

שוקי הכספים וההון

חלק I: הניתוח הכולל

1. קווי ההתפתחות העיקריים

בשנת 1980 חלה התרחבות נומינלית גדולה בנכסים הנזילים והאחרים שבידי הציבור, והתחדשה העלייה בערכם הריאלי¹. לאחר שזה ירד אשתקד, ההתרחבות באה על רקע מדיניות אשראי מרסנת, שהתבטאה בירידה נמשכת בערכו הריאלי של האשראי הבנקאי, וברמה גבוהה של שערי ריבית על האשראי החופשי. מדיניות זאת היתה בין הגורמים, שהביאו להסטת ביקושו של הציבור, מהאפיקים הריאליים – לאפיקים הפיננסיים, ולמיתון הפעילות הכלכלית, ובכך תרמה בעקיפין לצמצום הספיגה דרך מסים ומאזן התשלומים. בהתפתחות תיק הנכסים בלט הגידול הרכ בניירות ערך, ובפרט במניות. לעומת זאת לא הדביק הגידול הריאלי בנכסים הכספיים הנזילים את הירידה שחלה בהם בשנת 1979. ערך רכוש הפיננסי הנקי של הציבור עלה במהלך השנה בשיעור ניכר, במונחים ריאליים, על רקע ההתפתחויות השוטפות של הנכסים והאשראי והמשך השחיקה הריאלית של מצבת האשראי לזמן בינוני וארוך. זרם האשראי לטווח בינוני וארוך ירד ריאלית במקצת במשך השנה.

ההתפתחויות המוניטריות של שנת 1980 הינן תולדה של מדיניות האשראי המרסנת שנקט בנק ישראל במהלך השנתיים האחרונות, של צעדי המדיניות הפיסקליים, שנקטו בסוף שנת 1979, ושל הציפיות להפעלת מדיניות מרסנת כוללת ומחמירה. על רקע הרחבה מוניטרית רבת היקף בשנים 1977 ו-1978 ותחילת תהליך של האצה דרמטית בשיעור האינפלציה, הגביל בנק ישראל את גידולו של האשראי החופשי החל מאפריל 1979. בכך הביא לירידה ריאלית בכלל האשראי הבנקאי ולעלייה בשערי הריבית הריאליים. צעדים אלה, בצירוף תהליכי התאמה, הנובעים משלב ההתרחבות הקודם ופגיעה חיצונית שחלה במאזן התשלומים, הביאו במהלך שנת 1979 לירידה ריאלית בנכסים הכספיים שבידי הציבור, ולריסון הביקושים הריאליים והפעילות הכלכלית. ההשפעה על קצב האינפלציה לא היתה מיידית, והאצתו נמשכה עד לסוף שנת 1979.

במהלך שנת 1980 חל צמצום נוסף בביקושים הריאליים, על רקע ביטול סובסידיות והחרפת ריסון האשראי בסוף השנה הקודמת, ועל רקע ציפיות למעבר למדיניות מרסנת כוללת, שתפגע בפעילות ובתעסוקה. כתנאים אלה הפנה הציבור את ביקושו מהאפיקים הריאליים לאפיקים הפיננסיים. בפרט חלה ירידה חדה בשימושים עתירי היכוא והמס. הסקטור הציבורי לא הפחית במקביל את הוצאותיו, והזרמת הנזילות, בגין עודף הביקוש שלו, עלתה מ-2 מיליארד שקלים

¹ בפרק זה מחושבים הערכים הריאליים באמצעות חלוקה של ערכים נומינליים במדד המחירים לצרכן (פרט למקרים, שצוין אחרת). מאי מקום להגדרות המשתנים העיקריים. המופיעים בפרק זה, מובאים בלוח ח'-1.

לוח ח"ו
ההתפתחויות העיקריות בשוקי הכספים וההון, 1979 ו-1980

העלייה או הירידה (—) העלייה או הירידה (—)		במונחים נומינליים ¹		במונחים ריאליים ²		יתרות/זרמים		
1980	1979	1980	1979	1980	1979	1980	1979	
		(מיליארדי שקלים)		(אחוזים)				
א. יתרות לסוף שנה								
— 15	— 38	98	31	7.0	3.5			1. אמצעי חשלו ³
6	— 14	148	81	54.9	22.1			2. הנכסים הכספיים הנוזלים
95	— 18	353	75	34.9	7.7			שכירי הציבור ⁴
18	— 4	176	103	223.6	81.0			3. מניות שכירי הציבור ⁵
22	— 3	185	104	147.7	51.9			4. סך הנכסים הכספיים שכירי הציבור ⁶
— 10	— 5	110	101	37.9	18.0			5. אומדן הרכוש הכספי הנקי בידי הסקטור הפרטי הלא-פיננסי ⁷
ב. יתרות — ממוצעים שנתיים								
— 28	— 23	70	34	5.1	3.0			6. סך האשראי לציבור ממערכת הבנקאות ⁸
— 6	— 4	124	67	36.3	16.2			1. אמצעי חשלו
7	1	149	89	151.3	60.8			2. הנכסים הכספיים הנוזלים
— 7	—	107	—	25.8	12.2			שכירי הציבור
— 3	28	122	128	6.5	2.9			3. סך הנכסים הכספיים שכירי הציבור
28	— 18	197	45	6.0	2.0			4. סך האשראי לציבור ממערכת הבנקאות
0	— 21	100	59	3.7	1.8			5. זרמי כספים כמשך השנה
— 3	83	86	418	5.1	2.7			אשראי נטו לזמן בינוני וארוך ⁹
ג. הזרמת נזילות בגין עודף הביקוש של הסקטור הציבורי ¹⁰								
הזרמת נזילות בגין אשראי של בנק ישראל ¹¹								
ספיגת נזילות דרך רכישות מטבע חוץ ¹²								
ד. עלות האשראי (נומינלית שנתי) (אחוזים)								
אשראי בחח"ד ¹³								
סך האשראי לזמן קצר ¹⁴								
מחושב לפי הנתונים במיליוני שקלים.								
(2) מחושב כרוכ הסעיפים לפי ניכוי חודשי כמדד המחירים.								
(3) כהגדרתם בלוח ח"ח" שורה א"ו.								
(4) כהגדרתם בלוח ח"ח" שורה א.								
(5) הגדרתם בלוח ח"ח" שורה ב.								
(6) כהגדרתם בלוח ח"ח" שורה 1.								
(7) סך הנכסים. בניכוי התחייבויות. כהגדרתם בלוח ח"ח" שורה (ג).								
(8) כהגדרתו בלוח ח"ח" 14.								
(9) כהגדרתו בלוח ח"ח" 13 שורה 3.								
(10) כהגדרתו בלוח ח"ח" שורה 1.								
(11) כהגדרתו בלוח ח"ח" שורה 2.								
(12) כהגדרתו בלוח ח"ח" שורה 3.								
(13) כהגדרתו בלוח ח"ח" טור 1.								
(14) כהגדרתו בלוח ח"ח" שורה 3.								

לכ-6 מיליארד שקלים. במקביל, פחתה הספיגה דרך החשבון השוטף של הסקטור הפרטי, כך שהזרמת הנוזלות בגין עודף הביקוש של הסקטור הציבורי, בניכוי הספיגה דרך החשבון השוטף, הגיעה ל-3 מיליארד שקלים, בהשוואה לספיגה נטו של כ-1.4 מיליארד שקל ב-1979. השפעה מרחיבה זאת עלתה על ההשפעה המרסנת, הנובעת מצמצום ריאלי של זומי האשראי, תוך תהליך, שבו עצם הסטת הביקושים לאפיקים הפיננסיים יוצרת את הנוזלות המבוקשת.

הרמה הגבוהה של הביקושים הפיננסיים נמשכה לאורך השנה כולה, כאשר הציבור הפנה רק חלק מצומצם ממנה להעלאת רמתם הריאלית של הנכסים הכספיים הנוזלים, הקשורים בקשר הדוק במיוחד לביקושים הריאליים ולפעילות הכלכלית. מאחר שההרחבה המוניטרית שיקפה העדפה של הציבור, ולא הרחבת היצע חיצונית, היא לא לחצה במשך השנה להאצה נוספת של שיעור האינפלציה. עם זאת נראה, שהזמינות הפוטנציאלית של הנוזלות היתה בין הגורמים שמנעו האטה של שיעור האינפלציה במשך השנה. כן נראה, שההרחבה המוניטרית לא היתה בין הגורמים המובילים בשלב ההתאוששות של הפעילות והביקושים בהמשך השנה. התאוששות זאת היתה קשורה במיזוי התהליך של צמצום מלאים, ובהתרופפות החששות לגבי מדת הריסון של המדיניות הפיסקלית. בפרט בולטת העובדה, שהפעילות המתחדשת התרחשה על רקע רמה גבוהה של שערי ריבית ריאליים על האשראי החופשי. נראה, שרמתם הריאלית הגבוהה של שערי הריבית צמצמה את ממדי ההתאוששות בביקושים ובפעילות.

המשכה של הרמה הריאלית הגבוהה של שערי הריבית על האשראי החופשי, בשנה של הרחבה בנכסים הכספיים שבידי הציבור, משקף מצב של חוסר שכלול בזמן הקצר בשוקי הכספים. כתוצאה מחוסר שכלול זה, פגע ריסון האשראי במיוחד בסקטור העסקי, הנשען במדה רבה על מימון באמצעות אשראי בנקאי, והוא התבטא תחילה בפגיעה בביקושים ובפעילות. על רקע מצב זה, ועל רקע המשך העלייה בשערי הריבית הריאלית במחצית השנייה של השנה, נמנע בנק ישראל מריסון רב יותר של האשראי החופשי.

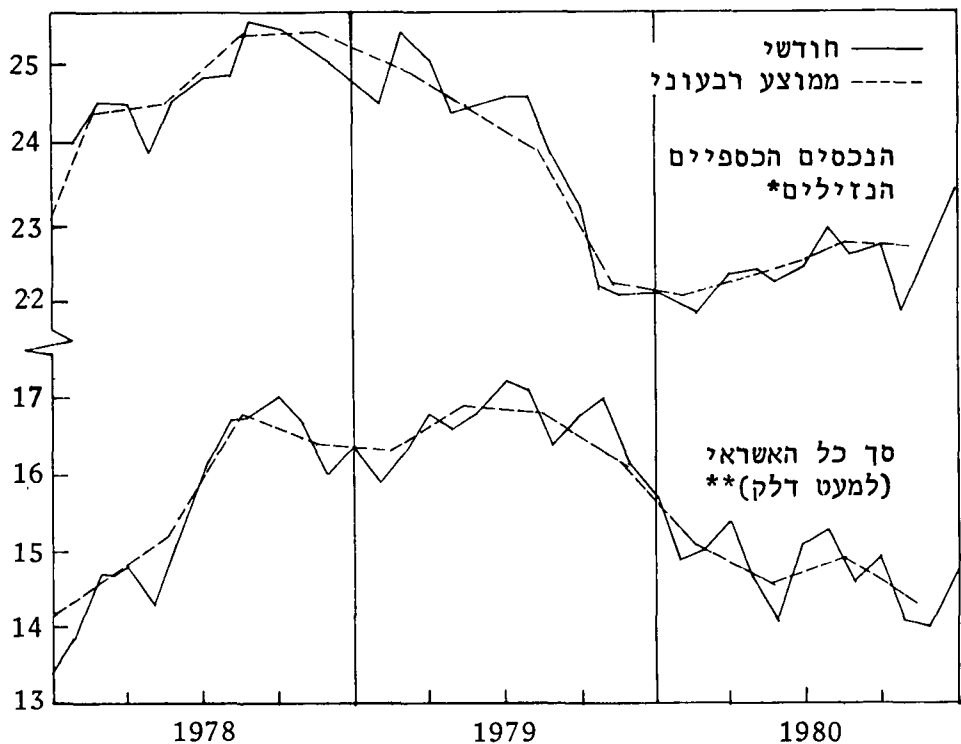
יש להדגיש, שהתרכזותה של המדיניות המוניטרית בריסון האשראי החופשי אינה פתרון נכחר אלא נובעת ממערכת האילוצים שהבנק המרכזי נתון בהם. מדיניות דיסאינפלציונית עקבית ויעילה חייבת להישען על צמצום עודף הביקוש של הסקטור הציבורי ועל צמצום ההזרמה דרך האשראי המוכוון. במהלך השנה, ובפרט לקראת סופה, החל בנק ישראל בהפעלת צעדים הדרגתיים לצמצום אשראי זה, מתוך הכרה שהוא לא רק מקור מרכזי להרחבה מוניטרית, אלא גם אינו מכשיר יעיל לטיפול בבעיית מאזן התשלומים.

במשך השנה חל גידול ריאלי של כ-6 אחוזים בנכסים הכספיים הנוזלים שבידי הציבור, לאחר ירידה של כ-14 אחוזים אשתקד. ערכם השנתי הממוצע של נכסים אלה אף ירד ריאלי בהשוואה לשנה הקודמת. בהתפתחות הנכסים הכספיים הנוזלים בלטו הגידול הרב בערך איגרות החוב הסחירות, ששעריהן היו בשפל בסוף 1979, ובלימת הירידה הריאלית בנכסים הכספיים הבלתי צמודים, שהתבטאה בגידול ריאלי מהיר בתפ"ס ובמיתון הירידה הריאלית באמצעי התשלום. הגידול בערכו הריאלי של הפת"ס הואט בהשוואה לשנתיים הקודמות.

ערכו של כלל חיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור גדל ב-1980 ב-18 אחוזים, לאחר ירידה של 4 אחוזים אשתקד. כמחצית מתוך גידול ריאלי זה נזקפת למניות, שכלל ערך השוק שלהן כמעט שהוכפל, תוך עליות שערים חדות וגידול בהנפקות. התפתחות זאת מהווה חוליה נוספת בתנודות הריאליות החריפות בשוק המניות, המופעלות בעיקרן על-ידי ציפיות, המצדיקות את עצמן בעתותי ובעוצמה שקשה לנבאן.

בצד הגידול הריאלי בנכסים הכספיים הנוזלים, גדל מאוד ערכן של מניות הבנקים שגם מידת נוזלותן ניכרת. במקביל, גילה הציבור עניין בקרנות הנאמנות הנוזלות החדשות שהוצעו לו, ונהנה מהמשך תהליך הקיצור וההגמשה של מכשירי החיסכון לזמן בינוני וארוך. עם זאת, גדלה

דיאגרמה ח' 1
התפתחות האשראי הבנקאי והנכסים הכספיים הנזילים שבידי הציבור, 1978 עד 1980
 (מיליארדי שקלים, מחירי דצמבר 1979)



* אמצעי תשלום, פיקדונות לזמן קצוב במטבע ישראלי, תעודות פיקדון סחירות פת"ם ואגרות חוב סחירות שבידי הציבור.
 ** אשראי ממערכת הבנקאות המקומית, למעט דלק (לא כולל אשראי משלוחות המוסדות הבנקאיים בחוץ לארץ).

במשך השנה התנודתיות בשיעורי התשואה של מרבית הנכסים, כך שלא ניתן לקבוע כי עלתה הנזילות הכוללת של התיק.

במשך השנה חלה ירידה ריאלית של כ-10 אחוזים בכלל האשראי הבנקאי לטווח קצר, בהמשך לירידה ריאלית של כ-5 אחוזים אשתקד. ירידה זאת היא פרי המדיניות המרסנת, שהופעלה כלפי האשראי החופשי; לעומת זאת המשיך האשראי המוכוון ליצוא לגדול, אם כי בקצב איטי מזה של היצוא עצמו. האשראי לטווח בינוני וארוך ירד בכ-אחוז במונחי השימושים שהוא מממן; ירידה זאת היתה אטית יותר מקצב התפתחות הפעילות הממומנת, וייתכן שהיא סיפקה בעקיפין מימון לפעילויות של הטווח הקצר. חלק ניכר מהאשראי לטווח בינוני ולטווח ארוך הוענק השנה בתנאי הצמדה מלאה או חלקית.

ערך הרכוש הפיננסי הנקי של הציבור עלה ב-1980 בשיעור ריאלי גבוה, של 22 אחוזים². עלייה זאת משקפת את ההשפעה המשולבת של הגידול הרב בנכסים, של ריסון האשראי הבנקאי ושל המשך השחיקה של מצבות האשראי לטווח בינוני ולטווח ארוך. על רקע שיעור האינפלציה הגבוה השנה, הגיעו שיעורי הגידול הנומינליים של המצרפים המוניטריים השונים לרמות גבוהות ביותר. חלק חשוב מגידול זה נובע מהשיעור האוטומטי של מרבית הנכסים שבידי הציבור ושל חלק מהתחייבויותיו. שיעור ההצמדה הפיננסי הגבוה יוצר מצב, שבו מזינה האינפלציה את עצמה, במדה רבה, דרך יצירה אוטומטית של ההתרחבות המוניטרית ההכרחית להתמדתה. עם זאת, ממלאת ההצמדה הפיננסית תפקיד חשוב בהבטחת תפקודם התקין של שוקי הכספים וההון, כתנאי אינפלציה גבוהה ובלתי סדירה. יתר על כן, שיעור ההצמדה הפיננסי איננו מלא, וללא ספק קיים מרחב מספיק לשליטה על שיעור ההתרחבות המוניטרית. ניצולו של מרחב זה חייב כאמור להישען על צמצום הזרמת הנוזלות, הנובעת מעודף הביקוש של הסקטור הציבורי ומהאשראי המוכון.

2. התהליך האינפלציוני, הפעילות הכלכלית וההתפתחויות המוניטריות

במהלך שנות השבעים, היה המשק הישראלי נתון בתהליך אינפלציוני מהיר, שהלך והתעצם עם הזמן. תהליך זה היה קשור בקשר הדוק, אם כי לא תמיד סדיר, עם ההתפתחויות המוניטריות:

(א) מחד גיסא, אין לתאר את התמשכותו של התהליך האינפלציוני במשך תקופה כה ארוכה, ובקצבים כה גבוהים – ללא הזנת נזילות מתאימה דרך ההתרחבות המוניטרית הנומינלית. בתקופות מסוימות, איפשרו ההתפתחויות המוניטריות את מימושם של דחפים אינפלציוניים, שמקורם בהתאמות מחירים יחסיים ומסוי, ואילו בתקופות אחרות – שימשו כגורם מוביל ומניע בהאצת התהליך האינפלציוני.

(ב) מאידך גיסא, הושפעה ההתפתחות המוניטרית עצמה מהתהליך האינפלציוני בשתי דרכים. ראשית, התעצמות הציפיות האינפלציוניות הביאה לשינויים בהרכבי תיקי הנכסים וההתחייבויות של הציבור, ובפרט לצמצום משקל הנכסים הבלתי צמודים, ולהגברת ההזדקקות לאשראי בלתי צמוד, כל עוד לא הותאמו שערי הריבית הנומינליים על אשראי זה לציפיות האינפלציוניות. שנית, עליות המחירים הביאו לשיעור אוטומטי מלא כמעט של הרכיבים הצמודים בתיקים הפיננסיים של הציבור, ולהתאמה נומינלית של חלק חשוב מההזרמות הנובעות מהפעילויות הממשלתיות השונות, מהאשראי לעידוד יצוא והשקעות וכדומה. אופי השינויים, שהתרחשו בהרכב התיקים הפיננסיים של הציבור, נטה להגדיל עם הזמן את שיעור השיעור של התיקים.

את עליית משקלם של הנכסים הצמודים בתיקי הנכסים של הציבור יש לראות כחלק מתהליך רחב יותר של חידוד יצירת הציפיות ושכלול מנגנוני ההתאמה וההתגוננות, המוסדיים והבלתי מוסדיים. תהליך זה, שבא בתגובה לשיעורי האינפלציה הגבוהים, ששררו באמצע העשור, התבטא בשחיקת "הבלמים האינפלציוניים", כלומר, בביטולן של קשיחויות נומינליות שונות הנוטות לייצב את שיעור האינפלציה³. המשק עבר, כמעט במלואו, להחזקת נכסים צמודים,

² אומדני הרכוש הפיננסי הנקי, המובאים בפרק זה לראשונה, הם אומדנים ראשוניים וגולמיים. מכל מקום ברור, שהרכוש הנקי הכולל של הציבור עלה ב-1980 בשיעור הנמוך במדה ניכרת מזה של עליית הרכוש הפיננסי הנקי.

³ כלמים אלה כוללים, בין היתר, גם התאמה אטית של ציפיות אינפלציוניות ושל מחירים שונים, ובפרט של שער החליפין. הם נוטים לייצב את שיעור האינפלציה דרך צירוף של השפעות רכוש, של נזילות ושל הסטת ביקושים (למאזן התשלומים, למשל).

לוח ח"2
אינדקציות להתרחבות מוניטרית, מחירים ופעילות כלכלית, 1978 עד 1980

1980		1979		1978		1980	1979	1978
מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית I			
(אחוזים, מונחים שנתיים)								
165	131	102	63	69	49	148	81	59
222	125	—	—	—	—	176	103	64
24	34	16	13	—	—	29	14	—
20	24	20	8	—	—	22	14	22
11	17	17	9	5	9	14	13	7
111	104	103	—	—	—	107	—	—
367	7	350	57	92	—	122	128	86
151	119	147	80	56	39	133	111	48
2	— 36	— 28	102	—	—	— 17	36	19
108	104	104	103	104	96	106	104	100
103	97	107	109	104	96	100	108	100
136	102	133	134	111	89	119	133	100

1. נכסים כספיים נזילים¹ — העלייה או הירידה (—) במשך התקופה
2. סך כל הנכסים הכספיים² — העלייה או הירידה (—) במשך התקופה
3. זרם רכישת נכסים כספיים נזילים³ במשך התקופה ביחס לנכסים כספיים נזילים בראשית התקופה
4. הורמת נזילות בגין עודף הביקוש של הסקטור הציבורי⁴ במשך התקופה, ביחס לנכסים כספיים נזילים בראשית התקופה
5. הורמת נזילות בגין האשראי מבנק ישראל⁵ במשך התקופה ביחס לנכסים כספיים נזילים בראשית התקופה
6. אשראי בנקאי לזמן קצר⁶ העלייה או הירידה (—) בותרות הממוצעות לעומת התקופה הקודמת
7. זרם אשראי נטו לזמן כינוני וארוך⁷ העלייה או הירידה (—) לעומת התקופה הקודמת
8. מדד המחירים לצרכן — העלייה או הירידה (—) במשך התקופה
9. מחירי דירות — שינוי ריאלי ממוצע

10. תוצר לאומי גולמי
 11. צריכה פרטית והשקעה גולמית
 12. רכישת מוצרים בני קיימא
- (1) כהגדרתם בלוח ח"10 שורה א.
(2) כהגדרתם בלוח ח"10 שורה ו.
(3) כהגדרתם בלוח ח"8 שורה 7.
(4) כהגדרתם בלוח ח"7 שורה 1.
(5) כהגדרתם בלוח ח"8 שורה 2.
(6) כהגדרתו בלוח ח"14. אינו כולל אשראי למימון יבוא דלק.
(7) כהגדרתו בלוח ח"13 שורה 3.

והדבר הביא למצב, שבו עליית המחירים יוצרת חלק גדול מההרחבה המוניטרית הנומינלית, שהיא עצמה הכרחית להמשך התהליך האינפלציוני, ואילו הסקטור הפרטי נמנע מהמס האינפלציוני הנקי על יתרת תביעותיו הבלתי צמודות כלפי הרשויות (ראה לוח ח' 3). בשנים האחרונות, היתה רמת המס האינפלציוני הנקי שלילית⁴.

שורשיו המוניטריים של השלב הנוכחי בתהליך האינפלציוני נעוצים בהתרחבות המוניטרית המהירה, שהתרחשה בשנים 1977 ו-1978. התרחבות זאת נבעה, מצד אחד, מהרפורמה במטבע חוץ ומתנועות ההון שנוצרו בעקבותיה, ומצד שני מהרחבה מהירה של האשראי המוכוון ליצוא. על רקע השינוי בדפוסי ההתאמה בשנים הקודמות, הביאה ההתרחבות המוניטרית המהירה בשנים 1977 ו-1978, בצירוף גורמים נוספים, להגברת הביקוש לנכסים פיסיים, כדירות ומוצרים בני קיימא, להגדלת הפעילות הכלכלית ולהחשה דרמטית של שיעור האינפלציה, מכ-40 אחוזים ב-1977 לכ-110 אחוזים ב-1979.

שלב ההתאוששות המהירה בביקושים הפיסיים ובפעילות היה קצר, ונקטע במהלך שנת 1979. בראשית שנת 1980 חלה ירידה נוספת וחדה בביקושים הריאליים, ואף שאלה התאוששו לאחר מכן במדרת-מה, היתה רמתם השנתית נמוכה מאשר ב-1979. צמצום הביקושים התבטא

לוח ח' 3
אומדן למס האינפלציוני על בסיס הכסף ולסובסידיה האינפלציונית באשראי,
1976 עד 1980
(מיליוני שקלים, מחירי 1976)

מס אינפלציה נטו (5) = (3) - (4)	סך כל הסובסידיה על אשראי לטווח קצר וארוך ³ (בסיס הסובסידיה) (4)	המס ברוטו (3) = (1) × (2)	שיעור המס ² (2)	בסיס הכסף הממוצע (בסיס המס) (1)	
— 551	803	252	0.34	741	1976
— 541	833	292	0.37	789	1977
— 471	768	297	0.43	690	1978
— 786	1,219	433	1.05	412	1979
— 523	880	357	1.19	300	1980

(1) האומדן למס האינפלציוני על בסיס הכסף שבידי הסקטור הפרטי, ולסובסידיה האינפלציונית — הגלומה באשראי לטווח קצר וארוך במטבע ישראלי.

(2) שיעור המס שווה לשיעור עליית המחירים במשך השנה, כניכוי הריבית המשולמת על בסיס הכסף הצר בגין הפקדת נכסים נזילים בבנק ישראל. זהו שיעור השחיקה האינפלציוני של יתרת בסיס הכסף הריאלי במשך השנה.

(3) הסובסידיה הגלומה באשראי לטווח ארוך היא היתרה הריאלית הממוצעת של סך האשראי המסובסד לטווח ארוך (האשראי הבלתי צמוד), שנותנת הממשלה, כפול הפער שבין שיעור עליית המחירים, כתוספת ריבית ריאלית של 4 אחוזים, לבין הריבית המשוקללת על יתרת ההלוואות. הסובסידיה הגלומה באשראי לטווח קצר היא מכפלה של היתרה הריאלית של רכיב ניכיון המשנה באשראי המוכוון במטבע ישראלי, כפער שבין שער הריבית האפקטיבית הממוצעת על אשראי בחח"ד לבין שער ניכיון המשנה על האשראי המוכוון במטבע ישראלי.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה וניכודי בנק ישראל.

⁴ יש להדגיש, שחיסול המס האינפלציוני אין פירושו שהסקטור הציבורי אינו מגייס מקורות מהסקטור הפרטי דרך הרחבת נכסים, אלא שנכסים אלה מתוספים לעושרו של הסקטור הפרטי, בלא שיהיו נתונים לשחיקה אינפלציונית.

במיוחד בירידה חריפה ביבוא, אך גידול התוצר נבלם גם הוא, וזאת תוך כדי עלייה בשיעור האבטלה, שהלכה והחריפה ב-1980. ההאצה בקצב האינפלציה נמשכה עד סוף 1979, והוא התייצב לאחר מכן. במהלך שנת 1980 ובראשית 1981 הגיע שיעור עליית המחירים לקצב שנתי ממוצע של כ-130 אחוזים.

מבחינה מוניטרית ניתן להצביע על מספר גורמים, שפעלו ב-1979 לריסון הביקושים והפעילות, ולהפסקת ההאצה בשיעור האינפלציה: הגידול המהיר ברכישת נכסים פיסיים, שלוהה בעליית מחירים בשווקים המשניים ובשאיבת נזילות דרך ביקושים עתירי יבוא ומס, פעל לתיקון חוסר האיזון הקודם במבנה התיקים הפיננסיים והריאליים. בה בעת התרחשה הרעה בתנאי הסחר של המשק, שפעלה לשאיבת נזילות נוספת דרך מאזן התשלומים. על השפעתם של גורמים אלה נוספה מדיניות האשראי המרסנת, שהפעיל בנק ישראל מהמחצית הראשונה של שנת 1979, ואשר הוחרפה בסוף אותה שנה. השפעתם המשותפת של גורמים אלה התבטאה בירידה ריאלית באשראי הבנקאי ובנכסים הכספיים שבידי הציבור, ובעלייה של שערי הריבית על האשראי החופשי. ערך הנכסים הכספיים הנזילים שבידי הציבור ירד ריאלית במהלך שנת 1979 בכ-14 אחוזים, וירידה זאת הוחרפה בסוף השנה, משהופיעו חששות מפגיעה ממשלתית באיגרות החוב הסחירות. כן ירד ערך כלל תיק הנכסים הכספיים בכ-4 אחוזים. בעקבות ריסון האשראי החופשי, פחת סך האשראי הבנקאי לציבור בכ-5 אחוזים במונחים ריאליים⁵: שערי הריבית הריאליים על האשראי החופשי במטבע חוץ עלו בשיעור ניכר, עם הטלת תוספת ריבית עליו והפעלת מדיניות של ייצוב שער החליפין הריאלי (ראה להלן). שערי הריבית על האשראי החופשי במטבע ישראלי עלו, במונחים נומינליים, מכ-50 אחוזים בסוף 1978 לכ-130 אחוזים בסוף 1979. נראה, שרמתם הריאלית נשארה עדיין נמוכה; עם זאת, הפעילו הבנקים באותה תקופה קיצוב אשראי כלפי לקוחותיהם, כך ש"מחיר הצל" של האשראי לנזקקיו היה גבוה מזה שגבו הבנקים. השפעתו של הכיוון המוניטרי הריאלי, שהתרחש בשנת 1979, ושל גורמים נוספים, שפעלו לריסון הביקושים הפרטיים, התבטאה, כאמור, בעיקר בכלימת השימושים המקומיים והפעילות, בעוד ששיעור האינפלציה המשיך לעלות עד לסוף אותה שנה. התגובה המהירה יותר של השימושים והפעילות משקפת חוסר שכלול בשווקים השונים, ובכלל זה בשוקי גורמי הייצור; חוסר שכלול זה נוטה להביא לקשיחות במהלך המחירים בטווח הקצר. כן ניכרו באותה תקופה גם השפעותיהם של גורמים שפעלו בצד ההיצע (כמו הסכמי שכר, בעלי רכיב נומינלי חשוב, שנחתמו בראשית השנה, התייקרויות בעולם וקיצוץ רב היקף בסובסידיות).

ב-1980 המשיך בנק ישראל במדיניות האשראי המרסנת, ואף החריף אותה לעומת השנה הקודמת. האשראי הבנקאי לציבור עלה במהלך השנה ב-110 אחוזים, ומאחר ששיעור עליית המחירים הגיע ל-133 אחוזים, חלה ירידה של כ-10 אחוזים בערכו הריאלי. שערי הריבית האפקטיביים על האשראי בחו"ד נעו בין 160 ל-200 אחוזים, במונחים נומינליים; במונחים ריאליים, עלתה רמתם של שערים אלה על 10 אחוזים ובתקופות מסוימות אף ל-20 אחוזים. שערי הריבית הריאליים על האשראי החופשי במטבע חוץ נעו גם הם בתחום דומה. אף ששערי הריבית הממוצעים לצרכני האשראי העסקיים היו נמוכים יותר, נראה שהעלות הריאלית של האשראי הבנקאי הגיעה לרמה גבוהה, לפחות בשוליים (ראה סעיף האשראי).

ריכוזו של מאמץ הריסון המוניטרי בתחום האשראי פגע, ככל הנראה, במיוחד במימון העסקי. הסקטור העסקי נשען, במדה רבה, על מימון באמצעות אשראי; הישענות זאת אף גברה בשנים האחרונות, משיקולי מיסוי ומחמת רמתם הריאלית הנמוכה של שערי הריבית על חלק מסוגי האשראי. קשיי המימון, שנוצרו במהלך שנת 1979 וב-1980, הכבידו על מימון תהליך הייצור, ודחפו את הסקטור העסקי לצמצום מלאים. בראשית 1980 נוספה להשפעה זאת גם

⁵ הכוונה לאשראי הבנקאי לציבור, למעט אשראי לדלק ולרשויות מקומיות. ראה סעיף האשראי.

לוח ח'-4
אומדן עלות האשראי הבנקאי החופשי, 1978 עד 1980
(אחווים, במונחים שנתיים)

עלות נומינלית				עלות נומינלית בניכוי אומדן ציפיות לעליית מחירים ²		
עלות אפקטיבית ממוצעת על אשראי בחח"ד ¹	עלות חריגות על אשראי חח"ד	עלות ריבית על אשראי חופשי במט"ח במונחי דולרים	אומדן ציפיות לעליית מחירים ²	עלות אפקטיבית ממוצעת על אשראי בחח"ד ³	עלות חריגות על אשראי חח"ד	ריבית על אשראי חופשי במט"ח ⁴
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1978						
רביע I	49	10	46	2	12	4-
רביע II	49	11	48	1	11	4-
רביע III	49	11	41	6	16	0
רביע IV	52	14	51	1	9	12-
1979						
רביע I	63	14	68	3-	18	19-
רביע II	69	25	80	6-	12	13
רביע III	92	26	99	4-	15	19
רביע IV	132	29	129	1	20	6
1980						
רביע I	171	31	142	12	39	12
רביע II	159	26	133	11	36	7
רביע III	179	24	124	25	54	11
רביע IV	197	29	140	24	49	23

- (1) נתוני הפיקוח על הבנקים: כולל את הרבית התעריפית, דמי הקצאת קו אשראי, העלות ללווה בגין ימי ערך וריבית על חריגות מתקרת האשראי, בהתאם לשכיחות החריגות בפועל.
 (2) עליית מדד המחירים לצרכן הממוצעת ברביע "הנוכחי" וברביע הקודם. היות ועליית מחירים ממוצעת זו אינה משקפת, בהכרח, את הציפיות האינפלציוניות בכל נקודת זמן, יש לראות בריבית המובא כאן (טור (5)) אינדיקציה בלבד לריבית הראלית, שהציבור רואה לפניו (ראה סעיף האשראי).
 (3) העלות הנומינלית (טור 1). בניכוי אומדן ציפיות לעליית מחירים (טור 4). עלות האשראי בשנת 1979 אינה מבטאת את מלוא מחירו באותה שנה, מחמת קיצוב אשראי ניכר.
 (4) הריבית על האשראי החופשי במט"ח במונחי דולרים (טור 3), בתוספת העלייה הממוצעת בשער החליפין ברביע "הנוכחי" וברביע הקודם, ובניכוי אומדן ציפיות לעליית מחירים (טור 4).

ירידה חדה בצריכה הפרטית, שהונעה, במדה רבה, על-ידי הצעדים הפיסקליים שנקטו בסוף השנה הקודמת, ועל-ידי ציפיות להפעלתה העקבית של מדיניות מרסנת כוללת. שתפגע בהכנסות הריאליות ובתעסוקה. על רקע הציפיות לקיום רמת פעילות ממותנת, נפגע גם הביקוש להשקעות. נראה, שביקוש זה הושפע גם מהמעבר ההדרגתי לשיעור הצמדה גבוה יותר של האשראי לפיתוח, ומאי הבהירות כאשר ליישום המלצות הוועדה שעסקה בנושא הרפורמה במסוי.

צמצום הביקושים הריאליים התרכז בעיקרו במוצרים עתירי יכוא ובמוצרים עתירי מס, כמו מלאים, ציוד ומוצרים בני קיימא. בכך הניע תהליך, הסותר את ההשפעה המכווצת של ריסון האשראי על הנכסים הכספיים שבידי הציבור. הירידה הריאלית בתקבולי המסים, שלא לוותה בצמצום מקביל של הוצאות הסקטור הציבורי, הביאה להגדלת הזרמת הנוזלות, דרך התשלומים הנוכעים מעודף הביקוש של הסקטור הציבורי.⁶ במקביל, פחתה ריאלית ספיגת הנוזלות דרך רכישות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי למימון מאזן התשלומים שלו. תהליך זה, שהחל כבר במחצית השנייה של 1979, איפשר לציבור לשקם בהדרגה את תיק נכסיו הכספיים, וזאת חרף הריסון הנמשך באשראי. על רקע הירידה החדה בנכסיו הכספיים הנוזלים בשנת 1979, ועל רקע ציפיותיו הפסימיות ביחס לרמת הפעילות, ההכנסה והתעסוקה, נמנע הציבור מלנצל לאלתר תוספת נוזלות זאת להרחבה חוזרת של ביקושו. במחצית הראשונה של 1980 הגדיל הציבור את נכסיו הכספיים הנוזלים ב-2 אחוזים. במקביל, הגביר בשיעור רב יותר את ביקושו לנכסים כספיים אחרים והעלה את ערכם הריאלי הכולל של נכסיו הכספיים ב-6 אחוזים.

בתקופה זו פנה הציבור, בין היתר, לשוק ניירות הערך, וגרם לעליות שערם, שהביאו להיווצרות ציפיות, המצדיקות את עצמן. התפתחות זאת הגבירה את כוח המשיכה של נכסים כספיים, בהשוואה לזה של מוצרים ושל פעילות ריאלית. לקראת אמצע השנה גבר גם הביקוש לאיגרות חוב, לאחר שנפוגו החששות לפגיעה ממשלטית כהן, ולאחר שהוחל שוב בהנפקת איגרות, הצמודות ב-100 אחוזים למדד. באותו זמן החלה התאוששות בביקושים, על רקע מיצוי תהליך צמצום המלאים והתרופפות הציפיות להפעלת מדיניות פיסקלית מרסנת. התאוששות זאת לוותה בצמצום ריאלי של רכישת נכסים כספיים מצד הציבור. למרות זאת, נמשכה העלייה הריאלית בנכסים הכספיים שבידי הציבור, וגידול זה נשען במדה גוברת על עליית שערם ריאלית של ניירות הערך. כלל תיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור עלה בכ-12 אחוזים במונחים ריאליים במחצית השנייה, כאשר הגידול בנכסים הכספיים הנוזלים מחיש את עצמו ומגיע ל-5 אחוזים. עם זאת, לא הדביק הגידול הריאלי בנכסים הכספיים הנוזלים במהלך השנה כולה את ירידתו בשנה הקודמת, במוצע שנתי ירד ערכם הריאלי של נכסים אלה ב-6 אחוזים.

נראה, כי העלייה הריאלית בנכסים הכספיים שבידי הציבור לא היתה בין הגורמים המובילים בתהליך ההתאוששות של הביקושים הריאליים והפעילות. להפך: הרחבה זאת היתה פרי של הסטת ביקושים, מהאפיקים הריאליים — לאפיקים הפיננסיים. ההרחבה המוניטרית, שהתרחשה על אף הריסון באשראי, לא הביאה לירידה ריאלית בשערי הריבית על האשראי החופשי; נראה שאלה אף המשיכו לעלות במחצית השנייה של השנה (ראה סעיף האשראי). הסיבה להתפתחות זאת נעוצה, ככל הנראה, בסגמנטציה הקיימת בזמן הקצר בשוקי הכספים, והמקשה במיוחד על העברת אשראי בין משקי בית לבין פירמות, שלא באמצעות מערכות התיווך הפיננסיות. שמירת רמתם הגבוהה של שערי הריבית הריאליים על האשראי החופשי פעלה, ללא ספק, לצמצום ממדי ההתאוששות של הביקושים הריאליים ושל הפעילות הכלכלית.

⁶ המדובר באומדן התשלומים בגין עודף הביקוש של הסקטור הציבורי, כפי שהוא נגזר מהחשבונות הכספיים של יחידותיו השונות. האומדן המתבסס על נתוני החשבונאות הלאומית אינו מצביע על הרחבה ריאלית ב-1980 (ראה פרק הסקטור הציבורי).

מהירות המחזור של פיקדונות עובר ושב ומצרפים מוניטריים, 1977 עד 1980

מהירות המחזור השנתית הממוצעת של מצרפים מוניטריים ביחס לשימושים המקומיים ¹				
סך הנכסים הנוזלים ³ (3)	אמצעי חשלוש, פיקדונות בלתי צמודים ופח"מ (2)	אמצעי חשלוש (1)	מהירות המחזור הממוצעת של פיקדונות עובר ושב בשקלים ²	
2.97	5.58	9.87	34.75	1977
2.80	4.78	12.02	38.38	1978
3.21	5.52	17.20	66.25	1979
3.09	5.10	22.00	105.63	1980

- (1) סך השימושים המקומיים. מחולק בסכום השנתי הממוצע של המצרפים המוניטריים.
 (2) סך כל החיובים כחשבוניות עובר ושב במטבע ישראלי בכנקים. מחולק בסכום השנתי הממוצע של פיקדונות עובר ושב.
 (3) כולל את כל הנכסים המצוינים בטור (2) ועוד איגרות חרץ סחירות שבידי הציבור.
 המקור: מהירות המחזור של פיקדונות עובר ושב – הפיקוח על הבנקים, הסטטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים: אמצעי חשלוש ופיקדונות לא צמודים – לוח ח'א' נכסים צמודים – לוח ח'א2'; השימושים המקומיים (למעט יבוא ביטחוני ישרי) – לוח ב'1'.

ההרחבה המוניטרית, ששיקפה גידול בביקוש הפיננסי ולא הרחבת היצע חיצונית של נזילות, לא לחצה, כנראה, להאצת האינפלציה במשך השנה. עם זאת, היא סייעה לשימור הרמה הקודמת הגבוהה של הציפיות האינפלציוניות, וסיפקה את הנזילות הנדרשת למימוש עליות המחירים, ללא החמרה נוספת של הפגיעה בפעילות. אפשר שבהרחבה המוניטרית, שהתרחשה במהלך השנה היה גלום פוטנציאל להאצה נוספת כשיעור האינפלציה בשלב מאוחר יותר, אך בהערכתו יש להביא בחשבון, שהגידול הרב בנכסים הכספיים ב-1980 התרחש, לאחר שבשנה הקודמת הם התכווצו ריאלית; ועוד: הגידול השנה נשען במדה רבה על היסוד הבלתי יציב של עליית שערים ריאלית בשוקי ניירות הערך.

3. המדיניות המוניטרית⁷

המדיניות המוניטרית של בנק ישראל התרכזה בשנת 1980, כבקודמתה, ברסון גידולו של האשראי הבנקאי לזמן קצר. ככלי עיקרי להשגת מטרה זאת שימשו מכסות תקופתיות, שהוטלו על נפח האשראי החופשי במטבע ישראלי ובמטבע חוץ. מכסות אלה התבססו על יעדי גידול נומינליים רצויים של כלל האשראי הבנקאי (למעט אשראי לדלק וליהלומים) עם התאמה חלקית

⁷ לפירוט נרחב יותר של צעדי המדיניות, ראה "לוח אירועים כלכליים עיקריים בשנת 1980", הנספח לדוח זה.

לתנודות בשיעור האינפלציה⁸. כאמצעים משלימים, הוארכה הוראת תשלום תוספת הריבית על האשראי החופשי במטבע חוץ⁹, והועלו שיעורי הקנסות על גירעונות הנזילות והריבית על הנכסים הנזילים של הבנקים.

בנק ישראל פעל במשך השנה גם להפחתת מימון היתר של היצוא, באמצעות קרנות האשראי ליצוא, על רקע תרומתו הגבוהה של אשראי זה להרחבה המוניטרית¹⁰. כמו כן הותאמו חלקית שערי הריבית על האשראי המוכוון ליצוא לשינויים בשערי הריבית על האשראי החופשי במטבע ישראלי ולשערי הריבית בשוקי המטבע הבינלאומיים. רכיב הסבסוד, הגלום באשראי המוכוון ליצוא, נשאר גבוה ובעל משקל חשוב בהבטחת התשואה הריאלית ליצואן. בהקשר זה יש להדגיש את המגבלות הכרוכות בשימוש באשראי המוכוון ככלי מרכזי לעידוד פעילות היצוא: לאשראי זה יש, כאמור, השפעות מוניטריות מרחיבות, ושיטת התמריצים שהוא מפעיל איננה אופטימלית, ומביאה לעיוותים בתחום הקצאת המקורות (ראה פרק ו' "ענפי המשק", סעיף "התעשייה").

התרכוזות של המדיניות המוניטרית בהגבלת האשראי משקפת את המגבלות, הכובלות את הרשות המוניטרית, הנתבעת למלא תפקיד מרכזי במדיניות הדיסאינפלציונית. בישראל לא נתייחד לפעולות בשוק הפתוח באיגרות חוב מממשלתיות תפקיד חשוב ככלי של מדיניות מוניטרית, וזאת מאחר שאיגרות אלה מוצעות לציבור במקור בכמות בלתי מוגבלת בשיעורי תשואה ריאליים לפדיון, הנקבעים בידי הממשלה¹¹. במצב זה ובשיעורי האינפלציה הגבוהים השוררים במשק, הפכו איגרות החוב הממשלתיות תחליף קרוב לכסף. מצב דומה קיים גם בפת"ס. לכאורה ניתן להגביר את הספיגה דרך מכירת מטבע חוץ לציבור לצורכי מאזן התשלומים, אך זאת במחיר של שחיקת שער החליפין הריאלי ופגיעה בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. החל ממאסר 1979 ובמהלך כל שנת 1980, הועדף שימור שער החליפין הריאלי על פני הגברת הספיגה דרך מאזן התשלומים, כחלק מתפישה, המצדיקה שימוש בייסוס ריאלי רק במסגרת מאמץ דיסאינפלציוני מרוכז, הנשען על קשת רחבה של כלי מדיניות.

לנוכח המגבלות, המוטלות על השימוש באמצעי מדיניות אחרים, הופנה אפוא עיקר עוקצה של המדיניות המוניטרית כלפי האשראי החופשי, שבסיסו צר, יחסית. על רקע התחלופה המצומצמת, השוררת בטווח הקצר בין האשראי הבנקאי לבין צינורות מימון אלטרנטיביים, ובפרט על רקע אפשרויות הזרימה הפיננסיות המצומצמות שבין משקי הבית לבין הפירמות¹²,

⁸ מכסות האשראי הבנקאי החופשי נקבעו על סמך יעד ההתפתחות של כלל האשראי הבנקאי לציבור (למעט אשראי לדלק וליהלומים), תוך התחשבות בשיעור הגידול הצפוי של האשראי המוכוון. יעד הגידול של כלל האשראי הבנקאי נקבע ל-5 אחוזים לחודש, כאשר היעד המידי בתחום האינפלציה עמד על 6 אחוזים לחודש. המכסות הוצמדו בחלקן לשער מטבע החוץ. בכך מותנו ההשפעות הריאליות של סטיית שיעור האינפלציה בפועל משיעור היעד שלו, וזאת מבלי לאפשר הסתגלות מלאה לאינפלציה בפועל. על השימוש ביעדים נומינליים במסגרת מדיניות דיסאינפלציונית – ראה גם פרק א'.

⁹ תוספת הריבית הגיעה במרבית חודשי השנה עד ל-12 אחוזים במונחים שנתיים, כבשנת 1979. בנובמבר הורדה רמתה ל-9 אחוזים, בהתחשב ברמתם הגבוהה של שערי הריבית בשוקי המטבע הבינלאומיים. תוספת הריבית והמכסות לא הוטלו על כלל האשראי הקרוי "חופשי" (ראה סעיף האשראי).

¹⁰ במסגרת צעדים אלה, הוחלט על העברת חלק ממימון היצוא לאשראי החופשי. שינוי זה יאפשר ליצואנים למצות את הסבסוד, המובטח להם, בלא שישאבו את כל מכסות האשראי המוצעות להם, ובכך יפעל להפחתת השפעתו המוניטרית המרחיבה של האשראי ליצוא.

¹¹ בנק ישראל יכול אמנם לנהל פעולות בשוק המשי של איגרות החוב, אך השפעותיהן של פעולות כאלה מוגבלות ומתרכזות בעיקר בטווח הקצר. כן הותר לבנק ישראל לשנות בתחום מסוים את שער המכירה של איגרות החוב, אך זאת רק כאמצעי למיתון התנודות בשער המכירה הריאלי במהלך החודש (כאשר ההתאמה למדד נעשית רק פעם בחודש).

¹² מגבלות אלה קשורות, בין היתר, במעורבות הממשלתית הנרחבת בשוק ההון וכמחסומי מס.

התבטא ריסון זה בעלייה חדה של שערי הריבית הריאליים, וזאת תוך פגיעה בפעילות העסקית והשפעות מעוותות בתחום הקצאת המקורות. בשל כך נמנע בנק ישראל מקביעת יעדים דרסטיים יותר בתחום האשראי.

יש לציין, שחלק מההשפעות הנלוות לריסון האשראי הן קצרות טווח. בטווח ארוך יותר, יש לצפות לזרימת מקורות פיננסיים, העוקפת את התיווך הפיננסי הממוסד, אך זאת במחיר של פגיעה ביעילות העברת המקורות ושל הפחתת השליטה של הרשות המוניטרית. מכל מקום נראה, שאין היקפו המצומצם יחסית של האשראי החופשי מספק בסיס למדיניות דיסאינפלציונית יעילה בטווח הארוך יותר. בטווח הארוך חייבת המדיניות הדיסאינפלציונית להישען על צמצום עודף הביקוש של הסקטור הציבורי והזרמת הנזילות דרך האשראי המוכוון. לדרך זאת יתרונות ברורים גם בטווח הקצר, והיא עדיפה מנקודת הראות של היעילות הכלכלית.

בשוק ההון, נמשך בשנת 1980 תהליך המעבר להקצאת האשראי לזמן בינוני וארוך כתנאי הצמדה. ההחלטה העקרונית בדבר המעבר לשיטה החדשה נתקבלה במאי 1979, מתוך הכרה בחוסר היעילות ובשרירותיות של השפעות ההקצאה, הרכוש וחלוקת ההכנסה הנלוות להענקת אשראי כלתי צמוד לטווח ארוך, כתנאי אינפלציה גבוהה ובלתי אחידה¹³. עם זאת יש להדגיש, שלא ניתן למצות את מלוא היתרונות, הגלומים בשיטה החדשה, ללא התאמה של מערכת המסוי לתנאי האינפלציה. על רקע ההשפעות המזיקות המרובות, הנוצרות באי התאמתה של מערכת המסוי לתנאי אינפלציה, הוקדשה בשנת 1980 תשומת לב ציבורית נרחבת להמלצות הוועדה שעסקה בנושא זה, אך טרם הוחל בצעדים ממשיים ליישומם.

בשנת 1980 הוגשו גם המלצות ראשונות של ועדה, שעסקה בפרורמה בשוק ההון. המלצות אלה קראו להפחתת מעורבות הממשלה בתחום הקצאת האשראי לזמן בינוני וארוך, ולניתוק של סבסוד ההשקעות מהענקת האשראי. אימוצן של המלצות אלה, בצד הצמדת ההלוואות, יפעל להגברת היעילות של הקצאת המשאבים לזמן בינוני וארוך, ויצמצם את ההשפעות המוניטריות המרחיבות של מדיניות עידוד ההשקעות.

במהלך השנה נמשכו המאמצים לעידוד החיסכון לטווח בינוני וארוך, עם העלאת שיעורי התשואה הריאליים, ובמיוחד עם קיצור תקופות החיסכון והגמשת תנאיהן; בראשית 1981 אף נתאפשרה הפקדה בתכניות חיסכון לתקופה של שנתיים בלבד. יש להדגיש, שהגדלת החיסכון הפיננסי לטווח בינוני וארוך אינה שקולה בהשפעתה המוניטרית המרסנת לצמצום עודף הביקוש של הסקטור הציבורי, שכן בטווח הקצר היא מנטרלת רק את השפעות הנזילות של הזרמה מסוג זה, ולא את השפעות הרכוש שלה. כתנאים אלה ספק אם מצויים יתרונות בעידוד החיסכון הפיננסי לטווח בינוני, בדרך של קיצור מופלג בתקופת החיסכון, כפרט אם הגדלת הצבירה לטווח בינוני, המושגת בדרך זאת, נוטלת את מקומה של צבירה פיננסית ארוכת טווח, ואינה מחליפה צבירת נכסים כספיים נזילים או רכישת סחורות. כמו כן יש לציין, שמדת רגישותו הכוללת של החיסכון הפיננסי לטווח בינוני ולטווח ארוך לשיעורי התשואה אינה ידועה, כך שיש לשקול את היתרונות שבעידוד החיסכון בדרך זו כנגד הגדלת נטל תשלומי הריבית, הנלווים אליה.

¹³ השפעות אלה מתבטאות בעיקר בסטיות ניכרות של שיעורי הריבית והסבסוד הריאליים מרמותיהם הצפויות, כאשר הרכיב הבלתי צפוי בסבסוד מתבטא ביצירת רווחי הון (או הפסדי הון) שרירותיים, מבחינה חברתית, ובלתי יעילים, מבחינה כלכלית. הסבסוד הבלתי צפוי אינו מעודד את הפעילות המסובסדת, ואי הוודאות ביחס להיקף הסבסוד מפחיתה אף מהיעילות של הסבסוד הצפוי.

א' רכוש הפיננסי של הציבור

הסקטור הפרטי הלא-פיננסי מחזיק בתיק נרחב של נכסים והתחייבויות כספיים, המהווים התחייבויות הדדיות בינו לבין מערכת התיווך הפיננסי, הסקטור הציבורי וחץ לארץ. על פי אומדן ראשוני¹⁴, המובא בלוח ח"6, הגיע בסוף 1980 ערך הנכסים שבתיק זה לכ-219 מיליארד שקלים, ואילו ערך ההתחייבויות שבו נאמד בכ-72 מיליארד שקלים — כך שהרכוש הפיננסי הנקי של הציבור השתווה לפחות לערך התוצר הלאומי השנתי. באותו זמן נאמד חלק מערך הנכסים האחרים של הציבור, הכולל מלוות חובה, דירות מגורים, בניינים וציוד ומוצרים בני קיימא, בקירוב¹⁵ בכ-430 מיליארד שקלים.

בשנת 1980 הואץ שוב הגידול הריאלי ברכושו הפיננסי הנקי של הציבור והגיע ל-22 אחוזים, לאחר שהואט אשתקד. אגב כך, עלה גם שיעור הגידול הריאלי בכלל רכושו של הציבור, כפי שהוא נמדד כאן, תוך עלייה נוספת במשקלו של הרכוש הפיננסי בכלל הרכוש. מגמת הגידול הריאלי ברכושו הפיננסי הנקי של הציבור משקפת, בעיקרה, עלייה נמשכת בתביעותיו הנקיות של הציבור כלפי הסקטור הציבורי. עלייה זאת נובעת, מצד אחד, מהפניית חלק גדול מחסונו השוטף של הציבור למימון עודף הביקוש של הסקטור הציבורי, ומצד שני — מרווחי ההון האינפלציוניים, אשר שוחקים ריאלית את ההתחייבויות הבלתי צמודות של הסקטור הפרטי לסקטור הציבורי.

ירידתה של מצבת ההתחייבויות של הציבור לזמן ארוך, בצד גידול ההזדקקות לאשראי לזמן קצר, הביאו בשנים האחרונות לעלייה ניכרת במשקל ההתחייבויות לטווח קצר בכלל התחייבויותיו הפיננסיות של הציבור. כ-1980 נכלמה מגמה זאת, לאחר שממדי השחיקה של מצבת החוב לזמן ארוך עברו את שיאם, ובעקבות המדיניות המרסנת שהופעלה על האשראי לזמן קצר.

התנקזותו של החיסכון הפרטי לאפיק הפיננסי, שביטוי האחר הוא הירידה הנמשכת במשקל הרכוש הפיסי, ובפרט הרכוש היצרני בכלל רכושו של הציבור, הושפעה במדה רבה משיקולי מסוי. עם החשת שיעור האינפלציה, גובר כוח המשיכה של נכסים פיננסיים, בשמש מפלט מפני שחיקה ומסוי אינפלציוניים, וזאת בשל התייחסותה המפלה של מערכת המסוי לרווחים פיננסיים נומינליים ולרווחים נומינליים מפעילות יצרנית¹⁶. הפליה זו הביאה גם לתהליך של הוצאת הון עצמי מהחברות, ולביסוס המימון העסקי על נטילת אשראי במדה גוברת והולכת. לתיפקודה הלקוי של מערכת המסים כתנאי אינפלציה מהירה היו שתי השפעות מזיקות מרכזיות. ראשית, היא פתחה אפשרויות לצמצום משמעותי של תשלומי המס על ידי הסטת מקורות ההכנסה, ובכך היה כדי להגביר את הזרמת הנזילות דרך עודף הביקוש של הסקטור הציבורי, ולהעצים את הלחצים האינפלציוניים. שנית, נפגמו התמריצים להשקעה יצרנית, ונוצרו עיוותים בהחלטות אודות הרכב הפעילות היצרנית והשימוש בתשומות שונות. גורמים אלה פגעו בצמיחה הכלכלית והחמירו גם הם את הלחצים האינפלציוניים.

¹⁴ בפרט אין אומדן זה כולל החזקת מזומן במטבע חוץ, וחכיות פנסיה תקציבית, כך שנראה, שההשטות באומדן הנכסים עולות על אלה, שבאומדן ההתחייבויות. ההגדרות בלוח ח"7 שונות במקצת מאלה שבלוח ח"10 (בפרט בשל יחס שונה למניות).

¹⁵ בפרט אין אומדן זה כולל קרקעות, מלאי חומרי גלם ודברי ערך.

¹⁶ הדברים אמורים לגבי משקי בית ופירמות לא פיננסיות. לעומת זאת יוצרים שיקולי המס של חברות פיננסיות תמריצים להגדלת השקעותיהן במקרקעין.

לוח ח' 6

אומדן הרכוש הפיננסי והאחר של הסקטור הפרטי הלא פיננסי¹, 1978 עד 1980
(מיליוני שקלים, מחירים שוטפים, נתוני סוף שנה)

העלייה או הירידה (—) הריאלית ²			ממוצע					
1980	1979	1978-1976	1980	1979	1978			
15	— 3	16	219,238	81,792	39,948	א. נכסים פיננסיים		
8	— 13	7	59,810	23,843	12,927	1. נכסים נזילים		
72	— 11	45	24,946	6,225	3,300	2. מניות פיננסיות		
0	3	23	60,456	25,879	11,911	3. נכסים לטווח בינוני		
23	4	14	74,026	25,845	11,810	4. נכסים לזמן ארוך		
3	— 3	15	71,543	29,888	14,555	ב. התחייבויות פיננסיות		
6	7	40	47,602	19,283	8,541	1. התחייבויות לזמן קצר		
7	— 4	46	21,118	8,468	4,183	א. אשראי חופשי במט"י ובמט"ח		
4	5	34	20,059	8,284	3,730	ב. אשראי מוכוון במט"י ובמט"ח		
9	90	32	6,425	2,531	628	ג. אשראי ספקים ואשראי ישיר מחו"ל		
— 3	— 17	— 5	23,941	10,605	6,014	2. התחייבויות לזמן ארוך ³		
						א. התחייבויות לזמן ארוך במט"י		
— 11	— 50	— 6	7,622	3,670	3,493	בניכוי רכיב הסובסידיה		
						(רכיב הסובסידיה הגלומה)		
— 33	10	— 9	(9,730)	(6,250)	(2,679)	בהתחייבויות לזמן ארוך)		
						ב. התחייבויות לזמן ארוך במט"ח		
1	31	— 6	15,819	6,697	2,410	(כולל חו"ל)		
22	— 3	16	147,695	51,904	25,393	ג. הרכוש הפיננסי הנקי (א' בניכוי ב')		
2	10	15	431,946	182,245	78,205	ד. רכוש אחר		
— 6	— 6	— 3	21,000	9,620	4,830	1. מילות חובה		
2	11	17	410,946	172,625	73,375	2. נכסים פיזיים ⁴		

(1) בלוח זה (המוצג לראשונה) 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. בנק ישראל, חוץ לארץ ומערכת התיווך הפיננסית. מערכת התיווך הפיננסית כוללת כאן את הבנקים המסחריים, האגודות השיתופיות לחיסכון ולאשראי, הבנקים למשכנתאות, הבנקים להשקעות, מוסדות כספיים החייבים בדיווח, חברות הביטוח, קופות הגמל וקרנות והפנסיה. קבוצה זו מהווה את רוב רובה של מערכת התיווך הפיננסית בישראל. בשל מנבלות 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 התיווך הפיננסית בלוח זה, קיים פער בין הנתונים בלוח זה לבין הנתונים, המופיעים בלוחות האחרים בפרק, המתארים את הנכסים וההתחייבויות של הציבור. לפירוט רחב יותר של הסעיפים הנכללים ראה לוח ח' 3א.

(2) מנוכה כמדר המחירים לצרכן.
(3) סעיף זה כולל תיקון לניירות ערך של הציבור, המוחזקים בידי המתווכים הפיננסיים.
(4) הנכסים הפיסיים כוללים מוצרים בני-קיימא, בניינים למגורים, וכן בניינים ועידוד שבידי פרטות. סעיף זה אמור לכלול גם מלאי מוצרים וחומרי גלם שבידי פרטות ומשקי בית, אך בשלכ זה אין בדיעו נתונים לגבי מלאים אלו.

יש לציין, שנעשו אמנם ניסיונות להעלאת הרווחיות של הפעילות היצרנית באמצעות הסדרי מסוי מיוחדים, כגון הסדר הקילת מלאי. הסדרים אלה תרמו להגברת חשיבותם של שיקולי המס בפעילותם של פירמות יצרניות, וגם אם העלו את התשואה לפעילות יצרנית, לא היו שקולים מבחינת יעילותם הכלכלית להפעלת מערכת מסוי על רווחים ריאליים.

ב. מקורות ההתרחבות המוניטרית
שלושה מקורות עיקריים לשינויים¹⁷ במצבת הנכסים וההתחייבויות הכספיים (ראה לוח ח-7) של הציבור:

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 בפירעונן 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 למצוא ביטוי נמדד בשוק (כגון ניירות ערך סחירים), אך הם כוללים גם שינוי הערכה של תשלומים עתידיים, שאין להם ביטוי נמדד ישיר¹⁸.

בשנת 1980 חל גידול ריאלי משמעותי בהזרמת הנזילות, הנובעת מעודף הביקוש של הסקטור הציבורי. היא הגיעה לכ-6 מיליארד שקלים, בהשוואה ל-2 מיליארד שקלים ב-1979 — גידול ריאלי של כ-30 אחוזים, לאחר ירידה ריאלית ניכרת אשתקד. בניגוד לשנת 1979, שבה תרמה סך הפעילות של הסקטור הציבורי הן לספיגה במחצית הראשונה של השנה והן להזרמה במחציתה השנייה, — אופיינה שנת 1980, לכל ארכה, בהרחבת היקף ההזרמות. הדבר נובע מכך שאין הסקטור הציבורי נוטה לשנות משמעותית את משימותיו הריאליות, גם כאשר תקבולי המסים פוחתים ריאלית, וכך גדלה ההזרמה, הנובעת מעודף הביקוש של הסקטור הציבורי. ואכן, בשנת 1980 הואטה הפעילות הכלכלית וקטנו תקבולי המסים בכ-3 אחוזים, לעומת עלייה ריאלית בתשלומים לצריכה, להשקעה ולתשלומי ההעברה של הסקטור הציבורי.

במקביל ירדה הספיגה הריאלית באמצעות רכישות מטבע חוץ, המממנות את החשבון השוטף של הסקטור הפרטי (כולל העברות חד-צדדיות): הספיגה פחתה ריאלית בכ-64 אחוזים, לאחר שעלתה ריאלית בכ-150 אחוזים אשתקד, והגיעה השנה ל-2.9 מיליארד שקלים. התפתחות זאת נובעת הן מהצמצום החד ביבוא האזרחי, המשקף, בין השאר, גם ירידה גדולה במלאי חומרי הגלם (למעט דלק ויהלומים). והן מגידול היצוא, המשקף לפחות בחלקו תשובה לצמצום הביקושים המקומיים, בולטת במיוחד רמת הרכישות הנמוכה למימון הגירעון בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי במחצית הראשונה של השנה, תקופה שבה שרר שפל בפעילות הכלכלית. לקראת סוף השנה, החלה עלייה ברכישות מטבע החוץ, כנראה עקב חידוש המלאים.

¹⁷ קשיים סטטיסטיים שונים אינם מאפשרים סיווג המתאים במלואו להגדרות הכלכליות. קשיים אלה מתבטאים גם בטיב הנתונים ובשאריות בלתי מוסברות.

¹⁸ בלוחות ח' ו-ח' 8' אנו מנסים לאמוד את שינויי ההערכה של ההתחייבויות העתידות הבלתי צמודות של הסקטור הפרטי. לעומת זאת, אין אנו עוסקים בשינויי הערכה של תקבולים עתידיים המובטחים ע"י נכסים צמודים לזמן בינוני וארוך, ומניחים שהציבור מעריך אותם בהתאם לערכם המותאם (כלומר, כהתאם להצטברות ההצמדה והריבית עליהם, אף על פי שאין היא ניתנת למימוש מיידי).

לוח ח"ז
המקורות לשינויים ברכוש הפיננסי של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, 1977 עד 1980
(מיליוני שקל במחירים שוטפים)

1980	1979	1978	1977	
5,975	2,006	1,379	1,288	1. הזרמת נזילות בגין עודף הביקוש של הסקטור הציבורי
2,917	3,463	775	351	2. עודף יבוא סחורות ושירותים של הסקטור הפרטי
10,791	6,418	3,072	1,266	3. זרמי ההתייבויות בין הציבור לבין סקטורים אחרים
(4,919)	(1,800)	(999)	(491)	א. אשראי פיתוח ואחר מהסקטור הציבורי ¹
(3,680)	(1,845)	(1,158)	(607)	ב. אשראי מבנק ישראל ²
(4,404)	(2,065)	(672)	(583)	ג. אשראי ממקורות מקומיים של מערכת התיווך הפיננסית
(— 2,212)	(708)	(243)	(— 415)	ד. זרמי ההתייבויות עם חוץ לארץ נטו ³
— 95	— 430	985	140	4. גורמים אחרים ומקורות בלתי מזוהים ⁴
13,754	4,531	4,661	2,343	5. רכישת נכסים בידי הציבור ((4)+(3)+(2) — (1))
4,796	1,344	665	580	6. שיערוך הנכסים שנרכשו בתקופה ⁵
116,196	35,969	10,814	6,765	7. שיערוך הנכסים הכספיים שבחיק הנכסים ⁵
137,446	41,844	16,140	9,688	8. סך השינוי בנכסים הכספיים שבידי הציבור ((7)+(6)+(5))
30,864	8,915	2,712	3,263	9. שיערוך ההתייבויות של הציבור ⁵
41,655	15,333	5,784	3,529	10. סך השינוי בהתייבויות של הציבור ((9)+(3))
95,791	26,511	10,356	6,159	11. השינוי ברכוש הפיננסי הנקי של הציבור ((10) — (8))

- (1) כולל אשראי ממשלתי נטו לסקטור הפרטי הלא פיננסי, בניכוי גיוס הון לזמן ארוך נטו לרשויות מקומיות ומוסדות לאומיים. (ראה לוח ח"ז-9. סעיפים 6 ו-8).
- (2) כולל אשראי מוכוון במטבע ישראלי ובמטבע חוץ.
- (3) נגזר מהפרש שבין עודף היבוא של הסקטור הפרטי, בניכוי העברות חדר-חדריות לבין הרכישות נטו של מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי.
- (4) כולל גורמים אחרים, שמקורם בחשבונאות רווח והפסד של בנק ישראל, אשראי בנק ישראל למערכת הבנקאות, גורמים שמקורם בעסקאות בניירות ערך ובנדל"ן בין הציבור למתווכים הפיננסיים וכן טעויות והשמטות.
- (5) השיערוך כולל את השינויים במחירי הנכסים וההתייבויות במשך התקופה בגין צבירת הפרשי הצמדה ושער, שינויים במחירי שוק של נכסים סחירים, וכן שינויים בערך ההתייבויות של האשראי לזמן ארוך עקב הסבסוד הגלום בו.

הזרמת הנזילות למשק, דרך עודף הביקוש של הסקטור הציבורי בניכוי הספיגה דרך החשבון השוטף הסתכמה בכ-3 מיליארד שקלים, לעומת ספיגה נטו אשתקד, של כ-1.4 מיליארד שקלים. משמעות התפתחות זו היא הקטנת החיסכון הפיננסי אשתקד, וגידולו השנה. הזרמת הנזילות, דרך פעולותיו של הסקטור הפרטי, עם מערכת התיווך הפיננסי ובאמצעותה, הגיעה ב-1980 לכ-10.8 מיליארד שקלים, לעומת 6.4 מיליארד שקלים ב-1979. במונחים ריאליים זוהי ירידה של שליש, לאחר עלייה של 27 אחוזים בשנה הקודמת. בין הגורמים הבולטים, שהניעו התפתחות זו, יש להזכיר את מדיניות האשראי המרסנת ואת ירידת הביקוש להשקעות, שגררה ירידה בהענקת אשראי לזמן בינוני וארוך. הזרמת הנזילות, הנובעת מהאשראי

לוח ח"8
המקורות לשינויים בערך הנכסים הכספיים הנוזלים, 1979 עד 1980
(מיליוני שקלים)

	1980		1979		1980	1979
	מחצית 2	מחצית 1	מחצית 2	מחצית 1		
1. תרומת הסקטור הציבורי לנכסים הכספיים הנוזלים (הזרמה בסיסית) ¹	3,686	2,450	1,701	-104	6,136	1,597
א. הזרמה של הסקטור הציבורי	2,200	2,716	1,808	-328	4,916	1,480
ב. מכירה נטו של איגרות חוב סחירות לציבור ²	1,486	-266	-107	224	1,220	117
2. אשראי מוכון מבנק ישראל (בעיקר קרנות יצוא)	1,774	1,904	1,309	536	3,680	1,845
3. מכירות או קניות (—) של מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי	-3,008	-2,121	-2,381	-374	-5,129	-2,755
4. גורמים אחרים ³	— 15	272	143	422	257	565
5. ההזרמות נטו לבסיס הנכסים הכספיים הנוזלים [(1)+(2)+(3)+(4)]	2,437	2,507	772	480	4,944	1,252
6. הרחבה הנובעת מהפעילות הבנקאית המקומית ⁴ (7) בניכוי (5)	1,703	1,206	1,238	-233	2,909	1,005
7. רכישת נכסים כספיים נוזלים	4,140	3,713	2,010	247	7,853	2,257
8. הפרשי שערים לפח"מ ואג"ח	17,071	7,833	5,114	2,582	24,904	7,696
מוזה: בגין רכישת בתקופה הגדולה	2,343	273	497	664	2,784	1,528
9. סך השינוי בערך הנכסים הכספיים הנוזלים (7)+(8)	21,211	11,546	7,124	2,829	32,757	9,953

- (1) ההזרמה הנובעת מעודף הביקוש, כפי שהיא מוצגת בלוח ח"9, מתקבלת מתוך תרומת הסקטור הציבורי לנכסים הכספיים הנוזלים, בתוספת פעולות נטו לטווח ארוך בשוק ההון של הסקטור הציבורי.
(2) כולל גם מכירת איגרות חוב רולריות בסכום של כ-300 מיליוני שקלים ב-1980, ולכן אומדן התרומה לנכסים הכספיים הנוזלים מוטה כלפי מעלה.
(3) סעיף זה כולל בעיקר את ההזרמה או הספיגה הנובעת מחשבות רווח והפסד של בנק ישראל, כגון תשלומי וחקבולי רכיבה, וקנסות על גירעונות הנוזלות וכן הלוואה מיוחדת לבנקים.
(4) סעיף זה מתקבל כשאריח.
המקור: לוחות ח"10, ח"א5.

של בנק ישראל (המיועד בעיקרו ליצוא) עלתה מכ-1.8 מיליארד שקלים לכ-3.7 מיליארד שקלים, תוך התייצבות ריאלית¹⁹.

מהתפתחות כלל רכישות מטבע החוץ מצד הסקטור הפרטי וחשכונו השוטף נראה, כי ב-1980 חל יצוא הון פיננסי נטו לחו"ל. האומדן הנגזר לסך כל יצוא ההון ולצבירת מטבע חוץ מורה על יצוא הון של כ-280 מיליון דולר. אין בידינו אומדן לצבירת שטרי כסף זרים, אך נראה שהיא היתה גבוהה במיוחד ברביע האחרון של 1979 וברביע הראשון של 1980, בשל חששות מצעדים ממשלתיים בשוק ההון. האומדן הנגזר של יצוא הון פרטי לטווח קצר, הרגיש במיוחד לתנודות שערי הריבית בעולם, מורה על יצוא הון של כ-160 מיליון דולר ב-1980. התפתחות סעיף זה על פני השנה תואמת את השינויים בשערי הריבית הבינלאומיים, כמונחי דולרים²⁰. עיקר יצוא ההון לטווח קצר התרכז ברביע הראשון והאחרון של השנה, שבהם הגיע שער הריבית על הדולר לכ-18 אחוזים.

ראוי להדגיש את מהימנותם הנמוכה של האומדנים לתנועות ההון, הן של הנגזרים והן של מאזן התשלומים²¹: אומדני תנועות ההון הנגזרים מורים על יצוא הון ב-1980, ואילו אומדני מאזן התשלומים מצביעים על יבוא הון, אם כי היקפו היה נמוך מזה של 1979. מגמת ההתפתחות דומה אפוא לפי שני האומדנים.

רכישת הנכסים הכספיים, שנבעה מהזרמת נזילות בגין עודף הביקוש של הסקטור הציבורי, בתוספת זרמי האשראי נטו ובניכוי ספיגת החשבון השוטף של הסקטור הפרטי, הסתכמה ב-1980 בכ-13.8 מיליארד שקלים, לעומת כ-4.5 מיליארד שקלים אשתקד — גידול ריאלי של 32 אחוזים, בהשוואה לירידה ריאלית של כ-45 אחוזים בין 1978 ו-1979. היחס בין הזרמות נקיות אלה לבין הרמה של הנכסים הכספיים בראשית השנה עלה מ-11 אחוזים ב-1979 ל-17 אחוזים ב-1980.

יתרת השינוי בנכסים ובהתחייבויות הכספיים של הציבור הנוקפת, כאמור, להשפעות היקף השיערוך של הנכסים הכספיים עלתה בשנת 1980, הן בשל עליית המחירים הגבוהה יותר, והן בשל העלייה הריאלית במחירי ניירות הערך. שיעור השיערוך של ההתחייבויות גדל גם הוא, וכן גדלה תרומתו לשינוי בערך ההתחייבויות. עם זאת כולטת העובדה, כי היקף השיערוך של ההתחייבויות קטן מזה של הנכסים, וחל גידול מהיר בתיק הפיננסי הנקי²².

מעניין גם לבחון את השינויים בבסיס הנכסים הנזילים וזאת בשל ההשערה, ששינויים בנכסים הנזילים קשורים קשר הדוק בהתפתחות המחירים והפעילות הכלכלית²³ (לוח ח'').

¹⁹ עיקרו של אשראי זה הוא אשראי מוכוון ליצוא. ב-1980 הופחתה ההלוואה המיוחדת שניתנה לבנקים להקלת מצב נזילותם.

²⁰ הסיבה לכך היא, כנראה, שבטווח הקצר אין התאמה מלאה בין תנועות שערי הריבית המקומיים ובין השינויים בעלות המקומית של האשראי מחוץ-לארץ. יש לשים לב, ששערי הריבית כמונחי מטבע חוץ, המופיעים בלוח ח'', כוללים את תוספת הריבית שהטיל בנק ישראל, תוספת ריבית זאת אינה מוטלת על חלק מהאשראי הקרוי חופשי (ובפרט על האשראי לדלק) וכן על תנועות הון אחרות, ובפרט אשראי ספקים.

²¹ שני האומדנים שונים זה מזה במדה ניכרת, וזאת הן בשל הטעויות וההשמטות בסעיפים השונים של מאזן התשלומים והן בשל קשיי סיווג בין פעולות של הסקטור הפרטי ובין פעולות של הסקטור הציבורי.

²² אם העלייה בשערי הריבית הריאליים היתה מלווה בירידת ההערכה של זכויות במסגרות החיסכון לטווח בינוני וארוך, יהיה אומדן זה מוטא כלפי מעלה (ראה הערה 18). בכל מקרה, אין בידינו להעריך את רגישותו של הציבור לשינויים החדים, החלים משנה לשנה בערכו הנקי של התיק הפיננסי, בפרט כשאלה נשענים על הבסיס הבלתי יציב יחסית של שינויים ריאליים בערכי השוק של ניירות הערך.

²³ מזה שנתיים מהווה השינוי בבסיס הנכסים הנזילים (המוסף על בסיס הכסף גם את איגרות החוב והפת"ם שבידי הציבור, ללא רכיב השיערוך) אינדיקטור מרכזי של בנק ישראל להתפתחות המוניטרית במשק הישראלי, במקום בסיס הכסף המסורתי. הדבר נובע מקיומם של היצעים גמישים מאוד הן של איגרות חוב מסחיות והן של פת"ם. על רקע ההאצה הרבה בקצב האינפלציה, מגבירים היצעים גמישים אלה במדה רבה את מידת התחלופה שבין החזקת איגרות חוב ופת"ם לבין החזקת כסף.

לוח ח' 9

הפעולות הפיננסיות של הסקטור הציבורי והאומדן הנגזר של עודף הביקוש, 1978 עד 1980
(מיליוני שקלים, במחירים שוטפים על בסיס זרמי כספים)

1980		1979		1980	1979	1978
מחצית מחצית	מחצית מחצית	מחצית מחצית	מחצית מחצית			
II	I	II	I			
1. הנפקה של איגרות חוב וקבלת פיקדונות						
7,115	3,694	2,181	2,544	10,809	4,725	3,169
של אמסיות מיועדות ואחרות						
2. פדיון איגרות חוב ופירעון						
2,766	2,065	1,263	1,136	4,831	2,399	2,238
אמסיות מיועדות ואחרות						
4,349	1,629	918	1,408	5,978	2,326	931
3. גיוס הון נטו ¹ [(2) - (1)]						
3,678	2,048	1,427	832	5,726	2,259	1,228
4. אשראי ממשלתי לסקטור הפרטי ²						
5. פירעון אשראי ממשלתי בידי						
662	545	286	209	1,207	495	319
הסקטור הפרטי ²						
3,016	1,503	1,141	623	4,519	1,764	909
6. אשראי ממשלתי נטו [(5) - (4)]						
1,333	126	- 223	785	1,459	562	22
7. גיוס מקורות בידי הממשלה [(6) - (3)]						
8. גיוס מקורות בידי רשויות						
- 308	- 92	- 62	26	- 400	- 36	- 90
מקומיות ומוסדות לאומיים ³						
9. סך גיוס המקורות נטו בידי						
1,025	34	- 285	811	1,059	526	- 68
הסקטור הציבורי [(7) + (8)]						
2,200	2,716	1,808	- 328	4,916	1,480	1,447
10. הזרמת הסקטור הציבורי						
11. הזרמת נזילות בגין עודף הביקוש						
3,225	2,750	1,523	483	5,975	2,006	1,379
של הסקטור הציבורי ⁴ [(9) + (10)]						
12. אומדן עודף הביקוש על פי						
החשבונאות הלאומית ⁴						
7,655		3,271		2,299		

- (1) כולל גיוס הון באמצעות איגרות חוב סחירות וגיוס הון באמצעות פיקדונות ואיגרות חוב בלתי סחירות כנגד חיסכון לטווח בינוני וארוך.
 - (2) לא כולל אשראי ופירעונות אשראי עם הרשויות המקומיות.
 - (3) כולל קבלה ומתן אשראי לזמן ארוך בידי הרשויות המקומיות והמוסדות הלאומיים מהסקטור הפרטי. אינו כולל שינויים ביתרות האשראי לטווח קצר של מוסדות אלה.
 - (4) ההבדל בין האומדנים נובע מהכללת מספר סעיפים פיננסיים בעודף הביקוש, לפי הגדרת החשבונאות הלאומית, וכן מהפער שבין ביצוע חשומים, לבין קבלת השירותים.
- המקור: לוח ח' 127 עיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

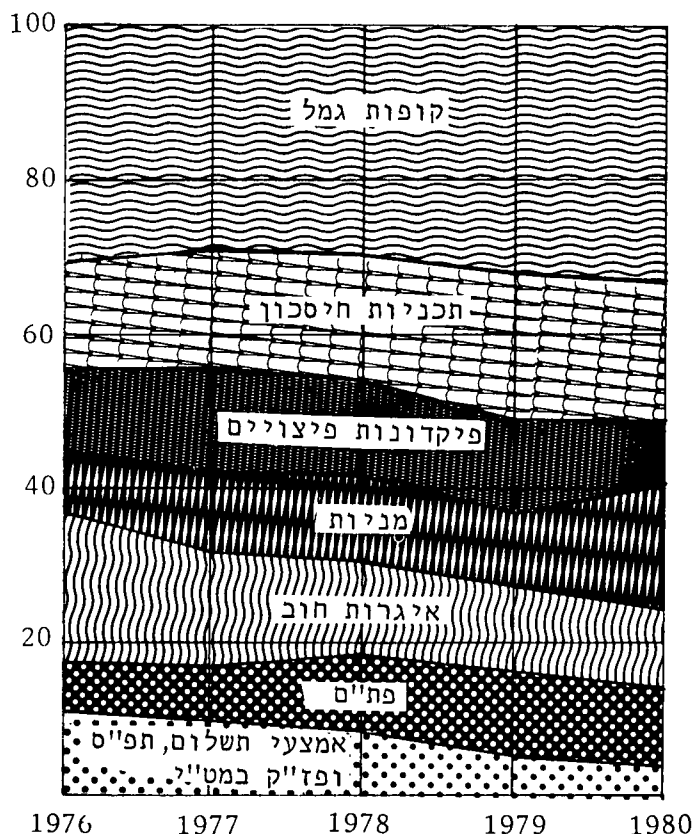
בשנת 1980 חלה התרחבות נומינלית, של למעלה מ-300 אחוזים, בהזרמות לבסיס הנכסים הנזילים, ובמונחים ריאליים עלו הזרמות אלו בכ-71 אחוזים. בניגוד לשנת 1979, שבה התרכזו ההזרמות לבסיס הנכסים הנזילים במחצית השנייה של השנה, אופיינה 1980 בהיקף הזרמות נרחב במשך כל השנה.

5. תיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור

במהלך שנת 1980 הגדיל הציבור את ביקושו לנכסים כספיים, ויתרתם עלתה ב-18 אחוזים ריאליים. בכך נתחדשה מגמת גידול ריאלי בת מספר שנים בתיק זה, שנקטעה אשתקד בירידה של 4 אחוזים.

בכחינת התפתחותו של תיק הנכסים הכספיים בשנים האחרונות, בולטות כמה השפעות מתמידות, ובהן הצירוף של רמת פעילות כלכלית וצמיחה נמוכה, קצבי אינפלציה גבוהים ומערכת מסים שעם האצת האינפלציה, התגלתה כבעלת השפעה מפלה על מכנה התשואות

דיאגרמה ח' 2
הרכב תיק הנכסים הכספיים בידי הציבור, 1976 עד 1980
(אחוזים)



המקור: לוח ח' 10.

לוח ח' 10
הנכסים הכספיים שבידי הציבור¹ 1976 עד 1980

העלייה או הירידה (—) הריאלית ביתרה השנתית הממוצעת לעומת שנה קודמת	העלייה או הירידה (—) הריאלית ביתרות לעומת סוף תקופה קודמת	יתרה לסוף תקופה										המשקל בסך כל הנכסים	
		1980											
		1980											
1980	1979	דצמבר	יוני	הכול	1979	דצמבר	יוני	1979	1978	1977	1976		
סך													
(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(מיליארדי שקלים)	(מיליארדי שקלים)	(מיליארדי שקלים)	(מיליארדי שקלים)	(מיליארדי שקלים)	(מיליארדי שקלים)		
— 6	— 4	5	1	6	— 14	25	33.7	22.1	12.2	7.7	5.3	א. נכסים נזילים	
— 28	— 23	— 8	— 7	— 15	— 38	3	7.0	4.9	3.5	2.7	1.9	1.4	1. אמצעי תשלום
14	17	— 4	9	5	8	10	22.4	14.9	9.2	4.0	1.7	0.7	2. פת"ם
— 11	— 4	21	— 5	15	— 14	10	23.4	12.5	8.8	4.9	3.6	2.8	3. אג"ח בידי הציבור ²
—	—	— 9	— 5	— 15	— 20	1	2.4	1.7	1.2	0.7	0.5	0.3	4. מזה: במט"ח
— 17	— 28	1	20	21	— 37	1	2.2	1.4	0.8	0.6	0.5	0.4	4. פו"ק ותפ"ס
27	— 8	53	27	95	— 18	16	34.9	14.6	7.7	4.4	2.6	1.1	ב. מניות
30	— 1	43	7	53	9	10	23.3	10.5	6.5	2.9	1.7	0.6	מזה: מניות בנקים
5	5	— 2	3	1	3	27	59.8	38.9	25.4	11.6	7.1	3.5	ג. נכסים כספיים לזמן בינוני
— 11	— 6	— 10	— 7	— 16	— 6	9	19.5	13.8	10.0	5.0	3.3	1.5	1. פיקדונות פיצויים
													2. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים
15	14	4	9	12	10	18	40.3	25.1	15.4	6.6	3.8	2.0	ד. נכסים כספיים לזמן ארוך
11	9	17	5	23	3	33	74.0	40.5	25.8	11.8	7.0	4.3	1. קופות גמל
11	9	18	5	24	4	31	68.9	37.3	23.9	10.9	6.4	3.9	2. ביטוח חיים
9	0	2	13	15	0	2	5.1	3.2	1.9	0.9	0.6	0.4	ה. סך כל הנכסים הכספיים
4	3	7	3	10	— 3	84	188.7	113.1	73.3	35.6	21.8	13.0	למעט מניות
6	1	12	5	18	— 4	100	223.6	127.7	81.0	40.0	24.4	14.2	ו. סך כל הנכסים הכספיים מזה:
— 26	— 24	— 6	— 2	— 9	— 38	4	9.2	6.3	4.3	3.3	2.4	1.8	1. אמצעי תשלום ותפ"ס (4א+4א)
7	5	— 7	0	— 7	— 1	20	44.3	30.4	20.4	9.7	5.5	2.5	2. במט"ח (2א+1ג+13א)
— 6	4	4	5	7	0	27	61.3	35.9	22.8	10.8	6.9	4.5	3. צמודים לזמן קצר ובינוני (3א+2ג בניכוי 3א)
5	—	25	9	36	— 13	6	13.7	7.0	4.3	2.4	1.6	0.9	4. בקרנות הנאמנות

- (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 גיסא, ולא הוספו נכסים כספיים שהוחזקו בידי תושבים מקומיים, מאידך גיסא.
ב. המדידה בלוח לוקה בכפילות מסרמת. משום שבנכסים כספיים נמדדו הן ההתייכויות שהנפיקו מוסדות כספיים, והן נכסים כספיים שהחזיקו מוסדות אלה.
(2) סך כל איגרות החוב שלא הונפקו למשקיעים מוסדיים, בניכוי איגרות חוב בחיק בנק ישראל ובנקים, אך כולל איגרות חוב סחירות מהסוג שהונפק לציבור, והוחזקו בידי קופות גמל ומשקיעים מוסדיים אחרים. המקור: לוחות ח' 1א, ח' 2א, ח' 3ב, ח' 18ב, ח' 22ב.

היחסיות שלאחר מס²⁴. גורמים אלה השפיעו לא רק על הגדלת משקל ההחזקה של נכסים כספיים על חשבון נכסים פיסיים, אלא גם על הרכב תיק הנכסים הכספיים. כאן כולטת השפעת האפליה במס שבין הכנסות נומינליות מריבית ומהפרשי הצמדה, לבין הכנסות מועדפות. אפליה זו השפיעה לא רק על המשקל היחסי של הנכסים הצמודים והלא-צמודים, אלא גם הניעה את מערכת הבנקאות לגיוס מקורות דרך שוק המניות, ובכך סייעה להתפתחות שוק המניות.²⁵ נוסף על הגורמים היסודיים האמורים, הושפעה התפתחות תיק הנכסים הכספיים ב-1980, במדה רבה, מגורמים מחזוריים, כחידוש מלאי המוצרים בני הקיימא, בשנתיים הקודמות; הרמה הריאלית הנמוכה של שערי המניות הלא-בנקאיות ואיגרות החוב בסוף השנה הקודמת; החלשת החששות מפגיעה באיגרות החוב, ויותר מכול, כנראה, מרמת הציפיות הנמוכה באשר לפעילות הכלכלית. הציפיות הפסימיות באשר לפעילות הכלכלית הרתיעו את הציבור מהשקעות ריאליות ופעלו, ככל הנראה, גם להגברת הביקוש לנכסים כספיים נזילים יותר. כפרט נרתע הציבור מהשקעות כנכסים כגון דירות, ומחיריהן היחסיים המשיכו לרדת.²⁶

שלוש תופעות עיקריות כלטו בהתפתחותו של תיק הנכסים הכספיים ב-1980:

- א. הביקוש הרב לניירות ערך²⁷, שמשקלם בתיק עלה מ-20 ל-26 אחוזים, ובעיקר למניות;
- ב. גידול ריאלי בנכסים הכספיים הנזילים (שלא קיזו, כאמור, את הירידה הריאלית שחלה בהם אשתקד). נוסף על כך, גדל משקל המניות הבנקאיות, שנוזלותן גבוהה, מחמת הפעולות לייצוב שעריהן, ללא שינוי ריאלי בחיסכון הפיננסי לטווח בינוני וארוך. כנגד זאת יש לציין, שהתנודתיות הגוברת בתשואות הריאליות (ראה לוח ח'-11), פעלה להקטנת נוזלותו של התיק.
- ג. ירידה במשקל הנכסים הנקובים במטבע חוץ, מ-25 אחוזים ל-20 אחוזים מכלל התיק. בשנת 1980 הואטה הירידה הריאלית באמצעי התשלום. כמה סיבות לצמצום הירידה: הפעילות הגבוהה בשוקי ניירות הערך, שריתקה, ככל הנראה, גם אמצעי תשלום; הפסקת ההאצה של התהליך האינפלציוני²⁸, ואולי גם מיצוי התהליך של שימוש בתחליפי כסף לביצוע עסקאות.²⁹ כן השפיע הצמצום בנוזלות הפת"ם, באמצעות הוראות אדמיניסטרטיביות. במקביל גדלו ריאליות הנכסים הכספיים הבלתי צמודים האחרים (פיקדונות לזמן קצוב ובעיקר תפ"ס); כשהורדו שיעורי הנוזלות על נכסים אלה, הגדילו הבנקים את תשואתם הריאלית, גם לאחר מס, אף שזו נותרה עדיין שלילית (ראה לוח ח'-11). הביקוש לתפ"ס גדל גם בשל חובת השקעה מינמלית קטנה יותר, ריאלית, עקב השחיקה האינפלציונית, והקטנת השוונות בתשואתו. בסך כל הנכסים הכספיים הבלתי צמודים הצטמצמה הירידה ל-9 אחוזים ריאלית ב-1980, לעומת 38 אחוזים ב-1979.

²⁴ כגון הפליה בין הכנסות נומינליות חייבות במס, שמקורן בשיעורן מלאים, לבין הכנסות נומינליות חייבות במס מוגבל, או פטורות ממס, מנכסי דלא-נייד, או מרווחים מניירות ערך הרשומים למסחר בבורסה. השלכות מפלות אחרות יש להטבות המס לחוסכים בקופות גמל, הגדלות עם שחיקת מדרגות המס; אפליה בטיפול בהוצאות ריבית, המשמשות למימון החזקת מניות, בהשוואה לאלה המשמשות למימון איגרות חוב.

²⁵ תמריץ נוסף לרמה הגבוהה של ההנפקות הבנקאיות נעוץ בשאיפה להציג יחסי הון משופרים, החשובים בעיקר בעסקאות בינלאומיות.

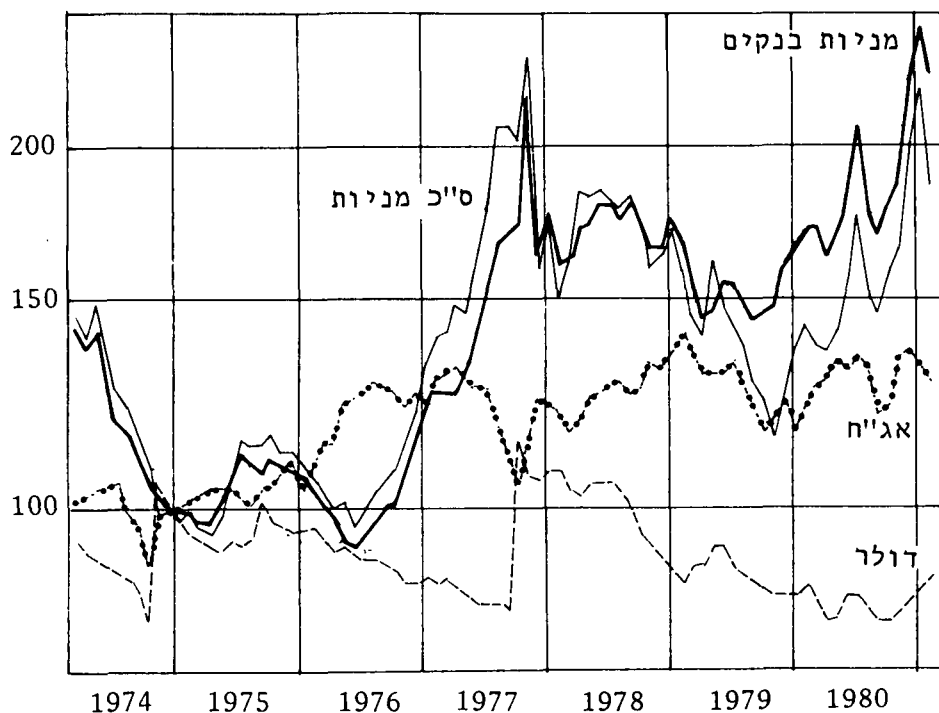
²⁶ מעניין לציין, שאי הוודאות, שהרתיעה את הציבור מרכישת דירות, לא הרתיעה אותו מרכישת מניות, הכרוכה גם היא במדה ניכרת של אי ודאות. נראה, שניתן להסביר תופעה זאת בנזירותו של דירות כנכס מתאים להחזקה לתקופות קצרות יחסית (בשל שיקולי מס והוצאות עסקה) ובאי התחלקותה של ההשקעה בדיר.

²⁷ בפרק זה נדונים ניירות ערך, שהונפקו באמצעות תשקיף (לרבות ניירות ערך של הממשלה ושל הסוכנות היהודית, הפטורים מחובה זו אך רשומים למסחר בבורסה) עם דגש על פעילות הציבור (משקי בית ופירמות לא-פיננסיות). בגלל מגבלות סטטיסטיות, כוללים הנתונים על ההנפקה לציבור גם רכישות או פדיון של ניירות ערך מהסוג שהונפק לציבור מצד גופים פיננסיים.

²⁸ שני גורמים אלה הביאו להתפתחות דומה גם ב-1977.

²⁹ בהקשר זה יש לייחס משמעות של תחליפי כסף גם ליתרות אשראי בלתי מנוצלות על חשבון חח"ד וזכויות משיכת יתר.

דיאגרמה ח' 3
מדד שיעור תשואה ריאלי כולל לנכסים כספיים, 1974 עד 1981
(הבסיס: דצמבר 1974 = 100)



כיוול חצי לגריתמי

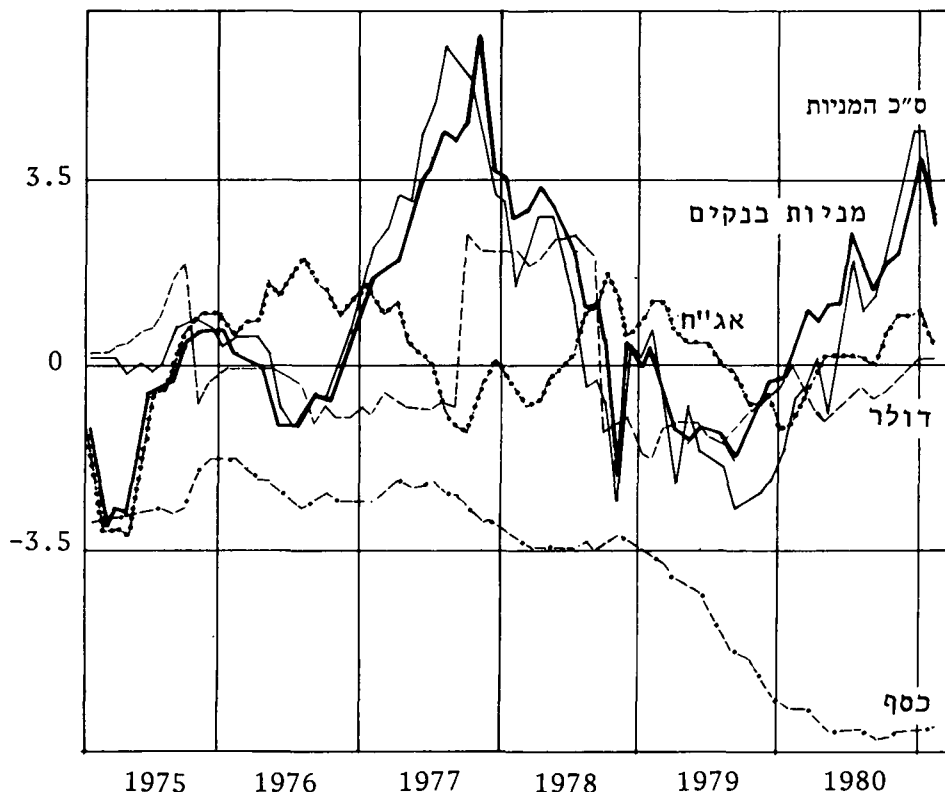
השנה הואט כאמור, גידולו הריאלי של הפת"ם: 5 אחוזים, בהשוואה ל-8 אחוזים אשתקד. הציבור ראה בנכס זה, עם הופעתו לאחר הרפורמה, תחליף מרכזי לכסף, והביקוש לו גדל גם ב-1979, כשהתייצב שער החליפין הריאלי ועקב חששותיו של הציבור מפני שינויים בתנאי איגרות החוב. ב-1980 נאסרה העברת כספים בין חשבונות פת"ם, והוגדלה העמלה על המרה בין מטבעות³⁰; צעדים אלה פגעו בנוזלותו של הפת"ם, והביאו לצמצום ריאלי של יתרות פת"ם עובר ושב. כנגד זאת, נמשך גידול ריאלי מהיר בפת"ם לזמן קצוב, עם עליית שערי הריבית והייסוף הריאלי של הדולר, שבו מושקע רוב הפת"ם.

ביקושו של הציבור לאיגרות חוב גדל ב-1980 ב-15 אחוזים, כמונחים ריאליים, לאחר ירידה שנמשכה מאז 1975. התפנית התרחשה לאחר ירידה נוספת בביקוש במחצית הראשונה, של 5 אחוזים ריאלי, ובמחצית השנייה ניכר גידול ריאלי של 21 אחוזים. השינוי בערך השוק של איגרות החוב התבטא הן בעלייה במחירן, הן בהנפקה נטו, שהיתה גדולה ריאלי פי 3.6 מערכה ב-1979. התאוששות שוק איגרות החוב מהשפל, ששרר בו בסוף 1979, בשל התגברות החששות מפגיעה באיגרות החוב, הסתייעה בהעלאת שיעור ההצמדה, מ-80 ל-100 אחוזים, בחודש יולי, ובגידול בביקוש לקרנות נאמנות, המשקיעות חלק ניכר מנכסיהן באיגרות חוב. הגדלת שיעור ההצמדה העלתה את כוח המשיכה של איגרות החוב, אף שלא היתה כרוכה בשיפור משמעותי בתשואתן. ב-1980 היתה התשואה לאיגרות חוב³¹ גבוהה, וגברה התנודתיות בה. בנק ישראל צמצם את מעורבותו בשוק המשני, והגידול במעורבות משקיעים מוסדיים לא קיזז זאת.

³⁰ כן הוגבלה החזקת פת"ם בידי קרנות הנאמנות. להחזקה עקיפה זאת היה יתרון במסים.

³¹ המונח "תשואה" משמש לתשואה כוללת במשך תקופה נתונה, והמונח "תשואה לפדיון" — לתשואה להחזקה עד הפירעון.

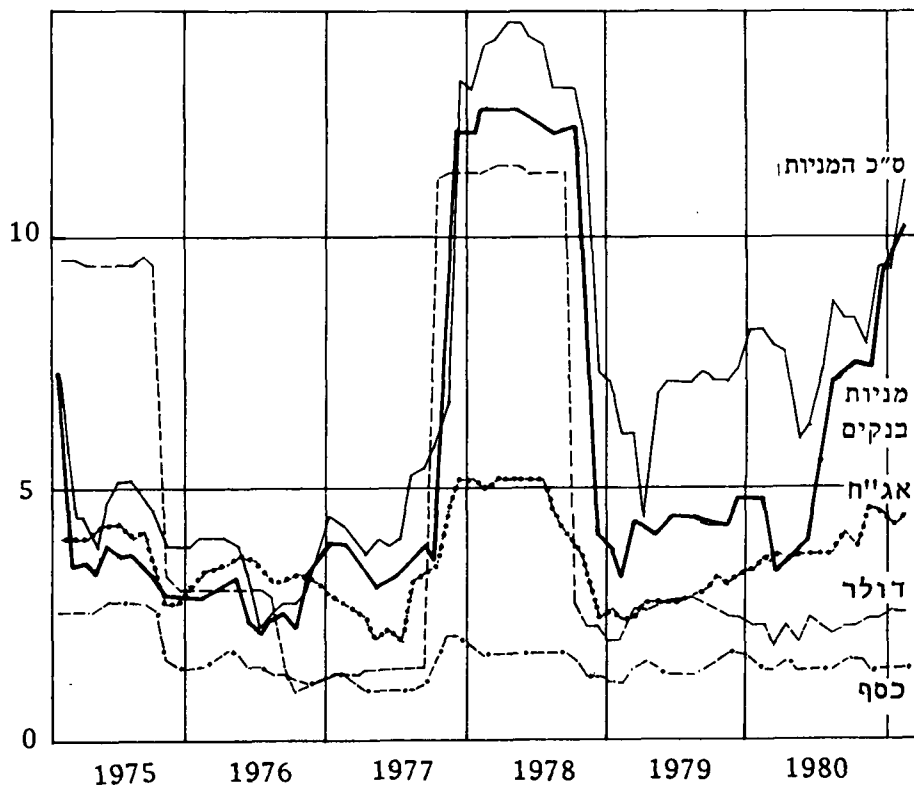
דיאגרמה ח' 4
שיעור תשואה חודשי ממוצע כ-12 חודשים אחרונים, 1975 עד 1981
(אחוזים)



מעורבות המשקיעים המוסדיים גדלה ב-1980, לאחר שאיגרות החוב המונפקות לציבור החלו לשמש כחלק מ"כיסוי" תוכניות החיסכון הבנקאיות, ושל קופות הגמל. ערך המניות כמעט שהוכפל ריאלית במשך 1980, ומשקלן בתיק הגיע בסוף השנה ל-16 אחוזים, לעומת 9 אחוזים בסוף 1977. הגידול השנה נבע הן ממגמת עלייה בסיסית, המסתמנת בביקוש היחסי למניות בשנים האחרונות, והן מתנודה מחזורית. מגמת העלייה במשקל המניות בשנים האחרונות נעוצה ביתרונות מס, בקידום והמרצת המניות הבנקאיות, הנוטלות את חלק הארי בשוק, על ידי הקונצרנים הבנקאיים, ובתחלופה הרבה בין הפת"ם לאיגרות החוב, העולה, כנראה על התחלופה שבין הפת"ם למניות. כן הושפע הביקוש למניות מהחששות החוזרים ונשנים לפגיעה באיגרות החוב. הקונצרנים הבנקאיים מקדמים במישרין את שוק המניות, בשליטתם במנגנונים רבי השפעה של שיווק וייעוץ, וכן בעקיפין, כוויסות שערי המניות העדיפות בעיניהם. בהקטנת התנודות שבתשואות המניות, מגדילים הקונצרנים את הכמות המבוקשת. עם זאת יצוין, שב-1980 לא הצליחו הקונצרנים הבנקאיים למנוע עלייה רבה בתנודתיות בתשואה; התנודתיות שיקפה גלים של ביקוש ספקולטיבי, המצטרף לשוק בעת ציפייה לעליית שערים בזמן הקצר, ופורש ממנו כשציפייה זו נעלמת. אין בידינו הסבר לעיתוי העלייה המחזורית בשערי המניות, שהחלה בסוף 1979, או לשיעורה; אך משהחלה הציפייה לעלייה בשערים — התחולל תהליך, שהצדיק את עצמו: במשך

1980 עלו שערי המניות ב־63 אחוזים, במונחים ריאליים. הגידול בביקוש נבע מציפיה לעלייה מתמדת, ולא מבחינת ערכיהם הכלכליים של המניות, והדבר בולט במניות הבנקים: ספק אם העלייה ברווחיות הבנקים במשך השנה הצדיקה את היקף עליות השערים של מניותיהם.³² בשנת 1980 בלט גידול מהיר בביקושו של הציבור לקרנות נאמנות, המשמשות מכשיר עקיף להחזקת נכסים כספיים, ובעיקר איגרות חוב, מניות ומטבע חוץ. הגורם העיקרי להתפתחות זו הוא הנפקת קרנות נזילות, שתעודותיהן נסחרות ללא הפרש בין מחיר הקנייה לבין מחיר המכירה. קרנות אלה מתאימות גם להחזקה לטווח קצר ביותר, ובכך הן מתחרות בתפ"ס, המחייב השקעה מינימלית גדולה יותר. ובניגוד לתפ"ס, אין התשואה הנומינלית של הקרנות ידועה מראש אך תשואתן הנומינלית פטורה ממס. הגדלת הביקוש לקרנות הנאמנות הושפעה גם ממאמצי השיווק שלהן ומניהולן, שהתבטא בתשואות גבוהות יותר מתשואות בתיקים מקריים, שהרכבם זהה. בסך הכול, גדלה החזקת הנכסים באמצעות קרנות הנאמנות ב־36 אחוזים ריאלי, והנפקתן גדלה פי 6 לעומת 1979.

דיאגרמה ח"י 5
סטיית התקן של התשואה החודשית ב־12 חודשים אחרונים, 1975 עד 1981
(אחוזים)



³² בין הגורמים, שפעלו להעלאת רווחיות הבנקים ב־1980, ניתן להזכיר את הגדלת הפעילות הפיננסית ואת רווחי המכסה על האשראי החופשי במטבע ישראלי.

לוח ח"י-11
תשואה וסטיית תקן לנכסים כספיים, 1978 עד 1980
(אחוזים)

סטיית תקן חודשית			תשואה ריאלית במשך השנה ¹			
1980	1979	1978	1980	1979	1978	
1.5	1.7	1.2	— 57	— 53	— 33	אמצעי תשלום
						תעודות פיקדון סחירות ²
			— 23	— 35	— 12	לפני מס
1.4	1.7	1.3	— 35	— 41	— 19	בניכוי מס במקור
						פיקדון בדולרים (פת"מ)
2.4	2.4	2.3	— 8	— 13	— 18	עובר ושב
2.5	2.4	2.3	0	— 7	— 13	לזמן קצוב
						איגרות חוב צמודות (החזקה ישירה)
4.5	3.2	2.5	10	— 7	7	תשואה במשך השנה
—	—	—	2	2	2	תשואה לפדיון להנפקה במקור
3.4	2.6	—	11	— 7	— 2	קרנות נאמנות מתמחות מדר
						מניות
9.4	7.4	7.3	63	— 25	2	סך הכול
9.1	4.9	4.1	41	— 4	2	מזה: מניות בנקים
4.1	3.5	2.6	— 12	— 4	— 3	פיקדונות פיצויים במדקים גרמניים
			2	1	—	תכניות חיסכון — תשואה לפדיון ³
			4	4	4	קופות גמל — תשואה לפדיון ⁴
			4	— 8	— 2	סך הנכסים הכספיים

(1) תשואה בניכוי מס במקור, אלא אם כן צוין בפירוט — לפני מס.

(2) קיימת שונות גבוהה של התשואה בין לקוחות שונים.

(3) תשואה על הצבירה בתכניות חיסכון במשך השנה.

(4) כהחעלם מהשפעת הקלות כמס הכנסה. השפעת הקלות הללו משתנה בהתאם לשיעור המס השולי ומספר השנים לפדיון המקור: עיבודי בנק ישראל והבורסה לניירות ערך.

הביקוש להחזקת פיקדונות פיצויים פחת ב-1980, עם הירידה בתשואה. הציכור נוהג להחזיק פיקדונות אלה במדק גרמני, ששערו, יחסית לדולר, ירד השנה, ללא פיצוי ריבית הולם. גורם זה, יחד עם ההשפעה הנמשכת של מניעת העברות פיקדונות ליורשים, הביאו לצמצום ביתרות הפיקדונות, בשיעור ריאלי של 16 אחוזים, חרף העלייה בתקבולי הפיצויים. יתרת תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים גדלה ב-1980 בכ-12 אחוזים. הבנקים, המעוניינים בקידומו של אפיק חיסכון זה, השיגו אישור להעלאת התשואה (למעלה מאחוז) ולהגבלת תקופת החיסכון; במקום תכניות חיסכון ל-6 שנים, שהיו נהוגות עד סוף 1979, נפתחה

בחלקה הראשון של 1980 בפני הציבור אפשרות להפקיד גם בתכניות ל-3 שנים ובהמשך השנה ל-4 שנים. כראשית 1981 הותרו, במשך תקופה מוגבלת, תוכניות חיסכון לתקופה בת שנתיים בלבד, ואלה משכו ורכשים רבים.

נכסי הציבור בקופות הגמל גדלו השנה בשיעור ריאלי של כ-24 אחוזים, והגיעו לכ-69 מיליארד שקלים. במקביל למגמת הגידול בצבירת הנכסים הפיננסיים בכללם, גדלה גם הצבירה בקופות התגמולים הבנקאיות, בשיעור ריאלי של כ-13 אחוזים (ראה לוח ח'-17). הצבירה בקרנות ההשתלמות עלתה בשיעור ניכר, בעקבות הגדלה בשיעור ההפרשה של המעביד והצטרפות קבוצות עובדים נוספות להסדרים אלה. לעומת זאת הצבירה בקופות הפנסיה גדלה בשיעור מתון יותר, והיא הושפעה, מצד אחד, מהרחבת ההפרשות, בעקבות המשך המעבר למסגרת פנסיה מקיפה, ומצד שני, מהירידה בשכר הריאלי, המשיכות מקרנות הפיצויים לא השתנו ריאלי.

נכסי הציבור בביטוח החיים הגיעו לכ-5 מיליארד שקלים. הצבירה במסגרת זו פחתה ריאלי בכ-2 אחוזים, כתוצאה מגידול רב במשיכות, המשקף, ככל הנראה, מעבר ממסגרת זו לאפיקי חיסכון אחרים.

6. האשראי לציבור

א. אופיו של האשראי

האשראי לציבור³³ מוענק בשלוש מסגרות עיקריות:

1. אשראי לפעילות מקומית, שמעניקה מערכת הבנקאות המקומית ושלוחותיה בחו"ל בעיקר למימון פעילות בזמן הקצר³⁴.
 2. אשראי מוכוון ליצוא לזמן קצר, הניתן באמצעות מערכת הבנקאות. אשראי זה מיועד למימון השלכים השונים של תהליך היצוא (יבוא, ייצור ומשלוחים), אך חלק ממנו משמש למימון החזקת מלאי יהלומים³⁵.
 3. אשראי לזמן בינוני וארוך, המיועד בעיקרו למימון השקעות בענפי המשק ולמשכנתאות לדיוור פרטי.
- נוסף על חלקם של זרמי הכספים הנקיים, המלווים את תהליך הענקת האשראי, בהיוו הנכסים הכספים שבידי הציבור, ועל משקל האשראי ברכוש הפיננסי הנקי של הציבור, יש

³³ האשראי לציבור הנתון בסעיף זה, כולל אשראי המוענק לטווחי זמן שונים בידי מערכת הבנקאות המסחרית הישראלית ושלוחותיה בחוץ-לארץ מערכת התיווך הפיננסי לזמן בינוני וארוך ("המערכת המוסדית של שוק ההון") ומסגרות משלימות, המעניקות אשראי לזמן בינוני וארוך, בפרט הממשלה, ופיקדונות למתן הלוואות במטבע חוץ. הגדרה זאת אינה כוללת סוגי אשראי מסוימים מחוץ לארץ, זכפרט אשראי ספקים ואשראי המועבר בין יחידות פרטיות לא-פיננסיות.

³⁴ 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. הדיון להלן מתעלם מהאשראי לדלק, אשר נועד לממן את המלאים שהממשלה מחליטה עליהם, ואשר השפעותיו המקומיות כנראה מצומצמות. באופן עקרוני היה מקום לכלול באשראי לציבור אותו חלק מהאשראי לדלק המועבר ללקוחות, ולראות בעודפי המימון של מלאי הדלק פעולה המרחיבה את האשראי לממשלה.

³⁵ בניגוד להחלטות בדבר החזקת מלאי דלק, מתקבלות ההחלטות בתחום החזקת מלאי יהלומים 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.

לוח ח' 12
עלות האשראי וסטיית התקן, 1978 עד 1980
(אחוזים)

עלות ריאלית שנתית ¹								
סטיות תקן חודשית (לפני מס)			בהתחשב בניצול מירבי של הפרשיות במסוי עסקים ²			לפני מס		
1980	1979	1978	1980	1979	1978	1980	1979	1978
1. אשראי בנקאי חופשי לזמן קצר								
1.2	1.2	1.2	- 27	- 36	- 19	19	11 - 3	2
2.4	2.4	2.3	- 31	- 30	- 23	16	9	- 6
2. אשראי מוכון								
1.7	1.6	1.2	- 50	- 49	- 29	- 39	- 45	- 24
2.3	2.4	2.2	- 36	35	- 25	- 3	- 8	- 14
			- 35	- 36	- 24	1	- 10	- 11
3. סך האשראי לזמן קצר ⁴								
4. אשראי לזמן ארוך ⁵								
						- 18	- 32	- 38
א. אשראי מוכון למשכנים								
			- 17	- 30	-	- 6	- 26	-
ב. הלוואות פיתוח לתעשייה								

- (1) כלוח זה מוגדרת עלות ריאלית כעלות נומינלית, בניכוי עליית המחירים בפועל. הגדרה זו שונה מההגדרה כלוח ח' 4, הבנויה על אומדן הציפיות לעליית המחירים.
 (2) בהנחה, שהריבית על אשראי נרשמת כהוצאה לצורך מס הכנסה. שיעור המס הוא 60 אחוזים; והתשובה על השימושים באשראי פטורה ממס. בהלוואות פיתוח מניחים שיעור מס של 30 אחוזים.
 (3) עלות האשראי כחח"ד בשנת 1979 אינה מבטאת את מלוא מחיר האשראי, מחמת קיצוב אשראי ניכר באותה שנה.
 (4) לפי שקלול, המבטא את התפלגות האשראי לתעשייה.
 (5) בהנחה של עליית מחירים שנתית ממוצעת של 80 אחוזים בחקופת ההלוואה. עלות האשראי נאמדה לפי שקלול של ההלוואות הצמודות וההלוואות שאינן צמודות. לפי הניצול בפועל.

לאשראי משמעות כלכלית ייחודית, בשל קשריו ההדוקים עם המימון השוטף של הפעילות היצרנית, מצד אחד, ועם מימון הביקושים להשקעה בבניינים, בציוד ובדירור, מצד שני.³⁶ 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 דרך פעולות הקונברסיה בין אשראי לזמן קצר לבין אשראי לזמן ארוך). כדי לבדוק את כלל הנזילות העומדת לרשות הסקטורים השונים, הדרך העדיפה הנראית לנו היא דרך סיכום הרמות הממוצעות של האשראי לזמן קצר עם זרמי האשראי הנקיים לזמן בינוני וארוך.³⁷ אינדיקטור זה מורה על צמצום ריאלי של כ-9.2 אחוזים בסך האשראי ב-1980, לעומת התרחבות ריאלית של כ-5.5 ר-19 אחוזים בשנים 1979 ו-1978, בהתאמה. התפתחות זו מעידה על כך, שמצב הנזילות במגזרי המשק השונים ב-1980 היה חמור יותר ב-1980 מאשר בשנתיים הקודמות.

ב. המגמות העיקריות בהתפתחות האשראי

בשנת 1980 בלטה ירידה ריאלית בנפחו של האשראי, לאחר שאשתקד החלה כבר מסתמנת ירידה בקצב גידולו הריאלי. האשראי ממערכת הבנקאות המסחרית לפעילות מקומית וליצוא (בניכוי דלק) עלה, בממוצע שנתי, בשיעור נומינלי של כ-105 אחוזים, ובניכוי מדד מחירי השימושים המקומיים חלה בו ירידה ריאלית של כ-11 אחוזים, לאחר שב-1979 גדל באחוז אחד. זרמי האשראי הנקיים לזמן ארוך גדלו ב-122 אחוזים, ובניכוי עליות המחירים של רכיבי של אשראי זה הוא ירד ריאלית בכ-3 אחוזים, לאחר גידול של 28 אחוזים ב-1979. מדיניות האשראי המרסנת, שנקט בנק ישראל בשנתיים האחרונות, והצמדת ההלוואות לזמן בינוני וארוך, הביאו לעלייה ניכרת של שערי הריבית הריאליים במשק. עלותו הריאלית הממוצעת של האשראי במסגרת חח"ד עלתה מ-2 אחוזים ב-1978 לכ-18 אחוזים ב-1980.³⁸ האשראי החופשי במטבע חוץ התייקר אף בשיעור רב יותר, וכן עלה גם מחירו הריאלי של האשראי המוכוון במטבע חוץ, אף שהיה עדיין שלילי. לעומת זאת ירד מאוד מחירו של האשראי המוכוון במטבע ישראלי. מחירו הריאלי הממוצע של סל האשראי לזמן קצר, שב-1978 היה שלילי (כ-11 אחוזים), התייצב ב-1980 על רמת האפס. כן חלה עלייה בשערי הריבית הריאליים לזמן בינוני וארוך.

מתוך נתוני לוח ח"12 נראה, כי תמונת ההתפתחות בשערי הריבית הריאליים שלאחר מס היתה שונה לחלוטין. יחידות כלכליות, היכולות לנכות מס מתשלומי ריבית המממנים פעילויות חסינות מס, ניצבו ב-1980 בפני רמות ריאליות שליליות של כל שערי הריבית; יתר על כן, רמתם הריאלית של שערי הריבית לאותן יחידות כלכליות אף ירדה מרמה שלילית ממוצעת של 24 אחוזים ב-1978, לרמה שלילית של 36 אחוזים ב-1980. עם זאת יש לציין, שהאפשרות לנכות הוצאות מימון כנגד פעילויות חסינות מס אינה ניתנת למרבית משקי הבית, ולא לפירמות, שאינן נדרשות לשלם מס בשל הפסדים או בשל ריבוי הקלות מס וכדומה. אף שקשה לאמוד את שער

³⁶ אין פירושם של דברים אלה, שחלק מהאשראי איננו גולש, כמישרין או בעקיפין, למימון פעילויות אחרות, ובכללן רכישת נכסים כספיים, מצד משקי בית או פירמות.

³⁷ אחת ההצדקות לצירוף זה נעוצה בעובדה, שניתן לראות את מרבית האשראי לפעילות מקומית וליצוא כאשראי שנחשד תוך שנה, ובכך הוא דומה לזרמי האשראי, נטו, לזמן בינוני וארוך. מכלל זה יוצא האשראי הצמוד לפעילות מקומית.

³⁸ נתונים שנתיים אלה מתייחסים לעלות הריאלית בדעיכו; נראה, שחישוב זה מספק אומדן סביר לרמה הממוצעת לאורך שנה שלמה, אם כי לא לתקופות קצרות יותר (ראה להלן).

לוח ח"י-13
אינדיקטורים עיקריים להתפתחות האשראי, 1977 עד 1980¹

העלייה או הירידה הריאלית ⁴						
1977	1978	1979	1980	1978	1979	1980
			(מיליוני שקלים, מחירים שוטפים)		(אחוזים)	
1. אשראי ממערכת הבנקאות המסחרית למעט דלק — יתרה ממוצעת ²	3,130	6,095	10,937	22,369	19.7	0.6
2. אשראי לזמן בינוני וארוך כרוטו ³	1,569	2,521	4,720	10,152	-4.8	2.1
מזה: האשראי כרוטו למשקי בית	416	656	1,261	2,942	-5.7	-8.1
האשראי כרוטו לסקטור העסקי	1,135	1,817	3,285	6,898	-5.5	4.5
3. האשראי לזמן בינוני וארוך בניכוי פירעונות	689	1,283	2,928	6,511	14.5	27.9
4. אינדיקטור לכלל האשראי ((1)+(3))	3,819	7,378	13,865	28,880	18.7	5.3
						-9.2
						-2.3
						5.0
						-1.0
						-10.9

- (1) לא כולל אשראי לרשויות מקומות ולמוסדות לאומיים.
 (2) אינו כולל את האשראי משלוחות של בנקים ישראליים בחו"ל, בשל העדר נתונים לשנים 1977 ו-1978. הכללתו של האשראי משלוחות בחוץ לארץ בשנים 1979 ו-1980 מורה על ירידה ריאלית של 12 אחוזים באשראי הבנקאי ושל 11 אחוזים באינדיקטור לכלל האשראי, בשנת 1980.
 (3) כולל אשראי, שניתן לעיבוד באמצעות מוסדות לאומיים, אך לא ניתן לסווגו לפי פירוט ענפי (ראה לוח ח"י-10 א').
 (4) סעיפים 1, 4.3 מנוכים לפי מדד השימושים, בניכוי יבוא ביטחוני ישיר, סעיף 2 מנוכה לפי מדדי שימושי האשראי לזמן בינוני וארוך (ראה לוח ח"י-11 א'). המקור: עיבודי בנק ישראל.

הריבית הממוצע ששולם בפועל, בהתחשב בניכוי הוצאות המס נראה, כי שערי הריבית שלפני מס מסמנים שוליים רלבנטיים ליחידות כלכליות רבות.

במהלך התקופה שמאז הפעלת מדיניות האשראי המרסנת (כלומר, מהרביע השני של 1979) השתוותה עלותו הריאלית של האשראי החופשי במטבע חוץ בקירוב לסיכום של שער הריבית הריאלי בחוץ לארץ. במונחי מטבע חוץ, ושל הריבית הנוספת, המוטלת בידי בנק ישראל³⁹: עלות האשראי החופשי הריאלי הממוצע הגיעה בתקופה זו ל-13 אחוזים, והתנודות בה משקפות בעיקר את התנודות בשערי הריבית הריאליים בחוץ לארץ. בחינת התפתחות שערי הריבית הריאליים על האשראי החופשי בחח"ד בתקופה זו מלמדת לכאורה על רמה נמוכה, ששררה במהלך שנת 1979; במחצית הראשונה של 1980 חלה עלייה לכ-12 אחוזים, במונחים שנתיים, ובמחצית השנייה – עלייה נוספת אחוזים לכ-24 אחוזים. נראה, שיש להתייחס בזהירות לתמונה זאת, הן בשל מגבלות האומדן⁴⁰ והן בשל העובדה, שאומדן זה מביא לפערים גדולים ובלתי מוסכרים בין עלות האשראי החופשי במטבע חוץ לבין עלות האשראי החופשי במטבע ישראלי. יש לזכור, שכ-1979 לא שיקפה הריבית הנגבית על אשראי בחח"ד את "מחיר הצל" שלו למשתמש באשראי זה, בשל הפעלת קיצוב לגבי צרכנים. כן ייתכן, שקיימת הטיה כלפי מעלה באומדן הריבית הריאלי במחצית השנייה של 1980, מאחר שבאותה תקופה גברו הציפיות להגברת הפעילות הכלכלית, ואולי גם להחשה נוספת בשיעור האינפלציה.

ג. האשראי לזמן קצר

בדומה לשנת 1979, התרכזה המדיניות המוניטרית של בנק ישראל ב-1980 בריסונו של האשראי הבנקאי המשמש בעיקר לטווח קצר, באמצעות הגבלות כמותיות על התפתחות האשראי החופשי (מדיניות התקרות) ובאמצעות צעדי האטת התרחבותו של האשראי המוכון ליצוא. כתוצאה ממדיניות זו, גדל האשראי הבנקאי לטווח קצר (למעט האשראי למימון יבוא דלק) בשיעור אטי בהרבה מקצב עליית המחירים, והתכווצותו הריאלית היתה כפולה מהתכווצותו ב-1979 (כ-10 וכ-5 אחוזים, בהתאמה).

בחודשים הראשונים של שנת 1980 היתה רמת האשראי המוקפאת נמוכה במדה ניכרת מהתקרות המותרות, אולם ביתרת השנה נוצל האשראי עד לתקרות, ומכאן שהן היו אפקטיביות במרבית חודשי השנה; בתחילת 1981 נרשמו אף חריגות מהתקרות. רישומה של הקפאת האשראי ניכר גם בהתפתחות גירעונות הנזילות של מערכת הבנקאות ב-1980. בשל הגדלת נפח האשראי, מחד גיסא, והזרמות נכבדות הסקטור הציבורי, מאידך גיסא, ירדה רמת הגירעונות הממוצעת בכ-40 אחוזים, בהשוואה ל-1979. עם זאת, לא היתה התפתחות הגירעונות אחידה לאורך השנה, ובחודשים מספר נוצרו גירעונות נמוכים, באחרים התרחב היקפם לכ-400 מיליון שקלים (בחודשים מאי ויוני), ובסוף השנה הגיעו לכ-635 מיליון שקלים. התנודות בגירעונות הנזילות מבטאות, במדה רבה, את מדיניות הוויסות של הבנקים בשוק המניות.

שיטת התקרות, שהיתה נהוגה ב-1980, עודדה את הבנקים להציע ללקוחותיהם אשראי צמוד למדד, שכן הפרשי ההצמדה עליו לא נכללו באשראי המוקפא. גם ללקוח כדאי היה לקחת

³⁹ זאת מאחר שבתקופה זאת הופעלה מדיניות לשמירת שער החליפין הריאלי, המבטיחה ששינוי שער החליפין הנומינלי יתאים להפרש שבין שיעור האינפלציה המקומית לבין האינפלציה בחוץ לארץ.

⁴⁰ שער הריבית הריאלי נאמד כהפרש שבין שער הריבית הנומינלי על אשראי זה לבין האינדיקטור לציפיות האינפלציוניות: אינדיקטור זה נקבע בממוצע בין שיעורי האינפלציה שברביע הנוכחי לבין שיעורם ברביע הקודם. אף שבממוצע נמצא שדרך אומדן זו מוצדקת, אין לראות בה אינדיקטור מושלם, שכן ספק אם היא מתאימה לתנאים של שינויים חדים בקצב האינפלציה ולקיום מידע אחר, המסייע לציבור ביצירת ציפיותיו.

לוח ח' 14
האשראי לציבור ממערכת הבנקאות המסחרית, 1979 עד 1980

העלייה או הירידה (-) לעומת השנה הקודמת							
במשך השנה				בממוצע שנתי		במשך התקופה	
1980		1979		1980		1980	
מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית I
יטרה							
לסוף 1980							
(מיליארדי שקלים)				(א ח ו ז י ם)			
18.2	83	82	82	82	82	83	99
אשראי למימון פעילות מקומית ¹							
מזה:							
8.3	78	103	85	70	87	120	88
אשראי חופשי במטבע ישראלי							
9.5	94	68	80	102	85	32	115
אשראי חופשי במטבע חוץ							
19.7	131	145	148	109	156	143	147
אשראי מוכוון ליצוא							
11.0	140	134	141	128	152	130	138
ליצוא למעט יהלומים							
8.6	120	160	158	85	161	162	159
קרן יהלומים							
37.9	101	110	111	92	111	99	122
סך כל האשראי הבנקאי למעט דלק							
8.9	405	259	388	348	469	358	182
אשראי לדלק							
46.8	117	128	188	103	132	124	132
סך כל האשראי הבנקאי							

(1) הגדרה מתוקנת — כולל הפרשי הצמדה על החלק הצמוד של האשראי התופשי במטבע ישראלי ואשראי משלוחות בחוץ לארץ של המוסדות הבנקאיים. אינו כולל אשראי למימון יבוא דלק. כולל אשראי מוכוון למימון פעילות מקומית בסכום של 0.4 מיליארד שקלים.
ההגדרה בלוח זה שונה מן ההגדרה בפרסומים אחרים של בנק ישראל, וכן בלוח ח' 8א, בכך שהאשראי למימון פעילות מקומית אינו כולל אשראי לרשויות מקומיות ולמוסדות לאומיים.
המקור: לוח ח-8 א: אשראי לרשויות מקומיות לפי דו"ח על חלוקת האשראי לפי ענפי המשק.

אשראי צמוד, שעלותו הריאלית (7.5 אחוזים) היתה נמוכה הן מהעלות הריאלית הצפויה של האשראי הבלתי צמוד והן מזאת של האשראי החופשי במטבע חוץ. כתוצאה מכך גדל ריאלית האשראי החופשי הצמוד למדד בכ-5 אחוזים ב-1980, לעומת התכווצות ריאלית באשראי החופשי הבלתי צמוד ובאשראי החופשי במטבע חוץ. כבשנים הקודמות בלט גם השנה הגידול הריאלי הרב באשראי בקרן היהלומים, במסגרת האשראי המוכון ליצוא. אשראי זה, המהווה כ-45 אחוזים מסך האשראי ליצוא, אינו קשור ישירות להיקף יצוא היהלומים, אלא בעיקר לערך מלאי היהלומים המוחזק בידי הענף. בהתחשב באופיו של אשראי זה, ובעובדה שבתקופות מסוימות נוצרו בו עודפי מימון, שאיפשרו מימון פעילויות פיננסיות, החליט בנק ישראל בסוף 1980 לגרום ירידה הדרגתית של היקף האשראי בקרן זו.

ד. האשראי לטווח ארוך

זרם האשראי לטווח בינוני ולטווח ארוך (ברוטו) הגיע ב-1980 לכ-10 מיליארד שקלים – גידול נומינלי של כ-115 אחוזים. בניכוי השינוי השנתי הממוצע במחירי שימושיו, חלה ירידה ריאלית של כאחוז בערכו של זרם זה, לעומת גידול ריאלי של כ-2 אחוזים אשתקד. התפתחות האשראי לטווח בינוני וארוך הושפעה השנה משילוב של שני גורמים: השינוי המוסדי בתנאי מתן האשראי, והירידה בביקוש להשקעות, מעבר לזו שנבעה מהשינויים בתנאי המימון.

הריבית הריאלית לפני מס, ששילמו מקבלי הלוואות הפיתוח לטווח בינוני ולטווח ארוך, היתה גבוהה באופן משמעותי מזו של אשתקד⁴¹. גם הריבית הריאלית שלאחר מס עלתה כנראה, בשל הקלות מס באמצעות הקילת מלאי וכדומה, המקזזות את הטבת המס, הגלומה בהלוואות הצמודות, לטווח ארוך. התייקרות הריבית נובעת מהצמדת הלוואות הפיתוח, שהוחלט עליה עוד ב-1979, השפעתה על התפתחות אשראי זה הורגשה במהלך 1980: ב-1979 נטלו הלוואות הפיתוח הבלתי צמודות לתעשייה כ-86 אחוזים מסך הלוואות הפיתוח לסקטור זה, בעוד שבשנת 1980 היה משקלן כ-23 אחוזים בלבד.

נוסף על תנאי מתן האשראי שהשתנו, תרם מצב המשק בכללו ובמיוחד ההאטה בפעילות הכלכלית, לצמצום ההשקעות ולהיקף האשראי הנגזר מהן. להאטה התלוותה אי ודאות באשר לכיווני ההתפתחות המשקיות, ואלה הפחיתו את הביקוש להשקעות חדשות. אי הבהירות באשר ליישום השינויים במערכת המסים הקיימת ולעיתוים תרמה תרומה נכבדה לירידת הביקוש להשקעות, שכן יישום המלצות הוועדה, שמונתה לבדיקת נושא זה, עשוי לשנות באופן מהותי את כדאיות ההשקעות.

במקביל, פעלו גורמים מספר להגדלת הביקוש לאשראי הנדון, ובעיקר מדיניות תקרות האשראי החופשי לטווח קצר, שהמריצה מימון ישיר ועקיף של פעילות שוטפת בסקטור העסקי באמצעות אשראי לטווח בינוני ולטווח ארוך, משום שעליו לא הוטלו ההגבלות הכמותיות, שהוטלו על האשראי החופשי לטווח קצר. הדבר מתבטא בעובדה, שהירידה באשראי לטווח בינוני ולטווח ארוך היתה מתונה, במדה ניכרת, מהירידה בהיקף ההשקעות. במגזר החקלאי אף נערך שינוי מוסדי, דהיינו המרת יתרות אשראי לטווח קצר בהלוואות ארוכות טווח, כדי להקל על מצב הנזילות הקשה בסקטור זה.

⁴¹ כך, למשל, היתה בשנת 1980 העלות הריאלית המשוקללת, לפני מס, על הלוואות הפיתוח לתעשייה שלילית בשיעור של כ-6 אחוזים לעומת כ-26 אחוזים בשנת 1979.

קשיי מימונו של ההון החוזר בסקטור העסקי גרמו לפירמות לפנות במישרין לשוק ההון, באמצעות הנפקת איגרות חוב דולריות; היקף הגיוס בדרך זאת הגיע לכ-300 מיליון שקלים. חלק ניכר מהשימושים בהנפקות חדשות אלה נועד לצמצום את יתרות האשראי לטווח קצר.

במהלך השנה גדל האשראי המוכוון, שמעניקה הממשלה למשתכנים, בשיעור ריאלי של כ-33 אחוזים. הסיבה לעלייה ניכרת זו נעוצה, ככל הנראה, בהתרחבות היקף ההלוואות, יחסית למחירי הדיור, שאיפשרה למספר רב יותר של זכאים לממש את זכאותם לרכישת דיור. העובדה, שחלק הולך וגדל מהאשראי המוכוון ניתן בתנאי הצמדה (כ-50 אחוזים בשנת 1980, לעומת כ-15 אחוזים אשתקד), לא הרתיעה את הציבור מלנצל מקורות אלה, בשל תנאי הפירעון הנוחים.

באשראי האחר למשקי בית, הכולל בתוכו בעיקר הלוואות לעמיתים בקופות הגמל, וכן הלוואות מעבידים לעובדים, חלה ירידה של כ-28 אחוזים — בשל עליית שערי הריבית על האשראי מקופות הגמל, ובשל עליית הריבית האפקטיבית על הלוואות ממעבידים לעובדים, הנובעת מהעלאת הריבית התחשיבית לצורכי מס.

חלק II: ההתפתחויות ברכיבי שוק ההון

7. הפעילות הפיננסית של הממשלה

מדת מעורבותה של הממשלה בכל תהליך גיוס ההון לטווח בינוני ולטווח ארוך גדולה מאוד; היא קובעת את שיעורי התשואה לחוסכים, את שערי הריבית ללווים, ואת קניי-המדה למתן אשראי. המעורבות הממשלתית בקביעת תנאי הריבית לגיוס המקורות ולהקצאתם אינה מבטיחה שוויון בין היצע המקורות הפיננסיים, הניזון בעיקר מחסכונות משקי הבית, לבין הביקוש למקורות פיננסיים, המושפע בעיקר מהיקף ההשקעות במשק ומשיעורי המימון. אם נוצר פער בין המקורות לבין השימושים הפיננסיים, משמשת הממשלה כבלם, המווסת זרמים אלה, תוך כדי הרחבת המקורות הנשאבים משוק ההון, או צמצומם.

בשנת 1980 הוגשו המלצות ועדה, הדנה בתיפקודו של שוק ההון, שעיקרן הקטנת המעורבות הממשלתית, ובפרט בשלב הקצאת המקורות הפיננסיים. עוד בשנת 1979 הונח הבסיס לרפורמה זו, עם החלטת הממשלה על הצמדת הלוואות הפיתוח לסקטור העסקי וההלוואות למשקי בית לשיכון. גם אם תישאר מעורבות ממשלתית ניכרת לאחר יישום המלצות אלו, יש בהן כדי להתוות דרך לצמצום העיוותים, שנוצרו בשוק ההון במשך השנים, ולפיתוחו של שוק הון יעיל, תוך כדי צמצום בהיקף פעולותיה של הממשלה בשוק זה.

בשנת 1980 עלה גיוס ההון נטו של הממשלה, באמצעות מכירת איגרות חוב ממשלתיות והפקדות של אמיסיות מיועדות ואחרות, בשיעור ריאלי של כ-11 אחוזים, והגיע לכ-6 מיליארד שקלים (ראה לוח ח' 9). במקביל, חלה עלייה דומה באשראי, בניכוי פירעונות, שהעבירה הממשלה לידי הסקטור הפרטי.

העלייה בגיוס ההון נטו, בניכוי האשראי, איפשרה לממשלה להגדיל את המקורות שהיא שואבת משוק ההון למימון פעולותיה השוטפות, ואלה הגיעו לכ-מיליארד שקלים, לעומת 0.6 מיליארד אשחקד⁴².

8. שוק המניות

כאמור, חזרה הגיאות לשוק המניות: ערך השוק שלהן כמעט שהוכפל במונחים ריאליים, תוך עלייה של 63 אחוזים בשעריהן הריאליים, וגידול רב בהנפקותן. מחזור הפעילות במניות היה קצר מקודמו — שהסתיים בסוף 1977 — וגם טווח התנודות בתשואה ובהנפקה היה קטן יותר (ראה דיאגרמה ח'3 — ולוח ח'15).

שערי המניות החלו עולים בסוף 1979, לאחר שהגיעו לרמה ריאלית נמוכה יחסית (דיאגרמה ח'3). העלייה בשערים נמשכה, ואף הואצה, תוך כדי תהליך ציפיות המצדיקות את עצמן. במגמת השערים ניכרו תנודות חריפות, ובלטו בהן ירידות ריאליות במאס (4.5 אחוזים) ובאוגוסט (14 אחוזים). ירידת הביקוש במאס החלה עם ההכרזה על צעדי מדיניות בפברואר: חובת דיווח על עסקאות במזומן, חובת הגשה של הצהרות הון והגבלות בשוק מטבע החוץ; ייתכן שנתעוררו אז חששות מצעדים נוספים, שיפגעו במניות. ירידת השערים באוגוסט הואצה, לאחר שהבנקים לא תמכו בהם בממדים המבטיחים את ייצובן. בסוף ינואר 1981 החלו שערי המניות יורדים, ובפברואר היו למחזיקי מניות הפסדים ריאליים בשיעור 16 אחוזים. בעקבות תמיכה ניכרת בשוק, נבלמו במאס הירידות הריאליות בשערים, ובאפריל הם עלו ריאלית ב-5.5 אחוזים.

הגיאות בשוק המניות איפשרה להרחיב את ההנפקות החדשות. היקפן גדל ריאלית ב-200 אחוזים לעומת 1979, אך היה נמוך עדיין ב-40 אחוזים מרמתו בשנת הגיאות 1977. גרמו לכך איטיות ההתאמה של היצע המניות להתרחשויות בשוק, והביקוש הקטן של חברות לא-פיננסיות למקור מימון זה, על רקע צמצום השקעותיהן וקיום מקורות אלטרנטיביים נוחים למימון לטווח ארוך. בולטת האפשרות, שניתנה לחברות אלה, להנפיק איגרות חוב דולריות, שבאמצעותן גייסו 60 מיליון דולר. הסקטור הפיננסי, הזקוק להון מניות, שהשפעתו על הביקוש ועל הבורסה גדולה, הגדיל את הנפקתו ב-240 אחוזים, במונחים ריאליים, וזרמו אליו 80 אחוזים מסך כל תמורת ההנפקה ב-1980.

פעילות בעלי עניין גלויים במסחר במניות הבנקים, שנועדה בעיקר לוויסות שערים, גדלה ריאלית ב-1980 בכ-60 אחוזים, ותפסה כ-11 אחוזים ממחזורי העסקות במניות הבנקים. פעילות זו התבטאה בהאטת העלייה בשערי מניות הבנקים בשוק הגואה, ותשואתם הריאלית היתה רק כשליש מתשואת כלל המניות. עם זאת מתברר, שתנודות הביקוש היו אף חזקות מכיוון הוויסות של הקונצרנים הבנקאיים: התנודתיות בשערי מניות הבנקים גדלה מאוד במשך השנה והתקרבה לתנודתיות סך כל המניות.

⁴² ראוי לציין, שאומדן גיוס המקורות בידי הממשלה מתוך החיסכון הפרטי מוטה כלפי מטה, מכיוון שאין הוא כולל את המקורות, שהממשלה מגייסת באמצעות הסדרי הפנסיה התקציבית, הנהוגה בסקטור הציבורי. הכללת רכיב זה היתה מגדילה את המקורות המועברים לממשלה למימון פעולותיה השוטפות בשיעור ניכר, ובמקביל היו גדלות הוצאות הממשלה, בגין הפרשות לפנסיה של עובדי הסקטור הציבורי, בסכום דומה.

לוח ח' 15
ההתפתחויות בשוק ניירות הערך, 1977 עד 1980

1980			1979	1978	1977	
יולי- דצמבר	ינואר- יוני	סך הכול				
א. איגרות חוב						
2.0	-0.4	1.6	0.4	-4.1	-5.6	1. היקף ההנפקה נטו במחירי דצמבר 1980 (מיליארדי שקלים) ¹
2.2	-0.4	1.8	0.5	-2.7	-3.0	מזה: א. לציבור
-0.2	0.0	-0.2	-0.1	-1.4	-2.6	ב. לתכניות החיסכון
4.4	5.7	10.4	-5.7	2.0	-0.8	2. שיעור תשואה ריאלי כולל לצמודי מדר (אחוזים) ²
2.9	2.3	5.2	6.2	4.3	4.8	3. מחזורי עסקאות בבורסה (מיליארדי שקלים, במחירי דצמבר 1980)
18.0	15.5	17.1	9.8	13.4	13.4	4. מהירות המחזור השנתית של העסקאות בבורסה (אחוזים)
ב. מניות (וניירות ערך להמרה)						
1.4	0.7	2.1	0.7	3.3	3.6	1. היקף ההנפקה במחירי דצמבר 1980 (מיליארדי שקל)
300	100	200	-79	-8	300	2. העלייה או הירידה (-) בהנפקה במחירים קבועים, לעומת השנה הקודמת (מונחים שנתיים, אחוזים)
33.3	22.2	62.9	-23.7	3.4	34.7	3. שיעור תשואה ריאלי כולל (אחוזים)
11.4	6.7	18.1	8.0	9.9	11.4	4. מחזורי עסקאות (מיליארדי שקלים, מחירי דצמבר 1980)
28.5	17.7	46.2	23.3	19.5	19.7	(א) בבורסה
74.2	62.5	70.6	37.9	44.8	64.7	(ב) בבורסה ומחוצה לה
5. מהירות המחזור השנתית של העסקאות בבורסה (אחוזים)						
ג. סך כל שוק ניירות הערך						
3.4	0.3	3.7	1.1	-0.8	-2.0	1. סך כל ההנפקות במחירי דצמבר 1980 (מיליארדי שקל) (א)+(ב)
20.3	25.6	22.3	43.7	30.3	29.6	2. משקל המסחר באגרות חוב בסך כל המסחר בבורסה (אחוזים)
26	22	26	20	23	25	3. משקל ניירות הערך בתיק הנכסים הכספיים ³ (סוף תקופה, אחוזים)

- (1) נתון ההנפקה נטו ל-1977, סך הכול והתחלקותו, הוא אומדן, ומהימנותו פתוחה משאר הנתונים. אין בידינו נתונים של תנועה נטו של אג"ח בין הציבור לבין מוסדות פיננסיים. ניכוי המחירים לנחתי 1977 נעשה לממוצע שנתי: לשנים שלאחר מכן - ניכוי המחירים חודשי.
- (2) לפני 1979 - כולל מילות כרייה.
- (3) כמוגדר בלוח ח' 10.
- המקור: הלוחות דלהלן.

בקרב המניות האחרות, שכדרך כלל אינן מווסתות, בלטה התשואה הריאלית לקבוצת המקרקעין, שמניותיה הניבו 179 אחוזים, ויותר מזה של חברות התעשייה, עלייה של 235 אחוזים. מבחינה כלכלית ניתן למצוא צידוק מסוים לעלייה הדיפרנציאלית בשערי המניות השונים בכך, ששררו רמות שערים התחלתיות נמוכות, ובהענקת הקלות מס נרחבות לחברות התעשייה (אף שרווחיותן פחתה, עם ההאטה בפעילות הכלכלית). מניות חברות ההשקעה, ששעריהן ההתחלתיים היו גבוהים יחסית לחברות לא בנקאיות, עלו בשיעור ריאלי נמוך יותר, 69 אחוזים. מחזור הגיאות בבורסה התבטא בעלייה ניכרת במהירות מחזור המניות, עם גידול ניכר בסך כל העסקות בהן, שהיקפן כמעט הוכפל ב-1980.

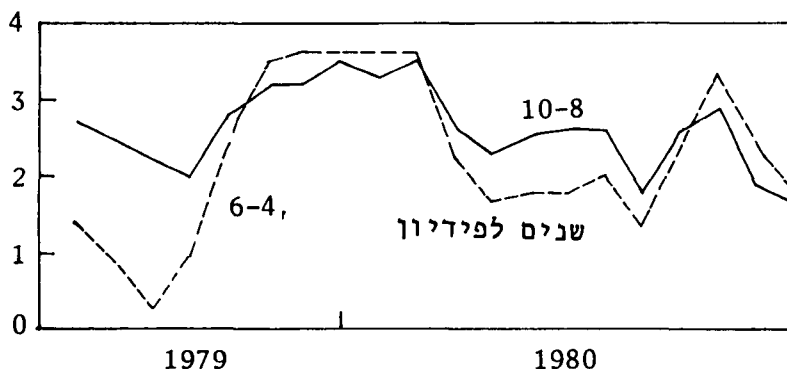
9. שוק איגרות החוב

התפנית בביקוש הציבור לאיגרות חוב השתקפה בגידול ניכר בהנפקה נטו. היקף המסחר בבורסה הצטמצם ריאלית, וככל הנראה היתה הסטת מסחר אל מחוץ לבורסה, כתוצאה מהגברה של מעורבות משקיעים מוסדיים במסחר.

התנודתיות בתשואה הריאלית לאיגרות חוב משקפת שינויים חדים בביקוש הציבור לאיגרות חוב, מצד אחד, וכוחות ויסות של מוסדות ושל בנק ישראל, מצד שני. תנודתיות זו גברה ב-1980 (ראה לוח ח' 11 ודיאגרמה ח' 5). השינויים בוויסות נבעו מהגברת המעורבות המוסדית בשוק איגרות החוב, מהסוג שהונפק לציבור: הבנקים חויבו לקנות איגרות חוב מסוג זה ל"כיסוי" תכנית החיסכון שלהם, ולקופות הגמל הותר ל"התכסות" בהן. בכך נוסף גורם רב עוצמה, היכול למתן תנודות בשערי איגרות החוב.

לעומת זאת, שינה ב-1980 בנק ישראל את אופי מעורבותו במסחר בבורסה: הוא צמצם את היקף עסקותיו בבורסה אפילו נומינלית, וחלקו במסחר ירד מ-16 אחוזים ב-1979 ל-5 אחוזים ב-1980. כן מכר הבנק איגרות חוב מתיקו (נטו) תמורת 0.2 מיליארד שקל ב-1980, לעומת קנייה נטו בגודל דומה בשנה הקודמת.

דיאגרמה ח' 6
שיעורי תשואה ריאליים ממוצעים לפדיון נטו של איגרות חוב צמודות מדד, לפי חודשים, 1979 עד 1980 (אחוזים)



המקור: לוח ח' 15.

במהלך 1980 שונו תנאי ההנפקה של איגרות החוב: הוחל בהנפקות לא ממשלתיות של איגרות חוב נסחרות בדולר, ששער הריבית בהן נע על פני זמן במתואם עם התשואה לפת"ם. בכך מוקטנים סיכוני הון למשקיע באיגרות חוב הנקובות בדולרים, ולחברות יש בהן יתרונות מסוי על פני פת"ם. כן הופסקה ב-1980 הנפקת איגרות ברירה כפולה, בהעדר ביקוש מהציבור. כאמור, הוחל גם בהנפקת איגרת צמודה במלואה למדד המחירים לצרכן, במקום הצמדה בשיעור 80 אחוזים, ללא שינוי מהותי בתשואה נטו⁴³ לציבור. משיקולי מיסוי עדיפה לבנקים. החזקת איגרת חוב שהצמדתה למדד חלקית. לכן פחתה תשואתן לפדיון של איגרות חוב הצמודות חלקית, בהשוואה לאלו הצמודות במלואן.

שיעור התשואה לאיגרות חוב לזמן בינוני דמה ב-1980 לתשואה על איגרות החוב לזמן ארוך, כ-11 אחוזים במונחים ריאליים. התשואה הריאלית לאיגרות חוב לזמן קצר היתה נמוכה מאד, 3.5 — אחוזים עד 0.5. איגרות חוב אלה קרובות בתכונותיהן לנכסים נזילים בלתי צמודים, שהתשואה בהם שלילית, במונחים ריאליים. בחודשים שהיה בהם ביקוש רב במיוחד לאיגרות חוב, אפריל עד אוגוסט, היו מחירי איגרות החוב ל-6-5 שנים (הצמודות במלואן למדד) גבוהים, יחסית, ושיעור תשואתן לפדיון נמוך משל קבוצות אחרות. רמת המחירים הגבוהה של איגרות החוב לזמן בינוני משקף היצע מוגבל של איגרות חוב לטווח זמן זה, בצד גידול בביקוש להן. העלייה הריאלית הרכה בשערי איגרות ה"ברירה הכפולה", 15 אחוזים, נבעה כנראה מגידול בביקוש לתכניות החיסכון הדולריות, ה"מתכסות" בהן, כאשר ההפסקה בהנפקתן הביאה להיצע קשיח שלהן.

10. קרנות הנאמנות

השינוי העיקרי, שחל ב-1980 בביקוש הציבור לתעודות הקרנות, אירע ביולי, עם יצירתן של קרנות מסוג חדש, שתעודותיהן נקנות ונמכרות במחיר, אחד, ללא תוספת תשלום עליו בעת הרכישה. בשעה שהאינפלציה המהירה דוחפת לניהול פיננסי אינטנסיבי של זמן קצר, כדי למנוע שחיקת נכסים, יש לקרנות נזילות אלה כוח משיכה רב: יתרון על השקעה פיננסית ישירה נעוץ באפשרות לפזר את ההשקעה, ולו הקטנה ביותר, על פני קשת רחבה של נכסים, ובמחיר העסקה, הנמוך מזה הכרוך בהשקעה פיננסית ישירה. כך נכנסו הנהלות הקרנות לפעילות שונה מזו שהיתה נהוגה בהן.

ייסודן של הקרנות הנזילות לווה בתנודה חריפה בהנפקה נטו של הקרנות. ביולי ובראשית אוגוסט היתה הנפקתן רכה מאוד, וזו נסתרה בחלקה עם פדיון נטו, בסוף אוגוסט ובספטמבר. נראה, שהפדיון הוא תוצאת תהליך, שבו למד הציבור, שתשואת הקרנות תלויה בתשואת הרכיבים השונים בהשקעת קרנות אלה, והתשואה עשויה אף להיות שלילית בטווח הקצר. משקלן של הקרנות הללו בסך כל נכסי סקטור קרנות הנאמנות היה בסוף דצמבר 12 אחוזים (ירידה של 5 אחוזים לעומת סוף אוגוסט), כמחצית נכסיהן היו צמודי מדד, 40 אחוזים הושקעו במניות ו-10 אחוזים היו קשורים במטבע חוץ.

הרכב תיק נכסי הקרנות (ראה לוח ח' 16) מושפע הן ממדיניות מנהלי הקרנות, המשנים את הרכב תיק הקרן המסוימת, והן מרצון הציבור, המעביר מקורות מקרן לקרן על פי התאמת הרכב השקעותיהן לטעמיו. במהלך 1980 עלה חדרות משקל המניות בתיק הקרנות, מ-12 ל-22 אחוזים, ולעומת זאת ירד משקל הנכסים במטבע חוץ מ-18.4 ל-11.7 אחוזים. השפיעה כאן גם ההוראה

⁴³ התשואה נטו לאיגרת החדשה הצמודה במלואה למדד (1.95 אחוזים). זהה לתשואת איגרת של 80 אחוזים באינפלציה רב-שנתית, ששיעורה הממוצע 72.5 אחוזים.

לוח ח"י 16
פעילות קרנות הנאמנות, 1976 עד 1980
(אחוזים)

הנפקה נטו ¹ (מיליוני שקלים)	השינוי הריאלי בהנפקה נטו	הנפקה נטו מחולקת בנכסי הקרנות בסוף השנה הקודמת	חלק נכסי הקרנות בחיק ניירות ערך הנסחרים במט"י בסוף השנה	הרכב חיק נכסי הקרנות (סוף שנה) ²		
				איגרות חוב במטבע ישראלי	מניות במטבע ישראלי	נכסים הקשורים במטבע חוץ
1976	182	(-) 26	35	68.5	7.5	22.7
1977	218	(-) 11	25	62.4	12.7	24.9
1978	219	(-) 33	14	58.8	15.2	26.0
1979	(-) 49	(-) 112	— 2	69.8	11.5	18.4
1980	2,128	—	42	66.6	21.7	11.7

(1) הנפקה נטו מוגדרת כהנפקת חסודות השתתפות במחירי הנפקה, בניכוי פדיון חסודות השתתפות, במחירי פדיון.

(2) בהרכב זה אין מוצגים מזומנים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

להקטין את משקל הפת"ם בתיק כל קרן, כך שלא יעלה על 10 אחוזים מנכסיה.⁴⁴ משקל איגרות החוב ירד מעט אף הוא, מ-70 ל-67 אחוזים.

התשואה הריאלית לקרנות הנאמנות היתה ב-1980 25.5 אחוזים. מסדר התשואות לקבוצות הקרנות השונות תואמת את התשואה לרכיבים העיקריים: בצד התשואה הגבוהה לקרנות, שמשקל המניות בנכסיהן ניכר, בולטת התנודתיות הרבה של התשואה, כפי שמתבטאת בסטיית התקן של התשואה הריאלית.

נראה, שמשקלן הנכבד של קרנות הנאמנות בשוק ניירות הערך, שהגיע בסוף 1980 ל-23 אחוזים, מכלל ניירות הערך הנסחרים במטבע ישראלי, ויכולתן להשפיע על מגמת השוק, בצד התחרות על השגת תשואה גבוהה יותר, מצדיקות פעולת חיקוק, שתאפשר הגברת הפיקוח על פעילותן.

11. קופות הגמל וחברות הביטוח

בשנת 1980 גדלה צבירת משקי הבית בקופות הגמל בכ-10 אחוזים במונחים ריאליים, לעומת עלייה של 16 אחוזים אשתקד. משקל נכסי קופות הגמל בסך הנכסים הכספיים של הציבור המשיך לעלות, והגיע בסוף 1980 ל-31 אחוזים. גם השנה, כעבר, נמשכה מגמת העלייה במשקל קרנות התגמולים (בפרט בקרנות, שמנהל הסקטור הפיננסי) והן מהוות כ-46 אחוזים מסך נכסי הציבור בקרנות הגמל, לעומת כ-40 אחוזים ב-1977 — ואילו משקל קרנות הפנסיה המשיך לרדת, והגיע בסוף 1980 לכ-37 אחוזים מנכסי הסקטור, לעומת כ-43 אחוזים ב-1977.⁴⁵ פעילותן של קופות הגמל דומה באופיה, במידה מסוימת, לפעילות הכוללת בשוקי הכספים וההון, והשנה גברה מגמה זו: משקל קופות התגמולים הבנקאיות בקרב קופות הגמל עלה, פעילות קופות הגמל בשוק המשני לניירות ערך התרחבה מאוד, לאחר שהוסרו המגבלות על פעילותן באיגרות חוב מהסוג שהונפק לציבור. אפשר גם שגדלה הנזילות בקופות התגמולים, עם התבגרות חשבונות תגמולים.

התרומה העיקרית לגידול הריאלי בצבירה בקרנות הגמל נעוצה בהרחבת הצבירה בקופות התגמולים הפיננסיות, ובמדת מה גם בקרנות ההשתלמות. לעומתן גדלה הצבירה בקרנות הפנסיה בשיעור מתון יותר, והצבירה בקרנות הפיצויים לא גדלה ריאלית (ראה לוח ח'-17). בשנת 1980 התחדש הגידול הריאלי בצבירה בקרנות התגמולים הפיננסיות, לאחר ירידה זמנית ב-1979, בדומה למגמות הצבירה של הציבור במסגרות חיסכון רצוניות. ההתפתחויות בתחום זה מושפעות, כאמור, מהנעשה בשוקי הכספים וההון, ומשינויים בתשואה, הנובעים במדה רבה, מהקלות במסים על הפרשות שוטפות: התקרה המזכה בהקלות המס הוגבהה, והדבר איפשר הגדלת ההפרשות. סיבה אפשרית נוספת שהיתה עלייה במשקל חשבונות התגמולים המתקרבים לבשלותם, דהיינו למועד שבו ניתן למשוך מהם כספים, דבר המגדיל את יכולת ההתאמה של הציבור בתיק הנכסים.

⁴⁴ לו הופעלה תקנה זו בסוף 1979, היה צורך להקטין את תיק הפת"ם של הקרנות בכרבע, אין בכך כדי להצביע בהכרח על מידתהשפעתה של התקנה בשלהי 1980. שכן חיק הפת"ם יכול היה להצטמצם משיקולים אחרים.

⁴⁵ ככל הנראה, קיימת הטיה מסוימת כלפי מטה במשקלן היחסי של קופות הפנסיה בסך נכסי הציבור בקופות הגמל. הטיה זו נובעת מהגירעון האקטוארי הקיים בחלק מהקופות, או במלים אחרות, ממצב שבו ערך ההשקעה של הנכסים בקופות הפנסיה (שעל פיה נמדדים ערך נכסי הציבור) קטן מהערך הנוכחי של זכויות החברים בקופות הפנסיה. הגירעון האקטוארי צומצם במדה ניכרת בשנים האחרונות, בעקבות שינויים בזכויות החברים, מצד אחד, והגדלת התשואה על ההשקעות המוכרות של קופות הפנסיה, מצד שני.

לוח ח' 17
התפתחויות עיקריות בקופות הגמל ובביטוח חיים, 1978 עד 1980

ערך ההתחייבויות לציבור, במחירים קבועים (דצמבר 1980=100)						העלייה או הירידה הריאלית (—) בצבירה נטו ²
1978	1979	1980	1980	1979	1980	1979
(מיליארדי שקלים)						(אחוזים)
מוסדות הגמל						
קן הפנסיה	22.1	22.3	25.8	0.7	76	5
קן תגמולים	23.0	24.6	31.9	2.1	0	10
מזה: בסקטור הפיננסי	17.8	19.9	26.0	1.7	— 7	13
קן פיצויים	5.0	5.2	5.8	0.3	63	— 2
קן השתלמות	1.3	1.2	2.1	0.5	14	26
קרנות אחרות	0.5	0.4	0.4			
סך כל מוסדות הגמל	53.7	55.8	68.9	3.6	16	10
חברות הביטוח						
קן ביטוח חיים ¹	4.6	4.4	5.1	0.6	11	— 5
סך כל מאזן חברות הביטוח	9.9	9.0	9.5			

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

הצבירה בקרנות ההשתלמות גדלה השנה ריאלית בכ-26 אחוזים, כתוצאה מהעלאת שיעור ההפרשה של המעביד, מ-2.5 ל-7.5 אחוזים מהשכר, שהחלה עוד ב-1979, ומהצטרפות קבוצות עובדים נוספים למסגרת זו. החל משנה זו, ניתן למשוך את הכספים שנצברו בתום שש שנים, גם שלא לצורך השתלמות. שינוי זה הופך את הצבירה בקרנות ההשתלמות למסגרת חיסכון רגילה, בדומה לתכניות החיסכון הבנקאיות, אך תנאיה עדיפים, בשל ההקלות במסים ובשל התשואה הגבוהה יותר.

בשנת 1979 חלו בקרנות הפנסיה שינויים מוסדיים ניכרים¹. חלק ניכר מהעובדים בסקטור היצרני עברו מפנסיות יסוד לפנסיה מקיפה, תוך הרחבת הפרשות העובד והמעביד, מ-11 ל-18 אחוזים מהשכר. כמו כן נכללו בשכר רכיבי שכר נוספים, לצורך חישוב הפנסיה. זכויות העובדים בפנסיה מקיפה רחבות יותר מאלו שבפנסיות יסוד, וסביר להניח, שדבר זה יצמצם במדה מסוימת את החיסכון הרצוני של הציבור. השנה חלה עלייה ניכרת במשיכות של הציבור מקרנות הפנסיה, בשיעור ריאלי של כ-14 אחוזים, לעומת כ-3 אחוזים אשתקד.

הצבירה הריאלית נטו בקרנות הפיצויים היתה דומה השנה לשנה הקודמת, לאחר שעלתה ב-1979, בשל ההסכמים הקיבוציים הנזכרים בסקטור היצרני: במסגרתם התחייבו המעבידים להגדיל את ערך קרנות הפיצויים לסכום התחייבויותיהם למקרה של תשלום פיצויים. ראוי לציין, שהמשיכות מקרן הפיצויים לא גדלו השנה בעקבות הרחבת הפיטורים וצמצום כוח העבודה בכמה ממגזרי המשק.

על פי הוראות האוצר, השקיעו קופות הגמל את מרבית מקורותיהם נטו בניירות ערך. השנה היוו ההשקעות כ-84 אחוזים מהצבירה, בדומה לשנה הקודמת. אמנם נדרשת השקעה מוכרת בשיעור 92 אחוזים מהנכסים; אולם בשנים קודמות היתה השקעה עודפת, ולפיכך ניתן היה להפנות השנה פחות מקורות מהצבירה השוטפת לרכישת ניירות ערך, ועדיין לעמוד בדרישות ההשקעה (ראה לוח ח'17ב'). השנה הוסרו ההגבלות על פעילות קופות הגמל בשוק המשני במסחר באגרות חוב סחירות, ופעילותם גברה. רכישות אגרות חוב סחירות נטו הגיעו לכ-0.8 מיליארד שקלים ומניות נמכרו נטו בכ-0.4 מיליארד שקלים. (על השפעות קופות הגמל בשוק המשני – ראה סעיף שוק איגרות החוב). בשנה זו פחתו במדה ניכרת סכומי ההלוואות, שנטלו עמיתים מהקופות; ככל הנראה גרמה לכך ההצמדה למדד של החזר ההלוואות החדשות, שהפחיתה את כמות ההלוואות המבוקשת. ייתכן שפעלו גם המגבלות, שהטיל האוצר על נפח ההלוואות של הקופות. היקפן הרב של איגרות חוב שהגיעו לפדיון, בידי קופות הגמל, הכרוך בהפסד הפרשי הצמדה לחודש אחד, יחד עם האינפלציה הגבוהה השוררת במשק, גרמו הפסדי תשואה מסוימים לקופות. לסקטור כולו היה ההפסד גדול מחצי אחוז, והתחלקת ההפסד בין הקופות השונות לא היתה אחידה.

בשנת 1980 ירדה צבירת הציבור דרך ביטוח חיים כ-5 אחוזים, במונחים ריאליים, לעומת עלייה בשיעור של 11 אחוזים בשנה הקודמת. משקל הצבירה בביטוח חיים בסך כל הצבירה בנכסים כספיים היתה 4.6 אחוזים, ומשקל קרן ביטוח חיים בסך כל הנכסים הכספיים היה, בסוף השנה, 2.3 אחוזים (ראה לוחות ח'6 א ו-ח'10). הירידה בצבירה נבעה הן מירידה בתקבולי פרמיות (בשיעור 2 אחוזים) והן מגידול בתשלומי תביעות מבוטחים (כ-5 אחוזים). ככל הנראה, היה מעבר מסוים של הציבור למסגרות חילופיות של חיסכון לטווח ארוך: כך פחת רכיב החיסכון שבצבירה בביטוח חיים, וגדל הרכיב הביטוחי.

בביטוח הכללי גדלו תקבולי הפרמיות בכ-123 אחוזים. גידול זה מבטא עלייה מתונה בתקבולים בגין ביטוח רכב בשיעור של 95 אחוזים, ועלייה מהירה בהרבה, 141 אחוזים, בביטוחים אחרים. הגידול בתקבולי הפרמיה בגין ביטוח רכב משקף עליית מחירי הרכב בשיעור 23 אחוזים גידול מצבת כלי הרכב בכ-5 אחוזים, וגידול ריאלי בתעריפי ביטוח הרכב.

לוח ח"א'
אמצעי תשלום ופיקדונות בלתי צמודים של הציבור במטבע מקומי, 1978 עד 1980
(יתרות, מיליוני שקלים)

סך הכול	פיקדונות בלתי צמודים				אמצעי תשלום			
					נתונים מקוריים		בניכוי עונתיות	
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)	סך הכול (4)	סך הכול (1)+(2) =(3)	פיקדונות עו"ש (2)	מזומנים (1)
(אחרים)								
36.6	3,361	54	513	78	2,654	2,715	1,837	878
30.8	4,398	67	341	447	3,460	3,543	2,338	1,205
116.9	9,538	305	343	1,884	6,835	7,006	4,878	2,128
3.5	4,551	85	322	607	3,602	3,537	2,304	1,232
6.8	4,859	104	308	716	3,831	3,731	2,411	1,320
13.9	5,533	115	300	689	4,329	4,428	2,934	1,494
2.6	5,679	147	299	937	4,309	4,296	2,828	1,468
7.3	6,094	182	298	1,056	4,490	4,557	2,990	1,567
6.1	6,467	142	289	1,126	4,861	4,910	3,288	1,622
11.1	7,186	316	291	1,220	5,408	5,359	3,609	1,750
—0.4	7,156	133	288	1,315	5,366	5,420	3,578	1,842
8.8	7,787	155	294	1,309	5,981	6,029	3,988	2,041
—0.9	7,720	198	291	1,388	5,961	5,842	3,863	1,979
6.6	8,230	176	301	1,542	6,311	6,210	4,199	2,011
15.9	9,538	305	343	1,884	6,835	7,006	4,878	2,128

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

לוח ח'-א'¹
הנכסים הצמודים של הציבור במערכת הבנקאות, איגרות חוב ומניות, 1978 עד 1980
(מיליוני שקלים)

סוף התקופה	פיקדונות במסגרת תכניות חיסכון מאושרות		פיקדונות צמודים לטווח ארוך ¹	פיקדונות במטבע חוץ (פת"ם) ²		מניות סחירות ⁴		סך הכול (1)+(3)+(4)+(5) +(6)+(7) =(9)
	סך הכול (1)	בערכי הפקדה (2)		מקבלי פיצויים (4)	אחרים (5)	איגרות חוב סחירות ³ (6)	סך הכול (7)	
1978	6,373	3,051	232	5,008	4,026	4,850	4,668	25,157
1979	14,491	5,722	912	9,961	9,164	8,780	8,101	51,409
1980	37,167	11,903	3,155	19,472	22,360	23,300	36,207	141,661
ינואר	15,716	6,076	969	10,322	10,053	9,080	9,393	55,533
פברואר	16,963	6,407	1,055	10,842	11,047	8,900	10,588	59,395
מארס	18,027	6,962	1,189	10,480	11,279	9,740	10,753	61,468
אפריל	18,947	7,254	1,321	11,624	12,340	11,310	11,877	67,419
מאי	21,032	7,839	1,491	12,528	13,501	12,490	12,498	73,540
יוני	23,375	8,702	1,771	13,832	14,906	12,450	15,544	81,878
יולי	24,387	8,956	1,929	14,336	15,358	13,580	18,360	87,950
אוגוסט	25,546	9,279	2,023	15,241	16,335	14,920	17,923	91,988
ספטמבר	27,801	9,705	2,311	16,168	17,319	16,290	19,973	99,862
אוקטובר	29,786	10,081	2,479	16,607	18,544	18,210	27,185	112,811
נובמבר	33,349	10,861	2,711	18,054	20,621	21,270	30,525	126,530
דצמבר	37,167	11,903	3,155	19,472	22,360	23,300	36,207	141,661

(1) כולל הפרשי הצמדה על הפיקדונות הצמודים. ערכי ההפקדה של פיקדונות אלה הגיעו ל-169 מיליון שקלים בסוף 1978, ל-516 מיליון שקלים בסוף 1979 ול-1,383 מיליון שקלים בסוף 1980.

(2) כולל הפרשי שערים בגין שינויים במחירים היחסיים של המטבעות הזרים.

(3) הנתונים מוצגים במיליוני שקלים. ניתן לתרגמם למטבע חוץ. על ידי חלוקה בשער החליפין המתאים.

(4) לפי ערך שוק: בניכוי איגרות חוב שבידי הבנקים ובנק ישראל, אך כולל איגרות חוב סחירות שבידי קופות גמל ומשקיעים מוסדיים אחרים.

(5) לפי ערך שוק: כולל מניות שבידי הבנקים. בסוף 1979 הגיע ערך השוק של מניות סחירות שבידי הבנקים ל-421 מיליון שקלים ובסוף 1980 ל-1,290 מיליון שקלים.

המקור: המאזן החדשי של המוסדות הבנקאיים, ועיבודי הבוסה לניירות ערך ובנק ישראל.

(מחירים שוטפים, מיליוני שקלים, נתונים לסוף שנה)						
נכסים	1975	1976	1977	1978	1979	1980
1. נכסים נזילים ¹	4,584	6,100	9,638	16,227	30,068	84,756
א. אמצעי תשלום	1,061	1,349	1,872	2,715	3,544	3,964
ב. פיקדונות לזמן קצוב ותפ"ס	373	429	546	691	833	2,449
ג. פיקדונות במט"ח (כולל זמן קצוב)	567	877	1,804	4,938	11,183	28,644
ד. איגרות חוב סחירות	2,143	2,705	3,406	4,583	8,283	21,753
ה. מניות של מתווכים פיננסיים ³	440	740	2,010	3,300	6,225	24,946
2. נכסים פיננסיים לטווח בינוני ²	2,452	3,730	7,197	11,911	25,879	60,456
א. פיקדונות של הציבור למחן הלוואות	109	132	174	319	624	1,194
ב. תכניות חיסכון ופקצ"מ	1,324	2,078	3,760	6,584	15,294	39,790
ג. פת"ם פיצויים	1,019	1,520	3,263	5,008	9,961	19,472
3. נכסים פיננסיים לזמן ארוך	2,818	4,290	6,973	11,810	25,845	74,026
א. פיקדונות בקופות גמל	2,584	3,935	6,424	10,869	23,938	68,931
ב. פיקדונות בביטוח חיים	234	355	549	941	1,907	5,095
4. רכוש אחר	22,871	28,043	47,687	78,205	182,245	431,946
א. מלווה חובה	1,770	2,410	3,310	4,830	9,620	21,000
ב. נכסים פיסיים	21,101	25,633	44,377	73,375	172,625	410,946
1. מוצרים בני קיימא	(2,762)	(3,820)	(6,085)	(9,329)	(17,995)	(45,500)
2. דירות למגורים	(8,342)	(10,930)	(17,431)	(30,476)	(83,418)	(193,591)
3. בניינים וציוד	(9,997)	(10,883)	(20,861)	(33,570)	(71,212)	(171,855)
סך הכול	32,725	42,163	71,495	118,153	264,037	651,184

(1) ההבדלים בין סעיף זה לבין סעיף הנכסים הנזילים שבלוח ח"י-10 נובעים מהשוני שבין הגדרת הציבור להגדרת הסקטור הפרטי הלא פיננסי (ראה הערה 1 ללוח ח"י-6). סעיף פיקדונות לזמן קצוב ותפ"ס, כולל פיקדונות בבנקים מסחריים ובמוסדות כספיים אחרים. סעיף פיקדונות במט"ח כולל פיקדונות עו"ש, זמן קצוב במערכת הבנקאות, פיקדונות לא חושב של תושבי ישראל, פיקדונות חושב, הלוואות ופיקדונות יבואנים. סעיף אג"ח כולל את סך איגרות החוב שהונפקו לציבור בניכוי איגרות חוב שבידי בנק ישראל, הבנקים המסחריים, הבנקים למשכנתאות ולהשקעות, מוסדות כספיים אחרים החייבים בדיווח וחברות הביטוח. כולל מניות של בנקים מסחריים, בנקים למשכנתאות, מוסדות מימון ענפיים וחברות ביטוח. סעיף המניות של מתווכים פיננסיים כולל מניות של בנקים מסחריים, בנקים למשכנתאות, מוסדות מימון ענפיים וחברות ביטוח.

(2) ההבדל בין סעיף זה לסעיפים המקבילים בלוח ח"י-10 נובע מהכללת פיקדונות הציבור למחן הלוואות ומהכללת תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים בבנקים למשכנתאות ולהשקעות (נוסף על חכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים בבנקים המסחריים). בתכניות החיסכון נזקק רק המענק, שנצבר לזכות החוסכים, ולא המענק הגרשם בעת ההפקדה.

הלא פיננסי, 1975 עד 1980

(מחירים שוטפים, מיליוני שקלים, נתונים לסוף שנה)						
1980	1979	1978	1977	1976	1975	התחייבויות
1. התחייבויות לטווח קצר						
47,602	19,283	8,541	4,895	2,076	1,706	סך הכול ³
8,098	3,231	1,920	1,233	889	702	א. אשראי חופשי במט"י
13,020	5,237	2,263	1,090	35	15	ב. אשראי חופשי במט"ח
3,775	1,689	990	813	564	440	ג. אשראי מוכון במט"י
16,284	6,595	2,740	1,365	417	371	ד. אשראי מוכון במט"ח
6,425	2,531	628	394	171	178	ה. אשראי מחו"ל (ספקים וישיר)
2. התחייבויות לזמן בינוני						
23,941	10,605	6,014	3,876	3,166	2,572	וארוך (סך הכול) ⁴
א. אשראי לזמן ארוך במט"י						
(בניכוי אומדן הסובסידיה						
7,622	3,670	3,493	2,330	1,854	1,824	הגלומה בו)
א'1. אשראי לזמן ארוך במט"י (ללא						
(17,352)	(9,920)	(6,172)	(4,372)	(3,387)	(2,677)	ניכוי אומדן הסובסידיה הגלומה בו)
15,819	6,697	2,410	1,480	1,290	732	ב. אשראי לזמן ארוך במט"ח
ג. גיריות ערך בידי התיווך						
500	238	111	66	22	16	הפיננסי
71,543	29,888	14,555	8,771	5,242	4,278	סך הכול
3. הרכוש הנקי (כולל סובסידיה) ⁵						
579,641	234,149	103,598	62,724	36,921	28,447	הגלומה באשראי לזמן ארוך)
651,184	264,037	118,153	71,495	42,163	32,725	סך הכול
(3) האשראי החופשי במט"י כולל אשראי חופשי ממערכת הבנקאות המסחרית ואשראי לטווח קצר מבנקים למשכנתאות (אשראי לקבלנים) בניכוי האשראי לרשויות המקומיות. האשראי החופשי במט"ח כולל אשראי ממערכת הבנקאות בישראל לרבות אשראי לדלק. אשראי מחו"ל כולל אשראי משלוחות של בנקים ישראליים בחו"ל. אשראי ספקים ואשראי אחר מחו"ל.						
(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 ההלוואות) לפי ריבית משוקללת על יתרת ההלוואות.						
(5) נתון זה נגזר כהפרש שבין סך הנכסים לסך ההתחייבויות של הסקטור הפרטי הלא פיננסי. והוא כולל את אומדן הסובסידיה הגלומה באשראי לטווח ארוך במטבע ישראלי.						

לוח ח' 4'
התפתחות בסיס הכסף לפי רכיביו, 1978 עד 1980
 (יתרות, מיליוני שקלים)

סוף התקופה	מזומנים בידי הציבור (1)	הנכסים הנוילים של המוסדות הבנקאיים (2)	בסיס הכסף הצר (1)+(2) =(3)	שחרורים מנוילות (4)	גירעון מוכר והפרש משולב (5)	בסיס הכסף הרחב (3)+(4)+(5) =(6)	הגידול בבסיס הכסף הרחב (7)
(אחוזים)							
1978	878	1,158	2,036	221	10	2,267	29.8
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
ינואר 1980	1,232	1,583	2,815	419	3	3,237	17.1
פברואר	1,320	1,380	2,700	417	3	3,121	- 3.6
מרס	1,494	1,525	3,019	392	4	3,415	9.4
אפריל	1,468	1,709	3,177	521	9	3,707	8.6
מאי	1,567	1,472	3,039	531	8	3,579	- 3.5
יוני	1,622	1,796	3,418	572	5	3,995	11.6
יולי	1,750	2,108	3,858	698	8	4,564	14.3
אוגוסט	1,842	2,102	3,944	575	7	4,526	- 0.8
ספטמבר	2,041	2,233	4,274	621	6	4,901	8.3
אוקטובר	1,979	2,462	4,441	681	35	5,157	5.2
נובמבר	2,011	2,269	4,280	691	39	5,009	- 2.9
דצמבר	2,128	2,415	4,543	657	6	5,206	3.9

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

לוח ח' 5א'
המקורות והרכיבים לשינוי בבסיס הנכסים הכספיים הנזילים, 1980

ינואר	פברואר	מארס	אפריל	מאי	יוני	יולי	אוגוסט	ספטמבר	אוקטובר	נובמבר	דצמבר
(מיליוני שקלים)											
465	542	352	24	467	648	512	386	291	915	813	769
400	481	280	90	389	546	425	274	165	795	696	632
726	182	282	708	85	195	671	378	27	486	147	104
246	76	14	395	206	153	403	305	236	206	72	70
175	268	311	108	222	204	176	103	19	234	41	645
16	196	0	0	4	0	0	1	6	0	17	78
289	34	15	205	105	162	444	175	467	263	17	549
1,191	724	634	684	552	843	1183	764	888	777	960	873
267	852	282	276	285	159	390	122	733	610	431	722
924	128	352	408	267	684	793	642	167	155	529	151
45	2	24	134	9	38	129	124	89	45	14	67
879	130	328	542	276	722	922	518	256	200	543	84
472	117	294	293	129	416	569	38	375	375	148	197
565	123	61	308	197	263	211	226	22	151	468	200
158	136	27	59	208	43	564	782	22	24	223	71
402	25	232	176	239	186	151	145	33	244	323	845

א. תרומת הסקטור הציבורי לנכסים הכספיים הנזילים (הזרמה בסיסית)¹
מזה: תרומת הממשלה
ב. סך כל הזרמת בנק ישראל מזה: אשראי מוכון במט"י
אשראי מוכון במט"ח
אשראי לבנקים
גורמים אחרים²
ג. סך כל ההזרמות האקסוגניות (א+ב)
ד. מכירות מט"ח בירי הסקטור הפרטי
ה. השינוי בבסיס הצר לנכסים הכספיים הנזילים (ג+ד)
ו. שחזורים מנזילות והפרש מוכר
ז. השינוי בבסיס הרחב לנכסים הכספיים הנזילים (ה+ו)
מזה: השינוי בבסיס הכסף הרחב
רכישת פיקדונות פת"ם (נטו)
(עו"ש + ז"ק)
רכישת אג"ח (נטו)
ח. השינוי בגירעונות הנזילות

(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 מחשבות רוח והפסד של בנק ישראל (כגון תשלום ריבית על נכסים נזילים במטבע ישראלי ובמטבע חוץ, קנסות על גירעונות הנזילות וכו'). ההזרמה או הספיגה הקשורה לפיקדונות פת"ם פיצויים. וכן הפרשים בדיווח בין מאזני הבנקים לבין מאזן בנק ישראל.

לוח ח' - א6'
רכישת נכסים בידי הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, 1978 עד 1980
(מיליוני שקלים, על בסיס זרמי כספים)

1980			1979	1978	
מחצית II	מחצית I	סך הכול			
2,055	1,366	3,421	828	843	1. אמצעי תשלום ¹
					2. פיקדונות לזמן קצוב
549	642	1,191	196	76	ותעודות פיקדון סחירות ¹
179	2,465	2,644	1,555	1,938	3. פיקדונות במטבע חוץ ²
- 845	- 1,364	- 2,209	- 1,257	- 596	4. איגרות חוב סחירות ³
675	642	1,317	104	332	5. מניות ^{4,3}
309	176	485	125	349	6. פיקדונות פיצויים
1,058	830	1,888	954	761	7. תכניות חיסכון ⁵
					8. פיקדונות צמודים לזמן ארוך
370	337	707	327	117	במערכת הבנקאות
2,360	1,314	3,674	1,411	694	9. קופות גמל
368	268	636	288	147	10. ביטוח חיים
7,078	6,676	13,754	4,531	4,661	11. סך כל צבירת הנכסים

- (1) השינוי בדתח הנכסים במשך התקופה.
(2) כולל פיקדונות עובר ושב, פיקדונות לזמן קצוב, פיקדונות לא-תושב של תושבי ישראל ופיקדונות-תושב הלוואות.
(3) סעיף זה כולל את העסקאות בניירות ערך סחירים בשוק המשוני בין הסקטור הפרטי הלא-פיננסי לבין מערכת החינוך הפיננסית, ובעיקר עסקאות כנגד קופות גמל ומערכת הבנקאות המסחרית.
(4) כן נכללו רכישות במקור של מניות פיננסיות, בניכוי דיבידנדים מצד הסקטור הפרטי הלא-פיננסי.
(5) כולל חיסכון באמצעות הבנקאות המסחרית, ובאמצעות מוסדות כספיים.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח ח'-א'⁷
אומדן משיכות מכספי פת"מ פיצויים, 1978 עד 1980
(מיליוני שקלים)

שיעור משיכה ב' ² (6) /(1)+(2) =(8)	שיעור משיכה א' ¹ (6)/(4) =(7)	משיכות בשקלים (4) — (5) =(6)	הגידול בפועל (5)	סך כל העלייה בכוח (1)+(2)+(3) =(4)	הפרשי שערים ופיחות (3)	זקיפת ריבית (2)	תקבולי פיצויים אישיים (1)	
(אחוזים)								
25	10	202	1,745	1,947	1,124	182	641	1978
89	21	1,309	4,953	6,262	4,785	332	1,145	1979
86	23	2,867	9,511	12,378	9,036	941	2,401	1980
133	44	282	361	643	431	49	163	1980 ינואר
92	23	153	520	673	507	22	144	פברואר
71		167	— 361	— 194	— 429	87	148	מארס
126	17	236	1,143	1,379	1,192	30	157	אפריל
104	19	215	904	1,119	913	35	171	מאי
76	15	235	1,303	1,538	1,229	128	181	יוני
115	36	278	505	783	541	34	208	יולי
92	20	230	904	1,134	883	35	216	אוגוסט
48	16	178	927	1,105	732	160	213	ספטמבר
96	42	318	439	757	427	82	248	אוקטובר
92	16	271	1,447	1,718	1,425	40	253	נובמבר
57	18	305	1,418	1,723	1,185	239	299	דצמבר

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

לוח ח' - א'
האשראי לציבור¹ ממערכת הבנקאות, 1978 עד 1980
(יתרות, מיליוני שקלים, מחירים שוטפים)

אשראי למימון פעילות מקומית					אשראי למימון היצוא					
אשראי חופשי במטבע חוץ ⁵										
סך הכול למעט דלק (5)+(6) + (8)=(10)	חייב בריבית או הפקדה (9)	למעט דלק (8)	סך הכול (7)	אשראי חופשי במטבע ישראלי ⁴ (6)	אשראי מוכוון במטבע ישראלי ⁴ (5)	סך הכול (1)+(2) + (3)=(4)	קרן יהלומים (3)	אשראי במטבע חוץ למעט יהלומים ³ (2)	אשראי במטבע ישראלי ² (1)	
4,538	1,746	1,790	2,297	2,472	276	3,474	1,507	1,233	733	1978
10,675	5,287	6,036	8,510	4,356	283	8,027	3,316	3,280	1,430	1979
19,751	7,456	9,906	18,794	9,411	434	19,652	8,634	7,649	3,368	1980
10,611	5,207	6,015	9,129	4,250	346	8,540	3,532	3,558	1,451	ינואר
10,807	5,191	6,043	9,645	4,419	345	9,299	3,869	3,989	1,441	פברואר
11,609	5,227	6,027	9,971	5,236	346	9,908	4,344	4,215	1,349	מארס
11,557	5,235	6,226	10,223	4,973	358	10,793	4,564	4,367	1,862	אפריל
12,273	5,402	6,480	11,418	5,429	364	11,384	4,825	4,551	2,008	מאי
13,788	5,380	6,834	12,126	6,576	378	12,512	5,365	4,987	2,161	יוני
14,092	5,408	7,137	12,836	6,565	390	13,363	5,651	5,051	2,661	יולי
14,343	5,654	7,250	14,340	6,675	418	14,221	6,128	5,222	2,870	אוגוסט
15,636	5,770	7,477	14,971	7,744	415	15,398	6,791	5,506	3,101	ספטמבר
15,754	6,009	7,982	16,564	7,362	410	16,759	7,316	5,954	3,489	אוקטובר
17,563	6,935	9,119	17,830	8,035	409	17,971	7,879	6,550	3,542	נובמבר
19,751	7,456	9,906	18,794	9,411	434	19,652	8,634	7,649	3,368	דצמבר

- 1) אינו כולל אשראי לממשלה ולמוסדות לאומיים. כולל אשראי לרשויות מקומיות.
- 2) כולל קרן ייצור ליצוא, קרן יצוא עקיף, קרן פרי הדר.
- 3) כולל קרנות משלוחים, יבוא לשם יצוא וניכיון משנה במטבע חוץ מחוץ למסגרת הקרנות.
- 4) הגדרות מתקנות — כולל הפרשי הצמדה על אותו חלק של האשראי הצמוד למדד המחירים.
- 5) הפרשי הצמדה לאשראי חופשי במטבע ישראלי הסתכמו כ-980 מיליוני שקלים בסוף 1979, ועלו ל-2,446 מיליוני שקלים בסוף 1980.
- 6) הפרשי הצמדה לאשראי מוכוון במטבע ישראלי על קרן מיליה מעסיקים הסתכמו כ-38 מיליוני שקלים בסוף 1979, ועלו ל-51 מיליוני שקלים בסוף 1980.
- 7) האשראי החופשי במטבע ישראלי כולל גם השתתפות עצמית של הבנקים באשראי מפיקרונות מאושרים.
- 8) הגדרות מתוקנות — כולל אשראי משלוחות המוסדות הבנקאיים בחוץ לארץ.
- 9) המקור: המאזן החדשי של המוסדות הבנקאיים, דריח הנוילות החדשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח' - 9א'
הרכב האשראי המוכוון לציבור, 1979 ו-1980

ממוצעים שנתיים				יתרות לסוף השנה				
העלייה או הירידה (—)		העלייה או הירידה (—)		העלייה או הירידה (—)		העלייה או הירידה (—)		
1980	1979	1980	1979	1980	1979	1980	1979	
(אחוזים)		(מיליוני שקלים)		(אחוזים)		(מיליוני שקלים)		
50	— 19	303	203	58	0	326	206	1. אשראי מוכוון במט"י לפעילות מקומית
25	— 17	202	161	30	8	222	171	א. קרנות הון חוזר
66	— 18	112	68	87	7	132	70	מזה: קרן הון חוזר לתעשייה
157	— 43	49	19	58	55	50	32	קרן הון חוזר לחקלאות
— 34	137	31	46	— 33	45	32	47	משקים מודרכים
— 64	— 52	10	28	— 61	— 45	8	22	מילווה מעסיקים
143	— 29	101	41	198	— 27	103	35	ב. אחר
134	78	2,442	1,045	136	95	3,368	1,430	2. אשראי מוכוון במט"י ליצוא
137	81	2,146	905	136	100	2,859	1,213	מזה: קרן ייצור ליצוא
118	74	220	101	146	85	423	172	קרן פרי הדר וכותנה
93	27	76	39	92	33	87	45	קרן יצוא עקיף
152	93	10,716	4,257	145	142	15,992	6,522	3. אשראי ליצוא במט"ח או צמוד למט"ח
150	130	3,138	1,255	120	186	4,645	2,113	א. קרן משלוחים (במט"י צמוד למט"ח)
158	71	5,742	2,223	160	120	8,634	3,316	ב. קרן יהלומים (מט"ח)
136	119	1,836	779	148	142	2,713	1,092	ג. קרן יבוא לשם יצוא (מט"ח)
195	59	159	54	290	75	292	75	4. נכיון משנה במט"ח מחוץ לקרנות

(1) יתרת האשראי בקרן מילווה מעסיקים מוצגת כאן ללא הפרשי הצמדה.
המקור: המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים, דו"ח הנוילות החודשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח' 10א'
האשראי לזמן בינוני וארוך לפי יעדים ומסגרות מקצות, 1978 עד 1980
(מיליוני שקלים, מחירים שוטפים)

אשראי למשקי בית											
אשראי לענפי המשק											
אשראי אפותיקאי											
אשראי	אשראי	לרשויות מקומיות	לשירותים	לבנייה	לחקלאות	לתעשייה	סך הכול	אשראי אחר	לדיוור פרטי	סך	סך כל האשראי
למוסדות לאומיים ¹	הכול										
באמצעות המערכת המוסדית											
של שוק ההון											
	198	331	89	234	546	1,200	183	109	290	582	1,980
	414	652	162	525	928	2,267	426	141	615	1,182	3,863
	662	1,515	127	978	1,444	4,064	542	308	1,793	2,643	7,369
	287	530	64	373	587	1,554	195	69	495	759	2,600
	375	985	63	605	857	2,510	347	239	1,298	1,884	4,769
מחצית I											
מחצית II											
בידי הממשלה שלא באמצעות											
המערכת המוסדית של שוק ההון											
48	94	106	19	12	80	217	74			74	433
111	130	301	19	18	90	428	79			79	748
308	197	777	130	97	262	1,266	299			299	2,070
134	126	304	81	17	117	519	99			99	878
174	71	473	49	80	145	747	200			200	1,192
מחצית I											
מחצית II											
מתוך פיקדונות למתן											
הלוואות במט"ח בבנקים											
מסחריים											
					100	2400					400
63	1	325	13	58	194	590					654
4	1	1,342	72	55	99	1,568					1,573
3	1	470	20	18	43	551					555
1	—	872	52	37	56	1,017					1,018
מחצית I											
מחצית II											
סך הכול											
48	292	(437)	(108)	(246)	(726)	21,817	257	109	290	656	2,813
174	545	1,278	194	601	1,212	3,285	505	141	615	1,261	5,265
312	860	3,634	329	1,130	1,805	6,898	841	308	1,793	2,942	11,012
137	414	1,304	165	408	747	2,624	294	69	495	858	4,033
175	446	2,330	164	722	1,058	4,274	547	239	1,298	2,084	6,979
מחצית I											
מחצית II											

(1) מוסדות לאומיים מהווים מקור למערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון ולכן לא נכללו כצרכני אשראי במסגרת זו.
(2) בשנת 1978 אין התפלגות ענפית של האשראי באפיק זה.

לוח ח' 11א'
שינויים באשראי לטווח בינוני וארוך, 1978 עד 1980
(אחוזים)

		אשראי לענפי המשק					אשראי למשקי בית				
		אשראי אפותיקאי									
אשראי למוסדות לאומיים	אשראי לרשויות מקומיות	לשירותים	לבנייה	לחקלאות	לתעשייה	סך הכול	אשראי אחר	לדירור פרטי	מרכון	סך הכול	סך כל האשראי
שיעורי שינוי נומינליים ¹											
166.7	58.7	23.1	54.3	80.9	71.2	60.1	44.4	84.7	62	57.7	60.5
262.5	86.6	192.4	79.6	144.3	66.9	80.8	96.5	29.4	112.1	92.2	87.2
79.3	57.8	184.4	69.6	88.0	48.9	110.0	66.5	118.4	191.5	133.3	109.2
שיעורי שינוי במחירים											
⁷ 67.0	⁷ 67.0	⁶ 67.0		⁶ 60.0	⁵ 73.0	² 69.5	⁴ 50.0	78.3	³ 78.3	² 67.2	² 68.7
76.0	⁷ 76.0	⁶ 76.4		⁵ 78.0	⁵ 67.0	² 73.0	⁴ 78.3	³ 129.7	³ 129.7	² 109.1	² 82.1
⁷ 121.0	⁷ 121.0	⁶ 117.7		⁵ 111.0	⁵ 112.0	² 115.0	⁴ 131.0	³ 118.5	³ 118.5	² 122.1	² 117.5
שיעורי שינוי ריאליים											
59.7	— 5.0	— 26.3		13.1	— 1.0	— 5.5	— 3.7	3.6	— 9.1	5.7	— 4.9
106.0	— 6.0	65.7		37.2	0.0	4.5	10.2	— 43.7	— 7.7	— 8.1	2.8
— 19.3	— 28.6	30.6		10.9	— 28.8	— 2.3	— 27.9	0	33.4	5.0	— 3.8

(1) שיעורי הגידול מוטים כלפי מטה, כיוון שבשנת 1978 לא נכללה ההתפלגות הענפית של האשראי במסגרת פיקדונות למחן הלוואות (ראה הערה ללוח ח' 10א').

(2) מדר בנוי על פי ממוצע משוקלל, לפי נפח האשראי בקבוצה המתאימה.

(3) על פי מדר מחירי דירור כממוצע שנתי.

(4) על פי מדר המחירים לצרכן, כממוצע שנתי.

(5) נגזר מסדרת נתוני ההשקעה במחירים קבועים.

(6) נגזר מסדרת נתוני ההשקעה במחירים קבועים בשירותים, חשמל, מים ותחבורה.

(7) על פי מדר נגזר של מחירי השקעות ציבוריות.

המקור: אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח'ב'
הנכסים וההתחייבויות של המוסדות הבנקאיים, 1979 ו-1980
(מיליוני שקלים)

1980			1979			יתרות לסוף השנה
הפרשי הצמדה		מטבע ישראלי	הפרשי הצמדה		מטבע ישראלי	
מטבע חוץ	למדד המחירים		מטבע חוץ	למדד המחירים		
נכסים						
		2,415			1,093	נכסים נזילים בבנק ישראל בשקלים ²
37,757			17,552			פיקדונות מטבע חוץ בבנק ישראל
41,684			15,209			הלוואות לחו"ל ופיקדונות בחו"ל
	2,446	6,965		984	3,372	אשראי חופשי
100	58	1,000	14	39	629	השתתפות באשראי מוכוון
14,007			5,962			אשראי חופשי במט"ח לתושבים מקומיים ⁴
						אשראי במט"ח לתושבים מקומיים מפיקדונות מאושרים למתן הלוואות
6,047			2,573			אשראי לציבור מפיקדונות מאושרים ⁵
	17,266	6,895		5,806	3,596	אשראי לציבור מפיקדונות הממשלה
	587	2,450		93	1,595	ניירות ערך של חברות ומוסדות מקומיים
202	19,276	3,866	44	6,709	2,766	בניינים וציוד
		680			362	הלוואות לממשלה מאמצעי הבנקים
1,207	4,912	2,264	1,071	1,372	1,109	איגרות חוב ממשלתיות
	3,765	3,142		944	1,198	הלוואות לממשלה מפיקדונות מאושרים
4,531	40,858	10,243	1,656	13,400	5,793	סכומים במעבר ופיקדונות של מוסדות בנקאיים
3,491	1,193	754	1,416	407	414	תעודות פיקדון סחירות
		160			73	חשבונות אחרים
2,189	1,634	8,930	583	454	3,609	חשבונות שונים
⁷ 20,767	⁶ 51	⁶ 2,697	⁷ 8,478	⁶ 38	⁶ 1,009	חשבונות מקבילים ⁸
16,967	513	5,497	6,772	198	2,270	סך כל הנכסים
148,950	92,559	57,958	61,331	30,443	28,888	

התחייבויות

962	221	4,721	465	60	1,767	הון עצמי ושטרי חוב הוניים
58,280			22,977			פיקדונות מחו"ל ⁹
		250			335	ניכיון משנה לבנקים
		4,878			2,338	פיקדונות עו"ש
	0	343		1	341	פיקדונות לזמן קצוב
		2,044			520	תעודות פיקדון סחירות
	25,120	12,046		8,602	5,890	תכניות חיסכון
	1,772	1,383		396	516	פיקדונות צמודים לטווח ארוך
41,832			19,125			פיקדונות במט"ח של תושבים מקומיים
792	60,013	16,013	331	20,136	8,917	פיקדונות מאושרים למתן הלוואות
2,132	580	3,685	933	31	2,135	פיקדונות הממשלה למתן הלוואות ¹⁰
97		133	1		38	חשבונות הממשלה ¹¹
3,661	644	644	1,415	214	381	פיקדונות של מוסדות בנקאיים וסכומים במעבר
2,589	4	7,822	547	3	3,415	חשבונות אחרים
720,775	1251	123,002	78,479	1238	121,070	חשבונות שונים
16,967	513	5,497	6,772	198	2,270	חשבונות מקבילים
148,088	88,917	62,462	61,044	29,677	29,942	סך כל התחייבויות

(1) המאזן. כפי שמפרסמת מחלקת הפיקוח על הבנקים, מתוקן לצורכי הגדרות בפרק זה.

(2) פיקדונות בשקלים בבנק ישראל, ומוזמנים בקופות, נחשבים כנכס נזיל.

(3) הגדרה מתוקנת – כולל השתתפות עצמית של הבנקים באשראי לציבור מפיקדונות מאושרים.

(4) אינו כולל אשראי משלוחות המוסדות הבנקאיים בחרן לארץ.

(5) נתון זה אינו כולל את ההשתתפות העצמית של הבנקים, שכן היא כלולה במסגרת האשראי החופשי

(6) נכיון משנה לציבור במטבע ישראלי.

(7) נכיון משנה לציבור ולסוכנות במטבע חוץ.

(8) קיבולים, ערבויות ואשראים דוקמנטריים.

(9) פיקדונות של הבנקים ומשרדי הבנקים בחו"ל, פיקדונות תושבי חוץ, עולים ותושבים ארעיים (בניכוי הפקדות בבנק ישראל כנגד פיקדונות אלו).

(10) פיקדונות שנוצלו למתן הלוואות.

(11) כולל פיקדונות עו"ש, פיקדונות לזמן קצוב ופיקדונות ממשלה למתן הלוואות שלא נוצלו.

(12) כמו ב(6), בתוספת פיקדונות כנגד התחייבויות.

לוח ח' 2ב'
הנכסים וההתחייבויות במטבע חוץ במערכת הבנקאות, 1978 עד 1980
(מיליוני דולרים)

סוף התקופה	בנק ישראל								נכסים נטו במט"ח בכלל מערכת הבנקאות (8)+(4) =(9)
	נכסים במט"ח (1)	התחייבויות		נכסים במט"ח (1)-(2)-(3) =(4)	המוסדות הבנקאיים				
		פת"ח ¹ אחרות ² (2) (3)	נכסים במט"ח ³ (5)		התחייבויות				
			פת"ח ⁴ (6)		אחרות ⁵ (7)	נכסים במט"ח (5)-(6)-(7) =(8)	נכסים נטו במט"ח הבנקאות		
1978	2,970	396	206	2,368	3,457	2,088	2,935	— 1,565	802
1979	3,169	519	223	2,427	4,302	2,935	3,565	— 2,198	230
1980	3,494	605	222	2,667	5,523	3,681	4,040	— 2,199	469
ינואר	3,178	515	257	2,406	4,298	3,063	3,423	— 2,188	218
פברואר	3,124	503	253	2,368	4,336	3,129	3,360	— 2,153	215
מארס	3,405	477	226	2,702	4,232	3,152	3,227	— 2,147	554
אפריל	3,521	483	233	2,805	4,437	3,294	3,222	— 2,078	727
מאי	3,562	505	233	2,824	4,583	3,345	3,464	— 2,225	599
יוני	3,487	517	233	2,737	4,874	3,466	3,618	— 2,210	527
יולי	3,570	528	233	2,810	4,796	3,502	3,590	— 2,296	513
אוגוסט	3,599	544	231	2,824	4,729	3,533	3,583	— 2,387	437
ספטמבר	3,494	558	230	2,706	4,797	3,561	3,589	— 2,352	354
אוקטובר	3,402	555	227	2,621	5,047	3,603	3,871	— 2,427	194
נובמבר	3,311	557	223	2,531	5,231	3,649	4,042	— 2,460	71
דצמבר	3,494	605	222	2,667	5,523	3,681	4,040	— 2,199	469

- (1) כספי פיקדונות תושבי חוץ, שמפקידים המוסדות הבנקאיים בבנק ישראל.
(2) כולל פיקדונות כבנקים זרים הפקדות לזכות קרן המטבע הבינלאומית.
(3) פיקדונות הלוואות לבנקים בחוץ לארץ ומשרדי הבנקים בחוץ לארץ, הלוואות לתושבי חוץ, איגרות חוב ומניות זרות ומוזמנים בקופות.
(4) כולל פיקדונות תושבי חוץ של תאגידי חוץ ישראליים, תושבי חוץ, תושבי ישראל ויצואנים — בניכוי הפקדות בבנק ישראל.
(5) פיקדונות של הבנקים בחוץ לארץ ומשרדי הבנקים בחוץ לארץ.
המקור: מאזן בנק ישראל, המאזן התורשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח'-ב'³
יתרת האשראי לממשלה במטבע ישראלי ממערכת הבנקאות, 1978 עד 1980

סך כל האשראי לממשלה במטבע ישראלי (3)+(7) =(8)	מהמוסדות הבנקאיים				מבנק ישראל			
	האשראי נטו	מהמוסדות הבנקאיים	בניכויי פיקדונות הממשלה ³	ניירות ערך ממשלתיים	אשראי לממשלה	אשראי נטו מבנק ישראל (1) - (2) =(3)	פיקדונות הממשלה והמוסדות הלאומיים ²	אשראי לממשלה ¹ (1)
	(4) - (5) + (6) =(7)	(6)	(5)	(4)		(2)		
					(מיליוני שקלים)			
3,022	967	23	359	631	2,055	982	3,037	1978
4,061	2,270	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
								1980
4,566	2,286	40	1,309	1,017	2,280	3,347	5,627	ינואר
4,646	2,461	49	1,431	1,079	2,185	2,515	4,700	פברואר
2,249	2,502	65	1,428	1,139	- 253	3,125	2,872	מארס
2,797	2,617	94	1,566	1,145	180	2,538	2,718	אפריל
3,053	2,898	93	1,767	1,225	154	2,580	2,734	מאי
4,300	3,160	100	1,888	1,372	1,140	2,534	3,674	יוני
4,035	3,669	102	2,396	1,376	365	2,316	2,682	יולי
3,433	3,676	113	2,303	1,487	- 243	2,268	2,025	אוגוסט
4,579	3,928	122	2,398	1,652	651	2,467	3,118	ספטמבר
4,162	4,143	120	2,502	1,761	19	2,298	2,317	אוקטובר
5,110	4,523	116	2,864	1,775	587	2,276	2,863	נובמבר
4,169	5,273	133	3,142	2,264	- 1,104	9,969	8,865	דצמבר

(1) כולל זקופת רווח בנק ישראל מדי חודש בחודש.

(2) כולל את ההון העצמי של בנק ישראל ויתרות נטו בסעיף "חשבונות אחרים" במאזן הבנק.

(3) כולל פיקדונות הממשלה בשקלים, השתתפות הממשלה במקורות קרנות ההון החוזר וההפרש בין פיקדונות הממשלה במתן ההלוואות לציבור לבין האשראי מחוץ פיקדונות אלה.
 מקור: מאזן בנק ישראל; המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח"ב'
אינדיקטורים למצב הנזילות של המוסדות הבנקאיים במטבעי ישראל, 1978 עד 1980

חובת הנזילות כנגד פיקדונות רגילים ¹	חובת הנזילות כנגד פיקדונות סחירות ²	סך כל חובות הנזילות בניכוי שחרורים מנזילות ³	סך כל חובות הנזילות בניכוי שחרורים מנזילות ⁴	גירעונות נזילות בסוף החודש	ממוצע יומי של גירעונות נזילות במשך החודש ⁵	היחס בין גירעונות הנזילות לחובת נזילות נטו (ממוצע יומי)	היחס בין גירעונות הנזילות לחובת נזילות נטו (ממוצע יומי)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(מיליוני שקלים)							
1978	1,307	130	1,554	1,333	280	92	6.4
1979	1,487	190	1,867	1,403	460	382	22.1
1980	2,866	406	3,766	3,109	1,160	473	14.4
ינואר	1,440	221	1,887	1,468	57	201	11.3
פברואר	1,390	163	1,731	1,314	82	114	6.4
מרס	1,690	180	2,070	1,678	314	154	8.2
אפריל	1,648	215	2,152	1,631	144	127	6.2
מאי	1,755	232	2,243	1,712	383	47	2.2
יוני	1,898	253	2,400	1,828	197	302	13.0
יולי	2,101	441	2,803	2,105	348	99	3.8
אוגוסט	2,059	271	2,620	2,045	203	161	6.0
ספטמבר	2,297	297	2,918	2,297	236	27	0.9
אוקטובר	2,243	291	2,831	2,150	8	73	2.5
נובמבר	2,413	338	3,076	2,385	315	43	1.4
דצמבר	2,866	406	3,766	3,109	1,160	473	14.4

(1) דרישות הנזילות כנגד פיקדונות עובר רשב ופיקדונות כנגד התחייבויות במטבעי ישראל.

(2) כולל דרישות נזילות גם כנגד פיקדונות לזמן קצוב ופיקדונות לזמן קצוב שנשכרו.

(3) כולל דרישות נזילות על גורמים אחרים כגון אשראי חופשי, חסכוניות, אשראי מוכון ויתרה בלתי מנוצלת של פיקדונות למתן הלוואות.

(4) גירעונות נזילות הם ההפרש שבין הנכסים הנזילים לדרישות הנזילות, לאחר הפחתות. הנכסים הנזילים, שלוח זה מתבסס עליהם, מתקבלים מדריח הנזילות וכוללים התאמות מסוימות, שאין נכללות בנתוני הנכסים הנזילים מתוך המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים, המופיעים בלוח ח"ב'.

(5) חובת הנזילות ברוטו הינה חובת הנזילות לפני ניכוי שחרורים מנזילות, גירעון מוכר וההפרש המשולב, וחובת הנזילות נטו — בניכוי סעיפים אלה.

המקור: דוח הנזילות החודשי של המוסדות הבנקאיים; המפקח על הבנקים — סטטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח' -ב'
גיוס והקצאה של מקורות פיננסיים לזמן בינוני וארוך בידי המערכת המוסדית של שוק
ההון¹, 1978 עד 1980
(מיליוני שקלים, על בסיס זרמי כספים ברוטו)

1980			1979	1978	
מחצית II	מחצית I	סך הכול			
מקורות					
3,958	1,971	5,929	³ 2,229	1,443	1. חסכוניות הציבור
2,274	1,764	4038	2,129	1,439	2. פירעון הלוואות
(513)	(370)	(883)	(472)	(302)	א. של משקי בית
(1,333)	(1,054)	(2,387)	(1,270)	(894)	ב. של פירמות בענפי המשק
(428)	(340)	(768)	(387)	(243)	ג. של רשויות מקומיות
392	— 140	252	176	129	3. מקורות אחרים
(255)	(39)	(294)	(63)	(45)	א. מוסדות לאומיים (נטו)
(— 109)	(— 283)	(— 392)	(-94)	(25)	ב. חוץ לארץ (נטו)
(36)	(41)	(77)	(90)	—	ג. בנק ישראל (נטו)
(210)	(63)	(273)	(117)	(59)	ד. אחרים
6,624	3,595	10,219	³ 4,534	3,011	4. סך כל המקורות
שימושים					
4,769	2,600	7,369	3,863	1,980	5. סך כל האשראי לזמן בינוני וארוך
— 185	266	81	³ — 165	485	6. העברת מקורות נטו
(— 478)	(— 258)	(— 736)	³ (— 205)	(231)	א. ממשלה
(293)	(524)	(817)	³ 40)	(254)	ב. מוסדות בנקאיים
7. שימושים קצרי מועד נטו					
1,216	326	1,542	243	128	(כולל מזומן ועו"ש)
690	561	1,251	663	447	8. עודף הוצאות על הכנסות
134	— 158	— 24	70	— 29	9. דיבידנדים ותשלומים אחרים נטו ²
6,624	3595	10,219	4,534	3,011	10. סך כל השימושים

- (1) המערכת המוסדית של שוק ההון מוגדרת כמערכת החיווך 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.
- (2) בעיקר במסגרת עסקי ביטוח כללי.
- (3) נתונים מתוקנים.
- המקור: אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' 66'
זרמי התקבולים והתשלומים של המערכת המוסדית¹ עם הממשלה והמוסדות הבנקאיים,
1978 עד 1980
(מיליוני שקלים)

על חשבון מצבת הנכסים וההתחייבויות						
על עסקאות השנה השוטפת לזמן ארוך ³				ארוכי המועד ²		
סך כל עודף	עודף	תשלומים	תקבולים	עודף	תשלומים	תקבולים
התקבולים על	תקבולים	תשלומים	תקבולים	תקבולים	על חשבון	על חשבון
התשלומים					התחייבויות	נכסים
(7)=(3)+(6)	(6)=(4)-(5)	(5)	(4)	(3)=(1)-(2)	(2)	(1)
- 231	- 1,887	2,778	891	1,656	284	1,940
³ 205	- 2,212	3,853	1,641	³ 2,417	458	2,875
736	- 5,075	8,915	3,840	5,811	880	6,691
258	- 2,024	3,319	1,295	2,282	408	2,690
478	- 3,051	5,596	2,545	3,529	472	4,001
- 254	- 192	487	295	- 62	142	80
⁶ - 40	⁶ - 23	⁶ 1,072	1049	- 17	93	76
- 817	- 320	1,586	1,266	-497	692	195
-524	-262	710	448	-262	279	17
-293	-58	876	818	-235	413	178

ממשלה⁴

1978

1979

1980 סך הכול

מחצית I

מחצית II

1978

1979

1980 סך הכול

מחצית I

מחצית II

מוסדות בנקאיים⁵

- (1) ראה הערה בלוח ח' 55'.
 - (2) על חשבון מילווה, פיקדונות וניירות ערך (כולל ריבית והפרשי הצמדה שנתקבלו ושולמו בפועל).
 - (3) על חשבון מילווה, פיקדונות, הנפקת ניירות 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 חתירות של הממשלה.
 - (5) מערכת הבנקאות המסחרית, בניכוי הפעילות לזמן בינוני וארוך, הנכללת במערכת המוסדית של שוק ההון.
 - (6) נתונים מתוקנים.
- המקור: אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח'ב'
מקורות ושימושים פיננסיים מקומיים של הממשלה לזמן בינוני וארוך
על בסיס זרמי כספים ברוטו¹, 1978 עד 1981
(מיליוני שקלים)

1980			1979	1978	
מחצית II	מחצית I	הכול			מקורות
3,828	1,392	5,220	2,278	1,226	1. מכירת איגרות חוב ממשלתיות (רשות)
2,737	1,893	4,630	1,936	1,523	2. הפקדות מוסדות כספיים — אמיסיות מיועדות
					3. הפקדות בנקים מסחריים ומוסדות כספיים
550	409	959	511	420	שלא מאמיסיות מיועדות ואחרים
430	406	836	443	277	4. פירעון הפקדות העבר במוסדות כספיים
264	164	428	75	57	5. פירעון אשראי במישרין
					6. תקבולים על חשבון חיק ניירות הערך של הממשלה
10	87	97	4	13	(כולל מכירת מניות מתוך התיק)
780	1,130	1,910	588	850	7. עודף מקורות (—) שימושים (+) מקומיים (שארית)
8,599	5,481	14,080	5,835	4,366	סך כל המקורות המקומיים
					שימושים
1,124	984	2,108	1,195	1,149	1. פדיון איגרות חוב ממשלתיות (רשות)
					2. פירעון הפיקדונות במוסדות כספיים
1,267	827	2,094	990	994	מאמיסיות מיועדות
					3. פירעון הפקדות בנקים מסחריים ומוסדות כספיים
277	117	394	117	48	שלא מאמיסיות מיועדות ואחרים
					4. פירעון מענקים לחכנויות חיסכון (תחליף
98	137	235	97	47	ריבית) ופיצוי ריבית לקופות פנסיה
2,557	1,295	3,852	1,641	889	5. הפקדות למתן אשראי למוסדות כספיים
1,192	879	2,071	748	433	6. מתן אשראי במישרין
36	33	69	21	19	7. רכישת מניות ואיגרות חוב
2,048	1,209	3,257	1,026	787	8. תשלומים על חשבון ביטוח שער והצמדה נטו
8,599	5,481	14,080	5,835	4,366	סך כל השימושים המקומיים

(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 בנק ישראל.

לוח ח' 8'ב'
ערך השוק של תיק ניירות הערך, הרשומים למסחר בבורסה של תל-אביב,¹
1976 עד 1980

העלייה או הירידה (—) הריאלית בערך השוק			משקל ניירות הערך במחירי השוק בסך כל ניירות הערך בידי הציבור			ערך השוק		
1980	1979	1978	1980	1979	1976	1980	1979	1976
(אחוזים)			(אחוזים)			(מיליארדי שקלים)		
א. איגרות חוב								
1. צמודות ונסחרות במטבע-חוץ								
(—) 14.5	(—) 19.6	(—) 7.3	4.1	7.2	8.8	2.37	1.19	.34
20.8	16.4	23.4	51.6	65.0	39.3	30.11	10.7	1.52
2. צמודות מדר, מהסוג שהונפק לציבור ²								
63.5	(—) 84.5	(—) 74.1	0.3	1.2	36.9	0.17	0.2	1.43
3. מלוות ברייה (צמודות ולא צמודות)								
16.5	18.3		3.2	4.3	—	1.9	0.7	—
4. ברייה כפולה (למדך או לדולר)								
						0.44	0.02	0.14
5. אומדן איגרות חוב, שעדיין לא נרשמו למסחר ³								
17.3	(—) 3.7	(—) 6.5	60.0	77.8	88.7	34.99	12.81	3.43
6. סך כל איגרות החוב								
מזה: שלא בידי הציבור								
37.7	33.2	(—) 2.1	15.9	17.6	13.7	9.3	2.9	0.53
7. בתיק הבנקים								
(—) 13.8	30.4	6.5	3.9	6.9	3.9	2.27	1.13	0.15
8. בתיק בנק ישראל								
14.5	(—) 14.4	(—) 8.3	40.1	53.3	71.1	23.42	8.78	2.75
9. אומדן איגרות החוב בידי הציבור ⁴ (8) — (7) — (6)								
ב. מניות וניירות ערך ניתנים להמרה ⁵								
10. נסחרות במטבע ישראלי								
94.8	(—) 16.8	17.0	61.5	48.0	27.6	35.85	7.9	1.07
11. נסחרות במטבע חוץ								
(—) 24.9	(—) 47.4	(—) 39.2	0.6	1.2	2.6	0.35	0.2	0.1
91.8	(—) 17.9	15.1	62.1	49.2	30.2	36.2	8.1	1.17
12. סך כל המניות וניירות ערך ניתנים להמרה								
מזה:								
32.9	(—) 17.2	15.7	2.2	2.6	1.3	1.3	0.42	0.05
13. בתיק הבנקים								
95.1	(—) 18.0	15.0	59.8	46.7	28.9	34.9	7.68	1.12
14. אומדן מניות בידי הציבור (12) — (13)								
52.1	(—) 16.1	1.5	100.0	100.0	100.0	58.32	16.46	3.87(9) + (14)
ג. סך כל איגרות החוב והמניות בידי הציבור								

- (1) לא כולל ניירות ערך, שאין כוונה לרושם אותן למסחר בבורסה, כאיגרות חוב מסוימות, שהונפקו למוסדות.
- (2) לא כולל איגרות, שהונפקו למשקיעים מוסדיים.
- (3) ערך השוק של איגרות החוב שהונפקו, ועדיין לא נרשמו למסחר, הנאמד על פי הפרשי ההצמדה וריבית שנצברו.
- (4) מאחר שבתיקי משקיעים מוסדיים מצויות איגרות חוב מהסוג שהונפק לציבור, נוטה אומדן זה כלפי מעלה. "הציבור" — כולל באמצעות קרנות נאמנות.
- (5) כולל מניות בתיקים של משקיעים מוסדיים.
- המקור: הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

**לוח ח'ב'
הנפקות מקומיות של ניירות ערך וגיוס הון נטו, 1977 עד 1980
(מיליוני שקלים)**

גיוס הון נטו באמצעות איגרות סחירות שנמכרו לכיסוי תכניות החיסכון						אומדן גיוס הון נטו מהציבור ² באמצעות הנפקת איגרות חוב			
גיוס הון נטו	קניות נטו של בנק ישראל	פדיון ³	מכירה	סך כל גיוס ההון נטו מהציבור (4)+(5) = (6)	הנפקת מניות וניירות ערך להמרה (5)	גיוס הון נטו (1) - (2) - (3) = (4)	קניות נטו של בנק ישראל בכורסה ומחוצה לה (3)	פדיון (2)	מכירות (1)
(7) - (8) - (9) = (10)	(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
290	—	290	—	62	397	— 335	24	433	122
— 250	—	439	189	124	554	— 430	— 26	1,523	1,067
— 98	96	286	284	102	204	— 102	218	1,456	1,572
— 160	42	732	614	2,913	1,432	1,481	— 264	1,182	3,399
— 70	42	28	—	— 87	71	— 158	— 7	177	12
— 17	—	17	—	— 133	2	— 135	— 31	172	6
— 47	—	— 47	—	— 20	7	— 27	— 14	125	84
57	—	50	107	— 14	45	— 59	— 53	262	150
150	—	87	237	359	151	208	— 19	107	296
— 37	—	102	65	172	129	43	— 12	154	185
119	—	43	162	926	361	565	— 10	186	741
— 38	—	38	—	986	204	782	— 6	122	898
— 62	—	62	—	277	303	— 26	4	111	89
86	—	86	—	40	43	— 3	— 7	153	143
— 60	—	60	—	286	71	215	— 62	213	366
69	—	112	43	121	45	76	— 47	400	429

- (1) נתונים מתוקנים.
 ב. לא כולל הנפקה של מלווה חובה ופדיון של מלווה חובה שאינם סחירים.
 ג. היו רכישות בשוק לכיסוי תכניות החיסכון, ונתוני ההנפקה לגביהן מוטים כלפי מטה.
 (2) כולל גם רכישה או פדיון של גופים פיננסיים, למעט תכניות חיסכון (עד 1978) מהסוג שהונפק לציבור.
 (3) הנתון מוטה כלפי מטה מאחר שאינו כולל תקבולי ריבית מסוימים לאיגרות חוב בתק הבנקים.
 המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח ח' 10ב'
היקף המסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב, 1977 עד 1980

סך כל המסחר במניות במסגרת הבורסה ומחוצה לה ²		איגרות חוב ¹								
		מניות			ניירות ערך ניתנים להמרה במניות	ברירה כפולה	צמודות לשער החליפין ונסחרות במטבע חוץ	צמודי מדד		
		סך כל הערך	בנקים	סך כל המניות				טווח כינוני וארוך	טווח קצר	סך הכול
בנקים מסחריים	סך הכול									
(מיליוני שקלים)										
1,200	2,186	1,797	542	1,135	129	—	36	209	288	533
2,258	3,247	2,383	774	1,436	223	41	46	337	300	724
5,316	6,817	4,289	1,390	2,197	222	86	54	1,458	272	1,870
23,048	32,804	16,952	7,276	12,484	812	90	123	3,240	203	3656
העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת (אחוזים)										
88.2	48.5	32.6	42.8	26.5	72.9	—	27.7	61.2	4.1	35.8
135.4	109.9	80.0	79.6	53.0	—0.4	109.7	17.3	332.6	—9.4	158.2
333.6	381.2	295.2	423.5	468.2	265.8	4.6	127.7	122.2	—25.4	95.5
המסחר בבורסה										
המשקל בסך כל המחזור בבורסה (אחוזים)										
בסך כל המסחר (אחוזים)										
45.2	51.9	100.0	30.2	63.2	7.2	—	2.0	11.6	16.0	29.6
34.3	44.2	100.0	32.5	60.2	9.4	1.7	1.9	14.2	12.6	30.4
26.1	32.2	100.0	32.4	51.2	5.2	2.0	1.3	34.0	6.3	43.6
31.6	38.1	100.0	42.9	73.6	4.8	0.5	0.7	19.2	1.2	21.6

(1) למעט המסחר באיגרות חוב בלתי צמודות, ומילווה קצר מועד.

(2) המסחר מחוץ לבורסה — על פי דיווח הסוכנים המורשים של הבורסה. אינו כולל איגרות חוב ניתנות להמרה.
המקור: הבורסה לניירות ערך בתל-אביב ועבודי בנק ישראל.

לוח ח' 111'
מדר תשואה חודשית כוללת של ניירות ערך בבורסה של תל-אביב¹
של קרנות נאמנות, של הדולר ושל המרק הגרמני
(דצמבר 1979=100)

איגרות חוב צמודות מדר בלבר		מניות		פיקדון במטבע חוץ				
סך הכול	צמודות ב־80 אחוזים	איגרות חוב נסחרות במטבע חוץ	סך הכול רגילות ובכורה ²	מוסדות בנקאיים מסחריים	מרק גרמני	דולר ³	קרנות הנאמנות	
22.0	—	17.2	21.1	15.5	17.3	21.9	24.0	1976
31.3	32.4	43.9	40.5	32.0	34.2	38.7	37.8	1977
50.2	48.4	52.8	62.0	48.8	49.6	50.2	53.3	1978
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1979
								1980
106.8	107.2	104.6	117.6	111.2	104.8	105.6	108.6	ינואר
110.7	108.5	109.7	129.9	120.0	110.3	113.5	113.2	פברואר
123.1	122.2	109.2	133.5	129.2	106.1	120.1	120.9	מארס
136.7	135.7	118.5	146.3	135.0	119.0	125.7	134.6	אפריל
151.5	150.6	131.8	160.9	150.1	128.8	135.5	149.0	מאי
157.9	153.8	144.8	182.7	167.2	142.0	147.1	160.4	יוני
171.5	171.3	153.4	223.8	203.9	148.1	155.7	176.8	יולי
181.5	181.9	160.0	209.5	191.8	157.8	166.6	182.5	אוגוסט
183.1	182.6	168.6	221.5	198.5	166.0	177.5	188.6	ספטמבר
202.2	202.0	180.0	258.7	232.5	170.6	192.6	207.7	אוקטובר
238.3	241.3	192.3	294.2	254.3	185.9	212.2	240.9	נובמבר
257.2	259.2	206.4	379.5	327.5	198.7	231.9	271.2	דצמבר
שיעור תשואה ריאלי כולל (אחוזים)								
5.7	3.0	— 3.0	22.3	11.9	— 5.0	0.4	7.4	ינואר — יוני
4.5	8.1	— 8.7	33.2	25.6	— 10.3	1.1	8.4	יולי — דצמבר
10.4	11.3	— 11.4	62.9	40.6	— 14.7	1.4	16.4	ינואר — דצמבר

(1) מאז 1977 — נתוני ה-23 בכל חודש. לפני כן חושבו מדדים לסוף חודש. ללא תשלומי ריבית דיבידנד מוזמן. מאז דצמבר 1979 — הנתון לסוף החודש.

(2) לא כולל נסחרות במטבע חוץ. אופיין של מניות בכורה שונה משל הרגילות, ומשקלן בסך הכול נמוך מאד.

(3) לפני 1977 — מדר שער דולר הנת"ד.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. למטבע החוץ ולקרנות הנאמנות — בנק ישראל.

לוח ח' - 12 ב'
ערכי שוק של מצבת המניות, לפי הקבוצה המנפיקה,
והנפקות חדשות של מניות וניירות ערך להמרה¹, 1980

חלקה של ההנפקה מערך השוק של המניות בסוף 1979	הנפקות חדשות תמורת מזומן, של מניות וניירות ערך הניתנים להמרה, 1980					ערך השוק של מניות וניירות ערך ניתנים להמרה, הרשומים בכורסה		
	חלקה של הנפקת הקבוצה בסך ההנפקה					העלייה הריאלית בערך השוק של המניות	חלקה של הקבוצה בסך כל ערך השוק של המצבה	
	1980	1979	1978	1977	בשנת 1980	בסוף 1980		
	(מיליוני שקלים)	(מיליוני שקלים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(מיליוני שקלים)		
בנקים מסחריים וחברות								
לאחזקות בנקאיות	17.1	1005.8	70.3	63.1	59.4	70.0	70.6	23,323
בנקים למשכנתאות	20.6	65.2	4.6	0.0	7.5	5.0	116.8	1,596
מוסדות מימון ענפיים	10.1	22.7	1.6	2.0	0.5	1.7	(7.4) -	486
ביטוח	63.2	81.9	5.7	5.6	5.1	5.0	164.8	799
סך כל הסקטור הפיננסי	18.0	1,775.6	82.2	70.7	72.5	81.7	72.0	26,204
מסחר ושירותים	52.7	37.5	2.6	2.3	0.3	0.8	311.9	683
מקרקעין, בינוי, פיתוח והדרים ²	43.1	101.7	7.1	5.3	6.9	1.9	183.9	1,562
תעשייה	11.4	51.9	3.6	15.4	11.4	12.4	313.0	4,392
חברות להשקעה ואחזקות	7.9	63.2	4.4	6.3	8.9	3.2	80.8	3,366
סך הכול	17.7	1,429.9	100.0	100.0	100.0	100.0	91.9	36,207

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

(2) כולל חברה לחיפוש נפט, שנוסדה ב-1978. והנפיקה מניות תמורת 10 מיליון שקלים.

המקור: הכורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

לוח ח'-13'
מדד תשואה כוללת למניות רגילות ובכורה הרשומות בכורסה, 1975 עד 1980
(הבסיס: דצמבר 1979 = 100)

מקדקעין בינוי ופיתוח ¹	מסחר ושירותים	תעשייה	חברות השקעה	כספים וביטוח			סך הכול	מדד כללי	
				מוסדות מימון ענפיים	בנקים למשכנתאות	בנקים מסחריים			
23.6	34.6	43.5	14.8	26.9	21.6	11.1	12.2	15.2	סוף שנה
39.5	45.9	63.0	21.3	38.4	37.0	15.5	17.6	21.1	1975
66.3	73.1	83.8	34.4	70.0	88.5	32.0	37.2	40.5	1976
124.7	83.7	111.0	72.9	86.9	94.2	48.8	54.4	62.0	1977
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1978
									1979
127.1	144.1	134.7	147.9	139.6	154.5	129.2	131.4	133.5	1980 סוף רביע
208.8	250.9	241.3	207.6	182.0	235.6	167.2	172.4	182.7	מארג
279.3	314.1	375.9	218.8	215.8	300.6	198.5	205.5	221.5	יוני
650.2	573.6	756.5	392.7	297.3	448.4	327.5	337.4	379.5	ספטמבר
									דצמבר
179.1	146.2	224.8	68.6	27.6	92.5	40.6	44.8	62.9	העלייה או הירידה(-) הריאלית
- 23.5	14.4	5.1	- 5.3	- 8.4	12.6	18.3	16.9	10.6	במשך 1980
									במרוצת שנת, 1980 ²

(1) עד 1976 — כולל הדריים.

(2) ניכוי המחירים חודשי.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח ח' 14'
פעולות בנק ישראל כבורסה לניירות ערך, 1977 עד 1980

1980					
ממוצע חודשי					
סך הכול	1979	1978	1977	ינואר – יוני	יולי – דצמבר
41.5	9.7	160.5	231.7	19.9	18.7
72.0	179.3	610.4	347.5	36.1	21.8
6.8	12.4	16.3	4.8	8.7	2.7

ההזרמה נטו (מיליוני שקלים)¹
היקף העסקאות (מיליוני שקלים)
חלקו במסחר (אחוזים)²

- (1) לא כוללים מילווה קצר מועד ועסקאות מחוץ לבורסה. מאחר שנתון ההזרמה, המופיע בלוח ח' 9 ב' כולל גם פדיונות ורכישות לתיק בנק ישראל, הוא שונה מהנתון המופיע כאן.
(2) 1977 – באיגרות חוב צמודות למדד ובכריה (הצמדה ריבית); מ' 1978 – גם איגרות הבכריה הכפולה (הצמדה למדד לדולר).

לוח ח' 15'
שיעורי תשואה ריאליים ממוצעים לפדיון נטו של איגרות חוב לפי חודשים, 1979 עד 1980

שנים לפירעון	צמודות מדד		נסחרות במטבע חוץ
	6 – 4	10 – 8	5
(אחוזים)			
1979	מאי	1.4	2.7
	יוני	0.9	2.5
	יולי	0.3	2.2
	אוגוסט	1.0	2.0
	ספטמבר	2.5	2.8
	אוקטובר	3.4	3.2
	נובמבר	3.6	3.2
1980	דצמבר	3.6	3.5
	ינואר	3.6	3.3
	פברואר	3.6	3.5
	מארס	2.3	2.7
	אפריל	1.7	2.3
	מאי	1.8	2.5
	יוני	1.8	2.6
	יולי	2.0	2.6
	אוגוסט	1.4	1.8
	ספטמבר	2.5	2.6
	אוקטובר	3.3	2.9
	נובמבר	2.5	1.9
	דצמבר	1.8	1.7

הערות:

- (1) התשואה המוצגת בלוח זה היא ממוצע לנחוני סוף שבוע לאיגרות חוב ממשלתיות.
(2) התשואה חושבה על פי מדד המחירים שהיה בפועל.
(3) את איגרות החוב, הנסחרות במטבע חוץ, מייצגות איגרות של הוללים.
(4) התשואה לנסחרות במטבע חוץ – כמנחי דולר, אם צופים פיתוח ריאלי בן 10 אחוזים, לדוגמה, הרי התשואה הריאלית הצפויה לנסחרות במטבע חוץ היא 7 אחוזים במקום 5 אחוזים כמנחי דולר, אם צופים ייסוף ריאלי בן 10 אחוזים תהיה התשואה 3 אחוזים.
(5) התשואה לפידיון לאיגרות חוב המונפקות במקור הצמודות למדד בשיעור 80 אחוזים היתה 2.3 (1.9) אחוזים כהנחה של עליית מחירים שנתית ממוצעת עד הפדיון בשיעור 30 (80) אחוזים. התשואה לפידיון לאיגרות חוב המונפקות עתה במקור, הצמודות כמלואן למדד היא 1.9 אחוזים.

לוח ח' 16 ב'
נכסי קרנות הנאמנות והרכבן, הנפקות נטו, התשואה של קרנות הנאמנות, 1980

מיון הקרנות לפי התמחותן ¹	הרכב תיק הנכסים ² 31.12.1980			נכסים בערך השוק (סוף השנה)		הנפקות נטו ³		שיעור תשואה משוקלל בערך השוק של הקרנות, 1980			סטיית תקן של שיעור התשואה החודשי הריאלי 1980 ⁴
	צמודות מדד וברירה		מניות במטבע ישראלי	1979	1980	ינואר- יוני	יולי- דצמבר	1980	ינואר- יוני	יולי- דצמבר	
	מט"ח	מט"ח									
(מיליון שקלים)											
(אחוזים)											
1. מתמחה מדד	88.4	4.5	7.1	1,925	7,070	405	344	749	57.8	64.4	5.6
2. מתמחה מט"ח	5.7	92.1	2.2	188	236	33	89	122	47.7	42.5	6.8
3. מתמחה מניות											
4. זוגית מניות — מט"ח	3.4	5.2	91.3	23	742	131	289	420	151.7	135.8	21.4
5. זוגית מט"ח — מדד	59.3	33.5	7.2	712	1,270	125	244	119	51.0	56.8	5.5
6. זוגית מניות — מדד	38.1	5.8	56.1	154	550	14	894	908	108.7	106.4	15.2
7. מעורבת מוטה מדד	53.9	21.1	25.0	1,090	1,235	146	88	234	65.7	69.1	7.2
8. מעורבת מוטה מט"ח	6.1	77.9	16.0	50	52	20	8	12	55.4	53.6	6.0
9. מעורבת מוטה מניות	33.0	7.7	59.3	14	409	39	89	128	91.5	112.3	16.2
10. מעורבת טהורה	46.0	17.4	36.6	151	491	12	68	80	75.6	81.4	9.9
11. קרן נזילה	50.5	9.1	40.4	—	1,587	—	228	228	—	—	—
12. סך כל הקרנות	66.6	11.7	21.7	4,307	13,642	293	1,835	2,128	69.8	72.2	7.6

1. קרן "מתמחה" בהשקעה בנכס, אם משקלו בנכסיה לפחות 75 אחוזים. קרן "זוגית" אם משקל זוג נכסים הוא לפחות 80 אחוזים. ולפחות 30 אחוזים בכל נכס. קרן "מעורבת מוטה" בהשקעה בנכס אם משקיעה בו לפחות 50 אחוזים מנכסיה. קרן "נזילה" אם תעודותיה נקנות ומכרות במחיר אחד. קרן שלא נכללה במיונים לעיל היא "מעורבת טהורה". המיון — על פי הרכב ההשקעה הממוצע ב-18 החודשים האחרונים.
2. אינו מסתכם ל-100 אחוזים. מאחר שמוזמנים אינם מוצגים כאן, ובשל הפרשי עיגול מספרים.
3. הנפקות נטו — יחידות חדשות מצד הקרנות. בניכוי פיקדונות. על בסיס מוזמן.
4. סטיית התקן היא מדד לסיכון ההון. הנובע מן התנודות התלת-חודשיות בתשואה הריאלית לתעודת השתתפות בקרן בשמונה עשר החודשים האחרונים. הנתון אינו כר"השוואה לסטיית התקן של נכסים פיננסיים אחרים. המוצגת בלוח ח' 11, המבטאת תנודות חודשיות (ולא תלת חודשיות) בתשואה.
- המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח ח' 17 ב'
תנועת החסכונות במוסדות הגמל¹, 1978 עד 1980

העלייה או הירידה (—) הריאלית ²				
1980	1979	1980	1979	1978
(אחוזים)		(מיליוני שקלים)		
ה פ ק ד ו ת				
11.0	21.1	1,947	778	348
קרן פנסיה				
7.2	2.8	2,886	1,142	636
קרן תגמולים				
9.2	— 0.4	2,316	912	526
מזה: בסקטור הפיננסי				
— 0.1	18.7	570	230	110
בסקטור ההסתדרותי והמפעלי				
0.0	42.9	678	281	114
קרן פיצויים				
29.5	8.4	842	277	145
קרנות אחרות				
10.0	12.3	6,353	2,478	1,243
סך הכול				
מ ש י כ ו ת				
14.0	3.1	1,245	490	265
קרן פנסיה				
— 0.1	10.5	742	324	163
קרן תגמולים				
— 0.1	19.8	585	269	123
מזה: בסקטור הפיננסי				
13.5	— 18.0	157	55	40
בסקטור ההסתדרותי והמפעלי				
1.7	27.3	349	145	63
קרן פיצויים				
35.7	0.5	342	108	58
קרנות אחרות				
9.8	7.8	2,678	1,067	549
סך הכול				
צ ב י ר ה נ ט ו				
5.6	76.1	702	288	83
קרן פנסיה				
10.4	0.2	2,144	818	473
קרן תגמולים				
14.5	— 6.7	1,731	643	403
מזה: בסקטור הפיננסי				
— 0.1	40.7	413	175	70
בסקטור ההסתדרותי והמפעלי				
— 0.1	63.1	329	136	51
קרן פיצויים				
25.7	13.8	500	169	87
קרנות אחרות				
10.1	15.8	3,675	1,411	694
סך הכול				

(1) מיון קופות הגמל נעזר לפי חלוקה פונקציונלית של הקרנות, ולא לפי חלוקה מוסדית של הקרפות המנהלות יותר מקרן אחת.
 (2) חושב לפי נתונים חצי שנתיים, במחירים קבועים.
 המקור: לשנים 1978, 1980 — עיבודים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; לשנת 1979 — נתוני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' 18 ב'
מאזן סקטור מוסדות הגמל, 1978 עד 1980¹

חלקם של הסעיפים בסך כל המאזן						
1980	1979	1978	1980	1979	1978	
(אחוזים)			(מיליוני שקלים)			
נכסים						
95.2	96.2	94.8	65,618	23,025	10,306	ניירות ערך
0.5	1.0	1.6	325	244	177	הלוואות לחברים ²
2.0	0.5	1.4	1,373	120	155	פיקדונות והלוואות אחרות
1.1	0.7	0.7	737	160	78	רכוש קבוע
0.3	0.4	0.4	239	99	43	חוב המעביד
חייבי ריבית והצמדה ונכסים						
0.9	1.2	1.1	639	290	110	שוטפים אחרים
100	100	100	68,931	23,938	10,869	סך כל הנכסים
התחייבויות						
37.5	40.1	41.3	25,853	9,592	4,486	קרן פנסיה
49.2	46.2	45.3	33,939	11,065	4,921	קרן תגמולים והשתלמויות
קרנות פיצויים, סוציאליות						
8.6	10.0	10.3	5,945	2,407	1,116	ואחרות
0.1	0.1	0.2	16	14	26	עתודות וקרנות אחרות
3.1	3.2	2.4	2,142	764	264	קרן עזר ויתרות רווח
1.5	0.4	0.5	1,036	96	56	התחייבויות שוטפות
100	100	100	68,931	23,938	10,869	סך כל ההתחייבויות

(1) הפרשי הצמדה צורפו לסעיפים המתאימים שבמאזן.

(2) במישרין, באמצעות בנקים ובאמצעות מוסדות כספיים.

המקור: 1978, 1980 — הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. 1979 — מחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח ח' - 19 ב'
גיוס והקצאת מקורות של סקטור קרפות הגמל, 1978 עד 1980
(מיליוני שקלים)

תקבולים	1978	1979	1980	תשלומים	1978	1979	1980
הפקדת חסכוניות נטו ¹	694	1,411	3,675	העברת מקורות נטו ²	616	1,184	3,086
				מתן אשראי לזמן	107	169	335
				בינוני וארוך			
				אשראי נטו לתקופה	15	40	— 27
				עד שנתיים			
				השינוי נטו בשימושים	— 10	31	— 309
				קצרי מועד אחרים ³			
פירעון הלוואות				עודף הוצאות על הכנסות			
לזמן בינוני וארוך	90	112	177	ורכישת נכסים ריאליים נטו	56	99	149
סך כל המקורות	784	1,523	3,852	סך כל השימושים	784	1,523	3,852

(1) נטו מתשלומים לחברים, ובהנחה, שהפרשות לקרנות פיצויים גם הן חסכוניות 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 וסעיפי התאמה.
 המקור: לשנים 1978 ו-1980 — עיבודים מתוך נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; לשנת 1979 — אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' - 20 ב'
התקבולים, התשלומים והצבירה בביטוח חיים בישראל¹, 1978 עד 1980
(מיליוני שקלים)

	1978	1979 ²	1980
1. תקבולים			
א. פרמיות	224	421	955
ב. ריבית	58	115	336
סך כל התקבולים	282	536	1,291
2. תשלומים			
א. תשלום תביעות המבוטחים	77	131	319
ב. דמי עמילות	37	62	150
ג. הוצאות שוטפות אחרות	36	72	176
ד. הרווח הגולמי של חברות הביטוח ³	26	38	85
סך כל התשלומים	176	303	730
3. עודף תקבולים על תשלומים [(1) - (2)]	106	233	561
4. רווחי הון מהשקעות קרנות ביטוח חיים	303	777	2,718
5. הצבירה [(3) + (4)]	409	1,010	3,279

(1) כולל חברות ביטוח ישראליות, זרות ומורשי "לויס", לפני ניכוי ביטוח משנה בחו"ל וניכוי ביטוח משנה בישראל.
 (2) נתונים מתוקנים.
 (3) לרבות חלקם של מבטחי המבנה בחו"ל ברווחים.
 המקור: עיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל, על פי "סקר עסקי ביטוח בישראל 1978, 1979", הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, וסקר מוקדם של עסקי הביטוח 1980, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח ח' 21ב'
תקבולי הפרמיות מביטוח כללי בישראל¹, 1978 עד 1980

1980	1979 ²	1978	
2,770	(מיליוני שקלים) 1,241	597	פרמיות בביטוח כללי ³
(956)	(489)	(246)	מזה: ביטוח רכב
(1,814)	(752)	(351)	ביטוחים אחרים
העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת (באחוזים)			
123.2	108.0	64.0	הביטוח הכללי
(95.5)	(98.6)	(67.0)	מזה: ביטוחי רכב
(141.2)	(114.5)	(61.0)	ביטוחים אחרים

- (1) בידי חברות ביטוח ישראליות, חברות ביטוח זרות ומורשי "ליוס", כולל דמי רישום, לרכות ביטוח ימי, ולמעט ביטוח משנה בישראל.
(2) נתונים מתוקנים.
(3) כולל הכנסות דמי רישום, דמי פוליסה, דמי גבייה ותשלומים אחרים, הנגבים מהמבוטחים.
המקור: עיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל, על פי סקרים של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח ח' 22ב'

הנכסים וההתחייבויות של חברות הביטוח הישראליות, 1978 עד 1980

1980	1979 ¹	1978	1980	1979 ¹	1978	
(אחוזים)			(מיליוני שקלים)			
נכסים						
66.3	61.4	60.4	6,273	2,372	1,209	איגרות חוב ממשלתיות או בערכות הממשלה
1.4	1.4	1.5	136	54	30	ניירות ערך אחרים
1.0	1.0	1.0	92	38	19	הלוואות כנגד פוליסות
4.0	5.3	7.4	376	206	149	הלוואות אחרות
1.5	2.0	1.6	145	76	33	פיקדונות לזמן קצוב
3.3	3.6	5.1	312	140	101	נכסים דלא ניידים והשקעות בחברות עזר
9.0	10.5	8.3	851	406	165	פרמיה לגבייה
7.7	9.0	8.5	732	346	171	חייבים שונים
5.8	5.8	6.2	548	223	124	מזומנים ופיקדונות עו"ש
100	100	100	9,465	3,861	2,001	סך כל הנכסים
התחייבויות						
1.5	2.2	3.2	144	84	64	הון נפרע
4.3	4.1	4.9	406	157	99	קרן שמורה ואחרות
53.8	49.4	47.0	5,095	1,907	941	קרן ביטוח חיים (בניכוי ביטוח משנה)
10.7	10.7	10.2	1,012	414	205	קרן ביטוח כללי (בניכוי ביטוח משנה)
2.3	2.5	2.7	217	96	53	קרן ביטוח לסיכונים יוצאים מהכלל
6.9	9.2	8.3	654	356	166	פיקדונות מבטחי משנה
16.8	17.9	18.6	1,584	691	371	תביעות תלויות ומאושרות
3.7	4.0	5.1	353	156	102	התחייבויות שוטפות
100	100	100	9,465	3,861	2,001	סך כל ההתחייבויות

(1) נתונים מתוקנים.
המקור: עיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל, על פי סקרים של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.