

שוקי הכספים וההון

חלק I: הניתוח הכולל

1. קווי ההתפתחות העיקריים

שנת 1981 אופיינה בהיקף נרחב של הזרמת נזילות, שנבעה בעיקר מגידול יוצא דופן בעודף בביקוש של הסקטור הציבורי.¹ בד בבד נמשכה מדיניות האשראי המרסנת, שהתבטאה בהמשך הירידה הריאלית² באשראי הבנקאי (אם כי בקצב איטי מזה שנרשם ב-1980), ובעלייה של שערי הריבית הריאליים על האשראי לטווח קצר. השילוב בין הזרמת נזילות נרחבת, מחד גיסא, לבין מדיניות אשראי מרסנת, מאידך גיסא, הביא, על רקע המשך השיפור בתנאי החיסכון באפיקי השונים, להרחבת הביקושים לנכסים הפיננסיים. סך רכישת הנכסים הכספיים גדלה בכ-15 אחוזים במונחים ריאליים (ראה לוח ח'-1), והיא משקפת התרחבות ריאלית של כ-67 אחוזים בצבירת הנכסים לטווח בינוני וארוך, ולעומתה צמצום ריאלי של 32 אחוזים בצבירת הנכסים הנזילים.³

שיעור האינפלציה הואט השנה, במיוחד במחציתה הראשונה. הגורמים המוניטריים העיקריים לכך היו הגידול בביקוש לנכסים פיננסיים (ובולטת בהם ההתרחבות בצבירת הנכסים הפיננסיים לטווח בינוני וארוך) והמשך ריסון האשראי הבנקאי. עם זאת נראה, שההאטה נבעה בעיקר ממדיניות העמקת הסבסוד (של מוצרי היסוד והדלק) ומהפחתת המסים העקיפים במשך השנה. צעדים פיסקליים אלה השפיעו ישירות ומיידית על מיתון קצב עליות המחירים; ואילו ההשפעה האינפלציונית, הגלומה בהזרמת הנזילות שנבעה מצעדים אלה (שאירעה בפיגור של מספר חודשים, ראה להלן) – מותנה, באמצעות צבירת נכסים פיננסיים, ובמדה קטנה יותר – באמצעות רכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי ומירידה במחירי היבוא.

¹ המוגדר כסך המימון של עודף הביקוש של הסקטור הציבורי, דהיינו גיוס ההון לטווח קצר בינוני וארוך בניכוי האשראי שהסקטור הציבורי מעניק לסקטור הפרטי, ובתוספת מקורות שלא באמצעות גיוס ההון (ההזרמה הרגילה). הגדרה מצומצמת יותר של הזרמת הנזילות כוללת את מכירת איגרות החוב הסחירות ואת ההזרמה הרגילה. בהגדרה הצרה ביותר, נכללת הזרמה הרגילה בלבד.

² בפרק זה מחושבים הערכים הריאליים באמצעות חלוקה של ערכים נומינליים במדד המחירים לצרכן (אלא אם צוין אחרת).

³ צבירת הנכסים הנזילים כוללת את השינוי ביתירות אמצעי התשלום בהגדרתם המקובלת (מוזמן ופיקדונות עו"ש) את הצבירה בחפ"ס, כפת"ם ובאיגרות חוב סחירות שכדי הציבור. בשל הוצאות עסקה נמוכות יחסית, וכתוצאה מהיצעים גמישים מאוד, הן של איגרות חוב סחירות והן של פת"ם, הנובעים ממדיניות ייצוב השערים הריאליים של איגרות החוב ושער החליפין (ראה סעיף 3 להלן) – קיימת תחלופה גבוהה בין החזקת איגרות חוב סחירות ופת"ם לבין החזקת כסף. לפיכך התפתחות סך הנכסים הנזילים מהווה אחד האינדיקטורים, שלפיו בוחן בשנים האחרונות בנק ישראל את ההתפתחויות המוניטריות.

לוח ח"י
אינדיקטורים להתרחבות המוניטרית, 1981

העלייה או הירידה הריאלית ⁷		הזרמים ביחס לבסיס הכסף		זרמים 1981		סך הכול	
1981	1980	1981	1980	מחצית I	מחצית II		
(אחוזים)				(מיליארדי שקלים)			
							1. הזרמת הנזילות בגין עודף הביקוש של הסקטור הציבורי ¹
96	63	3.59	1.57	18.3	5.8	24.1	
							2. זרמי האשראי (נטו) לטווח בינוני וארוך ²
25	— 10	2.32	1.63	9.0	6.6	15.6	
							3. אומדן (נגזר) לזרמי האשראי לטווח קצר ³
— 58	15	1.09	1.99	4.9	2.4	7.3	
							4. ספיגת נזילות דרך רכישות מט"ח של הסקטור הפרטי ⁴
— 12	— 22	1.49	1.23	10.9	— 0.9	10.0	
							5. רכישת נכסים כספיים בידי הציבור ⁵
15	39	5.16	4.00	20.4	14.2	34.6	
							מזה: ⁶
— 32	105	1.46	1.90	6.5	3.3	9.8	א. נכסים נזילים
— 28	101	0.82	0.97	3.2	2.3	5.5	מזה: אמצעי תשלום
1	—	0.42	0.33	2.0	0.8	2.8	ב. מניות פיננסיות
							ג. נכסים כספיים לטווח בינוני וארוך
67	— 7	3.28	1.77	11.9	10.1	22.0	

- (1) הזרמת הסקטור הציבורי. כתוספת סך גיוס ההון של הסקטור הציבורי (ראה לוח ח"י 8).
 (2) רובו ניתן בידי הממשלה או בהכוונתה (ראה לוח ח"י 10).
 (3) אומדן להתרחבת האשראי הנובע מניכיון משנה כבנק ישראל (כעיקר בגין מתן אשראי מוכוון). ומהרחבת האשראי באמצעות מערכת הבנקאות (ראה סעיפים 2 ו-6 בלוח ח"י 7).
 (4) כהגדרתו בלוח ח"י 7.
 (5) הפער שבין סעיף זה לסך הזרמות הנזילות בסעיפים 1 עד 4 נובע מגורמים אחרים, במקורות לא מזהים וכן מטעויות והשמטות.
 (6) סיכומים מלוח ח"י 4.
 (7) מנוכה במרד המחירים לצרכן; פירוט לפי בסיס חצי שנתי.
 המקור: עיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

למרות הגידול הריאלי הרב בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי ב-1981, נרשם השנה גידול ריאלי מתון יותר ברכישות נכסים כספיים בידי הציבור, בהשוואה לאשתקד (ראה לוח ח"י 1). הגורם העיקרי לכך הוא הצמצום הריאלי הרב בזרמי האשראי לזמן קצר, המהווים אחד המקורות להרחבת הרכישות של נכסים כספיים. צמצום זה היה גדול בהרבה מהרחבת ההזרמות דרך האשראי, שמעניק הסקטור הציבורי לפרטי. זאת ועוד: בניגוד לצמצום הריאלי החרף ברכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי, שאפיין את 1980 (ובכך תרם להגדלת רכישת נכסים כספיים), ניכרת השנה ירידה מתונה יותר בספיגה באמצעות רכישות מטבע חוץ.

ב-1981 חלה התרחבות ריאלית של כלל הנכסים הכספיים בשיעור של כ-15 אחוזים לעומת 19 אחוזים אשתקד (ראה לוח ח"י 2)⁴. גם התחייבויותיו של הציבור גדלו במונחים ריאליים, ככל שהתרחב המעבר להקצאת אשראי בתנאי הצמדה. ברכושו של הציבור חלה השנה התרחבות

⁴ נוסף על הרכישה, תורמים להתרחבות הריאלית של הנכסים הפיננסיים גם הריבית הריאלית, המשולמת על הנכסים הפיננסיים הבלתי סחירים (ברובם לטווח בינוני וארוך, כגון תכניות חיסכון וקופות גמל), והעלייה הריאלית בערכי השוק של הנכסים הסחירים.

לוח ח' 2
התפתחויות מוניטריות ואינדיקטורים לעלות האשראי, 1979 עד 1981

העלייה או הירידה (—)						
הריאלית		הנומינלית		יתרות, סופי שנה		
1981	1980	1981	1980	1981	1980	1979
(אחוזים)				(מיליארדי שקלים)		
0	8	102	151	123.5	61.3	24.4
14	18	130	174	193.1	83.8	30.6
16	19	134	178	341.9	146.3	52.7
15	19	133	176	535.0	230.1	83.3
1. נכסים נזילים ¹						
2. נכסים נזילים ומניות בנקאיות ¹						
3. נכסים לטווח בינוני וארוך ¹						
4. סך הנכסים הכספיים ¹						
5. אשראי ממערכת הבנקאות למעט דלק						
—9	—10	83	110	69.2	37.9	18.1
6. לסקטור הפרטי הלא-פיננסי ²						
הרכוש הפיננסי הנקי של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי ³						
15	20	133	180	334.9	144.0	51.5
העלות הריאלית בפועל של האשראי לטווח קצר ⁴						
(אחוזים, מונחים שנתיים)						
				34	19	—11
1. אשראי חופשי בחח"ד						
				38	16	9
2. אשראי חופשי במט"ח						
3. סך האשראי לזמן קצר (כולל אשראי חופשי ומוכוון)						
				17	5	—4
א. לפני מס						
				—24	—34	—33
ב. אחרי מס						

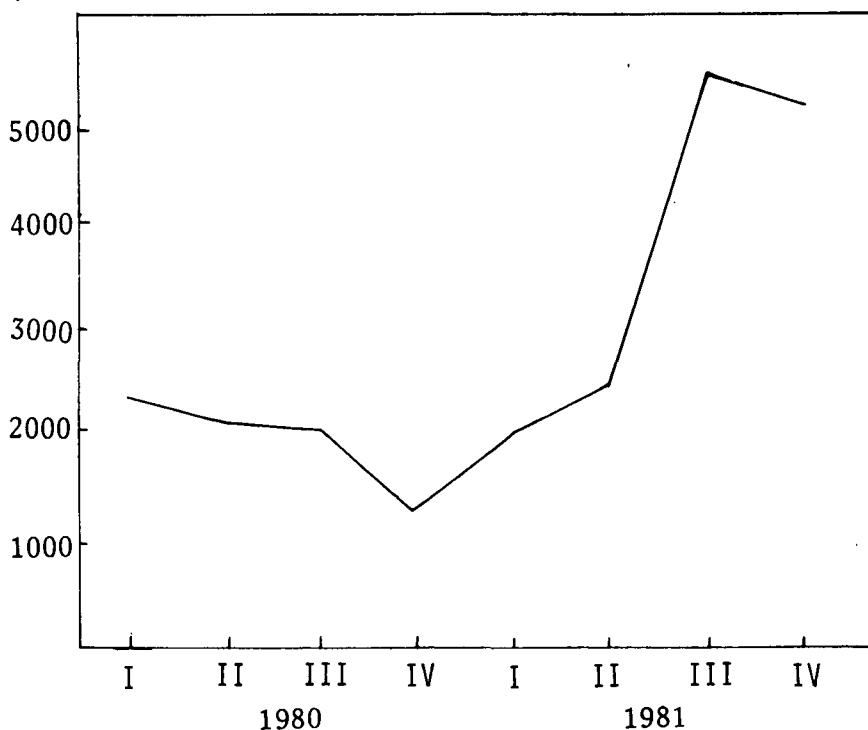
- (1) כמפורט בלוח ח' 14.
(2) כמפורט בלוח ח' 13.
(3) כמפורט בלוח ח' 9.
(4) כהגדרתם בלוח ח' 11.

ריאלית מתונה מזו שנרשמה ב-1980 (כ-15 אחוזים וכ-20 אחוזים, בהתאמה)⁵. גידול זה ברכוש בשנה שעברה היה בין הגורמים שהביאו להגברת הביקושים ב-1981, שהחלה להסתמן עוד במחצית השניה של 1980.

ההתפתחויות המוניטריות במהלך 1981, שהושפעו, כאמור, מהמדיניות הפיסקלית של הממשלה וממדיניות ריסון האשראי של בנק ישראל, לא היו אחידות על פני השנה: במחצית הראשונה הופחתו שיעורי המסים על מוצרים בני קיימא, המיובאים כרוכס, בלווית מדיניות העמקת הסבסוד של מוצרי היסוד והדלק. הפחתת שיעורי המס הביאה לגידול ניכר ברכישות מוצרים עתידי מס ולעלייה בהיקף גבית המסים (ראה פרקים ב' ו-ה'). נוסף על כך, לא התבטאה בתקופה זו דחיית התאמתם של מחירי היסוד והדלק לעלויות בהזרמות נזילות נרחבות, כיוון שתשלומי הממשלה על חשבון התמיכות במחירי מוצרים אלה נעשו מספר חודשים לאחר שהתמיכות הוגדלו, והתרכזו במחצית השניה של 1981 ובחודשים הראשונים של 1982. יתר על כן, ההשפעה המיידית של מדיניות התמיכות להורדת קצבי האינפלציה תרמה במחצית הראשונה של השנה (על רקע מדיניות ריסון האשראי) לצמצום ההזרמות הקשורות ישירות לשיעורי

⁵ ייתכן שחלק מהגידול ברכושו של הציבור ב-1981 משקף כחלקו את ציפיית הציבור לגידול בנטל המסים בעתיד, שיתרחש בשל הירידה בשיעוריהם במהלך השנה, וצבירת הנכסים הפיננסיים אינה נצפית כגידול בעושרו של הציבור, אלא מעין עתודת אמצעים לתשלום מסים עתידיים.

דיאגרמה ח' 1'
הזרמת הנזילות בגין עודף הביקוש של הסקטור הציבורי, 1980 עד 1981
(מחירי דצמבר 1980)
מיליוני שקלים



האינפלציה (כגון אלה הנובעות מתשלומי תוספת יוקר). שילוב גורמים אלה גרם לכך, שהיקף ההזרמה הריאלית, הנובעת מעודף הביקוש, לא היה גדול בהרבה מזה של התקופה המקבילה אשתקד (ראה דיאגרמה ח' 1'). לאחר שמוצתה השפעת ההפחתה בשיעורי המס על מוצרים בני קיימא כמכשיר ספיגה, ועם התחלת תשלומי הממשלה בגין התמיכות במחירי היסוד והדלק, חל במחצית השנייה של השנה גידול רב בהזרמת הנזילות, הנובעת מהגירעון של הסקטור הציבורי, והיא היתה גבוהה במחצית השנייה של 1981 פי שלושה מבמחצית הראשונה. ההבדל בהיקף ההזרמות בין שתי המחציות של השנה היה מן הגורמים שהביאו להתפתחות השונה של קצבי האינפלציה במהלך השנה (ראה להלן).

גם אופי מימון הגירעון של הסקטור הציבורי לא היה אחיד על פני השנה. ברביע הראשון של השנה מומן עודף הביקוש של הסקטור הציבורי באמצעות הגברת גיוס הון לטווח בינוני וארוך, במיוחד באמצעות שיווקן של תכניות חיסכון נזילות יותר מאשר בעבר, ואילו בשלושה הרביעים האחרונים של השנה נעשה עיקר המימון באמצעות הזרמה רבת מימדים. היקף ההזרמה בכל שנת 1981 היה פי שלושה וחצי לערך מבשנת 1980 (ראה לוח ח' 8).

בניגוד לשנים הקודמות, לא תרם השנה רכיב נכיון המשנה באשראי המוכוון להרחבת מקורות הנזילות (הוא אף ספג כמיליארד שקלים). התפתחות זו משקפת את צעדי בנק ישראל להאטת התרחבותו של האשראי המוכוון.

גם בהתפתחות ספיגת הנזילות באמצעות רכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי ניכר השוני שבין שתי המחציות של שנת 1981: במחצית הראשונה של השנה ננקטה אמנם מדיניות יזומה

של הפחתת שיעורי המסים על מוצרים עתירי יבוא ומס, הנוטה לפעול להרחבת הספיגה (באמצעות רכישות מטבע חוץ למימון המוצרים המיובאים); אולם בתקופה זו (שבה נטו כוחות שונים לרסן את הזרמות הנזילות) קווצה השפעת הספיגה דרך יבוא הון לטווח קצר, שנבע בחלקו מההיקף הנרחב של פירעונות כקרון היהלומים. כתוצאה מהתפתחויות אלה, לא תרם מאזן התשלומים במחצית הראשונה של השנה לספיגת הנזילות, אלא אף גרם להרחבתה בכמיליארד שקלים (ראה לוח ח' 1). בצד ההתרחבות הרבה בהזרמת הנזילות במחצית השנייה של השנה, גדלו בצורה ניכרת גם רכישות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי (כולל פירעון חובות), ובתקופה זו נרשמה ספיגה של כ-11 מיליארד שקלים. במשך השנה כולה הצטמצמה בכ-12 אחוזים, ריאלית, הספיגה באמצעות רכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי, שיעור נמוך משל אשתקד (כ-22 אחוזים).

הזרמת הנזילות כמובנה הרחב ביותר (הזרמת הנזילות הנובעת ממימון הגירעון של הסקטור הציבורי), בניכוי הספיגה דרך רכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי, הגיעה לכ-14 מיליארד שקלים לעומת 0.7 מיליארד שקלים ב-1980. אם נבחן את ההגדרה הצרה יותר (דהיינו, הזרמה ממשלתית, בתוספת ניכיון המשנה מבנק ישראל) בניכוי הספיגה דרך רכישות מטבע חוץ, היתה ההזרמה השנה גבוהה משל השנה שעברה: כ-6 מיליארד שקלים לעומת 4 מיליארד שקלים ב-1980.

השפעה מרחיבה זו היתה רבה יותר מההשפעה המצמצמת של מדיניות ריסון האשראי לטווח קצר; אולם ראוי להדגיש, שלריסונו של האשראי היתה בכל זאת השפעה ממתנת על התרחבות הביקושים במשק, בין אם דרך השפעתו על העלות השולית הגבוהה של האשראי החופשי (ראה לוחות ח' 2 וח' 4), ובין אם כתוצאה מצמצום זמינותו של האשראי הבנקאי. התפתחות האשראי הבנקאי ב-1981 היא תולדה של המשך מדיניות הריסון, שבנק ישראל נוקט מאמצע שנת 1979. בשנת 1981 התבטאה מדיניות זו בקביעת יעד התרחבות נומינלי של 5 אחוזים לחודש, כאשר נחזתה אינפלציה של 6 אחוזים לחודש. במשך שנת 1981 ירד האשראי הבנקאי לטווח קצר (למעט האשראי למימון יבוא דלק) בכ-9 אחוזים ריאלית. בניגוד לשנת 1980, שבה התפתח האשראי הבנקאי במהלך השנה בהתאם ליעד שנקבע, חרגה התפתחותו במחצית הראשונה של 1981 מהתוואי המתוכנן (בעיקר עקב התחזקות הדולר כלפי המטבעות האירופיים) והתרחבותו במחצית הראשונה של השנה היתה מהירה מעליית המחירים. במחצית השנייה של השנה התחדשה מגמת הירידה הריאלית באשראי, ורמתו היתה דומה לזו של התקופה המקבילה אשתקד. בצד קביעת תקרות לאשראי החופשי, ננקטו גם צעדים להאטת התרחבותו של האשראי המוכן ובהם הפחתת שיעורי המימון בקרנות היצוא, וקביעת מכסה לאשראי ליהלומים, שהביאה להתכווצות ריאלית של כ-37 אחוזים ביתרת אשראי זה.

ביקושו הנרחב של הציבור לנכסים פיננסיים נמשך גם בשנה הנסקרת, והדבר התבטא, כאמור, בהתרחבות ריאלית של כ-15 אחוזים בסך הנכסים הכספיים. במיצרף המצומצם יותר, הכולל את הנכסים הנזילים, לא חל אמנם שינוי ריאלי ב-1981, אך בתוספת המניות הבנקאיות, שמדת נזילותן גבוהה, גדלו ריאלית נכסים אלה בכ-14 אחוזים לעומת 17 אחוזים אשתקד (ראה לוח ח' 2). בהרכב תיק הנכסים הפיננסיים בולטת העלייה הנמשכת במשקל המניות הבנקאיות, והן נטלו בסוף השנה כ-13 אחוזים מכלל תיק זה; הדבר מבטא את התנופה הנמשכת זה למעלה משנתיים במניות אלו. כמו כן, המשיך הציבור ליהנות השנה מקיצור טווח מכשירי החיסכון השונים לזמן בינוני וארוך והגמשתם. גם התנודתיות בשיעורי התשואה על מרבית הנכסים ירדה, כך שניתן להצביע על הגדלת הנזילות הכוללת של התיק.

התחייבויותיו של הציבור הושפעו מריסון האשראי לזמן קצר ומהגידול שחל השנה באשראי לזמן ארוך (ראה סעיף האשראי). יש לציין במיוחד את המעבר לאשראי כתנאי הצמדה, שתרם לצמצום רווחי ההון הנובעים מהענקת אשראי לא צמוד בריבית מסובסדת.

2. ההתפתחויות המוניטריות והשפעתן על האינפלציה ועל הפעילות הכלכלית

שנת 1981 היתה שונה מקודמתה בעיקר בכיווני המדיניות הפיסקלית, וכולט ההבדל במדיניות התאמת מחירי המוצרים המבוקרים לעלויות. ב־1980 קוצץ מאוד היקף סבסודם של מוצרים אלה, ואילו שנת 1981 אופיינה בהעמקה ניכרת ביותר של סבסוד המוצרים המבוקרים, שנכלמה בחלקה החל מהרביעי השלישי של השנה.

כתוצאה ממדיניות זו, חלה התרחבות ריאלית יוצאת דופן בהיקף הזרמת הנזילות, שנבעה מגידול חריג בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי; עם זאת, למרות ההשפעה האינפלציונית הרבה הגלומה בהתפתחות זו, לא היה בה כדי לסתור במהלך השנה את ההשפעה הממתנת המידית על עליית המחירים, שהשיגה מדיניות העמקת הסבסוד. כתוצאה מכך ירד בשנת 1981 שיעור האינפלציה, כפי שהוא משתקף במדד המחירים לצרכן לכ־100 אחוזים בשנה, לעומת 111 ו־133 אחוזים, בהתאמה, בשנים 1979 ו־1980.

שני גורמים מרכזיים עשויים להסביר התפתחות זו מבחינה מוניטרית: ראשית, ננקטה מדיניות העמקת הסבסוד במחצית הראשונה של השנה, בעוד שהתשלומים בפועל, שהתחייבו ממדיניות זו, התבצעו בפיגור זמן, והתרכזו במחצית השנייה של השנה. ההשפעה הממתנת של פיגור זה על קצב עליות המחירים נתמכה במדיניות ריסון האשראי, שהקשתה על קבלת הלוואות כנגד תשלומים עתידיים. שנית, חלק ניכר מהזרמות הנזילות הוסט, באמצעות שיפור בתנאי החיסכון, לרכישת נכסים פיננסיים. בטווח הקצר תרמה הסטה זו להפחתת הלחצים האינפלציוניים, בעוד שהיא עלולה להגבירם בטווח הארוך יותר. הסיבה לכך היא, שהשיפור בתנאי החיסכון מגדיל, מחד גיסא, את נטל תשלומי הריבית העתידיים של הסקטור הציבורי וגורם, מאידך גיסא, לדחיקה של השקעות הסקטור הפרטי ולהאטה בקצב הצמיחה של המשק. שילוב השפעות אלה עלול להגביר, בטווח הארוך, את הלחצים האינפלציוניים, ולפגוע במאזן התשלומים. מכל מקום למבצעי המדיניות נראה, שלא ניתן להתמיד במדיניות העמקת הסבסוד בלי להחריף את בעיות האינפלציה ומאזן התשלומים גם יחד.⁶

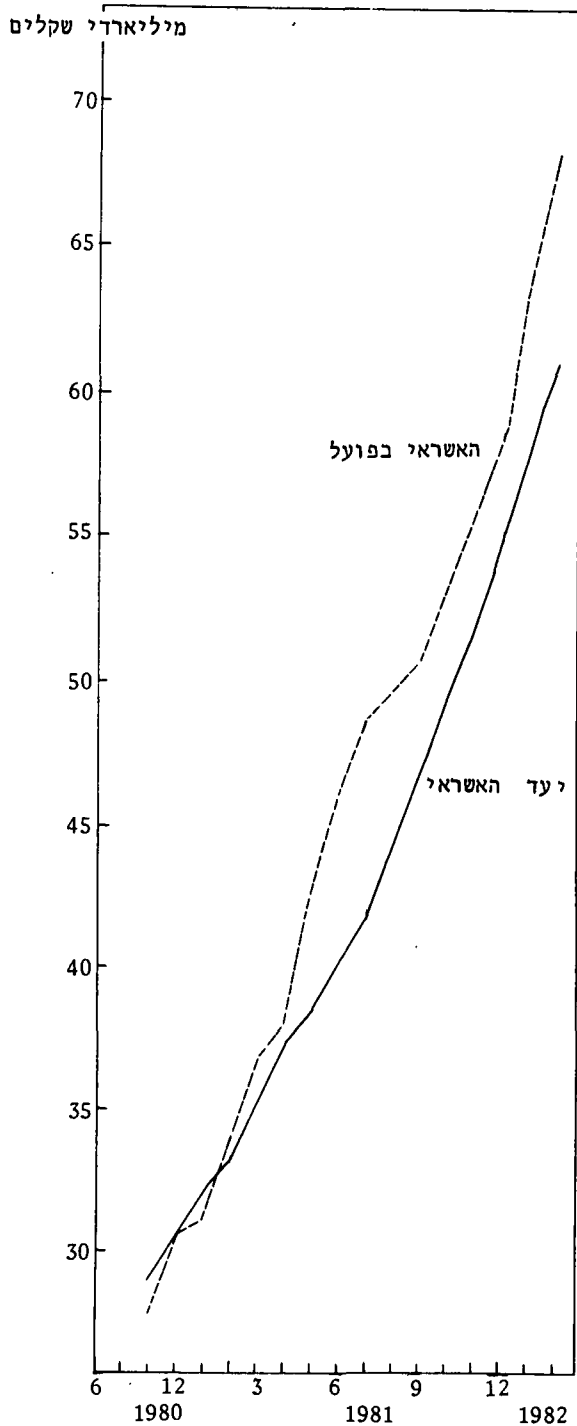
החל בחודש ספטמבר, הותאמו מעת לעת מחירי המוצרים המבוקרים לעלויות, ובוטל רכיב הסובסידיות בדלק. התאמות המחירים התבטאו בעלייה מידית של שיעורי האינפלציה, שהגיעה במחצית השנייה של השנה לכ־109 אחוזים, במונחים שנתיים (וברביעי האחרון של השנה — כ־116 אחוזים). לעומת שיעור שנתי של 94 אחוזים במחצית הראשונה. בתחילת 1982 נמשכה מדיניות התאמות המחירים לעלויות, ובחודשים הראשונים של 1982 ניכרו שיעורי אינפלציה דומים לאלה ששררו ב־1980 וב־1979.

נוסף על העלאת שיעורי הסבסוד של המוצרים המבוקרים ועל צמצום שיעורי המס על מוצרים בני־קיימא, הותאמו מדרגות המס במהלך שנת 1981 (בחודשים ינואר, אפריל, יולי ואוקטובר). צעדים אלה, והמשך ריסונו של האשראי הבנקאי, השפיעו השפעות נוגדות על היקף הפעילות הכלכלית ב־1981 ועל אופיה: מחד גיסא, תרמה מדיניות המסים והסובסידיות להחשת הפעילות הכלכלית — בעיקר לגידול הצריכה הפרטית, כפיצוי על הצמצום התריג בשנת 1980; מאידך גיסא, פעל ריסונו הריאלי של האשראי הבנקאי לטווח קצר למיתון התרחבות הביקושים המקומיים. בין אם באמצעות שערי הריבית השוליים הגבוהים, ובין אם דרך צמצום זמינותו של האשראי. עיקר ההשפעה הממתנת בהיסון האשראי על היקף הפעילות הכלכלית מתרכז בהשקעות במלאים, ומשתקף בצמצום המלאי הכולל ב־1981.

⁶ נוסף על ההשפעה השלילית שיש למדיניות העמקת הסבסוד על האינפלציה ועל מאזן התשלומים בטווח הארוך, היא פוגעת גם ביעילות הקצאת המקורות במשק.

⁷ גורם אחר, שתורם לרמה הנמוכה של המלאי ב־1981, הוא אי הוודאות באשר לחוקי המס.

דיאגרמה ח' 2
התפתחות האשראי בפועל לעומת היעד של מדיניות האשראי (סך האשראי, למעט יהלומים ודלק, ספטמבר 1980 עד פברואר 1982)



לריסונו הריאלי של האשראי הבנקאי היתה, כאמור, השפעה ממתנת על הפעילות הכלכלית והביקושים, אף-על-פי שצמצומו הריאלי היה קטן מהיקף ההזרמה הרבה של הנוזלות למשק. מצב זה נובע בחלקו מאי התאמת מערכת המסים לשיעורי האינפלציה הגבוהים. עם התעצמות האינפלציה בשנים האחרונות, גברה, משיקולי מס, הישענות הפירמות על אשראי בנקאי, למימון הפעילות העסקית, בעוד שהונם העצמי הופנה לרכישת נכסים (פיננסיים ואחרים) החסינים בפני האינפלציה. כתנאים אלה נוטה ריסון האשראי להכביד יחסית יותר על מימון הפעילות הכלכלית. גם הזרמת הנוזלות, במערכת המסים הנוכחית, תורמת יחסית פחות להגברת הפעילות הריאלית ויותר להגדלת הביקוש לנכסים פיננסיים.

בתחום הפיסקלי היתה 1981 שונה מהשנתיים שקדמו לה, בעוד שבמבנה ובתפקודה של המערכת המוניטרית בישראל לא היתה זו שנת מפנה. כבעבר, גם בשנה הנסקרת אפיין את המערכת תהליך, שבו יוצרת עליית המחירים חלק גדול מההתרחבות המוניטרית הנומינלית, שהיא עצמה הכרחית להמשך התהליך האינפלציוני. שתי סיבות עיקריות למצב זה:

לוח ח'-3

אומדן למס האינפלציוני על בסיס הכסף ולסובסידיה הגלומה באשראי המוזל,

1976 עד 1981¹

(מיליוני שקלים, מחירי דצמבר 1980)

בסיס הכסף הממוצע	המס ברוטו ²	סך כל הסובסידיה על האשראי לטווח קצר וארוך ⁴		הפער בין מס האינפלציה לסובסידיה הגלומה באשראי המוזל	
		חלקו בתל"ג ⁵	חלקה בתל"ג ⁵	חלקו בתל"ג ⁵	חלקה בתל"ג ⁵
(1)	(2)	(1)×(2) =(3)	(4)	(5) - (3) =(7)	(8)
1976	10,512	0.29	3,063	2.6	12,129
1977	11,910	0.30	3,561	2.8	11,910
1978	10,269	0.34	3,500	2.5	10,816
1979	7,583	0.66	4,995	3.5	18,290
1980	5,384	0.71	3,816	2.6	14,025
1981	4,606	0.50	2,309	1.4	9,759

(1) נתונים מתוקנים.

(2) האומדן למס האינפלציוני, המוטל על בסיס הכסף שבידי הסקטור הפרטי, מבוסס על ההנחה, שמס האינפלציה שווה לשחיקה האינפלציונית של בסיס הכסף - דהיינו שיווי משקל של הזמן הארוך (שאינו מתקיים בהכרח בכל עת).

(3) שיעור המס שווה לשיעור עליית המחירים במשך השנה, בניכוי הריבית המשולמת על בסיס הכסף הצר בגין הפקדת נכסים נוזלים בבנק ישראל. זהו שיעור השחיקה האינפלציונית של יתרת בסיס הכסף הריאלי במשך השנה.

(4) הסובסידיה הגלומה באשראי לטווח ארוך היא אומדן במונחי אמצע התקופה, האמור לבטא את התשלומים השוטפים בגין סכסוד האשראי. החישוב נעשה על-פי היתרה הריאלית הממוצעת של סך האשראי המסובסד לטווח ארוך (האשראי הבלתי צמוד) שנותנת הממשלה, כפול הפער שבין שיעור עליית המחירים, בתוספת ריבית ריאלית של 4 אחוזים, לבין הריבית המשוקללת על יתרת ההלוואות. הסובסידיה הגלומה באשראי לטווח קצר היא מכפלה של היתרה הריאלית של רכיב נכיון המשנה באשראי המוכותן במטבע ישראלי, כפער שבין שער הריבית האפקטיבית הממוצעת על אשראי בחח"ד לבין שער נכיון המשנה על האשראי המוכותן במטבע ישראלי.

(5) במחירים שוטפים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ותיבורי בנק ישראל.

א) חלק חשוב מההזרמות הנובעות מהפעילויות הממשלתיות השונות, מהאשראי לעידוד היצוא, ההשקעות וכדומה, מותאמות לעלויות המחירים. התאמת ההזרמות לאינפלציה משקפת בעיקר את הקשיחות (כלפי מטה) בגירעון הריאלי של הסקטור הציבורי. ההסתגלות הרבה של ההזרמות הנומיליות לאינפלציה מאפשרת את מימושן של הציפיות לאינפלציה וכך הן נוטות להנציח את שיעורי האינפלציה הגבוהים.

ב) השיעור הגבוה של ההצמדה הפיננסית, ובמיוחד הסדרי ההצמדה הבלתי סימטריים (דהיינו, העובדה שמרבית נכסיו הפיננסיים של הציבור צמודים במלואם, בעוד שחלק גדול מהתחייבויותיו אינו צמוד, ונושא ריבית נומינלית מסובסדת) – יוצרים מצב, שבו הופכת ההתרחבות המוניטרית לאוטומטית, ובכך היא מאפשרת את התמדתה והתעצמותה של האינפלציה.

כד בכד עם התעצמות האינפלציה, עלה בהתמדה משקלם של הנכסים שאינם נשחקים עם האינפלציה. התפתחות זו היא חלק מתהליך ההתאמה וההתגוננות של הציבור, כתגובה לשיעורי האינפלציה הגבוהים, שהתבטא בביטולן של קשיחויות נומינליות שונות, הנוטות לייצב את שיעור האינפלציה⁸. המעבר להחזקת נכסים חסיני אינפלציה הביא במשך השנים לצמצום חריף ביותר הריאלי של בסיס הכסף שבידי הסקטור הפרטי, דהיינו, לצמצום בסיס המס האינפלציוני. מס האינפלציה, המוטל על בסיס הכסף, גדל אמנם עם האצת האינפלציה⁹, אולם כיוון שחלק ניכר מההוצאות הריאליות של הסקטור הציבורי גדלו אף הן עם האצת קצב עליית המחירים, לא הוקלה בעיית מימון גירעונו של הסקטור הציבורי בטווח הארוך. דוגמה לכך היא הסובסידיה הגלומה באשראי המזל לסוגיו, שגדלה מאוד ככל שגברה האינפלציה, שכן התחייבויות הסקטור הפרטי לסקטור הציבורי לא היו צמודות. נראה, שבשנים האחרונות היה היקף הסובסידיה הגלומה באשראי המזל גדול מהמס האינפלציוני האמור, והדבר ממחיש את סכנת ההחרפה של בעיית מימון הגירעון בתקציב (בטווח הארוך), בשל אי הסימטריה במערכת ההצמדה (ראה לוח ח"3). בהקשר זה יש לברך על צעדי ההצמדה, שהוחל בהם ב-1979, בהקצאת האשראי לסקטור הפרטי לזמן בינוני וארוך; צעדים אלה נתנו אותותיהם בצמצום הסובסידיה הגלומה באשראי המזל ב-1980, ועוד יותר – ב-1981. אם תופעלנה ההצעות בדבר התאמת מערכת המסים לתנאי אינפלציה, יתמצו יותר היתרונות הגלומים בשיטה החדשה של הקצאת האשראי.

3. המדיניות המוניטרית

כבשנתיים הקודמות, התרכזה גם ב-1981 המדיניות המוניטרית של בנק ישראל בריסון גידולו של האשראי הבנקאי לזמן קצר. מדיניות ריסון האשראי באה בעקבות התרחבות ריאלית של כ-30 אחוזים במיצרף זה בשנים 1975 עד 1979. כלי עיקרי להשגת מטרה זו שימשו מכסות תקופתיות, שהוטלו על נפח האשראי החופשי במטבע ישראלי ובמטבע חוץ. מכסות אלה התבססו על יעדי גידול נומינליים של כלל האשראי הבנקאי לטווח קצר (להוציא יהלומים ודלק), שנועדו למנוע את הסתגלותו המלאה של האשראי הבנקאי לאינפלציה בלי לגרום צמצום ריאלי חריף יתר על המדה באשראי, צמצום העלול לפגוע בפעילות הריאלית.

⁸ קשיחויות אלו כוללות, בין היתר, גם התאמה אטית של ציפיות לאינפלציה ושל מחירים שונים, ובפרט של שער החליפין; הם נוטים לייצב את שיעור האינפלציה דרך צירוף של השפעות רכוש ונזילות, דרך הסטת ביקושים (למאזן התשלומים, למשל).

⁹ ראוי לציין, שבשנים האחרונות גדלה מאוד רגישותו (השליטית) של בסיס הכסף לאינפלציה, דהיינו, עלייה בשיעור האינפלציה מקטינה את תקבולי המס האינפלציוני בשוליים.

לוח ח"4

אינדיקטורים לעלות הצפויה של האשראי החופשי בחח"ד ובמטבע חוץ, 1979 עד 1982

(אחוזים, מונחים שנתיים)

עלות נומינלית בניכוי אומדן ציפיות לעליית מחירים ³				עלות נומינלית		
עלות חריגות על אשראי חופשי במט"ח ⁵ (7)	עלות חריגות על אשראי חח"ד (6)	עלות אפקטיבית ממוצעת על אשראי בבחח"ד ⁴ (5)	אומדן ציפיות לעליית מחירים ³ (4)	ריבית על אשראי חופשי במט"ח כמונחי דולרים ² (3)	עלות של חריגות על אשראי חח"ד (2)	עלות אפקטיבית ממוצעת על אשראי בבחח"ד ¹ (1)
1979						
— 19	16	— 3	68	17	95	63
17	15	— 6	80	28	107	69
23	20	— 4	99	30	138	92
10	26	2	129	34	188	133
1980						
17	45	12	142	36	252	171
12	42	11	133	32	231	159
16	57	25	124	29	251	179
28	48	24	140	35	256	197
1981						
28	36	12	145	34	233	174
51	55	29	109	35	225	170
60	71	43	90	36	225	172
30	61	34	100	33	221	167
1982						
20	46	13	119	32	220	148

- (1) נתוני הפיקוח על הבנקים; כולל את הריבית התעריפית, דמי הקצאת קו אשראי, העלות ללווה בגין ימי ערך וריבית על חריגות מתקרת האשראי, בהתאם לשכיחות החריגות בפועל.
- (2) עיבוד נתוני הפיקוח על הבנקים; כולל ריבית תעריפית בדולרים על אשראי שניתן; ברביע; לשלושה חודשים ותוספת הריבית שנובה בנק ישראל, כמונחים שנתיים.
- (3) עליית מרד המחירים לצרכן הממוצעת ברביע "הנוכחי" וברביע הקודם, היות שעליות מחירים ממוצעת זו אינה משקפת, בהכרח, את הציפיות האינפלציוניות בכל נקודת זמן, יש לראות בריבית המובאת כאן (טור 5) אינדיקציה בלבד לריבית הריאלית, שהציבור רואה לפניו (ראה סעיף האשראי).
- (4) העלות הנומינלית (טור 1), בניכוי אומדן ציפיות לעליית מחירים (טור 4).
- (5) הריבית על האשראי החופשי במט"ח (טור 3), בתוספת העלייה הממוצעת בשער החליפין של הדולר ברביע "הנוכחי" וברביע הקודם, ובניכוי אומדן ציפיות לעליית מחירים (טור 4).
- (6) נתונים ארעיים.

עקב צמידותה של כמחצית מהאשראי החופשי ושל מרבית האשראי המוכון לשער החליפין של הדולר, הרי השגת היעדים בתחום האשראי תלויה במדה רבה במדיניות ניהול שער החליפין (כלפי סל של מטבעות זרים)¹⁰, ובהתפתחות שער הדולר ביחס לסל זה. כתוצאה משינויים שאירעו במהלך 1981 בשער החליפין, וכתוצאה מהעלייה הריאלית בשער הדולר (עם התחזקות הדולר יחסית למטבעות האירופיים) — סטה האשראי מהתוואי שתוכנן, והתרחב ריאלית במחצית הראשונה של שנת 1981 (ראה פירוט בסעיף האשראי). בנק ישראל פעל לחיקון הסטייה: תחילה בקביעת תקרות מרסנות לחודשים אוגוסט-דצמבר, אך משהתברר שצעד זה יביא לירידה חריפה מדי באשראי, הוגבהה התקרה, הוארכה תקופת ההקפאה, וניתנה לבנקים אפשרות לקזז את החריגה. בצד קביעת תקרות לאשראי, נקט בנק ישראל צעדים להאטת התרחבותו של האשראי המוכון. בהמשך למדיניות שננקטה ב-1980, הופחתו שוב שיעורי המימון בקרנות היצוא (בתחילת השנה ובחודש ספטמבר), וננקטו צעדים לצמצום היקף האשראי המוכון בקרן היהלומים. אלה כללו הטלת מכסה והעלאת הריבית בקרן (מכ-10 אחוזים ב-1980 לכ-13.5 אחוזים ב-1981); על רקע השפל העולמי בענף היהלומים, הביאו צעדים אלה לירידה ניכרת בהיקף האשראי בקרן היהלומים.

התרכזותה של המדיניות המוניטרית בהגבלת נפחו של האשראי הבנקאי לטווח קצר משקפת את המגבלות של הרשות המוניטרית בתנאי המשק הישראלי. משק זה מאופיין, מחד גיסא, בהזרמות נזילות נרחבות, שמקורן בגירעון הממשלתי הרב והמתמשך, ובהיקף הרב של האשראי המוכון ליצוא; מאידך גיסא, לא נתייחד בישראל תפקיד מוניטרי חשוב לפעולות בשוק הפתוח של מכירת איגרות חוב לציבור: הממשלה תוחמת את אפשרות שינוי מחיריהן של איגרות אלה בידי בנק ישראל, בשל רצונה להמשיך ולגייס כספים מהציבור באמצעות הנפקות נוספות של איגרות חוב סחירות. כך הפכו איגרות החוב הסחירות תחליף קרוב לכסף. מצב דומה קיים גם לגבי הפת"ם. לכאורה, ניתן להגביר את הספיגה המוניטרית דרך מכירת מטבע חוץ לצורכי מאזן התשלומים, אך מחשש פגיעה בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, נוקט בנק ישראל, מאז מארס 1979, מדיניות של ייצוב שער החליפין הריאלי, וכך נשמרת גם דרגת הנזילות הגבוהה של הפת"ם, המגבירה את כדאיות החזקתו גם מטעמים עסקיים.

נוכח המגבלות הכובלות את הרשות המוניטרית בהפעלת אמצעי ספיגה מוניטריים ישירים, נבחר האשראי הבנקאי כמשתנה המרכזי של המדיניות המוניטרית. בהיותו מיצרף המשפיע על השגת יעדי המדיניות המוניטרית וניתן לשליטת הבנק המרכזי. עם זאת, בולטים כמה חסרונות במדיניות הנוכחית:

א) על רקע התחלופה המצומצמת, השוררת בטווח הקצר בין האשראי החופשי לבין מקורות מימון אלטרנטיביים, התבטא ריסון האשראי בעלייה תלולה בשערי הריבית הריאליים — תוך פגיעה בפירמות וביזמים חדשים, שאינם יכולים לנכות את הוצאות הריבית לצורכי מס.

ב) עיקר הכובד של מדיניות הריסון מוטל על האשראי החופשי, הכפוף לתקרות קבועות. בקביעת תקרות אלה מובאת בחשבון התפתחות הצפויה של האשראי המוכון ליצוא, אך קשרו ההדוק של אשראי זה להתפתחות הצפויה של היצוא מקשה על בנק ישראל להתאים את גידול סך האשראי לתוואי המתוכנן. הצמצום ההדרגתי בהיקפו של האשראי המוכון, שמפעיל בנק ישראל, מקל במקצת על קושי זה, אך אינו פותר אותו פתרון מלא.

¹⁰ סל זה הוא ממוצע משוקלל של חמישה מטבעות (דולר ארה"ב, ל"ש, המרק הגרמני, הפרנק הצרפתי והגילדן ההולנדי), והוא משקף את היקף הסחר הבינלאומי (למעט יהלומים) של ישראל עם מדינות אלו.

מהירות המחזור של פיקדונות עובר ושב ושל מיצרפים מוניטריים, 1977 עד 1980

מהירות המחזור השנתית הממוצעת של מיצרפים מוניטריים ביחס לשימושים המקומיים ¹				
סך הנכסים הנזילים ³	אמצעי תשלום, פיקדונות בלתי צמודים	אמצעי תשלום	מהירות המחזור הממוצעת של פיקדונות עובר ושב בשקלים ²	
(4)	(3)	(2)	(1)	
6.00	9.00	9.87	38.75	1977
2.80	9.4	12.02	45.22	1978
3.21	13.56	17.20	69.19	1979
3.14	16.94	22.32	104.29	1980
3.42	19.14	27.02	160.97	1981

(1) סך כל השימושים המקומיים למעט יבוא ביטחוני ישיר כמוגדר בלוח כ"ו, מחולק בסכום השנתי הממוצע של המיצרפים המוניטריים.
 (2) סך כל החיובים בחשבונות עובר ושב כמטבע ישראלי בבנקים, מחולק בסכום השנתי הממוצע של פיקדונות עובר ושב.
 (3) כולל את כל הנכסים המצוינים בטור (3) ועוד איגרות חוב סחירות שבידי הציבור ופת"מ שלא היה קיים כרוכ שנת 1977.
 המקור: מהירות המחזור של פיקדונות עובר ושב — הפיקוח על הבנקים, הסטטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים; אמצעי תשלום ופיקדונות לא צמודים — לוח ח"א¹; סך הנכסים הנזילים — לוח ח"ט^א; השימושים המקומיים (למעט יבוא ביטחוני ישיר) — לוח כ"ו.

ג) ריסונו הכמותי של האשראי, על רקע המשך ההזרמה הניכרת של נזילות מצד הסקטור הציבורי, נוטה להגדיל את היחס בין רזרבות לבין פיקדונות במערכת הבנקאות. הדבר יוצר תמריץ בקרב הבנקים להעברת מקורותיהם שלא כאמצעות מתן אשראי — דרך רכישת מניות בחברות-בת. המעבירות לגופים אחרים את מקורותיהן. ריסון כמות האשראי אף תורם להתפתחות שווקים "אפורים", שעליהם אין לבנק ישראל שליטה ישירה, ובכך מצטמצם מרחב הפעולה של המדיניות המוניטרית.

בצד ההשפעה המצמצמת של מדיניות ריסון האשראי על היקף הפעילות הכלכלית, היא היוותה גורם בלתי מבוטל בהפסקת ההאצה באינפלציה בשלוש השנים האחרונות. לא ברור עדיין עד כמה השפיעה מדיניות האשראי לריסון הפעילות הריאלית ולמיתון שיעורי האינפלציה.

לסיכום, אין ספק שלמדיניות מוניטרית מרסנת תפקיד חשוב בריסון האינפלציה, אך בתנאי שהפעלתה מתואמת עם ההתפתחויות בתחום הפיסקלי. משום כך חייבת המדיניות הדיסאינפלציונית להישען על צמצום עודף הביקוש של הסקטור הציבורי ועל ויסות כולל של התפתחות האשראי. מן הראוי להדגיש, שללא צמצום משמעותי בעודפי הביקוש של הסקטור הציבורי, אין לצפות לירידה משמעותית ארוכת טווח בשיעורי האינפלציה, גם אם יופעלו בעתיד צעדים מוניטריים ישירים יותר, כגון פעולות בשוק הפתוח.

חלק II: הרכוש ומקורותיו

1. מקורות ההתרחבות המוניטרית

ההתפתחויות במצבת הנכסים וההתחייבויות הכספיים של הציבור נבעו משלושה מקורות עיקריים¹¹ (ראה לוח ח' 6):

(א) זרמי התשלומים הנקיים (על חשבון סחורות, שירותים והעברת הכנסות) בין הסקטור הפרטי, מצד אחד, לבין הסקטור הציבורי וסקטור חוץ לארץ, מצד שני. זרמים אלה משקפים את החיסכון הפרטי, שהופנה לצבירת רכוש פיננסי.

(ב) זרמי תשלומים, הקשורים ביצירת התחייבויות פיננסיות ופירעונן בין הסקטור הפרטי הלא-פיננסי לבין סקטורים אחרים. זרמים אלו מועברים בעיקרם באמצעות סקטור המתווכים הפיננסיים, המתעל גם את עיקר זרמי הכספים, שמקורם בסקטור הציבורי ובחוץ לארץ.

(ג) שיערוך התחייבויות הדדיות בין הסקטורים השונים, הן כתוצאה מפעולתם של מנגנוני הצמדה פורמליים, והן כתוצאה משינוי בהערכתן של התחייבויות שונות. שינויים מהסוג האחרון עשויים להתבטא בשוק בערכים נמדדים (כגון בניירות ערך סחירים), אך הם כוללים גם שינוי הערכה של תשלומים עתידיים, שאין להם ביטוי נמדד ישיר¹².

בשנת 1981 חלה עלייה רבה בהזרמה הנובעת מעודף הביקוש של הסקטור הציבורי, והזרמה זו הגיעה לכ-24 מיליארד שקלים, לעומת כ-5 מיליארד שקלים בשנת 1980 – גידול ריאלי של קרוב ל-100 אחוזים, במקביל עלה ריאלית הגירעון בחשבון השוטף נטו של הסקטור הפרטי, (כפי שהוא מוגדר בלוח ז' 1) בכ-27 אחוזים, לעומת ירידה ריאלית של כ-58 אחוזים אשתקד. בשנתיים האחרונות התגברו הזרמות הסקטור הציבורי, ורק בחלקן הן קוזזו באמצעות ספיגה בחשבון השוטף במאזן התשלומים. המשכו של תהליך זה טומן בחובו פוטנציאל להאצת האינפלציה בעתיד ומניעת מימושו מחייבת צמצום ניכר בהיקף עודף הביקוש של הסקטור הציבורי.

מההתפתחויות בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי ותנועות ההון נראה, שבניגוד ל-1980 לא נרשם ב-1981 יצוא הון נגזר משמעותי¹³. האומדן הנגזר לסך תנועות ההון (לטווח קצר וארוך) מורה על יצוא הון של כ-66 מיליון דולר, לעומת 148 מיליון דולר ב-1980 (ראה לוח ז' 26). תנועות ההון לטווח קצר, (בעיקרן בעלי אופי מוניטרי) מלמדות על יצוא הון (נגזר) של כ-17 מיליון דולר בלבד, והתפתחות זו משקפת מגמות מנוגדות בשתי מחציות שנת 1981: במחצית הראשונה של השנה, שבה ניכרו מגמות לריסון הרחבת הניזילות, נרשם יבוא הון (נגזר) של כ-566 מיליון דולר; בין הגורמים המרכזיים שהביאו לכך בולטים הפירעונות הגדולים בקרן היהלומים (כ-75 מיליון דולר), ויבוא הון של מערכת הבנקאות, שנבע כנראה בחלקו ממעורבותם בשוק המניות.

¹¹ קשיים סטטיסטיים שונים אינם מאפשרים סיווג המתאים כמלואו להגדרות הכלכליות. קשיים אלה מתבטאים גם בטיב הנתונים ובשאריות בלתי מוסברות.

¹² בלוחות ח' 6 ו-ח' 9 אנו מנסים לאמוד את זרם התשלומים העתידיים בגין ההתחייבויות הבלתי צמודות של הסקטור הפרטי. לעומת זאת, אין אנו עוסקים בשינויי הערכה של תקבולים עתידיים, המובטחים בנכסים צמודים לזמן בינוני וארוך, ומניחים שהציבור העריך אותם כהתאם לערכם המתואם (כלומר, כהתאם להצטברות ההצמדה והריבית עליהם, למרות שאין היא ניתנת למימוש מיידי).

¹³ ההבדלים בין תנועות ההון הנגזרות לבין תנועות ההון הנרשמות מתוארים בסעיף חשבון ההון לזמן קצר, בפרק ז'. תנועות ההון לטווח קצר כוללות פירעון חובות.

לוח ח"6

המקורות לשינויים ברכוש הפיננסי של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי
(מיליארדי שקלים, מחירים שוטפים)

העלייה או הירידה (—) הריאליח ⁶		1981			סך הכול
1981	1980	מחצית II	מחצית I		
(אחוזים)					
96	63	18.3	5.8	24.1	1. הזרמת הנוילות בגין עודף הביקוש של הסקטור הציבורי
27	— 58	3.4	5.2	8.6	2. עודף יבוא סחורות ושירותים של הסקטור הפרטי
— 18	— 19	5.5	13.6	19.1	3. זרמי התחייבות בין הציבור לבין סקטורים אחרים
— 15	18	5.2	3.6	8.8	א. אשראי פיתוח ואחר מהסקטור הציבורי ¹
—	— 24	1.2	— 2.5	— 1.3	ב. אשראי מבנק ישראל ²
					ג. אשראי ממקורות מקומיים של מערכת התיווך
55	54	9.5	7.5	17.0	4. הפיננסית וגורמים אחרים ומקורות בלתי מזוהים ³
—	—	— 10.4	5.0	— 5.4	ד. זרמי התחייבות נטו עם חו"ל ⁴
15	39	20.4	14.2	34.6	5. סך כל רכישת הנכסים ((3)+(2) — (1))
חלקם ביחס לרכוש הפיננסי בתחילת השנה					
1.73	2.34	146.7	102.5	249.2	6. שיעור הנכסים הכספיים שבתיק הנכסים ⁵
1.97	2.50	167.1	116.7	283.8	7. סך כל השינוי בנכסים הכספיים של הציבור ((5)+(4))
0.51	0.59	41.1	32.7	73.8	8. שיעור התחייבויות של הציבור ⁵
0.65	0.82	46.6	46.3	92.9	9. סך כל השינוי בהתחייבויות של הציבור ((7)+(3))
1.33	1.68	120.5	70.4	190.9	10. השינוי ברכוש הפיננסי של הציבור ((8) — (6))

- (1) כולל אשראי ממשלתי נטו לסקטור הפרטי הלא פיננסי, בניכוי גירס הון לזמן ארוך נטו לרשויות מקומיות ומוסדות לאומיים (ראה לוח ח"11א).
סעיפים 6 ו-8.
- (2) כולל אשראי מוכון במטבע ישראלי ובמטבע חוץ.
- (3) כולל גורמים אחרים, שמקורם בחשבונאות רווח והפסד של בנק ישראל, אשראי מבנק ישראל למערכת הבנקאות, גורמים שמקורם בעסקאות בניירות ערך ובנדל"ן בין הציבור למחזיקים הפיננסיים וכן טעויות השמטות.
- (4) נגזר כהפרש שבין עודף היבוא של הסקטור הפרטי, בניכוי העברות חריגניות לבין הרכישות נטו של מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי.
- (5) השיעור כולל את השינויים במחירי הנכסים וההתחייבויות במשך התקופה בגין צבירת הפרשי הצמדה ושער, שינויים במחיר שוק של נכסים סחירים, וכן שינויים בערך ההתחייבויות של האשראי לזמן ארוך עקב הסבסוד הגלום בו.
- (6) מנוכה על בסיס חצי שנתי.
- המקור: עיבוד מחלקת המחקר; בנק ישראל.

לוח ח' 7
המקורות לשינויים בערך הנכסים הכספיים הנוזלים, 1980 עד 1981
(מיליוני שקלים)

1981		1980		1981	1980	
מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית I			
11,212	3,359	3,681	2,452	14,571	6,133	1. תרומת הסקטור הציבורי לנכסים הכספיים הנוזלים (הזרמה בסיסית) ¹
12,623	4,607	2,200	2,716	17,235	4,916	א. הזרמה של הסקטור הציבורי
- 1,416	- 1,248	1,481	- 264	- 2,664	1,217	ב. מכירה נטו של איגרות חוב סחירות לציבור ²
1,578	- 2,230	1,885	1,671	- 652	3,556	2. אשראי מוכון מבנק ישראל (בעיקר קרנות יצוא)
						3. מכירות או קניות (-) של מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי ³
10,882	857	- 2,913	- 1,552	- 10,025	- 4,465	4. גורמים אחרים ⁴
951	- 1,801	- 346	56	- 850	- 290	5. ההזרמה נטו לבסיס הנכסים הכספיים הנוזלים (1)+(2)+(3)+(4)
2,859	185	2,307	2,627	3,044	4,934	6. הרחבה הנובעת מהפעילות הבנקאית המקומית ⁵
3,294	4,669	1,944	1,658	7,963	3,602	(7) בניכוי (5)
6,153	4,854	4,251	4,285	11,007	8,536	7. רכישה נכסים כספיים נוזלים ⁶
30,038	21,127	19,475	8,898	51,165	28,373	8. הפרשי שערים לפת"ם ואיגרות חוב
832	1,781	948	1,117	2,613	2,065	מזה: בגין רכישה בתקופה הנדונה
36,191	25,981	23,726	13,183	62,172	36,909	9. סך השינוי בערך הנכסים הכספיים הנוזלים (7)+(8)

- (1) ההזרמה הנובעת מעודף הביקוש, כפי שהיא מוצגת בלוח ח' 8, המתקבלת מתוך תרומת הסקטור הציבורי לנכסים הכספיים הנוזלים, בתוספת פעולות נטו לטווח ארוך בשוק ההון של הסקטור הציבורי.
- (2) כולל גם מכירת איגרות חוב דולריות שהונפקו על ידי פירמות, לכן אומדן התרומה לנכסים הכספיים הנוזלים מוטה כלפי מעלה.
- (3) כולל השתתפות הבנקים במימון קרנות היצוא.
- (4) מעיף זה כולל בעיקר את ההזרמה או את הספינה הנובעת מחשבונות רווח והפסד של בנק ישראל, כגון: תשלומי ריבית תקבולי ריבית, וקנסות על גירענות הנוזלות וכן הלוואה מיוחדת לבנקים.
- (5) סעיף זה מתקבל כשארת.
- (6) הנכסים הנוזלים כוללים גם פיקדונות תושבי חוץ של תושבים מקומיים, וערך חיקון מקביל בפעולות הסקטור הפרטי במטבע חוץ (סעיף 3). רכישת איגרות החוב שונה מזו המוצגת בלוח ח' 4 א' כיוון שהיא כוללת גם רכישות מצד מערכת הבנקאות.
- המקור: לוח ח' 3א'.

במחצית השניה של השנה, המאופיינת בהתרחבות רבה בהזרמת הנזילות, הסתכם יצוא ההון (נגזר) לטווח קצר בסך של כ-582 מיליון דולר (כ-100 מיליון דולר ממנו נובעים מהחזרת אשראי של יהלומנים לחוץ לארץ). תנועות ההון לטווח קצר רגישות לפער שבין עלות האשראי לזמן קצר במטבע ישראלי (הניתן ברובו כחח"ד) לבין עלותו הצפויה של האשראי במטבע חוץ (הנקוב ברובו בדולרים), התלויה בציפיות לשינויים בשער החליפין של הדולר. התפתחות יבוא ההון במהלך השנה מתיישבת עם השינויים בפער שבין עלויות אלה בהנחה שהתחזקות הדולר כלפי סל המטבעות לא היתה צפויה (המידע משוקי המטבעות העתידיים תומך בהנחה זו – ראה פירוט בפרק ז', סעיף 4). חשוב לזכור, שחלק מתנועות ההון הנגזרות (כגון פירעונות האשראי בקרן היהלומים) משקף שינויים בהסדרים מוסדיים וקיומן של מגבלות אדמינסטרטיביות (ראה פרק ז', סעיף 5). ראוי גם להדגיש את מהימנותם הנמוכה של האומדנים לתנועות ההון, הן האומדנים הנגזרים והן אומדני מאזן התשלומים.

התרומה להיווי הנכסים של הסקטור הפרטי הלא פיננסי, באמצעות קבלת סוגי אשראי שונים ממערכת התיווך הפיננסית, הגיעה ב-1981 לכ-19 מיליארד שקלים, לעומת 11.7 מיליארד שקלים ב-1980 – ירידה ריאלית של כ-18 אחוזים לעומת אשתקד (ראה לוח ח'6). התפתחות זו היא פועל יוצא של מדיניות ריסון האשראי הכוללת של בנק ישראל (תקרות האשראי וצמצום היקף האשראי המוכוון, בעיקר בקרן היהלומים). לעומת זאת, התרחבו השנה זרמי האשראי לטווח ארוך (ראה סעיף האשראי). עם התחזקות המעבר להקצאת אשראי לטווח ארוך בתנאי הצמדה, חלה ירידה בתרומה לרכוש, של כ-33 אחוזים, במונחים ריאליים, הנובעת מיתרות האשראי, הנשחקות והולכות ריאלית. עם זאת, בשל חוסר הסימטריה הקיים במערכת המסים הנוכחית (המערכת מכירה בריבית ובהפרשי הצמדה כהוצאה של הפירמות לצורך מס, בעוד שחלק מההכנסותיהן פטורות ממס) – הרי גידול התחייבויותיו של הציבור תורם עדיין תרומה לגידול ברכושו הפיננסי. ניתן להניח, שאם יתקבלו השינויים המוצעים בתחום המסוי בתנאי אינפלציה, יתוקן עיוות זה במדה ניכרת.

רכישת הנכסים הכספיים, שנבעה מהזרמת הנזילות בגין עודף הביקוש של הסקטור הציבורי, בתוספת זרמי האשראי נטו, ובניכוי הספיגה בחשבון השוטף, הסתכמה בכ-34.6 מיליארד שקלים (ראה לוח ח'6) לעומת 13.5 מיליארד שקלים אשתקד, גידול ריאלי של כ-15 אחוזים. לגידול בצבירת הנכסים הפיננסיים תרמו קיצור תכניות החיסכון וההנפקות הגדולות של המניות הבנקאיות (ראה לוח ח'4ב). צבירת הנכסים הנזילים (הקשורים קשר הדוק יותר להתפתחות המחירים ולפעילות הכלכלית) פחתה השנה ריאלית בכ-32 אחוזים, בעיקר בשל צבירה שלילית של איגרות חוב סחירות, בסך של כ-5.3 מיליארד שקלים (ראה לוח ח'4א).

יתרת השינויים בנכסים הכספיים, מעבר לרכישה, נזקפת להשפעות השיעור האוטומטי של הנכסים הצמודים, ולשינוי בערך השוק של הנכסים וההתחייבויות הסחירים. משקלם של רכיבי ההצמדה והשינוי במחירים היחסי של הנכסים הסחירים בסך השינוי בערך הנכסים הכספיים (למעט הצבירה) לא השתנה באופן משמעותי השנה (משקל ההצמדה היה 87 אחוזים, ומשקל השינוי בערך השוק של הנכסים הסחירים – 13 אחוזים). האטת שיעור האינפלציה פעלה אמנם לצמצום רכיב ההצמדה, אך גם השפעת השינוי במחיר היחסי של הנכסים הסחירים היתה קטנה יותר; סיבתה העיקרית של זו היתה העלייה המתונה יותר השנה של התשואות הריאליות על המניות הפיננסיות. שיערוך ההתחייבויות עלה השנה ריאלית, הן בשל גידול חלקו של האשראי הצמוד בסך ההתחייבויות, והן בשל משקלו הרב של האשראי הצמוד לדולר, ששערו עלה השנה בקצב מהיר יותר משיעור עליית המחירים.

לוח ח'-8
אומדן נגזר לעודף הביקוש של הסקטור הציבורי, 1979 עד 1981

העלייה או הירידה (—) הריאלית		1981			1980	1979
1981	1980	מחצית II	מחצית I	סך הכול		
(אחוזים)		(מיליוני שקלים, במחירים שוטפים)				
1. גיוס הון ממשלתי נטו באמצעות איגרות חוב והפקדות ²						
44	— 2	12,599	5,745	18,344	5,978	2,326
2. אשראי ממשלתי נטו לסקטור הפרטי ³						
— 15	18	5,181	3,636	8,817	4,919	1,800
3. גיוס מקורות נטו לזמן ארוך בידי הסקטור הציבורי (1)-(2)						
360	— 49	7,418	2,109	9,527	1,059	526
4. הזרמת הסקטור הציבורי ⁴						
44	103	12,628	4,607	17,235	4,916	1,480
5. הזרמת נזילות, הנובעת מעודף הביקוש של הסקטור הציבורי ⁵						
96	63	18,299	5,768	24,067	5,163	1,537

(1) קיים הבדל בין אומדן זה לאומדן החשבתאות הלאומי (ראה פרק הסקטור הציבורי), הנובע מהכללת סעיפים פיננסיים בעודף הביקוש, ומפער בין ביצוע חשלושים לבין קבלת השירותים.
 (2) כולל גיוס הון נטו באמצעות איגרות חוב סחירות וגיוס הון באמצעות איגרות חוב מיוחדות ופיקדונות.
 (3) לא כולל אשראי ממשלתי לרשויות מקומיות, וכולל קבלת אשראי נטו על ידי רשויות מקומיות ומוסדות לאומיים מהסקטור הפרטי. אינו כולל שינויים בתורת לזמן קצר של מוסדות אלו.
 (4) השינוי באשראי מבנק ישראל לממשלה והמרות מטבע חוץ של הממשלה בניכוי חשלושים שבין הממשלה לבנק ישראל.
 (5) שורה 5 מחושבת לפי סיכום שורות (3) ו (4), ובניכוי פרוץ מוקדם של איגרות 'בונדס', הכלולות בהזרמת הסקטור הציבורי (שורה 4) ואינן מהוות חלק ממקורות מימון עודף הביקוש של הסקטור הציבורי.
 המקור: לוח ח'-11א', עיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח ח' 9

אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי¹, 1979 עד 1981
(נחוני סוף שנה, מיליארדי שקלים, מחירים שוטפים)

העלייה ² או הירידה (—) הריאלית (אחוזים)		1981					
1981	1980	1979	דצמבר	יוני	1980	1979	
13.5	14.6	— 2.7	504.1	357.0	220.3	82.5	א. נכסים פיננסיים
— 1.4	7.0	— 12.2	118.5	83.8	59.6	23.9	1. נכסים נזילים
46.1	70.9	— 10.7	74.0	44.7	25.1	6.3	2. מניות פיננסיות
14.0	11.3	3.5	311.6	228.5	135.6	52.3	3. נכסים לזמן בינוני וארוך
9.9	5.6	0.5	169.2	122.7	76.3	31.0	ב. התחייבויות פיננסיות
— 2.7	2.7	10.5	94.4	76.2	48.1	20.1	1. התחייבויות לזמן קצר
30.6	10.8	— 13.9	74.8	46.5	28.2	10.9	2. התחייבויות לזמן ארוך
(רכיב הסובסידיה הגלומה)							
(— 33.3)	(— 26.8)	(5.1)	(13.4)	(10.8)	(10.0)	(5.8)	בהתחייבויות לזמן ארוך)
15.4	20.1	— 4.4	334.9	234.3	144.0	51.5	ג. הרכוש הפיננסי הנקי (א) בניכוי (ב)
6.9	— 2.0	14.0	929.3	—	431.1	188.9	ד. רכוש פיסי ואחר ³
9.0	3.0	9.5	1,264.2	—	575.1	240.4	ה. סך כל הרכוש (ד)+(ג)

(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 החיוב והפיננסיות. מערכת החיוב הפיננסית כוללת כאן את הבנקים המסחריים, האגודות השיתופיות לחיסכון ולאשראי, הבנקים למשכנתאות, הבנקים להשקעות, מוסדות כספיים החייבים בדיווח, חברות הביטוח, קופות הגמל וקרנות הפנסיה. קבוצה זו מהווה את רוב דובה של מערכת החיוב הפיננסי בישראל. בשל מגבלות סטטיסטיות, אין מוגדרים כמתווכים פיננסיים כל אותם מוסדות כספיים שאינם חייבים בדיווח, וממילא הם מופיעים כחלק מהסקטור הפרטי הלא-פיננסי. בשל הדרך שהוגדרה בה מערכת החיוב הפיננסית בלוח זה, 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' 3א.

(2) מנוכה במדד המחירים לצרכן.
(3) הנכסים הפיסיים כוללים מלאי מוצרים בני-קיימא, בניינים למגורים, וכן בניינים וציוד שבידי פירמות. סעיף זה כולל גם מילווה חובה. הוא אמור לכלול גם מלאי מוצרים חומרי גלם שבידי פירמות ומשקי בית, אך אין בידינו נתונים על מלאים אלו.
המקור: אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

2. האשראי לציבור

א. אופיו של האשראי והמגמות העיקריות בהתפתחותו

האשראי לציבור¹⁴ מוענק בשלוש מסגרות עיקריות:

- 1) אשראי לפעילות מקומית, שמעניקה מערכת הבנקאות המקומית ושלוחותיה בחוץ לארץ בעיקר למימון פעילות בזמן הקצר¹⁵.
- 2) אשראי מוכוון ליצוא לזמן קצר, הניתן באמצעות מערכת הבנקאות. אשראי זה מיועד למימון השלבים השונים של תהליך היצוא (יבוא, ייצור ומשלוחים), אך חלק ממנו משמש למימון החזקת מלאי יהלומים¹⁶.
- 3) אשראי לזמן בינוני וארוך, המיועד בעיקרו למימון השקעות בענפי המשק ולמשכנתאות ולדירור פרטי.

נוסף על חלקם של זרמי הכספים הנקיים, המלווים את תהליך הענקת האשראי, בהיווי הנכסים הכספיים שבידי הציבור, ועל משקל האשראי ברכוש הפיננסי הנקי של הציבור – יש לאשראי משמעות כלכלית ייחודית, בשל קשריו ההדוקים עם המימון השוטף של הפעילות היצרנית, מצד אחד, ועם מימון הביקושים להשקעה בבניינים, בציוד ובדירור, מצד שני¹⁷. נראה, כי בחינת מימון הפעילות השוטפת מחייבת בעיקר ניתוח של הרמה הממוצעת של האשראי לזמן קצר (לפעילות מקומית וליצוא), ואילו בחינת מימון פעולות ההשקעה לענפי המשק ולמגורים מחייבת ניתוח של זרמי האשראי לזמן ארוך. עם זאת, אין להתעלם מתהליך הזרימה של האשראי בתוך הסקטור העסקי ומהתחלופה בין סוגי אשראי שונים (לתחלופה זאת יש גם ביטוי מוסדי, בפעולות הקונברסיה בין אשראי לזמן קצר לבין אשראי לזמן ארוך). כדי לבדוק את כלל הנזילות העומדת לרשות הסקטורים השונים, נראה לנו כי עדיף לסכם את הרמות הממוצעות של האשראי לזמן קצר עם זרמי האשראי הנקיים לזמן בינוני וארוך¹⁸.

¹⁴ האשראי לציבור, הנדון בסעיף זה, כולל אשראי המוענק לטווחי זמן שונים בידי מערכת הבנקאות המסחרית הישראלית ושלוחותיה בחוץ-לארץ, בידי מערכת החינוך הפיננסי לזמן בינוני וארוך ("המערכת המוסדית של שוק ההון") ובידי מסגרות משלימות, בפרט הממשלה, המעניקות אשראי לזמן בינוני וארוך, ופיקדונות למתן הלוואות במטבע חוץ. הגדרה זאת אינה כוללת סוגי אשראי מסוימים מחוץ לארץ, ובפרט אשראי ספקים ואשראי, המועבר בין יחידות פרטיות לא-פיננסיות. כן אין מצרף האשראי הנדון כולל את האשראי לרשויות המקומיות.

¹⁵ אשראי זה כולל אשראי חופשי במטבע ישראלי, אשראי חופשי במטבע חוץ ואשראי מוכוון לפעילות מקומית במטבע ישראלי (שיתרתו מצומצמת). האשראי החופשי במטבע חוץ מיועד בחלקו למימון פעילויות מועדפות, כמימון יבוא והחזקת מלאי דלק. הריון להלן מתעלם מהאשראי לדלק, אשר נועד לממן את המלאים, שהממשלה מחליטה עליהם, ואשר השפעותיו המקומיות כנראה מצומצמות. באופן עקרוני היה ניתן לכלול באשראי לציבור את חלק האשראי לדלק המועבר ללקוחות, ולראות בעודפי המימון של מלאי הדלק פעולה המרחיבה את האשראי לממשלה.

¹⁶ בניגוד להחלטות בדבר החזקת מלאי דלק, מתקבלות ההחלטות בתחום החזקת מלאי היהלומים בידי הסקטור העסקי בלבד, ולפיכך יש לכלול את האשראי ליהלומים בכלל האשראי לסקטור הפרטי. נוסף על כך יש לציין, שלפחות בתקופות מסוימות איפשרה שיטת מימון המלאי ליהלומים עודפי מימון, שהיה בהם כדי לגלוש לכיוונים אחרים.

¹⁷ אין פירושה של דברים אלה, שחלק מהאשראי איננו גולש, במישרין או בעקיפין, למימון פעילויות אחרות, ובכללן רכישת נכסים כספיים מצד משקי בית או פירמות.

¹⁸ אחת ההצדקות לצירוף זה נעוצה בעובדה, שניתן לראות את מרבית האשראי לפעילות מקומית וליצוא כאשראי שנתחדש תוך שנה, וככך הוא דומה לזרמי האשראי, נטו, לזמן בינוני וארוך. מכלל זה יוצא האשראי הצמוד לפעילות מקומית. עם זאת ראוי לזכור את הבעייתיות שבחיבור יתרות עם זרמים והשוואתם למדד פעילות.

לוח ח' 10
אינדיקטורים עיקריים להתפתחות האשראי, 1979 עד 1981¹

חלקם של האשראים בפעילויות הממומנות ³					
1981	1980	1979	1981	1980	1979
(אחוזים)			(מיליארדי שקלים, מחירים שוטפים)		
1. אשראי ממערכת הבנקאות המסחרית למעט דלק					
— יתרה ממוצעת					
13.7	15.3	17.2	52.7	25.1	12.5
2. אשראי לזמן בינוני וארוך ברוטו ²					
43.3	41.7	40.7	24.7	10.2	4.7
מזה: א. אשראי ברוטו למשקי בית					
32.9	27.9	34.7	7.9	2.9	1.3
ב. אשראי ברוטו לסקטור העסקי					
48.9	49.6	41.8	16.2	4.9	3.3
3. אשראי לזמן בינוני וארוך, בניכוי פירעונות					
			15.6	5.9	2.8
4. אינדיקטור לכלל האשראי (1)+(3)					
17.7	18.9	21.0	68.3	31.0	15.3

- (1) לא כולל אשראי לרשויות מקומיות ולמוסדות לאומיים.
 (2) כולל אשראי שנחתן לציבור באמצעות מוסדות לאומיים, אך אי-אפשר לסווגו לפי פירוט ענפי (ראה לוח ב' 3א').
 (3) שורות (1) ו-(4) ביחס לסך השימושים, בניכוי יבוא ביטחוני ישיר. שורה (2) ביחס להשקעות בנכסים קבועים, שורה (2א) ביחס להשקעה בדירור פרטי, ושורה (2ב) ביחס להשקעה בנכסים קבועים, למעט השקעה בדירור פרטי.
 המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

אינדיקטור זה מורה על המשך מגמת הירידה ביחס שבין כלל האשראי לבין השימושים המקומיים, למעט יבוא ביטחוני (שסך האשראי נועד לממנם). יחס זה ירד בצורה מתונה מאשתקד מכ-18.9 לכ-17.7 אחוזים ב-1981 (ראה לוח ח"י-10).

מדיניות ריסון האשראי לטווח קצר, ותהליך הצמדתן של ההלוואות לזמן בינוני וארוך, הביאו בשנתיים האחרונות לעלייה ניכרת בשערי הריבית הריאליים במשק (ראה להלן). מגמה דומה מצטיירת בבחינת עלותו הריאלית של האשראי לאחר מס (ראה לוח ח"י-11). רמת שערי הריבית שלאחר המס נמוכה בהרבה מרמת השערים שלפני מס, והיא אף שלילית, במונחים ריאליים, לכל זוגי האשראי.

ראוי לזכור, שהעלות הריאלית הגבוהה של האשראי החופשי נובעת, בין היתר, ממערכת המסים המעוותת, המעודדת ביקושים לאשראי בשל שיקולי מס. שער הריבית הריאלי בפועל, שעמד בפני יחידות כלכליות (היכולות לנכות תשלומי ריבית מהכנסות חייבות, כשהאשראי מממן פעילויות חסינות מס) היה נמוך בהרבה מעלויות האשראי לפני מס. עם זאת, לא לכל

לוח ח"י-11

עלות ריאלית¹ שנתית של האשראי לפני ואחרי מס, 1979 עד 1981

(במונחים שנתיים)

בהתחשב בניצול מירבי של הפרשיות במסוי עסקים ²			לפני מס		
1981	1980	1979	1981	1980	1979

(א ח ו י ם)

1. אשראי בנקאי חופשי לזמן קצר

א. חח"ד	-11	19	34	-36	-27	-17
ב. צמוד במטבע ישראלי ³	7	7	7	-25	-25	-25
ג. במטבע חוץ	9	16	38	-30	-31	-15

2. אשראי מוכוון

א. במטבע ישראלי	-45	-39	-28	-49	-50	-43
ב. במטבע חוץ	-8	-3	18	-35	-36	-22
3. סך האשראי לזמן קצר ⁴	-4	5	17	-33	-34	-24

4. אשראי לזמן ארוך⁵

א. אשראי מוכוון למשתכנים	-32	-18	-13			
ב. הלוואות פיתוח לתעשייה	-26	-9	-6	-29	-18	-16

- בלוח זה מוגדרת עלות ריאלית כעלות נומינלית, בניכוי עליית המחירים בפועל. הגדרה זו שונה מההגדרות בלוח ח"י-4, הבנויות על אומדן הציפיות לעליית המחירים.
- בהנחה שהריבית על אשראי נרשמת כהוצאות לצורך מס הכנסה, שיעור המס הוא 60 אחוזים. בהלוואות פיתוח מניחים שיעור מס של 30 אחוזים.
- בהנחה של עליית מחירים שנתי של 100 אחוזים בתקופת ההלוואה (שנתית), כאשר תשלומי קרן וריבית מתכצעים בסוף תקופת ההלוואה.
- לפי שקלול של סך האשראי לטווח קצר. ראה לוח ח"י-12.
- בהנחה של עליית מחירים שנתי ממוצעת של 80 אחוזים בתקופת ההלוואה, עלות האשראי נאמדה לפי שקלול של ההלוואות הצמודות וההלוואות שאינן צמודות לפי הניצול בפועל.

המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

מותר ניכרי הוצאת מימון כנגד פעילויות חסינות מס – לא למשקי הבית, ולא לפירמות וליזמים, שאינם נדרשים לשלם מס בשל הפסדים או ריבוי הקלות וכדומה. העלות הממשית לגופים אלה היא זו שלפני מס, ורמתם הריאלית הגבוהה של שערי הריבית מטילה עליהם נטל מימון כבד.

כ. האשראי הבנקאי לטווח קצר

בשנת 1981 חלה ירידה ריאלית (הנמשכת זה כשנתיים וחצי) בהיקף האשראי הבנקאי לטווח קצר, אם כי בשיעור מתון יותר מירידתו ב־1980 (ראה לוח ח'־13). סך האשראי הבנקאי לטווח קצר (למעט האשראי למימון יבוא דלק) הצטמצם ריאלית בכ־9 אחוזים, לעומת צמצום ריאלי של כ־10 אחוזים אשתקד. השוני בין שתי השנים בולט עוד יותר בבחינת התפתחות אשראי זה בניכוי האשראי בקרן היהלומים, שהצטמצם במיוחד ב־1981: אשראי זה בניכוי דלק ויהלומים פחת ריאלית בכאחוז בלבד, לעומת התכווצות ריאלית של כ־15 אחוזים ב־1980. גם התפתחות האשראי במהלך השנה היתה שונה מאשר בקודמתה: ב־1980 הוא הצטמצם במהלך השנה כולה ואילו השנה גדל ריאלית במחצית הראשונה של השנה, והצטמצם המחצית השנייה.

התפתחות האשראי לטווח קצר חרגה במהלך 1981 מהתוואי המתוכנן. יש לזכור, שקביעת היעד הנומינלי של התרחבות האשראי בתקופה מסוימת (שנועד לצמצם ריאלית את סך האשראי לציבור)¹⁹ מבוססת על שיעורי אינפלציה ורמות פעילות כלכלית חזויות, ואילו התפתחות האשראי בפועל מושפעת משיעור האינפלציה למעשה (חלק נכבד מהאשראי צמוד למדד המחירים לצרכן). מהתפתחות שער החליפין (כמחצית מהאשראי החופשי ורובו של האשראי המוכון ליצוא נקובים במטבע חוץ), מהתפתחות שער הדולר לעומת סל המטבעות (רובו של האשראי במטבע חוץ נקוב בדולרים) ומהיקף הפעילות הכלכלית בפועל.

צירוף התפתחויותיהם של גורמים אלה במהלך 1981 גרם להתרחבות הריאלית באשראי במחצית הראשונה של השנה ולסטייה מהתוואי המיועד להתפתחות האשראי (ראה דיאגרמה ח'־2). בניסיון לתקן את הסטייה, קבע בנק ישראל תקרות אשראי מרסנות לאשראי החופשי כחודשים אוגוסט-דצמבר, שפירושן היה אי התרחבות נומינלית ברכיב האחרון של השנה. ניסיון זה המחיש את מגבלותיה של שיטת הריסון הנוכחית, הנשענת על הטלת תקרות לאשראי החופשי בלבד (שהוא פחות ממחצית האשראי הבנקאי לציבור). לקראת אמצע התקופה התברר, שקיומן של התקרות יביא לירידה חריפה מדי באשראי, לפיכך הוגבהה התקרה, תקופת ההקפאה הוארכה, וניתנה לבנקים אפשרות לקזז את החריגה.

בשנתיים האחרונות התייקרה מאוד העלות הריאלית (הצפויה) של האשראי לטווח קצר (ראה לוח ח'־4). התפתחות זו משקפת הן התאמות מהירות של הריבית הנומינלית לאינפלציה (כולל גם פיצוי עבור פיגורים בהתאמות בשנים קודמות) והן את ריסון התרחבותו של האשראי הבנקאי. בשנת 1981 הוזלה אמנם במקצת העלות הנומינלית של האשראי בחח"ד, אולם אם הציפיות האינפלציוניות פחתו עוד יותר, בעקבות מדיניות האטת המחירים היוזמה, הרי שהעלות הריאלית של האשראי בחח"ד אף עלתה. מכל מקום ברור, שבדומה לשנת 1979 ו־1980, היתה גם השנה העלות הממוצעת על האשראי בחח"ד ברמה גבוהה מאוד²⁰ (ראה לוח ח'־4). עם זאת, יש להדגיש, שרמה גבוהה זו משקפת גם את הגמישות הרבה הטמונה בקבלת אשראי זה ללווה, לעומת קבלת אשראי לזמן קצוב. נוסף על כך ייאמר, כי בשלוש השנים האחרונות היה משקלו של אשראי זה כ־25 אחוזים בלבד מסך האשראי לטווח קצר. האשראי החופשי במטבע ישראלי,

¹⁹ יעדי האשראי האמורים התייחסו לסך האשראי לציבור, למעט דלק ויהלומים.

²⁰ כאשר העלות הנומינלית של האשראי בחח"ד מנוכה כמדד המחירים הסיטוניים של התפוקה התעשייתית, מתקבלת ריבית ריאלית נמוכה יותר (כ־20 אחוזים).

לוח ח"י-12
התפלגות סוגי האשראי לטווח קצר, 1979 עד 1981

סוף שנה	1981	1979	1980	1981
	(מיליארדי שקלים)			
	(אחוזים)			
א. אשראי חופשי למעט דלק	37.1	100	100	100
1. אשראי בחח"ד ומשיכות יתר	10.0	22	24	27
2. אשראי צמוד במטבע ישראלי	7.1	14	18	19
3. אשראי אחר במטבע ישראלי ¹	2.5	6	7	7
4. אשראי במטבע חוץ ²	17.5	58	51	47
ב. סך כל האשראי לטווח קצר	71.7	100	100	100
1. אשראי חופשי	37.1	56	49	52
2. אשראי מוכוון	34.6	44	51	48

(1) אשראי לזמן קצות במטבע ישראלי, שאינו צמוד.
(2) כולל אשראי משלוחות של בנקים ישראליים בחוץ לארץ.
המקור: הפיקוח על הבנקים.

הצמוד למדד המחירים לצרכן, זול יחסית (כ-7.5 אחוזים), והוא חליפי במדה מסוימת לאשראי בחח"ד²¹; בשנים האחרונות הולך רכיב זה וגובר, ובסוף 1981 הוא היווה כ-19 אחוזים מסך האשראי לטווח קצר.

עלותו הריאלית של האשראי החופשי במטבע חוץ עמדה אף היא על רמה גבוהה (כ-30 אחוזים, במונחי דולרים), וייתכן שהיא אף עלתה על זו של האשראי בחח"ד²². בשנת 1981 התייקר מאוד ריאלי גם האשראי המוכוון, אם כי עלותו היתה עדיין שלילית (ראה לוח ח"י-11). עיקר ההתייקרות נובע מכך, שכ-75 אחוזים מהאשראי המוכוון נקוב במטבע חוץ (רובו בדולרים), והשקל פוחת ריאלי כלפי הדולר בכ-2.6 אחוזים. גם בעלותו הריאלית של סל האשראי לזמן קצר חלה השנה עלייה ניכרת — הן בעלות שלפני מס והן בעלות שלאחר מס — אם כי האחרונה היא עדיין שלילית.

ראוי לציין, שבנק ישראל נקט צעדים נוספים על הטלת התקרות, כדי לצמצם בהדרגה את היקף האשראי המוכוון ליצוא. במסגרת מדיניות זו הופחתו פעמיים במשך השנה שיעורי המימון בקרנות היצוא, ושערי הריבית בקרנות השונות הותאמו לריבית באשראי בחח"ד ולשערי הריבית

²¹ על העלייה במחיר האשראי לחח"ד בי-1981 ניתן ללמוד גם מהביקוש היחסי לאשראי החליפי לו, במדה מסוימת, והוא האשראי הצמוד. מאחר שב-1981 נוספו הפרשי הצמדה בגין האשראי הצמוד למכסות האשראי, סביר היה לצפות, שאם הביקוש היחסי לא ישתנה — יירד חלקו של האשראי הצמוד בכלל האשראי. העובדה שחלקו היחסי לא ירד נובעת מגידול בביקוש היחסי לאשראי צמוד, ומכאן שהיתה ירידה במחירו היחסי. מאחר שהוא משווק במחיר קבוע, אנו למדים שמחיר האשראי האחר, חח"ד, עלה.

²² גובה הריבית הריאלית על האשראי החופשי במט"ח תלוי במדידת הציפיות האינפלציוניות, כאשר ציפיות אלה נמדדות כממוצע של האינפלציה ברביע הנוכחי וברביע הקודם מתקבל, שהעלות הריאלית על האשראי החופשי במט"ח היתה גבוהה מזו שבחח"ד (ראה לוח ח"י-4). לעומת זאת, אם מניחים שהציפיות לפיחות הדולר לא היו שונות מהציפיות לפיחות סל המטבעות, מתקבלת תמונה הפוכה. (ראה פרק ז', סעיף יבוא ההון נטו לטווח קצר.)

לוח ח"י 13
האשראי לציבור ממערכת הבנקאות המסחרית, 1980 ו-1981

העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת							
במשך התקופה				בממוצע שנתי	במשך השנה		יתרה לסוף 1981
1981		1980		1981	1981	1980	
מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית I				
(מיליארדי שקלים)							
(א ח ר ז י ס)							
25	56	56	16	114	93	81	35.1
							אשראי למימון פעילות מקומית ¹
							מזה:
32	61	38	48	137	112	106	17.8
							אשראי חופשי במטבע ישראלי
19	50	81	— 9	105	79	65	16.8
							אשראי חופשי במטבע חוץ
28	36	57	56	103	74	145	34.1
							אשראי מוכוון ליצוא
43	46	54	52	121	109	134	23.0
							ליצוא למעט יהלומים
5	23	61	62	78	29	160	11.1
							קרן יהלומים
8	90	68	114	141	105	259	17.7
							אשראי לדלק
32	51	56	27	119	99	98	58.1
							סך כל האשראי הבנקאי, למעט יהלומים ודלק
26	45	56	33	110	83	110	69.2
							סך כל האשראי הבנקאי למעט דלק
22	53	51	50	116	87	128	86.9
							סך כל האשראי הבנקאי

(1) כולל הפרשי הצמדה על החלק הצמוד של האשראי החופשי במטבע ישראלי ואשראי משלוחות בחוץ לארץ של המוסדות הבנקאיים. אינו כולל אשראי למימון יבוא דלק. כולל אשראי מוכון למימון פעילות מקומית בסכום של 0.4 מיליארד שקלים.
ההגדרה בלוח זה שונה מן ההגדרה בפרסומים אחרים של בנק ישראל, וכן בלוח ח"י 10א: כאן האשראי למימון פעילות מקומית אינו כולל אשראי לרשויות מקומיות ולמוסדות לאומיים.
המקור: לוח ח"י 10א: אשראי לרשויות מקומיות ומוסדות לאומיים לפי דוח על חלוקת האשראי בין ענפי המשק.

כשוקי המטבע הבינלאומיים. מדיניות זו ננקטה בשל מגמת העלייה בחלקו של היצוא בתוצר, כך שלולא הופחתו שיעורי המימון באשראי ליצוא, היתה מדיניות ריסון האשראי הכוללת מחייבת צמצום רב יותר באשראי החופשי. צעד נוסף בתחום האשראי המוכוון היה ייקור האשראי בקרן היהלומים, וקביעת מכסה לאשראי זה; אלה הביאו, על רקע השפל העולמי בענף, לצמצום ריאלי של 37 אחוזים בהיקפו. יש להדגיש, שהאשראי ליהלומים (כ־1980 הוא נטל כ־45 אחוזים מסך האשראי המוכוון) אינו קשור ישירות להיקף היצוא, אלא בעיקר לערך המלאי, שמחזיק בו הענף. בהתחשב באופיו של אשראי זה, ובעובדה שנוצרו בו עודפי מימון בתקופות מסוימות, איפשרו מימון פעולות פיננסיות — החליט בנק ישראל, בסוף 1981, לנקוט צעד הקושר את היקף האשראי ליהלומים להיקף הייצור. אין ספק, שהפעולות בתחום האשראי המוכוון הקלו במקצת על ניהול מדיניות האשראי המרסנת הכוללת; אולם לא היה בהן כדי לפתור את הקשיים והעיוותים, הנובעים מהתרכזות מדיניות ריסון האשראי בתקרות לאשראי החופשי בלבד. עם זאת נראה, שבתנאים הנוכחיים אין תחליף פשוט. למדיניות הנוכחית של ריסון האשראי. (ראה סעיף המדיניות המוניטרית בחלק I).

ג. האשראי לטווח ארוך

זרם האשראי לטווח בינוני וארוך (ברוטו) הגיע ב־1981 לכ־25 מיליארד שקלים, לעומת 10 מיליארד שקלים אשתקד. השנה נמשכה העלייה ביחס שבין זרמי האשראי לטווח בינוני וארוך (ברוטו) לבין ההשקעות שאותן הוא נועד לממן (ראה לוח ח' 10): שיעורי המימון בשנתיים האחרונות בסקטור העסקי גבוהים ביחס לשיעור המימון ששרר ב־1979 והם משקפים במדה מסוימת את התחלופה שבין האשראי לטווח בינוני וארוך לבין האשראי הבנקאי לטווח קצר (שלגביו ננקטת מדיניות הריסון) בכל הקשור למימון ההון החוזר²³. גם עלותו הריאלית של האשראי לטווח בינוני וארוך נמוכה בהרבה מעלות האשראי החופשי. אם כי השנה נרשמה עלייה מתונה בשערי הריבית הריאליים על האשראי לטווח בינוני וארוך, המשקפת את הגידול במשקלו של האשראי הצמוד (ראה לוח ח' 11). בהלוואות הפיתוח לתעשייה עלה השנה חלקו של האשראי הצמוד לכ־90 אחוזים מסך הלוואות הפיתוח, לעומת פחות מ־80 אחוזים אשתקד.

סך האשראי למשקי בית גדל השנה במדה ניכרת, והגיע לכ־8 מיליארד שקלים, לעומת 3 מיליארד שקלים אשתקד. עיקר הגידול נובע מהרחבת האשראי למשכונים, בעקבות התעוררות הביקוש לדירה, בעיקר בתחילת השנה. באשראי המוכוון לדירה (שהוא אשראי שהממשלה מעניקה למשכונים, והוא ניתן בעבר ללא הצמדה) ניכרת עלייה בחלקו של האשראי הצמוד, אשר הגיע ב־1981 לכ־65 אחוזים מסך האשראי המוכוון לדירה, לעומת 50 אחוזים ב־1980 ו־15 אחוזים בלבד ב־1979 (השנה שבה החלה הצמדת הלוואות למשכונים). ההרחבה בחלקו של האשראי הצמוד מעידה, שהצמדת הלוואות לא הרתיעה את הציבור מהגדלת הביקוש לאשראי זה, בשל תנאי הפירעון הנוחים. היחס שבין האשראי לדירה לבין ההשקעות בדירה עלה השנה במדה ניכרת, והגיע לכ־33 אחוזים, לעומת 28 אחוזים אשתקד; בניכוי מדד מחירי הדירה, חלה באשראי זה עלייה ריאלית של כ־3 אחוזים.

²³ דוגמה נוספת לשימוש במקורות פיננסיים לזמן ארוך למימון פעילות שוטפת היא ההנפקות הדולריות של פירמות בענפי התעשייה ובשירותים, תמורת כ־700 וכ־300 מיליון שקלים, בשנים 1981 ו־1980, בהתאמה.

3. הרכוש הפיננסי והאחר של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי

הסקטור הפרטי הלא-פיננסי מחזיק בתיק נרחב של נכסים (פיננסיים ופיסיים) והתחייבויות, המהווים תביעות הדדיות בינו לבין מערכת התיווך הפיננסי, לבין הסקטור הציבורי ולבין גורמים בחוץ לארץ. על-פי אומדני הרכוש (המובאים בלוח ח' 9) הסתכם הרכוש הפיננסי והאחר בסוף שנת 1981 ב-1,264 מיליארד שקלים, פי 5.3 לערך מהתוצר הלאומי הגולמי. השנה גדל כלל הרכוש בשיעור ריאלי של כ-9 אחוזים, לעומת עלייה ריאלית מתונה יותר (של כ-3 אחוזים) ב-1980. עיקר הגידול נובע מההתרחבות הריאלית הרבה של הרכוש הפיננסי, שהגיעה ל-15 אחוזים. עלייה זו ניוונה בעיקר מהגידול בשיעורי החיסכון של הסקטור הפרטי ומהגידול הריאלי בהכנסותיו – עם העלייה המתונה בשיעורי הצמיחה של המשק. הגידול הריאלי ברכוש הפיננסי משקף עלייה ריאלית בנכסים הפיננסיים בשיעור של כ-13 אחוזים לעומת כ-15 אחוזים אשתקד. ראוי להדגיש, שחלק ניכר מהגידול בנכסים נובע מהעלייה הריאלית בערכי השוק של המניות הפיננסיות ומהיקף ההנפקות הנרחב (ראה סעיף שוקי ההון). תרומתן של המניות הפיננסיות לגידול הריאלי ברכוש הפיננסי הנקי הגיעה לכ-50 אחוזים. התחייבויותיו של הציבור גדלו השנה, ריאלית, בכ-10 אחוזים, לאחר גידול ריאלי של כ-5.5 אחוזים בשנה שעברה. שלא כמו אשתקד, ניכרת השנה עלייה ריאלית גם בערכם של הנכסים הפיסיים, הכוללים מלאי נכסים בני-קיימא, דירות למגורים ובניינים וציוד שבידי הסקטור הפרטי הלא-פיננסי²⁴. שינוי זה הוא תוצאה מן ההתחדשות בביקושים למוצרים בני-קיימא ומן העלייה במחירי הדירות למגורים, לאחר התחדשות מחזורית בביקושים לדירור, בעיקר בתחילת השנה. עם זאת, נמשך השנה תהליך הסטת הביקושים מן הרכוש הפיסי לרכוש הפיננסי. לתהליך זה ניתן למנות שתי סיבות מרכזיות: (א) בשנים האחרונות שופרו התנאים לחוסכים בחיסכון הפיננסי באפיקיו השונים: משך זמן החיסכון (בתכניות החיסכון) קוצר, נמשכה ההעלאה של תשואות ריאליות (בעיקר במניות הבנקאיות), וננקטה מדיניות המבטיחה יציבות רבה יחסית במחיריהם הריאליים של מרבית הנכסים הנזילים (מדיניות בנק ישראל בשוק הפתוח של איגרות החוב הסחירות ומדיניות הפיחות של בנק ישראל הנוטה לייצב את שער החליפין הריאלי של השקל). (ב) מערכת המסוי הקיימת, על רקע רמת האינפלציה הגבוהה, מגבירה את הכראיות שבהשקעות פיננסיות לעומת ההשקעות הריאליות, משום שרווחים הנובעים מהחזקת נכסים פיננסיים, מופלים לטובה לעומת רווחים מפעילות ריאלית²⁵. שיפור תנאי החיסכון ומערכת המסוי המעוותת מגבירים, כתנאים הנוכחיים, את דחיקת ההשקעות של הסקטור הפרטי, ופוגעים בכך בכושר הצמיחה של המשק²⁶.

ראוי להדגיש, שעדיין לא ברור עד מתי יימשך תהליך גידול חלקם של הנכסים הפיננסיים על חשבון הנכסים הפיסיים, לפני שהדבר יתבטא בהתגברות הלחצים האינפלציוניים. הדבר תלוי, בין השאר, במדה שבה רואה הציבור את תוספת הנכסים הפיננסיים בתיקו כגידול בעושרו. חשוב לציין, שגם אם מלוא התוספת נתפסת כגידול בעושר, יש לצפות שהשפעת העושר על התנהגות הציבור תפוזר על פני תקופות רבות.

²⁴ הרכוש הפיסי אינו כולל קרקעות. מלאי חומרי גלם ודברי ערך.

²⁵ הפליה זו נובעת מכך שעל הרווחים הנומינליים מוטל כרוך המקרים מס, ואילו הרווחים מהשקעות פיננסיות פטורים ממס. אמנם נעשו ניסיונות להעלאת הרווחיות של הפעילות הריאלית, באמצעות הסדרי מסוי מיוחדים (כגון הקילת מלאי), אך אלה אינם שקולים, מבחינת יעילותם הכלכלית, להתאמת כלל מערכת המסוי לתנאי אינפלציה. בתחילת 1982 הוגשה הצעת חוק, האמורה לצמצם את ההפליה במערכת המסוי הקיימת, ובכך לתרום לשיפור הקצאת המקורות ולחידוש הצמיחה.

²⁶ על דחיקת הסקטור הפרטי ב-1981 מעידה הגברת ההישענות של הסקטור הציבורי על מקורות פיננסיים (נטו) לטווח בינוני וארוך, לצורך מימון עורף הביקוש שלו (ראה לוח ח' 8).

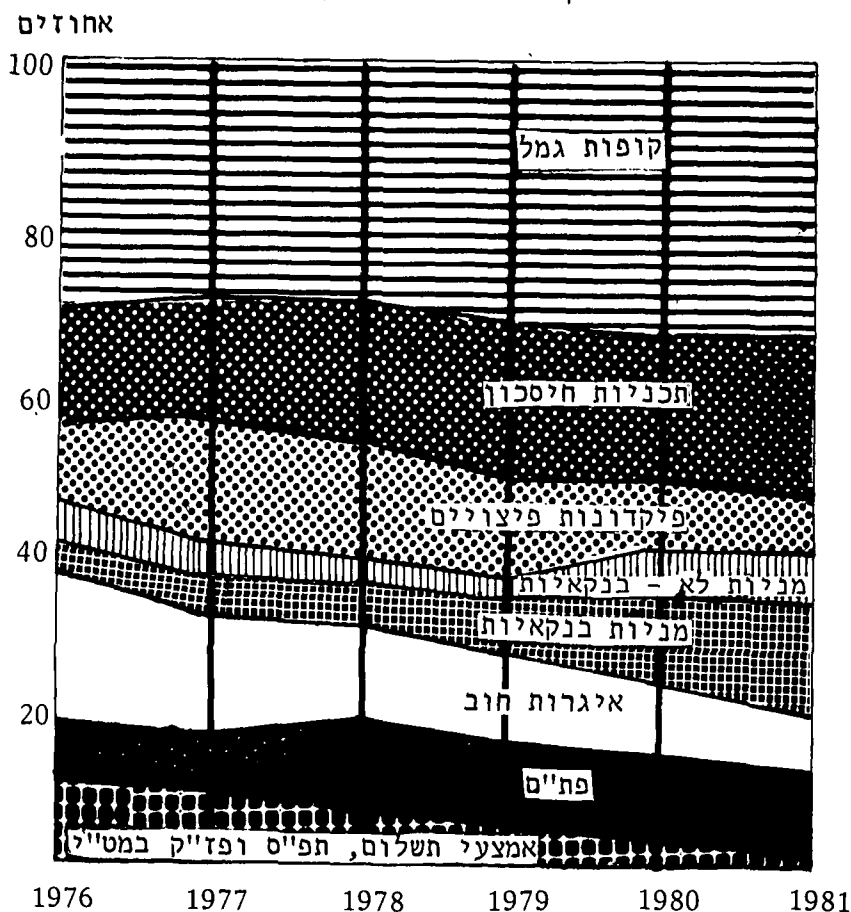
לוח ח' 14
הנכסים הכספיים שבידי הציבור¹, 1976 עד 1981

העלייה או הירידה (—) הריאלית ביתרות לעומת סוף שנה קודמת		המשקל בסך כל הנכסים בסוף שנה				יתרות
1981	1980	1981	1980	1978	1976	1981
(א ח ו ז י ס)		(א ח ו ז י ס)				(מיליארדי שקלים)
0	8	23	27	27	33	123.5
-12	-15	2	3	6	8	12.5
45	21	1	1	1	2	6.5
13	9	12	12	10	7	65.4
-17	15	8	10	10	16	39.1
53	56	13	10	6	3	69.6
14	18	36	36	33	36	193.1
18	15	32	32	27	25	172.0
45	261	7	5	3	3	36.2
-5	-16	7	9	10	11	37.5
21	12	18	18	14	11	98.3
14	23	32	32	40	39	169.9
15	19	100	100	100	100	535.0
2	-8	4	4	7	10	19.0
5	-3	20	22	21	18	108.3

- (1) א. "ציבור" בלוח זה — אינו כולל ממשלה, בנק ישראל ובנקים מסחריים. בהעדר נתונים לא נעשה תיקון לסקטור חוץ לארץ, דהיינו: לא נוכו נכסים כספיים בידי זרים, מחד גיטא, ולא הוספו נכסים כספיים זרים, שהוחזקו בידי תושבים מקומיים, מאידך גיטא.
- ב. המדידה בלוח לוקה בכפילות מסוימת, משום שכנכסים כספיים נמדדו הן התחייבויות שהגפיקו מוסדות כספיים לציבור והן נכסים כספיים שהחזיקו מוסדות אלה.
- (2) אפשר שהגידול בפח"ס במשך 1981, המשתקף בלוח, מוטה כלפי מעלה; זאת משום מיון מחדש, שנעשה בדצמבר 1981 בתתי פת"ח של תושבים מקומיים, הנכללים בפח"ס.
- (3) סך כל איגרות החוב שלא הונפקו למשקיעים-מוסריים בניגוד-איגרות חוב בתנאי בנק ישראל ובנקים, אך כולל איגרות חוב סחירות מהסוג שהונפק לציבור והוחזקו בידי קופות גמל ומשקיעים מוסריים אחרים.
- (4) נכסי קופות הגמל וקרן ביטוח חיים.
- המקור: לוח ח' 15א'.

סך הנכסים הפיננסיים התרחב בשנת 1981 בשיעור דיאלי של כ-15 אחוזים — פחות מאשר ב-1980 (ראה לוח ח"י 14). בהרכב התיק ממשיכה לבלוט הירידה, הנמשכת כשנתיים, במשקל הנכסים הנזילים, והעלייה במשקלן של המניות הבנקאיות. מניות אלו מאופיינות בדרגת נזילות גבוהה, וזאת בשל מדיניות הוויסות שנוקטים מרבית הבנקאים המסחריים. (דיון מפורט בנושא זה — ראה להלן בסעיף המניות). במשקלות של הנכסים לטווח בינוני וארוך בתיק לא חלו השנה שינויים משמעותיים לעומת השנים הקודמות. ב-1981 נמשכה מגמת הגידול בנזילותו הכוללת של תיק הנכסים. נוסף על קיצור החיסכון לטווח בינוני וארוך והגמשחו, גדלה גם נזילותם של הנכסים הנזילים והסחירים, עם הירידה בתנודתיות תשואותיהם.

דיאגרמה ח"י 3
התפלגות תיק הנכסים שבידי הציבור, 1976 עד 1981



²⁷ קיים הבדל (קטן, מבחינה כמותית) בין הגדרת הנכסים הפיננסיים בסעיף זה לבין הגדרת הנכסים הפיננסיים הנזכרים בסעיף הרכוש. ההבדל נובע מהשוני שבין הגדרת הציבור בלוח ח"י 14 לבין הגדרת הסקטור הפרטי הלא-פיננסי בלוח ח"י 9. (את פירוט ההבדלים האלה ראה בלוח ח"י 7א.)

לוח ח"י-15
תשואות וסטיות תקן חודשיות על נכסים כספיים, 1979 עד 1981

סטיות תקן חודשיות לשנה האחרונה			תשואה ריאלית במשך התקופה		
1981	1980	1979	1981	1980	1979
(אחוזים)					
1.4	1.5	1.7	- 50	- 57	- 53
			אמצעי תשלום		
			תעודות פיקדון סחירות ¹		
1.6	1.5	1.7	- 5	- 25	- 35
			לפני מס		
1.3	1.5	1.7	- 18	- 36	- 41
			בניכוי מס במקור ²		
			פיקדון בדולרים		
3.9	2.5	2.4	2	- 8	- 13
			עו"ש		
3.9	2.4	2.4	14	0	- 7
			זמן קצוב (בניכוי מס במקור)		
3.7	4.2	3.5	- 1	- 12	- 4
			פיקדונות פיצויים (במרוקם)		
2.4	3.8	3.2	- 8	10	- 7
			איגרות חוב צמודות		
4.9	3.4	2.6	- 3	11	- 7
			קרנות נאמנות המתמחות מדר		
7.5	9.3	7.4	26	63	- 25
			מניות סך הכול		
5.3	9.0	4.9	32	41	- 4
			מזה: א. מניות בנקים		
20.8	22.0	18.0	19	110	- 58
			ב. מניות לא בנקאיות ³		
			תכניות חיסכון		
			3	2	1
			תשואה לפדיון		
			קופות גמל		
			4	4	4
			תשואה לפדיון		

- (1) קיימת שונות רבה בתשואות בין לקוחות.
(2) החל באוגוסט 1981 שיעור המס המוגבל המנוכה במקור הוא 15 אחוזים.
(3) התשואות וסטיות התקן חושבו מתוך נגזר של סך המניות ומניות הבנקים המסחריים. עדכון המשקלות נערך בתחילת השנה.
המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

בהתפתחות הנכסים הנזילים נמשך הצמצום הריאלי המתמשך של אמצעי התשלום הקונבנציונליים (מזומן ופיקדונות עו"ש), אם כי בשיעור נמוך במקצת מאשר בשנה שעברה. (12 ר-15 אחוזים, בהתאמה). הירידה הריאלית באמצעי התשלום משקפת את תהליך היווצרותם של נכסים חילופיים, כגון התפ"ס (ובמדה פחותה הפת"ס, איגרות החוב הסחירות ואף המניות הבנקאיות) המוחזקים, בדומה לאמצעי התשלום הקונבנציונליים, גם מטעמים עסקיים. גם כאשר ניכרת התייצבות בשיעורי האינפלציה הצפויים, נוטה הציבור להמשיך ולצמצם את אחזקתם של אמצעי התשלום, עם עלות התשואה על הנכסים החליפיים.

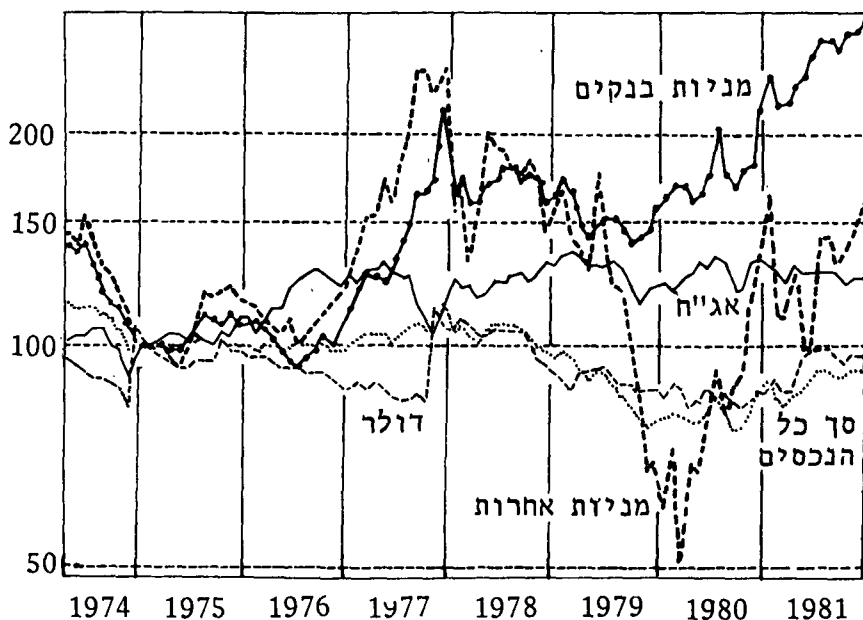
בשנת 1981 גדלה יתרת התפ"ס (כולל פיקדונות לזמנים קצובים) בכ-45 אחוזים, במונחים ריאליים, אף שמשקלם בתיק עדיין נמוך. הגידול בנכס זה, שכאמור משמש תחליף מקובל לאמצעי התשלום, הוא פרי השיפור בתשואה נטו, הנובעת מהפחתת שיעור המס ומהורדת שיעור הנזילות מ-18 ל-14 אחוזים (ראה לוח ח'-15). כן ירדה מדת התנודתיות בתשואתו הריאלית של נכס זה. כמו כן הולכת ופוחתת יחידת ההשקעה המינימלית בתפ"ס, במונחים ריאליים, משום שהאינפלציה שוחקת אותה.

הגידול הרב בתפ"ס קיזז את הירידה באמצעי התשלום, ובמיצרף אמצעי תשלום, תפ"ס ופיקדונות לזמן קצוב חלה השנה אף עלייה ריאלית, של כ-2 אחוזים, לאחר שאשתקד ירד מיצרף זה, ריאלית, בכ-8 אחוזים. רכיב נוסף של הנכסים הנזילים, הפת"ס, גדל אף הוא, ריאלית, בכ-13 אחוזים — בעיקר כתוצאה מעליית שער הדולר (שאליו צמודים מרבית פיקדונות הפת"ס), שהיתה מהירה מעליית המחירים. כמו כן התרחבו השנה מאוד פיקדונות פת"ח המוחזקים בידי

דיאגרמה ח'-4

מדד שיעור ריאלי כולל מצטבר לנכסים כספיים, 1974 עד 1981

(הבסיס 100=12/74)



כיוול חצי לגוריתמי.
הערה: "מניות אחרות" — חילוף ממדד של סך כל המניות וממדד של מניות הבנקים. על-פי משקלם בסוף שנה קלנדרית קודמת.
המקור: עיבודי בנק ישראל של הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

לוח ח' 16
ההתפתחויות בשוק ניירות הערך, 1979 עד 1981

1981			1980	1979	
יולי- דצמבר	ינואר- יוני	סך הכול			
א. איגרות חוב					
1. היקף ההנפקה נטו לציבור של איגרות חוב סחירות במחירי דצמבר 1981 (מיליארדי שקלים) ¹					
— 2.3	— 2.0	— 4.3	3.6	1.0	
— 2.6	— 13.8	— 8.0	10.4	— 5.7	2. שיעור תשואה ריאלי כולל לצמודי מדד במשך התקופה (אחוזים) ²
7.9	6.0	13.9	10.5	12.5	3. מחזורי העסקאות בבורסה (מיליארדי שקלים, במחירי דצמבר 1981)
—	—	21.4	15.3	19.0	4. מהירות המחזור השנתית של העסקאות בבורסה ³ (אחוזים)
ב. מניות (וניירות ערך להמרה)					
4.7	3.0	7.7	4.2	1.4	1. היקף ההנפקה במחירי דצמבר 1981 (מיליארדי שקלים) ¹
2. העלייה או הירידה (—) בהנפקה במחירים קבועים לעומת השנה הקודמת (מונחים שנתיים, אחוזים)					
123.8	42.9	83.3	200.0	— 79.0	3. שיעור תשואה ריאלי כולל במשך התקופה (אחוזים) ²
49.8	5.7	25.8	62.9	— 23.7	4. מחזורי העסקאות (מיליארדי שקלים, מחירי דצמבר 1981)
36.2	27.5	63.8	36.5	16.1	(א) בבורסה
95.1	84.5	179.5	93.0	46.9	(ב) בבורסה ומחוצה לה
—	—	66.2	60.0	37.8	5. מהירות המחזור השנתית של העסקאות בבורסה ³ (אחוזים)
ג. סך כל שוק ניירות הערך					
2.4	1.0	3.4	7.8	2.4	1. סך כל ההנפקות במחירי דצמבר 1981 (מיליארדי שקלים) (1א)+(1ב)
18.2	18.0	18.1	21.6	43.6	2. משקל המסחר באיגרות חוב בסך כל המסחר בבורסה (אחוזים)
32.0	29.0	32.0	31.0	25.0	3. משקל ניירות הערך בתיק הנכסים הכספיים ⁴ (סוף תקופה, אחוזים)

- (1) ניכר המחירים נערך על בסיס חדשי.
 (2) שיעורי השינוי במחציות שנה, מוצגים כמונחים שנתיים.
 (3) מהירות המחזור השנתית מתושבת על פי נפח מחזורי העסקאות מחולק בירתה השנתית הממוצעת.
 (4) כמוגדר בלוח ח' 14.
- המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

תושבי ישראל²⁸. לעומת זאת נרשמה ב־1981 ירידה ריאלית של כ־17 אחוזים ביתרות איגרות החוב הסחירות שבידי הציבור. ירידה זו הושפעה, בין השאר, מהגיאומטריה בשוק המניות, מההתרחבות הריאלית בתכניות החיסכון שקוצרו לשנתיים בראשית השנה, ומהתכניות הדולריות, שהוצעו לציבור בסופה של השנה.

חלק III: ההתפתחויות ברכיבי שוק ההון

1. שוק המניות

בשנת 1981 נמשכה הגיאומטריה בשוק המניות, שהחלה עוד במחצית השנייה של 1979. ערך השוק של המניות עלה ריאלית בכ־50 אחוזים, והגיע לכ־109 מיליארד שקלים, לעומת 36 מיליארד שקלים אשתקד (ראה לוח ח'־ב3). התפתחות זו השתקפה גם בעלייה ריאלית בשערי המניות, בשיעור של כ־26 אחוזים, ובגידול רב בהיקף ההנפקות, שהסתכמו השנה בכ־6 מיליארד שקלים (גידול ריאלי של כ־83 אחוזים לעומת אשתקד); כ־65 אחוזים מסכום זה הנפיקו הבנקים המסחריים. נפח המסחר במניות המשיך לעלות, ריאלית, כבאשתקד, וגדלה מהירות המחזור (ראה לוח ח'־16). במהלך השנה התחדד השוני בין מגמת ההתפתחות במניות הבנקים המסחריים לבין ההתפתחות במניות אחרות (ראה דיאגרמה ח'־4).

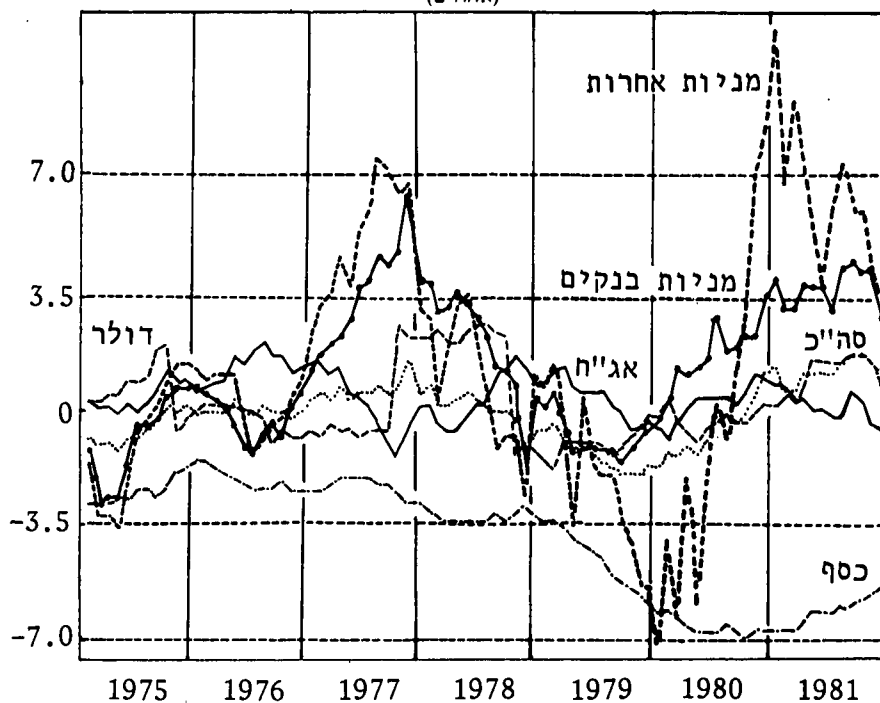
בסוף 1981 הסתכם ערך השוק של מניות הבנקים בכ־71 מיליארד שקלים — כשני שלישי מערך המניות (ראה לוח ח'־ב8), וכמעט פי שניים מערך איגרות החוב הסחירות שבידי הציבור. בשנתיים וחצי האחרונות, מאז שהופעלה מדיניות הוויסות במרבית המניות הבנקאיות, הגיעה התשואה הריאלית למניות הבנקים לכ־40 אחוזים בממוצע שנתי, ולכ־32 אחוזים במהלך 1981 (ראה לוח ח'־15). זאת נוסף על הנזילות הגבוהה של נכסים אלו, שהתבטאה בתנודתיות נמוכה סביב מגמת העלייה הצפויה במניות; ורק במקרים מעטים נרשמו ירידות נומינליות בשעריהן²⁹. הצורך להגדיל את ההון העצמי (כדי לאפשר, בין השאר, להרחיב את הפעילות של מערכת הבנקאות בחוץ לארץ), שהיה נתון במדה רבה לשחיקה עקב המסוי האינפלציוני, הביא את הבנקים להציע נכס, שיוכל להתחרות עם נכסים צמודים אחרים לזמן קצר; במדיניות ויסות פעילה, הפכו הבנקים את מניותיהם לנזילות ולבעלות תשואה גבוהה, וכך הצליחו להתחרות ביעילות בנכסים אחרים בשוק ההון³⁰. בעקבות זאת הגביר הציבור את ביקושו וכן גדל מאוד הביקוש של קופות הגמל למניות הבנקים. גורמים אלה תרמו להמשך העלייה בשעריהן. גורם נוסף, שתרם לגידול בביקוש למניות, נעוץ ביתרון מס שיש לפירמות בהחזקת מניות — ולא איגרות חוב ופיקדונות במטבע חוץ, כאשר השקעות פיננסיות אלה ממומנות באמצעות

²⁸ בשנת 1981 חלה התרחבות ריאלית של כ־58 אחוזים בפיקדונות אלו. אין בידינו הסבר מלא להתרחבות זו, אך ייתכן שחלקה נובע מסיווג פיקדון תושב חוץ כפיקדון תושב מקומי.

²⁹ סטיית התקן החודשית הריאלית, המשמשת כמדד לסיכון, הייתה כ־5.3 אחוזים במניות הבנקאיות לעומת כ־20.8 אחוזים במניות אחרות. עם זאת הסיכון במניות הבנקים עדיין גבוה מזה של נכסים נזילים אחרים: 2.4 באיגרות חוב צמודות ו־3.9 בפיקדונות בדולרים (ראה לוח ח'־15 ודיאגרמה ח'־6).

³⁰ נראה, שהוויסות המופעל במניות הבנקים קובע, במדה רבה, את קצב העלייה בשעריהן, ואינו מוגבל למיתון תנודות מקריות בשערים.

דיאגרמה ח' 5
 שיעור התשואה הריאלי החודשי לנכסים כספיים, 1975 עד 1981, ממוצע של 12 החודשים
 האחרונים
 (אחווים)



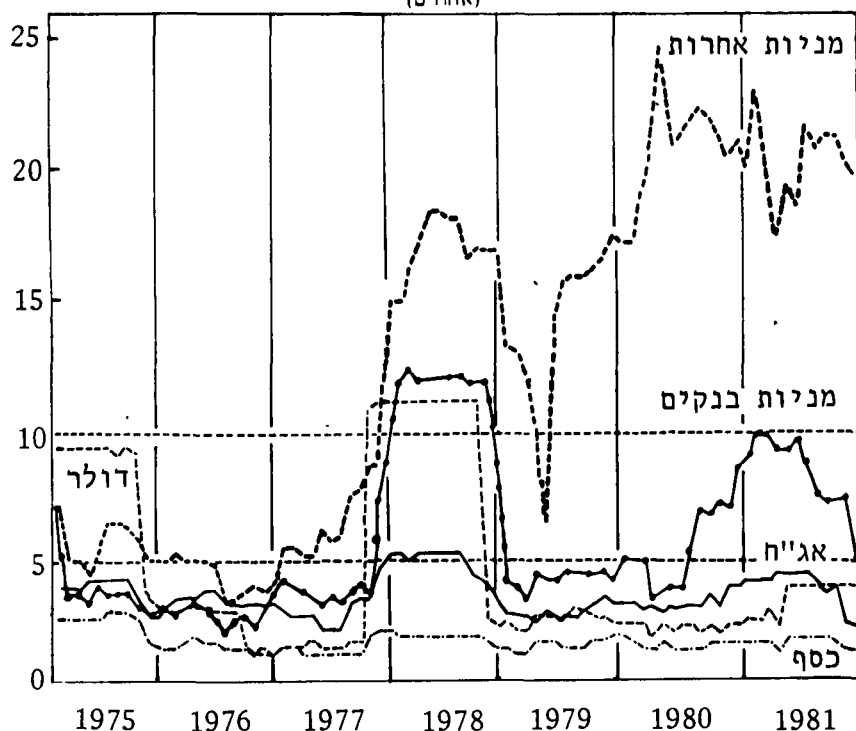
הערה: ראה דיאגרמה ח' 4.

אשראי³¹: הוצאות מימון רכישתן של מניות מוכרות כהוצאה לצורך מס, ולא כך הדבר ברכישו איגרות חוב ופת"ם. הפצת המניות מסתייעת גם במערכת שיווק מסועפת של המוסדור הבנקאיים, ומהשפעתם של אלה על גופים אחרים הפועלים בשוק ההון. בשנת 1981 הוכיחו הבנקים המסחריים את כושרם לשמור על ערך מניותיהם. גם בעת השפל שפקד את הבורסה בחודשים פברואר ומארס, והתבטא בהיצעים גדולים תוך ירידות שערי תלולות במניות הלא-בנקאיות, ירדו שערי המניות הבנקאיות רק במעט, הודות לוויסות נרחב, שהסתיע גם במקורות מחוץ לארץ. תופעה זו הביאה בשנים האחרונות לציפיות מצד הציבור לתשואות גבוהות ולנזילות רבה בהשקעותיו במניות הבנקים; בשל כך, מסיט הציבור את ביקושו מנכסים פיננסיים אחרים למניות בנקאיות. הבנקים המסחריים מצדם מצליחים לממש את ציפיות הציבור באמצעות התמיכה במניות. בתהליך מעין זה נקבעות רמות השערים במניות הבנקים לאו דווקא לפי הישגיהם העסקיים.

השפל בבורסה בתחילת השנה נבע מירידה מחזורית, לאחר עליות ריאליות יוצאות דופן במהלך 1980, שהואצו לקראת סוף השנה. על התפתחות זו השפיע גם השינוי בהרכב תיק הנכסים של הציבור. שינוי זה נבע מגידול ניכר בצבירה בתכניות החיסכון, בעקבות קיצור משך

³¹ בשנת 1980 חוקן החוק המבטל העדפה זו, אולם לא ברור עדיין עד כמה היה התיקון אפקטיבי: בפברואר 1982 הוצע תיקון לחוק למניעת מסוי אינפלציוני על חברות, אשר אמור, בין היתר, לצמצם את כדאיות רכישתן של מניות במימון אשראי כירי פירמות.

דיאגרמה ח"י 6-
 סטיות תקן לתשואה החודשית הריאלית, לנכסים כספיים, 1975 עד 1981,
 ב-12 החודשים האחרונים
 (אחוזים)



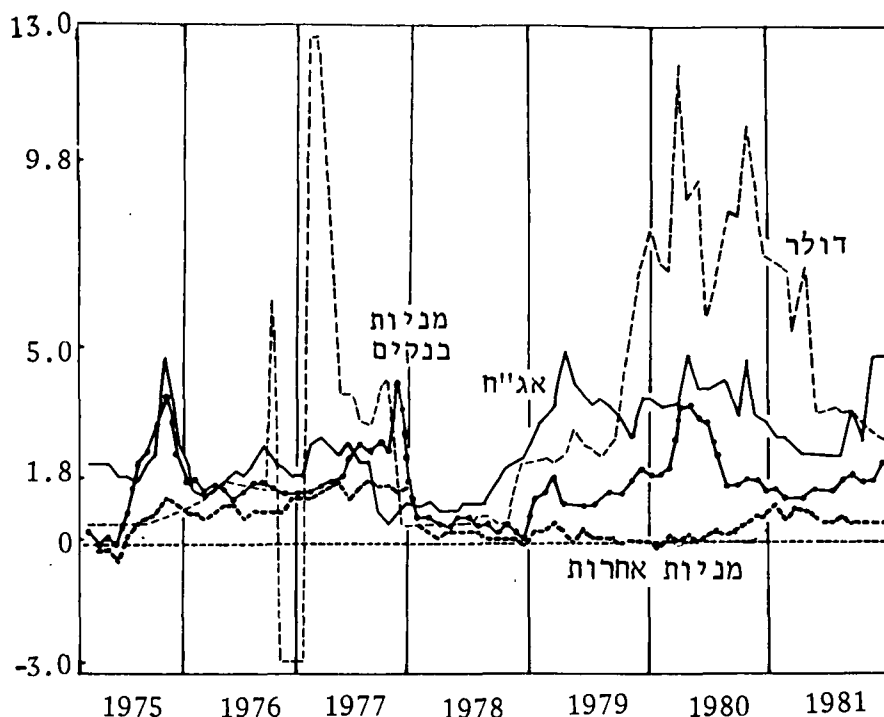
הערה: ראה דיאגרמה ח"י 4.

החיסכון והגמשתו, ומהגידול ברכישת נכסים בני-קיימא, לאחר הורדת מחיריהם היחסיים, כתוצאה ממדיניות הפחתת המסים העקיפים. בחודשים פברואר ומארס ירדו שערי המניות של ענפי התעשייה, ההשקעה והמקרקעין ב-20 עד 30 אחוזים, ותשואתם במחצית הראשונה של השנה היתה שלילית, לעומת תשואה ריאלית חיובית בשיעור של כ-18 אחוזים במניות הבנקאיות (ראה לוח ח"י 7ב). במחצית השנייה של השנה התהפכה המגמה: שערי המניות הלא-בנקאיות עלו בשיעור ריאלי ניכר, ואילו שערי מניות הבנקים עלו עלייה מתונה, יחסית, שנמשכה גם בתחילת שנת 1982.

השנה בולט הגידול הרב בהיקף ההנפקות של הסקטור התעשייתי, שהסתכם ב-630 מיליון שקלים והיווה כ-11 אחוזים מסך כל ההנפקות, לעומת 4 אחוזים בלבד אשתקד. סביר להניח, שריסון האשראי לטווח קצר, והתייקרות האשראי לטווח ארוך, הגדילו את כדאיות גיוס ההון באמצעות הנפקת ניירות ערך.

במהלך השנה נרשמו למסחר ניירות ערך של 24 חברות, שהיקף הנפקותיהן הגיע לכ-750 מיליון שקלים. חלק ניכר מההנפקות של חברות אלה כללו אופציות. הנפקת האופציות איפשרה לבעלי המניות הוותיקים לנצל פירצה בחוקי המס ולממש את רווחי העבר שנצברו, תוך הימנעות מתשלום מס. בנובמבר 1981 תוקנה פירצה זו בחוק.

דיאגרמה ח"י
תמורה לסיכון, יחסית לכסף, 1975 עד 1981



הערה: ראה דיאגרמה ח"י⁴.
 תמורה לסיכון יחסית לכסף מוגדרת כהפרש שבין התשואה הריאלית החודשית לנכס לבין כסף. מחולק בהפרש שבין סטיות התקן לתשואה הריאלית לנכס ובין סטיות התקן לתשואה הריאלית לכסף.

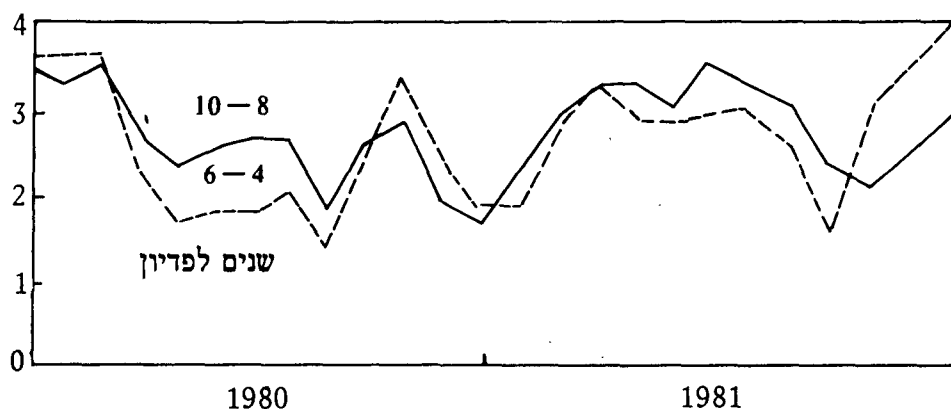
מחזורי העסקאות בבורסה ומחוצה לה עלו ריאלית כאשתקד, ונמשכה העלייה בחלקן של העסקאות שמחוץ לבורסה. מהירות המחזור השנתית של המניות בסך המסחר בבורסה ומחוצה לה הגיעה ל-1.8, לעומת 1.5 אשתקד³². בולט הגידול בהיקף המסחר בעת המשבר בבורסה, בפברואר 1981, כאשר כרבע מהמניות הרשומות בשוק השתתפו במסחר.

2. שוק איגרות החוב

בשנת 1981 נמשך השפל בשוק איגרות החוב, ופעילותו עמדה בצל הגיאות בשוק המניות. הירידה בביקוש לאיגרות חוב בשנים האחרונות הינה תוצאה ישירה של התחרות מצד נכסים אחרים, והיא התבטאה בגיוס הון שלילי של כ-3.4 מיליארד שקלים ובתשואה ריאלית כוללת שלילית של כ-8 אחוזים. נפח העסקאות בתוך הבורסה עלה, ריאלית, וכמו כן עלתה השנה

³² נתון זה שונה מהנתון המופיע בלוח ח"י¹⁶, המתייחס למסחר בבורסה בלבד. על היקף המסחר — ראה לוח ח"י¹⁶.

דיאגרמה ח"ח 8
שיעורי תשואה ריאליים לפדיון נטו של איגרות חוב צמודות מדד, לפי חודשים,
1980 ו-1981
(אחוזים)



המקור: לוח ח"ח 11/ב.

מהירות המחזור של איגרות החוב לכ-0.22, לעומת 0.15 אשתקד³³. השנה גדלה מעורבותם של משקיעים מוסדיים בשוק, בעיקר של קופות הגמל והבנקים המסחריים. שאיגרות החוב הסחירות משמשות להם "כיסוי" כנגד תכניות חיסכון. משקלן של איגרות החוב הסחירות שבידי הבנקים המסחריים הגיע בסוף 1981 לכ-31 אחוזים, לעומת כ-22 אחוזים בלבד בסוף 1979 (ראה לוח ח"ח 24').

במהלך השנה ניכר שינוי במדיניות ההתערבות של בנק ישראל בשוק איגרות החוב (ראה לוח ח"ח 10'): לאחר התערבות מצומצמת במחצית הראשונה של 1981, וירידת שיערים ריאלית של כ-11 אחוזים, כמונחים שנתיים, החל בנק ישראל במחצית השנייה של השנה להתערב במסחר בשוק, והקטין מאוד את תנודות השערים³⁴. כתוצאה מכך החלו איגרות החוב להניב תשואה ריאלית חיובית. עסקות בנק ישראל במחצית זו נטלו קרוב למחצית מהיקף העסקאות בשוק איגרות החוב. בחודש דצמבר הגיעה התערבות זאת לשיא (כ-72 אחוזים³⁵), תוך רכישה נטו של כ-0.90 מיליארד שקלים, בעקבות מעבר של משקיעים לשוק המניות. כך הגיעו בשנת 1981 הרכישות נטו לכ-1.4 מיליארד שקלים, לעומת מכירות נטו של כ-0.2 מיליארד במהלך 1980.

כדי להגביר את גיוס ההון באמצעות איגרות החוב הסחירות, הועלו באמצע השנה התשואות על איגרות החוב במקור, באמצעות הפחתת מחיריהן ל-96 אחוזים מערכם הנקוב. תוספת

³³ מהירות המחזור השנתית נמדדת על פי נפח העסקאות, מחולק כיתרת איגרות החוב הממוצעת בשנה, ולמרות מגבלותיה היא מהווה אינדיקציה למדת הנזילות בפועל של הנכס.

³⁴ הסיכון באיגרות החוב, הנמדד לפי סטיות התקן החודשיות, ירד במהלך המחצית השנייה של 1981 והגיע ל-2.4, לעומת 3.7 בדצמבר 1980 (ראה דיאגרמה ח"ח 6' ולוח ח"ח 14').

³⁵ היקף ההתערבות המוצג השנה נמדד לפי סך העסקאות של בנק ישראל (רכישות ועוד מכירות), יחסית להיקף המסחר בשוק. בשיטת המדידה שנקטה בעבר היה היקף ההתערבות המירבי 50 אחוזים, וזאת במקרה שבנק ישראל היה צד בכל עסקה שנערכה בשוק.

תשואה זו, (כ־0.4 אחוזים בשנה), לא הביאה לרכישות נטו מצד הציבור. התשואות בשוק המשני היו בדרך כלל גבוהות יותר במרבית חודשי השנה; בחודשים מסוימים הן הגיעו לכ־3.5 אחוזים.³⁶

בניגוד לשפל, שפקד את איגרות החוב הצמודות למדד המחירים לצרכן, הניבו איגרות החוב הצמודות למטבע חוץ תשואות ריאליות גבוהות (כ־11 אחוזים) בעקבות הפיחות הריאלי של הדולר במהלך השנה. השנה הנפיקו פירמות תעשייתיות איגרות חוב במטבע חוץ, תמורת כ־52 מיליון דולר.³⁷ איגרות חוב אלה, הנושאות ריבית משתנה המתעדכנת אחת לחצי שנה, הונפקו בידי פירמות, בעקבות הריסון ששרר בשוק האשראי, ומשום שמחיר גיוסן זול, יחסית למקורות אחרים במטבע חוץ.³⁸ בנק ישראל הנפיק אף הוא סדרה כתנאים דומים, בסך 60 מיליון שקלים. חלק ניכר מהביקוש לאיגרות אלה נבע מקרנות נאמנות, המוגבלות בהיקף ההשקעה בפקדונות מטבע חוץ בבנקים.

3. קרנות הנאמנות

יתרת הנכסים שהציבור החזיק בשנת 1981 באמצעות קרנות הנאמנות פחתה ריאלית בכ־17 אחוזים. יתרת הנכסים בקרנות הנאמנות הסתכמה בסוף 1981 בכ־22.8 מיליארד שקלים, ומשקלה במיצרף הנכסים שמשקיעות קרנות הנאמנות ירד לכ־11 אחוזים, לעומת כ־15.7 אחוזים בשנת 1980.³⁹ (ראה לוח ח' 12'ב). גיוס ההון של קרנות הנאמנות היה שלילי — הפדיונות עלו על ההנפקות בכ־2.4 מיליארד שקלים. הגיוס השלילי התרכז ברכיב הראשון של השנה, עם הירידה התלולה במחירי המניות.⁴⁰

מגמת התפתחות זו היא תוצאה של השפל בשוק איגרות החוב (60 אחוזים ומעלה מנכסי הקרנות מושקעים בו) ומהגאות הנמשכת בשוק המניות. כבעבר, ממשיך הציבור להעדיף להשקיע חלק ניכר מרכישותיו באיגרות חוב באמצעות קרנות הנאמנות (כ־42 אחוזים) ואילו ההשקעה במניות נעשית רובה במישרין. השקעת קרנות הנאמנות במניות מהווה רק כ־6 אחוזים מערכן בשוק.

התשואה הריאלית של קרנות הנאמנות הגיעה בכ־1981 לכ־4.6 אחוזים בממוצע, וניכרת שונות בין הקרנות, בהתאם להתמחותן. קרנות המתמחות באיגרות חוב צמודות הניבו תשואה שלילית של כ־3.3 אחוזים, לעומת תשואה שלילית של 8 אחוזים בהשקעה הישירה בהן. קרנות המתמחות במטבע חוץ ובמניות הניבו תשואה ריאלית גבוהה, בדומה להשקעה הישירה בנכסים אלו (ראה לוח ח' 7'ב). לעומת זאת, היה הסיכון הכרוך בהשקעה (הנמדד לפי התנודתיות

³⁶ קיימת הטיה מסוימת כלפי מעלה בתשואה לפדיון, כיוון שאין היא מתחשבת בהפסד מדד בעת הפדיון (ראה לוח ח' 11'ב).

³⁷ בולטת הנפקה במגוון רחב יחסית של מטבעות, ואף באיגרות הצמודות ל-SDR. לעומת זאת, נמוכה סחירותן של איגרות החוב, בגלל סכומי הנפקה קטנים, יחסית.

³⁸ איגרות חוב במטבע חוץ, המונפקות בידי פירמות, נהנות מיתרונות מס, בשל היותן מילווה מועדף (ראה דוח בנק ישראל לשנת 1980, עמ' 235).

³⁹ מיצרף זה כולל את איגרות החוב הסחירות שבידי הציבור. פיקדונות במטבע חוץ (עו"ש וזמן קצוב) וכן מניות הרשומות בבורסה לניירות ערך, חלק מהירידה במשקל קרנות הנאמנות במיצרף הנכסים נובע מהגבלות, שהוטלו על היקף ההשקעה של קרנות הנאמנות בפקדונות במטבע חוץ (ראה דוח בנק ישראל לשנת 1980, עמ' 235).

⁴⁰ בתקופה זו בא לידי ביטוי היתרון היחסי בהשקעה באמצעות קרנות נאמנות, המאפשר מימוש נכסים בעת מסחר לא תקין. קיימת אפשרות פורמלית לדחות פדיון תעודות השתתפות בקרנות נאמנות במקרים אלו, לאחר אישור מתאים מהרשות לניירות ערך. עד כה לא מימשו קרנות נאמנות אפשרות זו, ולא ברור באיזו מדה הציבור הרחב מודע לכך.

הריאלית של התשואה (החודשית) גבוה יותר מן הסיכון בהשקעה הישירה באותם נכסים. ככל הנראה, הביאה התחרות בין הקרנות, הנמדדת בעיקר דרך התשואה, לניהול מדיניות השקעה המיועדת להשיג תשואות גבוהות על חשבון תוספת סיכון.

בסוף 1981 הופסקה פעילותן של קרנות הנאמנות הנזילות במתכונתן הראשונית, ומתחילת 1982 חויבו בשיעורי עמלה מופחתת (כ-0.5 אחוזים, לעומת כ-1 עד 2 אחוזים בקרנות רגילות). נראה, שתגודתיותה הגבוהה של התשואה (8.6 אחוזים) לעומת השקעות נזילות אחרות (ראה לוח ח' 15) הקטינה את הביקוש לקרנות הנזילות, ומשקלן בסך קרנות הנאמנות ירד בסוף השנה לכ-6 אחוזים, לעומת כ-17 אחוזים בסוף אוגוסט 1980, זמן קצר לאחר היווסדן.

4. קופות הגמל וביטוח חיים

בשנת 1981 עלתה הצבירה הריאלית של הציבור בקופות הגמל בשיעור דומה לזה של אשתקד — כ-10 אחוזים. משקלן של קופות הגמל בסך הנכסים של הציבור נשאר יציב — כ-30 אחוזים, ויתרת חסכוניות הציבור בקופות אלה הסתכמה בסוף 1981 בכ-158 מיליארד שקלים (ראה לוח ח' 17).

התפתחותן של קופות הגמל אופיינה השנה בשתי תופעות בולטות:

(א) נמשכה מגמת ההנזלה, המתבטאת במעבר לקופות שטווח ההשקעה בהן קצר יותר (קרנות השתלמות), וכן נמשך תהליך צבירת הוותק, המאפשר משיכת חסכוניות.

(ב) פעילות הקופות בשוק המניות ואיגרות החוב הסחירות התרחבה מאוד והביאה לגידול רב בנפח הפעילות בשוק המשי. קופות הגמל רכשו במקור 0.8 מיליארד שקלים במניות הבנקים המסחריים (כ-20 אחוזים מהנפקות הבנקים המסחריים).

התשואות בקופות הגמל מושפעות משני רכיבים עיקריים: (א) התשואה המתקבלת מן ההשקעות של הקופה, אשר מרביתה מושקעת באיגרות חוב בלתי סחירות הנושאות ריבית בת 5 עד 6 אחוזים⁴¹. (ב) הקטנת תשלום המס על ההפרשות השוטפות, המגדילה את התשואה האפקטיבית, ומשתנה לפי המס השולי המוטל על כל חוסך.

ברכיב הראשון לא חלו השנה שינויים מהותיים. ייתכן שהתשואות עלו במקצת, בעקבות הרחבת פעילותן של הקופות בשוק המשי. על הרכיב השני פעלו השנה שתי השפעות מנוגדות: (1) שיעור המס השולי ירד — בעקבות התאמתן של מדרגות המס מעבר לשיעור האינפלציה (החל מאפריל 1981) — גורם זה הקטין את ההטבה הגלומה בהקלות המס הניתנות להפרשות לקופות גמל ופעל להורדת התשואה. (2) תקרת ההפרשה הזוכה להקלות מס עלתה ריאלית, בכ-13 אחוזים, גורם שהגדיל את התשואה האפקטיבית⁴².

⁴¹ כולל תוספת ריבית לקופות פנסיה בשיעור חצי אחוז. התשואה לחוסך נמוכה במקצת כיוון שישנן הוצאות נהול, ובעת הפדיון מפסידים מרד אחד, המתבטא בשיעורי האינפלציה הנוכחיים. בכחצי אחוז לשנה. מצד שני ישנה תוספת לתשואה הנובעת מההנחה בעת הרכישה (דיסאג'יו) ומתבטאת בתוספת תשואה של כ-0.2 אחוזים לשנה.

⁴² לדוגמה, תוספת התשואה השנתית הממוצעת בחיסכון בקופות התגמולים מגיעה לכ-5.9 אחוזים, בהנחה שמשך החיסכון הוא 7.5 שנים, בממוצע, ובהנחת מס שולי בן 35 אחוזים. בקרנות ההשתלמות נעה תקופת החיסכון בין 1.5 ל-3 שנים, בממוצע. בקרנות אלו מגיעה תוספת התשואה השנתית בגין הויכוי ממס לכ-10 עד 21 אחוזים. יש לזכור שהקלות המס מוגבלות בתקרה, המתעדכנת מפעם לפעם.

לוח ח' 17
ההתפתחויות העיקריות בקופות הגמל ובביטוח חיים, 1979 עד 1981

העלייה או הירידה (—) הריאלית בצבירה נטו ²			צבירה נטו	ערך ההתחייבויות לציבור כמחירים קבועים (דצמבר 1981=100)			
1981	1980	1979	1981	1981	1980	1979	
(אחוזים)			(מיליארדי שקלים)				
מוסדות הגמל							
— 24	5	76	1.1	58.5	52.0	44.9	קרן הפנסיה
0	10	0	4.6	71.3	64.3	49.6	קרן תגמולים
— 3	13	— 7	3.6	59.6	52.4	35.9	מזה: בסקטור הפיננסי
60	— 2	63	1.1	12.7	11.7	10.5	קרן פיצויים
63	26	14	1.8	6.2	4.2	2.4	קרן השתלמות
				1.9	0.8	0.8	קרנות אחרות
10	10	16	8.6	157.7	138.8	112.4	סך כל מוסדות הגמל
חברות הביטוח							
6	— 5	11	1.5	12.2	10.3	8.9	קרן ביטוח חיים ¹
				22.7	19.7	18.1	סך כל מאזן חברות הביטוח

(1) בניכר מבטחי משנה.
(2) מנוכה על פי מדר המחירים לצרכן. על בסיס חצי שנתי.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה וניכודי בנק ישראל.

בניתוח הצבירה נטו מתקבלת, כבעבר, שונות גדולה בין הקופות (ראה לוח ח' 16^ב). בשנים האחרונות פעלו מספר שינויים מוסדיים אשר הביאו להגדלה מסוימת בצבירה בקופות הפנסיה⁴³. במהלך שנת 1981 לא ניכר גידול ריאלי בהפרשות, אף-על-פי שהשכר הריאלי עלה בכ-10 אחוזים. לעומת זאת עלו המשיכות מקרנות הפנסיה, ריאלית, בכ-16 אחוזים. עלייה זו נובעת, ככל הנראה, מגידול מספרם של מקבלי הקצבה בשנים האחרונות, עקב שינויים בהרכב של אוכלוסיית החברים בקופות.

בקרנות התגמולים מסתמנת האטה נטו בצבירה, לעומת שנים קודמות. תרם להאטה זו גידול ריאלי בכ-30 אחוזים במשיכת חסכונות של הציבור⁴⁴. בקרנות ההשתלמות נמשך גידול ריאלי רב בצבירה. ההפקדות גדלו, ריאלית, בעקבות העלייה בשכר הריאלי. אף-על-פי שאשתקד הותר לחוסכים למשוך כספים בתוך 6 שנות חיסכון לכל מטרה (ולזכות בהקלות המס החלות על הפרשות העובר והמעביד), לא ניכר גידול רב במשיכות. ייתכן, שפתיחת אפשרות זו עודדה חוסכים לדחות את מימוש החיסכון, מתוך כוונה לנצל אותה בעתיד.

בשנת 1981 גדלה הצבירה דרך ביטוח חיים בשיעור ריאלי של כ-6 אחוזים, לאחר ירידה של כ-5 אחוזים אשתקד. משקל הצבירה בסך הנכסים הכספיים הגיע לכ-4 אחוזים בלבד. העלייה בצבירה משקפת גידול בכ-10 אחוזים בהפקדות, והיא קווצה בחלקה בגידול ריאלי של כ-20 אחוזים במשיכות. נראה שבמדה מסוימת עבר הציבור למסגרות חיסכון אחרות.

⁴³ ראה: בנק ישראל, דין וחשבון לשנת 1980.

⁴⁴ ייתכן שהדבר נובע ממשיכות מקרנות פיצויים, הנכללות בסעיף זה בשל בעיית סיווג. העלייה הריאלית במשיכות מקרנות הפיצויים מתיישבת עם השפל שפקד את שוק העבודה.

לוח ח"א'
אמצעי תשלום ופיקדונות בלתי צמודים של הציבור, 1979 עד 1981
(יתרות, מיליוני שקלים)

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)	נתונים מקוריים			
						סך הכול (1)+(2) =(3)	פיקדונות עו"ש (2)	מזומנים (1)	
(אחוזים)									
30.8	4,398	67	341	447	3,460	3,543	2,338	1,205	1979
116.9	9,540	305	344	1,884	6,835	7,006	4,878	2,128	1980
116.4	20,645	1,628	669	5,854	12,974	12,494	8,102	4,392	1981
1.8	9,711	197	348	1,927	7,372	7,239	5,016	2,223	ינואר
8.4	10,531	385	337	2,328	7,681	7,481	5,035	2,446	פברואר
12.2	11,814	475	357	2,451	8,339	8,531	5,817	2,714	מארס
2.7	12,135	394	448	3,010	8,308	8,283	5,410	2,873	אפריל
13.6	13,782	2,313	475	2,493	8,375	8,501	5,475	3,026	מאי
— 3.5	13,305	370	471	3,125	9,246	9,338	6,120	3,218	יוני
11.7	14,862	480	475	3,859	10,139	10,048	6,362	3,686	יולי
18.1	17,550	510	525	4,897	11,502	11,617	7,842	3,775	אוגוסט
— 7.4	16,257	468	575	3,838	11,065	11,375	7,232	4,143	ספטמבר
2.7	16,697	440	599	4,330	11,667	11,329	7,118	4,211	אוקטובר
10.1	18,387	753	624	4,757	12,567	12,253	8,012	4,241	נובמבר
12.3	20,645	1,628	669	5,854	12,974	12,494	8,102	4,392	דצמבר

המקור: המפקח על הבנקים — סטטיסטיקה חודשית של המוסדות הבנקאיים, המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים; מינהל מילווה המדינה — סקירה שבועית של שוק ההון.

לוח ח'-א'
התפתחות בסיס הכסף למי רכיביו, 1979 עד 1981
(יתרות, מיליוני שקלים)

סוף התקופה	מזומנים בידי הציבור (1)	הנכסים הנוזלים של המוסדות הבנקאיים (2)	בסיס הכסף הצר (1)+(2) =(3)	שחרורים מנוזלות (4)	גירעון מוכר והפרש משולב (5)	בסיס הכסף הרחב (3)+(4)+(5) =(6)	הגידול בבסיס הכסף הרחב (7)
1979	1,205	1,093	2,298	464	3	2,765	22.0
1980	2,128	2,415	4,543	657	6	5,206	88.3
1981	4,392	5,235	9,627	1,222	62	10,911	109.6
1981							
ינואר	2,223	3,517	5,740	677	302	6,719	29.1
פברואר	2,446	2,178	4,624	631	63	5,318	- 20.8
מארס	2,714	2,601	5,315	581	13	5,909	11.1
אפריל	2,873	3,244	6,117	767	24	6,909	16.9
מאי	3,026	1,678	4,704	799	25	5,528	- 20.0
יוני	3,218	3,383	6,601	840	23	7,464	35.0
יולי	3,686	3,678	7,364	1,089	22	8,475	13.5
אוגוסט	3,775	5,079	8,854	1,135	30	10,019	18.2
ספטמבר	4,143	2,360	6,503	1,170	31	7,704	- 23.1
אוקטובר	4,211	3,271	7,482	1,216	65	8,763	13.8
נובמבר	4,241	4,949	9,190	1,253	62	10,505	19.9
דצמבר	4,392	5,235	9,627	1,222	62	10,911	3.9

המקור: נכסים נוזלים של המוסדות הבנקאיים — המאזן החדשי של המוסדות הבנקאיים; שחרורים מנוזלות והפרש מוכר — דוח הנוזלות החדשי של המוסדות הבנקאיים; מזומנים בידי הציבור — המפקח על הבנקים, סטטיסטיקה חודשית של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח' - א'
המקורות והרכיבים לשינוי בכסים הנכסים הכספיים הנזילים, 1981
(מיליוני שקלים)

ינואר	פברואר	מארס	אפריל	מאי	יוני	יולי	אוגוסט	ספטמבר	אוקטובר	נובמבר	דצמבר
א. תרומת הסקטור הציבורי לנכסים הכספיים הנזילים (הזרמה בסיסית) ¹											
618	- 800	386	- 528	919	2,764	2,682	2,754	1,535	1,340	1,104	1,797
450	- 807	237	- 584	786	2,689	2,572	2,540	1,336	1,134	853	1,428
272	- 1,226	- 989	864	- 411	160	891	- 372	19	293	609	1,467
144	- 245	- 124	734	147	197	1,106	156	104	240	181	39
- 211	- 976	- 818	- 655	- 703	225	- 640	- 572	320	- 642	138	838
0	0	0	0	0	- 253	0	0	0	0	0	0
339	- 5	- 47	785	145	- 9	425	44	- 443	695	290	590
890	- 2,026	- 603	336	508	2,924	3,573	2,382	1,516	1,633	1,713	3,264
207	991	685	- 158	- 1,077	- 519	- 3,244	- 2,129	- 2,727	- 133	- 1979	- 4,108
ב. סך כל הזרמת בנק ישראל מזה: אשראי מוכון במט"י אשראי מוכון במט"ח											
1,097	- 1,035	82	178	- 569	2,405	329	353	- 1,211	1,500	- 266	- 844
20	- 46	- 50	186	32	41	249	46	35	46	36	- 31
ג. סך כל ההזרמות האקסוגניות (א)+(ב)											
ד. מכירות מט"ח בידי הסקטור הפרטי											
ה. השינוי בבסיס הצר לנכסים הכספיים הנזילים (ג)+(ד)											
ו. שחרורים מנזילות והפרש מוכר											
ז. השינוי בבסיס הרחב לנכסים הכספיים הנזילים (ה)+(ו)											
1,117	- 1,081	32	364	- 537	2,446	578	399	- 1,176	1,546	- 230	- 875
1,218	- 1,162	640	988	- 1,382	1,939	1,012	1,536	- 2,316	1,026	1,744	403
404	32	- 458	- 225	777	952	- 79	- 929	853	802	- 1,207	80
- 342	- 114	- 151	- 399	- 154	- 222	- 355	- 208	287	- 283	- 765	- 1,359
1,366	- 1,196	- 135	1,181	- 3,107	2,741	193	783	- 2,122	535	1,497	- 1,836

(1) ההזרמה הבסיסית של הסקטור הציבורי כוללת את ההזרמה, בהגדרה המקובלת בסקטור זה, ועוד גיוס הון נטו ממכירה ישירה של אג"ח לציבור.
(2) סעיף זה כולל בעיקר את ההזרמה או הספיגה הנובעת מחשבתות רוח והפסד של בנק ישראל (בגין חשלוש ריבית על נכסים נזילים במטבע ישראלי ובמטבע חוץ, קנסות על גירענות הנזילות וכו'). ההזרמה או הספיגה הקשורה למיקדותות פת"ם סיצויים, וכן הפרשים כדיווח בין מאוני הבנקים לבין מאן בנק ישראל.
המקור: עיבודי בנק ישראל, מחלקת המחקר.

לוח ח'-א'
רכישת נכסים בידי הסקטור הפרטי הלא פיננסי, 1979 עד 1981
(מחירים שוטפים, מיליוני שקלים)

1981		1980		1981	1980	1979	
מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית I				
3,156	2,332	2,095	1,367	5,488	3,462	828	1. אמצעי תשלום ¹
							2. פיקדונות לזמן קצוב
2,926	1,369	814	626	4,295	1,440	196	ותעודות פיקדון סחירות ¹
-2,385	-2,915	-403	-779	-5,300	-1,182	-803	3. איגרות חוב סחירות ²
2,753	2,536	-268	2,419	5,289	2,151	1,316	4. פיקדונות במטבע חוץ ³
1,995	795	729	479	2,790	1,208	-57	5. מניות פיננסיות ^{2,4}
-55	-806	436	-806	-861	-370	-164	6. פיקדונות פיצויים
							7. פיקדונות צמודים ואחרים
611	1,211	306	305	1,822	611	297	במוסדות פיננסיים
5,510	5,459	1,058	830	10,969	1,888	954	8. תכניות חיסכון ⁵
5,001	3,583	2,360	1,314	8,584	3,674	1,411	9. קופות גמל
852	625	368	268	1,477	636	288	10. ביטוח חיים
20,364	14,189	7,495	6,023	34,553	13,518	4,266	סך כל צבירת הנכסים

- (1) השינוי ביתרת הנכסים במשך התקופה.
(2) סעיף זה כולל את העסקאות בניירות 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'-7.
(3) כולל פיקדונות עובר ושב, פיקדונות לזמן קצוב ופיקדונות לא-תושב של תושבי ישראל.
(4) כן נכללו רכישות במקור של מניות פיננסיות, בניכוי דיבידנדים מצד הסקטור הפרטי הלא פיננסי.
(5) כולל חיסכון באמצעות הבנקים המסחריים, וכאמצעות מוסדות כספיים.
המקור: עיבוד בנק ישראל.

לוח ח' 5א'
הנכסים הכספיים שבידי הציבור¹, 1979 עד 1981

העלייה או הירידה (-) הריאלית ביתרה השנתית הממוצעת לעומת שנה קודמת		המשקל בסך כל הנכסים בסוף שנה ביתרות לעומת סוף תקופה קודמת ⁵		יתרה לסוף תקופה		1981		1980		1979	
1981	1980	1981	1980	1981	1980	דצמבר	יוני	דצמבר	יוני	דצמבר	יוני
(א ח ז י ס)		(מיליארדי שקלים)									
3	-4	-2	2	0	8	23	27	123.5	87.3	61.3	24.4
-12	-28	-7	-4	-12	-15	2	3	12.5	9.3	7.0	3.5
27	-17	25	16	45	21	1	1	6.5	3.6	2.2	0.8
9	13	-2	15	13	9	12	12	65.4	46.2	28.7	11.3
-1	-11	-4	-14	-17	15	7	10	39.1	28.2	23.4	8.8
(-5)	(-)	(1)	(-8)	(-6)	(2)	(1)	(1)	(5.4)	(3.7)	(2.8)	(1.2)
71	25	25	23	53	56	13	10	69.6	38.5	22.5	6.2
18	4	6	7	14	18	36	36	193.1	125.8	83.8	30.6
4	5	13	4	18	15	32	32	172.0	105.0	72.3	26.9
60	-	75	-17	45	261	7	5	36.2	14.3	12.4	1.5
-14	-11	3	-8	-5	-16	7	9	37.5	25.2	19.6	10.0
14	15	4	16	21	12	18	18	98.3	65.5	40.3	15.4
-	-	7	7	14	23	32	32	169.9	109.9	74.0	25.8
12	5	8	6	15	19	100	100	535.0	340.7	230.1	83.3
-3	-26	2	0	2	-8	4	4	19.0	12.9	9.2	4.3
-1	1	0	5	5	-3	20	22	108.3	75.1	51.1	22.5
9	-	2	6	8	13	25	26	132.0	90.0	60.9	23.0

- א. "ציבור" כלוח זה — אינו כולל ממשלה. בנק ישראל ובנקים מסחריים. בהעדר נתונים. לא נעשה תיקון לסקטור חוץ לארץ, דהיינו לא נוכו נכסים כספיים בידי זרים. מחר גיטא, ולא הוספו נכסים כספיים זרים. שהוחזקו בידי חושבים מקומיים, מאידך גיטא.
- ב. המדידה כלוח לוקה בכפילות מסוימת, משום שנכסים כספיים נמדדו הן התחייבויות, שהנפיקו מוסדות כספיים לציבור, והן נכסים כספיים, שהחזיקו מוסדות אלה.
- 2) כולל גם פיקדונות חשב חוץ של חושבים מקומיים.
- 3) סך כל איגרות החוב שלא הונפקו למשקיעים מוסדיים, בניכוי איגרות חוב סחירות מהסוג שהונפק לציבור, והוחזקו בידי קופות גמל ומשקיעים מוסדיים אחרים.
- 4) סעיף זה כולל את הנכסים בקופות הגמל ואח קרן ביטוח חיים.
- 5) שיעורי השינוי חושבו על-פי נתונים לא מעוגלים.
- המקור: עיבורי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח'-א6
המקורות לשינויים ברכוש הפיננסי של הסקטור הפרטי הלא פיננסי, 1979 עד 1981
(מיליוני שקלים, במחירים שוטפים)

1981		1980		1981	1980	1979	
מחצית I	מחצית II	מחצית I	מחצית II				
1. הזרמת הנזילות בגין עודף							
18,299	5,768	2,725	2,438	24,067	5,163	1,537	הביקוש של הסקטור הציבורי
2. עודף יבוא סחורות ושירותים							
3,468	5,173	1,985	1,348	8,641	3,333	3,506	של הסקטור הפרטי
5,533	13,594	6,755	4,933	19,127	11,688	6,235	3. זרמי התחייבויות נטו
א. אשראי פיתוח ואחר נטו ¹							
5,181	3,636	3,324	1,595	8,817	4,919	1,800	מהסקטור הציבורי
1,268	— 2,538	1,850	1,748	— 1,270	3,598	2,180	ב. אשראי מבנק ישראל ²
ג. התחייבויות של מערכת							
9,578	7,452	2,604	2,363	17,030	4,967	1,504	התיווך הפיננסית המקומית ³
— 10,494	5,044	— 1,023	— 773	— 5,450	— 1,796	751	ד. זרמי התחייבויות נטו עם חו"ל ⁴
4. רכישת נכסים בידי הציבור							
20,364	14,189	7,495	6,023	34,553	13,518	4,266	(1) — (2) + (3)
146,699	102,562	83,071	41,194	249,261	124,265	38,159	5. שיערוך הנכסים ⁵
167,063	116,751	90,566	47,217	283,814	137,783	42,425	6. השינוי בנכסים (4) + (5)
41,035	32,729	12,707	19,891	73,764	32,598	10,208	7. שיערוך התחייבויות ⁵
46,568	46,323	20,462	24,824	92,891	45,286	16,443	8. השינוי בהתחייבויות (7) + (3)
9. השינוי ברכוש הפיננסי							
120,495	70,428	70,104	22,393	190,923	92,497	25,982	הנקי נטו (6) — (8)

- (1) כולל אשראי ממשלתי נטו לסקטור הפרטי הלא-פיננסי, בניכוי גיוס הון לזמן ארוך נטו לרשימת מקומיות ומסדרות לאומיים (ראה לוח ח'-א11 א', סעיפים 6 ו-8).
- (2) כולל אשראי מוכון במטבע ישראלי ובמטבע חוץ.
- (3) כולל גורמים אחרים, שמקורם בחשבונות רווח והפסד של בנק ישראל, אשראי בנק ישראל למערכת הבנקאות, גורמים שמקורם בעסקאות בניירות ערך ובנדל"ן בין הציבור למתווכים הפיננסיים וכן טעויות והשמטות.
- (4) נגזר בהפרש שבין עודף היכוא של הסקטור הפרטי, בניכוי העברות חד צדדיות לבין הרכישות נטו של מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי.
- (5) השיערוך כולל את השינויים במחירי הנכסים וההתחייבויות במשך התקופה בגין צבירת הפרשי הצמדה ושער, שינויים במחירי שוק של נכסים סחירים, וכן שינויים בערך התחייבויות של האשראי לזמן ארוך עקב הסכסוך הגלום בו.
- המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' 7א'
אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, 1978 עד 1981
 (מחירים שוטפים, מיליוני שקלים, נתונים לסוף השנה)

נכסים	1978	1979	1980	1981
1. נכסים לטווח קצר ¹	16,201	30,205	84,693	192,456
א. אמצעי תשלום	2,715	3,544	7,006	12,494
ב. פיקדונות לזמן קצוב ותפ"ס	628	833	2,314	6,779
ג. פיקדונות במט"ח (כולל זמן קצוב)	4,937	11,205	28,361	64,736
ד. איגרות חוב סחירות	4,583	8,317	21,907	34,492
ה. מניות של מתווכים פיננסיים	3,338	6,306	25,105	73,955
2. נכסים פיננסיים לטווח בינוני ²	12,075	26,461	61,575	141,789
א. פיקדונות של הציבור למתן הלוואות	695	1,424	2,946	7,189
ב. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים לזמן ארוך	6,372	15,076	39,157	97,227
ג. פת"ם פיצויים	5,008	9,961	19,472	37,373
3. נכסים פיננסיים לטווח ארוך	11,810	25,845	74,026	169,863
א. פיקדונות בקופות גמל	10,869	23,938	68,931	157,703
ב. פיקדונות כביטוח חיים	941	1,907	5,095	12,160
4. רכוש אחר	78,325	188,895	431,120	929,333
א. מילות חובה	4,830	9,620	21,000	40,280
ב. נכסים פיסיים	73,495	179,275	410,120	889,053
1. מוצרים בניייתא	(9,525)	(18,033)	(39,366)	(82,348)
2. דירות למגורים	(30,380)	(89,182)	(193,929)	(434,535)
3. בניינים וציוד	(33,590)	(72,060)	(176,825)	(372,170)
סך כל הנכסים	118,411	271,406	651,414	1,433,441

(1) ההבדלים בין סעיף זה לבין סעיף הנכסים הנוכחיים שכלוח ח' 14 נובעים מהשוני שבין הגדרת הציבור להגדרת הסקטור הפרטי הלא-פיננסי (ראה לוח ח' 9). הסעיף "פיקדונות לזמן קצוב ותפ"ס" כולל פיקדונות בבנקים מסחריים ובמוסדות כספיים אחרים. הסעיף "פיקדונות במטבע חוץ" כולל פיקדונות עו"ש וזמן קצוב במערכת הבנקאות. פיקדונות לא-תושב של תושבי ישראל. פיקדונות תושב. הלוואות ופיקדונות יבואנים. הסעיף "איגרות חוב" כולל את סך איגרות החוב שהונפקו לציבור. בניכוי איגרות החוב שבידי בנק ישראל. הבנקים המסחריים. הבנקים למשכנתאות והבנקים להשקעות. מוסדות כספיים אחרים. החייבים בדירות 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. של בנקים למשכנתאות. של מוסדות מימון ענפיים ושל חברות הביטוח.

(2) ההבדל בין סעיף זה לסעיפים המקבילים בלוח ח' 14 נובע מהכללת פיקדונות הציבור למתן הלוואות ומהכללת תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים לבנקים למשכנתאות ולהשקעות (נוסף על תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים בבנקים המסחריים). כתכניות החיסכון נוקח רק המענק שנצבר לזכות החוסכים, ולא המענק הנרשם כעת ההפקדה.

לוח ח' 7א' (המשך)
אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, 1978 עד 1981
(מחירים שוטפים, מיליוני שקלים, נתונים לסוף השנה)

1981	1980	1979	1978	התחייבויות
				1. התחייבויות לטווח קצר
94,384	48,099	20,111	8,605	סך הכול ³
18,851	8,566	3,465	2,088	א. אשראי חופשי במט"י
27,440	13,013	5,305	2,142	ב. אשראי חופשי במט"ח
6,714	3,805	1,714	1,010	ג. אשראי מוכון במט"י
27,869	16,284	6,597	2,740	ד. אשראי מוכון במט"ח
13,510	6,431	3,030	625	ה. אשראי מחו"ל (ספקים ויטיר)
				2. התחייבויות לזמן בינוני וארוך
74,847	28,241	10,943	6,006	סך הכול ⁴
43,182	12,465	3,735	3,427	א. אשראי לזמן ארוך במט"י
30,965	15,376	6,970	2,468	ב. אשראי לזמן ארוך במט"ח
700	400	238	111	ג. ניירות ערך בידי התיווך הפיננסי
169,231	76,340	31,054	14,611	סך כל ההתחייבויות
2,464,210	575,084	240,352	103,800	3. הרכוש הנקי ⁵

- (3) 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 לרבות אשראי לדלק. אשראי מחוץ לארץ כולל אשראי משלוחות של בנקים ישראליים בחוץ לארץ, אשראי ספקים ואשראי אחר מחוץ לארץ (בניכוי רשויות מקומיות).
- (4) רכיב הסובסידיה באשראי לטווח ארוך במטבע ישראלי חושב באמצעות היוון זרם הפירעון של יתרת החוב לפי האינפלציה בפועל. זרם הפירעונות נתקבל דרך פריסת החוב לתקופה של שש שנים (אומדן לאורך הזמן הממוצע של ההלוואה), לפי רכיבת משוקללת על יתרת ההלוואות.
- (5) 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.
- המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' 8א'
הנכסים הצמודים של הציבור במערכת הבנקאות, אגרות חוב ומניות, 1979 עד 1981
(מיליוני שקלים)

סוף התקופה	פיקדונות במסגרת תכניות חיסכון מאושרות		פיקדונות במטבע חוץ (פת"ם) ²		מניות סחירות ⁴		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 בנקים (8)	סך הכול (1)+(3)+(4)+ (5)+(6)+(7) =(9)
1979	14,491	5,722	912	10,027	11,331	8,780	8,101	6,538	53,642						
1980	37,183	11,903	3,155	19,634	28,696	23,420	36,207	23,323	148,295						
1981	90,398	27,498	7,885	37,477	65,361	39,145	108,762	71,507	349,028						
ינואר	38,964	12,437	3,623	19,444	30,298	23,050	42,852	27,829	158,231						
פברואר	44,796	15,343	3,915	20,847	32,572	23,090	40,556	29,383	165,776						
מרס	49,574	18,777	4,451	21,322	33,000	23,560	41,496	29,436	173,403						
אפריל	52,054	19,150	4,784	21,973	35,119	26,960	47,389	32,247	188,279						
מאי	57,728	19,634	5,106	24,005	42,080	26,150	48,568	35,316	203,637						
יוני	59,806	19,968	5,657	25,227	46,187	28,210	54,571	39,773	219,658						
יולי	61,633	20,421	5,822	25,904	47,876	29,639	65,374	45,237	236,248						
אוגוסט	65,504	20,876	5,977	27,392	49,692	31,411	70,748	49,979	250,724						
ספטמבר	68,244	21,288	6,420	29,733	52,279	35,921	77,979	54,529	270,576						
אוקטובר	74,117	21,925	6,727	33,230	55,571	36,352	91,521	61,643	297,518						
נובמבר	82,790	24,297	7,061	36,093	59,500	37,836	99,778	66,263	323,058						
דצמבר	90,398	27,498	7,885	37,477	65,361	39,145	108,762	71,507	349,028						

(1) כולל הפרשי הצמדה על הפיקדונות הצמודים.

(2) כולל הפרשי שערים בגין שינויים במחירים היחסיים של המטבעות הזרים. הנתונים מוצגים במיליוני שקלים. וניתן להרגשם למטבע חוץ. על-ידי חלוקה בשער החליפין המתאים. כולל פיקדונות חושבי חוץ. המוחזקים בידי חושבים מקומיים.

(3) לפי ערך שוק: כניכוי איגרות-חוב שבידי הבנקים ובנק ישראל. אך כולל איגרות-חוב סחירות שבידי קופות גמל ומשקיעים מוסדיים אחרים.

(4) לפי ערך שוק: כולל מניות שבידי הבנקים. בסוף 1980 הגיע ערך השוק של מניות סחירות שבידי הבנקים ל-1,291 מיליוני שקלים. ובסוף 1981 ל-2,981 מיליוני שקלים.

המקור: המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים ועיבודי הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל

לוח ח' - 9א'
אומדן משיכות מכספי פת"ם פיצויים, 1979 עד 1981
(מיליוני שקלים)

תקבולי פיצויים אישיים (1)	זקיפת ריבית (2)	הפרשי שיעורים ופיחות (3)	סך כל הגידול בכוח (1)+(2)+(3) = (4)	הגידול בפועל (5)	משיכות בשקלים (4) - (5) = (6)	שיעור משיכה א' משיכה ב' $6/((1)+(2))$ = (8)	שיעור משיכה א' $6/(1)$ = (7)
(אחרונים)							
1,145	332	4,785	6,262	4,953	1,309	21	89
2,401	941	9,036	12,378	9,607	2,771	22	83
4,780	2,676	16,030	23,486	17,844	5,642	24	76
346	118	— 183	281	— 193	474	168	102
278	25	1,242	1,545	1,406	139	9	46
297	335	794	1,426	475	951	67	150
351	130	335	816	651	165	20	34
336	71	1,853	2,260	2,032	228	10	56
377	331	1,348	2,056	1,222	834	41	118
409	120	131	660	677	— 17	—	—
400	87	1,538	2,025	1,488	537	27	110
419	445	2,543	3,407	2,341	1,066	31	123
448	165	2,908	3,521	3,497	24	1	4
559	160	2,707	3,426	2,863	563	16	78
560	689	793	2,042	1,385	657	32	53

(1) שיעור משיכה א' — מחושב בהנחה, שמקבלי הפיצויים מתייחסים להכנסות בנין הפרשי שיעורים בין מטבעות זרים והפרשי פיחות. כשם שהם מתייחסים לתקבולי פיצויים וריבית.
(2) שיעור משיכה ב' — מחושב בהנחה, שמקבלי הפיצויים אינם מתייחסים להכנסות בנין הפרשי שיעורים בין מטבעות זרים והפרשי פיחות. כשם שהם מתייחסים לתקבולי הפיצויים והריבית, אלא כאל רווחי הון על הפיקדונות.
המקור: תקבולי פיצויים אישיים והפרשי שיעורים — המפקח על מטבע חרן, סקירה חודשית; ריבית על פדיון ותמ"מ — מאזן בנק ישראל; גידול בפועל — המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח' 10א'
האשראי לציבור ממערכת הבנקאות, 1979 עד 1981
(יתרות בסוף התקופה, מיליוני שקלים)

סך כל האשראי לציבור	סך כל למעט יהלומים ודלק	אשראי למימון פעילות מקומית					אשראי למימון היצוא				
		סך הכול למעט אשראי לדלק	סך הכול (6)+(7)+(8)=	אשראי חופשי במטבע	אשראי חופשי במטבע	אשראי מוכוון במטבע	סך כל האשראי ליצוא	קרן יהלומים	אשראי ליצוא פרט למימון יהלומים	אשראי ליצוא במטבע חרץ פרט למימון יהלומים	אשראי ליצוא במטבע ישראלי
(5)+(9)= (12)	(3)+(10)= (11)	(10)	(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(1)+(2)= (3)	(2)	(1)
1979											
דצמבר	1,430	3,280	4,711	3,316	8,027	283	4,356	8,532	13,171	10,721	15,431
1980											
דצמבר	3,369	7,649	11,018	8,634	19,653	435	9,421	18,456	28,311	19,649	30,668
1981											
ינואר	3,477	8,056	11,533	9,060	20,594	413	9,679	19,897	29,990	20,194	31,727
פברואר	3,248	8,664	11,912	9,095	21,007	392	10,828	20,853	32,073	22,240	34,152
מארס	2,988	8,980	11,968	9,113	21,082	393	12,655	21,898	34,946	24,665	36,633
אפריל	3,935	9,706	13,641	9,116	22,757	399	12,686	23,578	36,664	24,608	38,249
מאי	4,099	10,693	14,792	9,801	24,593	385	14,516	27,166	42,066	28,794	43,586
יוני	4,308	11,825	16,133	10,624	26,758	406	15,074	31,073	46,552	30,095	46,228
יולי	5,591	12,065	17,656	10,286	27,942	423	15,054	32,656	48,133	31,011	48,667
אוגוסט	5,827	12,648	18,475	10,058	28,533	431	14,709	32,907	48,047	31,174	49,649
ספטמבר	6,007	13,476	19,483	10,576	30,059	390	15,267	33,457	49,115	31,402	50,885
אוקטובר	6,252	13,685	19,936	10,581	30,517	401	16,659	34,007	51,066	31,980	51,917
נובמבר	6,442	15,011	21,453	10,829	32,282	395	16,804	35,444	52,643	33,214	54,667
דצמבר	6,281	16,744	23,025	11,119	34,144	436	19,590	35,266	55,291	37,585	60,610

(1) הנתון כולל הפרשי הצמדה.

(2) הנתון כולל אשראי משלוחות כחץ לארץ של המוסדות הבנקאיים.
המקור: המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים, דוח הנזילות החודשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח' א' 11

הפעולות הפיננסיות של הסקטור הציבורי והאומדן הנגזר של עודף הביקוש, 1979 עד 1981
(מיליוני שקלים, במחירים שוטפים)

1981		1980		1981	1980	1979	
מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית I				
18,045	10,858	7,115	3,694	28,903	10,809	4,725	1. הנפקת איגרות חוב וקבלת פיקדונות של אמיסיות מיעדות ואחרות
							2. פדיון איגרות חוב ופירעון הפקדות מאמיסיות
5,446	5,113	2,766	2,065	10,559	4,831	2,399	מיעדות ואחרות
12,599	5,745	4,349	1,629	18,344	5,978	2,326	3. גיוס הון ממשלתי נטו ¹
							4. אשראי ממשלתי בידי הסקטור הפרטי
11,522	4,947	3,678	2,048	11,522	5,726	2,259	5. פירעון אשראי ממשלתי בידי הסקטור הפרטי
1,721	1,122	662	545	2,843	1,207	495	6. אשראי ממשלתי נטו ²
4,854	3,825	3,016	1,503	8,679	4,519	1,764	7. גיוס מקורות בידי הממשלה
7,745	1,920	1,333	126	9,665	1,459	562	(3) - (6)
							8. גיוס מקורות לזמן ארוך בידי רשויות מקומיות ומוסדות לאומיים ³
- 327	189	- 308	- 92	- 138	- 400	- 36	9. סך גיוס מקורות לזמן ארוך נטו בידי הסקטור הציבורי (7) + (8)
7,418	2,109	1,025	34	9,527	1,059	526	10. הזרמת הסקטור הציבורי
12,628	4,607	2,200	2,716	17,235	4,916	1,480	11. הזרמת הסקטור הציבורי שאינה נובעת מעודף הביקוש ⁴
1,747	948	500	312	2,695	812	469	12. הזרמת נזילות בגין עודף הביקוש של הסקטור הציבורי ⁵ (11) - (10) + (9)
18,299	5,768	2,225	2,438	24,067	5,163	1,537	

- (1) כולל גיוס הון באמצעות איגרות חוב סחירות וגיוס הון באמצעות פיקדונות ואיגרות חוב לא סחירות כנגד חיסכון לטווח בינוני וארוך.
(2) לא כולל מתן אשראי ופירעונות לרשויות מקומיות.
(3) כולל קבלת ומתן אשראי בידי רשויות מקומיות ומוסדות לאומיים מהסקטור הפרטי. אינו כולל שינויים ביתרות האשראי לטווח קצר של מוסדות אלה.
(4) פדיון מוקדם של בונדס, שנכלל בהזרמת הסקטור הציבורי (שורה 10) ואינו מממן פעילות ריאלית של הממשלה.
(5) קיים הבדל בין אומדן זה לאומדן החשבתאות הלאומית. כפי שמופיע בפרק הסקטור הציבורי, וזאת בשל הכללה באומדן הנזיל של סעיפים פיננסיים ובשל פער בין ביצוע תשלומים לבין קבלת תשלומים.
המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' - ב'
יתרת האשראי לממשלה במטבע ישראלי ממערכת הבנקאות, 1979 עד 1981
(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)	
4,060	2,269	38	1,198	1,109	1,791	3,576	5,367	1979
4,169	5,273	133	3,142	2,264	- 1,104	9,969	8,865	1980
28,342	16,641	294	6,973	9,962	11,701	17,045	28,746	1981
								1981
4,170	5,086	144	3,273	1,957	- 916	6,814	5,898	ינואר
3,700	5,772	157	3,879	2,050	- 2,072	6,754	4,682	פברואר
1,739	6,597	169	4,582	2,184	- 4,858	6,616	1,758	מארס
1,416	6,513	199	4,551	2,161	- 5,097	6,986	1,889	אפריל
2,011	7,747	165	4,724	3,188	- 5,736	6,986	1,250	מאי
6,253	7,644	170	4,564	3,250	- 1,391	6,805	5,414	יוני
6,779	7,818	191	4,671	3,338	- 1,039	6,910	5,871	יולי
9,906	8,450	216	4,601	4,065	1,456	7,230	8,686	אוגוסט
14,148	9,034	194	4,895	4,333	5,114	6,994	12,108	ספטמבר
18,050	9,455	218	4,889	4,784	8,595	6,389	14,984	אוקטובר
20,849	11,700	244	4,950	6,994	9,149	6,357	15,506	נובמבר
28,342	16,641	294	6,973	9,962	11,701	17,045	28,746	דצמבר

- (1) כולל זקיפת רווח בנק ישראל מדי חודש בחדשו.
 (2) כולל את ההון העצמי של בנק ישראל ויתרות נטו בסעיף "חשבונות אחרים" במאזן הבנק.
 (3) הגידול הניכר באשראי לממשלה נובע מפיקדונות צמודים לטווח ארוך של המוסדות הבנקאיים אצל החשב הכללי באוצר, המהווים שימוש חופשי בכספי תכניות החיסכון.
 (4) למעט שטרי אוצר והמילווה קצר המועד שכירי הבנקים.
 (5) כולל פיקדונות הממשלה בשקלים, השתתפות הממשלה במקדונות קרנות ההון החוזר וההפרש בין פיקדונות הממשלה למתן הלוואות לציבור לבין האשראי מתוך פיקדונות אלה.
 המקור: מאזן בנק ישראל; המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח' 2ב'

אינדיקטורים למצב הנזילות של המוסדות הבנקאיים במטבעי ישראל, 1979 עד 1981

היחס בין גירעונות (—) גירעונות (—)	היחס בין גירעונות (—) גירעונות (—)	ממוצע יומי של גירעונות	עודפי נזילות וגירעונות (—) נזילות ⁴	סך כל חובות הנזילות בניכוי שחרורים מנזילות	סך כל חובות הנזילות ללא הפחתות	חובות נזילות אחרות ³	חובת הנזילות כנגד תעודות פיקדון סחירות ²	חובת הנזילות כנגד פיקדונות רגילים ¹	
(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
(מיליוני שקלים)									
— 32.3	— 22.1	— 382	— 459	1,400	1,867	190	190	1,487	1979
— 18.2	— 14.4	— 473	— 1,153	3,103	3,766	494	406	2,866	1980
7.0	5.4	310	— 1,501	5,882	7,167	2,001	918	4,248	1981
6.0	4.8	163	213	2,738	3,717	885	447	2,385	ינואר
6.6	5.5	235	— 1,184	3,012	3,707	429	540	2,738	פברואר
1.3	1.1	44	— 1,319	3,649	4,243	506	571	3,166	מרץ
27.5	22.1	843	— 138	2,823	3,615	349	502	2,764	אפריל
16.0	12.6	467	— 3,245	4,654	5,478	2,121	472	2,885	מאי
— 19.1	— 15.0	— 582	— 504	3,270	4,132	519	522	3,091	יוני
12.5	9.5	411	— 311	3,365	4,476	607	607	3,262	יולי
3.7	2.8	141	472	4,247	5,411	702	757	3,952	אוגוסט
7.5	5.9	335	— 1,654	3,612	4,812	415	729	3,668	ספטמבר
— 19.0	— 14.2	— 702	— 1,118	3,690	4,971	661	710	3,600	אוקטובר
— 8.7	— 6.6	— 353	380	4,171	5,487	556	748	4,183	נובמבר
7.0	5.4	310	— 1,501	5,882	7,167	2,001	918	4,248	דצמבר

- 1) דרישות הנזילות כנגד פיקדונות עובר ושב ופיקדונות כנגד התחייבויות במטבעי ישראל.
- 2) כולל דרישות נזילות גם כנגד פיקדונות לזמן קצוב וכנגד פיקדונות לזמן קצוב שנשכרו.
- 3) כולל דרישות נזילות על גורמים אחרים כנגד חסכונות, אשראי מוכון ויתרה בלתי מנוצלת של פיקדונות למתן הלוואות.
- 4) גירעונות נזילות הן ההפרש שבין הנכסים הנזילים לדרישות הנזילות, לאחר הפחתות הנכסים הנזילים, שלוח זה מתבסס עליהם. מתקבלים מדוח הנזילות וכוללים התאמות מסוימות, שאינן נכללות בנתוני הנכסים הנזילים. מתוך המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים, המופיעים בלוח ח' 2א'.
- 5) חובת הנזילות כרוטו היא חובת הנזילות לפני ניכוי שחרורים מנזילות, גירעון מוכר וההפרש המשולב: חובת הנזילות נטו — בניכוי סעיפים אלה. המקור: דוח הנזילות החודשי של המוסדות הבנקאיים המפקח על הבנקים — סטטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח' צב'
ערך השוק של תיק ניירות הערך הרשומים למסחר בבורסה לניירות ערך¹, 1979 עד 1981

ערך השוק			משקל ניירות הערך במחירי השוק בסך כל ניירות הערך			העלייה או הירידה (—) הריאלית בערך השוק			
1981	1980	1979	1981	1980	1979	1981	1980	1979	
(מיליארדי שקלים)			(א ח ו ז י ם)			(א ח ו ז י ם)			
א. איגרות חוב									
1.19	2.37	5.36	5.7	3.4	3.1	19.6	14.5	12.2	1. צמודות ונסחרות במטבע-חוץ
10.7	29.61	55.01	51.2	41.9	31.9	16.4	18.8	7.8	2. צמודות מדד מהסוג שהונפק לציבור ²
0.2	0.17	0.05	1.0	0.2	0.0	84.5	63.5	85.4	3. מילוות ברירה (צמוד, לא צמוד)
0.7	1.9	3.3	3.3	2.7	1.9	18.3	16.5	13.8	4. ברירה כפולה (מדד, דולר)
0.02	0.44	0.03	0.1	0.6	0.0				5. אומדן איגרות חוב, שעדיין לא נרשמו למסחר ³
12.81	34.49	63.75	61.3	48.8	36.9	3.7	15.6	8.3	6. סך כל איגרות החוב.
ב. מניות וניירות ערך הניתנים להמרה ⁴									
7.9	35.85	108.26	37.7	50.7	62.8	16.8	94.8	49.9	7. נסחרות בשקלים
0.2	0.35	0.54	1.0	0.5	0.3	47.4	24.9	23.4	8. נסחרות במטבע חוץ
8.1	36.2	108.80	38.7	51.2	63.1	17.9	91.8	49.2	9. סך כל המניות וניירות ערך הניתנים להמרה
20.91	70.69	172.55	100.0	100.0	100.0	9.7	45.1	21.1	ג. סך כל איגרות החוב והמניות (6)+(9)

- (1) לא כולל ניירות, שאין כוונה לרשם למסחר בבורסה באיגרות חוב מסוימות, שהונפקו למוסדות.
 (2) לא כולל איגרות שהונפקו למשקיעים מוסדיים.
 (3) ערך השוק של איגרות חוב שהונפקו ועדיין לא נרשמו למסחר, הנאמד על-פי הפרשי ההצמדה והריבית שנצברו.
 (4) כולל מניות בתיקים של משקיעים מוסדיים.
 המקור: הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

לוח ח'ב'
ניירות הערך שבידי הציבור¹, 1979 עד 1981

העלייה או הירידה (—) הריאלית בערך השוק במשך השנה			התפלגות ניירות הערך לפי מחזיקים			ערך השוק			סוף שנת
1981	1980	1979	1981	1980	1979	1981	1980	1979	
(א ח ו ז י ם)			(א ח ו ז י ם)			(מיליארדי שקלים)			
א. איגרות חוב									
8.3(—)	15.6	— 3.7	100.00	100.00	100.00	63.75	34.49	12.81	1. סך כל איגרות החוב הסחירות
7.3	37.7	33.2	31.53	26.96	22.63	20.10	9.30	2.90	2. איגרות חוב בידי הבנקים המסחריים
35.1	— 13.8	30.4	9.69	6.58	8.83	6.18	2.27	1.13	3. איגרות חוב בידי בנק ישראל
— 18.9	12.1	— 14.4	58.78	66.45	68.54	37.47	22.92	8.78	4. אומדן איגרות חוב שבידי הציבור ² (3) — (2) — (1)
ב. מניות וניירות ערך									
49.2	91.8	— 17.9	100.00	100.00	100.00	108.80	36.20	8.10	5. סך כל המניות וניירות הערך הניתנים להמרה ³
13.8	32.9	— 17.2	2.74	3.59	5.19	2.98	1.30	0.42	6. מניות וניירות ערך בידי הבנקים
50.5	95.1	— 18.0	97.26	96.41	94.81	105.82	34.90	7.68	7. אומדן מניות וניירות ערך שבידי הציבור (6) — (5)
23.0	50.8	— 16.1	83.0	81.79	78.7	143.29	57.82	16.46	ג. סך כל ניירות הערך שבידי הציבור (4)+(7)

- (1) לא כולל ניירות, שאין כוונה לרשםם למסחר בבורסה, כאגרות חוב מסוימות, שהונפקו למוסדות.
 (2) מאחר שבחיקי משקיעים מוסדיים מצויות אגרות חוב מהסוג שהונפק לציבור, מוטה אומדן זה כלפי מעלה: "הציבור" — כולל באמצעות קרנות נאמנות.
 (3) כולל מניות בחיקים של משקיעים מוסדיים.
 המקור: הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

לוח ח'־ב'
הנפקת ניירות ערך ואומדן גיוס ההון מהציבור 1978 עד 1981
(במחירים שוטפים, מיליוני שקלים)

גיוס הון נטו באמצעות איגרות חוב									
סך כל גיוס ההון נטו (9)	מניות וניירות ערך להמרה במניות ³ (8)	סך כל הגיוס נטו (4)+(5)+(6) (7)=	מוסדות גמל, פנסיה וכביטוח (6)	תכניות חיסכון (5)	מהציבור ¹				
					גיוס הון נטו (1)-(2)-(3) (4)=	פעולות בשוק הפתוח ² (3)	פדיונות (2)	הנפקות (1)	
1,232	555	677	677	430	— 430	— 26	1,523	1,067	1978
2,017	204	1,750	1,624	290	— 164	281	1,456	1,573	1979
7,397	1,432	5,965	4,161	323	1,481	— 264	2,182	3,399	1980
18,074	5,884	18,878	8,348	7,186	— 3,344	1,539	3,430	1,625	1981
320	296	24	417	— 55	— 338	— 23	641	280	ינואר
2,308	489	1,819	433	1,487	— 101	4	122	25	פברואר
1,910	69	1,841	745	1,219	— 123	45	168	90	מארס
808	31	777	672	342	— 237	4	400	167	אפריל
473	188	285	575	— 142	— 148	40	151	43	מאי
497	809	— 312	55	— 137	— 230	108	220	98	יוני
1,302	345	957	1,001	222	— 266	40	313	87	יולי
416	406	10	316	— 87	— 219	39	215	35	אוגוסט
3,804	1,905	1,899	1,422	143	334	— 251	154	237	ספטמבר
299	—	299	631	— 95	— 237	114	207	84	אוקטובר
2,591	635	1,956	600	2,071	— 715	561	333	179	נובמבר
3,346	711	2,635	1,481	2,218	— 1,064	858	506	300	דצמבר

- (1) גם באמצעות קרנות נאמנות.
(2) קניות נטו של בנק ישראל בבורסה ומחוצה לה.
(3) במקרה של הנפקת מניות בידי חברה אם וחברת בת, נכללת רק הנפקת חברת האם.
המקור: בנק ישראל, מינהל מלוות מדינה.

לוח ח' 66'
היקף המסחר בבורסה לניירות ערך, 1978 עד 1981

סך כל המסחר במניות ובניירות ערך הניתנים להמרה, במסגרת הבורסה ומחוצה לה		סך כל ניירות הערך	מניות וניירות ערך הניתנים להמרה		איגרות חוב				
					צמודות לשער החליפין ונסחרות במטבע חוץ	ברירה כפולה	צמודות מדד		סך הכול
							בינוני וארוך	טווח קצר	
בנקים	סך הכול		בנקים	סך כל המניות					
מסחריים			מסחריים						
(מיליוני שקלים)									
2,250	3,587	2,392	774	1,659	49	49	342	293	733
5,316	7,644	4,286	1,390	2,419	98	49	1,450	270	1,867
24,074	33,590	16,951	7,276	13,296	97	121	3,243	194	3,655
85,958	134,087	58,619	29,229	48,000	146	267	10,157	49	10,619
העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת (אחוזים)									
136.3	113.1	79.2	79.6	45.8	100.0	0	324.0	— 7.8	154.7
352.9	339.4	295.5	423.5	449.6	— 1.0	146.9	123.7	— 28.1	95.8
257.1	299.2	245.8	301.7	261.0	50.5	120.7	213.2	— 74.7	190.5
המשקל בסך כל המחזור בבורסה (אחוזים)									
המסחר בבורסה									
בסך כל המסחר (אחוזים)									
34.3	46.3	100.0	32.4	69.4	2.0	14.3	12.3	30.6	1978
26.1	31.6	100.0	32.4	56.4	2.3	1.2	33.8	6.3	1979
30.2	39.6	100.0	42.9	78.4	0.6	0.7	19.2	1.1	1980
34.0	35.8	100.0	49.9	81.9	0.3	0.5	17.3	0.0	1981

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

לוח ח' 7ב'
מדד תשואה ריאלית חודשית כוללת של ניירות ערך בבורסה לניירות ערך – קרנות
הנאמנות, המרק הגרמני והדולר, 1978 עד 1981
 (דצמבר 1980=100)

	איגרות חוב		מניות		פיקדונות		
	צמודות				במטבע חוץ ²		
	צמודות למדד המחירים לצרכן	צמודות או נסחרות במטבע חוץ	סך הכול רגילות ובכורה ¹	מוסדות בנקאיים מסחריים	מרק גרמני	דולר	קרנות הנאמנות
1978	96.01	136.39	81.4	73.36	123.10	106.35	93.00
1979	90.59	112.49	61.3	71.03	117.14	100.37	85.94
1980	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1981							
ינואר	96.0	99.9	110.8	111.6	92.7	100.5	97.8
פברואר	94.0	101.3	93.1	101.3	93.9	103.1	92.5
מארס	93.3	101.3	93.0	104.0	93.7	101.7	93.5
אפריל	94.5	95.3	99.3	104.8	86.5	99.0	95.0
מאי	92.4	104.6	96.7	108.3	91.2	109.9	91.6
יוני	93.3	112.4	102.8	118.4	94.3	116.7	95.8
יולי	92.4	110.1	115.8	123.9	90.0	115.5	98.0
אוגוסט	94.1	109.2	117.4	128.3	91.4	117.4	100.0
ספטמבר	95.3	109.2	113.4	126.2	92.9	115.9	100.8
אוקטובר	90.4	105.7	117.4	128.8	94.1	111.0	95.9
נובמבר	91.5	168.9	120.6	130.4	96.7	113.7	99.5
דצמבר	92.0	111.0	125.8	133.2	94.4	113.4	103.9
שיעור תשואה ריאלי כולל (אחוזים)							
ינואר – יוני	-5.5	-6.7	12.4	2.8	18.4	-5.7	-4.2
יולי – דצמבר	-1.4	-1.4	-1.2	22.4	12.5	0.1	8.5
ינואר – דצמבר	-6.8	-8.0	11.0	25.8	33.2	-5.6	3.9

(1) אופיין של מניות בכורה שונה משל הרגילות, ומשקלן בסך הכול נמוך מאוד.
 (2) פיקדון תושב כולל ריבית ל-3 חודשים, בניכוי מס במקור בשיעור של 35 אחוזים.
 המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. למטבע החוץ ולקרנות הנאמנות – בנק ישראל.

לוח ח' 8ב'

ערכי שוק של מצבת המניות, לפי הקבוצה המנפיקה, והנפקות חדשות של מניות וניירות ערך להמרה¹, 1978 עד 1981

חלקה של ההנפקה מדרך השוק של מניותיה בסוף 1980	הנפקות חדשות של מניות וניירות ערך הניתנים להמרה, תמורת מזומן				ערך השוק של מניות וניירות ערך הניתנים להמרה, הרשומים בבורסה			
	חלקה של הנפקת הקבוצה בסך ההנפקה				חלקה של הקבוצה בסך כל ערך השוק של המצבה בסוף 1981			
	1981	1980	1979	1978	בשנת 1981 המניות בערך השוק של העלייה הריאלית	בסוף 1981 של המצבה	בסוף 1981	בסוף 1981
(אחוזים)	(מיליוני שקלים)	(מיליוני שקלים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(מיליוני שקלים)	(מיליוני שקלים)
16.4	3,814	64.7	70.3	63.1	59.4	52.2	65.8	71,507
4.5	72	1.2	4.6	0.0	7.5	6.5	3.1	3,424
21.0	102	1.7	1.6	2.0	0.5	0.3	0.9	982
12.8	102	1.7	5.7	5.6	5.1	6.2	1.6	1710
15.6	4,090	69.3	82.2	70.7	72.5	47.0	71.4	77,623
4.1	28	0.5	2.6	2.3	0.3	63.9	2.1	2,255
25.7	402	6.8	7.2	5.3	6.9	49.1	4.3	4,692
14.3	630	10.7	3.6	15.4	11.4	46.8	11.9	12,992
22.2	748	12.7	4.4	6.3	8.9	65.1	10.3	11,200
16.3	5,898	100.0	100.0	100.0	100.0	49.1	100.0	108,762

(1) למעט חלוקת מניות הטבה, המרה, איגרות חוב ניתנות להמרה, הנפקות שלא כנגד מזומן ורישום למסחר של מניות קיימות.

(2) כולל חברות לחיפוש נפט.
המקור: הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

לוח ח' 9ב'
מדד תשואה כוללת למניות רגילות ומניות בכורה הרשומות למסחר בבורסה, 1978 עד 1981
(הבסיס: דצמבר 1980=100)

כספים וביטוח									
מקרקעין בינוי ופיתוח	מסחר ושירותים	תעשייה	חברות השקעה	מוסדות מימון ענפיים	בנקים למשכנתאות	ביטוח	בנקים מסחרים	סך הכול	מדד כללי
סופי שנים									
19.2	14.6	14.7	18.6	29.2	21.0	26.9	14.9	15.8	16.4
15.4	17.4	13.2	25.5	33.6	22.3	22.1	30.5	29.6	26.4
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1980									
סופי רביעים ב־1981									
100.3	109.1	89.9	92.9	104.6	89.4	76.0	123.4	119.6	112.2
122.8	110.5	103.3	95.3	129.8	107.7	80.0	165.0	158.5	142.8
204.1	170.5	144.0	137.6	186.0	143.5	103.6	209.7	202.8	190.2
258.8	285.3	226.5	198.4	209.6	203.7	181.6	268.4	262.0	253.8
דצמבר									
העלייה או הירידה (—) הריאלית במשך השנה (אחוזים)									
28.4	41.6	12.4	— 1.5	4.0	1.1	— 9.9	33.2	30.0	26.0
העלייה או הירידה (—) הריאלית בממוצע השנתי של המדד ¹									
99.2	41.9	53.7	5.8	10.4	6.8	— 6.5	46.2	42.3	41.5

(1) ניכוי המחירים הוא חודשי.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח ח' 10ב'
פעולות בנק ישראל בבורסה לניירות ערך, 1978 עד 1981

1981							
ממוצע חודשי							
סך	ינואר –	יולי –					
הכול	יוני	דצמבר	דצמבר	1980	1979	1978	
רכישות נטו בשוק המשוני (מיליוני שקלים) ¹	22.7	213.2	868.9	— 231.7	160.5	9.7	
היקף העסקאות בשוק איגרות החוב (מיליוני שקלים)	59.6	606.3	1,600.4	347.5	610.4	179.3	
חלקו של בנק ישראל במסחר (אחוזים) ²	9.9	52.0	71.7	9.5	32.7	24.5	

- (1) לא כולל עסקאות מחוץ לבורסה. מאחר שנתון ההורמה, המופיע בלוח ח' 15ב' כולל גם פדיונות ורכישות להיקף בנק ישראל. הוא שונה מהנתון המופיע כאן.
- (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: בנק ישראל, מינהל מילואות המדינה.

לוח ח"י-111ב'

שיעורי תשואה ריאליים ממוצעים לפדיון נטו של איגרות חוב לפי חודשים, 1981

צמודות מדד			שיעור הצמדה: שנים לפירעון:
80% 8¼	90% 6½ — 4½	100% 5½ — 3½	
(א ח ו ז י ס)			
2.8	2.8	2.5	1980 מחצית I (ממוצע חודשי)
2.3	2.6	2.3	1980 מחצית II (ממוצע חודשי)
1.7	2.3	1.9	1981 ינואר
2.3	2.9	2.8	פברואר
2.6	3.2	3.2	מארס
2.5	3.2	2.9	אפריל
2.5	3.0	2.8	מאי
3.0	3.6	2.9	יוני
2.7	3.3	3.0	יולי
2.4	3.0	2.6	אוגוסט
2.5	2.3	1.6	ספטמבר
2.5	3.1	3.0	אוקטובר
2.6	3.5	3.5	נובמבר
3.0	3.8	4.0	דצמבר

הערות:

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

(ב) התשואה חושבה על-פי מדד המחירים שהיה בפועל. לא נערך תיקון לגבי הפסד מדד פדיון.

(ג) בשנת 1981 היתה התשואה נטו על איגרות חוב שהונפקו במקור בין 1.9 ל-2.5 אחוזים, והיא משתנה בהתאם למחיר ההנפקה וליום הרכישה בתוך החודש.

המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' 12'
פעילות קרנות הנאמנות, 1979 עד 1981

1981	1980	1979	
- 2,420	1,438	- 189	1. הנפקה נטו ¹ (במיליוני שקלים)
	(אחרים)		
- 10.7	20.8	- 0.9	2. הנפקה נטו מחולקת בנכסי הקרנות בתחילת שנה
11.0	15.7	15.6	3. חלקם של נכסי הקרנות בנכסים הסחירים שבידי הציבור ²
41.3	41.7	37.9	א. איגרות חוב במטבע ישראלי
3.0	5.3	6.5	ב. נכסים במט"ח (כולל ניירות ערך במטבע חוץ)
6.3	8.6	6.7	ג. מניות במטבע ישראלי
100.0	100.0	100.0	4. הרכב תיק קרנות הנאמנות (סוף שנה) ³
62.0	66.6	70.0	א. איגרות חוב במטבע ישראלי
9.1	11.7	18.4	ב. נכסים הקשורים במטבע חוץ
28.9	21.7	11.6	ג. מניות במטבע ישראלי

- (1) הנפקת תעודות השתתפות, כניכר פדיון תעודות וכניכר דיבידנדי.
(2) הנכסים הסחירים כוללים איגרות חוב סחירות בידי הציבור, פיקדונות במטבע חוץ, מניות וניירות ערך להמרה הרשומים בבורסה בחלי-אביב.
(3) בהרכב זה אין מוצגים מזומנים.
המקור: עיבוד מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' - 13 ב'
קרנות הנאמנות — נכסים, הרכב ותשואה כוללת, 1981

מיון הקרנות לפי התמחותן ¹	הרכב תיק הנכסים ² 31.12.1981		נכסים בערך השוק (סוף השנה)		שיעור תשואה משוקלל בערך השוק של הקרנות, 1981			סטיית תקן של שיעור התשואה החודשי הריאלי ³
	מט"ח	מניות במטבע ישראלי	1981	1980	ינואר- יוני	יולי- דצמבר	ינואר- דצמבר	
	(אחוזים)	(מיליוני שקלים)	(אחוזים)	(אחוזים)				
1. מתמחית מרד	87.1	0.9	12.0	7,070	10,777	48.4	94.9	4.9
2. מתמחית מט"ח	10.4	74.8	14.7	236	792	51.4	138.5	6.3
3. מתמחית מניות	6.6	0.2	93.2	742	1,569	24.3	159.8	17.2
4. זוגית מט"ח — מרד	52.2	34.0	13.8	1,270	1,519	42.7	113.2	4.4
5. זוגית מניות — מרד	48.6	2.5	48.9	550	2,116	35.0	130.3	8.3
6. מעורבת מוטת מרד	60.6	17.6	21.9	1,235	2,446	39.2	108.3	5.6
7. מעורבת מוטת מט"ח	23.8	58.5	17.7	52	140	42.2	114.6	5.3
8. מעורבת מוטת מניות	13.5	0.9	85.6	409	858	26.9	157.3	14.0
9. מעורבת טהורה	44.0	22.3	33.7	491	1,193	36.6	120.3	7.2
10. קרן נזילה	43.4	2.2	54.4	1,587	1,408	30.1	122.7	8.3
11. סך כל הקרנות	62.1	9.1	28.9	13,642	22,818	34.0	110.7	6.6

- (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 מוטת" בהשקעה בנכס — אם משקיעה בו לפחות 50 אחוזים מנכסיה. קרן "נזילה" — אם תעודותיה נקנות ונמכרות במחיר אחד. קרן שלא נכללה במיתום לעיל היא "מעורבת טהורה". המיון — על פי הרכב ההשקעה הממוצעת ב-18 החודשים האחרונים.
- (2) אינו מסתכם ל-100 אחוזים, מאחר שמזומנים אינם מרעגים כאן, ובשל הפרשי עיגול מספרים.
- (3) סטיית התקן היא מרדד 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 בלוח ח' 15, המבטאת תנודות חודשיות (ולא תלת חודשיות) בתשואה.
- המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח ח' - 14 ב'
גיוס והקצאה של מקורות פיננסיים לזמן בינוני וארוך בידי המערכת המוסדית של שוק ההון¹
1979 עד 1981
(על בסיס זרמי כספים ברוטו)

1981					
מחצית 2	מחצית 1	סך הכול	1980	1979	
					מקורות
					(מיליוני שקלים)
8,549	9,265	17,814	4,913	2,203	1. חסכוניות הציבור
5,003	3,310	8,313	4,038	2,128	2. פירעון הלוואות
(857)	(851)	(1,708)	(883)	(471)	א. של משקי בית
(3,072)	(1,899)	(4,971)	(2,387)	(1,270)	ב. של פירמות בענפי המשק
(1,074)	(560)	(1,634)	(768)	(387)	ג. של רשויות מקומיות
2,577	— 344	2,233	137	110	3. מקורות אחרים
(25)	(30)	(55)	(271)	(52)	א. מוסדות לאומיים (נטו)
(2,167)	(— 334)	(1,833)	(— 399)	(— 97)	ב. חרץ לארץ (נטו)
(131)	(— 161)	(— 30)	(76)	(90)	ג. בנק ישראל (נטו)
(254)	(121)	(375)	(189)	(65)	ד. אחרים
16,129	12,231	28,360	9,088	4,441	4. סך כל המקורות
					שימושים
10,758	8,236	18,994	7,369	3,863	5. סך כל האשראי לזמן בינוני וארוך
3,754	2,924	6,678	— 521	— 339	6. העברת מקורות נטו
(5,774)	(1,022)	(6,796)	(— 1,354)	(— 404)	א. ממשלה
(— 2,020)	(1,902)	(— 118)	(833)	(65)	ב. מוסדות בנקאים
785	329	1,114	1,261	392	7. שימושים קצרי מועד (נטו)
1,585	888	2,473	1,161	646	(כולל מזומן ועו"ש)
— 753	— 146	— 899	— 182	— 121	8. עודף הוצאות על הכנסות
16,129	12,231	28,360	9,088	4,441	9. דיבידנדים ותשלומים אחרים נטו ²
					10. סך כל השימושים

(1) המערכת המוסדית של שוק ההון מוגדרת כמערכת החיזוק הפיננסית, שעיקר עיסוקה בגיוס כספים לזמן בינוני וארוך, לשם השקעתם בנכסים פיננסיים, כגון הלוואות, פיקדונות וניירות ערך. הגדרה מפורטת ראה בדוח בנק ישראל לשנת 1977, פרק י"ט. החל משנה זו נכללה פעילות קרנות הנאמנות כחלק מפעילות הציבור ולא כשל אחד המתווכים הפיננסיים.

(2) בעיקר במסגרת עסקי ביטוח כללי.

המקור: אומדי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח"י-15 ב'
זרמי התקבולים והתשלומים של המערכת המוסדית¹ עם הממשלה והמוסדות הבנקאיים, 1979 עד 1981
(מיליוני שקלים)

על חשבון מצבת הנכסים וההתחייבויות ארוכי המועד ²				על חשבון עסקאות השנה השוטפת לזמן ארוך ³		
תקבולים על חשבון נכסים (1)	תשלומים על חשבון התחייבויות (2)	עודף תקבולים (3)=(1)-(2)	תקבולים (4)	תשלומים (5)	עודף תקבולים (6)=(4)-(5)	סך כל עודף התקבולים על התשלומים (7)=(3)+(6)
1979	2,875	32,417	1,641	3,853	— 2,212	3205
1980	6,691	5,811	3,840	8,915	— 5,075	736
1981 סך הכול	14,055	12,062	8,031	26,889	— 18,858	— 6,796
מחצית I	6,001	766	3,414	9,671	— 6,257	1,022
מחצית II	8,054	1,227	4,617	17,218	— 12,601	— 5,774
1979	67	93	1,049	1,072	— 23	— 49
1980	195	692	1,266	1,586	— 320	— 817
1981 סך הכול	2,508	1,132	4,177	5,435	— 1,258	118
מחצית I	608	497	1,820	3,833	— 2,013	— 1,902
מחצית II	1,900	635	2,357	1,602	755	2,020

- (1) ראה הערה בלוח ח"י-14 ב'.
 (2) על חשבון מילווה, פיקדונות וגיירות ערך (כולל ריבית והפרשי הצמדה שנתקבלו ושולמו בפועל).
 (3) על חשבון מילווה, פיקדונות, הנפקה גירות ערך ורכישתם.
 (4) טור (1) הוא ברובו פירעון של הפקדות העבר בחשב הכללי, וטור (2) הוא ברובו פירעון של החשב הכללי והשתתפות האוצר במענקים של תכניות חיסכון. טור (4) הוא ברובו הפקדות חוזרות של הממשלה.
 (5) מערכת הבנקאות המסחרית, בניכוי הפעילות לזמן בינוני וארוך. הנכללת במערכת המוסדית של שוק ההון.
 המקור: אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' 16'
תנועת החסכונות במוסדות הגמלי, 1979 עד 1981

העלייה או הירידה 2 (-) הריאלית						
1981	1980	1979	1981	1980	1979	
(אחוזים)			(מיליוני שקלים)			
הפקדות						
1.9	11.0	21.1	4,283	1,947	778	קרן פנסיה
7.4	7.2	2.8	6,659	2,886	1,142	קרן תגמולים
7.3	9.2	- 0.4	5,408	2,316	912	מזה: בסקטור הפיננסי
בסקטור ההסתדרותי						
8.1	- 0.1	18.7	1,251	570	230	והמפעלי
18.7	0.0	42.9	1,707	678	281	קרן פיצויים
40.5	29.5	8.4	2,510	842	277	קרנות אחרות
11.3	10.0	12.3	15,159	6,353	2,478	סך הכול
משיכות						
15.6	14.0	3.1	3,184	1,245	490	קרן פנסיה
29.8	- 0.1	10.5	2,094	742	324	קרן תגמולים
38.2	- 0.1	19.8	1,761	585	269	מזה: בסקטור הפיננסי
בסקטור ההסתדרותי						
- 2.1	13.5	- 18.0	333	157	55	והמפעלי
- 19.7	1.7	27.3	566	349	145	קרן פיצויים
5.8	35.7	0.5	731	342	108	קרנות אחרות
13.8	9.8	7.8	6,575	2,678	1,067	סך הכול
צבירה נטו						
- 24.5	5.6	76.1	1,099	702	288	קרן פנסיה
- 0.3	10.4	0.2	4,565	2,144	818	קרן תגמולים
- 3.0	14.5	- 6.7	3,647	1,731	643	מזה: בסקטור הפיננסי
בסקטור ההסתדרותי						
12.2	- 0.1	40.7	918	413	175	והמפעלי
59.1	- 0.1	63.1	1,141	329	136	קרן פיצויים
63.1	25.7	13.8	1,779	500	169	קרנות אחרות
9.5	10.1	15.8	8,584	3,675	1,411	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: לשנת 1979 - נתוני מחלקת המחקר של בנק ישראל. לשנים 1980 ו-1981 - עיבודים של נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח ח' 17 ב'
גיוס והקצאת מקורות של סקטור קופות הגמל, 1979 עד 1981
(מיליוני שקלים)

תקבולים	1979	1980	1981	תשלומים	1979	1980	1981
הפקדת חסכונות נטו ¹	1,411	3,675	8,584	העברת מקורות נטו ²	1,184	3,086	8,137
				מתן אשראי לזמן			
				בינוני וארוך	169	335	673
				אשראי נטו לתקופה			
				עד שנתיים	40	27 —	835
				השינוי נטו בשימושים ³			
				קצרי מועד אחרים	31	309	— 193
פירעון הלוואות				עודף הוצאות על הכנסות			
לזמן בינוני וארוך	112	177	504	ורכישת נכסים ריאליים נטו	99	149	— 364
סך כל המקורות	1,523	3,852	9,088	סך כל השימושים	1,523	3,852	9,088

(1) נטו מתשלומים לחברים, ובהנחה שהפרשות לקרנות פיצויים גם הן חסכונות של משקי בית.

(2) רכישות נטו של ניירות ערך (במקור ובשוק המשני).

(3) כולל את הגידול ביתרות הנכסים קצרי המועד, פחות הגידול בהתחייבויות קצרות המועד וכו' סעיפי התאמה.
המקור: לשנים 1978 ו-1980 ו-1981 עיבודים מתוך נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; לשנת 1979 — אומדני מחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח ח' 18'
מאזן סקטור מוסדות הגמל, 1979 עד 1981¹

חלקם של הסעיפים בסך כל המאזן						
1981	1980	1979	1981	1980	1979	
(אחוזים)			(מיליוני שקלים)			
						נכסים
94.9	95.2	96.2	149,693	65,618	23,025	ניירות ערך
0.4	0.5	1.0	749	325	244	הלוואות לחברים ²
3.3	2.0	0.5	5,237	1,373	120	פיקדונות והלוואות אחרות
0.4	1.1	0.7	504	737	160	רכוש קבוע
0.3	0.3	0.4	393	239	99	חוב המעביד
0.7	0.9	1.2	1,128	639	290	חיובי ריבית והצמדה ונכסים שוטפים אחרים
100.0	100	100	157,704	68,931	23,938	סך כל הנכסים
						התחייבויות
37.0	37.5	40.1	58,471	25,853	9,592	קרן פנסיה
49.1	49.2	46.2	77,427	33,939	11,065	קרן תגמולים והשתלמויות
9.3	8.6	10.0	14,629	5,945	2,407	קרנות פיצויים סוציאליות ואחרות
0.3	0.1	0.1	331	16	14	עתודות וקרנות אחרות
3.9	3.1	3.2	6,261	2,142	764	קרן עזר ויתרות רווח
0.4	1.5	0.4	585	1,036	96	התחייבויות שוטפות
100.0	100	100	157,704	68,931	23,938	סך כל ההתחייבויות

(1) הפרשי הצמדה צורפו לסעיפים המתאימים שבמאזן.

(2) כמישרין, באמצעות בנקים ובאמצעות מוסדות כספיים.

המקור: 1979 — נתוני מחלקת המחקר של בנק ישראל; 1980 ו-1981 — נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח ח' 1981
 מקורות ושימושים פיננסיים מקומיים של הממשלה לזמן בינוני וארוך
 על בסיס זרמי כספים ברוטו¹, 1979 עד 1981
 (מיליוני שקלים)

	1981	1981	1980	1979	
	מחצית I	מחצית II			
מקורות					
1. מכירת איגרות חוב ממשלתיות	2,394	1,852	4,246	5,220	2,278
2. הפקדות מוסדות כספיים — אמיסיות מיועדות	14,227	7,616	21,843	4,630	1,936
3. הפקדות בנקים מסחריים ומוסדות כספיים שלא מאמיסיות מיועדות ואחרים	1,424	1,390	2,814	959	511
4. פירעון הפקדות העבר במוסדות כספיים	1,220	773	1,993	836	443
5. פירעון אשראי במישרין	610	390	1,000	428	75
6. תקבולים על חשבון חיק ניירות הערך של הממשלה (כולל מכירת מניות מתוך התיק)	60	40	100	97	4
7. עודף מקורות (—) ושימושים מקומיים (שארית)	—2,574	789	—1,785	1,910	588
סך כל המקורות המקומיים	17,361	12,850	30,211	14,080	5,835
שימושים					
1. פדיון איגרות חוב ממשלתיות	1,865	1,794	3,659	2,108	1,195
2. פירעון הפיקדונות במוסדות כספיים מאמיסיות מיועדות	3,198	2,180	5,378	2,094	990
3. פירעון הפקדות בנקים מסחריים ומוסדות כספיים שלא מאמיסיות מיועדות ואחרים	776	615	1,391	394	117
4. פירעון מענקים לחכניות חיסכון (תחליף ריבית) ופיצוי ריבית לקופות פנסיה	7	124	131	235	97
5. הפקדות למתן אשראי למוסדות כספיים	4,654	3,377	8,031	3,852	1,641
6. מתן אשראי במישרין	2,169	1,820	3,989	2,071	748
7. רכישת מניות ואיגרות חוב	80	60	140	69	21
8. תשלומים על חשבון ביטוח שער והצמדה נטו	4,612	2,880	7,492	3,257	1,026
סך כל השימושים המקומיים	17,361	12,850	30,211	14,080	5,835

(1) לוח זה מבוסס על זרמי הכספים שבין הממשלה לבין שאר הסקטורים במשק. ובכלל זה גם פעולות פיננסיות שבין הממשלה לבין הרשויות המקומיות.
 המקור: אומדני מחלקת המחקר של בנק ישראל.