

שוקי הכספים וההון

במשך 1994 נרשמה עלייה מתמשכת של הריביות הנומינאליות (הלא-צמודות) על הפיקדונות השקליים והאשראי השקלי, בעקבות העלאת הריבית על ההלוואה המוניטרית ב-7.5 נקודות אחוז. מטרתה של המדיניות המוניטרית שנקטה החל מסוף 1993 ובמשך כל 1994 הייתה להאט את קצב עליית המחירים, בהתאם ליעד שנקבע (8 אחוזים ל-1994 ו-8 עד 11 אחוזים ל-1995), תוך צמצום ההרחבה המוניטרית שהייתה במחצית השנייה של 1993, וחזרה לתוואי מתון יותר של התפתחות המיצרנים והאשראי. עליית הריבית המקומית התבטאה ביבוא הון ניכר למשק, בפרט בסוף השנה, שהשתקף בגידול התחייבויותיו של הציבור לחו"ל. כמו כן גדל חלקם של הנכסים השקליים הלא-צמודים בתיק הנכסים של הציבור, תוך האטה משמעותית בקצב ההתרחבות של אמצעי התשלום. המרות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי במשך 1994 תרמו יותר ממחצית גידולו של בסיס הכסף, שהתרחב בכ-17 אחוזים. ב-1994 בולטת ירידת ערכן של המניות שבידי הציבור, שמחיריהן ירדו בכמחצית, לאחר עליות תלולות בשלוש השנים הקודמות. ערכן של איגרות החוב הסחירות והנכסים במטבע חוץ ירד אף הוא, אמנם בשיעורים מתונים יותר. קצב גידולו של רכוש הציבור הואט ב-1994, ולווה בגידול משקלם של הנכסים הפיסיים.

1. קווי ההתפתחות העיקריים

מגמת הירידה של הריביות הנומינאליות על הנכסים והאשראי השקליים, שאפיינה את השנים האחרונות, התהפכה ב-1994, ובמשך השנה נרשמה עלייה מתמשכת של הריביות הנומינאליות (הלא-צמודות) על הפיקדונות השקליים והאשראי השקלי. זאת בעקבות העלאת הריבית על ההלוואה המוניטרית שמציע בנק ישראל לבנקים במשך 1994 ב-7.5 נקודות אחוז, עד לרמה של 17 אחוזים בסוף השנה¹. מדיניות העלאת הריבית של בנק ישראל ננקטה על רקע ההרחבה המוניטרית במחצית השנייה של 1993 וההתרחקות מיעד האינפלציה שנקבע ל-1994 (8 אחוזים)², ומתוך רצון לעמוד ביעד האינפלציה שנקבע ל-1995 (8 עד 11 אחוזים). עליית הריבית השתקפה בהתרחבות מתונה מאוד — רק כ-5 אחוזים — של אמצעי התשלום במשך 1994. הנכסים השקליים הלא-צמודים³ (M2) המשיכו השנה להתרחב בקצב מהיר; התרחבותו של האשראי החופשי היתה איטית יותר מאשר בשנה הקודמת ורמתה לוו של 1992 (לוח ז'-1).

תהליך עליית הריביות המקומיות, שהחל בסוף 1993 בצעדים מרודים והתעצם בעיקר בחודשים האחרונים של 1994, העלה את התשואה הצפויה של נכסים מקומיים לעומת נכסים זרים, והתבטא ביבוא הון ניכר למשק ובהגדלת חלקם של הנכסים השקליים הלא צמודים בתיק הנכסים של הציבור.

¹ כיוון שהריבית על המכרז המוניטרי משולמת יום יום, העלות האפקטיבית של ההלוואה המוניטרית הנגזרת משיעור ריבית זה היא כ-18.5 אחוזים.

² קצב האינפלציה (על פי מדד המחירים לצרכן) היה ב-1994 14.5 אחוזים, לעומת 11.2 אחוזים ב-1993.

³ להגדרת המיצרנים ראו לוח ז'-1.

בניגוד לשנים הקודמות, המיר הסקטור הפרטי במשך 1994 מטבע חוץ בסך של כ־350 מיליוני דולרים — בעיקר ברכיב הראשון ובחודש האחרון של השנה — ובכך תרם יותר ממחצית גידולו של בסיס הכסף.⁴ במשך השנה התרחב בסיס הכסף בכ־17 אחוזים, שהם כ־0.9 אחוז תוצר. שער החליפין של השקל מול הסל עלה במשך 1994 בכ־5.4 אחוזים (לוח ז'–4), שיעור שאינו חורג במידה משמעותית משיפוע רצועת שער החליפין, אשר נקבע ביולי 1993 בשיעור שנתי של 6 אחוזים. התפתחות שער החליפין במשך השנה תאמה בדרך כלל את תנאי הביקוש וההיצע בשוק זה, ומשקפת ציפיות לשינוי שער החליפין שאינן חורגות מאלו הנגזרות משיפוע הרצועה. שיעור השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר היה במשך 1994 רק כשני אחוזים.⁵

המרות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי משתקפות גם ברכיביו של מימון גירעון הממשלה. הגירעון התקציבי של הממשלה (על בסיס קופה) היה ב־1994 2.1 אחוזי תוצר, לעומת 3.1 אחוזי תוצר ב־1993 ו־4.1 אחוזי תוצר ב־1992 (לוח ז'–7). ירידת הגירעון המקומי של הממשלה ב־1994 נבעה מאי שינוי בצד הוצאות הממשלה ועלייה של ההכנסות (במונחי תוצר), כתוצאה מגביית מסים מעבר למתוכנן; גודלו של הגירעון תואם את המגבלות שנקבעו בחוק להפחתת הגירעון, וב־1994 הוא היה נמוך במעט מהחסם המותר (3 אחוזי תוצר). ב־1994, בניגוד לשנים הקודמות, לא תרם שוק מטבע חוץ למימון הגירעון המקומי, כי הסקטור הפרטי המיר מטבע חוץ במשך השנה; השינוי בבסיס הכסף וגיוס הון באמצעות בנק ישראל מימנו את עיקר הגירעון (ראו הערה 5 בלוח ז'–7). המימון המקומי מהציבור באמצעות גיוס הון נטו של הממשלה והפרטה הצטמצם מאוד לעומת השנים הקודמות, כתוצאה מפדיון נטו של איגרות חוב שבידי הציבור והאטה משמעותית במכירת חברות ממשלתיות, והיה כחצי אחוז תוצר. אף שגיוס ההון על ידי הממשלה באמצעות איגרות חוב היה קטן במידה ניכרת מהיקפו בשנים הקודמות, עלתה התשואה של איגרות החוב במידה מתונה. התשואה לפדיון (ברוטו) על איגרות חוב ל־10 שנים היתה ב־1994 בממוצע 3.2 אחוזים, לעומת 2.9 ב־1993 ו־2.6 ב־1992. נראה שהעדר שינוי משמעותי בתשואה על איגרות חוב מתיישב עם הצירוף של הקטנת ההיצע של איגרות חוב על ידי הממשלה וירידת החיסכון הפרטי ב־1994, שפעלה להקטנת הביקוש לאיגרות חוב. להבדיל מרוב המיצרפים המוניטריים, שעלו השנה, ירד ערכם הריאלי של הנכסים הפיננסיים האחרים — מניות, איגרות חוב ונכסים במטבע חוץ. זאת משום ששיעורי הירידה של מחיריהם היו גדולים מהתרחבות הכמויות. תופעה זו בלטה במניות, שמחיריהן ירדו בכמחצית, לאחר עליות תלולות בשלוש השנים הקודמות. מחירי הנכסים במטבע חוץ ירדו בעיקר בשל השינוי האיטי יחסית בשער השקל. ירדו גם מחירי איגרות החוב, אמנם בשיעורים קטנים יותר, במקביל לעליית שיעורי הריבית השנה.

⁴ כדוח הקודם תואר בהרחבה הרכב השינוי ביתרות הסקטור הפרטי והגורמים המשפיעים עליו, והודגש הצורך להבחין בין שינויים הנובעים מרכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי ושינויים כתוצאה מתנועות הבנקים במטבע חוץ בבנק ישראל. פירוט נוסף ראו בפרק ו', סעיף תנועות ההון.

⁵ הפער בין התנהגות הסל להתנהגות הדולר נובע מהיחלשותו של הדולר כלפי שאר המטבעות בעולם, ואינו תלוי כלל בביקוש המקומי למטבע חוץ. שער החליפין של השקל מול המארק הגרמני עלה במשך 1994 ביותר מ־10 אחוזים.

⁶ מימון הגירעון מתייחס לגירעון המקומי של הממשלה (על בסיס קופה) הכולל גם את הסוכנות שאינה קשורה בתקציב. גודלו ב־1994 כ־6 מיליארדי ש"ח, שהם כ־2.7 אחוזי תוצר (לוח ז'–7).

⁷ בהמשך פרק זה "ריאלית" משמעותה בניכוי במדד המחירים לצרכן, אלא אם כן צוין אחרת.

לוח ז' - 1

שיעורי השינוי במיצרנים נבחרים של נכסים פיננסיים ואשראי, 1991 עד 1994
(אחוזים, מונחים שנתיים)

מיצרפי האשראי			מיצרפי הנכסים					בסיס הכסף		
סך כל האשראי החופשי	סך כל האשראי החופשי במט"ח	סל כל האשראי החופשי במט"י	M3	M2	M2*	M2**	M1			
היתרה לסוף התקופה ²										
31	29	31	35	27	20	21	15	12		1991
32	14	36	28	29	34	25	36	30		1992
34	6	39	20	31	37	47	28	33		1993
32	24	33	31	38	37	37	5	17		1994
15	33	11	19	23	30	33	69	26	I	1992
23	6	27	20	-1	2	2	25	24	II	1992
24	-11	33	35	57	52	39	35	40	III	1992
75	33	84	39	45	58	31	19	31	IV	1992
44	2	52	-14	-12	-9	18	1	6	I	1993
25	8	28	8	27	29	31	14	18	II	1993
50	9	56	101	151	183	63	80	154	III	1993
21	4	23	12	6	6	84	29	-2	IV	1993
38	10	42	45	72	75	75	36	27	I	1994
33	39	32	20	21	19	19	-20	5	II	1994
27	14	29	41	49	49	49	44	32	III	1994
29	36	28	20	18	12	12	-22	5	IV	1994
היתרה הממוצעת ²										
36	64	31	30	35	33	33	28	20		1991
27	13	30	33	25	22	20	22	13		1992
45	9	52	25	38	44	31	24	31		1993
28	13	30	26	33	34	53	21	25		1994
13	20	11	57	54	48	45	45	10	I	1992
21	21	21	19	3	10	10	34	26	II	1992
23	-9	31	28	20	15	15	28	26	III	1992
61	22	70	47	72	83	44	23	34	IV	1992
53	13	61	-12	-6	-0	18	19	19	I	1993
40	2	46	17	34	38	24	5	26	II	1993
38	13	42	62	95	111	52	45	65	III	1993
66	4	76	101	146	168	75	48	67	IV	1993
-2	4	-3	-20	-30	-33	78	28	-6	I	1994
32	29	32	27	37	38	38	-10	19	II	1994
28	18	30	39	43	42	42	36	29	III	1994
30	35	29	18	17	13	13	-18	8	IV	1994

M1 — מומנים ופיקדונות ע"ש.

M2** — M1 ועוד פיקדונות שקליים נושאי ריבית (פח"ק ופז"ק).

M2* — M2** ועוד פיקדון אחר.

M2 — M2* ועוד מילווה קצר מועד (מק"ם).

M3 — M2 ועוד פיקדונות במט"ח וצמודים לו לזמן קצר ובינוני (פת"ם, פצ"ם, פמ"ח ופיקדונות לאתושב של תושבים מקומיים).

(1) החל מסוף 1992 נכלל האשראי מפמ"לה באשראי החופשי, שיעורי השינוי ב-1993 אינם כוללים את הגידול באשראי הנובע משינוי זה.

(2) הסעיף "היתרה הממוצעת" מראה שיעור שינוי בין הרמה הממוצעת בתקופה המסומנת לבין הרמה הממוצעת בתקופה הקודמת; הסעיף "היתרה לסוף התקופה" מראה את שיעור השינוי בין החודש האחרון של התקופה המסומנת לבין החודש האחרון של התקופה הקודמת. הנתונים החודשיים מחושבים כממוצע של נתונים שבועיים עד 1991 וכממוצע של נתונים יומיים החל מ-1992.

לוח ז' - 2

נכסים של הציבור¹ בבנקים ובבנק ישראל, איגרות חוב ומניות, 1990 עד 1994

נכסים שקליים לא-צמודים	פיקדונות במט"ח או צמודים לו לזמן קצר	פת"ם פיצויים	תכניות חיסכון פקצ"ם ופמל"ה ²	סך כל הנכסים בבנקים ובכ"י	איגרות חוב ממשלתיות סחירות	איגרות חוב מיועדות ³	איגרות חוב פרטיות סחירות	מניות חופשיות ⁴	סך כל הנכסים המקומיים	סך כל הנכסים המקומיים למעט מניות ואג"ח פרטיות סחירות
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
היתרה לסוף התקופה (מיליוני ש"ח)										
1990	23,368	10,186	8,572	43,814	85,940	33,253	52,180	7,099	16,974	171,373
1991	29,409	12,463	10,052	49,483	101,407	45,834	61,374	8,212	29,778	208,615
1992	35,523	17,115	12,103	50,802	115,543	58,822	66,939	10,504	71,405	241,304
⁵ 1992	35,796	17,537	12,269	51,316	116,918	58,176	66,545	9,604	71,405	241,639
1993	50,582	19,581	12,986	56,760	139,908	61,693	75,817	10,034	133,041	277,418
1994	68,069	22,765	14,495	68,636	173,964	64,828	88,695	9,251	82,616	327,487
שיעור השינוי הנומינלי במהלך התקופה										
1991	25.8	22.4	17.3	12.9	18.0	37.8	17.6	15.7	75.4	21.7
1992	20.8	37.3	20.4	2.7	13.9	28.3	9.1	27.9	139.8	15.7
1993	41.3	11.7	5.9	10.6	19.7	6.0	13.9	4.5	86.3	14.8
1994	34.6	16.3	11.6	20.9	24.3	5.1	17.0	-7.8	-37.9	18.0
שיעור השינוי הריאלי במהלך התקופה										
1991	6.6	3.7	-0.7	-4.3	-0.0	16.8	-0.4	-2.0	48.6	3.1
1992	10.4	25.6	10.1	-6.1	4.2	17.3	-0.3	17.0	119.2	5.8
1993	27.0	0.4	-4.9	-0.6	7.6	-4.7	2.4	-6.1	67.5	3.2
1994	17.6	1.6	-2.5	5.7	8.6	-8.2	2.2	-19.4	-45.7	3.1
שיעור השינוי הריאלי ביתרה הממוצעת										
1991	12.6	-1.7	-0.7	-5.8	-0.4	5.7	0.4	-0.5	41.7	1.1
1992	10.2	11.4	5.3	-4.5	2.4	16.6	0.5	6.2	66.9	4.8
1993	16.2	12.6	2.1	-4.8	4.4	1.0	1.7	4.5	69.8	2.8
1994	27.7	-0.6	-1.6	1.8	9.4	-3.0	1.3	-9.9	-6.1	4.3

- (1) הציבור אינו כולל את הממשלה, בנק ישראל והבנקים המסחריים.
- (2) פיקדונות של הציבור למתן הלוואות בניכוי אשראי לממשלה מפמל"ה. (ניכוי זה משקף את ההנחה שעיקרו של אשראי זה מכוסה באיגרות חוב מיועדות).
- (3) איגרות חוב שבידי קופות גמל, קרנות השתלמות, קופות פנסיה ותכניות ביטוח חיים (מרביתן ממשלתיות).
- (4) אינו כולל את המניות שבידי הממשלה וכולל את המניות שבידי הבנקים.
- (5) בריווח החדש, החל מ־31 בדצמבר 1992, הריבית כלולה ביתרת הפיקדונות.

סך הרכוש של הציבור⁸ — נכסיו הפיסיים והפיננסיים בניכוי התחייבויותיו לסקטור הבנקאי, לממשלה ולחול⁹ — עלה ריאלית בשנת 1994 ב-3.3 אחוזים, לעומת גידול של 7 אחוזים ב-1993. שיעור הגידול של הרכוש בניכוי מדרי המחירים של רכיביו הפיסיים והפיננסיים השונים קטן לעומת 1993, והיה כ-4 אחוזים. זאת בעיקר, כתוצאה מירידת החיסכון הפרטי הנובעת מהירידה של רווחי הפירמות. משקל הנכסים הפיסיים גדל השנה, בהמשך למגמה רב-שנתית, כתוצאה מהצמצום היחסי של החוב הממשלתי המקומי לציבור, המופיע כנכס פיננסי של הציבור.

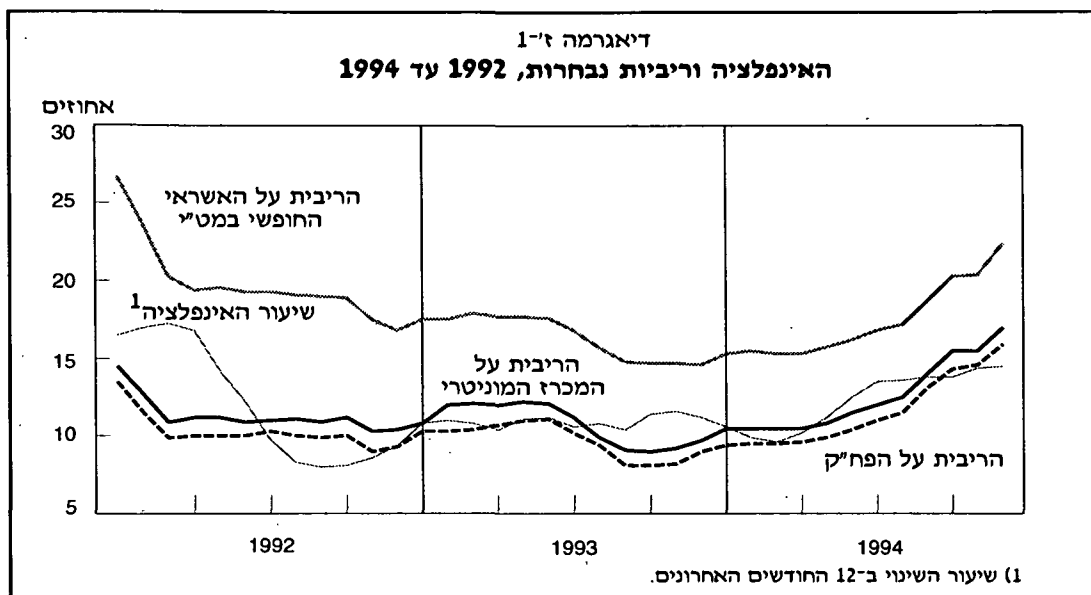
* * *

הורדת הריביות השקליות במחצית השנייה של 1993, לאחר האטה בפעילות הכלכלית בראשית אותה שנה והתמתנות של עליית המחירים, נועדה להתאים כלפי מטה את הריבית הנומינאלית, ולתמוך בפעילות, על רקע ציפיות לצמיחה עתידית — ציפיות שהתחזקו מאוד עם ההתפתחויות בתהליך השלום. ההרחבה המוניטרית בתקופה זו התבטאה בגידול ניכר של מיצרפי הכסף והאשראי, ולוותה בגיאות בפעילות בבורסה ובהתרחבות הביקושים בסוף 1993 ובראשית 1994¹⁰. על רקע התרחבות המיצרפים, ומשהחלה להתברר ההאצה בקצב עליית המחירים, העלה בנק ישראל, החל מסוף שנת 1993, את הריבית על ההלוואה המוניטרית בשיעורים מתונים. לנוכח מדרי המחירים הגבוהים בחודשי האביב והקיץ של 1994, שהעירו על התרחקות מיעד האינפלציה שנקבע לשנה זו, הסכמי שכר חריגים בסקטור הציבורי, ואינדיקטורים נוספים להמשך התרחבות הביקושים במשק, ומתוך רצון לעמוד ביעד האינפלציה שנקבע ל-1995 (8 עד 11 אחוזים) — נקט בנק ישראל ברביע האחרון של 1994 צעדים נמרצים יותר, והעלה את הריבית בתקופה זו בשיעור מצטבר של כ-5 אחוזים (דיאגרמה 1-1).

מטרתה של המדיניות המוניטרית שנקטה החל מסוף 1993 ובמשך כל 1994 היתה להאט את קצב עליית המחירים, בהתאם ליעד שנקבע, תוך תיקון ההרחבה המוניטרית הניכרת במחצית השנייה של 1993, וחזרה לתוואי מתון יותר של התפתחות המיצרפים והאשראי; ואולם נראה, כי העלאת הריבית בתשעת החודשים הראשונים של השנה לא התבטאה בדיעבד בעלייה של הריבית הריאלית. בסיס הכסף ו-M1 המשיכו להתרחב בתקופה זו, וכן גם M2 והאשראי החופשי, אם כי בקצב איטי יותר מאשר בסוף 1993. נראה שבראשית 1994, לאחר ההתרחבות הניכרת של המיצרפים במחצית השנייה של 1993, היתה העלאת הריבית מرسנת יחסית לרמה הנמוכה ששררה בספטמבר ואוקטובר 1993; ההעלאות המתונות של הריבית בחודשים שלאחר מכן, בשיעור של מחצית האחוז בכל פעם, לוו בהתאמת הציפיות לאינפלציה כלפי מעלה, כך שבדיעבד ביטאה העלאת הריבית הנומינאלית התאמה להאצת עליית המחירים. השפעתה של המדיניות המוניטרית בשלושת החודשים האחרונים של 1994 היתה ברורה יותר מאשר בחודשים הקודמים של השנה והיא משתקפת בעיקר בצמצום כמות אמצעי התשלום, בהצטמצמות האשראי הלא-צמוד, תוך מעבר לאשראי צמוד למטבע חוץ, ובהמרות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי. התגובה של המחירים והפעילות לשינויים בריבית ובכמות הכסף אינה מיידית,

⁸ הרכוש הפיננסי אינו כולל מניות שבידי הציבור (למעט מניות בנקאיות) וכולל רק התחייבויות של הסקטור הבנקאי, הממשלתי וחול⁹ כלפיו, בעוד שהמניות מהוות התחייבות של הפירמות למשקי הבית. מסיבה זו ירדת מחירי המניות אינה משתקפת בערכו של רכוש הציבור. לפירוט בנושא הנכסים הפיננסיים והרכוש ראו סעיף 4 לפרק זה.

⁹ ראו פרק ב'.



ולכן עדיין מוקדם לקבוע את מידת השפעתם של צעדי המדיניות המוניטרית על יעדים אלו. עם זאת, ניתן לראות סימנים ראשונים להתמתנותן של הציפיות לאינפלציה¹⁰ בסוף השנה, והתמתנותן של קצב עליית המחירים בחודשיים הראשונים של 1995.

יכולת השימוש בריבית, במסגרת משטר שער החליפין הנוכחי, מוגבלת לתחום שבו לא נוצר לאורך זמן חוסר שיווי משקל משמעותי בתנועות ההון. כשהתשואה הצפויה של נכסים מקומיים גבוהה מזו של נכסים זרים (הריבית בחו"ל בתוספת הציפיות לשינוי שער החליפין), נוצר עודף היצע של נכסים זרים לתוך המשק. כך, בסוף 1994, לאחר העלאת הריבית ב-1.5 אחוזים בדצמבר, התבטא פער התשואות שנוצר ביבוא הון ניכר של הסקטור הפרטי, התפתחות שכשלעצמה, היתה עשויה להביא לגידול כמות הכסף, משום שהיצע מטבע החוץ נרכש על ידי בנק ישראל תוך שינוי מועט בשער החליפין. כדי למנוע הרחבה מוניטרית, ולשמור על רמתה של הריבית המקומית, קיזז בנק ישראל גידול זה באמצעות צמצום ההלוואה המוניטרית. ככל שנמשך תהליך זה, היכולת לקיזוז כזה הולכת וקטנה; יתר על כן, החלפת מקורות מקומיים לאשראי במקורות מחו"ל מקטינה את משקלה של הריבית המקומית בעלות האשראי הממוצעת העומדת בפני המשק, ולכן — גם את יכולתה של מדיניות הריבית, בהנתן משטר שער החליפין, לפעול להאטת קצב עליית המחירים. ייתכן שמידתה הנמוכה יחסית של תנודתיות שער החליפין בפועל בתוך הרצועה צמצמה את הסיכון הצפוי הכרוך ביבוא הון, ותרמה לגידולו בסוף 1994.

בראשית שנות התשעים, על רקע גל העלייה, כשהתעסוקה והפעילות עמדו בראש יעדיו של המשק, פעלה המדיניות המוניטרית במסגרת שבה התפתחות שער החליפין ברצועת נידור, היתה מרכיב מרכזי בקביעת תוואי התפתחות המחירים בהתאם ליעד שנקבע, והריבית נקבעה ברמה נמוכה ככל שניתן בלי שתפגע יציבותו של משטר שער החליפין. התרחבות הפעילות הכלכלית בתקופה האחרונה, תוך

¹⁰ על פי ציפיות הנגזרות משוק ההון (ראו גם פרק ג').

לוח ז' - 3

שיעורי הריבית האפקטיבית על סוגים שונים של אשראי ושל נכסי הציבור, 1991 עד 1994
(אחוזים, מונחים שנתיים)

נכסי הציבור				האשראי לציבור לטווח קצר						
פער הריביות במגזר השקלי ⁴	התשואה הריאלית לפדיון על איגרות חוב ממשלתיות ³		התשואה לפדיון על מק"ם לחודש	תפ"ס פח"ק	העלות בהלוואה המוניטרית	יורר דולר לשלושה חודשים ²	סך האשראי במטבע ישראלי ¹	האשראי לזמן קצוב במט"י	האשראי במסגרת חח"ד	
	10 שנים ³	5 שנים ³								
17.0			14.9	12.9	15.3	5.7	26.4	22.3	29.9	א. הריבית הנומינלית
11.7			12.2	10.3	11.9	3.7	19.9	17.6	22.0	1991
8.4			11.4	9.7	11.3	3.1	16.4	15.0	18.1	1992
8.2			13.3	11.6	13.4	4.7	17.4	15.6	19.8	1993
8.9			12.4	10.4	12.2	3.1	17.6	16.1	19.2	1994
8.6			12.5	10.9	12.8	3.1	17.7	16.0	19.5	I 1993
8.1			10.4	9.2	10.5	3.1	15.7	14.3	17.3	II 1993
8.0			10.3	8.4	9.8	3.3	14.7	13.4	16.5	III 1993
8.0			10.2	9.5	11.0	3.5	15.4	13.8	17.5	IV 1993
7.9			11.2	10.0	11.5	4.4	15.7	14.1	17.9	I 1994
8.2			13.4	11.8	13.7	4.9	17.5	15.8	20.0	II 1994
8.9			18.4	15.0	17.3	5.9	21.0	19.0	23.8	III 1994
ב. הריבית הריאלית בדיעבד ¹										
14.4	3.0	2.1	-2.6	-4.3	-2.3	1.8	7.1	3.7	10.0	1991
10.7	2.6	2.3	2.6	0.9	2.3	10.9	9.6	7.5	11.5	1992
7.5	2.9	2.8	0.1	-1.4	0.1	2.1	4.6	3.3	6.2	1993
7.2	3.2	2.9	-1.0	-2.5	-1.0	-6.9	2.5	1.0	4.7	1994
7.6	2.2	2.1	-3.2	-5.0	-3.4	1.1	1.2	-0.1	2.6	I 1993
7.9	3.3	3.2	4.1	2.7	4.4	-7.6	8.9	7.4	10.6	II 1993
7.4	3.4	3.3	1.7	0.6	1.8	7.9	6.6	5.3	8.0	III 1993
7.1	2.8	2.5	-1.9	-3.5	-2.4	7.7	2.0	0.9	3.6	IV 1993
7.3	2.9	2.8	0.6	-0.0	1.4	-5.6	5.3	3.8	7.2	I 1994
6.6	3.3	3.0	-7.0	-8.0	-6.8	-3.5	-3.3	-4.6	-1.4	II 1994
7.2	3.2	2.6	-0.4	-1.8	-0.2	-10.8	3.2	1.6	5.4	III 1994
7.7	3.5	3.2	3.0	-0.0	2.1	-7.4	5.3	3.5	7.7	IV 1994

- (1) ממוצע משוקלל לפי כמות האשראי בסוגים השונים (חח"ד וזמן קצוב).
- (2) הריבית הנומינלית היא במונחי דולרים. הריבית הריאלית מחושבת על סמך השינויים בשער החליפין של הדולר ובמדד המחירים לצרכן.
- (3) התשואה לפדיון ברוטו בשוק המשני. (ראה גם התשואה נטו בלוח ז'-10).
- (4) הפער בין ריבית החח"ד לריבית הפח"ק.
- (5) הריביות הריאליות בדיעבד מחושבות לפי הריביות הנומינליות בניכוי שיעור השינוי במדד המחירים לצרכן לאותה תקופה.

לוח ז' - 4

שערי חליפין ומחירים נבחרים, 1990 עד 1994

שיעור השינוי במונחים שנתיים

שיעור התשואה הכולל על איגרות החוב (1)	שיעור התשואה על המניות ² (2)	מחירי הדירות ¹ (3)	שער השקל ביחס לדולר (4)	שער השקל ביחס לסל המטבעות (5)	מדר המחירים לצרכן (6)	
בממוצע תקופתי						
18.7	43.1	34.5	5.2	10.6	17.2	1990
14.7	58.1	30.1	13.0	12.3	19.0	1991
16.6	56.1	10.0	7.9	10.2	11.9	1992
8.3	49.9	21.5	15.1	12.1	10.9	1993
12.2	-10.4	28.1	6.4	7.8	12.3	1994
23.8	68.9	-0.4	-2.6	-1.8	5.9	I 1992
1.9	52.9	20.2	15.8	17.0	12.2	II
11.5	89.5	5.3	2.3	18.9	6.7	III
17.5	100.4	30.6	31.1	13.0	10.0	IV
6.7	37.9	36.6	29.6	19.5	14.6	I 1993
-4.2	17.2	5.3	-6.0	-1.1	12.4	II
11.5	16.4	21.6	14.9	9.8	5.6	III
23.9	114.0	26.2	13.1	11.6	13.4	IV
9.0	-21.8	46.9	6.0	3.6	9.0	I 1994
9.1	-61.5	28.1	5.6	11.7	17.7	II
20.0	-19.2	20.6	1.3	11.3	14.8	III
6.1	-25.4	16.1	-1.1	1.2	15.5	IV
במהלך התקופה						
10.7	16.9		3.7	11.1	17.6	1990
17.3	62.7		13.7	11.6	18.0	1991
17.6	91.9		16.9	14.9	9.4	1992
9.0	40.9		10.1	8.0	11.2	1993
9.2	-38.5		1.8	5.4	14.5	1994
13.1	123.8		17.2	6.2	10.4	I 1992
20.9	87.5		8.9	20.7	6.3	II
17.1	90.8		-0.8	10.8	11.7	III
19.4	69.4		47.8	22.7	9.1	IV
-2.7	33.0		13.9	7.8	16.2	I 1993
-0.8	1.0		-3.2	0.3	8.0	II
19.9	82.4		13.6	15.6	8.6	III
22.2	60.9		17.2	9.0	12.4	IV
1.6	-56.8		-0.1	2.3	9.6	I 1994
11.6	-73.6		10.5	17.1	19.6	II
23.1	88.4		-3.1	4.6	13.9	III
1.8	-33.3		0.5	-1.7	15.0	IV

(1) מחירי הדירות בבעלות — על פי סקר הדירות של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

(2) עד אוקטובר 1991 — אינו כולל את המניות הבנקאיות שבהסדר.

צמצום ניכר של האבטלה¹¹, ועמה האצה של עליית המחירים וחריגה של קצב האינפלציה ב־1994 מהיעד שהוצב (8 אחוזים), הביאו לכך שבמדיניות הריבית הושם דגש גדול יותר על שמירת האינפלציה במסגרת היעד שנקבע. משטר שער החליפין קובע תוואי להתפתחות המחירים בטווח הבינוני, אך כשנוצרים לחצים לעליית מחירים, צריכה המדיניות המוניטרית להגיב, כדי להחיש את ההתכנסות בחזרה לתוואי ארוך הטווח, וכדי למנוע גלישה של עליית המחירים לקצב אינפלציה פרמננטי גבוה יותר. תגובה כזאת של המדיניות המוניטרית כפי שבוצעה השנה, היתה דרושה במיוחד על רקע המדיניות הפיסקאלית בשנה האחרונה, שאמנם שמרה על גירעון קטן בתקציב הממשלה, אך הרכבו ובפרט הסכמי השכר המפליגים שנחתמו במהלך השנה, תרמו להגדלת הביקושים.

2. המדיניות המוניטרית וההתפתחויות המוניטריות

יעדיה העיקריים של המדיניות המוניטרית הם חתירה ליציבות מחירים ותמיכה בצמיחה בת קיימא, תוך תשומת לב להתפתחויות במאזן התשלומים ובפרט לרמה נאותה של יתרות מטבע החוץ. הרגש הניתן במדיניות השוטפת לכל אחד מיעדים אלו משתנה, בהתאם למצב המשק ולהתפתחויות הצפויות בצד הריאלי והצד הנומינאלי. הקשרים בין הגדלים המוניטריים — הריביות, כמות הכסף ושער החליפין — והיכולת לנהל מדיניות מוניטרית אפקטיבית תלויים במידת פתיחותו של המשק לתנועות הון ובמשטר שער החליפין השורר בו.

המדיניות המוניטרית בשנים האחרונות מתבססת על התפיסה שהתפתחות שער החליפין על פני זמן משפיעה במידה רבה על התפתחות רמת המחירים במשק¹², ולכן למסלולו של שער החליפין יש משקל נכבד בקביעת תוואי האינפלציה. משטר שער החליפין מול סל המטבעות במסגרת רצועת ניוד אלכסונית (החל מדצמבר 1991¹³) הקובע תוואי ידוע מראש להתפתחותו הממוצעת של שער החליפין, מסייע במידה שהוא אמין לייצב את הציפיות לגבי התפתחות שער החליפין בעתיד, ומגדיל את הוודאות; עם זאת, בטווח הקצר מאפשר משטר זה לשער החליפין להגיב, בתחום הרצועה, על שינויים בהיצע ובביקוש למטבע חוץ.

במשטר של שער חליפין קבוע במשק הפתוח לחלוטין לתנועות הון, שבו נכסים מקומיים וזרים הם תחליפים מושלמים, נקבעת כמות הכסף על פי הביקוש לכסף ברמה שבה שיעור הריבית של שיווי משקל בשוק המקומי וזה לשיעור הריבית העולמי — ואיננה ניתנת לשליטת קובעי המדיניות המוניטרית. כל פער בין הריבית העולמית והריבית המקומית יתבטא מיד בתנועות הון, אשר ישנו את כמות הכסף עד שהריביות ישתוו. לעומת זאת במשק פתוח עם שער חליפין נייד לחלוטין, כשנוצרים פערי תשואות בין נכסים מקומיים לנכסים זרים, יתבטא השינוי בביקוש לנכסים זרים בשינוי מידי של שער החליפין ללא שינוי בכמות הכסף. משטר כזה מאפשר שליטה טובה יותר של הרשות המוניטרית בכמות הכסף. במשטר שער החליפין הנוכחי, שהוא מצב ביניים בין שער חליפין קבוע לחלוטין לשער נייד לחלוטין, יש למדיניות המוניטרית מרחב פעולה מסוים לקביעת הריבית בתחום שיתיישב עם רצועת שער החליפין, וימנע זעזועים גדולים בתנועות ההון, אשר עלולים להקשות על קיום משטר שער החליפין. היכולת להשפיע על הריבית המקומית קיימת, גם משום שבמשק הישראלי נכסים מקומיים וזרים אינם תחליפים מושלמים, כי בנוסף לקיומה של פרמיית סיכון עדיין חלות מגבלות

¹¹ ראו פרק ד'.

¹² ראו פרק ג'.

¹³ מ־1989 עד 1991 נקבע שער החליפין בתחום רצועת ניוד אופקית.

מסוימות על תנועות ההון עם חו"ל; ואולם, ככל שמתקדם תהליך הליברליזציה של שוקי ההון ומטבע החוץ, המגדיל את פתיחותו של השוק הפיננסי המקומי לשווקים העולמיים, הולכת וגדלה אפשרות המעבר בין סוגי הנכסים השונים, ועמה מצטמצמת יכולתה של המדיניות המוניטרית לפעול באמצעות קביעה עצמאית של הריבית בלי לגרום לתנועות הון מיידיות. בטווח הקצר, מיקומה של הריבית בתחום האמור תלוי במשקל היחסי הניתן לשני היעדים — יציבות מחירים ופעילות כלכלית. דגש גדול יותר על השגת יעד המחירים תואם ריבית בחלק העליון של התחום האפשרי; הדגשת הפעילות הריאלית תואמת ריבית נמוכה יותר. עם זאת, ברור שבטווח הבינוני והארוך אינפלציה פוגעת בהשקעות ובצמיחה.

מסוף שנת 1988 אנו עדים לתהליך מתמשך של ירידת הריבית השקלית — הנומינאלית והריאלית — מהרמה הגבוהה ששררה לאחר תכנית הייצוב, המבטא גם את התאמת הריבית המקומית למחיר האמיתי של ההון שהמשק רואה בפניו; זאת תוך המשך פתיחת המשק והליברליזציה בשוק הכספים. על רקע התהליכים במשק — קליטת העלייה והשינוי המבני — נשמרה רמה נמוכה ככל האפשר של ריבית ריאלית, כדי לתמוך בפעילות ללא פגיעה ביציבות משטר שער החליפין. בעיתות של מתקפות ספקולטיביות שימשה הריבית לתמיכה במשטר שער החליפין.

בסוף 1992 פעל בנק ישראל להורדת הריבית, כדי לתמוך בפעילות ובתעסוקה על רקע שיעור אבטלה עולה והאטה באינפלציה, והעלה את שער האמצע ב-3 אחוזים (במקביל לירידה בשיעור ביטוח השער), תוך מיתון שיפוע הרצועה מ-9 אחוזים ל-8 אחוזים. כתוצאה מכך נוצר פער תשואות לטובת נכסים זרים, שיחד עם הרחבת האפשרות לפעול בשווקים בחו"ל, כתוצאה מצעדי הליברליזציה שננקטו באותה תקופה, הביא לגל של רכישות מטבע חוץ¹. גידול הביקוש למטבע חוץ התבטא תחילה בעלייה מהירה של שער החליפין, הפועלת להקטנת השינוי הצפוי בשער החליפין בעתיד, ובכך מקטינה את הכדאיות של מעבר לנכסים זרים. בהמשך בחר בנק ישראל להגיב בהעלאה מהירה של שיעור הריבית, הפועלת באותו כיוון. שמירה על רמת ריבית גבוהה יחסית בחודשים שלאחר מכן הביאה להאטה משמעותית של רכישות מטבע החוץ. בקיץ 1993, על רקע ההאטה בפעילות הכלכלית במחצית הראשונה של השנה, ובקצב עליית המחירים לקראת אמצע השנה, קבעו האוצר ובנק ישראל יעד אינפלציה של 8 אחוזים ל-1994, ושיפוע רצועת שער החליפין הורד ל-6 אחוזים. (שער האמצע הועלה ב-2 אחוזים, יחד עם ביטול ביטוח השער.) בהתאם לכך נקט בנק ישראל צעדים להורדתה של הריבית.

החודשים אוגוסט עד נובמבר 1993 אופיינו בהתרחבות ניכרת של מיצרפי הכסף והאשראי ובפעילות ערה בבורסה, תוך עליית מחירי המניות הנסחרות בה בעשרות אחוזים. זאת, על רקע ההתפתחויות בתהליך השלום שהיה בהן כדי ליצור תחושת אופטימיות חזקה. הריביות על הנכסים והאשראי השקליים הגיעו באוקטובר 1993 לרמתן הנומינאלית הנמוכה ביותר בשנים האחרונות; גם הריביות הריאליות היו נמוכות מאשר בשנתיים הקודמות. למרות הרמה הנמוכה יחסית של הריבית לא היינו עדים לרכישות מטבע חוץ בהיקפים ניכרים, כנראה בשל קיומו של נכס מקומי אלטרנטיבי — ניירות ערך הנסחרים בבורסה — שתשואתו הצפויה עשתה אותו לאלטרנטיבה מועדפת. באותה עת היה קשה לקבוע אם התרחבות זו משקפת רק את התאמת ההיצע לגידול הביקוש לנזילות — בשל התרחבות הפעילות והציפיות לצמיחה מואצת בעקבות ההתפתחויות המדיניות — או גם עודף היצע נזילות, שעלול להתבטא בעתיד בהאצת עליית המחירים ובלחץ על יתרות מטבע החוץ. ההאצה של עליית המחירים ב-1994 תומכת בהשערה כי ירידת הריבית השקלית במחצית השנייה של 1993, יחד עם התרחבות האשראי והמיצרפים, ביטאו עודף היצע של נזילות, וכי הן תרמו להיווצרות לחצי ביקוש הן בשוק המוצרים והן בשוק הנכסים. ירידתה של הריבית, שתמכה בגידול הביקוש לנכסים שתשואתם הצפויה

¹ ראו דוח בנק ישראל לשנת 1992, פרק ו'.

גבוהה יותר — בעיקר מניות, דיור ומוצרים בני-קיימא — והתרחבות כמות הכסף, שהקלה על גידול הפעילות, תרמו, יחד עם גורמים אחרים, להאצת עלייתם של המחירים. בסוף 1993 התברר כי ההערכה של קובעי המדיניות שרמת האינפלציה התמתנה במחצית השנייה של 1993 — הערכה שלאורה הותאמו הריביות הנומינאליות כלפי מטה — לא אומתה, בין היתר בעיקבות חתימת הסכמי השכר החריגים בסקטור הציבורי, ובדיעבד התבטאה הורדתן בריבית ריאלית נמוכה מדי. לפיכך, ועל רקע ההכרזה על יעד אינפלציה של 8 אחוזים ל-1994, החליט בנק ישראל בסוף 1993 להעלות את הריבית הנומינאלית. הריבית על ההלוואה המוניטרית הועלתה בשיעורים של מחצית אחוז ו-0.8 אחוז בדצמבר ובינואר עד לרמה של 10.5 אחוזים, ונותרה ללא שינוי במשך מספר חודשים לאחר מכן. באמצע מאי 1994 הועלתה שוב הריבית במחצית אחוז, וכך נעשה גם בשלושת החודשים שלאחר מכן עד לריבית של 12.5 אחוזים באוגוסט — רמה (נומינאלית) דומה לזו ששררה במחצית הראשונה של 1993. במשך כל אותה תקופה נרשמו רכישות קטנות מאוד של מטבע חוץ על ידי הסקטור הפרטי (הלא-פיננסי), שבהינתן הגירעון בחשבון השוטף משמעותן יכולה הן. נראה שמעבר לשיקולים הנובעים מפערי התשואות, משקף חלק מיבוא ההון הנגזר גידול של הביקוש להשקעות בארץ, בעקבות שיפור באטרקטיביות של ההשקעה במשק הישראלי (כפי שמתבטא בחלק ממדדי דירוג האשראי העולמיים)¹⁵. בחינת הריבית הריאלית באותה תקופה היא מורכבת יותר, כי היא תלויה בהנחות שמניחים לגבי שיעור האינפלציה שהיה צפוי באותה עת. כיוון שבמשך השנה קצב עליית המחירים לא היה אחיד, ונראה שהוא הואץ במידה מסוימת, קשה להעריך את ציפיות הפרטים בכל זמן נתון. ההרכב המיוחד של השינוי במחירים — בעיקר התנהגות המחירים בשוק הדיור — מקשה גם הוא על אמידת האינפלציה שצפו הפרטים במשק. אם הציבור העריך כי שיעור האינפלציה בעתיד ירמה לשיעורה בעבר¹⁶, נראה שהריבית הריאלית על ההלוואה המוניטרית עלתה בראשית התהליך, כלומר מסוף 1993 ובחודשים הראשונים של 1994, והיתה במגמת ירידה עד אוגוסט. אם הציבור צפה את האצת השינוי במחירים, היתה ירידתה של הריבית הריאלית בתקופה זו גדולה יותר. הציפיות לגבי האינפלציה הנגזרות משוק ההון, והתפתחות התשואה הריאלית לפדיון על איגרות חוב שטווח פדיון הוא שנה, מצביעות גם הן על ירידת הריבית הריאלית במחצית הראשונה של 1994. על רקע קצב עליית המחירים בתקופה זו, שנשאר גבוה יחסית — כ-14 אחוזים — וחששות להאצה נוספת בעתיד, יחד עם המשך ההתרחבות של המיצרפיים, ואינדיקטורים אחרים להתרחבות הביקושים במשק, העלה בנק ישראל בראשית חודש ספטמבר את הריבית על ההלוואה המוניטרית בנקודות אחוז ומחצה, ושוב באותו שיעור באוקטובר, עד לרמה של 15.5 אחוזים (במונחים שנתיים). בדצמבר הועלתה הריבית שוב ב-1.5 נקודות אחוז לרמה של 17 אחוזים¹⁷. כתוצאה מהעלאת הריבית הנומינאלית בקצב מהיר יותר, יחד עם התייצבות קצב האינפלציה, עלתה הריבית הריאלית. הריביות לציבור עלו בתקופה זו בשיעור דומה, והביאו, לירידה של אמצעי התשלום באוקטובר ונובמבר ולהתרחבות יוצאת דופן של הפיקדונות השקליים הנושאים ריבית לזמן קצר. בסך האשראי לא נרשמה בחודשים אלו ירידה, אבל בולט שינוי בהרכבו — הצטמצמות האשראי הלא-צמוד והתרחבות האשראי הצמוד למדד ולמטבע חוץ. השינויים בעקום התשואות של איגרות החוב יכולים לסייע באבחון השינוי בציפיות במשך 1994. שיפוע עקום התשואות גדל בממוצע רק במקצת לעומת העקום האופקי לחלוטין ב-1993, אבל מעניין לבחון גם את השינויים שחלו בו במשך השנה. לאחר שבראשיתה היה העקום אופקי, ירדו מאוד באמצע

¹⁵ לפירוט נוסף ראו פרק ו', סעיף תנועות ההון, והסקירה השנתית לשנת 1994 של הפיקוח על מטבע חוץ בבנק ישראל.

¹⁶ החישוב נעשה על פי שיעור עליית המחירים ב-12 החודשים האחרונים.

¹⁷ ראו הערה 1.

השנה התשואות על איגרות חוב שהטווח לפדיון הוא עד שנתיים, ללא שינוי בתשואה לפדיון של איגרות חוב שמועד פדיון רחוק יותר, ועקום התשואות קיבל שיפוע חיובי. התפתחות זו תואמת את ההשערה כי הריבית הריאלית בתקופה זו היתה נמוכה — שכן ריבית ריאלית נמוכה על הנכסים הלא-צמודים מגדילה את הביקוש לאיגרות חוב, מעלה את המחיר ומורידה את התשואה — וכי היו ציפיות לעלייתה. לקראת סוף השנה, כשעלו הריביות הנומינאליות במשק, חזר והתמתן עקום התשואות לחלוטין.

העלאת הריבית הנומינאלית בשיעורים מתונים במחצית הראשונה של השנה, תוך המשך התרחבות בסיס הכסף והמיצרפים, מקשים על הערכתה של מידת הריסון בדיעבד במדיניות המוניטרית בתקופה זו, ונראה שהשינוי הנומינאלי ברמת הריבית היה בחלקו התאמה לשינוי בשיעור עליית המחירים ללא עלייה של הריבית הריאלית. העלאת הריבית בחודשים האחרונים של השנה בשיעורים גדולים יותר מצביעה ביתר בירור על מדיניות מוניטרית מרסנת באותה תקופה.

נראה שהשינויים בריבית ובכמות הכסף בתקופה האחרונה השפיעו על שיעור האינפלציה והפעילות באמצעות כמה אפקטים מרכזיים: אמצעי התשלום משמשים בעיקר לצורך ביצוע עסקאות; לכן יש קשר בין הפעילות במשק ובין הביקוש למלאי ריאלי של אמצעי התשלום. מדיניות מרחיבה (או מצמצמת) יכולה להשפיע ישירות על קצב עליית המחירים, באמצעות קביעת קצב ההתרחבות של כמות הכסף הנומינאלית. זאת משום שעודף (או מחסור) באמצעי תשלום יביא להתאמת המחירים, כך שכוח הקנייה של אמצעי התשלום יישאר ללא שינוי. התאמה מהירה של הציפיות לשינוי בקצב עליית המחירים, בעקבות שינוי תוואי ההתרחבות של כמות הכסף תאיץ תהליך זה; קשיחויות המקשות על תגובת המחירים — למשל קיום חוזים ארוכי טווח — יאטו אותו. תיאור כזה רואה את עיקר תפקודה של המדיניות המוניטרית בהשפעה ישירה על הגדלים הנומינאליים — כמות הכסף ורמת המחירים — ולא דרך הפעילות ריאלית. בחינת הקשר בין כמות הכסף (M1) לפעילות, כפי שהיא נמדדת על ידי התוצר הנומינלי, מגלה כי קשר זה אינו יציב על פני זמן, ולכן קשה להסיק משינויים בקצב ההתרחבות של אמצעי התשלום לגבי תוואי התפתחות המחירים הצפוי על פי גישה זו.

מנגנון נוסף, שדרכו הריבית משפיעה על האינפלציה (כפועל והצפויה) הוא באמצעות השפעה על ההיצע והביקוש למוצרים. לכן, מדיניות הפועלת במטרה להתמודד עם האינפלציה, באמצעות הקטנת הביקושים, עלולה להביא בטווח הקצר לפגיעה בפעילות. העלאת הריבית של הטווח הקצר, המתפרשת כעליית הריבית הריאלית, עשויה להביא לצמצום הביקוש להשקעות ריאליות במשק, במידה שבה ריבית זו משפיעה על הביקוש להשקעות¹⁸. כמו כן אפשר שצמצום הנזילות כשלעצמו יגרום להקטנת הצריכה הפרטית. רמתה של הריבית הריאלית משפיעה על חלק מהביקושים גם דרך ההרכב הרצוי של תיק הנכסים — הפיננסיים והפיסיים: תשואה נמוכה על הנכסים הפיננסיים הנושאים ריבית שקלית תיטה להגדיל את הביקוש לנכסים אלטרנטיביים — למשל ניירות ערך, דיור ומוצרים בנייניים; גידול הביקוש לנכסים אלו מעלה את מחירם היחסי, ומשפיע גם הוא על קצב עליית המחירים כפי שהוא נמדד במדד המחירים לצרכן ובמדדים אחרים. לעומת זאת, ריבית גבוהה יותר מייקרת את האשראי, שהוא במובן מסוים גורם ייצור, ולכן עשויה לדחוף את היצרנים להתאים את המחירים כלפי מעלה. מידת השפעתה של הריבית המקומית על עלויות הייצור תלויה בחלקו של האשראי בסך עלויות הייצור, וגם במשקלה של הריבית המקומית בסך עלויות האשראי.

¹⁸ מנגנון התמסורת בין הריביות לטווח קצר לאלו של הטווח הארוך יקבע גם הוא את יכולת ההשפעה של המדיניות המוניטרית על ההשקעות בפרט, ועל ביקושים אחרים בכלל.

מקובל להעריך, שבמשק הישראלי השפעת הריבית על הביקושים גדולה מהשפעתה על ההיצע; מעבר לכך, ככל שהתחליפיות בין אשראי מקומי לאשראי מחו"ל גדולה יותר, וככל שחלקו של האשראי המקומי קטן יותר, קטן משקלה האפקטיבי של הריבית המקומית.

זאת ועוד, שינויים בריבית הנומינאלית מאותתים לציבור לגבי כוונות קובעי המדיניות ולגבי האינפלציה הצפויה. העלאת הריבית עשויה לשרר נחישות בחתירה להשגת המטרה של ייצוב האינפלציה, ולתרום למיתון הציפיות לאינפלציה — אולם עשויה להתפרש כציבור כהתאמת הגדלים הנומינאליים לקצב אינפלציה גבוה יותר, בתגובה לשינוי בקצב עליית המחירים בפועל, ובכך לתרום להתאמת הציפיות כלפי מעלה. מידת הנחישות שמגלים קובעי המדיניות בחתירה אל המטרות שהעמידו בפניהם משפיעה על מידת האמינות שהציבור מייחס לצעדים הננקטים. גיבוש ציפיות הציבור לגבי התפתחות האינפלציה בעתיד תלוי גם במשתנים אחרים, המאפיינים את הסביבה שבה פועלת המדיניות המוניטרית — כמו המדיניות הפיסקאלית ומצב מאזן התשלומים. מובן שמדיניות מוניטרית אינה יכולה להשיג לבדה את כל המטרות שהמשק הציב לעצמו, ללא מדיניות פיסקאלית מתאימה: ריסון האינפלציה צריך להיות מלווה במדיניות תקציב עם הרכב נכון של הוצאות והכנסות ושמירה על מסלול ירידת הגירעון.

קביעת רמתה של הריבית הנומינאלית במטרה להשפיע על הריבית הריאלית, תלויה בחשיבות המיוחסת לכל אחד מהיעדים — ייצוב המחירים ותמיכה בפעילות; ריבית נמוכה יחסית תתמוך בהגברת הפעילות, אך עשויה לגרור האצה בקצב עליית המחירים במידה שהיא יוצרת עודפי ביקוש — כפי שקרה במחצית השנייה של 1993. כנגד זאת, שמירה על ריבית גבוהה, במטרה לייצב את המחירים, עשויה להתבטא גם בהאטת הפעילות בטווח הקצר. כיוון שהשפעתה של מדיניות מוניטרית על המחירים ועל הפעילות אינה מיידית, ואינה ניתנת למדידה מדויקת, קשה לקבוע את המינון והעיתוי המדויק של שינויים במדיניות ששיגו את התוצאות הרצויות בעלות הנמוכה ביותר. טעות בהערכת הצעדים הדרושים, שיהיה צורך לתקנה בעתיד, עלולה להביא לחוסר יציבות, הכרוך בעצם התנודתיות הנוצרת במשתני המדיניות בטווח זמן קצר.

כדי שיהיה ניתן להשיג את יעדיה של המדיניות המוניטרית — פעילות משקית ויציבות מחירים — יש צורך ביציבות בצד הפיננסי ובשוק מטבע החוץ (המושפעת מהריבית הנומינאלית). כך, קביעת ריבית נומינאלית נמוכה, במטרה לתמוך בפעילות, עלולה ליצור תנועות הון גדולות החוצה ולפגוע ביתרות מטבע חוץ; לעומת זאת קביעת ריבית ריאלית גבוהה יחסית, כדי למתן את קצב עליית המחירים, יכולה ליצור תנועות הון פנימה, שיקשו על שמירת משטר שער החליפין לאורך זמן ועל יכולת ההתמדה במדיניות.

יכולתה של הריבית להשפיע על קצב עליית המחירים במשק, במסגרת שער החליפין הקיים, תלויה במהירות התגובה של הביקושים ושל המחירים לשינויים בריבית. ריבית נומינאלית גבוהה, הגורמת לתנועות הון לתוך המשק, פועלת להגדלת עודף ההיצע של מטבע החוץ. ההשפעה של עודף ההיצע על שער החליפין ועל כמות הכסף תלויה במידת ההתערבות של הבנק המרכזי בשוק מטבע החוץ: ייסוף השער, כשההיצע גדל מאפשר תגובה גדולה יותר שלו כלפי מעלה (בתוך הרצועה) בעתיד, ולכן מגדיל את הציפיות לעליית שער החליפין ומקטין את פער התשואות הצפוי. כמו כן הוא עשוי לתרום ישירות להאטת עליית המחירים. נכונותו של הבנק לקנות את עודף ההיצע של מטבע החוץ בסוף 1994 כדי למנוע ייסוף ריאלי גדול מדי, מנעה את הקטנת פער התשואות הצפוי, וגרמה להמשך יבוא ההון שהתבטא בגידול זמני של יתרות מטבע החוץ. יחד עם ההתערבות בשוק מטבע החוץ עיקרה הרשות המוניטרית את ההשפעה על בסיס הכסף באמצעות צמצום מתאים של ההזרמה המקומית. יכולת זו אינה בלתי מוגבלת והיא תלויה בכלים העומדים לרשותה. תהליך העיקור מקטין את משקלם של המקורות המקומיים בכמות הכסף, ומגדיל את משקלם של המקורות מחו"ל (לוח 1-5). ככל שנמשך תהליך יבוא ההון, הולך וקטן חלק המקורות הנזילים שהריבית המקומית רלוונטית לגביהם, ולכן יכולת

לוח ז' - 5

המקורות לשינויים בנכסים השקליים הלא-צמודים (למעט מק"ם), 1991 עד 1994
(מיליוני ש"ח)

1994				1993				1994	1993	1992	1991	
IV	III	II	I	IV	III	II	I					
681	623	-97	696	-1,748	2,270	-128	1,442	1,903	1,837	860	744	א. השינוי בבסיס הכסף (1 + 2 + 3)
4,865	-48	-582	706	1,779	967	2,069	-2,186	4,940	2,628	5,156	4,562	1. תרומת הסקטור הציבורי (הזרמה)
-5,080	1,042	652	-801	-2,381	1,877	-1,824	6,127	-4,188	3,800	2,884	304	2. תרומת בנק ישראל — סך הכול
-4,126	2,405	1,197	-965	-2,102	2,714	-1,347	6,728	-1,490	5,994	5,370	2,575	א. הלוואה מוניטרית
332	-313	441	925	507	41	272	177	1,386	996	-108	-918	ב. פעולות בשוק הפתוח
-1,285	-1,051	-987	-761	-785	-878	-750	-777	-4,084	-3,190	-2,378	-1,352	ג. גורמים אחרים ¹
897	-370	-167	791	-1,146	-574	-373	-2,499	1,151	-4,591	-7,180	-4,122	3. המרות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי
4,927	2,920	2,198	3,830	10,677	1,616	3,496	-2,354	13,875	13,435	5,749	3,469	ב. ההרחבה הנובעת מהפעילות הבנקאית המקומית ²
5,608	3,543	2,101	4,526	8,929	3,886	3,367	-912	15,778	15,271	6,609	4,214	ג. סך השינוי בנכסים השקליים הלא-צמודים (למעט מק"ם)
1,153	23	-420	297	1,319	1,501	540	-355	1,053	3,004	2,482	957	1. אמצעי תשלום
4,455	3,520	2,521	4,229	7,610	2,386	2,828	-556	14,724	12,267	4,127	3,256	2. פח"ק + פז"ק + פיקדון אחר

- (1) כגורמים האחרים נכללו: הוצאות התקציב של בנק ישראל, האשראי המוכוון במטבע ישראלי, פעולות בניירות ערך ממשלתיים, הריבית על פיקדונות הבנקים בבנק ישראל בשקלים והריבית המשולמת על ידי הבנקים בגין הלוואה המוניטרית.
- (2) השפעת מכפיל הפיקדונות שהוא סעיף שארית: שורה ג פחות שורה א.

לוח ז' - 5 (המשך)

המקורות לשינויים בנכסים השקליים הלא-צמודים (למעט מק"ם). 1991 עד 1994
(אחוזי תוצר)³

	1994				1993				1994	1993	1992	1991
	IV	III	II	I	IV	III	II	I				
א. השינוי בבסיס הכסף (1 + 2 + 3)	1.1	1.1	-0.2	1.4	-3.5	4.8	-0.3	3.4	0.9	1.0	0.5	0.6
1. תרומת הסקטור הציבורי (הזרמה)	8.0	-0.1	-1.1	1.4	3.5	2.0	4.8	-5.1	2.2	1.4	3.2	3.4
2. תרומת בנק ישראל — סך הכול	-8.3	1.8	1.2	-1.6	-4.7	4.0	-4.2	14.3	-1.9	2.1	1.8	0.2
א. הלוואה מוניטרית	-6.8	4.2	2.2	-1.9	-4.2	5.7	-3.1	15.7	-0.7	3.3	3.4	1.9
ב. פעולות בשוק הפתוח	0.5	-0.5	0.8	1.8	1.0	0.1	0.6	0.4	0.6	0.5	-0.1	-0.7
ג. גורמים אחרים ¹	-2.1	-1.8	-1.8	-1.5	-1.6	-1.8	-1.7	-1.8	-1.8	-1.7	-1.5	-1.0
3. המרות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי	1.5	-0.6	-0.3	1.5	-2.3	-1.2	-0.9	-5.8	0.5	-2.5	-4.5	-3.1
ב. ההרחבה הנובעת מהפעילות הבנקאית המקומית ²	7.9	5.1	4.1	7.5	21.2	3.4	8.0	-5.5	6.2	7.3	3.6	2.6
ג. סך השינוי בנכסים השקליים הלא-צמודים (למעט מק"ם)	9.0	6.2	3.9	8.9	17.8	8.2	7.8	-2.1	7.0	8.3	4.1	3.1
1. אמצעי תשלום	1.8	0.0	-0.8	0.6	2.6	3.2	1.2	-0.8	0.4	1.6	1.6	0.7
2. פח"ק + פו"ק + פקדון אחר	7.2	6.1	4.7	8.3	15.1	5.0	6.5	-1.3	6.6	6.7	2.6	2.4

(1) בגורמים האחרים נכלל: הוצאות התקציב של בנק ישראל, האשראי המוכוון במטבע ישראלי, פעולות בניירות ערך ממשלתיים, הריבית על פיקדונות הבנקים בבנק ישראל בשקלים וריבית המשולמת על ידי הבנקים בגין הלוואה המוניטרית.

(2) השפעת מכפיל הפיקדונות, שהוא סעיף שארית: שורה ג פחות שורה א.

(3) הנתון הרבעוני הוא הזרם באותו רבע; הנתון השנתי הוא הזרם השנתי חלקי התוצר באותה שנה.

ההשפעה על הפעילות ועל המחירים נחלשת. העלאת הריבית המקומית משפיעה על יחידות כלכליות (פרטים ופירמות) שגישתן למקורות מחו"ל מוגבלת יותר מאשר על אלה שיכולים ללוות (ולהלוות) בחו"ל. במצב שבו עורף היצע מטבע החוץ גורם לייסוף נומינאלי מתמשך של שער החליפין, המתבטא בטווח הקצר — כל עוד קצב עליית המחירים המקומיים לא התמתן — גם בייסוף ריאלי, קשה יותר להתמיד במשטר שער החליפין; זאת משום שנוצרים לחצים לתיקון חד-פעמי של שער החליפין. לחצים אלו עלולים להגביר ציפיות לפיחות, ולכן — לצמצם את פער התשואות הצפוי (למרות רמתה הגבוהה של הריבית), להתבטא בדלדול מהיר של יתרות מטבע החוץ, ובסופו של דבר לפגוע ביכולת להשיג את המטרות שהוצבו.

הכלי המרכזי שבאמצעותו מבצע בנק ישראל את מדיניותו הוא, כאמור, ההלוואה המוניטרית לבנקים, המורכבת מהלוואה במכסות, מכרו יומי ומכרו שבועי. גודל ההלוואה המוניטרית היה יציב יחסית במשך השנה, ברמה שבין 15 מיליארדי ש"ח ל-17 מיליארדים. היקף ההלוואה המוניטרית בסוף 1994 דמה להיקפה בראשית השנה, וזאת לעומת התרחבות של כ-60 אחוזים במשך 1993. המשקל הגדול יחסית של המכרו היומי מאפשר גמישות יחסית בכמות המוצעת בכל יום בהתאם לתגובה הרצויה לשינויים בביקוש. בנוסף, מציע בנק ישראל לציבור, באמצעות הבנקים, הלוואה במכרו, במטרה להגביר את התחרות בשוק האשראי. גודלו של המכרו נותר כמעט ללא שינוי במשך השנתיים האחרונות (כ-2 מיליארדי ש"ח), והוא אינו משמש כלי מרכזי בכיצוע המדיניות. כלי נוסף המשמש את בנק ישראל לצורך ביצוע המדיניות המוניטרית הוא פעולות בשוק המק"ם (מילוה קצר מועד נושא ריבית נומינאלית). במשך 1994 הזרים בנק ישראל באמצעות שוק המק"ם כ-600 מיליוני ש"ח¹⁹. מראשית 1995 החל בנק ישראל לפעול גם בשוק איגרות החוב²⁰ — כצעד נוסף במסגרת הרפורמה בשווקים הפיננסיים, שישפר את יכולתו לפעול באפיקים מגוונים יותר להשגת היעדים העומדים בפניו. פעולה באמצעות השוק הפתוח עשויה לשפר את מנגנון התמסורת של המדיניות המוניטרית למשק, כי היא תאפשר לה להשפיע על השווקים הפיננסיים ישירות, ולא רק באמצעות הבנקים (כפי שנעשה באמצעות ההלוואה המוניטרית). התפתחות השווקים האלו והגדלת חלקן של התיווך הפיננסי הלא-בנקאי תתרום להגדלת התחרות בסקטור הפיננסי, לחיזוק הקשר בין כוחות השוק ובין הריבית שתקבע, ולזרימה טובה יותר של אינפורמציה בין הגורמים השונים בשוק, כולל הרשות המוניטרית. הפעלת המדיניות של בנק ישראל בשנת 1994 התבטאה בקביעת הריבית על ההלוואה המוניטרית. מאמצע 1993 התגבשה שיגרה: סמוך לתחילת חודש נזילות מודיע בנק ישראל על יעד הריבית לחודש הנזילות; זאת בניגוד לנוהג שהיה מקובל בעבר שלא ללוות את ההודעה על התכנית המוניטרית — היקף המכרוים השבועיים ומדרגות ההלוואה המוניטרית — בהודעה מפורשת על גובה הריבית. כתוצאה מכך וכתוצאה מאופי התגובה של בנק ישראל לשינויים בביקוש לנזילות במשך החודש, קטנה התנודתיות התוך-חודשית של עלות ההלוואה המוניטרית, ולמעשה, הריבית המשולמת על המכרו (היומי והשבועי) קבועה לחלוטין, בגובה יעד הריבית שהוכרז. הריבית השולית על ההלוואה במכסות נתונה לתנודות במשך החודש, אך הן קטנות מאלו ששררו בעבר הקרוב. שינוי אופי ההכרזה שם דגש חזק יותר על המחיר ומקטין את המשקל הניתן לכמויות בתכנון המוניטרי לטווח קצר. ניתן להניח שלשינוי זה, המאפשר יתר ודאות לגבי עלות המקורות מבנק ישראל, יש השפעה גם על התנהגותם של הבנקים מול הבנק המרכזי: במצב החדש הם ייטו לפעול על פי ההנחה ששינוי בביקוש שלהם לנזילות יותאם (בעיקר) על ידי כמות ההלוואה המוניטרית, תוך יציבות במחיר.

¹⁹ מורכב מהנפקה נטו בכ-200 מיליוני ש"ח ותשלומי ריבית של כ-800 מיליוני ש"ח.

²⁰ בשלב ראשון — רק על ידי רכישה של איגרות חוב באמצעות הצעות רכש בשיטת "המכרו הפתוח", לכל היותר אחת לחודש.

לוח ז' - 6

המקורות וההתחלקות של התוספת לבסיס הנכסים הפיננסיים המקומיים בגין עירוים חיצוניים 1991 עד 1994
(אחוזי תוצר)¹

ההתחלקות					המקורות						
צבירת בסיס הנכסים	צבירת בסיס איגרות החוב	צבירת בסיס פיקדונות המט"ח ⁵	צבירת בסיס המק"ם	השינוי בבסיס הכסף	סך כל העירוים לבסיס הנכסים המקומיים (4) + (3) = (5)	תרומת הסקטור הפרטי ליתרות מט"ח ⁴	סך כל העירוים החיצוניים (1) + (2) = (3)	העירו החיצוני מבנק ישראל ³	העירו החיצוני מהסקטור הציבורי ²		
(10)	(9)	(8)	(7)	(6)		(4)		(2)	(1)		
-1.0	6.1	-1.1	0.7	0.6	5.3	-4.2	9.5	0.9	8.6		1991
2.0	1.6	-1.7	0.4	0.5	2.9	-6.2	9.1	1.9	7.2		1992
2.7	0.4	-2.0	-0.1	1.0	1.9	-4.5	6.5	1.5	4.9		1993
1.5	-1.6	-1.2	-0.3	0.9	-0.7	-0.7	-0.1	-2.5	2.5		1994
3.6	3.2	-2.9	0.1	3.4	7.3	-8.7	16.0	13.9	2.2	I	1993
2.2	0.1	-1.6	-0.1	-0.3	0.2	-2.4	2.7	-4.8	7.5	II	1993
3.5	-0.1	-1.1	0.3	4.8	7.3	-2.3	9.7	3.9	5.8	III	1993
1.7	-1.3	-2.5	-0.6	-3.5	-6.3	-4.8	-1.5	-5.7	4.3	IV	1993
0.1	-0.6	-1.5	-1.4	1.4	-2.1	0.0	-2.2	-3.4	1.2	I	1994
3.1	-2.8	-1.2	-0.5	-0.2	-1.6	-1.5	-0.0	0.4	-0.4	II	1994
1.4	-1.5	-1.4	0.8	1.1	0.5	-2.0	2.5	2.4	0.2	III	1994
1.2	-1.4	-0.7	-0.2	1.1	0.1	0.8	-0.7	-9.0	8.2	IV	1994

(1) ראה הערה 3 בלוח ז' - 5.

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

(3) סכום של ההלוואה המוניטרית וגורמים אחרים (וזה לסך כל הזרמת בנק ישראל בניכוי פעולות בשוק הפתוח).

(4) בניכוי השינוי בפיקדונות המיוחדים של הבנקים בבנק ישראל (פמ"ב).

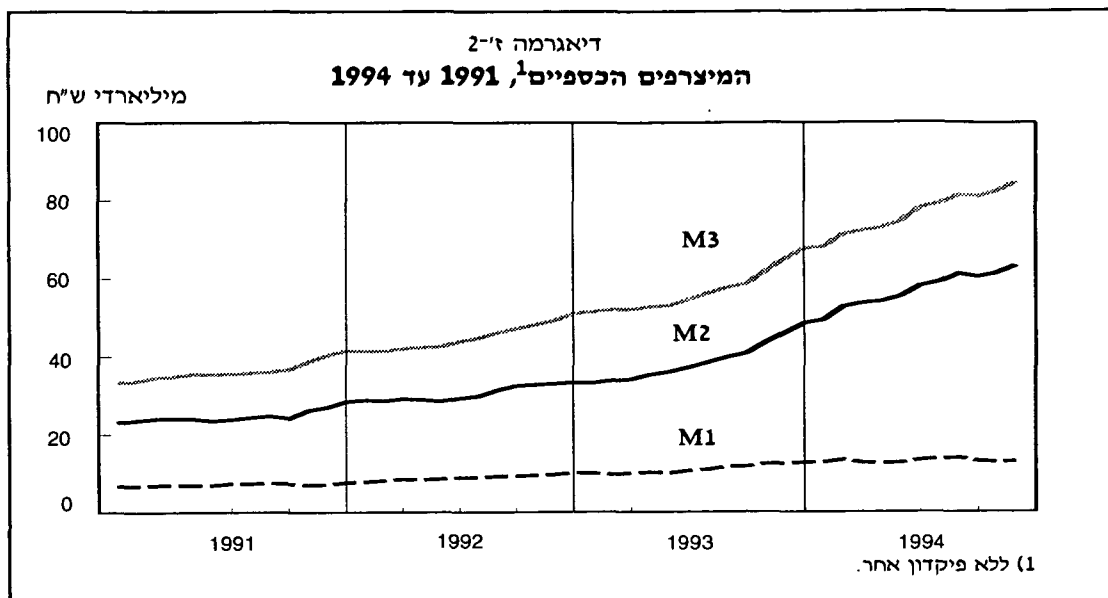
(5) פת"ם, פת"ס-פיצויים ופת"ח.

לוח ז' - 7

הגירעון המקומי¹ (על בסיס קופה) של הסקטור הציבורי ואופן מימونه, השנתי במאזן המאוחד של הממשלה ובנק ישראל, 1991 עד 1994
(אחוזי תוצר)²

1994				1994	1993	1992	1991	
IV	III	II	I					
א. הגירעון								
40.9	40.0	36.3	44.0	40.3	40.1	41.8	41.4	1. הוצאות הממשלה
4.4	3.4	4.6	3.4	3.9	4.4	4.4	4.9	מזה: הריבית על החוב הפנימי ³
33.7	39.4	36.9	43.3	38.2	37.0	37.7	35.7	2. הכנסות הממשלה ⁴
7.2	0.6	-0.6	0.7	2.1	3.1	4.1	5.7	3. הגירעון התקציבי
0.9	-0.3	-0.0	0.4	0.3	0.3	0.3	0.1	4. ההוצאה שאינה קשורה בתקציב
0.4	0.3	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8	5. המרות הסוכנות
8.5	0.6	-0.2	1.4	2.7	3.8	4.9	6.5	6. סך הגירעון המקומי
ב. המימון								
1.1	1.1	-0.2	1.4	0.9	1.0	0.5	0.6	1. השינוי בבסיס הכסף
8.3	-1.8	-1.2	1.6	1.9	-2.1	-1.9	-0.3	2. גיוס הון באמצעות בנק ישראל ⁵
-0.2	0.8	-0.5	-1.4	-0.3	-0.1	0.4	0.7	מזה: באמצעות מק"ם
6.8	-4.2	-2.2	1.9	0.7	-3.3	-3.4	-1.9	הלוואה מוניטרית
0.5	0.7	0.9	-0.0	0.5	2.4	1.8	3.2	3. המימון הממשלתי המקומי מהציבור
-0.2	0.2	-0.1	-0.3	-0.1	1.8	3.2	4.8	(א) איגרות חוב והפקדות ⁶
0.4	0.0	0.8	0.1	0.3	1.7	0.8	0.4	(ב) מכירת נכסים והכנסות מהון
-0.3	-0.4	-0.2	-0.2	-0.3	1.1	2.2	2.0	(ג) מתן אשראי נטו
-1.5	0.6	0.3	-1.5	-0.5	2.5	4.5	3.1	4. רכישות מטבע חוץ

- (1) נתוני הגירעון המובאים פה שונים מאלה שבפרק על הסקטור הציבורי (פרק ה'), משתי סיבות עיקריות:
(1) הנתונים פה הם על בסיס קופה, ואילו בפרק ה' מרווח על פעילות ריאלית; (2) הנתונים פה אינם כוללים אותו חלק מגירעונות הרשויות המקומיות, הביטוח הלאומי והמלכ"ר הציבוריים שאינו ממומן על ידי הממשלה, בעוד שבפרק ה' תקציבי הגופים האלה כלולים במלואם. גירעון הסוכנות היהודית כלול בנתונים בשני הפרקים.
- (2) ראו הערה 3 בלוח ז' - 5.
- (3) בעיקר ריבית ריאלית (משום שרוב החוב הפנימי צמוד), אך כולל רכיב של ריבית נומינלית, שכן חלק מהחוב אינו צמוד למדד באופן מלא, או צמוד למטבע חוץ.
- (4) כולל מילווה חובה נטו.
- (5) מורכב מהשינוי בהלוואה המוניטרית, פעולות בשוק פתוח וגורמים אחרים.
- (6) גיוס הון נטו באמצעות אג"ח סחירות ובאמצעות הפקדות ואיגרות חוב לא סחירות (למעט מק"ם ופת"ם).
- ה מ ק ו ר : נתוני בנק ישראל וחשב האוצר.



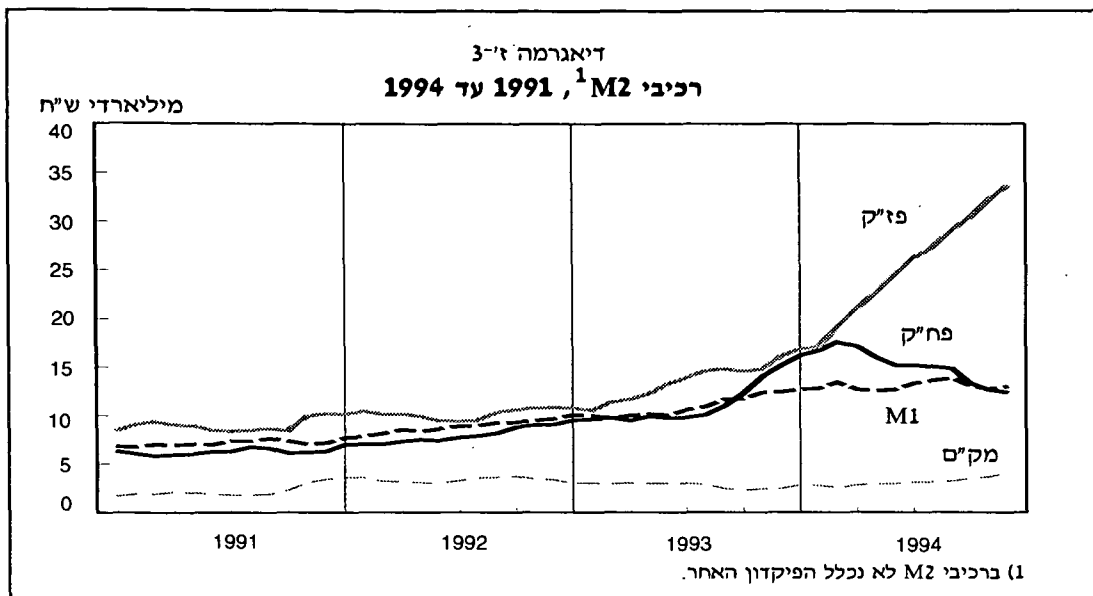
3. המיצרים הכספיים, האשראי והריביות

א. המיצרים

בשנת 1994 חל שינוי משמעותי במשקלם היחסי של הנכסים המרכיבים את M3, כתוצאה משובי גדול בקצבי ההתרחבות של כל אחד מהרכיבים במשך השנה (דיאגרמות ז'-2, ז'-3, לוח ז'-1). אמצעי התשלום (M1) התרחבו (נומינאלית) ב־1994 בכ־5 אחוזים בלבד, לעומת גידול של כ־38 אחוזים ב־M2. זאת כתוצאה מהתרחבות יוצאת דופן של מלאי הפיקדונות השקליים הלא־צמודים לזמן קצוב (הפז"ק) — יותר מפי שניים במשך 1994. הפיקדונות הקצובים לשלושה חודשים ויותר גדלו ביותר מ־160 אחוזים, בעיקר בשלושת החודשים האחרונים של השנה, כנראה כתגובה להאצת עלייתה של הריבית הנומינאלית באותם חודשים ולעליית הריבית המשולמת על פיקדונות אלו יחסית לזו המשולמת על פז"ק לזמן קצר יותר. לעומת הפז"ק, הצטמצם הפח"ק, שהוא פיקדון יומי נושא ריבית, בכ־18 אחוזים במשך שנת 1994 עד לרמה (הנומינאלית) של ספטמבר 1993. הריביות על הפח"ק והפז"ק עלו במשך 1994 בהתאם לעליית הריבית על ההלוואה המוניטרית. הריבית על פח"ק עלתה מ־9 אחוזים בסוף 1993 עד כ־16 אחוזים בסוף 1994.

מלאי המק"ם שבידי הציבור (לא כולל את המק"ם בידי הבנקים), הנכלל גם הוא במיצרף M2, גדל במשך שנת 1994 בכ־66 אחוזים, יחד עם עליית התשואה, בעיקר בחודשים האחרונים של השנה²¹, לאחר שבשנתיים הקודמות הצטמצם מלאי המק"ם שבידי הציבור. השינויים שחלו בריבית הנומינאלית

²¹ חלק מהמק"ם הונפק לצורך החלפה (swap) כנגד איגרות חוב שהוזמן שנותר עד פדיון קצר משנה. במסגרת זו הוחלפו איגרות חוב בערך של 15 מיליוני ש"ח בכל שבוע במשך שנת 1994. המק"ם בידי הבנקים הצטמצמו ב־1994, בעיקר בשליש האחרון של השנה.



באים לידי ביטוי גם בתשואה של המק"ם במשך 1994: התשואה (הנומינאלית) לכל האופקים (חודש עד שנה) עלתה במשך השנה מסביבות 10 אחוזים ליותר מ-16 אחוזים. עלייתן של תשואות המק"ם לוותה בהתמתנות השיפוע, עד שהעקום נעשה אופקי לחלוטין בסוף השנה. התנהגות זו מתיישבת עם ציפיות ששררו בראשית 1994 להאצת קצב עליית המחירים, ועם האצה בפועל של קצב עליית המחירים והריבית במשך השנה. "הפיקדון האחר", המשמש בעיקר לצורך הזמנות להנפקות בבורסה, שהגיע לממדים עצומים בסוף 1993, נעלם לחלוטין ב-1994, כתוצאה מביטול החובה להפקיד ליום אחד סכום בגודל ההזמנה (וביטול מחיר המקסימום בהנפקות, שצמצם מאוד את היקף הזמנות היתר). שיעור ההתרחבות ברמה הממוצעת של M1, כ-21 אחוזים (להבדיל משיעור התרחבות נמוך יותר במהלך השנה), אינו חורג מגידול התוצר הנומינאלי והוא נמוך מההתרחבות בשיעור של 24 אחוזים ב-1993. התרחבות רמתו הממוצעת של M2 (ללא פיקדון להזמנת ניירות ערך ומק"ם) ממשיכה להיות מהירה מזו של אמצעי התשלום — יותר מ-50 אחוזים בממוצע ב-1994 לאחר 30 אחוזים ב-1993.

קצב התרחבותם של הפיקדונות במטבע חוץ והפיקדונות הצמודים למטבע חוץ היה נמוך במידה משמעותית מזה של M2, והסתכם בכ-14 אחוזים בלבד (במונחים שקליים). M3 (בתוספת פיקדונות אלו) התרחב במשך 1994 בכ-31 אחוזים. הנכסים הצמודים למדד — פקצ"ם ותכניות חיסכון — התרחבו ריאליט במשך 1994, לעומת ירידה מתמשכת בשלוש השנים הקודמות (לוח ז'-2), תוך עלייה מסוימת של קצב ההתרחבות מאמצע 1994; בשלושת החודשים האחרונים של השנה בולטת התרחבות של ממש בפקצ"ם²².

הפרטים בוחרים להחזיק נכסים כספיים לשתי מטרות עיקריות — לצבירת רכוש ולביצוע עסקאות. לכן, הכמות והרכב של הנכסים הפיננסיים שיחזיקו תלויים בשיקולים הקובעים את הרכב תיק

²² בניגוד לתכניות חיסכון, מוטל מס הכנסה על הפרשי הצמדה וריבית בפיקדונות הפקצ"ם.

הנכסים: התשואות היחסיות והסיכון היחסי של הנכסים השונים (פיננסיים ואחרים) והיקף הפעילות המשקית — הריאלית והפיננסית. ככל שהנכס נזיל יותר (מזומן ועו"ש הם הנזילים ביותר), סביר להניח שרגישותו להיקף הפעילות תהיה גדולה יותר, בעוד שהנכסים הפחות נזילים משמשים במידה רבה יותר כאמצעי לצבירת רכוש, ולכן רגישים יותר לשינויים בתשואות היחסיות ובסיכון.

על רקע זה ניתן לנתח את השינויים שחלו במשקלות הרכיבים של M3 במשך 1994. אמצעי התשלום מורכבים ממזומן ומפיקדונות עו"ש. במחצית השנייה של 1993 היינו עדים לירידה משמעותית של חלק המזומן ב-M1, מעבר למגמת הירידה הרגילה; ההסבר לכך היה התרחבות הפעילות הפיננסית, שגרמה לגידול הביקוש לפיקדונות עו"ש לצורך ביצוע עסקאות פיננסיות (בבורסה), ללא גידול של הביקוש למזומן שאינו יכול לשמש למטרה זו. מראשית 1994 נראית מגמת ירידה תלולה של חלק העו"ש באמצעי התשלום, בחזרה לחלקו בראשית 1993, ונראה שבמקביל להתפתחות הקודמת, משקפת מגמה זו את ההתמתנות הניכרת של הפעילות בבורסה. האטת ההתרחבות של אמצעי התשלום במשך 1994 נובעת מאי שינוי נומינאלי (שהוא הצטמצמות ריאלית) של מלאי פיקדונות העו"ש ומעלייה של יתרת המזומן שבידי הציבור בכ-12 אחוזים. מהירות המחזור של אמצעי התשלום (התוצר הנומינאלי מחולק במלאי אמצעי התשלום), שהיתה במגמת ירידה מראשית 1992, והגיעה לשפל בראשית 1994, שבה ועלתה בהמשך השנה, משום שהתרחבותה של כמות הכסף היתה איטית מזו של התוצר הנומינאלי, ונראה שהיא משקפת תיקון לגידול המהיר מדי של M1 במחצית השנייה של 1993. חלקם של אמצעי התשלום (M1) בפיקדונות השקליים הלא-צמודים (M2) הצטמצם מאוד השנה, כתוצאה מהתרחבות איטית של אמצעי התשלום וגידול יוצא דופן של הפז"ק, בפרט הפז"ק ל-3 חודשים ומעלה. צמצום חלקו של המזומן ב-M2 והגדלת חלקם של הפיקדונות, שחובת הנזילות עליהם נמוכה יותר, הגדיל את היכולת לתרגם שינוי בבסיס הכסף לשינוי בכמות הכסף (M2) באמצעות מתן אשראי²³. צפוי כי בעקבות ירידת שיעורי הנזילות על פיקדונות שקליים בינואר 1995, יגדל חלקה של מערכת הבנקאות ב"יצירת הכסף"²⁴.

אף שהפח"ק (פיקדון יומי) והפז"ק שניהם פיקדונות שקליים נושאי ריבית, יש ביניהם שוני ברור בהתנהגות במשך השנה — התרחבות משמעותית של הפז"ק לעומת ירידה של הפח"ק. התמונה המתקבלת מנוגדת לזו של ההתפתחויות במחצית השנייה של 1993; התפתחות מלאי הפח"ק, הרומה לעו"ש במידת הנזילות שלו, ומשמש גם לביצוע עסקאות בבורסה, מתואמת במידה רבה עם נפח המסחר (הממוצע היומי) בבורסה — עלייה ניכרת במחצית השנייה של 1993 והתכווצות במשך השנה שלאחר מכן. לעומתו הפז"ק, שקצב התרחבותו ב-1993 היה מתון יותר, המשיך להתרחב גם ב-1994. נראה שנכס זה, מושפע במידה רבה יותר משינוי התשואות היחסיות: התהליך המתמשך של עליית הריבית הנומינאלית, ציפיות מתונות לשינוי בשער החליפין וציפיות לתשואה נמוכה מנכסים הנסחרים בבורסה, יחד עם הגדלת אי הוודאות ביחס אליה, הפכו את התשואה של נכסים שקליים לאטרקטיבית יחסית, ומכאן הנטייה להגדלת חלקם של נכסים אלו בתיק הנכסים של הציבור.

כדי לבחון את כראיות ההחזקה של פח"ק ופז"ק בהשוואה לנכסים כספיים אחרים הצמודים למדד, יש לבדוק את התשואה הריאלית (במונחי מדד המחירים לצרכן) שהיתה צפויה על פיקדונות אלו. אף שרק מספטמבר ניתן לראות עלייה של הריבית הריאלית (בדיעבד) על הפיקדונות השקליים הלא-

²³ היחס בין M2 (ללא מק"ם) לבין בסיס הכסף עלה מסביבות 5 בשנים 1992 ו-1993 ליותר מ-6 בסוף 1994.

²⁴ ב-29.12.1994 החל חודש הנזילות ינואר 1995. מראשית חודש זה שיעור חובת הנזילות על עו"ש ופח"ק ירד מ-8 אחוזים ל-6 אחוזים; שיעורה על הפז"ק לטווחים משבוע עד שנה ירד ל-3 אחוזים — במקום 6 אחוזים על פז"ק עד 3 חודשים ו-4 אחוזים לתקופה שבין 3 חודשים עד שנה. על פיקדונות ארוכים משנה ירדה חובת הנזילות לאפס.

צמודים, התרחבו פיקדונות אלו לאורך השנה כולה, גם בתקופה שבה הריבית הריאלית (המחושבת) היתה נמוכה ושלילית. לכך כמה הסברים אפשריים: ראשית, ייתכן כי האינפלציה הצפויה שהפרטים ראו בפניהם באותה תקופה היתה נמוכה מזו המחושבת; שנית, אפשר שנחלק מהתקופה, כשאיהודאות לגבי התשואה של נכסים אחרים בתיק גדלה מאוד, כחרו הפרטים להחזיק בנכס זה, שהוא נזיל יחסית, כדי לאפשר מעבר לנכסים אחרים בעתיד.

כדי לבחון את התשואה היחסית של נכסים שקליים לא צמודים לעומת נכסים במטבע חוץ יש להשוות את הריבית הנומינאלית השקלית עם הריבית במטבע חוץ בתוספת השינויים הצפויים בשער החליפין. עליית הריבית הנומינאלית במשך השנה הגדילה את פער התשואות בין הנכסים הנושאים ריבית ב-M2 לבין נכסים במטבע חוץ, אף שעלתה גם הריבית על נכסים זרים. (וזאת בהנחה שלא חלו שינויים בציפיות לשינוי שער החליפין). גידולו של פער זה התבטא בקצב התרחבות איטי של הפיקדונות במטבע חוץ (פצ"ם, פת"ם ופמ"ח) ובהצטמצמות משקלם במיצרף M3.

ב. האשראי²⁵

סך האשראי החופשי גדל (נומינאלית) במשך 1994 בכ-32 אחוזים. סך האשראי (הכולל גם אשראי מוכוון) התרחב במשך השנה רק ב-26 אחוזים, כתוצאה מצמצום האשראי הניתן מפמל"ה. האשראי השקלי הלא צמוד התרחב בכ-21 אחוזים, בעוד שהאשראי הצמוד למדד גדל בכ-50 אחוזים בהמשך למגמת ההאצה של גידולו מ-1993 (לוח ז'-8 וריאגרמה ז'-4). האשראי במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ גדלו במשך 1994 ב-24 אחוזים וב-40 אחוזים, בהתאמה. עיקר ההתרחבות של אשראים אלו היה ברביע האחרון של 1994, בתגובה לעלייה המהירה של הריבית על האשראי השקלי בתקופה זו, יחד עם התרחבותו של יבוא ההון. כיוון שהשינוי בשער החליפין של הדולר במשך השנה היה קטן מאוד, מדידת שיעור ההתרחבות של האשראי במטבע חוץ במונחי דולרים מראה שיעור שינוי דומה. התמונה המתקבלת לגבי שינוי הרכב האשראי תואמת את זו העולה מהסתכלות על צד הנכסים. יחד עם הגדלת משקלם של הנכסים השקליים קטן חלקו של האשראי השקלי הלא צמוד בסך האשראי החופשי. רמתו הממוצעת של האשראי החופשי היתה ב-1994 גבוהה בכ-30 אחוזים מאשר ב-1993. שיעור גידול זה נמוך משיעור ההתרחבות ב-1993 (בעיקר במחציתה השנייה), ודומה מאוד לקצב הגידול ב-1992. רמתו הממוצעת של האשראי הלא צמוד גדלה השנה בכ-25 אחוזים, לעומת התרחבות ממוצעת של יותר מ-50 אחוזים ב-1993. חלק ניכר מההתרחבות באותה שנה נבע מאשראי שניתן ליום אחד לצורך הזמנת ניירות ערך בהנפקות; בניכוי אשראי זה קצבי ההתרחבות הממוצעים של האשראי הלא צמוד בשנתיים האחרונות דומים — קצת פחות מ-40 אחוזים.

התרחבותו של האשראי במטבע חוץ המשיכה להיות איטית יותר, למרות שהוצאה בסוף השנה, ורמתו הממוצעת עלתה בכ-13 אחוזים, בדומה לשיעור של השנתיים הקודמות — למרות ההתרחבות המהירה של הפעילות הקשורה במטבע חוץ (עודף היבוא והפעילות הפיננסית). במידה שהאשראי במטבע חוץ נלקח לצורך פעילות במטבע חוץ, ייטה ההפרש בין עליית שער החליפין של השקל מול הדולר לעלייתו המהירה יותר של מדד המחירים, בשנים האחרונות, להאט את ההתרחבות של אשראי זה במונחי שקלים.

התרחבות הכמות הממוצעת של האשראי החופשי לאורך השנים האחרונות מהירה מזו של התוצר הנומינאלי, והדבר מתבטא בגידול מתמיד של מלאי האשראי יחסית לתוצר. מגמה זו מוסברת בחלקה

²⁵ מיצרפי האשראי המופיעים כאן ובלוח ז'-8 מבוססים על ממוצעים חודשיים של נתונים יומיים, וזאת בשונה ממה שהיה נהוג עד כה — ביסוסם על נתוני סוף חודש. החלוקה על פי סוגי אשראי שונה במקצת מאשר בעבר בהתאם לזמינות הנתונים. הנתונים בלוח הנספח ז'-3 הם נתונים לסוף חודש.

לוח ז' - 8

האשראי לציבור ממערכת הבנקאות המסחרית¹, 1992 עד 1994

היתרה לסוף תקופה			השינוי הנומינלי במשך התקופה			השינוי הנומינלי בין התקופות		
1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994
(מיליוני ש"ח)			(אחוזים)					
69,960	97,415	129,700	36.4	39.2	33.1	30.2	51.6	30.1
39,806	54,902	66,624	37.8	37.9	21.4	27.5	50.5	25.0
24,572	34,947	52,508	28.6	42.2	50.3	27.4	52.5	38.1
5,582	7,565	10,568	71.3	35.5	39.7	77.2	56.5	31.7
11,771	12,420	15,417	13.7	5.5	24.1	13.3	9.3	13.1
81,731	109,835	145,117	32.3	34.4	32.1	26.5	44.9	28.0
		9.4	11.2	14.5	11.9	10.9	12.3	

1. סך כל האשראי החופשי במטבע ישראלי:

מזה: לא-צמוד

צמוד למדר²

צמוד מטבע חוץ

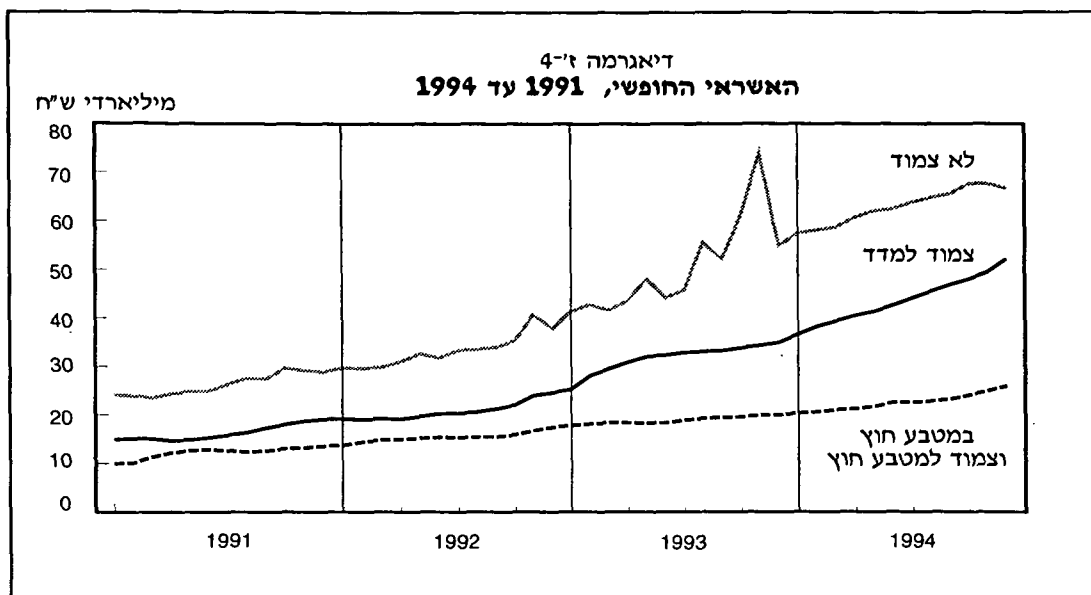
2. האשראי החופשי במטבע חוץ (ש"ח)

3. סך כל האשראי החופשי

4. מדר המחירים לצרכן

(1) הלוח מבוסס על ממוצעים חודשיים של נתונים יומיים.

(2) מסוף 1992 נכלל האשראי מפמל"ה באשראי החופשי הצמוד למדר. שיעורי השינוי ב-1993 אינם כוללים את הגידול באשראי הנובע משינוי זה.



במעבר מאשראי מוכוון לאשראי חופשי, עם הליברליזציה בשוקי הכספים. ההתרחבות של סך האשראי הבנקאי בשנים אלו (בעיקר עד 1992) אטית יותר, ודומה להתרחבות התוצר. הסבר נוסף נעוץ באפשרות שהתוצר, המבטא פעילות ריאלית, אינו משקף היטב את היקף העסקאות במשק — ריאליות ופיננסיות — ולכן, כאינדיקטור לשימושי האשראי הוא מוטא כלפי מטה.

שני רכיביו של האשראי השקלי הלא-צמוד — האשראי לזמן קצוב והאשראי כחח"ד ועו"ש ביתרות חובה — התרחבו במשך 1994 בשיעורים דומים. האטת קצב ההתרחבות של האשראי לזמן קצוב קשורה להאטת הפעילות בבורסה ולהצטמצמות היקף העסקאות הפיננסיות, לאחר ההתרחבות הניכרת שהיתה בסוף 1993. לעומת זאת קשור המשך התרחבותו של הביקוש לחח"ד ועו"ש ביתרות חובה, בשיעור דומה לזה של השנתיים הקודמות, להמשך התרחבות הפעילות במשק, ומתואם פחות עם ההתפתחויות בשוק ההון. שיעור הניצול של מסגרות האשראי כחח"ד היה בממוצע ב-1994 כמעט 90 אחוזים, ונמוך במקצת מאשר ב-1993. האשראי on-call²⁶ כמעט הכפיל את נפחו (הנומינאלי) במשך השנה, וחלקו בסך האשראי לזמן קצר גדל.

קצב ההתרחבות של מלאי האשראי הלא-צמוד היה במשך רוב חודשי 1994 יציב יחסית, למרות שינויים שחלו בריבית הריאלית בתקופה זו. רק בחודשים האחרונים של השנה, כשהואצה עלייתה של הריבית הנומינאלית ניתן לראות בבירור מעבר מאשראי לא-צמוד לאשראי צמוד למדד וצמוד למטבע חוץ. הריבית הנומינאלית על אשראי חופשי במטבע ישראלי עלתה מ-14.7 אחוזים בסוף 1993 עד ל-22.4 אחוזים בדצמבר 1994²⁷. בדיקת הריבית הריאלית (בדיעבד) מראה, כי בחודשים הראשונים של

²⁶ אשראי הניתן למספר ימים ונפרע על פי קריאה, בהתאם לתנאי ההסכם בין הבנק ללקוח.

²⁷ הריבית מתייחסת לכל מלאי האשראי, ולכן כשהיא עולה, שיעורה הממוצע נמוך יותר מזה של הריבית הנקובה על אשראי חדש. ככל שתקופת האשראי ארוכה יותר, משך זמן ההתאמה של הריבית הממוצעת גדול יותר. הערה זו מתייחסת גם לריבית על הפיקדונות.

1994 עלתה הריבית הריאלית עלייה ברורה לעומת הרמה הנמוכה של סוף 1993, אבל בהמשך השנה, עד אוגוסט, ניכרת מגמת ירידה ברורה של הריבית הריאלית. רק לקראת סוף השנה חברו ההעלאה המהירה של הריבית הנומינאלית והתייצבות קצב עליית המחירים לעלייה מהירה ומשמעותית של הריבית הריאלית המחושבת, ולכן — לייקור האשראי הלא-צמוד יחסית לאשראי הצמוד למדד. תנודות, כפי שתוארו, בריבית הריאלית הנגזרת על האשראי השקלי הלא-צמוד אינן נראות באשראי הצמוד למדד: מחירו של אשראי זה היה יציב יחסית לאורך 1994, סביב כ-4 אחוזים, ללא הבדל משמעותי בין אשראי עד שנה לאשראי לתקופות ארוכות יותר. הריביות על האשראי במטבע חוץ ועל האשראי הצמוד למטבע חוץ עלו בהתאם לעליית הריבית בעולם; הריבית על אשראי בדולרים נעה בין כ-4 אחוזים (במונחים דולריים) בראשית השנה לכ-7 אחוזים בסופה²⁸. האצת ההתרחבות של האשראי הצמוד למטבע חוץ בחודשים האחרונים של 1994 תומכת בהשערה שעלות האשראי השקלי הלא-צמוד מוערכת כגבוהה גם יחסית לעלות הצפויה של אשראי במטבע חוץ — הריבית הנקובה בתוספת הציפיות לשינוי שער החליפין.

יתרת האשראי מהבנקים למשכנתאות²⁹ גדלה ריאלית ב-1994 בכ-20 אחוזים (לוח ז'-9). גידול המלאי נובע מעלייה בת 65 אחוזים של זרם ההלוואות הלא-מוכוונות³⁰ והתכווצות בכרבע של ההלוואות המוכוונות. בניכוי פירעונות נחלש מעט זרם ההלוואות השנה. בולט המשיך ההתרחבות של זרם ההלוואות שלא למגורים, אף שחלקן בסך ההלוואות שנותנים הבנקים למשכנתאות עדיין קטן. בריקת זרם ההלוואות מהבנקים למשכנתאות במונחים של מחירי הדירות בבעלות, כפי שהם נמדדים במדד המחירים לצרכן, מראה, כי הוא גדל במונחים אלו רק ב-5.5 אחוזים. הריבית הממוצעת על הלוואות לא-מוכוונות למשכנתאות, שהיתה במגמת ירידה עד ראשית 1993 מהרמה הגבוהה (קרוב ל-6 אחוזים) של ראשית 1990, והמשיכה לעלות גם ב-1994, בעיקר במחציתה השנייה, עד לרמה של כ-5 אחוזים.

ג. המירווח הפיננסי³¹

המירווח הפיננסי הצטמצם במידה משמעותית במשך השנים האחרונות — מכ-33 נקודות אחוז ב-1988 עד לכ-5 אחוזים ב-1993 וב-1994, בעיקר משום שירידתה של עלות האשראי היתה מהירה מירידת הריבית על פיקדונות (לוח ז'-4). אחת הסיבות לכך היא התגברות התחרויות בין הבנקים, כתוצאה מהמשך תהליך הליברליזציה, המקטין את המגבלות על הפעילות במטבע חוץ ובמגזר הצמוד, ובכך מאפשר לפרטים תחלופה קלה יותר בין סוגי האשראי השונים, ומצמצם את יכולתם של המלווים לנקוב מחיר הגבוה מהמחיר האלטרנטיבי העומד בפני הלווים. הורדת שיעורי הנזילות, צמצום חלקם של הבנקים בסך התיווך הפיננסי, והפעלת השפעתם של ראשי הבנק המרכזי על מערכת הבנקאות תרמו גם הם לצמצום המירווח הפיננסי. בדצמבר 1994 — לאחר היציבות היחסית של המירווח הפיננסי בשנתיים האחרונות, למרות תנודות בריבית בתקופה זו — עלה המירווח הפיננסי עלייה משמעותית.

²⁸ הריבית על אשראי במטבעות אחרים, שהתחזקו במשך 1994, נשארה יציבה סביב 5-6 אחוזים, ואף ירדה במקצת.

²⁹ בינואר 1995 נכנסו לתוקף שינויים בהוראות הנזילות, ובמסגרתם יושווה מעמדם של הבנקים למשכנתאות ("תאגידים בנקאיים מיוחדים") לזה של התאגידים הבנקאיים. כתוצאה מכך יוכלו הפיקדונות והאשראי בבנקים למשכנתאות בדיווח השוטף של מערכת הבנקאות.

³⁰ ראו גם פרק ב', סעיף הבנייה.

³¹ מחושב כפער בין התשואה המשוקללת של נכסים והעלות המשוקללת של ההתחייבויות במאזן הבנקים, במגזר השקלי הלא-צמוד.

לוח ז' - 9

האשראי מהבנקים למשכנתאות — זרמים ויתרות, 1991 עד 1994

השינוי הריאלי		הכמות במחירים שוטפים					
1994	1993	1992	1994	1993	1992	1991	
(אחוזים)		(מיליוני ש"ח)					ז ר מ י ה א ש ר א י
-27.0	14.7	28.8	5,268	6,449	5,109	3,517	1. הלוואות מוכונות למגורים
65.4	95.3	-20.3	8,448	4,546	2,102	2,357	2. הלוואות לא מוכונות
11.0	38.2	9.2	13,717	10,996	7,210	5,875	3. סך כל ההלוואות למגורים (1 + 2)
-0.3	57.9	2.0	6,369	5,699	3,291	2,849	4. הלוואות למגורים בניכוי פירעונות
101.4	65.8	48.1	2,714	1,189	641	414	5. הלוואות שלא למגורים
19.8	40.5	11.5	16,431	12,185	7,851	6,289	6. סך כל זרם ההלוואות
							י ת ר ת ה א ש ר א י
20.2	17.5	10.0	54,899	39,898	30,523	25,369	היתרה לסוף תקופה
18.0	12.8	16.8	47,324	35,663	28,496	21,839	היתרה הממוצעת

גם בפער הריביות — הפער בין הריבית על חח"ד לריבית על פח"ק — שהיה יציב מאז המחצית השנייה של 1993, נראית מגמת עלייה בחודשים האחרונים של 1994. ייתכן שעלייתו מבטאת גידול משמעותי של הסיכון הכרוך במתן אשראי, כתוצאה מהעלייה הגדולה של שיעורי הריבית בסוף 1994. ירידת המירווח הפיננסי במגזר השקלי הלא-צמוד, וגם במגזרים האחרים, היתה אחד הגורמים להקטנת הרווח של הבנקים במחצית הראשונה של 1994 בהשוואה ל-1993³². בניגוד לשנים הקודמות, ירידת המירווח הפיננסי לא פוצתה בהעלאה של העמלות, ושיעור עלייתן במשך 1994 דמה לזה של מדרד המחירים לצרכן. ירידת סך ההכנסות התפעוליות, בעיקר כתוצאה מהצטמצמות הפעילות בשוק ההון — מחזורי העסקאות בבורסה והיקפי ההנפקות — וגידול הוצאות השכר וההוצאות הנלוות תרמו גם הם לירידת רווחי הבנקים בתקופה זו.

4. תיק הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור

א. קווי התפתחות כלליים

"תיק הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור" הסתכם בסוף 1994 ב-435 מיליארדי ש"ח, כמעט כפול מהתוצר, והתחלק לשני רכיבים: נכסים פיננסיים לטווח קצר — שהם נזילים יחסית, 180 מיליארדי ש"ח, ונכסים פיננסיים לטווח ארוך — 255 מיליארדים (לוח ז'-10). הנכסים הפיננסיים לטווח קצר כוללים מזומנים, פיקדונות לא צמודים, מילואות קצרי מועד, פיקדונות קצרי מועד צמודים למטבע חוץ ואיגרות חוב ומניות המוחזקים ישירות בידי הציבור או באמצעות קרנות נאמנות. הנכסים הפיננסיים לטווח ארוך כוללים פיקדונות פיצויים, תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים, ביטוח חיים, קופות גמל וקרנות פנסיה³³. התיק הפיננסי, מנוכה במדרד המחירים לצרכן, ירד השנה ב-13 אחוזים, לאחר שעלה בקצב מהיר של 21 אחוזים לשנה בשנים 1992 ו-1993. הירידה בשנת 1994 נובעת מירידת מחירים ריאלית בת 50 אחוזים של שערי המניות — בעיקר במחצית הראשונה של השנה — לאחר שלוש שנים של עליות תלולות. לעומת זאת, עלה ערכו הריאלי של התיק ללא מניות ב-2 אחוזים לעומת 1993.

כדי לבחון את השפעותיהן של המדיניות המוניטרית ושער החליפין וההתפתחויות בשוק המניות, חילקנו את הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור לארבע קבוצות נכסים בחתך של הצמדה וסיכון: מניות, נכסים צמודים למטבע חוץ, נכסים צמודים למדרד ונכסים לא צמודים (לוח ז'-10, סעיף י'). השינויים הריאליים בערכם של נכסים אלו נגזרים משני גורמים: שינויים ריאליים במחירי הנכסים ושינויים בכמות הנכסים שבידי הציבור. בשנת 1994 ירדו מחירי סך הנכסים, ריאלית, ב-19 אחוזים; נוסף על הירידה הכוללת של מחירי המניות, ירדו גם מחיריהן של כל קבוצות הנכסים האחרות בשיעורים שבין 2 עד 11 אחוזים (לוח ז'-11). לעומת זאת, גדל היצע הנכסים ב-7 אחוזים, והגידול הקיף את כל קבוצות הנכסים. היצע המניות גדל בכ-10 מיליארדי ש"ח — גידול שמקורו בהנפקות ובהכללת חברות חדשות בערך השוק הבורסאי, אולם ירידת מחירי המניות מחקה ב-60 מיליארדי ש"ח מערכו של שוק המניות,

³² מתבסס על הסקירה החצי-שנתית של הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל ועל נתונים ל-9 חודשים ראשונים של השנה. ראו גם פרק ב' — סעיף ענף השירותים.

³³ ההגדרה אינה כוללת נכסים בחו"ל וכן רואה במניות ובאיגרות החוב השקעות לטווח קצר ולא לטווח ארוך, אף שפריונם של נכסים אלו הוא בטווח הארוך יחסית. "קופות הגמל", הכוללות לצורך הניתוח את סך ההחזקות בקופות הגמל, בקרנות ההשתלמות ובקופות הפיצויים, נחשבות השקעות לטווח ארוך אף שחלק לא מבוטל מהשקעות אלו הוא נזיל.

לוח ז' - 10

הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור¹, 1992 עד 1994

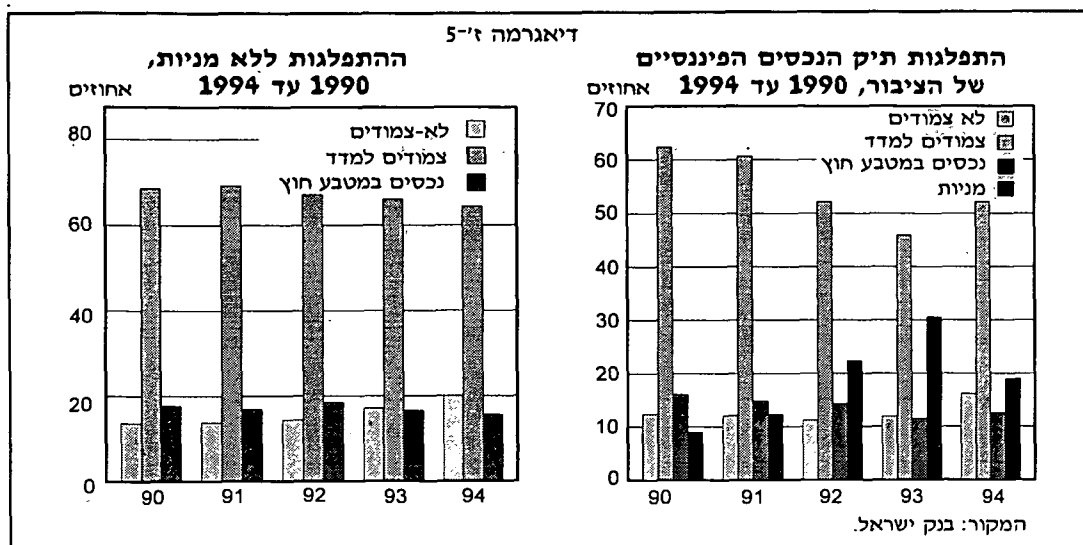
המשקל בסך כל הנכסים בסוף התקופה			היתרות בסוף התקופה					
			1994					
1994	1993	1992	IV	III	II	I	1993	
(אחוזים)			(מיליוני ש"ח)					
נ כ ס י ם ל ז מ ן ק צ ר ²								
14.4	10.6	10.1	62,903	56,558	53,382	51,180	46,150	א. סך הנכסים הלא-הצמודים לזמן קצר
3.2	3.0	3.1	13,916	13,052	12,856	13,218	13,044	1. אמצעי תשלום
10.4	7.1	6.2	45,298	40,659	37,969	35,841	31,009	2. פו"ק פח"ק (תפ"ס) ופיקדון אחר
0.8	0.5	0.8	3,690	2,847	2,558	2,121	2,097	3. מק"ם
10.8	10.4	12.4	47,218	45,356	44,760	43,082	45,127	ב. פת"ם, פצ"ם, פמ"ח ואיגרות חוב סחירות
5.2	4.5	5.4	22,764	20,974	20,309	19,031	19,581	1. פת"ם, פצ"ם ופמ"ח
3.5	3.0	3.2	15,170	14,675	13,900	13,071	12,964	מזה: פת"ח של תושבים מקומיים
5.6	5.9	6.9	24,454	24,382	24,451	24,051	25,547	2. איגרות חוב בידי הציבור
25.3	21.0	22.4	110,121	101,914	98,142	94,262	91,277	ג. סך הנכסים לזמן קצר למעט מניות (א) + (ב)
16.2	27.4	19.6	70,716	80,002	67,747	98,054	119,133	ד. סך כל המניות
41.5	48.4	42.0	180,837	181,916	165,890	192,315	210,410	ה. סך הנכסים לזמן קצר כולל מניות (ג) + (ד)
נ כ ס י ם ל ז מ ן א ר ו ך								
3.3	3.0	3.8	14,495	14,389	14,076	13,320	12,986	ו. פיקדונות פיצויים
12.5	10.4	10.6	54,464	50,344	47,913	44,886	45,195	ז. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים
42.6	38.2	43.6	185,638	180,758	170,707	167,096	166,206	ח. קופות גמל, קרנות פנסיה וביטוח חיים
58.5	51.6	58.0	254,597	245,490	232,696	225,302	224,387	ט. סך הנכסים לזמן ארוך (ו) + (ז) + (ח)
100.0	100.0	100.0	435,433	427,406	398,585	417,618	434,798	י. סך כל הנכסים הפיננסיים (ה) + (ט)
19.0	30.6	22.2	82,583	92,440	78,194	110,534	133,041	מזה: מניות חופשיות ³
12.6	11.6	14.3	54,936	52,662	52,176	49,202	50,223	נכסים במטבע חוץ ⁴
52.2	46.0	52.4	227,472	219,208	208,971	201,476	199,791	נכסים צמודים למדד
16.2	11.9	11.2	70,443	63,096	59,245	56,405	51,743	נכסים לא-צמודים ⁵

לוח ז'-10 (המשך)

הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור¹, 1992 עד 1994

השינוי הריאלי במשך התקופה					השינוי הריאלי ביתרה הממוצעת				
1994									
IV	III	II	I	כל השנה	1993	1992	1994	1993	1992
(אחוזים)									
נכסים לזמן קצר²									
7.4	2.6	-0.3	8.4	19.1	27.6	10.4	26.4	17.8	10.1
3.0	-1.7	-7.0	-1.0	-6.8	16.4	21.4	5.3	13.2	8.3
7.6	3.7	1.3	13.0	27.6	39.6	13.6	37.3	28.6	7.8
25.2	7.7	15.3	-1.1	53.8	-23.7	-30.3	9.5	-32.1	33.6
0.5	-1.9	-0.7	-6.7	-8.6	1.8	28.3	-6.6	13.1	23.3
4.8	-0.0	2.0	-5.0	1.6	0.4	25.6	-0.6	12.9	11.4
-0.2	2.2	1.7	-1.4	2.2	11.3	29.6	6.4	20.9	17.0
-3.1	-3.5	-2.8	-8.0	-16.4	3.0	30.6	-11.4	15.6	31.9
4.4	0.5	-0.4	0.9	5.4	13.4	19.6	10.6	14.6	17.4
-14.6	14.3	-33.9	-19.6	-48.1	69.7	116.1	-22.0	81.1	66.5
-4.0	6.2	-17.5	-10.7	-24.9	39.6	51.2	-6.6	38.4	35.9
נכסים לזמן ארוך									
-2.7	-1.0	1.1	0.3	-2.5	-4.9	10.1	-1.6	2.3	5.3
4.5	1.7	2.1	-2.9	5.3	18.8	-7.5	1.3	11.9	-6.3
-0.8	2.5	-2.3	-1.7	-2.4	6.4	10.9	2.1	7.2	8.8
0.2	2.1	-1.2	-1.9	-0.9	8.0	7.0	1.7	7.8	5.2
-1.6	3.8	-8.7	-6.1	-12.5	21.3	21.9	-2.2	19.7	15.3
-13.7	14.4	-32.4	-18.8	-45.8	67.5	119.0	-6.1	69.8	70.9
0.7	-2.3	1.4	-4.2	-4.4	-2.0	16.5	-4.1	8.1	7.0
0.2	1.5	-0.8	-1.4	-0.5	6.4	5.6	0.4	7.0	5.3
7.8	3.1	0.4	6.6	18.9	29.0	11.2	28.8	18.1	10.5

- א. ה"ציבור" בלוח זה אינו כולל את הממשלה, את בנק ישראל ואת הבנקים המסחריים. לא נוכו נכסים פיננסיים בידי זרים מחד גיסא ולא נוספו נכסים פיננסיים זרים שהוחזקו בידי תושבים מקומיים, מאידך.
- ב. המרידה בלוח לוקה בכפילות מסוימת, משום שנכסים פיננסיים נמדדו הן התחייבויות שהנפיקו גופים פריים לציבור והן נכסים פיננסיים שהחזיקו גופים אלה.
- 2) למעט נכסים לזמן קצר שבידי קופות גמל, קרנות פנסיה וביטוח חיים שבידי קופות הגמל (הנכללות בסעיף ח'), ולכן נתונים אלו אינם זהים לנתונים בלוח ז'-2.
- 3) כולל מניות חופשיות בידי קופות הגמל.
- 4) תכניות חיסכון שבהן מוצעת ברירת הצמדה למטבע חוץ או למרד — הוגדרו כנכס הצמוד למטבע חוץ.
- 5) כולל נכסים לא-צמודים בקופות גמל.
- המקור: בנק ישראל.



כך שמשקלן בתיק ירד מ־31 ל־19 אחוזים³⁴. גם בנכסים הצמודים למטבע חוץ עלתה השפעתן של ירידות המחירים על זו של גידול ההיצע — אמנם לא בהפרשים חריגים כמו במניות — כך שערכם של נכסים אלו ירד ב־4 אחוזים, ואילו בנכסים הצמודים, קיזוז הגידול בהיצע את ירידת המחירים כך שערכם לא השתנה. לעומת זאת, גדל ערכם של הנכסים הלא צמודים ב־19 אחוזים.

מחירי הנכסים הצמודים למטבע חוץ — פיקדונות צמודים, תכניות חיסכון ואיגרות הצמודות למטבע חוץ — ירדו מפני הייסוף הריאלי של השקל. מעבר לייסוף, ירדו מחיריהן של האיגרות הצמודות למטבע חוץ עקב העליות של שיעורי הריבית בחו"ל ובארץ. עם זאת, הגדיל הציבור את כמות הנכסים הצמודים למטבע חוץ, כך שערכם של נכסים אלו ירד ב־4 אחוזים בלבד.

מחיריהם של הנכסים הצמודים למדד ירדו במקביל לעלייה בת אחוז אחד במוצק של שיעורי הריבית הריאליים לטווח ארוך, ונראה שהמדיניות המוניטרית המרסנת של בנק ישראל תרמה לעליית הריבית הריאלית השנה ולירידת מחירי איגרות החוב. ערכם של הנכסים הצמודים למדד נשארו ללא שינוי, שכן השפעתן של ירידות המחירים קוזה על ידי גידול של הכמות שנבע מעלייה של פיקדונות ותכניות חיסכון צמודים.

³⁴ כפי שיוסבר בסעיף המניות בהמשך, משקל המניות הינו אומדן יתר, עקב "ספירה כפולה" הנובעת מבעלות של חברות הרשומות בבורסה על חברות אחרות הרשומות גם הן בבורסה. כמו כן, כוללות המניות החזקות של חברות זרות ואזרחים זרים.

לוח ז' - 11

התפלגות התרומה לשינוי בנכסים הפיננסיים שבידי הציבור, 1994
(אחוזים)

הנכסים	שיעור השינוי הריאלי במחיר ¹	התרומה לעלייה הריאלית בסך הנכסים הפיננסיים ²	מזה: השפעת המחיר ³	מזה: השפעת הכמות ⁴	הגידול בהיצע כאחוז מהנכסים בתחילת השנה ⁵
סך הכול	-12.5	-19.1	6.6		
מניות ⁶	-53	-14.0	-16.2	2.2	7
צמודי מט"ח ⁷	-11	-0.5	-1.3	0.8	7
צמודי מדד ⁸	-3	-0.2	-1.4	1.2	3
לא צמוד ⁹	-2	+2.2	-0.2	2.4	20

- (1) השינוי הריאלי במחיר שווה לתשואה הריאלית הכוללת מנוכית בריבית ודיבידנד.
- (2) התרומה לעלייה שווה לגידול הריאלי בקבוצת הנכס חלקי סך הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור בתחילת השנה.
- (3) השפעת המחיר שווה לשינוי הריאלי במחיר כפול משקל הנכסים בתיק הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור בתחילת השנה.
- (4) השפעת כמות הינה ההפרש בין התרומה לעלייה הריאלית בסך הנכסים הפיננסיים לבין השפעת המחיר.
- (5) הגידול בהיצע כאחוז בתחילת השנה מחושב על ידי חלוקת השפעת הכמות במשקל הקבוצה בנכסים הפיננסיים בידי הציבור בתחילת השנה.
- (6) שיעור השינוי במחירי המניות הוא של מניות שלא בידי הממשלה והבנקים.
- (7) שיעור שינוי משוקלל של איגרות סחירות במט"ח ופיקדונות צמודים למט"ח.
- (8) ממוצע משוקלל של איגרות סחירות, מיועדות ולא סחירות אחרות.
- (9) שיעור השינוי במחירים של הנכסים הלא-צמודים חושב כממוצע משוקלל של התשואה הכוללת הריאלית בנכסים אלו.

הנכסים הלא-צמודים הניבו השנה תשואה כוללת שלילית, שכן הריבית הנומינאלית הממוצעת ששולמה על פיקדונות, אמצעי תשלום ונכסים לא-צמודים אחרים היתה קטנה מעליית מדד המחירים לצרכן. עם זאת, הגדיל הציבור השנה את החזקותיו בנכסים אלו ב-20 אחוזים — במיוחד ברביעים הראשון והאחרון — כך שמשקלם בתיק ללא מניות עלה מ-17 ל-20 אחוזים. הביקוש לנכסים הלא צמודים גדל השנה, למרות עליית שיעורי האינפלציה, תופעה שבעבר תרמה להסטת נכסים מאפיקים לא צמודים לאפיקים צמודים. ברביע הראשון גדלו הפיקדונות אף שבדיעבד היתה התשואה הריאלית של נכסים אלו שלילית. ייתכן שהציבור, בדומה לקובעי המדיניות שהכריזו על יעד אינפלציה נמוך יחסית, הופתע משיעורי האינפלציה שעלו על רווחי הריבית. ברביע האחרון גדלו הפיקדונות ורכישות המק"ם במקביל לעליית הריביות הנומינליות של נכסים אלו, לאחר שבנק ישראל העלה את הריבית במרכז המוניטרי. גידול משקלם של הנכסים הלא-צמודים השנה הוא בבחינת האצת המגמה של עלייה במשקלם מאז סוף שנות השמונים (דיאגרמה ז'-5), אך ייתכן שהוא הושפע גם מהתפתחויות בשוק המניות, שבו גדל הסיכון השנה.

לוח ז' - 12

התפלגות הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור, 1994¹

צמודים למדר המחירים לצרכן									
אג"ח				לא צמודים		נכסים במט"ח		מניות חופשיות	
סך הכול				סה"כ צמוד לא-סחיר		סה"כ צמוד לא-סחיר		סה"כ צמוד לא-סחיר	
נכסים לא-צמודים									
סך הכול — מיליוני ש"ח				62,903		62,903		סך הכול — מיליוני ש"ח	
19.1				19.1		19.1		שיעור השינוי לעומת 1993	
14.4				14.4		14.4		המשקל בתיק הנכסים	
סת"מ פצ"ם סמ"ח									
סך הכול — מיליוני ש"ח				22,764		22,764		סך הכול — מיליוני ש"ח	
1.6				1.6		1.6		שיעור השינוי לעומת 1993	
5.2				5.2		5.2		המשקל בתיק הנכסים	
אג"ח בידי הציבור									
סך הכול — מיליוני ש"ח				2,366		3,576		סך הכול — מיליוני ש"ח	
-16.4				-18.3		78.1		שיעור השינוי לעומת 1993	
5.6				4.3		0.5		המשקל בתיק הנכסים	
מניות בידי הציבור									
סך הכול — מיליוני ש"ח				70,716		70,716		סך הכול — מיליוני ש"ח	
-48.1				-48.1		-48.1		שיעור השינוי לעומת 1993	
16.2				16.2		16.2		המשקל בתיק הנכסים	
פיקדונות פיצויים									
סך הכול — מיליוני ש"ח				14,495		14,495		סך הכול — מיליוני ש"ח	
-2.5				-2.5		-2.5		שיעור השינוי לעומת 1993	
3.3				3.3		3.3		המשקל בתיק הנכסים	
תכניות חיסכון									
סך הכול — מיליוני ש"ח				11,566		11,566		סך הכול — מיליוני ש"ח	
5.3				8.5		-5.0		שיעור השינוי לעומת 1993	
12.5				9.9		2.7		המשקל בתיק הנכסים	
קופ"ג והשתלמות									
סך הכול — מיליוני ש"ח				4,631		2,535		סך הכול — מיליוני ש"ח	
-7.1				9.2		-7.8		שיעור השינוי לעומת 1993	
23.8				1.1		0.6		המשקל בתיק הנכסים	
פנסיה									
סך הכול — מיליוני ש"ח				544		544		סך הכול — מיליוני ש"ח	
3.9				-34.6		-34.6		שיעור השינוי לעומת 1993	
13.3				0.1		0.1		המשקל בתיק הנכסים	
ביטוח חיים									
סך הכול — מיליוני ש"ח				23,897		23,897		סך הכול — מיליוני ש"ח	
4.8				5.2		5.2		שיעור השינוי לעומת 1993	
5.5				5.5		5.5		המשקל בתיק הנכסים	
סך הכול									
סך הכול — מיליוני ש"ח				70,443		54,936		סך הכול — מיליוני ש"ח	
-12.5				18.9		-4.4		שיעור השינוי לעומת 1993	
15.7				52.2		12.6		המשקל בתיק הנכסים	

(1) שיעורי השינוי והמשקלות הם באחוזים.

ב. רכיבי הנכסים הפיננסיים

לוח ז'-12 מפרט את הנכסים הפיננסיים של הציבור בהתפלגות בין טווחי ההשקעה ועל פי הצמדה וסיכון. נדון להלן בשני רכיבים בחתך הסיכון וההצמדה: מניות ואיגרות חוב, ולאחר מכן נדון במשקיעים המוסדיים: קרנות הנאמנות, שדרכן מבוצעות השקעות לטווח קצר, וקופות הגמל, קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים שהן מכשירים לטווח ארוך.

(1) שוק המניות

בשנת 1994 נפלו שערי המניות בכמחצית — שיעור הנפילה הגדול ביותר מאז משבר המניות של 1983 — לאחר שלוש שנים שבהן מחיריהן כמעט הושלשו (לוחות ז'-13 וז'-נ'-5, ודיאגרמה ז'-6). הגיאות באותן שנים השתקפה גם בהנפקות בהיקפים גדולים שתרמו אף הן לגידול המפליג של ערך שוק המניות. תהליך הגידול התאפשר, בין השאר, עקב צמצום הגירעון בסקטור הציבורי, שהקטין את הגיוס הממשלתי בשוק ההון; המקורות שהתפנו הופנו לשוק המניות, שם קלטו את ההנפקות ותרמו לעלויות המחירים בשוק המשני. בלטו קופות הגמל, שהפנו 90 אחוזים מההפקדות (נטו) לרכישת מניות בשלוש השנים 1991 עד 1993, לאחר שהממשלה הגדילה, בשנת 1989, את תקרת השקעתן המותרת של קופות אלו במניות. להגדלת הביקוש למניות בשלהי תקופת הגיאות תרמו גם הבנקים המסחריים, באמצעות הרחבת מסגרות האשראי לרכישת קרנות נאמנות המתמחות במניות — תופעה שמדגימה את הבעיות שנגרמות מפעילות הבנקים בניגוד להמלצות ועדת בייסקי.

בחינת הרווחות הכספיים של החברות שנסחרו בבורסה לשנים 1992 ו-1993 לימדה עוד קודם לנפילות, כי משתני רווחיות רבים לא הדביקו את עליות השערים. מכפיל הרווח, המבטא את היחס שבין מחירי המניות לרווחיהם החשבונאיים, עלה ל-23 בשנת 1993, ותשואת הדיבידנד ירדה לרמה של אחוז. זאת ועוד, מכפיל תזרים המזומנים — היחס בין מחירי המניות לתזרים המזומנים מפעילות שוטפת — עמד בשנת 1993 על 16, לעומת מכפילים שבין 6 ל-7 בכל אחת מהשנים 1989 עד 1991.³⁵ כיוון שמדדי הרווחיות פיגרו לעומת עליית מחירי המניות, היו שהעריכו כי עליית המחירים נבעה מציפיות ששיעורי הצמיחה יעלו עם פריצות הדרך בתהליך השלום. אולם כדי לתמוך בנסיקת השערים, היו שיעורי הצמיחה והרווחים בסקטור העסקי צריכים לעלות מ-6 ל-12 אחוזים לשנה ומאחר שהיה קשה למצוא עדויות תומכות לצמיחה ארוכת טווח בשיעור כזה — היה ניתן להסיק, כי מחירי המניות גבוהים מדי, וכי צפוי שיירד.³⁶ זאת ועוד, בשנת 1994 פעלו גורמים נוספים שהורידו את ערכן של המניות: ירידה של רווחי הפירמות וירידות בשוקי הון בינלאומיים אחרים, עליית שיעורי הריבית והכרזות על הטלת מס רווחי הון בבורסה.

שנת 1994 נפתחה בעליות שערים, אולם בפברואר ובמאדס ירדו מחירי המניות ב-25 אחוזים (לוח ז'-נ'-6). מחירי המניות נפלו במיוחד לאחר שהתפרסמו הרווחות הכספיים לשנת 1993, וגם ירידות השערים של ניירות ערך זרים בבורסאות בעולם — ובפרט בארה"ב, שם נפל מדד מניות ה-S&P ביותר

³⁵ משמעות המכפיל היא, שגם לולא חידשו החברות ציור, היו נדרשות 16 שנות פעילות כדי שהמזומנים הנכנסים לקופה יכסו את ערך השוק בתחילת התקופה. מכפיל תזרים המזומנים היה גבוה במיוחד בענפי התעשייה שבהם עלה כמעט פי 4 והגיע לרמה של 20.6, ובענף הנדל"ן שבו המכפיל הגיע לרמה של 87. השוואה למדינות אחרות מלמדת כי יחסים אלו הינם חריגים: גם ביפן ערב המפולת במניות בתחילת שנות ה-90 לא הגיע מכפיל המזומנים לרמות אלו.

³⁶ ראה: א' בלס, "האם מחירי המניות בישראל גבוהים מדי?", סקר בנק ישראל (בדפוס).



מ־7 אחוזים — השפיעו לרעה (דיאגרמה ז' 6)³⁷. כמו כן, התפרסמו כוונות להעלאת ריבית, לאחר שבשנת 1993 היתה מגמה להורדה של ריביות ריאליות, וגם הפרסומים על חקירות פלילות נגד מנהלי תיקים תרמו לירידות. לאחר התאוששות קלה באפריל, המשיכו המניות לרדת במאי וביוני. לאחר שהתפרסמו נתוני רווחיות ופעילות עסקית מאכזבים³⁸, לאחר התאוששות ביולי ובמחצית הראשונה של אוגוסט, הודיע שר האוצר ב־16 אוגוסט על כוונתו להטיל מס על רווחי הון בבורסה, ומחירי המניות ירדו ב־11 אחוזים ביום חידוש המסחר. אחרי שהסתמנו עליות, בין השאר לאחר שעלו ספקות אם המס יוטל, המשיכו מחירי המניות לרדת, במקביל לעליית הריבית ולירידות שערי המניות בחו"ל ועם בוא האישור כי המס אכן יוטל³⁹.

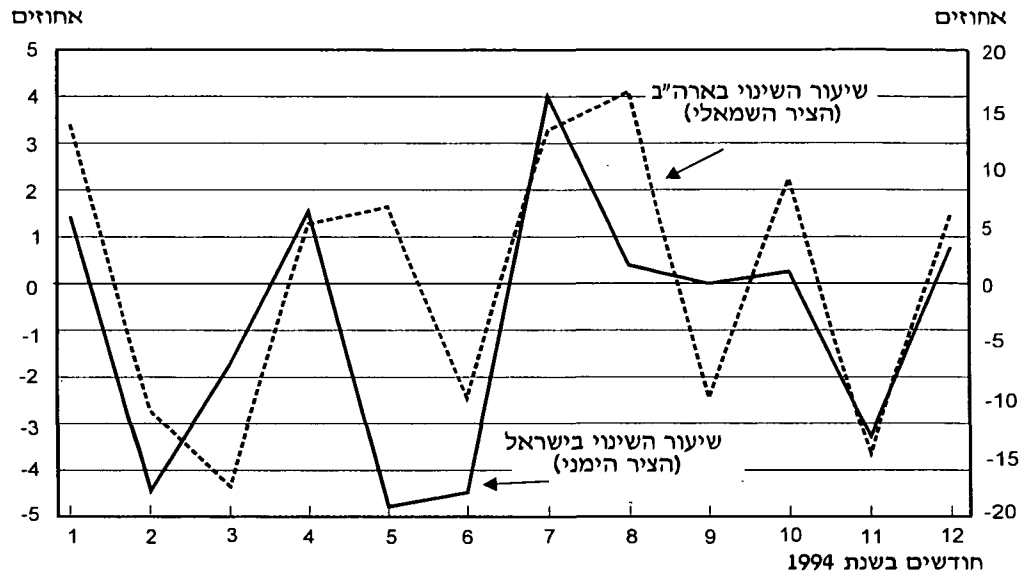
הפעילות בשוק המניות התבטאה השנה גם בירידה של מחזורי המסחר במיוחד במחצית השנייה של השנה, תוך כדי עלייה משמעותית של השונות: סטיית התקן של התשואה הכוללת החודשית עלתה השנה מרמה דומה לזו של בורסאות מפותחות, לרמת סיכון המאפיינת בורסאות מתפתחות. לגידול השונות תרמה גם אי־הוודאות סביב ההכרזות על הטלת המס. ביטוי נוסף לשפל נמצא בירידה בת 47 אחוזים של ההנפקות, וההאטה ניכרה במיוחד במחצית השנייה של השנה (לוחות ז' 13 וז' ג'—7). עם זאת, היקף ההנפקות בשנת 1994 היה גבוה מהיקפן בכל אחת מהשנים 1983 עד 1991. הנתונים הכספיים של החברות הנסחרות בבורסה מלמדים, שבשנים 1991–1993 שימש חלק גדול מהמקורות

³⁷ בשנת 1994, כארבעים אחוזים משונות התשואות החודשיות של המניות מוסברים בשונות התשואות החודשיות של המניות בארה"ב, כפי שהן משתקפות במדד ה־S&P.

³⁸ על פי הדוחות של החברות הבורסאיות והמדד המושלב, שהתפרסם לקראת סוף מאי.

³⁹ החלטה זו שונתה בתחילת 1995: הממשלה החליטה שלא להטיל מס על הבורסה, משנתברר כי צפויים קשיים בגבייתו.

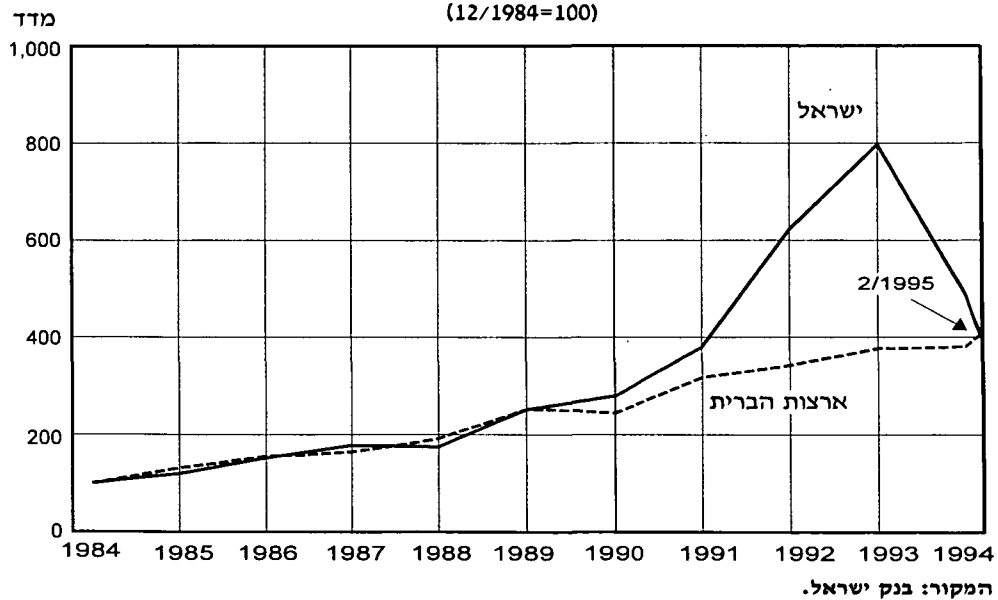
דיאגרמה ז'-7
התשואה הדולרית הכוללת החודשית במניות בישראל ובארה"ב, 1994



מדד התשואה הדולרית הכוללת המצטברת במניות בישראל ובארה"ב,

12/1984 עד 2/1995

(12/1984=100)



בחברות — הנפקות, אשראי, מענקי מדינה ורווחי הפירמות — להגדלת הון חוזר, כגון מלאי ואשראי לקוחות, ולא להשקעות בציוד. הדבר התבטא, בין השאר, בירידת היחס של נכסים קבועים להון חוזר ובעליית היחס של הון הבעלים לאשראי לטווח ארוך. עם זאת, סביר שההנפקות שחררו מקורות אשראי עבור חברות אחרות, שאינן נסחרות.

בשנת 1994 ירד במיוחד היקף ההפרטות, ותקבולי הממשלה ממכירת חברות ממשלתיות הגיעו ל-0.6 מיליארד ש"ח בלבד, לעומת 4.6 מיליארדי ש"ח בתכנית המקורית. הפרטת חברות ורשויות ממשלתיות בתעשייה, במסחר, בשירותים ובבנקאות, בלוויית רפורמות אחרות במבנה השוק, היא צעד חשוב, שנועד לייעל את הקצאת המקורות בשוק ההון ובתהליכי ייצור ואספקת שירותים. זאת ועוד, ביצוע עקיב של תכנית ההפרטות עשוי לאותת לשווקים פיננסיים בחו"ל על כנות כוונותיה של הממשלה לבצע רפורמות נוספות במשק. כמו כן יכולה מכירת חברות ממשלתיות לציבור הרחב להקטין את הריכוזיות בשוק ההון. חלק מהעיוכים השנה נבעו מניסיונות של הרשויות, של העובדים ושל בעלי התפקידים לשמר את המצב הקיים. חלק אחר מהחברות לא נמכר לאחר שבעקבות השפל בשוק המניות, גילו הרשויות כי הערכותיהן לגבי מחירי המכירה אינן תואמות את מה שהמשקיעים מוכנים לשלם. קשיים אחרים נתגלו בחברות שבהן היה צורך להסדיר את תנאי הפעלתן — לכונן מערכות פיקוח על מונופולים ולשנות הסכמים וחוקים. צרכים אלו עלו בהפרטת הבנקים המסחריים, אולם במסגרת החקיקה שקדמה לתחילת ההפרטה בשנת 1993, לא יושמו המלצות ועדת בייסקי להפריד בין הבנקאות המסחרית לבין הפונקציות האחרות שממלאים הבנקים. עם זאת היו תקוות, שהחקיקה לפחות תפעל לקידום תהליך מכירת הבנקים בקצב משיע רצון משום שהעלויות הכרוכות בהמשך הבעלות הממשלתית הן גבוהות. ברם, גם לאחר החקיקה מתעכב התהליך, בין השאר בגלל דרישת הרשויות שחלק מהמניות יימכרו כגרעיני שליטה למשקיעים איסטרטגיים, שכן קשה לאתר גורמים ישראליים בעלי מקורות ונטולי אינטרסים זרים. זאת ועוד, רוכשים מחו"ל נרתעים מהמעורבות הממשלתית והחקיקתית המסורתית שעלולה למנוע בעדם לנקוט צערי התייעלות.

נוסף על ההחזקות הממשלתיות, מוחזק חלק גדול מערכן של החברות הנסחרות בבורסה על ידי בעלים זרים וחברות אחרות הנסחרות בה. "הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור" (כלוח ז'-10) כוללים החזקות אלו אף שמן הדין היה שלא לכוללם: בעלים זרים אינם שייכים ל"ציבור"; וערך השוק של המניות שבבעלות חברות אחרות הנסחרות בבורסה נספר ספירה כפולה שכן נספרים גם ערך השוק של חברת הבת וגם ערך השוק של חברת האם שנובע מהחזקותיה בכנותיה. כלוח ז'-14 מפורט אומדן התפלגות הבעלות בשוק המניות, ובו חילקנו את המניות לשתי קבוצות: "מניות שאינן של הציבור" — הכוללות את החזקות הממשלה, החזקות בספירה כפולה וזרים — ו"מניות נטו של הציבור", הכוללות קופות הגמל, קרנות הנאמנות, בעלי עניין מקומיים והחזקות ישירות של משקי בית ופירמות, שמניותיהן אינן נסחרות בבורסה. הפחתת הסעיפים שאינם של הציבור מלמדת שמשקל המניות האמיתיות בתיק הנכסים הוא 10 ולא 19 אחוזים.

מספרן וערכן של החברות הישראליות שמניותיהן נסחרות בחו"ל גבוהים יחסית: ערך השוק של החברות הנסחרות בארה"ב הוא כרבע מערך השוק של החברות הנסחרות בבורסה בתל אביב (או כ-10 אחוזי תוצר); אין כמעט ארץ אחרת בעולם, שאחוז כה גבוה מהמניות הנסחרות של חברותיה נסחר מחוץ לגבולותיה⁴⁰. התפלגות המניות הישראליות הנסחרות בארה"ב שונה מאשר

⁴⁰ כרבע מערך השוק של המניות הישראליות בארה"ב הוא של חברות "דואליות", הנסחרות גם בישראל וגם בארה"ב. כשליש הן של חברות אמריקניות בשליטת חברות ישראליות, וכארבעים אחוזים הם חברות ישראליות הנסחרות בארה"ב בלבד. מניות אלו אינן נכללות בנכסים הפיננסיים שבידי הציבור והכללתן, בניכוי בעלים זרים וספירה כפולה, היתה מגדילה את הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור בכ-4 מיליארדי ש"ח.

לוח ז' - 13

אינדיקטורים עיקריים לשוק המניות, 1992 עד 1994

1994					
מחצית ב	מחצית א	כל השנה	1993	1992	
1,273	4,016	5,289	10,003	5,511	1. גיוס ההון ¹
13	621	634	2,692	918	מזה: הנפקת מניות של חברות ממשלתיות
1,260	3,395	4,655	7,310	4,593	הנפקת מניות של הסקטור הפרטי
98,767	97,817	98,767	173,518	104,289	2. ערך השוק בסוף התקופה המשקלות (אחוזים)
13	11	13	11	4	מניות הבנקים המסחריים
87	89	87	89	96	המניות האחרות
24,651	57,556	82,208	102,598	46,901	3. היקף המסחר בבורסה ומחוצה לה ²
0.46	0.76	0.61	0.79	0.65	4. מהירות המחזור השנתית ³
-0.6	-45.8	-46.1	27.0	74.4	5. התשואה הריאלית הכוללת ⁴
9.4	11.8	11.3	5.5	4.3	6. סטיית התקן של התשואה הריאלית החודשית

(1) במיליוני ש"ח: המחירים קבועים במונחי דצמבר 1994. ניכוי גיוס ההון נעשה על בסיס חודשי; כולל מניות, ניירות ערך בני המרה ומימוש אופציות.

(2) במיליוני ש"ח: המחירים קבועים במונחי דצמבר 1994. ניכוי ההנפקות והיקף המסחר נעשה על בסיס חודשי.

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

(4) לפי מדד המחירים לצרכן לסוף החודש.

ה מ ק ו ר : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; המחלקה המוניטרית ועיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

בבורסה בישראל: רובן של החברות הן תעשייתיות (לעומת 40 אחוז בתל אביב), כפרט בענף האלקטרוניקה. מחירי המניות הישראליות בארה"ב ירדו ב-1994 בדומה לירידותיהם של מחירי המניות בארץ, ואיתם — ההנפקות של חברות אלו.

(2) איגרות החוב

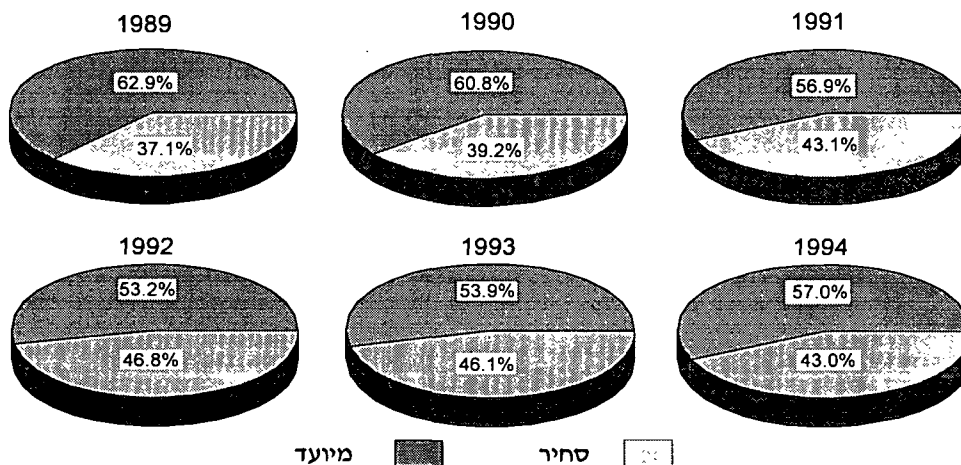
איגרות החוב מתחלקות לאיגרות סחירות ("סחירות") שהנפיקו הממשלה ופירמות ואיגרות מיועדות ("מיועדות") שהונפקו על ידי הממשלה במיוחד לקופות גמל, לקרנות פנסיה, לחברות ביטוח ולתכניות

התפלגות הבעלות במניות יוני 1994
(אחוזים)

סך כל המניות		100
מהן: "שאינן של הציבור"		56
ממשלתי ומוסדות ממלכתיים	16	
ספירה כפולה ¹	30	
זרים ^{2,1}	10	
מהן: "נמו של הציבור"		44
קופות גמל	11	
קרנות נאמנות	11	
בעלי עניין מקומיים אחרים	14	
פרטים וחברות שאינם בעלי עניין	8	

- (1) כלולים בנכסים הפיננסיים שבידי הציבור בלוח ז'-10.
(2) זרים כוללים: בעלי עניין זרים, זרים המחזיקים מניות בחשבונות בבנקים בישראל, זרים הרשומים בספרי חברות שמניותיהן נסחרות גם בישראל וגם בארה"ב ונתח המניות בקרנות נאמנות לזרים.
ה מקור: הבורסה לניירות ערך ועיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

דיאגרמה ז'-8
משקלן של איגרות החוב המיועדות והסחירות בסך איגרות החוב הסחירות/המיועדות,
1989 עד 1994



הערה: לא כולל מיועדות כנגד תכניות חיסכון.
המקור: אגף שוק ההון במשרד האוצר, המחלקה המוניטרית ועיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל.

חיסכון. 87 אחוזים מהאיגרות הסחירות צמודות למדד המחירים לצרכן, 3 אחוזים הן "גילונים" — ניירות לא צמודים המשלמים ריבית משתנה שנגזרת מריבית המק"ם, והשאר צמוד למטבע חוץ. לעומתן, האיגרות המיועדות צמודות כולן למדד המחירים לצרכן והן מסובסדות בהיותן נושאות ריבית גבוהה מריבית השוק. בשנת 1994, עלה משקל האיגרות המיועדות שבידי קופות הגמל, קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים בסך האיגרות הסחירות והמיועדות מ-54 ל-57 אחוזים, לאחר תקופה ארוכה של ירידה. (דיאגרמה ז'-8, לדיון מפורט, ראה סעיף המשקיעים המוסדיים).⁴¹

ערך השוק של איגרות החוב הסחירות ירד ריאליט השנה ב-8 אחוזים והסתכם ב-100 מיליארדי ש"ח, לאחר עלייה בת אחוז ב-1993 (לוחות ז'-15 וז'-נ'-8) ולאחר עליות גדולות יותר בשנים קודמות. הירידה נובעת משני גורמים: ירידת מחירי הסחירות (ועלייה מקבילה של תשואותיהן לפדיון) ופדיון ממשלתי נטו — לראשונה מאז 1984 (לוח ז'-נ'-9). מחיריהן של איגרות החוב ירדו בעיקר בפברואר ובמאוס ובארכעת החודשים האחרונים של השנה בהשפעת המדיניות המוניטרית המרסנת שנקט בנק ישראל. סיבות נוספות לירידות באיגרות הצמודות למטבע חוץ היו הייסוס הריאלי של השקל ועליית שיעורי הריבית בחו"ל.

המשך הירידה של הגירעון המקומי של הממשלה ל-2 אחוזי תוצר השנה התבטא בירידת ההיצע של התחייבויותיה המקומיות. הצמצום המתמשך של היצע זה כשלעצמו היה יכול להביא לירידת התשואות של איגרות החוב הסחירות ולעליית מחיריהן השנה, אולם השפעה זו מוגבלת שכן חלק מהירידה של הגירעון היה צפוי, וסביר שמידע זה כבר היה גלום במחירי איגרות החוב עוד בשנת 1993. נראה שבשנת 1994 פעלו גורמים אחרים שהורידו את ערכן של איגרות החוב: הירידה הריאלית של ערך תיק הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור, שנגרמה עקב הירידה של מחירי המניות, פעלה לצמצום הביקוש ולירידה של מחירי איגרות החוב. עליות התשואות לפדיון של נכסים פיננסיים אחרים, כגון פיקדונות לא צמודים ואיגרות חוב בחו"ל פעלו אף הן לירידת הביקוש לאיגרות הצמודות. כמו כן, הקטינו הרשויות את "חובת ההפקדה" — האחוז מתקבולי תכניות החיסכון שהבנקים המיסחריים נדרשים להשקיע באיגרות חוב ממשלתיות — ופעולה זאת פעלה לצמצום הביקוש שלהם לאיגרות חוב, ובנוסף לכך תרמה גם ירידת שיעור החיסכון של הסקטור הפרטי.

השנה עלו התשואות לפדיון — הן של הסחירות לתקופות ארוכות והן של הסחירות לתקופות קצרות. התשואות לפדיון של האיגרות הקצרות עלו במיוחד לקראת סוף השנה, כך שהתשואות לפדיון של הארוכות הפכו נמוכות מאלו של הקצרות (דיאגרמות ז'-9 וז'-10 ולוח ז'-נ'-10). מכאן ניתן להסיק, שהציבור צופה כי שיעורי הריבית הריאליים יירדו בשנים הבאות. לעומת זאת, היה שיפועו של עקום ריביות ה-forward במלווה קצר מועד חסר מגמה בסוף השנה, ממצא התומך בהשערה שהציבור צופה כי שיעורי הריבית הנומינאליים לא ישתנו במשך שנת 1995 (דיאגרמה ז'-11).

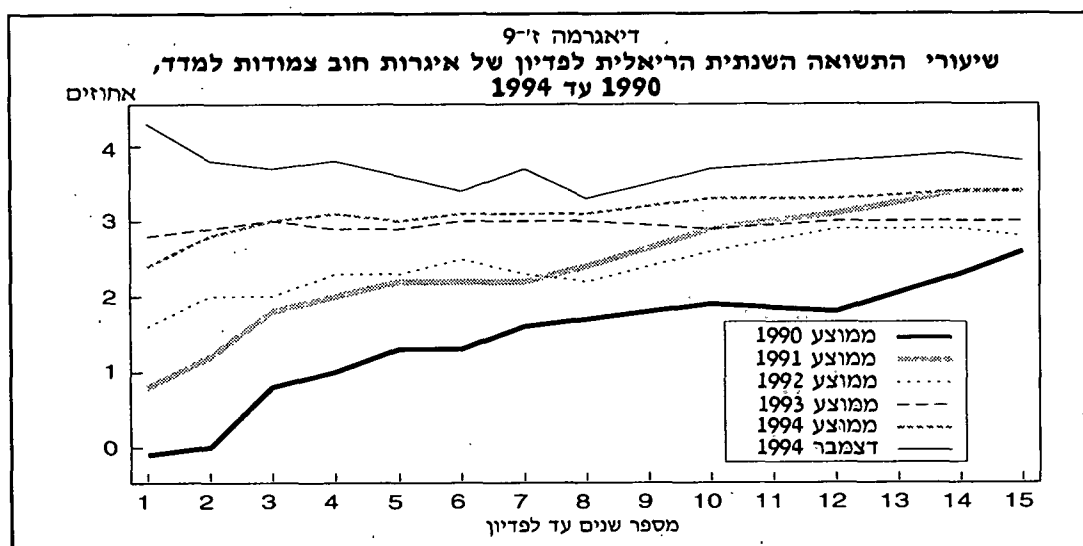
שעריהן של איגרות החוב הקונצרניות (שהן חלק מהסחירות) ירדו יותר מאלה של הממשלתיות, ומשמעות הדבר שפרמיית הסיכון עליהן לעומת הממשלתיות גדלה. הנפקת איגרות החוב של הסקטור הפרטי הסתכמה ב-1994 ב-21 מיליוני ש"ח בלבד, סכום זעום אפילו בהשוואה להנפקות הצנועות בשנים 1991 עד 1993. בסוף שנות השמונים נראה, כי צמצום הגירעון הממשלתי, ועמו ביטול המגבלות על הנפקת איגרות חוב, עודדו שוק איגרות חוב קונצרני פעיל, שיסייע לחברות רבות לגייס

⁴¹ בנוסף על המיועדות, יש גם ניירות ערך צמודים שאינם סחירים נכללים בדיון, ואלו מוחזקים בעיקר על ידי קופות הגמל. בחישוב משקל האיגרות המיועדות, לא מובאות בחשבון איגרות חוב סחירות בידי הבנקים ובידי בנק ישראל (כרבע מהסחירות), וגם לא איגרות החוב המיועדות כנגד תוכניות חיסכון. יש לציין שמשקל המיועדות עלה השנה גם אם מנטרלים את השפעת ירידת המחירים של איגרות החוב הסחירות.

מקורות. אולם בתחילת שנות התשעים קטנו ההנפקות ובשנתיים האחרונות הצטמצם שוק זה עם פריזון המוגבר של איגרות ישנות, וערכו עמד בסוף 1994 על 10.8 מיליארדי ש"ח בלבד, לעומת 13.2 מיליארדים ב־1993 (מחירי 1994). משקל איגרות החוב הקונצרניות בסך האיגרות (סחירות ומיועדות) שלא היה מעולם גבוה, ירד גם הוא — ל־6 אחוזים בלבד. בשנתיים הקודמות, כשמחירי המניות היו גבוהים יחסית, הוסבר הדבר בהעדפתן של חברות רבות להנפיק מניות במקום איגרות חוב, אולם גם הירידות בשעריהן של המניות והצמצום של הנפקת המניות השנה לא הביאו להגדלת ההנפקות של האיגרות, ואלו ירדו כמעט לאפס. כפי הנראה, הכמות הקטנה של איגרות החוב הקונצרניות מוסכרת בעובדה שהחברות הממשלתיות, בעיקר חברת "בזק" וחברת החשמל, שבעבר הנפיקו איגרות חוב רבות, גייסו מימון ממקורות אחרים — חברת החשמל דרך הערכויות מממשלת ארה"ב, ו"בזק" בשוקי חו"ל. כמו כן נראה, שהקבוצות הבנקאיות, ובפרט הבנקים למשכנתאות, גייסו מקורות מקופות הגמל, שהגדילו בשנים האחרונות את היקף השקעותיהן בפיקדונות צמודים בבנקים למשכנתאות. ייתכן שגם חברות קטנות יותר, שבעבר הנפיקו איגרות חוב בבורסה, העדיפו בשנים האחרונות ללוות מהבנקים, משנצטמצמו מירווחיהם ומחו"ל.

(3) המשקיעים המוסדיים

קרנות הנאמנות, קופות הגמל, קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים הם הגופים העיקריים שבאמצעותם הציבור מחזיק מניות ואיגרות חוב. ההשקעות בקרנות נאמנות נכללות בנכסים הפיננסיים של הציבור לטווח הקצר, ואילו קופות הגמל, קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים משתייכות לקבוצת הנכסים הפיננסיים לטווח ארוך. ערכן של קרנות הנאמנות היה בסוף 1994 5 אחוזים בלבד מתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור, אולם קרנות אלו מחזיקות יותר ממחצית המניות שבבעלות

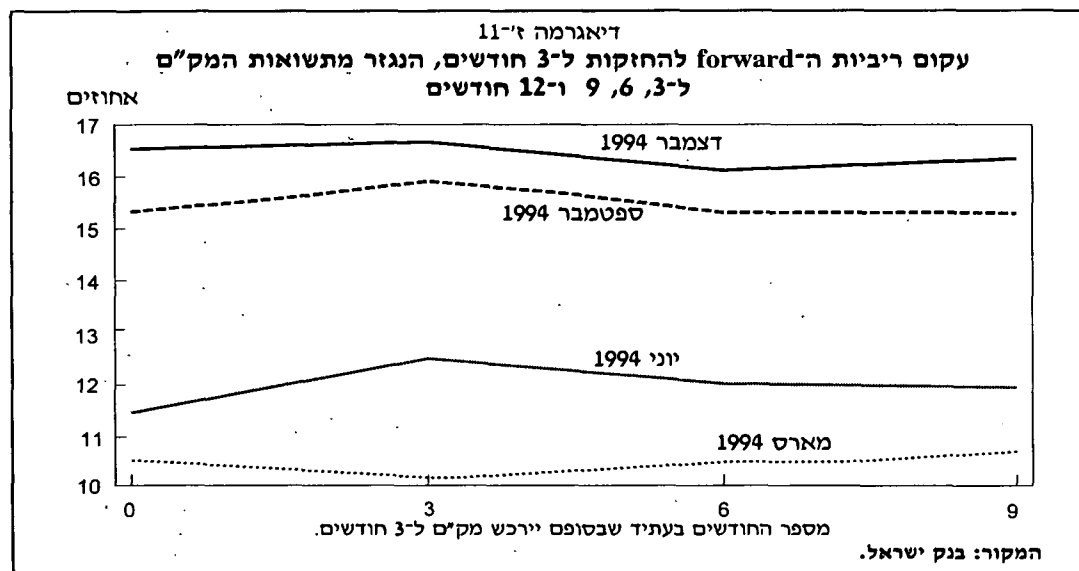


לוח ז' - 15

אינדיקטורים עיקריים לשוק איגרות החוב, 1992 עד 1994

1994					
מחצית ב	מחצית א	כל השנה	1993	1992	
100,230	102,724	100,230	108,706	107,792	1. ערך שוק איגרות החוב הרשומות בבורסה (סה"כ) ¹ (סוף תקופה)
89,410	91,100	89,410	95,542	94,052	א. הממשלתיות ²
10,820	11,623	10,820	13,164	13,740	ב. הפרטיות
					ההתפלגות לפי מחזיקים (אחוזים)
26	27	26	28	27	בידי הציבור ³
21	21	21	19	19	בידי הבנקים המסחריים
51	50	51	51	52	בידי קופות הגמל ⁴
2	2	2	2	2	בידי בנק ישראל
7,812	8,076	15,888	18,548	16,760	2. היקף המסחר באיגרות החוב בבורסה ¹
7,206	7,461	14,666	17,532	15,176	א. הממשלתיות ²
606	615	1,221	1,016	1,583	ב. הפרטיות ³
1.72	1.97	1.84	2.20	2.04	חלקו של בנק ישראל במסחר (אחוזים) ⁴
-2,756	-2,487	-5,243	554	2,953	3. גיוס ההון כאמצעות איגרות החוב הסחירות ¹
-1,362	-1,841	-3,203	1,722	4,196	א. הממשלתיות ²
-1,394	-646	-2,041	-1,168	-1,243	ב. הפרטיות ³
0.15	0.15	0.15	0.18	0.17	4. מהירות המחזור השנתית ⁸ באיגרות החוב
0.16	0.16	0.16	0.19	0.17	א. הממשלתיות ²
0.11	0.10	0.10	0.08	0.12	ב. הפרטיות ³
-0.1	-3.4	-3.5	-1.6	5.9	5. התשואה הריאלית הכוללת (נטו)
-0.2	-3.3	-3.4	-1.5	5.2	א. איגרות החוב הצמודות למדד
0.8	-4.8	-4.0	-0.4	7.9	(1) הממשלתיות
					(2) הפרטיות ³
-5.4	-6.5	-11.5	-4.5	20.3	ב. איגרות החוב הצמודות למטבע חוץ
-5.1	-6.1	-10.9	-5.4	19.2	(1) הממשלתיות
-7.9	-10.1	-17.2	-1.2	25.9	(2) הפרטיות ³
72,601	67,229	72,601	62,726	57,387	6. ערך שוק איגרות החוב המיועדות
					בידי קופות גמל וקרנות פנסיה ¹
18,087	16,759	18,087	15,431	11,584	7. ערך שוק איגרות החוב המיועדות
					בידי תכניות ביטוח חיים ¹

- (1) מיליוני ש"ח; המחירים קבועים במונחי דצמבר 1994, למעט איגרות החוב המיועדות, שהן במחירים שוטפים.
 (2) כולל איגרות חוב ממשלתיות לא-צמודות מסוג "גילון".
 (3) הציבור כולל קרנות נאמנות וחברות ביטוח.
 (4) איגרות החוב הסחירות שבידי קרנות הפנסיה מהוות פחות מאחוז מהאיגרות הסחירות.
 (5) כולל חברות ממשלתיות.
 (6) חלקו של בנק ישראל במסחר בבורסה חושב לפי היחס שבין הקניות והמכירות לבין היקף המסחר.
 (7) כולל חברות ממשלתיות.
 (8) היחס שבין העסקאות בבורסה לבין ערך השוק חושב על בסיס חודשי.
 המ ק ו ר : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; המחלקה המוניטרית ועיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.



הציבור (למעט בעלי עניין) שאינן מוחזקות כהשקעות לטווח ארוך בקופות גמל. ההשקעות בקופות הגמל, בקרנות הפנסיה ובתכניות לביטוח חיים מהוות 24, 13 ו-6 אחוזים בהתאמה מתיק הנכסים של הציבור וההפקדות באפיקים אלו מושפעות מהטבות המס.

(א) קרנות נאמנות

נכסי קרנות הנאמנות ירדו ריאליית השנה ב-54 אחוזים, והגיעו ל-19 מיליארדי ש"ח (לוח ז'-16). לירידה זו תרמו התשואות השליליות — בפרט במניות, והפדיונות המוגברים, שהסתכמו ב-10 מיליארדי ש"ח. בששת החודשים שקדמו לנפילת שוק המניות, גדלו החזקות המניות של הקרנות: הציבור השקיע בקרנות 4 מיליארדי ש"ח, שרובם הופנו למניות, ונוסף על כך מכר קרנות המתמחות בצמודים ובמטבע חוץ לשם רכישת קרנות המתמחות במניות. פעולות אלו, שהבנקים תמכו בהן בהעניקם אשראי לרכישת קרנות, הגדילו את משקל המניות בקרנות ערב הנפילה בבורסה. מפברואר 1994, תחילת נפילת השערים במניות ובאגרות החוב, עלו הפדיונות בקרנות הנאמנות על ההנפקות מדי חודש בחודשו, והפדיונות ניכרו בכל סוגי הקרנות — במתמחות במניות ובאחרות. כדי לעמוד בפדיונות מכרו הקרנות נכסים מכל הסוגים, ובפרט נכסים לא צמודים ונכסים צמודים למטבע חוץ שנמכרו מעבר למשקלם בקרנות. יש מיתאם סטטיסטי מובהק בין היקף הפדיונות החודשי לבין מחירי המניות: בחודשים פברואר, יוני ונובמבר, שבהם ירדו המחירים במיוחד, היו גם הפדיונות גבוהים: לא ברור אם המשיכות תרמו לנפילות או שמא הנפילות הן שעודדו את המשיכות. לאחר שבשנת 1992 פישטו הרשויות את הכללים להשקעות של קרנות הנאמנות בחו"ל, היו ציפיות כי הן תהפוכנה לאפיק מרכזי להשקעות בנכסים פיננסיים בחו"ל. ניתן לומר שהציפיות לא התממשו, וייתכן שחוקי המס, המפלים לרעה את השקעות הקרנות בחו"ל לעומת השקעות אחרות, מונעים גידול.

הריכוזיות בניהול קרנות הנאמנות נשארה גבוהה: יותר מ-75 אחוזים מנכסי קרנות הנאמנות מנוהלים בידי שלושת הבנקים הגדולים, וכ-12 אחוזים נוספים מנוהלים על ידי ארבעה בנקים אחרים. הקרנות האחרות הן קטנות יחסית, וערך הנכסים הממוצע בקרנות הלא בנקאיות הוא 22 מליוני ש"ח בלבד, לעומת 120 מיליונים בבנקים הגדולים. עמלות הניהול השנתיות גבוהות במיוחד — בין 2 ל-3 אחוזים בממוצע מנכסי הקרנות וזאת מעבר לעמלות הקשורות לפעילות: הן מקוזות את התשואה הריאלית הצפויה מנכסים פיננסיים צמודים ומשמעותיות גם בקרנות המתמחות במניות. ב-1994 התקבל בכנסת חוק⁴² שמטרתו המוצהרת לפקח על קרנות הנאמנות, אולם יש חשש כי חלק מהמגבלות בחוק ישמשו חסמי כניסה בפני מתחרים חדשים ובכך ישמרו את הריכוזיות הקיימת.

(ב) קופות הגמל, קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים

נכסי הציבור בקופות הגמל ירדו ריאליית השנה ב-7 אחוזים, והסתכמו ב-104 מיליארדי ש"ח (לוח ז'-17). הירידה נגזרת מתשואה כוללת שלילית בת 8 אחוזים שעיקרה נרשם בששת החודשים הראשונים של השנה, לאחר עלייה שנתית ממוצעת של כ-3.5 אחוזים בארבע השנים הקודמות. היקפי המשיכות דמו להיקפי ההפקדות, בניגוד לשנים האחרונות שבהן עלו ההפקדות על הפדיונות. לעומת הירידה בנכסי קופות הגמל, גדלו הנכסים של קרנות הפנסיה השנה ב-4 אחוזים, והסתכמו ב-58 מיליארדי ש"ח. העלייה

⁴² ראה: חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, שקבע כי החוק הקודם בנושא זה, למעט שני סעיפים, בטל.

לוח ז' - 16

פעילות קרנות הנאמנות, 1992 עד 1994

שיעור השנוי הריאלי	1994					
	1994	1993	מחצית ב	מחצית א	1994	1993
1. נכסי הקרנות, סוף תקופה (מיליוני ש"ח)	-54.5	13.5	18,835	23,784	18,835	36,204
						28,680
2. שיעור התשואה הריאלי הכולל			-2.7	-27.4	-29.3	10.3
						27.8
3. סטיית התקן של התשואה הריאלית החודשית ¹			5.7	5.9	5.7	2.9
						1.4
4. חלקם של נכסי קרנות הנאמנות בנכסים						
הסחירים ² (סוף תקופה)			11.4	15.2	11.4	18.0
						22.4
א. איגרות חוב צמודות למדד			5.7	7.4	5.7	8.2
						10.6
ב. איגרות חוב צמודות למטבע חוץ			16.7	24.6	16.7	32.1
						36.6
ג. מניות			9.0	11.5	9.0	12.8
						13.4
ד. נכסים לא-צמודים			4.0	6.3	4.0	11.0
						11.5
5. הרכב תיק קרנות הנאמנות (סוף תקופה)			100.0	100.0	100.0	100.0
						100.0
א. איגרות חוב צמוד מדד			25.4	25.2	25.4	18.5
						27.5
ב. נכסים במטבע חוץ			14.5	16.5	14.5	16.2
						22.3
ג. מניות			47.1	44.2	47.1	53.6
						38.3
ד. נכסים לא-צמודים			12.6	13.9	12.6	13.3
						12.0

(1) סטיית התקן ל-12 החודשים האחרונים.

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

ה מ ק ו ר : המחלקה המוניטרית ומחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ז' - 17

הנכסים של קופות הגמל וקרנות הפנסיה, 1991 עד 1994
(אחוזים)

1994		1994	1993	1992	1991	
מחצית א'	מחצית ב'					
161.5	148.6	161.5	146.1	125.8	103.1	1. נכסי קופות הגמל וקרנות הפנסיה (סוף תקופה, מיליארדי ש"ח)
0.9	-4.5	-3.5	3.5	9.2	4.4	2. שיעור התשואה הריאלי הכולל
						3. חלקם של הנכסים הסחירים שבידי קופות הגמל וקרנות הפנסיה בנכסים הסחירים (סוף תקופה)
50.0	49.1	50.0	50.5	51.2	51.3	א. איגרות חוב ממשלתיות סחירות
55.5	54.6	55.5	53.5	57.5	60.1	ב. איגרות חוב פרטיות
11.8	11.1	11.8	9.0	10.2	9.8	ג. מניות
7.6	7.3	7.6	8.7	8.9	8.9	ד. נכסים לא-צמודים
						4. הרכב תיק קופות הגמל ופנסיה (סוף תקופה)
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	א. איגרות חוב מיועדות
45.0	45.3	45.0	42.9	45.6	51.3	ב. איגרות חוב ממשלתיות סחירות
27.7	28.2	27.7	28.9	30.0	28.8	ג. איגרות חוב פרטיות
3.7	4.0	3.7	4.2	4.9	5.5	ד. מניות
7.2	6.9	7.2	9.3	6.6	3.1	ה. פיקדונות צמודים
7.5	7.5	7.5	6.2	5.5	4.9	ו. הלוואות לעמיתים
0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	ז. הלוואות אחרים
0.9	0.6	0.9	0.6	0.4	0.3	ח. נכסים אחרים
7.8	7.5	7.8	7.8	6.7	5.9	
						5. נכסי קופות הגמל (סוף תקופה, מיליארדי ש"ח)
103.7	95.8	103.7	97.4	84.2	67.5	6. שיעור התשואה הריאלי הכולל
0.0	-8.3	-8.3	2.7	11.3	4.0	7. חלקם של הנכסים הסחירים שבידי קופות הגמל בנכסים הסחירים (סוף תקופה)
50.0	49.1	50.0	50.0	51.2	51.3	א. איגרות חוב ממשלתיות סחירות
55.5	54.4	55.5	53.2	57.2	59.4	ב. איגרות חוב פרטיות
11.8	11.1	11.8	9.0	10.1	9.7	ג. מניות
6.8	6.4	6.8	7.3	7.1	7.1	ד. נכסים לא-צמודים
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	8. הרכב תיק קופות הגמל (סוף תקופה)
16.9	17.9	16.9	17.8	21.9	28.9	א. איגרות חוב מיועדות
43.1	43.7	43.1	42.8	44.9	44.0	ב. איגרות חוב ממשלתיות סחירות
5.8	6.2	5.8	6.3	7.3	8.4	ג. איגרות חוב פרטיות
11.2	10.6	11.2	13.9	9.8	4.7	ד. מניות
11.6	11.6	11.6	9.2	8.1	7.4	ה. פיקדונות צמודים
0.3	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	ו. הלוואות לעמיתים
1.5	0.9	1.5	0.8	0.6	0.5	ז. הלוואות אחרים
9.6	9.0	9.6	9.0	7.3	6.1	ח. נכסים אחרים

סעיפים 1-4 מתייחסים לקופות הגמל וקרנות הפנסיה, ואילו סעיפים 5-8 מתייחסים לקופות הגמל בלבד.
ה מ ק ו ר : אגף שוק ההון במשרד האוצר ועיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

המתונה בקרנות הפנסיה משקפת משיכות נטו צנועות, בד ובר עם תשואה חיובית של 5 אחוזים, הנגזרת מצבירת ריבית על איגרות חוב מיועדות שמשקלן בקרנות 95 אחוזים. גם החזקות הציבור בתכניות לביטוח חיים, ש־75 אחוזים מנכסיהם הם איגרות מיועדות, גדלו בשיעור של 5 אחוזים. קופות הגמל המשיכו לקנות מניות בשנת 1994, וחלקן של המניות שבידי הקופות מסך שוק המניות גדל מ־9 ל־11.8 אחוזים, למרות שמשקלם בנכסי הקופות ירד עקב ירידות המחירים. רכישת המניות והגידול המקביל בפיקדונות מומנו מפדיונות של איגרות חוב מיועדות וסחירות. זאת בהמשך למגמה מסוף שנות השמונים שבהן הופסקה הנפקתן של המיועדות לקופות הגמל תוך העלאת התקרות להשקעות בנכסים אחרים. הרכב ההשקעות ושיעורי העמלות בקופות השונות אחידים למדי, והקופות, רובן ככולן רשמו השנה תשואה שלילית. גם השונות בין התשואות של קופות הגמל היתה נמוכה. הריכוזיות בענף קופות הגמל גבוהה: שלושת הבנקים הגדולים מנהלים 76 אחוזים מנכסי הקופות. למרות הירידה של המיועדות בקופות הגמל, גדל סך המיועדות באחוז אחד בדומה לעלייתו בשנת 1993 שכן ערכן של איגרות החוב המיועדות בקרנות הפנסיה ובתוכניות לביטוח חיים עלה יותר. זאת ועוד, בעוד שבשנים הקרובות תיפדה יתרת המיועדות בקופות הגמל — לא צפויה ירידה של כמות המיועדות בקרנות הפנסיה — שמרביתן קרנות הסתדרותיות — ובתכניות לביטוח חיים (כ־73 מילארדי ש"ח או כ־90 אחוזים מנכסי קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים). משמעות הדבר שהמדינה ממשיכה לסכסד סקטור שלא בהכרח יש לסכסדו. זאת ועוד, למרות הסכסד, נוצר בקרנות הפנסיה גירעון אקטוארי, ויש טוענים שמן הראוי כי משלם המסים יכסה את הגירעון, אף שבכך הוא יסכסד את החוסכים בקרנות ההסתדרותיות, על חשבון אלו שחסכו באפיקים אחרים ועל חשבון חוסכים חדשים⁴³. ההשקעות בקופות הגמל, בקרנות הפנסיה ובתכניות לביטוח חיים מושפעות משיקולי מס, שכן חלק גדול מההפקדות מהוות ניכוי לצורך מס. כמו כן לא ממוסים הרווחים השוטפים (למעט רווחים בניירות חו"ל) והמשיכות. השפעתן של הקלות המס רבה: בעוד שהתשואה לפדיון באיגרות חוב ממשלתיות היתה כ־2 אחוזים נטו בסוף 1994, הרי הפקדת והחזקת אותן איגרות במסגרת קופת גמל מניבה תשואה של כ־6 אחוזים⁴⁴. הטבת המס בולטת באיגרות חוב יותר מאשר במניות, שבהן עיקר התשואה נגזר מרווחי הון, הפטורים ממס גם במסגרות השקעה אחרות. קופות הגמל רשאיות להשקיע 2 אחוז מנכסיהן בחו"ל, אולם רווחי ההון, הריבדנרים והריביות בהשקעות אלו חייבים במס מפלה בשיעור של 35 אחוזים.

5. הרכוש

"רכוש הציבור" המורכב מ"רכוש פיננסי נקי" ומ"רכוש פיסי", נאמד ב־666 מילארדי ש"ח — כמעט פי שלוש מערך התוצר המקומי. הרכוש הפיננסי הנקי הוא ההפרש בין ערך הנכסים הפיננסיים שמחזיק הסקטור הפרטי הלא־פיננסי לבין התחייבויותיו הכספיות למערכת התיווך הפיננסי, לסקטור הציבורי ולחו"ל. הרכוש הפיננסי הנקי של הציבור מהווה 24 אחוזים מרכושו, והרכוש הפיסי —

⁴³ במסגרת הצעת תקציב המדינה לשנת 1993, החליטה הממשלה להטיל על ועדה בראשות מנכ"ל משרד האוצר לגבש המלצות בתחום החיסכון הפנסיוני. הוועדה המליצה, בין השאר, להגדיל את ההפרשות של העובד ושל המעביד כדי לסגור פערים אקטואריים. בהמשך להמלצות הוועדה, עלתה הצעה לכפות על כלל השכירים והמעסיקים להפריש לחיסכון פנסיוני, אולם רעיונות אלו נדחו, לפי שעה, שכן הם היו תורמים לעלייה נוספת של עלות השכר ושיעורי המיסוי ולצמצום התמריצים לעבודה במשק.

⁴⁴ הפרש התשואות נובע מהפטור ממסים על רווחים שוטפים וגם מהניכוי בעת ההפקדה שבאמצעותו משתתפת הממשלה בעלות ההפקדה.

לוח ז' - 18

אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-סיננסי, 1992 עד 1994¹
(נתוני סוף שנה, מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

השינוי הריאלי		השינוי הריאלי לפי מדד רכיבים		נכסים		
1994	1993	1994	1993	1994	1993	1992
6.9	25.5	13.4	24.3	97,700	79,839	57,194
-6.7	16.2	-6.7	16.2	13,813	12,938	10,005
27.6	38.9	27.6	38.9	45,031	30,828	19,954
53.6	-23.7	53.6	-23.7	3,687	2,097	2,469
1.9	0.4	15.5	3.4	22,834	19,581	17,537
-16.4	3.0	-9.8	8.5	24,454	25,547	22,304
-49.4	84.2	1.5	41.3	4,268	7,376	3,599
-30.8	-19.9	-0.7	-15.9	-5,566	-7,024	-7,882
-17.8	-4.2	-10.5	0.9	-10,820	-11,502	-10,791
4.2	1.8	5.8	4.0	91,859	77,037	67,996
-17.9	-19.6	-17.9	-19.6	906	964	1,078
8.8	3.7	8.8	3.7	66,938	53,760	46,603
-2.5	-4.9	-1.4	5.3	14,494	12,986	12,269
-10.8	4.2	1.1	7.3	9,521	9,327	8,046
-0.7	3.4	2.2	5.7	174,181	153,201	133,202
-1.1	1.4	1.9	3.9	149,843	132,427	117,438
4.8	23.9	6.1	24.2	24,158	20,145	14,617
-75.1	-50.6	-75.1	-50.6	179	630	1,146
6.5	9.3	6.2	6.3	506,965	415,763	341,857
6.9	6.6	10.8	10.1	67,097	54,827	46,225
9.7	14.2	3.0	3.2	251,759	200,559	157,874
3.8	4.6	10.2	8.5	173,767	146,313	125,790
-10.9	5.6	-7.1	9.6	14,342	14,063	11,969
4.8	8.7	6.1	7.6	870,706	725,840	600,249

1. הנכסים לזמן קצר²
 - א. אמצעי תשלום
 - ב. פח"ק (תפ"ס) ופיקדונות לזמן קצוב
 - ג. מק"ם
 - ד. פיקדונות במט"ח (כולל זמן קצוב)
 - ה. איגרות חוב סחירות
 - ו. מניות של מתווכים פיננסיים
 - ז. בניכוי מניות לא פיננסיות בבעלות ממשלתית
 - ח. בניכוי איגרות חוב קונצרניות
2. הנכסים הפיננסיים לזמן בינוני³
 - א. פיקדונות הציבור למתן הלוואות⁴
 - ב. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים לזמן ארוך
 - ג. פת"ם פיצויים
 - ד. אשראי יצואנים לחו"ל
3. הנכסים הפיננסיים לזמן ארוך
 - א. קופות גמל בניכוי מניות
 - ב. פיקדונות בכיסות חיים
 - ג. מילווה חובה⁵
4. הרכוש הפיסי
 - א. מוצרים בנייקימא
 - ב. דירות למגורים
 - ג. בניינים וציוד
 - ד. מלאי מוצרים
5. סך כל הנכסים (1) + (2) + (3) + (4)

לוח ז' - 18 (המשך)

אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, 1992 עד 1994¹
(נתוני סוף שנה, מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

השינוי הריאלי		השינוי הריאלי לפי מדד רכבים		נכסים			
1994	1993	1994	1993	1994	1993	1992	
6.2	19.3	10.0	20.8	83,678	68,817	51,856	6. ההתחייבויות לזמן קצר ⁶
6.2	32.3	6.2	32.3	65,011	53,466	36,322	א. האשראי החופשי במטבע ישראלי
10.1	-8.9	24.8	-6.2	15,909	12,624	12,458	ב. האשראי החופשי במטבע חוץ
6.4	-17.7	6.4	-17.7	491	403	441	ג. האשראי המוכון במטבע חוץ
-11.6	-20.3	0.1	-17.9	2,759	2,728	3,076	ד. אשראי מחו"ל (ספקים וישר)
12.6	12.0	15.9	14.5	121,343	94,116	75,552	7. ההתחייבויות לזמן בינוני וארוך ⁷
12.7	14.0	12.7	14.0	107,046	82,977	65,453	א. אשראי לזמן ארוך במטבע ישראלי
12.1	-0.9	27.1	2.1	14,297	11,139	10,099	ב. אשראי לזמן ארוך במטבע חוץ
9.9	15.0	13.4	17.1	205,022	162,933	127,408	8. סך כל ההתחייבויות (7) + (6)
3.3	7.0	4.0	5.1	665,684	562,907	472,841	9. הרכוש הנקי ⁸ (5)-(8)
2.4	2.6	2.4	2.6				10. גידול האוכלוסיה
0.9	4.3	1.6	2.5				11. גידול הרכוש לנפש

- (1) החל מסוף 1992 נגזרים אומדני הרכוש הפיננסי מתוך מערכת ריווח חרשה של הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל.
- (2) ההבדלים בין סעיף זה לבין סעיף הנכסים הנוילים שבלוח ז' - 10 נובעים מהשוני שבין הגדרת "הציבור" להגדרת הסקטור הפרטי הלא-פיננסי. הסעיף פיקדונות לזמן קצוב ותפ"ס כולל פיקדונות בבנקים מסחריים ובמוסדות פיננסיים אחרים. הסעיף פיקדונות במט"ח כולל פיקדונות עו"ש וזמן קצוב במערכת הבנקאות, פיקדונות לא-תושב של תושבי ישראל, פיקדונות תושב ופיקדונות יבואנים. הסעיף איגרות חוב כולל את סך איגרות החוב שהונפקו לציבור, בניכוי איגרות החוב שבידי בנק ישראל, הבנקים המסחריים, הבנקים למשכנתאות והבנקים להשקעות, מוסדות פיננסיים אחרים החייבים בריווח, חברות הביטוח וקופות הגמל. הסעיף מניות של מתווכים פיננסיים כולל מניות של בנקים מסחריים, בנקים למשכנתאות, מוסדות מימון ענפיים וחברות ביטוח. הרכוש הפיננסי הנקי הוא סכום הנכסים הפיננסיים — סעיפים (1), (2), (3) — בניכוי ההתחייבויות הפיננסיות: סעיף (8).
- (3) ההבדל בין סעיף זה לסעיפים המקבילים בלוח ז' - 10 נובע מהכללת פיקדונות הציבור למתן הלוואות ומהכללת תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים לבנקים למשכנתאות ולהשקעות (נוסף על תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים בבנקים המסחריים). בתכניות החיסכון נזקף רק המענק, שנצבר לזכות החוסכים, ולא המענק הנרשם בעת ההפקדה.
- (4) בניכוי הלוואות לממשלה, הנכללות בנכסי קופות הגמל וביטוח חיים.
- (5) ערך מילווה החובה חושב על ידי היוון הזרם המותאם של הפירעונות, בריבית של 8 אחוזים.
- (6) האשראי החופשי במטבע ישראלי כולל אשראי חופשי ממערכת הבנקאות המסחרית ואשראי לטווח קצר מבנקים למשכנתאות (אשראי לקבלנים) ומחברות ביטוח בניכוי האשראי לרשויות מקומיות. האשראי החופשי במטבע חוץ כולל אשראי ממערכת הבנקאות בישראל, למעט אשראי לרלק. האשראי מחו"ל כולל אשראי משלוחות של בנקים ישראליים בחו"ל, אשראי ספקים ואשראי אחר מחו"ל (בניכוי רשויות מקומיות).
- (7) רכיב הסובסידיה באשראי לטווח ארוך במטבע ישראלי חושב כאמצעות היוון זרם הפירעון של יתרת החוב לפי האינפלציה בפועל. זרם הפירעונות נתקבל מפריסת החוב על תקופה של שש שנים (אומדן לאורך הזמן הממוצע של ההלוואה). לפי הריבית המשוקללת על יתרת ההלוואות. הסובסידיה באשראי במטבע חוץ חושבה באופן דומה, על ידי פריסת החוב לפי הריבית הממוצעת על יתרת החוב, והוונה על ידי הריבית בשוק הירורדולר.
- (8) 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 ובמטבע חוץ.
- ה מ ק ו ר : עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

דירות ומוצרים בני קיימא לשימוש משקי הבית ונכסי ייצור ומלאי בסקטור העסקי — 76 אחוזים⁴⁴. סך הרכוש מנוכה במדר המחירים לצרכן גדל השנה ב־3.3 אחוזים, לעומת גידול של 7.0 אחוזים ב־1993 (לוח ז'18, סעיף 9).

על מנת לבודד את הגידול ברכוש הציבור שנובע מזרמי חיסכון ומפעילות השקעה, לבין הגידול שנובע משינויי מחיר של הנכסים והתחייבויות הפיננסיים והרכוש הפיסי, חישבנו את השינוי הריאלי ברכוש הציבור על פי מדדי מחירים עצמיים של כל רכיבי הרכוש — פיננסיים ופיסיים (לוח ז'19), והשוונו את התוצאות לשיעורי השינוי ב־1993. החישובים מראים שרכוש הציבור (מנוכה במדר מחירים עצמיים) גדל השנה ב־4.0 אחוזים, שיעור שנמוך מזה של שנת 1993 (5.1 אחוזים). שיעור הגידול של הרכוש הפיסי עמד על 6.2 אחוזים בדומה לשנת 1993 והוא משקף בעיקר את התרחבות ההשקעות ומלאי ההון של הסקטור העיסקי ואת הגידול של מוצרי בני קיימא ב־10 אחוזים, בר בבר עם המשך גידול מתון במלאי ההון בדירור. לעומת זאת, הרכוש הפיננסי הנקי (מנוכה במדר מחירי הרכיבים הפיננסיים) ירד בשני אחוזים לאחר שעלה בשיעור זה בשנת 1993.

לוח ז'19

שיעורי הגידול של הרכוש — תרומות מחיר וכמות, 1994
(אחוזים)

	שיעור השינוי במונחי מדר המחירים לצרכן		שיעור השינוי במחירים היחסיים		שיעור הגידול של הכמות	
	1994	1993	1994	1993	1994	1993
1. סך כל רכוש הציבור	3.3	7.0	-0.7	1.9	4.0	5.1
2. הרכוש הפיננסי הנקי	-5.7	0.9	-3.5	-1.0	-2.2	1.9
א. מזה: נכסים פיננסיים	2.5	7.9	-3.5	-1.5	6.0	9.4
ב. בניכוי: התחייבויות פיננסיות	9.9	15.0	-3.5	-2.1	13.4	17.1
3. רכוש פיסי	6.5	9.3	0.3	3.0	6.2	6.3

ה מ ק ו ר : עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

⁴⁴ חישובו של הרכוש נבדל מזה של "הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור", המתוארים בסעיף 4 (לוח ז'ג-11): א. הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור כוללים מניות מכל הסוגים למעט אלו בבעלות הממשלה, ואילו ברכוש הפיננסי הנקי שברכוש אין המניות נכללות (למעט מניות של חברות פיננסיות). שכן רכוש הציבור כולל רק התחייבויות של הסקטור הבנקאי, הממשלתי וח"ל כלפיו, בעוד שהמניות מהוות התחייבות של מגזר אחד של הציבור (הפירמות) למגזר אחר של הציבור (משקי הבית). כמו כן קיימת הנחה, שערך המניות בא לידי ביטוי חלקי ברכוש הפיסי של הסקטור העיסקי, שכלול ברכוש הציבור; ב. הרכוש הפיננסי מנוכה התחייבויות סחירות לממשלה ולבנקים, איגרות חוב קונצרניות ומניות ממשלתיות בחברות שנסחרות בבורסה; ג. רכוש הציבור כולל גם רכוש פיסי — דירות, ציוד, מבנים, מלאים ומוצרים בני קיימא — ואילו הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור אינם כוללים רכוש פיסי; ד. נכסים פיננסיים מסוימים כלולים ברכוש הפיננסי הנקי, אך לא בנכסים הפיננסיים שבידי הציבור, וגם התפלגות הנכסים הנזילים שונה.

לוח ז' - 20

מקורות לגידול של רכוש הציבור 1993 ו-1994
(כאחוז מהרכוש בתחילת השנה)

1994	1993	
4.0	5.1	המקורות באחוז מהרכוש
3.9	4.9	החיסכון הפרטי
0.4	0.0	ההשקעות מחו"ל
-0.2	0.2	מענקי ההון
4.0	5.1	השימושים באחוז מהרכוש
-0.6	0.5	מזה: תרומת הגידול של הרכוש הפיננסי
4.6	4.7	מזה: תרומת הגידול של הרכוש הפיסי

ה מ ק ו ר : עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

המקורות לגידול של הרכוש כוללים את החיסכון הפרטי, ההשקעות מחו"ל ומענקי ההון נטו של הממשלה⁴⁶. המקור הגדול ביותר — החיסכון הפרטי — שמורכב מחסכון משקי הבית ומרווחים לא מחולקים של פירמות — ירד, לאחר שרווחי הפירמות ירדו השנה (לוח ז' - 20). גם תרומת הממשלה ירדה, שכן העברות ההון של הציבור לממשלה גדלו מעבר להיקף המענקים של הממשלה לציבור, בעיקר כתוצאה מעלייה תלולה של תשלומי הציבור הקשורים לפעילות בענפי הנדל"ן⁴⁷. לעומת זאת גדלו ההשקעות שמקורן בחו"ל, ובכך קיזזו חלק מירידת החיסכון.

משקל הרכוש הפיננסי הנקי בכלל הרכוש של הציבור ירד השנה — מגמה הנמשכת מאז תכנית הייצוב בשנת 1985. מגמה זו משקפת, בעיקרה, ירידה בתביעותיו של הציבור כלפי הסקטור הציבורי, הנגזרת מהצטמצמות של צורכי המימון של הממשלה. נוסף על כך תרמה השנה הירידה היחסית של מחירי הנכסים הפיננסיים לירידה נוספת של משקלם ברכוש.

הירידה של הרכוש הפיננסי בשנת 1994 נגזרת מעלייה (במונחי מחירים עצמיים) בת 6 אחוזים של הנכסים הפיננסיים, בעוד שההתחייבויות הפיננסיות, שערכן עלה על מחצית הנכסים הפיננסיים בסוף 1993, עלו ב-13 אחוזים. המגמות ברכיבי הנכסים הפיננסיים לא היו אחידות: הנכסים הלא צמודים עלו בשיעורים תלולים — בהמשך לעלייה בשיעורי הריבית על נכסים אלו — בעוד שהנכסים הפיננסיים האחרים, כגון איגרות חוב, מניות של מתווכים פיננסיים וקופות גמל, עלו פחות (ובמונחי מרד המחירים לצרכן אף ירדו). לעומת זאת עלו בשיעורים גבוהים מרבית קבוצות ההתחייבויות — האשראי השקלי

⁴⁶ החיסכון הפרטי כולל את החיסכון הפרטי הנקי, החיסכון במוצרים בני קיימא, התאמת בלאי הנובעת מהעובדה שהרכוש הפיסי מנוכה גרט, ואילו החיסכון הנקי מנוכה פחת — שהוא גדול יותר. מענקי ההון נטו של הממשלה שווים להעברות ההון של הממשלה לציבור בניכוי העברות הון מהציבור לממשלה.

⁴⁷ תשלומים אלו כוללים מס שבח, מס רכישה, דמי חכירה למינהל מקרקעי ישראל, תשלומים לקק"ל ודמי השבחה לרשויות מקומיות.

הלא-צמוד לזמן קצר, האשראי הצמוד לזמן ארוך וההתחייבויות במטבע חוץ⁴⁸. כולטת השנה ההתרחבות המהירה של האשראי לענפי הבנייה אף מעבר לגידולה של הפעילות, ושל עליית המחירים בענפים אלו. בניגוד לשנים קודמות, בלט גם גידול משקלן של ההתחייבויות הצמודות למטבע חוץ. המדיניות המוניטרית המרסנת הביאה, כאמור, לעליית הריביות הלא-צמודות, ומשום כך תרמה לעלייה גדולה יותר של ההתחייבויות הצמודות למטבע חוץ, שנראו ללווים זולות יותר.

הגידול הנמשך של משקל הרכוש הפיסי נובע מעליית ערכן של הדירות למגורים — שנגזרת ברובה מעלייה ריאלית של מחירי הדירות — ומגידול הערך של הנכסים הפיסיים האחרים, בעקבות האצת ההשקעות מאז החל גל העלייה. גידול משקלן של הדירות ברכוש הציבור בשנתיים האחרונות כשלעצמו מעיד על עלייה של התשואות הצפויות בשוק הדירות. זאת ועוד, עליית התשואות של נכסים חסרי סיכון הצמודים למדד ולמטבע חוץ ושל הנכסים הלא צמודים פועלת אף היא לעלייה מקבילה של התשואה שדורשים בעלי הדירות. ברם, בשנתיים האחרונות ירדו התשואות השוטפות של הדירות, שכן מדד שכר הדירה עלה בקצב מתון, ואילו מחירי הדירות בבעלות עלו ביותר מ-20 אחוזים לשנה. אין לנו הסבר ממצה לתופעה זו: ייתכן שלשוק הדירות קיימים מאפיינים מיוחדים שיפעלו להמשך המצב שבו מחירי הדירות גבוהים יחסית לתשואות השוטפות שהן מניבות (לפירוט, ראה בפרק ב' — סעיף הבנייה). לחלופין ייתכן, ששכר הדירה יעלה בעתיד כך שהתשואה השוטפת של דירות בבעלות תעלה. אפשרות אחרת היא שמחירי הדירות יירדו שנה-שנתיים לאחר הירידה התלולה של שערי המניות — התפתחות שהיינו עדים לה בעבר.

הגידול הנמשך של מלאי הציוד והבניינים נובע, כאמור, מעלייתה של ההשקעה הגולמית במשק בשנים האחרונות, שניזונה מההשפעה המצטברת של צמיחה, רווחיות עולה (לעומת סוף שנות השמונים) והגברת ההשקעות בתשתית. תרמה גם ירידת עלות המימון בשנים 1991 עד 1993, שהתבטאה גם בירידה ריאלית של הריביות הדביטוריות תוך התרחבות רבה של האשראי הבנקאי לציבור, וגם בירידה של מחירי ההון מנקודת מבטם של בעלי החברות, עם העלייה של שערי המניות בשנים אלו. כפי שהסברנו ברוח בנק ישראל לשנת 1993 (עמודים 5, ו-37), הגיאות בבורסה בשנים 1991 עד 1993 גם סייעה ביצירת אווירה המעודדת השקעה, שכן היא שיקפה ציפיות אופטימיות, שגברו גם הודות לתהליך השלום ולשיפור הקשרים הבינלאומיים של ישראל. מוקדם לומר, אם ההתפתחויות השנה — עליית ריביות, ירידת מחירי המניות, שחיקת הרווחיות והשיבושים בתהליך השלום — יתרמו להאטת ההשקעות. אף שרכוש הציבור אינו כולל מניות (למעט מניות של חברות בסקטור הפיננסי), מרמות הירידה של שערי המניות כי ערכן של הפירמות — ששווה לערך הרכוש הפיסי של הסקטור הלא-פיננסי בתוספת פרמיה (או הנחה) המשקפת רווחיות עתידה — ירד השנה. ניתן לומר שירד גם רכוש הציבור בתוספת הפרמיה המשקפת רווחים עתידיים, ולפיכך ייתכן שנפילת מחירי המניות תשפיע על משתנים ריאליים נוספים, כגון הצריכה הפרטית וההשקעות⁴⁹.

⁴⁸ חלק מהנכסים הפיננסיים לטווח ארוך משוערכים על פי מחירי שוק, ולא כן ההתחייבויות הפיננסיות לטווח ארוך. מסיבה זו, עלייתם של שערי הריבית השנה הקטינה את ערכם של הנכסים הפיננסיים אך לא את ערכן של התחייבויות, כמו משכנתאות שעלו במחירים לא משוערכים כ-13 אחוזים. שיערוך נכון של ההתחייבויות השנה היה מצמצם את שיעור גידולן ומגדיל את שיעור הגידול של הרכוש במנחי מדר המחירים לצרכן.

⁴⁹ מחקר שבדק את הקשרים בין מחירי המניות לבין הצריכה הפרטית הסיק, שהשפעתה של ירידה זו עלולה לתרום לצמצום מסוים של הצריכה הפרטית. שם נמצא שהשפעת הכנסה זו גוברת על השפעת התחלופה הפועלת לגידול הצריכה כשיורדת התשואה הצפויה של החיסכון; ראה ' לביא, סדרת המאמרים לדיון של בנק ישראל, מחלקת מחקר (עומד להתפרסם).

לוח ז'-נ'-1

התפתחות בסיס הכסף ואמצעי התשלום, 1991 עד 1994
(מיליוני ש"ח)

שנת השיעור	אמצעי התשלום		הגידול בבסיס הכסף	בסיס הכסף	הנכסים הנזילים של הבנקים	המזומנים בידי הציבור	
	בניכוי עונתיות	נתונים מקוריים					
13	7,613	7,908	743	5,044	1,816	3,228	1991
29	9,839	10,390	860	5,904	1,803	4,101	1992
32	12,992	13,571	1,836	7,740	2,888	4,852	1993
7	13,929	14,625	1,903	9,643	4,176	5,467	1994
2	13,313	13,067	619	8,358	3,690	4,668	ינואר פברואר מארס אפריל מאי יוני יולי אוגוסט ספטמבר אוקטובר נובמבר דצמבר
5	13,995	13,761	-335	8,024	3,251	4,773	
-4	13,502	13,868	412	8,436	3,420	5,016	
-2	13,205	12,640	-270	8,166	3,264	4,902	
0	13,208	12,953	910	9,076	4,109	4,968	
2	13,452	13,448	-598	8,478	3,400	5,078	
2	13,758	13,433	879	9,357	4,130	5,227	
4	14,367	14,244	853	10,210	4,842	5,368	
-7	13,373	13,471	-1,249	8,962	3,545	5,416	
-6	12,541	13,313	50	9,012	3,678	5,334	
6	13,334	13,321	2,073	11,085	5,777	5,308	
4	13,929	14,625	-1,442	9,643	4,176	5,467	

(1) הנתונים השנתיים הם נתוני דצמבר של אותה שנה.
המקור: הנכסים הנזילים של המוסדות הבנקאיים — המאזן החדשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ז'-נ'-2

הנכסים של הציבור בבנקים ובבנק ישראל, איגרות חוב ומניות, 1991 עד 1994
(מיליוני ש"ח)

פיקדונות במטבע חוץ או צמודים לו לזמן קצר						אמצעי התשלום				
	פמ"ח סה"כ (5.1)	ופיקדונות לא-תושב של מקומיים (5.1)	פת"ם עו"ש וזמן קצוב (5.2)	פצ"ם (5.3)	M2' (1) + (2) + (3) = (4)	מק"ם (3)	פח"ק ופז"ק (2)	מזה: עו"ש	סך- הכול (1)	
M3 (5) + (4) = (6)	+ (5.2) + (5.3) = (5)									
41,872	12,463	7,196	3,388	1,879	29,409	3,563	17,776	4,680	7,908	1991
52,638	17,115	10,200	2,734	4,181	35,523	3,068	21,882	6,289	10,390	1992
53,333	17,537	10,467	2,667	4,403	35,796	3,045	22,053	6,454	10,567	2 1992
70,162	19,581	12,964	1,330	5,286	50,582	2,560	34,257	8,720	13,571	1993
90,834	22,765	15,171	723	6,872	68,069	4,269	48,980	9,158	14,625	1994
68,343	19,423	12,876	1,203	5,344	48,920	2,748	32,986	8,399	13,067	ינואר 1994
70,270	19,046	12,827	1,119	5,100	51,224	2,546	34,810	8,988	13,761	פברואר
74,066	19,031	13,071	1,062	4,898	55,034	2,487	38,494	8,852	13,868	מארס
72,889	19,463	13,263	967	5,233	53,425	2,524	38,172	7,738	12,640	אפריל
74,435	19,612	13,310	955	5,347	54,822	2,924	38,794	7,985	12,953	מאי
77,892	20,309	13,900	897	5,512	57,584	2,935	41,159	8,370	13,448	יוני
79,330	20,729	14,382	851	5,496	58,601	3,118	42,007	8,206	13,433	יולי
81,960	20,941	14,550	941	5,450	61,019	3,268	43,448	8,876	14,244	אוגוסט
82,565	20,974	14,675	774	5,525	61,591	3,400	44,641	8,055	13,471	ספטמבר
83,193	21,674	14,714	720	6,240	61,519	3,536	44,598	7,979	13,313	אוקטובר
85,307	22,538	14,931	725	6,882	62,769	3,713	45,672	8,013	13,321	נובמבר
90,834	22,765	15,171	723	6,872	68,069	4,269	48,980	9,158	14,625	דצמבר

(1) M2 כולל פיקדון אחר, שאינו מופיע בנפרד.

(2) בדיווח החדש החל ב־31 בדצמבר 1992 הריבית כלולה ביתרת הפיקדונות.

ה מ ק ו ר : המפקח על הבנקים — המאזן החדשי של המוסדות הבנקאיים. המחלקה המוניטרית, בנק ישראל — סקירה שבועית של שוק ההון.

לוּחַ ז'-נ'-2 (המשך)

הנבטים של הציבור בבנקים ובבנק ישראל, איגרות חוב ומניות, 1991 עד 1994

סך כל הנכסים כבנקים ובנק ישראל	איגרות חוב	אומדן ² איגרות החוב	אומדן איגרות החוב	סך הכול	סך הכול למעט מניות ואיגרות חוב פרטיות	סך כל הנכסים כבנקים ובנק ישראל	איגרות חוב	אומדן ² איגרות החוב	אומדן איגרות החוב	סך הכול	סך הכול למעט מניות ואיגרות חוב פרטיות
(6) + (7) + (8) + (9) = (10)	ממשלתיות סחירות (11)	המיועדות (12)	הסחירות (13)	המניות החופשיות (14)	(10) + (11) + (12) + (13) + (14) = (15)	(6) + (7) + (8) + (9) = (10)	ממשלתיות סחירות (11)	המיועדות (12)	הסחירות (13)	המניות החופשיות (14)	(10) + (11) + (12) + (13) + (14) = (15)
101,407	45,834	61,374	8,212	29,778	246,605	101,407	45,834	61,374	8,212	29,778	246,605
115,543	58,822	66,939	10,504	71,405	323,214	115,543	58,822	66,939	10,504	71,405	323,214
116,918	58,176	66,545	9,604	71,405	322,648	116,918	58,176	66,545	9,604	71,405	322,648
139,908	61,693	75,817	10,034	133,041	420,493	139,908	61,693	75,817	10,034	133,041	420,493
173,964	67,828	88,695	9,251	81,616	419,354	173,964	67,828	88,695	9,251	81,616	419,354
137,730	61,469	77,575	10,061	143,938	430,772	137,730	61,469	77,575	10,061	143,938	430,772
139,977	61,190	78,181	9,867	116,893	406,107	139,977	61,190	78,181	9,867	116,893	406,107
144,225	61,309	78,737	9,538	110,522	404,331	144,225	61,309	78,737	9,538	110,522	404,331
144,369	61,925	79,799	9,638	118,090	413,821	144,369	61,925	79,799	9,638	118,090	413,821
148,341	62,570	80,935	9,619	95,085	396,550	148,341	62,570	80,935	9,619	95,085	396,550
153,190	61,950	81,976	9,467	78,151	384,735	153,190	61,950	81,976	9,467	78,151	384,735
155,961	62,677	83,565	9,647	92,355	404,205	155,961	62,677	83,565	9,647	92,355	404,205
159,356	64,221	84,508	9,728	92,888	410,701	159,356	64,221	84,508	9,728	92,888	410,701
161,037	64,487	85,137	9,712	92,488	412,861	161,037	64,487	85,137	9,712	92,488	412,861
163,175	64,958	86,610	9,670	91,721	416,135	163,175	64,958	86,610	9,670	91,721	416,135
166,677	67,747	87,395	9,450	78,896	410,166	166,677	67,747	87,395	9,450	78,896	410,166
173,964	67,828	88,695	9,251	81,616	419,354	173,964	67,828	88,695	9,251	81,616	419,354

(1) סך פיקדונות הציבור למתן הלוואות, בניכוי אשראי לממשלה מפמ"ה. (ניכוי זה משקף את ההנחה שעיקרו של אשראי זה מכוסה באיגרות חוב מיועדות).

(2) אומדן איגרות החוב המיועדות שבידי קופות גמל, קרנות הפנסיה וביטוח חיים (מרביתן ממשלתיות).

(3) ראו הערות בלוח ז'-2.

המקור: המסמך על הבנקים — מידע שוטף על תאגידים הבנקאיים, המאזן החדשי של המוסדות הבנקאיים. המחלקה המוניטרית, בנק ישראל — סקירה שבועית של שוק ההון.

לוח ז'-נ'-3

האשראי לציבור ממערכת הבנקאות והאשראי הישיר מחו"ל, 1991 עד 1994
(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)¹

האשראי הבנקאי לצמוד למדד או למט"ח לזמן בינוני וארוך						האשראי הבנקאי לזמן קצר					
סך כל האשראי לזמן בינוני וארוך			סך כל האשראי לזמן קצר			האשראי החופשי					
						במטבע ישראלי					
סך כל האשראי הישיר מחו"ל	סך כל האשראי הבנקאי	סך כל האשראי לזמן בינוני וארוך	סך כל האשראי לזמן קצר	סך כל האשראי החופשי	סך כל האשראי המוכוון	סך כל האשראי החופשי	סך כל האשראי החופשי	סך כל האשראי החופשי	סך כל האשראי החופשי	סך כל האשראי החופשי	סך כל האשראי החופשי
(12)	(11)	(10)	(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
(7) + (10)	(8) + (9)	(9)	(8)	(5) + (6)	(1) + (4)	במטבע חוץ	במטבע חוץ	במטבע חוץ	במטבע חוץ	במטבע חוץ	במטבע חוץ
8,591	81,503	41,130	21,857	19,273	40,373	300	40,073	10,083	13,442	16,548	29,990
10,545	100,776	48,907	14,933	33,974	51,868	441	51,428	11,948	19,697	19,782	39,479
10,545	92,159	42,206	15,029	27,178	49,952	441	49,512	13,104	18,142	18,266	36,408
11,138	119,457	52,453	15,772	36,682	67,003	403	66,600	13,548	30,661	22,391	53,052
12,404	150,772	67,845	15,634	52,211	82,927	491	82,436	18,328	36,899	27,208	64,107
11,171	120,995	52,793	14,181	38,612	68,202	370	67,832	14,007	30,730	23,095	53,826
10,799	122,654	53,389	14,265	39,124	69,265	369	68,897	14,240	31,142	23,515	54,657
11,650	124,222	54,051	14,358	39,693	70,171	363	69,808	14,374	31,720	23,713	55,434
11,925	127,046	55,046	14,408	40,638	72,000	363	71,637	14,837	33,032	23,768	56,800
12,060	131,051	56,463	14,711	41,753	74,588	410	74,178	15,560	33,873	24,745	58,618
12,660	133,240	57,751	14,921	42,830	75,489	405	75,084	15,546	34,446	25,093	59,538
12,576	135,577	58,787	14,986	43,801	76,789	404	76,385	15,707	35,296	25,383	60,679
12,431	138,202	59,792	14,592	45,200	78,411	408	78,003	16,257	36,590	25,156	61,746
12,368	141,650	61,098	14,708	46,390	80,552	416	80,136	16,455	36,713	26,967	63,680
12,367	144,246	63,084	15,099	47,985	81,162	422	80,740	17,297	36,577	26,866	63,443
12,457	147,731	65,801	15,172	50,629	81,930	486	81,444	17,522	36,716	27,206	63,923
12,404	150,772	67,845	15,634	52,211	82,927	491	82,436	18,328	36,899	27,208	64,107

(1) לוח זה שונה מלוח ז'-8 בהתייחסו לסופי חודשים ולא לממוצעים חודשיים. בלוח ז'-8 גם התלווקה לסוגי אשראי שונה.

(2) החל מדצמבר 1992 כולל הריווח על אשראי הפרשה לחובות מסופקים, והריבית כלולה ביתרת האשראי.

ה מ ק ו ר : המסקה על הבנקים — המאזן החדשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ז'-נ'-4

שיעורי הריבית החודשית האפקטיבית, 1990 עד ינואר 1995
(אחוזים, מונחים שנתיים)

הריביות הקרדיטוריות						הריביות הרביטוריות							
המירווח הפיננסי	התשואה לפרדיון על אג"ח ל-5 שנים	התשואה לפרדיון על אג"ח ל-10 שנים	התשואה לפרדיון על מק"ם	העלות הממוצעת בהלוואה המונחית טרית	ריבית היורו ל-3 חודשים	אשראי חופשי במט"י	אשראי לא צמוד אחר (לז"ק)	חח"ד חריגות	חח"ד ועו"ש ביתרות חובה	שיעור הפיחות הממוצע של השקל לעומת הדולר	שיעור האיני- פלציה		
(13)	(12)	(11)	(10)	(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
12.4	1.2	1.9	15.7	13.2	15.3	8.1	26.4	22.5	35.4	29.6	3.7	17.6	1990
12.7	2.1	2.9	14.9	12.9	15.4	5.8	26.4	22.3	35.9	29.9	13.7	18.0	1991
8.7	2.3	2.6	12.2	10.3	11.9	3.7	19.9	17.6	25.9	22.0	16.9	9.4	1992
5.4	2.8	2.9	11.4	9.7	11.3	3.1	16.4	15.0	20.2	18.1	10.1	11.2	1993
4.9	2.9	3.2	13.0	11.6	13.4	4.6	17.4	15.6	21.8	19.8	1.8	14.5	1994
6.2	3.9	3.8	17.6	16.0	18.5	6.2	22.6	20.7	27.7	25.3	-5.8	2.0	1995
5.5	1.6	1.9	12.5	10.3	11.4	3.2	17.5	16.0	21.3	19.0	42.7	16.4	ינואר 1993
5.5	2.1	2.3	12.5	10.3	12.7	3.1	17.5	16.0	21.3	19.0	10.1	15.6	פברואר
6.5	2.5	2.5	12.2	10.5	12.7	3.1	17.9	16.3	21.9	19.6	-5.9	16.6	מארס
6.0	3.0	3.0	12.0	10.6	12.7	3.0	17.7	16.1	21.8	19.6	-18.1	18.1	אפריל
5.4	3.3	3.4	12.8	11.0	13.0	3.0	17.7	16.1	21.7	19.4	-3.7	3.6	מאי
5.8	3.4	3.4	12.7	11.1	12.7	3.2	17.6	15.9	21.7	19.4	15.1	3.0	יוני
5.8	3.4	3.5	10.4	10.2	11.7	3.1	16.7	15.1	20.7	18.5	26.3	1.5	יולי
5.1	3.4	3.5	10.0	9.4	10.0	3.1	15.6	14.4	19.0	17.0	17.2	12.1	אוגוסט
5.1	3.0	3.1	10.7	8.1	9.5	3.0	14.9	13.6	18.4	16.4	-0.9	12.5	ספטמבר
5.0	2.9	3.1	10.2	8.1	9.5	3.2	14.7	13.5	18.3	16.4	12.4	18.5	אוקטובר
4.7	2.5	2.8	10.3	8.2	9.8	3.3	14.7	13.6	18.5	16.5	29.0	9.5	נובמבר
4.9	2.2	2.5	10.3	9.0	10.2	3.2	14.6	13.1	18.5	16.5	11.2	9.5	דצמבר

• הנתונים השנתיים מבוססים על מיצוע גיאומטרי של הנתונים החודשיים.

לוח ז'-נ'-4 (המשך)

שיעורי הריבית החודשית האפקטיבית, 1990 עד ינואר 1995
(אחוזים, מונחים שנתיים)

הריביות הקרדיטוריות						הריביות הרבנטוריות						שיעור הפיחות הממוצע	שיעור האינ- פלציה	
התשואה לפרדיון המירווח הפיננסי	התשואה לפרדיון על אג"ח ל-5 שנים	התשואה לפרדיון על אג"ח ל-10 שנים	התשואה לפרדיון על מק"ם	העלות הממוצעת בהלוואה המונ- טרית	ריבית היורו ל-3 חודשים	אשראי אשראי חופשי במט"י	אשראי לא צמוד אחר (לז"ק)	חח"ד חריגות	חח"ד ועו"ש ביתרות חובה	השקל לעומת הדולר	שיעור האינ- פלציה			
(13)	(12)	(11)	(10)	(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)		
5.2	2.4	2.7	10.2	9.4	11.0	3.1	15.3	13.6	19.3	17.5	4.9	8.5	ינואר	1994
5.2	2.8	2.9	10.2	9.6	11.0	3.4	15.5	13.9	19.6	17.7	-3.3	7.1	פברואר	
5.0	3.1	3.1	10.4	9.6	11.0	3.7	15.3	13.7	19.3	17.4	-1.7	13.2	מארס	
4.9	3.1	3.2	10.7	9.6	11.0	4.0	15.3	13.7	19.4	17.5	8.8	26.3	אפריל	
4.8	2.9	3.2	11.0	9.9	11.5	4.4	15.6	14.0	19.8	17.8	9.2	15.3	מאי	
4.8	3.0	3.4	12.0	10.5	12.2	4.4	16.2	14.6	20.4	18.4	13.6	17.6	יוני	
4.8	2.8	3.4	12.4	11.0	12.8	4.7	16.7	15.0	21.0	19.1	-7.6	13.7	יולי	
4.4	2.6	3.1	13.5	11.5	13.3	4.7	17.1	15.4	21.6	19.7	3.1	13.5	אוגוסט	
4.7	2.6	3.0	14.4	13.0	15.1	5.0	18.7	16.8	23.3	21.3	-4.7	14.5	ספטמבר	
4.8	3.0	3.2	16.3	14.4	16.7	5.4	20.2	18.1	25.1	23.1	-2.0	17.9	אוקטובר	
4.8	3.2	3.5	16.3	14.5	16.7	5.7	20.4	18.5	25.1	23.1	-1.0	16.5	נובמבר	
5.4	3.3	3.7	18.6	16.0	18.5	6.2	22.4	20.3	27.7	25.3	4.6	10.6	דצמבר	
6.2	3.9	3.8	17.6	16.0	18.5	6.2	22.6	20.7	27.7	25.3	-5.8	2.0	ינואר	1995

* הנתונים השנתיים מבוססים על מיצוע גיאומטרי של הנתונים החודשיים.
הערות לטורים:

- (3) כולל ריבית רגילה, תשלום בגין חריגות בפועל, דמי הקצאה ועמלת ניהול.
(6) הריבית הממוצעת המשוקללת (בכמויות) על האשראי השקלי הלא-צמוד.
(7) היורו לשלושה חודשים מהווה בסיס לחישוב הריבית על האשראי החופשי בדולרים.
(10) התשואה הממוצעת לפרדיון על מק"ם לחודש.
(13) לפי הגדרת הפיקוח על הבנקים.

ה מ ק ו ר : טורים (3), (4), (5), (6), (9), (13) — הפיקוח על הבנקים; טורים (8), (10), (11), (12) — המחלקה המוניטרית.

לוח ז'-נ'-5

מדד התשואה הכוללת למניות רגילות ולמניות בכורה הרשומות למסחר בבורסה, 1991 עד 1994

מקרקעין, בינוי ופיתוח	מסחר ושירותים	תעשייה	חברות השקעה	בנקים למשכנתאות ומוסדות מימון ענפיים		ביטוח	בנקים מסחריים	המדר הכללי	סוף תקופה
(דצמבר 1993 = 100)									
35.2	38.8	38.2	31.8	37.3	28.7	39.3	37.0		1991
55.2	66.7	78.6	66.4	67.7	60.7	81.7	71.0		1992
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		1993
57.2	72.9	83.8	70.8	74.3	61.7	84.1	76.2	I	1993
63.1	74.9	79.6	70.8	85.5	77.3	89.2	76.4	II	1993
76.9	85.0	90.9	84.0	92.3	82.8	101.8	88.8	III	1993
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	IV	1993
75.7	82.3	81.0	79.7	84.2	83.8	83.9	81.1	I	1994
48.1	58.5	59.0	56.2	64.4	61.6	64.5	58.1	II	1994
57.9	64.8	69.7	65.7	73.5	64.1	80.0	68.1	III	1994
49.3	58.5	63.7	54.7	66.3	52.6	84.6	61.5	IV	1994
שיעור השינוי הריאלי במשך התקופה (אחוזים)									
-56.8	-48.7	-44.2	-52.1	-42.0	-53.9	-25.9	-46.1		1994

(1) מנוכה במדד המחירים לצרכן, מתוקן לסוף התורש.

ה מ ק ר : הבורסה לניירות ערך ועיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל.

לוח ז'-נ'-6

מדד התשואה הריאלית¹ החודשית הכוללת של ניירות ערך בבורסה לניירות ערך, 1991 עד 1994
(דצמבר 1993 = 100)

מניות וניירות להמרה		איגרות חוב		
מדד	סך	צמודות למדד	צמודות למטבע חוץ	
המשתנים	הכול	המחירים לצרכן	ונסחרות במטבע חוץ	
49.3	45.2	95.9	87.1	1991
87.8	78.7	101.6	104.7	1992
100.0	100.0	100.0	100.0	1993
61.4	53.9	96.5	88.5	1994
102.1	105.1	100.2	99.5	ינואר 1994
88.5	85.6	98.8	97.5	פברואר
81.6	78.7	97.7	95.8	מארס
85.1	82.8	97.2	96.3	אפריל
71.5	67.0	97.1	95.5	מאי
60.0	54.2	96.6	93.5	יוני
68.8	62.7	97.9	94.2	יולי
67.9	62.5	99.1	93.8	אוגוסט
68.3	61.4	98.8	91.2	ספטמבר
69.0	61.1	97.8	89.9	אוקטובר
60.8	52.8	96.7	89.3	נובמבר
61.4	53.9	96.5	88.5	דצמבר
שיעור תשואה ריאלי כולל במשך התקופה (אחוזים)				
-38.6	-46.1	-3.5	-11.5	1994
-40.0	-45.8	-3.4	-6.5	מחצית א
2.3	-0.6	-0.1	-5.4	מחצית ב

(1) מנוכה כמדד המחירים לצרכן, מתוקן לסוף החודש.
ה מ ק ו ר : הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

לוח ז'-נ'-7

ערכי השוק של מצבת המניות, 1994

נפיקה תמורת מזומן של מניות וניירות ערך הניתנים להמרה		ערך השוק של מניות וניירות ערך הניתנים להמרה, הרשומים בבורסה			
חלקה של הנפקת הקבוצה בסך ההנפקות	חלקה של הריאלית בערך השוק של המניות בשנת 1994	חלקה של הקבוצה בסך ההנפקות	חלקה של הריאלית בערך השוק של המניות בשנת 1994		
(מיליוני ש"ח)	(אחוזים)	(מיליוני ש"ח)	(אחוזים)		
0.0	0.0	-27.0	13.5	13,325	הבנקים המסחריים וחברות האחזקות הבנקאיות
0.0	0.0	-40.8	2.3	2,228	מוסדות המימון הענפיים והבנקים למשכנתאות
147.5	4.5	-53.6	2.2	2,194	חברות הביטוח
147.5	4.5	-33.6	18.0	17,747	סך כל הסקטור הפיננסי
535.2	16.4	-49.0	10.7	10,586	מסחר ושירותים
569.6	17.4	-53.6	8.4	8,259	מקרקעין, בינוי, פיתוח והדרים
1,175.0	36.0	-36.2	37.3	36,864	תעשייה
839.7	25.7	-46.5	15.2	14,971	חברות להשקעה ואחזקות ¹
		-54.1	10.5	10,340	הרשימה המקבילה ²
3,267.0	100.0	-43.1	100.0	98,767	סך הכול

(1) כולל חברות לחיפושי נפט.

(2) הנפקות הרשימה המקבילה סווגו לפי הענף המנפיק.

ה מ ק ו ר : הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

לוח ז'-נ'-8

ניירות הערך שבידי הציבור, 1992 עד 1994

העלייה או הירידה (-) הריאלית של ערך השוק במשך השנה			התפלגות ניירות הערך לפי מחזיקים			ערך השוק			
1994	1993	1992	1994	1993	1992	1994	1993	1992	
(אחוזים)						(מיליוני ש"ח)			
1. איגרות חוב									
-7.8	0.8	13.9	100.0	100.0	100.0	100,230	94,979	84,658	א. סך כל איגרות החוב הסחירות
5.3	1.4	5.9	21.4	18.8	18.7	21,487	17,823	15,801	ב. איגרות חוב שבידי הבנקים המסחריים
-18.8	-1.6	12.0	1.9	2.2	2.2	1,932	2,080	1,900	ג. איגרות חוב בידי בנק ישראל
-8.6	-1.3	13.6	50.6	51.0	52.1	50,694	48,478	44,138	ד. איגרות חוב בידי קופות גמל
-14.2	4.8	21.0	26.1	28.0	27.0	26,117	26,598	22,819	ה. אומדן איגרות חוב שבידי הציבור (א)-(ב)+(ג)+(ד) ²
2. מניות וניירות ערך									
-43.1	66.4	129.8	100.0	100.0	100.0	98,767	151,607	81,907	ו. סך כל המניות וני"ע הניתנים להמרה
-38.2	21.9	67.9	4.9	4.5	6.1	4,826	6,818	5,029	ז. המניות וניירות הערך שבידי הבנקים ¹
-25.5	49.4	141.0	11.8	9.0	10.0	11,606	13,617	8,190	ח. מניות בידי קופות גמל
-23.8	58.9	244.7	16.4	12.2	12.8	16,184	18,566	10,502	ט. מניות בידי הממשלה
-48.7	74.0	122.0	67.0	74.3	71.0	66,152	112,607	58,186	י. אומדן המניות וניירות הערך שבידי הציבור (ו)-(ז)+(ח)+(ט) ²

(1) כוללים רק ניירות סחירים המוחזקים על ידי הבנקים שלא באמצעות חברות בנות.

(2) כולל תוכניות לביטוח חיים.

ה מ ק ו ר : הבורסה לניירות ערך; המחלקה המוניטרית, הפיקוח על הבנקים ומחלקת המחקר בבנק ישראל.

לוח ז'-נ'-9

הנפקת ניירות ערך ואומדן גיוס ההון, 1992 עד 1994¹
(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

הסקטור הפרטי				הסקטור הציבורי												
				איגרות חוב לא-סחירות					איגרות חוב סחירות ²							
									הנפקות							
מניות וניירות	סך כל	פדיונות	הנפקת	סך כל	סך	הפקדות	מוסדות גמל, פנסיה וחברות ביטוח	תכניות חיסכון מאושרות	גיוס הון נטו	גיוס הון באמצעות מק"מ	מכירות נטו בשוק הפתוח	פדיונות	הנפקות			
סך כל	ערך להמרה בג"ח	אג"ח	אג"ח	גיוס ההון	הכול	חופשיות	ביטוח	מאושרות	נטו	נטו	הפתוח					
1,033	1,474	758	317	1,022	-8,293	-561	-1,831	-5,901	9,315	1,007	-14	3,439	11,760	1991		
3,228	4,167	1,249	314	-1,590	-4,954	-541	-1,791	-2,623	3,364	680	-498	8,967	12,149	1992		
7,438	8,421	1,348	365	-5,644	-6,099	-588	-2,263	-3,248	456	-179	-735	6,214	7,583	1993		
2,919	4,847	1,949	21	-10,439	-6,152	-667	-2,738	-2,747	-4,288	-611	-705	15,236	12,264	1994		
497	578	101	21	87	135	-29	370	-206	-48	-57	-60	353	422	ינואר 1994		
811	894	83	0	-1,266	-445	-46	-170	-228	-821	-229	-60	767	234	פברואר		
730	904	174	0	-1,542	-661	-49	-198	-414	-882	-443	-60	611	232	מרץ		
41	69	28	0	416	103	-18	36	84	314	327	-45	719	751	אפריל		
621	737	116	0	-1,684	-747	-78	-467	-202	-938	-350	-60	1,198	671	מאי		
331	433	103	0	-1,316	-686	-58	-456	-173	-630	-221	-75	1,099	765	יוני		
23	103	80	0	-284	-4	-27	138	-115	-280	222	-60	1,929	1,488	יולי		
-558	251	809	0	-1,481	-1,199	-108	-954	-137	-282	-48	-60	1,874	1,700	אוגוסט		
370	489	119	0	-320	-542	-94	-128	-320	222	307	-30	1,210	1,156	ספטמבר		
21	111	90	0	-2,054	-612	-48	-174	-390	-1,442	-144	-60	2,999	1,761	אוקטובר		
122	235	112	0	-767	-665	-72	-311	-282	-102	-171	-60	1,131	1,259	נובמבר		
-89	44	134	0	-229	-829	-41	-425	-364	601	197	-75	1,347	1,826	דצמבר		

(1) הפדיונות של הסקטור הציבורי כוללים תשלום ריבית מצטברת.

(2) כולל איגרות חוב ממשלתיות לא צמודות מסוג "גילון" וכן הנפקות לבנקים מסחריים ולקופות גמל; לא כולל רכישות ופדיונות לבנק ישראל.

(3) כולל תקבולים ממימוש אופציות.

ה מ ק ו ר : המחלקה המוניטרית, בנק ישראל.

לוח ז'-נ'-10

שיעורי התשואה השנתיים הריאליים לפדיון נטו של איגרות החוב הצמודות למדד במקור ובבורסה.

1993 ר'-1994

(אחוזים)

בבורסה		במקור			
10-9 שנים	5-3 שנים	"גליל"	"שגיא"		
0.75	0.51	1.33	1.18	I	1993
1.71	1.64	1.97	2.29	II	
1.81	1.67	2.11	2.27	III	
1.31	0.97	1.73	1.87	IV	
1.38	1.17	1.66	1.34	I	1994
1.70	1.43	2.01	2.07	II	
1.63	1.08	2.13	1.91	III	
1.91	1.59	2.24	2.26	IV	
1.15	0.87	1.61	1.42	ינואר	1994
1.41	1.19	1.69	1.15	פברואר	
1.58	1.47	1.68	1.46	מרס	
1.61	1.53	1.97	2.06	אפריל	
1.61	1.35	1.94	1.98	מאי	
1.88	1.40	2.12	2.17	יוני	
1.88	1.21	2.29	2.06	יולי	
1.54	1.01	2.08	1.87	אוגוסט	
1.47	1.01	2.01	1.81	ספטמבר	
1.67	1.43	2.13	2.12	אוקטובר	
1.96	1.60	2.22	2.17	נובמבר	
2.10	1.73	2.36	2.48	דצמבר	

(1) התשואה בבורסה המוצגת בלוח זה היא ממוצע לנתוני סוף שבוע של איגרות החוב הממשלתיות. היא חושבה על פי מרד המחירים שהיה בפועל. נערך תיקון לגבי הפסד מרד פדיון.
ה מ ק ו ר : המחלקה המוניטרית ועיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח ז'-נ'-11

הבדלים בין הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור לבין הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי
(מיליארדי ש"ח)

רכוש הציבור	הנכסים הפיננסיים	
665	435	סך הכול
'99	110	נכסים פיננסיים לז"ק ללא מניות
² -1	71	מניות
266	255	נכסים פיננסיים לזמן בינוני וארוך
-205		התחייבויות פיננסיות
507		רכוש פיסי

(1) בניכוי איגרות חוב קונצרניות.

(2) ההפרש בין מניות של מתווכים פיננסיים בידי הציבור לבין מניות לא פיננסיות בידי הממשלה.

ה מ ק ו ר : עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

נספח

**נתונים עיקריים על המשק
בפרספקטיבה רבת שנים**

לוח נ' - 1

המקורות והשימושים, 1961 עד 1970

השינוי לעומת השנה הקודמת

ממוצע

-1961

1970 1970 1969 1968 1967 1966 1965 1964 1963 1962 1961

(אחוזי שינוי כמותיים)

המקורות	11.0	10.0	10.6	9.8	9.4	1.0	2.3	15.4	12.8	7.8	9.0
התוצר המקומי הגולמי	23.5	15.0	6.9	13.8	2.0	-0.6	9.5	29.8	15.1	17.7	13.3
יבוא הסחורות והשירותים ¹	23.2	14.9	6.8	14.2	1.9	-0.6	8.4	30.7	12.5	7.3	11.9
מזה: היבוא האזרחי של סחורות ושירותים	14.4	11.4	9.5	11.0	7.2	0.6	4.3	19.6	13.5	10.9	10.2
סך המקורות											
השימושים	11.0	10.6	10.1	10.9	8.7	2.1	2.0	13.6	10.1	2.3	8.1
הצריכה הפרטית	16.1	10.4	11.1	3.6	11.4	9.5	33.5	8.7	15.6	24.8	14.5
הצריכה הציבורית											
מזה: הצריכה הציבורית למעט	15.6	10.2	11.0	4.0	11.4	9.6	32.2	9.3	11.9	11.6	12.7
יבוא ביטחוני ישיר	19.3	10.2	3.6	20.8	0.5	-16.2	-22.4	48.7	26.7	13.5	10.5
ההשקעה הגולמית המקומית	19.4	10.1	3.7	20.6	0.7	-16.2	-22.3	47.7	28.8	14.5	10.7
מזה: ההשקעה בנכסים קבועים ²											
השימושים המקומיים למעט יבוא	14.0	10.4	8.5	12.0	6.9	-1.2	3.2	18.2	14.1	7.2	9.3
ביטחוני ישיר	16.0	17.5	14.9	6.1	8.4	10.5	8.3	27.7	6.9	9.7	12.6
ערך היצוא בשוק המקומי ³	14.3	11.4	9.5	11.1	7.1	0.6	4.0	19.8	12.7	7.6	9.8
סך השימושים למעט יבוא ביטחוני ישיר	14.4	11.4	9.5	11.0	7.2	0.6	4.3	19.6	13.5	10.9	10.2
סך השימושים											
התוצר המקומי הגולמי של הסקטור	12.3	11.1	11.4	10.7	9.8	-1.0	0.6	17.6	14.5	8.3	9.5
העסקי (במחירי שוק) ⁴											

הערה: ראה הערות בחלק האחרון של הלוח.

לוח נ' 1- (המשך)

המקורות והשימושים, 1971 עד 1980

השינוי לעומת השנה הקודמת										
ממוצע										
-1971	1980	1979	1978	1977	1976	1975	1974	1973	1972	1971
(אחוזי שינוי כמותיים)										
ה מק ו ר ו ת										
5.3	3.0	4.5	4.0	1.9	1.6	3.9	5.5	4.8	12.5	11.1
5.3	-6.2	2.8	10.6	-2.9	-3.0	4.2	0.5	35.4	1.2	10.8
5.6	-10.6	10.2	6.3	5.9	2.3	-4.4	4.7	19.1	3.3	19.1
5.2	-0.4	3.9	6.4	0.1	-0.1	4.0	3.7	14.3	8.7	11.0
ה ש י מ ו ש י ם										
5.4	-3.7	8.0	8.5	5.1	4.9	0.0	7.6	8.4	10.0	5.4
4.6	8.1	-6.7	7.7	-11.4	-8.0	10.0	3.2	40.4	-0.4	2.6
ה ש י מ ו ש י ם										
4.4	3.4	3.1	-0.4	-1.1	-2.8	-0.1	11.0	17.2	2.2	11.0
2.2	-13.5	11.8	2.4	-7.5	-12.0	5.1	-4.1	5.5	12.5	22.1
2.9	-9.1	11.9	2.6	-9.1	-10.5	0.5	-2.7	10.6	13.3	21.9
4.3	-4.2	7.6	4.9	0.5	-1.6	1.2	5.3	9.7	8.7	11.0
9.0	6.1	3.0	4.6	11.7	14.7	1.9	5.5	5.5	13.5	23.6
5.3	-1.6	6.4	4.8	3.2	1.8	1.4	5.3	8.8	9.7	13.4
5.2	-0.4	3.9	6.4	0.1	-0.1	4.0	3.7	14.3	8.7	11.0
5.0	3.5	4.7	3.8	0.9	0.0	3.6	4.9	1.9	14.4	12.5

התוצר המקומי הגולמי
 יבוא הסחורות והשירותים¹
 מזה: היבוא האזרחי של סחורות ושירותים
 סך המקורות
 הצריכה הפרטית
 הצריכה הציבורית
 מזה: הצריכה הציבורית למעט
 יבוא ביטחוני ישיר
 ההשקעה הגולמית המקומית
 מזה: ההשקעה בנכסים קבועים²
 השימושים המקומיים למעט יבוא
 ביטחוני ישיר
 ערך היצוא בשוק המקומי³
 סך השימושים למעט יבוא ביטחוני ישיר
 סך השימושים
 התוצר המקומי הגולמי של הסקטור
 העסקי (במחירי שוק)⁴

ההערות בחלק האחרון של הלוח.

לוח נ' 1- (המשך)
המקורות והשימושים, 1981 עד 1990*

השינוי לעומת השנה הקודמת										
ממוצע										
-1981	1990	1989	1988	1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981
(אחוזי שינוי כמותיים)										
ה מק ו ר ו ת										
התוצר המקומי הגולמי	4.6	1.4	2.6	2.2	4.3	4.1	6.1	3.2	1.1	6.0
יבוא הסחורות והשירותים ¹	10.3	3.6	6.7	-1.0	-1.0	9.2	19.0	-2.9	-5.1	9.0
מזה: היבוא האזרחי של סחורות ושירותים	8.2	11.2	11.4	-3.9	-4.0	15.8	11.3	-0.4	0.4	8.4
סך המקורות	6.7	2.2	4.2	0.9	2.2	6.1	10.5	0.9	-1.1	7.0
ה ש י מ ו ש י ם										
הצריכה הפרטית	13.0	8.2	8.7	-6.8	1.0	14.8	8.8	4.6	0.3	5.5
הצריכה הציבורית	6.5	-6.5	-4.0	6.6	3.7	-9.5	17.9	-2.4	-8.1	4.9
מזה: הצריכה הציבורית למעט	2.0	3.1	2.2	1.9	-1.1	-2.4	3.8	2.8	1.6	3.0
יבוא ביטחוני ישיר	-4.7	15.3	10.4	-8.1	-10.6	10.3	3.5	-0.5	-4.2	27.0
ההשקעה הגולמית המקומית	4.5	5.4	12.9	-12.1	-7.8	0.0	13.8	-1.2	-3.7	23.0
מזה: ההשקעה בנכסים קבועים ²	6.0	8.1	7.3	-4.9	-2.0	9.2	6.6	3.3	-0.1	8.4
השימושים המקומיים למעט יבוא	5.1	-3.5	1.8	13.5	8.9	5.9	10.9	-1.3	3.7	2.3
ביטחוני ישיר	5.7	4.8	5.8	-0.2	1.2	8.2	7.8	2.0	0.9	6.8
ערך היצוא בשוק המקומי ³	6.7	2.2	4.2	0.9	2.2	6.1	10.5	0.9	-1.1	7.0
סך השימושים למעט יבוא ביטחוני ישיר	5.8	0.6	3.0	2.4	6.1	6.4	8.1	3.2	0.8	7.6
סך השימושים	5.8	0.6	3.0	2.4	6.1	6.4	8.1	3.2	0.8	7.6
התוצר המקומי הגולמי של הסקטור	5.8	0.6	3.0	2.4	6.1	6.4	8.1	3.2	0.8	7.6
העסקי (במחירי שוק) ⁴	5.8	0.6	3.0	2.4	6.1	6.4	8.1	3.2	0.8	7.6

- * לשנים 1991 עד 1994 ראה לוח ב' 1- בגוף הפרק.
- (1) היבוא על בסיס סי"פ: אינו כולל תשלומים לגורמי ייצור בחו"ל ותשלומי ריבית של הסקטור הציבורי לחו"ל.
- (2) למעט השינוי במלאי.
- (3) היצוא על בסיס פו"ב: אינו כולל תקבולים מגורמי ייצור בחו"ל ותקבולי ריבית של הסקטור הציבורי מחו"ל.
- (4) תוצר מקומי גולמי, למעט תוצר השירותים הציבוריים, המלכ"ר ושירותי הדיור.
- ה מק ו ר : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח נ' - 2

אינדיקטורים לתוצר המקומי העסקי, מצד ענפי המשק, 1961 עד 1970
(אחוזים)

ממוצע	ההרכב הענפי: ממוצע											שיעור שינוי כמותי, כל שנה לעומת קודמתה
	1970	1970	1969	1968	1967	1966	1965	1964	1963	1962	1961	1970-1961
תעשייה	11.9	9.3	16.0	28.6	-3.4	1.6	10.1	13.8	14.3	13.2	15.8	27.5
חקלאות	6.2	5.4	4.4	0.8	14.1	3.4	-4.1	7.7	9.3	8.6	12.7	4.8
תחבורה ותקשורת	10.2	13.5	12.4	24.2	0.9	-0.9	8.0	12.0	6.9	13.9	11.0	10.5
בנייה	9.1	16.2	23.9	20.7	-14.9	-11.3	6.6	10.6	6.5	17.7	14.6	15.3
מסחר ושרותים	6.4	7.8	10.8	18.9	1.3	2.4	1.0	5.5	3.5	10.0	3.0	37.9
חשמל ומים	9.3	10.2	9.4	14.3	4.0	4.2	8.4	9.2	10.6	10.7	12.0	4.0
תוצר עסקי ענפי משק	8.7	10.1	13.9	21.2	-1.8	-0.4	5.1	9.4	7.5	12.3	9.3	100.0

(1) ראה הערה מס' 1 בגוף הפרק.

לוח נ' 2 - (המשך)

אינדיקטורים לתוצר המקומי העסקי, מצד ענפי המשק, 1971 עד 1980
(אחוזים)

ההרכב הענפי: ממוצע											שיעור שינוי כמותי, כל שנה לעומת קודמתה	
ממוצע											ממוצע	
1971-												
1980	1980	1979	1978	1977	1976	1975	1974	1973	1972	1971	1980-1971	
5.3	-2.5	4.4	5.7	6.4	4.3	2.5	4.4	5.4	11.9	10.7	30.6	תעשייה
6.5	5.2	2.4	4.9	8.0	8.0	8.9	10.1	-0.3	7.2	10.3	4.2	חקלאות
5.9	-3.9	5.9	6.6	8.7	6.3	-1.6	4.3	4.7	13.0	14.7	11.9	תחבורה ותקשורת
2.4	5.8	8.1	-0.2	-13.9	-11.7	3.3	0.4	3.9	15.2	12.9	13.2	בנייה
5.5	-1.6	6.6	11.7	3.2	4.7	0.3	3.6	3.9	10.6	12.5	36.0	מסחר ושרותים
5.6	-0.8	5.2	6.3	5.6	5.6	4.9	4.2	3.9	12.0	9.4	4.1	חשמל ומים
5.1	-1.1	5.7	7.3	2.9	2.5	1.7	3.7	4.3	11.9	12.0	100.0	תוצר עסקי ענפי משק

(1) ראה הערה מס' 1 בגוף הפרק.

לוח נ' 2- (המשך)

אינדיקטורים לתוצר המקומי העסקי, מצד ענפי המשק, 1981 עד 1990
(אחוזים)

ההרכב הענפי: ממוצע											שיעור שינוי כמותי, כל שנה לעומת קודמתה										
ממוצע																					
-1981																					
1990	1990	1989	1988	1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981	1990-1981										
3.6	6.3	0.9	-2.4	8.3	4.6	3.9	5.1	4.1	0.3	5.0	30.6	תעשייה									
5.5	15.4	5.3	-4.7	10.7	0.8	4.7	-1.4	3.6	11.0	10.0	5.0	חקלאות									
4.5	3.4	2.1	8.4	7.3	2.5	2.7	5.2	7.9	-0.2	5.5	12.4	תחבורה ותקשורת									
1.5	14.8	4.9	2.5	10.4	-1.1	-6.3	-7.1	-1.2	-2.4	0.8	8.7	בנייה									
4.5	5.0	1.1	4.0	7.3	7.5	4.3	-0.9	4.7	5.2	7.2	39.1	מסחר ושרותים									
3.6	6.0	0.0	2.0	5.0	7.6	1.0	2.4	3.0	3.4	5.9	4.2	חשמל ומים									
3.9	6.5	1.6	1.9	7.9	4.9	2.9	1.2	4.2	2.4	5.7	100.0	תוצר עסקי ענפי משק									

(1) ראה הערה מס' 1 בגוף הפרק.

לוח נ' - 3

התוצר הלאומי וההכנסה הפנויה, 1971 עד 1980

העלייה או הירידה הריאלית¹ לעומת השנה הקודמת

ממוצע											
-1971											
1980	1980	1979	1978	1977	1976	1975	1974	1973	1972	1971	
					(אחוזים)						
5.5	2.3	5.4	4.2	8.2	0.8	2.7	2.8	5.1	11.2	12.2	1. התוצר הלאומי הגולמי (במחירי שוק)
7.3	6.6	7.1	2.1	6.2	18.9	15.0	10.8	-9.5	5.7	10.3	2. מסים עקיפים על הייצור המקומי נטו
5.6	-7.3	28.0	-15.4	-6.0	56.8	..	..	..	..	..	3. הסובסידיה הגלומה באשראי המוכוון
17.8	40.6	61.0	5.4	5.2	28.5	24.7	29.5	-42.5	26.9	-1.0	4. ההכנסה המקומית של הסקטור הציבורי מריבית ומכוש
9.6	8.6	12.2	1.9	3.9	28.0	11.4	2.2	7.1	2.1	18.6	5. סך כל המסים הישירים ²
15.5	2.5	9.4	10.2	13.1	17.1	9.5	25.9	14.5	22.8	29.6	6. תשלומי ההעברה השוטפים נטו ותשלומי הריבית על החוב הפנימי
2.9	-7.5	-2.6	15.0	24.9	-8.4	-7.7	-24.1	-16.4	23.8	31.9	7. העברות לפרטים מחו"ל
5.8	-2.1	3.5	5.9	10.7	-2.4	3.6	2.4	5.8	15.8	15.2	8. ההכנסה הפרטית הגולמית הפנויה מכל המקורות
6.2	-0.7	2.9	6.0	11.1	-0.0	6.1	1.0	5.8	17.0	12.5	9. ההכנסה הפנויה ללא מילווות חובה

* מחושב על פי התשכונאות הלאומית כשיטת ה-SNA הישן.

(1) במונחי כוח קנייה.

(2) המסים הישירים כוללים: מס הכנסה, תשלומים לביטוח לאומי (כולל מס מקביל) ואגרות והיטלים.

ה מ ק ו ר : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח נ' 3 (המשך)

התוצר הלאומי וההכנסה הפנויה* 1981 עד 1990**

העלייה או הירידה הריאלית ¹ לעומת השנה הקודמת											
ממוצע											
-1981	1990	1990	1989	1988	1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981
1990	1990	1989	1988	1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981	
						(אחוזים)					
4.1	6.3	1.5	7.0	6.7	7.2	-5.6	-0.5	5.5	2.8	10.2	1. התוצר הלאומי הגולמי (במחירי שוק)
1.2	-0.7	2.4	5.1	8.5	4.4	-5.2	3.5	3.2	-8.5	-0.3	2. הבלאי בסקטור הציבורי
11.9	11.8	4.4	-0.7	5.4	35.1	58.2	-18.7	25.6	48.5	-50.5	3. מסים עקיפים על הייצור המקומי נטו
-13.3	-13.3	-32.5	-23.7	5.0	-11.8	-8.2	-8.4	-16.4	-11.6	-11.8	4. הסובסידיה הגלומה באשראי המוכוון
-4.7	28.3	-4.5	44.7	-4.3	-17.5	-29.0	-40.6	-31.2	6.7	0.1	5. ההכנסה המקומית של הסקטור הציבורי מריבית ומרכוש
2.0	1.5	-7.4	4.0	0.3	9.1	16.2	-20.0	0.7	5.2	10.4	6. סך כל המסים הישירים ²
5.5	11.5	6.9	3.2	1.4	12.0	-0.6	6.3	-0.7	5.1	10.2	7. תשלומי ההעברה השוטפים נטו ותשלומי הריבית על החוב הפנימי
2.8	-2.7	19.9	-14.3	27.4	32.3	12.9	-11.5	-11.6	-33.1	8.4	8. ההעברות לפרטים מחו"ל
4.8	6.7	4.8	6.3	8.7	5.2	-12.6	8.8	5.2	-2.3	17.0	9. ההכנסה הפרטית הגולמית הפנויה מכל המקורות
4.7	5.2	5.3	7.5	8.3	5.7	-12.9	9.9	5.6	-3.4	16.3	10. ההכנסה הפנויה ללא מילווות חובה

* מחושב על פי החשבונאות הלאומית בשיטת ה-SNA החדש.

** לשנים 1991 עד 1994 ראו לוח ב' 11 בגוף הפרק.

(1) במונחי כוח קנייה.

(2) המסים הישירים כוללים: מס הכנסה, תשלומים לביטוח לאומי (כולל מס מקביל) ואגרות והיטלים.

ה מ ק ו ר : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח נ' - 4

המחירים היחסיים של דירות ובניית דירות לפי יחום, 1960 עד 1994¹

השנה	המחירים לצרכן	השינוי במחירי הדירות יחסית למדד המחירים לצרכן		גמר (אלפי דירות)		התחלות (אלפי דירות)	
		בנייה פרטית	בנייה ציבורית	בנייה פרטית	בנייה ציבורית	בנייה פרטית	בנייה ציבורית
1960				14.0	12.0	15.8	
1961	7.9		13.3	13.8	26.3	16.2	
1962	11.5		23.9	15.2	28.1	18.7	
1963	16.4		24.1	16.4	18.9	20.7	
1964	9.7		19.2	19.8	27.3	22.3	
1965	3.0		19.9	19.5	19.0	20.0	
1966	-9.1		19.1	19.5	8.6	14.7	
1967	-1.5		12.6	16.1	9.2	10.3	
1968	4.3		9.5	13.9	8.4	16.8	
1969	11.0		9.2	17.4	13.5	24.8	
1970	10.7		11.2	21.3	21.5	26.7	
1971	12.4		15.9	24.0	17.9	35.9	
1972	14.5		20.5	28.3	30.5	37.9	
1973	5.1		21.5	30.9	26.3	31.3	
1974	-0.4		23.9	27.8	33.3	25.3	
1975	-7.7		26.5	29.1	27.7	23.9	
1976	-15.6		27.5	28.2	12.3	23.1	
1977	-18.8		19.6	23.3	5.9	20.9	
1978	19.0		14.9	20.6	7.1	23.7	
1979	35.8		9.7	20.8	15.1	23.2	
1980	-15.8		9.5	21.3	12.6	20.1	
1981	17.6		15.0	18.5	13.2	24.3	
1982	0.4		13.3	20.0	8.4	20.1	
1983	3.8		9.7	20.7	7.4	18.9	
1984	0.9		7.6	19.9	6.5	16.8	
1985	-5.1		7.0	17.8	5.2	15.7	
1986	-13.7		4.2	17.5	3.1	15.7	
1987	-3.2		3.6	16.4	3.0	18.7	
1988	2.0		3.2	16.4	3.0	18.9	
1989	12.1		3.5	18.8	3.5	16.4	
1990	14.7		3.3	16.7	19.6	22.8	
1991	9.2		23.1	19.1	61.7	21.8	
1992	-1.7		48.5	21.6	22.7	23.3	
1993	9.6		21.4	21.6	6.8	30.2	
1994	14.1		9.5	24.5	10.5	32.9	

(1) החל מ-1967 סך כל הבנייה כולל גם את הבנייה ביישובים יהודיים ביהודה, שומרון וחבל עזה וכן בצפון סיני עד 1982.
ה מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח נ' - 5

מדדי מחירים נבחרים (א), 1960 עד 1994
(שיעור השינוי הממוצע, אחוזים)

שנה	מדד	המדד ללא פירות וירקות	המדד ללא דיור ופירות וירקות	תוצרת חקלאית	תוצרת תעשייתית	מדד המחירים הסיטוניים בתעשייה
1960	2.3	1.5	1.4	0.7	1.4	-
1961	6.7	5.8	5.3	6.7	6.0	-
1962	9.5	9.1	9.1	5.9	7.0	-
1963	6.6	6.7	3.6	4.4	3.6	-
1964	5.2	5.3	5.0	1.1	1.3	1.0
1965	7.7	7.6	7.1	11.8	4.8	3.9
1966	8.0	8.5	8.6	3.3	6.4	4.8
1967	1.6	1.7	2.3	3.7	1.8	1.2
1968	2.1	2.4	1.9	0.3	1.7	2.3
1969	2.5	1.6	1.6	7.7	1.5	2.0
1970	6.1	6.4	5.3	2.0	4.7	6.7
1971	12.0	12.1	11.9	12.9	11.4	9.2
1972	12.9	13.1	11.4	9.3	10.8	11.6
1973	20.0	19.3	16.5	25.6	17.5	19.1
1974	39.7	40.6	40.1	32.9	42.7	51.5
1975	39.3	38.5	40.4	44.9	41.9	40.8
1976	31.3	31.5	33.5	30.1	30.9	20.2
1977	34.6	33.7	37.1	45.4	36.7	50.9
1978	50.6	50.0	52.0	42.7	53.5	*53.1
1979	78.3	78.5	68.1	77.8	67.9	79.1
1980	131.0	129.2	132.5	160.4	128.7	135.8
1981	116.8	117.2	113.6	105.9	108.6	121.9
1982	120.3	121.3	117.4	105.4	112.8	124.7
1983	145.7	143.7	143.1	170.6	140.3	142.2
1984	373.8	378.8	370.8	321.2	383.0	396.1
1985	304.6	302.9	305.0	345.3	285.0	265.7
1986	48.1	46.0	48.6	78.6	39.7	45.1
1987	19.9	19.8	20.7	18.5	14.1	18.5
1988	16.3	16.2	16.0	17.0	13.3	17.5
1989	20.2	21.3	18.9	6.1	16.0	21.1
1990	17.2	18.2	14.3	1.2	11.1	11.6
1991	19.0	19.4	15.9	15.5	13.6	16.0
1992	11.9	11.7	12.0	19.1	9.6	10.2
1993	10.9	11.5	9.0	1.4	6.5	8.2
1994	12.3	11.9	8.7	16.6	7.2	7.9

(1) מתוך מדד המחירים לצרכן.

* בשנת 1978 חל שינוי משמעותי במדד המחירים הסיטוניים שנבע משינויים במשקל, בתקופת הבסיס וכן מתוספת מוצרים שלא נמדדו עד אז.

לוח נ' 6

מדדי מחירים נבחרים (ב), 1982 עד 1994
(שיעור השינוי הממוצע בכל שנה לעומת קודמתה)

המדר הכללי	מדד הדירור	המדר ללא דירור	מדד תשומות הבנייה	לא סחירים ללא דירור	סחירים	לא-סחירים	מסופקים		הסל	הדולר
							בידי רשויות	מפוקחים ^{3,2}		
120.4	134.6	114.6	117	121.9	108.2	126.6	121	123.2	11.7	14.6
145.6	145.4	148.2	134.7	152.3	144.4	149.7	149.3	146.7	10.7	13.6
373.8	403.7	365.2	388.4	351.6	378.4	370.9	367.2	370.2	9.9	12.6
304.6	296.6	307.1	246	323.6	291.9	312.9	369.6	363.5	9.2	11.9
48.1	32.3	52.8	46.7	64.2	42.3	52	63.6	47.3	8.8	26.2
19.9	17.7	20.4	25.6	27.2	13.1	24	22.1	13.4	12.3	7.2
16.3	17	16.1	20	20.7	11.6	19.7	15.3	14.9	2.4	0.3
20.2	32.3	17.9	18.6	22.1	13.3	24.9	22.3	30.8	16.1	19.9
17.2	34.2	13.4	16.4	14.9	11.6	20.6	21.9	15.7	10.6	5.2
19	31.6	15.7	16.5	17.6	13.3	22.2	22.9	18	12.3	13.0
11.9	11.2	12.2	10.9	13.3	10.9	12.6	16.3	9.6	10.2	7.9
10.9	19.3	8.5	8.3	9.4	7.3	12.8	11.2	9.4	12.1	15.1
12.3	23.6	9.4	9.1	10.9	7.8	15.2	10.4	8.6	7.8	6.4

(1) שירותי בריאות וחינוך, מים וחשמל, תעריפי תקשורת, נסיעות ברכבת וטיסות בארץ, ארנונה ובשר בקר.

(2) מוצרים שמסופקים בידי יצרנים או יבואנים בענפים לא תחרותיים, כגון קמח ומרגרינה, ספרים וציוד ללימודים, צורכי רפואה, נסיעה במונית, דלקים ושמינים לרכב, מקררים ושירותי ביטוח.

(3) המדדים חושבו על פי הגדרות ישנות עד סוף 1990 ועל פי הגדרות חדשות מ-1991.

לוח נ' - 7

מדד המחירים לצרכן: עשר קבוצות התצרוכת העיקריות, 1962 עד 1994
(שיעור השינוי הממוצע בכל שנה לעומת קודמתה)*

שנות	תחבורה ותקשורת	בריאות	חינוך ותרבות	הלבשה והנעלה	ריהוט וציוד	החזקת דירה	דיור	מזון ללא ירקות ופירות	ירקות ופירות	המדר הכללי	
1962	4.7	12.6	16.2	12.1	6.7	8.9	9.6	18.6	4.9	6.7	9.4
1963	2.3	6.7	6.4	6.9	1.5	3.2	6.1	19.5	5.2	4.5	6.6
1964	0.9	2.9	4.4	5.5	1.6	1.3	4.2	23.4	0.9	3.0	5.2
1965	4.6	10.6	7.1	6.7	5.1	3.0	8.6	10.2	8.6	8.5	7.7
1966	17.7	11.0	12.7	9.3	8.2	3.4	13.9	7.6	5.7	2.7	7.9
1967	1.5	2.3	4.6	2.2	2.3	-0.7	3.5	-2.0	3.1	1.8	1.7
1968	3.2	0.3	3.5	1.7	1.8	-1.8	2.7	4.7	3.1	-1.3	2.1
1969	2.1	2.3	0.9	3.4	1.9	2.1	1.6	2.5	0.3	11.6	2.5
1970	7.4	8.3	6.1	6.1	2.2	7.0	6.1	12.5	4.2	0.7	6.1
1971	11.6	14.3	9.3	10.6	9.3	9.9	11.0	12.9	14.2	11.6	12.0
1972	11.0	13.0	11.3	10.9	14.3	13.0	15.3	21.0	8.2	10.5	12.9
1973	16.4	15.0	15.4	12.6	17.0	20.9	16.1	32.1	17.5	30.3	20.1
1974	29.2	35.9	32.6	30.4	28.4	41.9	51.3	43.3	50.3	28.6	39.7
1975	40.0	44.7	33.7	38.8	25.8	37.9	46.0	30.9	45.3	48.9	39.3
1976	38.2	33.2	35.8	40.7	37.4	34.2	34.5	23.3	27.3	28.7	31.3
1977	34.2	36.8	40.3	39.2	29.6	36.6	36.0	21.8	39.9	48.0	34.6
1978	42.0	60.5	69.5	48.1	50.3	55.5	51.4	46.9	46.8	44.7	50.5
1979	67.1	64.1	71.6	58.8	64.1	58.1	73.0	121.7	79.2	75.5	78.3
1980	134.3	119.3	136.6	112.0	95.2	108.5	150.0	118.5	165.1	157.8	131.0
1981	98.8	106.3	128.3	121.4	150.7	118.2	125.4	130.6	94.6	111.1	116.8
1982	108.6	116.5	126.8	122.0	114.3	104.2	122.5	134.6	119.2	107.4	120.4
1983	175.0	130.3	153.6	151.7	121.4	141.4	139.2	145.4	150.6	174.7	145.6
1984	373.8	373.0	371.4	368.8	342.8	359.8	351.3	403.7	395.4	308.2	373.8
1985	257.8	364.9	282.4	284.1	292.9	240.9	325.2	296.6	311.7	331.2	304.6
1986	49.8	47.4	70.5	54.3	52.1	42.5	55.5	32.3	46.5	80.2	48.1
1987	23.3	15.6	33.1	28.4	12.8	20.6	26.5	17.7	14.3	20.9	19.9
1988	16.1	10.8	21.4	18.7	11.0	11.6	20.4	17.0	18.5	17.7	16.3
1989	15.1	16.6	24.2	18.4	4.1	11.8	24.2	32.3	26.4	5.2	20.2
1990	16.0	20.3	18.1	13.3	3.1	11.2	18.4	34.2	11.0	0.9	17.2
1991	16.6	18.9	18.8	15.8	8.2	15.0	17.3	31.6	14.2	12.2	19.0
1992	9.7	12.1	19.6	12.6	9.2	8.8	10.4	11.2	11.8	16.9	11.9
1993	11.0	10.3	12.9	13.0	6.3	6.8	5.9	19.3	6.4	0.6	10.9
1994	7.2	9.8	12.0	10.8	4.5	4.5	8.0	23.6	8.5	21.4	12.3

* ממוצע 12 חודשים לעומת ממוצע 12 חודשים של השנה הקודמת.

לוח נ' - 8

אינדקסורים לשוק העבודה, 1960 עד 1994

שיעורי השינוי							
השנה	באוכלוסיה הממוצעת	בגיל העבודה	אוכלוסיה			במועסקים	
			סה"כ	סקטור עסקי	סקטור ציבורי	נשים	גברים
סד הכול	סד הכול	סד הכול	סד הכול	סד הכול	סד הכול	סד הכול	סד הכול
1960	2.7	2.8	3.9			4.9	4.5
1961	3.4	4.1	6.4	5.3	10.2	4.2	3.4
1962	4.5	4.5	5.6	7.5	-0.9	4.8	3.3
1963	4.0	5.2	2.7	2.4	6.1	4.9	3.2
1964	4.1	4.0	5.6	4.9	5.5	4.0	3.1
1965	3.4	4.3	3.0	1.6	7.6	4.4	3.4
1966	2.6	3.3	-0.6	-0.2	0.3	7.6	7.3
1967	3.3	2.5	-4.9	-6.5	-1.7	11.2	10.0
1968	3.4	4.9	9.6	10.1	8.3	7.7	5.4
1969	2.8	2.6	3.8	3.3	5.6	6.2	3.8
1970	3.1	2.7	1.8	2.2	0.6	4.8	3.4
1971	3.2	3.2	3.5	3.1	4.8	4.2	3.1
1972	3.4	3.4	5.0	5.1	4.7	3.6	2.3
1973	3.3	3.6	4.5	3.5	5.3	3.2	2.4
1974	3.0	3.0	0.2	-1.6	5.9	4.3	2.4
1975	2.3	3.0	1.4	0.0	5.5	4.4	2.4
1976	2.3	3.2	1.3	0.8	2.8	4.7	3.1
1977	2.3	2.1	2.9	2.4	4.1	5.2	2.7
1978	2.2	1.9	4.6	3.1	8.5	4.8	2.9
1979	2.5	2.6	2.3	1.9	3.4	3.8	2.4
1980	2.4	2.5	1.1	0.8	1.7	6.0	4.1
1981	1.8	1.8	2.0	1.4	3.7	6.4	4.3
1982	1.9	1.8	1.4	1.4	1.6	6.0	4.4
1983	1.9	2.0	3.2	4.0	1.3	5.3	4.0
1984	1.4	2.2	1.5	1.5	1.5	7.0	5.2
1985	1.8	2.2	0.7	0.3	1.7	7.3	6.4
1986	1.5	1.9	1.4	1.7	0.7	7.9	6.5
1987	1.6	1.9	2.6	3.9	-0.4	7.3	5.2
1988	1.7	2.0	3.5	3.2	4.2	7.6	5.7
1989	1.7	2.0	0.5	-0.0	1.9	10.3	7.9
1990	3.3	3.9	2.1	2.0	2.3	11.3	8.4
1991	6.1	7.1	6.1	5.9	6.6	13.4	8.6
1992	3.6	4.3	4.2	4.7	3.2	13.9	9.2
1993	2.6	3.0	6.1	7.2	3.5	12.1	8.5
1994	2.5	2.9	6.9	7.7	4.8	10.0	6.2

(1) מדגם חדש בו האוכלוסיה בגיל העבודה היא מעל בני 15 (במקום בני 14 ויותר עד כה).
ה מקור : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח נ' - 9

שיעורי השינוי בשכר הריאלי למשרת שכיר, 1962 עד 1994

השנה	סך הכול	הסקטור הציבורי	הסקטור העסקי
1962	5.5	9.2	3.7
1963	4.7	1.7	6.2
1964	6.9	4.2	7.9
1965	9.1	9.9	8.6
1966	10.2	11.9	9.1
1967	-1.2	-2.2	-1.0
1968	1.1	-1.1	2.3
1969	2.2	-0.0	3.4
1970	2.3	1.7	2.6
1971	3.1	5.0	2.5
1972	0.7	-2.0	2.0
1973	6.1	8.2	4.8
1974	-2.4	-4.0	-1.6
1975	-2.1	-6.2	1.5
1976	1.4	-4.3	4.6
1977	10.6	16.8	6.9
1978	1.5	-0.8	2.8
1979	9.5	15.6	5.9
1980	-3.2	-8.7	-0.6
1981	10.4	10.5	10.3
1982	-0.3	-4.7	1.8
1983	6.1	9.4	4.4
1984	-0.4	1.6	-1.1
1985	-9.0	-14.2	-6.5
1986	7.8	4.1	9.1
1987	7.9	7.1	7.9
1988	6.0	9.8	4.7
1989	-1.3	0.3	-1.7
1990	-1.0	0.2	-1.6
1991	-3.0	1.6	-5.0
1992	1.3	-0.4	1.7
1993	0.5	1.1	0.3
1994	2.6	9.9	-0.5

ה מקור : נתוני הביטוח הלאומי.

לוח נ' - 10

הרכיבים העיקריים של ההוצאות וההכנסות, 1960 עד 1994
(אחוזים מתוך הת"ג, לפי SNA ישן)

1971	1970	1969	1968	1967	1966	1965	1964	1963	1962	1961	1960	
59.3	59.6	43.8	43.6	41.4	37.0	33.5	31.9	30.7	31.4	31.2	33.3	1. סך ההוצאות הציבוריות
49.2	46.3	40.8	41.0	39.0	34.7	31.3	29.4	28.0	28.4	29.0	29.7	א. הוצאות ציבוריות מקומיות
29.0	28.3	27.6	27.6	26.5	23.8	22.0	20.8	20.3	20.8	20.3	20.5	ביקושים מקומיים
9.7	9.6	9.2	10.4	11.4	11.8	10.2	9.5	9.2	9.8	9.9	10.2	צריכה אזורית מקומית
14.5	13.9	12.6	11.9	10.3	6.9	5.9	5.7	6.3	6.2	6.1	6.1	צריכה ביטחונית מקומית (נטו)
4.8	4.8	5.7	5.2	4.7	5.1	5.9	5.6	4.7	4.7	4.3	4.2	השקעות הסקטור הציבורי
20.2	18.0	13.2	13.5	12.6	10.9	9.3	8.6	7.7	7.7	8.8	9.2	הוצאות מקומיות אחרות
9.7	9.3	8.8	8.7	8.3	7.0	6.0	5.3	5.1	5.2	4.7	4.7	תשלומי העברה
3.3	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	תשלומי ריבית נומינלית לציבור
5.6	4.1	3.6	3.9	3.5	2.9	2.5	2.7	2.5	2.8	4.3	4.6	תמיכות ישירות
1.6	1.4	0.9	0.9	0.7	1.0	0.8	0.6	0.1	-0.3	-0.3	-0.1	הטבות אשראי
10.1	13.3	3.0	2.6	2.4	2.3	2.3	2.5	2.7	2.9	2.2	3.6	ב. הוצאות בחו"ל
8.9	11.6	1.6	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3	0.8	0.8	יבוא ביטחוני ישיר
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6	מיקרמות ע"ח יבוא ביטחוני
1.2	1.7	1.5	1.5	1.4	1.2	1.2	1.4	1.5	1.6	1.4	1.2	תשלומי ריבית נומינלית
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	לנמ"א ואחרות
50.4	46.9	37.4	35.7	35.4	36.4	34.8	35.6	34.3	34.0	33.7	32.7	2. סך כל ההכנסות הציבוריות
47.4	43.4	36.7	34.6	34.5	35.7	34.1	35.0	33.6	33.2	33.3	32.3	א. הכנסות מקומיות
41.1	36.8	31.0	29.3	28.8	30.2	29.2	29.9	28.8	28.7	28.5	27.4	מיסים
2.0	2.3	1.7	1.4	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4	1.1	1.6	1.6	הכנסות מרכוש
2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.1	2.3	2.2	2.1	2.1	2.2	תשלומי העברה מהציבור
0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	זקיפת פנסיה
1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.6	0.6	כלאי
3.0	3.5	0.7	1.1	0.9	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8	0.4	0.5	ב. הכנסות מחוץ לארץ
0.5	0.3	0.7	1.1	0.9	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8	0.4	0.5	הכנסות מריבית
-0.1	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	העברות בין-ממשלתיות
2.6	3.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	העברות למוס' הלאומיים ולמלכ"ר
												הגירעון הכולל של הסקטור
-8.9	-12.7	-6.4	-7.9	-6.0	-0.6	1.3	3.7	3.5	2.6	2.5	-0.5	3. הציבורי (-)
-1.8	-2.9	-4.1	-6.4	-4.5	1.0	2.8	5.6	5.6	4.8	4.3	2.5	הגירעון המקומי (-)
-7.1	-9.8	-2.3	-1.5	-1.6	-1.6	-1.6	-1.9	-2.1	-2.1	-1.8	-3.1	הגירעון בחו"ל (-)
												תל"ג - מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים
2.315	1.851	1.586	1.375	1.172	1.125	1.025	0.856	0.739	0.613	0.517	0.43	

לוח נ' - 10 (המשך)

הרכיבים העיקריים של ההוצאות וההכנסות, 1960 עד 1994
(אחוזים מתוך התל"ג)

	SNA חדש			SNA ישן									
	1982	1981	1980	1980	1979	1978	1977	1976	1975	1974	1973	1972	
1. סך ההוצאות הציבוריות א. הוצאות ציבוריות מקומיות	74.7	78.0	77.3	79.2	77.7	78.6	76.9	80.7	82.0	77.1	75.0	59.8	
ביקושים מקומיים	64.0	66.7	64.7	64.7	66.6	62.5	65.2	64.4	63.7	62.7	56.2	50.1	
צריכה אזרחית מקומית	35.0	34.4	34.6	27.5	30.7	28.6	29.1	29.7	31.6	33.4	30.5	28.7	
צריכה ביטחונית מקומית (נטו)	17.5	17.8	18.1	10.8	12.3	11.1	11.2	10.2	9.6	9.9	10.0	9.5	
השקעות הסקטור הציבורי	15.0	14.1	14.0	14.1	14.0	13.4	14.1	15.2	16.8	17.9	15.1	12.3	
הוצאות מקומיות אחרות	2.6	2.5	2.6	2.6	4.4	4.2	3.8	4.4	5.2	5.7	5.4	6.9	
תשלומי העברה	28.9	32.3	30.1	37.2	35.9	33.8	36.1	34.7	32.1	29.3	25.7	21.4	
תשלומי ריבית נומינלית לציבור	11.5	11.2	12.3	19.2	16.5	16.8	17.0	16.9	15.2	13.9	11.8	10.1	
תמיכות ישירות	7.8	8.0	7.8	8.0	7.5	6.5	5.2	4.8	4.4	4.3	4.0	3.9	
הטבות אשראי	5.8	7.7	3.0	2.9	4.0	3.8	7.6	7.1	6.9	6.5	6.4	4.9	
ב. הוצאות בחו"ל	3.8	5.4	7.0	7.2	8.0	6.8	6.3	5.9	5.6	4.5	3.5	2.5	
יבוא ביטחוני ישיר	10.8	11.3	12.6	14.5	11.1	16.2	11.7	16.3	18.4	14.4	18.8	9.8	
מיקדמות ע"ח יבוא ביטחוני	5.6	9.4	8.2	9.9	7.8	13.0	9.2	14.4	16.8	12.8	17.5	8.4	
תשלומי ריבית נומינלית לנמ"א ואחרות	0.3	-2.3	0.9	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
סך כל ההכנסות	4.0	3.7	3.2	3.3	3.3	3.2	2.6	1.9	1.6	1.6	1.2	1.3	
2. הציבוריות	0.8	0.6	0.3	0.4	-0.1	-0.1	-0.0	-0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	
א. הכנסות מקומיות מיסים	62.3	60.6	64.1	63.6	66.5	61.8	62.8	69.7	58.1	58.0	61.6	48.8	
הכנסות מרכוש	53.4	49.8	52.0	51.6	54.9	51.1	53.2	56.7	48.7	48.6	44.9	45.0	
תשלומי העברה מהציבור	43.5	41.1	42.8	44.2	47.0	44.2	46.4	49.2	42.3	42.8	39.5	38.7	
זקיפת פנסיה בלאי	4.8	4.5	5.1	3.4	3.0	2.0	2.1	2.5	1.8	1.6	1.3	2.3	
ב. הכנסות מחוץ לארץ	2.3	1.4	1.2	1.5	2.0	2.0	2.2	2.6	2.3	2.1	2.2	2.3	
הכנסות מריבית העברות בין-ממשלתיות	1.0	1.0	1.1	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.5	
העברות למוס' הלאומיים ולמלכ"ר	1.8	1.8	1.8	1.8	2.1	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4	1.2	
הגירעון הכולל של הסקטור הציבורי (-)	8.8	10.8	12.2	12.0	11.7	10.7	9.6	13.0	9.5	9.3	16.6	3.8	
הגירעון המקומי (-)	2.0	1.9	1.5	1.5	1.8	1.0	0.6	0.8	0.9	1.1	1.0	0.1	
הגירעון בחו"ל (-)	5.0	6.4	8.3	8.6	8.1	7.4	6.6	8.9	5.3	5.7	8.8	0.8	
תל"ג - מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים	1.8	2.6	2.3	1.9	1.8	2.3	2.4	3.3	3.3	2.6	6.8	2.9	
3. הגירעון הכולל של הסקטור הציבורי (-)	-12.4	-17.4	-13.2	-15.7	-11.2	-16.9	-14.1	-11.0	-23.9	-19.1	-13.4	-11.0	
הגירעון המקומי (-)	-10.5	-16.9	-12.7	-13.2	-11.8	-11.4	-11.9	-7.7	-15.0	-14.1	-11.3	-5.1	
הגירעון בחו"ל (-)	-1.9	-0.5	-0.5	-2.5	0.6	-5.5	-2.1	-3.3	-8.9	-5.0	-2.1	-5.9	
סך כל ההכנסות	579.255	257.7561	107.3459	104.37	43.948	23.531	14.67	9.969	7.693	5.33	3.757	2.982	

לוח נ' - 10 (המשך)

הרכיבים העיקריים של ההוצאות וההכנסות, 1960 עד 1994
(אחוזים מתוך התל"ג לפי SNA חדש)

1994	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985	1984	1983	
54.0	56.6	57.2	58.6	58.7	59.5	60.1	61.6	64.0	70.4	74.8	69.9	1. סך ההוצאות הציבוריות
49.4	51.0	52.4	52.2	52.4	52.9	52.5	52.1	52.6	55.9	62.2	60.9	א. הוצאות ציבוריות מקומיות
29.3	29.1	29.1	29.1	29.6	29.5	29.3	29.2	28.9	30.8	34.3	34.0	ביקושים מקומיים
17.3	16.8	16.7	16.7	17.0	16.6	16.2	15.6	15.8	16.2	17.9	17.4	צריכה אזורית מקומית
												צריכה ביטחונית
7.7	8.0	8.7	9.0	9.9	10.2	10.4	11.0	11.0	12.7	14.3	14.2	מקומית (נטו)
												השקעות הסקטור
4.2	4.3	3.7	3.4	2.8	2.6	2.7	2.5	2.1	1.9	2.1	2.5	הציבורי
												הוצאות מקומיות
20.1	21.8	23.3	23.1	22.8	23.4	23.1	22.9	23.8	25.1	28.0	26.9	אחרות
12.7	13.6	14.3	13.9	12.7	13.0	12.3	11.3	11.3	10.4	10.3	10.9	תשלומי העברה
												תשלומי ריבית
5.1	5.7	5.9	6.3	6.8	6.8	6.5	7.1	7.9	7.8	8.2	6.9	נומינלית לציבור
2.2	2.3	2.8	2.4	2.7	3.0	3.4	3.1	3.1	4.8	6.3	5.7	תמיכות ישירות
0.2	0.3	0.3	0.4	0.6	0.7	1.0	1.4	1.5	2.0	3.2	3.3	הטבות אשראי
4.6	5.6	4.8	6.4	6.3	6.6	7.6	9.5	11.4	14.5	12.6	9.0	ב. הוצאות בחו"ל
2.0	3.3	2.3	3.3	2.9	2.7	4.8	7.1	4.0	7.3	6.3	3.9	יבוא ביטחוני ישיר
												מיקדמות ע"ח יבוא
0.0	-0.4	-0.1	0.4	0.3	0.4	-1.1	-2.1	2.3	0.6	0.3	0.5	ביטחוני
												תשלומי ריבית
2.2	2.2	2.2	2.3	2.7	3.1	3.5	4.0	4.6	5.9	5.3	4.0	נומינלית
0.4	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7	לנמ"א ואחרות
												סך כל ההכנסות
53.1	53.8	54.3	54.3	54.5	53.9	57.7	61.6	68.0	71.9	60.5	63.5	2. הציבוריות
47.5	46.6	46.2	44.8	45.3	45.1	48.8	50.8	52.0	49.7	43.1	52.1	א. הכנסות מקומיות
40.6	39.7	39.7	38.4	38.9	39.1	43.0	45.3	46.7	44.4	37.1	43.7	מיסים
1.4	1.3	1.5	1.4	1.5	1.2	1.3	1.0	1.1	1.4	1.9	3.2	הכנסות מרכוש
3.3	3.3	2.7	2.7	2.4	2.2	1.9	1.9	1.6	1.3	1.3	2.5	תשלומי העברה מהציבור
0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	זקיפת פנסיה
1.3	1.4	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7	כלאי
5.6	7.2	8.1	9.4	9.2	8.8	8.8	10.9	16.0	22.3	17.4	11.4	ב. הכנסות מחוץ לארץ
0.3	0.6	1.0	1.3	1.2	1.1	0.8	0.8	1.0	1.2	1.4	1.7	הכנסות מריבית
4.1	5.3	5.8	6.7	6.4	6.4	6.8	8.6	13.2	18.9	13.9	7.9	העברות בין-ממשלתיות
												העברות למס' הלאומיים
1.1	1.3	1.3	1.4	1.6	1.3	1.2	1.4	1.8	2.2	2.0	1.8	ולמלכ"ר
												3. הגירעון הכולל של
-1.0	-2.8	-2.9	-4.3	-4.2	-5.6	-2.5	0.0	4.0	1.5	-14.3	-6.5	הסקטור הציבורי (-)
-1.9	-4.4	-6.2	-7.3	-7.1	-7.8	-3.6	-1.3	-0.7	-6.2	-19.1	-8.8	הגירעון המקומי (-)
0.9	1.6	3.2	3.0	2.8	2.2	1.2	1.3	4.6	7.8	4.8	2.4	הגירעון בחו"ל (-)
												תל"ג - מיליוני ש"ח.
218,537	181,723	156,822	132,084	102,271	83,382	68,570	55,003	42,912	27,217	7,285	1,492	מחירים שוטפים

לוח נ' - 11

מסים, תמיכות ותשלומי העברה, 1960 עד 1994
(אחזוי תוצר, לפי SNA ישן)

	1971	1970	1969	1968	1967	1966	1965	1964	1963	1962	1961	1960	
1. מסים נטו	23.9	25.0	21.9	20.3	21.3	21.4	22.7	24.2	23.3	22.8	21.7	20.2	
א. סך המסים	41.1	36.8	31.0	29.2	28.8	30.2	29.2	29.9	28.8	28.7	28.4	27.4	
ב. תשלומי העברה נטו ¹	7.2	6.7	6.4	6.3	5.9	4.6	3.9	3.0	3.0	3.1	2.5	2.6	
ג. תמיכות ישירות והטבות אשראי	7.2	5.6	4.5	4.7	4.2	3.9	3.3	3.3	2.6	2.4	3.9	4.7	
2. מסים ישירים נטו	14.7	13.0	7.8	7.5	8.3	10.0	9.7	9.9	9.2	8.0	7.0	7.2	
א. מסים ישירים	21.9	19.7	14.2	13.8	14.2	14.5	13.6	13.0	12.2	10.9	9.7	9.8	
ב. תשלומי העברה לציבור נטו ¹	7.2	6.7	6.4	6.3	5.9	4.6	3.9	3.0	3.0	3.1	2.5	2.6	
3. מסים נטו על הייצור המקומי	8.8	8.9	8.7	8.4	9.0	9.3	8.7	9.7	9.7	10.1	10.8	9.5	
א. מסים עקיפים על הייצור המקומי	10.5	10.5	10.5	10.4	10.8	11.2	10.4	11.4	11.5	11.7	12.2	11.4	
ב. תמיכות ישירות והטבות אשראי	1.7	1.7	1.8	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.6	1.4	2.1	
4. מסים נטו על סחר חוץ	4.8	4.0	4.5	3.1	2.0	3.5	4.4	4.6	4.3	4.7	3.7	3.7	
א. מסים נטו על הייבוא	8.2	6.3	6.3	4.9	3.5	4.3	4.8	5.0	4.7	5.5	6.6	6.0	
ב. תמיכות ישירות ואשראי לייצוא	3.3	2.3	1.7	1.7	1.5	0.9	0.4	0.4	0.4	0.7	2.9	2.6	

(1) כולל מילוות חובה, הפחתת זקיפת פנסיה אורחית וביטחונית.

ה מ ק ו ר : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבורי בנק ישראל.

לוח נ' - 11 (המשך)

מסים, תמיכות ותשלומי העברה, 1960 עד 1994
(אחוזי תוצר)

SNA חרש			SNA ישן									
1982	1981	1980	1980	1979	1978	1977	1976	1975	1974	1973	1972	
25.6	19.3	22.8	17.4	20.7	19.1	16.4	20.2	17.7	8.9	14.0	19.7	1. מסים נטו
43.5	41.1	42.8	42.8	47.0	44.2	46.4	49.2	42.3	42.8	39.4	38.7	א. סך המסים
8.2	8.8	10.1	15.6	14.5	14.7	14.8	14.3	12.8	11.9	9.6	7.8	ב. תשלומי העברה נטו
9.7	13.1	9.9	9.7	10.6	9.5	13.9	13.0	12.5	11.0	10.0	7.4	ג. תמיכות ישירות והטבות אשראי
16.5	15.4	14.8	8.8	10.7	8.8	9.0	11.2	9.1	9.6	11.1	12.2	2. מסים ישירים נטו
24.8	24.1	24.8	24.5	25.1	23.5	23.8	25.5	21.9	21.5	20.7	20.0	א. מסים ישירים
8.2	8.8	10.1	15.6	14.5	14.7	14.8	14.3	12.8	11.9	9.6	7.8	ב. תשלומי העברה לציבור נטו
3.7	1.1	5.7	6.3	5.8	6.4	5.8	5.3	5.5	7.8	7.2	8.4	3. מסים נטו על הייצור המקומי
10.5	10.5	12.2	12.5	13.4	13.1	13.1	13.6	11.3	9.8	9.5	10.0	א. מסים עקיפים על הייצור המקומי
6.8	9.4	6.5	6.3	7.6	6.7	7.4	8.2	5.8	2.1	2.3	1.7	ב. תמיכות ישירות והטבות אשראי
5.6	3.2	3.4	3.4	6.1	5.9	3.7	5.5	4.2	7.1	5.1	5.5	4. מסים נטו על סחר חוץ
8.2	5.7	5.7	5.7	8.1	7.2	9.0	9.8	7.9	10.7	7.9	8.2	א. מסים נטו על הייבוא
2.6	2.5	2.3	2.3	2.0	1.3	5.3	4.4	3.7	3.7	2.8	2.8	ב. תמיכות ישירות ואשראי לייצוא
45.1	41.6	43.2										סך המסים כולל מיסי רכוש

(1) כולל מילואות חובה, הפחתת זקיפת פנסיה אורחית וביטחונית.
ה מ ק ו ר : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח נ' 11 - (המשך)

מסים, תמיכות ותשלומי העברה, 1960 עד 1994
(אחוזי תוצר, לפי SNA חדש)

1994	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985	1984	1983	
29.8	27.7	25.8	25.1	26.2	25.5	29.1	32.2	33.3	29.3	19.7	27.3	1. מסים נטו
40.6	39.7	39.7	38.4	38.9	39.1	43.0	45.3	46.7	44.4	37.1	43.7	א. סך המסים
8.5	9.5	10.8	10.4	9.4	9.9	9.5	8.6	8.9	8.3	7.9	7.4	ב. תשלומי העברה נטו
												ג. תמיכות ישירות
2.3	2.6	3.1	2.9	3.2	3.7	4.4	4.5	4.6	6.9	9.5	9.0	והטבות אשראי
12.0	9.6	7.2	7.2	9.6	10.0	12.3	13.8	14.9	15.2	11.2	16.3	2. מסים ישירים נטו
20.5	19.1	18.0	17.6	19.0	19.9	21.8	22.4	23.9	23.5	19.1	23.7	א. מסים ישירים
												ב. תשלומי העברה
8.5	9.5	10.8	10.4	9.4	9.9	9.5	8.6	8.9	8.3	7.9	7.4	לציבור נטו
												3. מסים נטו על
12.4	12.4	12.9	12.6	12.0	11.2	10.6	11.1	11.2	8.3	4.2	5.3	הייצור המקומי
												א. מסים עקיפים על
14.6	14.7	15.5	14.9	14.3	13.7	13.8	14.4	14.7	13.5	10.7	11.2	הייצור המקומי
												ב. תמיכות ישירות
2.1	2.3	2.6	2.3	2.3	2.4	3.2	3.3	3.5	5.3	6.5	5.9	והטבות אשראי
5.3	5.7	5.8	5.3	4.7	4.3	6.3	7.3	7.1	5.8	4.5	5.8	4. מסים נטו על סחר חוץ
5.5	5.9	6.3	5.9	5.6	5.5	7.6	8.7	8.5	7.7	7.6	8.6	א. מסים נטו על הייבוא
												ב. תמיכות ישירות
0.2	0.3	0.5	0.6	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.9	3.1	2.7	ואשראי לייצוא
41.7	40.7	40.4	39.0	39.7	39.7	43.7	46.1	47.4	44.9	37.6	45.3	סך המסים כולל מיסי רכוש

(1) כולל מילווה חובה, הפחתת זקיפת פנסיה אורחית וביטחונות.
ה מ ק ו ר : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח נ' - 12

היצוא התעשייתי ויבוא הסחורות, 1975 עד 1994

1984	1983	1982	1981	1980	1979	1978	1977	1976	1975	
(מיליוני דולרים)										
7,197	7,604	7,347	7,289	6,733	6,482	4,508	3,746	3,442	3,685	סך יבוא הסחורות נטו
3,681	3,542	3,517	3,656	3,296	3,396	2,664	2,142	1,918	2,170	תשומות ייצור (למעט דלק ויהלומים)
1,593	1,607	1,914	2,043	2,116	1,406	777	737	685	638	יבוא דלק
693	1,006	878	798	574	661	413	338	313	330	סחורות לצריכה פרטית
267	475	374	317	196	242	150	105	107	106	מזה: צריכת בני קיימא
1,688	1,910	1,391	1,114	1,041	1,283	839	665	660	697	נכסי השקעה
1,151	1,202	920	748	715	789	558	425	455	501	מזה: מכונות וציוד
4,034	3,391	3,541	3,667	3,367	2,554	1,969	1,584	1,262	1,013	יצוא תעשייתי ואחר
										למעט אוניות ומטוסים
1,760	1,395	1,559	1,539	1,251	961	789	610	453	292	מתכת, מכונות ואלקטרוניקה
892	762	754	844	851	632	446	358	296	247	כימיקלים, גומי ופלסטיקה
1,382	1,234	1,228	1,284	1,265	962	734	617	514	475	יצוא אחר
שיעור השינוי בכמות (אחוזים)										
(5.1)	8.8	10.2	11.3	(15.5)	16.7	10.0	1.4	(3.6)	(8.5)	סך יבוא הסחורות נטו
2.6	5.9	4.5	16.3	(16.2)	9.2	15.0	5.4	(7.9)	(5.5)	תשומות ייצור (למעט דלק ויהלומים)
(1.4)	(8.5)	7.6	(6.1)	4.1	12.0	5.7	(0.4)	3.0	11.5	יבוא דלק
(27.9)	20.5	24.8	51.4	(26.7)	35.7	7.6	1.8	15.1	(19.6)	סחורות לצריכה פרטית
(40.8)	32.4	24.2	80.0	(22.2)	44.3	19.2	(10.5)	6.0	(37.4)	מזה: צריכת בני קיימא
(9.9)	38.6	24.0	8.2	(24.4)	37.8	6.3	(9.2)	(5.1)	(17.5)	נכסי השקעה
(2.6)	30.4	19.9	5.5	(16.0)	27.1	10.8	(15.8)	(8.9)	13.8	מזה: מכונות וציוד
19.6	(0.6)	1.0	11.8	15.6	9.2	9.2	17.9	24.3	0.1	יצוא תעשייתי ואחר
										למעט אוניות ומטוסים
26.2	(7.8)	0.6	23.8	15.3	10.1	11.8	22.6	45.1	(0.1)	מתכת מכונות ואלקטרוניקה
16.6	8.4	(2.5)	3.2	18.0	5.8	14.9	18.3	21.3	9.0	כימיקלים, גומי ופלסטיקה
13.6	2.7	3.4	5.8	13.1	8.4	1.9	8.6	12.7	(27.3)	יצוא אחר

• ללא יהלומים. שיעורי השינוי בסוגריים מציגים ירידה.

לוח נ' - 12 (המשך)

היצוא התעשייתי ויבוא הסחורות, 1975 עד 1994

1994	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985	
(מיליוני דולרים)										
19,571	16,903	15,653	14,139	12,212	10,158	9,872	9,566	7,697	6,860	סך יבוא הסחורות נטו
10,433	9,107	8,506	7,842	6,942	6,058	5,675	5,386	4,507	3,630	תשומות ייצור (למעט דלק ויהלומים)
1,658	1,742	1,713	1,474	1,536	1,247	1,062	1,148	924	1,510	יבוא דלק
3,047	2,533	2,321	1,876	1,585	1,312	1,468	1,411	1,086	655	סחורות לצריכה פרטית
1,498	1,283	1,250	958	769	580	764	652	472	241	מזה: צריכת בני קיימא
4,510	3,577	3,180	2,996	2,194	1,585	1,929	2,306	1,723	1,518	נכסי השקעה
2,962	2,522	2,240	2,108	1,625	1,228	1,357	1,420	1,195	1,132	מזה: מכונות וציוד
11,394	10,218	8,904	7,922	7,894	7,068	6,336	5,534	4,709	4,350	יצוא תעשייתי ואחר
										למעט אוניות ומטוסים
5,721	5,042	4,064	3,504	3,492	3,229	2,834	2,413	2,204	1,928	מתכת מכונות ואלקטרוניקה
2,663	2,372	1,996	2,996	1,818	1,580	1,390	1,260	975	981	כימיקלים, גומי ופלסטיקה
3,010	2,804	2,845	2,108	2,584	2,259	2,112	1,861	1,530	1,440	יצוא אחר
שיעור השינוי בכמות (אחוזים)										
14.0	13.1	12.3	23.2	14.0	(0.1)	(1.4)	11.9	15.6	(1.9)	סך יבוא הסחורות נטו
11.7	13.0	12.1	18.3	12.4	4.1	(7.4)	12.2	18.9	3.0	תשומות ייצור (למעט דלק ויהלומים)
(2.5)	14.6	22.1	25.2	0.5	(3.9)	16.1	1.8	13.3	1.1	יבוא דלק
19.6	10.2	20.5	22.3	13.4	(9.7)	12.9	13.5	39.5	(4.7)	סחורות לצריכה פרטית
14.6	0.1	25.9	31.7	27.3	(20.8)	15.5	16.0	53.4	(13.2)	מזה: צריכת בני קיימא
23.7	14.3	3.5	36.8	28.4	(15.2)	(7.5)	15.9	(3.1)	(13.9)	נכסי השקעה
17.2	17.1	3.8	28.0	22.1	(7.6)	(8.4)	4.6	(7.5)	(5.0)	מזה: מכונות וציוד
12.2	18.8	11.1	0.8	6.2	9.5	3.9	9.3	5.7	7.7	יצוא תעשייתי ואחר
										למעט אוניות ומטוסים
12.7	26.0	13.8	0.9	5.2	12.5	10.4	3.2	8.5	8.9	מתכת מכונות ואלקטרוניקה
17.1	26.1	10.7	3.3	7.3	9.0	3.5	21.2	3.4	10.4	כימיקלים, גומי ופלסטיקה
8.4	2.7	8.5	(0.5)	3.3	5.1	(4.9)	10.1	2.7	2.1	יצוא אחר

* ללא יהלומים. שיעורי השינוי בסוגריים מציינים ירידה.

לוח נ' - 13

היצוא, היבוא ועודף היבוא, 1975 עד 1994

1984	1983	1982	1981	1980	1979	1978	1977	1976	1975	
(מיליוני דולרים מחירים שוטפים)										
6189	5541	5560	5907	5799	4759	4075	3404	2670	2180	סך כל יצוא הסחורות
4519	4677	4876	4885	4300	3569	2781	2270	1922	1722	סך כל יצוא השרותים
10708	10218	10436	10792	10099	8328	6856	5674	4591	3902	סך כל היצוא
7956	8379	7908	7811	7764	7213	5548	4670	4046	4062	סך כל יבוא הסחורות האזרחי
1441	1051	1515	2205	1693	1183	1565	1047	1519	1799	סך היבוא הביטחוני
6095	5792	5592	4891	4287	3487	2783	2289	2077	1884	סך כל יבוא השרותים
15492	15222	15014	14908	13743	11883	9896	8006	7642	7745	סך כל היבוא
3343	3953	3064	1911	1952	2372	1475	1286	1531	2044	עודף היבוא האזרחי
4654	4742	4443	4145	3644	3555	3040	2332	3050	3843	עודף היבוא הכולל
(אחוזי תוצר)										
25	21	24	26	28	28	30	24	21	18	סך כל יצוא הסחורות
18	17	21	22	21	21	21	16	15	14	סך כל יצוא השרותים
43	38	44	48	49	49	51	40	37	32	סך כל היצוא
32	31	33	35	37	42	41	33	32	33	סך כל יבוא הסחורות האזרחי
6	4	6	10	8	7	12	7	12	15	סך היבוא הביטחוני
25	21	24	22	21	20	21	16	17	15	סך כל יבוא השרותים
62	56	64	66	66	69	74	57	61	64	סך כל היבוא
13	15	13	9	9	14	11	9	12	17	עודף היבוא האזרחי
19	18	19	18	18	21	23	16	24	32	עודף היבוא הכולל

לוח נ' - 13

היצוא, היבוא ועודף היבוא, 1975 עד 1994

1994	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985	
(מיליוני דולרים, מחירים שוטפים)										
16510	14805	13313	12029	12139	11067	9998	9099	7674	6602	סך כל יצוא הסחורות
8470	8058	8152	7158	6729	6140	5660	5145	4342	4409	סך כל יצוא השרותים
24980	22863	21465	19187	18868	17207	15658	14244	12016	11011	סך כל היצוא
22909	19830	18218	16270	14733	12652	12000	11344	9181	7831	סך כל יבוא הסחורות האזרחי
1485	2125	1466	1973	1501	1204	2106	2472	1202	1852	סך היבוא הביטחוני
10298	9028	8450	8016	7979	7219	6776	6187	5506	5381	סך כל יבוא השרותים
34693	30983	28133	26258	24213	21075	20883	20003	15890	15064	סך כל היבוא
8228	5995	5183	5099	3844	2664	3118	3287	2672	2201	עודף היבוא האזרחי
9713	8120	6669	7090	5349	3868	5184	5807	3827	3847	עודף היבוא הכולל
(אחוזי תוצר)										
23	23	21	21	23	25	23	26	25	29	סך כל יצוא הסחורות
12	13	13	12	13	14	13	15	14	19	סך כל יצוא השרותים
34	36	34	33	36	40	37	41	39	48	סך כל היצוא
31	31	29	28	28	29	28	33	30	34	סך כל יבוא הסחורות האזרחי
2	3	2	3	3	3	5	7	4	8	סך היבוא הביטחוני
14	14	13	14	15	17	16	18	18	23	סך כל יבוא השרותים
48	48	44	45	46	48	49	58	52	65	סך כל היבוא
11	9	8	9	7	6	7	10	9	10	עודף היבוא האזרחי
13	13	10	12	10	9	12	17	13	17	עודף היבוא הכולל

(1) על בסיס רישום יבוא הסחורות ס"פ ויצוא הסחורות פ"ב.

(2) הנתונים עד 1987 הם על פי הסיווג הישן במקור, והותאמו לסיווג החדש שהחל בשנת 1988.

לוח נ' - 14

מאזן התשלומים, 1976 עד 1994
(מיליוני דולרים, מחירים שוטפים)

	1984	1983	1982	1981	1980	1979	1978	1977	1976	
1.	-4581	-4808	-4447	-4056	-3604	-3511	-2996	-2263	-3015	חשבון מוצרים ושירותים נטו
	-2288	-3075	-2430	-1419	-1497	-2088	-1029	-876	-1192	א. הסקטור הפרטי
	-2293	-1733	-2017	-2637	-2107	-1423	-1967	-1387	-1823	ב. הסקטור הציבורי ¹
2.	3282	2830	2452	3097	3022	2836	2362	2087	2432	העברות חד צדדיות נטו ²
	788	970	1019	1372	1227	1131	1076	832	786	א. הסקטור הפרטי
	2494	1860	1433	1725	1795	1705	1286	1255	1646	ב. הסקטור הציבורי
3.	-1299	-1978	-1995	-959	-582	-675	-634	-176	-583	החשבון השוטף נטו (2) + (1) = (3)
	-1500	-2105	-1411	-47	-270	-957	47	-44	-406	א. הסקטור הפרטי
	201	127	-584	-912	-312	282	-681	-132	-177	ב. הסקטור הציבורי
4.	1356	2287	1140	1281	1391	1367	1053	991	1239	תנועות הון נטו לזמן ארוך ובינוני ³
	254	1065	-122	-41	-60	340	143	104	168	א. הסקטור הפרטי
	1102	1221	1262	1323	1452	1027	910	887	1070	ב. הסקטור הציבורי
5.	57	309	-855	322	809	692	419	815	656	החשבון הבסיסי נטו (4) + (3) = (5)
	-1246	-1040	-1533	-88	-330	-617	190	60	-238	א. הסקטור הפרטי
	1303	1348	678	411	1140	1309	229	755	893	ב. הסקטור הציבורי
6.	255	-484	461	549	-107	-190	-123	-591	-640	תנועות הון נטו לזמן קצר
	-155	29	309	150	70	276	-147	-165	-253	א. הסקטור הפרטי הלא-פיננסי
	410	-513	151	399	-177	-466	24	-426	-387	ב. הסקטור הציבורי
7.	-179	6	1648	474	-52	622	288	80	-170	תנועות הון של מערכת הבנקאות הפרטית
8.	-644	-366	-334	-773	-83	-889	338	-92	339	טעויות והשמטות
9.										העלייה (-) או הירידה (+)
	511	536	-918	-574	-568	-234	-922	-215	-184	ביתרות מטבע חוץ
	788	1442	2913	1533	1150	909	1556	391	767	של המוסדות המרכזיים ⁴
10.										יבוא ההון הנגזר (10 = 9 - 3)
11.										יתרות מטבע החוץ של המוסדות
	3497	4102	3875	3622	3444	3223	2198	1666	1354	המרכזיים, ממוצע שנתי ⁵
	2.8	3.4	3.1	3.1	3.2	3.6	2.9	2.6	2.2	יתרות מטבע החוץ בממוחי חודשי יבוא
13.	79.1	69.7	57.3	53.2	51.7	54.3	52.6	68.7	53.9	יחס החוב נטו לתמ"ג ⁶

- * ההפרשים בסכומים נובעים מעיגולים. תנועות הון שליליות משמעותן יצוא הון, חיוביות — יבוא הון.
- (1) הגירעון בחשבון המוצרים והשירותים של הסקטור הציבורי מוגדר כך: יבוא ביטחוני ישיר + יבוא ממשלה לנמ"א + תשלומי ריבית נטו לחו"ל — הכנסות אחרות.
- (2) פירוט בלוח ההעברות החד-צדדיות.
- (3) תנועות ההון נטו של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי לזמן ארוך ובינוני של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי נטו.
- (4) השינוי ביתרות מנוכה בשיערוך המטבעות הזרים ביחס לדולר.
- (5) היתרות השנתיות הממוצעות בין השנים 1976 ל-1981 חושבו כממוצע של רמת היתרות הרבעוניות (כסוף הרביעי).
- (6) התמ"ג במחירים שוטפים של סוף השנה.

לוח נ' - 14 (המשך)

מאזן התשלומים, 1976 עד 1994
(מיליוני דולרים, מחירים שוטפים)

	1994	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985	
1.	-9714	-8120	-6667	-7091	-5348	-3864	-4896	-5578	-3681	-3881	חשבון מוצרים ושירותים נטו
א.	-6724	-4829	-4360	-4460	-3013	-1710	-1607	-1972	-1376	-851	הסקטור הפרטי
ב.	-2990	-3291	-2307	-2631	-2335	-2154	-3289	-3606	-2305	-3030	הסקטור הציבורי
2.	6957	6747	6885	6674	5906	5101	4855	4898	5368	5024	העברות חד צדדיות נטו
א.	3616	3034	2853	2319	2119	2041	1685	1695	1216	785	הסקטור הפרטי
ב.	3341	3713	4032	4355	3787	3060	3170	3203	4152	4239	הסקטור הציבורי
3.	-2757	-1373	218	-417	558	1237	-41	-680	1687	1143	החשבון השוטף נטו (1) + (2) = (3)
א.	-3108	-1795	-1507	-2141	-894	331	78	-277	-160	-66	הסקטור הפרטי
ב.	351	422	1725	1724	1452	906	-119	-403	1847	1209	הסקטור הציבורי
4.	2452	1834	-471	129	150	150	-478	543	613	74	תנועות הון נטו לזמן ארוך ובינוני
א.	477	-84	-1177	-526	218	78	-666	481	235	89	הסקטור הפרטי
ב.	1976	1918	706	654	-68	71	188	61	377	-16	הסקטור הציבורי
5.	-305	461	-253	-288	708	1387	-519	-137	2300	1217	החשבון הבסיסי נטו (3) + (4) = (5)
א.	-2631	-1879	-2684	-2667	-676	409	-588	204	75	23	הסקטור הפרטי
ב.	2327	2340	2431	2378	1384	977	69	-342	2224	1193	הסקטור הציבורי
6.	-64	-420	-345	152	-238	-546	404	734	-660	-152	תנועות הון נטו לזמן קצר
א.	-79	-678	-408	337	-22	-253	-116	5	15	-19	הסקטור הפרטי הלא-פיננסי
ב.	15	258	64	-185	-215	-292	520	729	-675	-134	הסקטור הציבורי
7.	-1241	587	-1305	-370	-227	-667	-516	55	-79	-13	תנועות הון של מערכת הבנקאות הפרטית
8.	1680	853	445	332	272	1227	-539	9	-568	-654	טעויות והשמטות
9.											העלייה (-) או הירידה (+)
	-70	-1481	1457	173	-515	-1398	1170	-661	-993	-399	ביתרות מטבע חוץ
	2827	2854	-1675	244	-43	161	-1129	1341	-694	-744	של המוסדות המרכזיים
10.											יבוא ההון הנגזר (9-10)
11.											יתרות מטבע החוץ של המוסדות המרכזיים, ממוצע שנתי
12.	6338	5687	6362	7027	5763	5689	5643	5576	4074	2927	יתרות מטבע החוץ במונחי חודשי יבוא
	2.4	2.3	2.9	3.4	3.1	3.3	3.3	3.7	3.3	2.4	
13.	21.7	24.7	25.2	24.9	27.7	34.0	42.6	44.9	55.1	73.5	יחס החוב נטו לתמ"ג

* ההפרשים בסכומים נובעים מעיגולים. תנועות הון שליליות משמעותן יצוא הון, חיוביות — יבוא הון.

- הגירעון בחשבון המוצרים והשירותים של הסקטור הציבורי מוגדר כך: יבוא ביטחוני ישיר + יבוא ממשלה לנמ"א + תשלומי ריבית נטו לחו"ל — הכנסות אחרות.
- פירוט בלוח ההעברות התוצריות.
- תנועות ההון נטו של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי לזמן ארוך ובינוני = השקעות פרטים מחו"ל נטו + הלוואות לזמן ארוך ובינוני של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי נטו.
- השינוי ביתרות מנוכה בשיערוך המטבעות הזרים ביחס לדולר.
- היתרות השנתיות הממוצעות בין השנים 1976 ל-1981 חושבו כממוצע של רמת היתרות הרבעוניות (בסוף הרביעי).
- התמ"ג במחירים שוטפים של סוף השנה.

לוח נ' - 15

נתונים נבחרים של המיצרפים הכספיים, 1973 עד 1994
(מיליוני ש"ח)

1973	בסיס הכסף	המוזמנים שבירי הציבור	פיקדונות העו"ש	M1 אמצעי התשלום	פז"ק ופח"ק	M2 סך הנכסים הלא-צמודים	פיקדונות במט"ח או צמודים לו	M3
1973	0.6	0.3	0.5	0.7	0.4	1.1	0.2	1.3
1974	0.7	0.3	0.6	0.9	0.4	1.2	0.3	1.6
1975	0.7	0.4	0.7	1.1	0.4	1.4	0.4	1.9
1976	0.5	0.5	0.9	1.3	0.4	1.8	0.7	2.5
1977	1.6	0.6	1.2	1.9	0.5	2.5	1.7	4.2
1978	2.0	0.9	1.8	2.7	0.6	3.3	4.9	8.2
1979	2.3	1.2	2.3	3.5	0.8	4.4	11.1	15.5
1980	4.5	2.1	4.9	7.0	2.2	9.5	27.4	36.9
1981	9.8	4.4	8.1	12.5	6.5	20.7	64.7	85.4
1982	23.4	8.4	17.9	26.3	29.7	58.1	141.1	199.2
1983	52.5	24.6	38.1	62.7	77.3	144.6	555.3	700.0
1984	281.5	122.7	154.3	277.0	427.4	761.7	3,355.4	4,117.1
1985	2,147.0	481.3	508.5	989.7	3,219.3	4,414.4	6,370.6	10,784.9
1986	2,887.0	973.8	1,202.9	2,176.7	5,203.5	7,596.6	5,654.1	13,250.7
1987	4,150.4	1,365.4	1,921.6	3,287.0	7,613.4	11,419.1	5,730.4	17,149.6
1988	3,194.9	1,643.2	2,011.6	3,654.8	7,320.0	11,466.9	8,233.1	19,699.9
1989	3,758.6	2,225.1	3,079.2	5,304.3	9,915.4	16,337.2	90,59.7	25,396.8
1990	4,300.9	2,817.1	4,133.4	6,950.5	14,548.4	23,368.4	10,186.1	33,554.5
1991	5,044.3	3,227.9	4,680.0	7,907.8	17,776.1	29,409.0	12,462.9	41,871.9
1992	5,896.3	4,100.9	6,289.4	10,390.2	21,882.4	35,523.2	17,114.9	52,638.1
1992 ²	5,904.3	4,113.5	6,453.6	10,567.2	22,053.5	35,796.0	17,536.9	53,332.9
1993	7,739.9	4,851.6	8,719.6	13,571.2	34,256.7	50,581.5	19,580.5	70,162.0
1994	9,643.1	5,467.0	9,158.0	14,625.0	48,980.5	68,069.0	22,765.4	90,834.4

(1) הנתון של סך הנכסים הלא-צמודים כולל גם פיקדון אחר, שאינו כלול בטורים הקודמים.

(2) בדיווח החל ב־31 בדצמבר 1992 הריבית כלולה ביתרת הפיקדונות.

ה מ ק ו ר : מאזן בנק ישראל: המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח נ' - 16

נתונים נבחרים של אשראים וריביות, 1973 עד 1994
(מיליוני ש"ח, אחוזים)

ריביות		אשראים				
חח"ד	פח"ק	סך האשראי הבנקאי	סה"כ האשראי החופשי הלא-צמוד	אשראי במט"ח	האשראי השקלי הלא-צמוד	
22.2	12.0	1.4	0.5	0.0	0.5	1973
25.5	12.2	2.1	0.6	0.0	0.6	1974
29.4	15.0	3.1	0.7	0.0	0.7	1975
34.9	17.2	4.1	1.0	0.0	1.0	1976
42.8	24.7	7.6	2.5	1.0	1.5	1977
49.8	28.6	12.5	4.5	2.0	2.5	1978
87.2	34.0	26.3	9.6	5.3	4.4	1979
176.2	77.7	62.2	21.8	12.4	9.4	1980
170.7	89.0	156.1	67.9	48.4	19.4	1981
140.2	76.0	481.7	207.9	144.9	63.0	1982
181.6	99.1	1,322.9	500.1	365.6	134.5	1983
771.0	406.0	7,778.3	2,902.3	2,026.7	875.6	1984
443.7	162.5	20,822.5	7,364.3	3,913.9	3,450.4	1985
61.5	17.2	27,502.7	10,878.5	3,591.3	7,287.2	1986
61.9	17.6	36,845.5	13,769.8	3,774.9	9,994.9	1987
46.2	13.4	45,644.2	18,157.7	3,358.2	14,799.5	1988
34.3	11.6	55,304.2	23,627.5	4,894.3	18,733.2	1989
29.6	13.2	65,327.8	32,345.3	8,259.7	24,085.6	1990
29.9	12.9	81,503.0	40,073.0	10,083.0	29,990.0	1991
22.0	10.3	100,775.9	51,427.8	11,948.4	39,479.4	1992
22.0	10.3	91,762.2	49,511.7	13,103.8	36,407.9	*1992
18.1	9.7	119,456.7	66,600.0	13,548.5	53,051.5	1993
19.8	11.6	150,772.5	82,436.8	18,328.0	64,107.4	1994

* החל בדצמבר 1992 ישנו דיווח חדש בו מבוצעת הפרשה לחובות מסופקים. הריבית כלולה ביתרת האשראי.
ה מ ק ו ר : מאזן בנק ישראל: המאזן התודשי של המוסדות הבנקאיים.