

שוקי הכספים וההון

1. ההתפתחויות העיקריות בשוקי הכספים וההון

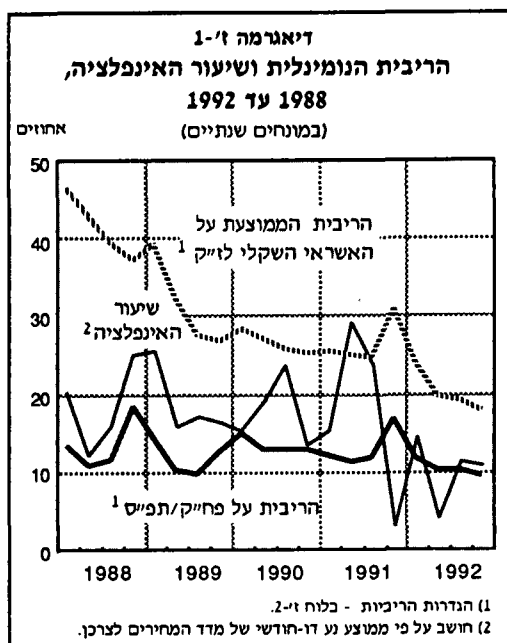
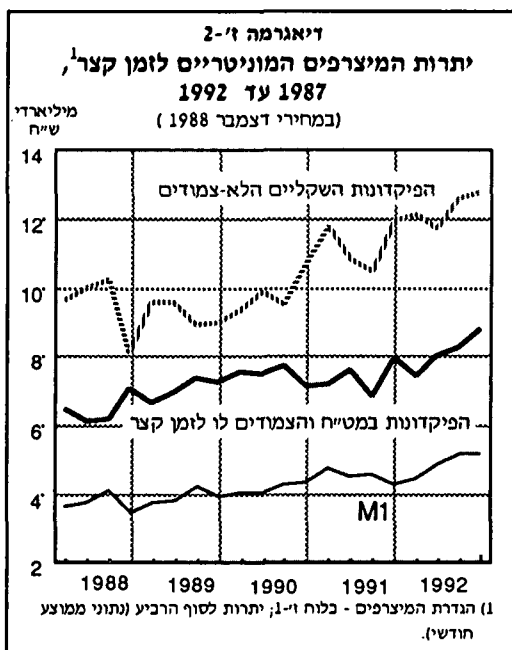
שנת 1992 מאופיינת בהתרחבות מהירה של האשראי הבנקאי לציבור ושל נכסי הציבור ובירידת יתרות מטבע החוץ של הבנק המרכזי. בצד הנכסים בלטה התחזקות ניכרת של הביקוש למניות, וכן גדל הביקוש לנכסים במטבע חוץ ולנכסים צמודים למטבע חוץ. התפתחויות אלו משקפות, בין היתר, מדיניות ריבית ושער חליפין שפעלה לעידוד הפעילות והתעסוקה בסקטור העסקי, על רקע המשך תהליך הליברליזציה בשוק ההון.

בצד הריבית פעלה המדיניות המוניטרית להורדת שיעורי הריבית במגזר השקלי הלא-צמוד לרמה נומינלית הנמוכה משמעותית מזו ששררה בשנים הקודמות. העלות השולית של ההלוואה המוניטרית ירדה מרמה ממוצעת של כ־15 אחוזים בשנתיים הקודמות לרמה של כ־11.5 אחוזים בשנת 1992. בעקבות זאת ירדו גם שיעורי הריבית ללווים ולמפקידים, תוך צמצום משמעותי של הפער ביניהם. הריביות על אשראי שקלי לא-צמוד ועל פח"ק ירדו מרמות ממוצעות של כ־26 ו־13 אחוזים בשנתיים הקודמות לכ־20 ו־10 אחוזים בשנת 1992, בהתאמה.

שיעור עלייתם של המחירים לצרכן ירד במהלך שנת 1992 לכ־9 אחוזים, לעומת כ־18 אחוזים בשנים שמאז תכנית הייצוב. ירידת קצב עליית המחירים בשנת 1992 היתה גדולה מירידת הריביות הנומינליות, ולפיכך שיעורי הריבית הריאליים בדיעבד במגזר השקלי הלא-צמוד — שהוא בעיקרו מגזר לזמן קצר — עלו יחסית לאלו ששררו בשנתיים הקודמות (לוח ז'–3). אם מנכים מהריבית הנומינלית את השינוי במדר המחירים למעט סעיף הדיוור או במחירים הסיטוניים (שהתפתחותם עשויה לשקף טוב יותר את קצב האינפלציה הבסיסי ואת מחירי השימושים של האשראי לזמן קצר). מתקבלת תמונה שונה במקצת: הריבית הריאלית בדיעבד ללווים ירדה מעט, יחסית לזו של השנתיים הקודמות, והריבית למפקידים עלתה מעט. (ראה סעיף 3.) סביר להניח, שעוצמת הירידה בקצב עליית המחירים בשנת 1992 היתה גדולה מהצפוי ושירידת שיעורי הריבית הנומינלית, בעיקר בצד האשראי, נתפסה בעיני הציבור כירידה של הריבית הריאלית.

שיעורי הריבית הריאליים לזמן בינוני וארוך, כפי שמשקף בשיעור התשואה הריאלי לפדיון של איגרות החוב הממשלתיות הצמודות, ירדו במהלך השנה, לאחר עלייתם ברביע האחרון של שנת 1991. בעקבות גל רכישות מטבע חוץ באוקטובר 1991. עם זאת רמתם הממוצעת של שיעורי ריבית אלו נותרה דומה לזו של שנת 1991. במקביל הסתמנה התמתנות של שיפוע עקום התשואות: הרמה הממוצעת של שיעורי התשואה הריאליים לפדיון באיגרות החוב לזמן קצר ובינוני (עד 5 שנים) עלתה במקצת יחסית לשנת 1991, ואילו זו של איגרות החוב לזמן ארוך (מעל 5 שנים) ירדה במקצת (לוח ז'–3). תמונה דומה — יציבות של הרמה הממוצעת לעומת אשתקד תוך התמתנות של שיפוע עקום התשואות — אפיינה גם את מערך הריביות הריאליות בשוק המשכנתאות החופשיות.

שער החליפין של השקל ביחס לסל המטבעות עלה במהלך שנת 1992 בכ־15 אחוזים, לעומת כ־11 אחוזים לשנה במהלך השנתיים הקודמות. החשה זו התרכזה בחודשיים האחרונים של השנה, על רקע התאמת שער האמצע בנובמבר והתגברות רכישות מטבע חוץ, והיא אינה משקפת תפנית במדיניות שער החליפין (כמפורט בהמשך). עם זאת אי ההאטה של קצב הפיחות, יחסית לשנתיים הקודמות, על רקע של ירידת הריביות הנומינליות ושל האטת קצב עליית המחירים המקומיים,



התבטאה בעלייה משמעותית של התשואה הנומינלית והריאלית בדעיכת על נכסים והתחייבויות במטבע חוץ (וצמודים למטבע חוץ).

עיקר הירידה של הריביות הנומינליות התרכזה בחודשיים הראשונים של השנה. בסוף שנת 1991 שררו עדיין שיעורי ריבית גבוהים, לאחר עלייתם ברביעי האחרון של אותה שנה, ואלה הביאו ליבוא הון, שנמשך גם בחודשים הראשונים של שנת 1992. יבוא ההון, הרפיון בפעילות והתמתנות קצב עליית המחירים בחודשים שקדמו, הצביעו על תנאים לירידת שיעורי הריבית. לאור זאת פעל הבנק המרכזי בחודשיים הראשונים של שנת 1992 להורדה ניכרת של שיעורי הריבית במגזר השקלי. הריבית על ההלוואה המוניטרית ירדה מכ־19 אחוזים בדצמבר 1991 לכ־11.5 אחוזים במארס 1992. החל מחודש מארס ייצב הבנק המרכזי את הריבית על ההלוואה המוניטרית על רמה של כ־11.5 אחוזים. בתחילת נובמבר התאים בנק ישראל את תוואי שער החליפין (כמפורט בהמשך), ובאותה עת בוצעה הורדה נוספת של ריבית זו לכ־10.5 אחוזים. (זאת לעומת רמה ממוצעת של כ־15 אחוזים בשנתיים הקודמות).

החל מחודש מאי פסק יבוא ההון (שאף התבטא בהמרות חיוביות של מטבע חוץ במהלך חודש אפריל), והחל תהליך של רכישות מטבע חוץ, שנמשך (בגלים) עד סוף השנה. במקביל עלה הביקוש לנכסים מקומיים במטבע חוץ וצמודים למטבע חוץ, והאשראי החופשי במטבע חוץ ירד. התפתחות זו נבעה ככל הנראה משילוב של שני גורמים: (א) המשך תהליך הליברליזציה בשוקי הכספים וההון, שהתבטא בין היתר בהרחבת האפשרות של ישראלים להשקיע בנכסים זרים (כמפורט בפרק ו'); (ב) ירידת הריביות הנומינליות, על רקע הקטנת אי-הוודאות לגבי התוואי הצפוי של שער החליפין הנומינלי ואי שינויו של תוואי זה.

לוח ז' - 2

נכסים של הציבור¹ בבנקים ובבנק ישראל, איגרות חוב ומניות, 1988 עד 1992

סך הכול למעט מניות ואג"ח פרטיות	סך הכול (5) + (6) + (7) + (8)	מניות חופשיות (9)	אג"ח פרטיות סחירות (8)	אומדן אג"ח מיועדות ³ (7)	אג"ח ממשלתיות סחירות (6)	סך כל הנכסים בבנקים ובכ"י (1) + (2) + (3) + (4) = (5)	תכניות חיסכון, פקצ"ם ופמל"ה ² (4)	פיקדונות צמודים למט"ח לזמן קצר (2)	נכסים שקליים לא- צמודים (1)	פיקדונות צמודים לזמן קצר (2)	פת"ם פיצויים (3)
(9) - (10)	(10) + (9)	(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(2)	(1)	(2)	(3)
116,128	125,764	6,578	3,058	37,140	18,562	60,425	34,385	6,340	8,233	11,467	1988
146,361	165,586	13,704	5,521	45,320	28,551	72,490	39,941	7,153	9,060	16,337	1989
173,171	199,201	18,931	7,099	53,977	33,253	85,940	43,814	8,572	10,186	23,368	1990
209,315	250,323	32,564	8,444	63,455	44,453	101,407	49,483	10,052	12,463	29,409	1991
242,453	334,071	81,907	9,711	69,416	57,983	115,054	50,809	12,075	16,933	35,236	1992
היתרה לסוף התקופה (מיליוני ש"ח)											
26.6	32.0	101.8	78.8	21.7	50.7	22.1	18.4	17.8	17.6	38.1	1989
19.0	21.4	41.9	33.7	19.7	20.8	17.8	9.6	20.7	14.3	39.0	1990
21.2	26.2	74.1	19.3	18.8	31.4	18.6	13.7	17.1	23.7	26.4	1991
15.2	31.0	134.4	12.7	8.9	28.5	13.3	2.3	20.4	32.1	21.9	1992
שיעור השינוי הנומינלי במהלך התקופה ⁴											
4.9	9.3	67.2	48.2	0.8	24.9	1.2	-1.9	-2.4	-2.5	14.4	1989
1.2	3.2	20.7	13.7	1.8	2.7	0.2	-6.8	2.6	-2.8	18.2	1990
2.6	6.9	47.5	1.1	0.6	11.4	0.4	-3.7	-0.8	4.8	7.1	1991
5.3	19.7	114.3	3.0	-0.5	17.5	3.6	-6.5	10.1	20.8	11.4	1992
שיעור השינוי הריאלי במהלך תקופה ⁴											
1.0	3.4	29.1	34.1	0.2	0.1	1.9	2.9	-3.7	9.3	-1.7	1989
3.8	7.0	38.5	31.3	2.4	16.8	0.1	-4.3	2.5	5.6	7.2	1990
1.2	5.6	48.8	4.2	0.2	6.6	-0.3	-5.9	-0.6	-2.1	13.3	1991
4.0	12.0	67.0	2.6	0.8	12.4	2.5	-4.1	5.1	10.5	10.1	1992

- (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) אומדן איגרות חוב מיועדות שבידי קופות גמל. קרנות השתלמות, קופות פנסיה וביטוחי חיים (מרכיבן ממשלתיות).
- (4) ראה הערה 2 בלוח 1. קצבי הגידול מבוססים על ממוצעים חודשיים שחושבו כממוצע בין נתוני סופי חודשים.

לוח ז' - 3

שיעורי הריבית על סוגים שונים של אשראי ושל נכסי הציבור, 1989 עד 1992
(אחוזים, מונחים שנתיים)

פער הריביות במגזר השקלי ⁶	נכסי הציבור				המדרגה השולית בהלוואה המוני- טרית	האשראי לציבור לטווח קצר				
	התשואה הריאלית לפריון על אג"ח ממשלתיות ⁵		תפ"ס/ פח"ק ⁴	סך האשראי במטבע ישראלי ²		האשראי לזמן קצוב במט"י	האשראי במסגרת חח"ד ¹			
	10 שנים	5 שנים								
22.8		13.2	11.6	14.5	9.1	31.2	26.6	34.3	א. הריבית הנומינלית	1989
16.4		15.7	13.2	15.3	8.1	26.4	22.5	29.6		1990
17.0		14.9	12.9	15.1	5.7	26.4	22.3	29.9		1991
11.7		12.2	10.3	11.6	3.7	19.9	17.6	22.0		1992
16.6		14.2	12.0	13.7	6.6	25.3	21.2	28.7	I	1991
16.8		13.5	11.3	12.7	6.0	24.9	21.1	28.2	II	
16.3		13.3	11.8	14.0	5.6	24.7	21.0	28.2	III	
18.1		18.8	16.6	20.3	4.6	30.8	26.1	34.7	IV	
14.4		13.9	11.7	12.8	4.1	23.5	20.4	26.1	I	1992
11.1		12.5	10.0	11.5	3.9	19.4	17.4	21.2	II	
11.1		11.3	10.1	11.2	3.2	19.1	16.9	21.2	III	
10.0		11.0	9.4	10.8	3.5	17.7	15.8	19.4	IV	
ב. הריבית הריאלית בריעבר ⁷										
18.9	2.5	1.7	-6.2	-7.6	-5.2	9.8	8.7	4.9	11.3	1989
13.9	1.9	1.2	-1.6	-3.7	-2.0	-4.7	7.5	4.2	10.2	1990
14.4	2.9	2.1	-2.6	-4.3	-2.5	1.8	7.1	3.7	10.0	1991
10.7	2.6	2.3	2.6	0.9	2.0	10.9	9.6	7.5	11.5	1992

לוח ז' - 3 (המשך)

שיעורי הריבית על סוגים שונים של אשראי ושל נכסי הציבור¹, 1989 עד 1992
(אחוזים, מונחים שנתיים)

פערי הריביות במגזר השקלי ⁶	נכסי הציבור				המדרגה השולית בהלוואה המוני-טרית	יורר-דולר לשלושה חודשים ³	האשראי לציבור לטווח קצר			I	1991
	התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ⁵		תפ"ס/פח"ק ⁴	התשואה לפדיון על מק"ם לחודש			סך האשראי במטבע ישראלי ²	האשראי לזמן קצוב במט"י	האשראי במסגרת חח"ד		
	10 שנים	5 שנים									
14.7	3.3	2.6	0.8	-1.1	0.3	21.1	10.6	7.0	13.5	I	
13.3	3.2	2.1	-10.6	-12.3	-11.3	26.0	-1.7	-4.6	0.9	II	
12.6	2.5	1.4	-12.8	-14.0	-12.3	-27.6	-4.1	-7.0	-1.4	III	
17.4	2.8	2.2	14.5	12.4	16.0	-3.0	26.1	21.6	29.8	IV	
13.1	3.2	2.8	3.2	1.2	2.2	10.5	11.9	9.1	14.3	I	1992
10.5	2.8	2.5	5.8	3.5	4.9	6.4	12.3	10.4	14.0	II	
10.0	2.2	2.0	-0.4	-1.5	-0.4	-8.4	6.6	4.6	8.5	III	
9.2	2.1	1.9	1.7	0.3	1.6	40.2	7.9	6.1	9.5	IV	

- (1) פירוט נוסף של נתונים והסברים ראה בלוח ז'-נ'-6.
- (2) ממוצע משוקלל לפי כמות האשראי בסוגים השונים (חח"ד וזמן קצוב).
- (3) הריבית הנומינלית היא במונחי דולרים. הריבית הריאלית מחושבת על סמך השינויים בשער החליפין של הדולר ובמדרד המחירים לצרכן.
- (4) בהנחה של חידוש כל 3 ימים, ללא פיקדונות "ג'מבו".
- (5) התשואה לפדיון ברוטו בשוק המשני. (ראה גם התשואה נטו בלוח ז'-נ'-14).
- (6) הפער בין ריבית החח"ד לריבית הפח"ק.
- (7) הריביות הריאליות בריעבר מחושבות לפי הריביות הנומינליות בניכוי שיעור השינוי במדרד המחירים לצרכן לאותה תקופה.

רצונו של הציבור לעבור מנכסים מקומיים לנכסים במטבע חוץ וצמודים לו יוצר מטבעו לחץ לעליית שיעורי הריבית המקומית. המשמעות של התפתחות זו היתה אם כן מיצוי הכוחות לירידת שיעורי הריבית, שהתקיימו עד חודש מאי, והיווצרות כוחות חזקים לעלייתם. כדי למנוע את עליית שיעורי הריבית, הגדיל בנק ישראל את ההלוואה המוניטרית, ובכך איפשר לציבור לממש את השינוי הרצוי בהרכב תיק הנכסים, בלא עלייה של שיעורי הריבית המקומית.

הלחץ לעליית שיעורי הריבית המקומית משקף את הקשר החזק הקיים, עקב פתיחות המשק, בין שיעורי הריבית המקומית ובין התוואי הצפוי של שער החליפין. אי האטת תוואי הפיחות של שער החליפין במחצית השנייה של השנה, ובעיקר המהלך שננקט בנובמבר 1992 (פירוט בסעיף 2), על רקע ירידת קצב האינפלציה, שיקפו מגמה לאפשר היווצרות פיחות ריאלי, וזאת מתוך הערכה שבשוקי המוצרים והעבודה שוררים התנאים לכך. ברם, פיחות ריאלי צפוי משמעותו עליית התשואה היחסית הצפויה של נכסים במטבע חוץ, וזו גוררת, לפחות בטווח הקצר, גידול רכישות מטבע חוץ ולחץ לעליית שיעורי הריבית הריאלית המקומית. פיחות ריאלי צפוי, במידה שקיימים תנאים לשימורו, עשוי לסייע להגברת הפעילות והתעסוקה במגזר הסחיר, אולם עליית שיעורי הריבית הריאלית המקומית, הנלווית לכך — בעיקר אם היא מיתרגמת לעליית הריבית לזמן ארוך — עלולה להאט את גידול הפעילות והתעסוקה במגזר הלא-סחיר. אי האטת התוואי הצפוי של פיחות שער החליפין מן הצד האחר ומניעת עלייתם של שיעורי הריבית מהצד האחר שיקפו מדיניות מוניטרית, שיעדה העיקרי תמיכה בפעילות ובתעסוקה, הן במגזר הסחיר והן במגזר הלא-סחיר. זאת מתוך הערכה, שירידת יתרות מטבע החוץ — בין היתר על רקע תהליך הליברליזציה — היתה תופעה זמנית, שלא היה בה כדי לסכן את אמינותו של משטר שער החליפין אשר מגמתו היא הגורם העיקרי הקובע, בסופו של דבר, את מגמת המחירים. למיתון הלחץ לעליית שיעורי הריבית הריאלית, בעיקר הריבית לזמן ארוך, פעלו, נוסף על המדיניות המוניטרית, גם ירידה של גירעון הממשלה ושל היקף גיוס ההון (שלוותה בגיוס שלילי במגזר הלא-סחיר), וכנראה — גם אישור הערבויות מממשלת ארצות הברית וירידת הביקוש לדירור. (פירוט בסעיף הבא.)

ירידת הריבית על ההלוואה המוניטרית בחודשיים הראשונים של השנה, ובעיקר ייצובה בהמשך השנה, נשענו על הגדלה ניכרת של ההלוואה המוניטרית. הרבר התבטא בהתרחבות של כמות הכסף (M2*) בהתרחבות רבה יותר של האשראי השקלי הלא-צמוד ובירידת יתרות מטבע החוץ. במקביל התחדש והתחזק גידול הביקוש למניות, שהתבטא בעלייה מתמשכת של מחיריהן. היתרה הממוצעת של אמצעי התשלום (M1), שהביקוש להם צפוי להיות מתואם בעיקר עם הפעילות, עלתה בשנת 1992 בשיעור דומה לגידולו של התוצר הנומינלי, כ־19 אחוזים. בשיעור גבוה מעט יותר, כ־21 אחוזים, גדלה היתרה הממוצעת של המיצרף המכיל גם את הפיקדונות השקליים נושאי ריבית (M2*). התפתחות היתרה הממוצעת של כמות הכסף (M2*) מגלמת החשה של קצב הגידול הריאלי במהלך השנה לעומת השנה הקודמת, וזאת תוך עלייה של משקל הרכיבים הנוזלים יותר. אמצעי התשלום והפיקדונות היומיים (פח"ק), שירדו במהלך הרביע האחרון של שנת 1991, התרחבו ריאלית במהלך השנה בכ־22 ו־33 אחוזים, בהתאמה, ואילו הפיקדונות לזמן קצוב ירדו ריאלית, בכ־3 אחוזים: זאת לאחר עלייה ניכרת של רכיב זה במהלך הרביע האחרון של שנת 1991, על רקע עליית שיעורי הריבית באותה תקופה.

במקביל התרחבה היתרה הממוצעת של האשראי השקלי הלא צמוד בשנת 1992 התרחבות משמעותית בת 25 אחוזים, וגידול זה משקף החשה ניכרת במהלך השנה, בעיקר ברביעים השני והרביעי. במהלך השנה כולה התרחב האשראי השקלי הלא-צמוד ריאלית בכ־19 אחוזים, לעומת קצב שנתי של כ־7 אחוזים בשלוש השנים הקודמות.

בסיס הכסף, שהוא המקור לגידולן של כמות הכסף (M2*) ושל כמות האשראי השקלי הלא-צמוד, עלה בשנת 1992 במונחי אחוזי תוצר, בשיעור דומה לזה שבשנתיים הקודמות — כ־0.6 אחוזי תוצר

לוח ז' - 4

שערי חליפין ומחירים נבחרים, 1988 עד 1992

שיעור השינוי במונחים שנתיים						
היחס בין הדולר השחור ליציג (7)	שיעור התשואה הכולל על איגרות החוב (6)	שיעור התשואה הכולל על המניות (5)	מחירי הדירות (4)	שער השקל ביחס לדולר (3)	שער השקל ביחס לסל המטבעות (2)	מדר המחירים לצרכן (1)
בממוצע תקופתי						
9.1	24.5	-26.4	18.5	0.3	2.4	16.3
4.2	35.1	58.9	34.7	19.9	16.1	20.2
5.3	18.7	43.1	34.5	5.2	10.6	17.2
4.2	14.7	58.3	30.1	13.0	12.3	19.0
1.7	16.6	52.2	10.0	7.9	10.2	11.9
3.9	-7.4	122.4	25.3	9.3	5.3	11.8
2.3	27.7	87.8	82.9	64.6	34.4	22.6
4.9	55.6	124.6	12.6	1.6	0.4	31.0
5.5	2.6	-15.0	-6.2	1.5	13.7	9.9
3.0	23.8	53.7	-0.4	-2.6	-1.8	5.9
1.3	1.9	50.1	20.2	15.8	17.0	12.2
1.9	11.5	86.6	5.3	2.3	18.9	6.7
0.4	17.5	104.1	29.1	31.1	13.0	10.0
במהלך התקופה						
	23.2	-18.6		3.1	1.3	16.4
	38.8	96.1		22.2	19.7	20.7
	10.7	16.9		3.7	11.1	17.6
	17.3	65.0		13.7	11.6	18.0
	17.6	84.8		16.9	14.9	9.4
	16.3	237.1		28.8	15.5	13.3
	23.5	88.5		51.0	27.1	27.0
	56.4	67.3		-10.8	-3.9	30.0
	-15.6	-30.2		-3.8	9.9	3.7
	13.1	91.3		17.2	6.2	10.4
	20.9	29.5		8.9	20.7	6.3
	17.1	166.7		-0.8	10.8	11.7
	19.4	76.5		47.8	22.7	9.1

לוח ז' - 5

המקורות לשינויים בנכסים השקליים הלא-צמודים (למעט מק"ם), 1988 עד 1992
(מיליוני ש"ח)

1992						1991					
IV	III	II	I	IV	III	1992	1991	1990	1989	1988	
203	-72	873	-68	-72	346	936	671	543	580	-994	א. השינוי בנכסים הכסף (1 + 2 + 3 + 4)
1,262	2,727	1,981	-811	5,418	-351	5,159	4,553	3,575	-1,290	-478	1. תרומת הסקטור הציבורי (הזרמה)
3,001	170	1,334	645	1,399	16	5,150	3,471	1,338	-89	178	מזה: העברות מטבע חוץ
2,349	-377	859	854	-2,646	2,901	3,684	777	-1,939	-107	3,597	2. תרומת בנק ישראל — סך הכול
3,032	-201	1,001	1,539	-1,454	3,100	5,370	2,575	-1,671	686	2,641	א. הלוואה מוניטרית
-223	275	224	-386	-826	79	-109	-917	277	-779	441	ב. פעולות בשוק הפתוח
-461	-451	-366	-299	-366	-278	-1,576	-881	-545	-13	515	ג. אחר'
479	746	156	340	247	-211	1,721	648	45	879	-273	3. ההזרמה הקשורה בפיקדונות מטבע חוץ
-3,887	-3,168	-2,122	-451	-3,091	-1,993	-9,628	-5,307	-1,137	1,098	-3,840	4. העברות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי
2,387	2,563	371	137	2,838	417	5,458	3,469	5,781	3,694	1,031	ב. ההרחבה הנובעת מהפעילות הבנקאית המקומית ²
2,393	2,546	1,271	108	2,765	699	6,318	4,214	6,322	4,259	75	ג. סך השינוי בנכסים השקליים הלא-צמודים (למעט מק"ם)
557	706	815	257	420	-27	2,335	957	1,646	1,650	368	1. אמצעי תשלום
1,835	1,840	457	-149	2,344	725	3,984	3,256	4,676	2,609	-293	2. פח"ק (תפ"ס) + פו"ק

לוח ז' - 5 (המשך)

המקורות לשונייים בנכסים השקליים הלא־צמודים (למעט מק"ם), 1988 עד 1992
(אחוזים מהתוצר)

1992				1991		1992	1991	1990	1989	1988	
IV	III	II	I	IV	III						
0.5	-0.2	2.1	-0.2	-0.2	1.0	0.6	0.5	0.5	0.8	-1.4	א. השינוי בנכסים הכסף (1 + 2 + 3 + 4)
3.0	6.6	4.9	-2.1	14.5	-1.0	3.1	3.0	3.3	-1.4	-0.7	1. תרומת הסקטור הציבורי (הזרמה)
7.2	0.4	3.3	1.7	3.7	0.0	3.2	2.6	1.1	-0.1	0.1	מזה: העברות מטבע חוץ
5.7	-0.9	2.1	2.2	-7.1	8.1	2.3	0.5	-1.7	-0.7	4.7	2. תרומת בנק ישראל — סך הכול
7.3	-0.5	2.5	4.1	-3.9	8.7	3.3	1.8	-1.5	0.3	3.4	א. הלוואה מוניטרית
-0.5	0.7	0.6	-1.0	-2.2	0.2	-0.1	-0.7	0.3	-1.0	0.6	ב. פעולות בשוק הפתוח
-1.1	-1.1	-0.9	-0.8	-1.0	-0.8	-1.0	-0.6	-0.5	-0.0	0.8	ג. אחר'
1.2	1.8	0.4	0.9	0.6	-0.6	1.1	0.5	-0.0	1.1	-0.3	3. ההזרמה הקשורה בפיקדונות מטבע חוץ
-9.4	-7.7	-5.2	-1.2	-8.3	-5.6	-5.9	-3.5	-1.0	1.7	-5.1	4. העברות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי
											ב. ההרחבה הנובעת מהפעילות הבנקאית המקומית ²
5.8	6.1	0.9	0.3	7.5	1.2	3.3	2.3	5.3	4.4	1.7	
											ג. סך השינוי בנכסים השקליים הלא־צמודים (למעט מק"ם)
5.8	6.1	3.1	0.3	7.3	2.0	3.8	3.0	5.8	5.1	0.3	
1.3	1.7	2.0	0.7	1.1	-0.1	1.4	0.7	1.5	1.9	0.5	1. אמצעי תשלום
4.4	4.4	1.1	-0.4	6.2	2.0	2.4	2.3	4.3	3.2	-0.2	2. פח"ק (תפ"ס) + פז"ק

(1) אשראי מוכוון וגורמים אחרים. גורמים אחרים מקורם בחשבון הרווח וההפסד של בנק ישראל ובהתחשבות של בנק ישראל והמשלה.

(2) דהיינו השפעת מכפיל הפיקדונות שהוא סעיף שאריתי: שורה ג פחות שורה א.

פרק ז' שוקי הכספים וההון

לוח ז' - 6

המקורות וההתחלקות של התוספת לבסיס הנכסים הפיננסיים המקומיים של הציבור בגין עירויים חיצוניים, 1987 עד 1992
(אחוזים מן התוצר)¹

ההתחלקות					המקורות						
צבירת בסיס הנכסים לזמן בינוני וארוך (10)	צבירת בסיס איגרות החוב הסחירות (9)	צבירת בסיס הפיקדונות במט"ח (8)	צבירת בסיס המק"ם (7)	השינוי בבסיס הכסף (6)	סך כל העירויים לבסיס הנכסים המקומיים (3) + (4) = (5)	המרות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי (4)	סך כל העירויים החיצוניים (1) + (2) = (3)	העירוי החיצוני מבנק ישראל ³ (2)	העירוי החיצוני מהסקטור הציבורי ² (1)		
-4.5	5.4	-0.7	1.4	2.3	4.0	0.9	3.2	2.3	0.9		1987
-3.0	7.5	0.3	-0.4	-1.4	3.0	-5.1	8.1	4.2	3.9		1988
2.3	5.2	-1.1	1.1	0.8	8.2	1.7	6.5	0.3	6.2		1989
-0.0	1.8	0.0	-0.2	0.5	2.1	-1.0	3.1	-2.0	5.1		1990
-1.5	7.0	-0.5	0.7	0.5	6.2	-3.5	9.7	1.2	8.5		1991
-0.0	3.6	-1.1	0.4	0.6	3.5	-5.9	9.4	2.3	7.0		1992
2.7	7.1	-1.0	1.0	0.7	10.6	4.6	6.1	-4.4	10.4	I	1991
-0.4	9.0	-0.9	-0.3	0.6	8.1	-4.6	12.6	6.4	6.2	II	
0.0	6.0	0.6	-0.2	1.0	7.4	-5.6	13.0	7.7	5.3	III	
-8.6	6.0	-0.6	2.4	-0.2	-1.1	-8.3	7.2	-4.9	12.1	IV	
1.1	3.8	-0.9	1.1	-0.2	4.8	-1.2	6.0	3.4	2.6	I	1992
-1.7	4.1	-0.4	-0.3	2.1	3.9	-5.2	9.1	1.6	7.4	II	
-0.4	2.4	-1.8	-0.1	-0.2	-0.1	-7.7	7.5	-1.4	8.9	III	
1.0	4.1	-1.2	1.1	0.5	5.5	-9.4	14.8	5.7	9.1	IV	

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

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

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

(4) פת"ם ופת"ם-פיצויים.

לוח ז' - 7

הגירעון המקומי (על בסיס קופה) של הסקטור הציבורי ואופן מימונו — השינוי במאזן המאוחד של הממשלה ובנק ישראל, 1988 עד 1992
(אחוזי תוצר)²

	1992				1992	1991	1990	1989	1988	
	IV	III	II	I						
א. הגירעון										
1. הוצאות הממשלה (למעט מתן אשראי)	44.9	42.5	38.3	50.2	44.0	41.2	40.1	44.3	43.7	
מזה: ריבית על החוב הפנימי ¹	4.9	4.0	5.0	3.7	4.4	4.7	5.0	5.1	4.8	
2. הכנסות הממשלה ¹	39.4	37.2	35.5	48.3	40.1	35.6	36.4	39.2	41.8	
3. הגירעון התקציבי (2)-(1)	5.5	5.4	2.7	1.9	3.9	5.6	3.6	5.1	1.9	
4. ההזרמה שאינה קשורה בתקציב	0.4	1.2	1.4	-1.5	0.3	0.0	0.2	0.2	0.5	
5. המרות הסוכנות	0.5	0.4	0.6	1.1	0.6	0.8	0.9	0.6	0.6	
6. סך הגירעון המקומי (5) + (4) + (3)	6.4	6.9	4.7	1.4	4.9	6.5	4.8	5.9	3.0	
ב. המימון										
1. השינוי בבסיס הכסף	0.5	-0.2	2.1	-0.2	0.6	0.5	0.5	0.8	-1.4	
2. גיוס הון באמצעות בנק ישראל ¹	-6.8	-0.9	-2.5	-3.1	-3.3	-1.0	1.7	-0.4	-4.4	
מזה: באמצעות מק"ם	1.1	-0.1	-0.3	1.1	0.4	0.7	-0.2	1.1	-0.4	
הלוואה מוניטרית	-7.3	0.5	-2.5	-4.1	-3.3	-1.8	1.5	-0.3	-3.4	
3. מימון ממשלתי מקומי מהציבור (נטו) (א) + (ב) - (ג)	3.4	0.3	-0.1	3.6	1.8	3.4	1.6	7.3	3.7	
(א) אג"ח והפקדות ¹	4.7	2.1	2.6	3.4	3.2	5.0	1.5	7.4	4.6	
(ב) מכירת נכסים והכנסות מהון	1.4	0.2	0.0	1.4	0.8	0.4	0.3	0.2	0.0	
(ג) מתן אשראי נטו	2.7	2.0	2.7	1.2	2.1	2.0	0.3	0.2	0.9	
4. מכירות מטבע חוץ לציבור	9.4	7.7	5.2	1.2	5.9	3.5	1.0	-1.7	5.1	

- (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' מדרוש 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 כשני הפרקים.
- (2) ממוצע של הזרמים החדשיים השונים חלקי אומדן התוצר לאותו חודש.
- (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 מילות חובה נטו.
- (5) גיוס הון באמצעות פת"ם, פת"ם-פיצויים ומק"ם ובניכוי ההזרמה שנובעת מההלוואה המוניטרית, מהאשראי המוכוון ומגורמים אחרים.
- (6) גיוס הון נטו באמצעות איגרות חוב סחירות ובאמצעות הפקדות ואיגרות חוב לא סחירות (למעט מק"מ ופת"מ).
- ה מקור: נתוני בנק ישראל וחשב האוצר.

לעומת כ־0.5 אחוזי תוצר, בהתאמה¹ (לוח ז'–5). בחינת המקורות לשינויים בבסיס הכסף מלמדת, שהורמת הסקטור הציבורי בשנת 1992 דמתה בהיקפה להעברות מטבע החוץ של סקטור זה, ונותרה בשיעור קרוב לזה של השנה הקודמת (כ־3.1 אחוזי תוצר). לעומת זאת גדלה במידה משמעותית ההורמה של בנק ישראל (שהסתכמה בכ־2.3 אחוזי תוצר), וגידולה תאם את גידול הספיגה מבסיס הכסף בגין רכישות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי. (הספיגה בגין פעולות הסקטור הפרטי במטבע חוץ הסתכמה בשנת 1992 בכ־4.9 אחוזי תוצר, לעומת כ־3 אחוזי תוצר בשנת 1991 (לוח ז'–5)).

הרחבת ההלוואה המוניטרית מסבירה גם את הגידול הניכר של האשראי יחסית לגידולה של כמות הכסף (M2*). על ההלוואה המוניטרית, בניגוד לפיקדונות, אין חובת נזילות, ולכן קיוזו מלא של רכישות מטבע החוץ או ספיגת הממשלה באמצעות הרחבת ההלוואה המוניטרית פועל להגדלת האשראי השקלי, אף שבסיס הכסף וכמות הכסף אינם משתנים.

הגירעון המקומי של הסקטור הציבורי (של הממשלה והסוכנות) על בסיס קופה ירד בשנת 1992, והסתכם בכ־4.9 אחוזי תוצר, לעומת כ־6.5 אחוזי תוצר אשתקד. ירידת הגירעון לוותה בירידה בשיעור דומה של גיוס ההון הממשלתי. המימון המקומי מהציבור הסתכם בכ־4.0 אחוזי תוצר, לעומת כ־5.4 אחוזי תוצר בשנת 1991. ככלל ראוי לציין, שירידה של גירעון הממשלה ושל גיוס ההון תורמת להקטנת הלחץ על המקורות העומדים בפני הסקטור העסקי, ובכך פועלת להגדלת ההשקעות והתעסוקה בסקטור העסקי. עם זאת, כמו אשתקד, יועד גם השנה חלק גדול יחסית ממקורות המימון, כ־2.2 אחוזי תוצר, למתן אשראי לסקטור הפרטי. (מעורבות הממשלה כמתווך בשוק ההון אינה תורמת לייעול הקצאת המקורות).

גידולו של ביקוש הציבור למניות והצטמצמות גיוס ההון של הממשלה פעלו לגידול חסר תקדים של גיוס הון פרטי באמצעות הנפקת מניות, כ־3,600 מיליוני שקלים (כ־2.0 אחוזי תוצר) בשנת 1992, לעומת כ־700 מיליונים (במחירי 1992) לשנה בשלוש השנים הקודמות. (במקביל גדל במידה ניכרת גם היקף ההנפקות של חברות ממשלתיות — שהסתכם בכ־600 מיליוני שקלים).

בד בבד עם גידולו של גיוס ההון הפרטי, נמשכה בשנת 1992 העלייה המהירה של היקף האשראי לזמן בינוני וארוך, הניתן באמצעות הבנקים המסחריים — עלייה ריאלית של כ־8 אחוזים במהלך שנת 1992, בהמשך לעלייה בת 7.5 אחוזים בשנת 1991.

היתרה הריאלית של האשראי לציבור מהבנקים למשכנתאות התרחבה במהלך שנת 1992 בכ־10 אחוזים, לאחר עלייה של כ־19 אחוזים במהלך שנת 1991. התפתחות זו משקפת גידול ריאלי של זרם ההלוואות החדשות, המורכב מהמשך גידולן של ההלוואות המוכוונות וירידה ניכרת של ההלוואות החופשיות. התפתחות זו עולה בקנה אחד עם התמתנות הביקוש לדירור, בד בבד עם הרחבת מקורות האשראי שהעמידה הממשלה לרוכשי הדירות (הזכאים).

גידול הביקוש למניות בשנת 1992 נמשך לאורך השנה כולה, והתבטא בעלייה משמעותית של מחיריהן. שיעור התשואה הריאלי הכולל של מניות עלה במהלך השנה בכ־70 אחוזים, בהמשך לעלייה בת 30 אחוזים לשנה במהלך שלוש השנים הקודמות. גידול הביקוש למניות בשנת 1992 הוא המשך למגמה, שהחלה עם גל העלייה מברית המועצות, ומשקפת ציפיות להאצת הצמיחה ולשיפור ברווחיות

¹ השינוי בבסיס הכסף ובנכסים השקליים הלא צמודים, כפי שמוצג בלוח ז'–5, משקף את הפרש בין היתרות של סופי חודשים (היום האחרון בחודש). מלוח זה נגזר גידול של מכפיל הפיקדונות. ההתבססות על נתוני סוף חודש לצורך זה עלולה להטעות, שכן במהלך החודש יש תנודות ניכרות במיצרפים. על סמך נתוני סוף חודש גדל בסיס הכסף במהלך שנת 1992 בכ־19 אחוזים, ואילו מנתוני ממוצע חודשי מתקבל גידול של 28 אחוזים. (לפי שני החישובים גדל M2* בכ־25 אחוזים). ההבדל בגידול בסיס הכסף, בין נתוני ממוצע לנתוני סוף החודש, נובע מתנודות יומיות ניכרות בנכסים הנזילים של הבנקים. (במהלך דצמבר 1991 הם עלו מאוד, ובמהלך דצמבר 1992 ירדו).

העסקים². המדיניות המונית לא שונתה באופן שימתן את עליית מחירי המניות בשנת 1992, ונמשך ייצוב שיעורי הריבית השקליים, שמשמעותו סיפוק מלוא הביקוש לאשראי בריביות הקיימות, גם הביקוש לאשראי המיועד לרכישת מניות. עם זאת חשוב לציין, שעליית מחירי המניות, כל עוד אינה ניזונה מביקושים מלאכותיים, משמעותה עליית המחיר היחסי של נכסי הייצור (יחסית לעלות הייצור של נכסים אלו), וזו מזרזת את הגברת ההשקעות, גם אם היא ניזונה בחלקה מהתרחבות (או אקומודציה) מונית.

העלייה הניכרת בערך השוק של המניות, כ־114 אחוזים ריאלית במהלך השנה, תרמה להחשת קצב ההתרחבות הריאלי של הנכסים המקומיים של הציבור, מכ־7 אחוזים במהלך שנת 1991 לכ־20 אחוזים במהלך שנת 1992. היתרה הריאלית של הנכסים הפיננסיים למעט מניות ואיגרות חוב פרטיות, המשקפים בעיקרם תביעות של הציבור כלפי הבנקים והממשלה, גדלה במהלך השנה בכ־5.3 אחוזים, לעומת כ־2.6 אחוזים בשנת 1991. עלייה זו מורכבת מהתרחבות ריאלית משמעותית של הנכסים הנזילים — נכסים שקליים לא־צמודים, פיקדונות במטבע חוץ וצמודים למטבע חוץ ואיגרות חוב סחירות — ומהמשך ירידה ריאלית של הנכסים לזמן ארוך: פקצ"ם, תכניות חיסכון ואיגרות חוב לא־סחירות (לוח ז'–2).

2. הגורמים להתפתחויות המוניטריות והמדיניות המונית

ההתפתחויות בשוקי הכספים וההון, החל מחודש מאי, התאפיינו בשינוי ניכר בהרכב הרצוי של תיק הנכסים של הציבור — גידול הביקוש לנכסים (נטו) במטבע חוץ וצמודים למטבע חוץ, המשך גידול הביקוש למניות וירידת הביקוש לנכסים מקומיים אחרים. תמונת הראי של שינוי רצוי מסוג זה היא עליית הביקוש לאשראי שקלי מצד אחד וירידת היצע מקורותיו מהצד האחר. התוצאה של פעולת כוחות אלו היא לחץ לעליית הריבית השקלית. עיקר הלחץ היה לעליית הריביות לזמן קצר, וזאת, כאמור, החל מאמצע השנה. הרחבת הקף ההלוואה המונית איפשרה את התאמת היצע האשראי לגידול הביקוש לו, ובכך איפשרה לציבור לממש את השינוי הרצוי בהרכב תיק הנכסים בשיעורי הריבית הקיימים.

מספר גורמים נוספים על המדיניות המונית פועלו, כנראה, למיתון הלחץ לעליית שיעורי הריבית הריאלית, בעיקר למיתון עליית שיעורי הריבית לזמן ארוך: ירידה של גיוס ההון הממשלתי, שהתבטאה גם בגיוס (נטו) שלילי של איגרות חוב מיועדות, האישור בדבר קבלת הערבויות, והתמתנות שהיתה, כנראה, בביקוש לדיוור. השפעתם של גורמים אלו עשויה להסביר גם את התמתנות השיפוע של עקום התשואות, שהסתמנה הן במגזר איגרות החוב והן במגזר המשכנתאות.

ירידת גיוס ההון הממשלתי והגיוס השלילי במגזר הלא סחיר, שהוא מטבעו גיוס לזמן ארוך, פעלה להסטת הביקושים של המתווכים הרלוונטיים (קופות גמל וכד') למגזר הסחיר ארוך הטווח, ובכך פעלה לירידה יחסית של שיעורי הריבית לזמן ארוך. חשוב לציין, שמגמה זו של הקטנת גיוס ההון והקטנת החלק הבלתי־סחיר של החוב הפנימי (מיעדי הרפורמה בשוק ההון) תורמת לייעול שוק ההון ולירידה יחסית של שיעורי הריבית לזמן ארוך, שהם הרלוונטיים יותר להשקעות.

גורם נוסף, שתורם, כנראה, לירידה יחסית של שיעורי הריבית לזמן ארוך הוא ציפיות לירידתם על רקע אישור הערבויות לאשראי לצורך קליטת העלייה. במהלך השנה גבר הסיכוי לאישור הערבויות של

² מגמת העלייה של מחירי המניות החלה למעשה בשנת 1989, וזאת גם על רקע הירידה הניכרת של שיעורי הריבית במהלך אותה שנה. (ראה סעיף 6 בהמשך).

ממשלת ארצות הברית. (האישור התקבל באוקטובר 1992). ערבויות אלו ניתנו לממשלה על אשראי במטבע חוץ לזמן ארוך ובריבית נתונה (כלומר גידול הכמות המבוקשת אינו מעלה את הריבית), הנמוכה מריבית השוק; ניצולו של אשראי זה משמעותו הקטנת הלחץ של הממשלה על מקורות האשראי המקומי לזמן ארוך, ולכן — ירידה יחסית של הריבית לזמן ארוך (כמובן, בתנאי שגירעון הממשלה לא יגרל במקביל). ציפיות לירידת שיעורי הריבית לזמן ארוך פועלות להסטת הביקוש מנכסים לטווח קצר לנכסים לטווח ארוך (כלומר להסטת היצע האשראי של הציבור מאשראי קצר לארוך), ולכן — לירידה יחסית של הריביות לזמן ארוך.

גידול ביקוש הציבור לנכסים (נטו) במטבע חוץ במחצית השנייה של השנה התבטא בהיקף גדול יחסית של רכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי, בגידול הנכסים המקומיים במטבע חוץ והצמודים למטבע חוץ ובירידת האשראי במטבע חוץ. (במקביל גדל במידה ניכרת, החל מהרביעי השני, מלאי המוצרים וחומרי הגלם מיבוא; ראה פרק ב').

הגידול ברכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי בשנת 1992 משקף הישענות רבה יותר (יחסית לאשתקד) על אשראי מקומי (ופחות על אשראי מחו"ל) לצורך מימון הגירעון בחשבון השוטף, וגידול של יצוא הון, בין היתר כתוצאה מהמשך תהליך הליברליזציה. זאת לאחר תהליך מתמשך של יבוא הון בשנים קודמות. אחד הביטויים ליצוא ההון הוא גידול משמעותי של השקעות ישראלים בחו"ל. (ראה פרק ו').

עליית הביקוש לנכסים (נטו) מקומיים במטבע חוץ וצמודים למטבע חוץ התבטאה הן בצד הנכסים (עלייה) והן בצד ההתחייבויות (ירידה). היתרה הממוצעת (במונחי דולרים) של הפיקדונות המקומיים במטבע חוץ והצמודים למטבע חוץ (לזמן קצר) התרחבה בשנת 1992 בכ־15 אחוזים, לעומת כ־3 אחוזים בשנת 1991 — גידול המשקף בחלקו עלייה ניכרת במהלך הרביעי האחרון של שנת 1991. בחודשים ינואר עד אפריל של שנת 1992 הסתמנה יציבות ביתרת נכסים אלו, ובחודש מאי החלה מגמת עלייה, שנמשכה עד אוגוסט. בספטמבר ואוקטובר נרשמה ירידה מסוימת, ובנובמבר ודצמבר התחדשה מגמת העלייה. התפתחות אנאלוגית אפיינה את יתרת האשראי החופשי במטבע חוץ. היתרה הממוצעת (במונחים דולריים) עלתה בשנת 1992 בכ־5 אחוזים, לאחר עלייה של כ־40 אחוזים בשנת 1991. העלייה המתונה של היתרה הממוצעת משקפת מגמת עלייה מסוף שנת 1991 ועד אפריל 1992. החל מחודש מאי ועד סוף השנה ירד רכיב זה ירידה מתמדת.

המעבר של הציבור לנכסים במטבע חוץ נובע בחלקו מהמשך הרפורמה בשוק ההון, שהרחיבה את האפשרויות של עסקים ופרטים להשקיע בנכסים זרים. (ראה פרק ו'). הגדלת מיגוון הנכסים הזרים מאפשרת לציבור לשפר את איכות תיק נכסיו (פיזור סיכון), ולכן פועלת ליצוא הון. עם זאת התמשכות התהליך והתבטאותו גם בגידול הביקוש לנכסים (נטו) מקומיים במטבע חוץ וצמודים למטבע חוץ מלמדת על ציפיות לגידול פער התשואות בין נכסים מקומיים לזרים (כפי שאכן אירע). במהלך המחצית הראשונה של השנה גברה ככל הנראה הערכת הציבור, כי קצב עליית המחירים אכן יורד ירידה משמעותית, וכי הרמה הנמוכה (יחסית לעבר) של הריביות הנומינליות אינה תופעה זמנית. אם הציבור העריך שקצב הפיחות של שער החליפין יישאר דומה לזה של השנים הקודמות (פירוט בהמשך), משמעותו של הדבר עלייה בפער התשואות הצפוי, הפועלת להתאמת הרכב תיק הנכסים — הגדלת משקלם של הנכסים במטבע חוץ והצמודים למטבע חוץ בתיק.

בחודש מאי החל, כאמור, תהליך רכישות מטבע חוץ, ואלה גברו בתקופה שבין אמצע יוני לאמצע יולי — סביב הבחירות לכנסת. נראה שהדבר נבע משילוב של מספר גורמים: (א) עליית פער התשואות הצפוי, על רקע ירידת הריביות בחודשים הקודמים; (ב) חשש משינוי מדיניות שער החליפין, לאחר הבחירות, שיתבטא בשינוי גדול של השער בפועל; (ג) השפעה עונתית (נסיעות לחו"ל); (ד) הרחבת ההיתרים לתושבי ישראל להשקיע בניירות ערך זרים בתחילת יולי, במסגרת הרפורמה המתמשכת בשוק ההון.

רכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי נתונות מטבען לתנודות, לעיתים חריפות, הנובעות מגורמים שונים, שאינם קשורים דווקא לשינויים צפויים בפערי תשואות. בדרך כלל רצוי לאפשר לתנודות כאלה להתבטא בשינויים ביתרות מטבע החוץ בלי לגרום לזעזועים חריפים בשיעורי הריבית (או בשער החליפין), שכן לזעזועים בשיעורי הריבית (או בשער החליפין) עלול להיות מחיר ריאלי (במונחי פעילות ותעסוקה). שיקולים אלו הניעו את הבנק המרכזי לייצב את שיעורי הריבית השקליים בתקופה האמורה. בחודשים אוגוסט עד אוקטובר פחתו רכישות מטבע החוץ לקצב שאינו חורג בהרבה מהדרוש למימון הגירעון השוטף של הסקטור הפרטי. עם זאת העדר תיקון מפצה בגין יצוא ההון בחודשים יוני ויולי מלמד, בדיעבד, שהתופעה שיקפה תהליך של שינוי בהרכב תיק הנכסים, ולא תנודה חולפת.

בתחילת נובמבר הועלה שער האמצע של השקל ביחס לסל המטבעות ב־3 אחוזים, ושיפועו הוקטן מ־9 ל־8 אחוזים. (ב"שיפוע" הכוונה לקצב גידול יומי במונחים שנתיים). בחודשים נובמבר ודצמבר פעל בנק ישראל לצמצום המירווח במגזר השקלי הלא־צמוד. הבנקים הפחיתו את ריביות החובה בכ־2 נקודות אחוז ואת ריביות הזכות בנקודות אחוז, ובמקביל הוריד גם בנק ישראל את העלות השולית של ההלוואה המוניטרית בנקודות אחוז.

באותה תקופה גדל שוב היקף הרכישות של מטבע חוץ לקצב רומה לזה ששרר בחודשים יוני ויולי, התפתחות שחזקה את ההערכה בדבר קיום תהליך מתמשך של התאמת הרכב תיק הנכסים. מאחר שהתחלופה בין נכסים מקומיים לנכסים זרים אינה מלאה, הרי תהליך כזה — בין אם הוא נובע מציפיות לעליית פער התשואות ובין מהסרת מגבלות, המאפשרת לציבור לשפר את איכות תיק נכסיו — אמור להסתיים בשלב כלשהו, וזאת גם אם הבנק המרכזי נמנע מלאפשר את עליית שיעורי הריבית. עלייתם של שיעורי הריבית המקומית עשויה למתן את קצב רכישות מטבע החוץ, ולקצר את תקופת ההתאמה, אולם עלייה מתמשכת בשיעורי הריבית עלולה בסופו של דבר לפגוע בפעילות ובתעסוקה (בעיקר אם זו מתורגמת לעליית הריבית לזמן ארוך). לעומת זאת התמדת קצב גבוה של רכישות מטבע חוץ עלולה לסכן, בשלב כלשהו, את האמינות של קובעי המדיניות בדבר יכולתם להתמיד במדיניות שער החליפין ובכך לפגוע בציפיות ליציבות שגם היא חשובה במידוד השקעות הסקטור העסקי. הימנעותו של הבנק המרכזי מהעלאת שיעורי הריבית בחודשים האחרונים של השנה מלמדת, שמשקל רב יותר ניתן ליעד של תמיכה בפעילות ובתעסוקה; זאת, קרוב לוודאי, בין היתר, על רקע האישור לקבלת הערבויות. ייתכן שהרבר מאפשר לקיים רמת יתרות נמוכה מזו שנדרשה בשנים הקודמות, בלי שתפגע אמינותו של משטר שער החליפין.

בחינה בדיעבד של ההתפתחויות מצביעה על האפשרות של קשר בין התאמת תוואי שער החליפין בתחילת נובמבר והורדת שיעורי הריבית לבין התגברות רכישות מטבע החוץ בחודשים נובמבר ודצמבר, על רקע המשך הליברליזציה. ההתמדתות היחסית של קצב הרכישות בחודשים אוגוסט עד אוקטובר מצביעה על האפשרות של התפתחות ציפיות להאטה של קצב הפיחות, על רקע ירידת הריביות הנומינליות והאטת קצב עליית המחירים בחודשים הקודמים. את המהלך שבוצע בתחילת נובמבר ניתן לפרש כמדיניות של היצמדות לתוואי הפיחות של השנים הקודמות, כ־11 אחוזים לשנה, למרות ירידת הריביות הנומינליות וקצב עליית המחירים. מפירוש כזה נגזר גידול של פער התשואות, יחסית לזה שהיה כנראה צפוי עד השינוי בנובמבר.

הסבר אפשרי נוסף להתגברותן של רכישות מטבע החוץ בחודשים נובמבר ודצמבר הוא ציפיות להמשך התחזקותו של הדולר יחסית למטבעות האחרים — התפתחות שמשמעותה פיחות של שער השקל ביחס לדולר, גם אם השער ביחס לסל ישאר קבוע. משקלות המטבעות השונים בסל המטבעות נקבעו על סמך הרכב הסחר של ישראל. יתרונה של שיטה זו הוא במיתון ההשלכות של שינויים יחסיים בין המטבעות השונים על הסחר. עם זאת ייתכן שמשקלו של הדולר בהרכב תנועות ההון גדול ממשקלו בהרכב הסחר. במקרה כזה ייתכן, שהתפתחותו הצפויה של שער החליפין של השקל ביחס לדולר

רלוונטיות לגבי תנועות ההון יותר מזו של שער השקל ביחס למטבעות האחרים. (זאת בין היתר עקב הוצאות עסקה במעבר בין מטבעות ומגבלות אחרות). במקרה כזה בעת ציפיות להיחלשותו של הדולר ביחס למטבעות האחרים תהיינה תנועות הון פנימה (כמו למשל בסוף שנת 1990), ואילו ציפיות להתחזקותו של הדולר תבאנה לתנועות הון החוצה. סביר להניח שתנועות הון מסוג זה משקפות בעיקרן שינוי עיתוי של תקבולים ותשלומים במטבע חוץ ולכן הן בעלות אופי חולף.

גל הרכישות, שהחל בנובמבר 1992, נמשך בינואר 1993. במהלך חודש ינואר, ובעיקר בפברואר, איפשר בנק ישראל עלייה של העלות השולית על ההלוואה המוניטרית, מכ-10.5 אחוזים בדצמבר 1992 לכ-12 אחוזים בפברואר 1993. צעד זה, במקביל להאטת הפיחות השוטף ולהיחלשות הדולר בעולם, התבטא בהפסקתו של גל הרכישות, ובחודשים מארס ואפריל נרשמו המרות חיוביות של מטבע חוץ.

* * *

בפני קובעי המדיניות המוניטרית עומדים שני יעדים עקריים: יציבות מחירים וצמיחה כלכלית. יציבות מחירים (או קצב אינפלציה נמוך) היא גם תנאי הכרחי לצמיחה כלכלית. בשנת 1992 הודגש יותר היעדר של עידוד הפעילות והתעסוקה, וזאת על רקע שיעור האבטלה הגבוה, מצד אחד, והיחלשות הכוחות לייסוף ריאלי, ששיקפה, בין היתר, כוחות לירידת קצב האינפלציה, מן הצד האחר. האמצעים העיקריים ששימשו לסייע להגברת הפעילות והתעסוקה היו המשך תהליך הליברליזציה בשוקי הכספים וההון, מדיניות שער החליפין ומדיניות הריבית. עם זאת נראה, כי יכולתה ויעילותה של מדיניות הריבית כאמצעי לעידוד הפעילות היא מוגבלת ואפשרית רק לזמן קצר.

התהליך המתמשך של ליברליזציה בשוקי הכספים וההון פועל להגדלת היקף הסחר ולהקצאה יעילה של המקורות, ולכן מהווה תנאי הכרחי לצמיחה כלכלית בטווח הארוך. בשנת 1992 ננקטה מדיניות של שער אמצע אלכסוני, שנועדה להגביר את הוודאות לגבי תוואי שער החליפין — בין היתר, מתוך הערכה שהדבר עשוי לתרום להגברת ההשקעות ביצוא ולהגדלת היצוא. אולם אמצעים אלו — יתר ודאות לגבי התוואי של שער החליפין ופתיחת המשק לתנועות הון — מצמצמים את הפעולה של מדיניות הריבית כאמצעי להרחבה של הפעילות והתעסוקה.

הורדת שיעורי הריבית הנומינלית המקומית עשויה לסייע להגברת הפעילות והתעסוקה. אולם אם הדבר אינו מלווה, בשלב כלשהו, בהפחתה מתאימה של התשואה הצפויה של נכסים זרים, אזי משמעות ההורדה היא גם הקטנת התשואה הצפויה מנכסים מקומיים יחסית לזו של נכסים זרים. התוצאה של גידול פער התשואות, במיוחד על רקע הגדלת פתיחותו של המשק, היא דליפה של הון וירידה של יתרות מטבע החוץ — התפתחות שעלולה, בשלב כלשהו, לפגוע באמינותו של משטר שער החליפין. הדבר עלול להפך את היציבות הכלכלית, שהיא תנאי הכרחי לצמיחה כלכלית. מכאן שהיכולת של המדיניות המוניטרית לשימור של שיעורי ריבית מקומית נמוכים (יחסית לתשואה הצפויה של נכסים זרים) היא מוגבלת, ואפשרית רק לגבי הטווח הקצר מאוד. ראוי לציין, שגם לו ניתן לשמר שיעורי ריבית נמוכים יחסית למחיר ההון העומד בפני המשק הישראלי, הדבר אינו רצוי, שכן הוא היה פועל להקצאה לא יעילה של המקורות, ולכן — פוגע ביעד הצמיחה.

3. האשראי

את האשראי לציבור מקובל לחלק לשני סוגים עיקריים: אשראי לזמן קצר (עד שנה) ואשראי לזמן בינוני וארוך. האשראי לזמן קצר ניתן ממערכת הבנקאות המסחרית (ומשלוחותיה בחו"ל), ומיועד בעיקר למימון פעילות שוטפת של עסקים ומשקי בית. האשראי לזמן בינוני וארוך מיועד בעיקר

למימון השקעות בענפי המשק ובדירור. התחלופה בין סוגי האשראי אינה מלאה, בגלל יעדיהם השונים ומחמת מגבלות, הנעוצות בין היתר, בשיקולי יציבות של המוסדות הפיננסיים, הפועלים לקיומו של מאזן הצמדה בין מקורות לשימושים לטווחי זמן שונים.

בעבר נוהל חלק מהאשראי לזמן בינוני וארוך בבנקים ייעודיים (בנקים למימון השקעות ומוסדות כספיים), בזיקה ניכרת למסגרות מתן האשראי של הממשלה. כיום, בעקבות הרפורמה בשוק ההון, הצטמצם מאוד חלקם של המוסדות הייעודיים, והפעילות מתרכזת כמעט כולה בבנקים המסחריים ובבנקים למשכנתאות.

בשנת 1992 הוחש קצב ההתרחבות הריאלי של האשראי לזמן קצר, ובמקביל נמשכה ההתרחבות המהירה של האשראי לזמן בינוני וארוך של הבנקים המסחריים. לעומת זאת התמתן קצב הגידול של יתרת האשראי מהבנקים למשכנתאות, לאחר החשה ניכרת אשתקד.

א. האשראי הבנקאי לזמן קצר

היתרה הממוצעת של האשראי הבנקאי לזמן קצר התרחבה בשנת 1992 בשיעור גבוה מזה של התוצר הנומינלי, כ־22 אחוזים לעומת כ־19 אחוזים, בהתאמה. גידולה של היתרה הממוצעת משקף החשה ריאלית ניכרת במהלך השנה, כ־16 אחוזים, לעומת קצב גידול ריאלי של כ־5 אחוזים לשנה בשלוש השנים הקודמות. התפתחות זו לוותה בשינוי בהרכב האשראי, ששיקף את השינוי הרצוי בהרכב תיק הנכסים של הציבור — עלייה ריאלית ניכרת של האשראי השקלי הלא־צמוד מצד אחד וירידת היתרה הרולרית של האשראי החופשי במטבע חוץ מן הצד האחר.

ההתרחבות הניכרת של האשראי השקלי הלא־צמוד — כ־19 אחוזים, ריאלית, במהלך השנה — נשענה, כאמור, על גידול ניכר של היצע המקורות שהעמיד בנק ישראל לרשות הבנקים. ראוי לציון הגידול הניכר יחסית של הביקוש לאשראי השקלי לזמן קצוב. אשראי זה, שהוא זול יחסית לחח"ד, התרחב ריאלית בכ־23 אחוזים, לעומת עלייה של כ־12 אחוזים באשראי החח"ד. הגידול היחסי של הביקוש לרכיב זה התבטא גם בייקור יחסי של עלותו. הריבית על החח"ד ירדה בשנת 1992 בכ־8 נקודות אחוז לעומת הממוצע בשנת 1992, ואילו הריבית על האשראי לזמן קצוב ירדה רק בכ־4.7 נקודות אחוז.

ירידתו של קצב עליית המחירים בשנת 1992 היתה גבוהה מירידת שיעורי הריבית, ולפיכך עלתה הריבית הריאלית בדיעבד על האשראי השקלי הלא־צמוד עלייה קלה לעומת השנתיים הקודמות, כ־9.6 אחוזים בשנת 1992 לעומת כ־7.1 ו־7.5 אחוזים בשנים 1991 ו־1990, בהתאמה. התפתחותו של מדר המחירים הושפעה בשנים האחרונות מההתפתחות החריגה של מדר הדירור; בעיקרון מדר זה אמור לשקף את המחיר של צריכת שירותי הדירור. בפועל הוא משקף בעיקר את השינויים במחירי הדירות, וכשחלים שינויים בשיעורי הריבית, כפי שהיה בשנים הקודמות, אזי השינוי במחיר הנכס אינו מבטא נאמנה את השינוי במחיר זרם השירותים הנובעים מהנכס. מסיבה זו ייתכן, שהמדר למעט דירור משקף טוב יותר את התפתחות המחירים של סל הצריכה. לפי מדר זה מתקבלת בשנת 1992 ירידה מסוימת של הריבית הריאלית בדיעבד לעומת השנתיים הקודמות (8.4 אחוזים בשנת 1992 לעומת 9.7 ו־10.7 אחוזים בשנים 1991 ו־1990, בהתאמה).

אין בידינו נתונים מדויקים לגבי הריבית על האשראי החופשי במטבע חוץ. בהנחה שהריבית הרולרית על רכיב זה התנהגה בדומה לריבית על היוורולר (לשלושה חודשים). מתקבלת ירידה של הריבית הרולרית — אולם לאור העלייה הגבוהה היחסית של שער החליפין של השקל ביחס לדולר, מתקבלת בשנת 1992 עלייה ניכרת, כ־8 נקודות אחוז, של הריבית הריאלית (והנומינלית) בדיעבד על רכיב זה. הפער בין הריבית הריאלית (והנומינלית) בדיעבד על אשראי במטבע חוץ לזו על האשראי

לוח ז' - 8

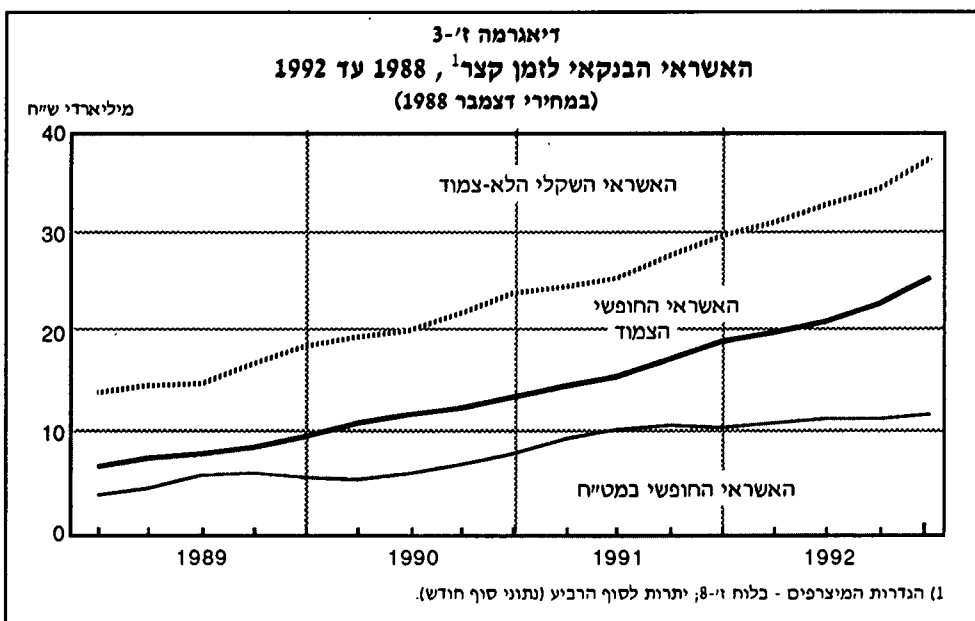
האשראי לציבור ממערכת הבנקאות המסחרית, 1990 עד 1992

השינוי הנומינלי במשך התקופה'			השינוי הנומינלי ביתרה הממוצעת'			יתרה לסוף	יתרה לסוף	
1992	1991	1990	1992	1991	1990	1992	1991	
(אחוזים)						(מיליוני ש"ח)		
30.1	24.9	29.3	25.4	26.4	34.0	39,266	29,990	1. האשראי השקלי הלא-צמוד
20.2	26.5	23.4	23.3	22.0	23.4	19,750	16,548	א. האשראי בחח"ד ומשיכות יתר
								ב. האשראי הלא-צמוד האחר במטבע ישראלי (לזמן קצוב)
42.3	23.0	37.1	28.0	32.1	50.6	19,516	13,442	
17.5	27.5	61.9	13.5	62.4	18.6	11,958	10,083	2. האשראי החופשי במטבע חוץ ²
46.5	-28.3	-88.1	20.1	-86.8	-29.7	441	300	3. האשראי המוכוון ליצוא
27.1	24.8	19.8	22.2	23.6	20.9	51,665	40,373	4. האשראי הבנקאי לזמן קצר (1 + 2 + 3)
38.8	39.6	41.9	36.0	36.4	50.1	26,748	19,273	5. האשראי הצמוד במטבע ישראלי ³
-0.6	17.7	3.2	10.9	9.6	2.8	21,884	21,857	6. האשראי מפמל"ה ³
51.9	73.5	42.6	77.6	76.4	22.3	9,500	6,267	מזה: מפיקדונות הממשלה ³
22.4	25.9	18.2	22.1	21.8	19.0	100,297	81,503	7. סך כל האשראי הבנקאי (4 + 5 + 6)
9.4	18.0	17.6	11.9	19.0	17.2			8. מדר המחירים לצרכן

(1) קצבי הגידול מבוססים על ממוצעים חודשיים. כל ממוצע חודשי נתקבל כממוצע של הנתון לסוף אותו חודש וזה של קודמו.

(2) אשראי מבנקים מסחריים ושלוחותיהם בחו"ל.

(3) בנובמבר 1992 הותר לבנקים למיין מחדש את הפעילות המרווחת בין הפמל"ה לפעילות החופשית. כתוצאה מכך הועברו כ־6 מיליארדי ש"ח מסעיף האשראי מפמל"ה לסעיף האשראי החופשי הצמוד. הנתונים בלוח זה הם עדיין על פי המיון הישן (כדי לשמור על רציפות הסדרות).



השקלי גדל בשנת 1992 בכ־7 נקודות אחוז. כאמור, סביר להניח שלפחות חלק מגידולו של פער התשואות היה צפוי, והוא הניע את הציבור להתאים את הרכב תיק נכסיו.

ב. האשראי לזמן בינוני וארוך

במהלך שנת 1992 נמשך הגידול המהיר של האשראי הבנקאי לזמן בינוני וארוך. היתרה הריאלית התרחבה בכ־7.4 אחוזים, בהמשך לגידול בן 7.6 אחוזים בשנת 1991. לאשראי זה שני רכיבים עיקריים — אשראי חופשי צמוד ואשראי מפיקדונות למתן הלוואות (פמל"ה). בשנים האחרונות, בעקבות הרפורמה בשוק ההון, התרחב האשראי החופשי בהתמדה ובמידה ניכרת, ובמקביל הצטמצמה היתרה הריאלית של האשראי מפמל"ה. מגמות אלו נמשכו גם בשנת 1992. יתרתו הריאלית של האשראי החופשי התרחבה במהלך השנה בכ־26 אחוזים, וזאת בהמשך לעלייה ריאלית של כ־18 אחוזים בשנת 1991. היתרה הריאלית של האשראי מפמל"ה הצטמצמה בכ־10 אחוזים, התפתחות המורכבת מהצטמצמות ניכרת של האשראי מפמל"ה פרטיים ומהמשך התרחבות ניכרת, כ־40 אחוזים, ריאלית, של האשראי מפיקדונות הממשלה.

יתרות האשראי לזמן בינוני וארוך מושפעות מרווחי (או מהפסדי) הון, הנובעים משינויים בשער החליפין הריאלי ומגורמים אחרים. זרם האשראי, כלומר ההלוואות החדשות שניתנו במהלך השנה, מטיב לשקף את תוספת המקורות שהופנו למימון השקעות חדשות. לצערנו אין לנו, בשלב זה, אינפורמציה על זרם האשראי לזמן ארוך, הניתן על ידי הבנקים המסחריים. (באשראי לזמן קצר ההבחנה בין זרמים ליתרות פחות חשובה, שכן אשראי זה מתחדש לעיתים קרובות.) עם זאת, מההחשה הניכרת והמתמשכת של התרחבות האשראי החופשי הצמוד ניתן להסיק, בהנחות סבירות למדי, על גידול ריאלי מתמשך של זרם ההלוואות החדשות במגזר החופשי לזמן בינוני וארוך.

לוח ז' - 9

האשראי מהבנקים למשכנתאות — זרמים ויתרות, 1989 עד 1992

השינוי הריאלי			מיליוני ש"ח במחירים שוטפים				
1992	1991	1990	1992	1991	1990	1989	
(אחוזים)							
זרמי האשראי							
28.8	76.9	21.6	5,109	3,517	1,688	1,186	1. הלוואות מוכוונות למגורים
-20.3	24.7	15.3	2,102	2,357	1,582	1,186	2. הלוואות לא־מוכוונות
9.2	51.5	18.4	7,210	5,875	3,270	2,372	3. סך כל ההלוואות למגורים (2 + 1)
2.0	152.0	18.0	3,291	2,849	961	710	4. הלוואות למגורים בניכוי פירעונות
			641	414	314	145	5. הלוואות שלא למגורים
11.5	47.5	21.5	7,851	6,289	3,584	2,517	6. סך כל זרם ההלוואות (5 + 3)
יתרת האשראי							
10.0	19.2	12.0	30,523	25,369	18,037	13,689	היתרה לסוף תקופה
16.8	16.5	11.4	28,496	21,839	15,748	12,065	היתרה הממוצעת

יתרת האשראי מהבנקים למשכנתאות התרחבה במהלך שנת 1992 בכ־10 אחוזים, ריאלית, לאחר כ־19 אחוזים במהלך שנת 1991. התפתחות זו משקפת, בין היתר, גידול בן 9 אחוזים של זרם ההלוואות החדשות, בהמשך לגידול ריאלי של כ־52 אחוזים אשתקד. (זרם ההלוואות למגורים בניכוי פירעונות עלה בשנת 1992 בכ־2 אחוזים, במונחים ריאליים, לעומת שנת 1991. זאת לאחר עלייה של כ־152 אחוזים בשנת 1991 יחסית ל־1990, לוח ז'–9).

בחינת המקורות לגידול ההלוואות החדשות מלמדת על המשך גידולן של ההלוואות המוכוונות וירידה ריאלית של זרם ההלוואות החופשיות. הריבית הריאלית על הלוואות חופשיות המשיכה לרדת בשנת 1992, כ־4.4 אחוזים לעומת 4.6 ו־5.4 אחוזים בשנים 1991 ו־1990, בהתאמה. מכאן שירידת זרם ההלוואות החופשיות משקפת ירידה של הביקוש ותחלופה עם הלוואות מוכוונות, שהן זולות יותר, והיצען המשיך להתרחב.

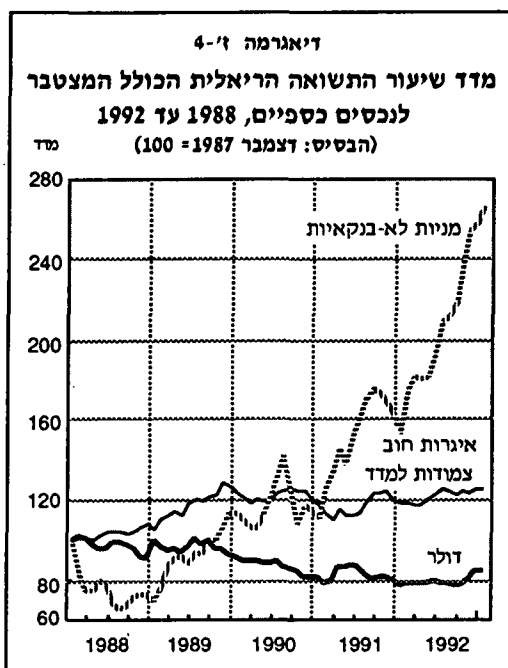
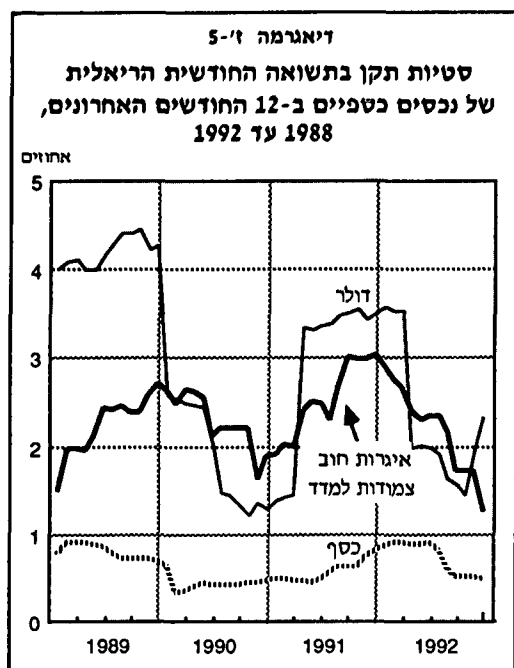
4. תיק הנכסים של הציבור

השנה הואץ קצב התרחבותו של תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור — כ־24 אחוזים, ריאלית, לעומת כ־7 אחוזים אשתקד; זאת תוך שינוי נכבד בהרכב תיק הנכסים — עלייה תלולה של משקל המניות מ־13 אחוזים אשתקד ל־25 אחוזים השנה, וירידה מקבילה של יתר הנכסים (לוח ז'–12). עליית משקל המניות מבטאת בעיקרה עליית מחירים מהירה בשוק המניות, ובחלקה — הנפקת מניות. ערך השוק של המניות שבידי הציבור (למעט קופות גמל) בסוף השנה עלה ריאלית בכ־130 אחוזים על זה של סוף 1991, והסתכם בכ־74 מיליארדי ש"ח, שהם כ־68 אחוזי תוצר, בעוד שהנפקת מניות בסך של כ־4 מיליארדי ש"ח היוותה כ־20 אחוזים מהשקעות הסקטור העסקי בנכסים קבועים.

עליית משקל המניות בתיק הנכסים השתקפה, כאמור, בירידה מקבילה של משקל הנכסים האחרים, ובעיקר של נכסים צמודים למדד, שירדו ב־9 נקודות אחוז — מ־61 אחוזים בסוף 1991 לכ־52 אחוזים בסוף 1992; ירד משקל רכיבי קופות הגמל (למעט מניות), ביטוח החיים, תכניות החיסכון והפיקדונות צמודים — כולם נכסים לטווח ארוך.³

מניות סחירות המוחזקות בידי הציבור הן למעשה נכס פיננסי של הציבור, המשקף בעלות על נכסים פיסיים המוערכים במחיר שוק. לפיכך מעניין לבחון את התפתחות תיק הנכסים למעט מניות, המשקף בעיקרו תביעות פיננסיות של הציבור כלפי הבנקים, בנק ישראל והממשלה. מתברר כי כאן השינוי צנוע יותר — כ־7 אחוזים ריאלית; הנכסים במטבע חוץ גדלו בכ־16 אחוזים, הנכסים הלא־צמודים לטווח קצר גדלו בכ־11 אחוזים, והנכסים הצמודים — בכ־4 אחוזים בלבד. בסך הכול נרשמה במהלך השנה עלייה קלה של משקל הנכסים במטבע חוץ וירידה של משקל הצמודים למדד, וזאת לאחר תקופה ארוכה שבה ירד משקל הנכסים במטבע חוץ — מכ־27 אחוזים מכלל תיק הנכסים (למעט מניות) בסוף שנת 1987 לכ־17 אחוזים בסוף 1991. ראוי לציין, כי בתיק הנכסים לא נכללים נכסים בחו"ל, ובהם מניות ואגרות חוב המוחזקות באמצעות קרנות הנאמנות, וכן ישירות בידי הציבור, נכסים שגדלו השנה במידה ניכרת (כמפורט בסעיף "קרנות נאמנות"). לפיכך ניתן לומר, כי חלה השנה תפנית — מעבר מנכסים צמודים למדד לנכסים צמודים למטבע חוץ. המשקף שינוי בתשואותיהם הצפויות, בעיקר לאור ציפיות להמשך קצב הפיחות הנומינלי, זאת על רקע ירידת שיעורי הריבית הנומינליים והאטת עלייתם של המחירים המקומיים. עיקר גידולם של הביקושים לנכסים במטבע חוץ התרכז במחצית השנייה של השנה, לאחר

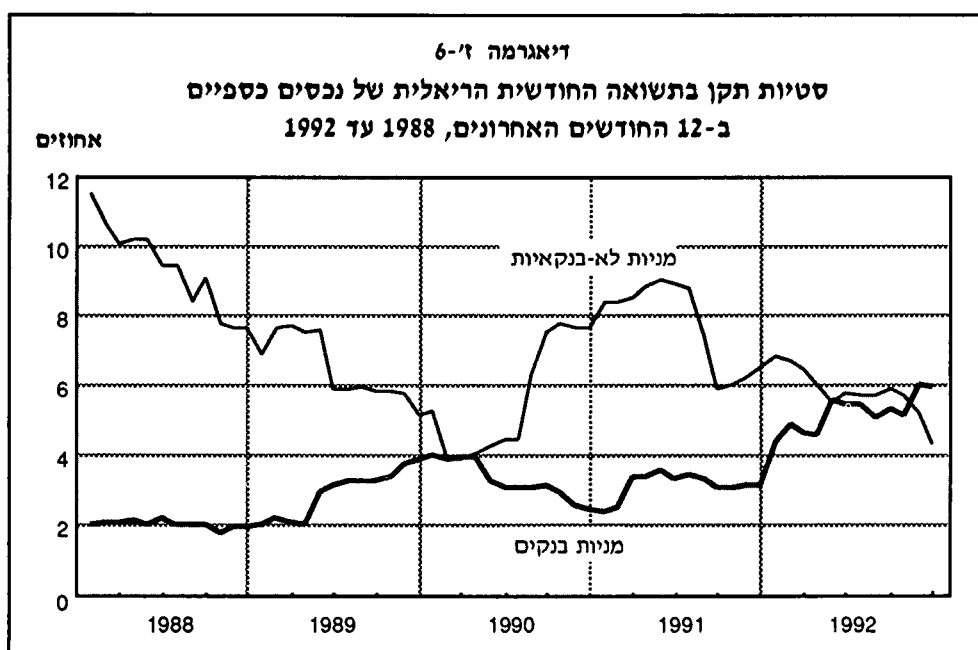
³ הציבור מחזיק נכסים פיננסיים הן במישרין והן בעקיפין — בעיקר באמצעות קרנות הנאמנות וקופות הגמל. גופים אלה נדרנים בנפרד בהמשך.



עלייה רבה של מחירי המניות, המשך ירידה של הריביות לטווח ארוך והתייצבות הריביות לטווח קצר, לאחר ירידתן בתחילת השנה.

מאז 1990 אנו עדים לשינוי מתמשך בהרכב תיק הנכסים — הגדלת משקל המניות והקטנת משקל החלק הצמוד למדד. ברקע השינוי עומדים גורמים בסיסיים, בהם ירידה של הגירעון הממשלתי ושל גיוס ההון למימונו והרפורמה בשוקי הכספים, וגורמים המיוחדים לשנים האחרונות, בהם גל העלייה, עליית רווחיותן של הפירמות והרפיית הריסון המוניטרי מאז סוף 1988. בהעדר צעדי מדיניות אחרים, אמורה הירידה של גירעון הממשלה ושל גיוס ההון לשם מימונו כשלעצמה לגרום לירידת הריבית לטווח ארוך ולהפניית הביקושים לנכסים פיננסיים אחרים — מקומיים וזרים. חלקם היה עשוי להיות מנותב אל רכישת נכסים לא-סחירים לטווח ארוך, כגון קופות גמל, ביטוח חיים ותכניות חיסכון, שהיו מחויבים בהפקדה באוצר וברכישת איגרות חוב מיועדות. בגלל חובת ההפקדה יכול היה להיווצר עודף גיוס הון של הממשלה, הנובע מהגדלה בלתי מתוכננת של מלאי איגרות החוב הבלתי סחירות — אולם במסגרת הרפורמה בשוק ההון ננקטו מספר צעדים, שמטרתם הקטנת מעורבות הממשלה בשוקי הכספים ויתר התבססות על כוחות השוק כמנגנון להקצאת החיסכון ולהחלטות השקעה. יש לציין במיוחד את ההקטנה ההדרגתית של חובת ההשקעה של קופות הגמל בנכסים ממשלתיים — מ־92 אחוזים ב־1987 ל־50 אחוזים כיום, את ביטולן של תכניות חיסכון שהתבססו על הפקדות באוצר (1990) ואת הקטנת חובת ההשקעה באיגרות חוב ממשלתיות לכ־40 אחוזים. נוסף על כך הופסקה הנפקתן של איגרות חוב בלתי סחירות לקופות הגמל.

צעדים אלה, בשילוב צמצום גירעון הממשלה מאז תכנית הייצוב מיולי 1985, פעלו להקטנת היצע הנכסים הפיננסיים הממשלתיים, ובשילוב עם החלשת הריסון המוניטרי מאז 1989 תרמו לירידת שיעורי הריבית לטווח ארוך.



במקביל לכך גדל הביקוש לנכסים פיננסיים אחרים, בעיקר למניות, והשנה — גם לנכסים הנקובים במטבע חוץ. הביקוש למניות עלה, על רקע שיפור בגורמים הבסיסיים בצד הריאלי, ובראשם גל העלייה מברית המועצות, שהביא בעקבותיו ציפיות להאצת צמיחתו של התוצר העסקי, תוך גידול הפריזון והרווחיות. נוסף על כך פעלה ירידת שיעור האינפלציה להגברת הווראות העסקית, ותרמה למעבר מנכסים צמודים, "מוגני אינפלציה", לנכסים אחרים, פחות צמודים, ובהם מניות. כאמור, גדלה במידה ניכרת החזקת נכסים בחו"ל — בעיקר באמצעות קרנות הנאמנות. נראה כי מתן האפשרות לציבור להשקיע בנכסים זרים הוא תרומה להגדלת החיסכון הפיננסי, ובעקיפין — למניעת הרעה בחשבון השוטף, שמקורה בעליית הצריכה הפרטית, בהעדר אפשרות זו.

5. הרכוש

הציבור מחזיק רכוש פיסי ורכוש פיננסי. הרכוש הפיסי מייצג בעלות על בתי מגורים, מוצרים בני-קיימא ומלאי נכסים קבועים ושוטפים לשימוש הסקטור העסקי. הרכוש הפיננסי נגזר מן ההפרש שבין הנכסים הפיננסיים להתחייבויות, והרכבו נקבע בעיקר על פי שיקולי רווחיות, סיכון ונזילות. סך הרכוש גדל השנה ריאלית בקצב מהיר — כ-8.9 אחוזים, עלייה המשקפת גידול בן 10 אחוזים של הרכוש הפיסי וגידול איטי יותר, 5.2 אחוזים, של הרכוש הפיננסי; זאת על רקע עלייה מהירה הן של הנכסים הפיננסיים והן של ההתחייבויות. בעקבות גל העלייה בשנים האחרונות אנו עדים לגידול מהיר של צבירת נכסים פיסיים לשימושם של משקי הבית — ריהוט, ציור וכלי תחבורה אישיים. רכישת

מוצרים בנייקיימא גדלה השנה — בכ"ג אחוים, ריאלית, ובעקבות זאת גדל המלאי בכ"ג אחוים. גל העלייה מברית המועצות ותנופת הבנייה בעקבותיו ניכרו גם בהגדלת ההשקעה בריור ובגידול ריאלית מהיר של מלאי הדירות בכ"ג אחוים. מלאי ההון העסקי גדל במהלך השנה בכ"ג אחוים ריאלית, בדומה לאשתקד, עם השיפור ברווחיות העסקית וציפיות להאצת הצמיחה. שיעורי גידול כאלה לא נצפו במשך כל שנות השמונים (לוח ז'–10).

הרכוש הפיננסי גדל, כאמור, בשיעור איטי יותר. גידולו המצטבר בשלוש השנים האחרונות נופל במידה ניכרת מגידול התוצר והאוכלוסייה; במלים אחרות: אנו עדים למעבר מרכוש פיננסי לרכוש פיסי, המשקף ירידה של גיוס ההון הממשלתי, בד בבד עם גידול של ההשקעה בנכסים קבועים, תוך הגדלת התחייבויות הציבור לזמן בינוני וארוך. ואכן, השנה השתנה הרכב הרכוש הפיננסי: הרכוש לטווח קצר גדל במהירות, ואילו ברכוש לזמן בינוני וארוך שררה יציבות יחסית.

התרחבות היקפו של הרכוש לטווח קצר משקפת בעיקרה את ירידת הריביות הנומינליות לזמן קצר ואת ירידת התשואות לפרדיון של איגרות החוב לטווח ארוך במהלך השנה. בעקבות זאת הגדיל הציבור את החזקת אמצעי התשלום. נוסף על כך פעלה עליית מחיריהן של איגרות החוב הסחירות להגדלת הרכוש, שחלקו הסחיר נרשם במחירי שוק.

הציפיות לעליית התשואה של נכסים הנקובים במטבע חוץ השתקפו בהגדלה מהירה יחסית של הרכוש הצמוד למטבע חוץ — עלייה ריאלית בת 20 אחוים לעומת כ"ג אחוים בלבד בנכסים פיננסיים אחרים. גידול זה אינו כולל את גידול ההשקעות הישירות של קרנות נאמנות בחו"ל.

6. רכיבי שוק ההון

א. שוק המניות

בשוק המניות נמשכה השנה, וביתר שאת, מגמת הגיאות, ששררה בשנים האחרונות. התשואה הריאלית הכוללת של החזקת מניות במשך השנה היתה כ"ג אחוים, וערך השוק של המניות גדל ריאלית בכ"ג אחוים. גיוס הון באמצעות הנפקת מניות וניירות ערך בני המרה וכן באמצעות מימוש אופציות הסתכם ביותר מ"ג מיליארדי ש"ה, סכום ללא תקדים, המהווה כ"ג אחוים מסך ההשקעה של הסקטור העסקי בנכסים קבועים, וזאת לעומת כ"ג אחוים אשתקד ושיעורים זניחים בשנים עברו. הגיאות בשוק המניות השתקפה גם בגידול מחזורי העסקאות ובירידת שוונות התשואות של החזקת מניות (לוח ז'–13). בסך הכול גדל משקל המניות בתיק הנכסים הכספיים של הציבור בשיעור ניכר, והגיע לכ"ג אחוים, לעומת 13 אחוים אשתקד ושיעורים נמוכים עוד יותר בשנים קודמות.

לאחר שפל בשנת 1988, החלה במהלך 1989 גיאות בשוק המניות, בד בבד עם ירידת הריבית כאותה שנה ועל רקע הקטנת ההיצע של איגרות החוב הממשלתיות, בעקבות צמצום הגירעון הממשלתי מאז תכנית הייצוב ביולי 1985. הקטנת ההיצע הביאה להפניית ביקושים לנכסים פיננסיים, ובעיקר להפניית ביקושי המשקיעים המוסדיים אל שוק המניות. במקביל גדל הביקוש להחזקת מניות, על רקע שיפור בתנאים המקרו-כלכליים: מאז תכנית הייצוב ב"ג 1985 אנו עדים לתהליך התאמה ולשינוי מבני בסקטור העסקי; עיקרו בשנים 1988 ו"ג 1989, ותוצאותיו אמורות להשתקף בעלייה פרמננטית של פריון הייצור. נוסף על שינוי זה תרם גם גל העלייה מברית המועצות להגדלה ניכרת של היצע העבודה, לירידת השכר הריאלי ולעלייה של רווחיות הפירמות. בעקבות גל העלייה הואץ קצב צמיחתו של התוצר העסקי, ונוצרו ציפיות להמשך צמיחה מואצת, תוך עלייה של הפריון ושל רווחיות הפירמות. ירידת הריביות לטווחים שונים במהלך השנה תרמה אף היא לשיפור ברווחיות ולהגדלת התשואה של הון עצמי, ומכאן — גם להתגברות הביקושים למניות. ההתקדמות בתהליך השלום ואישור הערבויות על ידי ממשלת

לוח ז' - 10

אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי¹, 1987 עד 1992
(נתוני סוף התקופה, מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)

השינוי הריאלי ²										
1992					ממוצע					
					1991		1987			
					עד		עד			
IV	III	II	I	כל השנה	1991	1990	1992	1990	1992	1991
(אחוזים)										
4.0	0.9	2.7	0.5	8.4	2.7	0.1	5.5	3.5	265.8	224.2
9.4	2.6	6.6	1.9	21.8	7.5	0.4	14.5	-1.5	73.3	55.0
2.1	0.3	1.5	0.1	4.0	1.2	-0.0	2.6	4.9	192.5	169.2
4.7	0.7	3.7	1.9	11.4	3.7	4.6	7.5	10.9	140.9	115.7
8.9	-0.9	2.7	3.7	14.9	2.7	10.5	8.7	16.0	54.1	43.0
2.3	1.6	4.3	0.7	9.3	4.3	1.3	6.8	8.5	86.8	72.7
3.3	1.2	1.7	-0.9	5.2	1.6	-4.2	3.4	-1.7	124.9	108.5
2.9	2.1	3.2	1.8	10.4	4.9	4.2	7.6	3.0	332.6	275.6
1.8	1.8	1.7	2.4	7.9	6.5	2.9	7.2	2.5		
3.0	1.8	2.8	1.0	8.9	4.0	1.6	6.4	0.4	457.5	384.1
2.2	1.6	1.7	1.4	7.1	5.1	0.8	6.1	1.1		

1. נכסים פיננסיים
 - א. נכסים לזמן קצר³
 - ב. נכסים לזמן בינוני ולזמן ארוך
2. התחייבויות פיננסיות
 - א. התחייבויות לזמן קצר
 - ב. התחייבויות לזמן ארוך
3. הרכוש הפיננסי הנקי (1 בניכוי 2)
4. רכוש פיסי ואחר⁴
- 4א. הרכוש הפיסי והאחר, מנוכה במדד מחירי הרכיבים
5. סך כל הרכוש (3) + (4)
- 5א. סך כל הרכוש מנוכה במדד מחירי הרכיבים (3) + (4א)

(1) הסקטור הפרטי הלא-פיננסי כולל את משקי הבית ואת הפירמות הלא-פיננסיות, ואומדן רכושו הפיננסי והאחר הוא הפער שבין תביעותיו להתחייבויותיו של סקטור זה כלפי הסקטור הציבורי, כלפי בנק ישראל, כלפי חו"ל וכלפי מערכת התיווך הפיננסי. מערכת התיווך הפיננסי כוללת את הבנקים המסחריים, האגודות השיתופיות לחיסכון ולאשראי, הבנקים למשכנתאות, הבנקים להשקעות, מוסדות פיננסיים החייבים בדיווח, חברות ביטוח, קופות גמל וקרנות הפנסיה. קבוצה זו מהווה את רוב רובה של מערכת התיווך הפיננסי בישראל. בשל מגבלות סטטיסטיות, לא מוגדרים כמתווכים פיננסיים כל אותם מוסדות פיננסיים שאינם חייבים בדיווח, וממילא הם מופיעים כחלק מהסקטור הפרטי הלא-פיננסי. בשל הדרך בה הוגדרה כאן מערכת התיווך הפיננסי, יש פער בין נתוני לוח זה לבין הנתונים בלוחות האחרים בפרק, המתארים את הנכסים וההתחייבויות של הציבור. פירוט רחב יותר של הסעיפים השונים — ראה בלוח ז'-3-8.

- (2) מנוכה במדד המחירים לצרכן, אם לא צוין אחרת.
 - (3) בצירוף אג"ח סחירות ומניות פיננסיות.
 - (4) הנכסים הפיסיים כוללים מלאי מוצרים בני-קיימא, דירות, בניינים, מלאי מוצרים, חומרי גלם וציוד שבידי פירמות.
- ה מקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ז' - 11

הרכוש הנקי שבידי הציבור במטבע חוץ וחלקו ברכוש הפיננסי הנקי, 1983 עד 1992

משקלו של הרכוש הנקי במטבע חוץ ברכוש הפיננסי הנקי (4)	הרכוש הנקי במטבע חוץ (3) = (1) - (2)	סך כל ההתחייבויות במטבע חוץ ² (2)	סך כל הנכסים במטבע חוץ ¹ (1)	
(מיליוני דולרים)				(אחוזים)
9.9	2,946	7,076	10,022	30/09/83
23.7	5,521	7,063	12,584	31/12/83
31.9	7,530	7,302	14,832	31/12/84
37.0	8,324	8,246	16,570	30/06/85
28.1	8,258	8,624	16,882	31/12/85
23.7	8,202	9,789	17,990	31/12/86
19.2	7,719	10,724	18,443	31/12/87
19.3	6,632	9,973	16,606	31/12/88
20.2	8,278	9,782	18,060	31/12/89
20.0	8,286	9,712	17,999	31/03/90
19.7	8,285	9,777	18,063	30/06/90
19.9	8,905	9,696	18,600	30/09/90
16.3	7,219	10,440	17,659	31/12/90
14.3	6,052	10,472	16,525	31/03/91
14.2	5,923	10,115	16,037	30/06/91
14.2	6,412	9,857	16,268	30/09/91
13.2	6,260	9,976	16,236	31/12/91
12.4	5,704	10,123	15,827	31/03/92
13.7	6,382	9,920	16,303	30/06/92
14.0	6,799	9,788	16,587	30/09/92
15.7	7,081	9,130	16,211	31/12/92

- (1) פיקדונות פצ"ם, פת"ם ופיקדונות פת"ח של ישראלים, איגרות חוב דולריות או צמודות לשער החליפין, פיקדונות פיצויים, תכניות חיסכון דולריות ואשראי ספקים מתושבי ישראל לחו"ל. החל בדצמבר 1983 מניות הבנקים שבהסדר (ובכלל זה אלה שהומרו לתכניות חיסכון), כלולות בנכסים במטבע חוץ.
- (2) אשראי מוכוון וחופשי במטבע חוץ (למעט דלק), אשראי ספקים ואשראי ישיר מחו"ל (למעט דלק), אשראי מתוך פיקדונות למתן הלוואות במטבע חוץ בבנקים מסחריים ובבנקים למשכנתאות ולהשקעות ואיגרות חוב פרטיות.
- ה מקור : מחלקת המחקר בבנק ישראל.

לוח ז' - 12

הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור¹, 1991 ו-1992

המשקל בסך כל הנכסים בסוף התקופה			היתרות בסוף התקופה					
			1992					
1992	1991	1990	IV	III	II	I	1991	
(אחוזים)			(מיליוני ש"ח)					
9.9	10.9	10.7	32,517	31,096	28,297	27,187	26,690	א. סך הנכסים הלא-הצמודים לזמן קצר
3.0	3.1	3.3	9,753	9,469	8,589	7,829	7,455	1. אמצעי תשלום
6.0	6.5	6.7	19,699	18,281	16,698	16,229	15,968	2. פז"ק פח"ק (תפ"ס) ופיקדון אחר
0.9	1.3	0.8	3,066	3,347	3,010	3,129	3,267	3. מק"ם
12.0	11.9	11.9	39,683	33,807	33,895	30,688	28,983	ב. פת"ם, פצ"ם פמ"ח ואיגרות חוב סחירות
5.1	5.1	5.3	16,933	14,822	14,476	12,822	12,463	1. פת"ם פצ"ם ופמ"ח
3.1	3.0	2.8	10,208	8,777	8,527	7,530	7,196	מזה: פת"ח של תושבים מקומיים
6.9	6.8	6.6	22,749	18,984	19,420	17,866	16,520	2. איגרות חוב בידי הציבור
								ג. סך הנכסים לזמן קצר בצירוף איגרות חוב
21.9	22.8	22.6	72,200	64,903	62,192	57,875	55,673	סחירות (א) + (ב)
0.9	0.5	0.3	3,059	2,091	1,787	1,448	1,110	ד. מניות הבנקים שלא בהסדר
21.5	11.6	8.8	70,995	56,544	47,842	38,057	28,346	ה. מניות לא-בנקאיות
								ו. סך הנכסים לזמן קצר בצירוף איגרות חוב
44.4	34.9	31.7	146,254	123,538	111,822	97,380	85,129	סחירות ומניות חופשיות (ג) + (ד) + (ה)
3.7	4.1	4.5	12,075	11,580	10,986	10,151	10,052	ז. פיקדונות פיצויים
10.4	13.9	15.9	34,199	34,120	34,570	33,940	33,820	ח. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים
41.6	47.1	47.9	136,992	129,912	123,769	118,847	114,886	ט. קופות גמל וביטוח חיים
100.0	100.0	100.0	329,520	299,151	281,147	260,318	243,887	י. סך כל הנכסים הפיננסיים ²
24.9	13.4	9.8	81,907	65,674	55,335	43,794	32,594	מזה: מניות חופשיות ³
13.7	14.6	17.1	45,292	40,609	39,727	36,529	35,689	נכסים במטבע חוץ ⁴
51.5	61.1	62.4	169,804	161,771	157,788	152,807	148,915	נכסים צמודים למדד ⁵

פרט ז' שוקי הנכסים והחוב

לוח ז' - 12 (המשך)

הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור¹, 1990 ו-1992

השינוי הריאלי במשך התקופה						השינוי הריאלי ביתרה הממוצעת				
1992										
IV	III	II	I	כל השנה	1991	1990	1992	1991	1990	
(אחוזים)										
2.3	6.9	2.5	-0.6	11.4	9.6	16.3	11.4	13.2	4.9	א. סך הנכסים הלא-הצמודים לזמן קצר
0.8	7.2	8.0	2.5	19.6	-0.5	7.3	7.4	8.2	7.2	1. אמצעי תשלום
5.4	6.5	1.3	-0.8	12.8	5.4	20.9	7.7	12.1	6.4	2. פו"ק פח"ק (תפ"ס) ופיקדון אחר
-10.4	8.1	-5.3	-6.6	-14.2	89.4	21.0	53.1	49.1	-16.0	3. מק"ם
14.9	-3.0	8.8	3.3	25.2	7.0	-4.0	9.3	3.9	1.3	ב. פת"ם, פצ"ם פמ"ח ואיגרות חוב סחירות
11.8	-0.4	11.2	0.4	24.2	3.7	-4.4	11.0	-1.7	5.7	1. פת"ם פצ"ם ופמ"ח
13.8	0.1	11.5	2.1	29.7	13.6	0.1	17.1	10.3	13.7	מזה: פת"ח של תושבים מקומיים
17.3	-4.9	7.0	5.5	25.9	9.7	-3.7	8.0	8.4	-1.9	2. איגרות חוב בידי הציבור
8.8	1.5	5.8	1.4	18.6	8.2	4.7	10.2	8.0	2.9	ג. סך הנכסים לזמן קצר בצירוף איגרות חוב סחירות (א) + (ב)
43.1	13.8	21.5	27.3	152.0	61.9	-9.5	83.4	31.1	9.3	ד. מניות הבנקים שלא בהסדר
22.9	15.0	23.8	31.0	129.0	41.9	14.7	65.4	47.1	34.7	ה. מניות לא-בנקאיות
15.8	7.5	13.1	11.6	57.1	18.1	7.1	29.8	18.9	10.1	ו. סך הנכסים לזמן קצר בצירוף איגרות חוב סחירות ומניות חופשיות (ג) + (ד) + (ה)
2.0	2.5	6.6	-1.5	9.8	-0.7	1.9	5.2	-0.7	2.7	ז. פיקדונות פיזיים
-1.9	-4.0	0.3	-2.1	-7.5	-6.7	-9.2	-6.3	-8.2	-4.2	ח. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים
3.2	2.1	2.6	0.9	9.0	5.6	4.2	6.9	4.2	8.5	ט. קופות גמל וביטוח חיים
7.8	3.5	6.4	4.1	23.5	7.3	2.6	12.8	6.4	6.3	י. סך כל הנכסים הפיננסיים ²
22.0	15.4	24.4	31.1	129.8	45.9	17.5	73.6	46.7	36.4	מזה: מניות חופשיות ³
9.1	-0.6	7.1	-0.1	16.0	-7.9	-10.2	0.1	-8.5	-2.4	נכסים במטבע חוץ ⁴
2.7	-0.3	1.7	0.1	4.3	5.0	2.4	3.5	3.7	5.8	נכסים צמודים למדד ⁵

- (1) א. ה"ציבור" כלוח זה אינו כולל את הממשלה, את בנק ישראל, את קופות הגמל ואת הבנקים המסחריים. בהעדר נתונים, לא תוקן סקטור חו"ל: לא נוכו נכסים פיננסיים בידי זרים, מחד גיסא, ולא נוספו נכסים פיננסיים זרים, שהוחזקו בידי תושבים מקומיים, מאידך.
- ב. המדידה כלוח לוקה בכפילות מסוימת, משום שכנכסים פיננסיים נמדדו הן התחייבויות שהנפיקו גופים פרטיים לציבור והן נכסים פיננסיים שהחזיקו גופים אלה.
- (2) כולל את סך הנכסים הלא צמודים לזמן קצר שלא פורטו בסעיף זה.
- (3) כולל מניות חופשיות בידי קופות הגמל.
- (4) למניות הבנקים שבהסדר ולתכניות החיסכון האחרות שבהן מוצעת ברירת הצמדה למטבע חוץ או למדד — התייחסנו כאל נכס הצמוד למטבע חוץ.
- (5) בנכסים צמודים למדד נכלל סך נכסי קופות הגמל, למעט מניות חופשיות, משום שרוב התיק של הקופות מושקע בנכסים צמודי מדד.
- ה מקור: בנק ישראל.

אינדיקטורים עיקריים לשוק המניות, 1990 עד 1992

1992					
מחצית ב	מחצית א	כל השנה	1991	1990	
2,121	2,101	4,222	1,578	1,007	1. גיוס הון ¹
	605	605	262	212	מזה: הנפקת מניות של חברות ממשלתיות
1,898	1,281	3,179	818	582	הנפקת מניות של הסקטור הפרטי
81,907	58,145	81,907	35,648	27,925	2. ערך השוק בסוף השנה ² המשקלות (אחוזים)
0	0	0	0	12	מניות הבנקים המסחריים שבהסדר
100	100	100	100	88	המניות האחרות
22,363	14,472	36,835	24,335	15,611	3. היקף המסחר בבורסה ומחוצה לה ³ המשקלות (אחוזים)
0	0	0	10	11	מניות הבנקים המסחריים שבהסדר
100	100	100	90	89	המניות האחרות
0.66	0.63	0.65	0.67	0.58	4. מהירות המחזור השנתית ⁴
			0.73	0.50	מניות הבנקים המסחריים שבהסדר
0.66	0.63	0.65	0.65	0.60	המניות האחרות
27.2	37.0	74.4	31.8	-2.3	5. התשואה הריאלית הכוללת ⁵

- (1) במיליוני ש"ח: המחירים קבועים במונחי דצמבר 1992. ניכוי גיוס ההון נעשה על בסיס חודשי. כולל מניות, ניירות ערך בני המרה ומימוש אופציות.
- (2) במיליוני ש"ח: המחירים קבועים במונחי דצמבר 1992. ניכוי ההנפקות והיקף המסחר נעשה על בסיס חודשי.
- (3) מהירות המחזור השנתית מחושבת לפי היחס בין היקף המחזור החודשי בבורסה ומחוצה לה לבין ערך השוק הממוצע לאותו חודש.
- (4) לפי מדר המחירים לצרכן לסוף החודש.
- המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; המחלקה המוניטרית ועיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

ארה"ב במהלך 1992 סיפקו אף הם רקע נוח להרחבת הביקוש למניות. מן האמור לעיל עולה, כי יש הבדל ניכר בין עליית המחירים בתקופת הגיאות הנוכחית לבין זו שהיתה בראשית שנות השמונים, תקופה של אינפלציה גבוהה וחוסר ודאות עסקית. (דיאגרמה ז' - 7.)

גיוס ההון באמצעות הנפקת מניות גדל אמנם, כאמור, בשיעור ניכר, אולם לא היה בו כדי לספק את הביקוש הגובר ולמתן את עליית המחירים המתמשכת. למיתונה של עליית המחירים היתה עשויה לתרום גם הפרטת חברות ממשלתיות בקצב מהיר יותר: השנה היו שתי הנפקות גדולות במסגרת ההפרטה — "כי"ל" ו-"א.ד.בי".

היחס שבין ערך המניות לסך הרווח (ה"מכפיל") הגיע בסוף השנה ל-19, לעומת 16 בסוף השנה הקודמת. קשה לקבוע עד כמה רמת המחירים שהושגה בסוף השנה משקפת כוחות של שיווי משקל לטווח ארוך. מחד גיסא, כרווחיות החברות הנסחרות בבורסה, שהגיעה לשפל בשנת 1988, חל בשנים האחרונות שיפור מתמשך, והרווח להון עצמי גדל מכ-3 אחוזים בשנת 1989 לכ-7 אחוזים בשנת 1991, ולפי אינדיקציות חלקיות — לכ-11 אחוזים ב-1992. כשמביאים בחשבון את ירידת שיעורי הריבית

במהלך 1992 ואת המשך העלייה של הפריזון והרווחיות, עם השיפור בגורמים הבסיסיים המניעים את הסקטור העסקי (ובכלל זה הרפורמות בשווקים השונים). מתברר, כי המכפיל המותאם נמוך יותר. מאידך, בחינה של השינוי בתזרים המזומנים הנובע מפעילות שוטפת מראה על גידול ועם יחסית לעליית הרווחיות, ולפיכך יש חשש כי ההתפתחות החיובית של הרווחיות אינה פרמננטית.

השנה בלטה במיוחד פעילותן של קופות הגמל בשוק המניות. פוטנציאלית, כניסתן של קופות הגמל לשוק המניות היא גורם משלים לקרנות הנאמנות: בעוד שאופק ההשקעה של האחרונות הוא קצר יחסית, יש לקופות הגמל אפשרות להשקיע לטווח ארוך, והן יכולות לשמש גורם הממתן תנודות של הטווח הקצר, ובכך לתרום להקטנת הסיכון הכרוך בהחזקת מניות ולהתרחכותן של שוק זה. אולם מתברר, כי במהלך 1992 הכפילו הקופות את משקלן של המניות בתיק הנכסים שלהן לכ־10 אחוזים, וזאת לאחר הכפלה קודמת אשתקד. חלק נכבד מעליית משקלן נעוץ אמנם בעליית מחירי המניות, אולם נוסף על כך הזרימו הקופות במשך השנה אל שוק המניות ביקושים של למעלה ממיליארד ש"ח (כשליש מסך ההנפקות של המניות). ייתכן כי מנהלי הקופות פעלו למירוב התשואה, יחסית לקופות אחרות, ולפיכך הגדילו את החזקת המניות בקצב מהיר, מעבר לרצוי. שינוי כה חד בהיקף ההחזקה, על רקע העדר היצע מספיק, הוא מן הגורמים לעלייה התלולה של מחירי המניות במהלך השנה. הריכוזיות בתחום ניהול קופות הגמל, תוך מעורבותם הרבה של הבנקים בקביעת מדיניות ההשקעות, מעוררת סימני שאלה לגבי תפקידן של הקופות כמייצבות בשוק המניות.

הגיאיות בשוק המניות השתקפה גם בעליית היחס בין ערך המניות לבין ערך הרכוש הקבוע של הפירמות, והיא נוצלה, כאמור, להגדלת גיוס ההון של הפירמות באמצעות הנפקת מניות, שחלק גדול מהן יועד לתעשייה. (ראה גם סעיף "התעשייה" בפרק ו'). עיתוי זה נוח הן מבחינת התמורה להון המונפק והן מבחינת הבטחת גיוסו של מלוא ההון המבוקש. אמנם ההנפקות מיועדות בחלקן להשקעות בנכסים קבועים, אולם בטווח הקצר הוא מנוצל להקטנת התחייבויות הפירמות לבנקים המסחריים ולשיפור מבנה ההון. מעבר לתנאים הבסיסיים שהזינו את הביקוש למניות ולהנפקת מניות חדשות, זכו ההנפקות לחתימות יתר כממדים עצומים, שניזונו ממתן אשראי על ידי הבנקים. אלה פעלו להרחבה נוספת של הביקושים למניות, בהעניקם אשראי לרכישת קרנות נאמנות.

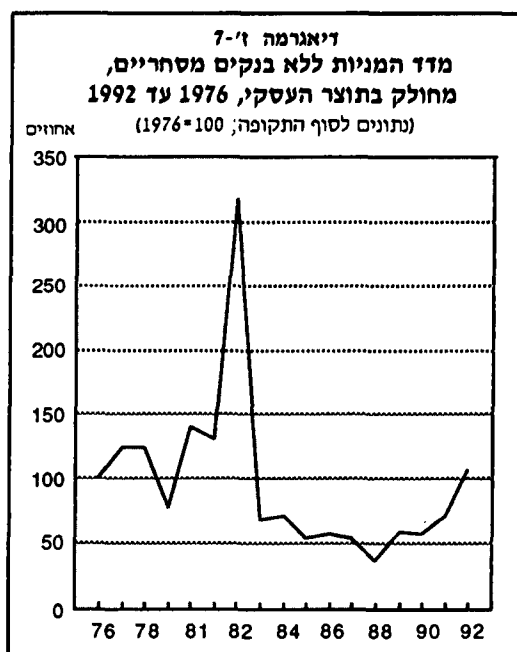
התופעה של עליית מחירים חריגה בשוק המניות, על רקע שינוי אקסוגני חיובי, אינה חדשה, וייתכן שהיא נובעת בחלקה מתהליך שבו המשתתפים בשוק מתייחסים בטווח הקצר לקצב השינוי של המחירים יותר מאשר לרמתם. בשוליים ניתן לצפות בהנפקת מניות של חברות חסרות עבר עסקי, שהנכס היחיד שבידיהן הוא מזומנים בקופה, אך ערכן בשוק גבוה יותר, בשיעור ניכר. חברות אחרות הנפיקו מניות, כשתמורת ההנפקה מיועדת להשקעה בבורסה.

על רקע זה נשמעו במהלך 1992 ובמיוחד בתחילת 1993 הערכות מפי גורמים כלכליים, כי ההשקעה במניות טומנת בחובה סיכונים, וכי יש להיזהר מהשקעה ברמת המחירים שהושגה.

ב. שוק איגרות החוב

ערך השוק של איגרות החוב גדל במשך השנה ריאליית בכ־15 אחוזים, והגיע בסופה לכ־85 מיליארדי שקלים (דומה לערך השוק של המניות). הגידול משקף את עליית מחיריהן של איגרות החוב — כ־8 אחוזים ריאליית — בחלקה תיקון לירידת מחירי איגרות החוב בסוף 1991, וכן גיוס הון ממשלתי בהיקף משמעותי. (לוח ז'–14).

כאמור, התשואה הריאליית של החזקת איגרות החוב הסתכמה השנה בכ־8 אחוזים, שיעור המבטא את ירידת התשואות לפרדיון של איגרות החוב במהלך השנה. בתחילת 1991 היינו עדים לעלייה חריגה של התשואות לפרדיון באיגרות החוב, לאחר ירידה מתמשכת מאז 1988. עליית הריביות לטווח ארוך בראשית 1991 נבעה בחלקה מציפיות לגידולו של גירעון הממשלה ולהרחבת גיוס ההון הממשלתי,



מפני חששות ממעורבות במלחמת המפרץ וצורכי קליטת העלייה. במהלך 1991 נטו שיעורי התשואה לפדיון לרדת, אולם גיוס הון עודף של הממשלה מיתן את ירידתם. גיוס זה הסתכם אשתקד בכמיליארד שקלים, לאחר גיוס הון שלילי בשנת 1990. בדומה לכך היה גם השנה גיוס הון נטו שלילי — תוצאה של גיוס הון נטו באמצעות איגרות חוב סחירות בסך של 3.4 מיליארדי ש"ח ופדיונות נטו (כולל ריבית) של איגרות חוב בלתי סחירות בסך של כ-5 מיליארדים. התרומה השלילית של הממשלה להיצע הנכסים לטווח ארוך, בשילוב עם ירידת הריביות הנומינליות לטווח קצר, תרמו לירידת התשואות לפדיון — מכ-3.2 אחוזים בממוצע בתחילת השנה לכ-1.6 אחוזים בסופה. ירידת שיעורי האינפלציה פעלה על התשואות לפדיון בשני כיוונים מנוגדים: מחד גיסא, היא הקטינה את הביקוש היחסי לנכסים צמודים המוגנים מפני עליית המחירים, ומאידך יצרה ציפיות להקטנת ההיצע של נכסים צמודים, המגדילות את הביקוש לאיגרות חוב צמודות. הנפקתן של איגרות חוב בלתי צמודות מסוג "גילון" תרמה לחיזוק ציפיות אלה. עם זאת נראה, כי השפעתו של הגורם הראשון היתה השנה דומיננטית (לוח ז'-14) ודיאגרמה ז'-8).

גיוס ההון ברוטו של הסקטור הפרטי באמצעות הנפקת איגרות חוב היה זעום — כ-350 מיליוני שקלים, בדומה להיקפו אשתקד — והגיוס נטו היה שלילי, בעקבות פדיונות של 2.4 מיליארדי שקלים. ההיקף המועט של הנפקת איגרות חוב פרטיות הוא תמונת ראי של הגיאות בשוק המניות, שאיפשרה הנפקת מניות במחירים גבוהים ושיפור במבנה ההון והנזילות של הפירמות.

מאז 1989 ניכרת עלייה של מחירי איגרות החוב שהנפיק הסקטור הפרטי יחסית לאיגרות החוב הממשלתיות. השנה בלט הפער בעיקר באיגרות החוב הצמודות למטבע חוץ: התשואה הריאלית הכוללת של החזקת איגרות חוב פרטיות היתה כ-26 אחוזים, לעומת כ-19 אחוזים באיגרות החוב הממשלתיות.

אינדיקטורים עיקריים לשוק איגרות החוב, 1990 עד 1992

1992			1991	1990	
מחצית ב	מחצית א	כל השנה			
1. ערך שוק איגרות חוב הרשומות בבורסה (סה"כ) ¹					
85,300	81,155	85,300	74,337	63,368	(סוף התקופה)
74,509	70,436	74,509	63,959	53,183	א. ממשלתיות
10,791	10,719	10,791	10,378	10,185	ב. פרטיות ²
התפלגות לפי מחזיקים (אחוזים)					
28	26	28	25	22	— בידי הציבור
18	19	18	20	20	— בידי הבנקים המסחריים
52	52	52	52	55	— בידי קופות הגמל
2	2	2	2	3	— בידי בנק ישראל
2. היקף המסחר באיגרות חוב בבורסה ¹					
7,013	6,149	13,163	10,684	9,338	א. ממשלתיות
6,451	5,468	11,919	8,847	7,506	ב. פרטיות ²
562	681	1,243	1,837	1,831	חלקו של בנק ישראל במסחר (אחוזים) ³
3.78	0.30	2.04	0.03	0.54	
3. גיוס ההון באמצעות איגרות חוב סחירות ¹					
2,134	1,487	3,622	10,159	2,864	א. ממשלתיות
1,897	1,399	3,296	9,790	1,308	ב. פרטיות ²
238	88	326	369	1,556	
4. מהירות המחזור השנתית ¹ באיגרות חוב					
0.17	0.16	0.17	0.15	0.15	א. ממשלתיות
0.09	0.08	0.17	0.15	0.14	ב. פרטיות ²
0.05	0.07	0.12	0.18	0.18	
5. התשואה הריאלית הכוללת					
0.3	5.6	5.9	1.5	-5.6	א. איגרות חוב צמודות מדר
0.2	4.9	5.2	-1.2	-6.0	(1) ממשלתיות
0.8	7.1	7.9	6.6	-2.7	(2) פרטיות ²
11.7	7.7	20.3	-1.7	-10.8	ב. איגרות חוב צמודות למטבע חוץ
11.6	6.8	19.2	-1.4	-12.8	(1) ממשלתיות
12.5	11.8	25.9	0.6	-6.9	(2) פרטיות ²

(1) מיליוני ש"ח; מחירים קבועים, במונחי דצמבר 1992.

(2) כולל חברות ממשלתיות.

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

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

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

עליית מחירן היחסי של איגרות החוב הפרטיות מבטאת, בין השאר, הקטנה של פער הריביות וצמצום פרמיית הסיכון על החזקת האיגרות, עם השיפור בתנאים המקרו־כלכליים והציפיות להאצת קצב הצמיחה של הסקטור העסקי.

בהקשר זה יש לראות ברפורמה בשווקים הפיננסיים צעד משלים להקטנת גירעון הסקטור הציבורי, המרתק מקורות ריאליים וגובה מחיר כלכלי במונחי שיעור הריבית, ההשקעות והצמיחה. בשוק המניות מתבטא שחרור המקורות בהגדלת ההשקעות בנכסים סחירים (מניות), המתורגמת בהמשך לעליית ההשקעות בנכסים קבועים, לגידול מלאי ההון בסקטור העסקי ולהאצת הצמיחה.

ג. המשיקיעים המוסדיים

(1) קרנות הנאמנות

קרנות הנאמנות נהנות מיתרון יחסית למשיקיעים קטנים בניהול תיקי השקעות, הודות להתמחותן ברכיבים הספציפיים של שוק ההון, ומיתרון־לגודל, המאפשר פיזור סיכונים. לגבי השקעות בחו"ל יש גם יתרון בתחום המיסוי. בשנים האחרונות גדל משקלם של הנכסים הפיננסיים שהציבור מחזיק באמצעות קרנות הנאמנות — מכ־5 אחוזים מכלל תיק הנכסים בסוף 1990 לכ־9 אחוזים בסוף 1992. ערך הנכסים שבידי קרנות הנאמנות הסתכם בסוף השנה בכ־29 מיליארדי שקלים, לעומת כ־13 מיליארדים בסוף 1991. הגידול המהיר מבטא תשואה ריאלית גבוהה של כ־29 אחוזים וצבירה נטו של כ־8 מיליארדי שקלים, שנתמכה במדיניותם של הבנקים המסחריים להרחיב את האשראי לצורך רכישת תעודות השתתפות בקרנות הנאמנות שבניהולם.

ירידת התשואה היחסית הצפויה של נכסים פיננסיים בשוק ההון המקומי, על רקע רמת המחירים הגבוהה בשוק המניות, הפיחות המהיר בשער הדולר והריביות הנמוכות על איגרות החוב הצמודות, תרמה להסטת ביקושים של הציבור אל נכסים בחו"ל ולגיוס הון בהיקף ניכר על ידי קרנות נאמנות המתמחות בהשקעה בשווקים הפיננסיים בחו"ל. הצבירה בקרנות אלה היתה השנה כ־2.5 מיליארדי שקלים — מרביתה בסוף השנה. צבירה זו נתאפשרה בעקבות הסדרת נושא המיסוי באמצע השנה. בהרכב תיק הנכסים של קרנות הנאמנות חל השנה שינוי ניכר, שנגרם בחלקו על ידי עליית מחירים ניכרת של מחירי המניות, ובחלקו התאפשר על ידי רכישה נטו של תעודות השתתפות בהיקף משמעותי: כך גדל משקלן של המניות החופשיות מכ־29 אחוזים אשתקד לכ־38 אחוזים בסוף השנה, ושל הנכסים במטבע חוץ — מכ־12 אחוזים ל־22 אחוזים, בהתאמה. במקביל ירד משקלם של הנכסים השקליים — הצמודים והלא־צמודים כאחד (לוח ז'–15).

קרנות הנאמנות משמשות אפיק מרכזי, שבו משקיע הציבור באיגרות חוב צמודות למטבע חוץ: בסוף שנת 1992 הגיעו החזקות רכיב זה באמצעות הקרנות לכ־37 אחוזים מסך איגרות החוב במטבע חוץ, וזאת לעומת כ־10 אחוזים בלבד בשנת 1990. ההחזקות הישירות של הציבור במניות הן מועטות, ולפי אומדן, כ־40 אחוזים מסך המניות שאינן בידי בעלי עניין מוחזקות על ידי קרנות הנאמנות.

(2) קופות הגמל

היקף הצבירה בקופות הגמל (למעט פנסיה) גדל במהלך השנה בכ־82 אחוזים, והסתכם בכ־83 מיליארדי שקלים; זאת תוך המשך העלייה של משקל הנכסים הסחירים — איגרות חוב, פיקדונות צמודים ומניות — וירידה מקבילה של חלק איגרות החוב הממשלתיות הבלתי סחירות, הנושאות תשואה קבועה וגבוהה מריביות השוק.

השינוי שחל בהרכב הנכסים בשנים האחרונות הושפע במידה רבה מן הרפורמה בשוקי הכספים, ובעיקר משילוב של הפסקת הנפקת איגרות חוב מיועדות ובלתי סחירות על ידי הממשלה, והקטנה

פעילות קרנות הנאמנות, 1990 עד 1992

1992				
מחצית ב	מחצית א	1991	1990	
28,661	19,149	13,331	8,263	1. נכסי הקרנות, סוף התקופה (מיליוני ש"ח)
	(אחוזים)			2. שיעור התשואה הריאלי הכולל (במונחים שנתיים)
29.2	28.2	6.9	-3.4	
		2.7	2.4	3. סטיית התקן של התשואה הריאלית החודשית ¹
				4. חלקם של נכסי קרנות הנאמנות בנכסים הסחירים ² (סוף תקופה)
22.2	20.2	17.7	14.8	א. איגרות חוב צמודות למדד
10.6	10.0	9.6	8.8	ב. איגרות חוב צמודות למטבע חוץ
36.6	31.7	18.6	10.0	ג. מניות לא-בנקאיות
13.4	12.2	11.7	10.8	ד. נכסים לא-צמודים
11.6	10.4	9.0	5.0	
100.0	100.0	100.0	100.0	5. הרכב תיק קרנות הנאמנות (סוף התקופה)
27.5	35.9	43.7	47.1	א. איגרות חוב צמוד מדד
22.2	14.7	11.6	16.4	ב. נכסים במטבע חוץ
0.0	0.0	0.0	10.7	מזה: מניות בנקאיות שבהסדר
38.3	35.3	28.6	24.7	ג. מניות לא-בנקאיות
12.0	14.0	16.0	11.9	ד. נכסים לא-צמודים

(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'-12.

ה מקור: המחלקה המוניטרית ומחלקת המחקר, בנק ישראל.

משמעותית של ממרי גיוס ההון הממשלתי. מסחור החוב הפנימי כשלעצמו אמור לפעול לעליית הריבית על איגרות החוב הסחירות, ונוסף על כך — להפניית ביקושים של קופות הגמל אל שוק המניות ונכסים אחרים; אולם הקטנת הגירעון הממשלתי, ועמה צמצום גיוס ההון על ידי הממשלה, פעלו לירידת הריביות לטווח ארוך ולהעצמת הביקושים של קופות הגמל לנכסים פיננסיים אחרים. הגמשת תנאי השתתפותן של קופות הגמל בשווקים הפיננסיים, ובמיוחד הרחבת האפשרות להשקעה במניות, על רקע עליות מחיריהן, תרמה לצבירה חיובית של כ-2 מיליארדי שקלים בקופות במהלך 1992, וזאת לאחר צבירה שלילית אשתקד. לפי אומדן, הניבו הקופות השנה תשואה ריאלית של כ-11 אחוזים; כשליש ממנה היא תרומת העליות התלולות של מחירי המניות. איגרות החוב הבלתי סחירות שבתיק נכסי קופות הגמל משוערכות לפי עליית המדד ובתוספת צבירת ריבית. לפיכך הן תרמו השנה למיתון שיעורי התשואה.

לוח ז' - 16

הנכסים של קופות הגמל (ללא פנסיה), 1988 עד 1992

1992	1991	1990	1989	1988	
81.9	67.5	53.6 (אחוזים)	44.6	30.5	1. נכסי קופות הגמל (סוף התקופה, מיליארדי ש"ח)
					2. חלקם של הנכסים הסחירים שבידי קופות הגמל בנכסים הסחירים (סוף התקופה)
51.2	51.3	54.4	54.1	43.5	א. איגרות חוב ממשלתיות סחירות
56.9	59.4	58.4	55.9	51.1	ב. איגרות חוב פרטיות
10.1	9.7	6.5	3.6	2.3	ג. מניות לא־בנקאיות
5.6	7.1	9.7	5.8	4.1	ד. נכסים לא־צמודים
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	3. הרכב תיק קופות הגמל (סוף התקופה)
22.5	28.9	35.0	39.4	52.1	א. איגרות חוב מיועדות
					ב. איגרות חוב ממשלתיות סחירות
46.0	44.0	41.8	42.6	32.4	ומניות בנקאיות שבהסדר
7.5	8.4	8.6	7.8	6.1	ג. איגרות חוב פרטיות
10.1	4.7	2.6	1.3	0.7	ד. מניות לא־בנקאיות
8.3	7.4	5.4	4.4	4.6	ה. פיקדונות צמודים
0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	ו. הלוואות לעמיתים
0.6	0.5	0.5	0.6	0.7	ז. הלוואות אחרות
5.0	6.1	6.0	3.8	3.3	ח. נכסים אחרים

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

בחינת הרכב הנכסים של קופות הגמל מורה, כי עיקר הירידה של משקל איגרות החוב המיועדות קוזז בהכפלת משקלן של המניות, מכ־4.7 אחוזים בסוף 1991 לכ־10.1 אחוזים בסוף 1992. העלייה משקפת, נוסף על עליית המחירים, רכישות נטו של מניות בסך כ־1.4 מיליארדי שקלים. סכום זה, כשליש מהנפקת המניות במהלך השנה, מבטא את תרומתן של קופות הגמל לעליית מחירי המניות — מעל ומעבר למשקלן בערך השוק (כ־10 אחוזים בסוף השנה; לוח ז'—16).

לוח ז'-נ'-1

התפתחות בסיס הכסף ואמצעי התשלום¹ 1989 עד 1992

שנת השיעור	אמצעי תשלום			הגידול בבסיס הכסף	בסיס הכסף	הנכסים הנזילים של הבנקים	המזומנים בידי הציבור	
	בניכוי עונתיות	נתונים מקוריים	שיעור השינוי					
45.5	5,141	5,304	580	3,749	1,524	2,225	1989	
31.2	6,747	6,951	543	4,293	1,475	2,817	1990	
13.9	7,685	7,908	671	4,964	1,736	3,228	1991	
26.7	9,735	10,242	936	5,900	1,803	4,097	1992	
2.3	7,863	7,570	-443	4,521	1,388	3,132	ינואר	1992
4.2	8,190	7,830	198	4,719	1,490	3,229	פברואר	
-0.9	8,118	8,165	177	4,896	1,478	3,417	מארס	
7.2	8,701	8,403	227	5,123	1,636	3,487	אפריל	
4.5	9,095	8,778	-75	5,048	1,552	3,495	מאי	
-2.0	8,916	8,979	721	5,769	2,149	3,620	יוני	
-2.6	8,680	8,778	-82	5,687	2,002	3,686	יולי	
2.5	8,896	9,042	-376	5,312	1,569	3,742	אוגוסט	
5.2	9,363	9,685	386	5,697	1,820	3,877	ספטמבר	
-8.5	8,565	9,173	86	5,783	1,905	3,878	אוקטובר	
19.0	10,193	9,745	522	6,306	2,387	3,918	נובמבר	
-4.5	9,735	10,242	-405	5,900	1,803	4,097	דצמבר	

(1) הנתונים החדשיים הם ממוצע הנתונים לימי ד' בחודש; הנתונים השנתיים הם נתוני דצמבר של אותה שנה.
המקור: נכסים נזילים של המוסדות הבנקאיים — המאזן החדשי של המוסדות הבנקאיים. מזומנים בידי הציבור — המפקח על הבנקים, וסטטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים.

לוח ז' - נ' - 2

נכסים של הציבור בכנקים ובבנק ישראל, איגרות חוב ומניות, 1989 עד 1992
(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

הפיקרונות במטבע חוץ או הצמודים לו לזמן קצר										
M3 (4) + (5) = (6)	סך הכול (5.1) + (5.2) + (5.3) = (5)	פמ"ח ופיקרונות לא־תושב של מקומיים (5.3)	פת"ם עו"ש וזמן קצוב (5.2)	פצ"ם (5.1)	M2 (1) + (2) + (3) = (4)	מק"ם (3)	פח"ק ופז"ק (2)	אמצעי התשלום		
								סך־ הכול (1)	מזה: עו"ש	
25,397	9,060	4,560	4,087	413	16,337	1,026	9,915	3,079	5,304	1989
33,554	10,186	5,366	3,993	827	23,368	1,736	14,548	4,133	6,951	1990
41,872	12,463	7,196	3,388	1,879	29,409	3,563	17,776	4,680	7,908	1991
52,170	16,933	10,208	2,719	4,006	35,236	3,072	21,738	6,145	10,242	1992
40,910	12,415	7,106	3,361	1,948	28,495	3,572	17,269	4,438	7,570	ינואר 1992
41,493	12,612	7,288	3,307	2,018	28,881	3,398	17,566	4,601	7,830	פברואר
41,919	12,822	7,530	3,231	2,061	29,098	3,143	17,696	4,747	8,165	מארס
42,766	13,109	7,932	3,177	2,001	29,657	3,097	18,070	4,916	8,403	אפריל
43,173	13,704	8,233	3,188	2,284	29,468	2,963	17,646	5,282	8,778	מאי
44,720	14,476	8,527	3,277	2,672	30,244	3,018	18,116	5,359	8,979	יוני
44,778	14,781	8,764	3,055	2,962	29,997	3,466	17,645	5,092	8,778	יולי
46,031	14,982	8,944	2,912	3,126	31,049	3,539	18,364	5,300	9,042	אוגוסט
47,945	14,822	8,777	2,874	3,171	33,122	3,351	19,965	5,808	9,685	ספטמבר
47,623	14,901	9,128	2,793	2,979	32,722	3,712	19,766	5,295	9,173	אוקטובר
49,137	16,063	9,731	2,790	3,542	33,074	3,345	19,822	5,827	9,745	נובמבר
52,170	16,933	10,208	2,719	4,006	35,236	3,072	21,738	6,145	10,242	דצמבר

(1) כולל פיקרון אחר שאינו מופיע בנפרד.

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

פרק ז', שוקי הכספים וההון

לוח ז' - נ' - 2 (המשך)

נכסים של הציבור בבנקים ובבנק ישראל, איגרות חוב ומניות, 1989 עד 1992
(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

סך הכול למעט מניות ואג"ח פרטיות	סך הכול	אומדן אג"ח פרטיות	אומדן אג"ח מיועדות ²	אומדן אג"ח ממשלתיות	אג"ח ממשלתיות סחירות	פמל"ה' פמל"ה' ופקצ"ם	תכניות חסכון	פמ"ח פיצויים	
(15)-(14)- (13)=(16)	(10)+(11)+ (12)+(13)+ (14)=(15)	מניות חופשיות (14)	(13)	(12)	(11)	(6)+(7)+ (8)+(9) =(10)	(8)	(7)	
146,361	165,586	13,704	5,521	45,320	28,551	72,490	14,943	24,997	7,153
173,171	199,201	18,931	7,099	53,977	33,253	85,940	15,379	28,435	8,572
209,315	250,323	32,564	8,444	63,455	44,453	101,407	15,382	34,101	10,052
242,453	334,071	81,907	9,711	69,416	57,983	115,054	13,933	36,876	12,075
209,642	256,218	37,692	8,884	64,817	44,639	100,186	15,216	34,224	9,837
211,103	259,786	40,221	8,462	64,776	45,310	101,016	15,120	34,415	9,989
214,842	267,119	43,794	8,483	65,800	47,163	101,879	14,967	34,842	10,151
217,542	271,772	45,276	8,954	64,859	49,323	103,361	14,956	35,405	10,233
224,001	281,926	48,744	9,181	68,736	50,614	104,652	14,904	35,953	10,622
223,226	287,796	55,335	9,235	65,316	51,547	106,362	14,774	35,882	10,986
225,299	291,092	56,511	9,282	67,019	51,767	106,514	14,597	35,921	11,218
227,180	296,352	60,033	9,139	67,468	51,769	107,943	14,435	36,000	11,476
230,192	305,198	65,674	9,332	67,187	53,114	109,890	14,280	36,084	11,580
232,078	313,277	71,822	9,377	67,999	54,089	109,990	14,458	36,447	11,462
237,837	321,924	74,428	9,659	69,443	56,458	111,936	14,255	36,704	11,840
242,453	334,071	81,907	9,711	69,416	57,983	115,054	13,933	36,876	12,075

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

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

המקור: המספק על הבנקים — סטטיסטיקה חודשית של המוסדות הבנקאיים, המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים. מינהל מילדות המדינה — סקירה שבעית של שוק ההון.

האשראי לציבור ממערכת הבנקאות והאשראי הישיר מחולל, 1989 עד 1992
(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)¹

פרק ז', שוקי הכספים וההון

המקור: המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים ודוח הנזילות החודשי של המוסדות הבנקאיים. (2) הנתונים לנובמבר ודצמבר 1992 הם אומדנים על פי המיון הישן. (ראה הערה 3 בלוח ז'-8).

לוח ז'-נ'-4

יתרת האשראי לממשלה ממערכת הבנקאות, 1989 עד 1992
(מיליוני ש"ח)

סך כל האשראי נטו לממשלה (4) + (7) = (8)	מהמוסדות הבנקאיים			מבנק ישראל				סוף התקופה
	האשראי נטו מהמוסדות הבנקאיים (5)-(6) = (7)	פיקדונות הממשלה (6)	אשראי לממשלה (5)	אשראי נטו מבנק ישראל (1)-(2)-(3)=(4)	פיקדונות הממשלה במט"ח (3)	פיקדונות הממשלה במט"י ² (2)	אשראי לממשלה במט"י ¹ (1)	
3,983	2,342	21	2,363	1,641	2,743	5,703	10,087	1989
5,407	2,284	41	2,326	3,123	2,765	4,411	10,300	1990
3,502	2,531	39	2,570	971	1,466	7,848	10,285	1991
83	2,352	2,621	4,973	-2,270	3,654	9,034	10,419	1992
2,605	2,726	32	2,757	-121	1,224	8,739	9,842	1992
2,441	3,276	83	3,359	-835	1,199	9,524	9,888	
1,769	3,581	100	3,681	-1,812	1,564	10,071	9,824	
611	3,653	154	3,807	-3,042	2,944	9,901	9,804	
471	3,944	136	4,079	-3,473	2,100	11,193	9,820	
2,876	3,910	158	4,067	-1,034	2,174	8,707	9,847	
2,953	3,721	142	3,863	-768	2,042	8,590	9,864	
3,960	3,766	159	3,925	194	1,301	8,445	9,941	
5,042	3,737	191	3,928	1,305	1,331	7,180	9,816	
3,353	4,162	173	4,336	-809	1,394	9,015	9,600	
1,544	4,528	195	4,723	-2,984	4,715	7,950	9,681	
83	2,352	2,621	4,973	-2,270	3,654	9,034	10,419	דצמבר

(1) כולל זקיפת רווח בנק ישראל.

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

המקור: מאזן בנק ישראל; המאזן התורשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ז'-נ'-5

המקורות להתרחבות המיצרף M2* 1990 עד 1992

המשקל בתוצרי												
1992							1992					
IV	III	II	I	1992	1991	1990	IV	III	II	I	1992	1991
(אחווים)							(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)					
א. תרומת זרמי מאזן התשלומים והאשראי המקומי הנקי												
-7.4	-4.2	-1.3	3.3	-2.4	1.2	1.7	-3,072	-1,752	-548	1,245	-4,127	786
1. העברות מטבע חוץ												
-9.4	-7.7	-5.2	-1.2	-5.9	-3.5	-1.0	-3,887	-3,168	-2,122	-451	-9,628	-5,307
מזה: הסקטור הפרטי												
13.2	10.3	4.4	-3.0	6.2	1.7	4.1	5,465	4,298	1,819	-1,137	10,445	3,428
2. השינוי באשראי המקומי הנקי ²												
-3.9	3.0	-0.1	-5.5	-1.6	-0.8	-0.5	-1,621	1,254	-33	-2,095	-2,495	-408
א. לממשלה												
17.1	7.3	4.6	2.5	7.9	2.5	4.6	7,085	3,044	1,853	958	12,939	3,836
ב. לציבור												
5.8	6.1	3.1	0.3	3.8	3.0	5.8	2,393	2,546	1,271	108	6,318	4,214
3. סך כל הרכישות M2* (1) + (2)												
ב. תרומת השיעורים												
2.6	0.5	1.8	0.2	1.3	1.1	1.0	1,089	227	724	89	2,129	1,438
1. שיערוך יתרות מטבע החוץ												
-2.6	-0.5	-1.8	-0.2	-1.3	-1.1	-1.0	-1,089	-227	-724	-89	-2,129	-1,438
2. שיערוך האשראי המקומי הנקי												
-0.4	0.6	0.7	0.0	0.2	-2.1	0.2	-167	243	285	14	375	-2,793
א. לממשלה												
-2.2	-1.1	-2.5	-0.3	-1.5	0.9	-1.3	-923	-470	-1,009	-103	-2,504	1,355
ב. לציבור												
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	0	0
3. שיערוך M2* (1 + 2)												
ג. סך כל השינויים ביתרות M2* (א) + (ב)												
-4.8	-3.7	0.5	3.5	-1.1	2.4	2.7	-1,983	-1,525	176	1,334	-1,998	2,224
1. השינוי ביתרות מטבע חוץ												
10.6	9.8	2.6	-3.3	4.9	0.6	3.1	4,375	4,071	1,095	-1,226	8,316	1,989
2. השינוי באשראי המקומי הנקי												
-4.3	3.6	0.6	-5.5	-1.4	-2.8	-0.2	-1,788	1,497	251	-2,081	-2,120	-3,201
א. לממשלה												
14.9	6.2	2.1	2.2	6.3	3.4	3.3	6,163	2,573	844	855	10,436	5,191
ב. לציבור												
5.8	6.1	3.1	0.3	3.8	3.0	5.8	2,393	2,546	1,271	108	6,318	4,214
3. סך השינוי ביתרות M2*												

(1) המשקל בתוצר חושב כממוצע על פני השנה של היחס בין הזרם הפיננסי לכל חודש ובין אומדן התוצר לאותו חודש.

(2) למעט שיעורים.

לוח ז'-נ'-6

שיעורי הריבית החודשית האפקטיבית, 1987 עד מארס 1993
(אחוזים, מונחים שנתיים)

המירווח הפיננסי	התשואה הריאלית לפריון על אג"ח ל-5 שנים (13)	הריביות הקרדיטוריות					הריביות הרביטוריות					שיעור הפיחות הממוצע של השקל לעומת הדולר (2)		שיעור האינ- פלציה (1)	
		התשואה לפריון על מק"מ (11)	נכסים נזילים בבנק ישראל פח"ק (10)	המדרגה השולית בהלוואה המוני- טרית (8)	ריבית היורו דולר לשלושה חודשים (7)	האשראי החופשי במט"י (6)	הלא צמוד האחר לז"ק (5)	חח"ר ועו"ש ביתרות חובה (3)	חח"ר						
1987	4.4	20.0	17.6	18.7	43.0	7.0	52.9	42.8	74.6	61.9	4.4	16.1			
1988	4.1	16.2	13.4	11.2	21.3	7.8	41.2	33.4	56.2	46.2	3.1	16.4			
1989	14.0	1.7	13.2	11.6	8.6	14.8	9.1	31.2	26.6	41.8	34.3	22.2	20.7		
1990	12.4	1.2	15.7	13.2	6.1	15.3	8.1	26.4	22.5	35.4	29.6	3.7	17.6		
1991	12.7	2.1	14.9	12.9	3.8	15.1	5.8	26.4	22.3	35.9	29.9	13.7	18.0		
1992	8.7	2.3	12.2	10.3	1.6	11.5	3.7	19.9	17.6	25.9	22.0	16.9	9.4		
ינואר 1991	12.1	2.7	14.2	12.2	5.0	14.0	7.1	25.2	21.0	34.3	28.6	-1.6	16.8		
פברואר	12.4	3.1	14.3	12.3	3.9	13.5	6.5	25.6	21.6	34.9	28.9	-11.7	7.6		
מארס	12.7	2.0	14.1	11.5	3.8	12.9	6.4	25.1	21.2	34.5	28.4	145.6	15.7		
אפריל	13.0	2.4	12.9	11.1	4.2	12.4	6.0	24.8	21.0	34.0	27.9	69.8	29.8		
מאי	12.6	2.1	13.9	11.4	4.0	12.7	5.9	24.7	20.9	34.1	28.2	69.1	25.1		
יוני	12.9	1.8	13.8	11.6	3.0	13.2	6.0	25.2	21.4	34.4	28.5	19.9	26.1		
יולי	12.6	1.8	13.0	11.6	3.7	13.2	6.0	24.6	20.9	33.9	28.0	-9.2	42.6		
אוגוסט	12.1	1.1	13.6	11.8	3.1	13.7	5.6	24.6	21.0	34.0	28.0	-18.4	27.7		
ספטמבר	11.9	1.1	13.4	12.2	3.3	14.9	5.4	24.9	21.0	34.4	28.5	-4.3	20.6		
אוקטובר	12.1	1.6	18.7	15.9	4.6	20.7	5.3	28.6	24.5	38.0	32.1	56.1	5.4		
נובמבר	14.4	2.1	19.2	18.6	5.1	22.4	4.9	33.5	28.2	44.2	38.0	-29.7	1.8		
דצמבר	14.1	2.8	18.5	15.4	2.2	17.8	4.4	30.3	25.7	40.2	34.0	-18.8	4.1		

לוח ז' - נ' - 6 (המשך)

שיעורי הריבית החודשית האפקטיבית, 1987 עד מארס 1993
(אחוזים, מונחים שנתיים)

12.7	2.9	15.7	13.5	2.3	14.9	4.0	26.7	22.7	36.2	29.9	-5.2	0.0	ינואר 1992
10.9	2.7	13.9	11.7	1.6	12.6	4.0	23.8	20.3	31.6	26.7	18.2	12.8	פברואר
9.1	2.8	12.1	9.9	1.4	11.2	4.2	20.2	18.3	25.9	21.8	43.5	19.2	מארס
8.4	2.8	12.2	10.0	1.9	11.2	4.0	19.4	17.5	25.1	21.1	1.2	23.6	אפריל
8.5	2.5	13.1	10.0	1.7	11.2	3.8	19.5	17.4	25.4	21.4	17.1	-4.3	מאי
8.5	2.1	12.1	10.1	1.4	11.2	3.8	19.3	17.3	25.1	21.1	9.0	1.7	יוני
8.5	1.9	11.7	10.3	2.3	11.2	3.3	19.2	17.0	25.3	21.3	-3.7	8.6	יולי
8.4	2.1	11.3	10.0	1.7	11.1	3.3	19.1	16.8	25.3	21.3	-2.5	9.8	אוגוסט
8.0	1.9	11.0	10.0	1.3	11.2	3.1	19.0	16.9	25.0	21.0	4.0	17.0	ספטמבר
7.9	2.1	11.0	10.0	1.9	11.3	3.3	18.9	16.3	25.1	21.1	29.1	6.1	אוקטובר
7.7	1.9	11.0	9.0	1.1	10.6	3.6	17.4	15.8	21.4	18.9	98.2	7.8	נובמבר
6.2	1.6	11.0	9.2	1.0	10.6	3.4	16.7	15.2	20.5	18.3	26.3	13.6	דצמבר
5.5	1.6	12.5	10.3	1.2	11.4	3.2	17.5	16.0	21.3	19.0	42.7	16.4	ינואר 1993
5.5	2.1	12.5	10.3	1.2	12.4	3.1	17.5	16.0	21.3	19.0	10.1	15.6	פברואר
6.5	2.6	12.2	10.5	1.4	12.5	3.1	18.0	16.3	21.9	19.6	-5.9	16.6	מארס

* הנתונים השנתיים מבוססים על מיצוע גיאומטרי של הנתונים החודשיים.

הערות לטורים:

(3) כולל ריבית רגילה, תשלום בגין חריגות בפועל, ונוסף על כך, דמי הקצאה ועמלת ניהול. החל משנת 1986 שונתה שיטת האמידה.

(6) הריבית הממוצעת המשוקללת (בכמויות) על האשראי השיקלי הלא-צמוד.

(10) בהנחה של חידוש כל 3 ימים, ללא פיקרונות "ג'מבו".

(11) התשואה הממוצעת לפדיון על מק"ם לחודש.

(13) לפי הגדרת הפיקוח על הבנקים.

ה מקור : טורים (3), (4), (5), (9), (10), (13) — הפיקוח על הבנקים; טורים (6), (8), (11) — המחלקה המוניטרית.

לוח ז'-נ'-7

אומדן הרכוש של הפקטור הפרטי הלא-פיננסי, 1989 עד 1992
(נתוני סוף שנה, מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

1992	1991	1990	1989	הנכסים
73,303	55,020	43,344	36,705	1. הנכסים לזמן קצר ¹
9,753	7,455	6,345	5,028	א. אמצעי התשלום
26,715	21,043	14,987	10,380	ב. פח"ק (תפ"ס) ופיקדונות לזמן קצוב
8,155	7,840	7,940	8,757	ג. פיקדונות במטבע חוץ (כולל זמן קצוב)
21,118	15,312	9,136	8,200	ד. איגרות חוב סחירות
7,562	3,371	4,936	4,340	ה. מניות של מתווכים פיננסיים
62,551	56,403	49,987	44,603	2. הנכסים הפיננסיים לזמן בינוני ²
929	942	1,498	1,605	א. פיקדונות הציבור למתן הלוואות
41,255	39,407	34,348	31,188	ב. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים לזמן ארוך
12,075	10,052	8,572	7,153	ג. פת"ם פיצויים
8,292	6,001	5,569	4,658	ד. אשראי יצואנים לחו"ל
129,933	112,785	91,652	75,858	3. הנכסים הפיננסיים לזמן ארוך
115,246	99,907	81,270	67,505	א. קופות גמל בניכוי מניות
13,428	11,779	9,509	7,126	ב. פיקדונות בביטוח חיים
1,259	1,099	873	1,226	ג. מילווה חובה ³
332,634	275,582	222,497	181,598	4. הנכסים הפיסיים ⁴
44,362	35,758	29,990	25,538	א. מוצרים בני-קיימא
155,122	126,646	97,517	72,946	ב. דירות למגורים
120,844	103,431	86,173	74,874	ג. בניינים וציוד
12,307	9,746	8,817	8,240	ד. מלאי מוצרים
598,422	499,790	407,479	338,764	סך כל הנכסים

לו ת ז' - נ' - 7 (המשך)

1992	1991	1990	1989	ה ה ת ח י י ב ו י ו ת
54,102	43,043	35,491	27,316	1. ההתחייבויות לזמן קצר ⁵
38,805	29,586	23,733	18,654	א. האשראי החופשי במטבע ישראלי
11,844	9,978	8,155	2,687	ב. האשראי החופשי במטבע חוץ
441	300	417	3,528	ג. האשראי המוכוון במטבע חוץ
3,013	3,180	3,186	2,448	ד. האשראי מחו"ל (ספקים וישר)
86,835	72,653	59,009	49,532	2. ההתחייבויות לזמן בינוני וארוך ⁶
76,897	63,335	49,387	38,992	א. האשראי לזמן ארוך במטבע ישראלי
9,938	9,318	9,622	10,540	ב. האשראי לזמן ארוך במטבע חוץ
140,937	115,696	94,501	76,848	סך כל ההתחייבויות (2) + (1)
457,484	384,094	312,979	261,916	3. הרכוש הנקי ⁷

- (1) ההבדלים בין סעיף זה לבין סעיף הנכסים הנזילים שכלוח ז' - 12 נובעים מהשוני שבין הגדרת הציבור להגדרת הסקטור הפרטי הלא-פיננסי. הסעיף פיקדונות לזמן קצוב ותפ"ס כולל פיקדונות בבנקים המיסחריים ובמוסדות פיננסיים אחרים. הסעיף פיקדונות במטבע חוץ 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 בדיווח, חברות הביטוח וקופות הגמל. הסעיף מניות של מתווכים פיננסיים כולל מניות של בנקים מסחריים, בנקים למשכנתאות, מוסדות מימון ענפיים וחברות ביטוח.
- (2) ההבדל בין סעיף זה לסעיפים המקבילים בלוח ז' - 12 נובע מהכללת פיקדונות הציבור למתן הלוואות ומהכללת תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים לבנקים למשכנתאות ולהשקעות (נוסף על תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים בבנקים המסחריים). תכניות החיסכון נזקק רק המענק, שנצבר לזכות החוסכים, ולא המענק הנרשם בעת ההפקדה.
- (3) ערך מילווה החובה חושב על ידי היוון הורם המתאם של הפירעונות, בריבית של 8 אחוזים.
- (4) נתונים מתוקנים.
- (5) האשראי החופשי במטבע ישראלי כולל אשראי חופשי ממערכת הבנקאות המסחרית ואשראי לטווח קצר מבנקים למשכנתאות (אשראי לקבלנים) ומחברות ביטוח בניכוי האשראי לרשויות המקומיות. האשראי החופשי במטבע חוץ כולל אשראי ממערכת הבנקאות בישראל, למעט אשראי לרלק. האשראי מחו"ל כולל אשראי משלוחות של בנקים ישראליים מחו"ל, אשראי ספקים ואשראי אחר מחו"ל (בניכוי רשויות מקומיות).
- (6) רכיב הסובסידיה באשראי לטווח ארוך במטבע ישראלי חושב באמצעות 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 הירורידולר. באשראי לזמן בינוני וארוך נכללים איגרות חוב קונצרניות.
- (7) 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 מקור : עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

פרט ז'

שוקי הכספים וההון

לוח ז'-נ'-8

ניירות הערך שבידי הציבור, 1990 עד 1992

העלייה או הירידה הריאלית של ערך השוק במשך השנה			התפלגות ניירות ערך לפי מחזיקים			ערך השוק			
1992	1991	1990	1992	1991	1990	1992	1991	1990	
(אחוזים)			(מיליוני ש"ח)						
1. איגרות החוב									
14.7	17.3	0.7	100.0	100.0	100.0	85,300	67,968	49,085	א. סך כל איגרות החוב הסחירות
5.4	15.3	-3.5	18.4	20.1	20.4	15,727	13,641	10,021	ב. איגרות החוב שבידי הבנקים המסחריים
11.7	-7.4	6.2	2.2	2.3	2.9	1,895	1,551	1,419	ג. איגרות החוב שבידי בנק ישראל
13.2	11.4	1.7	51.5	52.2	55.0	43,956	35,492	26,988	ד. איגרות החוב שבידי קופות הגמל
									ה. אומדן איגרות החוב שבידי הציבור
25.5	37.4	1.5	27.8	25.4	21.7	23,722	17,284	10,657	(א)-(ב) + (ג) + (ד)
2. המניות וניירות הערך									
									ו. סך כל המניות וניירות הערך הניתנים להמרה
129.8	27.7	13.9	100.0	100.0	100.0	81,907	32,594	21,631	ז. המניות וניירות הערך שבידי הבנקים ¹
13.5	10.2	10.1	4.2	8.4	9.7	3,400	2,739	2,105	ח. המניות שבידי קופות הגמל
128.4	69.5	83.2	9.6	9.6	7.3	7,853	3,143	1,571	ט. אומדן המניות וניירות הערך שבידי הציבור
141.8	26.0	10.6	86.3	82.0	83.0	70,654	26,712	17,955	(ו)-(ז) + (ח)

(1) אין הפרדה בין מניות רשומות למסחר לבין מניות שאינן רשומות, ולכן תיתכן הטיה כלפי מעלה של גודל זה.
המקור: הבורסה לניירות ערך; המחלקה המוניטרית, הפיקוח על הבנקים ומחלקת המחקר בבנק ישראל.

לוח ז' - נ' - 9

הנפקת ניירות ערך ואומדן גיוס ההון, 1989 עד 1992
(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

הסקטור הפרטי				הסקטור הציבורי									
				איגרות חוב לא סחירות					איגרות חוב סחירות ¹				
סך כל גיוס ההון	הנפקות מניות וניירות ערך להמרה במניות ²	סך כל גיוס ההון	סך כל הנפקת אג"ח	סך הכול	הפקדות חופשיות	מוסדות גמל, פנסיה וחברות ביטוח	תכניות חיסכון מאושרות	גיוס הון נטו	גיוס הון באמצעות מק"ם	מכירות נטו בשוק הפתוח	פדיונות	הנפקות	
1,568	693	874	2,866	-506	-297	-842	632	3,372	799	2	3,378	5,949	1989
1,816	723	1,093	-4,306	-5,026	-396	-1,385	-3,245	720	-213	-36	3,775	4,744	1990
1,683	1,366	317	1,020	-8,293	-561	-1,831	-5,901	9,313	1,006	-14	3,439	11,760	1991
4,375	4,061	314	-1,589	-4,954	-540	-1,791	-2,623	3,365	682	-498	8,967	12,149	1992
36	36	0	315	-100	-22	25	-102	414	109	0	553	858	ינואר 1992
815	788	28	180	-273	-36	-165	-72	453	304	0	815	964	פברואר
49	49	0	-97	-205	-52	48	-202	108	-7	0	1,132	1,248	מארס
306	306	0	-116	-389	-29	-161	-199	272	-45	-41	864	1,222	אפריל
690	635	56	-270	-584	-54	-221	-310	314	16	-39	906	1,243	מאי
159	159	0	-851	-801	-53	-246	-502	-50	-93	-4	1,085	1,131	יוני
151	76	75	-29	-271	-16	-9	-246	242	164	-81	708	867	יולי
270	236	34	-365	-541	-42	-332	-167	176	55	-60	678	859	אוגוסט
210	210	0	-505	-346	-74	60	-332	-159	-272	-63	620	797	ספטמבר
454	331	123	649	-209	-16	-9	-184	858	613	-75	597	917	אוקטובר
1,015	1,015	0	-161	-546	-86	-325	-134	385	-35	-60	479	959	נובמבר
221	221	0	-339	-690	-60	-456	-174	351	-126	-75	531	1,084	דצמבר

פרק ז' - שוקי הכספים וההון

(1) כולל הנפקות לבנקים מסחריים ולקופות גמל; לא כולל רכישות ופדיונות לבנק ישראל.

(2) כולל תקבולים ממימוש אופציות.

ה מקור : המחלקה המוניטרית, בנק ישראל.

לוח ז'-נ'-10

מדד התשואה הריאלית¹ הכוללת של ניירות הערך בבורסה לניירות ערך, 1989 עד 1992

(מרד: דצמבר 1991 = 100)

המניות וניירות הערך להמרה			איגרות החוב		
המניות	מניות הבנקים	סך הכול ²	הצמודות למורד	הצמודות והנסחרות במטבע חוץ	
הלא- בנקאיות	המסחריים שבהסדרי		המחירים לצרכן		
73.8	105.5	77.6	104.4	114.1	1989
72.8	99.2	75.9	98.6	101.7	1990
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1991
173.6		174.4	105.9	120.3	1992
114.7		114.6	99.9	100.2	ינואר 1992
118.2		118.4	98.7	101.8	פברואר
118.0		118.3	99.5	105.0	מארס
118.7		119.0	101.6	105.3	אפריל
125.2		125.9	103.9	107.4	מאי
136.2		137.0	105.6	107.7	יוני
137.7		138.3	105.0	107.0	יולי
143.3		144.1	104.1	104.2	אוגוסט
155.7		156.8	105.1	105.4	ספטמבר
165.3		166.5	104.7	111.1	אוקטובר
168.3		169.2	106.0	118.4	נובמבר
173.6		174.4	105.9	120.3	דצמבר
שיעור התשואה הריאלי הכולל במשך התקופה (אחוזים)					
73.6		74.4	5.9	20.3	1992
36.2		37.0	5.6	7.7	מחצית א'
27.4		27.2	0.3	11.7	מחצית ב'

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

(2) כולל גם מניות בנקים מסחריים שלא בהסדר.

(3) מניות אלו נפרו, כזכור, באוקטובר 1991.

ה מקור: הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

לוח ז' - נ' - 11

ערכי השוק של מצבת המניות, 1992

הנפקה תמורת מזומן של מניות וניירות ערך הניתנים להמרה	ערך השוק של המניות וניירות הערך הניתנים להמרה, הרשומים בבורסה				
	חלקה של הקבוצה בסך כל ערך השוק של המצבה בסוף 1992	העלייה הריאלית בערך השוק של המניות בשנת 1992	חלקה של הקבוצה בסך ההנפקות	(מיליוני ש"ח)	
(מיליוני ש"ח)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(מיליוני ש"ח)	
150.0	4.1	152.0	3.7	3,059	הבנקים המסחריים והחברות להחזקות בנקאיות
0.0	0.0	99.6	2.7	2,183	הבנקים למשכנתאות
30.1	0.8	12.1	0.8	678	מוסדות המימון הענפיים
28.1	0.8	96.2	3.1	2,528	חברות הביטוח
208.2	5.7	101.1	10.3	8,448	סך כל הסקטור הפיננסי
476.4	13.1	84.1	12.6	10,344	מסחר ושירותים
447.8	12.3	64.9	9.4	7,660	מקרקעין, בינוי, פיתוח והדריס
1688.3	46.4	177.0	43.4	35,516	תעשייה
819.7	22.5	137.4	19.5	15,941	החברות להשקעה ואחזקות ¹
		142.4	4.9	3,998	הרשימה המקבילה ²
3,640.4	100.0	129.8	100.0	81,907	סך הכול

(1) כולל חברות לחיפוש נפט.

(2) הנפקות הרשימה המקבילה סווגו לפי הענף המנפיק.

ה מקור : הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

פרט ז' - ערכי השוק הכספיים וההון

201

לוח ז' - נ' - 12

מדד התשואה הכוללת למניות רגילות ולמניות בכורה הרשומות למסחר בבורסה, 1989 עד 1992

מקרקעין, בינוי ופיתוח	המסחר והשירותים	התעשייה	חברות ההשקעה	מוסדות המימון הענפיים	הבנקים למשכנתאות	חברות הביטוח	הבנקים מסחריים	המדר הכללי	סוף התקופה
(מדר: דצמבר 1991 = 100)									
64.4	70.3	45.6	48.9	68.3	85.9	72.5	66.1	56.2	1989
70.9	70.8	55.6	61.0	70.1	92.3	71.5	71.9	64.7	1990
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1991
104.8	111.0	133.8	124.1	105.2	134.4	95.2	130.4	122.3	I 1992
116.3	135.9	153.5	145.8	114.0	172.2	131.2	162.2	143.1	II
138.2	153.5	177.7	180.8	116.1	204.5	173.8	192.6	168.2	III
156.7	171.7	205.4	208.8	141.8	204.4	211.2	207.6	191.9	IV
שיעור השינוי הריאלי ¹ במשך התקופה (אחוזים)									
42.4	56.0	86.6	89.7	28.8	85.7	91.9	88.7	74.4	1992

(1) מנוכה במדר המחירים לצרכן; מתוקן לסוף החודש.

המקור: הבורסה לניירות ערך ועיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל.

לוח ז' - נ' - 13

שיעורי תשואה שנתיים ריאליים לפדיון נטו של איגרות החוב הצמודות למדד, במקור ובבורסה,
1991 ו-1992¹
(אחוזים)

בבורסה		במקור					
10-9 שנים	5-3 שנים	איגרות החוב הפרטיות ²	"גליל"	"שגיא"	"גבע"		
1.76	1.15		1.91	1.46	0.70	I	1991
1.55	0.74		2.20	1.53		II	
1.01	-0.05	0.68	1.70	0.60		III	
1.28	0.79		1.63	1.20		IV	
1.63	1.41		1.99	1.75		I	1992
1.26	1.05	2.70	1.96	1.42		II	
0.84	0.57		1.31	1.07		III	
0.71	0.45		1.29	1.24		IV	
1.70	1.43		2.10	1.85		ינואר	1992
1.67	1.45		1.97	1.79		פברואר	
1.53	1.35		1.89	1.61		מארס	
1.55	1.36		1.94	1.67		אפריל	
1.31	1.10	2.70	1.66	1.31		מאי	
0.91	0.70		2.29	1.29		יוני	
0.77	0.47		1.17	1.00		יולי	
1.02	0.71		1.53	1.14		אוגוסט	
0.72	0.55		1.23	1.06		ספטמבר	
0.85	0.68		1.30	1.29		אוקטובר	
0.67	0.44		1.34	1.23		נובמבר	
0.63	0.23		1.23	1.21		דצמבר	

(1) התשואה בבורסה המוצגת בלוח זה היא ממוצע לנתוני סוף שבוע של איגרות החוב הממשלתיות והיא חושבה על-פי מדד המחירים שהיה בפועל. נערך תיקון לגבי הפסד מדד הפדיון.

(2) באיגרות החוב הפרטיות הנתונים אינם כוללים את החברות הממשלתיות והם ממוצע משוקלל בסכומי ההנפקה.
המקור: המחלקה המוניטרית ועיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח ז'-נ'-14

התשואות וסכומי התקן החודשיות הריאליות של נכסים פיננסיים, 1990 עד 1992

סטיית התקן החודשית ל-12 החודשים האחרונים				התשואה החודשית הממוצעת במשך התקופה				
1992				1992				
מחצית ב'	מחצית א'	1991	1990	מחצית ב'	מחצית א'	כל השנה	1991	1990
(אחוזים)								
0.45	0.80	0.85	0.48	-0.88	-0.73	-0.80	-1.34	-1.37
0.47	0.88	0.98	0.47	-0.10	0.14	0.02	-0.31	-0.33
2.05	1.91	3.58	1.35	1.22	0.41	0.82	-0.37	-0.99
2.05	1.94	3.58	1.37	1.26	0.50	0.88	-0.36	-0.79
3.01	3.24	3.33	1.01	0.64	0.88	0.76	0.16	0.62
1.17	2.34	2.91	1.90	0.05	0.92	0.49	0.16	-0.46
4.30	5.60	5.77	6.75	4.13	5.51	4.82	2.48	0.02
0.06	0.05	0.03	0.02	1.04	1.08	1.06	1.03	1.01
4.30	5.77	6.49	7.67	4.15	5.41	4.78	2.87	0.16

פיקדון עו"ש¹פח"ק (תפ"ס)²

דולר

פיקדון בדולרים (לשנה, בניכוי מס במקור)

פיקדונות פיצויים (במקרים, לשנה)

איגרות החוב הצמודות למדד

סך כל המניות

א. מניות הבנקים המסחריים³

ב. המניות הלא-בנקאיות

(1) כולל ריבית נומינלית על יתרות העו"ש.

(2) השונות בתשואות בין לקוחות שונים רבה.

(3) סך כל מניות הבנקים המסחריים (עד אוקטובר 1991 — כולל בנקים בהסדר).

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל.