

המערכת המוסדית של שוק ההון

1. קווי ההתפתחות העיקריים

בשנת 1979 התרחשה ירידה ריאלית בהיקף הגיוס של מקורות פיננסיים לזמן בינוני וארוך במשק הישראלי. בלטה במיוחד הירידה במקורות, הנוכעים מצבירת נכסים פיננסיים לזמן בינוני וארוך, ומפירעון הלוואות העבר; עם זאת, המשיכו שני אפיקים אלה לספק את עיקר המקורות הפיננסיים לזמן בינוני וארוך. בצד השימושים של המקורות לזמן בינוני וארוך לא חל שינוי ריאלי בהיקף האשראי שהוענק, ולעומת זאת חלה ירידה חריפה בשימושים משניים, כהעברות למערכת הבנקאות המסחרית, ולשימושים קצרי מועד.

הירידה הריאלית באספקת המקורות דרך צבירת נכסים לזמן בינוני וארוך מצד הציבור מבטאת תפנית, שיש לראותה על רקע הגורמים הכלליים, שהביאו השנה לירידת החיסכון ולהפסקת גידולו של התיק הכולל של הנכסים הכספיים שבידי הציבור. בין הגורמים הללו יש להזכיר במיוחד את ההשפעות המחזוריות והאחרות, שהגבירו את הביקוש למוצרים בני קיימא, ואת העלאת שערי הריבית על האשראי לזמן קצר, אשר הפחיתה מכדאיות החזקתם של נכסים כספיים. על רקע זה היתה ירידת הצבירה באמצעות נכסים פיננסיים לזמן בינוני וארוך מצומצמת יחסית, ויש לזקוף עובדה זו בעיקר לקיומה ולהתרחבותה של מערכת הפרשות חוזיות לקופות הגמל, הצמודה לחשלומי השכר.

בהרכב גיוס המקורות באמצעות נכסים לזמן בינוני וארוך חלו מספר שינויים: עלה משקלה של הצבירה דרך קופות גמל, פיקדונות צמודים לזמן ארוך וכיטוח החיים, וכנגד זאת נמשכה ואף החריפה, ירידת הצבירה דרך תכניות חיסכון וקרנות הנאמנות. גם השנה לא סיפק הציבור מקורות נטו לזמן בינוני וארוך, באמצעות פעולותיו בניירות ערך במקור ובשוק המשני; עם זאת, פחת היקף המכירה הנקייה של ניירות ערך אלה מצד הציבור.

השנה היתה, כאמור, ירידה ריאלית גם באספקת מקורות דרך פירעון הלוואות לזמן בינוני וארוך. זוהי תוצאה של הפיגור שנוצר בין שיעור עליית המחירים לבין התפתחות הפירעון של ההלוואות הבלתי צמודות, שנתקבלו בעבר. במקורות המשניים בלטה הירידה בהיקף ההעברות של הממשלה לשוק ההון. בנק ישראל הגדיל אמנם את העברת המקורות, באמצעות פעולותיו באיגרות חוב, אך בסך הכול ירדה, במונחים ריאליים, התרומה של הפעילות הפיננסית בשוק ההון להרחבה המוניטרית במשק.

רמתו הריאלית של האשראי לזמן בינוני וארוך נשארה קבועה השנה, תוך עלייה ריאלית באשראי לשירותים וירידה ריאלית באשראי לתעשייה ולמשכנתאות. על רקע הגידול בהשקעה במשק, נמשכה, זו השנה השנייה, הירידה ביחס שבין האשראי לזמן בינוני וארוך לבין פעילות ההשקעה, שאותה הוא מיועד, בעיקרו, לממן. התפתחות זו נבעה, בחלקה, משינויים במדיניות האשראי, ובחלקה מגורמים אחרים, כשינויים בהרכב ההשקעה.

מאחר שהשנה פחתה גם זמינות האשראי לזמן קצר, היה בירידת היחס שבין האשראי לזמן בינוני וארוך לבין ההשקעות כדי להקשות על מימון תהליך ההשקעה. עם זאת, לא פחת, ככל

אומדן המקורות והשימושים הפיננסיים לזמן בינוני וארוך
(מיליארדי ל"י)

	1979		1978	1977	
מחצית II	מחצית I	סך הכול			
מקורות					
1. צבירת הציבור באמצעות נכסים	(9.5)	24.5	16.7	8.2	
2. פירעון הלוואות	(12.1)	22.0	15.0	10.3	
3. חוץ לארץ	(3.2)	4.6	4.2	2.2	
4. הממשלה	(7.5)	4.5	8.6	1.5	
5. בנק ישראל	(3.9)	4.2	-0.1	0.2	
6. מקורות בלתי מוזהים	(1.7)	0.3	-4.7	1.6	
סך כל המקורות	(37.9)	60.1	39.7	24.0	
שימושים					
7. אשראי לזמן בינוני וארוך	(31.8)	51.6	28.1	17.5	
8. שימושים אחרים נטו	(6.1)	8.5	11.6	6.5	
סך כל השימושים	(37.9)	60.1	39.7	24.0	

הערות לשורות:

- (1) לרבות עסקאות כניירות ערך ופיקדונות. ראה לוח י"ז-2, סעיף 7.
- (2) למערכת המוסדית ולממשלה. ראה לוח י"ז-6, סעיף 2, ולוח י"ז-9, סעיף 5.
- (3) באמצעות פיקדונות למתן הלוואות לזמן בינוני וארוך במטבע חוץ בבנקים מסחריים, ועסקאות טו של המערכת המוסדית עם חו"ל. ראה לוח י"ז-3 ולוח י"ז-6, סעיף 3(ב).
- (4) העברות נטו מהממשלה לשיבושים פיננסיים. ראה לוח י"ז-9, סעיף 7 (מקורות).
- (5) באמצעות רכישה נטו של איגרות חוב ממשלתיות במקור ובשוק המשני ורכישות טו מהחוך המוקפא של חכניות חיסכון. על פי נתוני מינהל מילות המדינה כבנק ישראל ולוח י"ז-6, סעיף 3(ג).
- (6) הפרש בין סך השימושים והמקורות המנטיים הסעיפים (1) עד (5).
- (7) ראה לוח י"ז-3.
- (8) כולל שימושים אחרים נטו של המערכת המוסדית (סעיפים 3א, 3ב, 7, 8 ו-9 שכלול י"ז-6) ושימושים מתוך גיוס ניירות ערך שלא בירי מוסדות כספיים וממשלה. סעיף אחרון זה מגיע ל-2.3, 4.6 ו-1.2 מיליארדי ל"י בשנים 1977, 1978 ו-1979 בהתאמה.

הנראה, היקף הסיכסוד להשקעות, מאחר שהשנה התרחב הפער שבין שיעור האינפלציה לבין שערי הריבית הבלתי צמודים, שבהם ניתן עיקר האשראי לזמן בינוני וארוך. התפתחות המקורות והשימושים לטוח ארוך ובינוני לא היתה אחידה על פני השנה. במחצית השנייה של השנה חלה ירידה חריפה בצבירת חסכונות הציבור, בצד הגדלה ניכרת של האשראי וההעברות לשימושים קצרי מועד, התרחשויות אלה, שבאו בתגובה לכיוון המוניטרי הריאלי שאירע באותו זמן, תרמו לעלייה הניכרת, שחלה בהזרמת הממשלה במחצית השנייה של השנה. השנה הוחלט על הצמדת הלוואות למשקיעים ולמשתכנים למדד המחירים לצרכן או לשער הדולר. זו החלטה חשובה, הפותחת באופן עקרוני פתח לתיקונו של שוק ההון, לשיפור טיב הקצאת המקורות במשק, ולמניעת רווחי הון שרירותיים. עם זאת, לא ניתן, כנראה, למצות את מלוא היתרונות של שינוי זה בשיטת המס הנוכחית, וקיים אף חשש, שבמקרים מסוימים יהיו ההשפעות בכיוון שונה מהרצוי.

פרק זה עוסק בגיוס זרמי כספים לזמן בינוני וארוך במשק הישראלי ובהקצאתם לשימושים שונים, ובפרט למימון השקעות. עם זאת, אין הוא מטפל בכל תנועות הכספים לזמן בינוני וארוך, אלא בעיקר באלה המופעלות בידי המוסדות הכספיים והבנקאיים והממשלה בפעולתה כמתווך פיננסי².

המקורות הראשוניים המרכזיים לגיוס הכספים למערכת הנסקרת כאן הם, מצד אחד, הצבירה נטו של הציבור במסגרות חיסכון שונות לטווח בינוני וארוך ודרך רכישה נקייה של ניירות ערך להחזקה ישירה; ומצד שני, פירעון הלוואות העבר לזמן בינוני וארוך למוסדות פיננסיים ולממשלה. להשלמת מקורות אלה משמשים בעיקר גיוס הלוואות מחו"ל דרך מוסדות פיננסיים (בעיקר באמצעות פיקדונות למתן הלוואות) והעברות נטו של הממשלה מתוך מקורות אחרים ובעיקר עודף תקבוליה במטבע חוץ³.

עיקר צבירת הנכסים של הציבור לזמן בינוני וארוך מתבצעת באמצעות חסכונות במסגרות תיווך ראשוניות, כקופות גמל ותכניות חיסכון. במרבית המקרים אין זרמי הכספים, המתקבלים ממקור זה וממקורות אחרים, מועברים ישירות ליעדיהם הסופיים, אלא עוברים תחילה תהליך תיווך מורכב, שבו מעורבים מוסדות כספיים ובנקאיים שונים והממשלה⁴. בסופו של דבר, מועברים עיקר הכספים המגויסים כאשראי לזמן בינוני וארוך להשקעות בענפי המשק ובדירור. בין היעדים האחרים בולטים שימושים שונים לזמן קצר, כהעברות למערכת הבנקאות המסחרית. מבחינה מוסדית, ניתן להבחין בין שלוש מסגרות עיקריות, המשתתפות בתהליך גיוס המקורות לזמן בינוני וארוך ובגלגולו עד להקצאתו הסופית:

א. "המערכת המוסדית של שוק ההון", הכוללת את המוסדות הכספיים והבנקאיים, שעיקר עיסוקם בפעילויות לזמן בינוני וארוך, את קרנות הנאמנות ואת המגזרים של מערכת הבנקאות המסחרית, המתמחים בגיוס כספים לזמן בינוני וארוך והקצאתם (כתכניות חיסכון ופיקדונות צמודים לזמן ארוך).

ב. הממשלה בפעילותה כמתווך פיננסי.

ג. מסגרת למתן אשראי לזמן בינוני וארוך במטבע חוץ מתוך פיקדונות למתן הלוואות בבנקים מסחריים.

¹ השנה נעשו שני צעדים נוספים בכיוון הצגה כוללת יותר של זרמי הכספים לזמן בינוני וארוך: (א) כלל גיוס ניירות הערך הסחירים המקומיים מהציבור שולב במערכת המקורות והשימושים. (ב) בניית מערכת כוללת, המאחדת את הפעילויות לזמן בינוני וארוך של המערכת המוסדית, הממשלה, מסגרת הפיקדונות למתן הלוואות במטבע חוץ באמצעות בנקים מסחריים והמקורות הנובעים מגיוס ניירות הערך הסחירים. כנגד זאת, ניתן דגש מצומצם יותר בתאור ההסדרים המוסדיים וקשרי הגומלין, שבין המסגרות המוסדיות השונות. על כך ראה בפרקים שנכתבו בשנים קודמות, ובמיוחד דוח בנק ישראל, 1974, עמ' 391 ואילך, דוח בנק ישראל 1977, עמ' 325 ו-331-333 ודוח בנק ישראל 1978, עמ' 286-293 ו-302-305.

² בפרט אין הפרק משלב (או משלב רק בצורה חלקית) את התנועות לזמן בינוני וארוך שלהלן: (א) גיוס הון ישיר בידי הסקטור הפרטי הלא פיננסי והסקטור הציבורי הלא ממשלתי בארץ ובחו"ל (פרט להנפקת ניירות ערך לציבור כהגדרתם בפרק י"ח), (ב) פעולות הממשלה עם חו"ל (אלה נדונות רק בסעיף העוסק בפעילות הממשלה), (ג) תנועות מענקים.

³ הכוונה למקורות, שאינם נובעים מפעילותה הפיננסית המקומית של הממשלה לטווח בינוני וארוך (שבה עוסק פרק זה). בהסתכלות כוללת משמשים עודף תקבוליה של הממשלה כעסקויה עם סקטור חוץ לארץ ובעסקויה הפיננסיות המקומיות לזמן קצר למימון עודף הביקוש, ועודף תשלומיה נטו במסגרת פעילותה הפיננסית המקומית לזמן בינוני וארוך.

⁴ על ממדיו של תיווך זה ניתן ללמוד מתוך לוח י"ז-8.

עיקר הפעילות עם הציבור מתבצע בידי המערכת המוסדית. עם זאת, יש לממשלה השפעה מכרעת על כל תהליך הגיוס וההקצאה ותנאיו (ראה להלן). נראה לנו, שמבחינה מקרו-כלכלית, אין חשיבות מכרעת לחלוקת הפעילות בין המסגרות המוסדיות הפורמליות. לפיכך מתמקד חלק חשוב מהדיון להלן בראייה כוללת של המערכת.⁵

גיוס המקורות לזמן בינוני וארוך מחסכונו הציבור מתבצע, רובו ככולו, באפיקים צמודים, תוך הבטחת תשואה ריאלית חיובית. לעומת זאת, ניתן עיקר האשראי לזמן בינוני וארוך, עד לאחרונה, ללא הצמדה ובשערי ריבית נומינליים, שנפלו משערי האינפלציה, שלהם ניתן היה לצפות בשעת הענקת האשראי. הפרשים אלה בין שערי ריבית ריאליים מובטחים לחיסכון ובין שערי ריבית ריאליים שליליים צפויים למשקיעים, שבמימונם נשאה הממשלה, שיקפו, מלכתחילה, מדיניות מודעת, שביקשה לעודד את תהליך החיסכון וההשקעה במשק. אולם, ההחשה הנמשכת בשיעור האינפלציה מראשית שנות ה-70, אשר לוותה רק בהתאמה חלקית של שערי הריבית הנומינליים על האשראי, גרמה לירידה ריאלית חדה בשערי הריבית הריאליים הצפויים, מנקודת ראות הלווים, ויצרה רווחי הון דרמטיים, שכחלקם הגדול היו בלתי צפויים. התפתחות זאת הביאה להשפעות נרחבות על חלוקת הרכוש וההכנסה, וזאת בכיוונים, שלא תאמו בהכרח את מערכת ההעדפות המוצהרות של החברה הישראלית. יתר על כן הרמה הריאלית השלילית הגבוהה של שערי הריבית ללווים הביאה לבטח לעיוותים חמורים בהחלטות על הקצאת גורמי הייצור במשק. מיותר לציין, שתנאים אלה בלמו את פיתוחו של שוק ההון הפרטי – פיתוח, שתאם את התפיסה הכללית של הפחתת מעורבות הממשלה במשק לאחר השלמת שלב הפיתוח המואץ. במשך השנים נחלקו הדעות, האם יש לחזור לצמצום ההפרשים בין שערי הריבית לחוסכים וללווים בדרך של ביטול ההצמדה על החסכוניות או בדרך של הצמדת ההלוואות.⁶ לאחר פעולה התחלתית בכיוון זה ב-1978 הוחלט ב-1979 על הצמדה כמעט מלאה של ההלוואות למדד המחירים לצרכן או לשער הדולר. כמצויין להלן, עלולה שיטת המס הנוכחית המתייחסת לרווחים והוצאות נומינליים, לסכל חלק מהיתרונות הגלומים בשינוי חשוב זה; עם זאת, יש לראות בהצמדת ההלוואות את הפתרון העקרוני הנכון ולפעל לחיקון העיוותים שמקורם במערכת המיסוי ע"י הפעלת רפורמה הולמת במערכת זאת.

2. המקורות והשימושים הפיננסיים לזמן בינוני וארוך

בשנת 1979 חלה ירידה ריאלית בהיקף גיוס המקורות הפיננסיים העיקריים לזמן בינוני וארוך. הגיוס דרך צבירת נכסים שבידי הציבור גדל בשיעור נומינלי של כ-47 אחוזים והגיע ל-24,5 מיליארד ל"י, בהשוואה ל-16.7 מיליארד ל"י אשתקד ו-8.2 מיליארד ל"י ב-1977 (ראה לוח י"ז-1) היקף המקורות הנובע מפירעון הלוואות העבר לזמן בינוני וארוך גדל בשיעור נומינלי דומה והגיע ל-22 מיליארד ל"י, לעומת 15 מיליארד ל"י ב-1978 ו-10.3 מיליארד ל"י ב-1977. בניכוי העלייה במדד המחירים לצרכן חלה ירידה ריאלית של כ-11 אחוזים בגיוס דרך צבירת הציבור ופירעון ההלוואות; וזאת בהשוואה לעלייה ריאלית של 10 אחוזים אשתקד.⁷

⁵ הצגה כוללת ברור זאת, ניתן למצוא בלוח י"ז-1 ובחלק מהלוחות האחרים (ראה גם הערה 1). יש לציין, שלפי שעה, טרם הושלם הבסיס הסטטיסטי המלא לבניית לוח י"ז-1, עובדה המתבטאת בקיום גודל שאריתי גדול יחסית.

⁶ סוגיה זאת התקשרה, בין היתר, לחילוקי דעות בהערכת המשמעות של אי ודאות נומינלית וריאלית וביחס לקשר, שבין מנגנוני הצמדה והחשת התהליך האינפלציוני. (יש לציין, שבהרכבה משקים בהם שוררים כיום שיעורי אינפלציה בעלי עוצמה ושונויות, העולים על אלה, שידע המשק הישראלי עד ראשית העשור, עדיין קיימת רחיעה רבה מאימוץ מנגנוני הצמדה.)

⁷ מנוכה על בסיס חצי שנתי

המקורות המשניים, הכוללים בעיקר את חוץ לארץ, הממשלה ובנק ישראל, הגיעו השנה לרמה נקייה של כ-13.6 מיליארד ל"י, בהשוואה ל-8 מיליארד ל"י ב-1978 ו-5.5 מיליארד ל"י ב-1977.⁸ מקורות אלה הם בעיקרם מקורות משלימים, הבאים לגשר על הפער, שבין התחייבויות מימון ההשקעות שהממשלה נוטלת על עצמה ובין היצע המקורות דרך צבירת הנכסים ופירעונות האשראי.

השנה נכלם הגידול המהיר בגיוס המקורות מצד המערכת הפיננסית מחוץ לארץ, והוא החייצב ברמה של 4.6 מיליארד ל"י.⁹ העברת המקורות מצד הממשלה למימון הפעילות לזמן בינוני וארוך, המשקפת את תרומת הפעילות בשוק ההון להזרמה הממשלתית, ירדה מרמת שיא של 8.6 מיליארד ל"י אשתקד ל-4.7 מיליארד ל"י השנה. כנגד זאת, חלה עלייה בהעברת המקורות מצד בנק ישראל באמצעות פעולותיו באיגרות חוב.¹⁰ סך כל התרומה של הממשלה ובנק ישראל נשארה יציבה, ברמה של כ-9 מיליארד ל"י.

בשימושים לזמן בינוני וארוך בולט משקלו הגבוה של האשראי לזמן בינוני וארוך. אשראי זה עלה השנה כ-84 אחוזים והגיע ל-51.6 מיליארד ל"י, בהשוואה ל-28.1 מיליארד ל"י אשתקד. במונחים ריאליים לא חל בו כמעט שינוי, לאחר שאשתקד ירד בכ-5 אחוזים (ראה להלן) בשימושים האחרים נטו חלה ירידה נומינלית — מ-11.6 מיליארד ל"י ב-1978 ל-8.5 מיליארד ל"י ב-1979. שימושים אלה כוללים, בין היתר, את השימוש בגיוס מקורות דרך הנפקת מניות¹¹ רכיב שירד השנה (ראה פרק י"ח), הוצאות תפעוליות של המערכת המוסדית והעברות של המערכת המוסדית למערכת הבנקאות המסחרית ולשימושים קצרי מועד (ראה לוח י"ז-6). בהעברת המקורות על ידי המערכת הבנקאית לשני יעדים אחרונים אלה חלה השנה ירידה ריאלית, הקשורה בהקטנת היקף הכספים החופשיים, שהועמדו לרשות המערכת הבנקאית כתוצאה מצמצום גיוס המקורות שלה ועליית משקל הגיוס באמצעות קופות הגמל, המפנות פחות מקורות חופשיים מאשר תכניות החיסכון.

לוח י"ז 1 מלמד על דפוס התפתחות בלתי אחיד של המקורות והשימושים בין שני חלקי השנה. במחצית הראשונה עלה היקף גיוס המקורות לזמן בינוני וארוך דרך צבירת נכסים ופירעונות אשראי על היקף האשראי המוענן והשימושים האחרים נטו. כך היתה תרומתם של המקורות המשניים שלילית, וכפרט ספגה הממשלה מקורות דרך פעולותיה בשוק ההון. במחצית השנייה של השנה חלה ירידה נומינלית בצבירה דרך נכסים, בעוד הפירעונות עולים בקצב מתון יחסית. כנגד זאת, חל גידול מהיר בהיקף האשראי לזמן בינוני וארוך ובהעברותיה של המערכת המוסדית למערכת הבנקאות ולשימושים לזמן קצר. התפתחויות אלה, הקשורות לכיוון המוניטרי, ששרר באותו זמן, הביאו להרחבה גדולה של הזרמת הממשלה ובנק ישראל במסגרת פעולותיהם בשוק ההון.

⁸ יש להתייחס בזירות לנחונים אלה, הכוללים רכיב שאריתי, שבו חלות תנודות ניכרות משנה לשנה. אנו משערים שמרכיב זה כולל בעיקר פעולות הפקדה לזמן בינוני וארוך. שבין הממשלה ובין גופים, שאינם נכללים כמערכת המוסדית.

⁹ כולל בעיקר פיקדונות למתן הלוואות במטבע חוץ באמצעות בנקים מסחריים (לוח י"ז-3) וכן גיוס מקורות מחו"ל על ידי המערכת המוסדית (ראה לוח י"ז-6).

¹⁰ העברת מקורות זאת כוללת 3.3 מיליארד ל"י דרך רכישת איגרות חוב במקור ובשוק המשני, ו-900 מיליון ל"י דרך רכישת נטו מהתיק המוקפא של תכניות החיסכון. רכישת איגרות החוב בשוק המשני נערכה בסוף השנה ובאה למנוע תגובה חריפה מדי של שוק זה על רקע החששות ששררו בו, והמדיניות המוניטרית המצמצמת, שהופעלה באותו זמן.

¹¹ הכוונה להנפקת מניות שלא על ידי המערכת המוסדית של שוק ההון.

צבירת חסכונות בידי הציבור, באפיקים לטווח

1979			1977		
מחצית 11	מחצית 1	סך הכול			
(מיליוני ל"י)					
8,120	5,990	14,110	6,940	3,850	1. דרך חיסכון נטו ¹ בקופות גמל
2,900	5,020	7,920	47,610	5,730	2. דרך חיסכון נטו ¹ בתוכניות חיסכון
—3,980	950	—3,030	1,290	1,510	3. דרך חיסכון נטו ¹ בקרנות נאמנות
1,810	1,070	2,880	1,470	870	4. דרך חיסכון נטו ¹ בביטוח חיים
1,940	1,330	3,270	1,170	390	5. דרך פיקדונות צמודים לזמן ארוך בבנקים
					6. דרך רכישה נטו של ניירות ערך במקור ובשוק המשני ³
—1,290	620	—670	⁵ —1,800	—4,160	6א. מזה: בעסקאות עם המערכת המוסדית ^{3,4}
—1,530	—2,950	—4,480	⁵ —4,050	—1,880	7. סך כל צבירת הציבור באפיקים לטווח בינוני וארוך
9,500	14,980	24,480	16,680	8,190	8. מזה: דרך המערכת המוסדית
					[[6)+(5)+(4)+(3)+(2)+(1)=7]
					8. מזה: דרך המערכת המוסדית
9,260	11,410	20,670	14,430 ⁵	10,470	[[6)+(5)+(4)+(3)+(2)+(1)=8]

- (1) הפקדות (א) פרמיות) בניכוי משיכות של קרן, ריבית, הפרשי הצמדה ודיווידנד (או תביעות).
 (2) כולל חכירות חיסכון בנקאיות, חכירות חיסכון במסגרת בנקים אפוזיקאיים ומוסדות כספיים אחרים.
 (3) בעיקר איגרות חוב ממשלתיות ומניות כן כולל הסעיף גם פיקדונות מצומצמים של הציבור במערכת המוסדית, שלא נכללו בסעיפים (1) עד (5).
 (4) מכידה נטו של ניירות ערך בידי הציבור בשוק המשני, כחוספת קצות במקור של ניירות ערך. המוסקדים בידי המערכת, פחות פדיון ניירות ערך בידי המערכת.
 (5) נתונים מתוקנים.
 (6) מנחה כמדר מחירים לצרכן על בסיס חצי שנתי.

3. גיוס מקורות פיננסיים דרך צבירה בידי הציבור ופירעון הלוואות

א. גיוס מקורות דרך צבירת נכסים לזמן בינוני וארוך

בשנת 1979 חלה, כאמור, ירידה ריאלית של כ-7 אחוזים בהיקף גיוס המקורות דרך צבירת נכסים¹²; וזאת לאחר עלייה ריאלית של 30 אחוזים אשתקד, ושל 155 אחוזים ב-1977. התפתחות הצבירה לא היתה אחידה במהלך השנה: כמחצית הראשונה חלה בה עלייה ריאלית של 29 אחוזים, ואילו במחצית השנייה ירדה הצבירה בשיעור ריאלי של 57 אחוזים (ראה לוח י"ז 2). ברקע הירידה הריאלית בצבירה באמצעות נכסים לזמן בינוני וארוך ניצבות ההתפתחויות

¹² יש לשים לב, שנכסים מסווגים כאן כנכסים לזמן בינוני וארוך במידה, שהם מספקים למנפיק מקורות מובטחים לתקופה זאת. מכאן לא משתמע בהכרח, שנכסים אלה נתפסים גם כנכסים לזמן בינוני וארוך ע"י המחזיק (אם כי זה בוודאי המצב לגבי קופות גמל, חכירות חיסכון וביטוח חיים).

בינוני וארוך (זרמי כספים), 1977 עד 1979

העלייה או הירידה (—) הנומינלית לעומת השנה הקודמת			הירידה או העלייה הריאלית לעומת השנה הקודמת ⁶		
1977	1978	1979	1977	1978	1979
סך הכול	מחצית I	מחצית II	סך הכול	מחצית I	מחצית II
(אחוזים)			(אחוזים)		
78	80	103	32	19	16
133	33	4	67	—7	—37
13	—15	—335	—13	—51	—204
40	69	103	4	14	7
200	200	179	112	106	58
244	104	47	155	30	—7
68	38	44	24	—10	—13

הכלליות בחיסכון ובתיק הנכסים הכספיים של הציבור. השנה חלה ירידה של כ-19 אחוזים בשיעור החיסכון. ירידה זאת קשורה, במדה רבה, בגורמים מחזוריים ואחרים, שהגבירו את רכישת המוצרים בני הקיימא; וזאת, בין היתר, על חשבון צבירת הנכסים הכספיים, שגדלו בשיעור יוצא דופן בשנתיים הקודמות. הביקוש לנכסים כספיים נובע גם מצמצום נפחו הריאלי של האשראי הכנקאי והעלאת הריבית עליו, התפתחויות שמקורן במדיניות המוניטרית המצמצמת ובהשפעת הספיגה של העלאת מחירי הדלק.

על רקע זה נראית הירידה בצבירה באמצעות נכסים לזמן בינוני וארוך מצומצמת יחסית שיעור הירידה בצבירה באמצעות נכסים אלה היה נמוך משל ירידת החיסכון (7 אחוזים בהשוואה ל-19 אחוזים¹³) ונמוך מאוד בהשוואה לירידת הצבירה באמצעות נכסים כספיים לזמן קצר. נראה, שיש

¹³ על פי אומדן גס, פחתה הצבירה באמצעות פת"ם, חשבונו פיצויים, אמצעי תשלום, פיקדונות לזמן קצוב כמטבע ישראלי ותפ"ס מכ-27 מיליארד ל"י ב-1978 לכ-3 מיליארד ל"י ב-1979. לעומת זאת, עלתה הצבירה בנכסים לזמן בינוני וארוך מ-16.7 מיליארד ל"י ב-1978 ל-24.5 מיליארד ל"י ב-1979.

לזקוף שוני זה בהתפתחות, בראש ובראשונה, לקיום "גרעין קשה" וציב של צבירה חזית באמצעות חלק מקרנות הגמל וביטוח החיים. בהשוואה, שבין התפתחות הצבירה בנכסים לזמן בינוני וארוך ובין נכסים לזמן קצר, יש להדגיש במיוחד את השפעת הפחתת הצבירה בחשבונות הפת"ם, לאחר הנהירה הגדולה לנכס חדש זה ב-1978.

כחינת הרכב הצבירה בנכסים לזמן בינוני וארוך ב-1979 מלמדת על עלייה ניכרת במשקל הצבירה דרך קופות הגמל — מ-42 אחוזים מכלל הצבירה הנקייה ב-1978 ל-58 אחוזים השנה. במונחים ריאליים עלתה הצבירה בקופות הגמל ב-16 אחוזים, בהשוואה ל-19 אחוזים אשתקד. התפתחות זאת היא בעיקר תוצאה של קיום הפרשות חוזיות, הצמודות לתשלומי השכר. יש לציין, שהסדרי הפרשה אלה המשיכו להתרחב במסגרת הסכמי העבודה (ראה להלן). כנגד זאת חלה ירידה ריאלית בצבירה במסגרות הרצוניות של קרנות התגמולים הפיננסיות.

השנה החרפה הירידה הריאלית בצבירה דרך תכניות החיסכון, והגיעה ל-37 אחוזים, לעומת 7 אחוזים אשתקד. ירידת משקלו של נכס זה בכלל הצבירה דרך אפיקים לטווח בינוני וארוך (מ-70 אחוזים ב-1977 ל-32 אחוזים השנה) משקפת את ירידת כוח המשיכה שלו בהשוואה לנכסים צמודים אלטרנטיביים — קופות הגמל ואיגרות חוב בהחזקה ישירה: מצד אחד, חל תהליך של הגברה בנזילותן של קופות הגמל, ומצד שני, נראה, שאין הפרש התשואה בין תכניות חיסכון ובין איגרות חוב, המוחזקות מההנפקה ועד הפדיון מפצה על הבדל הנזילות שביניהם. כתנאים אלה ניצל חלק מהציבור את השלמת תקופת החיסכון בתוכניות החיסכון הנרחבות, שנפתחו בשנים 4-1973 על מנת לפנות לנכסים אחרים.

השנה נמשך הגידול הריאלי בצבירה דרך שתי מסגרות נוספות: פיקדונות צמודים לזמן ארוך בבנקים מסחריים וביטוח החיים (ראה להלן). הפיקדונות הצמודים לזמן ארוך הם מסגרת חדשה יחסית, המאפשרת למפקדים גדולים תנאי הצמדה לתקופה ממוצעת קצרה יחסית של שנתיים וחצי. השנה גדלה הצבירה הריאלית במסגרת זאת ב-58 אחוזים בהשוואה ל-106 אחוזים אשתקד כנגד זאת היתה השנה ירידה בצבירה דרך קרנות הנאמנות (ראה פרק י"ח).

הצבירה הנקייה של הציבור דרך רכישת ניירות ערך במקור ובשוק המשני נשארה עדיין שלילית ב-1979. עם זאת, פחתה, זו השנה השנייה, המכירה נטו, מצד הציבור, של ניירות אלה, הכוללים בעיקר איגרות חוב ממשלתיות ומניות. בולטת ההתפתחות השונה של הצבירה דרך אפיק זה בשני חלקי השנה — שוני, שאותו יש לזקוף, בעיקר לתנודות בביקוש לאיגרות חוב. במחצית הראשונה של השנה גאה הביקוש לאיגרות חוב, ואילו במחציתה השנייה, ביקש הציבור לצמצם את החזקתן בעקבות הופעת חששות מצעדי מדיניות שיפגעו בהן וקשיי נזילות אליהם נקלעו פירמות מסוימות. חלק מהצעו של הציבור נקלט בתקופה זאת ע"י המערכת המוסדית של שוק ההון ובנק ישראל.

המעבר, שחל בשנתיים האחרונות, מצבירה שלילית לצבירה חיובית באמצעות רכישת איגרות חוב ממשלתיות להחזקה ישירה הביא להקטנת חלק המערכת המוסדית בכלל גיוס המקורות מהציבור באמצעות נכסים. עם זאת, נשאר עדיין חלק זה ברמה של כ-85 אחוזים.

ב. גיוס מקורות דרך פירעון הלוואות

ההתפתחות הריאלית של גיוס המקורות באמצעות פירעונות אשראי היא תוצאה של העתוי והתנאים המקוריים של ההלוואות. מצד אחד, ושל השינוי בקצב האינפלציה, מצד שני (וזאת מאחר שעיקר הלוואות העבר לא ניתנו כתנאי הצמדה). השנה חלה עלייה נומינלית בהיקף פירעונות האשראי בשיעור של 47 אחוזים. עלייה זאת, נפלה משיעור ההאצה בקצב האינפלציה, כך שהיקפם הריאלי של הפירעונות ירד בשיעור של 13 אחוזים, לעומת ירידה של 4 אחוזים בשנה הקודמת. ניתן לשער שירידה זאת תימשך בשנים הקרובות, למרות הצמדת הלוואות; וזאת מאחר שחלקן

של ההלוואות הצמודות במלאי ההלוואות הוא עדיין מצומצם ומכיון שמ-1978 ואילך, חלה עלייה בתקופת ההחזר.

4. האשראי לזמן בינוני וארוך

האשראי לזמן בינוני וארוך גדל בשנת 1979 כ-84 אחוזים והגיע ל-51.6 מיליארד ל"י (ראה לוחות יז-3 ויז-4). בניכוי השינוי השנתי הממוצע במחירי השימושים שלו, לא חל בו שינוי ריאלי; וזאת לאחר ירידה ריאלית של כ-5 אחוזים אשתקד. כך נמשך, זו השנה השנייה, הפיגור שבין גידול האשראי ובין פעילות ההשקעה, שאותה הוא מיועד בעיקר לממן.

נראה, שאין לחפש את ההסבר להתפתחות זאת בעלות היחסית של מימון באמצעות אשראי לזמן בינוני וארוך בהשוואה להזדקקות למקורות מימון אלטרנטיביים. השנה חל אמנם שינוי מהותי בתנאי האשראי לזמן בינוני וארוך (ראה להלן), אך שינוי זה לא נגע למרבית ההשקעות שבוצעו השנה. בכל מקרה, יש להדגיש, שעלות האשראי לזמן בינוני וארוך לפי התנאים החדשים היתה נמוכה מעלות המימון באמצעות אשראי חופשי לזמן קצר או באמצעות מימוש נכסים כספיים. מבחינתם של המשקיעים, שיכלו להיזקק לאשראי לזמן בינוני וארוך בתנאים הישנים, חלה השנה, ללא ספק, הוזלה יחסית נוספת בעלותו של מקור מימון זה, בהשוואה למקורות החילופיים של האשראי לזמן קצר: מצד אחד, פיגור התאמת הריבית על האשראי לזמן בינוני וארוך אחרי ההאצה בשיעור עליית המחירים, ומצד שני, חלה עלייה ריאלית בריבית על האשראי החופשי לזמן קצר. נראה, אפוא, שההסבר לפיגור שבין התפתחות האשראי לזמן בינוני וארוך לבין התפתחות ההשקעה נעוץ בעיקר בבלימה מצד ההיצע. ניתן להצביע על שלושה גורמים, שפעלו בכיוון זה: (א) קיצוץ מסוים בשיעור המימון של ההשקעות המאושרות, דרך ביטול המוחלט, כמעט, של המימון המשלים, שהענקתו אינה מעוגנת בחוק לעדוד השקעות (בניגוד להלוואות פיתוח). כן חלה ירידה בהיקף המשכנתאות, הניתנות יחסית למחירי הדירות (ראה פרק ח'). (ב) ירידת משקל ההשקעה המאושרת בכלל ההשקעה, וביטול הלוואות הפיתוח להשקעות לא מאושרות.¹⁴ ירידת משקל ההשקעה המאושרת היא, ככל הנראה, בעיקר תוצאה של עלייה מחזורית בהשקעה לא מועדפת, בתקופה של חידוש הצמיחה הכלכלית (ג) מאחר שהאשראי מוענק כפועל בפיגור מסוים לאחר ביצוע ההשקעה, עשויה ההאצה בשיעור האינפלציה לפעול להורדת היחס השוטף שבין האשראי לבין ההשקעה.

כפי שצינו, חלה השנה, במקביל, הפחתה בזמינות האשראי ועלייה בהיקף הסיבסוד הגלום בקבלת אשראי בתנאים שנגעו לעיקר פעילות ההשקעה. נראה לפחות, לכאורה, שההשפעה הנקייה של שני שינויים אלה היתה בכיוון של הגדלת הסבסוד להשקעה, שבוצעה בתנאים הקודמים. מכל מקום, יש להצביע על החמרת בעיית הגישור בין הוצאות ההשקעה לבין המימון, שניתן באמצעות המערכת הפיננסית לזמן בינוני וארוך, דווקא בתקופה שבה התייקרו מקורות המימון החילופיים. ויתכן שחלק מפקע זה מומן בהגברת השימוש באשראי ספקים מתוך לארץ (השנה עלה משקל הצירוף המיובא בנכסים הקבועים).

האשראי לענפי המשק הגיע השנה ל-32 מיליארד ל"י, כ-62 אחוזים מכלל האשראי לזמן בינוני וארוך. בניכוי עליית המחירים, חלה בו עלייה ריאלית קלה ולאחר שבשנה הקודמת נשאר יציב. כ-12 מיליארד ל"י הוענקו לענף השירותים, סכום דומה לתעשייה, והיתרה התחלקה בין ענף החקלאות (כ-6 מיליארד ל"י) וענף הבנייה.

¹⁴ אין בדינו נתונים ישירים על היקף הביצוע של השקעות מאושרות, אך בולטת, בשלוש השנים האחרונות, הירידה ביחס שבין אישורי ההשקעות וכלל ההשקעה כפועל (הן בהסתכלות בו זמנית והן בפיגור של שנה). התפתחות זאת ארעה למרות ההרחבה שחלה בהגדרת ההשקעות המאושרות, עם ביטול אשראי הפיתוח להשקעות לא מאושרות.

לוח י"ז-3

האשראי לזמן בינוני וארוך לפי היעדים באפיקים המקצים, 1978 ו-1979
(מיליוני ל"י, במחירים שוטפים)

אשראי לענפי המשק							אשראי למשקי בית					
אשראי למוסדות לאומיים ¹	אשראי לרשויות מקומיות	לשירותים	לבנייה	לחקלאות	לתעשייה	סך הכול	אשראי אפותיקאי			סך הכול	סך כל האשראי	
							אשראי אחר	לדיור פרטי	מוכוון			
באמצעות המערכת המוסדית												
של שוק ההון												
	1,330	2,700	460	1,170	3,700	8,030	1,370	590	1,790	3,750	13,110	1977
	1,980	3,310	890	2,340	5,460	12,000	1,830	1,090	2,900	5,820	19,800	1978
	4,140	6,520	1,620	5,250	9,280	22,670	4,260	1,410	6,150	11,820	38,630	1979
	2,090	2,420	220	1,780	3,650	8,070	1,590	705	2,465	4,760	14,920	1979 מחצית I
	2,050	4,100	1,400	3,470	5,630	14,660	2,670	705	3,685	7,060	23,710	מחצית II
ע"י הממשלה שלא באמצעות												
המערכת המצומצמת												
	180	510	850	240	190	1,320	410			410	2,420	1977
	480	940	1,060	190	120	800	740			740	4,330	1978
1,110	1,300	3,010	190	180	900	4,280	790			790	7,480	1979
	370	580	830	20	50	670	320			320	2,840	1979 מחצית I
	740	720	2,180	170	130	2,710	470			470	4,640	מחצית II

מתוך פיקדונות למתן
הלוואות במט"ח בבנקים
מסחריים

					500	² 2,000				2,000	1977	
					1,000	² 4,000				4,000	1978	
340	10	2,770	100	540	1,720	5,130				5,480	1979	
	5	1,160	20	200	640	2,020				2,025	1979 מחצית ז	
340	5	1,610	80	340	1,080	3,110				3,455	מחצית ח	
סך הכול												
180	1,840	(3,550)	(700)	(1,360)	(4,240)	² 11,350	1,780	590	1,790	4,160	17,530	1977
480	2,920	(4,370)	(1,080)	(2,460)	(7,260)	² 18,170	2,570	1,090	2,900	6,560	28,130	1978
1,450	5,450	12,300	1,910	5,970	11,900	32,080	5,050	1,410	6,150	12,610	51,590	1979
370	2,675	4,410	260	2,030	4,960	11,660	1,910	705	2,465	5,080	19,785	1979 מחצית ז
1,080	2,775	7,890	1,650	3,940	6,940	20,420	3,140	705	3,685	7,530	31,805	מחצית ח

(1) מוסדות לאומיים מהווים מקור למערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון. ולכן לא נכללו כצרכני אשראי במסגרת זו.
(2) לשנים 1977 ו-1978 אין התפלגות ענפית של האשראי באפיק זה.

לוח י"ז-4
שינויים באשראי לטווח בינוני וארוך, 1977 עד 1979
(אחוזים)

אשראי למשקי בית												סך כל האשראי	
אשראי לענפי המשק						אשראי אפותיקאי							
אשראי למוסדות לאומיים	אשראי לר"מ	לשירותים	לבנייה	לחקלאות	לתעשייה	סה"כ	אשראי אחר	לדיור פרטי	מוכוון	סה"כ			
שיעורי שינוי נומינליים ¹													
166.7	58.7	23.1	54.3	80.9	71.2	60.1	44.4	84.7	62.0	57.7	60.5	1978	
202.1	86.6	181.5	76.9	142.7	63.9	76.6	96.5	29.4	112.1	92.2	83.4	1979	
54.2	83.2	101.8	—51.9	65.0	36.6	28.3	48.6	29.4	70.0	54.9	40.7	1979 מחצית I	
191.9	3.7	78.9	534.6	94.1	39.9	75.1	64.4	0.0	49.5	48.2	60.8	1979 מחצית II	
שיעורי שינוי במחירים													
⁷ 67.0	⁷ 67.0	⁶ 67.0		⁵ 60.0	⁵ 73.0	² 69.5	⁴ 50.0	³ 78.3	³ 78.3	² 67.2	² 68.7	1978	
⁷ 91.0	⁷ 91.0	⁶ 68.0		⁵ 76.0	⁵ 69.0	² 70.0	⁴ 78.3	³ 129.7	³ 129.7	² 109.1	² 81.7	1979	
שיעורי שינוי ריאליים													
59.7	—5.0	—26.3		13.1	—1.0	—5.5	—3.7	3.6	—9.1	—5.7	—4.9	1978	
58.2	—2.3	67.6		37.9	—3.0	3.9	10.2	—43.7	—7.7	—8.1	0.9	1979	

- (1) שיעורי הגידול מוטים כלפי מטה. כיוון שבשנים 1977 ו-1978, לא נכללה ההתפלגות העגפנית של האשראי במסגרת פיקדונות למתן ולזוהאת (ראה הערה ללוח י"ז-3).
- (2) מדר בנוי על-פי ממוצע משוקלל. לפי נפח האשראי בקבוצה המתאימה. על פי משקלוח לשנת 1979.
- (3) על פי מדר מחירי דיוור בממוצע שנתי.
- (4) על פי מדר מחירים לצרכן, בממוצע שנתי.
- (5) נגזר מסדרת טעני ההשקעה במחירים קבועים.
- (6) נגזר מסדרת טעני ההשקעה במחירים קבועים כשדוחים ובחשכל.
- (7) על פי מדר נגזר של מחירי השקעות ציבוריות.
- המקור: אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

בשל העדר מידע מפורט על חלוקת האשראי מתוך פיקדונות למתן הלוואות במט"ח בין ענפי המשק בשנים קודמות לא ניתן להגיע לאומדן מדויק של שיעור העלייה בהיקף האשראי בחלוקה ענפית.

במגבלה זאת נראה שניתן, למרות הכול, להצביע השנה על עלייה ריאלית באשראי לשירותים ולחקלאות, ועל ירידה ריאלית באשראי לתעשייה ולבנייה. נראה, שגידול האשראי לענף השירותים קשור בעיקר בשירותים הציבוריים. בענף הבנייה כולטת עליה חדה באשראי במחצית השנייה של השנה, הקשורה בעיקר בהרחבת הבנייה מצד חברות ציבוריות.

בלוח י"ז-5 מובאת השוואה בין היקף האשראי והמענקים, שניתנו לענף התעשייה, לבין פעילות ההשקעה בו. השוואה זאת מצביעה על הפחתת "שיעור המימון הממוצע"¹⁵ בענף זה בשנים האחרונות — תופעה המתיישבת עם השיקולים שהועלו לעיל. עם זאת, יש להדגיש שהשוואה מעין זאת כרוכה בקשיים לא מבוטלים; המעמידים בספק את משמעותה, קשיים אלה כוללים במיוחד בהשוואה דומה לענף החקלאות. השוואה זאת מלמדת לכאורה על רוויה במקורות מימון לזמן בינוני וארוך¹⁶, בשעה שוועדה שעסקה בבדיקת הנושא העלתה את קיומו של גירעון באמצעי מימון לטווח זה.¹⁷ נראה, ששני הגורמים העיקריים, המביאים להטיה בחישוב הפשוט, הם הקושי שבכידוד האשראי להשקעה בחקלאות מכלל האשראי להשקעה במגזר הכפרי, ובהבחנה, שבין מתן הלוואות חדשות וחידוש הלוואות קודמות.

תנאי המימון החדשים נגעו השנה רק לחלק קטן מההשקעות. מידע חלקי, המצוי בידנינו, מצביע על הענקת כשמינית מהאשראי המוכוון למשכנתים, וכרבע מהאשראי להשקעה בתעשייה בתנאים החדשים (או בתנאי המעבר). קשה לקבוע את השפעתם הנקייה של התנאים החדשים על כדאיות ההשקעה (ראה להלן). עם זאת, קיימות עדויות שונות, המצביעות על רתיעה מנטילת אשראי בתנאים החדשים.

לוח י"ז-5

האשראי לזמן בינוני וארוך, המענקים וההשקעות בתעשייה,

1977 עד 1979

היחס בין מענקים ואשראי לבין ההשקעה (5) = (2)/(3)	היחס בין האשראי לבין ההשקעה (4) = (1)/(3)	ההשקעה (3)	מענקים ואשראי לזמן בינוני וארוך (2)	האשראי לזמן בינוני וארוך (1)	
(אחוזים)		(מיליוני ל"י)			
99	83	5,105	5,040	4,240	1977
82	72	10,070	8,260	7,260	1978
78	65	18,230	14,150	11,900	1979

המקור: טור (1) לוח י"ז-3, טור (3) לוח ח"א-1 ונתוני אגף התקציבים במשרד האוצר.

¹⁵ יש להדגיש, ששיעור מימון זה מתייחס לכלל האשראי הפיננסי לזמן בינוני וארוך, ולא רק לזה הניתן בתנאים מועדפים.

¹⁶ אם נניח, שמשקל החקלאות באשראי מפיקדונות למתן הלוואות במט"ח היה דומה בשנתיים הקודמות לזה שב-1979, ואם נצרף לאשראי מענקים בסך כ-200 מיליון ל"י לשנה, נקבל שיעור מימון העולה על 100 אחוזים, וממשיך לעלות משנה לשנה.

¹⁷ נוסף על כך, נוצרה בחקלאות גם בעיית מימון לזמן קצר, בשל צמצום האשראי המוכוון וצבירת הפסדים בפעילות עסקית.

האשראי למשקי בית הגיע השנה ל-12.6 מיליארד ל"י, או כרבע מכלל האשראי. חלקו הגדול ניתן למשכנתאות לדיור (רובו כאשראי מוכוון). אף שהשנה הואץ מאוד גידולו של אשראי זה, חלה ירידה בערכו הריאלי במונחי הדיור, ולעומת זאת חלה עליה ריאליית באשראי למשקי בית שלא למטרות דיור — עלייה המתיישבת עם ההתפתחויות בתנאי האשראי לזמן קצר.

לוח י"ז - 6

גיוס והקצאה של מקורות פיננסיים לזמן בינוני וארוך בידי המערכת המוסדית של שוק ההון,

1977 עד 1979

(מיליוני ל"י, על בסיס זרמי כספים ברוטו)

1979			1978	1977	מקורות
מחצית II	מחצית I	סך הכול			
(9,260)	(11,410)	20,670	14,430	10,470	1. חסכונות הציבור
(11,690)	(9,600)	21,290	14,390	9,810	2. פירעון הלוואות
(2,700)	(2,020)	(4,720)	(3,020)	(2,370)	א. של משקי בית
(6,840)	(5,860)	(12,700)	(8,940)	(6,180)	ב. של פירמות בענפי המשק
(2,150)	(1,720)	(3,870)	(2,430)	(1,260)	ג. של רשויות מקומיות
2,060	—300	1,760	1,290	780	3. מקורות אחרים
(520)	(110)	(630)	(450)	(200)	א. מוסדות לאומיים (נטו)
(—340)	(—600)	(—940)	(250)	(190)	ב. חוץ לארץ (נטו)
(900)	—	(900)	—	—	ג. בנק ישראל (נטו)
(980)	(190)	(1,170)	(590)	(390)	ד. אחרים
(23,010)	(20,710)	43,720	30,110	21,060	4. סך כל המקורות
שימושים					
(23,710)	(14,920)	38,630	19,800	13,110	5. סך כל אשראי לזמן בינוני וארוך
(—6,180)	(2,910)	—3,270	4,850	4,500	6. העברת מקורות נטו
(—6,800)	(2,750)	(—4,050)	(2,310)	(3,130)	א. ממשלה
(620)	(160)	(780)	(2,540)	(1,370)	ב. מוסדות בנקאיים
(2,170)	(260)	2,430	1,280	1,980	7. שימושים קצרי מועד נטו (כולל מזומן ועו"ש)
(3,750)	(2,880)	6,630	4,470	2,180	8. עודף הוצאות על הכנסות
(—440)	(—260)	—700	—290	—710	9. דיבידנדים ותשלומים אחרים נטו ²
(23,010)	(20,710)	43,720	30,110	21,060	10. סך כל השימושים

(1) כולל עסקאות קצרות מועד של המערכת בחוץ לארץ.

(2) בעיקר במסגרת עסקי כיתוח כללי.

המקור: אומדני מחלקת המחקר בנק ישראל.

לוח י"ז-7

זרמי התקבולים והתשלומים של המערכת המסדית עם הממשלה המסדות הבנקאיים,

1977 עד 1979

(מיליוני ל"י)

סך כל עודף התקבולים על התשלומים (3) + (6) = (7)	על עסקות השנה השוטפת לזמן ארוך ²			על חשבון מצבת הנכסים וההתחייבויות ארוכי מועד ¹			
	עודף תקבולים (6)	תשלומים (5)	תקבולים (4)	עודף תקבולים (3) = (1) - (2)	תשלומים על חשבון התחייבויות (2)	תקבולים על חשבון נכסים (1)	
-3,130	-10,030	14,950	4,920	6,900	1,230	8,130	1977 ממשלה
⁸ -2,310	³ -18,870	² 27,780	8,910	³ 16,560	2,840	³ 19,400	1978
4,050	-22,120	38,530	16,410	26,170	4,580	30,750	1979 סך הכול
-2,750	-13,160	19,220	6,060	10,410	1,970	12,380	מחצית I
6,800	-8,960	19,310	10,350	15,760	2,610	18,370	מחצית II
-1,370	-280	1,940	1,660	-1,090	1,440	350	1977 מוסדות בנקאיים ⁴
⁸ -2,540	³ -1,920	³ 4,870	³ 2,950	³ -620	1,420	⁸ 800	1978
-780	-610	11,100	10,490	-170	930	760	1979 סך הכול
-160	350	3,550	3,900	-510	740	230	מחצית I
-620	-960	7,550	6,590	340	190	530	מחצית II

הערה לגבי הממשלה:

טור (1) הוא כרוכז פירעון של הפקדות העבר בחשב הכללי, וטור (2) הוא כרוכז פירעון של החשב הכללי והשתתפות האוצר במענקים של תוכנית חיסכון.

טור (4) הוא כרוכז הפקדות חזרות של הממשלה.

(1) על חשבון מילווה, פיקדונות וניירות ערך (כולל רכיבית והפרשי הצמדה שנחלקו ושולמו בפועל).

(2) על חשבון מילווה, פיקדונות, הנפקת כריות ערך (ורכישות).

(3) נתונים מתקנים.

(4) מערכת הבנקאות המסחרית, בניכוי הפעילות לזמן בינוני וארוך. הנכללת במערכת המוסדית של שוק ההון.

המקור: אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

האשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך ונפח העסקות¹ של המערכת המוסדית של שוק ההון, 1977 עד 1979

היחס בין סך כל נפח העסקות של המערכת לבין האשראי ברוטו (3)/(4)	אשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך (4)	עסקות פיננסיות			בתוך המערכת (1)
		סך הכול (1)+(2)=(3)	תקבולים מסקטורים אחרים (2)	מחצית I	
4.9	13,110	64,740	38,460	26,280	1977
6.0	19,800	118,340	69,400	48,940	1978
4.9	38,630	190,550	115,080	75,470	1979
5.3	14,920	78,690	48,100	30,590	מחצית I
4.7	23,710	111,850	66,980	44,880	מחצית II

1) כולל רק עסקות, הקשורות במתן ובקבלה של אמצעים פיננסיים לזמן בינוני וארוך. המקור: אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

5. השפעת הממשלה על מערכת שוקי ההון

הממשלה מקיימת מדה גדולה של מעורבות בכל תהליך גיוס ההון לזמן בינוני וארוך והקצאתו. בין היתר, היא קובעת את שיעורי התשואה לחוסכים ואת שערי הריבית ללווים, ואת הקריטריונים למתן אשראי. כמו כן, מקיימת הממשלה שליטה רבה על כיווני הזרימה של הכספים, בשלבים השונים של התיווך הפיננסי. המעורבות הממשלתית בקביעת תנאי הריבית לגיוס מקורות ולהקצאם אינה מבטיחה שוויון בין היצע המקורות, הניזון בעיקר מחסכונות משקי הבית, לבין הביקוש למקורות פיננסיים, המושפע בעיקר מהיקף השקעות במשק ומשיעורי המימון. אם נוצר פער בין היקף המקורות הפיננסיים לזמן ארוך לבין השימושים, משמשת הממשלה כבלם, המווסת זרמים אלו. ראוי לציין, שגם לאחר הצמצום הניכר בין מחיר גיוס ההון לבין מחיר מתן האשראי, בעקבות הצמדת ההלוואות המוכוונות תמשיך הממשלה להיות מעורבת בשוק ההון באמצעות העברת מקורות פיננסיים, שנועדו לכסות על ה"גירעון" במאזן ההצמדה מפעולותיה בעבר. מתוך ריכוז הפעילות הפיננסית המקומית של הממשלה נגזרים המקורות שהעבירה הממשלה לשוק ההון (ראה לוח י"ז-9). ראוי להדגיש, שאת ההשפעה המרחיבה של הממשלה, במסגרת הפעילות הפיננסיות לזמן ארוך, אין למדוד רק לפי עודף השימושים על המקורות, אלא יש להוסיף לכך את רכיב הסיכסוד, הגלום בתיווך הפיננסי, שהתבצע באמצעות הממשלה. בשנת 1979 חלה, בניכוי מדד המחירים לצרכן ירידה ריאלית של 28 אחוזים בנפח הגולמי של המקורות, שגלגלה הממשלה במישרין בעסקותיה הפיננסיות המקומיות, לעומת עלייה ריאלית של 61 אחוזים בשנת 1978. במדה רבה זו תוצאה טכנית, שמקורה בחידוש מלאי איגרות החוב, שהגיעו לפדיון בשנת 1978. התפתחויות אלו באות לידי ביטוי בירידה הריאלית של תשלומי הממשלה על חשבון ביטוח שער והצמדה, מכיוון שהתשלום מתבצע בעת פדיון המילואות ואיגרות החוב המבוטחות, ולא בעת צבירתם. השנה הסתכם עודף השימושים על פני המקורות הפיננסיים המקומיים בכ-4.5 מיליארד ל"י, לעומת 8.6 מיליארד אשתקד. ירידה זו מוסברת בחלקה בגידול בגיוס הון נטו של הממשלה (המתבטא בצבירת הציבור רק במדה חלקית, כשל רכישות נטו של בנק ישראל בשוק המשני)

מקורות השימושים¹ פיננסיים מקומיים של הממשלה לזמן בינתי וארך,
על בסיס זרמי כספים ברוטו, 1977, 1978, 1979
(מיליוני ל"י)

1979			1978	1977	
מחצית II	מחצית I	סך הכול			
מ ק ו ר ו ת					
10,170	12,610	22,780	12,260	2,030	1. מכירת איגרות חוב ממשלתיות ² (רשות)
9,800	9,560	19,360	15,230	11,670	2. הפקדות מוסדות כספיים—אמיסיות מיועדות
					3. הפקדות בנקים מסחריים ומוסדות כספיים שלא מאמיסיות מיועדות ואחרים
1,750	3,220	4,970	4,120	1,350	4. פירעון הפקדות העבר במוסדות כספיים
2,210	1,650	3,860	2,770	950	5. פירעון אשראי במישרין
450	300	750	570	450	6. תקבולים על חשבון תיק ניירות ערך של הממשלה, (כולל מכירת מניות מתוך התיק)
30	10	40	130	120	7. עודף מקורות על שימושים מקומיים
7,510	—2,980	4,530	8,580	1,530	
31,920	24,370	56,290	43,660	18,100	סך כל המקורות המקומיים
ש י מ ו ש י ם					
6,570	5,380	11,950	11,490	4,050	1. שדיון איגרות חוב ממשלתיות ² (רשות)
					2. פירעון הפיקדונות במוסדות כספיים מאמיסיות מיועדות
4,720	5,180	9,900	9,940	4,480	3. פירעון הפקדות בנקים מסחריים ומוסדות כספיים שלא מאמיסיות מיועדות ואחרים
720	450	1,170	480	110	4. פירעון מענקים לתכניות חיסכון (תחליף ריבית)
570	340	910	470	—	5. הפקדות למתן אשראי למוסדות כספיים
8,350	6,060	14,410	8,890	4,180	6. מתן אשראי במישרין
4,640	2,840	7,480	4,330	2,420	7. רכישת מניות ואיגרות חוב
120	90	210	190	280	8. תשלומים על חשבון ביטוח שער והצמדה נטו
6,230	4,030	10,260	7,870	2,580	
31,920	24,370	56,290	43,660	18,100	סך כל השימושים המקומיים

(1) כולל 3.7, 12.8, 19.6 מיליארדי ל"י לשנים 1977, 1978 ו-1979 בהתאמה. הכלולים בסעיפים פיננסיים שבהגדרת עודף זכימוש וראה לוח י"ז-3.
(2) לא נכלל גיוס במלוות חובה בסך 310 מיליוני ל"י לשנים 1977, 1978 ו-1979. בהתאמה.

ובירידה הריאלית בתשלומים על חשבון ביטוחי שער והצמדה. כמו-כן, נמשך הגידול בגיוס הון נטו באמצעות איגרות חוב ממשלתיות על חשבון הפקדות של מוסדות כספיים מאמיסיות מיועדות ואחרות, יש לייחס שינוי זה בעיקר לשינוי בדרישות הכיסוי של חלק ממסגרות החיסכון המוסדיות, ובמידה פחותה לשינויים בצבירת הציבור במסגרות אלו. עסקותיה הפיננסיות של הממשלה עם סקטור חוץ לארץ מופיעות בלוח י"ז-10. אף

**מקורות ושימושים פיננסיים של הממשלה עם סקטור חוץ-לארץ לזמן בינוני וארוך,
לשנים 1977 עד 1979
(על בסיס זרמי כספים ברוטו, מיליוני ל"י)**

1979			1978	1977	
מחצית II	מחצית I	סך הכול			
קבלת מילואות מחו"ל					
(5,570)	(3,910)	9,480	6,250	3,010	(א) מכירת איגרות חוב
(ב) הלוואות					
(5,550)	(8,360)	23,910	15,350	270	(1) ממשלתיות ומוסדות בינלאומיים ¹
(3,080)	(1,050)	4,130	760	3,920	(2) מבנקים ואחרים
(14,200)	(13,320)	27,520	22,360	7,200	סך כל המקורות מחו"ל
פירעון מילואות מחו"ל					
(4,500)	(3,080)	7,580	3,920	1,830	(א) פירעון איגרות חוב
(ב) פירעון הלוואות					
(930)	(200)	1,130	4,120	680	(1) ממשלתיות ומוסדות בינ"ל ¹
(700)	(690)	1,390	4,000	2,510	(2) מבנקים ואחרים
(8,070)	(9,350)	17,420	10,320	2,180	עודף (+) גירעון (—) על השימושים מחו"ל
(14,200)	(13,320)	27,520	22,360	7,200	סך כל השימושים בחו"ל

(1) כניכי קבלת או פירעון מילואות ממשלת ארה"ב ביבוא ביטחוני וצמודות אלו.

שהאינפורמציה אינה מלאה¹⁸, היא מצביעה על המשך שאיכת המקורות הפיננסיים מחוץ לארץ בידי הממשלה, שהסתכמו ב-17 מיליארד ל"י, לעומת כ-10 מיליארד ב-1978. עודף המקורות מחוץ לארץ מימן לא רק את עודף העסקות הפיננסיות המקומיות של הממשלה, אלא שימש גם מקור חשוב למימון עודף הביקוש המקומי וקניות הממשלה בחו"ל (ראה לוח י"ג).

6. השינויים בתנאי האשראי לזמן בינוני וארוך

רוב האשראי לזמן בינוני וארוך, המוענק במסגרות האשראי השונות, הנו אשראי מחל, המוענק בהכונתו של הסקטור הציבורי. הדבר אמור בעיקר לגבי אשראי למימון השקעות בענפי המשק היצרניים ולמשקי בית לצורכי שיכון. מיעוטו של האשראי ניתן בתנאי שוק, לענפי משק לא מועדפים, בעיקר בסקטור השירותים. בשנת 1979 חל מפנה בתנאי האשראי המוכוון, כתוצאה מהחלטת הממשלה על הצמדת האשראי לזמן ארוך לשינויים ברמת המחירים או בשער הדולר. עם

¹⁸ בלוח זה לא נכללו הכנסותיה של הממשלה על חשבון נכסיה הפיננסיים בחוץ לארץ.

זה, ניתנו השנה עדיין מרבית הלוואות הפיתוח¹⁹ בריכית נומינאלית, לפי שיטת הריכית הניידת, שהונהגה עוד בשנת 1978. בשיטה זו הריכית אמורה להשתנות מפעם לפעם, בהתאם לשינויים בקצב האינפלציה, וזאת בניגוד לעבר, כאשר הריכית היתה קבועה במשך כל תקופת הפירעון. אולם התאמת הריכית לפי שיטה זאת היתה חלקית, לא רצופה, ומה שחמור יותר – נקבע עד שיעור אינפלציה מקסימלי של 40 אחוזים בלבד²⁰.

שיטת הריכית הניידת היתה אמורה להקטין את הסבסוד הגלום באשראי שבהכוונת הממשלה, אך הפיגור בהתאמת הריכית הניידת לנוכח ההאצה, שחלה בשיעור האינפלציה, וההארכה, שחלה בו בזמן תקופת ההחזר הגדילו כפועל את הסבסוד הגלום בהלוואות אלו וחייבו שינוי יסודי בתנאי האשראי לזמן הארוך. על רקע זה, ובמסגרת הכוונה המוצהרת לצמצם את מעורבות הממשלה בשוק ההון, נתקבלה, בסוף מאי 1979, החלטה על הצמדת הלוואות הפיתוח לענפי המשק השונים וכן על הצמדת המשכנתאות למשקי בית. כמרכזן, נקבעו תנאי מעבר של הצמדה חלקית, לגבי אשראי שבתהליכי אישור, ואילו לגבי הלוואות, שאושרו אך טרם הוענקו, הוחלט לשמור על התנאים, ששררו בעת אשור ההלוואות. הלוואות חדשות (הלוואות, שבקשות לגביהן לא הוגשו עד לתאריך השינוי) ניתנות בתנאי הצמדה מלאה בתוספת ריכית צמודה, שבין 0.5 ל-1.5 אחוזים, או לחלופין, הצמדה מלאה לשער הדולר בתוספת ריכית, שבין 6 ל-7.5 אחוזים. לגבי ההלוואות שבתהליך אישור, נקבעו תנאים כדלהלן: הצמדה בשיעור של 70 אחוזים, בתוספת ריכית, הצמודה באותו שיעור, הנעה בין 0.5 ל-2 אחוזים, בהתאם לאזורי הפיתוח, או, לחלופין, ניתנה אפשרות להצמיד את ההלוואות הצמדה מלאה לשער הדולר בתוספת שיעורי ריכית דומים. האפשרות, הניתנת למשקיע, לבחור בין סוגי ההצמדה השונים, או בצרוף כלשהו ביניהם, מאפשרת להקטין סיכונים למשקיע בדרך של בניית זרם פירעונות, בהתאם להרכב הכנסותיו השוטפות.

השימוש בהצמדת הלוואות כאמצעי לבקרה על מחיר ההון הריאלי, העומד בפני המשקיע, אמור להביא לתהליך ברידת השקעות הכדאיות למשק, תוך שיפור בהקצאת המקורות הפיננסיים העומדים בפני המשקיעים. תוצאה רצויה זאת מותנית בהתאמת מערכת המס לתנאי אינפלציה. כל עוד לא נעשתה התאמה כזאת, קיימת אי בהירות רבה ביחס להשלכותיה של הצמדת הלוואות. שיטת המס הנוכחית מאפשרת לנכות כהוצאה לצרכי מס הפרשי הצמדה בשעה שהם נוצרים (גם אם הם משתלמים כפועל בשלב מאוחר יותר). כך נוצרת אפשרות למשקיעים לצמצם באופן שוטף את תשלומי המסים שלהם בגין תשלומים שיתבצעו בעוד זמן ניכר. זוהי הקלה ניכרת²¹, שממדיה תלויים, כמו במקרה של הלוואה בלתי צמודה, בשיעור האינפלציה. תכונה נוספת של הקלה זאת, היא, שמיצויה תלוי בהיקף המסים, שמשלם המשקיע. לפיכך היא עשויה להיות משמעותית פחות למשקיעים שהיקף רווחיהם (כהגדרתן לצורך מס) מצומצם, ולמשקיעים הזוכים בהעדפה דרך אפליה במסים. בכל מקרה, קשה להעריך את ממדיה של הקלה זאת, בעיקר בהתחשב בקיומן של הקלות מס נוספות, כהכרה בפחת מואץ והקילת מלאי. לבסוף, יש לציין, שלאחרונה

¹⁹ קימות שתי מסגרות נוספות לקבלת אשראי מכוון. העומדות בפני המשקיע כתחליף להלוואות הפיתוח, והן:

(א) חכירת ציוד כאמצעות חברות חכירה המתמחות בכך;
(ב) קווי אשראי מחוץ לארץ המנוהלים בעקף על ידי מערכת הבנקאות מסחרית. שיעור המימון במסגרות אלו גבוה יותר וכן גם עלות האשראי. משקלן של מסגרות אלו עלה בשנים האחרונות אך הוא עדיין קטן בסך האשראי לענפי המשק.

²⁰ השיטה התבססה על שער ריכית בסיסי של 7 עד 12 אחוזים (לפי אזורי הארץ השונים) שעליו נוסף מקדם התאמה משתנה בשיעור כמחצית קצב האינפלציה השנתית. עד לתקרה של 40 אחוזים. בתחילת השנה נעו שערי הריכית בהלוואות הפיתוח לתעשייה ולחירות בין 22 ל-27 אחוזים, ו-24 אחוזים לחקלאות, בסוף אפריל הועלו שערי הריכית בחמישה אחוזים נוספים.

²¹ מתוך בחינת תנאי ההחזר ובהנחה סבירה על שיעור המס השולי נראה, לפחות לכאורה, שבתנאים מסוימים עשוי ערכה המהותי של הקלה זאת לעלות על ערך ההלוואה. תוצאה פרדוקסלית זאת מותנית בקיום שיעורי אינפלציה דומים לאלה ששררו ב-1979 לאורך כל תקופת הפירעון ובאפשרות למיצוי מלאו ההקלה.

הוגשו לממשלה המלצות של ועדה שעסקה בבעיית המס בתנאי אינפלציה, המלצות אלה אמורות לטפל, בין היתר, בעיוותים הנוצרים בגין הטיפול בהלוואות הצמודות כשיטת המס הנוכחית. במקביל לשינויים בהלוואות הפתוח לענפי המשק, שונו גם תנאי המשכנתאות שניתנו למשקי בית. ביולי 1979 הוגדלו סכומי ההלוואות²², כאשר התוספת להלוואות ניתנה בתנאי הצמדה, בנוסף על סכום ההלוואות המקורי, שניתן בריבית נומינלית קבועה, הנעה בין 10 ל-40 אחוזים בהתאם לאזור הדירה, גודלה, מצבו הכלכלי של המשכחן וכד'.²³ ההלוואות הצמודות ניתנות בריבית שבין 0 ל-5 אחוזים, וההצמדה חלה גם על הריבית. ההלוואות הצמודות ניתנו לתקופות זמן ארוכות (עד 20 שנה לעומת הלוואות קודמות, שניתנו עד ל-12 שנים), ולכן נטל הפירעון בתחילת התקופה קטן (בדומה להלוואות הפתוח לענפי המשק). יש לציין, שהמשכחן יכול לנצל רק חלק מההלוואה הצמודה, וזאת בלי שתיפגע זכותו לקבלת הלוואה הלא צמודה. סכום ההחזר על ההלוואה הצמודה מעודכן מדי שישה חודשים, כאשר בשנה הראשונה משולמים רק 70 אחוזים מהפרשי ההצמדה שנצטברו. (יתרת ההצמדה בגין שנה זו מוחזרת לאחר מכן). לעומת זאת, בוטלו הלוואות משלימות, שניתנו לזכאי משרד השיכון מתוך האמצעים העצמיים של הבנקים למשכנתאות, בשיעור ריבית שבין 28 ל-34 אחוזים (כספים אלו ניתנו במסגרת הסדרי ביטוח הצמדה). שלא כבענפי משק יצרניים, הזוכים, במקרים רבים, לשער ריבית אפקטיבי שלילי באמצעות המיסוי, נושאים משקי הבית במחיר המלא של ההלוואות הצמודות לשיכון.

האשראי הלא מוכווני למשכחנים ניתן בחלקו בריבית נומינלית גבוהה ובחלקו — בתנאי הצמדה, בתוספת ריבית צמודה בשיעור של 7.5 אחוזים. שיעור הריבית בהלוואות הלא צמודות במסגרת האשראי החופשי לדיור היה בתחילת השנה קרוב ל-50 אחוזים והועלה במשך שנה תוך פיגור מה אחרי קצב עליית המחירים. במהלך השנה נטו הבנקים למשכנתאות לתת משכנתאות בריבית נידת המשתנה מדי 3 עד 6 חודשים, לפי החלטת הבנק, בהתאם לשינויים בשיעורי הריבית הבנקאית לזמן קצר. לקראת סוף השנה, עלה חלקו של האשראי הצמוד באשראי הלא-מוכוון לדיור; בין היתר, בגלל תנאי גיוס המקורות של הבנקים למשכנתאות, מקורות שהינם צמודים בעיקרם²⁴.

בעבר היו הרשויות המקומיות אחדות מצרכני האשראי הצמוד לזמן ארוך. בשנת 1978 נאסר עליהן לקחת אשראי צמוד, וכתחליף למימון השקעותיהן הוענק להן אשראי בריבית נומינלית, הנעה בין 21 ל-24 אחוזים. אשראי זה ניתן באמצעות מוסדות כספיים, בעיקר תוך הסדרי ביטוח הצמדה, או מפיקדונות תקציביים. במקביל להצמדת האשראי המוכווני לענפי המשק הוצמד גם האשראי לרשויות המקומיות כ-70 אחוזים בלבד, ובכך מקיים השלטון המרכזי בקרה מסוימת על פעולות ההשקעה של הרשויות המקומיות.

חלק מהאשראי לזמן בינוני וארוך ניתן כאמור, ללא הכוונת הממשלה. שיעור הריבית על "אשראי חופשי" זה אינו נקבע בהתאם לכוחות השוק, כי אם על פי מעורבות הממשלה, שאסרה, מצד אחד, על מתן האשראי צמוד לזמן ארוך בריבית שמעל ל-7.5 אחוזים, ומצד שני מוכנה לקבל פיקדונות צמודים לזמן ארוך בריבית חסרת סיכון בשיעור של 6 אחוזים בממוצע. עובדות אלו תוחמות את שיעור הריבית באשראי לא מוכווני לזמן ארוך ואכן רוב רובו של האשראי הצמוד החופשי ניתן בריבית זו.

²² דיון בהיקף המימון. יחסית למחירי הדירות, ראה פרק ח' "ההשקעה והכניה".

²³ ראוי לציין, שבאזורי פיתוח חלק הארי של ההלוואות ניתן בתנאים לא צמודים, ואילו ההצמדה חלה על יתר אזורי הארץ.

²⁴ השנה לא פרסמה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה את שערי הריבית הממוצעים להלוואות לדיור, ולכן אין נתונים מדויקים ומהימנים בתחום זה. ברור, שריבית זו עלתה בהתמדה, ותמשיך לעלות עקב המגמה של עלייה בניצול הלוואות צמודות.

II הרכיבים של שוק ההון

1. קופות הגמל

בשנת 1979 חלה עלייה ריאלית בצבירת משקי הבית בקופות הגמל בשיעור של 14 אחוזים, לעומת עלייה של 20 אחוזים ב-1978 ו-27 אחוזים ב-1977. (ראה לוח י"ז-11) הירידה בקצב הגידול בצבירה היתה קרוב לוודאי, חריפה יותר, אלמלא השינויים המוסדיים. שחלו בקרנות הפנסיה והפיצויים – קרנות, שצבירתן מושפעת בעיקר מהגידול בשכר הריאלי (ראה להלן). לעומתן, ירדה הצבירה הריאלית בקופות התגמולים הפיננסיות ב-11 אחוזים, אחרי עליות ריאליות גבוהות בשנים הקודמות. ירידה זו התרחשה במיוחד במחצית השנייה של השנה, ותואמת את הירידה של הצבירה במסגרות החיסכון הרצוניות. השנה גברה התחליפיות בין קופות הפנסיה וקופות התגמולים, כתוצאה ממעבר של חלק מהחוסכים מפנסיית יסוד לפנסיה מקיפה, המקנה זכויות נוספות לעמיתים. ויתכן, שהחוסכים הקטינו את ההפרשות לקופות התגמולים עקב ההרחבה בזכויותיהם במסגרות הפנסיה המקיפה, שאליה הצטרפו במסגרת הסכמי העבודה הקיבוציים. התשואה היחסית של החיסכון בקופות הגמל עלתה השנה כתוצאה מעלייה של חלק מהחוסכים למדרגות מס גבוהות יותר במהלך השנה, אך קשה להצביע על תרומתו של רכיב זה כתשואה על היקף החיסכון הרצוני בקופות הגמל²⁵.

הצבירה בקופות התגמולים הפיננסיות ירדה, במונחים ריאליים, בשיעור של 11 אחוזים, ראוי לציין את העלייה הריאלית במשיכות, הקשורה בעלייה בנזילות של אפיק זה עם הצטברות הותק בו²⁶. עיקר הגידול בקרנות הפנסיה נובע מעלייה הריאלית בתשלומי השכר ב-15 אחוזים. נוסף על כך, במסגרת הסכמי השכר בסקטור היצרני, עברו חלק מהמבוטחים מפנסיית יסוד לפנסיה מקיפה. בעקבות זאת גדלו הפרשות המעביד בשיעור של 6 אחוזים מהשכר, וכן נוספו לבסיס חישוב הפנסיה רכיבי שכר נוספים. במהלך השנה לא חל שינוי ריאלי במשיכות מתוך קרנות הפנסיה, ולכן עלתה הצבירה נטו בשיעור ריאלי חסר תקדים של 97 אחוזים.

כהשלמה להסכמי הפנסיה בסקטור היצרני התחייבו מעבידים להתאים את ערך קרן הפיצויים לסכום התחייבויותיהם, למקרה של תשלום פיצויים, וכתוצאה מכך גדלו ההפרשות בשיעור ריאלי ניכר (כ-42 אחוזים). השינויים בהסכמי השכר השפיעו גם על הצבירה בקרנות ההשתלמות. ההפרשות של המעביד הוגדלו ל-7.5 אחוזים, לעומת הפרשה של 2.5 אחוזים בלבד מצד העובד. כמו כן הצטרפו קבוצות עובדים נוספות למסגרת זו, ויש לצפות להמשך הגידול בצבירה. על פי הוראת משרד האוצר, השקיעו קופות הגמל את מרבית מקורותיהן בניירות ערך. השנה היו השקעות אלו 84 אחוזים מהצבירה לעומת 89 אחוזים בשנת 1978 ו-98 אחוזים בשנת 1977 (ראה לוח י"ז-12). אמנם דרישת ההשקעה היא בשיעור של 92 אחוזים אך מכיוון, שבתחילת השנה היתה השקעה עודפת, ניתן להפנות פחות מקורות לרכישת ניירות ערך במהלך השנה, ולעמוד בדרישות ההשקעה.

בניגוד לשנה קודמת ירדו השנה הרכישות של ניירות הערך הסחירים במקור ובשוק המשני. לעומת זאת, עלה מאוד נפח הפעילות של קופות הגמל בשוק המשני.

²⁵ התקרה ליחיד לצורך קביעת הסכום המרכי להפקדה בקופות הגמל, הזכויות להטבות המס, עלתה, בשנתיים האחרונות, בשיעור ריאלי של 14 אחוזים, בממוצע שנתי; אין זה ברור באיזו מידה חקרה זו אפקטיבית.

²⁶ עם השלמת תקופת החיסכון הופכים רוב הפיקדונות לנכס צמוד, שניתן לממשו תוך זמן קצר. עם זאת, מוגבלת תנועת המשיכה ע"י חוסר האפשרות לחזור ולהפקיד, כך שאין לראות בנכס זה פקדון צמוד נויל כמובן מלא.

תנועת החסכוניות במספרות הגמל¹, ער 1977

העלייה או הירידה (—)						
1979	1978	1977	1979	1978	1977	
(אחוזים)			(מיליוני ל"י)			
הפקדות						
124	56	43	7,784	3,476	2,228	קרן פנסיה
73	81	51	9,121	5,262	2,903	קרן תגמולים בסקטור הפיננסי
109	25	78	2,301	1,100	877	קרן תגמולים בסקטור ההסתדרותי והמפעלי
115	159	69	5,573	2,593	1,000	קרנות פיצויים וקרנות אחרות
99	77	53	24,779	12,431	7,008	סך הכול
12	18	13				שיעור השינוי הריאלי בהפקדות ²
תשלומים לחברים						
85	76	49	4,899	2,654	1,509	קרן פנסיה
119	73	28	2,688	1,226	710	קרן תגמולים בסקטור הפיננסי
37	14	37	548	399	349	קרן תגמולים בסקטור ההסתדרותי והמפעלי
109	106	17	2,534	1,213	588	קרנות פיצויים וקרנות אחרות
94	74	36	10,669	5,492	3,156	סך הכול
9	16	1				שיעור השינוי הריאלי במשיכות ²
צבירה נטו						
251	14	32	2,885	822	719	קרן פנסיה
59	84	60	6,433	4,036	2,193	קרן תגמולים בסקטור הפיננסי
150	33	120	1,753	701	527	קרן תגמולים בסקטור ההסתדרותי והמפעלי
120	234	354	3,039	1,380	413	קרנות פיצויים וקרנות אחרות
103	80	72	14,110	6,939	3,852	סך הכול
16	19	32				שיעור השינוי הריאלי בצבירה נטו ³
106	59	52	171,710	83,260	52,330	סך כל תשלומי השכר במשק
סך כל השכר במשק, בניכוי שירותים						
103	60	46	110,090	54,120	33,880	ציבוריים וקהילתיים

(1) השנה סווגה קופות הגמל על פי חלוקה פונקציונלית של הקרנות העיקריות, לעומת החלוקה המוסדית לפי קופות בשנים קודמות.

(2) מנוכה בשינוי במדד המחירים לצרכן כממוצע שנתי.

(3) מנוכה במדד לצרכן על בסיס חצי שנתי; בשל שינוי בסיווג, לא ניתן היה להפעיל שיטת ניכוי זאת ביתר חלקי הלוח. המקור: לשנים 1977 ו-1978 — עיבודים מתוך נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; בשנת 1979 — מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח י"ז-12

מקורות ושימושים של מוצרים חקלאיים, 1977 עד 1979
(מיליוני ל"י)

מקורות	1977 ¹	1978 ¹	1979	שימושים	1977 ¹	1978 ¹	1979
הפקדות וחשבוניות נטו ²	3,850	6,940	14,110	העברות מקורות נטו ³	3,740	6,160	11,840
				מתן אשראי לזמן בינוני וארוך	690	1,070	1,690
				אשראי נטו לתקופה של עד שנתיים	120	150	400
				השינוי נטו בשימושים קצרי מועד			
				אחרים ⁴	—140	—100	310
				עודף הוצאות על הכנסות ורכישת			
				נכסים ריאליים נטו	160	560	990
פירעון הלוואות לזמן בינוני וארוך	720	900	1,120				
סך כל המקורות	4,570	7,840	15,230	סך כל השימושים	4,570	7,840	15,230

- (1) נתונים מתוקנים.
(2) נטו מתשלומים לחברים. ההפרשות לקרנות פיצויים מיינו כחשבוניות של משקי בית.
(3) רכישת נטו של ניירות ערך (כמקור וכשוק המשני).
(4) כולל את הגידול ביתירות הנכסים קצרי המועד נטו, וסעיפי התאמה.
המקור: לשנים 1977, 1978 — עיבודים מתוך נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; 1979 — מחלקת המחקר של בנק ישראל.

מאזן סקטור מוסדות הגמל, 1977, עד 1979¹

חלקם של הסעיפים בסך כל המאזן						
1979	1978	1977	1979	1978	1977	
(אחוזים)			(מיליוני ל"י)			
ג כ ס י מ						
96.0	94.8	94.5	235,890	103,060	60,750	ניירות ערך
1.2	1.6	2.0	2,840	1,770	1,270	הלוואות לחברים ²
1.1	1.4	1.5	2,750	1,550	970	פיקדונות והלוואות אחרות
0.3	0.7	0.5	890	780	290	רכוש קבוע
0.4	0.4	0.5	980	430	330	חוב המעביד
חייבי ריבית והצמדה ונכסים שוטפים אחרים						
1.0	1.1	1.0	2,420	1,100	650	
100.0	100.0	100.0	245,770	108,690	64,260	סך כל הנכסים
ה ת ח י ב ו י ו ת						
30.5	41.3	43.1	75,020	44,860	27,700	קרן פנסיה
51.9	45.3	42.0	127,440	49,210	26,990	קרן תגמולים והשתלמויות
קרנות פיצויים, סוציאליות ואחרות						
10.0	10.3	10.5	24,690	11,160	6,720	
0.3	0.2	0.2	830	260	130	עתודות וקרנות אחרות
5.7	2.4	3.7	13,900	2,640	2,370	קרן עזר ויתרות רווח
1.5	0.5	0.5	3,890	560	350	התחייבויות שוטפות
100.0	100.0	100.0	245,770	108,690	64,260	סך כל ההתחייבויות

(1) הפרשי ההצמדה צורפו לסעיפים המתאימים שבמאזן.

(2) כמישרין. באמצעות בנקים ובאמצעות מוסדות כספיים.

המקור: 1977, 1978 — הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. 1979 — מחלקת המחקר של בנק ישראל.

2. חברות הביטוח

סך תקבולי הפרמיות בביטוח חיים הגיע בשנת 1979 ל-4,052 מיליון ל"י לעומת 2,236 מיליון אשתקד (ראה לוח י"ז-14). בניגוד לשנים קודמות לא היה השנה גידול ריאלי, בתקבולי הפרמיות, והתרומה העיקרית לצבירה נטו באפיק חיסכון זה נובעת מהירידה הריאלית בשיעור של 15 אחוזים בחשלושם התביעות וירידה ריאלית בדמי העמילות. הירידה בקצב גידול הפרמיות תואמת במידה

התקבולים, התשלומים והצבירה בביטוח חיים בישראל¹, 1977 עד 1979
(מיליוני ל"י)

1979	² 1978	² 1977	
			1. תקבולים
4,052	2,236	1,360	א. פרמיות
980	581	348	ב. ריבית
5,032	2,817	1,708	סך כל התקבולים
			2. תשלומים
1,173	769	495	א. תשלום תביעות המבוטחים
548	365	195	ב. דמי עמילות
693	365	198	ג. הוצאות שוטפות אחרות
401	260	157	ד. הרווח הגולמי של חברות הביטוח
2,015	1,759	1,045	סך כל התשלומים
2,217	1,058	663	3. עודף תקבולים על תשלומים [(1)-(2)]
7,189	3,032	1,383	4. רווחי הון מהשקעות קרנות ביטוח חיים
9,406	4,090	2,046	5. הצבירה [(3)+(4)]

(1) כולל חברות ביטוח ישראליות, זרות ומורשי לידס. לפני ניכוי ביטוח משנה כח"ל וניכוי ביטוח משנה בישראל.

(2) נחונים מתוקנים.

(3) לרכות חלקם של מבטחי המשנה כח"ל ברווחים.

המקור: עיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל, על פי "סקר עסקי ביטוח בישראל" 1977, 1978, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, וסקר מוקדם של עסקי הביטוח, 1979, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

רבה את התמונה הכללית המצטיירת בכלל החיסכון הפיננסי. ירידה זו נובעת גם מהפיגור בהתאמת סכומי הפרמיות של חלק מהמבוטחים בביטוח חיים צמוד²⁷.

סך תקבולי הפרמיות בביטוח הכללי עלה השנה כ-92 אחוזים לעומת 63 אחוזים אשתקד (ראה לוח י"ז-15). בשנת 1978 היתה התרומה העקרית לגדול הפרמיות בענף בטוח הרכב, ואילו השנה עלו תקבולי פרמיות אלו רק כ-60 אחוזים, בעוד שתקבולי פרמיות מביטוח אחר עלו בשיעור של כ-115 אחוזים.

תנודתיות התקבולים בפרמיות כמסגרת ביטוח הרכב מוסברת בעיקר בשינויים במחירי הרכב. אלה עלו השנה כ-44 אחוזים בממוצע, לעומת עלייה גדולה בשיעור של 103 אחוזים אשתקד. העלייה בקצב גידול מצבת כלי הרכב מ-5 ל-6 אחוזים בשנים אלו לא היה בה כדי לקזז את השפעת הירידה הריאלית במחירי הרכב על סך תקבולי הפרמיות בענף זה.

רוב הפרמיות כמסגרת הביטוח הכללי הינן בגדר תשלומי העברה, רק חלק קטן מהם נצבר, ומהווה תרומה לחיסכון במשק. דבר זה מתבטא בקרן הביטוח (ראה לוח י"ז-16), ובחלקה בסעיף תביעות תלויות ומאושרות. הצבירה משמשת לרכישת איגרות חוב ולמתן אשראי בשוק החופשי.

²⁷ לגבי ביטוחים שהתקבלו עד ראשית 1975 מותאמות הפרמיות רק פעמיים בשנה, מאז מותאמים מדי חודש סכומי הביטוח והפרמיות.

לוח י"ז-15

תקבולי הפרמיות מביטוח כללי בישראל, 1977 עד 1979

1979	1978 ²	1977	
(מיליוני ל"י)			
11,448	5,967	3,652	פרמיות בביטוח כללי ³
(3,956)	(2,481)	(1,467)	מזה : ביטוח רכב
(7,492)	(3,486)	(2,185)	ביטוחים אחרים
העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת			
(אחוזים)			
91.9	63.4	49.9	הביטוח הכללי
(59.5)	(69.1)	(41.9)	מזה : ביטוחי רכב
(114.9)	(59.5)	(55.7)	ביטוחים אחרים

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

לוח י"ז-16

הנכסים וההתחייבויות של חברות הביטוח הישראליות, 1977—1979

1979	*1978	1977	1979	*1978	1977	
(אחוזים)			(מיליוני ל"י)			
נ כ ס י ם						
63.0	60.4	58.8	23,283	12,086	7,075	איגרות חוב ממשלתיות או בערבות הממשלה
1.2	1.5	1.6	466	299	194	ניירות ערך אחרים
1.1	1.0	1.1	394	193	136	הלוואות כנגד פוליסות
5.3	7.4	20.1	1,953	1,490	1,215	הלוואות אחרות
2.1	1.6	1.5	772	328	178	פיקדונות לזמן קצוב
3.7	5.1	3.5	1,354	1,012	419	נכסים דלא נידי והשקעות בחברות עור
9.1	8.3	7.6	3,377	1,652	919	פרמיה לגבייה
8.8	8.5	7.8	3,254	1,711	941	חייבים שונים
5.7	6.2	8.0	2,123	1,238	957	מזומנים ופיקדונות עו"ש
100.0	100.0	100.0	36,976	20,009	12,035	סך כל הנכסים
ה ת ח י י ב ו י ו ת						
2.4	3.2	3.0	871	644	360	הון נפרע
4.3	4.9	6.2	1,601	985	742	קרן שמורה ואחרות
49.5	47.0	45.7	18,292	9,410	5,494	קרן ביטוח חיים (בניכוי בטוח משנה)
10.2	10.2	9.4	3,771	2,049	1,141	קרן ביטוח כללי (בניכוי בטוח משנה)
2.6	2.7	3.0	955	532	359	קרן ביטוח לסיכונים יוצאים מהכלל
8.3	8.3	4.6	3,074	1,659	552	פיקדונות מבטחי משנה
18.8	18.6	18.2	6,958	3,710	2,193	תביעות תלויות ומאושרות
3.9	5.1	9.9	1,454	1,020	1,194	התחייבויות שוטפות
100.0	100.0	100.0	36,976	20,009	12,035	סך כל ההתחייבויות

* נתונים מתוקנים.
המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל, על-פי סקרים של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.