

פרק ח'

שוקי הכספים וההון

1. עיקרי ההתפתחויות המוניטריות וגורמיהן

פרק זה עוסק בהתפתחות מערכת הנכסים הכספיים שבידי הציבור ובגורמיה. הגורם העיקרי, שהזין את גידולם הריאלי של נכסים אלה, היה גם השנה הגירעון הממשלתי הגדול והרכב מימונו. השנה התרחב הגירעון הממשלתי המקומי¹, והגיע ל-16 אחוזי תוצר, לאחר כ-11 אחוזי תוצר בשנת 1983 וכ-15 אחוזי תוצר בשנת 1982; במקביל גברו הבעיות הכרוכות בהרכב מימונו בפועל². מימון הגירעון נשען בעבר ברובו על מכירת נכסים פיננסיים לציבור (גיוס הון מהציבור), ואילו בשנתיים האחרונות התרחבה מאוד רכישת מטבע-החון של הציבור מהממשלה (באמצעות בנק ישראל), והיא זו שהיוותה מקור מימון לחלקו העיקרי של הגירעון. אספקת מטבע חוץ זה לציבור היתה כרוכה בהגדלת החוב החיצוני נטו של הממשלה, ולפיכך גבר הנטל על מאזן-התשלומים. גורם נוסף, שתורם לנכסי הציבור, מקורו בתוספת האשראי מהסקטור הציבורי, מבנק ישראל וממערכת התיווך הפיננסי. תרומת הגורמים שצוינו עד כה יחד התבטאה ברכישת נכסים בהיקף של כ-5 אחוזי תוצר, יותר מאשתקד, ופחות מאשר בשנים קודמות. ההתפתחויות המוניטריות הושפעו גם ממהלך האינפלציה במשק, שהואצה בסוף השנה הקודמת, 1983, מרמה חודשית של כ-7 אחוזים לפני חודש אוקטובר לרמה של כ-15 אחוזים ויותר אחריו. בשל צמידות מרבית הנכסים וההתחייבויות במשק לרמת המחירים, מתבטאת האצת האינפלציה בהאצה נומינלית דומה בכל המצרפים המוניטריים, הן בצד נכסי הציבור והן בצד האשראי.

שילוב השפעת הגורמים האמורים התבטא בהתפתחותם הנומינלית של נכסי הציבור: הנכסים הכספיים עלו בשיעור נומינלי של כ-16 אחוזים בממוצע לתודש במהלך השנה, ויתרתם הריאלית — בכ-14 אחוזים³. עלייה זו מקוזזת למעלה ממחצית הפגיעה שנבעה מהמשבר בכורסה בתיק זה אשתקד. גם מיצרף הנכסים הנזילים⁴, הכולל נכסים לטווח קצר, התרחב ריאלית, אם כי במדה

¹ גירעון הממשלה המקומי הכולל תשלומי ריבית, כמוגדר בלוח ח' 6. בפרק זה מחושב גירעון הממשלה על בסיס תזרים מזומנים, ולפיכך הוא שונה במעט מהגירעון (עודף הביקוש) המופיע בפרק ה' לעיל. המתכסס על פעילות הממשלה בהתאם לחשבונאות הלאומית, ראה לוח ה' 1 שורה 8.

² מימון גירעון הממשלה, כפי שהוא מופיע בתקציב, נעשה באמצעות גיוס הון ישיר מהציבור ובאמצעות מילות מהבנק המרכזי. בפועל עושה הציבור שימוש במילות אלה למימון רכישת מטבע חוץ ולרכישת נכסים נוספים (פת"ם) מבנק ישראל. למעשה ממומן אפוא גירעון הממשלה באמצעות גיוס ההון הכולל (מהממשלה ומבנק ישראל) ובאמצעות מכירת מטבע חוץ לציבור.

³ הנכסים הכספיים כפי שהם מוגדרים בלוח ח' 13. יש לציין, שאומדן העלייה הריאלית של נכסי הציבור אינו מדויק, משום שיתרות הנכסים הן לסוף החודש, בעוד שמדדי המחירים מחושבים לאמצע החודש. השנה, במיוחד, מטה שיטת חישוב זו את הנתונים, בשל ההאטה באינפלציה בסוף השנה. העלייה הריאלית היתה למעשה גבוהה יותר בכ-5 אחוזים בנכסים הנזילים ובאשראי לטווח קצר, ובכ-3 אחוזים בתיק הנכסים הכספיים, הכולל גם נכסים לא נזילים ונכסים שאינם ניתנים למימוש מיידי.

⁴ הנכסים הנזילים כפי שהם מוגדרים בלוח ח' 13. להלן, איגרות החוב הסחירות מופיעות בהגדרת הנכסים הנזילים, אם כי מדת נזילותם פחתה לאחרונה.

לוח ח"י 1
אינדיקטורים להתפתחויות המוניטריות, 1979 עד 1984

העלייה הנומינלית במשך התקופה (ממוצע חדשי, אחוזים)						יתרה ממוצעת (יחסית לתוצר שנתי). אחוזים								
1984						1984								
נובמבר — אוקטובר דצמבר	ינואר — אוקטובר דצמבר	כל השנה	1983	1982	1981	נובמבר — אוקטובר דצמבר	ינואר — אוקטובר דצמבר	כל השנה	1983	1982	1981	1980	1979	
33.3	12.0	15.3	8.4	5.9	6.5	2.3	1.9	2.0	2.5	2.7	2.8	3.5	4.9	1. בסיס הכסף הצר ¹
21.9	13.3	14.7	7.8	9.0	6.7	5.7	5.9	5.9	6.8	6.5	6.0	6.5	8.7	2. נכסים נזילים לא צמודים ²
14.1	15.6	15.4	10.1	7.1	6.3	38.8	38.9	38.9	38.0	39.2	37.2	39.0	40.7	3. נכסים נזילים ³
13.7	16.0	15.6	7.3	8.3	7.4	52.2	51.2	51.5	63.8	63.0	55.9	51.0	55.5	4. נכסים נזילים ומניות בנקאיות
17.4	16.2	16.4	7.2	9.4	7.4	182.7	201.9	201.8	194.7	199.7	162.4	152.7	147.8	5. סך הנכסים הכספיים ³
														6. אשראי ממערכת הבנקאות (למעט דלק) לסקטור הפרטי הלא-פיננסי ⁴
15.2	16.6	16.4	7.3	7.5	5.1	18.3	17.4	17.7	18.7	20.7	22.7	26.5	30.6	7. אשראי לזמן בינוני וארוך ⁵
16.9	16.1	16.3	9.7	8.3	7.0	36.9	37.7	37.3	33.2	27.8	23.6	24.7	29.0	8. הרכוש הפיננסי הנקי של הסקטור הלא-פיננסי ⁶
21.1	14.6	16.2	7.8	8.0	8.1	103.5	104.9	104.7	118.5	122.8	108.1	100.1	93.9	9. מדד המחירים לצרכן
11.4	16.0	15.2	9.3	7.2	6.0									10. שער החליפין של הדולר
11.5	16.9	16.0	10.2	6.6	6.2									

- (1) המקור: לוח ח"י 6א.
(2) אמצעי תשלום, פז"ק ותפ"ס. כמפורט בלוח ח"י 13.
(3) כמפורט בלוח ח"י 13.
(4) כמפורט בלוח ח"י 11.
(5) כמפורט בלוח ח"י 9.
(6) כמפורט בלוח ח"י 15.
המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

מתונה בהרבה: 2 אחוזים במהלך השנה, תוך עלייה נומינלית של כ-15.5 אחוזים בממוצע לחודש. עם זאת, נפגעה נזילותו של תיק הנכסים של הציבור, בשל הפסקת ויסות מניות הבנקים באוקטובר אשתקד, נכסים שהיו בעבר נזילים. האשראי הבנקאי לזמן קצר עלה נומינלית במהלך השנה הנסקרת בכ-16 אחוזים בממוצע לחודש, תוך עלייה ריאלית של למעלה מ-10 אחוזים, שהתרכזה בסוף השנה, ותוך עלייה ניכרת בעלות הריאלית לאשראי זה. יתרתו הממוצעת של אשראי זה הצטמצמה השנה בכ-3 אחוזים. יתרת האשראי לזמן ארוך לא התרחבה ריאלית, ועלתה בכ-16 אחוזים נומינלית, בממוצע לחודש, במהלך השנה. עם זאת נרשמה ירידה ניכרת (16 אחוזים) בתוספת זרמי האשראי החדשים.

המאפיין הבולט של המשק הישראלי מזה תקופה ארוכה הוא היקפו הנרחב של הגירעון הממשלתי, שהשפעותיו ניכרות ברוב התחומים המקרו-כלכליים, וביניהם גם במגזר המוניטרי. במרבית שנות העשור האחרון הגיע היקפו של הגירעון הממשלתי המקומי ל-15 אחוזי תוצר ומעלה; בשנת 1981 התרחב והגיע לכ-17 אחוזי תוצר, עקב גידול בהוצאות הממשלה ולמרות עלייה בגביית המסים. בשנתיים הבאות נרשמה בו ירידה, אולם השנה הגירעון שב והתרחב במדה רבה. הגידול בגירעון השנה נובע כולו מירידה חדה בגביית המסים, ומעלייה בתמיכות. הירידה במסים משקפת צמצום ניכר בגביית קשת רחבה של מסים, והיא נובעת בחלקה מהאצה בשחיקה ברוב המסים כתוצאה מהאינפלציה ומהאצתה.

למרות האינפלציה הגבוהה השוררת במשק הישראלי שנים רבות, מומן רק חלק קטן ביותר מהגירעון באמצעות הדפסת כסף; עיקר מימון הגירעון בפועל נעשה באמצעות הנפקת נכסים צמודים לציבור בדרגות נזילות שונות, שהיקפם הלך וגדל, וכאמצעות רכישת מטבע חוץ בידי הציבור. הרכב מימון זה יכול להתמיד כל עוד מוכן הציבור להמשיך ולהגדיל את תיק נכסיו הצמודים, המהווים ברובם התחייבות ישירה של הממשלה, וכל עוד קיים היצע מטבע חוץ בהיקף מתאים. במשך השנים 1978 – 1982, מימנה הממשלה כ-75 אחוזים מגירעונה על-ידי הגדלת חובה לציבור, וכ-16 אחוזים מהגירעון – באמצעות מכירת מטבע חוץ לציבור (ראו לוח ח'6). בשנתיים האחרונות חל שינוי מהותי בהרכב המימון: ירדה צבירת החוב ועלתה רכישת מטבע החוץ בידי הציבור. השנה הקיפו רכישות מטבע החוץ קרוב ל-60 אחוזים מן הגירעון ואילו צבירת החוב הפנימי הגיעה רק לכ-23 אחוזים. ההישענות הגוברת על מימון באמצעות מטבע חוץ חייבה את הממשלה ליטול בחו"ל הלוואות בהיקף ניכר והחריפה אפוא את בעיית מאזן התשלומים של המשק.

הרכב מימון הגירעון הממשלתי נקבע, במשק הישראלי, במדה רבה בהתאם להעדפות הפרטים; זאת משום שהמשק הישראלי הוא משק פתוח וחלק חשוב מהנכסים הכספיים בו אינם סחירים, ותשואתם אינה נקבעת בשוק אלא בהסדרים מוסדיים. בשנה האחרונה גברה מדת סחירותם של איגרות החוב הסחירות וגם תשואתן של המניות הבנקאיות נקבעה בשוק, אולם עדיין נשארו נכסים רבים שמרחב התנודה בתשואתם מצומצם⁵. השינוי בהרכב המימון בשנתיים האחרונות משקף אפוא, במדה רבה, את התנהגות הציבור, שרצונו להמשיך ולהלוות לממשלה הצטמצם, וגברה נטייתו לרכוש מטבע חוץ, בשל ציפיות לשינוי בתשואות יחסיות, דהיינו: תשואה גבוהה יותר לנכסים הצמודים למטבע חוץ, הן נכסים פיננסיים והן נכסים פיסיים.

⁵ מרחב התנודה הקטן קיים במיוחד לנכסים הצמודים למטבע חוץ, אך במדה מסוימת גם לנכסים אחרים. פתיחות המשק, בשילוב משטר שער החליפין המנוהל שבו, הופך את מטבע החוץ לנכס בעל מרחב תנודה מצומצם. לפיכך, קיומם של נכסים צמודי מטבע חוץ במשק אינו בחזקת מגרעת, כתנאים מסוימים, שעליהם נעמוד בהמשך; הוא אף מונע ספקולציות בתחום יתרות מטבע החוץ.

לוח ח"י 2
המקורות וההתחלקות של תוספת הנזילות הנומיןלית בגין עירוים חיצוניים¹ 1979 עד 1984

המשקל בתוצר									
1984			ממוצע 1979			1984			1983
כל השנה	רביעים III—I	רביע IV	עד 1981	1982	1983	כל השנה	רביעים III—I	רביע IV	כל השנה
(מיליארדי שקלים, מחירים שוטפים)									
(אחוזים)									
11.0	10.4	10.5	9.2	10.3	10.6	331.5	414.8	746.3	145.9
0.9	1.8	1.6	3.9 *	1.2	*2.5	19.3	76.1	95.4	53.8
11.9	12.2	12.1	13.1	9.0	13.2	350.8	490.9	841.7	199.7
4.1	10.6	9.0	6.7	2.7	4.1	120.2	417.8	538.0	101.6
7.8	1.6	3.1	6.4	6.4	9.0	230.6	73.1	303.7	98.2
1. מקורות תוספת הנזילות המקומית									
א. עירו חיצוני מהסקטור הציבורי ²									
ב. עירו חיצוני מבנק ישראל ²									
ג. סך כל העירוים החיצוניים (ב)+(א)=(ג)									
ד. דליפה לחוץ לארץ (עירו שלילי של מאזן התשלומים)									
ה. סך כל העירוים (ד)-(ג)=ה									
2. התחלקות תוספת הנזילות המקומית									
א. הדפסה = שינוי בבסיס הכסף									
ז. צבירת בסיס הנכסים הצמודים הנזילים									
(1) פיקדונות במטבע חוץ ³									
(2) איגרות חוב סחירות									
ח. צבירת בסיס הנכסים לטווח בינוני וארוך									
א. פת"ם פיצויים									
ב. תכניות חיסכון וקופות גמל ⁴									

(1) פירוט ההגדרות — ראה נספח הגדרות בדוח 1983.

(2) פירוט העירו החיצוני והגדרתו — ראה לוח ח"י 4 להלן.

(3) לא כולל פת"ם של תושבים מקומיים.

(4) גיוס הון נטו לטווח ארוך של הממשלה, כולל פדיון מוקדם של "בונדס".

(5) המשקל בתוצר חושב כממוצע התיקון התודשי של הזרמים התודשיים.

(*) נתונים אלה מוטים כלפי מטה, משום שכלול בהם מעבר קרנות היצוא מבנק ישראל לבנקים הפרטיים. יש להוסיף לנתונים אלה את מעבר הקרנות כדי להשוות בין נתוני השנים האחרות לשנים 1981 ו-1982. גודל התיקון מופיע בסעיף 2ב' בלוח ח"י 4.

הצמצום בנכונותו של הציבור להמשיך ולהגדיל את מצבת הלוואותיו נטו לממשלה בתנאי התשואות הקיימים נובע בראש ובראשונה מהיקפו הגדול של החוב הפנימי, שאף הוסיף והתרחב אשתקד בעקבות הסדר מניות הבנקים⁶, ומחששו של הציבור להרעת תנאים של חלק מהחוב. חשש זה נתמך בהפסדי התשואה בעיקבות ההאצה באינפלציה על חלק מהנכסים, מחד גיסא, ובירידה בנזילות בחלק נוסף של הנכסים כתוצאה מהגבלות שהוטלו לאחרונה, מאידך⁷. הציפיות לתשואה גבוהה יותר על נכסים הצמודים למטבע חוץ הביאו בשנת 1983 להקדמת רכישה של נכסי צריכה והשקעה מיובאים, תוך הקטנת שיעור החיסכון השוטף של הפרטים בצד העדפת נכסים פיננסיים צמודי מטבע חוץ. השילוב שכן הירידה בנכונות הציבור להלוות לממשלה לבין העדפתו לנכסים פיננסיים הצמודים למטבע חוץ התבטא בגידול הביקוש למטבע חוץ כנכס פיננסי אשתקד, במיוחד החל מקיץ 1983, ובמהלך השנה הנסקרת. נזיקה העיקרית של תופעה זו מתבטאים בהגברת החששות מבעיות במימון מאזן התשלומים, חששות הנובעים מהקטנת יתרות בנק ישראל – למרות שכלל נכסי המשק במט"ח אינם משתנים. כך גדלים קשיי הממשלה במימון גירעונה באמצעות הרחבת החוב החיצוני⁸.

בצד השפעתו המכרעת של הגירעון הממשלתי כמזין את צבירתם של הנכסים הפיננסיים במשק, ניזונה צבירתם גם מהאשראי שמקבל הסקטור הפרטי. אשראי זה מגיע משני מקורות. האחד הוא האשראי שנותנות הרשויות (הממשלה ובנק ישראל), המצריך תוספת מימון; המקור השני הוא האשראי שמספקת מערכת התיווך הפיננסי על-פי תנאי הביקוש בשוק, ותוך זיקה למדיניות המוניטרית הקיימת. גם אשראי זה מאפשר גידול בנכסי הציבור ובכמות הכסף במשק. הגורמים המזינים את ההתפתחויות המוניטריות במשק פועלים במשולב ובו־זמנית. לצורך תיאור השפעתם נציגם להלן בשלושה שלבים: הראשון יציג את תרומת הרשויות לבסיס הנכסים הכספיים – כלומר תרומת הגירעון הממשלתי והאשראי שמספקים הסקטור הציבורי ובנק ישראל, קרי: העירויים החיצוניים; השלב השני יתאר את התרומה הנוספת של מערכת התיווך הפיננסי (ההפרש בין רכישת הנכסים הכספיים לבין צבירת כספים נכסים אלה). לסיום תוצג השפעת האינפלציה באמצעות השיעורים על היתרות הנומינליות של הנכסים – שכמותית היא ההשפעה הגדולה מכלן.

א) לוחות ח'2 וח'4 להלן מפרטים את תמונת העירויים החיצוניים על-פי מקורותיהם: הסקטור הציבורי ובנק ישראל⁹. העירוי החיצוני הנובע מהסקטור הציבורי הקיף השנה 10.5 אחוזי תוצר, לאחר כ־9 אחוזי תוצר אשתקד ודומה לזה של שנת 1982. הגידול השנה משקף, מצד אחד, את העלייה הגדולה בגירעון הממשלתי, ומצד שני – ירידה במתן אשראי לסקטור הפרטי. העירוי החיצוני שנבע מבנק ישראל הקיף השנה פחות מ־2 אחוזי תוצר, לאחר כ־4 אחוזי תוצר אשתקד. ירידה זו משקפת צמצום־מה במתן אשראי מוכוון ובמתן הלוואה מוניטרית (פחות מאחוז תוצר על פני השנה, לאחר שני אחוזים ויותר אשתקד, למעשה ירדה השנה יותר תרומתו של בנק ישראל לנכסים, יחסית לאשתקד – זאת משום שההלוואה המוניטרית השנה ניתנה במקום גירעונות נזילות שהיו בעבר; ראה לוח ח'5).

⁶ הסדר מניות הבנקים הפך את המניות האלה לחוב אופציונלי של הממשלה, ראה הערת שוליים מס' 7 בפרק ה' לעיל.

⁷ הכוונה להרעת תנאי הפת"ם בשנה וחצי האחרונות.

⁸ מן הראוי לציין, כי הדרך להילחם בתופעה זו בזמן הקצר טמונה בהעלאת התשואה על החוב הפנימי, בפרט התשואה לתחליף הקרוב ביותר למטבע־חוץ, קרי: פת"ם. אך דבר זה לא נעשה; התשואה על פת"ם ירדה, וגם העלייה בריבית על חיסכון מחודש הוא מעין הורדת הקנס על הפדיון ולא העלאת ריבית על חיסכון חדש. ⁹ נתוני העירויים החיצוניים אינם כוללים את תשלומי הריבית של הסקטור הציבורי ושל בנק ישראל לציבור, והם מנוכים גם מצבירת הנכסים בלוח ח'2 (למעט ריבית על פת"ם). בהעדר נתונים על חלק ניכר מתשלומי ריבית אלה.

לוח ח"3
ההתרחבות ביתרת הנכסים של הציבור, 1979 עד 1984

משקל בתוצר ⁴								
1984			1983			1984		
סך	ינואר — יולי	ינואר — יולי	ממוצע לשנים 1979 — 1982	סך	ינואר — יולי	ינואר — יולי	סך	ינואר — יולי
הכול	דצמבר	דצמבר	הכול	הכול	דצמבר	דצמבר	הכול	דצמבר
(אחוזים)			(מיליארדי שקלים)					
5.9	2.7	5.0	3.5	9.1	274.5	50.5	325.0	47.5
4.8	4.5	4.7	7.8	3.2	221.4	84.0	305.3	105.5
0.0	0.1	0.0	— 4.0	0.0	2.1	1.0	3.1	— 54.1
1.1	— 1.8	0.3	— 0.3	5.9	51.0	— 34.4	16.6	— 3.9
0.8	— 1.8	0.0	— 1.2	1.6	36.5	— 34.1	2.4	— 16.5
6.7	0.9	5.0	2.3	10.6	311.0	16.4	327.3	31.1
— 0.7	— 1.3	— 0.8	3.3	2.4	— 31.1	— 23.5	— 54.6	45.2
— 0.0	— 0.0	— 0.0	— 4.3	1.0	— 1.2	— 0.2	— 1.4	— 58.0
7.4	2.1	5.9	3.2	7.2	343.4	40.0	383.4	43.9
1. תרומת העירוניים ומערכת התיווך הפיננסי								
א. סך העירוני למשק ¹								
(1) צבירה בכסים הנכסים הנזילים ²								
(2) רכישת (—) מניות בנקאיות בידי הממשלה								
(3) צבירה בכסים הנכסים לטווח בינוני וארוך								
ב. ההרחבה המקומית הנובעת ממערכת התיווך הפיננסי								
ג. רכישת נכסים בידי הציבור								
(1) נכסים נזילים								
(2) מניות פיננסיות								
(3) נכסים לטווח בינוני וארוך								
2. תרומת השיערוכים								
ד. סך כל שיערוך הנכסים								
(1) נכסים נזילים								
מזה: ריבית על נכסים לא צמודים								
(2) מניות פיננסיות								
(3) נכסים לטווח בינוני וארוך								
3. סך התרומות (1)+(2)								
ה. השינוי ביתרת הנכסים ³								
(1) נכסים נזילים								
(2) מניות פיננסיות								
(3) נכסים לטווח בינוני וארוך								

(1) בסיס העירוניים התיאוצונים מהסגור הציבורי + מבנק ישראל, בניכוי הדליפה לחוץ לארץ; הגדרה זו שונה מההגדרה המופיעה בלוח ח"2 שורה 5, והפער נובע מרכישת מניות בנקאיות בידי הממשלה ורכישת פת"ח מקומי.

(2) בסיס הכסף + בסיס הנכסים הנזילים הצמודים.

(3) כהגדרתו בלוח ח"13' ובניכוי מילות חובה ואשראי ליצואנים.

(4) המשקל בתוצר חושב כממוצע התיקון החודשי של הזרמים המתאימים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

סך העירוניים החיצוניים הגיע השנה לכ־12 אחוזי תוצר, אולם רובם דלפו מהמערכת המקומית לרכישות גדולות של מטבע חוץ: 9 אחוזי תוצר, יותר מאשר היקף הרכישות אשתקד, שהיה במשך השנה כ־7 אחוזי תוצר, אך התרכזו ברובו בסוף השנה¹⁰. ב־1984 וב־1983 משקפות הרכישות הגדולות של מטבע החוץ הן את ציפיות הציבור לשינוי במחיר מטבע החוץ והן את הקטנת נכונותו של הציבור להגדיל את מצבת הלוואותיו לממשלה בתשואות הקיימות. אשתקד לוו בהקטנת החיסכון הפרטי, ובחלקן נועדו ליבוא מוצרים בני־קיימא, ואילו השנה עלה שיעור החיסכון הפרטי, הצטמצם הגירעון במאזן התשלומים, אך גברה כאמור הנטייה לחסוך ישירות בנכסים פיננסיים במטבע חוץ.

כתוצאה מהיקף הרכישות הגדול של מטבע החוץ, רק כרבע מהעירוניים החיצוניים, כ־3 אחוזי תוצר, תרמו לתוספת הנכסים המקומיים. זו תוספת נכסים נמוכה במיוחד יחסית לשנים עברו, שהיתה כ־6.5 אחוזי תוצר בשנתיים האחרונות לעומת כ־9 אחוזי תוצר בשלוש השנים שקדמו להן.

הצבירה¹¹ נטו בבסיס הנכסים הצמודים של הציבור היתה השנה אפסית, בניגוד לשנים קודמות, שבהן הסתכם היקף הצבירה בכ־4 אחוזי תוצר ויותר מדי שנה בשנה. עם זאת יש לציין, שעירוניים אלה תרמו לצבירת נכסים פיננסיים במטבע חוץ היקף בלתי ידוע, בהעדר נתונים סטטיסטיים לתופעה זו¹². מן הראוי לומר, כי השנה נפרדו איגרות חוב ותכניות חיסכון ממסלוליות בסך של כ־12 אחוזי תוצר, וכנגד זאת קנה הציבור תכניות חיסכון חדשות בהיקף דומה. כלומר, היקף המיחזור של החוב הפנימי היה גדול.

בהדפסה (השינוי בבסיס הכסף) נרשם השנה גידול, מכ־2 אחוזי תוצר אשתקד לכ־3 אחוזי תוצר השנה. עלייה זו החלה ברביע האחרון של שנת 1983, לאחר ההאצה באינפלציה, והיא נובעת משני גורמים. האחד, השחיקה הגוברת במגזר השקלי, במיוחד באמצעי התשלום — כשל ההאצה באינפלציה, וזאת חרף מאמצי הציבור להמעיט בהחזקתם של נכסים אלה, דהיינו: האצת מהירות המחזור; והשני — המדיניות של בנק ישראל לעידוד המגזר השקלי, המתבטאת בשיעורי נזילות נמוכים על פיקדונות שקליים וכמתן ריבית נומינלית גבוהה לחלק מבסיס הכסף¹³. מדיניות זו איפשרה לבנקים לשלם ללקוחותיהם שיעורים גבוהים של ריבית נומינלית על נכסים שאינם צמודים, ולאחרונה גם במדה מסוימת על פיקדונות עו"ש. בכך הגדילה המדיניות המוניטרית את השימוש באמצעי תשלום ובבסיס הכסף, ומנעה גידול נוסף במהירות המחזור, גידול הגורם נזק לתפקוד המשק. עם זאת, מהווה הריבית ששילם בנק ישראל נטל מימוני, ומקטינה למעשה את יתרת המימון הנקי באמצעות ההדפסה; בניכוי ריבית זו, עלתה ההדפסה פחות. (ראה לוח ח'7 טור (1) בניכוי טור (2))¹⁴.

ב) הצמצום בהיקף הצבירה של בסיס הנכסים הצמודים הקטין גם את מקורות ההרחבה המקומית של מערכת התיווך הפיננסי¹⁵. במיוחד כולט הצמצום במקורות ההרחבה לאשראי לזמן ארוך — תכניות החיסכון וקופות הגמל, שהצבירה בהן נטו השנה היתה קטנה — אך גם

¹⁰ ברביע האחרון של 1983 הסתכמו רכישות מטבע חוץ בכ־12.5 אחוזי תוצר.

¹¹ צבירה היא רכישת בסיס נכסים צמודים בניכוי הריבית המשולמת עבורם.

¹² על פי מערכת הנתונים בפרק זה, מופיעה צבירת נכסים זו כדליפה של מאזן התשלומים (רכישות מטבע חוץ בידי הציבור).

¹³ החלק שעומד כרזרבות בבנק ישראל כנגד פיקדונות העו"ש של הציבור וכנגד הפיקדונות השקליים האחרים. בהתאם לדרישות הנזילות.

¹⁴ ראה להלן תת־הסעיף "הקשר בין ההתפתחויות המוניטריות לבין האינפלציה, מאזן־התשלומים והפעילות הכלכלית".

¹⁵ מערכת התיווך הפיננסי כוללת את הבנקים המסחריים, האגודות השיתופיות לחיסכון ולאשראי, הבנקים להשקעות ולמשכנתאות, מוסדות כספיים החייבים בדיווח, חברות הביטוח וקופות הגמל.

לוח ח"ד 4

מקור העירויים החיצוניים של הסקטור הציבורי ובנק ישראל והעירוי השלילי של מאזן התשלומים, 1979 עד 1984

משקל בתוצר ³			מיליארדי שקלים (מחירים שוטפים)							
1984			ממוצע		ממוצע 1979 עד 1981	1984			1983	
רביע IV	רביע III—I	כל השנה	1983	1982		רביע IV	רביע III—I	כל השנה	כל השנה	כל השנה
48.5	50.3	49.8	51.5	52.6	50.1	1,432.5	1,852.9	3,285.5	702.6	1. הסקטור הציבורי
38.0	41.7	40.8	48.1	461	43.3	1,119.5	1,502.7	2,622.2	649.6	א. אומדן הוצאות הסקטור הציבורי
10.4	8.6	9.1	3.4	6.5	6.8	313.0	350.2	663.2	52.9	(קניית, שכר, תשלומי העברה ותמיכות)
0.6	1.7	1.5	5.8	3.7	3.8	18.5	64.6	83.1	93.0	ב. תקבולי המסים
11.0	10.4	10.5	9.2	10.3	10.6	331.5	414.8	746.3	145.9	ג. הגירעון של הסקטור הציבורי ¹ (למעט
0.2	1.7	1.3	1.5	— 3.0	1.4	6.9	57.3	64.2	24.7	ריבית על החוב הפנימי) (ב) — (א)
0.0	0.0	0.0	0.0	2.9	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ד. מתן אשראי לסקטור הפרטי ²
0.7	0.6	0.7	1.9	0.8	0.2	11.9	51.2	63.2	30.1	ה. סך העירוי החיצוני הנובע מהסקטור הציבורי
— 0.1	— 0.5	— 0.4	0.5	1.0	1.0	0.4	— 32.4	— 31.9	— 1.0	(ד) + (ג)
0.9	1.8	1.6	3.9	— 1.2	2.5	19.3	76.1	95.4	53.8	2. בנק ישראל
0.9	1.8	1.6	3.9	1.7	3.6	19.3	76.1	95.4	53.8	א. מתן אשראי מכוון
3.2	9.4	7.8	9.9	7.9	4.5	93.7	381.8	475.5	136.0	ב. מעבר קרנות יצוא לבנקים
— 0.9	— 1.2	— 1.1	3.2	5.2	0.4	— 26.5	— 36.0	— 62.5	34.4	ג. הלוואה מוניטרית
4.1	10.6	9.0	6.7	2.7	4.1	120.2	417.8	538.0	101.6	ד. גורמים אחרים
										ה. סך העירוי החיצוני מבנק ישראל
										ו. סך העירוי החיצוני מבנק ישראל
										(כולל מעבר קרנות יצוא לבנקים)
										3. מאזן התשלומים
										א. הגירעון בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי
										ב. יבוא הון מחוץ לארץ על ידי הסקטור הפרטי
										ג. דליפת העירוי החיצוני מחוץ למשק
										(המרות מטבע חוץ על-ידי הסקטור הפרטי)
										(ב) — (א) = 3

(1) הגירעון המקומי של הסקטור הציבורי (ממשלה + סוכנות) + מתן אשראי נטו של הממשלה לסקטור הפרטי.

(2) החל משנת 1983 כולל קניית מניות בנקאיות שבהסדר על ידי הרשות הממשלתית.

(3) בכל תקופה מחולק הנתון המתאים בתוצר של אותה תקופה.

היקף ההרחבה לאשראי לזמן קצר היה מוגבל¹⁶. הצמצום במקורות האשראי לזמן קצר נבע מהצבירה הנמוכה של נכסים לזמן קצר, ובמחצית הראשונה של השנה – גם מהעדפת נכסים צמודי מטבע חוץ על-פני נכסים שקליים, כתוצאה מציפיות לשינוי במחיר מטבע החוץ. בהתאם למדיניות המוניטרית, מביאים שינויי הרכב כאלה לכיוון מוניטרי, בשל שיעורי הנזילות הדיפרנציאליים: שיעורים נמוכים לנכסים שקליים ושיעורים גבוהים (100 אחוזים) לנכסים צמודים למטבע חוץ.

סך תרומת ההרחבה של מערכת התיווך הפיננסי (בניכוי הריבית המשולמת) לרכישת נכסים המוחזקים בידי הציבור היתה השנה קטנה, אך קצת יותר מאשתקד, ולאחר שנים רבות שבהן תרמה תרומה ניכרת לרכישת הנכסים. (ראה לוח ח'3). כך הגיע היקף רכישת הנכסים שבידי הציבור לכ-5 אחוזי תוצר בלבד. עם זאת נודעת למערכת זו תרומה גם בגין תשלומי הריבית השוטפים שהיא משלמת, שבהעדר נתונים, אינה כלולה ברכישה¹⁷.

ג) השפעת האינפלציה על ההתפתחות הנומנילית של הנכסים קשורה למערכת ההצמדות שנוצרה במשק. מערכת זו נוצרה בעקבות קצבי האינפלציה הגבוהים במשק, והיא זו שהקתה חלק מנוקי האינפלציה, באפשרה למשק לתפקד למרות האינפלציה. מערכת ההצמדות כוללת, בין השאר, הצמדת נכסים ואשראי, תוך הצמדת חלק משיעורי הריבית, אם כי לא כולם. עם זאת קיים מגזר שקלי שאינו צמוד, שבשנתיים-שלוש האחרונות עודד על-ידי המדיניות המוניטרית. השפעת האינפלציה על התפתחות המצרפים המוניטריים (נכסי הציבור והתחייבויות), מתבטאת בשני אופנים. מן הצד האחד, חלק נכבד מתיק הנכסים של הציבור ומהאשראי שהוא מקבל מהממשלה וממערכת הבנקאות צמוד הצמדה מלאה לעלויות המחירים, והאצת האינפלציה האיצה מאוד את גידולו הנומנילי של מגזר זה. מן הצד האחר, הביאה האצת האינפלציה לשחיקה ריאלית גוברת במגזר הנכסים והאשראי שאינו צמוד כלל לעלויות המחירים, או שצמידותו אינה מלאה¹⁸. כך גברה הזדקקותו של מגזר זה לתוספות חדשות, המסופקות בעיקרן על-ידי העירוניים החיצוניים. במיוחד בולטת שחיקה זו במגזר השקלי, שלמרות חלקו הקטן (4 אחוזים בצד הנכסים הכספיים) הגיע היקפה, במונחים שנתיים, לקרוב ל-3 אחוזי תוצר. (ראה לוח ח'7).

התמונה המשולבת של העירוני החיצוני, ספיגת מאזן התשלומים וההרחבה המקומית ממערכת התיווך הפיננסי, מחד-גיסא, והאצת האינפלציה, מאידך גיסא, משתקפת בהתפתחות הנכסים: גידול נומינלי חודשי של כ-16.5 אחוזים בממוצע בתיק הנכסים הכספיים, שהוא עלייה ריאלית של כ-14 אחוזים במהלך השנה: גידול ריאלי של כ-18 אחוזים בנכסים לטווח ארוך ובינוני ושל 2 אחוזים בנכסים לטווח קצר (הנכסים הנזילים; ראה לוח ח'13). כאמור, לא כוללים נתוני התיק את מטבע החוץ שמחזיקים הפרטים, שהיקפו בלתי ידוע¹⁹. עם זאת ניתן לומר, כי הגידול הריאלי של סך התיק ושל החלק הנזיל שבו היה גבוה יותר. נזילותו של התיק לטווח קצר נובעת ברובה מהמבנה המוסדי של שוק ההון הישראלי, שבו מרחב התנודה של התשואות על נכסים אלה קטן. הדבר בולט במיוחד בפיקדונות הצמודים למטבע חוץ; בעבר היה מרחב התנודה מצומצם גם באגרות החוב הצמודות למדד, אולם לאחרונה הוא גדל והקטין את נזילותו. בשנים האחרונות (עד אוקטובר 1983) נוסף על נכסים אלה גם נכס שאינו ממשלתי – המניות הבנקאיות – ששעריהן ווסתו על-ידי חברות

¹⁶ עם זאת היה שינוי בשיטת שיערוך נכסי הבנקים, שגרם להרחבה פוטנציאלית של מקורות האשראי. הרחבת אשראי ממקור זה היתה מחייבת את הבנקים למכור בשוק המשני איגרות חוב, שרמת תשואותיהן היתה השנה גבוהה, ולפיכך לא היה כדאי למכרן.

¹⁷ הריבית כלולה בשיעור הנכסים, ראה סעיף 2 בלוח ח'3.

¹⁸ במיוחד בולט רכיב תכניות החיסכון הממשלתיות, שערכן נשחק בשל הפסד מדד אחרון בעת הפדיון.

¹⁹ גם הרמה בלתי ידועה, וגם החלק הנזיל בה אינו ידוע. (יש לזכור שהשימוש במטבע חוץ אסור על-פי החוק).

הקשורות בבנקים. כך הפכו גם הן לנכס בעל נזילות גבוהה וסיכון נמוך, למרות תשואותיו הריאליות הגבוהות, שעלו על תשואות הנכסים הנזילים האחרים. בעקבות המשכר במניות הבנקאיות הופסק ויסותן, וכך הפכו לנכס שהוא מעין איגרות חוב ממשלתיות ואיבדו את תכונת הנזילות שלהן. בחינת מדת הנזילות הכוללת של הציבור השנה מחייבת אפוא בחינה של רמת התיק הנזיל יחסית לרמתו שלפני משכר המניות הבנקאיות. היקף התיק הנזיל, הכולל את המניות הבנקאיות לפני המשכר, היה כ־60 אחוזים מן התוצר, ואילו ב־1984 הגיע התיק הנזיל (ללא המניות הבנקאיות) לכ־40 אחוזים. פער זה, כאמור, מוטה כלפי מעלה, משום שאינו כולל את מטבע־החוץ הנזיל שנמצא בידי הציבור. יתירה מזאת, אין לראות פער זה כמשקף ירידה כה חריפה בנזילותו של הציבור; קיומו של התיק הנזיל הוא שאיפשר את ההיזדקקות המועטה לאמצעי התשלום במשק הדרושים לביצוע העסקאות בתקופת האינפלציה מואצת. אמצעי התשלום, שהסתכמו בכ־20 אחוזים מהתוצר בתקופת האינפלציה השנתית החד־ספרתית, ירדו להיקף של כ־2 אחוזים בלבד בשנת 1984; כלומר: ככל שהתיק הנזיל גדול יותר — כך הוא מקל על השימוש באמצעי תשלום בהיקף נמוך יותר. לפיכך הירידה בתיק הנזיל השנה העלתה את הביקוש לאמצעי התשלום, אם כי אין באפשרותנו לכמת השפעה זו.

בתחום האשראי נרשמה עלייה נומינלית חודשית ממוצעת של כ־16.5 אחוזים ביתרת האשראי לזמן קצר ועלייה של כ־16 אחוזים ביתרת האשראי לזמן בינוני וארוך. האשראי לטווח קצר, המהווה יעד למדיניות בנק ישראל, עלה אפוא ריאלי במהלך השנה בלמעלה מ־10

לוח ח'־5

אינדיקטורים למדיניות המוניטרית, 1980 עד 1984

(אחוזים מהתוצר)¹

1984	1983	1982	1981	1980	
תוספות לבסיס הנכסים ²					
0.7	1.9	0.8	-0.1	-0.1	1. הלוואה מוניטרית
0.3	0.1	-0.9	0.6	-0.3	2. פעולות בשוק הפתוח
-0.4	0.5	1.0	1.4	0.6	3. עירוי מכנק ישראל בגין גורמים אחרים
1.3	1.6	0.1	-0.4	3.6	4. עירוי חיצוני בגין אשראי מוכוון ³
1.9	4.1	1.0	1.5	3.8	סך כל התוספות לבסיס הנכסים
תוספות לנכסים					
-0.2	-0.5	-2.2	1.6	-2.0	5. שינוי בתקרות מטבע חוץ
0	-1.7	1.6	0.5	0.9	6. השפעת שינוי בשיעורי נזילות על נכסים שקליים ⁴
-0.7	1.4	0.1	-0.3	-1.7	7. השינוי בגירעונות הנזילות של הבנקים
-0.9	-0.8	-0.5	1.8	-2.8	סך כל התוספת לנכסים בגין מדיניות מוניטרית

(1) ממוצע התיקון החודשי של הזרמים המתאימים מחולקים בתוצר המתייחס לאותה תקופה.

(2) התוספות לבסיס הנכסים מביאות לתוספות גדולות יותר לנכסים משום שהן מהוות בסיס גם לתוספות ממערכת הבנקאות.

(3) כולל תיקון מעבר קרנות היצוא בשנים 1981 ו־1982.

(4) השינוי במקורות האשראי השקליים של הבנקים כתוצאה מהשינויים שנעשו בשיעורי הנזילות של הנכסים השקליים במהלך התקופה.

אחוזים, עלייה שהתרכזו בסוף השנה, ויתרתו הממוצעת ירדה ריאלית ב־3 אחוזים, לאחר צמצום ריאלי מתמשך ביתרתו החל משנת 1978. התפתחות זו באשראי אירעה למרות העלייה הגדולה בשיעור הריבית הריאלית על חח"ד, המהווה את הריבית השולית למגזר השקלי. בחודשים יולי – ספטמבר הגיעה העלות הריאלית של האשראי השקלי לממדים שלא היו בעבר: 5 אחוזים לחודש (עלות ריאלית של 80 אחוזים לשנה!), ודווקא בסוף השנה, על אף הגידול הנוסף בעלות הריאלית, גדל גם האשראי. תוך תנודות חודשיות גדולות על־פני השנה. עם זאת, יש להבחין בין העלות הריאלית בפועל, שהיא זו הנמדדת, לבין העלות הריאלית הצפויה במשק, שעל־פיה מתקבלות ההחלטות הכלכליות. במשק, שבו קצב האינפלציה גבוה ונתון לתנודות, הריבית הנומינלית מגלמת ריבית ריאלית מסוימת וציפיות לגבי האינפלציה לתקופה הקרובה (שאורכה כמשך החזר ההלוואה). כאשר הציפיות לגבי האינפלציה אינן מתממשות, תהיה העלות הריאלית של ההלוואה בפועל שונה מזו הצפויה. לפיכך אין ליחס לעלות הריאלית המוצגת לעיל משמעות בלעדית של מחיר האשראי. עם זאת, מן הראוי לציין, שגם העלות הריאלית של אשראי הצמוד למטבע חוץ היתה השנה גבוהה, והגיעה לכ־37 אחוזים (ראה לוח ח"י-12). נציין עוד, כי מחיר האשראי בשוליים אינו מייצג את המחיר של כל היצע האשראי במשק. קיימת מעורבות גדולה של הרשויות במתן האשראי ובהקצאתו בין המשתמשים תוך קביעת מחירו. כך קיים היצע אשראי, במיוחד זה המיועד ליצואנים ולמשקיעים באזורי פיתוח, שעלותו הריאלית נמוכה מהעלות השולית המוצגת לעיל.

במקביל לעידוד המגזר השקלי בצד הנכסים, עודדה המדיניות המוניטרית את המגזר הזה גם מצד האשראי, באמצעות הגבלות כמותיות על מקורות אשראי שאינם שקליים, דהיינו: תקרות לאשראי צמוד מטבע חוץ בצד הקטנת שיעורי הנזילות על הנכסים השקליים.

מדיניות העידוד של המגזר השקלי על רקע הציפיות המשתנות לפיחות, הביאה בשלוש השנים האחרונות לתנודות רבות בהיקפי האשראי, שנכעו מתנודות בהרכב הנכסים של הציבור. על מנת לקזז תנודות אלה, נעשה שימוש אינטנסיבי בשינוי שיעורי נזילות בעבר, ובשנתיים האחרונות – בהלוואה מוניטרית, המלווה בתשלומי ריבית נומינלית²⁰. הריבית הנומינלית על ההלוואה המוניטרית קובעת במדה רבה את עלותה של הרחבת האשראי במשק, ולפיכך – את הריבית השולית על אשראי ונכסים במגזר השקלי; עלייתה של ריבית זו השנה לממדים ריאליים כה גבוהים היא אפוא תוצאה של העלאת הריבית על ההלוואה המוניטרית. הטעמים להעלאה זו היו שניים: האחד – למתן את היקף ההרחבה הבנקאית, ובכך לקזז במדה מסוימת את העירוי החיצוני הגדול שנבע מהממשלה, והשני – למתן את היקף רכישות מטבע־חוץ באמצעות העלאת הריבית הריאלית מעבר לציפיות לפיחות הריאלי, ששררו באמצע השנה. עם זאת יש לציין, שהעלאת הריבית לממדים כה גבוהים משפיעה על פעילותו של הסקטור העסקי, הנזקק בשוליים להון חוזר מאמצעים אלה. דילמה זו אופיינית למדיניות מוניטרית, שמעלה ריביות במשק, כדי לשנות את הרכב מימון הגירעון. ממימון באמצעות מטבע־חוץ – למימון באמצעות חוב פנימי, מחד גיסא, אולם פוגעת בפעילות היצרנית ודוחקת את הסקטור הפרטי, מאידך גיסא. עם זאת יש לציין, שהשפעותיה של מדיניות זו ניכרות בעיקר במגזר השקלי של הנכסים ושל האשראי, ולפיכך תוצאותיה הכמותיות אינן רחבות.

התפתחות הנכסים במהלך השנה לא היתה התפתחות אחידה, בשל שינויים בציפיות הציבור, על רקע תנודות במדיניות המחירים של הממשלה, ובסוף השנה אף הופעלה "עסקת החבילה", שמיתנה את עליות המחירים. השינויים בציפיות הציבור לחשואות יחסיות בנכסים נבעו מעיתוי

²⁰ החל מהשנה מחליפה ההלוואה המוניטרית אוטומטית את גירעונות הנזילות, שהתאפשרו בעבר – כהתאם להסכם בין בנק ישראל לבנקים. מעבר זה תרם ליתר בהירות באשר לעלות השולית של שימוש בגירעונות הנזילות.

הבחירות באמצע השנה הנסקרת (בסוף חודש יולי). הציבור ציפה, שלאחר הבחירות, עם כינון ממשלה חדשה, יינקטו צעדי מדיניות חדשים, בעיקר בתחום שערי החליפין והנכסים הפיננסיים. לפיכך ניכר מעבר של הציבור מנכסים שקליים לנכסים צמודי מטבע חוץ, כולל נכסים פיננסיים כמטבע חוץ, תהליך שהתרחש עד חודש אוקטובר, שבו ננקטה המדיניות החדשה. התפתחות זו התבטאה הן במימון גדל של הגירעון הממשלתי באמצעות רכישת מטבע חוץ על ידי הציבור, תוך גידול של החוב החיצוני נטו, והן בכיוון גדל של מקורות ההרחבה הבנקאית המקומית. המדיניות הכלכלית החדשה כללה, בשלב הראשון, פיחות נומינלי מואץ והטלת מסים נוספים ובשלב השני – עסקת חבילה שנחתמה בראשית חודש נובמבר. עסקת החבילה נמשכה שלושה חודשים, והיא נשענה על הסכמה בין הממשלה, ההסתדרות והמעסיקים, להקפיא את הרמה של חלק ניכר מהמחירים במשק, כולל מחירי המוצרים המבוקרים, ולמתן את עליות השכר. ואכן, העסקה הביאה למיתון של ממש בקצב עליות המחירים ולהרגעת הציפיות ששררו במשק. הרגעת הציפיות גרמה לשינוי בתשואות היחסיות הצפויות ולתנועה של הציבור בכיוון ההפוך – מנכסים צמודי מטבע חוץ לנכסים שקליים. לפיכך גבר מימון הגרעון באמצעות הדפסת כסף (בסיס הנכסים השקליים), קטן המימון באמצעות רכישת מטבע חוץ על-ידי הציבור, והתרחב היצע מקורות האשראי המקומי. יש לציין שהיקפו של הגירעון נשאר ברמה הדומה להיקפו במהלך השנה.

התפתחותו הנומינלית של שער החליפין הרשמי נותרה מחוץ לעסקה. קצב פיחותו הואט אמנם יחסית לתקופה שלפני חודש נובמבר, אולם נשאר בדיעבד ברמה הגבוהה בהרבה מקצב עליית המחירים המקומיים. גם קצב הפיחות של שער החליפין האפקטיבי, ששיעורו היה מצומצם מקצב הפיחות בשער הרשמי – בשל הקפאת מסי היבוא – היה גבוה מעליית המחירים בפועל. הדבר נבע, ככל הנראה, מהערכה, שתחול אמנם ירידה חריפה בקצב האינפלציה אולם שיעורה לא היה ידוע. ההאטה בקצב עליות המחירים היתה זמנית ולא נמשכה בתום העסקה, בשל לחצים כבושים שנוצרו במהלכה להתאמת מחירים – במיוחד בשל הפער שנפער במחירי המוצרים המיובאים בין העלות ליבואן לבין המחיר לצרכן (פער מצטבר של כ- 12 אחוזים). יתירה מזאת, הפשרת ההקפאה של המסים על היבוא בתום העסקה תרם גם הוא ללחץ עלויות נוסף.

עליית המחירים במהלך עסקת חבילה א' (3.11.84 – 31.1.85)

(מונחים חודשיים, אחוזים)

4	מדד המחירים לצרכן
8	עליית מחירי המוצרים המיובאים (ליבואן)
10	שער החליפין הנומינלי
10	ריבית על נכסים נזילים (בסיס הכסף)
16	ריבית על הלוואה מוניטרית

(* אומדן המחירים הוא מקורב, ומתבסס על מידע בדבר העלויות החודשיות במדד המחירים לצרכן ועל המדירד המיוחדת הדו-שבועית של הל"מ).

בצד הפיחות הנומינלי, שנותר מחוץ לעסקה, הותירו קובעי המדיניות גם את שיעור הריבית הנומינלית על המגזר השקלי מחוצה לה. זאת על מנת למנוע ביקוש ספקולטיבי למטבע-חוץ ולאשראי, שעלולים היו להתעורר אם אמינות העסקה היתה נמוכה. כתוצאה מכך הגיעה העלות הריאלית בפועל של אשראי בחודשי העסקה לממדים מדהימים של כ- 10 אחוזים ויותר לחודש, על המשתמע מכך על עלות הייצור, עלייה זו בלמה, אך לא מנעה את העלייה הגדולה באשראי החל מחודש דצמבר.

לוח ח' 6

הגירעון המקומי של הסקטור הציבורי ואופן מימונו — מאזן מאוחד של הממשלה ובנק ישראל, 1978 עד 1984
(אחוזים מן התוצר)¹.

	— 1978				
	1984	1983	1982	1981	1980
א. הגירעון					
1. הגירעון המקומי של הסקטור הציבורי (ללא תשלומי הריבית) ²	9.2	3.4	6.6	9.8	5.8
2. התמיכה הגלומה באשראי המזל' ³	2.3	2.5	4.0	4.4	6.1
3. ריבית על החוב הפנימי ⁴	5.4	4.9	4.5	3.2	4.8
4. הגירעון המקומי של הסקטור הציבורי בתוספת תשלומי ריבית (1)+(2)+(3)	6.1	16.8	15.1	17.4	16.7
ב. אופן מימון הגירעון					
5. הרפסה	3.2	2.4	1.8	2.1	1.6
6. צבירת חוב פנימי נטו ⁵	3.9	3.3	16.7	13.6	12.8
7. רכישות מטבע חוץ בידי הציבור	9.1	6.7	2.7	2.0	2.8
8. השפעה נטו של המדיניות המוניטרית במגזר השקלי ⁶	-0.1	-1.6	-0.1	-0.4	-0.5
9. הרווח בפועל מההרפסה ⁷ (5)+(8)	3.1	0.8	1.7	1.7	1.1

- (1) ממוצע החינקון החודשי של הורמים השונים חלקי התוצר המתייחס לאותה תקופה.
(2) המקור: לוח ח' 4 סעיף 10; נתון זה שונה הגדרתית מהגירעון המופיע בפרק ה', משום שהנתונים כאן מבוססים על תורים התשלומים ולא על זקופה בגין פעילות.
(3) באשראי פיתוח שנותנת הממשלה ובאשראי מוכון הניתן באמצעות בנק ישראל.
(4) מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; ראה גם פרק ה' לעיל.
(5) צבירת בסיס נכסים ממשלתיים (לרבות פת"ם) למעט מתן אשראי נטו מהממשלה.
(6) ריבית על בסיס הכסף כחוספת הנטל התקציבי הגלום במתן הלוואה מוניטרית ובניכוי קנסות גירעונות נזילות (בסימן -).
(7) הרפסה בניכוי הגירעון בגין הפעילות המוניטרית במגזר השקלי.

הקשר בין ההתפתחויות המוניטריות לבין האינפלציה, מאזן התשלומים והפעילות הקשר הקיים בין גירעון הממשלה והעירוים החיצוניים, מחד גיסא, לבין התפתחות המחרים מאידך, במשך פתוח כדוגמת ישראל — הוא קשר מורכב, ויש לבחנו בהקשר הכולל של הרכב המימון. הגירעון מבטא את היקף הביקוש הממשלתי למקורות, היקף שאינו ממומן באמצעות תקבולי מסים מהציבור. היקפו של הגירעון במשק הישראלי עמד על כ-15 אחוזי תוצר ויותר ברוב שנות העשור האחרון. נכונות הציבור לחסוך מעבר למסים המוטלים עליו מימנה כעבר את רובו של הגירעון: הסקטור הפרטי הסכים לוותר על צריכה בהווה, ולחסוך באמצעות מתן פרק ח', שוקי הכספים וההון 265

הלוואות לממשלה, ובכך לפנות לה את המקורות הדרושים לפעילותה. תמורת המוצרים והשירותים, שהציבור חסך בדרך זו, הוא קיבל מהממשלה נכסים פיננסיים שונים שיצרו חוב פנימי, ובכך נמנעה היווצרות עודפי ביקוש בשווקים. עם זאת, יצר החוב הפנימי, מצד אחד, התחייבות שוטפת של הממשלה בדמות הריבית המשולמת עליו, המרחיבה את הגירעון הממשלתי, ובשנה האחרונה אף הגיעה ל-5 אחוזי תוצר ויותר, והיא מהווה כשליש מסך הגירעון הממשלתי המקומי. מצד שני, יצר החוב הפנימי גם נכסים נזילים, המאפשרים לציבור להמעיט בשימוש באמצעי התשלום שאינם צמודים, ובכך מקטינים את הבסיס של ה"מס" שמטילה האינפלציה על הציבור. בשנתיים האחרונות הצטמצמה נכונותו של הציבור להמשיך ולהגדיל את מצבת הלוואותיו לממשלה, ולפיכך גדל מאוד משקלו של מקור מימון אחר של הגירעון הממשלתי, והוא עודף היבוא, הממומן באמצעות חוב הממשלה לחוץ-לארץ. כך סופקו לממשלה מקורות שלא על-חשבון שימושי המקומיים של הסקטור הפרטי. חלק הארי של עודף היבוא הנגרם בעטיה של הממשלה לא היווה יבוא ישיר של הממשלה. הממשלה השתמשה במוצרים ובשירותים מייצור מקומי, והפנתה את הסקטור הפרטי למלא את החסר דרך רכישות בחו"ל, או באמצעות צמצום יצואו לחו"ל, שפירושם עודף יבוא. בשלב הראשון שילמה הממשלה במטבע מקומי, אך לפי דרישה היא סיפקה לציבור את מטבע החוץ הדרוש.²¹ לפני המשק הישראלי לא עמדו בפועל מגבלות היצע על עודף היבוא. לכן כמעט כל מה שהממשלה לא הצליחה לקבל מהציבור בדרך של מסוי או חיסכון רצוני — הופנה לעודף יבוא ישיר ועקיף.²² ההישענות הגוברת על אמצעי מימון זה מביאה לגידול מתמשך בחוב החיצוני; בשנתיים האחרונות, כאמור, העמיק גידול זה עוד יותר, והחריף את קשיי המימון של הגירעון בעתיד.

יתרת הגירעון — שאינה ממומנת באמצעות הלוואות מהציבור או באמצעות מכירת מטבע חוץ לציבור — קשורה ל"מס" שמטילה האינפלציה בפועל על הציבור. כל עוד נמשך התהליך

לוח ח'7

הרווח הפוטנציאלי הגלום בהדפסת הכסף והרווח בפועל, 1981 עד 1984

(אחוזי תוצר)¹

היקף ההדפסה (מימון פוטנציאלי) (1)	ריבית על בסיס הכסף (2)	הלוואה מוניטרית על הלוואה מוניטרית וקנסות נזילות (3)	הרווח בפועל מההדפסה (3) - (2) - (1) = (4) (4)
1981	2.1	0.6	0.2
1982	1.8	0.3	- 0.2
1983	2.4	0.5	1.1
1984	3.2	0.8	- 0.7

1) אחוזי התוצר חושבו כממוצעי התיקנון התודשי של הזרמים המתאמים חלקי התוצר לאותה תקופה.

²¹ מופיע כ"הזרמה", אולם בדיעבד זהו, כאמור, מימון במטבע חוץ.

²² פה המקום להסתייג ולומר, שכאשר הביקוש הממשלתי הנוסף מתבטא בשוקי המוצרים שאינם סחירים במסחר בינלאומי ולא ניתן לספקו באמצעות יבוא מוצרים סחירים, הוא גורם לעליית מחירים חד-פעמית בשוקי המוצרים הבלתי-סחירים. עליית מחירים זו הביאה לייסוף ריאלי, אך אינה יכולה להביא לאינפלציה מתמשכת.

האינפלציוני נהנית הממשלה גם מהיקף מסוים של מימון באמצעות הדפסת כסף חדש. הציבור נזקק לתוספת כסף זו כדי להשלים את יתרת אמצעי התשלום שלו – ההילך החוקי במשק – שכוח הקנייה שלהם נשחק עקב עליות המחירים. היקף מימון זה עמד בעשור האחרון על כ־2 אחוזי תוצר בממוצע לשנה בלבד, והוא חלק קטן מהגירעון.

התפתחות עליות המחירים במשק קשורה למערכת הנומינלית של מחירים מרכזיים הנקבעת באופן מוסדי במשק: שער החליפין, השכר הנומינלי ומחירי המוצרים המבוקרים; ואילו המערכת הפיסקלית והמוניטרית מסתגלת לשינוי בקצבי עליות המחירים במהירות, כאשר היקף תוספת הנזילות הנדרש בשל עליות מחירים אלה קטן מהיקף הנזילות הנותרם מהגירעון והעירויים החיצוניים²³. גם מדיניות עידוד הבסיס השקלי, המתיישבת עם רצון למנוע הסתגלות אוטומטית לעליית מחירים בלתי צפויה, לא שינתה מיסודה את הגישה הכללית. שהביאה להסתגלות מוניטרית. כך, לדוגמה, כאשר התרחשה עליית המחירים הבלתי צפויה באוקטובר 1983, התקשו הרשויות לאפשר את מיצוי השפעת השחיקה בנכסים ובאשראי, משום שהמסלול עובר דרך אבטלה, וכך תרמו עירוי חיצוני נוסף למשק.

לוח ח' 8

מהירות המחזור של פיקדונות עובר ושב ושל מיצרפים מוניטריים, 1960 עד 1984

מהירות המחזור השנתית הממוצעת של מיצרפים מוניטריים ביחס לשימושים המקומיים ¹			מהירות המחזור הממוצעת של פיקדונות עובר ושב בשקלים ²		
סך הנכסים הנוזליים ³ (5)	אמצעי תשלום ופיקדונות בלתי צמודים (4)	אמצעי תשלום (3)	של הפת"ם (2)	(1)	
..	..	6.3	..	16.4	1960
..	..	6.7	..	21.8	1966
..	..	8.4	..	21.5	1970
..	..	13.2	..	35.8	1976
3.1	17.0	22.3	..	104.3	1980
3.4	18.3	27.1	12.3	161.0	1981
3.5	18.1	32.2	15.5	193.7	1982
3.6	17.5	38.7	13.4	227.5	1983
3.5	19.7	55.2	15.4	345.9	1984

(1) סך כל השימושים המקומיים, למעט יבוא ביטחוני ישיר, כמוגדר בלוח ב' 1, מחולק בסכום השנתי הממוצע של המיצרפים המוניטריים.
(2) סך כל החיובים בחשבונות עובר ושב במטבע ישראלי בבנקים, מחולק בסכום השנתי הממוצע של פיקדונות עובר ושב.
(3) כולל את כל הנכסים המצוינים בטור (4) ועוד איגרות חוב סחירות שכדי הציבור ופת"ם שלא היה קיים ברוב שנת 1977.
המקור: מהירות המחזור של פיקדונות עובר ושב ושל פת"ם – הפיקוח על הבנקים, סטטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים, אמצעי תשלום ופיקדונות לא צמודים – לוח ח' 10א, סך הנכסים הנזילים – לוח ח' 13, השימושים המקומיים (למעט יבוא ביטחוני ישיר) – לוח ב' 1.

²³ גם אם היקף זה היה קטן מהגירעון, יכול הציבור להשיג את תוספת הנזילות השקלית הנדרשת באמצעות מכירת חלק מהתחייבויות הממשלה הנזילות (פת"ם ודומיו).

התפתחות עליות המחירים בשנה הנסקרת מפורטת בפרק המחירים, אולם יש לחזור ולציין, כי ההאצה הגדולה באינפלציה באוקטובר 1983 נשענה על החשה רבתי בקצב פיתוח השקל, בצד האצה בקצב עליית מחירי המוצרים המסובכדים, שבעקבותיהם עלה השכר הנומינלי. המערכת המוניטרית התאימה עצמה, כאמור, באמצעות עירויים חיצוניים שהיקפם היה גדול מהיקף השחיקה הבלתי צפויה בבסיס הכסף ובאמצעות מערכת ההצמדות. גם התפתחות המחירים בתקופת עסקת החבילה נשענה על האטה בקצבי השינוי של הפיתוח האפקטיבי למוצרי הצריכה המיובאים, השכר הנומינלי ומחירי המוצרים הנתמכים; אולם האטה זו נקטעה בעיקר בשל חוסר עקיבות בין התפתחות הפיתוח הנומינלי בשער החליפין האפקטיבי והתפתחות המחירים המקומיים והמשתמע מכך לגבי עליות המחירים שלאחר העסקה²⁴.

האירועים המוניטריים החריגים באוקטובר 1983, שהתבטאו בירידה חדה ברכוש ובצמצום התיק הנזיל, האטו את הביקושים המקומיים; אולם לקראת סוף השנה הנסקרת, גדל רכוש הפיננסי של הציבור ורמתו הגיעה כמעט לרמה ששררה בסוף שנת 1982, לפני השפל במניות החופשיות והמשבר במניות הבנקאיות.

השנה נקטה מדיניות שהביאה לעלייה דרסטית בעלות הריאלית השולית על אשראי במשק. ריבית ריאלית גבוהה אמורה למתן ביקושים פרטיים ולהקל את הלחץ מהמחירים המקומיים ומהגירעון במאזן התשלומים, אולם כנגד זאת טמונות בה השלכות לצמצום הפעילות הכלכלית בשל השימוש באשראי לזמן קצר למימון הון חוזר. עם זאת נראה, כי השפעת הריבית הן על הביקושים והן על הפעילות במשק הישראלי קטנה בכמותה מהשפעתה במשקים אחרים, שכן מצד אחד חלש הקשר בין ריבית לחוסכים לבין ריבית למשקיעים, בשל מעורבות הממשלה בשוק ההון, ומצד שני – הריבית הגבוהה על אשראי שוררת רק במגזר קטן יחסית, ושוב בשל מעורבות הממשלה בשוק זה.

2. האשראי והריבית

לאשראי נודע תפקיד חשוב בהתפתחויות המוניטריות במשק. נוסף על כך יש לאשראי משמעות כלכלית ייחודית, בשל קשריו ההדוקים הן עם הפעילות היצרנית השוטפת והן עם הביקושים. מצד אחד משמש האשראי גורם ייצור בפעילות השוטפת, בשל השימוש בו למימון הון חוזר, ומצד שני הוא מממן ביקושים פרטיים, בעיקר ביקוש להשקעות, אך במידה מסוימת – גם לצריכה פרטית, במיוחד לצריכת מוצרים בני קיימא. האשראי כולל שני סוגים עיקריים: האחד – אשראי לזמן קצר, שניתן ברובו באמצעות מערכת הבנקאות המקומית ושלוחותיה בחו"ל, והוא מיועד בעיקר למימון פעילות בזמן הקצר; והסוג האחר – אשראי לזמן בינוני וארוך, המיועד ברובו למימון השקעות בענפי המשק השונים ובענף הדיור, וחלק ניכר ממנו ניתן באמצעות הסקטור הציבורי או בהכוונתו. עם זאת קיימת, ככל הנראה, תחלופה בין סוגי השונים של האשראי בתוך הסקטור העסקי. כך, למשל, כאשר מצטמצם היצע האשראי לטווח קצר, נצפה לניצול אשראי לטווח בינוני וארוך, לצורכי מימון הון חוזר. בחינת התפתחות האשראי לסוגיו לאורך זמן (ראה דיאגרמה ח'1) מרגישה את השוני בהתפתחות בין האשראי לטווח קצר, שהצטמצם במדה ניכרת מאז 1978, לבין האשראי לטווח בינוני וארוך.

במהלך שנת 1984 עלתה יתרת הריאלית של האשראי לזמן קצר, אם כי רמתו הממוצעת היתה השנה נמוכה מזו שבשנה שעברה. העלייה התרכזת בסוף השנה, ובמחצית הראשונה של השנה ניכרה בה ירידה ריאלית. זרם האשראי לזמן בינוני וארוך פחת, אם כי יתרתו הממוצעת

²⁴ במהלך העסקה נצבר פער של כ-12 אחוזים בין הפיתוח האפקטיבי ליבוא, למחירים המקומיים, ועם תום העסקה והפשרת ההקפאה של המסים על היבוא והתאמתם לשער החליפין הרשמי, תרם הפער שנצבר בין שער החליפין האפקטיבי לרשמי תוספת נוספת של כ-5 אחוזים.

לוח ח' 9
התפתחות האשראי לטווח בינוני וארוך, 1980 עד 1984

העלייה או הירידה (—) הריאלית ³			1984							
1984	1983	1982	מחצית II	מחצית I	סך הכול	1983	1982	1981	1980	
(אחוזים)			(מיליארדי שקלים)							
— 16.0	5.0	35.4	230.7	210.4	441.1	169.8	77.2	24.7	10.2 ¹	1. זרמי אשראי לזמן בינוני וארוך ברוטו ¹
— 23.0	6.7	37.8	171.8	63.6	235.4	60.8	24.2	7.9	2.9	מזה: א. אשראי ברוטו למשקי בית
— 12.4	— 10.9	38.4	284.9	142.0	426.9	105.8	51.8	16.2	6.9	ב. אשראי ברוטו לסקטור העסקי
— 37.9	— 11.9	41.0	149.2	117.8	267.0	100.9	52.7	15.6	5.9	2. זרמי אשראי לזמן בינוני וארוך בניכוי פירעונות
17.4	25.3	17.7	3,486.4	1,375.6	2,431.0	456.3	150.4	57.5	25.4	3. יתרת האשראי לזמן בינוני וארוך ² (יתרה ממוצעת)
12.6	23.0	22.4	5,330.5	2,047.5	5,330.5	869.0	243.0	85.7	37.8	4. יתרת האשראי לזמן בינוני וארוך ² (סוף תקופה)

(1) כולל אשראי שניתן לציבור באמצעות מוסדות לאומיים, אך לא ניתן לסווגו לפי פירוט ענפי (ראה לוח ב' 11).

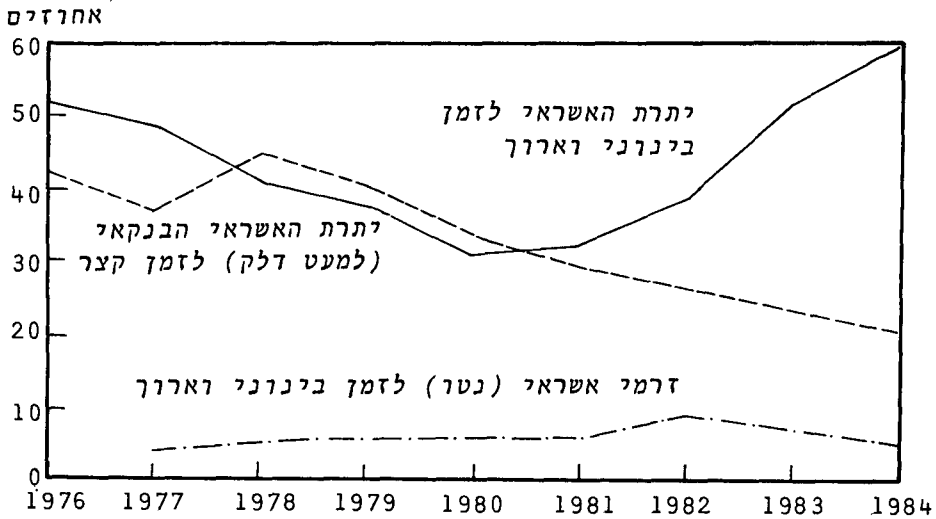
(2) יתרת אשראי רשומה, ללא ניכוי הסובסידיה הגלומה בה.

(3) מנוכה במדד המחירים לצרכן על בסיס חצי שנתי.

המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

דיאגרמה ח"י

היתרות הממוצעות וזרמי האשראי, יחסית לתוצר העסקי, 1976 עד 1984



היתה נמוכה במונחים ריאליים מזו של אשתקד (כ־3 אחוזים). התפתחויות אלה לוו בעלייה נכבדה בעלות הריאלית על אשראי לזמן קצר, שהוצאה בסוף השנה, ובעלייה קלה גם בעלות הריאלית על אשראי לטווח בינוני וארוך (ראה לוח ח"י 10).

מן הראוי לבחון את הקשר בין התפתחות האשראי לבין התפתחות מחירו — דהיינו הריבית השולית. קשר זה במשק הישראלי הוא רופף, והדבר נובע בראש ובראשונה ממעורבותן הגדולה של הרשויות, הן במתן האשראי, הן בהקצאתו בין המשתמשים השונים והן בקביעת מחירו. נוסף על כך מנהלת הרשות המוניטרית מדיניות מרסנת בתחום חלקי של האשראי, שהוא האשראי לטווח קצר; מדיניות זו נמשכת זה שנים מספר, שבמהלכן השתנו אמצעי המדיניות: מהפעלה של תקרות האשראי, עברה המדיניות בשנתיים האחרונות להפעלת מערכת משתנים אחרים, שהמרכזי בהם הוא ההלוואה המוניטרית והריבית הנומינלית עליה. בכך קובעת הרשות המוניטרית את העלות השולית של אספקת אמצעי אשראי שקליים לבנקים, וזו מהווה בסיס לשיעורים השונים של הריבית הנומינלית שגובים הבנקים מהסקטור הפרטי. כאמור, קשה לזהות את מחירו של האשראי, קרי הריבית הריאלית. הריבית הנומינלית נסמכת על ציפיות אינפלציוניות מסוימות, שאינן מתועדות סטטיסטית, והנתונים מוסרים מידע רק על העלות בפועל, לאחר התפתחות האינפלציה בפועל. תנודות בהתפתחות עליות המחירים מרחיבות את תחום הטעות באשר לציפיות, ואכן, בתקופת עסקת החבילה אנו עדים לשיעור ריבית נומינלית כזה, שמשמעותו עלות ריאלית שלא היתה כמוה בעבר.

בנק ישראל נקט מדיניות מכוונת להעלות את הריבית הריאלית, וזאת כדי להשיג שתי השפעות: האחת — לצמצם את הביקושים הפרטיים, ובכך לפנות מקורות לביקוש הממשלתי; והשנייה — לייקר את האפשרות של לקיחת אשראי לצורך רכישה ספקולטיבית של מטבע חוץ — לנוכח שינויים בלתי צפויים בשער החליפין. ברם, יש לזכור, שברביבית הריאלית הגבוהה טמונות השפעות שליליות: פגיעה בייצור והעלאה של עלות הייצור הנומינלית. כל עוד ריבית ריאלית זו שוררת במשך תקופה קצרה, השפעותיה השליליות קטנות; אולם אם תתמיד, יגברו נזקיה.

פרט לאשראי ממערכת הבנקאות וממערכת התיווך הפיננסי הנמצאת תחת פיקוח, קיימים גם

לוח ח' 10
 עלות ריאלית שנתי של האשראי, 1982 עד 1984
 (מונחים שנתיים, אחוזים)

עלות ריאלית של האשראי למשתמשים שאינם משלמים מס													אומדן היפותטי למשתמשים המשלמים מס ¹				
1984													1984				
רביע IV	רביע III	רביע II	רביע I	כל השנה	1983	1982	רביע IV	רביע III	רביע II	רביע I	כל השנה	1983	1982				
45.8	36.7	16.3	15.6	27.6	-2.0	2.0	99.6	79.8	35.5	34.0	60.0	-3.0	5.0				
3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.0	3.0	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5				
28.7	30.2	1.1	12.6	16.8	17.0	9.0	62.3	65.6	2.4	27.4	36.6	36.0	20.0				
אשראי בנקאי חופשי לזמן קצר																	
1. חח"ד																	
2. צמוד במטבע ישראלי ²																	
3. במטבע חוץ ³																	
אשראי מוכוון																	
1. במטבע ישראלי																	
2. במטבע חוץ																	
האשראי לזמן קצר ⁴																	
1. עלות ממוצעת משוקללת																	
2. סטיית תקן משוקללת																	
האשראי לזמן ארוך ⁵																	
1. אשראי מוכוון למשתכנים																	
2. הלוואות לתעשייה																	
					0.0	-1.4	-2.4						-10.3	-10.7	-10.9		
													0.0	-2.0	-2.6		

- (1) בהנחה שהריבית על אשראי מוכרת כהוצאות לצורכי מס, הונח שיעור מס של 60 אחוזים בשנת 1982 ו-54 אחוזים בשנת 1983 ו-1984. בהלוואות פיתוח לתעשייה הונח שיעור מס של 30 אחוזים.
 ב. החל בשנת 1982, עם החלת חוק המיסוי בתנאי אינפלציה, הריבית המוכרת לצורכי מס היא הריבית הריאלית, דהיינו, שיעור הריבית הנומינלי בניכוי עליית המחירים.
 (2) הנתון המופיע הוא תקרת הריבית התעריפית. הריבית בפועל עשרה לעיתים להיות גבוהה יותר כתוצאה מחיוב בעמלות שונות וגביה מראש של הריבית והעמלות.
 (3) אשראי החייב בהפקדה ובאחוז אחד היטל, ואשראי פטור (דלק, ספנות ותעופה ואחרים).
 (4) החישוב נעשה בהתאם לריביות על האשראים השונים לפי משקלם בסך כל האשראי.
 (5) בהנחה של עליית מחירים שנתית ממוצעת של 80, 120 ו-250 אחוזים בשנים 1982, 1983 ו-1984, בהתאמה, נאמדה עלות האשראי לפי שקלול של הלוואות הצמודות והלא צמודות לפי הניצול בפועל.
 המקור: עיבודי בנק ישראל.

זרמי אשראי בין פירמות לפירמות — זרמי אשראי חוץ-בנקאיים. תופעה כזאת אופיינית למשקים רבים (דוגמה בולטת היא המשק האמריקאי), והיא כשלעצמה מגבירה את יעילות המערכת הכספית של המשק. עם זאת, כאשר ננקטת מדיניות מוניטרית, מהווה האשראי החוץ-בנקאי גורם המקזז את השפעותיה. ככל שהמירווח הפיננסי הקיים במערכת הבנקאות גבוה יותר, כך גוברת הכדאיות, ולכן גם השימוש, באשראי החוץ-בנקאי. לוח ח"י 12 מציג אומדן של המירווח הפיננסי הקיים במערכת הבנקאות במגזר השקלי: ניתן להבחין בעלייה ניכרת של מירווח זה החל מהרביע האחרון של שנת 1983. לקראת סוף השנה הנסקרת היתה בו ירידה, אך הוא עדיין גבוה מהמירווח ששרר לפני אוקטובר 1983. התפתחות זו של המירווח הפיננסי אמורה להגדיל את השימוש באשראי החוץ-בנקאי, אם כי אין בידינו נתונים היכולים לאשש זאת²⁵.

א. האשראי לטווח קצר

סך האשראי הבנקאי לציבור עלה במהלך 1984 בקצב חודשי ממוצע של כ-16 אחוזים, לעומת עלייה של כ-7.5 אחוזים בממוצע לחודש ב-1983. (ראה לוח ח"י 11). שיעור הגידול הנומינלי של האשראי ב-1984 משקף עלייה ריאלית של למעלה מ-10 אחוזים במהלך השנה, עלייה שהתרכזה ברובה ברביע האחרון שלה. היתרה הממוצעת היתה השנה נמוכה ריאלית כ-3 אחוזים יחסית לרמתה הממוצעת אשתקד. חלק מהגידול התרכז באשראי המכוון ליצוא, בעקבות גידול היקף היצוא וההתחזקות היחסית של הדולר (רוב האשראי ליצוא צמוד לדולר); אך גם באשראי המיועד לפעילות מקומית נרשמה עלייה ריאלית במהלך השנה, אם כי ביתרה הממוצעת היתה ירידה קלה, ככל הנראה בעקבות עליית שיעורי הריבית וההאטה בביקושים המקומיים.

הביקוש לאשראי חופשי גדל השנה בשל צמצום נזילות הציבור, בעקבות משבר מניות הבנקים והקטנת נזילותן, ובשל הירידה כיבוא ההון הישיר. גם גלי הציפיות לפיחות ולצעדים מינהליים ביבוא, תרמו לגידול מחזורי בביקוש לאשראי לשם רכישת מטבע חוץ. הכלים המרכזיים לוויסות היצע האשראי החופשי במטבע ישראלי בידי בנק ישראל היו הריבית על ההלוואה המוניטרית ומערכת שיעורי הנזילות על הפיקדונות השונים. ההלוואה המוניטרית דומה מבחינות רבות לגירעונות הנזילות, ויתרונה בהבחנה ברורה של עלות השימוש בה, ברורה יותר מאשר עלות גירעונות הנזילות. אמנם בתקופות של ביקושים ערים לאשראי (בעיקר בחודשים יוני-יולי, לקראת הבחירות, ובסוף השנה — לקראת תום תקופת עסקת החבילה) וביקוש רב להלוואה המוניטרית, — נהג בנק ישראל להעלות את הריבית על ההלוואה זו, אך הבנקים משכו סכומים גדולים בתקופות אלו. כך התרחב האשראי במהירות, תוך כדי עלייה בריבית לרמה ריאלית גבוהה ביותר.

בתחילת חודש נובמבר, במסגרת עסקת החבילה, הופחתו שיעורי הריבית הנומינליים. שהגיעו לרמה שמעל ל-20 אחוזים לחודש. הפחתה זו היתה כנראה אטית מהירידה בציפיות לאינפלציה, וכך נקבעו במשק שיעורי ריבית ריאליים גבוהים מאוד, ובנוכח הצטמצם מאוד האשראי החופשי במטבע ישראלי. בדצמבר עלתה שוב יתרתו לרמה ששררה בסוף אוקטובר — בגלל עלייה בביקושים, בעקבות הציפיות לעלויות מחירים, עם תום עסקת החבילה. האשראי החופשי במטבע חוץ עלה ריאלית בכ-8 אחוזים במהלך השנה, עלייה המשקפת ירידה דולרית של כ-5 אחוזים. השינויים במהלך השנה באשראי החופשי במטבע חוץ שיקפו

²⁵ כנגד זאת בוטלה במארס 1984 חובת ניכוי המס במקור מפיקדונות תפ"ס, ולפיכך ירד המירווח הפיננסי מנקודת ראות החברות המשלמות מס. עוצמת השינוי והשפעותיו אינן ידועות, וגם התפתחות האשראי במשך השנה אינן תומכות בחשיבותו הכמותית.

לוח ח' 11
האשראי לציבור ממערכת הבנקאות המסחרית, 1983 ו-1984

העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת									
במשך התקופה				בממוצע שנתי	במשך השנה		יתרה לסוף 1984	יתרה לסוף 1983	
1984		1983			1984	1983			
רביע IV	רביע III-I	רביע IV	רביע III-I	1984	1984	1983	1984	1983	
(מיליארדי שקלים)									
(אחוזים)									
62	281	28	62	319	517	107	1,327.5	215.2	א. אשראי למימון פעילות מקומית למעט דלק ¹
				425	425	111	397.3	75.7	מזה:
				681	681	105	285.2	36.5	אשראי בחח"ד ומשיכות יתר
				728	728	68	195.8	23.6	אשראי צמוד במטבע ישראלי
									אשראי אחר במטבע ישראלי
45	291	42	53	338	466	118	449.2	79.3	אשראי חופשי במטבע חוץ
68	268	60	71	404	518	173	1,127.4	182.4	ב. אשראי מוכוון ליצוא
74	282	62	73	433	566	181	899.1	135.1	למעט יהלומים
48	226	55	64	325	382	154	228.3	47.3	קרן יהלומים ²
54	253	64	65	375	443	171	522.9	96.3	ג. אשראי לדלק
67	282	39	66	358	536	130	2,226.5	350.2	ד. סך כל האשראי הבנקאי, למעט יהלומים ודלק
65	275	41	65	355	517	133	2,454.8	397.6	ה. סך כל האשראי הבנקאי למעט דלק
63	271	45	65	358	503	139	2,977.8	493.9	ו. סך כל האשראי הבנקאי
54	253	56	87	374	445	191	10,754.8	1,973.8	מדר המחירים לצרכן

(1) כולל הפרשי הצמדה על החלק הצמוד של האשראי החופשי במטבע ישראלי ואשראי משלוחות בחוץ לארץ של המוסדות הבנקאיים. אשראי זה כולל גם את האשראי שניתן לרשויות המקומיות.
(2) כולל חובות מסופקים של היהלומנים.

לוח ח' 12
שיעורי הריבית הרבעונית הממוצעת, 1982 עד 1984

(אחוזים)											
1984				1983				1982			
דצמבר	נובמבר	רביע IV	רביע III	רביע II	רביע I	רביע IV	רביע III	רביע II	רביע I		
3.7	19.5	15.5	16.7	16.0	12.5	15.9	7.5	7.4	6.7	7.3	1. שיעור האינפלציה
8.9	14.1	16.8	19.3	15.5	12.5	19.2	10.3	6.3	5.6	6.6	2. שיעור הפיחות לעומת הדולר
											3. הריבית הדביטורית ¹
19.0	22.2	22.3	22.6	19.0	15.3	11.8	8.9	7.9	7.5	7.6	א. חח"ד אפקטיבי
21.7	25.2	24.8	24.6	20.7	16.5	13.2	12.2	10.7	10.2	10.2	ב. חח"ד חריגות
18.8	22.7	22.4	22.3	19.2	15.3	11.2	8.8	6.4	6.3		ג. הלוואה מוניטרית במדרגה הגבוהה ביותר
11.3	16.6	19.3	22.0	18.1	14.7	21.5	12.1	8.0	7.0	8.7	ד. ריבית על אשראי בדולרים ²
											4. הריבית הקרדיטורית ¹
											א. ריבית על נכסים נזילים בבנק ישראל
11.5	13.5	14.4	15.5	13.1	8.9	6.9	6.5	5.8	5.6	6.3	1. מדרגה שנייה
11.5	13.6	14.6	16.1	14.6	9.6	7.4	7.0	6.4	6.3	6.4	2. מדרגה שולית
15.7	17.8	18.1	15.9	13.4	10.6	8.0	7.1	5.6	5.3	5.6	ב. תפ"ס ³
11.3	16.2	15.6	16.2	12.7	10.9	8.4	7.4	6.2	5.8	5.3	ג. פק"ם ל-14 ימים ⁴
9.5	14.8	16.9	19.4	15.7	12.6	19.3	10.4	6.4	5.7	7.6	ד. פת"ם בדולרים ⁵
10.1	16.1	16.0	19.1								ה. תשואה לפדיון של המק"ם הקצר ביותר
3.3	4.4	4.2	6.7	5.6	4.7	3.8	1.8	2.3	2.2	2.0	5. מרווח פיננסי ⁶

- (1) הריביות הדביטוריות והקרדיטוריות הן ריביות חודשיות ממוצעות. כדי להביא את הסדרות למכנה משותף על בסיס חודשי, תורגמו ריביות אלה לריביות חודשיות אפקטיביות. זאת אומרת, שהעלות החודשית היא בהנחת חיוב ריבית מדי חודש בחודשו.
- (2) ריבית נומינלית לשימושים מקומיים.
- (3) מעל 10 מיליון שקלים, בהנחה של חידוש אחת ל-3 ימים.
- (4) מעל עשרה מיליון שקלים.
- (5) מנתוני המפקח על הבנקים, ל-12 חודשים, ברוטו. הריבית הדולרית הוכפלה בפיחות החודשי הממוצע, כדי לקבל תשואה נומינלית.
- (6) המרווח הפיננסי הוא ההפרש בין הריבית האפקטיבית על חח"ד לבין הריבית על תפ"ס.

בעיקר את ציפיות הציבור לפיחות, ואולם כרביע השלישי, למרות ציפיות אלו, נרשם ביתרתו גידול (כ־90 מיליון דולרים).

שיעורי הריבית הריאליים שנקבעו השנה היו גבוהים משיעורי הריבית שנקבעו אשתקד, והדבר משקף את המדיניות הכלכלית ואת הכוחות שפעלו במשק. (ראה סעיף 1 לעיל.) שיעור הריבית הנומינלי החודשי הממוצע במסגרת חח"ד היה קרוב ל־20 אחוזים, לעומת קצב עליית מחירים ממוצעת של כ־15 אחוזים במשך השנה (ראה לוח ח'־12). רמת שיעור זה היתה גבוהה במיוחד במחצית השנייה של השנה. גם שיעורי הריבית על האשראי במטבע חוץ עמדו על רמה גבוהה למדי של כ־20 אחוזים ומעלה, כמונחים דולריים.

ב. האשראי לזמן ארוך וכינוני

זרם האשראי לזמן כינוני וארוך ירד השנה ריאלית בכ־16 אחוזים. כוללת הירידה באשראי למשקי בית (כ־23 אחוזים), לעומת ירידה של כ־12 אחוזים באשראי לסקטור העסקי (ראה לוח ח'־9). התפתחות זו תואמת את השפל בפעילות בשוק הדיור ואת הצמצום בהשקעות של הסקטור העסקי. הירידה באשראי לסקטור העסקי, שמקורו בממשלה, מוסכרת בחלקה בהקפאה הזמנית של התקשרויות הממשלה, בעיקר במחצית השנייה של השנה, דבר שהביא לדחייה במתן האשראי²⁶. זרמי האשראי שמקורם בחו"ל פחתו במדת מה, בעקבות הירידה כיבוא ציוד שאשראי זה נועד לממנו, ויתרת האשראי מחו"ל שאינו מותנה כיבוא ציוד השקעה התייצבה על רמה דומה לאשתקד; היקף מתן האשראי דומה לסכום הפירעונות.

יתרת האשראי לזמן כינוני וארוך עלתה ריאלית במהלך השנה בכ־13 אחוזים, לעומת כ־23 אחוזים אשתקד, והיתרה הממוצעת עלתה ריאלית בכ־17 אחוזים, לאחר כ־25 אחוזים אשתקד. הגידול ביתרת האשראי לזמן כינוני וארוך מוסבר השנה במספר גורמים: (א) זרם האשראי בניכוי פירעונות הוא חיובי, ותרם לגידול ביתרת האשראי. (ב) חלק ניכר באשראי במטבע חוץ או בצמוד לו, ובעיקר לשער החליפין של הדולר, והשיעור תרם השנה לגידול ריאלי ביתרתו, עקב הפיחות הריאלי של הדולר. (ג) גם בהתחייבויות הצמודות למדד תרם השיעור לגידול ריאלי ביתרת האשראי, בגלל הפיגור בשיעור, הגורם — בתקופה של האטה באינפלציה — לצמצום השחיקה ביתרה ולעלייה ריאלית בערך ההתחייבויות²⁷.

בהמשך למגמת הייקור של אשראי הפיתוח לזמן ארוך, הועלתה השנה הריבית על הלוואות חדרות (בעיקר באזור פיתוח ג', שעדיפותו נמוכה) והיה מעבר לפירעון חודשי של ההלוואות, לעומת פירעון רבעוני קודם לכן, גורם שמייקר אף הוא את עלות ההלוואה. כך מתקבלת השנה עלייה בעלות הממוצעת על אשראי הפיתוח לתעשייה בכ־2 נקודות האחוז, ורמתו עומדת על אפס, לעומת עלות ממוצעת ריאלית שלילית בשנים קודמות. (ראה לוח ח'־10.) העלות הממוצעת של האשראי המוכוון לדיור נשארה ברמה שלילית דומה לאשתקד, כ־10 אחוזים, כתוצאה משולבת של צמצום בהיקף האשראי הלא־צמוד (כ־16 אחוזים מהאשראי המוכוון לעומת כ־23 אחוזים אשתקד), יחד עם ירידה חריפה בעלותו הריאלית, עקב האצה בשיעור האינפלציה.

3. תיק הנכסים של הציבור

תיק הנכסים של הציבור עלה בשנת 1984 בשיעור נומינלי של כ־620 אחוזים, עלייה ריאלית של כ־14 אחוזים (ראה לוח ח'־13), לאחר ירידה ריאלית של כ־21 אחוזים אשתקד. הגידול

²⁶ במהלך השנה בוטלו המגבלות על היקף הלוואות הפיתוח להשקעות של פירמות שגייסו הון כבורסה, או שקיבלו אשראי ליבוא ציוד במסגרת קווי האשראי מחוץ־לארץ. נראה, שההשפעה של גורמים אלו על היקף האשראי היתה מצומצמת.

²⁷ דבר זה מקביל להפסד המדד כעת הפדיון, הנדון בסעיף הנכסים.

לוח ח' 13
הנכסים הכספיים שבידי הציבור¹, 1981 עד 1984

העלייה או הירידה (—) הריאלית ביהירות לעומת התקופה הקודמת		המשקל בסך כל הנכסים בסוף השנה							יהירות	
1984										
מחצית II	מחצית I	1984	1983	1984	1983	1982	1981	1984	1983	
(אחוזים)		(אחוזים)							(מיליארדי שקלים)	
5	—2	2	9	22	25	18	24	5,129.4	922.7	א. סך הנכסים הנוילים
—1	—17	—17	—20	1	2	2	2	277.5	61.3	1. אמצעי תשלום
—3	8	5	—11	2	2	2	2	467.2	82.0	2. פז"ק ותפ"ס
8	3	11	35	15	15	9	12	3,387.7	561.2	3. פת"ם ²
—0	—16	—16	—17	4	6	6	8	997.0	218.2	4. אג"ח בידי הציבור ³
20	—5	14	—57	8	8	14	13	1,780.0	286.0	ב. מניות הבנקים
8	—3	5	—20	30	33	32	37	6,909.4	1,208.6	ג. סך כל הנכסים הנוילים ומניות הבנקים
21	—16	1	—77	5	5	19	7	1,107.7	200.6	ד. מניות לא בנקאיות
7	—0	7	8	7	7	5	7	1,534.1	263.6	ה. פיקדונות פיצויים
22	14	39	—8	22	18	16	18	5,117.2	676.2	ו. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים
9	3	12	4	36	36	28	31	8,152.3	1,333.2	ז. נכסים פיננסיים לזמן ארוך ⁴
12	2	14	—21	100	100	100	100	22,820.7	3,682.3	ח. סך כל הנכסים הכספיים
—2	—3	—5	—15	3	4	4	4	744.7	143.3	מזה: נכסים לא צמודים
22	9	34	29	33	28	17	21	7,442.8	1,022.4	נכסים במטבע חוץ
20	—10	9	—69	13	13	33	20	2,887.8	486.6	מניות
5	1	6	—5	51	55	46	55	11,745.5	2,030.1	נכסים צמודים למדד

1. א. "ציבור" בלוח זה אינו כולל ממשלה, בנק ישראל ובנקים מסחריים, בהעדר נתונים, לא תוקן סקטור חוץ לארץ, דהיינו: לא נוכו נכסים כספיים בידי זרים, מחד גיסא, ולא נוספו נכסים כספיים זרים, שהוחזקו בידי תושבים מקומיים, מאידך גיסא.

ב. המרידה בלוח לוקה בכפילות מסוימת, משום שנכסים כספיים כוללים הן התחייבויות, שהנפקו מוסדות כספיים לציבור, והן נכסים כספיים, שהחזיקו מוסדות אלה.

2. אפשר שגידול בפת"ם במשך 1982, המשתקף בלוח, מוטה כלפי מעלה — משום מיון חדש, שנעשה בדצמבר 1982 בנתוני פת"ח של תושבים מקומיים, הנכללים בפת"ם.

3. סך כל איגרות החוב שלא הונפקו למשקיעים מוסדיים, בניכוי איגרות חוב בתיק בנק ישראל ובבנקים, אך כולל איגרות חוב סחירות מהסוג שהונפק לציבור והוחזקו בידי קופות גמל ומשקיעים מוסדיים אחרים.

4. נכסי קופות הגמל וקרן ביטוח חיים.

המקור: בנק ישראל.

הריאלי התרכזו בעיקר בחודשי השנה האחרונים, ובסופה היתה רמתו של התיק נמוכה בכ-10 אחוזים מזו שבסוף 1982, טרם השפל במניות החופשיות והמשבר במניות הבנקים. תיק הנכסים המוצג כאן אינו כולל החזקה ישירה של נכסים במטבע חוץ ובכלל זה מזומנים, בהעדר תיעוד סטטיסטי לנתונים אלה. השנה התרחב רכיב זה במדה ניכרת, ולפיכך הגידול הנרשם בתיק הנכסים קטן מהגידול שחל בו בפועל.

בהרכב התיק ניכר שינוי: עלייה בהיקף הנכסים צמודי שער חליפין – בשל ציפיות הציבור לתשואה גבוהה בנכסים אלה, בדומה לאשתקד. בצד העלייה הריאלית בהיקף תיק הנכסים של הציבור והשינוי בהרכבו, נרשמה השנה ירידה בנזילות התיק, בעיקר בעקבות הירידה בתכונות הנזילות של מניות הבנקים לאחר אוקטובר 1983 והירידה הריאלית בערכן.

הגורמים שהשפיעו על הביקוש לנכסים פיננסיים (המכוסים סטטיסטית) בשנת 1984 נעוצים בהתפתחויות שהיו בסוף 1983, ובעיקר המשבר במניות הבנקים והאצת האינפלציה. התפתחויות אלו גרמו לשחיקת ערך תיק הנכסים, עקב הירידה הריאלית בשערי מניות הבנקים לכמחצית מערכן, וכתוצאה משחיקת הנכסים הצמודים למדד, בשל הפסד המדד בעת הפדיון בעקבות האצת האינפלציה²⁸. מצד אחד, פעלו גורמים אלו להגברת הביקוש של הציבור לנכסים פיננסיים כדי לשקם את התיק שנשחק. מצד שני, בעקבות צמצום רצונו של הציבור להגדיל את מצבת הלוואותיו לממשלה, ירד ביקושו לנכסים פיננסיים ממשלתיים, וגבר הביקוש לנכסים שאינם מבוססים על התחייבות ממשלתית, דהיינו מטבע חוץ.

הצמצום ברצונו של הציבור להגדיל את מצבת ההתחייבויות נטו של הממשלה כלפיו אינו מבטא התערעורת באמינותם הבסיסית של התחייבויות אלה. בפני הציבור עמדה האפשרות להמיר נכסים רבים למטבע חוץ, בשל ההיקף הגדול של הנכסים שהגיעו השנה לפדיון (כ-12 אחוזי תוצר) ובשל נזילותם הרבה של חלק נכבד מנכסים אלה. אולם התפתחות זו לא התרחשה; הציבור שב ורכש התחייבויות ממשלתיות בהיקף הדומה לפדיונות השנה (מיחזור את התחייבויות הממשלה) ולא הקטין את היקף נכסיו הכספיים²⁹.

מיחזור החוב הפנימי הושג תוך כדי שיפור בתנאיהם של נכסים שונים: הגדלת התשואה, הרחבת מיגוון הנכסים המוצעים לציבור ושיפור כמדת נזילותם. כך, למשל, הוצעו לראשונה תכניות חיסכון דולריות עם הכנסה שוטפת, הוגדלה התשואה על תכניות החיסכון הדולריות האחרות ועל אגרות חוב סחירות, והוענקו אפשרויות משיכה משופרות בתכניות החיסכון הבנקאיות (בעיקר לציבור המחדש את התכניות) – דבר המגביר את מדת נזילותן. ניתן לראות בשיפורים הללו תוספת תשואה (במובן הכוללני ביותר) שדרש הציבור כדי להמשיך ולהחזיק בנכסים, בעקבות תוספת הסיכון שבהחזקת נכסים פיננסיים מקומיים. באופן דומה, ניתן לראות את הפסד הריבית האלטרנטיבית על החזקת מזומנים במטבע חוץ כתשואה שהציבור מוכן

²⁸ נכסים הצמודים למדד המחירים לצרכן צמודים למדד האחרון שהתפרסם, המייצג את רמת המחירים הממוצעת של החודש הקודם. בשל כך, ערכו של הנכס הצמוד למדד בסוף החודש אינו כולל את עליית המחירים של החודש וחצי האחרון. בשיעורי אינפלציה נמוכים, גורם זה זניח; אך בשיעורי אינפלציה גבוהים, ובפרט בתקופה של שינויים חדים ברמת האינפלציה, משפיע הדבר באופן משמעותי על ערכם של הנכסים הצמודים למדד. בנכסים הסחירים מתבטא הדבר בירידה במחיריהם בשוק, ואילו בנכסים הלא-סחירים מתבטא הדבר בפגור של מדד וחצי בשיעורן. כדי להמחיש את עצמת ההשפעה של רכיב זה על ערך תיק הנכסים, נציין, שעלייה בשיעור האינפלציה מ-7 אחוזים ל-15 אחוזים לחודש, מביאה להפסד נוסף לנכסים הצמודים למדד בשיעור של כ-10 אחוזים. כיוון שמשקלם עולה על מחצית התיק, גרמה ההאצה באינפלציה למדרגה חדשה לשחיקה של כ-5 אחוזים מתיק הנכסים. במהלך השנה הוצעו לציבור פתרונות שונים לפיצוי על הפסד זה (למעט 5 אחוזים) במרבית הנכסים הצמודים למדד.

²⁹ העדר ביקושים מוגברים לנכסים חלופיים לנכסים הפיננסיים המקומיים, ובעיקר בשוק הדיוור ובשוק המניות ה"חופשיות", מחזק את הדעה, שהירידה כמדת אמינותם של הנכסים הפיננסיים המקומיים היתה מוגבלת.

לוח ח' 14
תשואות וסטיות תקן חודשיות על נכסים כספיים, 1982 עד 1984
(אחווים)

סטיות תקן חודשית ל-12 החודשים האחרונים				תשואה חודשית ממוצעת במשך התקופה					
1984				1984					
מחצית II	מחצית I	1983	1982	מחצית II	מחצית I	כל השנה	1983	1982	
4.95	2.86	3.97	0.99	-15.65	-14.30	-14.97	-9.64	-7.25	פיקדון עובר ושב ¹
3.05	2.75	2.73	0.86	1.07	-1.38	-0.16	-3.31	-2.26	תעודות פיקדון סחירות ²
									פיקדון בדולרים
2.97	4.83	4.89	1.82	2.25	-0.23	1.01	0.66	-0.58	עו"ש
2.97	4.85	4.91	1.91	2.73	0.26	1.50	1.08	0.00	זמן קצוב (בניכוי מס במקור)
4.23	5.30	4.94	2.21	0.59	-0.19	0.20	-0.11	-0.53	פיקדונות פיצויים (במרקם, זמן קצוב)
6.81	5.84	4.68	2.46	1.55	0.20	0.88	-0.57	0.02	איגרות חוב צמודות למדד
9.74	13.96	10.67	4.41	3.73	1.49	2.61	-8.58	4.66	סך כל המניות
8.36	14.06	11.48	2.74	3.91	3.43	3.67	-5.10	2.14	מזה: א. מניות בנקים
15.76	17.29	11.70	8.40	3.35	-1.71	0.82	-12.49	7.88	ב. מניות לא בנקאיות

(1) כולל ריבית נומינלית על יתרות עובר ושב החל מאוגוסט 1984.

(2) קיימת שונות רבה בתשואות בין לקוחות שונים. התשואה חושבה בהנחה של נכר מס במקור בשיעור של כ-15 אחווים עד המחצית השנייה של 1982 ו-0 אחווים לאחר מכן. המקור: עיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל.

להפסיד עבור החזקת נכסים אלו. נוסף על כך, שיעור הפרמיה הגבוה על הדולר בשוק השחור, וההפסד הגדול במימוש נכסים צמודים למדד בגלל הפסד המדד המתממש עם הפדיון, הקטין את כדאיות המעבר להשקעה הישירה במטבע חוץ.

בשנת 1984 נרשמה, ככל הנראה, ירידה מסוימת בנזילות הכוללת של התיק, הנובעת מירידה ביתרת הנכסים הנזילים, מירידה בנזילות איגרות החוב הסחירות לאחר שהתנודות במחיריהן גדלו, ובעיקר משינוי בתכונותיהן של מניות הבנקים, עקב העלייה הניכרת בתנודתיות הריאלית של מחיריהן (ראה לוח ח'14) והירידה הריאלית בערךן³⁰. ראוי לציין, שלמרות זאת התרכזו רכישות הנכסים דווקא בנכסים לטווח בינוני, אשר מדת נזילותם קטנה יותר. אפשר שהדבר נובע מכך, שסך כל נזילות מלאי הנכסים לטווח בינוני וארוך גברה, והיא מתבטאת בתקופות-לפדיון קצרות יותר, ואף באפשרויות משיכה בכל עת. כך יכול הציבור להפנות את נכסיו לרכישת נכסים לטווח בינוני וארוך ולזכות בתשואה גבוהה יותר, בלי לפגוע במדת הנזילות הנדרשת. אפשר גם, שהגדלת משקלם של הנכסים לטווח בינוני נובעת מכך, שהציבור מעריך נכסים אלו כבטוחים יותר מפני צעדי מדיניות שונים מצד הרשויות.

בהתפתחות הרכב תיק הנכסים בולטת השנה עלייה במשקל הנכסים הצמודים לשער החליפין לכ-33 אחוזים בסוף 1984, לעומת כ-28 אחוזים ב-1983. העלייה מתרכזת בעיקר בתכניות חיסכון דולריות, לצד יציבות במשקל הפת"ם ופת"ם-פיצויים בתיק. תרמה להתפתחות זו גם הפיכת מניות הבנקים למעין אגרות חוב צמודות לדולר. השנה נרשם גידול ניכר בנכסים הצמודים לדולר לטווח בינוני; הדבר משקף ציפיות של הציבור לפיחות ריאלי בטווח ארוך יותר, בעוד שהתנודות בגידול היקף הפת"ם משקפות תנודות בציפיות לפיחות בטווח הקצר, בעיקר סמוך לבחירות ומיד לאחריהם. באותה עת גבר הביקוש להחזקה ישירה של מטבע חוץ, בגלל הקדמת רכישות מטבע חוץ של היוצאים לחו"ל, ועקב חששות מפני מגבלות מינהליות שונות בתחום מטבע החוץ ומפגיעה בנכסים הפיננסיים. התפתחות זו השתקפה גם בגידול רב בפרמיה בשוק השחור, שהגיעה לכ-30 אחוזים. בחודש ספטמבר נרגעו הציפיות לפיחות, לאחר הפיחות החד-פעמי של השקל בשיעור של כ-9 אחוזים, וגברו המרות הפת"ם, אשר הופנו בחלקם לתכניות חיסכון צמודות לדולר (בעקבות הגדלה זמנית בתשואה). נטייתו של הציבור להגדיל את השקעותיו בנכסים צמודים לדולר בתקופה של האצה באינפלציה, נובעת גם מההצמדה היומית, יחסית להשקעות בנכסים אחרים — הצמודים בפיגור.

למיגון התכניות החיסכון נוספה במחצית השנייה של השנה תכנית דולרית ל-3 שנים (להפקדות שמעל ל-3,000 דולרים), שבה משולמת הריבית דרך תשלום חודשי שוטף שבין 0.8 ל-1.0 אחוזים. בתכניות החיסכון הצמודות למדד הונהגו מספר שינויים, שנועדו לצמצם את הפסד המדד הנגרם בעת הפדיון, דרך הבטחת רציפות החיסכון ללא הפסד מדד, תשלום המדד האחרון בתכניות החדשות ופיצוי רטרואקטיבי למושכים את כספי התכניות, בדרך של תשלום שבין מחצית המדד האחרון למלואו (בניכוי 5 אחוזים) — בהתאם לתקופת החיסכון. יתרת תכניות החיסכון גדלה ריאלית בכ-40 אחוזים. מרבית הגידול נובע מהמרת מניות בנקאיות לתכנית חיסכון, כאשר יתרתן היוותה בסוף 1984 כ-15 אחוזים מיתרת תכניות החיסכון. הצבירה בתכניות האחרות היתה חיובית למרות ההיקף הרב של הפדיונות, ויתרתן גדלה ריאלית בכ-18 אחוזים.

יתרת אמצעי התשלום פחתה ריאלית במרבית חודשי השנה, תוך גידול נוסף במהירות המחזור, והדבר מבטא את תהליך התאמת היתרות הלא צמודות לציפיות האינפלציה. עובדה זו התבטאה גם בגידול מסוים לקראת סוף השנה, בעקבות האטה בשיעור האינפלציה עם החתימה

³⁰ אפשר שרכישת המזומנים במטבע חוץ מפצה על חלק מהירידה בהחזקת נכסים נזילים והם משמשים כתחליף דווקא לנכסים אלו. עם זאת, חלק מהחזקת המזומנים במטבע חוץ משמש למטרות אגירה.

לוח ח' 15
אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא פיננסי, 1981 עד 1984
(נתני סוף שנה, מיליארדי שקלים, מחירים שוטפים)

העלייה או הירידה (—) הריאלי ²			1984		1983			
1984	1983	1982	מחצית II	מחצית I	ספטמבר	דצמבר	1982	1981
(אחורים)								
12.8	— 8.5	12.9	23,769.5	8,778.8	3,868.5	2,731.5	1,454.4	556.6
2.3	9.6	— 2.1	4,922.5	1,921.3	883.2	556.3	277.3	122.4
11.6	— 60.3	54.6	1,884.0	637.8	309.7	448.0	268.2	75.0
16.4	1.3	9.3	16,963.1	6,219.7	2,675.6	1,727.2	908.9	359.2
13.6	6.1	18.8	8,010.8	2,940.4	1,294.5	844.0	419.7	152.6
12.8	— 14.3	4.3	3,004.0	1,131.5	488.6	336.6	196.0	81.2
14.0	23.9	35.4	5,006.8	1,808.9	805.9	510.4	223.7	71.4
1. נכסים פיננסיים								
א. נכסים נזילים								
ב. מניות פיננסיות								
ג. נכסים לזמן בינוני וארוך								
2. התחייבויות פיננסיות								
א. התחייבויות לזמן קצר								
ב. התחייבויות לזמן ארוך								
(רכיב הסובסידיה הגלומה בהתחייבויות לזמן ארוך במטבע ישראלי)								
— 6.8	— 5.7	214.5	98.0	35.2	20.2	13.0	5.9	
12.4	— 14.4	10.6	15,758.7	5,838.4	2,574.1	1,887.5	1,034.7	404.0
— 2.4	14.6	1.7	33,835.4	14,427.8	6,363.2	4,211.5	1,909.8	811.2
3. הרכוש הפיננסי הנקי [(1) בניכוי (2)]								
4. רכוש פיסי, ואחר ³								
4א. רכוש פיסי ואחר מנוכה במדד מחירי הרכיבים								
1.8	4.4	4.7	49,3594.2	20,266.3	8,937.3	6,099.0	2,944.5	1,215.2
5.4	— 1.4	6.7						
5. סך כל הרכוש (3)+(4)								
5א. סך כל הרכוש מנוכה במדד מחירי הרכיבים								

- (1) בלוח זה נאמד הרכוש הפיננסי והאחר של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי. סקטור זה כולל את משקי הבית ואת הפירמות הלא-פיננסיות, ואומדן רכוש הפיננסי והאחר הוא הפער שבין תביעותיו להתחייבויותיו של סקטור זה כלפי הסקטור הציבורי, כלפי בנק ישראל, כלפי חוץ לארץ וכלפי מערכת החיובון הפיננסי כוללת כאן את הבנקים המסחריים, האגודות השיתופיות לחיסכון ולאשראי, הבנקים למשכנתאות, הבנקים להשקעות, מוסדות כספיים החייבים בדיווח, חברות הביטוח, קופות גמל וקרנות הפנסיה. קבוצה זו מהווה את רוב רובה של מערכת החיובון הפיננסי בישראל. בשל מנבלות סטטיסטיות, אין מוגדרים כמחויבים פיננסיים כל אותם מוסדות כספיים שאינם חייבים בדיווח, וממילא הם מופיעים כחלק מהסקטור הפרטי הלא פיננסי. בשל הדרך שהוגדרה בה כאן מערכת החיובון הפיננסי, קיים פער בין הנתונים בלוח זה לבין הנתונים המופיעים בלוחות האחרים בפרק, המתארים את הנכסים וההתחייבויות של הציבור. פירוט רחב יותר של הסעיפים השונים — ראה בלוח ח' 13א.
- (2) מנוכה במדד המחירים לצרכן, אם לא צוין אחרת.
- (3) הנכסים הפיסיים כוללים מלאי מוצרים בני-קיימא, בנינים למגורים, וכן מלאי מוצרים, בנינים וציוד שבידי פרומות. סעיף זה כולל גם מלוות חובה.
- המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

על עסקת תכילה א'. משקל אמצעי התשלום בתיק ירד, כסופו של דבר, לאחוז אחד בלבד, לעומת כ-2 אחוזים אשתקד. החל מאוגוסט החלו לשלם הבנקים ריבית נומינלית על פיקדונות עו"ש, אך הדבר לא הביא לשינוי בהחזקתם, וייתכן שהדבר נובע מהריבית האפקטיבית הנמוכה³¹.

משקל הנכסים האחרים הלא צמודים (פק"ם, תפ"ס ופז"ק, והחל מהמחצית השנייה של השנה – גם מק"ם; ראה דיון בסעיף איגרות החוב) ירד במקצת השנה. לאחר גידול ריאלי בתחילת השנה, ובסופה, כתגובה לשינויים בשיעורי הריבית. (ראה לוח ח' 12). לאחר האצת האינפלציה באוקטובר 1983 לא הותאמו שיעורי הריבית הנומינליים על נכסים אלה; אלה הותאמו בתחילת השנה, ובעקבות זאת נרשמה עלייה ביתרתם. לקראת אמצע השנה, עם התגברות הציפיות לפיחות ועלייה בתשואה הציפויה על נכסים חלופיים במטבע חוץ, שבה היתרה וירדה. בחודש דצמבר התהפכה שוב המגמה ביתרת הנכסים האמורים, וגדלה מאוד, עם ירידה בתשואות האלטרנטיביות בעקבות האטה הציפיות לפיחות, ועקב שיעורי ריבית גבוהים של 10 אחוזים ומעלה, כאשר הציפיות לעליית מחירים היו נמוכות יותר.

בשוק המניות נמשך השפל שאפיין שוק זה אשתקד, ורק במניות הבנקאיות נרשמה עלייה ריאלית בשערי המניות של כ-48 אחוזים. המניות הבנקאיות שבהסדר, שלא הומרו לתכניות חיסכון, הפכו בעקבות ההסדר למעין איגרות חוב צמודות לדולר, ונסחרו בשיעורי תשואה לפדיון גבוהים למדי (בין 15 ל-20 אחוזים לשנה), והתנודתיות בתשואה היתה גם היא גבוהה למדי. סטיית התקן החודשית הריאלית הגיע ל-10 אחוזים בקירוב, פי שניים מזו של איגרות החוב הסחירות, אך נמוכה מזו של המניות האחרות. (ראה לוח ח' 14).

משקל איגרות החוב בתיק הנכסים של הציבור המשיך לרדת ויתרתן ירדה ריאלית בכ-16 אחוזים, בעיקר ברכיב איגרות החוב הצמודות למדד. לקראת סוף השנה הועלתה התשואה על הנפקות חדשות במקור, ואף הוצעו איגרות חוב חדשות, אך רכישתן על ידי הציבור רק האטה את מגמת הירידה במשקלן בתיק. (ראה דיון בסעיף "שוק איגרות החוב").

יתרת קופות הגמל עלתה השנה בשיעור ריאלי של כ-12 אחוזים, בעיקר בגלל הקטנת הגורם של הפסד המדד האחרון, עם האטת קצב עליית המחירים בסוף השנה. עם זאת, נרשמה השנה ירידה ריאלית ניכרת בצבירה נטו (הפקדות פחות משיכות) בשיעור של 50 אחוזים ויותר. משיכות הנכסים התרכזו בעיקר בקרנות הגמל הנוזלות, ובעיקר בקרנות התגמולים וההשתלמות. הגידול במשיכות מקרנות ההשתלמות נבע מאפשרות המימוש בתום 6 שנות חיסכון (ללא צורך בקביעת השתלמות). תרמה לכך גם אווירת אי-הוודאות והחששות שיפגעו בנוזלותו ובתשואה של נכס זה. (ראה בסעיף "קופות הגמל").

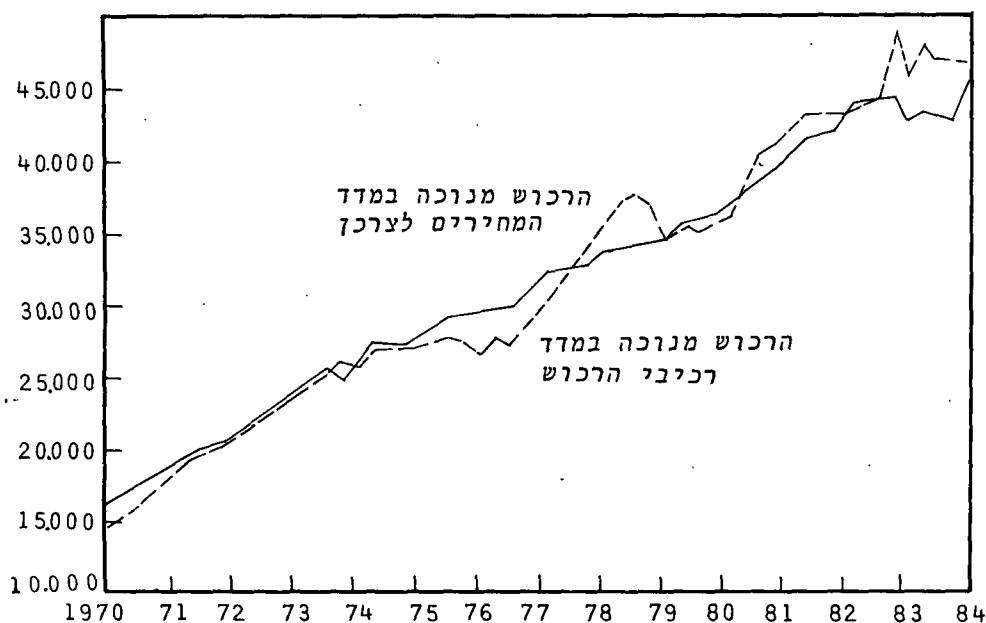
4. הרכוש של הציבור

הציבור³² מחזיק בתיק נרחב של נכסים והתחייבויות פיננסיות, המשקף תביעות הרדיות בינו לבין הסקטור הציבורי, לבין בנק ישראל, לבין מערכת התיווך הפיננסית ולבין גורמים כחוזן לארץ. כן כולל הרכוש נכסים פיסיים ובהם דירות למגורים, מוצרים בנייניים ומלאי חומרים,

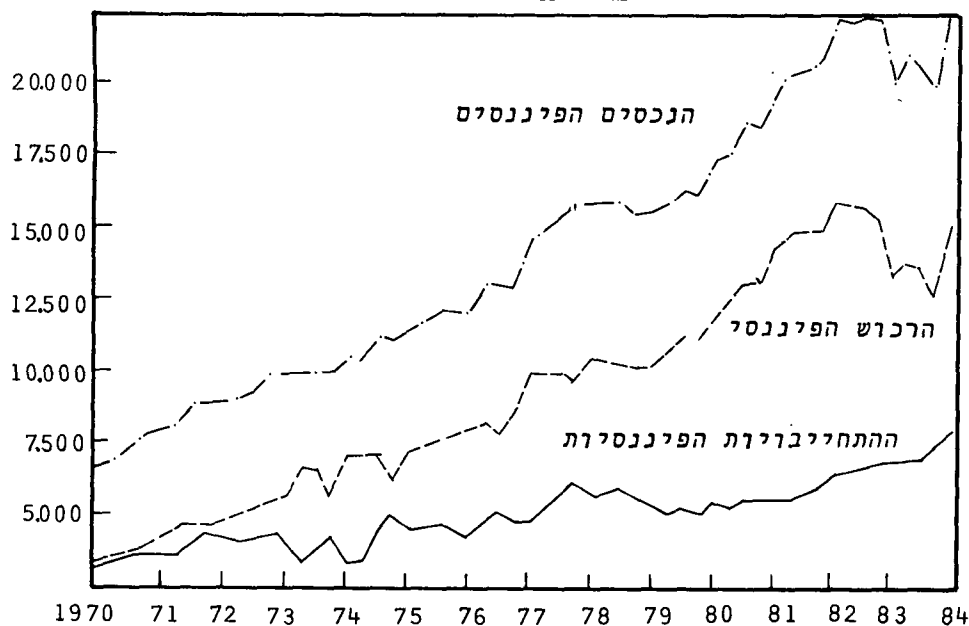
³¹ תשלום הריבית הותנה ביתרה מינימלית של כ-200 דולר, ובזמן החזקה מינימלי של כ-3 ימים. הריבית התעריפית הגיעה באוגוסט – אוקטובר לכ-9 אחוזים לחודש אך הריבית ששולמה בפועל על היתרה הממוצעת היתה נמוכה ממחציתו של שיעור זה.

³² כאן מוגדר הציבור כמשקי בית ופירמות לא פיננסיות, דהיינו היחידות הכלכליות הפועלות כמשק, למעט הסקטורים הבאים: הסקטור הציבורי (ממשלה), רשויות מקומיות ומוסדות לאומיים), בנק ישראל, סקטור חוץ לארץ ומערכת התיווך הפיננסית. הגדרת הנכסים הכספיים בידי ה"ציבור" האמור כוללת את סך כל תביעותיו כלפי הסקטורים הנזכרים לעיל. יש לציין, כי הגדרה זו שונה מאשר כלוח ח' 13.

דיאגרמה ח' 2
הרכוש של הציבור, 1970 עד 1984
(מחירי דצמבר 1975, אלפי שקלים)



דיאגרמה ח' 3
הנכסים, ההתחייבויות והרכוש הפיננסי, 1970 עד 1984
(מחירי דצמבר 1975, אלפי שקלים)



מבנים וציוד שבידי הפירמות. על פי אומדני הרכוש³³ המובאים בלוח ח'15, הגיע הרכוש של הציבור בסוף 1984 לכ-49 אלף מיליארד שקלים, פי 3.9 מהתוצר הלאומי הגולמי. בשנת 1984 גדל הרכוש של הציבור (המנוכה במדד המחירים לצרכן) בכ-2 אחוזים, לעומת כ-4 אחוזים אשתקד. לעומתו, נרשמה ברכוש המנוכה במדד מחירי רכיביו, עלייה ריאלית של כ-5 אחוזים לעומת כ-1.5 אחוזים ב-1983³⁴. (ראה לוח ח'15). כולט השנה השינוי בהרכב הרכוש: גידול ריאלי של כ-12 אחוזים ברכוש הפיננסי, לאחר ירידה ריאלית חריפה של כ-14 אחוזים אשתקד, וירידה ריאלית בערך הרכוש הפיסי, בעקבות ירידה במחירו היחסי והאטה בקצב הגידול הריאלי במלאי הנכסים הפיסיים. כתוצאה מכך גדל חלקו של הרכוש הפיננסי בסך הרכוש של הציבור לכ-31 אחוזים. רמה זו נמוכה מזו שבשנות השיא (1981 ו-1982) בעקבות הגיאות שהיתה באותם שנים במניות הבנקים, אך תואמת את מגמת הגידול במשקל הרכוש הפיננסי בסך הרכוש, המאפיינת את שנות השבעים.

התפתחות הרכוש השנה מבטאת את השינוי במגמת החיסכון של הציבור ובהרכבו בשנתיים האחרונות. בשנת 1983 בלט הגידול בנכסים הפיסיים, בעקבות גידול רכישת ציוד ובני קיימא, עקב הקדמת רכישות, לאחר הירידה הזמנית במחירים היחסי. באותה שנה היתה רמתו של החיסכון הפיננסי נמוכה ביותר. בשנת 1984 התהפכה המגמה — גדל מאוד החיסכון הפיננסי, בעוד שהוואט הגידול בהשקעות וברכישת מוצרים בני קיימא.

במהלך 1984 הצטמצם ריאלית הרכוש הפיננסי (ראה דיאגרמה ח'3) בגלל שחיקת הרכוש הצמוד למדד, בעקבות ההאצה בקצב האינפלציה (ראה הערה 28) ועקב הפניית חלק מהחיסכון הפיננסי להשקעות ישירות בחו"ל (ובכלל זה החזקה ישירה של מזומנים במטבע חוץ). ראוי לציין, שאומדני הרכוש המוצגים כאן אינם כוללים מזומנים במטבע חוץ והשקעה ישירה של ישראלים בחו"ל, ולכן נראה, שקצב גידול הרכוש הפיננסי מוטה השנה כלפי מטה, והירידה שנרשמה בו במהלך השנה נובעת בחלקה מהפניית חלק לא מבוטל מהחיסכון הפיננסי לאפיק זה³⁵.

לקראת סוף השנה, לאחר כינון הממשלה ולקראת חתימה על עסקת החבילה, חלה התייצבות מסויימת בשווקים הפיננסיים. עקב כך נבלם גל ההשקעות הישירות במטבע חוץ, והחיסכון הפיננסי הופנה חזרה לרכישת נכסים מקומיים. נוסף על כך, בשל האטה קצב עליית המחירים לאחר חתימת עסקת החבילה, נרשם גידול ניכר בערך הרכוש הצמוד (עקב הקטנת רכיב הפסד המדד האחרון). גורמים אלו מסבירים את הגידול הרב ברכוש הפיננסי השנה, שהתרכז, כאמור, בחודשים האחרונים של השנה.

ברכוש הפיננסי ניכר השנה גידול ברכיביו הצמודים למטבע חוץ. משקלו של הרכוש הפיננסי הנקי הצמוד לשער החליפין המשיך לעלות השנה, מ-25 אחוזים בסוף 1983 לכ-32 אחוזים בסוף 1984; (זאת לאחר קפיצה חד פעמית אשתקד של כ-10 אחוזים, בעיקר בעקבות הסדר מניות הבנקים, שהפך אותן למעשה לאיגרות חוב דולריות). הגידול ברכוש הצמוד לשער

³³ ברכוש הפיננסי לא נכללו מזומנים במטבע חוץ, ניירות ערך זרים ופנסיה תקציבית. הנכסים הפיסיים אינם מוערכים לפי מחירים בשוק (אלא כערכי חידוש על-פי אומדני מלאי ההון) ולכן שינויים במחירי המניות הלא פיננסיות, המבטאים בעצם שינוי בערך הרכוש הפיסי של הסקטור העסקי, אינם משתקפים באומדני הרכוש של הציבור. ראוי גם לציין שהנכסים הפיסיים אינם כוללים קרקעות ודברי ערך.

³⁴ הרכוש מנוכה בשני אופנים: במדד המחירים לצרכן ובמדד רכיבי הרכוש, כאשר הרכוש הפיננסי מנוכה במדד המחירים לצרכן. מעיון בדיאגרמה עולה, שקצב הגידול הריאלי דומה. ההפרש שנגזר מניכוי בשני המדדים האמורים מהווה בעצם רווחי (הפסדי) הון של הציבור על החזקת רכוש פיסי. מרת השפעתם על התנהגות הציבור בכלל, ועל הצריכה הפרטית בפרט, תלויה במידה שבה מוערכים השינויים הללו כשינויים פרמננטיים; במקרה זה תהיה לכך השפעה רבה יותר מאשר במקרה שבו נראה השינוי כגורם זמני.

³⁵ על הגורמים לשינוי בהרכב החיסכון ורכישת מזומנים במטבע חוץ ראה דיון בסעיף הנכסים.

לוח ח' 16

הרכוש הנקי שבידי הציבור במטבע חוץ וחלקו ברכוש הפיננסי הנקי, 1980 עד 1984

הרכוש הנקי במטבע חוץ יחסית לרכוש הפיננסי הנקי ⁴ (4)	הרכוש הנקי במטבע חוץ ³ (2) = (1) - (3)	סך כל ההתחייבויות במטבע חוץ ² (2)	סך כל הנכסים במטבע חוץ ¹ (1)	
(מיליוני דולרים)				
0.084	1,844	6,176	8,020	31.12.80
0.135	3,483	5,226	8,709	31.12.81
0.082	2,510	6,531	9,041	31.12.82
0.107	3,159	6,971	10,130	30.9.83
0.246	5,880	6,934	12,814	31.12.83
0.268	6,639	7,103	13,742	31.3.84
0.301	7,428	6,906	14,334	30.6.84
0.341	7,434	7,066	14,501	30.9.84
0.322	7,960	7,340	15,300	31.12.84

- (1) הנכסים במטבע חוץ כוללים: פיקדונות פח"ם ופיקדונות פח"ח של ישראלים, איגרות חוב דולריות או צמודות לשער חליפין. פיקדונות פיצויים, תוכניות חיסכון דולריות ואשראי ספקים מתושבי ישראל לחוץ לארץ. החל בדצמבר 1983, מניות הבנקים שבהסדר (ובכלל זה אלה שהומרו לתכניות חסכון) כלולות בנכסים במט"ח.
- (2) ההתחייבויות במט"ח כוללות: אשראי חופשי ומוכון במט"ח (למעט דלק), אשראי ספקים ישיר מחוץ לארץ (למעט דלק), ואשראי מתוך פיקדונות למתן הלוואות במט"ח, בבנקים מסחריים ובבנקים למשכנתאות ולהשקעות.

החליפין יכול לשקף, בין השאר, את ציפייתו של הציבור לסגירת הפער בין שער החליפין הרשמי לבין שער החליפין האפקטיבי. פער זה גדל בשנתיים האחרונות, ויצר, בצד העיוותים בייצור, גם עיוותים בשוק ההון.

5. רכיבי שוק ההון

א. שוק המניות

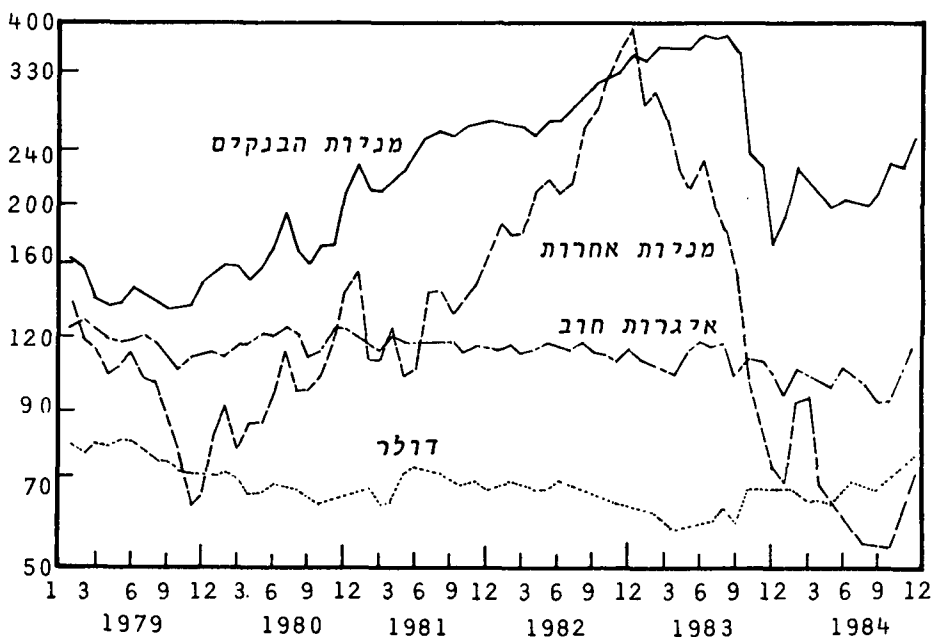
השפל ששרר בשוק המניות בשנת 1983, נמשך גם בשנה הנסקרת, לאחר סיום מחזור גיאות, שהגיע לשיאו בסוף 1982. התפתחת זו משתקפת בירידה ריאלית חדה בהיקף ההנפקות, במחזורי המסחר ובמהירות המחזור. (ראה לוח ח' 17). שערי המניות הלא בנקאיות ירדו השנה ריאלית בכ-4 אחוזים, בהמשך לירידה של כ-80 אחוזים בשנת 1983, ובסוף השנה היתה רמת שעריהן דומה לזו שבשנת 1979, עת החל מחזור הגיאות האחרון. (ראה דיאגרמה ח' 4). מרבית המניות הבנקאיות הפכו למעשה לאיגרות חוב צמודות לדולר, בעקבות ההסדר בסוף 1983, ובשעריהן נרשמה עלייה ריאלית חדה בשיעור של כ-48 אחוזים. (ראה להלן).

השפל הנמשך בפעילות בשוק המניות במשך תקופה כה ארוכה, בא על רקע עוצמת הגאות של המחזור הקודם. הירידה בביקוש למניות מוסברת גם בציפיות ששררו להמשך המיתון בפעילות במשק ובהגברת הסיכון ביציבותן של פירמות פרטיות בתקופה זו. בתחילת השנה נרשמו עליות ריאליות בשערי המניות הלא בנקאיות, ואולם החל מהרביע השני היתה שחיקה ריאלית בשעריהן. כתוצאה מהגברת ההשקעות הצמודות לשער החליפין, עקב ציפיות לפיחות ומחשש לצעדי מדיניות שונים. לקראת סוף השנה, לאחר התייצבות מסוימת בשוקי ההון (בעקבות החתימה על עסקת החבילה), נרשמה שוב עלייה ריאלית בשערי המניות הלא-בנקאיות, אך בסופו של דבר הן ירדו ריאלית בכ-4 אחוזים במהלך 1984.

דיאגרמה ח' 4

מדד שיעור תשואה ריאלי כולל מצטבר לנכסים כספיים, 1974 עד 1984

(הבסיס: דצמבר 1975 = 100)



(1) כיוול חצי לגוריתמ.

שערי המניות הבנקאיות נסחרו, כאמור, כאיגרות חוב צמודות לדולר. בתחילת השנה, במשך תקופה קצרה, היתה רמת התשואות לפדיון גבוהה ביותר (מעל ל-20 אחוזים)³⁶. הפער שנוצר בין תשואה זו לתשואות אחרות היה גבוה, ולאחר זמן מה ירדה התשואה השנתית לרמה של כ-15 עד 17 אחוזים, והיא נשארה ברמה זו, עם תנודות שונות, שנבעו משינויים בציפיות לפיחות ובתשואות אלטרנטיביות. רמת התשואה לפדיון, שנקבעה במניות הבנקאיות שבהסדר, גבוהה יחסית לתכניות חיסכון דולריות שאינן נזילות (בין 10 ל-13 אחוזים לשנה לתקופות לפדיון שבין 3 ל-6 שנים) ויחסית לנכסים נזילים כמו איגרות חוב דולריות סחירות, הנושאות ריבית משתנה

³⁶ באותה עת היו גם התשואות בשוק איגרות החוב גבוהות ביותר, למרות התערבות ניכרת מצד בנק ישראל. ואפשר שהדבר מצביע בעיקר על ריסון מוניטרי חריף, שהביא לרמת תשואות לפדיון גבוהה.

לוח ח' 17
אינדקטורים עיקריים לשוק המניות, 1982 עד 1984

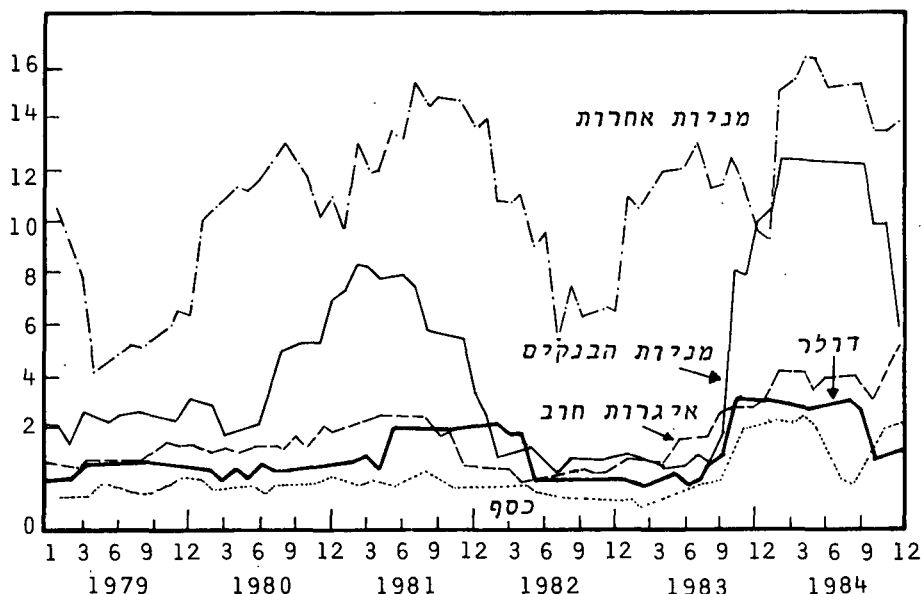
1984					
מחצית II	מחצית I	סך הכול	1983	1982	
6.3	17.4	23.7	143.8	384.6	1. היקף ההנפקות ¹
					משקלות (אחוזים):
0	14	10	20	41	מניות בנקים מסחריים
100	86	90	80	59	מניות אחרות
3,909.0	3,237.5	3,909.0	2,985.7	8,483.9	2. ערך שוק בסוף השנה ¹
					משקלות (אחוזים):
72	72	72	63	43	מניות בנקים מסחריים
28	28	28	37	57	מניות אחרות
384.4	634.4	982.8	6,609.9	8,771.8	3. היקף המסחר בכורסה ומחוצה לה ¹
					משקלות (אחוזים):
65	62	63	51	38	מניות בנקים מסחריים
35	38	37	49	62	מניות אחרות
0.20	0.31	0.26	1.03	1.75	4. מהירות המחזור השנתית ²
0.13	0.30	0.22	0.99	1.25	מניות בנקים מסחריים
0.25	0.46	0.36	1.08	2.36	מניות אחרות
23.0	5.0	29.2	— 68.5	71.0	5. תשואה ריאלית כוללת
24.2	19.2	48.0	— 51.4	28.3	מניות בנקים מסחריים
18.9	— 19.2	— 4.0	— 81.7	140.2	מניות אחרות

(1) כמיליארדי שקלים: מחירים קבועים, כמונחי דצמבר 1984. ניכוי ההנפקות והיקף המסחר נעשה על בסיס חודשי.

(2) מהירות המחזור השנתית מחושבת לפי היחס בין היקף המחזור החודשי בכורסה ומחוצה לה לבין ערך השוק הממוצע לאותו חודש. המקור: לוחות נספח בפרק זה.

בשיעור נמוך מ-10 אחוזים. קשה להסביר רמת תשואות כה גבוהה; ייתכן שהדבר נובע ממדת הסיכון שמייחס הציבור לנכס זה ומאיהוודאות ביחס למימוש התחייבות זו על ידי הממשלה. בחודשים הראשונים של שנת 1985 היתה התשואה השנתית ברמה של כ-13 אחוזים. אפשר שירידה זו בתשואה לפדיון נובעת מהגברת הוודאות במימוש ההתחייבות מצד הממשלה, עם התקרב מועד הפדיון של חלק מהמניות שבהסדר, כבר בסוף שנה זו. מידת הסיכון שבמניות הבנקים באה לידי ביטוי גם בתנודתיות של התשואה הריאלית החודשית (הנמדדת על-פי סטיית התקן). זו הגיעה לשיעור של כ-10 אחוזים. (ראה לוח ח' 14).

דיאגרמה ח' 5
 סטיות תקן לתשואה החודשית הריאלית של נכסים כספיים ב-12 חודשים אחרונים,
 1979 עד 1984
 (אחוזים)



ראוי לציין שהשינויים בשערי המניות של הבנקים השונים היו אחידים וכולן נסחרו כאיגרות חוב ממשלתיות. הדבר משקף את הערכת הציבור שהערך הכלכלי של כל אחד מהבנקים, (המשקף במחיר המניה) נמוך מהערך הנוכחי של המחיר שבו התחייבה הממשלה לרכוש מניות אלה בשנת 1988. משמעות הדבר, כי הציבור מעריך כיום שהממשלה תצטרך לממש בעתיד את התחייבויותיה ולרכוש מהציבור את המניות הבנקאיות שברשותו.

מדת התערבות הרשויות בשוק המניות היתה גבוהה יחסית בתחילת השנה, הלכה ופחתה במהלך השנה, והיתה כמעט אפסית בסופה. (ראה דיאגרמה ח' 6.) בתחילת השנה מכר הציבור לממשלה מניות בנקאיות, ואולם במהלך השנה הוא שב ורכשן, ובסופו של דבר נרשמה השנה רכישה נטו של הציבור של כ-3 מיליארד שקלים.

היקף גיוס ההון באמצעות מניות ירד ריאלי בשיעור של כ-80 אחוזים, והסתכם בכ-40 מיליון דולרים. חלק מההנפקות נרכשו בידי החתמים, בגלל הזמנות לרכישה מצד הציבור, הקטנות מסכומי ההנפקות. מספר הפירמות החדשות שגייסו הון ירד אף הוא (11 לעומת 47 בשנה שעברה), והיקף ההנפקות היה קטן יחסית, כבעבר. שלא כבעבר, נטלו הנפקת הבנקים רק 10 אחוזים מהיקף ההנפקות. צמצום ההנפקות נבע בעיקר מרמת השערים הנמוכה, שמקטינה את כדאיות גיוס ההון, ומגידול הסיכון לפשיטות רגל, בעקבות המיתון במשק.

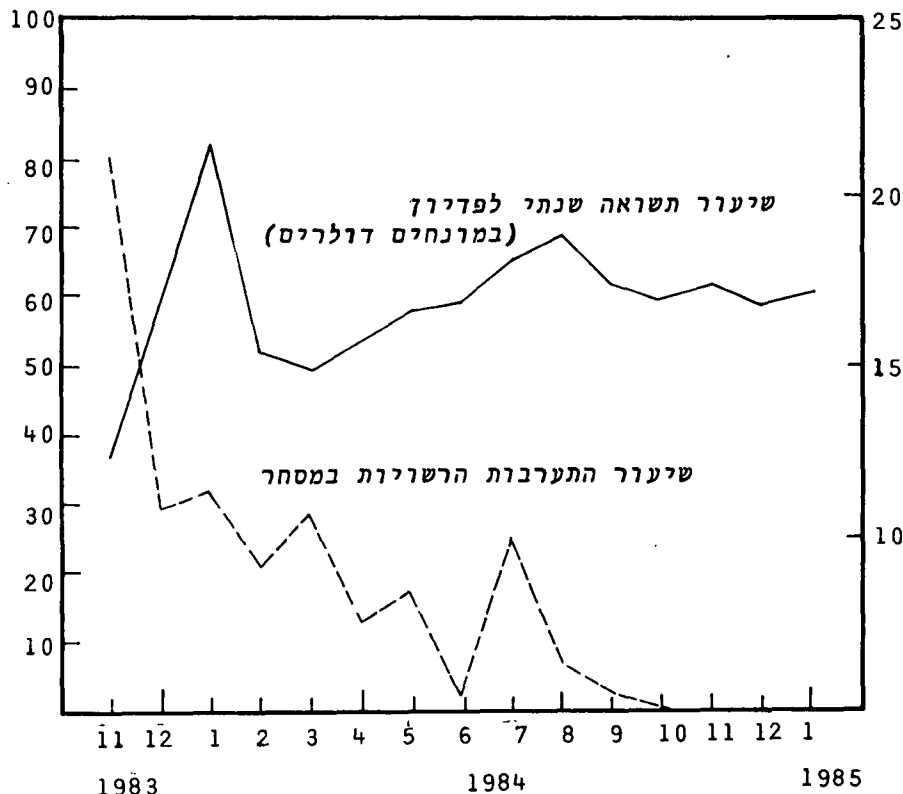
דיאגרמה ח"י"6

שיעור תשואה לפדיון של מניות ההסדר ושיעור התערבות הרשויות במסחר,

1984 עד 1983

שיעור התערבות
(אחוזים)

תשואה לפדיון
(אחוזים)



(1) ראה דיאגרמה ט"ז.

ב. שוק איגרות החוב

בשנת 1984 נמשכה הפעילות הממותנת בשוק איגרות החוב. ערך השוק של איגרות החוב הסתכם בכ-2,400 מיליארד שקלים, רמה ריאלית דומה לזו בשנים האחרונות. השנה הואץ המעבר של איגרות החוב מהחזקה בידי הציבור להחזקה בידי הבנקים המסחריים, הציבור הקטין את ביקושו לאיגרות חוב הצמודות למדד, ואילו הבנקים רכשו איגרות אלה לצורך כיסוי כנגד תכניות חיסכון. משקל איגרות החוב שבידי הבנקים בסך איגרות החוב הסחירות הגיע בסוף השנה לכ-45 אחוזים.

הירידה בביקוש של הציבור לאיגרות חוב בשנים האחרונות היא תוצאה ישירה של שמירה על תשואות במקור ברמה נמוכה, לעומת התשואות הצפויות הגבוהות שהניבו נכסים אחרים בחיק, ובעיקר מניות בנקאיות בעבר, פיקדונות במטבע חוץ אשתקד, ומניות הבנקים שבהסדר — השנה. הירידה בביקוש התבטאה בגיוס הון שלילי באפיק זה, (למרות הגדלת התשואות במקור בסוף השנה — ראה להלן), ובמרבית חודשי השנה היו התשואות לפדיון בשוק המשני

לוח ח' 18
אינדיקטורים עיקריים לשוק איגרות החוב, 1982 עד 1984

1984			1983	1982	
דצמבר	יוני	סך הכול			
2,375.8	2,284.0	2,375.8	2,377.8	2,413.6	1. ערך שוק איגרות החוב הרשומות בבורסה ¹ (סוף תקופה)
44.6	44.5	44.6	50.0	59.2	מזה: בידי הציבור (אחוזים)
42.0	42.1	42.0	39.2	31.8	בידי בנקים מסחריים (אחוזים)
177.0	95.1	272.1	104.2	40.7	2. היקף המסחר באגרות חוב בבורסה (מיליארדי שקלים, מחירים שוטפים)
9.8	50.4	23.9	66.3	73.4	2.א. חלקו של בנק ישראל במסחר (אחוזים) ²
6.6	— 111.8	— 105.2	— 82.5	14.2	3. גיוס איגרות חוב באמצעות איגרות חוב סחירות ¹
0.19	0.32	0.26	0.40	0.40	4. מהירות מחזור שנתי ³
7.7	0.1	7.8	— 7.8	— 0.3	5. תשואה ריאלית כוללת של איגרות חוב צמודות מרד

(1) מיליארדי שקלים. כמותים קבועים. מחירי דצמבר 1984. יתרת איגרות החוב היא בידי בנק ישראל (ראה לוח ח' — 34).
(2) חלקו של בנק ישראל במסחר בבורסה חושב לפי היחס שבין הקניית והמכירת לבין היקף המסחר. הנתון מוטה כלפי מעלה מכיוון שהיקף המסחר אינו כולל את המסחר מתוך לבורסה.
(3) היחס שבין העסקאות בבורסה לבין ערך השוק נעוץ בחישוב על בסיס חודשי.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; יחידת שוק ההון, המחלקה המוניטרית; עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

גבוהות מאלו שבמקור. כדי להגביר את ספיגת הכספים, בעקבות פדיונות גדולים³⁷, הנפיק בנק ישראל בסוף השנה איגרות חוב בתנאים משופרים, בשיטת מכרז³⁸. ההנפקות החדשות כללו איגרות חוב צמודות לדולר ל-5 שנים בריבית קבועה של כ-10 אחוזים (תשלום חצי שנתי של 5 אחוזים), וכן איגרות חוב צמודות למדד ל-10 שנים בריבית של 4.25 אחוזים (לעומת 3 אחוזים), הכוללת גם פיצוי עבור הפסד המדד בפדיון.

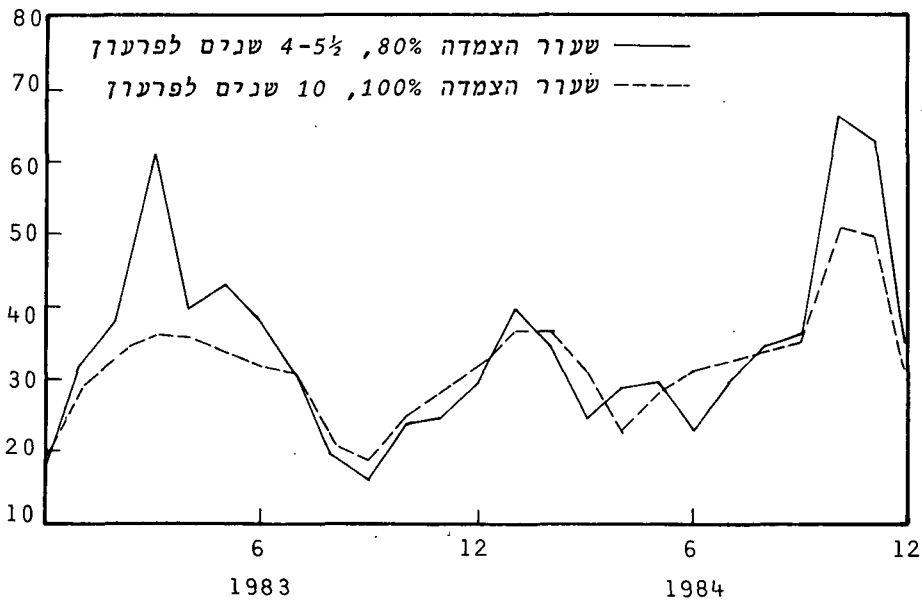
בתחילת השנה נרשמה ירידה בשערי איגרות החוב הסחירות ונקבעו שיעורי תשואה לפדיון גבוהים למדי. באותה עת התערב בנק ישראל בעוצמה רבה, בלם את ירידת השערים, ורכש כ-13

³⁷ השנה כללו הפדיונות ניצול אפשרות לפדיון מוקדם. שניתנת לסוגים שונים של איגרות חוב, המחזקים בידי הציבור והמוסדות הבנקאיים. הדבר התרכז בעיקר בחודשים פברואר ומארס. כאשר המחירים בשוק המשני היו נמוכים מהתמורה הכספית עבור פדיון מוקדם. אפשרות הפדיון המוקדם העומדת בפני הציבור מצמצמת את הפסדי ההון בתקופה של ירידת מחירים, ומייקרת במקביל את עלות גלגול החוב הפנימי, בגלל הצורך למחזור חלק גדול יותר ממלאי החוב, במחיר גבוה יותר.

³⁸ טווח המחירים הוגדל ל-80 עד 110 ממחיר ההנפקה, שבסיסה 100 (לעומת 96 עד 106 עד כה). שיטת המכרז משפרת את יכולתו של בנק ישראל לקבוע יעדים מוניטריים כמותיים. עם זאת, הכרחית מדיניות מוניטרית עקיבה לשיטה זו בהפעלת כלים מוניטריים אחרים, ובעיקר בתחום הנפקת הנכסים הצמודים למטבע חוץ ואופן ניהול ההלוואה המוניטרית.

דיאגרמה ח'7

שיעורי תשואה ריאליים ממוצעים לפדיון נטו של איגרות חוב צמודות מדד לפי חודשים, 1983 ו-1984¹



(1) ראה דיאגרמה ט'1. המציגה תשואות לפדיון ברוטו.

מיליארד שקלים. גם הבנקים המסחריים, ובמדת מה — גם קופות הגמל, רכשו איגרות חוב, בגלל רמת התשואות הגבוהה³⁹. במהלך השנה ירדה התערבות בנק ישראל במסחר, כהמשך למדיניות שנקטה עוד בשנת 1983, וכצעד משלים למדיניות העדר ההתערבות שנקטה בשוק המניות הבנקאיות שבהסדר מאמצע השנה. במחצית השנייה של השנה נערך שינוי בדרך שיערוך איגרות החוב הצמודות חלקית (בהתאם להוראות המפקח על הבנקים) וכחוצאה מכך נרשם עודף כיסוי באגרות החוב המוחזקות בידי הבנקים המסחריים כנגד תכניות חיסכון. בעקבות שינוי זה ועקב המשך המעבר לחסכונות צמודים לשער החליפין, נוצר בחודשים ספטמבר ואוקטובר עודף היצע בשוק איגרות החוב הצמודות למדד וחלה ירידה ריאלי בשעריהן. בניגוד לעבר, לא מנע בנק ישראל את העלייה בתשואות לפדיון, והן הגיעו לשעורים גבוהים ביותר (ראה לוח ח'11ב'). הקטנת מעורבות בנק ישראל בשוק איגרות החוב הביאה גם לגידול בתנודתיות התשואה החודשית, שהגיעה לכ-6.8 אחוזים בשנת 1984, לעומת 4.7 ו-2.5 אחוזים בשנים 1983, ו-1982. בהתאמה.

בשנת 1984 הגיעה התשואה הכוללת על איגרות החוב הצמודות לשיעור ריאלי של כ-8 אחוזים, לאחר ירידה ריאלי בשיעור דומה אשתקד⁴⁰. הדבר הושפע מהציפיות לאינפלציה (עקב

³⁹ קופות הגמל נאלצו להתערב בשוק המשני, כי הופסקה, זמנית, רכישת איגרות החוב המיוחדות להן. הדבר לא פגע במדת רווחיותן. בגלל התשואות הגבוהות ששררו באותה עת.

⁴⁰ בשערי איגרות החוב לתקופות פדיון שונות, ניכרו תנודות לא אחידות, הנובעות מהשפעה דיפרנציאלית של גורם הפסד המדד בעת הפדיון. גורם זה הפך להיות מכריע בתשואה הכוללת של איגרות החוב כרמת האינפלציה ששררה ב-1984, והשפעתו גוברת ככל שתקופת הפדיון קצרה יותר.

לוח ח' 19
פעילות קרנות הנאמנות, 1981 עד 1984

1984					
מחצית II	מחצית I	1983	1982	1981	
455.1	450.2	583.6	1,571.3	835.2	1. נכסי הקרנות. סוף תקופה (מיליארדי שקלים 12/84=100)
(אחוזים)					
- 8.9	- 18.9	- 30.9	45.1	- 0.9	2. הנפקה נטו, יחסית לנכסי הקרנות בתחילת התקופה
6.8	7.4	8.8	13.9	11.8	3. חלקם של נכסי קרנות הנאמנות בנכסים הסחירים ¹ (סוף התקופה)
35.5	31.9	31.3	40.9	37.0	א. איגרות חוב במטבע ישראלי
2.8	3.1	5.0	6.1	4.2	ב. נכסים במטבע חוץ (כולל ניירות ערך)
5.6	5.6	4.0	11.4	6.2	ג. מניות במטבע ישראלי
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	4. הרכב תיק קרנות הנאמנות ² (סוף התקופה)
41.7	46.9	58.1	33.3	62.0	א. איגרות חוב במטבע ישראלי
18.2	19.0	21.7	7.0	9.1	ב. נכסים במטבע חוץ (כולל ניירות ערך)
39.7	34.1	20.2	59.7	28.9	ג. מניות במטבע ישראלי

(1) הנכסים הסחירים כוללים איגרות חוב סחירות בידי הציבור, פיקדונות במטבע חוץ, מניות וניירות ערך להמדה הרשומים בבורסה בתל-אביב.
(2) בהרכב זה אין מוצגים מזומנים.
המקור: יחידת המידע של שוק ההון, המחלקה המוניטרית; ועיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

גורם הפסד המדר (כפריון). התשואה הריאלית הכוללת היתה שלילית במהלך השנה. עם התגברות האינפלציה, והפכה לחיובית וגבוהה לקראת סוף השנה, עקב האטה בציפיות לאינפלציה, לאחר ההסכם על עסקת החבילה.

לעומת הירידה בביקוש לאיגרות חוב צמודות למדד, נמשך הביקוש של הציבור לאיגרות חוב דולריות, בדומה לביקוש לרכיבים אחרים הצמודים לדולר. יתרתן בידי הציבור גדלה ריאלית בכ-16 אחוזים. השנה הנפיקו פירמות פרטיות כ-135 מיליון דולר איגרות חוב צמודות לדולר המיועדות למחקר ולפיתוח; הרוכשים איגרות חוב אלו במקור יכולים לרשום את רכישתם כהוצאה מוכרת באותה שנה (המוגבלת בסכום מסוים), ולזכות בהקטנה בתשלום המס. הדבר מגביר את כדאיות הרכישה לפרטים המשלמים מס שולי גבוה⁴¹.

⁴¹ שיטה זו מקובלת בעולם בהשקעות בעלות סיכון גבוה. עם זאת ראוי לציין, שהדבר החליף שיטת תמיכה ישירה, המחייבת תקצוב, לעומת שיטת הקלות במסוי, שאינה נדרשת לאישור תקציבי. פעילות זו מגבירה את השפעת הממשלה בלי שתבוא לידי ביטוי בביקורת תקציבית מספקת.

בחודש יוני החל בנק ישראל להנפיק מילווה קצר מועד בלתי צמוד (מק"ם). המק"ם נסחר בבורסה ומהווה תחליף לנכסים שמציעה מערכת הבנקאות לטווח קצר. הנכס משמש את בנק ישראל, בצד ההלוואה המוניטרית, כאמצעי להשפעה על המרווח שבין שיעורי הריבית על האשראי החופשי לאלה שעל הנכסים השקליים קצרי המועד, ואמור להמריץ את הבנקים להתאים במהירות את שיעורי הריבית הקרדיטוריים. בשל קשיי שיווק שונים ושיעורי עמלות גבוהים-יחסית, שהם גורם מכריע בהשקעות לטווח קצר – היה הביקוש של הציבור קטן ביותר, והדבר השאיר בידי מערכת הבנקאות מרחב תמרון רחב למדי ביחס למירווח הפיננסי במגזר השקלי. לקראת סוף השנה גבר הביקוש למק"ם בעקבות ציפיות לירידה בשיעורי הריבית הנומינליים, עם החתימה על עסקת החבילה. בנק ישראל סיפק ביקוש זה בשיעורי תשואה גבוהים למדי כדי לספוג עודפי נזילות במערכת. יתרת המק"ם בידי הציבור היתה במרבית חודשי השנה נמוכה ביותר ולקראת סוף השנה הגיעה לכ-17 מיליארד שקלים, שהם כ-4 אחוזים מהנכסים הלא-צמודים.

ג. קרנות הנאמנות

יתרת הנכסים המוחזקים בידי הציבור באמצעות קרנות הנאמנות הסתכמה בסוף 1984 בכ-450 מיליארד שקלים, והם ירדו ריאלי של כ-22 אחוזים. הירידה בביקוש לאיגרות חוב צמודות למדד, אשר הציבור נהג לרכוש באמצעות קרנות הנאמנות, היא הגורם העיקרי לירידה ביתרתן של קרנות הנאמנות שבידי הציבור. הדבר מתבטא גם בירידה נוספת במשקל הנכסים הסחירים שהוחזקו באמצעות קרנות הנאמנות (איגרות חוב סחירות, פיקדונות במטבע חוץ ומניות). מ-9 אחוזים אשתקד לכ-7 אחוזים בסוף 1984. (ראה לוח ח'19).

בהרכב תיק קרנות הנאמנות נרשמה, כאמור, ירידה במשקל איגרות החוב הצמודות למדד (מ-58 לכ-42 אחוזים) ועלייה בהשקעות במניות (מ-20 אחוזים לכ-40 אחוזים) ובעיקר למניות הבנקאיות, שהן למעשה אפיק השקעה צמוד לדולר. התפתחות זו דומה במגמתה לשינוי הכללי בהרכב תיק הנכסים. הגידול במניות ההסדר בתיק קרנות הנאמנות, נובע מכך שהוכרה ההשקעה במניות אלו, כחלק מההשקעות בקרנות הנאמנות, המזכות את המחזיקים בהן ביתרונות שונים במסוי⁴².

ד. קופות הגמל

נכסי הציבור בקופות גמל הסתכמו בסוף 1984 בכ-7,600 מיליארד שקלים, גידול ריאלי של כ-12 אחוזים לעומת גידול של כ-4 אחוזים אשתקד. (ראה לוח ח'20). מרבית הגידול הריאלי נזקף לשיעור (ראה להלן), בעוד שתרומת הצבירה לגידול הריאלי היתה קטנה והיא ירדה ריאלי ביותר מ-50 אחוזים. הירידה בצבירה נובעת מירידה ריאלי בהפקדות חדשות בשיעור של כ-19 אחוזים, במיוחד בקרנות התגמולים והפיצויים, ומגידול ריאלי רב במשיכות מקרנות התגמולים וההשתלמות. (ראה לוח ח'13ב'). התפתחות זו משקפת את המעבר שהיה השנה בתיק הנכסים מהשקעות בנכסים מקומיים להשקעה ישירה במטבע חוץ, והתאפשר בעקבות הבשלת חסכוניות – בעיקר בקרנות ההשתלמות – עם תום 6 שנים להצטרפות חלק ניכר מהחוסכים.

⁴² הכרת שחיקת ההון כהוצאה מוכרת מוגבלת רק ל-50 אחוזים מההכנסה החייבת במס. עם זאת, כל השקעה במילווה מדינה, או בקרנות נאמנות המשקיעות לפחות 75 אחוזים מהשקעותיהן במילווה מדינה (ובכלל זה מניות בנקאיות שבהסדר), מגדילה את סכום ההוצאה המוכרת באותה שנה בסכום ההשקעה. מכיוון שהתשואה במניות בנקאיות עדיפה על מילווה מדינה אחרים, הסיטו קרנות הנאמנות חלק גדול יותר מהשקעותיהן למניות בנקאיות על חשבון מילווה צמודים אחרים.

לוח ח' 20
התפתחויות עיקריות בקופות הגמל, 1982 עד 1984

הצבירה נטו				יתרת הנכסים				
העלייה או הירידה (—) הריאלית ²				העלייה או הירידה (—) הריאלית ¹				
				1984	1983	1982	1984	
(מיליארדי שקלים)				(מיליארדי שקלים)				
(אחוזים)				(אחוזים)				
— 6	36	10	37.4	9	1	4	2,474	קרן פנסיה
— 84	19	— 29	12.4	16	9	12	3,703	קרן תגמולים
— 79	— 3	— 25	1.2	25	3	19	716	קרן פיצויים
— 41	9	24	44.4	2	21	58	445	קרן השתלמות
				— 15	— 22	— 36	264	קרנות סוציאליות ואחרות
— 57	16	— 13	95.4	12	4	12	7,602	סך כל מוסדות גמל

(1) מנוכה על פי מדר לסוף החודש.

(2) מנוכה במדר המחירים לצרכן על בסיס חצי שנתי.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

כאמור, הגידול הרב בקרנות הגמל נובע מהשפעת השיעורן עקב הירידה בסוף השנה בקצב האינפלציה, שהביאה לצמצום גורם הפסד המדר האחרון (ראה הערה 28)⁴³. עם האצת האינפלציה במחצית השנייה של השנה, נערכו הסדרים שונים שבמרכזם מתן פיצוי על הפסד המדר האחרון (בניכוי 5 אחוזים), וכך מצטמצמת מאוד השפעת האינפלציה על התשואה הכוללת, ועל הערך הריאלי של נכסי קופות הגמל. הסדר זה חל על מרבית תיק ניירות הערך שבידי קופות הגמל (למעט אלו שבידי קרנות ההשתלמות) והוא מיושם בהדרגה החל מ-1985. בניגוד לאפיקי חיסכון אחרים, לא היה השנה שיפור בתשואה על קופות הגמל, ואף חלה ירידה מסוימת בתשואה האפקטיבית בקרנות ההשתלמות, בעקבות הגבלת הקלות המסוי עד לתקרה של כפליים מתקרת תוספת היוקר⁴⁴. גורם זה, נוסף על החששות שהתעוררו בציבור לאפשרות פגיעה בקרנות ההשתלמות, הביאו לגידול ניכר במשיכות. ההתפתחות האמורה קוזה בחלקה עם הצטרפות קבוצות נוספות של הסקטור הציבורי להסדרי הפרשות לקרנות השתלמות, וכך הסתכמה השנה בירידה ריאלית קטנה יחסית של הפקדות באפיק זה. הפעילות של קרנות הגמל בהשקעות בשוק איגרות החוב הסחירות היתה קטנה יחסית, למרות שבמרבית חודשי השנה היתה רמת התשואות לפדיון גבוהה מזו של התשואה לפדיון במקור על איגרות חוב מיוחדות לקופות הגמל. ייתכן שהדבר נובע מההבדל בתקופות לפדיון, אם כי הגידול הרב שהסתמן במשיכות מחייב את מנהלי הקופות להרחיב את משקל התיק הסחיר, הניתן למימוש בכל עת.

⁴³ כדי להמחיש עצמת השפעת "הפסד" המדר האחרון על התפתחות יתרת קופות הגמל, נציין שכאשר מנכים נכסים אלו לפי מדר נובמבר (שלפיו משוערכות מרבית איגרות החוב שבידי קופות הגמל), מתקבלת ב-1984 עלייה של כ-4 בלבד, לעומת כ-10 אחוזים ב-1983.

⁴⁴ מכיון שהחיסכון בקרנות ההשתלמות הוא לתקופה קצרה ביותר, בין 1.5 ל-3 שנים בממוצע, מגיעה התשואה השנתית האפקטיבית, הכוללת את הטבות המס, לכ-21 אחוזים בשנה. זו הסיבה להגבלות בהקלות המסוי ברכיב זה.

**לוח ח"א'
אינדיקטורים להתפתחויות המוניטריות, 1979 עד 1984**

1984	1983	1982	1981	1980	1979	
(יתרות ממוצעות, מיליוני שקלים)						
132,355	34,497	14,832	6,844	3,627	2,148	1. בסיס הכסף הצר ¹
384,568	93,533	35,241	14,641	6,734	3,822	2. נכסים נוזלים לא צמודים ²
2,557,818	521,593	211,828	90,762	40,157	17,904	3. נכסים נוזלים ³
3,389,096	876,334	340,410	136,307	52,542	2,442	4. נכסים נוזלים ומניות בנקאיות
8,618,506	1,928,701	750,067	265,605	105,118	45,448	5. סך הנכסים הכספיים ³
						6. אשראי ממערכת הבנקאות, למעט דלק, לסקטור הפרטי הלא-פיננסי ⁴
1,164,872	256,311	112,002	55,271	27,329	13,492	
2,430,963	456,348	150,366	57,542	25,439	12,785	7. אשראי לזמן בינוני וארוך ⁵
						8. הרכוש הפיננסי הנקי של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי ⁶
6,752,961	1,642,900	666,371	263,425	103,131	41,348	

- (1) המקור: לוח ח"א'6.
(2) אמצעי חשלוס, פז"ק ותפ"ס, כמפורט בלוח ח"א'13.
(3) כמפורט בלוח ח"א'13.
(4) כמפורט בלוח ח"א'11.
(5) כמפורט בלוח ח"א'9.
(6) כמפורט בלוח ח"א'15.
המקור: עיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח ח' 2א'

המקורות והתחלקות של תוספת הנזילות הנומינלית בגין עירוים חיצוניים¹, 1979 עד 1984
(מיליארדי שקלים, מחירים שוטפים)

1984	1983	1982	1981	1980	1979
מקורות תוספת הנזילות המקומית					
746.3	145.9	51.9	32.9	10.9	3.8
1. עירו חיצוני מהסקטור הציבורי ¹					
95.4	53.8 *	13.0 *	5.4	4.2	2.4
2. עירו חיצוני מבנק ישראל ¹					
841.7	199.7	38.8	27.5	15.1	6.2
3. סך כל העירוים החיצוניים (2)+(1)=(3)					
4. דליפה לחוץ-לארץ (עירו שלילי של מאזן-התשלומים)					
538.0	101.6	9.0	6.3	5.1	2.8
5. סך כל העירוים (4) - (3)=(5)					
303.7	98.2	29.9	21.3	10.0	3.5
התחלקות תוספת הנזילות המקומית					
230.9	31.7	9.6	5.1	2.2	0.3
6. הדפסה = שינוי בבסיס הכסף					
56.2	70.4	-4.7	-3.9	2.4	1.0
7. צבירת בסיס הנכסים הצמודים הנזילים:					
40.8	85.3	1.7	1.0	1.2	1.1
א. פיקדונות במטבע חוץ ²					
15.4	-14.9	-6.3	-4.9	1.2	-0.1
ב. איגרות חוב סחירות					
16.6	-3.9	24.9	20.1	5.3	2.4
8. צבירת בסיס הנכסים לטווח בינוני וארוך					
14.0	10.3	5.2	1.7	0.6	0.2
א. פת"ם פיצויים					
2.5	-14.2	19.7	18.4	4.8	2.2
ב. תכניות חיסכון וקופות גמל ³					

- (1) פירוט ההגדרות ראה נספח הגדרות בדו"ח 1983.
(2) פירוט העירו החיצוני והגדרתו - ראה לוח ח' 4א' להלן.
(3) לא כולל פת"ח של תושבים מקומיים.
(4) גיוס הון נטו לטווח ארוך של הממשלה. בניכוי פדיון מוקדם של "בונדס".
(*) נתונים אלה מוטים כלפי מטה משום שכלול בהם מעבר של קרנות היצוא מבנק ישראל לבנקים הפרטיים. יש להוסיף לנתונים אלה את מעבר הקרנות כדי להשוות בין נתוני השנים האחרות לשנים 1981 ו-1982. גודל התיקון מופיע בסעיף 2ב' בלוח ח' 4.

לוח ח'א'
ההתרחבות ביתרת הנכסים של הציבור, 1980 עד 1984

1984			1983	1982	1981	1980	
מחצית II	מחצית I	כל הכול					
(מיליוני שקלים)							
274,487	50,503	324,989	47,533	29,193	27,612	10,722	1. תרומת העירוניים ומערכת התיווך הפיננסי
221,389	83,953	305,342	105,546	4,260	7,515	5,383	א. סך העירוני למשק ¹
2,073	999	3,072	— 54,096	0	0	0	1. צבירה בבסיס הנכסים הנוזלים ²
51,024	— 34,449	16,575	— 3,917	24,933	20,097	5,340	2. רכישת (—) מניות בנקאיות בידי הממשלה
36,483	— 34,126	2,357	— 16,457	28,339	391	641	3. צבירה בבסיס הנכסים לטווח בינוני וארוך
310,970	16,377	327,347	31,076	57,532	28,003	11,363	ב. ההרחבה המקומית הנובעת ממערכת התיווך הפיננסי
— 31,136	— 23,470	— 54,606	45,198	9,584	3,158	3,715	ג. רכישת נכסים בידי הציבור
— 1,247	— 115	— 1,402	— 58,040	9,910	2,820	1,209	1. נכסים נוזלים
343,353	40,002	383,355	43,918	38,038	22,025	6,439	2. מניות פיננסיות
							3. נכסים לטווח בינוני וארוך
13,511,992	4,322,945	17,834,937	2,186,203	780,459	264,210	123,627	2. תרומת השיעורכים
2,916,405	1,061,589	3,977,994	560,723	145,309	62,597	28,580	ד. סך כל שיעורון הנכסים
299,475	111,077	410,552	34,669	7,446	1,787	588	1. נכסים נוזלים
1,247,450	328,196	1,575,645	99,580	183,318	46,865	17,704	מזה: ריבית על נכסים לא צמודים
9,348,137	2,933,161	12,281,298	1,525,900	451,832	154,748	77,343	2. מניות פיננסיות
							3. נכסים לטווח בינוני וארוך
13,822,962	4,339,322	18,162,284	2,217,279	837,991	292,213	134,990	3. סך התרומות (1)+(2)
2,885,268	1,038,119	3,923,387	605,921	154,893	65,755	32,295	ה. השינוי ביתרת הנכסים
1,246,203	328,041	1,574,243	41,540	193,228	49,685	18,913	1. נכסים נוזלים
9,691,490	2,973,163	12,664,653	1,569,818	489,870	176,773	83,782	2. מניות פיננסיות
							3. נכסים לטווח בינוני וארוך

(1) בסיס העירוניים החיצוניים מהסקטור הציבורי + בנק ישראל בניכוי הדליפה לחוץ לארץ.

(2) בסיס הכסף + בסיס הנכסים הנוזלים הצמודים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח ח' 4'
מקור העירוניים החיצוניים של הסקטור הציבורי ובנק ישראל והעירוני השלילי של מאזן
התשלומים, 1979 עד 1984

1984	1983	1982	1981	1980	1979	
(מיליארדי שקלים. מחירים שוטפים)						
1. הסקטור הציבורי						
א. אומדן הוצאות הסקטור הציבורי						
3,431.2	707.5	287.2	131.3	52.3	22.8	(קניית, שכר, תשלומי העברה ותמיכות)
2,768.0	654.5	254.6	106.3	46.0	20.8	ב. תקבולי המסים
663.2	52.9	32.6	25.0	6.4	2.0	ג. הגירעון של הסקטור הציבורי ¹ (למעט ריבית על החוב הפנימי) (א)פחות(ב)
83.1	93.0	19.3	8.0	4.5	1.8	ד. מתן אשראי לסקטור הפרטי ²
746.3	145.9	51.9	32.9	10.9	3.8	ה. סך העירוני החיצוני הנובע מהסקטור הציבורי (ג)עוד(ד)
2. בנק ישראל						
64.2	24.7 ⁴	16.8 ⁴	9.0	3.7	1.8	א. מתן אשראי מוכוון ²
0.0	0.0	17.6	8.1	0.0	0.0	ב. מעבר קרנות היצוא לבנקים
63.2	30.1	1.8	-0.3	-0.1	0.3	ג. הלוואה מוניטרית
-31.9	-1.0	2.0	3.8	0.6	0.3	ד. גורמים אחרים
95.4	53.8 ⁴	13.0 ⁴	5.4	4.2	2.4	ה. סך העירוני החיצוני מבנק ישראל
95.4	53.8	4.5	2.7	4.2	2.4	ו. סך העירוני החיצוני מבנק ישראל, כולל מעבר קרנות יצוא לבנקים
3. מאזן התשלומים						
455.4	132.3	40.0	6.4	2.5	2.9	א. הגירעון בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי
-82.7	30.7	31.0	0.1	-2.6	0.2	ב. יבוא הון מחוץ לארץ בידי הסקטור הפרטי
(ג) פחות (א)						
538.0	101.6	9.0	6.3	5.1	2.8	ג. דליפת העירוני החיצוני מחוץ למשק (המרות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי)

(1) עודף הביקוש של הסקטור הציבורי (ממשלה + סוכנות) + מתן אשראי נטו של הממשלה לסקטור הפרטי.
(2) כולל הסובסידיה הגלומה במתן אשראי זה.
(3) למעט רכישת מטבע חוץ לצבירת פת"ח בידי חושבים מקומיים בבנק ישראל.
(4) נתונים אלה מוטים כלפי מטה, משום שכלול בהם מעבר קרנות היצוא מבנק ישראל לבנקים הפרטיים, יש להוסיף לנתונים אלה את מעבר הקרנות, כדי להשוות בין נתוני השנים האחרות לשנים 1981 ו-1982. גודל התיקון מופיע בלוח ח' 4', בסעיף כ2.

לוח ח' 5א'
אמצעי תשלום ופיקדונות בלתי צמודים של הציבור, 1982 עד 1984

סך הכול		פיקדונות בלתי צמודים			אמצעי תשלום				
העלייה או הירידה (—) לעומת סוף התקופה הקודמת (9)	סך הכול (3)+(5) +(6)+(7) =(8)	פיקדונות כנגד התחייבויות בשקלים (7)	פיקדונות לזמן קצוב בשקלים (פז"ק) (6)	תעודות פיקדון סחירות (תפ"ס) (5)	בניכוי עונתיות סך הכול (4)	נחונים מקוריים			
						סך הכול (1)+(2) =(3)	פיקדונות עז"ש (2)	מזומנים (1)	
(יתרות. מיליוני שקלים)									
181.6	58,165	2,059	10,338	19,388	26,119	26,380	17,975	8,405	1982 דצמבר
146.4	143,309	4,656	29,105	48,213	60,662	61,335	37,432	23,903	1983 דצמבר
414.1	736,772	31,905	183,265	244,137	274,419	277,465	154,448	123,017	1984 דצמבר
19.3	171,011	3,805	44,519	60,732	63,284	61,955	36,721	25,234	1984 ינואר
15.1	196,832	5,556	54,696	68,677	69,574	67,904	39,458	28,446	פברואר
23.9	243,888	12,080	76,826	69,570	77,790	85,413	52,845	32,568	מרס
13.4	276,526	7,461	92,077	79,649	99,427	97,339	61,442	35,897	אפריל
8.6	300,444	6,599	105,879	90,897	98,848	97,069	58,781	38,288	מאי
3.2	310,007	10,363	95,086	90,644	114,142	113,914	65,163	48,751	יוני
4.2	322,985	11,647	83,925	97,100	129,536	130,313	76,658	53,655	יולי
23.1	397,478	18,590	95,548	143,349	140,271	139,990	78,640	61,350	אוגוסט
20.2	477,746	25,685	124,251	163,934	160,036	163,877	94,429	69,448	ספטמבר
4.9	501,280	16,238	163,156	136,913	192,081	184,974	105,833	79,141	אוקטובר
35.6	679,849	24,809	207,217	220,238	231,757	227,585	126,157	101,428	נובמבר
8.4	736,772	31,905	183,265	244,137	274,419	277,465	154,448	123,017	דצמבר

המקור: המפקח על הבנקים — סטטיסטיקה חודשית של המוסדות הבנקאיים — המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים; המחלקה המוניטרית — סקירה שבועית של שוק ההון.

לוח ח' א' 6
התפתחות בסיס הכסף לפי רכיביו, 1982 עד 1984

הגידול בכספים הכסף הרחב (7)	בסיס הכסף הרחב (3)+(4)+(5) =(6)	גירעון מוכר (5)	שחרורים מנוילות (4)	בסיס הכסף הצר (1)+(2) =(3)	הנכסים הנוילים של המוסדות הבנקאיים (2)	מזומנים בידי הציבור (1)	
(יתרות, מיליוני שקלים)							(אחוזים)
102.8	22,124	71	2,828	19,225	10,820	8,405	1982 דצמבר
130.7	51,036	155	2	50,879	26,976	23,903	1983 דצמבר
453.8	282,645	815	4	281,826	158,809	123,017	1984 דצמבר
27.3	64,953	139	3	64,811	39,577	25,234	1984 ינואר
- 7.8	59,870	163	9	59,699	31,253	28,446	פברואר
11.5	66,761	358	4	66,399	33,831	32,568	מארס
12.7	75,207	426	4	74,777	38,880	35,897	אפריל
57.0	118,062	540	17	117,504	79,216	38,288	מאי
- 37.7	73,582	670	17	72,895	24,144	48,751	יוני
45.6	107,103	774	17	106,312	52,657	53,655	יולי
39.1	149,010	947	17	148,046	86,696	61,350	אוגוסט
5.1	156,586	751	15	155,819	86,371	69,448	ספטמבר
1.8	159,456	779	15	158,661	79,520	79,141	אוקטובר
77.1	282,435	918	8	281,508	180,080	101,428	נובמבר
0.1	282,645	815	4	281,826	158,809	123,017	דצמבר

המקור: נכסים נוילים של המוסדות הבנקאיים — המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים; שחרורים מנוילות והפרש מוכר — דוח הנוילות החודשי של המוסדות הבנקאיים; מזומנים בידי הציבור — המפקח על הבנקים, סטטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח' א'7
הנכסים הצמודים של הציבור במערכת הבנקאות, איגרות חוב ומניות, 1982 עד 1984

סוף התקופה	פיקדונות במסגרת תכניות חיסכון מאושרות			פיקדונות במטבע חוץ (פת"ם) ²			מניות סחירות ⁴		סך הכול (1)+(3)+(4)+ (5)+(6)+(7) =(9)
	סך הכול (1)	בערכי הפקדה (2)	פיקדונות צמודים לטווח ארוך ¹ (3)	מקבלי פיצויים (4)	אחרים (5)	איגרות חוב סחירות ³ (6)	סך הכול (7)	מזה: מניות הבנקים (8)	
	(מיליוני שקלים)								
1982 דצמבר	233,947	61,520	18,176	84,159	142,835	90,200	533,533	228,964	1,102,850
1983 דצמבר	628,536	125,967	47,673	263,623	561,168	218,200	486,598	285,965	2,205,797
1984 דצמבר	4,038,819	739,466	282,054	1,534,111	3,387,721	997,000	2,887,753	1,780,034	13,127,458
1984 ינואר	702,275	129,088	51,486	299,117	640,546	207,000	602,872	385,536	2,503,297
פברואר	796,561	135,513	57,749	344,632	723,751	255,000	724,571	392,655	2,902,265
מארס	890,961	147,093	69,773	388,203	804,985	294,000	785,690	390,149	3,233,611
אפריל	1,007,651	164,810	76,602	450,111	954,353	328,000	760,288	433,127	3,577,005
מאי	1,187,792	196,581	88,882	502,388	1,069,118	342,000	866,191	520,473	4,056,371
יוני	1,370,737	231,320	112,006	584,755	1,283,223	409,000	979,430	605,456	4,739,152
יולי	1,585,287	259,454	124,677	683,616	1,547,718	467,000	1,094,933	682,236	5,503,230
אוגוסט	1,806,202	284,016	135,471	795,410	1,792,452	545,000	1,274,608	801,294	6,349,143
ספטמבר	2,269,182	411,549	169,155	950,957	2,076,912	622,000	1,617,793	1,027,899	7,705,999
אוקטובר	2,847,391	467,456	201,618	1,238,634	2,688,406	752,000	2,121,961	1,400,425	9,850,010
נובמבר	3,485,681	610,026	243,179	1,410,558	3,003,815	888,000	2,468,357	1,556,050	11,499,590
דצמבר	4,038,819	739,466	282,054	1,534,111	3,387,721	997,000	2,887,753	1,780,034	13,127,458

- (1) כולל הפרשי הצמדה על הפיקדונות הצמודים.
 (2) כולל הפרשי שערים בגין שינויים במחירים היחסיים של המטבעות הזרים. הנתונים מוצגים במיליוני שקלים, וניתן לתרגמם למטבע חוץ. באמצעות חלוקה בשער החליפין המחאים. כולל פיקדונות תושבי חוץ.
 המוחזקים בידי תושבים מקומיים.
 (3) לפי ערך השוק: בניכר איגרות-חוב שמחזיקים הבנקים ובנק ישראל, אך כולל איגרות-חוב סחירות שבידי קופות הגמל ומשקיעים מוסדיים אחרים; נתון זה שונה במעט מהנתון המופיע בלוח ח' 13, בשל הבדל במקורות.
 (4) לפי ערך השוק: כולל מניות שבידי הבנקים, אך אינו כולל מניות שבידי הממשלה.
 המקור: המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים ועיבודי הבורסה לגיירות ערך.

לוח ח' 8א'
המקורות והרכיבים לשינוי בבסיס הנכסים הכספיים, 1984

ינואר	פברואר	מארס	אפריל	מאי	יוני	יולי	אוגוסט	ספטמבר	אוקטובר	נובמבר	דצמבר
(מיליוני שקלים)											
א. תרומת הסקטור הציבורי לנכסים הכספיים הנוזלים ¹											
21.806	28.586	39,390	26,088	29,053	61.150	95,332	141,540	-33,854	44,621	139,969	150,117
ב. סך כל הזרמת בנק ישראל											
-12,575	-9,575	-6,442	20,960	27,018	13,647	83,075	-66,578	13,044	38,940	-81,118	60,980
6,967	-1,566	-990	17,128	3,876	9,523	15,979	5,689	68	4,558	-3,901	5,018
1,899	-169	-1,729	117	801	-335	1,499	-1,971	477	-4,606	4,046	1,793
-14,665	-12,238	3,773	2,746	9,841	17,689	57,892	-31,245	17,440	60,522	-85,939	37,361
-6,776	4,398	-7,496	969	12,500	-13,230	7,705	-39,051	-4,941	-21,534	4,676	16,808
ג. סך כל ההזרמות האקסוגניות (א+ב)											
9,231	19,011	32,948	47,048	56,071	74,798	178,407	74,961	-20,810	83,561	58,851	211,097
ד. מכירות מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי											
-7,352	-22,238	-24,340	-26,378	-8,645	-66,589	-158,032	-45,697	-58,527	-42,679	-10,242	-67,311
ה. השינוי בבסיס הכסף הצר לנכסים הכספיים הנוזלים (ג+ד)											
1,879	-3,227	8,608	20,670	47,426	8,209	20,375	29,264	-79,337	40,882	48,609	143,786
-15	29	191	68	128	130	103	173	-197	28	132	-108
ו. שינוי בבסיס הכסף הרחב לנכסים הכספיים הנוזלים (ה+ו)											
1,864	-3,198	8,799	20,738	47,553	8,338	20,478	29,437	-79,534	40,910	48,741	143,678
13,917	-5,083	6,891	8,446	42,855	-44,480	33,521	41,907	7,576	2,870	122,979	210
2,238	1,244	582	15,017	6,008	47,554	-6,119	-8,673	-89,524	38,434	-72,525	107,576
-14,291	641	1,326	-2,725	-1,310	5,264	-6,924	-3,796	2,414	-394	-1,713	36,892
ז. השינוי בבסיס הכסף הרחב (ה+ו)											
10,664	-10,321	-14,457	1,626	34,700	-64,847	24,729	10,373	-2,530	-11,078	29,662	-60,183
ח. השינוי בגירעונות הנוזליות											

(1) עירוי חיצוני מהסקטור הציבורי למעט גיוס הון לטווח בינוני וארוך.

(2) סעיף זה כולל בעיקר את ההזרמה או הספיגה הנובעת מחשבונות רווח והפסד של בנק ישראל (כגון חשלום ריבית על נכסים נוזלים במטבע ישראלי ובמטבע חוץ, קנסות על גירעונות הנוזליות וכו'). ההזרמה או הספיגה הקשורה לפיקדונות פתוחים פיצויים, וכן הפרשים בדיווח בין מאזני הבנקים לבין מאזן בנק ישראל.
המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' - 9א'
אומדן משיכות מכספי פת"ם פיצויים, 1982 עד 1984

שיעור משיכה ב' 2 (6)/(1)+(2) =(8)	שיעור משיכה א' 1 (6)/(4) =(7)	משיכות בשקלים (4) - (5) =(6)	הגידול בפועל (5)	סך כל הגידול בכוח (1)+(2)+(3) =(4)	הפרשי שערים ופיחות (3)	זקיפת ריבית (2)	תקבולי פיצויים אישיים (1)	
(מיליוני שקלים)								(אחוזים)
68	20	10,994	44,463	55,456	40,175	6,031	10,172	1982
45	7	13,387	179,464	192,852	162,872	9,486	20,494	1983
19	2	27,673	1,270,488	1,298,161	1,154,286	52,486	91,389	1984
- 26	- 4	- 1,258	35,494	34,237	29,358	1,510	3,369	1984 ינואר
354	28	17,892	45,515	63,406	58,349	1,427	3,631	פברואר
80	11	5,265	43,571	48,836	42,277	2,323	4,236	מארס
- 71	- 9	- 5,272	61,908	56,636	49,170	2,601	4,866	אפריל
70	9	5,201	52,277	57,477	50,082	2,017	5,378	מאי
23	3	2,117	82,368	84,485	75,194	3,213	6,078	יוני
- 3	- 0	- 301	98,860	98,559	87,100	4,507	6,953	יולי
95	9	11,667	111,795	123,462	111,187	3,682	8,592	אוגוסט
- 189	- 20	- 25,933	155,547	129,614	115,914	6,314	7,385	ספטמבר
119	8	26,019	287,677	313,696	291,814	8,606	13,276	אוקטובר
- 36	- 5	- 7,759	171,924	164,165	142,869	6,438	14,857	נובמבר
0	0	34	123,554	123,588	100,972	9,849	12,767	דצמבר

(1) שיעור משיכה א' - מחושב בהנחה, שמקבלי הפיצויים רואים הכנסות בגין הפרשי שערים בין מטבעות זרים והפרשי פיחות, כשם שהם רואים תקבולי פיצויים וריבית.
(2) שיעור משיכה ב' - מחושב בהנחה, שמקבלי הפיצויים אינם מתייחסים להכנסות בגין הפרשי שערים בין מטבעות זרים והפרשי פיחות, כמו אל תקבולי הפיצויים והריבית, אלא כאל רווחי הון על הפיקדונות.
המקור: תקבולי פיצויים אישיים והפרשי שערים - המפקח על מטבע חוץ, סקירה חודשית; מאזן בנק ישראל; גידול בפועל - המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח' 10א'
יתרות האשראי לציבור ממערכת הבנקאות, 1982 עד 1984

סך כל האשראי לציבור	אשראי למימון פעילות מקומית						אשראי למימון היצוא					
	סך כל האשראי לציבור	סך כל הכול למעט דלק	סך כל האשראי לציבור	סך כל האשראי לציבור	סך כל האשראי לציבור	סך כל האשראי לציבור	סך כל האשראי לציבור	סך כל האשראי לציבור	סך כל האשראי לציבור	סך כל האשראי לציבור	סך כל האשראי לציבור	סך כל האשראי לציבור
סך כל האשראי לציבור (5)+(9) =(12)	סך כל האשראי לציבור (3)+(10) =(11)	סך כל האשראי לציבור (10)	סך כל האשראי לציבור (6)+(7) =(9)	אשראי חופשי במטבע חוק ³ (8)	אשראי מוכוון במטבע ישראלי ² (6)	אשראי חופשי במטבע ישראלי ² (7)	סך כל האשראי לציבור (3)+(4) =(5)	קנ ¹ יהלומים (4)	אשראי ליצוא פרט ליהלומים (1)+(2) =(3)	אשראי ליצוא במטבע חוק פרט למימון יהלומים ¹ (2)	אשראי ליצוא במטבע חוק פרט למימון יהלומים ¹ (1)	אשראי ליצוא במטבע חוק פרט למימון יהלומים ¹ (1)
206,331	152,109	104,006	139,614	71,936	510	67,168	66,717	18,614	48,103	33,637	14,466	דצמבר
493,936	350,240	215,157	311,504	175,669	980	134,855	182,433	47,350	135,083	102,745	32,337	דצמבר
2,971,619	2,220,405	1,321,342	1,844,258	972,190	2,220	869,847	1,127,361	228,298	899,063	807,596	91,468	דצמבר
556,552	397,157	232,308	338,455	201,712	1,037	135,706	218,096	53,247	164,849	125,804	39,046	ינואר
612,241	437,638	258,289	374,845	217,184	1,086	156,575	237,395	58,047	179,349	142,161	37,188	פברואר
697,059	505,579	313,470	440,886	236,301	1,172	203,412	256,174	64,065	192,109	156,130	35,979	מארס
813,970	599,373	360,573	499,448	263,789	1,257	234,401	314,521	75,721	238,800	180,112	58,688	אפריל
904,927	658,964	397,222	558,794	291,232	1,362	266,200	346,132	84,390	261,742	202,624	59,118	מאי
1,049,199	777,530	473,730	651,506	335,006	1,449	315,051	397,693	93,893	303,800	235,009	68,791	יוני
1,287,136	933,568	572,413	814,350	431,942	1,615	380,792	472,786	111,632	361,154	280,347	80,807	יולי
1,505,887	1,092,526	660,039	947,788	527,694	1,734	418,361	558,099	125,612	432,487	345,189	87,298	אוגוסט
1,831,892	1,337,259	820,715	1,160,888	649,938	1,830	509,120	671,004	154,460	516,544	430,005	86,539	ספטמבר
2,297,003	1,656,321	976,373	1,424,055	827,706	1,946	594,403	872,948	192,999	679,949	589,061	90,888	אוקטובר
2,578,788	1,905,736	1,098,769	1,557,781	869,884	2,093	685,805	1,021,007	214,040	806,966	720,374	86,592	נובמבר
2,971,619	2,220,405	1,321,342	1,844,258	972,190	2,220	869,847	1,127,361	228,298	899,063	807,596	91,468	דצמבר

(1) כולל חובות מסופקים ליהלומנים.

(2) הנתון כולל הפרשי הצמדה.

(3) הנתון כולל אשראי משלוחות בחוץ לארץ של המוסדות הבנקאיים.

המקור: המאון החדשי של המוסדות הבנקאיים, דוח הניזלות החדשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח' 11א'
הפעילות הפיננסית של הסקטור הציבורי, 1981 עד 1984
(מיליוני שקלים, במחירים שוטפים)

1984		1983		1984	1983	1982	1981	
מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית I					
731,003	160,568	90,753	40,400	891,571	131,153	55,740	29,004	1. הנפקת איגרות חוב וקבלת פיקדונות של אמיסיות מיועדות ואחרות
636,809	198,906	148,194	42,747	835,715	190,941	28,950	10,559	2. פדיון איגרות חוב ופירעון הפקדות אמיסיות מיועדות ואחרות
94,194	- 38,338	- 57,441	- 2,347	55,856	- 59,788	26,790	18,445	3. גיוס הון ממשלתי נטו ¹ (2) - (1)
209,241	92,498	42,737	35,347	301,739	78,084	36,387	11,522	4. אשראי ממשלתי בידי הסקטור הפרטי
52,810	19,234	11,093	9,139	72,044	20,232	10,884	2,843	5. פירעון אשראי ממשלתי בידי הסקטור הפרטי
156,431	73,264	31,644	26,208	229,695	57,852	25,503	8,679	6. אשראי ממשלתי נטו ² (5) - (4)
- 62,237	- 111,602	- 89,085	- 28,555	- 173,839	- 117,640	1,287	9,766	7. גיוס מקורות בידי הממשלה (6) - (3)
- 5,306	7,435	- 2,800	- 387	2,129	- 3,187	- 1,422	- 138	8. גיוס מקורות לזמן ארוך בידי רשויות מקומיות ומוסדות לאומיים ³
- 67,543	- 104,167	- 91,885	- 28,942	- 171,710	- 120,827	- 135	9,628	9. סך גיוס מקורות לזמן ארוך נטו בידי הסקטור הציבורי (8)+(7)

- (1) כולל גיוס הון באמצעות איגרות חוב סחירות וגיוס הון באמצעות פיקדונות ואיגרות חוב לא סחירות כנגד חיסכון לטווח בינוני וארוך. החל משנת 1983 כוללים הפדיונות גם רכישת מניות בנקאיות שבהסדר על ידי הממשלה.
- (2) לא כולל מתן אשראי ופירעונות לרשויות מקומיות. החל משנת 1982 נכלל מתן אשראי ופירעונות אשראי לרכישת תכניות חיסכון בסך 6.3 ר 4.8 מיליארדי שקלים, בהתאמה.
- (3) כולל קבלה ומתן של אשראי בידי רשויות מקומיות ומוסדות לאומיים מהסקטור הפרטי. אינו כולל שינויים ביתרות האשראי לטווח קצר של מוסדות אלה.
- המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' 12א'
רכישת נכסים כספיים בידי הסקטור הפרטי הלא פיננסי, 1981 עד 1984

1984		1983		1984	1983	1982	1981	
מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית I					
(מחירים שוטפים, מיליוני שקלים)								
151,063	52,579	22,463	12,492	203,642	34,955	13,888	5,488	אמצעי תשלום ¹
37,944	8,437	9,254	7,885	46,381	17,139	16,174	3,786	פיקדונות לזמן קצוב ותעודות פיקדון סחירות ¹
- 123,777	- 94,365	- 32,740	- 5,544	- 218,142	- 38,284	- 9,270	- 6,663	איגרות חוב סחירות ²
- 96,366	9,879	18,868	12,520	- 86,487	31,388	- 11,208	547	פיקדונות במטבע חוץ ³
- 1,247	- 155	- 60,562	2,522	- 1,402	- 58,040	9,910	2,820	מניות פיננסיות ^{4,2}
47,370	3,612	5,202	1,904	50,982	7,106	- 1,237	- 861	פיקדונות פיצויים
55,400	24,166	688	2,661	79,566	3,349	1,372	1,856	פיקדונות צמודים ואחרים במוסדות פיננסיים
160,859	- 21,752	- 12,121	- 13,327	139,107	- 25,448	17,093	10,969	תכניות חיסכון ⁵
67,857	27,504	28,810	17,984	95,361	46,794	16,590	8,584	קופות גמל
11,867	6,472	7,517	4,600	18,339	12,117	4,220	1,477	ביטוח חיים
310,970	16,377	- 12,621	43,697	327,347	31,076	57,532	28,003	סך כל צבירת הנכסים
- 32,383	- 23,625	- 42,717	29,875	- 56,008	- 12,842	19,494	5,978	סך כל צבירת הנכסים לזמן קצר
343,353	40,002	30,096	13,822	383,355	43,918	38,038	22,025	סך כל צבירת הנכסים לזמן בינוני וארוך

- (1) רכישת אמצעי תשלום נאמדה על-פי הפרשי היתרות, ורכישת פיקדונות לזמן קצוב ותפ"ס נאמדה על-פי השינוי ביתרות בניכר וקיפת רכיבת שלאחר מם.
(2) סעיף זה כולל את העסקאות בגירות ערך סחירים בשוק המשני בין הסקטור הפרטי הלא פיננסי לבין מערכת התיווך הפיננסית, ובעיקר עסקאות כנגד קופות גמל ומערכת הבנקאות המסחרית, ולכן נתוני רכישת איגרות חוב סחירות שונים מאלו המופיעים בלוח ח' 3.
(3) כולל פיקדונות עובר ושב, פיקדונות לזמן קצוב ופיקדונות לא חושב של תושבי ישראל.
(4) כן נכללו רכישות במקור של מניות פיננסיות, בניכוי דיבידנדים מצד הסקטור הפרטי הלא פיננסי.
(5) כולל חיסכון באמצעות הבנקים המסחריים ובאמצעות מוסדות כספיים.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח ח' 13א'
אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא פיננסי, 1981 עד 1984
 (נתוני סוף שנה, מיליוני שקלים, מחירים שוטפים)

נכסים	1981	1982	1983	1984
1. נכסים לטווח קצר ¹	197,364	545,485	1,192,946	6,806,437
א. אמצעי תשלום	12,494	26,380	61,335	277,465
ב. פיקדונות לזמן קצוב ותפ"ס	6,852	29,752	77,369	439,860
ג. פיקדונות במטבע חוץ (כולל זמן קצוב)	64,736	142,835	561,168	3,387,721
ד. איגרות חוב סחירות	38,327	78,335	183,351	817,424
ה. מניות של מתווכים פיננסיים	74,955	268,183	309,723	1,883,966
2. נכסים פיננסיים לטווח בינוני ²	160,942	399,557	1,139,275	7,826,021
א. פיקדונות הציבור למתן הלוואות	7,536	19,153	58,840	345,687
ב. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים לזמן ארוך	98,447	258,917	717,205	5,399,304
ג. פת"ם פיצויים	37,373	84,159	263,623	1,534,111
ד. אשראי יצואנים לחוץ לארץ	17,586	37,328	99,607	546,919
3. נכסים פיננסיים לזמן ארוך	198,263	509,329	1,536,310	9,137,083
א. פיקדונות בקופות גמל	157,703	410,100	1,243,400	7,601,600
ב. פיקדונות בכיטוח חיים	12,160	30,760	89,840	550,700
ג. מילווה חובה ³	28,400	68,469	203,070	984,783
4. נכסים פסיים ⁴	811,239	1,909,809	6,363,215	33,835,447
א. מוצרים בניימיים	85,823	203,513	814,224	4,430,135
ב. דירות למגורים	316,370	759,849	2,474,107	12,569,163
ג. בניינים וציוד	370,742	856,532	2,803,269	15,350,369
ד. מלאי מוצרים	38,304	89,915	271,615	1,485,780
5. סך כל הנכסים	1,367,808	3,364,180	10,231,745	57,604,988

- (1) ההבדלים בין סעיף זה לבין סעיף הנכסים הנזילים שכלוח ח' 13 נובעים מהשוני שבין הגדרת "הציבור" להגדרת הסקטור הפרטי הלא-פיננסי. סעיף פיקדונות לזמן קצוב ותפ"ס, כולל פיקדונות בבנקים מסחריים וכמוסדות כספיים אחרים. סעיף פיקדונות במט"ח כולל פיקדונות עו"ש, וזמן קצוב במערכת הבנקאות, פיקדונות לא-תושב של תושבי ישראל, פיקדונות תושב, הלוואות ופיקדונות יבואנים. סעיף אג"ח כולל את סך איגרות החוב שהונפקו לציבור, בניכוי איגרות החוב שבידי בנק ישראל, הבנקים המסחריים, הבנקים למשכנתאות והבנקים להשקעות, מוסדות כספיים אחרים החייבים בדיווח וחברות הביטוח. לא נכללו איגרות חוב דולריות שהנפיקו פירמות של הסקטור העסקי, כולל מניות של בנקים מסחריים, בנקים למשכנתאות, מוסדות מימון ענפיים וחברות ביטוח. סעיף המניות של מתווכים פיננסיים כולל מניות של בנקים מסחריים, בנקים למשכנתאות, מוסדות מימון ענפיים וחברות ביטוח.
- (2) ההבדל בין סעיף זה לסעיפים המקבילים בלוח ח' 13 נובע מהכללת פיקדונות הציבור למתן הלוואות ומהכללת תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים לבנקים למשכנתאות ולהשקעות (נוסף על תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים בבנקים המסחריים). בתכניות החיסכון נזקף רק המענק, שנצבר לזכות החוסכים, ולא המענק הנרשם בעת ההפקדה.
- (3) ערך מילווה חובה חושב על ידי היוון הזרם המתואם של הפירעונות, כשער ריבית של 5 אחוזים (הריבית על אג"ח של קופות התגמולים). לגבי "מילווה שלום הגליל" הונח, שערכו המהוון שווה ל-25 אחוזים מהדרך המתואם.
- (4) נתונים מתוקנים.

לוח ח' 13א' (המשך)
אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא פיננסי, 1981 עד 1984
 (נתוני סוף שנה, מיליוני שקלים, מחירים שוטפים)

התחייבויות	1981	1982	1983	1984
1. התחייבויות לטווח קצר ⁵	81,209	196,007	488,594	3,003,987
א. אשראי חופשי במטבע ישראלי	19,639	67,129	139,730	915,704
ב. אשראי חופשי במטבע חוץ	15,936	37,257	92,248	520,555
ג. אשראי מוכון במטבע ישראלי	6,709	14,975	33,318	93,688
ד. אשראי מוכון במטבע חוץ	28,751	52,251	150,095	1,035,894
ה. אשראי מחו"ל (ספקים וישר)	10,174	24,395	73,204	438,146
2. התחייבויות לזמן בינוני וארוך ⁶	71,386	223,685	805,871	5,006,806
א. אשראי לזמן ארוך במטבע ישראלי	44,716	117,827	374,186	2,312,684
ב. אשראי לזמן ארוך במטבע חוץ	26,671	105,859	431,685	2,694,122
סך כל התחייבויות (1)+(2)	152,595	419,692	1,294,465	8,010,793
3. הרכוש הנקי ⁷	1,215,212	2,944,488	8,937,280	49,594,195

(5) האשראי החופשי במטבע ישראלי כולל אשראי חופשי ממערכת הבנקאות המסחרית ואשראי לטווח קצר מבנקים למשכנתאות (אשראי לקבלנים) ומחברות ביטוח, בניכוי האשראי לרשויות המקומיות. האשראי החופשי במטבע חוץ כולל אשראי ממערכת הבנקאות בישראל, למעט אשראי לדלק, אשראי מחוץ לארץ כולל אשראי משלוחות של בנקים ישראליים בחוץ לארץ, אשראי ספקים ואשראי אחר מחוץ לארץ (בניכוי רשויות מקומיות).

(6) רכיב הסובסידיה כאשראי לטווח ארוך במטבע ישראלי חושב כאמצעות היוון זרם הפירעון של יתרת החוב לפי האינפלציה במועד זרם הפירעונות נתקבל דרך פריסת החוב לתקופה של שש שנים (אומדן לאורך הזמן הממוצע של ההלוואה), לפי ריבית משוקללת על יתרת ההלוואות. הסובסידיה באשראי במטבע חוץ חושבה באופן דומה, על ידי פריסת החוב לפי הריבית הממוצעת על יתרת החוב, והוונה על ידי הריבית בשוק היורידולר.

(7) נתון זה נגזר מהפרש שבין סך הנכסים לסך ההתחייבויות של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, והוא כולל את אומדן הסובסידיה הגלומה באשראי לטווח ארוך במטבע ישראלי, ובמטבע חוץ.
 המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' 1ב'
יתרת האשראי לממשלה במטבע ישראלי ממערכת הבנקאות, 1982 עד 1984
(מיליוני שקלים)

סך כל האשראי נטו לממשלה במטבע ישראלי (3)+(7) =(8)	מהמוסדות הבנקאיים				מבנק ישראל			
	האשראי נטו מהמוסדות הבנקאיים (4)+(5) — (6) =(7)	בניכוי פיקדונות הממשלה ⁵ (6)	ניירות ערך ממשלתיים ⁴ (5)	אשראי לממשלה ³ (4)	אשראי נטו מבנק ישראל (1) — (2) =(3)	פיקדונות הממשלה והמוסדות הלאומיים ² (2)	אשראי לממשלה ¹ (1)	
88,260	37,868	692	17,474	21,086	50,392	30,861	81,253	1982 דצמבר
374,069	92,795	1,472	52,843	41,424	281,274	141,966	423,240	1983 דצמבר
2,641,851	710,605	9,672	179,354	540,923	1,931,246	736,718	2,667,964	1984 דצמבר
396,982	99,179	3,752	61,630	41,300	297,803	115,486	413,289	1984 ינואר
475,760	100,431	5,293	62,630	43,094	375,329	93,040	468,369	פברואר
548,809	104,149	3,147	62,115	45,181	444,660	163,686	608,346	מארס
630,570	120,956	4,256	64,810	60,402	509,614	103,631	613,245	אפריל
715,210	138,961	7,193	67,837	78,317	576,249	46,651	622,900	מאי
811,713	177,765	5,191	83,068	99,888	633,948	— 28,071	605,877	יוני
1,016,636	221,660	5,187	97,923	128,923	794,976	— 180,150	614,826	יולי
1,325,718	241,002	6,926	105,255	142,674	1,084,716	— 299,519	785,197	אוגוסט
1,736,056	382,808	8,103	125,714	265,197	1,353,248	— 564,111	789,137	ספטמבר
2,220,699	429,785	8,152	134,678	303,259	1,790,914	— 992,539	798,375	אוקטובר
2,186,289	530,210	8,275	141,768	396,717	1,656,079	— 1,161,391	494,688	נובמבר
2,641,851	710,605	9,672	179,354	540,923	1,931,246	736,718	2,667,964	דצמבר

- (1) לא כולל הפרשי הצמדה, אך כולל זקיפת רווחי בנק ישראל מדי חודש בחודש.
(2) כולל את ההון העצמי של בנק ישראל ויתרות נטו בסעיף "חשבונות אחרים" במאזן הבנק.
(3) הנידול הניכר באשראי לממשלה נובע מפיקדונות צמודים לטווח ארוך של המוסדות הבנקאיים אצל החשב הכללי באוצר — בעיקר הפקדות כנגד כספי תכניות החיסכון הדולריות.
(4) למעט שטרי אוצר והמילווה קצר מועד שבידי הבנקים.
(5) כולל פיקדונות הממשלה בשקלים, השתתפות הממשלה במקורות קרנות ההון החוזר וההפרש בין פיקדונות הממשלה במתן הלוואות לציבור לבין האשראי מתוך פיקדונות אלה.
המקור: מאזן בנק ישראל; המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים.

אינדיקטורים למצב הניזלות של המוסדות הבנקאיים במטבע ישראלי, 1981 עד 1984

היחס בין גירעונות(-) הניזלות לחובת הניזלות נטו (ממוצע יומי) (9)	היחס בין גירעונות(-) הניזלות לחובת הניזלות ברוטו (ממוצע יומי) ⁵ (8)	ממוצע יומי של גירעונות ניזלות במשך החודשי (7)	עודפי ניזלות וגירעונות(-) ניזלות ⁴ בסוף החודש (6)	סך כל חובות הניזלות בניכוי שחרורים מניזלות (5)	סך כל חובות הניזלות ללא הפחתות (4)	חובות ניזלות אחרות ³ (3)	חובת הניזלות כנגד תעודות פיקדון סחירות ² (2)	חובת הניזלות כנגד פיקדונות רגילים ¹ (1)
(מיליוני שקלים)								
(אחוזים)								
7.0	5.4	310	1,500	5,881	7,164	1,998	918	4,248
15.6	12.6	1,948	3,043	13,943	16,842	4,400	5,373	7,069
-58.5	-54.2	15,795	6,105	33,080	33,237	200	13,326	19,711
10.6	10.6	18,569	57,767	226,019	226,838	52,217	88,114	86,506
0.1	0.1	45	4,559	33,586	33,728	3,802	18,441	19,089
21.5	21.4	7,501	5,763	39,510	39,681	3,687	20,948	22,420
6.4	6.4	2,585	20,219	56,398	56,760	1,154	25,229	30,376
18.8	18.6	9,450	18,594	63,064	63,494	768	29,875	32,851
1.1	1.1	632	16,106	66,143	66,701	63	34,351	32,413
10.5	10.3	6,609	48,741	78,014	78,702	4,946	37,692	36,064
-8.1	-8.0	6,232	24,011	82,049	82,839	6,418	34,441	41,980
-10.9	-10.8	9,009	13,638	101,473	102,437	17,307	41,003	44,127
-8.9	-8.9	10,201	16,168	106,333	107,099	410	51,780	54,909
-7.3	-7.2	7,970	27,746	118,911	119,705	1,441	61,233	57,031
6.9	6.8	8,868	2,416	183,424	184,351	31,140	82,747	70,464
10.6	10.6	18,569	57,767	226,019	226,838	52,217	88,114	86,506

- (1) דרישות הניזלות כנגד פיקדונות עובר ושב ופיקדונות כנגד התחייבויות במטבע ישראלי.
 (2) כולל דרישות ניזלות גם כנגד פיקדונות לזמן קצוב וכנגד פיקדונות לזמן קצוב שנשכרו.
 (3) כולל דרישות ניזלות על גורמים אחרים כנגד חסכונות, אשראי מוכון ויתרה בלתי מנוצלת של פיקדונות למתן הלוואות.
 (4) גירעונות הניזלות הם ההפרש, שבין הנכסים הניזלים לדרישות הניזלות. לאחר הפחתות הנכסים הניזלים, שעליהם מתבסס לוח זה, מתקבלים מרח הניזלות וכוללים התאמות מסוימות. שאינן נכללות בנתוני הנכסים הניזלים, שמקורם במאון, המופיעים בלוח ח' 22', ומקורם במאון החודשי של המוסדות הבנקאיים. המופיע בלוח ח' 22'.
 (5) חובת הניזלות ברוטו היא חובת הניזלות לפני ניכוי שחרורים מניזלות. גירעון מוכר וההפרש המשולב, 'חובת הניזלות נטו' היא בניכוי סעיפים אלה.
 המקור: דוח הניזלות החודשי של המוסדות הבנקאיים: המפקח על הבנקים - סטטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח' כ"ב'
ערך השוק של תיק ניירות הערך, הרשומים למסחר בבורסה לניירות ערך, 1982 עד 1984

ערך השוק			משקל ניירות הערך במחירי השוק בסך כל ניירות הערך			העלייה או הירידה (-) הריאלית בערך השוק			
1984	1983	1982	1984	1983	1982	1984	1983	1982	
(מיליארדי שקלים)			(אחוזים)			(אחוזים)			
1. איגרות חוב									
16.00	56.89	366.24	2.3	5.8	5.8	28.9	22.3	18.2	א. צמודות ונסחרות במטבע־חוץ
129.03	358.67	1,889.90	18.7	36.4	30.1	0.4	- 4.4	- 3.3	ב. צמודות מדד מהסוג שהונפק לציבור ¹
7.33	20.88	119.65	1.1	2.1	1.9	- 4.1	- 2.0	5.2	ג. ברירה כפולה (מדד דולר)
152.36	436.44	2,375.79	22.2	44.3	37.8	3.2	- 1.5	0.0	ד. סך כל איגרות החוב ³
2. מניות וניירות ערך ניתנים להמרה									
533.53	543.43	3,907.85	77.5	55.2	62.2	112.1	- 65.0	32.0	ה. נסחרות בשקלים
2.09	4.57	1.13	0.3	0.5	0	61.6	- 24.8	- 95.5	ו. נסחרות במטבע חוץ
535.62	548.00	3,908.98	77.8	55.7	62.2	111.8	- 64.8	30.9	ז. סך כל המניות וניירות ערך ניתנים להמרה
687.98	984.44	6,284.77	100.0	100.0	100.0	71.8	- 50.8	17.2	3. סך כל איגרות החוב והמניות (ד)+(ז)

(1) לא כולל ניירות, שאין כוונה לרושםם למסחר בבורסה, כאיגרות חוב מסוימות, שהונפקו למוסדות.

(2) לא כולל איגרות, שהונפקו למשקיעים מוסדיים, כולל מלוות ברירה, צמוד ולא צמוד.

(3) לא כולל איגרות החוב שהונפקו, ועדיין לא נרשמו למסחר.

המקור: הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

**לוח ח' -ב'
ניירות הערך שבידי הציבור, 1982 עד 1984**

העליה או הירידה (-) הריאלית בערך השוק במשך השנה			התפלגות ניירות ערך לפי מחזיקים			ערך השוק			
1984	1983	1982	1984	1983	1982	1984	1983	1982	
(אחוזים)			(אחוזים)			(מיליארדי שקלים)			
1. איגרות חוב									
0.0	- 1.4	3.1	100.00	100.00	100.00	2375.8	436.44	152.27	א. סך כל איגרות החוב הסתירות
13.7	21.5	31.9	44.13	39.18	31.79	1,048.0	171.00	48.40	ב. איגרות חוב בידי הבנקים המסחריים
28.6	19.0	- 4.5	13.93	10.82	8.97	330.8	47.24	13.66	ג. איגרות חוב בידי בנק ישראל
									ד. אומדן איגרות חוב שבידי הציבור ¹
- 16.1	- 16.8	- 6.6	41.94	50.00	59.24	997.0	218.20	90.21	(ג) - (ב) - (א)
2. מניות וניירות ערך									
30.9	- 64.6	112.7	100.00	100.00	100.00	3909.0	548.00	535.62	ה. סך כל המניות וניירות הערך הניתנים להמרה
33.5	110.0	30.5	10.23	10.04	1.69	400.0	55.00	9.00	ו. מניות וניירות ערך בידי הבנקים ²
18.5	-	-	10.14	8.79	-	396.5	48.17	-	ז. מניות וניירות ערך בידי הממשלה
-	-	-	15.98	-	-	624.7	-	-	ח. מניות שהומרו לתכניות חיסכון
									ט. אומדן מניות וניירות ערך שבידי הציבור ³
2.6	- 70.9	115.0	63.65	78.76	98.31	2487.8	444.83	526.62	(ח) - (ז) - (ו) - (ה)
3. סך כל ניירות הערך שבידי הציבור									
- 3.5	- 63.0	81.3	55.4	67.3	89.6	3484.8	663.03	616.83	(ד) + (ט)

(1) מאחר שבתיקי משקיעים מוסדיים מצויות איגרות חוב מהסוג שהונפק לציבור, מוטה אומדן זה כלפי מעלה: "הציבור" - כולל באמצעות קרנות נאמנות.

(2) כולל אומדן למניות בנקים שבידי גופים מוסדיים.

(3) כולל מניות בתיקים של משקיעים מוסדיים.

המקור: הנוסדה לניירות ערך, המחלקה המוניטרית ומחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח ח"ב'
הנפקת ניירות ערך ואומדן גיוס ההון מהציבור, 1981 עד 1984
(מיליוני שקלים, נתונים מעוגלים)

גיוס הון נטו באמצעות איגרות חוב									
סך כל גיוס ההון נטו (7)+(8) (9)=	הנפקת מניות וניירות ערך להמרה במניות ³ (8)	סך כל הגיוס נטו (4)+(5)+(6) (7)=	מוסדות גמל, פנסיה וביטוח (6)	תכניות חיסכון (5)	מהציבור ¹				
					גיוס הון נטו (1)-(2)-(3) (4)=	פעולות בשוק הפתוח ² (3)	פדיונות (2)	הנפקות (1)	
17,618.0	5,884.0	11,734.0	8,358.0	7,178.0	— 3,802.0	1,734.0	3,440.0	1,372.0	1981
39,140.0	21,517.0	17,623.0	15,247.0	4,101.0	— 1,725.0	— 1,646.0	5,445.0	2,074.0	1982
— 8,955.0	12,042.0	— 20,997.0	27,426.0	— 40,334.0	— 8,089.0	— 1,072.0	13,882.0	4,721.0	1983
76,865.0	10,589.0	66,276.0	6,514.0	78,478.0	— 18,716.0	— 6,418.0	136,264.0	111,130.0	1984
— 17,323.0	115.0	— 17,438.0	1,945.0	— 5,577.0	— 13,806.0	13,179.0	640.0	13.0	ינואר
— 7,726.0	538.0	— 8,264.0	1,559.0	— 9,181.0	— 642.0	— 3,024.0	3,920.0	254.0	פברואר
8,275.0	1,002.0	7,273.0	14,535.0	— 6,663.0	— 599.0	— 4,530.0	8,555.0	3,426.0	מרס
— 19,232.0	148.0	— 19,380.0	— 6,849.0	— 7,029.0	— 5,502.0	— 14.0	7,645.0	2,129.0	אפריל
— 21,161.0	0.0	— 21,161.0	— 4,247.0	— 11,016.0	— 5,898.0	— 468.0	8,073.0	1,707.0	מאי
17,423.0	4,202.0	13,221.0	15,557.0	806.0	— 3,142.0	— 2,648.0	7,396.0	1,606.0	יוני
— 50,488.0	300.0	— 50,788.0	— 21,503.0	— 17,152.0	— 12,133.0	— 2,387.0	16,328.0	1,808.0	יולי
— 33,101.0	0.0	— 33,101.0	— 7,494.0	— 20,887.0	— 4,720.0	— 291.0	6,146.0	1,135.0	אוגוסט
153,615.0	1,020.0	152,595.0	33,555.0	107,774.0	11,266.0	— 2,547.0	7,262.0	15,981.0	ספטמבר
47,207.0	3,264.0	43,943.0	678.0	8,815.0	34,450.0	117.0	4,593.0	39,160.0	אוקטובר
— 3,089.0	0.0	— 3,089.0	— 84.0	4,112.0	— 7,117.0	— 126.0	21,508.0	14,265.0	נובמבר
2,465.0	0.0	2,465.0	— 21,138.0	34,476.0	— 10,873.0	— 3,679.0	44,198.0	29,646.0	דצמבר

(1) כולל קרנות נאמנות ואחרים. לא כולל רכישות במקור ופדיונות בחיק בנק ישראל.

(2) קניית נטו של בנק ישראל בבורסה ומחוצה לה.

(3) במקרה של הנפקת מניות בידי חברת האם וחברת-בת, נכללת רק הנפקת חברת האם.
המקור: המחלקה המוניטרית, בנק ישראל.

לוח ח' 66'
היקף המסחר בבורסה לניירות ערך, 1982 עד 1984

סך כל המסחר במניות ובניירות ערך הניתנים להמרה במסגרת הבורסה ומחוצה לה		איגרות חוב							
		מניות וניירות ערך הניתנים להמרה		צמודות					
				לשער החליפין ונסחרות במטבע חוץ		צמודות מדר			
בנקים מסחריים	סך הכול	סך כל ניירות הערך	בנקים מסחריים	סך כל המניות	ברירה כפולה	בינוני וארוך	טווח קצר	סך הכול	
(מיליוני שקלים)									
192,687	405,092	202,325	62,171	161,602	1,122	2,220	30,329	7,052	40,723
338,468	635,904	353,037	142,715	248,676	4,945	8,142	76,521	14,753	104,361
248,197	431,685	489,902	127,539	216,965	24,377	55,599	144,288	47,873	272,137
העלייה או הירידה (-) לעומת השנה הקודמת (אחוזים)									
120.1	202.1	218.2	105.3	205.3	668.5	731.5	198.6	14,291.8	283.5
75.7	57.0	74.5	129.6	53.9	340.7	266.8	152.3	109.2	156.3
- 26.7	- 32.1	38.5	- 9.2	- 12.8	393.0	582.9	88.6	224.5	160.8
המסחר בבורסה									
בסך כל המסחר (אחוזים)					המשקל בסך כל המחזור בבורסה (אחוזים)				
36.1	39.9	100.0	30.7	79.9	0.6	1.1	15.0	3.5	20.1
42.6	39.0	100.0	40.6	70.5	1.4	2.3	21.6	4.2	29.5
52.6	50.0	100.0	26.1	44.4	5.0	11.4	29.4	9.8	55.6

הערה: המסחר מחוץ לבורסה - על-פי דיווחי הסוכנים המורשים של הבורסה. אינו כולל איגרות חוב ניתנות להמרה.
המקור: הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

לוח ח'ב'

מדד תשואה ריאלית חודשית כוללת של ניירות ערך בבורסה לניירות ערך — המרק הגרמני
והדולר, 1981 עד 1984
(דצמבר 1983=100)

שנה	מניות וניירות ערך להמרה		פיקדונות במטבע חוץ ¹		איגרות חוב צמודות למדד המחירים לצרכן	
	מניות לא בנקאות	מוסדות בנקאיים מסחריים	מרק גרמני	דולר	סך הכול	
1981	227.3	160.5	109.7	89.1	185.7	108.3
1982	546.1	205.8	102.7	89.1	317.5	108.3
1983	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
ינואר 1984	84.7	110.6	97.7	100.9	104.8	91.6
פברואר	128.8	134.5	104.6	100.2	131.6	100.8
מארס	131.2	125.7	102.0	97.4	126.9	98.2
אפריל	93.6	120.1	98.2	98.1	110.1	96.3
מאי	86.1	115.4	96.1	96.5	104.4	93.8
יוני	80.8	119.2	98.4	100.9	105.0	100.1
יולי	77.3	117.2	99.2	105.9	102.5	97.9
אוגוסט	74.4	116.2	97.3	103.7	100.8	94.2
ספטמבר	73.9	121.5	91.0	103.9	104.1	88.5
אוקטובר	73.2	136.0	98.0	109.6	113.0	88.4
נובמבר	83.2	135.6	98.5	112.8	116.5	97.6
דצמבר	96.0	148.0	100.8	117.3	129.2	107.8
שיעור תשואה ריאלי כולל (אחוזים)						
ינואר — יוני	— 19.2	19.2	— 1.6	0.9	5.0	0.1
יולי — דצמבר	18.9	24.2	2.4	16.3	23.0	7.7
ינואר — דצמבר	— 4.0	48.0	0.8	17.3	29.2	7.8

(1) כולל ריבית לשלושה חודשים, בניכוי מס במקור בשיעור של 35 אחוזים לפיקדון תושב. החל באוקטובר 1983 שיעור המס במקור 45 אחוזים במקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. מטבע החוץ וקרנות הנאמנות — בנק ישראל.

ערכי שוק של מצבת המניות, 1981 עד 1984

ההנפקה יחסית לערך השוק של מניות הקבוצה בתחילת השנה ³	הנפקת הרשות חמורת מזומן, של מניות וניירות ערך הניתנים להמרה ²				ערך השוק של מניות וניירות ערך הניתנים להמרה, הרשומים בבורסה ¹			
	חלקה של הנפקת הקבוצה בסך ההנפקה				חלקה של הקבוצה בסך כל ערך השוק של המצבה בסוף 1984			
	1984	1983	1982	1981	בשנת 1984			
(מיליוני שקלים)	(מיליוני שקלים)	(אחוזים)				(אחוזים)	(אחוזים)	(מיליוני שקלים)
0.1	1,008	9.5	20.3	44.8	64.7	48.0	71.7	2,801,258
0	0	0	9.1	2.6	1.2	..	1.2	46,355
0	0	0	0	0.6	1.7	..	1.6	62,464
0	1,020	9.6	5.3	4.7	1.7	— 6.4	1.3	49,808
2.9	2,028	19.1	34.9	52.7	69.3	43.7	75.8	2,959,885
0.7	478	4.5	9.2	4.0	0.5	4.2	2.0	80,339
5.5	2,852	26.9	13.9	10.3	6.6	19.0	4.1	160,482
1.7	1,629	12.9	2.6	18.3	10.7	16.2	13.2	516,138
2.1	3,597	34.0	16.4	14.7	12.9	— 22.0	4.9	190,641
0.8	10,589	100.0	100.0	100.0	100.0	32.0	100.0	3,907,844

- (1) למעט חלוקת מניות הטבה, המרה, איגרות חוב ניתנות להמרה, הנפקות שלא כנגד מוֹמֵן ורישום למסחר של מניות קיימות. לא כולל מניות הנקובות במס"ח.
 - (2) בשנים 1981 ו-1982 לא נכללה בהנפקה לציבור התמורה הכספית עבור מימוש אופציות ואיגרות חוב הניתנות להמרה.
 - (3) בניכוי מחירים חודשי כמנוחי תחילת התקופה.
 - (4) כולל חברות לחיפוש נפט.
- המקור : הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

לוח ח'־ב'
 מדר תשואה כוללת למניות רגילות ובכורה הרשומות למסחר בבורסה, 1981 עד 1984
 (הבסיס: דצמבר 1983=100)

מדר כללי	בנקים מסחריים	ביטוח	בנקים למשכנתאות	מוסדות מימון ענפיים	חברות השקעה	תעשייה	מסחר ושירותים	מקרקעין, בינוי ופיתוח
סוף שנה								
1981	27.1	12.5	34.8	21.8	34.6	35.9	39.1	46.1
1982	106.8	33.4	221.7	176.1	164.2	211.4	175.4	288.2
1982	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
סוף רביע 1984								
מארג	189.5	187.0	169.0	142.3	181.0	222.2	195.0	182.4
יוני	235.1	265.7	203.7	107.2	219.0	195.3	186.3	163.5
ספטמבר	388.7	452.1	338.1	131.0	343.0	251.2	317.4	242.8
דצמבר	686.9	784.9	490.8	236.3	631.4	523.2	558.5	418.7
שיעור שינוי ריאלי								
במשך השנה ¹ (אחוזים)	30.1	48.6	— 7.1	— 55.3	19.6	— 0.2	5.8	— 20.7
— 0.4								

(1) מונחה במדר המחירים לצרכן לסוף החודש. שחושב לפי ממוצע גיאומטרי של מדרי המחירים של החודש האמור והחודש העוקב.
 המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח ח' 10ב'
פעולות בנק ישראל בבורסה לניירות ערך, 1981 עד 1984

1984					
סך הכול	יולי— דצמבר	ינואר— יוני	1983	1982	1981
רכישות נטו של בנק ישראל בשוק המשני (מיליוני שקלים) ¹					
— 6,599	— 9,093	2,494	934 — 4,628	1,415	
היקף העסקאות של בנק ישראל בשוק איגרות החוב (מיליוני שקלים)					
65,148	17,268	47,880	69,136	29,878	3,995
חלקו של בנק ישראל במסחר (אחוזים) ²					
23.9	9.8	50.4	66.3	73.4	37.6

(1) לא כולל עסקאות מחוץ לבורסה.
(2) חלקו של בנק ישראל במסחר מתאר את היקף התערבותו בשוק, והוא נמדד לפי סכום הרכישות והמכירות. חלקי היקף העסקאות בבורסה. הנתון מוטה כלפי מעלה, כיוון שאינו כולל את היקף המסחר מחוץ לבורסה.
המקור: המחלקה המונטרית, בנק ישראל.

לוח ח' 11ב'

שיעורי תשואה ריאליים ממוצעים לפדיון נטו של איגרות חוב לפי חודשים, 1984

100% 10	80% 4 – 5½	90% 1 – 2½	שיעור הצמדה שנים לפירעון
(א ח ו ז י ס)			
1983			
3.3	4.2	2.7	מחצית I (ממוצע חודשי)
2.6	2.4	2.2	מחצית II (ממוצע חודשי)
1984			
3.7	4.0	7.9	ינואר
3.7	3.5	5.1	פברואר
3.2	2.5	3.5	מארס
2.3	2.9	3.9	אפריל
2.8	3.0	4.4	מאי
3.2	2.3	4.3	יוני
3.3	3.0	6.2	יולי
3.4	3.5	6.9	אוגוסט
3.6	3.7	9.1	ספטמבר
5.1	6.7	11.1	אוקטובר
5.0	6.3	8.6	נובמבר
2.9	3.1	2.3	דצמבר

הערות:

(א) התשואה המוצגת בלוח זה היא ממוצע לנתוני סוף שבוע של איגרות חוב ממשלתיות.

(ב) התשואה חושבה על-פי מדד המחירים שהיה בפועל. נערך תיקון לגבי הפסד מדד פדיון. הונח, שהאינפלציה בעת הפדיון שווה בכל האיגרות.

והיא ברמה של האינפלציה בחצי השנה האחרונה.

המקור: עיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח ח' 12 ב'
קרנות הנאמנות — נכסים, הרכב ותשואה כוללת, 1984

מיון הקרנות לפי התמחותן ¹	הרכב תיק הנכסים ² 31.12.1984		נכסים בערך השוק (סוף השנה)		שיעור תשואה משוקלל בערך השוק של הקרנות. 1984			סטיית תקן של שיעור התשואה החודשית הריאלית 1984 ³
	צמודות מדד וברירה	מט"ח	מניות במטבע ישראלי	1984	1983	ינואר- דצמבר	יולי- דצמבר	
	(אחוזים)	(אחוזים)	(מיליוני שקלים)					
1. מתמחית מדד	76.1	3.6	20.3	47,251	98,393	123.2	170.3	7.0
2. מתמחית מט"ח	1.0	69.6	29.4	10,477	7,865	120.7	180.3	8.5
3. מתמחית מניות	1.8	2.7	95.5	5,388	25,472	121.3	192.1	24.8
4. זוגית מט"ח — מדד	35.7	44.7	19.6	10,145	13,940	143.7	181.5	10.7
5. זוגית מניות — מדד	44.3	5.4	49.4	9,753	62,522	126.5	185.0	10.7
6. זוגית מניות — מט"ח	0.6	12.0	87.5	2,296	25,114	140.6	185.6	8.2
7. מעורבת מוטט מדד	57.7	10.9	29.8	8,124	84,200	122.9	176.3	7.3
8. מעורבת מוטט מט"ח	11.0	59.7	29.3	4,463	47,513	129.5	184.7	7.7
9. מעורבת מוטט מניות	9.3	13.7	77.1	1,729	6,153	142.4	177.4	20.3
10. מעורבת טהורה	34.1	27.5	38.4	5,108	78,151	133.6	180.3	9.0
11. קרן נזילה	10.1	7.6	82.4	2,357	5,869	127.8	187.4	17.0
12. סך כל הקרנות	41.7	18.2	39.7	107,110	455,192	127.7	179.5	9.5

- (1) קרן "מתמחית" בהשקעה בנכס. אם משקלו בנכסיה לפחות 75 אחוזים. קרן "זוגית" — אם משקל זוג נכסים הוא לפחות 80 אחוזים בכל נכס. קרן "מעורבת מוטט" בהשקעה בנכס אם משקיעה בו לפחות 50 אחוזים מנכסיה. קרן "נזילה" אם תעודותיה נקנות ונמכרות כמחיר אחד. קרן שלא נכללה במיונים לעיל היא "מעורבת טהורה". המיון על-פי הרכב ההשקעה הממוצעת ב-18 החודשים האחרונים.
- (2) אינו מסתכם ב-100 אחוזים. מאחר שמזומנים אינם מוצגים כאן, ובשל הפרשי עיגול מספרים.
- (3) סטיית התקן היא מודד לסיכון ההון. הנובע מן התנודות התלת-חודשיות בתשואה הריאלית לתעודת השתתפות בקרן בשמונה עשר החודשים האחרונים. הנתון אינו בר השוואה לסטיית התקן של נכסים פיננסיים אחרים. המוצגת כלוח ח' 15, המתבטאת בתנודות חודשיות (ולא תלת חודשיות) בתשואה.
- המקור: המחלקה המוניטרית ומחלקת המחקר בבנק ישראל.

לוח ח' 13ב'
תנועת החסכונות במוסדות הגמלי, 1982 עד 1984

העלייה או הירידה (-) הריאלית ²						
1984	1983	1982	1984	1983	1982	
(אחוזים)			(מיליוני שקלים)			
ה פ ק ד ו ת						
- 9.0	11.6	3.6	115,259	26,798	9,664	קרן פנסיה
- 30.5	14.4	- 3.7	129,878	39,887	14,059	קרן תגמולים
- 31.8	16.1	- 0.7	108,758	33,731	11,685	מזה: בסקטור הפיננסי
בסקטור ההסתדרותי						
- 22.7	5.5	- 16.8	21,120	6,156	2,374	והמפעלי
- 35.0	- 10.6	4.2	25,230	8,384	4,045	קרן פיצויים
- 0.8	15.5	22.2	93,328	19,209	7,052	קרנות אחרות
- 18.8	11.0	3.5	363,695	94,278	34,820	סך הכול
מ ש י כ ו ת						
- 10.1	2.7	1.5	77,899	17,448	7,181	קרן פנסיה
28.2	10.0	52.3	117,440	19,174	6,792	קרן תגמולים
23.4	10.7	44.4	91,088	15,085	5,258	מזה: בסקטור הפיננסי
בסקטור ההסתדרותי						
47.5	7.0	93.8	26,352	4,089	1,534	והמפעלי
10.4	- 17.0	60.2	24,053	4,333	2,270	קרן פיצויים
81.5	30.8	19.0	48,941	6,529	1,987	קרנות אחרות
19.3	6.3	24.9	268,333	47,484	18,230	סך הכול
צ ב י ר ה נ ט ו						
- 6.5	36.3	9.8	37,360	9,350	2,483	קרן פנסיה
- 83.5	18.8	- 29.1	12,438	20,713	7,267	קרן תגמולים
- 76.1	20.9	- 22.0	17,670	18,646	6,427	מזה: בסקטור הפיננסי
בסקטור ההסתדרותי						
- 151.5	2.8	- 58.5	- 5,232	2,067	840	והמפעלי
- 78.9	- 3.3	- 25.2	1,177	4,051	1,775	קרן פיצויים
- 41.3	9.3	23.6	44,387	12,680	5,065	קרנות אחרות
- 57.3	16.2	- 12.9	95,362	46,794	16,590	סך הכול

(1) מיון קופות הגמל נערך לפי חלוקה פונקציונלית של הקרנות ולא לפי חלוקה מוסדית של הקופות המנהלות יותר מקרן אחת.

(2) חושב לפי נתונים חצי שנתיים. במחירים קבועים.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח ח' 14 ב'
מאזן סקטור מוסדות הגמל, 1982 עד 1984¹

חלקם של הסעיפים בסך כל המאזן					
1984	1983	1982	1984	1983	1982
(אחוזים)			(מיליוני שקלים)		
94.6	95.0	95.2	7,193.6	1,183.2	390.6
0.1	0.4	0.4	6.9	4.8	1.6
3.4	3.1	2.8	261.3	38.1	11.5
0.8	0.6	0.6	60.4	7.4	2.3
0.1	0.2	0.2	9.3	2.2	0.9
0.9	0.7	0.8	70.1	9.2	3.2
100.0	100.0	100.0	7,601.6	1,244.9	410.1
32.5	33.6	34.6	2,473.9	417.7	142.0
54.6	53.4	51.7	4,148.6	665.1	212.1
9.5	8.5	8.7	723.7	105.3	35.6
3.1	4.2	4.7	232.5	52.7	19.2
0.3	0.3	0.3	22.9	4.1	1.2
100.0	100.0	100.0	7,601.6	1,244.9	410.1

נ כ ס י ם
ניירות ערך
הלוואות לחברים ²
פיקדונות והלוואות אחרות
רכוש קבוע
חוב המעביד
חיוכי ריבית והצמדה ונכסים שוטפים אחרים
סך כל הנכסים
ה ת ח י י ב ו י ת
קרן פנסיה
קרן תגמולים והשתלמויות
קרנות פיצויים סוציאליות ואחרות
קרנות אחרות ויתרות רווח
התחייבויות שוטפות
סך כל ההתחייבויות

(1) הפרשי הצמדה צורפו לסעיפים המתאימים במאזן.
(2) במישורין, באמצעות בנקים ובאמצעות מוסדות כספיים.
המקור: נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.