספים על שיטת הניתוח של זרמי הכספים מצויים בפרקים על זרמי הכספים במשק בדינים וחשבונות השנתיים של בנק ישראל משנת 1959 ואילך.

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 משקי הבית לעסקים הפרטיים. 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 הוואר 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.

ותקבולי העברה מקומיים אינן מכסות את הוצאותיו בחשבון שוטף ובחשבון הון ואת תשלומי ההעברה המקומיים. כך שהוא נזקק לאשראי מסקטורים מקומיים או למימון מחוץ לארץ (תקבולי העברה ואשראי). השינויים בעודפי הביקוש של הסקטורים השונים הם, כפי שנראה להלן, אינדיקטור להשפעתם של הסקטורים על רמת הביקוש במשק.

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

הנתונים על זרמי הכספים מתקבלים מחשבונות התשלומים והתקבולים של הסקטורים, חשבונות, שנהוג לכנותם "מאזני תשלומים סקטוריאליים". ואמנם, יש דמיון מושגי בין מבנה חשבונות אלה ובין מבנה מאזן התשלומים הבינלאומיים של המשק. הקניות דומות ליבוא והמכירות ליצוא. אך להעברות חד צדדיות יש משמעות שונה במקצת בשני החשבונות. גם בין המושג "גירעון בחשבון השוטף" ובין "עודף הביקוש", כפי שהוגדר לעיל, יש הקבלה: משק המקיים גירעון בחשבון השוטף וסקטור המקיים עודף ביקוש, שניהם נזקקים למימון חיצוני.

ניתוח זרמי הכספים מבוסס על ההנחה, כי במשק מודרני, שבו קשור רוב הפעילות הכלכלית בזרמי כספים בין היחידות השונות, קיימת תלות בין העסקות הריאליות והפינאנסיות שעורכות היחידות, וכי ההתפתחויות בשוקי ההון יכולות לסייע להבנת ההתפתחויות בשווקים הריאליים.

עודף הביקוש של סקטור, ובמיוחד השינויים בו, מצביע על השפעת הסקטור על הביקוש המצרפי. גודל זה מציין את ההפרש בין השימוש במקורות ריאליים על ידי סקטור ובין תרומתו להיצע המקורות הריאליים.¹

אינדיקטור נוסף להשפעה על רמת הביקוש ניתן לראות בעסקות האשראי של סקטור, דהיינו, בסכומי האשראי שהוא מעמיד לרשות סקטורים אחרים למימון עודפי הביקוש שלהם. סקטור בעל עודף ביקוש יכול לתת אשראי לאחרים, אם תקבולי ההעברה שלו מחוץ-לארץ והאשראי שהוא מקבל עולים בסכומם על עודף הביקוש שלו. קשה לקבוע קשר סיבתי בין מימון עודף ביקוש ליצירתו, כלומר, אין אנו יכולים לומר, על יסוד מערכת זרמי הכספים, אם אפשרויות מימון הן שהניעו סקטור להרחיב את הביקוש, או שהרחבת הביקוש חייבה מציאת מקורות מימון (אף כי קיים בעניין זה הבדל בין הסקטור הציבורי לסקטור הפרטי — האחרון יתקשה יותר מן הראשון לתכנן ולבצע הוצאות, לפני שקיימים המקורות למימון ההוצאה).

היעדר 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 לעתים קרובות בעל עודף היצע — חסכון משקי הבית מאפשר מימון השקעות העסקים. בישראל, ייתכן כי גם סקטור משקי הבית הינו בעל עודף ביקוש בשנים האחרונות. איפשרו זאת ההעברות החד-צדדיות הגדולות מחוץ-לארץ, ששימשו, בין היתר, גם להגדלת הצריכה וגם להרחבת השקעות משקי הבית בדור.

¹ 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. גם אשראי מקומי, לא בנקאי, מפחית מכוח הקנייה של הסקטור המלווה, אך לא באותה מידה, משום שברשות המלווה נשאר נכס פינאנסי, כלומר, משתנה הרכב נכסיו, אך לא סך הנכסים שברשותו. עם זאת, יש לזכור, כי הנתונים בדיועדב (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 גדול עם עליית הוצאותיו, בעוד שלחצי הביקוש, שגרמו לעליית המחירים וההוצאות, נבעו מסקטורים אחרים).

2. קווי ההתפתחות העיקריים

בשנת 1966 פחת עודף הביקוש של הסקטור הפרטי (עסקים ומשקי בית) וגדל עודף הביקוש של הסקטור הציבורי. התפתחות זו החלה בשנת 1965 והתעצמה בשנת 1966.

ההשפעה המצמצמת שהיתה לירידה בעודף הביקוש של הסקטור הפרטי לא קווצה על ידי העלייה בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי, דבר המשתקף באי גידול התוצר ב־1966 ובירידה בגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. עודפי הביקוש של חברות הסקטור הציבורי והמוסדות שלא למטרת רווח עלו בשנת 1965 וירדו בשנת 1966 ועל ידי כך החריפו את השפעת הירידה בעודף הביקוש של הסקטור הפרטי בשנה זו (ראה לוח ט"ז¹).

ניתוח השינויים בעודף הביקוש של הסקטור הפרטי בשנים 1965 ו־1966 חייב להיעשות בזהירות רבה, בגלל גודלו של סעיף הטעויות וההשטמות במאזן התשלומים של המשק בשתי השנים. במערכת זרמי הכספים המוצגת בפרק זה מתקבלים נתוני הסקטור הפרטי כנתוני שארית, ולכן מתבטאות הטעויות ואי־ההתאמות בנתוני הסקטורים האחרים בגדלים המיוחסים לסקטור הפרטי².

הירידה בעודף הביקוש של הסקטור הפרטי נבעה מהירידה בהשקעות העסקים שגורמיה היו צמצום העלייה לישראל, ירידה בהעברות והשקעות מחוץ לארץ, הפסקת העלייה ברווחיות ואף ירידתה בכמה תחומים ובהצטברות מלאי של דירות ריקות בידי הבונים. הירידה בהשקעות עקב גורמים אלה הותרפה עם התגברות הציפיות של המשקיעים, בעקבות ההאטה, שחלה בגידול ההכנסות והביקוש שליוו את המיתון. נוסף על כך חל שינוי בהרכב החיסכון של משקי בית והדבר התבטא בהקטנת רכישת דירות ומוצרים בני־קיימא ובהגדלת תיק הנכסים הפינאנסיים הנזילים שברשותם. ירידה זו בביקוש של משקי בית קשורה אף היא לאווירת אי־הוודאות ששררה במשק בשנת 1966 ובציפיות לירידת מחירים של נכסים ריאליים. הגידול בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי קשור לעלייה המהירה בהוצאותיו בשנים 1965 ו־1966 שלא לוותה בגידול מקביל בתקבולי הסקטור מהעברות מקומיות נטו.

עיקר העלייה בהוצאות הסקטור הציבורי היתה בחשבון שוטף, הקניות בחשבון הון השתנו אך במעט וביחד עם הירידה הניכרת בהשקעות הסקטור הפרטי מצאו את ביטוין בירידת סך ההשקעות במשק.

בשנת 1966 חלו מספר התפתחויות בשוקי ההון, שנגזרו מהשינויים ברמת פעילותם של הסקטורים השונים ומהשינויים באופיה.

האשראי נטו, שהזרים הסקטור הציבורי לשאר הסקטורים המקומיים ירד בשנת 1966 במידה ניכרת³. לצורך מימון עודף הביקוש שלו ומתן האשראי ברוטו, גייס הסקטור הציבורי סכומים גדולים בשוקי ההון המקומיים — בהיקף שאפשר לו לבצע את הוצאותיו, למרות הירידה בתקבולי החד צדדיים מחוץ לארץ ובאשראי נטו, שנתקבל מחוץ לארץ. האשראי נטו, שקיבלו משקי הבית, העסקים וחברות הסקטור הציבורי מהסקטור הציבורי ירד בשנת 1966 ורק האשראי נטו למלכ"ר עלה. מאידך גיסא, גדלו תקבולי האשראי של הסקטור הציבורי מהסקטורים מהפינאנסיים. חלק

¹ כך, למשל, אנו מקבלים כי בשנת 1966 היה אומדן עודף הביקוש של הסקטור הפרטי מצד העסקות הריאליות 94 מיליון ל"י ובשנת 1965 430 מיליון ל"י. אומדן עודף הביקוש מצד העסקות הפינאנסיות הוא 326 מיליון ל"י בשנת 1966 ו־524 מיליון ל"י בשנת 1965. רוב רובו של ההפרש בין שני האומדנים נובע מסעיף הטעויות וההשטמות במאזן התשלומים של המשק, ורק חלק קטן ממנו נובע מהטעויות במאזן התשלומים הסקטוריאליים האחרים. עם זאת, יש לשים לב, כי בשתי השיטות מצביעים האומדנים על ירידת עודף הביקוש של הסקטור הפרטי בשנים 1965 ו־1966, אם כי בקצב שונה.

² יש לשים לב כי בדו"ח זה שונה היחס לתקבולי הממשלה ממילווה הקליטה. תקבולים אלה נרשמים עתה כאשראי שקיבלה הממשלה מהסקטורים המקומיים ולא כתקבולי העברה. ראה בעניין זה פרק ז, "פעולות הסקטור הציבורי".

אינדיקטורים להשפעת הסקטורים המקומיים הריאליים על הביקוש במושק,

1964 עד 1966 *

(מיליוני ל"י)

עודף הביקוש	אשראי שניתן לסקטורים מקומיים ריאליים [או נתקבל מהם] **	עיגולים והשמטות	אשראי שהתקבל מסקטורים פינאנסיים [או שניתן להם] ***	אשראי נטו והעברות מתוך-לארץ
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
עסקים ומשקי בית				
1964	828	-108	-143	884
1965	430	-99	-445	870
1966	94	56	-232	726
הסקטור הציבורי				
1964	457	253	196	515
1965	668	406	241	833
1966	876	221	465	630
חברות הסקטור הציבורי				
1964	297	-142	29	126
1965	336	-262	-5	2
1966	232	-250	-11	-59
מוסדות שלא למטרת רווח				
1964	158	-3	5	151
1965	217	-45	14	156
1966	198	-27	36	137
סך כל הסקטורים המקומיים הריאליים				
1964	1,740	—	87	1,676
1965	1,651	—	-113	1,861
1966	1,400	—	209	1,434

* הנתונים לשנים 1964 ו-1965 מתוקנים. 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).

ניכר מהאשראי נטו, שקיבל הסקטור הציבורי נבע ממערכת הבנקאות. קבלת אשראי זה היתה אחד המרכיבים החשובים בהתרחבות המוניטארית בשנת 1966.¹

בתנאים של החלשות הביקוש המצרפי במשק, קשה להעריך את השפעת הזרמת האשראי נטו על הביקוש לסחורות ולשירותים. בשנים ששרר במשק עודף ביקוש נראתה עליית האשראי נטו כגורם, שהרחבתו מביאה לגידול מקביל בביקוש הריאלי. לכן זוהה גודל זה כחלק מ"תרומתו" של הסקטור הציבורי ללחצי הביקוש שנבעו מהסקטור הפרטי ומחברות הסקטור הציבורי. אולם בתנאי רפיון בפעילות הכלכלית והעדר נכונות להשקיע, שוב אינו מתקיים באותה המידה הקשר ההדוק, שהונח בתנאי עודף ביקוש, בין כמות האשראי המוזרמת לסקטור ובין קניותיו הריאליות. נראה, שהירידה בהזרמת האשראי נטו מצד הסקטור הציבורי לא היתה בשנת 1966 בעלת השפעה שתסתור את מלוא השפעתו המרחיבה של הגידול בעודף הביקוש של הסקטור וזאת בגלל הגיוס הרב יחסית של כספים באמצעות מילות קצרי מועד, כפי שיוסבר להלן.

הירידה בעודף הביקוש של הסקטור הפרטי בשנת 1966 לוותה בירידה באשראי נטו מחוץ לארץ, ובהעברות שנתקבלו מחוץ לארץ, בעלייה באשראי שניתן לסקטורים מקומיים ריאליים ובירידה באשראי נטו, שהתקבל מסקטורים פינאנסיים מקומיים.

משקי הבית הגדילו בשנת 1966 את הזרמת האשראי לסקטורים אחרים, שברובה נעשתה על ידי רכישת נכסים פינאנסיים נזילים מסוגים שונים. הנהגים העיקריים מהזרמה זו היו העסקים (חלק מכספי תיווך השטרות), מערכת הבנקאות (פיקדונות בנקאיים מסוגים שונים, במיוחד פיקדונות לזמן קצוב), הסקטור הציבורי (רכישת איגרות מילווה קצר מועד) וקופות הגמל והביטוח. עלייה זו ברכישת נכסים פינאנסיים התרחשה בשנה, שבה ירדו ההעברות החד-צדדיות שקיבלו משקי בית מחוץ לארץ, ושבה ירד שיעור החיסכון של משקי הבית, וזאת כתוצאה משינוי הרכב החיסכון שלהם.²

הנתונים שברשותנו אינם כוללים את השינויים באשראי שקיבלו משקי הבית מהעסקים. נראה, שבשנת 1966 חלו שינויים בתנאי האשראי הצרכני, שהגדילו את האשראי שקיבלו משקי הבית מעסקים.

האשראי שקיבלו העסקים מסקטורים מקומיים עלה בשנת 1966 והאשראי שהם קיבלו מחוץ לארץ ירד. סך כל האשראי שקיבל הסקטור בשנת 1966 היה נמוך מזה שהתקבל בשנה הקודמת. מאידך גיסא, חל גידול באשראי שנתנו העסקים לסקטור הציבורי, וכנראה, חל גידול גם באשראי שנתנו העסקים למשקי הבית. רוב הגידול באשראי המקומי שקיבלו העסקים היה באשראי לזמן קצר ממערכת הבנקאות.³

מערכת הבנקאות הרחיבה במידה ניכרת את האשראי לסקטור הציבורי ולסקטור העסקים בשנת 1966. כמו כן נפסקה בשנה זו צבירת יתרות מטבע חוץ במערכת הבנקאות והסקטור הפך למקבל אשראי נטו מחוץ לארץ.

¹ כדאי לציין, שהגדלת האשראי ממערכת הבנקים איננה "ספיגת" כוח קנייה מסקטורים אחרים, באשר אין היא מחייבת את הסקטורים האחרים לשנות את הרכב נכסיהם. מתן האשראי יוצר במקרה זה את מקור מימונו – אמצעי תשלום.

² ראה פרק י"ט, "החיסכון", סעיף 2.

³ הנתונים המופיעים בלוח ט"ד⁴ על אשראי שקיבלו העסקים באמצעות תיווך שטרות הם, כנראה, מוגזמים. סביר להניח, שהעסקים קיבלו אשראי ממקור זה, בשנת 1966, בסכום דומה בסדר הגודל לאשראי שהתקבל בשנה הקודמת.

3. עודפי הביקוש של הסקטורים

בשנת 1966 השתנו עודפי הביקוש של הסקטור הפרטי (עסקים ומשק בית) והציבורי בכיוונים מנוגדים: עודף הביקוש של הסקטור הפרטי ירד וזה של הסקטור הציבורי עלה. מגמת התפתחות זו החלה כבר בשנת 1965 והיא התחזקה בשנת 1966 (ראה לוח ט"ז²). תהליך ההאטה בגידול הביקוש של המשק בשנים 1965 ו-1966 היה קשור בהתפתחות לא-אחידה של עודפי הביקוש של הסקטורים הריאליים השונים. בשנת 1965 גדלו עודפי הביקוש של הסקטור הציבורי, של חברות הסקטור הציבורי ושל המוסדות שלא למטרת רווח, ואילו עודף הביקוש של הסקטור הפרטי ירד.

בשנת 1966 נמשכה הירידה בעודף הביקוש של הסקטור הפרטי וגם עודפי הביקוש של חברות הסקטור הציבורי והמוסדות שלא למטרת רווח ירדו; בשנה זו המשיך הביקוש של הסקטור הציבורי לעלות. תוצאותיו של תהליך ההאטה בגידול הביקוש התבטאו בהאטת קצב הגידול של התוצר בשנת 1965, באי גידולו בשנת 1966 ובירידה בסכום המצורף של עודפי הביקוש של הסקטורים המקומיים¹.

הירידה בעודף הביקוש של הסקטור הפרטי היא תוצאה של השינויים בהיקף ההשקעות ובהכנסה הפרטית וכן מהשינויים בדפוסי החיסכון (שיעור החיסכון והרכבו), אך התפתחות סדרות אלה אינה מאפשרת לנתח בנפרד את השינויים בעודפי הביקוש של שני מרכיבי הסקטור הפרטי². יש מקום לסברה, שבשנת 1966 פחת עודף הביקוש הן של העסקים והן של משקי הבית, אם כי השערה זו אינה ניתנת להוכחה כמותית.

השינויים בעודף הביקוש של סקטור העסקים הם תוצאה של השינויים בהשקעתו הגולמית ושל השינויים בחסכונו הגולמי (רווחים שלא חולקו והפרשות לפחת). לגבי התפתחות ההפרשות לפחת, אפשר להניח, שהן גדלות ברציפות בהתאם לגידולו של מלאי ההון, אך אין בנמצא נתונים על השינוי בהיקף הרווחים שלא חולקו של סקטור העסקים. מכאן, שאם כי ידוע שחלה ירידה בהיקף ההשקעות וגדלו, כנראה, ההפרשות לפחת, אין אפשרות לקבוע באופן כמותי את ממדי השינוי בעודף הביקוש של הסקטור בשנת 1966, אם כי סביר להניח שהוא ירד באופן ניכר. עודף הביקוש של משקי הבית ירד, כנראה אף הוא בשנים 1965 ו-1966, שנים, שבהם התפתחו ההכנסות הפרטיות באופן שונה.

בשנת 1965 עלו ההכנסות בקצב מהיר וגם שיעור החיסכון של משקי הבית עלה. עלייה זו בשיעור החיסכון לא לוותה בהגברת הנטייה לרכישת דירות ומוצרים בני-קיימא, כך שעודף הביקוש ירד³. בשנת 1966 הואט קצב הגידול של ההכנסות במידה ניכרת וירד שיעור החיסכון, אך שינוי במרכיבי החיסכון הביא, כנראה, לירידת עודף הביקוש של הסקטור. השינוי בדפוסי החיסכון היה כפול:

א. חוסר הוודאות ביחס לשינויים בהכנסות והציפיות לירידות מחירים שליוו את המיתון בפעילות הכלכלית בשנת 1966 גרמו למשקי בית רבים לעכב רכישת נכסים ריאליים (בעיקר של דירות ומוצרים בני-קיימא). נוסף על כך עלתה התשואה היחסית של נכסים פינאנסיים נזילים ועשתה את רכישתם למושכת יותר וכתוצאה מכך חל מעבר מנכסים ריאליים לנכסים פינאנסיים בעלי נזילות גבוהה יחסית.

¹ מתוך הגדרת "עודף הביקוש הסקטוריאלי" גובע, כי סכום עודפי הביקוש של הסקטורים המקומיים (אחרי ניכוי עודף ההיצע של סקטורים המקיימים עודף הצע) זהה לעודף ההיצע של סקטור חוץ לארץ – הגירעון בחשבון השוטף במאזן התשלומים של המשק.

² נוסף על הקשיים הסטאטיסטיים בהבחנה בין פעילות העסקים לזו של משקי בית, קיים גם קושי מושגי באיסוף דפוסי ההתנהגות של שני סקטורים אלה, בגלל משקלם הניכר של העסקים הבלתי-מאוגנים והעצמאיים במשק הישראלי.

³ עודף הביקוש של משקי הבית מוגדר כהפרש בין החיסכון הגולמי ובין ההשקעה הגולמית בנכסים ריאליים.

לוח ט"ז
עודפי ביקוש או היצע לפי סקטורים, 1964 עד 1966
 (מיליוני ל"י)

עודף ביקוש או היצע (-) (7)-(4)	העברות נטו (5)-(6)	העברות מסקטורים מקומיים	העברות לסקטורים מקומיים	קניות נטו (1)+(2) (3)-	מכירות	קניות בחשבון הון	קניות בחשבון שוטף	
(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
עסקים ומשקי בית ²								
828	X	X	X	X	X	1,822	5,611	1964
430	X	X	X	X	X	1,801	6,514	1965
94	X	X	X	X	X	1,328	7,216	1966
הסקטור הציבורי ³								
457	1,949	2,636	687	2,406	231	547	2,090	1964
668	2,218	3,058	840	2,886	255	610	2,531	1965
876	2,439	3,519	1,080	3,315	324	659	2,980	1966
חברות הסקטור הציבורי ⁴								
297	10	30	20	307	928	456	779	1964
336	18	30	12	354	1,042	484	912	1965
232	62	67	5	294	1,079	384	989	1966
מוסדות שלא למטרת רווח ⁵								
158	384	407	23	542	129	112	559	1964
217	451	476	25	668	156	130	694	1965
198	516	537	21	714	175	116	773	1966
קופות גמל וחברות ביטוח ⁶								
-22	1	154	153	-21	177	10	146	1964
-29	21	191	170	-8	195	9	178	1965
-29	12	214	202	-17	232	10	205	1966
מערכת הבנקאות ⁷								
-4	-47	—	47	-51	349	27	271	1964
-7	-53	—	53	-60	416	16	340	1965
-6	-70	—	70	-76	526	13	437	1966
מוסדות כספיים ⁸								
-6	-22	—	22	-28	174	7	139	1964
-10	-37	—	37	-47	234	6	181	1965
-9	-38	—	38	-47	292	7	238	1966
חוץ לארץ ⁹								
-1,708	X	X	X	-1,708	-3,566	1,858		1964
-1,605	X	X	X	-1,605	3,737	2,132		1965
-1,356	X	X	X	-1,356	3,815	2,459		1966

- (1) הנחונים לשנים 1964 ו-1965 מתוקנים.
 (2) מחושב כשארית על ידי ניכוי עודפי הביקוש של הסקטורים האחרים מעודפי ההיצע של הסקטורים בעלי עודף היצע.
 הקניות בחשבון הון אינן זהות להשקעות הסקטור בגלל שוני הגדרות.
 (3) לפי ההגדרה הנהוגה בפרק "פעולות הסקטור הציבורי", בהבדל אחד — המכירות כוללות כאן גם ריבית שנחבלה.
 (4) חברות, שבהן יש לסקטור הציבורי לפחות 25 אחוזים מהון הבעלות והשתתפות בהנהלה בפועל.
 (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"ו, "המוסדות הכספיים".
 (9) המכירות כוללות את היבוא לפי מאזן התשלומים, והקניות כוללות את היצוא.

ב. נראה, שהשינויים בהתחלקות ההכנסה שחלו בשנת 1966 הם מהסוג שגרם לעליית הרכישה של נכסים פינאנסיים. הכנסותיהם של שכירים בעלי הכנסות בינוניות וגבוהות לא נפגעו מהמיתון.¹ ידוע, מתוך סקרי החיסכון, כי לקבוצת מפרנסים זו נטייה גבוהה, יחסית, לחסוך באמצעות רכישת נכסים פינאנסיים. מאידך גיסא, נפגעו מהמיתון קבוצות שנטייתן לרכוש נכסים פינאנסיים נמוכה. הכוונה לעצמאיים ולעסקים, שחלק גבוה מחסונם נעשה באמצעות רכישת נכסים ריאליים, ולשכירים בעלי הכנסות נמוכות, שנטייתם לחסוך נמוכה בלאו הכי.

במקביל לירידה בעודף הביקוש של הסקטור הפרטי, שחלה בשנים 1965 ו-1966, אנו מוצאים עלייה תלולה בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי. לאחר הירידה הקלה בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי בשנת 1964 גדל עודף הביקוש ב-211 מיליון ל"י בשנת 1965 וב-208 מיליון ל"י בשנת 1966. העלייה בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי שימשה כמשקל נגדי להתפתחויות המצמצמות, שנבעו מהירידה בעודף הביקוש של הסקטור הפרטי שהחלה בשנת 1965. סביר להניח, שהגידול הרב בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי שחל בשנת 1965, ושלווה בעלייה בהזרמת אשראי נטו לסקטורים המקומיים, דחה את הירידה החריפה בקצב הגידול של התוצר לשנת 1966. הגורמים לעליית עודף הביקוש של הסקטור נידונו בהרחבה בפרק ז', "פעולות הסקטור הציבורי". כאן כדאי לציין, כי הגידול בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי היה קשור לגידול מהיר בהוצאות בשתי השנים ושלא לווה בגידול מקביל בהכנסות ממיסים. לגידול בהוצאות הסקטור הציבורי היתה אמנם השפעה מנוגדת לירידה בהוצאות הסקטור הפרטי, אך יש להדגיש, שהסקטור הפרטי קטין את השקעותיו, ואילו הגידול בהיקף הוצאות הסקטור הציבורי חל בסעיפי ההוצאות השוטפות. כך שסך ההשקעה במשק פחת באופן ניכר.

ההשפעה המרחיבה שהיתה לגידול בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי בשנת 1966 קוזה בחלקה על ידי הירידה במתן אשראי נטו לסקטורים אחרים במשק. בשנת 1966 גדל עודף הביקוש של הסקטור ב-208 מיליון ל"י, אך האשראי נטו, שניתן לסקטורים האחרים ירד ב-250 מיליון ל"י, בהשוואה לשנת 1965.

ניתוח הירידה באשראי נטו, שהזרים הסקטור הציבורי מצביע על כך, כי באשראי נטו לזמן ארוך שהזרים הסקטור חלה ירידה בסך 89 מיליון ל"י בלבד.² הירידה ביתרת המילווה קצר המועד בשנת 1965 ועליית ההנפקות של מילווה זה בשנת 1966, ושינויים נטו בסוגי אשראי אחרים לזמן קצר בין שתי השנים מסבירים את שאר הירידה בהזרמת האשראי.

אפשר איפוא להניח, שההשפעה המצמצמת ביקוש כתוצאה מהירידה בהזרמת האשראי נטו, לא היתה שקולה להשפעה המרחיבה שהיתה לעלייה בעודף הביקוש של הסקטור, שכן חלק גדול מירידה זו נבע מהגדלת המכירות של מילווה קצר מועד לציבור, בעוד שמתן אשראי ברוטו למימון השקעות לא פחת.

עודף הביקוש של חברות הסקטור הציבורי ירד במידה ניכרת בשנת 1966 בהשוואה לשנת 1964, לאחר עלייה קלה בשנת 1965.

השתנות עודף הביקוש של סקטור זה קשורה בצורה הדוקה להשתנות הקניות בחשבון הון. קשר זה נובע מהיציבות בגודלו המוחלט של החיסכון הגולמי של חברות הסקטור בשנים האחרונות, כך שהשינויים בגודל ההשקעה השנתית שווים כמעט לשינויים בעודף הביקוש של הסקטור.³ הירידה בקניות בחשבון הון של החברות בשנת 1966 התרחשה בענפי הבנייה והדיר, ו

¹ יש לזכור, כי בשנת 1966 שולמו הפרשי שכר ניכרים בסקטורים המעסיקים עובדי צווארון לבן — ממשלה, רשויות מקומיות, מלכ"ר, חברות הסקטור הציבורי וחברות פרטיות גדולות, וכי חלק ניכר מתקבולים חד פעמיים מסוג זה מושקע ברכישת נכסים פינאנסיים.

² ראה לוח ז' בפרק ז', "פעולות הסקטור הציבורי".

³ היציבות בחיסכון הגולמי מצביעה על הרעת רווחיות הסקטור. זאת, משום שההפרשות לפחת גדלות עם העלייה במלאי ההון של הסקטור וסכום הריביונות שמשלמות חברות הסקטור הוא קטן יחסית.

במכרות ובמחצבים ובתעשייה, במים וחשמל, ואילו בענף התחבורה וההובלה נשארו קניות אלה ברמה של שנת 1965.

כמחצית מן הירידה בהשקעות חברות הסקטור בשנת 1966 נובעת מהירידה בהשקעות בבנייה ודירור. ירידה זו קשורה בעיקר לרמה הגבוהה של השקעות במלאי מבנים בשנים 1964 ו-1965, שגרמה להיווצרות עודף היצע, מחד גיסא, ולירידה בביקוש כתוצאה מצמצום העלייה והתפתחויות אחרות בענף, מאידך גיסא.

הירידות בהשקעות בשאר הענפים קשורות בסיום תכניות השקעה גדולות (במפעלי ים המלח, בחברת החשמל ובחברות ספנות) ולא בהחלשת הביקוש המקומי.

עודף הביקוש של המוסדות שלא למטרת רווח ירד במידת מה בשנת 1966, לאחר העלייה המהירה שחלה בו בשנת 1965. העלייה בעודף הביקוש של הסקטור בשנת 1965 נבעה מגידול מהיר בהוצאות השוטפות (בעיקר תשלומי שכר ומשכורת), בעוד שההעברות מהסקטורים המקומיים פיגרו בגידולן. לכן נזקק הסקטור לאשראי מקומי בשיעור ניכר, נוסף על תקבולי ההעברה מחוץ לארץ המשמשים לו כמקור מימון קבוע. בשנת 1966 הואט קצב הגידול של ההוצאות השוטפות של הסקטור והקניות בחשבון הון ירדו במידת מה. במקביל לכך גדלו ההעברות המקומיות ביותר מהגידול בהוצאות, כך שהסקטור לא הגדיל את הזדקקותו לאשראי מסקטורים מקומיים למרות הירידה בתקבוליו החד-צדדיים מחוץ לארץ.

4. מימון עודפי הביקוש¹

עודף הביקוש של המשק כולו ממומן על ידי העברות חד צדדיות ואשראי מחוץ לארץ. בשנת 1964 היו ההעברות החד צדדיות כ-61 אחוזים מיבוא ההון של המשק. בשנת 1965 — כ-60 אחוזים ובשנת 1966 — כ-57 אחוזים. מקבלי ההעברות הם בראש ובראשונה הסקטור הפרטי והמוסדות שלא למטרת רווח ואת השאר מקבל הסקטור הציבורי. מאידך גיסא, עיקר האשראי מחוץ לארץ מקבלים הסקטור הציבורי וחברות הסקטור הציבורי ובמידה פחותה — הסקטור הפרטי והמוסדות הכספיים. מערכת הבנקאות נתנה אשראי נטו לחוץ לארץ, עד שנת 1965. בשנת 1966 הפכה המערכת למקבלת אשראי נטו מחוץ לארץ עם הירידה ביתרות מטבע חוץ שהיא החזיקה. מקורות המימון של הסקטורים הבודדים מוצגים במרוכז בלוח ט"ז-3.

לירידה בעודף הביקוש של הסקטור הפרטי בשנים 1965 ו-1966 היה קשר לשינויים במקורות המימון שלו. האשראי נטו, שנתן הסקטור לסקטורים מקומיים אחרים, נשאר כמעט ללא שינוי בשתי השנים, ואילו האשראי שקיבל הסקטור הפרטי משאר הסקטורים המקומיים ירד במידת מה. בשנת 1966 חלה ירידה חריפה בתקבולי האשראי של הסקטור מחוץ לארץ, התקבולים החד-צדדיים המשיכו לרדת ב-1966, אם כי בהיקף קטן יותר מאשר ירידתם בשנה הקודמת.

מתוך לוח ט"ז-5 ניתן לראות, כי באשראי נטו, שקיבלו העסקים בשנת 1966 חלה ירידה קלה, ואילו האשראי נטו, שנתנו משקי הבית עלה. נראה, שהירידה באשראי נטו, שקיבלו העסקים היא גדולה מזו המופיעה בלוח ט"ז-5. נתונים חלקיים מצביעים על כך שחלק מהגידול באשראי באמצעות תיווך שטרות לא הופנה לסקטור העסקים, אלא לרשויות המקומיות, למוסדות שלא למטרת רווח ולחברות הסקטור הציבורי². כמו כן ייתכן כי בשנת 1966 נתן סקטור העסקים אשראי נטו למשקי בית בסכום העולה על זה של השנים הקודמות. עלייה זו קשורה בשיפור תנאי האשראי הצרכני ולירידה במקדמות על חשבון רכישת דירות ורכישות אחרות, שנתנו משקי

¹ בגלל גודלו של סעיף הטעויות וההשמטות במאזן התשלומים של המשק בשנים 1965 ו-1966 יש להתייחס לנאמר בסעיף זה בוזהירות רבה. ההפרש הגדול שבין אומדן עודף הביקוש של הסקטור הפרטי מצד העסקות הריאליות ובין האומדן מצד העסקות הפינאנסיות בלוח ט"ז-3 נובע מטעויות והשמטות אלה.

² התיקון עבור תיווך שטרות יכול להקטין את האשראי נטו, שקיבלו העסקים בסכום שסדר גודלו 100 מיליון ל"י.

לוח ט"ז-3
מימון עורפי הביקוש לפי סקטורים, 1964 עד 1966 *
 (מיליוני ל"י)

העברות מחוץ לארץ	אשראי נסו מחוץ לארץ	אשראי נסו מסקטורים מקומיים **	אשראי נסו לסקטורים מקומיים ***	סך אשראי, נסו, שנתקבל או ניתן (-) (2) + (3) - (4)	התאמות ועיגולים	עודף ביקוש או היצע (-) (1) + (5) + (6)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
עסקים ומשקי בית						
1964	686	198	585	620	163	828
1965	601	269	293	639	-77	430
1966	591	135	243	643	-265	94
הסקטור הציבורי						
1964	217	298	297	354	241	457
1965	287	546	241	406	381	668
1966	192	438	465	221	682	876
חברות הסקטור הציבורי						
1964	—	126	196	25	297	297
1965	—	2	364	25	341	336
1966	—	-59	285	-17	243	232
מוסדות שלא למטרת רווח						
1964	151	—	7	—	7	158
1965	156	—	59	—	59	217
1966	137	—	63	—	63	198
קופות גמל וחברות ביטוח						
1964	—	-2	234	250	-18	-22
1965	—	2	257	286	-27	-29
1966	—	2	299	325	-24	-29
מערכת הבנקאות						
1964	—	-9	284	278	-3	-4
1965	—	-225	374	157	-8	-7
1966	—	70	380	451	-1	-6
המוסדות הכספיים						
1964	—	71	121	198	-6	-6
1965	—	63	164	239	-12	-10
1966	—	103	186	298	-9	-9
חוץ לארץ ***						
1964	-1.054	—	—	—	-682	-1.708
1965	-1.044	—	—	—	-657	-1.605
1966	-920	—	—	—	-689	-1.356

* הנחונים לשנים 1964 ו-1965 מתוקנים.

** סיכום הסקטורים בלוח ט"ז-5 בניכוי אשראי מחוץ לארץ.

*** סיכום השורות בלוח ט"ז-5, בניכוי אשראי לחוץ לארץ.

**** ההתאמות והעיגולים זהים לסעיף "טעויות והשמטות נטו" במאזן התשלומים.

הבית לעסקים. מכאן, שאפשר להסביר את הירידה הקטנה יחסית בתקבולי האשראי של העסקים בשנת 1966 — שנה שבה ירדו השקעותיהם בשיעור ניכר — בגידול באשראי נטו, שהם נתנו¹ לסקטורים אחרים (בעיקר משקי בית והסקטור הציבורי).

מאז שנת 1962 נמוכות ההעברות החד צדדיות שמקבל הסקטור הציבורי מעודף הביקוש שלו. לשם מימון פעולותיו הריאליות ופעולותיו בתחום מתן אשראי לסקטורים המקומיים נזקק הסקטור הציבורי לאשראי נוסף: אשראי מחוץ לארץ ואשראי מסקטורים מקומיים (כולל מערכת הבנקאות). בשנת 1965 עלו העברות החד צדדיות שקיבל הסקטור הציבורי מחוץ לארץ ב־70 מיליון ל"י בהשוואה לשנת 1964 ובשנת 1966 הן ירדו ב־95 מיליון ל"י.

האשראי, נטו, שגייס הסקטור הציבורי ממקורות פנים ובחוץ לארץ עלה בשנת 1965 ב־140 מיליון ל"י ובשנת 1966 ב־301 מיליון ל"י.² בשנת 1966 עלה חלקם של המקורות שגוייסו מסקטורים מקומיים לאחר שבשנת 1965 חלה בהם ירידה בהשוואה לשנת 1964.³ העלייה בהיקף האשראי, שהתקבל מסקטורים מקומיים, קשורה בעיקר לגידול בתקבולים נטו מהמילווה קצר המועד ומהאשראי ממערכת הבנקאות.

יש לציין, כי האשראי שגייס הסקטור הציבורי ממערכת הבנקאות היה אחד הגורמים להתרחבות המוניטארית בשנת 1966. הרחבה זו של האשראי לסקטור הציבורי היתה במסגרת המדיניות המוניטארית המרחיבה, שנקט בשנת 1966 בנק ישראל — ולכן ירדה גם הודקת הסקטור לאשראי מחוץ לארץ.⁴

הירידה בעודף הביקוש של חברות הסקטור הציבורי בשנת 1966 לוותה בפירעון חובות לחוץ לארץ בהיקף ניכר. התפתחות זו גרמה לכך, שגיוס הכספים מצד חברות הסקטור מסקטורים מקומיים ירד בפחות מאשר ירד עודף הביקוש של הסקטור. פירעון החובות לחוץ לארץ בסך 59 מיליון ל"י קשור ברובו בפירעון אשראי שקיבלו "צים" ו"מפעלי ים המלח" בשנים קודמות. בשנת 1965 ירדו תקבולי ההעברה של המלכ"ר מחוץ לארץ, ובכך התחזקה מגמת הירידה בחלקם של התקבולים ממקור זה במימון עודף הביקוש של הסקטורים. הגידול בהוצאות הסקטור בשנים 1965 ו־1966, שלא לווה בגידול מתאים בהעברות ובהכנסות ממכירת שירותים, אילץ את הסקטור להזדקק לאשראי מקומי למימון עודף הביקוש שלו.

5. הסקטורים הפינאנסיים במערכת זרמי הכספים

לסקטורים הפינאנסיים מעמד מיוחד במערכת זרמי הכספים: זרמי התשלומים המגיעים אליהם והזורמים מהם אינם בחלקם הגדול בני לוויה לעסקות ריאליות. מכיוון שעודפי ביקוש והיצע הם תולדת פעילות כלכלית ריאלית — אין לסקטורים הפינאנסיים עודפים בממדים ניכרים (בין של היצע ובין של ביקוש).

הסקטורים הפינאנסיים מסייעים לסקטורים הריאליים במימון עודפי הביקוש של האחרונים. פעילותם של הסקטורים הפינאנסיים כמעט שאינה משתקפת בלוחות ט"ז² וט"ז³, שכן עיקר העניין בפעילותם אינו בסכומי האשראי הכוללים שהם מקבלים ונותנים (אלה, בהכרח, קרובים למדי זה לזה), אלא בהרכב מקורות המימון שלהם, ובהקצאת הקרנות מצידם.

בדרך כלל, מתעלמים מזרמי הכספים העוברים דרך הסקטורים הפינאנסיים במקרים שאין למוסד הפינאנסי אפשרות להחליט באופן עצמאי על אופן הגיוס של קרנות ועל הקצאתן. כך,

¹ או בירידה באשראי נטו, שקיבלו העסקים.

² עמודה (5) בלוח ט"ז³.

³ בשנת 1966 היתה ירידה בסך 108 מיליון ל"י באשראי נטו, שקיבל הסקטור הציבורי מחוץ לארץ.

⁴ ייתכן שהעלייה בשערי הריבית בשוקי ההון הבינלאומיים בשנת 1966 עודדה את הסקטור הצבורי להחליף אשראי מחוץ לארץ באשראי מקומי.

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 הללו. בגלל קשיים סטטיסטיים, לא ניתן להפריד בכל המקרים סוג זה של עסקות.

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 סקטור זה, עד שנת 1965, סקטור הנותן אשראי נטו לחוץ לארץ. צבירת יתרות מטבע זר מצד בנק ישראל היא, מבחינה מושגית, אשראי שניתן לסקטור חוץ לארץ.

חלק מפעילות המוסדות הבנקאיים בתחום האשראי בשנים האחרונות אינה משתקפת בזרמי הכספים, כפי שהם מוצגים כאן. התיווך בשטרות הינו, מבחינה פורמאלית, אשראי ממשקי-בית לסקטורים ריאליים אחרים¹ — תיווך הבנק בעסקה אינו משתקף בזרמי הכספים. צורת הצגה זו, המוצדקת פורמאלית, לוקה בכך שהיא מתעלמת מתפקיד המפתח של המוסד הבנקאי בגיוס הקרנות והקצאתן.

ב. מוסדות הגמל והביטוח — אלה הם מוסדות החיסכון העיקריים בישראל. הם מגייסים את מרבית קרנות המימון שלהם ממשקי הבית, אך באשר להקצאת הקרנות אין הם נהנים ממעמד של מתווכים פינאנסיים עצמאיים. מרבית השקעותיהם כפופות להכוונה ממשלתית. שליטת הממשלה בשוק איגרות החוב מבוססת במידה רבה על הכוונה הכספיים הנצברים במוסדות הגמל והביטוח — מחצית ההשקעה של קופות הגמל היא בניירות ערך של מפעלים ומוסדות הסתדרותיים ומחציתה — בניירות ערך שאישר האוצר. עיקר הצבירה של חברות הביטוח היא באמצעות רכישה של ניירות ערך ממשלתיים או של חברות הסקטור הציבורי.

ההשקעות של מוסדות הגמל אינן זורמות באופן ישיר לסקטורים הריאליים המקבלים, ורוב הכספים זורמים דרך המוסדות הכספיים והבנקאיים.

ג. המוסדות הכספיים — קבוצה זו של מתווכים פינאנסיים מגייסת את רוב המקורות העומדים לרשותה על ידי הנפקת איגרות חוב לקופות הגמל וקבלת אשראי מחוץ לארץ וממערכת הבנקאות.

את המקורות האלה מכוונת הממשלה, במידה רבה והיא מווסתת את היקפם וקובעת את אופן ההקצאה של האשראי ואת מחירו. בניגוד למוסדות כספיים בארצות המערב, המגייסים חלק ניכר מקרנותיהם על ידי משיכת חסכוניות משקי בית, מגייסים המוסדות הכספיים בישראל רק חלק קטן ממקורותיהם ממשקי בית. סקטור העסקים הוא מקבל האשראי הגדול ביותר מהמוסדות הכספיים.

ד. שוק ניירות הערך — שוק ניירות הערך, ובעיקר ההנפקות החדשות המתבצעות במסגרתו, ממלא אף הוא תפקיד של תיווך פינאנסי. שוק ניירות הערך הישראלי הוא בעיקר שוק איגרות חוב, אם כי בשנים 1962 עד 1964 הונפקו בו מניות בסכום ניכר. מתן אישורים להנפיק איגרות חוב הוא אחד המכשירים שבאמצעותו מתערבת הממשלה בהקצאת כספים על ידי שוק

¹ רוב האשראי באמצעות התיווך בשטרות זורם לסקטור העסקים. בשנת 1966, כנראה, שגם הרשויות המקומיות, המלכ"ר וחברות הסקטור הציבורי גייסו מקורות באמצעות מכשיר פינאנסי זה.

ניירות הערך. המכשיר השני הוא הכוונת הרכישה של איגרות החוב מצד קופות הגמל, חברות הביטוח והבנקים (המנהלים תכניות חיסכון).

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

בשוקי האשראי לזמן קצר נעשית עיקר זרימת האשראי במסגרות, שבהן ממלאים כוחות השוק תפקיד מכריע בהקצאת האשראי. הקצאת האשראי מתיווך השטרות והאשראי באמצעי המוסדות הבנקאיים איננה כפופה להכוונה, ומחיר האשראי בתיווך שטרות נע בהתאם לתנאי ההיצע והביקוש; מחיר האשראי הבנקאי מוגבל על ידי חוק הריבית.

6. זרמי האשראי בין הסקטורים

הסקטורים הפינאנסיים מקבלים ונותנים אשראי בסכומים דומים, בהיותם מתווכים בין הסקטורים הריאליים השונים (כולל סקטור חוץ לארץ). בין הסקטורים הריאליים המקומיים רק אחד נותן יותר אשראי משהו מקבל — זהו סקטור משקי הבית. גם סקטור חוץ לארץ נותן לסקטורים המקומיים הרבה יותר אשראי משהוא מקבל מהם. הסקטורים הריאליים האחרים: הסקטור הציבורי, סקטור העסקים, חברות הסקטור הציבורי והמלכ"ר — הינם מקבלי אשראי מובהקים, אף כי הסקטור הציבורי ממלא תפקידי תיווך פינאנסי נוסף על פעולתו הריאלית.

בעת בדיקת יחסי האשראי בין הסקטורים במשק, חשוב להבחין בין האינפורמציה הניתנת בלוח ט"ז-4, מזה, ובלוח ט"ז-5, מזה. זרימת אשראי בין סקטורית הינה דו־סטרית במקרים רבים: הסקטור הציבורי לווה ממשקי הבית על ידי מכירת איגרות חוב, ומלווה להם למטרות שיכון; מוסדות הגמל מקבלים אשראי מעסקים 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 את 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, נטו.

ניתוח השינויים, שחלו במערכת זרמי האשראי (המוצגת בלוחות ט"ז-4 וט"ז-5) בשנת 1966, מחייב זהירות רבה בפירוש הנתונים לגבי הסקטור הפרטי בכלל, ולשני מרכיביו בפרט. הדבר נובע מגודלו של סעיף הטעויות וההשטמות במאזן התשלומים של המשק לשנים 1965 ו-1966, ובגלל האפשרות, שבשנת 1966 חלו שינויים גדולים שלא אותרו בזרמי האשראי בין העסקים למשקי הבית. השינויים החשובים שחלו במערכת זרמי האשראי היו כדלקמן:

א. משקי הבית הגדילו בשנת 1966 את סכומי האשראי, ברוטו, שנתנו לסקטורים הפינאנסיים והריאליים במשק. האשראי ברוטו, שקיבלו משקי הבית מהסקטורים הריאליים (בעיקר מהסקטור הציבורי) גדל, ותקבולי האשראי מהסקטורים הפינאנסיים לא השתנו. משקי הבית נתנו אשראי לסקטורים האחרים על ידי הגדלת הצבירה במוסדות הגמל והביטוח, על ידי רכישת איגרות מילווה קליטה, מילווה קצר מועד ומילווה פיתוח מהממשלה, על ידי הגדלת פיקדונותיהם בבנקים¹ ועל ידי רכישת שטרות בתיווך הבנקים. מאידך גיסא, גדלו תקבולי האשראי של משקי הבית מהסקטור הציבורי (אשראי המיועד למטרות שיכון), וגם תקבולי האשראי מסקטור העסקים גדלו, כנראה.

משקי הבית הזרימו אשראי נטו לסקטור הציבורי (לאחר שבשנת 1965 קיבלו הם ממנו

¹ בעיקר פיקדונות פז"ק ותמ"מ, פיקדונות עובר ושב ופיקדונות לזמן קצוב.

אשראי נטו), למוסדות הגמל והביטוח ולעסקים.¹ המוסדות הכספיים נתנו אשראי נטו למשקי הבית.

ב. בזרמי האשראי ברוטו, שקיבלו העסקים בשנת 1966, חלה ירידת מה וחל שינוי בהרכב. האשראי שהתקבל מחוץ לארץ ירד במידה ניכרת ואילו האשראי שהתקבל ממערכת הבנקאות עלה.² נראה, שבאשראי שנתן הסקטור למשקי הבית חלה בשנת 1966 עלייה, אם כי אין בנמצא נתונים על האשראי שנתנו העסקים למשקי בית ועל האשראי שהם קיבלו ממשקי בית שלא באמצעות תיווך בשטרות.

ג. תקבולי האשראי, ברוטו, של הסקטור הציבורי עלו בשנת 1966 במידה ניכרת מכל הסקטורים המקומיים (להוציא את המלכ"ר). האשראי ברוטו, שניתן לסקטורים המקומיים הריאליים לא השתנה בגודלו אם כי בהרכבו חלו שינויים: האשראי שניתן לחברות הסקטור הציבורי ירד, ואילו האשראי, שניתן לעסקים ולמשקי הבית, עלה. בתקבולי האשראי של הסקטור מחוץ לארץ חלה ירידה בשנת 1966, אך מאידך גיסא, עלו תשלומי הסקטור לחוץ לארץ הקשורים בפירעון חובות. כך שתקבולי האשראי נטו, מחוץ לארץ ירדו ב-108 מיליון ל"י. עיקר הגידול באשראי שקיבל הסקטור נבע ממערכת הבנקאות ומהסקטור הפרטי.

עמדת המפתח של הסקטור הציבורי במערכת זרמי האשראי לא באה למלוא ביטוייה בנתונים שברשותנו. עמדה זו קשורה בהתערבות הממשלה בגיוס ובהקצאה של כספים הנעשים על ידי המתווכים הפינאנסיים ונידונה בסעיף הקודם.

ד. חברות הסקטור הציבורי קיבלו שנת 1966 פחות אשראי ברוטו ונטו הן מהסקטור הציבורי והן מהסקטורים הפינאנסיים. בשנה זו פרעו חברות הסקטור חובות לחוץ לארץ בסכום הגדול מהאשראי החדש שהן קיבלו. האשראי מסקטורים אחרים קשור ברובו במימון לזמן קצר מסוגים שונים.

ה. סקטור חוץ לארץ הקטין בשנת 1966 את האשראי ברוטו ונטו, שקיבלו ממנו הסקטורים הריאליים המקומיים. הירידה ביתרות מטבע חוץ שברשות מערכת הבנקאות התבטאה באשראי נטו, שקיבלה המערכת מחוץ לארץ. לאחר שבשנה הקודמת היא נתנה אשראי לחוץ לארץ (באמצעות צבירת יתרות). המוסדות הכספיים הגדילו את גיוס הכספים מחוץ לארץ בשנת 1966, וחברות הסקטור הציבורי פרעו אשראי לחוץ לארץ.

ו. מערכת הבנקאות הרחיבה בשנת 1966 במידה ניכרת את האשראי לסקטורים מקומיים, וזאת במסגרת המדיניות המוניטארית המרחיבה שנקט בנק ישראל בשנה זו. הנהנים העיקריים מגידול זה באשראי היו הסקטור הציבורי והעסקים.

בשנת 1966 היה האשראי שקיבלה מערכת הבנקאות מחוץ לארץ נמוך מהאשראי שהתקבל בשנת 1965. מאידך גיסא, לא היתה בשנת 1966 צבירה של נכסים במטבע חוץ (לאחר שבשנת 1965 היתה צבירה של נכסים כאלה בסכום של 337 מיליון ל"י). וכך הפכה מערכת הבנקאות מנותנת אשראי נטו לחוץ לארץ למקבלת אשראי.

ז. האשראי שמקבלים מוסדות הגמל והביטוח נובע, רובו ככולו, ממשקי הבית, בצורת הפרשות לקופות גמל ופנסיה ותשלומי פרמיה לחברות ביטוח חיים. האשראי מסקטור העסקים נובע מצבירת קרנות פיצויים במספר קרנות, שהופעלו על ידי חברות ביטוח

¹ כבר צויין, כי אין בנמצא נתונים על עסקות האשראי שבין משקי הבית והעסקים, מלבד התייחס בשטרות. הנתונים שבלוחות ט"ז 4 וט"ז 5 מגוימים בגודל האשראי שנתנו משקי הבית לעסקים באמצעות התייחס בשטרות ואינם מבטאים את הגידול שחל, כנראה, באשראי שקיבלו משקי הבית מהעסקים.

² הירידה באשראי שקיבל הסקטור מחוץ לארץ קשורה באופן הדוק לירידה בהשקעות העסקים, אם כי אין בכך כדי לקבוע את הסיבה והמסובב בירידת האשראי וההשקעות.

לוח ט"ז-4

זרמי אשראי ברוטו בין הסקטורים, 1965 * ו-1966

(מיליוני ל"י)

נותן	מקבל	אשראי לסקטורים בעלי עודף ביקוש					סך האשראי לסקטורים בעלי עודף ביקוש	חוץ לארץ	מערכת הבנקאות	מוסדות הגמל והביטוח	מוסדות כספיים	סך האשראי שניתן
		הסקטור הציבורי	חברות הסקטור הציבורי	מוסדות שלא למטרת רווח	עסקים	משקי בית						
הסקטור הציבורי												
1965	X X	319	15	102	148	584	306	-96	—	1	795	
1966	X X	276	18	133	191	618	352	-86	—	7	891	
חברות הסקטור הציבורי												
1965	54	X X	—	89	10	153	90	1	4	40	288	
1966	72	X X	—	55	6	133	101	12	6	46	298	
מוסדות שלא למטרת רווח												
1965	3	—	X X	3	6	12	—	6	—	—	18	
1966	-11	—	X X	4	6	-1	—	-1	—	3	1	
עסקים												
1965	3	64	16	X X	**	83	50	80	30	21	264	
1966	83	72	2	X X	**	157	17	93	36	9	312	
משקי בית												
1965	118	32	26	*** 161	X X	337	18	329	291	47	1,022	
1966	253	35	6	*** 247	X X	541	15	342	329	29	1,256	

חוץ לארץ											
1,458	63	2	112	× ×	1,281	**	337	—	92	852	1965
1,171	104	2	69	× ×	996	**	164	—	42	790	1966
מערכת הבנקאות											
508	51	—	× ×	337	120	2	98	9	13	-2	1965
535	79	—	× ×	-1	457	25	224	24	18	166	1966
מוסדות הגמל והביטוח											
353	133	× ×	47	—	173	34	47	9	49	34	1965
402	154	× ×	63	—	185	30	26	14	48	67	1966
מוסדות כספיים											
368	× ×	-1	21	—	348	72	100	2	60	114	1965
440	× ×	5	42	1	392	74	115	—	50	153	1966
סך האשראי שנתקבל											
5,074	356	326	500	801	3,091	272	937	77	629	1,176	1965
5,306	431	378	534	485	3,478	332	968	64	541	1,573	1966
טעויות והשמטות ****											
	2	-2	1	96		-94		2	-5	—	1965
	—	-5	-5	253		-232		-2	-11	2	1966

* הנתונים לשנת 1965 תוקנו.

** אין נתונים על זרמי האשראי בין סקטורים אלה.

*** נתונים חלקיים (שינוי ביתרת השטרות שבתינוך הבנקים) ראה בענין זה דיון בגוף הפרק.

**** הטעויות וההשמטות בעמודה של סקטור חוץ-לארץ נובעות מסעיף הטעויות והשמטות במאון התשלומים של המשק.

לוח ט"ז-5

זרמי האשראי נמך בין הסקטורים, 1965 * ו-1966

(מיליוני ל"י)

גוף	סך האשראי שניתן	מוסדות כספיים	מוסדות הגמל והביטוח	מערכת הבנקאות	חוץ לארץ	סך האשראי לסקטורים בעלי עודף ביקוש	אשראי לסקטורים בעלי עודף				מקבל	נותן
							משקרבית	עסקים	מוסדות שלא למטרת רווח	חברות הסקטור הציבורי	הסקטור הציבורי	
הסקטור הציבורי												
	406	—	—	—	—	406	30	99	12	265	× ×	1965
	221	—	—	—	—	221	-62	50	29	204	× ×	1966
חברות הסקטור הציבורי												
	25	—	—	—	—	25	—	25	—	× ×	—	1965
	-17	—	—	—	—	-17	—	-17	—	× ×	—	1966
מוסדות שלא למטרת רווח												
	—	—	—	—	—	—	—	—	× ×	—	—	1965
	—	—	—	—	—	—	—	—	× ×	—	—	1966
עסקים												
	13	—	—	—	—	13	**	× ×	13	—	—	1965
	-2	—	—	—	—	-2	**	× ×	-2	—	—	1966
משקי בית												
	805	—	257	327	18	203	× ×	***161	20	22	—	1965
	907	—	299	317	15	276	× ×	***247	—	29	—	1966

חוץ לארץ											
675	63	2	-225	××	835	**	287	—	2	546	1965
701	103	2	70	××	526	**	147	—	-59	438	1966
מערכת הבנקאות											
157	30	—	××	—	127	—	18	3	12	94	1965
451	37	—	××	—	414	—	131	25	6	252	1966
מוסדות הגמל והביטוח											
286	134	××	47	—	105	—	17	9	45	34	1965
325	149	××	63	—	113	—	-10	14	42	67	1966
מוסדות כספיים											
239	××	—	—	—	239	25	79	2	20	113	1965
298	××	—	—	—	298	45	106	-3	4	146	1966
סך האשראי שנתקבל											
2,606	227	259	149	18	1,953	55	686	59	366	787	1965
2,884	289	301	450	15	1,829	-17	654	63	226	903	1966
טעויות והשמטות ****											
	2	-2	1	96		-94		2	-5	—	1965
	—	-5	-5	253		-232		-2	-11	2	1966

* הנתונים לשנת 1965 תוקנו.

** אין נתונים על זרמי האשראי בין סקטורים אלה.

*** נתונים חלקיים (ראה גם הערה ללוח ט"ז-4).

**** הטעויות וההשמטות בעמודה של סקטור חוץ לארץ נובעות מסעיף הטעויות וההשמטות במאזן התשלומים של המשק.

ובנקים¹. בשנת 1966 נמשך הגידול בצבירה במוסדות אלה. האשראי שנתנו המוסדות לסקטור הציבורי, למערכת הבנקאות ולמוסדות הכספיים גדל בשנת 1966, האשראי שניתן למשקי בית ולחברות הסקטור הציבורי לא השתנה, ואילו האשראי לעסקים ירד². יש לציין, כי הסקטור הציבורי מכוון את רוב האשראי שנותנים מוסדות הגמל, ובמידה פחותה האשראי מחברות הביטוח.

ח. המקורות החשובים לאשראי שמקבלים המוסדות הכספיים נשארו מוסדות הגמל וחוץ לארץ. בשתי השנים האחרונות קיבלו המוסדות הכספיים אשראי גם ממערכת הבנקאות בעיקר כמימון ביניים על חשבון מילווה שיתקבלו מחוץ לארץ.

לסכומים הגדולים העומדים לרשות המוסדות הכספיים על ידי הסקטור הציבורי כפיקדונות למתן הלוואות אנו מתיחסים כפי שהזכרנו לעיל, כאשראי הניתן במישרין מן הממשלה ללווים הסופיים.

בשנתיים האחרונות גייסו המוסדות הכספיים מקורות מימון אצל משקי הבית על ידי מכירת פיקדונות של חברות בנייה וקבלנים, ומהם ניתן אשראי אפתיקאי לרוכשי דירות. הסכום שגוייס בדרך זו בשנת 1966 היה נמוך מזה שגוייס ב-1965.

האשראי נטו, שהעמידו המוסדות לרשות הסקטור הציבורי המשיך לגדול גם בשנת 1966. האשראי נטו לחברות הסקטור הציבורי ירד, וזה שניתן לעסקים ולמשקי הבית עלה.

¹ אנו רואים את קרנות הפיצויים המנוהלות על ידי בנקים וחברות ביטוח כמוסדות גמל.
² ירידה זו קשורה ברכישת איגרות חוב של מוסדות כספיים שנועדה לאפשר למעבידים לפרוע חובות לקופות. אם ננכה השפעת המרה זו נראה, כי בשנת 1966 נתנו הקופות לעסקים אשראי נטו בגודל של 10 מיליון ל"י. ראה פרק י"ח "הפעולות הכספיות של מוסדות הגמל והביטוח".