

שוקי הכספים וההון

1. ההתפתחויות העיקריות בשוקי הכספים וההון

בשנת 1991 נעצרה מגמת הירידה, שאפיינה את שיעורי הריבית במהלך שלוש השנים הקודמות. שיעורי הריבית הנומינליים והריאליים (כדיעבד) במגזר השקלי הלא-צמוד — שהוא המגזר העיקרי המושפע ישירות מהמדיניות המוניטרית השוטפת — נותרו בשנת 1991 ברמה ממוצעת דומה לזו של שנת 1990. במקביל עלתה הרמה הממוצעת של שיעורי התשואה הריאליים לפדיון באיגרות חוב ממשלתיות לשיעור גבוה מזה של שנת 1989 (לוח ז'-2). עלייה זו הושפעה מגידול גיוס ההון של הממשלה, שנלווה לגידול הביקוש של הסקטור הפרטי להשקעות.

היתרה הממוצעת של אמצעי התשלום (M1), שהביקוש להם צפוי להיות מתואם בעיקר עם הפעילות, התרחבה בשנת 1991 בשיעור דומה לזה של התוצר הנומינלי — כ־28 אחוזים לעומת כ־29 אחוזים, בהתאמה. ההתרחבות המתונה יחסית של אמצעי התשלום משקפת את ירידתם ברביע האחרון של השנה, שהתרחשה במקביל להתגברות רכישות מטבע החוץ ולעלייה הניכרת של שיעורי הריבית באותה תקופה. היתרות הנומינליות הממוצעות של הנכסים השקליים הלא-צמודים (המיצרפים M2 ו-M2*) ושל האשראי הבנקאי לזמן קצר התרחבו אף הן בשיעורים קרובים לקצב התרחבותו של התוצר הנומינלי (לוח ז'-1). התפתחות זו, שנתמכה ביציבות הרמה הממוצעת של שיעורי הריבית השקליים, משקפת, בין היתר, מדיניות מוניטרית שתמכה בגידול הפעילות, זאת כל עוד לא היה חשש לירידה ניכרת של יתרות מטבע החוץ.

התפתחותם של שיעורי הריבית השקליים במהלך השנה לא היתה אחידה: בשלושת הרביעים הראשונים נשמרה הרמה הנומינלית (הנמוכה יחסית לעבר) ששררה ברביע האחרון של שנת 1990; זאת במגמה למתן את עליית שיעורי הריבית לזמן בינוני וארוך ולתמוך בגידול ההשקעות והפעילות. באוקטובר 1991, על רקע התגברות רכישות מטבע החוץ בספטמבר ובאוקטובר, איפשר בנק ישראל עלייה משמעותית של שיעורי הריבית. בתקופה שלאחר פדיון מניות הבנקים, בסוף אוקטובר, פחתו רכישות מטבע החוץ לקצב הנמוך בהרבה מהדרוש למימון הגירעון בחשבון השוטף. בנובמבר ובמרבית דצמבר נשמרה עדיין רמה גבוהה של שיעורי ריבית, וזאת במגמה לעורר המרות מטבע-חוץ ומתוך החשש להתחדשות אפשרית של גל רכישות מטבע החוץ. באמצע דצמבר הוכרז על שינוי שיטת התאמת שער החליפין, שעיקרו מעבר משער אמצע אופקי לשער אמצע העולה בקצב יומי קבוע ונתון מראש, ובמקביל הועלה שער האמצע ב־3 אחוזים. בעקבות זאת ועל רקע שיעורי הריבית הגבוהים, גבר יבוא ההון, שהתבטא בהמרות חיוביות של מטבע חוץ, התפתחות שהצביעה על ירידת הסיכון להתחדשות הביקושים למטבע החוץ. לאור זאת ועל רקע הרפיון בפעילות הכלכלית וההתמתנות הניכרת של קצב עליית המחירים בחודשים האחרונים, פעל בנק ישראל, בחודשיים הראשונים של שנת 1992, להורדה ניכרת של שיעורי הריבית השקליים לרמה (נומינלית) הנמוכה משמעותית מזו שבשנתיים הקודמות. גם התפתחותם של שער החליפין ושל המחירים לא היתה אחידה במהלך השנה. עיקר ההתאמה של שער החליפין בוצע בחודשים מארס עד מאי. התאמה זו, בתקופה של ירידת הביקוש לנכסים שקליים לא-צמודים ועליית הביקוש לנכסים אחרים (כמפורט בהמשך), פעלה לעליית מחירים חריגה ברביעים השני והשלישי של השנה. (העלייה החריגה של המחירים בפועל, בניגוד לנמדד, היתה ברביע השני של

1. בשנת 1991 הוחש קצב התרחבותו של התוצר הנומינלי לכ־29 אחוזים, לעומת כ־22 אחוזים בשנת 1990.

לוח ז' - 1

חלק א': שיעורי השינוי במיצרסים נבחרים של נכסים פיננסיים ואשראי ובמדד המחירים לצרכן, 1988 עד 1991
(אחוזים, במונחים שנתיים)

מיצרפי הנכסים					מיצרפי האשראי					
M3	M2	M2*	M1	האשראי הלא־צמוד במטבע ישראלי	האשראי במט"ח לזמן קצר	האשראי הבנקאי לזמן קצר	סך	יתרות מטבע החוץ ¹	מדרג המחירים לצרכן	
היתרה הממוצעת ²										
20	28	29	33	34	-2	19	0	16		1988
19	17	15	26	34	32	33	19	20		1989
23	25	25	27	34	4	24	-1	17		1990
28	35	32	28	26	29	27	53	19		1991
19	22	25	9	22	-4	14	-25	13	I	1990
39	45	43	31	11	52	22	101	21	II	
27	24	24	46	52	-15	28	-17	19	III	
26	42	38	17	37	39	37	42	20	IV	
60	84	81	59	9	58	21	146	12	I	1991
9	6	4	11	19	77	35	181	23	II	
7	11	15	29	41	-13	22	-32	31	III	
24	21	2	-14	33	-19	16	-40	10	IV	
היתרה לסוף התקופה ³										
8	4	4	14	48	3	31	-35	16		1988
29	35	31	37	27	25	26	51	21		1989
31	38	37	30	29	22	27	31	18		1990
24	27	20	15	24	9	20	21	18		1991
27	29	32	20	11	24	15	49	12	I	1990
38	42	39	22	25	26	25	40	21	II	
22	19	21	61	59	-12	34	11	23	III	
36	64	58	20	25	63	34	29	14	IV	
52	65	62	61	-1	98	22	351	13	I	1991
-2	-8	-7	2	37	11	28	3	27	II	
12	22	23	40	50	-3	32	-7	30	III	
41	41	12	-23	18	-35	1	-50	4	IV	

M1 — מזומנים ופיקדונות עו"ש.

M2* — M1 ועוד פיקדונות שקליים נושאי ריבית.

M2 — M2* ועוד מילווה קצר מועד (מק"ם).

M3 — M2 ועוד פת"ם ופצ"ם.

(1) סיוע החוץ, שבררך כלל מתקבל במרכזו בחדשים אוקטובר ונובמבר, חולק באופן שווה על פני השנה כולה.

• הסעיף "יתרה ממוצעת" מראה את שיעור השינוי בין הרמה הממוצעת בתקופה המצוינת לבין הרמה הממוצעת בתקופה המקבילה הקודמת; הסעיף "היתרה לסוף התקופה" מראה את שיעור השינוי בין החודש האחרון של התקופה המצוינת לבין החודש האחרון של קודמתה. הנתונים על מיצרפי הנכסים ויתרות מטבע חוץ מבוססים על ממוצעים חודשיים; הנתונים על מיצרפי האשראי מבוססים על יתרות סופי חודשים.

לוח ז' - 1

חלק ב': שיעורי השינוי בנכסים פיננסיים, 1988 עד 1991
(אחוזים, כמונחים שנתיים)

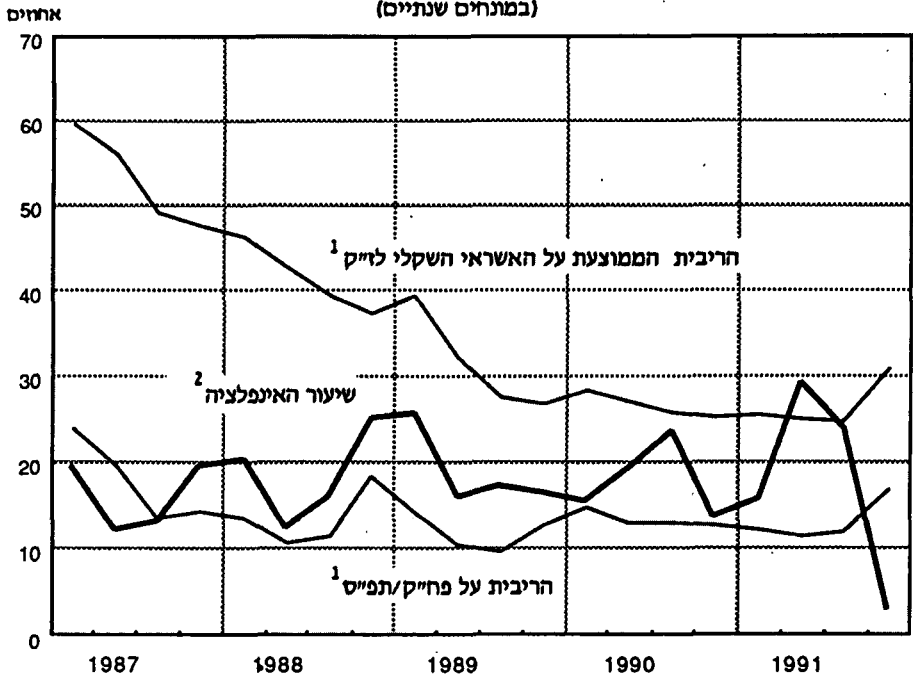
מזומן	עו"ש	פיקדונות	פח"ק/ פז"ק	פצ"ם/ פת"ם	מק"ם	אג"ח סחירות
היתרה הממוצעת:						
35	32	27	-3	23	9	1988
23	28	10	18	72	42	1989
25	29	25	9	15	25	1990
28	28	34	-16	72	32	1991
I 1990	2	14	34	7	-17	-1
II	32	30	49	19	83	19
III	37	53	14	23	22	36
IV	22	14	49	-31	105	19
I 1991	61	58	93	-31	116	-24
II	13	10	1	-9	42	100
III	15	40	9	-27	-29	50
IV	1	-24	10	13	572	202
היתרה לסוף התקופה:						
24	6	0	19	7	18	1988
33	41	28	4	133	37	1989
24	34	40	-2	48	17	1990
17	13	22	-14	115	65	1991
I 1990	4	36	38	24	-6	3
II	31	16	47	19	103	34
III	37	82	5	14	-3	25
IV	29	14	81	-45	157	9
I 1991	56	64	63	-19	101	-16
II	5	-1	-11	-10	-15	115
III	20	58	15	-31	13	60
IV	-3	-36	33	7	1,000	160

• ראה הערה בחלק א' של לוח זה.

דיאגרמה ז'-1

הריבית הנומינלית ושיעור האינפלציה, 1987 עד 1991

(במאות שנהיים)



(1) תגורת הריבית - בלוח ז'-2.

(2) חושב על פי ממוצע מעוד חודשי של מדד המחירים לצרכן.

השנה — ראה פרק ג') בעקבות זאת גברו הציפיות לפיחות בסוף אוקטובר — לאחר פריון מניות הבנקים, שההסדר הפכן למעשה לאיגרות חוב ממשלתיות צמודות לדולר. ניסיון לבלום את תהליך רכישות מטבע החוץ באמצעות התאמת שער החליפין להתפתחות חריגה של המחירים היה עלול להביא לאברן שליטה על רמת המחירים ולעלייה של מדרגת האינפלציה. לכן בחר בנק ישראל למתן את הרכישות באמצעות מניעת הסתגלות של היצע מקורות האשראי לביקוש, שגבר לצורך הרכישות. בסך הכול, במהלך שנת 1991 דמה קצב עלייתו של שער החליפין לקצב הממוצע של השנים הקודמות, כ-11 אחוזים, וגם קצב עליית המחירים נותר דומה לממוצע הרב-שנתי, כ-18 אחוזים (לוח ז'-2א').

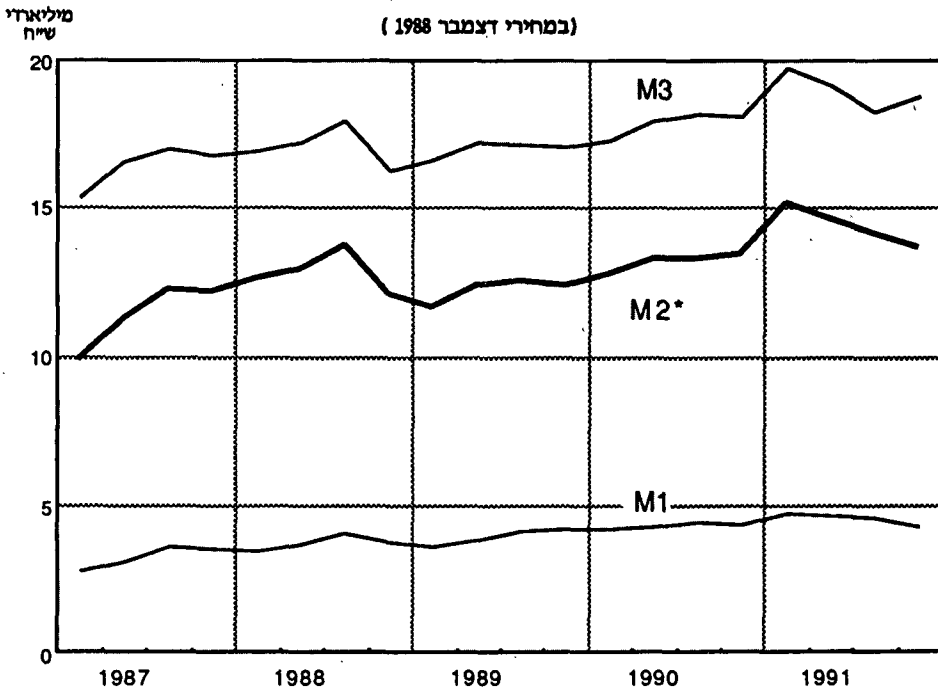
ההתפתחויות בשוקי הכספים וההון בשנת 1991 הושפעו ממספר גורמים:

- גל העלייה מברית המועצות, שפעל להגדלת התשואות הצפויות מהנכסים הפיסיים ולהגדלת הביקוש להשקעות בדירור ובענפי המשק (בעיקר בתשעת החודשים הראשונים של השנה).
- התרחבות של הגירעון המקומי של הממשלה, של ממדי גיוס ההון בשוק המקומי ושל מעורבות הממשלה בשוק ההון כמתווך פיננסי. הדבר פעל, בין היתר, למיתונה של התרחבות גיוס ההון הישיר של הסקטור הפרטי ממקורות מקומיים וכן להגברת הישענותו על אשראי מהמוסדות הפיננסיים, וכנראה גם על גיוס הון בחו"ל.

דיאגרמה ז'-2

יתרות המיצרמים המוניטריים¹, 1987 עד 1991

(במחירי דצמבר 1988)



(1) הגדרת המיצרמים - בלוח ז'-1, יתרות ממוצעות לרביע (נתוני ממוצע חודשי).

ג. מלחמת המפרץ והאירועים שקדמו לה, שחוללו תהליך מחזורי של שינויים בתשואות הצפויות ובהרכב תיק הנכסים של הציבור.

ד. הפדיון הצפוי של מניות הבנקים באוקטובר 1991, שהניע את הממשלה לגיוס הון עודף בחודשים שקדמו לו ואת הציבור — לרכישות מוגברות של מטבע חוץ בספטמבר ובאוקטובר.

ה. מדיניות הריבית ושער החליפין. (פירוט בהמשך).

גל העלייה מברית המועצות פעל להגדלת התשואות הצפויות מהנכסים הפיסיים, ולכן — להגדלת הביקוש להם. הדבר התבטא בעלייה ניכרת של מחירי המניות החופשיות (שמשקפת לפחות חלקית עלייה במחירי היחסי של נכסי הייצור) ושל מחירי הדירות (לוח ז'-א2). התהליך המתמשך של עליית מחירי הנכסים החל למעשה בשנת 1989, ונבע, באותה שנה, מהירידה הניכרת של שיעורי הריבית ובמידה מסוימת — גם מהפחתת חובת ההשקעה של קופות הגמל באיגרות חוב ממשלתיות. תהליך זה נכלם במחצית השנייה של שנת 1990, עקב האירועים במפרץ, והתחדש ביתר שאת עם סיום המלחמה, בפברואר 1991. עליית התשואות הצפויות ממלאי ההון מצאה ביטוי בגידול ניכר של השקעות הסקטור הפרטי בדירור ובענפי המשק, תהליך שהחל בשנת 1990 וגבר בתשעת החודשים הראשונים של 1991. הגירעון המקומי של הממשלה (על בסיס קופה) גדל בשנת 1991, והגיע לכ-6.4 אחוזי תוצר (לוח ז'-4). התפתחות זו, ששיקפה, בין היתר, גידול של המשאבים הדרושים לשם קליטת גל העלייה, לוותה

בגידול ניכר של מתן אשראי לסקטור הפרטי, שהסתכם בכ"2.1 אחוזי תוצר. (מאז תכנית הייצוב ירד רכיב זה, ובשנותיים הקודמות הסתכם בכ"0.3 אחוזי תוצר לשנה). אשראי זה הופנה בעיקרו לסיוע לשיכון ולחקלאות. הגירעון המקומי כולל מתן אשראי הסתכם בשנת 1991 בכ"8.5 אחוזי תוצר, וגיוס ההון כולל גיוס הון לצורך מתן אשראי (למעט גיוס הון באמצעות פת"ם ומק"ם) הסתכם בשנת 1991 בכ"5.5 אחוזי תוצר. שיעורים אלו הם חסרי תקדים מאז תכנית הייצוב (פרט לשנת 1989), והם משקפים הגדלה ניכרת של מעורבות הממשלה בשוק ההון. הגדלת מעורבות הממשלה כמתוארת בשוק ההון מוויילה את עלות המקורות העומדים בפני הסקטורים הזוכים להטבות אשראי, אולם מייקרת את עלות גיוס ההון של הסקטורים האחרים. הדבר פוגם ביעילותם של הקצאת המקורות והרכב ההשקעות, ומבטא נסיגה מיעדי הרפורמה בשוק ההון.

גידול הגירעון המקומי של הממשלה לווה גם בהגדלת הלחץ על מקורות מימון ההשקעות של הסקטור הפרטי. אחד האינדיקטורים ללחץ זה הוא גיוס ההון בנכוי מתן האשראי (למעט מק"ם ופת"ם), שהסתכם בשנת 1991 בכ"3.3 אחוזי תוצר, לעומת כ"1.6 אחוזי תוצר בשנת 1990. היקפו של גיוס ההון נטו של הממשלה לא היה אמנם חריג יחסית לעבר, אולם על רקע גידול ניכר של ביקוש הסקטור הפרטי להשקעות, פעל לעליית שיעור התשואה-לפרדיון של איגרות החוב הממשלתיות, וכשלעצמו תרם לייקור עלות גיוס ההון של הסקטור הפרטי.

גידולו של ביקוש הציבור למניות פעל לגידול רב של היקף הנפקות המניות. התפתחות זו לוותה בירידה משמעותית של הנפקת איגרות החוב הפרטיות, וכך נותר סך גיוס ההון של הסקטור הפרטי (באמצעות מניות ואיגרות חוב פרטיות) דומה בהיקפו לזה של השנה הקודמת. (ראה סעיף 8). גידול האשראי של הממשלה תרם לגידול הניכר, יחסית לשנים הקודמות, של האשראי המקומי לזמן בינוני וארוך, שניתן באמצעות המוסדות הפיננסיים לסקטור הפרטי הלא פיננסי. היתרה הריאלית של אשראי זה, שנותרה יציבה במהלך השנתיים הקודמות, התרחבה במהלך 1991 בכ"6.7 אחוזים — התפתחות המשקפת התרחבות ניכרת הן של האשראי למשכנתאות והן של האשראי מהבנקים המסחריים. התרחבות המקורות המוכוונים למשכנתאות (כמפורט בסעיף 5) פעלה גם לירידת הריבית על המשכנתאות החופשיות מרמה ממוצעת של כ"5.4 אחוזים בשנת 1990 לכ"4.6 אחוזים בשנת 1991, וזאת למרות עליית שיעורי התשואה-לפרדיון של איגרות החוב הממשלתיות.

נוסף על התרחבות האשראי כמקור למימון ההשקעות, סביר להניח, שגברה גם הישענותו של הסקטור הפרטי על מקורות עצמיים — על רקע גידול רווחיותו של הסקטור העסקי² — ועל גיוס הון בחו"ל, על רקע הרחבת גיוס ההון של הממשלה וירידת שיעורי הריבית בעולם.

עליית התשואות הצפויות מנכסי הייצור והרחבת גיוס ההון של הממשלה התבטאו, על רקע גידול הפעילות והחיסכון הפרטי, בהחשת קצב ההתרחבות הריאלי של תיק הנכסים הפיננסיים המקומיים של הציבור, מכ"2.3 אחוזים במהלך שנת 1990 לכ"7.7 אחוזים במהלך שנת 1991. עיקרו של גידול תיק הנכסים נבע מעלייה של כמות איגרות החוב הסחירות ומעלייה של כמות המניות ומחיריהן. התרחבות התיק לוותה בשינוי הרכבו — בעיקר עליית משקל איגרות החוב הצמודות למדד, לאחר ירידתו בשנה הקודמת, והמשך עליית משקלן של המניות החופשיות. במקביל ירד במידה מסוימת משקל הנכסים השקליים הלא-צמודים (למעט מק"ם), לאחר עלייה בולטת בשנה הקודמת. כמו כן נמשכה ירידת משקלם של הפיקדונות הצמודים למדד (כולל תכניות חיסכון) ושל הנכסים הצמודים למטבע חוץ (לוח 10-10 וסעיף 6).

² רוחות כספיים של החברות הנסחרות בבורסה, הנסכים על המחצית הראשונה של השנה, מצביעים על גידול ניכר של רווחיותן של חברות אלו. אינדיקטורים נוספים לגידול הרווחיות של הסקטור העסקי מובאים בפרק ב', לוח ב'-2.

לוח ז' - 2

שיעורי הריבית על סוגים שונים של אשראי ושל נכסי הציבור¹, 1988 עד 1991
(אחוזים, במונחים שנתיים)

פער הריביות במגזר השקלי'	נכסי הציבור					האשראי לציבור לטווח קצר					המדרגה השולית בהלוואה המוני' טרית	
	התשואה הריאלית לפרדיון של אג"ח ממשלתיות ⁶		התשואה לפרדיון של מק"ם לחודש		תפ"ס/ פח"ק ³	האשראי החופשי במט"ח ברולרים ³		סך האשראי לזמן קצוב במט"י		האשראי במסגרת חח"ד		
	10 שנים	5 שנים	פת"ם ברולרים ³	של מק"ם		סך הכול ⁴	כמטבע ישראלי ²	קצוב במט"י				
א. הריבית הנומינלית												
32.9			6.2	16.2	13.4	20.8	31.7	12.4	41.2	33.4	46.2	1988
22.8			7.3	13.2	11.6	14.5	33.5	13.8	31.2	26.6	34.3	1989
16.4			4.0	15.7	13.2	15.3	22.7	10.5	26.4	22.5	29.6	1990
17.0			0.4	14.9	12.9	15.1	25.5	6.9	26.4	22.3	29.9	1991
16.6			6.2	18.0	14.7	17.4	26.7	11.4	28.1	23.8	31.3	I 1990
17.3			5.2	14.9	12.7	14.7	24.9	11.3	27.0	22.9	30.0	II
15.7			3.2	15.4	12.8	14.7	20.1	10.1	25.6	22.1	28.6	III
15.7			1.5	14.5	12.6	14.3	19.3	9.2	25.1	21.4	28.4	IV
16.6			0.8	14.2	12.0	13.7	29.9	7.8	25.3	21.2	28.7	I 1991
16.8			0.5	13.5	11.3	12.7	35.0	7.0	24.9	21.1	28.2	II
16.3			0.2	13.3	11.8	14.0	15.4	6.7	24.7	21.0	28.2	III
18.1			0.0	18.8	16.6	20.3	22.8	6.0	30.8	26.1	34.7	IV
ב. הריבית הריאלית בדיעבד ⁶												
	4.5	4.1	-5.3	-0.2	-2.6	3.7	13.1	0.2	21.3	14.5	25.6	1988
	2.5	1.7	8.0	-6.2	-7.6	-5.2	10.6	14.5	8.7	4.9	11.3	1989
	1.9	1.2	-8.3	-1.6	-3.7	-2.0	4.4	-2.6	7.5	4.2	10.2	1990
	2.9	2.1	1.8	-2.6	-4.3	-2.5	6.4	2.9	7.1	3.7	10.0	1991

לוח ז' - 2 (המשך)

שיעורי הריבית על סוגים שונים של אשראי ושל נכסי הציבור¹, 1988 עד 1991
(אחוזים, במונחים שנתיים)

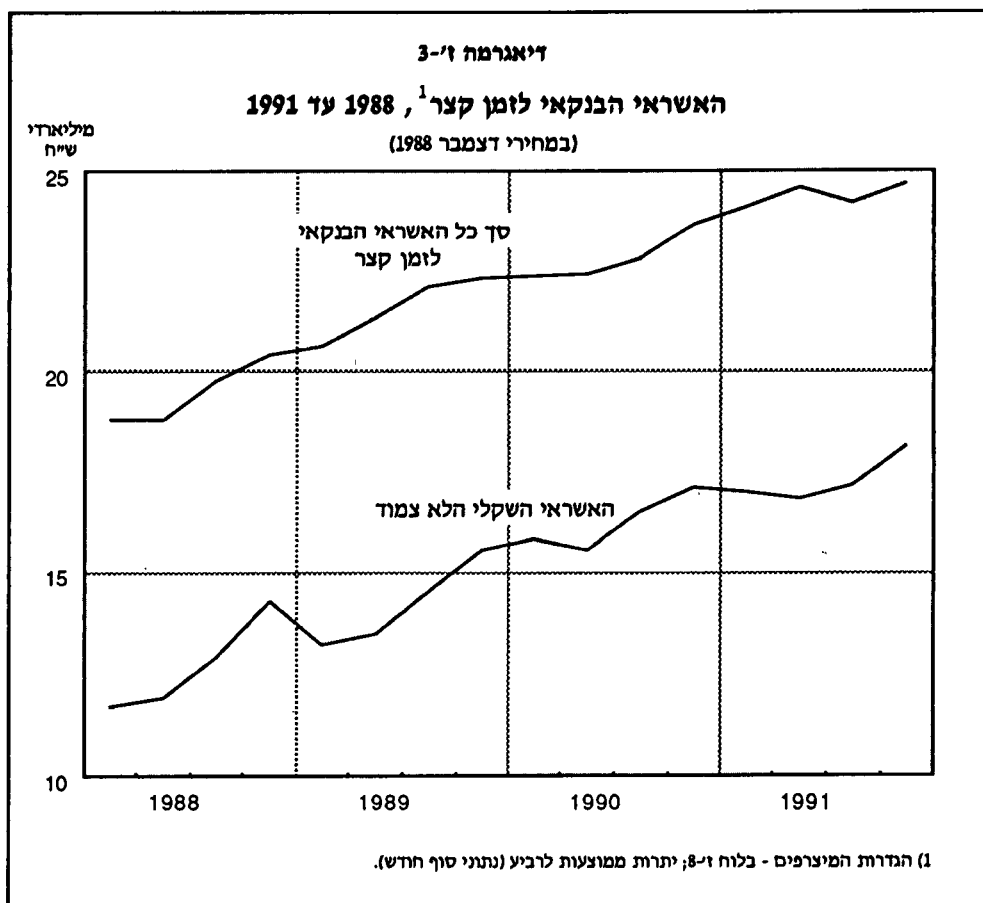
		האשראי לציבור לטווח קצר					נכסי הציבור				
		האשראי	סך	האשראי	המדרגה	התשואה					
		לזמן	האשראי	החופשי	השולית	לפריון					
		במסגרת	במטבע	במט"ח	בהלוואה	לפריון					
		קצוב	במטבע	במט"ח	המוני	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		חח"ד	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים ³	טרית	לפריון					
		במט"י	ישראלי ²	בדולרים							

- (1) פירוט נוסף של נתונים והסברים ראה בלוח ז' - ג' - 5.
- (2) ממוצע משוקלל לפי כמות האשראי בסוגים השונים (חח"ד וזמן קצוב).
- (3) הריבית הנומינלית היא הריבית הממוצעת על פני התקופה, במונחי דולרים. הריבית הריאלית חושבה על פי שיעור הריבית בדולרים לפי הפיתוח ובניכוי האינפלציה. הריבית על האשראי החופשי במט"ח היא ריבית תעריפית, הגבוהה, כנראה, מהריבית המשולמת בפועל.
- (4) כולל אשראי מוכון שאינו מפורט בלוח; ממוצע משוקלל.
- (5) חציון המערכת; מעל 10,000 ש"ח; בהנחה של חידוש כל 3 ימים, ללא פיקרונות "ג'מבו". מספטמבר 1988 הנתון הוא ממוצע כל המדרגות.
- (6) התשואה לפריון ברוטו בשוק המשני. (ראה גם תשואה נטו בלוח ז' - ג' - 14).
- (7) הפער בין ריבית החח"ד לריבית על הפח"ק.
- (8) הריביות הריאליות בריעבד מחושבות לפי הריביות הנומינליות בניכוי שיעור השינוי במדד המחירים לצרכן לאותה תקופה.

שערי חליפין ומחירים נבחרים, 1988 עד 1991

שער השקל		שער השקל		שער השקל		שער השקל		שער השקל	
מדר	ביחס	שער השקל	מחירי	מחירי	מחירי	מחירי	מחירי	מחירי	מחירי
המחירים	לסל	ביחס	המניות	המניות	המניות	המניות	המניות	המניות	המניות
לצרכן	המטבעות	לדולר	הדירות'	הדירות'	הדירות'	הדירות'	הדירות'	הדירות'	הדירות'
בממוצע תקופתי									
1988	16.3	2.4	0.3	18.5	-26.4	24.5	9.2		
1989	20.2	16.1	19.9	34.7	58.9	35.1	3.8		
1990	17.2	10.6	5.2	34.5	43.1	18.7	5.3		
1991	19.0	12.3	13.0	29.8	58.3	14.7	4.1		
I 1990	12.6	6.1	-3.0	35.5	4.0	-8.1	8.1		
II	21.1	13.7	13.0	46.9	99.2	25.5	2.4		
III	19.0	17.2	3.9	34.5	28.7	33.7	5.3		
IV	20.0	6.1	-5.0	11.7	-14.9	1.2	5.3		
I 1991	11.8	5.3	9.3	25.3	122.4	-7.4	3.9		
II	22.6	34.4	64.6	82.9	87.8	27.7	2.1		
III	31.0	0.4	1.6	12.6	124.6	55.6	4.8		
IV	9.9	13.7	1.5	-6.2	-15.0	2.6	5.5		
במהלך התקופה									
1988	16.4	1.3	3.1		-18.6	23.2			
1989	20.7	19.7	22.2		96.1	38.9			
1990	17.6	11.1	3.7		16.9	10.7			
1991	18.0	11.6	13.7		65.0	17.3			
I 1990	12.0	14.0	11.5		-13.4	1.8			
II	21.2	13.6	9.8		199.0	35.1			
III	23.3	13.5	-1.9		-44.1	24.4			
IV	14.3	3.7	-3.7		28.8	-12.1			
I 1991	13.3	15.5	28.8		237.1	16.3			
II	27.0	27.1	51.0		88.5	23.5			
III	30.0	-3.9	-10.8		67.3	56.4			
IV	3.7	9.9	-3.8		-30.2	-15.6			

224 בנק ישראל, דין וחשבון 1991



2. ההתפתחויות המוניטריות במהלך שנת 1991

ההתפתחויות המוניטריות במהלך שנת 1991 לא היו אחידות; הן אופיינו בשני מחזורים בולטים, שהושפעו ממלחמת המפרץ ומהאירועים שקדמו לה, ומהפרדיון (הצפוי) של מניות הבנקים באוקטובר 1991. לשם תיאור ההתפתחויות המוניטריות במהלך שנת 1991 רצוי להרחיב את התקופה כך שתכלול גם את הרביע האחרון של שנת 1990. את התקופה כולה ניתן לחלק לשלוש תקופות משנה: התקופה הראשונה — מספטמבר 1990 ועד סיום מלחמת המפרץ בפברואר 1991; השנייה — מסיום מלחמת המפרץ ועד אוגוסט 1991; והשלישית — מספטמבר 1991 ועד סוף השנה.

בתקופה הראשונה, בעקבות ההסלמה במפרץ, גברו החששות למעורבות של ישראל במלחמה. מעורבות כזאת היתה עלולה לגרום לגידול ניכר של הגירעון ושל גיוס ההון המקומי של הסקטור הציבורי, וכן למיתון קצב העלייה, ובעקבותיו — למיתון בבנייה לדירור ובפעילות הכלכלית. בתקופה זו התפרסמו גם הערכות לגבי היקף יבוא ההון שיידרש למימון ההשקעות לקליטת העלייה, והתפתח דיון ציבורי לגבי יכולתה של ישראל להשיג את המימון הדרוש. נוסף על כך, פורסמו בספטמבר 1990 שינויים בכללי המיסוי על שוק ההון, שלפיהם יהיו קופות הגמל והאגודות השיתופיות חייבות במס של 20 אחוזים על הרווח הריאלי מריבית. (תקנה זו לא אושרה על ידי הכנסת, והמס בוטל רטרואקטיבית בינואר 1991.)

לוח ז' - 3

המקורות לשינויים בערך הנכסים השקליים הלא-צמודים (למעט מק"ם), 1987 עד 1991
(מיליוני ש"ח)

1991						1990					
IV	III	II	I	IV	III	1991	1990	1989	1988	1987	
-74	282	135	401	-263	785	744	541	565	-956	1,262	א. השינוי בבסיס הכסף הצר (1 + 2 + 3 + 4)
5,418	-351	-875	362	1,621	1,273	4,553	3,575	-1,290	-478	100	1. תרומת הסקטור הציבורי (הזרמה)
-2,648	2,836	2,261	-1,600	-2,350	944	850	-1,941	-122	3,635	537	2. תרומת בנק ישראל — סך הכול
-1,454	3,100	2,158	-1,230	-2,067	1,049	2,575	-1,671	686	2,641	672	א. הלוואה מוניטרית
-826	79	133	-302	-128	6	-917	277	-779	441	-829	ב. פעולות בשוק הפתוח
-368	-343	-30	-68	-155	-111	-808	-547	-29	553	694	ג. אחר'
247	-211	315	297	753	-268	648	45	879	-273	321	3. מכירת פת"ם ופת"ם פיצויים
-3,091	-1,993	-1,567	1,342	-287	-1,165	-5,307	-1,137	1,098	-3,840	305	4. מכירות או קניות (-) של מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי
											ב. ההרחבה הנובעת מהפעילות הבנקאית המקומית ²
2,838	417	-174	389	3,620	308	3,469	5,781	3,730	995	2,277	
											ג. סך השינוי בערך הנכסים השקליים הלא-צמודים (למעט מק"ם)
2,764	699	-40	790	3,356	1,093	4,214	6,322	4,294	39	3,540	
420	-27	144	420	631	680	957	1,646	1,650	368	1,110	1. אמצעי התשלום
2,344	725	-184	371	2,725	412	3,256	4,676	2,645	-329	2,429	2. פח"ק (תפ"ס) + פז"ק

לוח ז' - 3 (המשך)

המקורות לשינויים בערך הנכסים השקליים הלא־צמודים (למעט מק"ם), 1987 עד 1991
(אחוזי תוצר)

1991				1990		1991	1990	1989	1988	1987	
IV	III	II	I	IV	III						
-0.2	0.8	0.5	1.4	-1.0	2.9	0.6	0.5	0.8	-1.3	2.3	א. השינוי בבסיס הכסף הצר (1 + 2 + 3 + 4)
14.8	-1.0	-2.6	1.2	5.8	4.7	3.1	3.3	-1.4	-0.7	0.0	1. תרומת הסקטור הציבורי (הורמה)
-7.2	7.9	6.7	-5.4	-8.4	3.5	0.5	-1.7	-0.7	4.8	0.8	2. תרומת בנק ישראל — סך הכול
-3.9	8.7	6.5	-4.1	-7.4	3.9	1.8	-1.5	0.3	3.4	1.1	א. הלוואה מוניטרית
-2.2	0.2	0.3	-1.0	-0.5	0.0	-0.7	0.3	-1.0	0.6	-1.5	ב. פעולות בשוק הפתוח
-1.0	-1.0	-0.1	-0.2	-0.6	-0.4	-0.6	-0.5	-0.0	0.8	1.2	ג. אחר'
0.7	-0.6	0.9	1.0	2.7	-1.0	0.5	-0.0	1.1	-0.3	0.7	3. מכירת פת"ם ופת"ם פיצויים
-8.5	-5.6	-4.6	4.6	-1.0	-4.3	-3.5	-1.0	1.7	-5.1	0.9	4. מכירות או קניות (-) של מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי
											ב. ההרחבה הנובעת מהפעילות הבנקאית המקומית ²
7.7	1.2	-0.6	1.3	13.0	1.1	2.4	5.3	4.4	1.6	3.9	
7.5	2.0	-0.1	2.7	12.0	4.1	3.0	5.9	5.1	0.3	6.3	ג. סך השינוי בערך הנכסים השקליים הלא־צמודים (למעט מק"ם)
1.1	-0.1	0.3	1.4	2.3	2.5	0.7	1.5	1.9	0.5	1.9	1. אמצעי תשלום
6.3	2.0	-0.4	1.3	9.7	1.5	2.3	4.3	3.2	-0.2	4.4	2. פח"ק (תפ"ס) + פו"ק

- (1) אשראי מוכון וגורמים אחרים. גורמים אחרים מקורם בחשבון הרווח וההפסד של בנק ישראל ובהתחשבות של בנק ישראל והממשלה.
(2) דהיינו השפעת מכפיל הפיקדונות, שהוא סעיף שאריתי — שורה ג פחות שורה א.

גורמים אלו פעלו לירידת התשואות (הכוללות) הצפויות של איגרות החוב הקיימות והנכסים הפיסיים. הרבר גרר שינוי בהרכב הרצוי של תיק נכסי הציבור — ירידת הביקוש לאיגרות החוב הקיימות ולנכסים פיסיים ועליית הביקוש לאמצעי תשלום ולפיקדונות שקליים לא־צמודים. בעקבות זאת ירדו מחירי איגרות החוב (עלה שיעור התשואה הריאלי לפדיון), וכן ירדו ריאלית מחירי המניות והדירות (לוחות ז' 2 ו' 2א'). כיוון השפעתה של התפתחות כזאת על שיעורי הריבית השקליים, ברמה נתונה של בסיס הכסף, אינו ברור מראש: הם יכולים לעלות או לרדת.³ ירידת הביקוש של הבנקים להלוואה המוניטרית מלמדת על כוחות לירידת שיעורי הריבית השקליים. בנק ישראל הקטין את היצע ההלוואה המוניטרית, ובכך פעל לייצוב רמתם הנומינלית של שיעורי הריבית השקליים.

ההתפתחויות דלעיל לוו בהתמתנות ניכרת של קצב עליית המחירים (ואולי אף תרמו לה), וזו יצרה, קרוב לוודאי, ציפיות להמשך התמתנות של קצב עליית שער החליפין. במקביל ירדו שיעורי הריבית בעולם, ירידה שנמשכה לאורך שנת 1991 כולה. נראה שהתפתחויות אלו הקטינו את התשואה הצפויה מנכסים זרים, וגרמו — על רקע ייצוב הריבית הנומינלית השקלית ועליית שיעורי הריבית הריאלית לזמן בינוני וארוך — ליבוא הון בממדים שעלו על הגירעון בחשבון השוטף והתבטאו בהמרות חיוביות של מטבע חוץ ופת"ם. ההמרות פעלו להיצמדות שער החליפין בפועל לגבול התחתון של תחום הניור, וזאת לכל אורך התקופה שמספטמבר 1990 ועד הפיחות של תחילת מארס 1991. (גם אם פער התשואות נשאר קבוע, מביאה עצם ירידתן של הציפיות האינפלציוניות (אם הן אכן ירדו) להגדלת הביקוש לאמצעי תשלום, ולכן — ליבוא הון.)

בעקבות עליית שיעורי התשואה לפדיון של איגרות החוב הממשלתיות, צמצמה הממשלה את גיוס ההון והגדילה את ההזרמה. בנק ישראל פעל לקיזוז מלא של הזרמת הממשלה, באמצעות הקטנת ההלוואה המוניטרית, כך שהמרות מטבע החוץ והפת"ם של הסקטור הפרטי היו למעשה המקור העיקרי לסיפוק הביקוש לבסיס הכסף באותה תקופה (כפי שמשקף בלוח הטקסט להלן).

המקורות ורכיבי השינויים בבסיס הכסף⁴
(מיליוני ש"ח לחודש)

אוקטובר 1991 עד דצמבר 1991	מארס 1991 עד ספטמבר 1991	ספטמבר 1990 עד פברואר 1991	
1806	-113	309	1. הזרמת הממשלה
-883	469	-390	2. הזרמת בנק ישראל
-1030	-377	27	3. המרות מטבע החוץ
83	64	140	4. המרות פת"ם ופת"ם פיצויים
			5. השינוי בבסיס הכסף
-24	43	86	(1 + 2 + 3 + 4)

(1) הגררות המשתנים — כמו בלוח ז' 3.

³ ציפיות לירידת מחיריהן של איגרות החוב (הקיימות) והנכסים הפיסיים גורמות לירידת הביקוש להם, לעליית הביקוש לנכסים שקליים לא־צמודים ולירידת הביקוש לאשראי שקלי לא־צמוד. השפעת התהליך על מחיריהן של איגרות החוב וההון היא בכיוון אחד (ירידה של המחירים — עליית התשואה לפדיון). גידול הביקוש למוזמן פועל לעליית הריבית השקלית. לעומת זאת פועלות עליית הביקוש לפיקדונות שקליים וירידת הביקוש לאשראי שקלי לירידת הריבית השקלית. לכן ההשפעה נטו על שיעורי הריבית השקליים אינה ברורה מראש, ותלויה ברגישויות המסוימות של הביקושים השונים.

לוח ז' - 3-א'

המקורות וההתחלקות של התוספת לבסיס הנכסים הפיננסיים המקומיים של הציבור בגין עירוניים, 1987 עד 1991
(אחוזי תוצר)¹

ההתחלקות					המקורות					
צבירת בסיס נכסים	צבירת בסיס	צבירת בסיס	השינוי בבסיס	סך כל העירוניים לבסיס הנכסים המקומיים (3) + (4) = (5)	המרות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי (4)	סך כל העירוניים החיצוניים (1) + (2) = (3)	העירוני החיצוני מבנק ישראל ² (2)	העירוני החיצוני מהסקטור הציבורי ² (1)		
לזמן בינוני וארוך (10)	בסיס אג"ח סחירות (9)	צבירת בסיס פת"ם (8)	צבירת מק"ם (7)	(6)						
-3.9	4.8	-0.7	1.4	2.3	4.0	0.9	3.2	2.3	0.9	1987
-1.9	6.3	0.3	-0.4	-1.3	3.0	-5.1	8.1	4.2	3.9	1988
3.4	4.1	-1.1	1.1	0.8	8.2	1.7	6.5	0.3	6.2	1989
1.3	0.4	0.0	-0.2	0.5	2.1	-1.0	3.2	-2.0	5.1	1990
-0.8	6.2	-0.5	0.7	0.6	6.2	-3.5	9.7	1.2	8.5	1991
2.7	0.0	0.2	-0.3	2.3	4.9	-0.8	5.7	1.2	4.6	I 1990
2.2	0.3	1.6	-1.2	-2.1	0.8	2.0	-1.2	-4.7	3.5	II
0.4	1.6	1.0	0.1	2.9	6.1	-4.3	10.4	3.5	6.9	III
-0.0	-0.2	-2.7	0.5	-1.0	-3.4	-1.0	-2.3	-7.9	5.6	IV
2.4	6.6	-1.0	1.0	1.4	10.5	4.6	5.9	-4.4	10.3	I 1991
0.4	8.4	-0.9	-0.3	0.5	8.1	-4.6	12.7	6.4	6.2	II
1.1	5.1	0.6	-0.2	0.8	7.4	-5.6	13.0	7.7	5.3	III
-7.2	4.5	-0.7	2.4	-0.2	-1.1	-8.5	7.4	-4.9	12.3	IV

(1) ממוצע של הזרמים החודשיים השונים חלקי אומדן התוצר לאותו חודש.

(2) הסכום של גירעון הממשלה, המרות הסוכנות ומתן אשראי נטו לסקטור הפרטי.

(3) הסכום של ההלוואה המוניטרית, האשראי המוכוון וגורמים אחרים.

(4) פת"ם ופת"ם פיצויים.

פרק ז', שוקי הכספים והחזן

את התקופה הראשונה אפיינו אם כן ההתפתחויות האלה: ירידת הביקוש לנכסים פיסיים ולאגרות חוב וגידול הביקוש ל-M2, ירידת מחירי המניות והדירות, עליית שיעורי הריבית הריאליים לזמן בינוני וארוך, יציבות של שיעורי הריבית השקליים וגידול ניכר של המיצרף M2, שהוון בהמרות מטבע חוץ ופת"ם, ובעקבותיהן נותר שער החליפין צמוד לגבול התחתון של תחום הנייד.

במהלך חודש פברואר, עם התבהרות תוצאותיה של מלחמת המפרץ, השתנו ציפיות הציבור, והחל להתפתח תהליך הפוך מזה של התקופה הראשונה, תהליך שנמשך עד סוף אוגוסט 1991. ציפיות הציבור לגבי הפעילות והרווחיות הפכו אופטימיות, וכן פחת החשש לעלייה ניכרת של גירעון הממשלה והחוב הפנימי. הדבר פעל לגידול הביקוש לנכסים פיסיים ולאגרות חוב ממשלתיות ולירידת הכמות הרצויה של אמצעי התשלום ושל הפיקדונות השקליים הלא-צמודים בחזרה למה הנגזרת מהפעילות הריאלית. הדבר מצא ביטוי בעלייה מתמשכת של מחירי המניות, בעליית מחירי הדירות, ובירידת שיעורי התשואה הריאליים לפדיון של איגרות חוב ממשלתיות. עם זאת נותרה רמתם הממוצעת של שיעורי התשואה לפדיון של איגרות חוב גבוהה מזו של שנת 1990. התפתחויות אלו מצאו ביטוי גם בתחום הריאלי — החשת הפעילות הכלכלית והתגברות ההשקעות בדיוור ובענפי המשק.

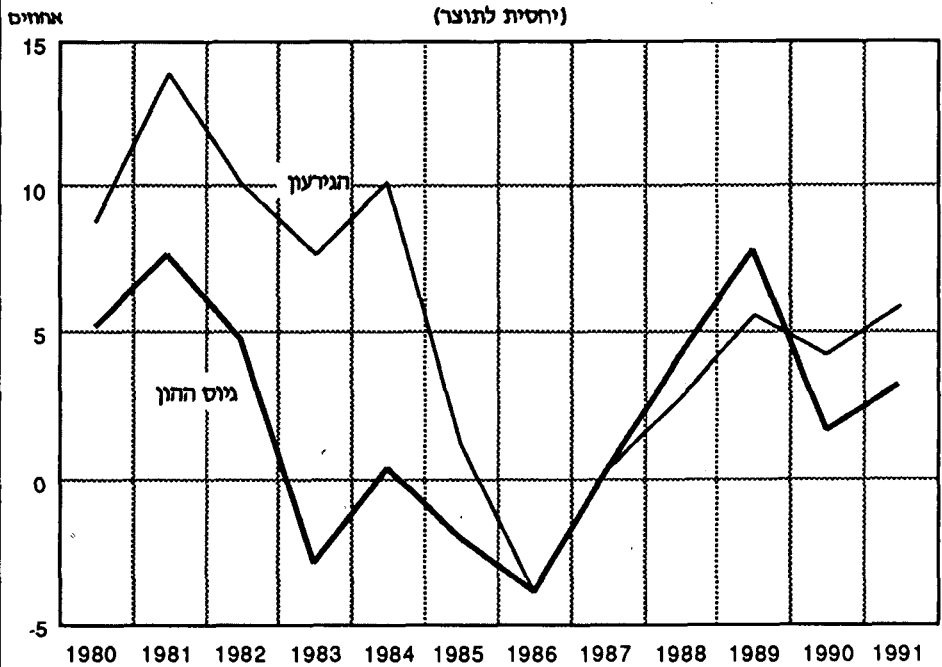
בתקופה שמספטמבר 1990 ועד תחילת מארס 1991 היה, כאמור, יבוא הון, שבעטיו נותר שער החליפין צמוד לגבול התחתון של תחום הנייד. באותו זמן הסיבה לתופעה זו לא היתה ברורה, ונוצר חשש כי יציבותו של שער החליפין הנומינלי תורמת למיתון היצוא. לפיכך הוון שער האמצע של הסל בתחילת מארס 1991 ב-6 אחוזים — אולם כיוון ששער החליפין בפועל היה צמוד לגבול התחתון, התבטאה ההזזה בפחות בפועל של 6 אחוזים. פחות זה היה לא-צפוי, ונתפס בעיני הציבור כתפנית במדיניות של התאמת שער החליפין. (ההתאמות הקודמות של שער האמצע, מאז שנת 1989, בוצעו מבלי שיחול שינוי מירי של השער בפועל.) בעטיו של הפחות גבר יבוא ההון, והמרות מטבע החוץ נמשכו גם בחודש אפריל. הדבר האיצ את תהליך התאמת תיק הנכסים, ותרם להגברת עלייתם של מחירי הנכסים (מניות ודירות) וכן להאצת עלייתו של מדד המחירים הכללי.

במהלך התקופה שמאפריל ועד ספטמבר 1991 עלו ממדי גיוס ההון של הסקטור הציבורי על צורכי מימון הגירעון (כלומר היתה הזרמה שלילית של הסקטור הציבורי). הדבר פעל למיתון ירידתם של שיעורי התשואה לפדיון באגרות חוב ממשלתיות, ורמתם הממוצעת נותרה גבוהה מזו של שנת 1990. הסיבה לגיוס ההון העורף היתה הרצון להקדים את מיחזור פדיון מניות הבנקים, בסך 3.4 מיליארדי ש"ח, בסוף אוקטובר 1991 — מפני החשש כי ניסיון למחזור סכום כה גדול סמוך למועד הפדיון ייתקל בקשיים. כדי למתן את ההשפעה המצמצמת של ההזרמה השלילית של הממשלה, הגדיל בנק ישראל את ההלוואה המוניטרית, החל מחודש אפריל, ואף איפשר ירידה מסוימת של שיעורי הריבית השקליים במגמה לתמוך בירידת שיעורי הריבית לזמן בינוני וארוך ובהגברת הפעילות (לוחות ז'-ז' ו-3).⁴

בחודש ספטמבר החל הציבור רוכש מבנק ישראל מטבע חוץ בכמויות הגדולות מהדרוש למימון הגירעון בחשבון השוטף. הרקע לתהליך זה, שגבר בחודש אוקטובר, היה הפדיון (הצפוי) של המניות הבנקאיות בסוף אוקטובר. מניות אלו היוו למעשה איגרות חוב סחירות צמודות לדולר (עם רצפה מרדית על פי הסדר ההמשך מאוקטובר 1988), ולכן סביר היה להניח כי הציבור ישאף להחליפן בנכס דומה, כלומר בנכס סחיר הצמוד לשער החליפין. לאור הגידול המועט יחסית של הנפקת איגרות חוב דולריות, למרות עליית מחירן בספטמבר (ששיקפה גידול של הביקוש), היה סביר לצפות, שעם פדיון המניות הבנקאיות באוקטובר, נהיה עדים לתהליך של רכישות מטבע חוץ, המשקף התאמה של הרכב תיק הנכסים של הציבור.

⁴ כיוון שהתחלופה בין אשראי (ונכסים) לזמן קצר ובין אשראי (ונכסים) לזמן ארוך אינה מלאה, יכולה הגדלת ההלוואה המוניטרית לפצות רק חלקית על ההשפעה המרסנת של גיוס ההון הממשלתי.

הגירעון המקומי של הממשלה וגיוס החון, 1980 עד 1991



הקדמת תהליך התאמתו של הרכב תיק הנכסים, שהחל בספטמבר וגבר מאוד באוקטובר, נבעה מחששות של הציבור לפיחות בסוף אוקטובר (כלומר להתאמת שער האמצע במידה שתתבטא בעליית שער החליפין בפועל, כמו במאוס 1991). חששות אלו נבעו, קרוב לוודאי, ממספר גורמים: עליית המחירים הגבוהה, שאפיינה את החודשים אפריל עד ספטמבר, ובעטיה נשחק שער החליפין הריאלי, הפיחות במאוס, שכאמור נתפס כתפנית במדיניות התאמת שער החליפין, וטווח הזמן שעבר מאז ההתאמה הקודמת של שער האמצע. (כשנתיים הקודמות הותאם שער האמצע אחת לשישה עד שמונה חודשים). הואיל ומניות הבנקים היו צמודות לדולר היתה סברה בקרב הציבור כי הפיחות, שלא בוצע עד ספטמבר, יידחה לאוקטובר.

ניסיון לבלום את גל הרכישות באמצעות פיתוח חד-פעמי גדול היה עלול להחריף את עליית המחירים הגבוהה, שאפיינה את החודשים הקודמים, ואולי אף לגרום לעלייה במרוגת האינפלציה. כדי למתן את גל רכישות מטבע החוץ החליט בנק ישראל שלא לספק את מלוא הביקוש הגובר לאשראי (לשם רכישות מטבע החוץ) בריבית הקיימת, ובחודש אוקטובר איפשר עלייה משמעותית של שיעורי הריבית. בסוף אוקטובר, לאחר פדיון מניות הבנקים, פחת מאוד זרם הרכישות, ואף החל להסתמן יבוא הון (כלומר זרם הרכישות היה נמוך מהדרוש למימון הגירעון בחשבון השוטף). בנובמבר ובמרבית דצמבר נשמרה עדיין רמה גבוהה של שיעורי ריבית. זאת במגמה לעודד המרות חוזרות של מטבע-חוץ ומתוך החשש שהציפיות לפיחות לא שככו לחלוטין והורדת שיעורי הריבית עלולה לחדש את גל

לוח ז' - 4

הגירעון המקומי (על בסיס קופה) של הממשלה ואופן מימונו¹ — מאזן מאוחד של הממשלה ובנק ישראל, 1987 עד 1991
(אחוזי תוצר)²

1991				1991	1990	1989	1988	1987	א. הגירעון
IV	III	II	I						
43.6	39.1	38.1	45.7	41.6	40.2	40.7	41.6	39.7	1. אומדן ³ הוצאות הממשלה (3) + (2)
40.2	39.3	38.5	41.8	39.9	40.4	40.1	44.0	45.6	2. תקבולי המסים
3.4	-0.2	-0.4	3.9	1.7	-0.2	0.6	-2.4	-6.0	3. הגירעון ללא תשלומי הריבית
6.8	3.7	4.8	3.8	4.8	5.0	5.1	4.9	5.5	4. 'תשלומי הריבית בפועל'
10.2	3.5	4.4	7.7	6.4	4.9	5.7	2.4	-0.5	5. הגירעון המקומי (4) + (3)
ב. אופן מימון הגירעון									
4.4	-7.6	-5.9	5.8	-0.8	2.5	0.6	-5.1	0.6	6. הדפסה נטו ⁴
-2.7	5.4	5.6	6.5	3.7	1.3	6.6	1.8	-0.8	7. צבירת חוב פנימי נטו ⁵
-4.5	4.4	7.0	6.5	3.3	1.6	7.3	3.7	0.2	מזה: גיוס הון ממשלתי נטו ⁶
8.5	5.6	4.6	-4.6	3.5	1.0	-1.5	5.7	-0.2	8. רכישות מטבע חוץ

(1) נתוני הגירעון המובאים פה שונים מאלה שבפרק על הסקטור הציבורי (פרק ה') משתי סיבות עיקריות: (א) הנתונים פה הם על בסיס קופה, ואילו בפרק ה' מרווח על פעילות ריאלית;

(ב) הנתונים פה אינם כוללים אותו חלק מגירעונות הרשויות המקומיות, הביטוח הלאומי והמלכ"ר הציבוריים שאינו ממומן על ידי הממשלה — בעוד שבפרק ה' כלולים תקציבי הגופים האלה במלואם. גירעון הסוכנות היהודית כלול בנתונים בשני הפרקים.

(2) ממוצע של הזרמים החודשיים השונים חלקי אומדן התוצר לאותו חודש.

(3) נתוני הגירעון בשורה 3 מתקבלים מפעולות המימון. ההוצאות נגזרו באופן שאריתי: סכום הגירעון ותקבולי המסים בפועל.

(4) בעיקר ריבית ריאלית (משום שרוב החוב הפנימי צמוד), אך כולל רכיב של ריבית נומינלית, שכן חלק מהחוב אינו צמוד למרד באופן מלא, או צמוד למטבע חוץ.

(5) שורה 6 מלוח ז' - 5.

(6) צבירת בסיס נכסים ממשלתיים, למעט מתן אשראי נטו מהממשלה. סעיף יתרה המאזן את הלוח וחושב כ(5)-(6)-(8).

(7) גיוס הון נטו באמצעות אג"ח סחירות ובאמצעות הפקדות ואיגרות חוב לאיסחירות (למעט מק"ם ופת"ם).

ה מקור: נתוני בנק ישראל והשב האוצר.

לוח ז' - 5

הרווח המוטנציאלי הגלום בהדפסת הכסף והרווח בפועל, 1986 עד 1991
(אחוזי תוצר)¹

1991										
IV	III	II	I	1991	1990	1989	1988	1987	1986	
0.1	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6	0.8	0.9	1.0	1.2	1. השחיקה האינפלציונית ²
-0.2	0.8	0.5	1.4	0.6	0.5	0.8	-1.3	2.3	1.8	2. היקף ההדפסה (השינוי בבסיס M2*)
-3.9	8.7	6.5	-4.1	1.8	-1.5	0.3	3.4	1.1	0.5	3. השינוי בהלוואה המוניטרית
0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.3	0.7	0.8	4. הריבית על בסיס הכסף ³
0.8	0.4	0.2	0.3	0.4	0.6	0.3	-0.0	0.0	0.0	5. הריבית על ההלוואה המוניטרית וקנסות נזילות ⁴
4.4	-7.6	-5.9	5.8	-0.8	2.5	0.6	-5.1	0.6	0.5	6. הרווח בפועל מההדפסה (5) + (4) - (3) - (2)
0.5	1.1	0.7	1.7	1.0	1.1	0.9	-1.7	1.6	1.0	7. הרווח בפועל מההדפסה ללא השינויים בהלוואה המוניטרית (5) + (4) - (2)

- (1) אחוזי התוצר חושבו כממוצע של הורמים החודשיים המתאימים חלקי אומדן התוצר לאותו חודש.
 (2) ירידת ערכו הריאלי של בסיס הכסף (בסיס M2*) כתוצאה מהאינפלציה; הנתונים בלוח מבוססים על חישוב חודשי של מכפלת בסיס הכסף בשיעור האינפלציה.
 (3) הריבית שבנק ישראל משלם על פיקדונות הבנקים אצלו, הכלולים בבסיס הכסף.
 (4) תשלום מהבנקים לבנק ישראל.
 המקור: נתוני בנק ישראל.

הרכישות. באמצע דצמבר הוכרז על שינוי שיטת התאמת שער החליפין (פירוט בהמשך), ובמקביל הועלה שער האמצע ב־3 אחוזים. בעקבות זאת גבר תהליך יבוא ההון. לאור זאת ועל רקע הרפיון בפעילות והתמתנות קצב עליית המחירים בחודשים הקודמים, פעל בנק ישראל, בסוף דצמבר ובחודשיים הראשונים של שנת 1992, להורדה משמעותית של שיעורי הריבית השקליים, ואלו הגיעו לרמה נמוכה אף מזו שבשנתיים הקודמות.

3. המדיניות המוניטרית — שער החליפין והריבית

שיקולים עקרוניים, כמו גם ניסיון העבר הרחוק והקרוב, מלמדים, כי להתפתחות שער החליפין יש השלכה ישירה ומרכזית על התפתחות המחירים. זאת דרך השפעתו הישירה על מחירי המוצרים (והשירותים) הסחירים והשפעתו העקיפה על מחירי המוצרים הלא־סחירים, שהיצעם והביקוש להם מושפעים ממחירי הסחירים. (מוכן שהתפתחות שער החליפין אינה יכולה להיות מנותקת, לפחות לא לאורך זמן, מהמדיניות הפיסקלית ומדיניות הריבית.) מאז תכנית הייצוב של אמצע שנת 1985, שימש שער החליפין עוגן למחירים, ויעילותו ככזה בלטה גם בשנת 1991.

בשנים 1987 עד 1990 היה קצב הפיחות כ־11 אחוזים בממוצע לשנה. בהנחה שהמחירים בחו"ל עולים בכ־4–5 אחוזים בממוצע לשנה, נגזר מכאן קצב אינפלציה בסיסי של כ־15–16 אחוזים בממוצע שנתי⁵. קצב האינפלציה בפועל היה גבוה מעט יותר, כ־18 אחוזים בממוצע לשנה, התפתחות המשקפת את השפעתם של גורמים נוספים לשער החליפין. (ראה פרק ג') קצב עלייתם של המחירים למעט ריור היה, באותה תקופה, נמוך במקצת מ־16 אחוזים בממוצע לשנה.

שיטת ניהולו של שער החליפין (כלומר קביעת העיתוי והתדירות של השינויים בו) השתנתה מאז תכנית הייצוב מספר פעמים: עד תחילת שנת 1989 נוהל משטר של שער חליפין קבוע, ומדי פעם בוצע פיחות, שנועד לתקן את השחיקה של שער החליפין הריאלי. המגמה, לפחות בתחילה, היתה לערוך את ההתאמות לעיתים רחוקות ככל האפשר ובשיעורים נמוכים ככל האפשר, וכך לפעול לירידה הדרגתית של קצב האינפלציה. הקושי בשיטה זו היה בהיווצרות מחוזרים ספקולטיביים, שהתבטאו בתנודות חריפות של יתרות מטבע החוץ ושל שיעורי הריבית. כדי למתן את תנועות ההון הספקולטיביות ואת תנודות הריבית, הונהגה בתחילת שנת 1989 שיטת שער האמצע, שלפיה יכול שער החליפין לנוע על פי כוחות הביקוש וההיצע, בגבולות מסוימים מעל ומתחת לשער אמצע אופקי. מדי פעם הותאם שער האמצע, וזאת בעיתוי שלא יגרם לשינוי של השער בפועל. כתוצאה מכך פחתו ממדיהן של תנועות ההון הספקולטיביות, שכן ירדה ההסתברות לפיחות בריד בשיעור גדול, ולכן — לרווחי הון מידיים, ופחתו התנודות של שיעורי הריבית. שיטה זו הופעלה במידה רבה של הצלחה עד מארס 1991. הרגיעה שהושגה בממדי תנועות ההון סייעה לתהליך הורדת הריבית, שבלט בשנת 1989. במהלך שנת 1990 ובשלושת הרבעים הראשונים של שנת 1991 שקדה המדיניות המוניטרית על שמירת שיעורי הריבית הנומינליים במגזר השקלי הלא־צמוד ברמה שאליה ירדו במחצית השנייה של שנת 1989.

במשטר של נידוד שער החליפין בגבולות מוגדרים, יש למדיניות קביעת הריבית השלכה על התפתחותו של שער החליפין בתוך התחום. אם, מסיבה כלשהי, גדל ביקוש הציבור לנכסים במטבע חוץ (למשל עקב עליית הריבית בחו"ל או עקב היווצרות ציפיות לפיחות) — ינסה הציבור להמיר שקלים למטבע חוץ; כתוצאה מכך יעלה שער החליפין, ובמקביל יקטן בסיס הכסף, ותעלה הריבית השקלית. עלייתם של שער החליפין והריבית מקטינה את הכדאיות היחסית של החזקת נכסים במטבע חוץ, ולכן פועלת, בסופו של דבר, להפסקת הרכישות. ניסיון למנוע את עליית הריבית השקלית, באמצעות הרחבת

⁵ בשנים 1990 ו־1991 היה קצב עליית המחירים בארצות שישאל סוחרת עמן נמוך מ־4 אחוזים.

בסיס הכסף (או מניעת ירידתו), יגרום במקרה כזה להגדלת היקף הרכישות ועליית שער החליפין תהיה גדולה מעלייתו במצב של אי עליית הריבית.

ברומה, אם הביקוש לנכסים במטבע חוץ יורד, נצפה להמרות של מטבע חוץ לשקלים, וכתוצאה מכך יגדל בסיס הכסף, ויירדו הריבית השקלית ושער החליפין. ניסיון למנוע את ירידת הריבית השקלית, באמצעות מיתון הגידול של בסיס הכסף, יגרום, במקרה כזה, להגברת ההמרות, וירידתו של שער החליפין תהיה גדולה יותר מאשר במצב של אי ירידת הריבית. נראה שהתפתחות מעין זו היתה ברכיב האחרון של שנת 1990 ובחודשיים הראשונים של שנת 1991. בתקופה זו התמתן, כאמור קצב עליית המחירים, לאחר שני רביעים של האצה ניכרת, ולכן לא היה ברור אם ההתמתנות היא תופעה חולפת, או אות לירידת קצב האינפלציה הבסיסי — בין היתר, על רקע הרפיון המתמשך בשוק העבודה. אייבהירות זו הקשתה גם על הערכת הגורמים ליבוא ההון באותה תקופה, שפעל להיצמדות שער החליפין לגבול התחתון של תחום הניד. הסיבה ליבוא הון בתקופה של איזודאות גוברת לא היתה ברורה באותו זמן, וגם כיום, בדעבר, קשה להצביע בבטחה על מקור התופעה. אם היא אכן נבעה מירידת שיעורי הריבית בעולם ומירידת הציפיות לפיחות (על רקע התמתנות קצב עלייתם של המחירים) — אזי הימנעות מצמצום ההלוואה המוניטרית היתה מאפשרת את ירידת הריבית השקלית, מפסיקה את יבוא ההון, ומונעת את היצמדותו של שער החליפין לגבול התחתון של תחום הניד.

הפיחות בן ששת האחוזים בתחילת מארס היה, כאמור, בלתי צפוי, ונתפס בעיני הציבור כתפנית במדיניות שער החליפין, שכן ההתאמות הקודמות של שער האמצע, מאז שנת 1989, בוצעו ללא שינוי מידי של השער בפועל. סביר להניח שהדבר תרם להיווצרות ציפיות לפיחות נוסף באוקטובר. בחודשים אפריל ומאי עלה שער החליפין עלייה (הדרגתית) נוספת, ושיעור עלייתו בין מארס למאי הגיע לכ-11 אחוזים. עלייה זו נלוותה לשינוי בהרכב הרצוי של תיק הנכסים של הציבור, שינוי שכשלעצמו טומן בחובו רחף לעלייה מסוימת של המחירים, ושילובם של שני הגורמים הביא לעלייה חריגה של המחירים ברכיב השני של השנה. עם זאת במהלך שנת 1991 כולה דמה שיעור עלייתו של שער החליפין לשיעור בשנים הקודמות, וגם קצב עליית המחירים נותר דומה לממוצע הרכיב שני (לוח ז'-2-א').

עוצמתו של גל רכישות מטבע החוץ בספטמבר ובאוקטובר הניעה את קובעי המדיניות, להסיק, ששיטת שער האמצע האופקי איבדה מאמינותה, ובאמצע דצמבר 1991 הוחלט על מעבר לשיטה של שער אמצע העולה בקצב יומי קבוע וידוע מראש. לפי שיטה זו, ימשיך שער החליפין לנוע בתוך תחום ניד של 5 אחוזים מעל ומתחת לשער האמצע, אולם הן שער האמצע והן התחום ישתנו בכל יום בשיעור קבוע וידוע מראש. השיטה החדשה מבטלת את הצורך בהתאמות התקופתיות של שער האמצע, ובכך מקטינה את ההסתברות לגלים ספקולטיביים, ומגבירה את הוודאות במשק. עם זאת, מבחנה של השיטה יהיה לא רק בהצלחתה לצמצם את הגלים הספקולטיביים, אלא במניעת חזרתם של תהליכים אינפלציוניים שידענו בעבר, ובאי מניעתה של האפשרות להוריד את קצב האינפלציה, לכשיווצרו תנאים נוחים לכך. (פירוט נוסף ראה פרק ג').

הסתכלות על השנה כולה כיחידה אחת מלמדת ששיעורי הריבית הנומינליים, והריאליים בדעבר, במגזר השקלי הלא צמוד, שהוא המגזר העיקרי המושפע ישירות מהמדיניות המוניטרית השוטפת, נותרו בשנת 1991 דומים לאלו של שנת 1990 (לוח ז'-2). יציבות זו, על רקע עליית שיעורי התשואה הריאליים לפדיון של איגרות החוב הממשלתיות, ניתן לפרשה כתוצאה של מדיניות מוניטרית שתמכה בגידול הפעילות וההשקעות. עם זאת, לאור עליית הרמה הממוצעת של יתרות מטבע החוץ, ששיעורה בשנת 1991 היה גבוה מגידול היתרות הממוצעות של המיצרפים M1 ו-M2 ועל רקע שיעור האבטלה הגבוה ששרר בשנת 1991, ייתכן שהיה מקום להרחבה מוניטרית גדולה יותר. בדעבר נראה, כאמור, שבסוף שנת 1990 ובחודשיים הראשונים של שנת 1991 היה ניתן לאפשר שיעורי ריבית נמוכים יותר במגזר השקלי הלא צמוד. ייתכן גם שהיה ניתן להחיש את קצב ירידת שיעורי הריבית בראשית שנת 1992.

עם זאת, יכולתה של המדיניות המוניטרית השוטפת להשפיע על שיעורי הריבית לזמן בינוני וארוך, ובאמצעותם על ההשקעות, היא מוגבלת. המדיניות השוטפת פועלת על ההיצע של בסיס הכסף, ובאמצעותו — על שיעורי הריבית הנומינליים במגזר השקלי הלא־צמוד ועל היצע האשראי השקלי הלא־צמוד. מידת האפקטיביות של מדיניות זו (לגבי הריבית לזמן בינוני וארוך) תלויה, בין היתר, במידת התחלופה בין אשראי לזמן קצר ובין אשראי לזמן בינוני וארוך, ותחלופה זו, אף שגברה בשנים האחרונות, אינה מלאה. האפשרות להשפיע ביתר שאת ומיד על שיעורי הריבית לזמן בינוני וארוך נתונה בידי הממשלה, וזאת באמצעות שינוי ממדיו של גיוס ההון בשוק המקומי.

הפחתת ממדי גיוס ההון המקומי של הממשלה מחייבת כמובן להקטין את הגירעון המקומי — או, לחלופין, להגדיל את החוב החיצוני של הממשלה. בהנחה שלממשלה קל (וזול) לגייס הון בחו"ל יותר מאשר לרוב היחידות העסקיות בסקטור הפרטי, היתה הגדלה נוספת של חובה החיצוני עשויה להוזיל הן את עלות גיוס ההון של הסקטור הפרטי והן את העלות למשק. נראה שירידת שיעורי הריבית בעולם במהלך שנת 1991 היתה הזדמנות נוחה לכך.

4. כלי המדיניות המוניטרית

המדיניות המוניטרית השוטפת פועלת להשפיע על הרמה והמבנה של שיעורי הריבית במגזר השקלי הלא־צמוד. זאת בעיקר באמצעות השפעה על כמות הנכסים הנזילים שבידי הבנקים, הן במישרין והן דרך שינויים בבסיס הכסף. מערכת ההלוואות המוניטריות היא הכלי המרכזי המשמש את בנק ישראל לצורך השפעה ישירה על הנכסים הנזילים שבידי הבנקים. כלים נוספים, המשמשים להשפעה על בסיס הכסף, הם פעולות בשוק המק"ם ובשוק האופציות לרכישת מטבע חוץ. שיעורי נזילות החובה והריבית המשולמת על הנכסים הנזילים הם כלים המשמשים לעיתים רחוקות יחסית.

ההלוואה המוניטרית לבנקים מתחלקת לשני סוגים — הלוואה במכסות והלוואה במכרז. ההלוואה במכסות היא למעשה פונקציית היצע, העולה משמאל לימין, במדרגות שאורכן כגודל המכסות. את ההלוואה במכרז ניתן לפרש כגורם ששינוי בו מזיז את ההיצע במכסות: הגדלת המכרזים מזיזה את ההיצע ימינה, ופועלת להגדלת היקף ההלוואה המוניטרית ולהפחתת עלותה השולית, והקטנת המכרזים פועלת בכיוון ההפוך.

עד תחילת שנת 1991 התבצע המכרז על בסיס שבועי. כדי להגביר את יכולתו של הבנק להשפיע באופן שוטף על שיעורי הריבית, הופעל החל מינואר 1991 גם מכרז יומי. נוסף על המכרז לבנקים, הונהג ביוני 1990 גם מכרז לציבור, המתנהל באמצעות הבנקים. אמצעי זה פועל להקטנת הביקוש לאשראי ממקורות הבנקים, ובכך עשוי לחזק את הקשר שבין העלות של מקורות האשראי לעלות האשראי.

בארבעת החודשים הראשונים של שנת 1991, בעקבות המרות מטבע החוץ והפת"ם, גדלו הרזרבות הלא־מולדות והעתודות החופשיות של הבנקים, וירד הביקוש להלוואה מוניטרית. (נתונים של המשתנים הרלבנטיים, על בסיס רבעוני, מוצגים בלוח ז'-6.) כדי למתן את ירידת שיעורי הריבית הקטין בנק ישראל את היקף המכרזים מכ־2,800 מיליוני ש"ח בדצמבר 1990 לכ־1,140 מיליונים באפריל 1991, ובמקביל ירדה העלות השולית של ההלוואה המוניטרית (הריבית הממוצעת בחודש) מ־14 אחוזים בדצמבר 1990 לכ־12 אחוזים באפריל 1991. החל מחודש יוני, על רקע רכישות מטבע חוץ והורמה שלילית של הממשלה, ירדו הרזרבות הלא־מולדות והעתודות החופשיות של הבנקים, וגדל הביקוש להלוואה מוניטרית. כדי למתן את עליית שיעורי הריבית הגדיל בנק ישראל את היקף המכרזים מכ־1,140 מיליוני ש"ח באפריל לכ־3,350 מיליונים באוגוסט, ובמקביל עלתה העלות השולית של ההלוואה המוניטרית מ־12 אחוזים באפריל ל־14 אחוזים באוגוסט.

לוח ז' - 6

אינדקסורים למדיניות המוניטרית, 1989 עד 1991
ביקוש והיצע — רזרבות הבנקים (לפי "חודשי נזילות")

1991				1990				1991	1990	1989	
IV	III	II	I	IV	III	II	I				
(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)											
2,133	2,161	2,053	2,069	1,824	1,751	1,942	2,276	2,104	1,948	2,309	א. הביקוש לנכסים נזילים — סך הכול
2,332	1,905	1,873	1,860	1,609	1,483	1,698	2,045	1,993	1,709	2,046	1. חובת נזילות
-199	256	180	208	215	268	244	231	112	239	263	2. עודפי נזילות (יתרה)
2,133	2,161	2,053	2,069	1,824	1,751	1,942	2,276	2,104	1,948	2,309	ב. היצע הנכסים הנזילים — סך הכול
-4,393	-2,174	-97	-353	-2,304	-2,223	-1,633	-2,612	-1,754	-2,193	451	1. רזרבות לא־מולות'
466	381	375	372	322	297	340	409	399	342	402	מזה: מק"ם בירי הבנקים
6,526	4,335	2,150	2,421	4,128	3,974	3,575	4,889	3,858	4,141	1,858	2. הלוואות מוניטריות
2,779	1,087	500	477	1,514	2,006	2,071	3,389	1,211	2,245	805	(א) ניצול ההלוואה במכסות
3,747	3,249	1,650	1,945	2,613	1,968	1,504	1,500	2,647	1,896	1,052	(ב) ניצול המכרזים
ג. הערה											
-6,725	-4,079	-1,970	-2,213	-3,912	-3,706	-3,331	-4,657	-3,747	-3,902	-1,595	1. עתודות חופשיות (ב.1-א.1)
219	171	223	167	329	589	538	479	195	484	283	2. ניצול המכסה השולית
3,747	3,249	1,650	1,945	2,613	1,986	1,506	1,500	2,647	1,901	1,121	3. הצע המכרזים

(1) רזרבות שאינן מההלוואות המוניטריות.

מספטמבר ועד דצמבר (פרט לאוקטובר) שמר בנק ישראל על רמה קבועה פחות או יותר של היקף המכרזים, והיחצו של בסיס הכסף הוקטן באמצעות הגדלת גיוס ההון באמצעות מק"ם. ביתר פירוט: בספטמבר נמנע בנק ישראל מלהתאים את כמות המכרזים לביקוש הגובר להלוואה המוניטרית, וסיפק את הביקוש באמצעות גידול ההלוואה במכסות, תוך עליית העלות השולית ל-15 אחוזים. באוקטובר, בעקבות גידול נוסף של הביקוש למטבע חוץ, גבר מאוד הביקוש להלוואה מוניטרית. כדי למנוע עלייה דרסטית מדי של שיעורי הריבית, הגדיל בנק ישראל את היקף המכרזים לכ-4,500 מיליוני ש"ח. הביקוש הגובר סופק באמצעות הגדלה נוספת של המכסות, תוך עליית העלות השולית לכ-21 אחוזים. בנובמבר, לאחר פדיון המניות הבנקאיות, פחת הביקוש להלוואה המוניטרית, ובמקביל הקטין בנק ישראל את היקף המכרזים, תוך שמירה על שיעורי הריבית הגבוהים של אוקטובר. בדצמבר נשמרה רמת המכרזים של נובמבר, וירידת הביקוש להלוואה המוניטרית התבטאה בירידת ההלוואה במכסות ובירידת העלות השולית ל-19 אחוזים. במקביל פעל בנק ישראל להעמקת שוק המק"ם, ויתרת המק"ם גדלה בשיעור ניכר — מכ-1,900 מיליוני ש"ח בסוף ספטמבר לכ-3,600 מיליונים בסוף דצמבר. (חלק מהספיגה שנבעה מהגדלת המק"ם נוטרל על ידי הורדת שיעורי הנזילות בנובמבר, שהשפעתה שקולה כנגד הזרמה של כ-300 מיליוני ש"ח).

למרות גידולו של ביקוש הציבור לנכסים במטבע חוץ בחודשים ספטמבר ואוקטובר 1991, נותרה רמתה של הפרמיה על הדולר השחור רומה לרמת החודשיים הקודמים. היצע אופציות מטבע החוץ מבנק ישראל נותר בחודשיים אלו ברמה רומה לזו של החודשיים הקודמים, והפרמיה על האופציות עלתה בשיעור מתון — מכ-2.7 אחוזים ביולי ואוגוסט לכ-3.7 אחוזים בספטמבר ואוקטובר. יציבותה של הפרמיה על הדולר השחור והעלייה המתונה יחסית של הפרמיה על אופציות מטבע החוץ מצביעה על האפשרות, כי גידולן של רכישות מטבע החוץ בחודשים ספטמבר ואוקטובר נבע, לפחות חלקית, ממניעים ארוכי טווח ולא רק מציפיות לפיחות קרוב.

ירידת שיעורי הריבית בשנים האחרונות לוותה בצמצום משמעותי של הפער שבין הריבית ללווים ובין הריבית למפקדים במגזר השקלי הלא-צמוד (כפי שמשתקף, למשל, בפער שבין ריבית החח"ד לריבית הפח"ק). עליית שיעורי הריבית במגזר השקלי ברבע האחרון של שנת 1991 לוותה גם בגידול פער הריביות, שהגיע בתקופה זו לכ-18.1 נקודות אחוז, לעומת כ-15.7 נקודות אחוז במחצית השנייה של שנת 1990 (לוח ז'-2): התנהגות זו מוסברת, קרוב לוודאי, במבנה לאתרחות של מערכת הבנקאות. כאשר גדל הביקוש לאשראי שקלי לא-צמוד, מעלים הבנקים את הריבית ללווים במידה העולה על העלאת הריבית שהם משלמים למפקדים, וכתוצאה מכך גדל פער הריביות, ועמו — הרווחיות לשקל אשראי. ייתכן שהגדלת משקלם של המכרזים לציבור בסך המכרזים היתה ממתנת את עלייתו של פער הריביות.

5. האשראי

את האשראי מקובל לחלק לשני סוגים עיקריים: אשראי לזמן קצר (עד שנה) ואשראי לזמן בינוני וארוך. האשראי לזמן קצר ניתן ממערכת הבנקאות המסחרית (ומשלוחותיה בחו"ל), ומיועד בעיקר למימון פעילות שוטפת של עסקים ומשקי בית. האשראי לזמן בינוני וארוך מיועד בעיקר למימון השקעות בענפי המשק ובדירור. התחלופה בין סוגי האשראי אינה מלאה, בגלל יעדיהם השונים ומחמת מגבלות שונות, הנובעות בין היתר משיקולי יציבות של המוסדות הפיננסיים, הפועלים לקיומו של מאזן הצמדה בין מקורות ושימושים לטווחי זמן שונים.

בעבר נוהל רובו של האשראי לזמן בינוני וארוך בבנקים הייעודיים (בנקים למשכנתאות, בנקים למימון השקעות ומוסדות כספיים), בזיקה ניכרת למסגרות מתן האשראי של הממשלה. בשנים האחרונות, בעקבות הרפורמה בשוק ההון, גדל החלק החופשי של האשראי לטווח בינוני וארוך, גברה

לוח ז' - 7

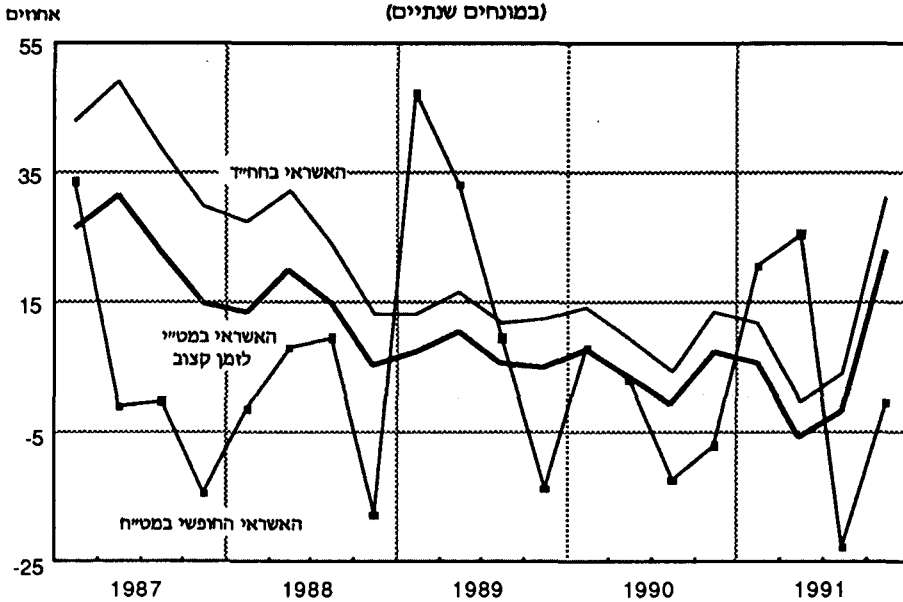
אומדן העלות הריאלית של האשראי לזמן קצר, 1988 עד 1991
(אחוזים, במונחים שנתיים)

העלות הריאלית של האשראי למשתמשים שאינם משלמים מס				אומדן היפותטי למשתמשים המשלמים מס ²			
1988	1989	1990	1991	1988	1989	1990	1991
21.3	8.7	7.5	7.1	11.7	4.8	4.2	4.2
25.6	11.3	10.2	10.0	14.1	6.2	5.7	5.9
14.5	4.9	4.2	3.7	8.0	2.7	2.4	2.2
0.2	14.5	-2.6	2.9	0.1	8.0	-1.5	1.7
13.1	10.6	4.4	6.4	7.2	5.8	2.5	3.7
10.7	15.2	8.4	17.0	5.9	8.3	4.7	10.1

- העלות הריאלית לחודש מסוים היא הריבית הנומינלית במשך החודש בניכוי עליית המחירים לצרכן.
- בהנחה שהריבית הריאלית על אשראי מוכרת כהוצאות לצורכי מס, הונחו שיעורי מס של 45 אחוזים בשנים 1988 ו-1989, 43.5 אחוזים בשנת 1990 ו-41 אחוזים בשנת 1991.
- בהלוואות פיתוח הונח שיעור מס של 25 אחוזים.
- הריבית הנומינלית מחושבת כמכפלת הריבית הדולרית בפיחות החודשי.
- החישוב נעשה בהתאם לריביות על האשראים השונים לפי משקלם בסך כל האשראי.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

העלות הריאלית של רכיבי האשראי הבנקאי לזמן קצר, 1987 עד 1991



השתתפותם של הבנקים המסחריים בפלח שוק זה, וגרלה התחלופה בין סוגי האשראי. כמו כן עברה פעילותם של חלק מהבנקים למימון השקעות בשנת 1991 לבנקים המסחריים, ופעילותם החלה להירשם בסטטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים.

בשנת 1991 התרחבה היתרה הממוצעת של שני סוגי האשראי בשיעור גבוה יותר מאשר בשנת 1990, הן במונחים נומינליים והן במונחי מדד המחירים לצרכן. התרחבות האשראי לזמן בינוני וארוך הושפעה בין היתר מהגדלת המקורות הממשלתיים למתן אשראי.

א. האשראי הבנקאי לזמן קצר

יתרתו הממוצעת של האשראי הבנקאי לזמן קצר גדלה בשנת 1991 בשיעור רומה לזה של גידול התוצר הנומינלי, כ־27 אחוזים לעומת כ־29 אחוזים, בהתאמה. (לוחות ז' ו'1-8). במונחי מדד המחירים לצרכן גדל אשראי זה בכ־7 אחוזים, לעומת כ־6 אחוזים אשתקד. התפתחות זו מורכבת מהתמתנות, יחסית לשנה הקודמת, של התרחבות האשראי הלא־צמוד במטבע ישראלי והחשת התרחבות היתרה הממוצעת של האשראי הצמוד למטבע חוץ. התרחבות האשראי במטבע חוץ משקפת, לפחות בחלקה, תגובה בפיגור להרחבת המקורות לאשראי במטבע חוץ. (בשנת 1990 הוסרו התקרות על האשראי זה, התקופה המינימלית של ההלוואה קוצרה מאוד, והורחבה גישתם של משתמשים מקומיים לשוקים בחו"ל).

התפתחותו של האשראי ושל רכיביו העיקריים במהלך השנה לא היתה אחידה, ושיקפה את השינויים בהרכב הרצוי של תיק נכסי הציבור. במהלך הרביע האחרון של שנת 1990 והרביע הראשון של 1991, על רקע התמתנות הציפיות לפיחות וגידול הביקוש לנכסים השקליים הלא־צמודים, גדל מאוד האשראי הצמוד למטבע חוץ, והתמתנה התרחבותו של האשראי הלא־צמוד. ברביע השני של שנת 1991 התהפכה

לוח ז' - 8

האשראי לציבור ממערכת הבנקאות המסחרית, 1989 עד 1991

השינוי הנומינלי כמשך התקופה			השינוי הנומינלי ביתרה הממוצעת			היתרה לסוף	היתרה לסוף	
1991	1990	1989	1991	1990	1989	1991	1990	
(אחוזים)			(מיליוני ש"ח)					
24.5	28.6	26.6	26.3	34.0	34.0	29,985	24,086	1. האשראי השקלי הלא-צמוד
27.0	21.7	15.9	22.3	23.6	31.2	16,545	13,023	א. אשראי בחח"ד ומשיכות יתר
21.5	37.7	44.3	31.4	50.1	38.6	13,440	11,062	ב. אשראי לא-צמוד אחר במטבע ישראלי (לזמן קצוב)
10.6	113.2	44.7	78.5	36.5	50.2	10,081	9,114	2. אשראי חופשי במטבע חוץ ¹
-28.2	-88.2	7.2	-86.1	-33.3	16.6	300	417	3. האשראי המוכוון ליצוא
20.1	26.7	26.1	27.2	23.8	33.5	40,366	33,617	4. האשראי הבנקאי לזמן קצר (3 + 2 + 1)
38.5	39.0	50.7	36.4	49.5	46.8	19,273	13,916	5. האשראי הצמוד במטבע ישראלי
17.2	2.6	3.2	10.1	2.6	7.1	21,857	18,648	6. האשראי מפמל"ה
23.1	20.9	20.8	23.8	20.3	24.3	81,496	66,181	7. סך כל האשראי הבנקאי (6 + 5 + 4)
18.0	17.6	20.7	19.0	17.2	20.2	מדד המחירים לצרכן		

(1) אשראי מבנקים מסחריים ומשלוחותיהם בחו"ל בלבד.

התמונה: יתרת האשראי במטבע חוץ ירדה, והתרחבה מאוד יתרתו של האשראי הלא-צמוד. עלותו הנומינלית של האשראי השקלי הלא-צמוד נותרה דומה לזו שבשנה הקודמת. עלותו הנומינלית של האשראי במטבע חוץ עלתה במקצת, התפתחות המשקפת את המשך ירידתה של הריבית הרולרית והחשת קצב עלייתו של שער השקל ביחס לרולר (המבטאת גם את התחזקות הרולר יחסית למטבעות האחרים). התחזקותו של הרולר יחסית למטבעות האחרים התבטאה אם כן בהתייכרות נומינלית מסוימת של סך האשראי לטווח קצר מ־22.7 אחוזים בשנת 1990 ל־25.5 אחוזים בשנת 1991. התפתחות זו התבטאה גם בעלייה מסוימת של העלות הריאלית בדירעב, במונחי מדר המחירים לצרכן, מ־4.4 אחוזים בשנת 1990 לכ־6.4 אחוזים ב־1991. לעומת זאת הביאה עלייה מהירה יותר של מחירי התוצר לירידת העלות הריאלית בדירעב במונחי מחירי התוצר, מכ־6.1 אחוזים ב־1990 לכ־2.4 אחוזים ב־1991.

ב. האשראי לזמן בינוני וארוך

היתרה הריאלית של סך האשראי לזמן בינוני וארוך, שניתן באמצעות המוסדות הפיננסיים לסקטור הפרטי הלא-פיננסי, התרחבה במהלך שנת 1991 בכ־6.7 אחוזים, לאחר יציבות במהלך השנתיים הקודמות (לוח ו-9). חלק מגידולם של מקורות האשראי נבע מגידול של פיקדונות הממשלה למתן אשראי, הן באמצעות הבנקים המסחריים והן באמצעות הבנקים למשכנתאות.

היתרה הריאלית של סך האשראי לזמן בינוני וארוך, שניתן באמצעות מערכת הבנקאות המסחרית, התרחבה במהלך שנת 1991 בכ־5.4 אחוזים, לעומת יציבות ריאלית במהלך שנת 1990 וירידה של כ־6 אחוזים במהלך שנת 1989. אשראי זה מתחלק לשני רכיבים עיקריים — אשראי חופשי (צמוד) ואשראי מפיקדונות למתן הלוואות (פמל"ה). בשנים האחרונות, בעקבות צעדי הרפורמה בשוק ההון, התרחב האשראי החופשי בהתמדה ובמידה ניכרת, ובמקביל ירדה היתרה הריאלית של האשראי מפמל"ה. מגמה זו נמשכה גם בשנת 1991, אם כי בקצב מתון יחסית לשנים הקודמות. ביתר פירוט: היתרה הריאלית של האשראי החופשי גדלה במהלך שנת 1991 בכ־19 אחוזים, בדומה לקצב התרחבותה הממוצעת בשנתיים הקודמות, ובמקביל התמתן קצב ירידתו של האשראי מפמל"ה. היתרה הריאלית של רכיב זה ירדה במהלך שנת 1991 בכ־8 אחוזים, לאחר ירידה של כ־15 אחוזים בממוצע לשנה בשנתיים הקודמות. בחינת רכיבי הפמל"ה מלמדת, שהדבר נובע בעיקרו מהתרחבות ניכרת של יתרת האשראי מפמל"ה של הממשלה.

בשנים האחרונות גדל מאוד משקלם של הבנקים למשכנתאות בסך האשראי של המוסדות הייעודיים. התפתחות זו משקפת התרחבות מהירה של האשראי הניתן באמצעות הבנקים למשכנתאות, שמיועד ברובו לרכישת דירות, וירידה (ריאלית) ניכרת של נפח האשראי הניתן באמצעות הבנקים הייעודיים האחרים. ירידת חלקם ופעילותם של הבנקים הייעודיים האחרים משקפת בחלקה גידול של המקורות המופנים לשוק הדיור, ובחלקה — שינוי מבני, שהתבטא בהגדלת מעורבותם של הבנקים המסחריים בניהול האשראי לזמן בינוני וארוך.

היתרה הריאלית של האשראי הניתן באמצעות הבנקים למשכנתאות גדלה במהלך שנת 1991 בכ־19 אחוזים, לאחר עלייה של כ־11 אחוזים בממוצע לשנה במהלך השנתיים הקודמות. התרחבות זו משקפת גידול ניכר של זרם ההלוואות החדשות⁶ (בניכוי פירעונות), שהסתכם בכ־2,850 מיליוני ש"ח, לעומת

⁶ יתרות האשראי לזמן בינוני וארוך מושפעות מרווחי (או הפסדי) הון, הנובעים משינויים בשער החליפין הריאלי ומגורמים אחרים. זרם האשראי, כלומר ההלוואות החדשות שניתנו במהלך השנה, מיטיב יותר לשקף את תוספת המקורות שהופנו למימון השקעות חדשות. לצערנו אין בידנו אינפורמציה על זרם האשראי לזמן ארוך, הניתן על ידי הבנקים המסחריים. (באשראי לזמן קצר ההבחנה בין זרמים ליתרות פחות חשובה, שכן אשראי זה מתחדש לעתים קרובות).

לוח ז' - 9

האשראי לזמן בינוני וארוך שניתן באמצעות המוסדות הפיננסיים לסקטור הפרטי הלא-סיננסי, 1989 עד 1991

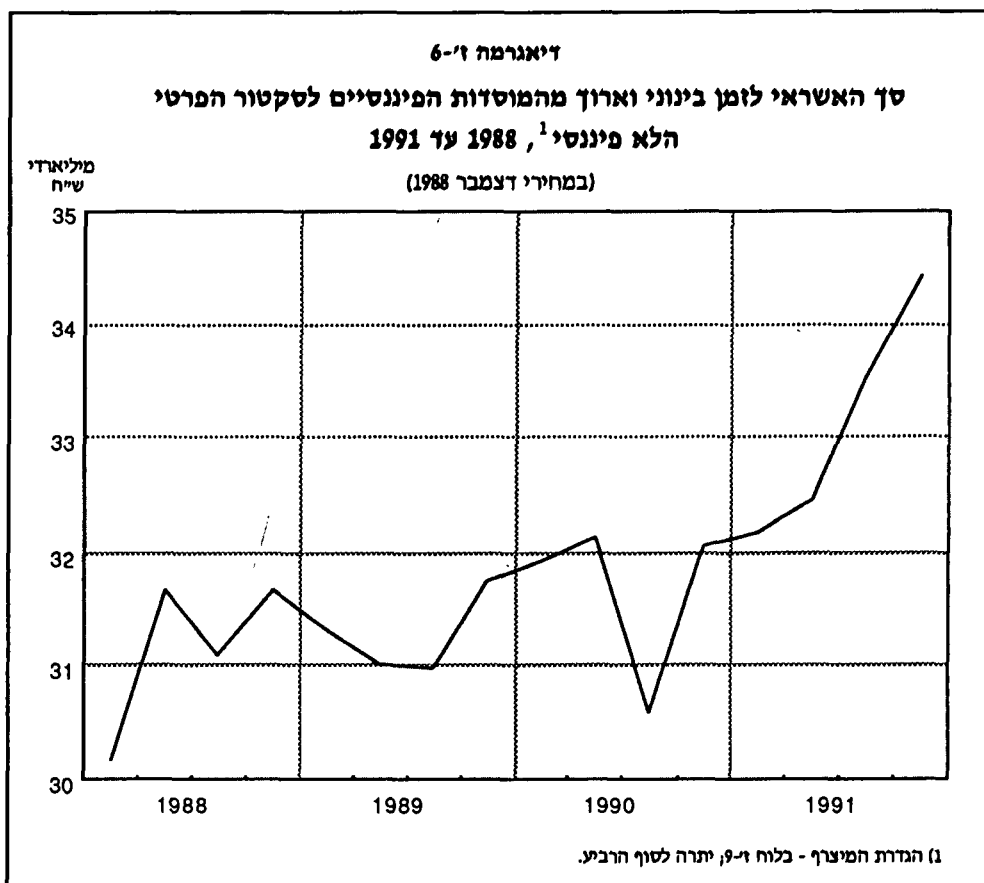
	השינוי הריאלי במשך התקופה			השינוי הריאלי ביתרה הממוצעת			היתרה לסוף	היתרה לסוף	
	1991	1990	1989	1991	1990	1989	1991	1990	
	(אחוזים)			(מיליוני ש"ח)					
1.	18.8	12.1	9.6	16.5	11.9	10.3	24,538	17,500	בנקים למשכנתאות
2.	-70.9	-40.0	-10.7	-50.7	-25.2	-3.8	805	2,340	מוסדות ייעודיים אחרים
3.	5.4	0.6	-5.9	3.1	-0.4	-4.9	31,003	24,912	בנקים מסחריים
א.	18.8	13.3	23.7	12.8	22.6	20.8	17,517	12,497	אשראי חופשי צמוד
ב.	-8.0	-9.6	-21.1	-6.1	-15.5	-16.5	13,486	12,415	אשראי מפמל"ה
4.	6.7	1.1	-1.5	4.4	1.4	-0.1	56,346	44,752	סך האשראי המקומי (1 + 2 + 3)
5.	-26.5	4.2	-4.7	-5.7	-4.4	-3.1	5,208	6,003	אשראי ישיר מחו"ל
6.	2.7	1.4	-1.9	3.2	0.7	-0.4	61,554	50,755	סך האשראי (4 + 5)

המקור: עיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח ז' - 9 - א'

זרמי האשראי לזמן בינוני וארוך מהבנקים למשכנתאות, 1988 עד 1991

השינוי הריאלי			זרמי האשראי				
1991	1990	1989	1991	1990	1989	1988	
(אחוזים)			(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)				
75.1	21.4	-15.2	3,517	1,688	1,186	1,163	1. הלוואות מוכוונות למגורים
66.0	9.1	-3.6	2,741	1,388	1,085	936	מזה: מפיקדונות הממשלה
							2. הלוואות לא־מוכוונות למגורים
25.2	13.8	10.7	2,357	1,582	1,186	891	
							3. סך כל ההלוואות למגורים (2 + 1)
51.0	17.7	-3.9	5,875	3,270	2,372	2,054	
							4. הלוואות למגורים בניכוי פירעונות
149.2	15.5	-32.1	2,850	962	710	870	
			414	314	145	79	5. הלוואות שלא למגורים
							6. סך כל זרם ההלוואות מהבנקים למשכנתאות (3 + 5)
47.5	21.5	-1.8	6,289	3,584	2,517	2,133	



כ־962 מיליונים בשנת 1990 (לוח ז'-9-א'). ההתרחבות הניכרת של האשראי למשכנתאות בשנת 1991 ניוונה במידה רבה מגידול הזרם (ברוטו) של פיקדונות הממשלה למתן הלוואות, שהסתכם בשנת 1991 בכ־2,741 מיליוני ש"ח לעומת כ־1,388 מיליונים ב־1990.

התרחבות המקורות המוכוונים למתן אשראי למשכנתאות התבטאה גם בירידת שיעורי הריבית על המשכנתאות החופשיות, מרמה ממוצעת של כ־5.4 אחוזים בשנת 1990 לכ־4.6 אחוזים בשנת 1991, וזאת למרות עליית שיעורי התשואה־לפרדיון של איגרות חוב ממשלתיות.

הנתונים על אשראי ישיר מחו"ל מצביעים על ירידת היתרה הריאלית במהלך השנה (לוח ז'-9). יתרה זו אינה כוללת את הסעיף "טעויות והשמטות" (לוח ו'-16). בהנחה (הנראית סבירה) שהחשבון השוטף נמדד ללא טעות משמעותית, נקבל צבירת חוב חיצוני של הסקטור הפרטי בהיקף של כ־700 מיליוני דולרים. נראה אפוא שגידולו של גיוס ההון בידי הממשלה — שהתבטא כאמור, בעליית שיעורי התשואה־לפרדיון של איגרות חוב ממשלתיות — על רקע ירידת שיעורי הריבית בעולם, עורר את הסקטור הפרטי להגדיל את החוב החיצוני, לשם מימון גידולן של ההשקעות.

ג. ליברליזציה ורפורמה

בנובמבר 1991 הופעל שלב נוסף של הליברליזציה בשוקי הכספים וההון. בין הצעדים שננקטו ניתן

פרק ז', שוקי הכספים וההון 245

למנות את המשך הפחתתם של שיעורי הנזילות על פיקדונות, הקלה בתחום העסקאות הצמודות, פישוט ואיחוד שיעורי המס על נכסים פיננסיים, והסרה נוספת של מגבלות על השקעה של ישראלים בחו"ל ושל זרים בארץ. צעדים אלו הם המשך למדיניות שננקטה בשנים האחרונות, במטרה להאיץ את פתיחת השווקים הפיננסיים של המשק הישראלי, ולסייע להגדלת המקורות למימון ההשקעות ולצמיחת המשק.

לעומת זאת אושרו בכנסת בסוף שנת 1991 ובתחילת שנת 1992 שני חוקים — חוק המשכנתאות וחוק ההסדרים במגזר החקלאי, שהם בבחינת נסיגה מיעדי הרפורמה בשוקי הכספים וההון. מחוק המשכנתאות נגזרת הרחבה של האשראי המוכווני, שצומצם מאוד בשנים האחרונות, וזו פועלת להפחתת יעילותה של הקצאת המקורות. יתר על כן: ההצמדה החלקית של המשכנתאות משמעותה שלא ניתן לדעת מראש מהו הנטל התקציבי הגלום במתן האשראי. עוד ראוי לציין, כי מצב, שבו המתנה הגלומה באשראי המוכווני גדלה עם עליית האינפלציה, עלול ליצור קבוצות לחץ להחלשת המאבק להורדת שיעור האינפלציה.

חוק ההסדרים במגזר החקלאי הוא חקיקה רטרואקטיבית, המבטלת באופן חד-צדדי חוזים שנחתמו על בסיס עסקי בין הלווים והבנקים. לחוק כזה יש השלכות שליליות על מערכת הבנקאות, על זמינות האשראי, על התקציב ועל מוסר התשלומים. במהלך שנת 1991 נמצאו בשלבי חקיקה מספר חוקים נוספים: חוק ההסדרים במגזר נפגעי המשכנתאות, חוק הבנקאות (עמלת פירעון מוקדם) ותיקון חוק הערבות. לחקיקה רטרואקטיבית שמבטלת הסכמים קודמים ו/או להרחבת המגבלות של המחוקק על אופיים וטיבם של ההסדרים בין יחידות עסקיות עלולה להיות השלכה שלילית על יעילותה של הקצאת המקורות, על תרמית המשק הישראלי בעולם ועל ההשקעות מחו"ל.

6. תיק הנכסים הכספיים של הציבור

תיק הנכסים הכספיים של הציבור עלה במהלך השנה בכ-7.7 אחוזים ריאלית, לעומת גידול של כ-2.3 אחוזים אשתקד וכ-10.7 אחוזים ב-1989 (לוח ז'-10). גידול תיק הנכסים לווה בשינוי הרכבו: מחד גיסא ירד משקל תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים, ונפרדו מניות הבנקים, ומאידך עלה במידה ניכרת משקל איגרות החוב והמניות, שהיו הרכיבים העיקריים שתורמו לגידול התיק. המגמה לא היתה אחידה: עד אוקטובר עלו הנכסים בכ-8.6 אחוזים, ואילו בנובמבר החלה ירידה ריאלית מתונה, שנבעה, קרוב לוודאי, מציפיות לעליית הריביות לזמן ארוך.

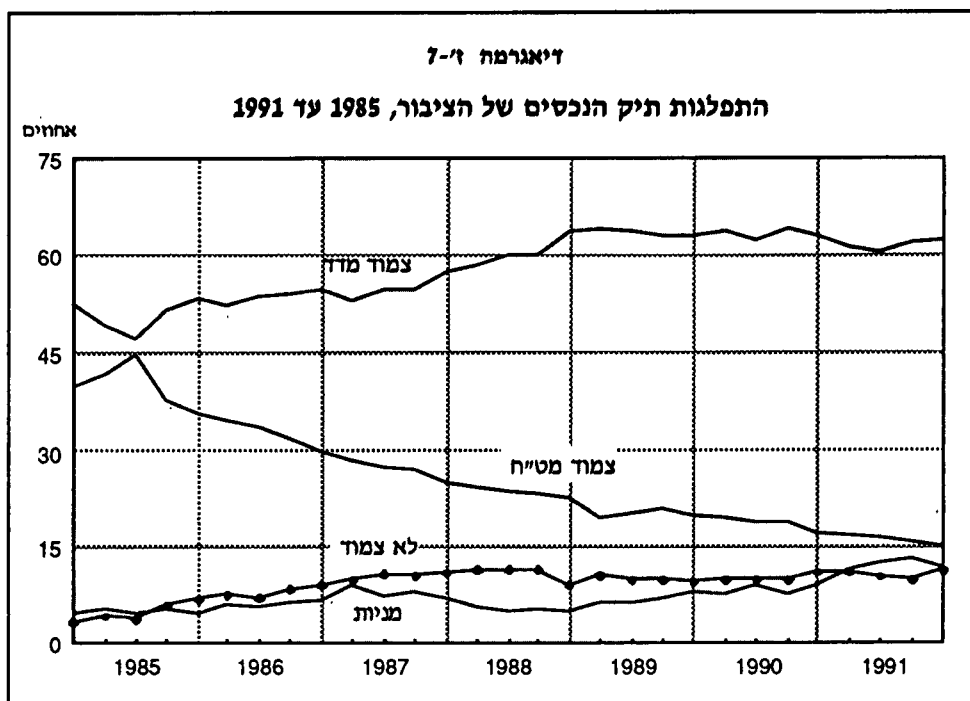
שנת 1991 החלה מנקודת שפל במחירי הנכסים הנסחרים בשוק ההון; זאת על רקע אי-הוודאות שנבעה ממשבר המפרץ והחששות לעליית הריביות, שהביאו לירידת מחירים תלולה בחודשים האחרונים של 1990. עם תחילת הקרבות גדל הביקוש למניות, ועם סיומם החל לגדול הביקוש לאיגרות חוב. גידול הביקוש למניות, שהביא לעלייה מתמשכת של מחיריהן, במקביל לצורך במקורות מימון להשקעות חדשות בגין העלייה, הביאו לגיוס הון עצמי בממדים שלא היו כמותם מאז הגיאות של תחילת שנות השמונים. הגידול של סך איגרות החוב נבע מגידול ניכר של הנפקת איגרות חוב ממשלתיות, שנשען על גידול הביקוש להן.

מיצרך הנכסים הלא-צמודים — למעט מק"ם⁷ — עלה במהלך השנה בשיעור מתון, כ-3.7 אחוזים ריאלית. התפתחות מיצרך זה לא היתה אחידה: ברכיב האחרון של 1990 ובחודשים ינואר ופברואר הוא

⁷ ולמעט קופות גמל. בקופות הגמל אנו רואים נכס צמוד, שכן רוב נכסיהן צמודים למדד. לכן, לשם מניעת כפילות, נוכו הנכסים הלא-צמודים שבידי קופות הגמל מסך הנכסים הלא-צמודים, ותיקון רומה נעשה גם לגבי המניות.

עלה עלייה ניכרת, הקשורה לשינוי שחל באותה התקופה בהרכב הרצוי של תיק הנכסים. (ראה סעיף 2). החל מאפריל ירד מיצרף זה ברציפות, התפתחות המשקפת בעיקרה תיקון לעלייה הניכרת של תחילת השנה.

התפתחותה של יתרת המק"ם שבידי הציבור היתה שונה מזו של שאר הנכסים הלא-צמודים. יתרה זו עלתה במשך השנה בכ-89 אחוזים ריאלי, רובה ככולה כתוצאה מהנפקות חדשות ברביע האחרון של השנה, שבו נוצל פדיון מניות הבנקים להרחבת בסיס המק"ם.



משקל הנכסים הצמודים למטבע חוץ הוסיף והצטמצם השנה, בהמשך למגמה של השנים האחרונות (דיאגרמה ז'-7). פדיון מניות הבנקים שבהסדר לא לווה בהגדלה מתאימה של היצע איגרות חוב דולריות, וכתוצאה מכך קטן מאוד מלאי הנכסים הסחירים הצמודים למטבע חוץ. כמו כן נמשכה השנה מגמת הירידה של מיצרף הפת"ם, שמאז התכנית הכלכלית איבר את כדאיותו היחסית, בעיקר על רקע פיגור שער החליפין אחר המדר. לעומת הנכסים שאינם סחירים, כמו הפת"ם, הרי בנכסים הסחירים המחירים יכולים להתאים עצמם, כך שתשואתם תהיה שוב אטרקטיבית, אך כאמור היצעם הצטמצם השנה מאוד.

משקל הנכסים הצמודים למדד נשאר דומה לזה של אשתקד, התפתחות המורכבת מעלייה ריאלי של איגרות החוב הצמודות למדד שבידי הציבור, עלייה מתונה יותר של סך נכסי קופות הגמל (סעיף 8) וביטוח חיים וירידה של תכניות החיסכון. ירידה זו שיקפה צבירה שלילית, שנבעה משיעוריהן הנמוכים יחסית של הריביות באפיק זה, שאינם מהווים, לדעת הציבור, פרמיה נאותה בגין הוויתור על הנזילות.

לוח ז' - 10

הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור, ¹ 1990 ו-² 1991

המשקל בסך כל הנכסים בסוף התקופה			היתרות בסוף התקופה					
			1991					
1991	1990	1989	IV	III	II	I	1990	
(אחוזים)			(מיליוני ש"ח)					
11.2	11.0	9.5	27,314	23,931	22,797	22,790	21,104	א. סך הנכסים הלא־הצמודים לזמן קצר
3.0	3.3	3.1	7,455	7,316	7,161	7,028	6,345	1. אמצעי תשלום
6.8	6.9	5.7	16,561	14,844	14,015	14,026	13,281	2. פו"ק ופח"ק (תפ"ס)
1.3	0.8	0.7	3,298	1,772	1,621	1,736	1,478	3. מק"ם
12.2	10.6	11.3	29,900	28,087	23,813	21,652	20,314	ב. פת"ם, פצ"ם ואיגרות חוב סחירות
5.1	5.3	5.7	12,463	11,832	11,666	10,644	10,186	1. פת"ם ופצ"ם
2.9	2.8	2.9	7,196	6,844	6,719	5,776	5,366	מזה: פת"ח של תושבים מקומיים
7.1	5.3	5.6	17,437	16,255	12,148	11,007	10,128	2. איגרות חוב בידי הציבור
								ג. סך הנכסים לזמן קצר בצירוף אג"ח סחירות
23.4	21.5	20.8	57,214	52,019	46,610	44,441	41,418	(א) + (ב)
0.4	1.6	1.8	1,075	4,087	3,988	3,499	3,137	ד. מניות הבנקים
								ה. סך הנכסים לזמן קצר בצירוף אג"ח סחירות
23.8	23.2	22.6	58,288	56,105	50,598	47,940	44,555	ומניות הבנקים (ג) + (ד)
11.6	8.8	7.9	28,346	31,796	27,534	23,320	16,923	ו. מניות לא־בנקאיות
4.1	4.5	4.5	10,052	9,708	9,222	8,866	8,572	ז. פיקדונות פיצויים
13.8	16.0	18.0	33,819	34,470	32,663	31,073	30,715	ח. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים
46.6	47.6	47.1	114,070	112,899	101,977	95,708	91,548	ט. קופות גמל וביטוח חיים
100.0	100.0	100.0	244,575	244,978	221,994	206,908	192,312	י. סך כל הנכסים הפיננסיים
11.6	8.8	7.9	28,346	31,796	27,534	23,320	16,923	מזה: מניות לא־בנקאיות
15.0	17.4	19.8	36,799	38,353	37,093	34,672	33,424	נכסים במטבע חוץ ²
62.2	62.8	62.8	152,117	150,897	134,571	126,126	120,862	נכסים צמודים למדד ³

לוח ז' - 10 (המשך)

השינוי הריאלי במשך התקופה									
1991					השינוי הריאלי ביתרה הממוצעת				
IV	III	II	I	כל השנה	1990	1989	1991	1990	1989
(אחוזים)									
13.1	-1.7	-5.8	4.7	9.6	18.0	16.1	14.2	6.6	-3.7
1.0	-4.3	-4.0	7.4	-0.5	7.3	19.5	8.2	-0.2	19.5
10.6	-0.8	-5.9	2.4	5.6	23.7	9.0	13.9	8.4	9.0
84.4	2.4	-12.1	13.8	89.0	20.1	102.3	47.0	-12.3	52.9
5.5	10.5	3.6	3.3	24.7	-4.0	1.6	6.2	6.2	11.9
4.4	-5.0	3.2	1.3	3.7	-4.4	-8.8	-1.7	5.7	8.0
4.2	-4.6	9.6	4.3	13.6	0.1	4.5	10.3	13.7	15.8
6.3	25.3	4.0	5.3	45.9	-3.6	14.9	14.2	6.8	16.3
9.0	4.5	-1.2	4.0	17.0	6.1	7.7	10.0	6.4	4.0
-73.9	-4.0	7.4	8.1	-71.0	-7.2	-15.2	-13.8	-22.3	-53.4
2.9	3.8	-0.6	4.3	10.8	5.0	5.5	8.2	3.5	-7.5
-11.7	8.1	11.2	33.6	41.9	14.7	73.8	47.1	34.7	34.5
2.6	-1.4	-2.0	0.2	-0.7	1.9	-6.5	-0.7	2.7	-3.6
-2.8	-1.2	-1.0	-1.9	-6.7	-9.2	-1.0	-8.2	-4.2	7.5
0.1	3.7	0.4	1.3	5.6	3.4	13.7	4.4	7.5	13.7
-1.1	3.3	1.1	4.3	7.7	2.3	10.7	6.5	6.0	7.1
-11.7	8.1	11.2	33.6	41.9	14.7	73.8	47.1	34.7	34.5
-4.9	-3.2	0.8	0.5	-6.7	-10.2	-2.3	-7.8	-2.3	-7.3
-0.1	5.0	0.5	1.1	6.6	2.4	9.6	4.1	5.5	12.2

- א. ה"ציבור" בלוח זה אינו כולל את הממשלה, את בנק ישראל, את קופות הגמל ואת הבנקים המסחריים. בהעדר נתונים, לא תוקן סקטור חו"ל, דהיינו: לא נוכו נכסים פיננסיים בידי זרים מתד גיסא, ולא נוספו נכסים פיננסיים זרים, שהוחזקו בידי תושבים מקומיים, מאידך; ב. המדידה בלוח לוקה בכפילות מסוימת, משום שכנכסים פיננסיים נמדדו הן התחייבויות שהנפיקו גופים פרטיים לציבור והן נכסים פיננסיים שהחזיקו גופים אלה.
- (2) למניות הבנקים שנהסדר ולתכניות חיסכון אחרות שבהן יש ברירת הצמדה למטבע חוץ או למדד — התייחסנו כאל נכס הצמוד למטבע חוץ.
- (3) בנכסים צמודים למדד נכלל סך נכסי קופות הגמל כיוון שרוב התיק שלהן מושקע בנכסים צמודי מדד.
- המקור: בנק ישראל.

7. רכוש הציבור⁸

רכוש הציבור מתחלק לרכוש פסי ולרכוש פיננסי. הרכוש הפיננסי מחושב כהפרש בין הנכסים הפיננסיים להתחייבויות. הרכב תיק זה נקבע על פי שיקולים של תשואה וסיכון, נזילות, מבנה עתי וסוגי הצמדה.

סך הרכוש עלה השנה בכ־5.5 אחוזים ריאלי, שיעור הגבוה מהשיעורים שאפיינו את השנתיים הקודמות (לוח ז'–11 ודיאגרמה ז'–8). עלייה זו מורכבת מגידול בן 5.5 אחוזים של הרכוש הפסי, הנובע מהתרחבות המלאים של דירות למגורים ומוצרים בני קיימא, ומגידול בן 5.4 אחוזים של הרכוש הפיננסי. הציבור יכול להחזיק ברכוש פיננסי זה כתביעה כלפי הממשלה, בנק ישראל, הרשויות המקומיות, המוסדות הלאומיים ומערכת התיווך הפיננסי — רכוש פיננסי מקומי — או כתביעה כלפי חו"ל. הרכוש הפיננסי המקומי עלה השנה בכ־3 אחוזים ריאלי, לאחר ירידה של כ־4 אחוזים אשתקד; התפתחות המשקפת גידול של הנכסים המקומיים, שקוּוּ בחלקו על ידי גידול של ההתחייבויות המקומיות.

אומדן הרכוש הפיננסי של הסקטור הפרטי הלא פיננסי ורביביו, 1989 עד 1991

השינוי הריאלי					
	1991	1990	1989	1991	1990
	(מיליארדי ש"ח)			(אחוזים)	
1. הרכוש הפיננסי	81.3	90.9	113.1	5.4	-4.9
2. הרכוש הפיננסי המקומי	85.2	96.5	117.3	3.0	-3.8
3. הנכסים הפיננסיים המקומיים	154.0	181.4	222.9	4.1	0.2
4. ההתחייבויות המקומיות	68.7	84.9	105.6	5.4	5.0
5. ההתחייבויות נטו לחו"ל	3.9	5.6	4.2	-35.9	20.0

החוב הפנימי נטו מורכב מתביעות הסקטור הפרטי וסקטור התיווך הפיננסי כלפי הסקטור הציבורי בניכוי תביעות הסקטור הציבורי כלפיהם. לאחר שרוב מערכת התיווך הפיננסי עברה לבעלות ממשלתית ישירה או עקיפה — בוודאי לאחר אוקטובר 1991, מועד הפרדיון של יתרת המניות הבנקאיות שבהסדר — מתקרב גודלו של הרכוש המקומי לגודל החוב הפנימי, וקצבי הגידול דומים אף הם.⁹ היתרה הריאלית של אומדן החוב הפנימי עלתה במהלך השנה בכ־2.8 אחוזים, לאחר ירידה של כ־7.6 אחוזים אשתקד. (הירידה אשתקד התרכזה כולה ברביע האחרון, ונבעה בעיקר משחיקה של מחירי איגרות החוב, ומאי מיחזור פריונות של איגרות חוב עליידי הממשלה.) לאור זאת נותרה הרמה הריאלית הממוצעת של החוב הפנימי נמוכה בכ־4 אחוזים מזו של השנה הקודמת. התפתחות זו של החוב הפנימי,

⁸ בסדרות אומדן הרכוש ואומדן החוב הפנימי הוכנסו השנה מספר תיקונים, הנובעים מעדכון נתוני השנים הקודמות; זאת, בין היתר, בעקבות הרפורמה בשוק ההון, שהביאה לשינוי הרכב תיק המתווכים המוסדיים.

⁹ אילו עברה מערכת התיווך הפיננסי כולה לבעלות ממשלתית, היה החוב הפנימי זהה לרכוש הפיננסי המקומי, כי מצד אחד היו תביעותיה של מערכת התיווך הפיננסי כלפי הסקטור הציבורי הופכות לתביעות שבין הסקטור הציבורי לבין עצמו, ומהצד האחר היו תביעות הסקטור הפרטי כלפי מערכת התיווך הופכות לחוב פנימי.

לוח ז' - 11

אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-סיננסי¹, 1986 עד 1991
(נתוני סוף תקופה, מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)

השינוי הריאלי ²										
1991					ממוצע		ממוצע			
					1990	1989	עד	עד	1991	1990
IV	III	II	I	כל השנה	1990	1989	1991	1989	1991	1990
(אחוזים)										
0.5	1.5	-0.4	2.2	3.8	0.2	5.7	2.0	3.5	227.0	185.2
1.6	2.0	-1.0	6.3	9.0	1.0	2.1	4.9	-1.4	56.1	43.6
0.2	1.3	-0.3	1.0	2.2	-0.0	6.9	1.1	5.3	170.8	141.6
0.8	0.1	0.1	1.3	2.3	5.7	2.9	4.0	10.6	113.9	94.3
1.4	-1.0	-0.3	1.9	1.9	11.5	4.9	6.6	15.8	42.8	35.5
0.4	0.8	0.4	0.9	2.5	2.4	1.9	2.5	8.1	71.1	58.8
0.2	2.9	-1.0	3.2	5.4	-4.9	8.5	0.1	-1.4	113.1	90.9
0.7	-2.9	2.2	5.6	5.5	4.3	3.1	4.9	2.8	292.6	234.9
1.3	1.5	1.7	1.2	5.8	2.7	0.6	4.3	2.3		
0.6	-1.3	1.3	4.9	5.5	1.6	4.6	3.5	1.4	405.7	325.9
1.0	1.9	0.9	1.8	5.7	0.4	2.9	3.0	1.1		

1) הסקטור הפרטי הלא-פיננסי כולל את משקי הבית ואת הפירמות הלא-פיננסיות, ואומדן רכושו הפיננסי והאחר הוא הפער שבין תביעותיו להתחייבויותיו של סקטור זה כלפי הסקטור הציבורי, כלפי בנק ישראל, כלפי חו"ל וכלפי מערכת התיווך הפיננסי. מערכת התיווך הפיננסי כוללת כאן את הבנקים המסחריים, האגודות השיתופיות לחיסכון ולאשראי, הבנקים למשכנתאות, הבנקים להשקעות, מוסדות פיננסיים החייבים בריווח, חברות ביטוח, קופות גמל וקרנות הפנסיה. קבוצה זו מהווה את רוב רובה של מערכת התיווך הפיננסי בישראל. בשל מגבלות סטטיסטיות, לא מוגדרים כמתווכים פיננסיים כל אותם מוסדות פיננסיים שאינם חייבים בריווח, וממילא הם מופיעים כחלק מהסקטור הפרטי הלא-פיננסי. מפני הדרך שבה הוגדרה כאן מערכת התיווך הפיננסי, יש פער בין נתוני לוח זה לבין הנתונים בלוחות האחרים בפרק, המתארים את הנכסים וההתחייבויות של הציבור. פירוט רחב יותר של הסעיפים השונים — ראה בלוח ז'-ג'-8.

2) מנוכה במדד המחירים לצרכן, אם לא צוין אחרת.

3) בצירוף אג"ח סחירות ומניות פיננסיות.

4) הנכסים הפיסיים כוללים מלאי מוצרים בנייניים, בניינים למגורים, בניינים, מלאי מוצרים, חומרי גלם וציוד שבידי פירמות.

ה מקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ז' - 12

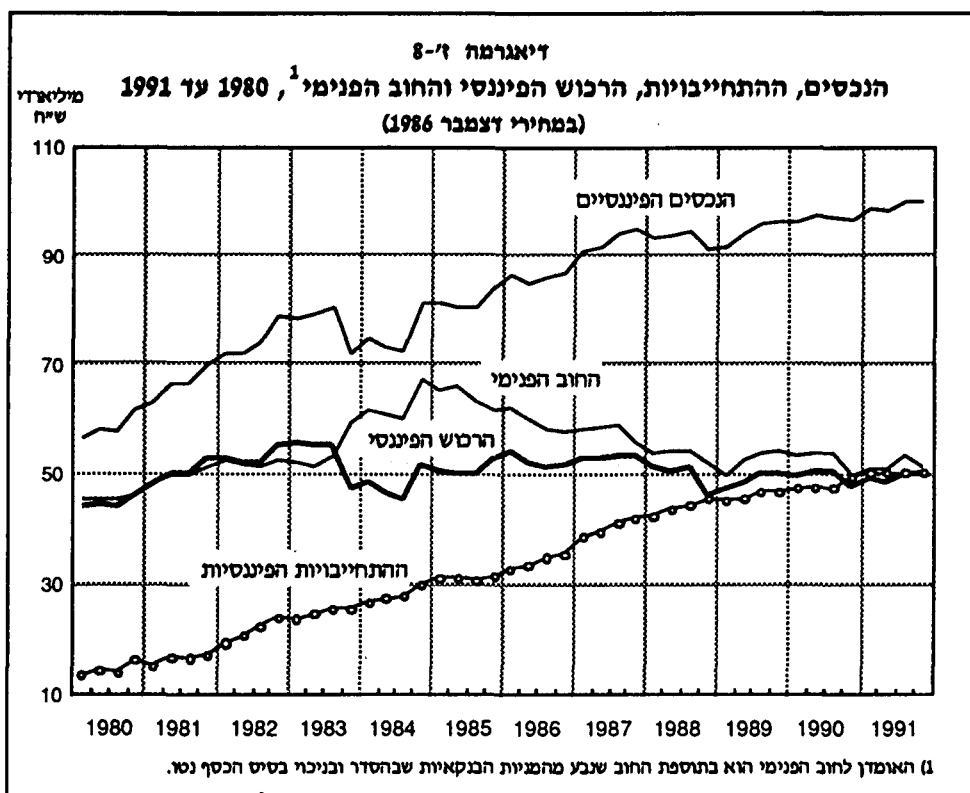
הרכוש הנקי שבידי הציבור במטבע חוץ וחלקו ברכוש הפיננסי הנקי, 1983 עד 1991

משקלו של הרכוש הנקי במטבע חוץ	סך כל ההתחייבויות במטבע חוץ ²	סך כל הנכסים במטבע חוץ ¹	סך כל הרכוש הנקי במטבע חוץ	הפיננסי הנקי
(4)	(2)	(1)	(3) = (1) - (2)	(4)
(אחוזים)	(מיליוני דולרים)			
9.9	2,946	7,076	10,022	30/09/83
23.7	5,521	7,063	12,584	31/12/83
31.9	7,530	7,302	14,832	31/12/84
39.9	8,978	7,591	16,570	30/06/85
27.6	8,117	8,301	16,418	31/12/85
23.7	8,199	9,436	17,634	31/12/86
19.4	7,739	10,379	18,118	31/12/87
20.4	7,002	9,130	16,132	31/12/88
20.1	8,312	9,280	17,592	31/12/89
19.5	8,079	9,454	17,533	31/03/90
19.6	8,338	9,287	17,625	30/06/90
19.6	8,854	9,245	18,099	30/09/90
15.1	6,686	10,419	17,104	31/12/90
13.2	5,675	10,343	16,017	31/03/91
13.6	5,763	9,914	15,677	30/06/91
14.0	6,549	9,404	15,953	30/09/91
13.3	6,587	9,307	15,894	31/12/91

(1) הנכסים במטבע חוץ כוללים: פיקדונות פצ"ם, פת"ם ופיקדונות פת"ח של ישראלים, איגרות חוב דולריות או צמודות לשער החליפין, פיקדונות פיצויים, תכניות חיסכון דולריות ואשראי ספקים מתושבי ישראל לחו"ל. החל בדצמבר 1983 מניות הבנקים שבהסדר (ובכלל זה אלה שהומרו לתכניות חיסכון) כלולות בנכסים שבמטבע חוץ.

(2) ההתחייבויות במטבע חוץ כוללות: אשראי מוכון וחופשי במטבע חוץ (למעט דלק), אשראי ספקים ואשראי ישיר מחו"ל (למעט דלק), אשראי מתוך פיקדונות למתן הלוואות במטבע חוץ בבנקים מסחריים ובבנקים למשכנתאות ולהשקעות ואג"ח פרטיות.

ה מקור : מחלקת המחקר בבנק ישראל.



על רקע עלייה בת כ־8 אחוזים של התוצר במונחי מדר המחירים לצרכן¹⁰, משתקפת בירידת היתרה הממוצעת של החוב הפנימי במונחי תוצר מכ־91.4 אחוזים אשתקד לכ־81.2 אחוזים השנה.

אומדן החוב הפנימי (נטו) יחסית לתוצר¹

1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981	1980
(אחוזים)											
81.2	91.4	93.4	98.8	113.7	126.3	135.7	120.6	107.5	111.9	108.0	110.4

(1) החוב הפנימי (נטו) נאמד בשיטה עקיפה: מאומדן הרכוש הפיננסי המקומי מנכים אומדן של תביעות הסקטור הפרטי כלפי מערכת התיווך הפיננסי, ומוסיפים אומדן של תביעות מערכת התיווך הפיננסי כלפי הממשלה. החוב הפנימי מוגדר כאן בניכוי בסיס הכסף נטו ובתוספת ערך השוק של מניות הבנקים שבהסדר. החוב הפנימי באחוזי תוצר מחושב באמצעות חלוקת הרמה הממוצעת של אומדן יתרת החוב הפנימי הנומינלי בתוצר הנומינלי. הסבר לעדכון של אומדן החוב הפנימי ראה בהערה 8 לטקסט.

¹⁰ העלייה מורכבת מעלייה של 5.5 אחוזים בתוצר הריאלי, ומעלייה של 2.1 אחוזים במחירי התוצר יחסית למדר המחירים לצרכן.

השנה התחדשה ירידתן של ההתחייבויות נטו לחו"ל. כפי שצוין בסעיף 5.ב, אין נתונים אלו כוללים את הסעיף "טעויות והשמטות" במאזן התשלומים (לוח ו'-16). בהנחה שסעיף זה משקף תנועות הון לא-מדווחות, מתקבל השנה גידול בן 700 מיליוני דולרים של התחייבויות הסקטור הפרטי נטו לחו"ל.

8. רכיבי שוק ההון

א. שוק המניות

(1) המניות הלא-בנקאיות

שנת 1991 היתה שנה של פעילות מוגברת בשוקי המניות — הראשוני והמשני. בשוק המשני היתה התשואה הריאלית הכוללת של המניות הלא-בנקאיות במשך השנה כ־37 אחוזים (לוח ז'-13). עליית מחירי המניות החלה בינואר השנה, עם פרוץ הקרבות במפרץ, ונמשכה כמעט ברציפות עד אוגוסט (לוח ז'-ג' 11 ודיאגרמה ז'-9). נראה שעלייה זו היתה בחלקה תיקון לירידות השערים שמאז תחילת משבר המפרץ, באוגוסט אשתקד, וחזרה למגמה הבסיסית שנבעה מגל העלייה. מספטמבר השנה השתרר בשוק המניות רפיון; הרפיון נבע בחלקו, ככל הנראה, מהתחזקות הציפיות לפיחות, שהביאו לרכישות מוגברות של מטבע חוץ ולירידת הביקוש לנכסים אחרים, ובהם מניות. עם זאת כדאי לציין, שלפיחות יכולה להיות השפעה חיובית על הביקוש למניות של חברות יצואניות, עובדה המקטינה את ההשפעה השלילית של ציפיות לפיחות על מחירי המניות. ייתכן, שהאפשרות כי גידול הפעילות הוא זמני ונובע בעיקרו מענף הבנייה, השפיעה אף היא על מחירי המניות.

בנובמבר ובדצמבר החריפה ירידתם של מחירי המניות, ככל הנראה על רקע התגברות החששות לגבי הערבויות מממשלת ארצות הברית. בדומה למה שאירע בסוף השנה הקודמת, הניחו המשקיעים, כי אי מתן הערבויות יקשה על גיוס ההון בחו"ל, וכי יגבר הגיוס בשוק ההון המקומי לשם מימון קליטת העלייה — התפתחות שתגרוור עלייה של שיעורי הריבית. גם פרסומים בדבר הגירעון הגדול הצפוי בתקציב הממשלה לשנת 1992 פעלו באותו כיוון.

עליית מחירי המניות בענפים השונים לא היתה אחידה. בשיעור הכולט ביותר עלו מניות התעשייה — כ־53 אחוזים ריאלית (לוח ז'-ג' 13). מניות הבנקים למשכנתאות בלטו בירידות שעריות — כ־8 אחוזים ריאלית. ב־1989 היו מניות אלו מהמובילות בשיעור עלייתן, עקב ציפיות לרווחיות בענף זה. ברביע הראשון של השנה עדיין ראו המשקיעים במניות אלו אפיק אטרקטיבי, והן עלו בכ־35 אחוזים ריאלית, בעוד שהמדרד הכללי עלה בכ־28 אחוזים; אך ברביע השלישי החלה ירידה של מחירי מניות הבנקים למשכנתאות, וזו הלכה והחריפה ברביע הרביעי. התמתנות הביקוש לדירות, ירידת מספר העולים יחסית לזה שנצפה תחילה, וברביע הרביעי גם הליכי חקיקה של חוקים, שעלולים לפגוע ברווחיותם של הבנקים למשכנתאות, היו, קרוב לוודאי, בין הסיבות העיקריות לירידות בענף זה.

השנה נזקקו הפירמות למקורות מימון חדשים לשם הרחבת הפעילות וההשקעות. גיוס ההון העצמי הגיע לכ־1.44 מיליארדי ש"ח במחירי דצמבר 1991, היקף שהשוק הראשוני לא ידע כמותו מאז הגיאות של תחילת שנות השמונים. סכום זה כולל גיוס הון באמצעות מימוש אופציות למניות, שנבע הן משילוב אופציות כמעט בכל הנפקה שהתבצעה בשנים האחרונות, והן מכראיות המימוש הקשורה קשר הדוק לעליית מחירי המניות. סך ההנפקות החדשות הגיע לכ־988 מיליוני ש"ח במחירי דצמבר 1991, ומתוכו כ־240 מיליוני ש"ח היו הנפקות של חברות ממשלתיות — "בזק" ו"פריקלאס". גל ההנפקות נמשך ואף התעצם ברביע הראשון של 1992, שבו הגיע היקף ההנפקות לכ־808 מיליוני ש"ח, במחירי דצמבר 1991. בפברואר 1992 הנפיקה הממשלה 19 אחוזים ממניות "כימיקלים לישראל". היתה זו ההנפקה הגדולה בתולדות הבורסה — כ־550 מיליוני ש"ח — וכמחצית מהבקשות לרכישה הובטחו מראש על ידי גופים

אינדיקטורים עיקריים לשוק המניות, 1989 עד 1991

1991			1990	1989	
מחצית ב	מחצית א	כל השנה			
742	701	1,443	921	998	1. גיוס הון'
	240	240	194	28	מזה: הנפקת מניות של חברות ממשלתיות
439	309	748	532	866	הנפקת מניות של הסקטור הפרטי
32,594	36,749	32,594	25,533	22,425	2. ערך השוק בסוף השנה ²
					משקלות (אחוזים)
0	9	0	12	15	מניות הבנקים המסחריים שבהסדר
100	91	100	88	85	מניות אחרות
12,051	10,199	22,251	14,274	10,722	3. היקף המסחר בבורסה ומחוצה לה ³
					המשקלות (אחוזים)
7	12	10	11	20	מניות הבנקים המסחריים שבהסדר
93	88	90	89	80	מניות אחרות
0.69	0.64	0.67	0.58	0.55	4. מהירות המחזור השנתית ⁴
0.70	0.76	0.73	0.50	0.49	מניות הבנקים המסחריים שבהסדר
0.68	0.63	0.65	0.60	0.56	מניות אחרות
-5.2	39.0	31.8	-2.3	48.5	5. התשואה הריאלית הכוללת ⁵
-5.5	7.4	1.5	-5.9	5.9	מניות הבנקים המסחריים שבהסדר ⁵
-4.8	44.2	37.3	-1.4	64.7	מניות אחרות

(1) במיליוני ש"ח; המחירים קבועים במונחי דצמבר 1991. גיוס ההון נוכח על בסיס חודשי.

כולל מניות, ניירות ערך בני המרה ומימוש אופציות.

(2) במיליוני ש"ח; המחירים קבועים במונחי דצמבר 1991. ניכוי ההנפקות והיקף המסחר נעשה על בסיס חודשי.

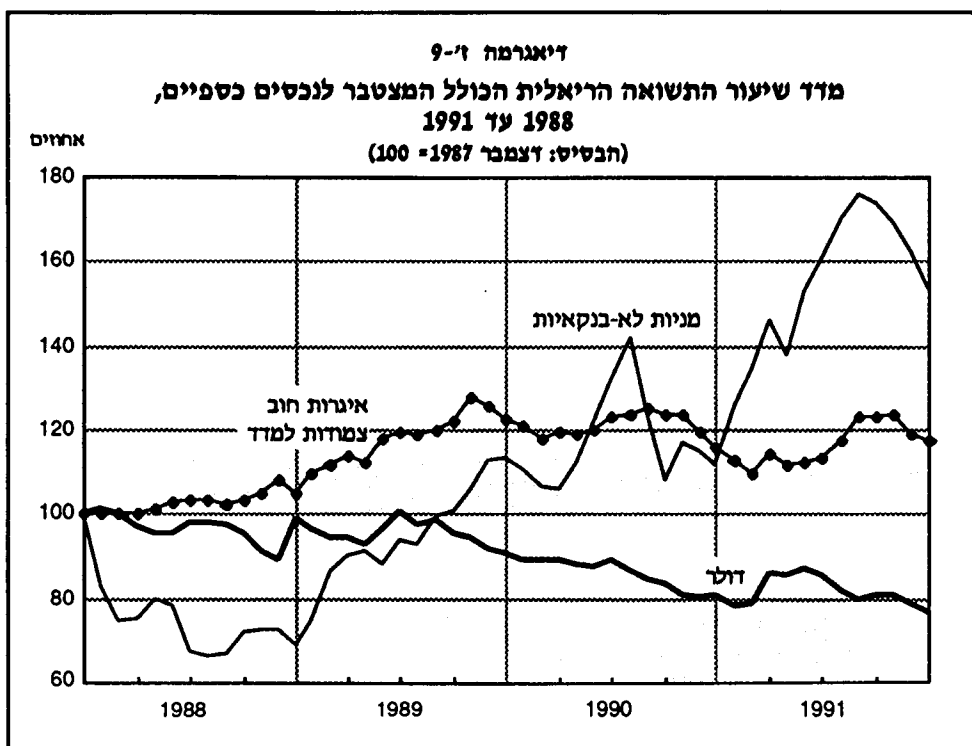
(3) מהירות המחזור השנתית מחושבת לפי היחס בין היקף המחזור החודשי בבורסה ומחוצה לה לבין ערך השוק הממוצע לאותו חודש.

(4) לפי מדר המחירים לצרכן לסוף החודש.

(5) התשואה חושבה עד לאוקטובר 1991, מועד פריזון של מניות אלו.

ה מקור : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; המחלקה המוניטרית ועיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

מוסדיים. ההנפקה התבצעה בשבוע שהחל בירידות שערים תלולות, מחיר המינימום בהנפקה נקבע לפי שווי חברה גבוה של כ־1.25 מיליארדי דולרים, והיקף ההנפקה היה נרחב — ואף על פי כן היתה החתמה כמעט מלאה, כ־99 אחוזים. כבהנפקות "בזק" בעבר הוכיח שוק ההון הישראלי יכולת ספיגה רבה. השנה נמשכה מגמת הגידול של ערך השוק ושל היקפי המסחר. התפתחויות אלו נתמכו בשיפורים שהונהגו בבורסה הישראלית, ובראשם הכפלת מספר המניות הנסחרות בשיטת המשתנים. היחס בין ערך השוק של המניות הלא־בנקאיות לסך ערך הניירות הנסחרים בבורסה הגיע בסוף השנה ל־32 אחוזים, לעומת 27 אחוזים בסוף השנה הקודמת. גידולו של אחוז המניות בסך ערך השוק נתאפשר בזכות צעדי הרפורמה, שנקטו בשנים האחרונות בשוק ההון, ובהם מסחר החוב הפנימי, תוך הבאת הריביות עליו לרמה בת תחרות, שחרור מקורות של קופות הגמל להשקעה במניות ומכירת מניות של חברות



ממשלתיות גדולות בבורסה. גידול היקף המסחר השנה עלה על הגידול הממוצע בערך השוק של המניות, ומהירות המחזור עלתה.

(2) מניות הבנקים שבהסדר

באוקטובר השנה נפרו, בהיקף של 3.4 מיליארדי ש"ח, מניות ההסדר שנכללו במסגרת תכנית ההמשך שהוצעה למחזיקים בהן ב־1988, ובכך יצאו מניות הבנקים שבהסדר מהמסחר בבורסה. הממשלה מיחזרה פדיון זה על ידי הנפקת איגרות חוב, בעיקר מדרייות, במהלך השנה כולה, ולא רק סביב הפדיון — ומיעטה להשתמש בכלים עתידיים כאיגרות חוב למסירה עתידית. חלק מכספי הפדיון זרמו, כנראה, למק"ם, שיתרתו גדלה מכ־1.9 מיליארדי ש"ח בסוף ספטמבר ל־3.6 מיליארדים בסוף דצמבר.

עלות ההסדר כולו הסתכמה בכ־16 מיליארדי ש"ח במחירי דצמבר 1991, והיא תצטמצם כשימכרו הבנקים, חברת "נכסים מ.י." החלה לפעול לשם מכירת מניות הבנקים, אולם עד עתה לא נמכר ולו בנק אחד. עם זאת נמכרו השנה רבע ממניות "אי.די.בי. החזקות" לבעלי העניין האחרים בקבוצה, וחלקה של הממשלה הצטמצם לפחות מ־50 אחוזים. מניות "בנק דיסקונט" שהיו בידי "אי.די.בי. החזקות" הועברו לממשלה.



(1) איגרות החוב של הסקטור הציבורי

היקף גיוס ההון נטו באמצעות הנפקת איגרות חוב סחירות ובניכויי תשלומי ריבית הגיע השנה לכ־9.3 מיליארדי ש"ח במחירים שוטפים, לעומת 0.7 מיליארד אשתקד (לוח ז'–נ'–10). גיוס רחב היקף זה נועד למחזר את פדיון מניות הבנקים בהיקף של כ־3.4 מיליארדי ש"ח, למחזר פדיונות של איגרות חוב לא סחירות בהיקף של כ־4.9 מיליארדי ש"ח ולממן את הגירעון המקומי השוטף.

מניות הבנקים שבהסדר, שהגיעו השנה לפדיון, היוו למעלה מ־50 אחוזים מסך הנכסים הסחירים הצמודים למטבע חוץ שהיו בידי הציבור. בכל זאת לא הנפיקה הממשלה השנה איגרות חוב צמודות לדולר בהיקף של יותר מכ־1.3 מיליארדי ש"ח (בניכוי פירעונות), שהם כ־38 אחוזים בלבד מסך ערך המניות הנפדות.

מדד התשואה הכוללת הריאלית של איגרות החוב הדולריות ירד השנה בכ־1.4 אחוזים (לוח ז'–14). כחודשים ינואר עד אוגוסט דמה השינוי במדד זה לשינוי בשער החליפין בפועל. בספטמבר גדל הביקוש לאיגרות חוב דולריות, ומחירן עלה בכ־4 אחוזים. התפתחות זו שיקפה בחלקה הקרמה של תהליך התאמת תיק נכסים, על רקע פדיון מניות הבנקים בסוף אוקטובר, ובחלקה — גם התגברות של הציפיות לפיחות. לאור עליית מחיריהן של איגרות החוב הדולריות סביב פדיון מניות הבנקים נראה, שאילו הנפיקה הממשלה איגרות חוב דולריות בהיקף רב יותר, והקטינה את הנפקת איגרות החוב המדדיות בהתאם — היתה מורידה את עלות גיוס ההון.

החל מסוף אוקטובר ובעיקר מנובמבר התהפכה המגמה, ומדד איגרות החוב הדולריות החל לרדת; זאת כתגובה לעליית שיעורי הריבית ולירידת הציפיות לפיחות.

כחודשים הראשונים של השנה לא הסתמנה מגמה כלשהי במחירי איגרות החוב הצמודות למדד — כנראה בעיקר עקב גידול הביקוש להן, מחד גיסא, וגידול של גיוס ההון הממשלתי נטו, שלא תמיד תאם את הביקוש, מאידך. מיולי ועד לאוקטובר גדל הביקוש לאיגרות חוב צמודות — בין היתר, על רקע האצת האינפלציה ברביעיים השני והשלישי של השנה, ומחירן עלה בכ־9 אחוזים. למרות הגידול הרב של ההיצע. כחודשיים האחרונים שבו ונשחקו איגרות החוב הצמודות למדד, בעיקר בגלל חששות הקשורים לאי קבלת הערבויות, ציפיות לפיחות, והאטת האינפלציה.

(2) איגרות החוב של הסקטור הפרטי

השנה בלט מאוד היקפן הקטן של הנפקות איגרות החוב הפרטיות. סך ההנפקות הגיע, במונחי דצמבר 1991, ל־337 מיליוני ש"ח, שהם פחות מ־10 אחוזים מהיקף ההנפקות אשתקד. כ־102 מיליוני ש"ח היו של חברות בבעלות ממשלתית, וכ־169 מיליונים — של חברות פיננסיות. היקף ההנפקות של חברות שאינן בבעלות ממשלתית ואינן פיננסיות הגיע ל־66 מיליוני ש"ח, לעומת 641 מיליונים אשתקד.

נראה ששלוש סיבות עיקריות הביאו למיעוט ההנפקות השנה. ראשית, החל מסוף 1990 הציעה הממשלה למפעלים מאושרים ערבות מדינה על אשראי שהם נוטלים, עד לשיעור של שני שלישים מסכום השקעתם. הפרמיה שנדרשה בעד ערבות זו היתה נמוכה מזו שהשתקפה בפער התשואות בין איגרות חוב ממשלתיות לפרטיות בעבר. שנית, ירידת עלותן של גיוס ההון העצמי כתוצאה מעליית מחירי המניות בשוק המשני מצד אחד, ועליית הריביות לטווח ארוך, עקב גיוס הון ממשלתי מוגבר מהצד האחר, הקטינה, קרוב לוודאי, את הכדאיות היחסית בהנפקת איגרות חוב פרטיות. שלישית, השנה הונפקו לקופות הגמל איגרות חוב לא־סחירות בהיקף של כ־600 מיליוני ש"ח, וזאת כנראה על ידי חברות בבעלות ממשלתית בלבד. מאז שהופסקה הנפקת איגרות חוב מיועדות לקופות הגמל,

לוח ז' - 14

אינדקסורים עיקריים לשוק איגרות החוב, 1989 עד 1991

1991			1990	1989	
מחצית ב	מחצית א	כל השנה			
					1. ערך שוק אג"ח הרשומות בבורסה (סה"כ) ¹
67,968	62,706	67,968	57,939	57,564	(סוף תקופה)
58,479	53,498	58,479	48,627	48,876	א. ממשלתיות
9,489	9,208	9,489	9,312	8,688	ב. פרטיות ²
					התפלגות לפי מחזיקים (אחוזים)
26	22	26	22	22	— בידי הציבור
20	21	20	20	21	— בידי הבנקים המסחריים
52	54	52	55	54	— בידי קופות הגמל
2	3	2	3	3	— בידי בנק ישראל
					2. היקף המסחר באג"ח בבורסה ¹
5,486	4,283	9,769	8,538	8,251	א. ממשלתיות
4,572	3,517	8,089	6,863	6,840	ב. פרטיות ²
914	766	1,680	1,675	1,411	חלקו של בנק ישראל במסחר (אחוזים) ³
0.03	0.02	0.02	0.54	0.00	
					3. גיוס הון באמצעות אג"ח סחירות ¹
3,782	5,507	9,289	2,619	5,101	א. ממשלתיות
3,613	5,338	8,951	1,196	3,768	ב. פרטיות ²
169	169	337	1,423	1,333	
					4. מהירות המחזור השנתית באג"ח ¹
0.16	0.15	0.15	0.15	0.16	א. ממשלתיות
0.08	0.07	0.15	0.14	0.16	ב. פרטיות ²
0.09	0.08	0.18	0.18	0.18	
					5. התשואה הריאלית הכוללת:
4.1	-2.5	1.5	-5.6	17.4	א. אג"ח צמודות מדר
1.2	-2.4	-1.2	-6.0	14.1	(1) ממשלתיות
7.2	-0.5	6.6	-2.7	29.7	(2) פרטיות ²
-9.8	9.0	-1.7	-10.8	12.7	ב. אג"ח צמודות מט"ח
-10.9	10.6	-1.4	-12.8	9.6	(1) ממשלתיות
-5.6	6.6	0.6	-6.9	15.1	(2) פרטיות ²

(1) מיליוני ש"ח; המחירים קבועים במונחי דצמבר 1991.

(2) כולל חברות ממשלתיות.

(3) חלקו של בנק ישראל במסחר בבורסה חושב לפי היחס שבין הקניות והמכירות לבין היקף המסחר.

(4) היחס שבין העסקאות בבורסה לבין ערך השוק נתקבל בחישוב על בסיס חודשי.

ה מקור : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; המחלקה המוניטרית ועיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

גדלה מאוד השוונות של תשואות הקופות. בגלל חששות המשקיעים, שבמשך שנים רבות הורגלו לשוונות קטנה מאוד, נוצר לחץ על מנהלי הקופות לחפש פתרונות חלופיים, ופתרון אפשרי סיפקו איגרות חוב פרטיות בלתי סחירות. אין בידינו מידע על מניעי החברות להנפיק איגרות חוב בדרך זו; ייתכן שהריבית שנקבעה היתה נמוכה מעט יותר, שנחסכו בדרך זו עלויות הנפקה, או שנחסכה אייחודאות הכרוכה בהנפקה רגילה.



מדד התשואה הכוללת של איגרות החוב הפרטיות הצמודות למדד עלה במהלך השנה כולה בכ"6. אחוזים ריאליים, בעוד שלגבי איגרות החוב הממשלתיות ירד המדד בכ"1.2 אחוזים ריאליים; התמונה באיגרות חוב צמודות למטבע חוץ דומה. מכאן שבעיני המשקיעים הצטמצם פער הסיכון בין איגרות חוב ממשלתיות לפרטיות¹¹. נראה שהשיפור הנמשך של רווחיות החברות, ואולי גם פתיחת אפשרויות גיוס אשראי בחו"ל, בשנה שבה ירדו הריביות בעולם, היו הגורמים לירידת הסיכון שיוחס לחברות הפרטיות.

ג. קרנות הנאמנות

התשואה הריאלית של קרנות הנאמנות הגיעה לכ"6.9 אחוזים בחישוב שנתי, וסך נכסיהן הגיע בסוף דצמבר 1991 ל"13.3 מיליארדי ש"ח (לוח ז'-15). נכסי קרנות הנאמנות גדלו השנה מעבר למדד בכ"37 אחוזים, וזאת עקב עליית מחירי המניות וצבירת כספים מהציבור. עלייה זו לוותה בשינוי הרכבו של תיק הקרנות: משקל איגרות החוב הצמודות למדד והנכסים במטבע חוץ ירד, ומשקלן של המניות הלא-

¹¹ עקב מיעוט ההנפקות לא ניתן לבדוק אם השנה הצטמצם גם הפער בין התשואות-לפדיון של איגרות חוב ממשלתיות לאלו של הפרטיות בשוק הראשוני.

1991				
מחצית ב	מחצית א	1990	1989	
13,331	11,873	8,263	7,094	1. נכסי הקרנות, סוף תקופה (מיליוני ש"ח)
	(אחוזים)			
-12.1	30.1	-3.4	14.7	2. שיעור התשואה הריאלי הכולל (במונחים שנתיים)
2.7	2.9	2.4	1.8	3. סטיית התקן של התשואה הריאלית החודשית ¹
				4. חלקם של נכסי קרנות הנאמנות בנכסים הסחירים ² (סוף תקופה)
17.7	17.0	14.7	16.2	א. איגרות חוב צמודות מדר
9.6	9.2	8.8	9.2	ב. איגרות חוב צמודות מט"ח
18.6	9.4	10.0		ג. מניות לא־בנקאיות
16.1	12.6	5.9	3.1	ד. נכסים לא־צמודים
6.6	5.3	5.2	5.9	5. הרכב תיק קרנות הנאמנות (סוף תקופה)
100.0	100.0	100.0	100.0	א. איגרות חוב צמודות מדר
43.7	40.4	47.1	48.2	ב. נכסים במטבע חוץ
11.6	14.5	16.4	20.8	מזה: מניות בנקאיות שבהסדר
0.0	8.1	10.7	12.9	ג. מניות לא־בנקאיות
28.6	31.3	24.7	19.6	ד. נכסים לא־צמודים
16.0	13.9	11.9	11.4	

(1) סטיית התקן ל־12 החודשים האחרונים.

(2) הנכסים הסחירים כוללים נכסים לא־צמודים, איגרות חוב סחירות בירי הציבור, פיקרונות במטבע חוץ, מניות וניירות ערך להמרה, כפי שהוגדרו בלוח ז'-10.

המקור: המחלקה המוניטרית ומחלקת המחקר של בנק ישראל.

בנקאיות והנכסים הלא־צמודים עלה. למעט השינוי במשקל הנכסים הלא־צמודים, דמתה מגמת השינוי בהרכב לזו של 1990.

השינוי בתיק הנכסים של הקרנות לא תאם תמיד את השינוי בתיק נכסי הציבור, וכתוצאה מכך עלה במידה ניכרת חלקן של הקרנות בסך הנכסים הלא־צמודים ובאיגרות החוב הצמודות לדולר. נראה שפדיון מניות הבנקים שבהסדר הניע את קרנות הנאמנות להגדיל את החזקת איגרות החוב הצמודות למטבע חוץ יותר משהניע לכך את שאר הציבור. צמצום הנכסים הסחירים הצמודים למטבע חוץ, בעקבות פדיון מניות הבנקים שבהסדר, גם גרם לקרנות הנאמנות להגביר את ההשקעה בניירות ערך הנסחרים בבורסות בחו"ל, אפשרות שנפתחה בפניהן בתוקף תקנות שהותקנו באמצע 1989. השקעה זו הגיעה בסוף 1991 לכ־5 אחוזים מסך נכסי הקרנות, לעומת כ־2 אחוזים בסוף 1990.

ד. קופות הגמל

סך נכסי קופות הגמל הגיע בסוף דצמבר השנה ל־67.5 מיליארדי ש"ח (לוח ז'-16). זאת לאחר עלייה ריאלית של כ־27 אחוזים במשך השנה, שנבעה רובה ככולה מרווחים על ההשקעות, משום שמשיכות הכספים עלו במקצת על ההפקדות החדשות.

הנכסים של קופות הגמל (ללא סנפיה) 1987 עד 1991

1991	1990	1989	1988	1987	
(מיליארדי ש"ח, סוף תקופה)					
67.5	53.6	44.6	30.5	23.1	1. נכסי קופות הגמל
(אחוזים)					
					2. חלקם של הנכסים הסחירים שבידי קופות הגמל בנכסים הסחירים (סוף תקופה)
50.1	54.0	53.7	42.1	33.4	א. איגרות חוב ממשלתיות סחירות
59.4	58.4	55.8	51.1	36.5	ב. איגרות חוב פרטיות
9.7	6.5	3.6	2.3	0.7	ג. מניות לא־בנקאיות
7.1	9.7	5.8	4.1	—	ד. נכסים לא־צמודים
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	3. הרכב תיק קופות הגמל (סוף תקופה)
28.9	35.0	39.4	52.1	63.0	א. איגרות חוב מיועדות
					ב. איגרות חוב ממשלתיות סחירות ומניות בנקאיות שבהסדר
44.0	41.8	42.6	32.4	22.0	ג. איגרות חוב פרטיות
8.4	8.6	7.8	6.1	4.0	ד. מניות לא־בנקאיות
4.7	2.6	1.3	0.7	0.6	ה. פיקדונות צמודים
7.4	5.4	4.4	4.6	5.0	ו. הלוואות לעמיתים
0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	ז. הלוואות אחרות
0.5	0.5	0.6	0.7	1.0	ח. נכסים אחרים
6.1	6.0	3.8	3.3	4.1	

ה מקור: אגף שוק ההון במשרד האוצר ועיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

המאפיין העיקרי שבלט בהתפלגות תיק הנכסים היה המשך הירידה של משקל איגרות החוב המיועדות, ובמקביל — גידול משקלן של איגרות החוב הממשלתיות הסחירות, הפיקדונות הצמודים והמניות הלא־בנקאיות. בסך הכול הצטמצם משקל הנכסים הממשלתיים מ־76.8 אחוזים בסוף 1990 ל־72.9 בסוף דצמבר השנה.

שינוי זה בהרכב נבע מצעדי הרפורמה בשוק ההון, ובהם הפסקת הנפקתן של איגרות חוב מיועדות לשם מסחור החוב הפנימי, תוך מתן האפשרות לשוק לקבוע את הריביות, והפחתת חובת ההשקעה באיגרות חוב ממשלתיות ל־50 אחוזים (לוח ז'—17). בהקשר זה כדאי לציין, שבקרנות הפנסיה לא חל השנה כל שינוי מוסדי, והן המשיכו להשקיע את עיקר נכסיהן באיגרות חוב מיועדות, הנושאות ריבית גבוהה מריבית השוק.

ערכן של המניות בתיק קופות הגמל עלה, כאמור, והגיע בדצמבר 1991 לכ־3 מיליארדי ש"ח, שהם כ־4.7 אחוזים מסך תיק הקופות. כתוצאה מכך החזיקו קופות הגמל בסוף השנה כ־9.7 אחוזים מסך המניות, לעומת 6.5 אחוזים בסוף 1990 ו־0.7 ב־1987. לפי הערכות שונות רק כ־30 אחוזים מהמניות הרשומות למסחר בבורסה אכן משתתפות בו, שכן החלק הנותר מוחזק בידי בעלי עניין. אם הערכה זו נכונה, החזיקו קופות הגמל בכ־30 אחוזים מהחלק המשתתף במסחר. היות שערכן של חלק מהחברות קטן מכדי לאפשר לקופות הגמל קניות ומכירות של מניותיהן בלי לזעזע את מחיריהן, נראה שחלק שוק המניות, הנמצא בידי קופות הגמל, הוא משמעותי.

לוח ז' - 17

חובת ההשקעה של קופות הגמל וקרנות הפנסיה וההשתלמות בנכסים ממשלתיים וההשקעה בפועל.

1983 עד 1991

(סוף שנה, אחוזים)

חובת ההשקעה המינימלית					ההשקעה בפועל				
1983	1987	1989	1990	1991	1987	1989	1990	1991	
קרנות פנסיה	'92	'92	93	93	92	93	93	94	
קופות גמל ופיצויים	'92	78	72	50	85	82	76	73	
קרנות השתלמות	'92	78	72	50	88	83	78	75	

1) חובת ההשקעה המוכרת, הכוללת השקעות של עד 10 אחוזים במניות, וכן השקעה בניירות ערך פרטיים (מניות ואיגרות חוב פרטיות), שהוכרו בידי הממשלה כ"ניירות מאושרים".

ה מקור : תקנות מס הכנסה, אגף שוק ההון באוצר ועיבודי בנק ישראל.

לכניסת קופות הגמל לשוק המניות כמה יתרונות חשובים: ראשית, בהיותן משקיע מוסדי, יכולות הקופות להשקיע את המשאבים הדרושים כדי לברור השקעות תוך שימוש מרבי באינפורמציה. גם קרנות הנאמנות יכולות לעשות זאת, אך בניגוד להן אופק ההשקעה בקופות הגמל יכול להיות ארוך, ולכן אינו מושפע מביצועי החברות בטווח הקצר בלבד. נוסף על כך ובהמשך לנקודה זו, מאפשר אופק ההשקעה הארוך לקופות הגמל לפעול נגד המגמה בשוק, ובכך להקטין את התנודות בו ולשפר את סחירותן של המניות. שיפורים אלו בשוק ההון יכולים לתרום להקצאת הון ישירה, יעילה מזו המושגת בעזרת התערבות הממשלה, ובכך גלומה תרומה חשובה לצמיחה. אולם מעורבותן זו של קופות הגמל, הקשורות לבנקים ובעלות זיקה ניהולית אליהם, מגבירה את הריכוזיות במשק, ולכך יש השלכות שליליות. סוגייה זו טעונה טיפול בהקדם.