

1. ההתפתחויות העיקריות בשוקי הכספים וההון

שנת 1988 אופיינה בירידת שיעורי הריביות הריאליות, לטווח קצר ולטווח ארוך ובצמצום הפערים שבין ריביות החובה לריביות הזכות במגזר השקלי הבלתי צמוד. במקביל נרשמו בממוצע עליות ריאליות במיצרף הכסף M3 ובאשראי המקומי הנקי¹.

הריבית הריאלית על אשראי בחו"ד ירדה מכ־39 אחוזים ב־1987 לכ־25 אחוזים ב־1988, הריבית הריאלית הממוצעת על סך האשראי הבנקאי לזמן קצר ירדה מ־19 אחוזים ל־14 אחוזים, והתשוואות הריאליות לפדיון של איגרות חוב ממשלתיות לטווח ארוך ושל הנפקות הסקטור הפרטי ירדו ב־0.8 וכ־0.5 נקודות האחוז בהתאמה. הפער שבין ריבית החו"ד לריבית על פק"ם לחודש אחד ירד מ־36 אחוזים ל־28 אחוזים (לוחות ח'–ו' וז'–נ'–7).

ירידת הריביות נבעה מהרחבת היצע הכסף (M3): זאת כאשר הביקוש לו כנראה ירד — בשל התגברות הציפיות לפיחות, שגרמה להסטת ביקוש הציבור מנכסים פיננסיים בשקלים לנכסים צמודים למטבע חוץ. בתשעת החודשים הראשונים של השנה נתמכה הגדלת ההיצע גם בדרישה, שהפנה בנק ישראל לבנקים המסחריים להוריד את הריביות על האשראי לזמן קצר, ולהסתפק במירווחים קטנים יותר — דרישה חיונית לנוכח מיעוט המוסדות הבנקאיים ויכולתם לקבוע את מירווחיהם במגזר השקלי הבלתי צמוד ללא התחשבות מלאה בהשתנות התנאים המוניטריים.

השינוי בהיצע הכסף (ובכמותו) נובע משני מקורות — שינוי ברזרבות מטבע החוץ ושינוי באשראי המקומי הנקי. עקב התגברות רכישות מטבע החוץ של הציבור, תרם השינוי ברזרבות השנה לירידה

¹ האשראי המקומי הנקי (להלן "האשראי המקומי") הוא סכום תרומתם של הבנקים ושל בנק ישראל להרחבת M3, דרך מתן אשראי מקומי לממשלה ולציבור.

האשראי המקומי לממשלה ממערכת הבנקאות ומבנק ישראל הוא אותו חלק מגירעון הממשלה שאינו ממומן במכירת איגרות חוב לציבור או בתקבולי הממשלה במטבע חוץ אלא במילווה מבנק ישראל או מהבנקים. מילווה אלו תורמים להרחבת M3, בהגדילם את ההיקף של הפיקדונות או של המזומנים שבידי הציבור, שהם חלק מ־M3.

האשראי המקומי לציבור מבטא את הרחבת האשראי על ידי הבנקים, הרחבה הנובעת מפעולת המכפיל הבנקאי (משום ששיעורי הנזילות קטנים מאחד), או מהגדלת ההלוואה המוניטרית על ידי בנק ישראל. יש לציין, כי האשראי המקומי הנקי לציבור שונה מהאשראי ברוטו, וזאת כתוצאה משני הברלים עיקריים בין האשראי המקומי הנקי לציבור לבין סך האשראי הבנקאי לציבור:

(א) האשראי הבנקאי במטבע חוץ שמקורו בחו"ל הוא חלק מסך האשראי הבנקאי לציבור, אך אינו נכלל באשראי המקומי. ההתרחבות המוניטרית הנובעת מהאשראי הבנקאי במטבע חוץ מתבטאת בעקיפין באמצעות השפעתו של אשראי זה על רזרבות מטבע החוץ.

(ב) האשראי ברוטו מהווה מקור להתרחבות של כל הנכסים במשק. מאחר שגידול בנכסים לזמן ארוך, למשל בתכניות החיסכון ובאיגרות החוב, מבטא ספיגה ולא ולא הרחבה מוניטרית — ניכינו מסך האשראי סכום השווה להתרחבות הנכסים האלה.

לוח ח' - 1

שיעורי השינוי במיצרפי הנכסים הכספיים, מקורות הגידול של מיצרף M3 והשינוי במדרד המחירים לצרכן, 1986 עד 1988 (אחוזים, במונחים שנתיים)

המקורות לגידול M3			M3	M2	M1		
מדד המחירים לצרכן	רזרבות מטבעות החוץ ¹	האשראי המקומי הנקי					
ממוצעים חודשיים							
48	74	27	45	128	169		1986
20	55	14	33	72	60		1987
16	0	40	19	25	32		1988
4	-0	8	4	4	-0	I	1988
5	10	-2	4	7	5	II	
2	-4	17	6	7	11	III	
5	-29	19	-3	-11	-0	IV	
במשך התקופה							
20	36	20	27	72	120		1986
16	39	21	30	52	51		1987
16	-35	54	10	-0	11		1988
4	2	10	6	7	10	I	1988
4	11	-4	3	6	-2	II	
3	-13	23	4	3	11	III	
5	-34	18	-3	-15	-7	IV	

M1 — מזומנים ופיקדונות עו"ש.

M2 — M1 ועוד פיקדונות שקליים נושאי ריבית.

M3 — M2 ועוד פת"ם.

(1) סיוע החוץ מתקבל במרוכז בחודשים אוקטובר ונובמבר, אך כדי לנכות את התנודה שהוא גורם לנתונים, חולק הסיוע באופן שווה על פני השנה כולה.

ריאלית של היצע הכסף; כדי להגדיל את ההיצע ולגרום להורדת ריביות, פעל בנק ישראל להרחבת האשראי המקומי הנקי, בנקטו צעדים שהגדילו את יכולתם של הבנקים להעניק אשראי — מתן הלוואות מוניטריות לבנקים והורדת שיעורי הרזרבה הנדרשים על נכסים בשקלים. האשראי המקומי הנקי לממשלה ולציבור גדל בשנת 1988 בממוצע ב־40 אחוזים לעומת שנת 1987, גידול ריאלי של כ־20 אחוזים, ואילו הרזרבות לא השתנו כלל — ירידה ריאלית של 16 אחוזים. סך כל המיצרף M3 גדל בממוצע ב־19 אחוזים, שהם גידול ריאלי בן 2 אחוזים (לוח ח' - 1)².

² מיצרפי הכספים הצרים, M1 ו-M2, עלו בממוצע בקצב מהיר יותר (לוח ח' - 1), אך יש לזכור, כי תהליך התאמת רמתם של מיצרפים אלו לירידת קצב האינפלציה בעקבות תכנית הייצוב של 1985 הסתיים קרוב

לוח ח' - 2

שיעורי הריבית הריאליים בדיעבד על סוגים שונים של אשראי ושל נכסי הציבור, 1986 עד 1988
(אחוזים, במונחים שנתיים)

נכסי הציבור		האשראי לציבור לטווח קצר				
איגרות חוב	ממשלתיות	ממסגרת	אשראי	סך	הנפקות	
ל-6 שנים	לחודש	חח"ד	לזמן קצוב	הכול ¹	פרטיות (צמודות) ²	פק"ם
6.0	-0.9	33.4	16.6	8.2	7.9	
4.8	2.5	38.5	20.1	18.8	6.7	
4.0	-2.4	25.4	14.6	13.8	6.2	
4.3	-2.8	29.0	15.2	14.7	6.7	I
4.2	-5.1	24.3	13.1	13.1	6.4	II
4.1	1.0	29.8	19.7	21.5	5.8	III
3.5	-2.5	18.7	10.4	6.4	5.8	IV

(1) כולל אשראי מוכוון ואשראי חופשי צמוד מטבע חוץ שאינם מפורטים בלוח.

(2) כולל זקיפה של 1.6 אחוזים בעלות ההנפקה. הנתון ל-1986 הוא הממוצע של התקופה יולי עד דצמבר 1986.

ההתפתחויות המוניטריות הממוצעות משקפות התרחשויות שונות מאוד בין תשעת החודשים הראשונים של השנה לרביע האחרון שלה: בשלושת הרביעים הראשונים ירדו הריביות בהדרגה; לעומת זאת מאז אוקטובר — לנוכח התעצמות הרכישות של מטבע החוץ, עקב עליית הציפיות לפיחות ולנוכח הידלדלות המקורות הנזילים של הבנקים — גדל ביקושם להלוואות מוניטריות, וכיוון שגידול זה נענה רק חלקית בהרחבת היצע ההלוואות, עלו הריביות ששילמו במכרזים ב-20 נקודות אחוז ויותר. המיצרף M3 ירד ברביע זה בכ-3 אחוזים (כ-8 אחוזים ריאליים), והריביות הקרדיטוריות הועלו בתלילות. כך, למשל, עלתה הריבית הנומינלית על פק"ם ל-14 יום מ-13.5 אחוזים באוקטובר לכ-23.4 אחוזים בדצמבר, וריבית החח"ד הועלתה בחודשים אלו בשיעור צנוע יותר (כ-6 נקודות האחוז).

גיוס ההון של הממשלה עלה השנה על צורכי מימון התקציב ומיחזור החוב (לוח ח' - 6), שכן הממשלה חששה, כי לא יעלה בידה למחזר, בפרק זמן קצר, את מניות הבנקים שהגיעו לפדיון באוקטובר, ומשום כך מכרה איגרות חוב בהיקף גדול לפני חודש זה, ובסופו של דבר הגיעה לגיוס יתר. ספיגת הממשלה ורכישות מטבע החוץ של הציבור הביאו להצטמקות בסיס הכסף ובסיס M3, ועל כן סופקה כל התוספת הנומינלית של ביקוש הציבור לכסף על ידי הרחבת אשראי. עיקר התוספת למקורות הבנקים היה, כאמור, הלוואות מוניטריות לזמן קצר, ולכן התרחב השנה האשראי הבנקאי לזמן קצר (ובייחוד האשראי החופשי במטבע ישראלי) התרחבות ניכרת במונחים נומינליים וריאליים (לוח ח' - 10). לעומת זאת, הצטמצמו מעט (ריאליים) זרמי האשראי ויתרות האשראי לזמן ארוך (לוח ח' - 11). ירידה זו משקפת במידה מסוימת זמינות פחותה של מקורות לטווח ארוך, בגלל ספיגת הממשלה בשוק ההון, אך נראה

לוודאי רק במהלך 1987. על כן, השוואת ממוצע 1986 לזה של 1987 מורה עדיין על עלייה במיצרפים הצרים, הנובעת בחלקה מגידול הביקושים, ולפיכך קצב גידולם הממוצע של המיצרפים אינו יכול לשמש אינדיקציה להתרחבות מוניטרית.

שעיקר הירידה נבע מהקטנת הביקוש לאשראי ארוך טווח, עם הצטמצמות ההשקעות, משנשתרר במשק רפיון. כן ירד הביקוש לאשראי לזמן ארוך, עקב הוזלת אשראי אלטרנטיבי לזמן קצר³. הרפיון הכלכלי התבטא גם בשוק המניות — בירידות שערים ומחזורים. מצבו של שוק המניות וספיגת היתר של הממשלה, זו השנה השנייה ברציפות, הקשו על הסקטור הפרטי לגייס הון, ואלו, בצירוף צמצום ההשקעות, התבטאו בירידת ההנפקות הפרטיות של איגרות חוב ומניות — למרות ירידת הריביות הריאליות על ההנפקות, במסגרת המגמה הכללית של ירידת הריביות במשק. עם זאת נציין, כי ירידת הריביות במגזר זה היתה נמוכה מאשר בשוק איגרות החוב הממשלתית הצמודות, כנראה עקב התגברות הסיכון הכרוך בקניית איגרות חוב פרטיות, מחמת המצב הכלכלי.

2. המדיניות המוניטרית והרצאותיה

בשנים 1984 ו-1985 — במסגרת עסקות החבילה והתכנית לייצוב המשק — ננקטה מדיניות מוניטרית מצמצמת, שהתבטאה בשיעורי ריביות ריאליות גבוהים מאוד במגזרי האשראי הבנקאי החופשי בשקלים, ובעלייה תלולה של הריביות הקרדיטוריות. ב-1986, בעקבות ירידתם של גירעון הממשלה ושיעור האינפלציה ושיפור מצב מאזן התשלומים, הוחל בתהליך של הורדת ריביות. תהליך זה נקטע בינואר 1987 — כאשר, בתנאי תעסוקה מלאה, בוצע פיתוח, שנתמך בהעלאת ריביות. מאז הרביע השני של אותה שנה חודשה הפחתת הריביות הנומינליות, אך עקב ירידת שיעור האינפלציה, התבטאה הפחתה בירידת הריביות הריאליות רק בחודשים האחרונים של השנה. למרות הירידה מרמות השיא של אמצע 1985, רמת הריביות הריאלית לזמן קצר ולזמן ארוך, בתקופה שאחרי תכנית הייצוב עולה במידה ניכרת על זו של התקופה הקודמת. רמתן הגבוהה של הריביות הריאליות הועילה לייצוב מאזן התשלומים, שכן בישראל מתקיים קשר שלילי בין הריביות לבין עודף היבוא. (ראה דיון בסעיף 4.) כך סייעה רמתן הגבוהה של הריביות לקיים משטר של שער חליפין יציב, ובאמצעותו השפיעה על האינפלציה. ברם, לשמירת הריביות ברמה גבוהה במשך תקופה ארוכה יש מחיר מצטבר יקר, בעיקר בטווח הארוך, שכן שיפור מצב מאזן התשלומים מושג, בין היתר, על ידי צמצום השקעות הסקטור הפרטי. זאת ועוד: לריביות גבוהות נודעת השפעה שלילית על היצע התוצר, שכן הן מייקרות את עלויות הייצור ופוגעות ברווחיות הפירמות (דבר הגורר גם הוא ירידה של ההשקעות). חלק ניכר מהקטנת עודף היבוא בשנים שלאחר תכנית הייצוב הושג כתוצאה מירידת ההשקעות (ראה פרק ב'). וכן נצפתה אחרי 1985 ירידה של הרווחיות. (ראה פרק א' ופרק ו.) אין אנו מייחסים לריביות את מלוא ירידתן של ההשקעות והרווחיות; נראה, כי לגורמים נוספים מצד ההיצע, כגון השכר, היתה תרומה גדולה יותר להתפתחויות אלו. עם זאת היו מפעלים ומגזרים שסבלו באופן מיוחד מן הריבית הגבוהה. נראה, שנפגעו בעיקר מפעלים עתירי אשראי, שלא היתה להם גישה להלוואות וזלות (אשראי מוכוון ואשראי צמוד למטבע חוץ), וביניהם פירמות שנקלעו לקשיים, מסיבות שונות (כניהול בלתי יעיל); אלו התקשו להמציא ביטחונות טובים, ולפיכך נאלצו להתממן באשראי יקר, שהגביר את קשייהן. ניתוח של הנתונים לפי ענפים ראשיים מעלה, כי עלייתו של נטל הריבית הכבירה בעיקר על הסקטור החקלאי, והיתה, כנראה, בין הגורמים שהחמירו את המשבר הפיננסי בתחום זה. (ראה דיון בפרק ו.) תפקידם של שיעורי הריבית אינו מצטמצם בהשפעה על עודף היבוא; במשטר של שער חליפין

³ הוזלתו היחסית של מחיר האשראי לזמן קצר נבע מירידת שיעורי הריביות על אשראי שקלי לזמן קצר וכן מהתייקרות צפויה של האשראי במטבע חוץ, בגלל צפיית לפיחות. עקב תופעה זו צומצמו זרמי האשראי הצמוד למטבע חוץ לזמן ארוך והיתה, כנראה, הסטה לאשראי לזמן קצר. (ראה פרק ו.)

לוח ח' - 3
ההתרחבות של יתרת המיצר M3 (למעט מק"ם) שבידי הציבור, 1982 עד 1988

המשקל בתוצר ¹										
1988			ממוצע		1988					
			1985	1982						
מחצית ב	מחצית א	כל השנה	1987	1986	מחצית ב	עד 1985 ²	מחצית ב	מחצית א	כל השנה	1987
(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)										
(אתוים)										
א. תרומת זרמי מאזן התשלומים והאשראי המקומי הנקי										
-11.7	2.9	-4.4	2.5	2.3	4.8	-1.9	-3,961	906	-3,056	1,269
10.8	0.6	5.7	3.4	3.3	1.6	10.3	3,598	201	3,799	1,873
1.9	-3.1	-0.6	-1.9	-3.1	-3.5	1.6	639	-961	-322	-1,002
8.9	3.7	6.3	5.3	6.4	5.1	8.7	2,959	1,162	4,121	2,875
-0.9	3.5	1.3	5.9	5.6	6.4	8.3	-363	1,107	744	3,143
ב. תרומת השיעורים										
1.7	-0.1	0.8	1.5	0.8	3.7	14.5	586	-32	554	734
-0.3	0.7	0.2	-1.1	-0.9	2.3	7.7	-101	210	110	-588
-1.8	2.5	0.4	0.1	-0.7	6.0	10.3	-577	796	219	78
1.5	-1.8	-0.2	-1.2	-0.2	-3.7	-2.6	476	-586	-110	-666
1.4	0.6	1.0	0.4	-0.1	6.0	19.2	485	178	664	146
ג. סך כל השינויים ביתרות M3 (א) + (ב)										
-10.0	2.8	-3.6	4.0	3.2	8.6	12.4	-3,375	874	-2,502	2,003
10.5	1.3	5.9	2.2	2.4	3.8	15.1	3,498	411	3,909	1,285
0.1	-0.6	-0.2	-1.8	-3.8	2.5	8.7	62	-165	-103	-924
10.4	1.9	6.1	4.0	6.2	1.4	6.3	3,435	576	4,011	2,209
0.5	4.1	2.3	6.2	5.5	12.4	27.5	122	1,285	1,407	3,288

(1) המשקל בתוצר חושב כממוצע של משקלות הזרמים החודשיים באומדן התוצר החודשי.

(2) 1985 — מחצית א' בלבד.

(3) למעט שיעורים.

יצ"ב חשיבותם רבה, בהגנים על יתרות מטבע החוץ גם באמצעות השפעתם על תנועות ההון. לשיקולים מסוג זה היתה השפעה דומיננטית על עיצוב המדיניות המוניטרית רק בסוף 1988.

בשנה זו החרפה הדיפלומה שעמדה בפני מנהלי המדיניות המוניטרית: מצד אחד, היה לירידת רווחיות הפירמות (עקב בעיות בצד ההיצע בשנים האחרונות) אפקט מצטבר, שתרם לרפיון שהשתרר במשק במחצית השנייה של 1987, ועוצמתו התבררה בהדרגה במרוצת 1988. מהצד האחר — בסוף 1987 החלו מתעוררות בעיות במאזן התשלומים בתחום תנועות ההון; שער החליפין של השקל נשמר קבוע כנגד סל המטבעות מתחילת 1987 ועד סוף שנת 1988. מדיניות שער החליפין היציב נועדה לעגן את רמת המחירים ואת הציפיות האינפלציוניות בטווח הזמן הבינוני, אולם שער החליפין אינו מספק עוגן מוחלט. בשנתיים שחלפו מאז הפיחות של ראשית 1987 המשיכו לשורר, מסיבות שונות, ציפיות אינפלציוניות גבוהות יחסית, ורק בהדרגה עמד הציבור על נחישותה של הממשלה להוריד את רמת האינפלציה גם באמצעות ייצוב שער החליפין לתקופות ארוכות יחסית, למרות נוקים ריאליים מסוימים. המשכן של הציפיות האינפלציוניות הביא להעלאות שכר ומחירים, בעיקר במוצרים לא-סחירים. (ראה פרק ג', המחירים). שמירת שער חליפין יציב, על רקע קצב אינפלציה הגבוה מזה של המדינות השותפות לנו לסחר הבינלאומי, גרמה לשחיקת שער החליפין הריאלי. שחיקה זו עשתה להתעוררות ציפיות לפיחות, ולגלי רכישות מטבע חוץ מטעמים ספקולטיביים, בחודשים האחרונים של 1987⁴.

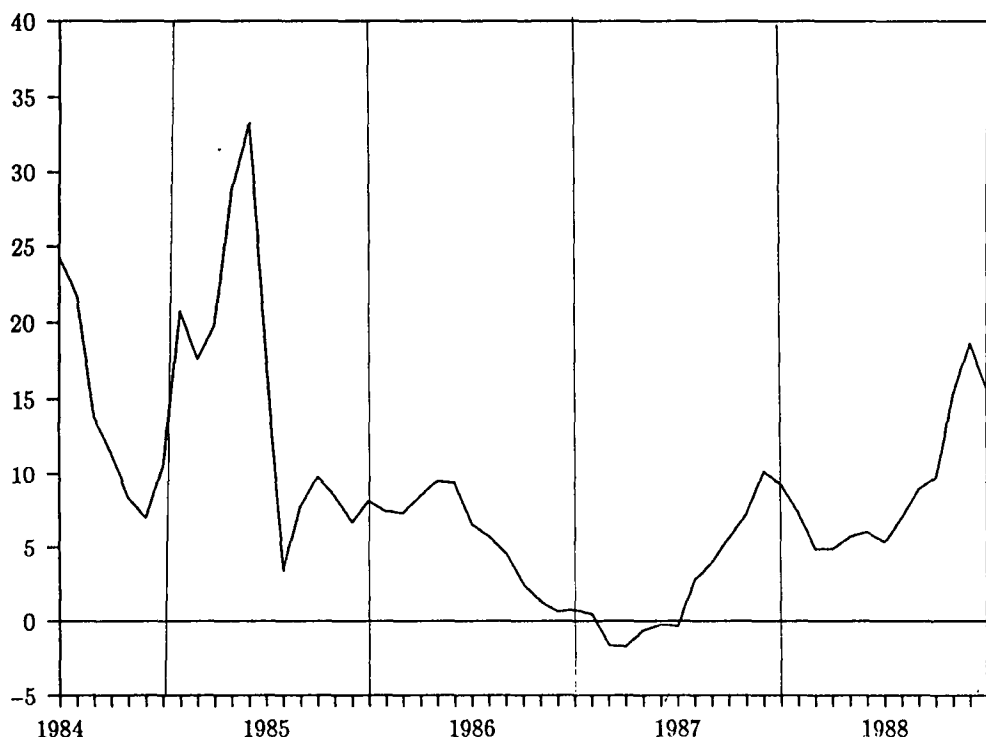
מדיניות הריביות שנבחרה בסופו של דבר ב־1988, ביטאה העדפה של יעדי פנים (שיפור רווחיות הפירמות ועידוד התוצר) — כל זמן שהציפיות לפיחות לא עלו יתר על המידה — והעדפת היעד של הגנה על יתרות מטבע החוץ, כשהאמיר מחיר ההתמדה במדיניות הקודמת, כמונחים של רכישות מטבע חוץ.

בראשית 1988, לאחר עלייה תלולה של רכישות מטבע החוץ בידי הציבור בחודשים האחרונים של 1987, ועליית הפרמיה לדולר השחור ל־8.9 אחוזים (ברביע האחרון של אותה שנה) — שכחו הציפיות לפיחות קרוב. במחצית הראשונה של 1988 ירדה הפרמיה לדולר השחור ל־5.7 אחוזים (דיאגרמה ח'–1), ורכישות מטבע החוץ של הציבור הסתכמו בכ־35 מיליוני דולרים לחודש. על רקע רכישות מתונות אלה, בחר בנק ישראל לפעול להמשך הורדת הריביות. כיוון שתהליך הורדת הריביות החל עוד קודם לכן, היתה רמת הריביות הריאליות במגזר השקלי הבלתי צמוד בסוף 1987 נמוכה מן הרמה הממוצעת של אותה שנה, כך ששמירה על רמת סוף 1987 היתה כשלעצמה מביאה לירידה ב־1988 לעומת ממוצע 1987. בפועל המשיכו הריביות השקליות לרדת גם במשך המחצית הראשונה של 1988, למרות שהמיצרי M3 לא עלה ריאלית בתקופה זו (ואין סיבה להניח שהביקוש ל־M3 השתנה במידה רבה). תופעה זו נובעת, ככל הנראה, משתי סיבות — לחץ ישיר של בנק ישראל על הבנקים להפחית את ריביות החובה על אשראי בלתי צמוד (בעיקר ברביע השני של השנה) ותגובה-בפיגור לגידול כמות הכסף בתקופה הקודמת. תמיכה חלקית בהסבר הראשון ניתן לראות באי ירידה משמעותית של התשואות-לפרדיון באיגרות חוב צמודות, מאז הרביע האחרון של 1987, ואף עלייה קלה של הריביות על הנפקות פרטיות של הסקטור הפרטי. (ראה גם לוח ח'–ג'–17).

במחצית השנייה של השנה, ובעיקר ברביע האחרון שלה, התחזקו הציפיות לפיחות, והפרמיה לדולר השחור עלתה ל־8.6 אחוזים ברביע השלישי ול־16.7 אחוזים ברביע. בשל איסור על הפקדות בחשבונות פת"ם-עו"ש מאז 1985, מתבטאות ציפיות לפיחות בעלייה תלולה של רכישות מטבע חוץ, שכן נכסים אחרים, צמודים למטבע חוץ, אינם מספקים בטווח הקצר הגנה מלאה מפני פיחותים. רכישות מטבע החוץ של הציבור עלו ל־210 מיליוני דולרים לחודש ול־660 מיליון ברביעים השלישי והרביעי, בהתאמה. התמקדות הציפיות לפיחות בתקופה שלאחר אוקטובר נבעה, ככל הנראה, מהערכת הציבור, כי הפיחות לא יבוצע לפני מועד הבחירות, שהיה גם מועד פרדיון מניות הבנקים. מניות אלו שפרדה הממשלה היו

⁴ אפיקי רכישות מטבע חוץ על-ידי הציבור מתוארים בסעיף יבוא ההון בפרק ז'.

דיאגרמה ח' - 1
שיעור הפרמיה על הדולר השחור, 1984 עד 1988
(אחוזים, ממוצע חודשי, ביחס לדולר היציג)



צמודות לשער הדולר, והציבור העריך, כי היא לא תרצה להעלות את התחייבויותיה עלייה תלולה באמצעות פיחות לפני מועד הפדיון.

ברביע השלישי של השנה — כשמגמת הרפיון במשק כבר היתה ברורה למדי — לא הגיעו רכישות מטבע החוץ של הציבור, על פי הערכת בנק ישראל, לרמה המצדיקה שינוי במדיניות. בנק ישראל פעל מתוך הנחה, ששער החליפין יתוקן עוד לפני הבחירות, או, לכל המאוחר, מיד אחריהן — ולכן נמנע מהעלאה מיידית של הריבית, שהיתה גורמת לפגיעה נוספת בפעילות. נימוקים אלו שכנעו להמשיך מדיניות הורדת הריבית, ובנק ישראל דאג לקזז את רכישות מטבע החוץ, ואף להגדיל את כמות הכסף על ידי הרחבת האשראי המקומי הנקי באמצעות הלוואות מוניטריות.

משהתגברו הרכישות ברביע האחרון של השנה, שינה בנק ישראל את מדיניותו, ואיפשר העלאה דראסטית של הריבית, במאמץ להאט את קניית מטבע החוץ. אולם בשל התמהמהות בביצוע הפיחות גם אחרי אוקטובר, עקב התמשכות התהליך של הרכבת הממשלה, יחד עם הוודאות הרבה של הציבור כי אמנם יבוצע פיחות בתוך זמן קצר — לא פסקו רכישות מטבע החוץ אלא לאחר שבוצעו שני פיחותים — פיחות מקדים בן 5 אחוזים בסוף דצמבר ופיחות נוסף בן 8 אחוזים בתחילת ינואר 1989. לאחר הפיחותים שב הציבור ומכר מטבע חוץ לבנק ישראל, ועד אפריל 1989 הצטברו מכירות אלו לסכום של

לוח ח' - 4
רכיבי רכישות M3 (למעט מק"ם), 1982 עד 1988

המשקל בתוצר ¹									
1988			ממוצע		1988				
מחצית	מחצית	כל	1985	1982	מחצית	מחצית	כל	1987	1986
ב	א	השנה	ב	עד 1985 ²	ב	א	השנה	1987	1986
(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)									
(אחוזים)									
א. רכישת M3 (למעט מק"ם)									
1.	סך הכול (5) + (4) + (3) + (2)		3,143	744	1,107	-363	8.3	6.4	5.6
2.	אמצעי תשלום		1,115	371	248	123	2.5	2.9	2.9
3.	פז"ק + פח"ק (תפ"ס)		2,429	-283	1,116	-1,399	4.5	12.8	4.6
4.	פת"ם עו"ש		-186	275	-123	398	2.5	-12.1	-2.2
5.	פת"ם ו"ק		-216	382	-134	516	-1.3	2.8	0.3
ב.	השינוי בבסיס M3		842	-534	-381	-153	4.2	-0.5	-0.4
	מזה: השינוי בבסיס הכסף		1,285	-997	-321	-676	2.3	10.2	1.8
ג.	ההרחבה הנובעת ממערכת הבנקאות (ב)-(א)		2,301	1,278	1,487	-210	4.1	6.9	6.1

(1) ראה הערה 1 ללוח ח'-3.

(2) 1985 — מחצית א' בלבד.

כ־2 מיליארדי דולרים. רזרבות הנכסים הנוזלים של הבנקים עלו, ובנק ישראל צמצם את ההלוואות המוניטריות רק באופן חלקי והדרגתי, כך שנוצרו תנאים לחידוש תהליך הורדת הריביות. בסוף אפריל הגיעה ריבית החח"ד לרמה נומינלית הנמוכה מזו של אוקטובר 1983 (הרמה הנמוכה ביותר זה מספר שנים).

הלחץ על מקורות הבנקים ברביע האחרון, הביא, כאמור, לעלייה תלולה של הריביות הקרדיטוריות הנומינליות לזמן קצר ולעלייה מתונה יותר של הריביות הרביטוריות במגזר השקלי הלא־צמוד; תופעה הפוכה נצפתה בראשית 1989: בעקבות השיפור במצב הנוזלות, הורידו הבנקים במהירות את הריביות הקרדיטוריות, ואילו הריביות הרביטוריות הורדו לאטן.

מאז שנת 1984 היו תנודותיהן של ריביות הזכות לזמן קצר — בתגובה למדיניות בנק ישראל — חדות מאלה של ריביות החובה. כך, בעת שהעלה בנק ישראל את הריביות על ההלוואה המוניטרית, עלו ריביות הזכות במהירות, והפערים שבין ריביות החובה לריביות הזכות הצטמצמו — ואילו בעת הורדת הריביות התרחבו הפערים⁵. בתנאים מסוימים מתיישבות תופעות אלו עם התנהגות אוליגופוליסטית של הבנקים. ואמנם, נראה כי בישראל התחרות בתחום האשראי מועטה. (בתחום הקרדיטורי מתחרה בנק ישראל בבנקים על ידי הנפקת מלווה קצר מועד ואיגרות חוב צמודות לטווח בינוני.) ייתכן שהתנהגות הבנקים בסוף 1988 נבעה גם מהצטברות לחץ ציבורי כבר להורדת ריביות בשנים האחרונות, ולפיכך נרתעו הבנקים מהעלאת ריביות רביטוריות, גם כשהדבר התבקש מן המדיניות המוניטרית. הדבר פגע ביעילותה של המדיניות, כי המסרים שלה לא הועברו במלואם במהירות מספקת בתחום הרביטורי, הן בסוף 1988 והן בתחילת 1989.

* * *

השפעת ירידתם של שיעורי הריביות הריאליות נסתרה השנה על ידי כוחות רבי עוצמה, שהיו דומיננטיים בהשפעותיהם על ההשקעות, על התוצר ועל הנפקות הסקטור הפרטי בשוק ההון. ירידת הריביות לזמן קצר ולזמן ארוך פעלה כשלעצמה להגדלת השקעות, אך הרפיון הכלכלי השפיע בכיוון ההפוך, ובסך הכול ירדה ההשקעה הגולמית השנה בכ־2 אחוזים, לאחר עלייה של כ־3 אחוזים בשנה הקודמת.

רכישת מוצרים בני קיימא עלתה השנה בכ־2 אחוזים, אולם קצב גידולה נפל בהרבה מזה של שנים קודמות (לוח ב'—6), וגם כאן נוקפת עיקר ההשפעה לגורמים אחרים, כהתאמה למגמה ארוכת הטווח של ההכנסות והתפתחות הציפיות לפיחות. (ראה פרק ב'). רמת הריביות הריאליות הספיקה כדי למנוע עלייה משמעותית של רכישות מטבע החוץ בידי הציבור בחדשים הראשונים של השנה — אולם עם התגברות הציפיות לפיחות, גם העלאה תלולה של הריביות לא מנעה בסופו של דבר את הצורך בשינוי שער החליפין כדי לבלום את הרכישות.

ירידת הריבית הממוצעת על אשראי שקלי לזמן קצר הביאה להקלה יחסית בנטל המימון של פירמות עתירות אשראי כזה. בכך אין כדי לפתור את בעיותיהם של גופים וסקטורים, שנקלעו למשברים פיננסיים. פתרונן של בעיות אלו תובע תכניות מקיפות שיטפלו בשורשיהן של הבעיות.

גם אחרי הורדת הריביות בראשית 1989, הריביות הרביטוריות לזמן קצר עדיין גבוהות במידה רבה הן מרמתן בעבר והן מאשר במדינות תעשייתיות אחרות. קשה מאוד להעלות ריביות כה גבוהות, כשנדרשת מדיניות מוניטרית מצמצמת (למשל כדי לווסת רכישות מטבע חוץ ספקולטיביות). רמה גבוהה זו והתמשכות הרפיון במשק מניעות את בנק ישראל להמשיך בתהליך הורדת הריביות.

⁵ ראה ד' גבע וד' רוטנברג, "שיעורי הריביות במגזר השקלי הלא צמוד", סוגיות בבנקאות 8 (מארס).

3. כלי המדיניות המוניטרית

כלי המדיניות העיקריים ששימשו את בנק ישראל בשנת 1988 היו הלוואות מוניטריות רגילות ובמכרזים, קניות ומכירות מק"ם ושינוי שיעורי הנזילות על נכסים שקליים ועל פיקדונות פיצויים (לוחות ח'–5, ח'–2, ח'–9).

שימוש רב נעשה השנה בהלוואות מוניטריות — המשמשות כלי מרכזי לשליטה כמותית במיצרפי הכסף (הלוואות במכרז), או להכוונת ריביות (הלוואות רגילות). בהלוואות במכרז מוקצב לבנקים סכום הנקבע מראש, והריבית נקבעת במכרז — ואילו בהלוואות רגילות נקבעות מראש הריביות והכמויות

לוח ח'–5
אינדיקטורים למדיניות המוניטרית¹, 1985 עד 1988
(אחוזים מהתוצר)

1988			1985			
מחצית ב	מחצית א	כל השנה	1987	1986	מחצית ב	כל השנה
תוספות לבסיס הנכסים הלא-צמודים לזמן קצר ²						
9.4	-1.8	3.8	1.2	0.5	-0.9	0.0
1. הלוואה מוניטרית						
1.2	0.3	0.7	-0.7	0.1	1.1	0.8
2. גידול גירעונות הנזילות של הבנקים						
2.8	-2.3	0.3	-1.3	0.1	-1.1	-0.4
3. מכירות מק"ם						
1.7	-1.5	0.1	-0.5	0.0	0.0	0.0
3א. מזה: מכירות מק"ם לבנקים						
0.1	0.3	0.2	-0.1	-0.0	-0.0	0.0
4. פעולות בשוק הפתוח						
0.5	0.9	0.7	1.0	0.5	1.9	0.9
5. העירוי מבנק ישראל בגין גורמים אחרים						
-0.3	0.2	-0.1	0.0	-0.1	0.2	1.0
6. העירוי החיצוני בגין אשראי מוכוון ³						
7. סך התוספות לבסיס הנכסים הלא-צמודים						
13.7	-2.5	5.6	0.1	1.0	1.2	2.3
לזמן קצר (1) + (2) + (3) + (4) + (5) + (6)						
תוספות אחרות לבסיס הנכסים הלא-צמודים לזמן קצר						
0.1	0.0	0.0	0.0	0.3	-0.7	-0.1
8. השינוי בתקרות האשראי הצמוד למט"ח ⁴						
9. השפעת השינוי בשיעורי נזילות על נכסים						
4.3	3.7	4.0	1.2	4.0	-9.3	-4.7
שקליים ⁵						
10. סך כל התוספות לבסיס ללא השפעת שינוי						
4.3	3.7	4.0	1.2	4.3	-10.0	-4.7
ההרכב בגין המדיניות המוניטרית (8) + (9)						
11. השפעת השינוי בהרכב הנכסים על היקף						
3.4	3.3	3.3	2.0	2.3	10.6	6.0
האשראי ⁶						

- (1) המשקל בתוצר חושב כממוצע חודשי של משקלות הזרמים באומדן התוצר החודשי.
- (2) התוספות לבסיס הנכסים מביאות לתוספות גדולות יותר לבסיס, משום שהן מהוות בסיס גם לתוספות ממערכת הבנקאות.
- (3) כולל תיקון בגין מעבר קרנות היצוא לבנקים המסחריים בשנת 1985.
- (4) כולל ב-1988 שינוי בחובת הנזילות על פיקדונות פת"ם פיצויים.
- (5) השינוי במקורות האשראי השקליים של הבנקים כתוצאה מהשינויים שנעשו בשיעורי הנזילות של הנכסים השקליים במהלך התקופה.
- (6) תוצאה של מדיניות שיעורי הנזילות הדיפרנציאליים.

המרביות הניתנות למשיכה⁶. בשלושת הרביעים הראשונים של השנה שימשו הלוואות רגילות (שניתנו לבנקים בהתאם להיקף הנכסים הנזילים שברשותם). בעיקר לגישור על תנודות תוך-חודשיות ברזרבות הבנקים — תנודות הנובעות מקצב לא אחיד של ביצוע תקציב הממשלה — וההלוואות במכרזים היו האמצעי העיקרי לאספקת מקורות לבנקים. ברביע האחרון של השנה הרחיב בנק ישראל את ההלוואות הרגילות — גם כדי למתן תנודות, שנגרמו בנכסים הנזילים של הבנקים, עקב עליית רכישות מטבע החוץ — ובאמצעותן נתן איתותים על שיעורי הריביות.

היקף ההלוואות המוניטריות הרגילות עלה מ־180 מיליוני שקלים בראשית השנה לכ־1.7 מיליארד בסופה, ורמת ההלוואות במכרזים עלתה מכ־750 מיליוני שקלים ל־1.2 מיליארד בדצמבר 1988. במשך החודשים האחרונים של השנה, בעקבות השינויים הגדולים ברכישות מטבע החוץ, שינה בנק ישראל מהרגלו להודיע חודש ימים מראש על היקף המכרזים, והסתפק בהודעות על שינויים שבועיים ואף שבוע מראש. בראשית 1989, לאחר המרות מטבע חוץ נרחבות בידי הציבור, הצטמצם מאוד היקף ההלוואות המוניטריות.

שימוש בשינוי שיעורי נזילות אינו שכיה, שכן כלי זה, שהוא פחות גמיש מן הכלים האחרים, אינו מתאים לתגובה שוטפת על התפתחויות בשוק הכספים. לשינוי בשיעורי נזילות יש השלכה ישירה על רווחי הבנקים: הורדת שיעורי נזילות משמעותה ויתור חלקי של הממשלה (בנק ישראל) על הכנסות מאספקת נזילות לציבור (סינוירז') לטובת הבנקים — ואלה יכולים לגלגל אל הציבור חלק מגידול הרווחים, על ידי צמצום הפערים שבין ריביות החובה לריביות הזכות.

כאמור, הורדו שיעורי הנזילות השנה פעמיים (בפברואר ובספטמבר). ובראשית 1989 הורדו פעם נוספת. כמו כן ירד השנה שיעור הרזרבה האפקטיבי הממוצע, בשל מעבר הציבור מפח"ק לפז"ק (ששיעור הנזילות עליהם נמוך יותר) — וזאת, בין השאר, עקב הורדת שיעורי נזילות על פז"ק בחודש פברואר. הורדת שיעורי הנזילות תמכה במדיניות בנק ישראל, ששאפה להביא לצמצום הפערים שבין ריביות הזכות לריביות החובה במגזר השקלי הלא-צמוד, וכן שאפה לקרב את דרישות הנזילות לרמה שתשקף שיקולים מסחריים.

השינויים בשיעורי הנזילות התבטאו גם בצורת המימון של גירעון הממשלה. מלוח ח'–4 מתברר, כי בשנת 1988 לא מומן הגירעון בהדפסה (ולא בהגדלת בסיס M3). ההכנסה הפוטנציאלית שהממשלה יכלה להשיג מאספקת כסף "חדש" (שכן הכמות הריאלית של הכסף שבמחזור נשחקה בגלל האינפלציה) היתה כאחוז תוצר אחד (שורה 1 בלוח ח'–7) — ואילו הכנסות הממשלה בפועל מהדפסה היו שליליות, 2– אחוזי תוצר (שורה 7 בלוח ח'–7). חציו של פער זה מבטא הורדה של שיעורי הנזילות, וחציו האחר משקף את ירידת הביקוש לנכסים שקליים במשך השנה.

עוד נעשה השנה להאחדת שיעורי הנזילות על פיקדונות. כך אוחדו בספטמבר שיעורי הנזילות במגזר השקלי לשלוש קבוצות: חשבונות עו"ש ופיקדונות עד שבוע, פיקדונות משבוע ועד שלושה חודשים ופיקדונות לתקופה ארוכה משלושה חודשים. שינויים אלו יביאו להקטנת אותן תנודות בחובות הנזילות ובמיצרפי הכספים, הנובעות מתנועות של הציבור בין סוגי הפיקדונות השקליים.

כלי המדיניות שנסקרו עד כה פועלים במישרין על רזרבות הבנקים ועל יכולתם להרחיב אשראי. לעומתן מתנהלות פעולות בשוק המק"ם עם הציבור כולו, ומשפיעות על רזרבות הבנקים רק בעקיפין. לפעולות בנק ישראל בשוק המק"ם היו השנה שתי מטרות — קניות ומכירות של מק"ם על פי צורכי המדיניות המוניטרית, ופיתוח והעמקה של שוק המק"ם, כדי שבעתיד יהיה אפשר להסתמך עליו יותר בניהול המדיניות. לפרקים סתרו מטרות אלו זו את זו. כך, למשל, בראשית 1989 נמכרו כמויות גדולות של מק"ם לבנקים ולציבור, כדי להגדיל את נפח השוק — ובאותה שעה הוזרמו לבנקים כספים באמצעות הלוואות מוניטריות, כדי להבטיח ירידה של הריביות.

⁶ הברדל נוסף: כאשר יש מספר מדרגות ריבית להלוואות רגילות, נוצרת לבנקים רנטה, שכן הריביות שהם משלמים על הלוואות במדרגות הראשונות נמוכות מן הריבית על המדרגה השולית.

לוח ח' - 6

הגירעון המקומי של הסקטור הציבורי הכולל ואופן מימונו — מאזן¹ מאוחד של הממשלה ובנק ישראל, 1983 עד 1988
(אחוזים מן התוצר)

1988			1985					1983	1984	כל השנה	מחצית ב	מחצית א	מחצית ב
			1987	1986	מחצית ב	כל השנה							
א. הגירעון													
1. אומדן הוצאות הסקטור הציבורי (קניות, שכר, תשלומי העברה ותמיכות)													
47.4	44.4	45.9	43.2	40.2	40.2	42.2	44.1	50.2					
46.2	46.3	46.3	47.6	48.4	45.8	44.8	39.3	47.0					
2. תקבולי המסים ²													
1.2	-1.9	-0.4	-4.4	-8.2	-5.6	-2.6	4.8	3.2					
3. הגירעון ללא תשלומי הריבית (1)-(2)													
5.6	5.6	5.6	5.8	6.1	6.0	6.0	3.7	2.7					
4. תשלומי ריבית והתאמות ³													
6.7	3.7	5.2	1.4	-2.1	0.4	3.3	8.5	5.9					
5. הגירעון המקומי (4) + (3) ³													
ב. אופן מימון הגירעון													
-0.5	-1.3	-0.9	1.6	-0.4	-0.5	0.9	3.7	7.4					
6. השינוי בבסיס M3 (מזה: הדפסה)													
-2.0	-1.1	-1.5	2.5	1.8	10.2	6.2	2.9	2.2					
4.3	4.6	4.4	1.7	-2.7	-0.2	-1.0	-2.3	-7.9					
12.5	-1.0	5.8	-0.0	2.4	2.1	4.5	7.3	6.1					
7. צבירת חוב פנימי נטו ⁴													
8. רכישות מטבע חוץ													
9. השפעה נטו של המדיניות המוניטרית במגזר השקלי ⁵													
-9.7	1.4	-4.1	-1.9	-1.3	-1.0	-1.0	-0.2	0.3					

(1) ממוצע חודשי של הזרמים השונים חלקי אומדן התוצר לאותה תקופה.

(2) כולל ריחוי בנק ישראל.

(3) תשלומי ריבית כלוח זה הם אומדן הריבית הריאלית על החוב הפנימי, בתוספת להתאמות המתחייבות מהחשבונאות הלאומית. נתונים אלה שונים מתשלומי הריבית והגירעון הכולל המופיעים בלוחות אחרים בפרק זה, שם מופיעים תשלומי ריבית נומינליים על החוב הפנימי.

(4) צבירת בסיס נכסים ממשלתיים כולל מק"ם (למעט פת"ם), למעט מתן אשראי נטו מהממשלה.

(5) הריבית על בסיס הכסף, בתוספת הנטל התקציבי הגלום במתן הלוואה מוניטרית ובניכוי קנסות על גירעונות נזילות (בסימן -). (ראה לוח ח' - 7.).

שוק המק"ם פותח גם באמצעים נוספים. עוד בסוף 1987 ניתנה לבנקים אפשרות להחזיק 10 אחוזים מחובת הנזילות השבועית שלהם במק"ם, כן הורשו להחזיק במק"ם עורפי נזילות, שאותם ניתן, בתנאים מסוימים, לקזז כנגד גירעונות נזילות הנוצרים בשבועות האחרים של החודש. פעולות אלו ננקטו במטרה להגביר את מעורבות הבנקים בשוק זה, כדי לחזקו. ב־1988 הונהגו מספר שיפורים במסחר במק"ם. במאי הוכנס שלב מסחר נוסף במילווה זה, לאחר סיום המסחר בבורסה בניירות אחרים, כדי לעזור לנכות עורפי ביקוש והיצע של משקיעים בשווקים האחרים, (הסכום המינימלי שנקבע למסחר היה מיליון ש"ח), ובימים שבהם לא מתקיים מסחר הותר לבצע עסקאות במק"ם מחוץ לבורסה בסכומים הגבוהים ממיליון ש"ח. נוסף על כך איפשר בנק ישראל, מאז חודש מארס, להגיש למכרזים השבועיים שהוא מנהל פקודות בלי הגבלת מחיר (תשואה), המתבצעות במחיר שנקבע בסופו של דבר במכרז. עוד הוחל בסוף השנה בהנפקת סדרות מק"ם לטווחים ארוכים יחסית — 9 חודשים ו־12 חודשים.

שינויים אלו הגרילו את סחירות המק"ם; היקף המחזור בבורסה עלה מ־25 מיליוני ש"ח ליום בממוצע ב־1987, ל־33 מיליון ב־1988 (עלייה ריאלית של 14 אחוזים), וחלקו של בנק ישראל במסחר ירד מ־46 אחוזים ל־42 אחוזים, כממוצע. עם זאת, היחס בין היתרה הממוצעת של המק"ם במחזור (ללא היתרה המוחזקת בידי הבנקים לצורכי נזילות) לבין היתרה הממוצעת של הפח"ק והפז"ק (שהם חלופה קרובה למק"ם) היה נמוך למדי, ואף ירד מ־7 אחוזים ב־1987 ל־5 אחוזים השנה. ירידתו של יחס זה נובעת, ככל הנראה, רובה ככולה, מקניות מק"ם מוגברות של בנק ישראל, שנועדו לקזז חלק מהשפעת קניות מטבע החוץ של הציבור על בסיס הכסף. מכל מקום, נראה, כי פוטנציאל ההתרחבות של שוק המק"ם טרם מוצא. אחד המכשולים בפיתוח שוק המק"ם הוא העמלה הגבוהה היחסית, שגובים הבנקים על קנייה ומכירה של מילווה זה (0.1 אחוזים, בלא קשר לתקופת ההחזקה). מכשול נוסף הוא, שהחיוב והזיכוי על רכישות מק"ם נעשה בפיגור של יום אחד (חיסרון משמעותי לגבי פירמות עסקיות בהשוואה לפעולות בפח"ק). כדי להפחית את העמלות לציבור, התנה בנק ישראל, בראשית 1989, את תשלום עמלת ההפצה

לוח ח' - 7

הרווח הפוטנציאלי הגלום בהדרפסת הכסף והרווח בפועל, 1984 עד 1988
(אחוזי תוצר)¹

1988			1985					
מחצית מחצית		כל	מחצית מחצית		כל			
ב	א	השנה	1987	1986	1984	השנה	ב	1984
1.0	0.9	1.0	1.1	1.2	2.1	2.6	3.0	1. השחיקה האינפלציונית
-2.0	-1.1	-1.5	2.5	1.8	10.2	6.2	2.9	2. היקף ההרפסה
9.4	-1.8	3.8	1.2	0.5	-0.9	0.0	0.6	3. השינויים בהלוואה המוניטרית
0.3	0.4	0.4	0.8	0.8	2.4	1.7	0.7	4. הריבית על בסיס הכסף
								5. הריבית על ההלוואה המוניטרית וקנסות נזילות
0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.5	0.7	1.1	
-11.6	0.4	-5.6	0.6	0.5	9.2	5.2	2.6	6. הרווח בפועל מההרפסה (5) + (4) - (3) - (2)
								7. הרווח בפועל מההרפסה ללא השינויים בהלוואה המוניטרית (5) + (4) - (2)
-2.3	-1.5	-1.9	1.8	1.0	8.3	5.2	3.2	

(1) אחוזי התוצר חושבו כממוצע חודשי של הזרמים המתאימים חלקי אומדן התוצר לאותה תקופה.
המקור: נתוני בנק ישראל.

מהירות המחזור של פיקדונות עובר ושב ושל מיצרפים מוניטריים, 1960 עד 1988

מהירות המחזור השנתית הממוצעת של מיצרפים מוניטריים ביחס לשימושים המקומיים ¹					מהירות המחזור הממוצעת של פיקדונות עובר ושב בש"ח ²
סך הנכסים לזמן קצר	נכסים לא צמודים לזמן קצר	נכסים לא צמודים לזמן קצר	אמצעי תשלום	נכסים לא צמודים לזמן קצר	
(M4)	(M3)	(M2)	(M1)		
(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
			6.3	16.4	1960
			6.7	21.8	1966
2.6	3.9	4.5	8.4	21.5	1970
2.6	5.5	7.5	13.2	35.8	1976
3.3	5.4	17.6	23.3	104.3	1980
3.6	5.8	19.3	28.6	161.0	1981
3.8	5.9	19.1	34.0	193.7	1982
3.9	5.6	18.6	41.1	227.5	1983
3.8	4.9	21.0	59.5	345.9	1984
3.5	4.4	11.7	47.9	428.5	1985
3.6	4.9	8.2	28.6	306.3	1986
3.3	4.6	6.2	23.0	236.0	1987
3.5	4.8	6.8	26.5	261.0	מחצית א
3.1	4.3	5.7	20.3	211.1	מחצית ב
3.2	4.6	5.9	20.6	206.0	1988
3.3	4.7	6.0	22.0	172.2	מחצית א
3.1	4.4	5.7	19.3	153.8	מחצית ב

1) סך כל השימושים המקומיים, למעט יבוא ביטחוני ישיר כמוגדר בלוח ב'-1, מחולק בסכום הממוצע של המיצרפים המוניטריים. (2) סך כל החיובים, מחולק בסכום הממוצע. (3) לא כולל פת"ח של תושבים מקומיים.

(4) כולל את כל הנכסים המצוינים בטור ועוד איגרות חוב סחירות שבידי הציבור. המקור: מהירות המחזור של פיקדונות עובר ושב — הפיקוח על הבנקים, הסטטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים; אמצעי תשלום, פיקדונות לא צמודים, מק"מ, פת"מ ואג"ח סחירות בידי הציבור — לוח ח'-נ-1; השימושים המקומיים (למעט יבוא ביטחוני ישיר) — לוח ב'-1.

שהוא משלם לבנקים (אחוז אחד) באי גביית עמלה בעת מכירת זמק"ם וכן בהגבלת עמלת הרכישה המרבית ל-0.1 אחוז⁷.

לשם שיפור תפקודו של שוק הכספים, ננקטו בראשית 1989 מספר אמצעים נוספים: משך התקופה המינימלית למתן הלוואות בנקאיות צמודות למדד קוצר משנתיים לשנה אחת; משך התקופה המינימלית

⁷ עמלת ההפצה המשולמת לבנקים שלא הצטרפו להסדר החדש הורדה מאחוז אחד לרבע אחוז.

הממוצע להלוואות ישירות מחו"ל קוצר מ־30 חודשים ל־24 חודשים, ובאפריל 1989 קוצר פעם נוספת ל־18 חודשים; תקרות האשראי החופשי במטבע חוץ הוגדלו ב־400 מיליוני דולרים; לתושבי ישראל הותר להשקיע בניירות ערך זרים באמצעות קרנות נאמנות. פעולות אלו נועדו להגביר את התחרות במערכת הפיננסית, לחזק את הקשר עם שוק ההון בחו"ל, ולצמצם את הפערים בין הריביות על אשראי במטבע חוץ לאלה במטבע ישראלי, ובין הריביות הדביטוריות לקרדיטוריות.

4. מאמצות בהתפתחות שיעורי הריביות הריאליזת

סעיף זה נועד להעניק פרספקטיבה לתיאורים ולדיונים שונים, הנערכים בחלקים אחרים של הפרק בנושא הריביות.

אינדיקטורים לשיעורי הריביות הריאליזת ולמירווחים הפיננסיים, 1970 עד 1988
(אחוזים)

		1984		1978	1976 - 1970		
		1986	1985	1983	1977	1975	
א. ריביות ריאליזת לזמן קצר במגזר השקלי הבלתי צמוד							
1.	הריביות הדביטוריות ¹	33.4	77.8	7.0	-0.1	0.4	25.4
2.	הריביות הקרדיטוריות ²	-2.1	-9.5	-23.4	-14.1	-8.7	-4.1
3.	פערי הריביות						
	(3) = (1) - (2)	36.8	87.3	30.4	14.2	9.1	29.5
4.	המירווח הפיננסי במגזר						
	השקלי הלא צמוד	15.1	33.8	17.5	5.7	4.5	18.4
		15.1	33.8	17.5	5.7	4.5	16.0
ב. הריביות הריאליזת הממוצעת על סך כל האשראי הבנקאי לזמן קצר							
		8.2	22.5	3.7			13.8
ג. התשואות הריאליזת לפדיון בשוק איגרות החוב הצמודות למד"ר							
3	שנים לפדיון	5.5	6.9	-0.5	-	-	3.2
5	שנים לפדיון	5.8	5.2	0.9	1.0	4.8	4.1
10	שנים לפדיון	6.4	4.9	1.7	-	-	4.5

(1) מאז 1978 — ריבית ה"חח"ר; לפני 1978 שורשרה הסדרה על פי השינויים בריביות על הלוואות לזמן קצוב (לטווח קצר).

(2) מאז 1982 — ריבית התפ"ס; לפני 1982 שורשרה הסדרה על פי השינויים בריביות על פיקדונות לזמן קצוב (לטווח קצר).

(3) מאז 1983 — סדרה חדשה, לפני 1983 שורשרה הסדרה על פי שינויים בסדרה ישנה.

(4) אומדן ראשוני בלבד.

(5) לחלק מן השנים אין בדינו נתונים. לשנים אלו חושבו התשואות לפדיון על פי נתוני איגרות חוב שמועד פדיוןן וסוג ההצמדה שלהן דומים לאלו של הסדרות המבוקשות.

בלוח דלעיל מובאים אינדיקטורים לריביות לזמן קצר ולזמן ארוך על פני תקופה ארוכה. הסדרות שהובאו נבנו על פי מידע מקוטע, שהושלם בעזרת הנחות שרירותיות, ועל כן יש להתייחס אליהן בזהירות רבה. (ראה הערות ללוח).

עם זאת מאפשרים האינדיקטורים להסיק מספר מסקנות כלליות:

א. רמת הריביות הריאליזת, שעלתה עלייה תלולה בשנים 1984 ו־1985, שבה וירדה אחר כך, אך בכל הקטגוריות בלוח טרם חזרו הריביות לרמת התקופה 1976 עד 1983.

ג. הריבית הקרדיטורית לזמן קצר היתה שלילית, כמעט במשך כל התקופה הנסקרת, ובשלוש השנים האחרונות היא התקרבה לתחום החיובי.

ג. פער הריביות לזמן קצר והמירווח הפיננסי של הבנקים במגזר השקלי הבלתי צמוד התרחבו בהדרגה במשך השנים 1970 עד 1985. מאז אותה שנה הצטמצם פער הריביות צמצום משמעותי, וכי 1988 היו פער זה והמירווח הפיננסי דומים לאלו של התקופה שלפני תכנית הייצוב (1978 עד 1983). זאת למרות עלייה ניכרת של הסיכון הכרוך במתן אשראי בשנים האחרונות, סיכון המתבטא בגידול ניכר של הפרשות הבנקים לחובות מסופקים. עוד נזכיר, כי בשנים האחרונות גדל מאוד נפת המגזר השקלי הבלתי צמוד, ועל כן היו רווחי הבנקים עשויים לעלות גם ללא שינוי במירווחים.

ד. בעוד שרמת הריביות במגזר הלא־צמוד בשנים האחרונות גבוהה מרמתן בשנים 1970 עד 1975, רמת התשואות בשוק איגרות החוב הצמודות היום נמוכה בהשוואה לתקופה זו. בשנים 1975 ו־1976 הרעה הממשלה במידה משמעותית את תנאי איגרות החוב בשוק הראשוני, ורמת התשואות־לפרדיון צנחה גם בשוק המשני. ירידת הריבית הקרדיטורית לטווח ארוך השפיעה כנראה על הריבית הקרדיטורית לזמן קצר, וזו ירדה במקביל. בשנים 1976 עד 1983 התייצבה רמת התשואות־לפרדיון של איגרות חוב לזמן ארוך, אולם הריבית הקרדיטורית לזמן קצר הוסיפה וירדה. לעומת זאת עלתה הריבית הדביטורית עלייה רצופה עד 1985, ופער הריביות לזמן קצר התרחב. אין לנו הסבר מלא להבדל בהתפתחות בין הריביות הדביטוריות לקרדיטוריות עד 1983, ולהתרחבותו של פער הריביות לזמן קצר. מבדיקות ראשונות עולה, כי ייתכן שתופעה זו קשורה, לפחות בחלקה, בניסיון של מערכת הבנקאות לפצות את עצמה על רווחיות נמוכה במגזרי הפעולה האחרים — שבהם שרר פיקוח, והממשלה קבעה מירווחים צרים. נראה, כי מידת התחרות המועטה בתחום האשראי לזמן קצר איפשרה לבנקים להגדיל את פערי הריביות ואת המירווח הפיננסי במגזר הבלתי־צמוד. כאמור, ב־1988 לחץ בנק ישראל על הבנקים לצמצם את פערי הריביות, ולהסתפק במירווחים נמוכים יותר.

ה. בדיאגרמות א' ו־ב' מוצגות ריביות החח"ד הריאליות כנגד היחס בין עודף היבוא לתוצר וכנגד שיעור האינפלציה. זאת כדי לתאר את הקשרים בין התפתחות הריביות לבין המשתנים האחרים, ששימשו בתקופות שונות יעדים למדיניות הריביות.

מבדיקות ראשונות (במסגרת מחקר שטרם הושלם) עולה, ששינויים בשיעורי הריביות בישראל, ובייחוד שינויים בשיעורי הריביות הדביטוריות לזמן קצר גורמים שינויים בכיוון הפוך בהשקעות ובצריכה הפרטית (1965 עד 1986). על כן ניתן לצפות, כי בתנאי תעסוקה מלאה יגרמו עליות בריביות לירידה בעודף היבוא של המשק, ואמנם, מדיאגרמה א' נראה, כי מאז 1970 התקיים בדרך כלל קשר שלילי בין רמת הריביות לעודף היבוא במונחים של אחוזי תוצר. בסך הכול ניתן להסיק, כי לפחות בטווח הקצר היתה למדיניות הריביות השפעה על מאזן התשלומים.

דיאגרמה ב' מצביעה דווקא על קשר חיובי בין רמת האינפלציה לבין רמת הריבית הדביטורית הריאלית — ולא על קשר שלילי, כפי שהיה צפוי אילו כיוון הסיבתיות היה מן הריביות אל האינפלציה. זאת ועוד: נראה, כי בשנות השמונים לוותה עלייתה של רמת האינפלציה בעליית רמת הריבית בפיקוח של תקופה אחת, ומכאן עולה האפשרות, שכיוון הסיבתיות היה הפוך: עליית שיעור האינפלציה גררה הידוק של המדיניות המוניטרית, וזה התבטא בעליית שיעור הריבית⁸. לאישוש המסקנה האחרונה נדרש מחקר נוסף, שיביא בחשבון גם אפשרויות אחרות.

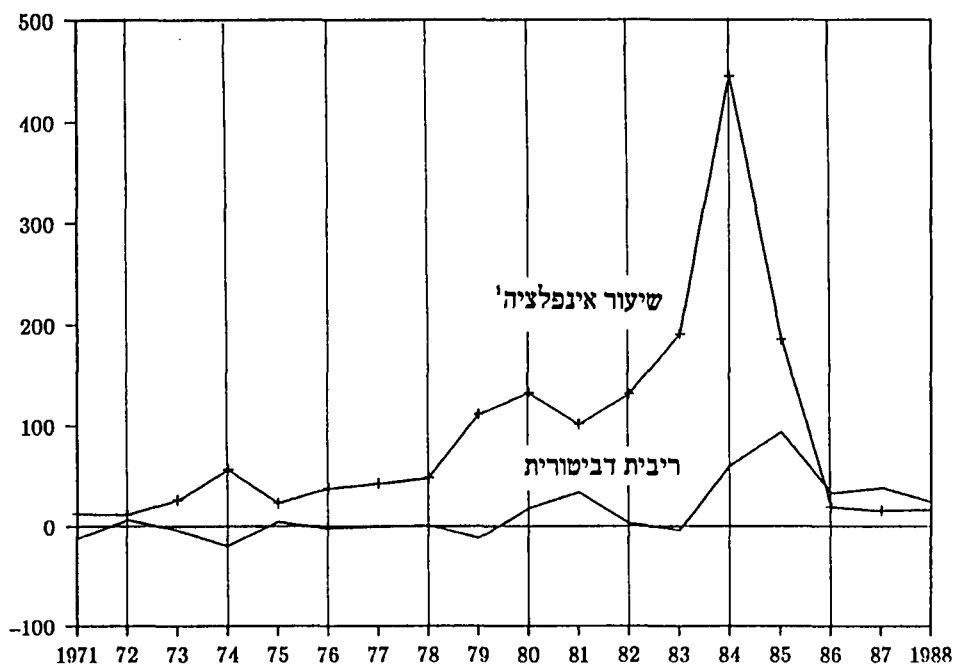
⁸ תפיסה זו מתיישבת במידה מסוימת גם עם עבודתם של לויתן ופיתרמן (Liviatan, N. and Piterman, S.) (1986), "Accelerating Inflation and Balance of Payments Crises, 1973–1984", in: Ben-Porath, Y. (ed.), *The Israeli Economy — Maturing Through Crises*, המתארת את המדיניות המוניטרית בעבר כמסתגלת בעיקרה לרמת האינפלציה, לאחר שבשלב הראשון, עלייה במדרגות האינפלציה, בשל משבר מאזן התשלומים, לוותה בניסיון למנועה באמצעות צמצום מוניטרי.

דיאגרמה ח' - א'
 ריבית דביטורית ועודף יבוא 1971 עד 1988
 ריבית ריאלית (אחוזים)
 עודף יבוא (אחוזי תוצר)



(1) עודף יבוא מנתוני החשבונאות הלאומית במונחי אחוזי תוצר.
 (2) ראה הערה ללוח טקסט בסעיף 4.

דיאגרמה ח' - ב'
 ריבית דביטורית ושיעור אינפלציה, 1971 עד 1988



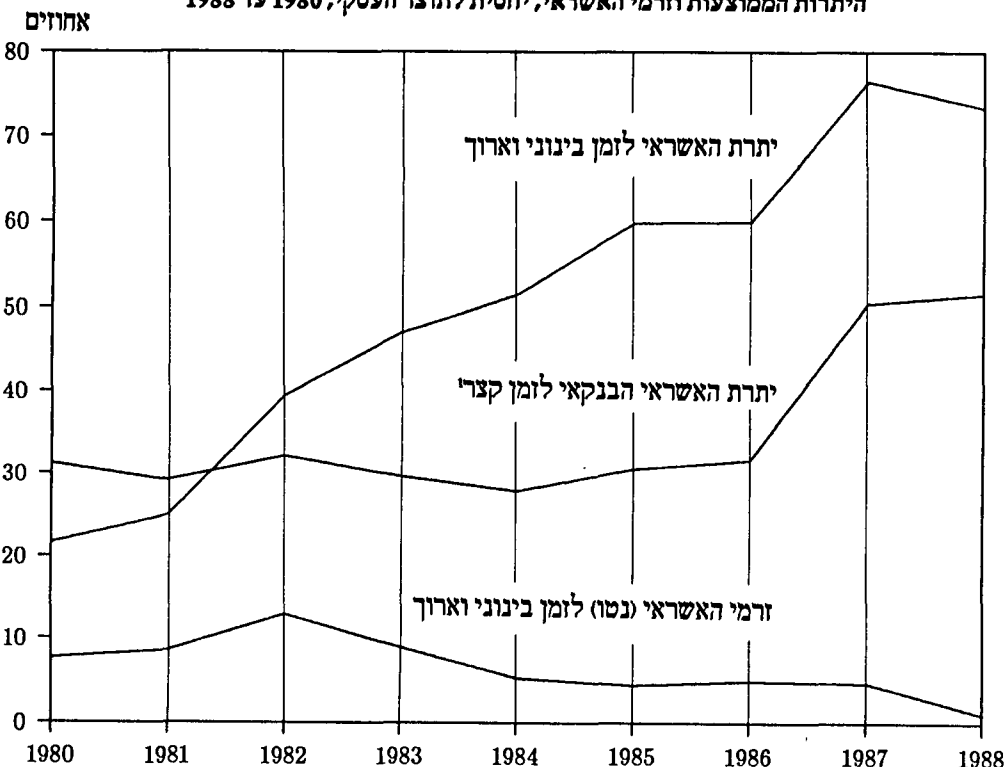
(1) ראה הערה ללוח טקסט בסעיף 4.

האשראי משמש במשק למימון הייצור השוטף (הון חוזר), למימון ההשקעות בנכסים קבועים, ובשנים האחרונות, במידה גוברת, גם למימון צרכני ישיר. האשראי כולל שני סוגים עיקריים: אשראי לזמן קצר, שניתן ברובו באמצעות מערכת הבנקאות המקומית ושלוחותיה בחו"ל, ומיועד בעיקר למימון פעילות שוטפת, ואשראי לזמן בינוני וארוך, המיועד ברובו למימון השקעות בענפי המשק ובדירור. התחלופה בין שני סוגי האשראי אינה מלאה, בגלל יעדיהם השונים ובשל מגבלות שונות. מגבלות אלו נובעות בחלקן מהאיסור לתת אשראי צמוד מדרד לטווחים קצרים משנתיים, (מגבלה שהוקלה ב־1989), ובחלקן — משיקולי יציבות של מנהלי המוסדות הפיננסיים, שיקולים הפועלים במידה מסוימת לקיום מאזן הצמדה בין מקורות לשימושים, בטווחים שונים.

בניתוח האשראי לטווח ארוך יש להבדיל בין זרמים ליתרות: זרמי האשראי הם תוספת המקורות שניתן להפנות למימון השקעות חדשות, ואילו יתרות האשראי קשורות למלאי ההון בישראל, ומושפעות במידה רבה מרווחי הון או הפסדי הון, שנובעים משינויים בשער החליפין הריאלי ומגורמים אחרים, החשובים לניתוח השפעותיו של השינוי ברכוש הפרטים. באשראי לטווח קצר ההבחנה בין יתרות לזרמים חשובה פחות, שכן אשראי זה מתחדש בזמן קצר.

דיאגרמה ח' - 2

היתרות הממוצעות וזרמי האשראי, יחסית לתוצר העסקי, 1980 עד 1988



(1) כולל אשראי צמוד לזמן בינוני.

לוח ח' - 9
אומדן עלות ריאלית¹ שנתית של האשראי, 1985 עד 1988
(מונחים שנתיים, אחוזים)

עלות ריאלית של האשראי למשתמשים שאינם משלמים מס												אומדן היפותטי למשתמשים המשלמים מס ²		
1985						1988						1985		
כל			מחצית			כל			מחצית			כל		
השנה	ב	מחצית	השנה	ב	מחצית	השנה	א	מחצית	השנה	א	מחצית	השנה	א	מחצית
1986	1987	1988	1986	1987	1988	1986	1987	1988	1986	1987	1988	1986	1987	1988
28.1	33.5	16.4	25.8	16.2	14.7	17.7	14.2	12.9	15.4	7.6	14.2	8.9	8.1	9.7
67.1	82.0	26.6	30.4	18.3	16.6	20.0	18.3	30.9	37.7	12.2	16.7	10.0	9.1	11.0
94.0	107.7	33.4	38.5	25.4	26.6	24.1	25.4	43.3	49.5	15.4	21.2	13.9	14.6	13.3
24.4	40.8	16.6	20.1	14.6	14.2	15.0	14.6	11.2	18.8	7.7	11.1	8.0	7.8	8.2
0.4	-4.4	-1.8	6.2	3.0	4.2	1.8	3.0	0.2	-2.0	-0.8	3.4	1.7	2.3	1.0
14.7	11.2	12.3	17.9	12.5	14.6	10.5	12.5	6.7	5.2	5.6	9.9	6.9	8.0	5.8
-5.7	-11.3	-9.2	-2.3	-3.0	-2.7	-3.4	-3.0	-2.6	-5.2	-4.2	-1.2	-1.7	-1.5	-1.9
1.5	-10.5	-6.5	0.1	-2.8	-2.3	-3.2	-2.8	0.7	-4.8	-3.0	0.0	-1.5	-1.2	-1.8
-25.7	-1.8	-1.4	2.4	-1.0	-2.2	0.2	-1.0	-11.8	-0.8	-0.6	1.3	-0.6	-1.2	0.1
5.9	-8.3	-6.5	0.1	-2.8	-2.3	-3.2	-2.8	2.7	-3.8	-3.0	0.0	-1.5	-1.2	-1.8
16.4	13.4	8.2	18.8	13.8	13.9	13.7	13.8	7.6	6.2	3.8	10.4	7.6	7.6	7.5
45.3	66.0	15.3	16.7	9.8	9.8	9.9	9.8	20.8	30.3	7.1	9.2	5.4	5.4	5.4
			0.5	3.5	3.6						1.2	0.6		
			1.6	0.9							3.6			
			7.9	6.7	6.2									

- (1) הריבית הנומינלית במשך החדש בניכוי עליית המחירים לצרכן.
 (2) בהנחה שהריבית הריאלית על אשראי מוכרת כהוצאות לצרכי מס, הונח שיעור מס של 54 אחוזים בשנים 1985, 1986, 45 אחוזים בשנים 1987 ו-1988. בהלוואות פיתוח הונח שיעור מס של 30 אחוזים בשנים 1985, 1986, 25 אחוזים בשנים 1987 ו-1988.
 (3) הריבית הנומינלית מחושבת כמכפלת הריבית הדולרית בפיתוח במהלך החדש.
 (4) החישוב נעשה בהתאם לריביות על האשראים השונים לפי משקלם בסך כל האשראי.
 (5) עלות האשראי נאמדה לפי משקל ההלוואות הצמודות למרד, לשער החליפין והלא צמודות בהתאם לניצול בפועל.
 (6) עלות ממוצעת ללא עמלות הפצה וחיתום.
 המקור: עיבודי בנק ישראל.

שנת 1988 צוינה בעלייה רבה של האשראי הבנקאי לזמן קצר — 25 אחוזים במוצק במונחים נומינליים (8 אחוזים במונחים ריאליים), תוך שינוי בולט במשקלו של האשראי הצמוד למטבע חוץ: משקלו של האשראי המוכוון, בצירוף האשראי החופשי במטבע חוץ, בסך האשראי ירד מ־41 אחוזים ב־1987 ל־30 אחוזים ב־1988, במוצק. התפתחות האשראי במשך השנה לא היתה אחידה: לאחר עלייה מתונה בששת החודשים הראשונים — 11 אחוזים במונחים נומינליים ו־2 אחוזים במונחים ריאליים — הואץ גידול האשראי במחצית השנייה, ושיעורו היה 21 אחוזים נומינליים ו־14 אחוזים ריאליים (לוח ח'—10). מרבית העלייה של האשראי והתרכזותה במחצית השנייה של השנה מוסברות במצב המיוחד שנוצר עקב ספיגת הממשלה ומאזן התשלומים, מה שחייב אספקת נזילות באמצעות הלוואה מוניטרית והקטנת שיעורי נזילות.

ספיגה באמצעות איגרות חוב לטווח ארוך (ומאזן התשלומים), המקוזזת בהלוואה מוניטרית, מגדילה הן את היצע האשראי לזמן קצר והן את הביקוש לו. ספיגה באמצעות איגרות חוב ומתן הלוואה מוניטרית במקביל מגדילים את היצע האשראי, משום שעל ההלוואה המוניטרית (בניגוד לפיקדונות) לא מוטלת חובת הנזילות. גידול הביקוש לאשראי לזמן קצר נגזר מרצונם של הפרטים לשמור על כמות כסף (M3) קבועה ביחס לתוצר. בהנחה זו הקטנת בסיס הכסף (הלא מולווה) כתוצאה מספיגה באמצעות איגרות החוב לטווח ארוך תגדיל את הביקוש לאשראי לזמן קצר. העליות המקבילות של הביקוש וההיצע יביאו לגידול נפח האשראי לזמן קצר — כנראה, ללא שינוי ניכר בריביות.

גורם נוסף להתרחבות האשראי השנה היה גידול היצעו (בהתאם למדיניות בנק ישראל) מעבר לעליית הביקוש לו (שהושפעה, כנראה, לשלילה מהתפתחות תנאי מיתון במשק). גידול ההיצע הביא בסופו של דבר לירידת הריביות השקליות הרביטוריות, וגורם שהחליש מעט מגמה זו היה מדיניותם של הבנקים להוריד את היצע האשראי, בשל התגברות הסיכון הכרוכה במתן הלוואות בתקופה של רפיון כלכלי ומשברים פיננסיים.

העלייה הרבה של משקל האשראי במטבע ישראלי על חשבון האשראים במטבע חוץ מוסברת השנה בשני גורמים: מגבלות מצד היצע האשראי במטבע חוץ במחצית הראשונה של השנה וירידה ניכרת של הביקוש לאשראי במטבע חוץ במחצית השנייה.

האשראי במטבע חוץ מוגבל — אם באמצעות תקרות מינהליות (אשראי חופשי במטבע חוץ) ואם באמצעות התנייתו ביצוא (אשראי מוכוון ליצוא), או בשימושים ספציפיים אחרים (רלק, ספנות ותעופה ועוד). במחצית הראשונה של השנה היו הגבלות ההיצע בדרך כלל אפקטיביות; כך, למשל, נוצלה במלואה מכסת האשראי החופשי במטבע חוץ, כ־470 מיליוני דולרים, מכסה שנשחקה ריאליית במונחי שקלים, משום ששיעורה של עליית המחירים המקומית היה גבוה מזה של פיחות השקל כנגד הדולר. לעומת זאת נראה, כי במחצית השנייה של השנה מגבלות ההיצע לא היו אפקטיביות, והאשראי הצמוד למטבע חוץ ירד, עקב עליית הריבית הצפויה עליו בהשוואה לזו של אשראי במטבע ישראלי. במחצית השנייה, ובעיקר ברביע האחרון של השנה, ירד מאוד האשראי החופשי במטבע חוץ, ויתרתו ברצמבר עמדה על 360 מיליוני דולרים (למרות שתקרת האשראי בדולרים לא השתנתה, ושיעור הנזילות על פת"ם פיצויים הורד ב־5 אחוזים, שינוי שמשמעותו המעשית היא עלייה של תקרת האשראי במטבע חוץ).

⁹ אין בידינו נתונים על היקף האשראי החוץ־בנקאי. סביר להניח, כי חלקו של אשראי זה בסך האשראי קשור לגובה המירווח הבנקאי. בלוח ח'—10 מוצג ההפרש שבין ריבית הפח"ק (תפ"ס) לריבית החח"ד. הפרש זה ירד, ולפיכך היה בגורם זה כדי להביא לירידת חלקו של האשראי החוץ־בנקאי. עוד ייתכן, שמשברים שפרצו בתחום האשראי החוץ בנקאי בשנים האחרונות, פעלו גם הם לירידתו.

האשראי לציבור ממערכת הבנקאות המסתרת, 1987 ו-1988

השינוי הנומינלי במשך התקופה			מדד היתרה הריאלית הממוצעת					
1988			בשנת 1988 (1987 = 100)					
מחצית ב	מחצית א	כל השנה	1987	מחצית ב	מחצית א	כל השנה	יתרה לסוף 1988	יתרה לסוף 1987
(אחוזים)							(מיליוני ש"ח)	
25.7	17.9	48.2	78.3	143.7	127.7	135.7	23,362	15,761
29.6	15.2	49.3	79.5	141.8	124.2	133.0	8,486	5,685
32.9	10.5	46.8	75.2	124.3	105.6	115.0	6,327	4,309
20.3	37.3	65.2	141.9	152.5	133.0	142.7	6,635	4,016
8.4	0.8	9.3	12.8	85.1	90.7	87.9	1,913	1,750
-15.0	-2.1	-16.8	39.2	87.2	95.3	91.3	527	634
-4.5	11.7	6.7	2.6	84.4	86.9	85.7	3,248	3,043
-4.2	9.0	4.4	3.7	82.0	85.4	83.7	2,649	2,537
-5.8	25.4	18.2	-2.5	97.3	94.7	96.0	599	507
21.3	11.4	35.1	45.8	112.5	102.9	107.7	19,974	14,788
21.0	16.9	41.5	59.3	130.7	118.8	124.8	26,610	18,804
7.3	8.5	16.4	16.1					

1.	אשראי חופשי ¹
א.	אשראי בחח"ד ומשיכות יתר
ב.	אשראי לא-צמוד אחר במטבע ישראלי (לזמן קצוב)
ג.	אשראי צמוד במטבע ישראלי
ד.	אשראי חופשי במטבע חוץ
	מזה: אשראי לדלק
2.	אשראי מוכוון ליצוא
א.	למעט יהלומים
ב.	קרן יהלומים ²
3.	סך כל האשראי הבנקאי למעט אשראי צמוד במטבע ישראלי
4.	סך כל האשראי הבנקאי מדרד המחירים לצרכן

הריבית האפקטיבית על חח"ד ועו"ש ביתרות חובה, מדד המחירים לצרכן

ומדד המחירים הסיטוניים, 1986 עד 1988

(אחוזים לחודש)



מתכונת דומה של התחלפות מגבלות היצע בירידת ביקושים ניכרה גם ברכיבים אחרים של האשראי במטבע חוץ: האשראי למימון דלק, הפטור מן התקרה, ירד השנה במונחים נומינליים (לוח ח'-10). ירידת האשראי לדלק נגרמה עקב ירידת ערך מלאי הדלק בשקלים, ועקב ירידה גדולה בשיעור המימון של מלאי הדלק. ירידת ערך המלאי הושפעה מירידת מחירו הדולרי, וכן הושפעה בסוף השנה מיישום הרפורמה במשק הדלק. הרפורמה נתנה למנהלי החברות יתר חופש החלטה על גודל מלאי הדלק הרצוי להם, גורם שהביא כנראה לירידתו. שיעור המימון של מלאי הדלק באשראי במטבע חוץ — שיעור שהיה יציב במשך המחצית הראשונה של השנה — ירד במחצית השנייה ירידה תלולה, ששיקפה את חששן של חברות הדלק מפיתוח השקל.

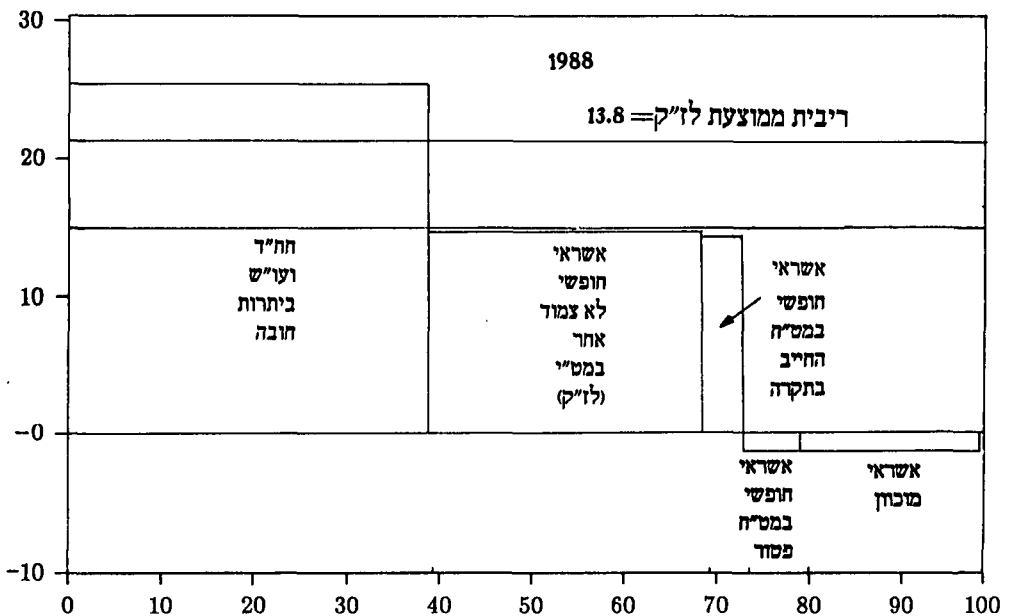
מעניין לציין, שלמרות ירידת הביקוש לאשראי במטבע חוץ, לא השתנה כמעט שיעור הריבית הדולרית על האשראי החופשי במטבע חוץ במחצית השנייה של 1988, ועמד על כ־12 אחוזים. ייתכן שתופעה זו קשורה להעדר תחרות חופשית במגזר זה.

האשראי המוכוון ליצוא (במטבע חוץ) ירד גם הוא במשך השנה במונחי שקלים ריאליים. בעשרת החודשים הראשונים של השנה נשמרה יציבות היתרה הדולרית של האשראי, ובחודשיה האחרונים היא ירדה בכ־10 אחוזים, בתגובה להתגברות הציפיות לפיתוח.

נוסף על התגברות הציפיות לפיתוח, השפיעו על האשראי המוכוון (בחלקה הראשון של השנה) שני גורמים — ירידת ערך היצוא במונחי שקלים ריאליים (שתרמה לירידתו בכ־3 אחוזים, ריאליית), והסטה

דיאגרמה ח' - 4

הריבית הריאלית על רכיבי האשראי לזמן קצר ומשקלם, 1987 ו-1988
(אחוזים, מונחים שנתיים)*



• הריבית הממוצעת לז"ק מבוססת על משקלות חודשיים ממוצעים, ולפיכך יש פער בינה לבין הריבית הממוצעת המשוקללת עפ"י המשקלות הממוצעים הרבעוניים, המוצגים בדיאגרמה.

מאשראי מוכוון לאשראי ישיר מחו"ל. משקלו של האשראי המוכוון בתיק האשראי לזמן קצר יורד בהתמדה זה שנים אחדות. אחד הגורמים לכך הוא הרשות, הניתנת לזכאים לו, להמירו באשראי ישיר מחו"ל. מאז 1985 מתרבה מספר היצואנים המוצאים בחו"ל מקורות אשראי הזולים מן האשראי המוכוון. יתרת האשראי החלוף מחו"ל, שהסתכמה בכ"4 מיליוני דולרים בסוף 1984, עלתה והגיעה ל-105 מיליוני דולרים בסוף 1986, ול-228 מיליון בסוף 1987. לשיאה הגיעה היתרה באמצע 1988, 309 מיליוני דולרים (15 אחוזים מן האשראי המוכוון) — לפני שירדה, במחצית השנייה, במקביל לירידת רכיביו האחרים של האשראי במטבע חוץ.

עליית סך האשראי הבנקאי לזמן קצר וירידת משקל האשראי הדולרי, בשל גורמי היצע ובשל הסטת ביקושים לאשראי בשקלים, משתקפים בגידול ריאלי ניכר של האשראי החופשי במטבע ישראלי — חח"ר, משיכות יתר ואשראי לזמן קצוב (לוחות ח'–10 וח'–נ'–8).

7. האשראי לטווח בינוני וארוך

זרם האשראי הכולל (נטו) לטווח ארוך ובינוני — ובתוכו גם הנפקות של איגרות חוב פרטיות ואשראי חופשי צמוד — נשאר ללא שינוי, במונחים ריאליים, לאחר עלייה מהירה בשנים 1986 ו-1987. זוהי תוצאה מהצטמצמות הביקוש להשקעות בנכסים קבועים, לאחר עלייתו המהירה ב-1987, ואולי גם מהרעת המוניטין הפיננסי של פירמות ומוסדות רבים, שהביאה להקטנת היצע ההלוואות לזמן ארוך לגופים אלה.

אומדנים ליתרות ולזרמי האשראי לטווח בינוני וארוך¹

השינוי הריאלי						
1988	1987	1986	1988	1987	1986	1985
(א ח ו ז י ם)			(מיליארדי ש"ח)			
1. זרמי אשראי, ברוטו ²						
-2	26	27	10.5	9.2	6.1	3.2
מזה: הנפקת איגרות חוב פרטיות ³						
12	42	39	0.6	0.5	0.3	0.1
2. זרמי אשראי, נטו						
0	37	56	4.4	3.8	2.3	1.0
3. יתרת האשראי						
5.7	13.0	5.0	36.3	29.5	22.4	17.9

(1) נתוני אשראי אלה כוללים, נוסף על האשראי כלוח ח'–11, גם את גיוס ההון דרך איגרות חוב פרטיות ואת אומדן האשראי החופשי הצמוד (אף הוא לזמן ארוך), המוצג בדרך כלל יחד עם האשראי לטווח קצר.

(2) האומדן לאשראי החופשי הצמוד ברוטו מחושב כדלקמן: האשראי נטו ועוד אומדן לפירעון, שהוא שליש מיתרת האשראי לפני שנתיים.

(3) הנפקת איגרות חוב פרטיות של גופים לא-פיננסיים.

ההנפקות של איגרות חוב והאשראי הבנקאי קיזזו חלקית את צמצום האשראי של המוסדות הפיננסיים (ללא הבנקים המסחריים; ראה לוח ח'–11).

זרם האשראי ברוטו למשקי בית גדל השנה בכ"4 אחוזים, בעיקר עקב גידול מהיר של הביקוש למשכנתאות. לעומת זאת, כצפוי בתקופה של האטה כלכלית וירידת ההשקעות, פחת זרם האשראי ברוטו לסקטור העסקי בכ"15 אחוזים ריאליים. זרם האשראי הכולל נטו ירד ריאליים בכ"8 אחוזים, וזאת

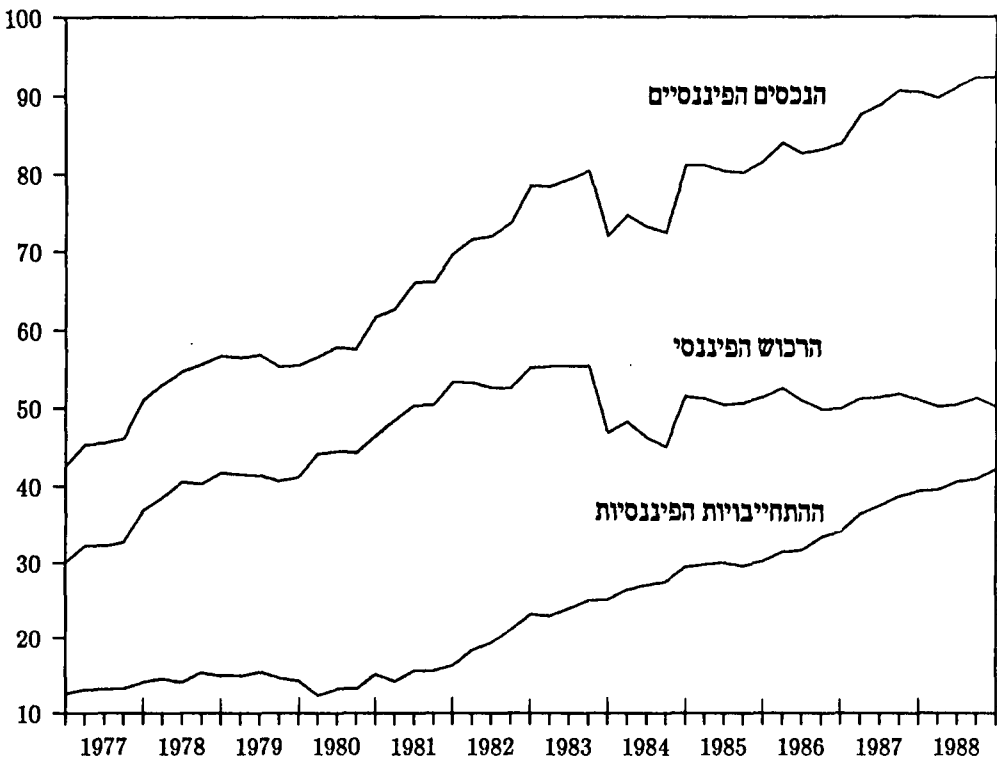
לוח ח' - 11

התפתחות האשראי לטווח בינוני ולטווח ארוך, 1984 עד 1988¹

השינוי הריאלי ²			1988						
1988	1987	1986	סך הכול			1987	1986	1985	1984
(אחוזים)			(מיליוני ש"ח)						
זרמי אשראי לזמן בינוני ולזמן ארוך									
-3.4	-2.4	14.3	3,468	3,374	6,842	6,099	5,194	3,084	713
ברוטו ³									
24.2	8.7	14.1	1,415	1,187	2,602	1,800	1,387	814	246
מזה: א. אשראי ברוטו למשקי בית									
-15.2	-6.5	15.3	1,998	2,126	4,125	4,190	3,715	2,202	453
ב. אשראי ברוטו לסקטור העסקי									
זרמי אשראי לזמן בינוני ולזמן ארוך									
-8.1	-15.0	22.1	517	1,209	1,727	1,635	1,600	889	272
בניכוי פירעונות									
יתרת האשראי לזמן בינוני ולזמן ארוך ⁴									
-0.0	6.5	1.3	28,216	26,477	27,346	23,572	18,494	11,710	2,644
(יתרה ממוצעת)									
יתרת האשראי לזמן בינוני ולזמן ארוך									
-0.1	5.9	1.8	29,629	27,692	29,629	25,464	20,715	17,014	5,888
(סוף תקופה)									

- (1) ראה לוח בגוף הטקסט בסעיף 7, המציג נתונים מתוקנים לאשראי לטווח ארוך עקב שינויים מוסדיים.
 (2) מנוכה במרד המחירים לצרכן. שורות (1) ו-(2) הן על בסיס מרד ממוצע חצי-שנתי ושורות (3) ו-(4) — על בסיס המרד בסוף התקופה.
 (3) כולל אשראי שניתן לציבור באמצעות מוסדות לאומיים, אך לא ניתן לסווגו לפי פירוט ענפי. (ראה לוח ב'-10).
 (4) יתרת אשראי רשומה, ללא ניכוי הסובסידיה הגלומה בה.
 המקור: עיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

דיאגרמה ח' - 5
הנכסים, ההתחייבויות והרכוש הפיננסי, 1977 עד 1988
(מיליארדי שקלים חדשים, מחירי דצמבר 1986)



בעיקר במחצית השנייה. הציפיות לפיחות בסוף השנה הביאו לצמצום ניכר של נטילת הלוואות חדשות במטבע חוץ, ורכיב זה בסך זרמי האשראי נטו גדול יותר מאשר באשראי ברוטו.

8. רכוש הציבור

רכוש הציבור מתחלק לרכוש פיסי ולרכוש פיננסי. הרכוש הפיננסי מחושב כהפרש בין הנכסים הפיננסיים להתחייבויות. הרכב תיק זה נקבע על פי שיקולים של נזילות, מבנה עתי, סוגי הצמדה ושיקולי סיכונות שואה נוספים. הציבור יכול להחזיק ברכוש פיננסי זה כלפי הממשלה (חוב פנימי) או, לחלופין, כלפי חו"ל¹⁰.

הנכסים הפיננסיים עלו השנה ריאליית בכ"2 אחוזים. במקביל עלו ההתחייבויות בכ"7 אחוזים, כך שסך הרכוש הפיננסי ירד (דיאגרמה ח'-5).¹¹ גם הרכוש הפיסי ירד השנה במונחים ריאליים, כך ששירדתו של סך הרכוש הסתכמה בכ"3 אחוזים (לוח ח'-12 ודיאגרמה ח'-6). היחס בין הרכוש הפיננסי לרכוש הפיסי

¹⁰ נכסים פיננסיים של פרטים כלפי פרטים אחרים במשק מתקזזים אלה מול אלה.

¹¹ יש להתייחס לגודל זה בזהירות. סעיף הטעויות וההשמטות במאזן התשלומים של הסקטור הפרטי (פרק ז') גדל בכמיליארד ש"ח במחצית השנייה של 1988, דבר שיכול להעיד על צבירת נכסים במטבע חוץ שאינם נכללים בהגדרת הרכוש כאן.

לוח ח' - 12
אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-שינסי¹, 1981 עד 1988
(נתוני סוף תקופה, מחירים שוטפים)

השינוי הריאלי ²										
1988			ממוצע		ממוצע		1988		1986	
			1986		1981					
מחצית	מחצית	כל	עד	עד	עד	עד	מחצית	מחצית	1987	1986
ב	א	השנה	1987	1986	1988	1985	ב	א		
מיליארדי ש"ח										
1.4	0.7	2.2	7.7	2.8	4.2	5.8	125.1	115.0	105.1	84.0
7.0	1.5	8.6	18.4	3.5	10.0	1.7	28.3	24.7	22.4	16.3
-61.2	-18.8	-68.5	13.0	-3.5	-30.0	-1.8	2.7	6.5	7.4	5.6
4.6	2.4	7.2	4.5	3.3	5.0	8.1	94.1	83.8	75.4	62.2
4.0	3.3	7.4	15.6	12.5	11.8	14.8	57.2	51.3	45.8	34.1
9.0	7.2	16.8	29.8	25.6	24.0	4.9	27.5	23.6	20.2	13.4
-0.2	0.1	-0.1	6.4	5.3	3.8	23.7	29.7	27.8	25.5	20.7
-0.6	-1.2	-1.8	2.4	-2.9	-0.8	2.0	67.9	63.7	59.4	49.9
-0.2	-3.2	-3.4	2.2	1.7	0.1	2.2	142.6	133.2	126.8	106.9
1.1	1.1	2.2	2.8	2.4	2.5	3.5				
-0.3	-2.6	-2.9	2.2	0.2	-0.2	2.1	210.4	196.8	186.2	156.8
0.6	0.4	0.9	2.6	0.7	1.4	3.0				

1) הסקטור הפרטי הלא-שינסי כולל את משקי הבית ואת הפירמות הלא-שינסיות, ואומדן רכושן 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 כאן את הבנקים המסחריים, האגודות השיתופיות לחיסכון ולאשראי, הבנקים למשכנתאות, הבנקים להשקעות, מוסדות כספיים 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 כספיים שאינם חייבים בדיווח, וממילא הם מופיעים כחלק מהסקטור הפרטי הלא-שינסי. בשל הדרך שהוגדרה בה כאן מערכת התיווך הפיננסי, קיים פער בין הנתונים בלוח זה לבין הנתונים המופיעים בלוחות האחרים בפרק, המתארים את הנכסים וההתחייבויות של הציבור. פירוט רחב יותר של הסעיפים השונים — ראה בלוח ח'-ג'¹¹.

2) מנוכה במדד המחירים לצרכן, אם לא צוין אחרת.

3) הנכסים הפיסיים כוללים מלאי מוצרים בני-קיימא, בניינים למגורים, בניינים, מלאי מוצרים, חומרי גלם וציוד שבידי פירמות. סעיף זה כולל גם מילווה טובה.
ה מקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

דיאגרמה ח' - 6
הרכוש של הציבור, 1977 עד 1988
 (מיליארדי שקלים חדשים, מחירי דצמבר 1986)



רמה ליחס זה אשתקד. משבר מניות הבנקים, בסוף 1983, שחק מאוד את הרכוש הפיננסי יחסית לפיסי: לפני המשבר היווה הרכוש הפיננסי כ־53 אחוזים מהרכוש הפיסי, ואילו אחריו ירד חלקו לכ־41 אחוזים. האינפלציה הגוברת ב־1984 ובתחילת 1985 לא איפשרה ליחס זה להתאושש¹², והוא עלה רק לאחר ביצוע התכנית הכלכלית באותה שנה. עלייתו היתה מיידית; הוא נשאר יציב סביב 47 אחוזים, אך לא חזר לרמה שקדמה למשבר המניות.

א. הנכסים הפיננסיים והתחייבויות

התפתחות הנכסים והתחייבויות הושפעה השנה בעיקר מפרדון מניות הבנקים ומציפיות לפיחות. בסוף אוקטובר 1988 הגיעו לפרדון מניות הבנקים שבהסדר בסכום של כ־5.6 מיליארדי ש"ח, וכ־40 אחוזים מסכום זה הושקעו בתכנית ההמשך. (ראה סעיף רכיבי שוק ההון). היתר נשאר בנכסים כספיים, והופנה בעיקר לקופות גמל ולתכניות חיסכון. מחמת הציפיות לפיחות, עלה הביקוש לאיגרות חוב הצמודות למדד או למטבע חוז, ולכן תשואתן הריאלית היתה נמוכה (ואף שלילית). לעומתן תכניות

¹² נכסים הצמודים למדד המחירים לצרכן, צמודים למדד האחרון שהתפרסם, המייצג את רמת המחירים הממוצעת של החודש הקודם. לכן ערכו של הנכס הצמוד למדד בסוף החודש אינו כולל את עליית המחירים של החודש ומחצית החודש האחרון.

החיסכון וקופות הגמל, שאינן סחירות, המשיכו להציע תשואות גבוהות, ומכאן שהפרמיה על הנזילות גדלה מאוד בתקופה זו. הכניסה המוגברת יחסית לתכניות חיסכון מוסכרת גם בשיעור הנמוך של קנס השבירה בתכניות הצמודות למטבע חוץ (שעורר אנשים להפקיד בהן ולשבור אותן מיד לאחר הפיחות). מעבר חלקי זה מהמניות הבנקאיות לנכסים פחות נזילים צמצם את נזילות תיק הנכסים של הציבור. (אחוז הנכסים הנזילים למעט מניות פיננסיות נשאר ללא שינוי.)

מאז הקפאת שער החליפין קיימת מגמה של ירידת רכיב מטבע החוץ ברכוש הפיננסי — משום שהתשואה הצפויה של נכסים שקליים, בין צמודים ובין אם לאו, גבוהה יותר. סביר להניח, שפרדיון מניות הבנקים, שהן נכס צמוד למטבע חוץ, היה אמור לחזק מגמה זו. אולם ציפיות לפיחות, שהתעוררו בתחילת 1988, והתעצמו לקראת סופה, הביאו להאטה — זמנית, ככל הנראה — של תהליך זה. משקלו של הרכוש במטבע חוץ בסך הרכוש הפיננסי ירד אפוא השנה בנקודת אחוז אחת לעומת כ־4 נקודות אחוז אשתקד.

ביטול הפת"ם-ע"ש, בתכנית הייצוב, שמט כלי מרכזי להשגת רווחי פיחות קלים, דרך רכישת נכסי מטבע חוץ לזמן קצר ביותר ומימושם תוך קבלת מלוא הפיחות. איגרות החוב הצמודות לדולר מהוות

לוח ח' - 13

הרכוש הנקי שבידי הציבור במטבע חוץ וחלקו ברכוש הפיננסי הנקי, 1982 עד 1988

משקלו של הרכוש הנקי במטבע חוץ	סך כל הנכסים	סך כל ההתחייבויות במטבע חוץ ²	הרכוש הנקי במטבע חוץ	הפיננסי הנקי
(1)	(2)	(3) = (1) - (2)	(4)	
(מיליוני דולרים)	(מיליוני דולרים)			(אחוזים)
31/12/82	9,041	6,500	2,541	8.4
30/09/83	10,131	6,888	3,243	10.8
31/12/83	12,639	7,015	5,624	24.0
31/12/84	14,867	7,281	7,585	32.0
30/06/85	16,592	7,331	9,261	40.3
31/12/85	16,432	8,021	8,412	29.4
31/12/86	17,596	8,938	8,658	25.8
31/12/87	18,066	9,717	8,348	21.6
31/03/88	17,680	9,809	7,871	20.2
30/06/88	17,296	9,630	7,666	19.5
30/09/88	17,270	9,401	7,869	19.5
31/12/88	15,895	8,479	7,416	19.7

(1) הנכסים במטבע חוץ כוללים: פיקדונות 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 שבמטבע חוץ.

(2) ההתחייבויות במטבע חוץ כוללות: אשראי מוכון וחופשי במטבע חוץ (למעט דלק), אשראי ספקים וישייר מחו"ל (למעט דלק) ואשראי מתוך פיקדונות למתן הלוואות במטבע חוץ בבנקים מסחריים ובבנקים למשכנתאות ולהשקעות.

המקור: מחלקת המחקר בבנק ישראל.

לוח ח' - 14 (המשך)
הנכסים הכספיים שבידי הציבור, 1987 ו-1988

השינוי הריאלי במשך התקופה (אחוזים)			מדר היתרה הריאלית הממוצעת בשנת 1988 (1987 = 100)				
1988							
מחצית ב	מחצית א	כל השנה	1987	מחצית ב	מחצית א	כל השנה	
-18.4	4.9	-14.4	30.8	107	109	108	א. סך הנכסים הלא-הצמודים לזמן קצר
-3.5	-0.9	-4.4	30.1	118	111	114	1. אמצעי תשלום
-2.0	5.3	3.2	21.5	120	114	117	מזה: מזומנים
-23.9	7.3	-18.4	31.0	103	109	106	2. פז"ק, פח"ק (תפ"ס) ומק"ם
18.1	-1.1	16.9	6.6	103	100	102	ב. פת"ם ואיגרות חוב סחירות
32.0	-7.2	22.5	-12.3	94	89	92	1. פת"ם
31.2	-3.4	26.7	1.1	105	97	101	מזה: פת"ח של תושבים מקומיים
5.8	5.2	11.3	36.1	114	112	113	2. איגרות חוב בידי הציבור ²
-0.6	1.9	1.3	17.4	105	104	105	ג. סך הנכסים לזמן קצר בצירוף אג"ח סחירות
-63.9	-7.6	-66.7	13.8	68	100	84	(א) + (ב)
-13.8	-0.2	-14.0	16.6	97	103	100	ד. מניות הבנקים
4.7	-27.0	-23.5	11.2	65	71	68	ה. סך הנכסים לזמן קצר בצירוף אג"ח סחירות
6.6	-9.8	-3.8	1.8	86	92	89	ומניות הבנקים (ג) + (ד)
8.9	3.4	12.6	1.4	103	98	101	ו. מניות לא-בנקאיות
3.4	3.3	6.9	8.3	110	105	107	ז. פיקדונות פיצויים
-0.2	-0.4	-0.6	8.9	100	100	100	ח. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים
4.7	-27.0	-23.5	11.2	65	71	68	ט. קופות גמל וביטוח חיים
-4.5	-7.9	-12.0	-9.1	80	87	84	י. סך כל הנכסים הכספיים
4.5	4.9	9.6	14.9	114	108	111	מזה: מניות לא-בנקאיות
							נכסים כמטבע חוץ ³
							נכסים צמודים למדר

- (1) א. "ציבור" כלוח זה אינו כולל ממשלה, בנק ישראל ובנקים מסחריים. בהעדר נתונים, לא תוקן סקטור חוץ לארץ, דהיינו: לא נוכו נכסים כספיים בידי זרים, מחר גיסא, ולא נוספו נכסים כספיים זרים, שהוחזקו בידי תושבים מקומיים, מאידך גיסא.
- ב. המדידה כלוח לוקה בכפילות מסוימת, משום שכנכסים כספיים נמדדו הן התחייבויות שהנפיקו מוסדות כספיים לציבור והן נכסים כספיים שהחזיקו מוסדות אלה.
- (2) סך כל איגרות החוב הסחירות, בניכוי איגרות חוב בתיק בנק ישראל, הבנקים וקופות הגמל.
- (3) מניות הבנקים שבהסדר, שנפרו באוקטובר 1988, חושבו כנכס כמטבע חוץ. גם למניות הבנקים שבהסדר שהומרו לתוכניות חיסכון ושייפרו באוקטובר 1989, ולתוכניות חיסכון אחרות כהן יש ברירת הצמדה למטבע חוץ או למדרד התייחסו כאל נכס הצמוד למטבע חוץ.
- ה מקור: בנק ישראל.

אמנם נכס נזיל, אך בהיותן סחירות, בניגוד לפת"ס"עו"ש, מבטא מחירן ציפיות כבר בהתהוותן, ומכירת האגרות לאחר הפיחות אינה מבטיחה רווח הון מלא. זאת, כנראה, הסיבה העיקרית לירידתו המתונה בלבד של רכיב מטבע החוץ ברכוש הפיננסי (לוח ח'-13)¹³.

מיצרף הנכסים הלא-צמודים, M2, התרחב במהירות מאז תכנית הייצוב עד אמצע 1987. מאז ועד אמצע 1988 הוא גידולו, ולקראת סוף השנה, עם התעצמות הציפיות לפיחות, ירדו נכסים אלה בכ"18 אחוזים, ריאלי. עיקר הירידה חלה בנכסים הנושאים ריבית נומינלית, מאחר שלגבי אמצעי התשלום, מניע העסקאות חשוב יותר משיקולי תיק נכסים. בסוף 1988 ירד משקל הנכסים הלא-צמודים בסך כל הנכסים ל"9.5 אחוזים (לוח ח'-14), וכל רכיבי M2, להוציא המזומנים, התפתחו באופן דומה. במקביל לירידת הנכסים הלא-צמודים במחצית השנייה של 1988 עלה הפת"ם — בעיקר של יצואנים ושל בעלי פטור אחרים. באגרות חוב נרשמה עלייה במשך כל השנה, אך קצבה גבר במחצית השנייה, שניונים ריאליים גדולים אלה קיזזו זה את זה, כך ששיעור גידולו הריאלי של M4 בסך הכול היה 2.4 אחוזים בלבד.

בהתחייבויות בלט השנה המעבר מהתחייבויות לזמן ארוך להתחייבויות לזמן קצר (לוח ח'-16). תופעה זו, המאפיינת את כל התקופה שמאז תכנית הייצוב, ניתן להסבירה בהצטברות תשלומי ריבית שטרם בוצעו עד סוף השנה, הנרשמים במאזנים כחוב לזמן קצר; ברמת הריביות הגבוהה, ששררה עדיין ב"1988, ייתכן שיש לגודל זה משמעות רבה. הסבר זה מקבל חיזוק מן העובדה שב"1987, שבה הריבית היתה גבוהה יותר מאשר השנה, עלתה יתרת הלוואות לזמן קצר בשיעור גדול יותר. שנית, בתקופה של קשיים בהחזר חובות, הופכות לפעמים חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך (הלוואות לזמן ארוך שמועד פירעונן עד שנה) שלא נפרעו, לחוב לזמן קצר.

ב. החוב הפנימי

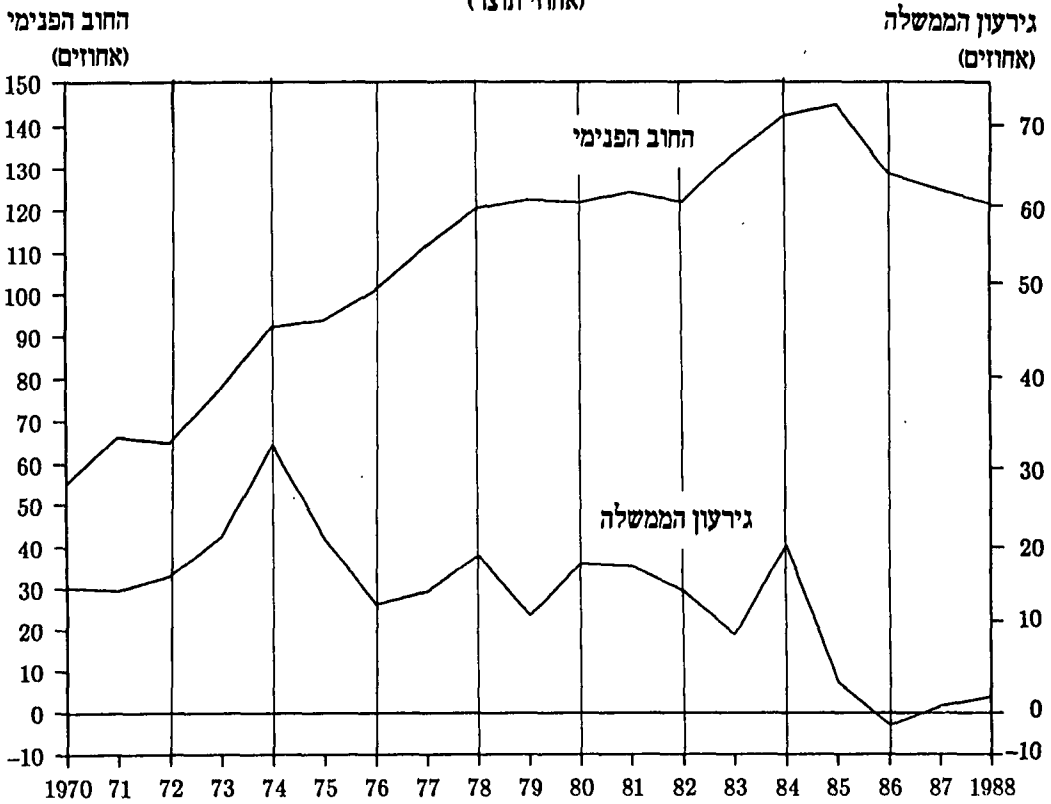
החוב הפנימי (ביחס לתוצר) גדל במהירות בשנות השבעים, כפי שמראה האומדן¹⁴, המוצג בדיאגרמה ח'-7. באותה תקופה נתנה הממשלה לציבור הלוואות רבות, רובן ככולן לא-צמודות, ואילו את גירעונותיה מימנה בעיקר בנכסים צמודים. עם התגברות האינפלציה נשחקו הלוואות אלו, בעוד שהתחייבויותיה שמרו על ערכן הריאלי. חלק ניכר של שחיקה זו התבטא בגירעונות הממשלה רק בפיגור של כמה שנים. כשהצטמצם ערכו הריאלי של מלאי הלוואות הלא-צמוד, התייצב החוב בסוף שנות השבעים על רמה של כ"123 אחוזי תוצר. הסדר מניות הבנקים ב"1983 הגדיל אותו בבת אחת בכ"11.5 אחוזי תוצר. בחודשים הראשונים להסדר נפלו מחירי מניות הבנקים — בשל איודאות בדבר יכולתה של הממשלה לעמוד בפדיון (דיאגרמה ח'-6 ברוח בנק ישראל לשנת 1984) — אך המחירים תוקנו במהרה¹⁵. החוב התייצב במהלך 1985, לפני התכנית, וזאת בעיקר בגלל השחיקה האינפלציונית של אגרות החוב הצמודות ותכניות החיסכון, שהגיעו לפדיון באותה עת. לאחר ביצוע התכנית חל מפנה, והחוב ירד במהירות מכ"145 אחוזי תוצר בסוף 1985 לכ"125 אחוזים בסוף 1987, בעיקר עקב קיצוץ הגירעון והצמיחה המואצת של התוצר.

¹³ ראה הערה 11.

¹⁴ החוב הפנימי מחושב כאן כהפרש בין הרכוש הפיננסי ובין התביעות נטו של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי כלפי חו"ל. על פי ההגדרה כאן, לא נכלל בסיס הכסף בחוב — ונכללת בו יתרת החוב שהממשלה נטלה על עצמה בגין הסדר מניות הבנקים באוקטובר 1983 ובהסדרי המשך. נציין, כי המדובר בחוב נטו, דהיינו בניכוי הלוואות הממשלה לציבור.

¹⁵ ערך המניות בהסדר חושב כאן על פי ערך שוק. זוהי מדידה טובה, כי היא מביאה בחשבון סבירויות שונות שציבור המשקיעים ראה לפניו בתקופות שונות — קיום ההסדר במלואו, קיומו החלקי או אי-קיומו. בשנים אחרי המשבר שמרו מניות הבנקים על פרמיית סיכון יציבה מול אגרות חוב דולריות דומות (דיאגרמה ט'-1 ברוח בנק ישראל לשנת 1986).

דיאגרמה ח' - 7
החוב הפנימי וגירעון הממשלה
(אחוזי תוצר)



ב־1988 ירד החוב הפנימי ירידה נוספת, כ־4 אחוזי תוצר. ייתכן כי זוהי ירידה ארעית, מאחר שבמקביל לה ירדו יתרות מטבע החוץ של הממשלה — התפתחות שמשמעותה החלפה זמנית של חוב פנימי בחוב חיצוני ממשלתי ערב הפיחות¹⁶.

9. רכיבי שוק ההון

שוקי המניות ואיגרות החוב הפרטיות בישראל מצומצמים. מספר החברות, שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה, אינו כולל חברות הסתדרותיות וממשלתיות, המהוות נתח גדול מהסקטור העסקי במשק. הרפורמה בשוק ההון נועדה לפתח שווקים אלה. (ראה ברוחות קודמים של בנק ישראל.) עם הורדת האינפלציה והקטנת הגירעון בתקציב הממשלה, עקב ביצוע התכנית הכלכלית של 1985, נוצרו תנאים נוחים לרפורמה. במהלך 1987 הופחתה חובת ההשקעה בניירות ערך ממשלתיים מכספי תכניות חיסכון וקופות גמל, וזאת במטרה לשחרר מקורות להשקעה בסקטור הפרטי. כדי להקטין את כוח השוק

¹⁶ עם התעצמות הציפיות לפיחות, רכש הציבור מטבע חוץ מבנק ישראל, ומימן זאת במכירת נכסים כספיים מקומיים.

של מערכת הבנקאות יחסית לזה של הסקטור הלא־פיננסי — כך שהמקורות המשתחררים יורמו גם ישירות לסקטור זה — הוגבלו הבנקים המסחריים בהנפקת איגרות חוב למכסה של 250 מיליוני ש"ח ב־1987, ו־100 מיליון ב־1988. התרחבות ההנפקות בניירות ערך פרטיים, שהסתמנה ב־1987, נבלמה השנה, בעקבות האטת הפעילות הכלכלית ומחזורי הציפיות לפיחות. ערך ההנפקות כמעט הוכפל בשנת 1987 לעומת קודמתה, בעוד שב־1988 היתה ירידה של כ־12 אחוזים.

בסוף שנת 1988 התקבל תיקון מספר 9 לחוק ניירות הערך. במסגרתו הודקו הפיקוח והבקרה של הרשות לניירות ערך, תוך דרישה ל"גילוי נאות" בהנפקות של חברות. בין היתר, הודק הפיקוח של הרשות לניירות ערך על הבורסה, וניתנה אפשרות למחזיק מניות בודד לתבוע את החברה בשם ציבור המחזיקים כולו על נזקים שנגרמו לו כתוצאה מגילוי לא־נאות. השנה לא ננקטו צעדים פורמליים נוספים, מלבד הקטנת חובת ההשקעה על תכניות חיסכון צמודות לדולר (מ־85 אחוזים ב־1987 ל־75 אחוזים) ושחרור 10 אחוזים מחובה זו להשקעה באיגרות חוב דולריות פרטיות.

בינואר 1989 הצהירה הממשלה על צעדים מתוכננים נוספים:

– הוצע להנפיק איגרות חוב צמודות למרד לשש שנים, שבהן תיבצר ההצמדה רק החל מהשנה השנייה; בשנה הראשונה יישאו האיגרות ריבית נומינלית בלבד, וזאת כדי לצמצם את מנגנוני ההצמדה במשק.

– הוצע להמשיך בהקטנת חובת ההשקעה בנכסים ממשלתיים של קופות הגמל, תכניות החיסכון וביטוח החיים, במטרה להגדיל מקורות השקעה לסקטור הפרטי באופן שישוחררו לפחות מיליארד ש"ח. בתחילת פברואר 1989 הוקטנה חובת ההשקעה על קופות גמל (ללא פנסיה) באחוז אחד, ל־77 אחוזים, פעולה ששחררה כ־300 מיליוני ש"ח.

– כבר ב־1987 ויתר משרד האוצר על מעורבותו באישורים ספציפיים להנפקת איגרות חוב של המגזר הפרטי — אך עדיין נדרש אישור של ועדת הכספים לפטור חלקי ממס. כדי להקל על גיוס ההון הוצע, כי האישור יחול באופן אוטומטי, ללא צורך באישור פרטני של ועדת הכספים.

א. שוק המניות

(1) המניות הלא־בנקאיות

עד כמה ששוק קטן־ממדים כשוק ההון הישראלי מבטא התפתחויות כלכליות, שיקף שוק המניות כבר באמצע 1987 את האטת הפעילות הכלכלית, שבאה בהמשך. התשואה הריאלית הכוללת של המניות ירדה מיוני 1987 עד סוף אותה שנה בכ־30 אחוזים. משנתברר, כי הציפיות לפיחות, ששררו בתחילת 1988, לא יתממשו בזמן הקרוב, העריך הציבור, כי רווחי הפירמות ייפגעו. כתוצאה מכך ירדו שערי המניות ירידה נוספת בתחילת השנה (לוח ח'–15 ודיאגרמה ח'–8). פדיון מניות הבנקים לא הביא לתפנית במגמה זו, והתפנית חלה רק בתחילת 1989. ברביע הראשון עלה מרד מחירי המניות ב־41 אחוזים; לאחר הפיחות, בתחילת ינואר 1989, חזרו למשק כספים רבים, שחייבו התאמה של תיק הנכסים. ההשקעה בניירות ערך צמודים למטבע חוץ (כולל מניות בהסדר) הוערכה כלא־כדאית, מפני הסבירות הנמוכה של פיחות נוסף בעתיד הקרוב, ובנכסים השקליים הלא־צמודים (כולל מק"ם) ירדה הריבית הריאלית מאוד. מחירי איגרות החוב הממשלתיות עלו כבר בסוף 1988 — בתגובה לציפיות לפיחות — בהיותן כלי המגן, לפחות חלקית, מפני פיחות. (התשואה הריאלית לפדיון נמוכה מאוד ולעיתים שלילית.) השינוי בתשואות היחסיות הצפויות הגדיל אפוא את הביקוש למניות, והעלה מאוד את מחירן — וזאת על רקע האווירה האופטימית, שנוצרה בעקבות הצעדים הכלכליים.

תגודות השערים ב־1988 המשיכו להיות גבוהות יותר מאשר ב־1986, אם כי פחתו לעומת 1987 — שבה היתה התגודתיות גבוהה במיוחד, בין השאר, בגלל משבר המניות העולמי (דיאגרמה ח'–9). את סטיית התקן הגבוהה־יחסית ב־1988 ניתן לייחס למשברים הפיננסיים שפקדו חברות רבות, ולאירועים בשטחים. השפל בשוק המניות התבטא היטב בירידת מהירות המחזור השנתית למחצית מזו של 1987.

לוח ח' - 15

אינדיקטורים עיקריים לשוק המניות, 1986 עד 1988

1988					
מחצית ב	מחצית א	כל השנה	1987	1986	
61	97	158	418	147	1. היקף ההנפקות' משקלות (אחוזים):
0	0	0	4	0	מניות בנקים מסחריים
100	100	100	96	100	מניות אחרות
9,133	19,192	9,133	21,692	19,658	2. ערך שוק בסוף השנה' משקלות (אחוזים):
32	69	32	60	62	מניות בנקים מסחריים
68	31	68	40	38	מניות אחרות
1,851	2,231	4,082	9,173	5,411	3. היקף המסחר בבורסה ומחוצה לה' משקלות (אחוזים):
48	36	41	29	27	מניות בנקים מסחריים
52	64	59	71	73	מניות אחרות
0.23	0.22	0.23	0.40	0.28	4. מהירות המחזור השנתית ²
0.19	0.13	0.16	0.20	0.11	מניות בנקים מסחריים
0.31	0.40	0.36	0.65	0.59	מניות אחרות
-2.7	-11.8	-14.2	5.3	4.0	5. תשואה ריאלית כוללת ³
-4.9	2.4	-2.6	5.1	-8.8	מניות בנקים מסחריים
2.3	-32.8	-31.3	6.4	35.9	מניות אחרות

(1) במיליוני ש"ח: המחירים קבועים במונחי דצמבר 1988. ניכוי ההנפקות והיקף המסחר נעשה על בסיס חודשי.

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

(3) לפי מדד המחירים לצרכן לסוף החודש.

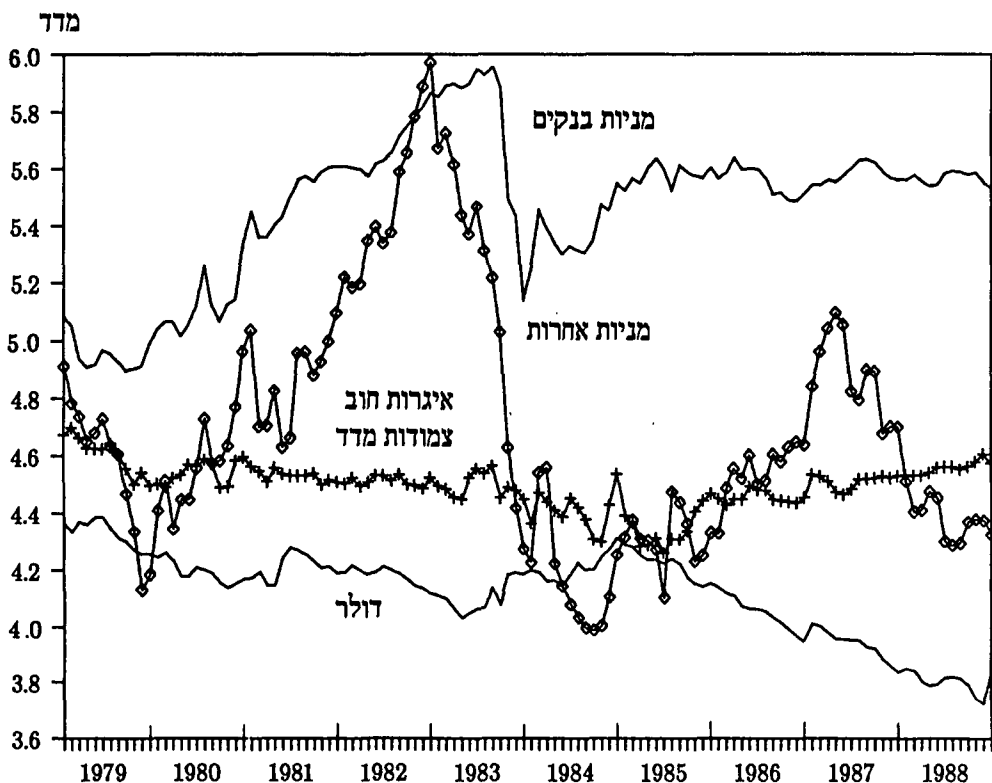
ה מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; המחלקה המוניטרית ועיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לאחר הגידול המהיר בהנפקות חדשות של מניות ב־1987, הואט היקף ההנפקות בהדרגה במהלך 1988. רוב ההנפקות בוצעו ברביע הראשון, כלומר תוכננו עוד ב־1987. למעט הסקטור הפיננסי, שהגדיל את הנפקותיו, ניכרה ירידה בכל הענפים, ובעיקר בתעשייה (מ־142 מיליוני ש"ח ב־1987 ל־38 מיליון ב־1988, במחירים שוטפים). בסך הכול הונפקו מניות בסך 147 מיליוני ש"ח, לעומת 339 מיליון בשנה הקודמת (ירידה ריאלית של כ־63 אחוזים).

דיאגרמה ח' - 8

מדד שיעור התשואה הריאלי הכולל המצטבר לנכסים כספיים, 1979 עד 1988

(כיוול חצי לוגריתמי, הבסיס: דצמבר 1975 = 100)



(2) מניות הבנקים שבהסדר

מניות הבנקים שבהסדר, בסך כ-5.6 מיליארד ש"ח¹⁷, הגיעו לפדיון ב-31 באוקטובר 1988. כדי להבטיח מראש מיחזור מספיק של הכספים המשתחררים, נקט משרד האוצר מספר צעדים: - לציבור הוצע "הסדר המשך", שלפיו המחזיק במניות יקבל באוקטובר 1991 הצמדה מלאה למדד המחירים לצרכן - או, לחלופין, לדולר בתוספת ריבית שנתית בת 6.5 אחוזים. (כך יהיו המניות למעשה איגרות חוב דולריות עם רצפה מדרית).

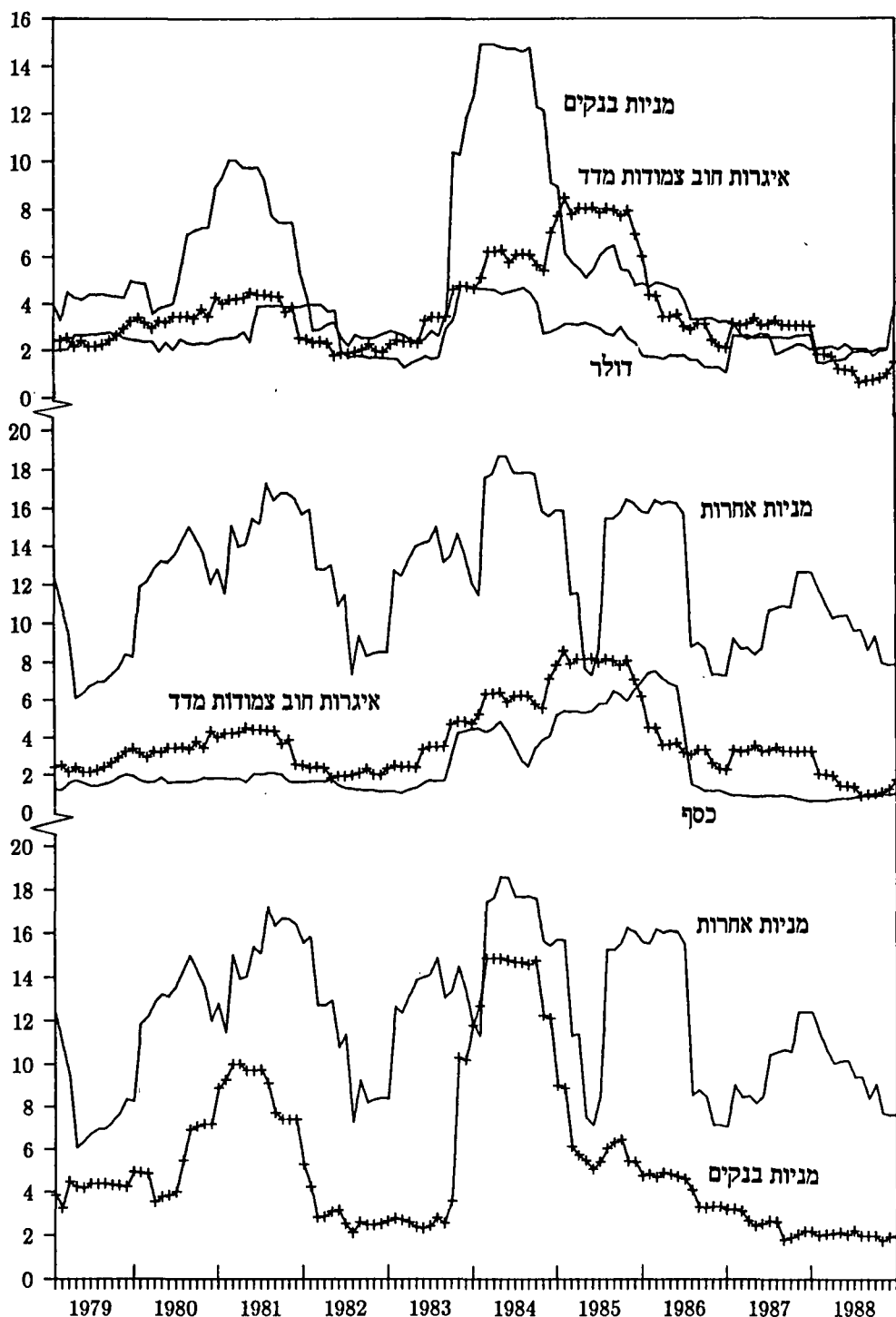
- משרד האוצר הציע לראשונה איגרות חוב למסירה עתידית. זהו חוזה בין הממשלה לבין צד שני, שבו מתחייבת הממשלה לספק איגרות חוב בתנאים קבועים מראש ב-31 באוקטובר 1988, ואילו הצד השני מתחייב מראש על המחיר שהוא ישלם עבורן בתאריך זה. המכרזים נערכו החל מחודש אוגוסט השנה. תחילה הונפקו איגרות חוב ל-17 שנה, שיוערו בעיקר לקופות גמל, ומאוחר יותר נמכרו איגרות חוב ל-12 ול-6 שנים, תוך ירידת תשואות - בין היתר, בגלל ביקוש הולך וגובר להן.

- במשך החודשים שקדמו לפדיון גייסה הממשלה הון מעבר לצרכיה השוטפים (לוח ח'-נ'-13).

¹⁷ סכום זה כולל החזקת מניות בסך 1.8 מיליארדי ש"ח בידי הבנקים המסחריים עצמם ("נוסטרו"), כ-800 מיליון בידי קופות גמל, כ-570 מיליון בידי קרנות הנאמנות וכ-2.4 מיליארד בידי הציבור האחר, כלומר כ-3.8 מיליארד בידי הסקטור הפרטי הלא-פיננסי.

דיאגרמה ח' - 9
סטיות תקן בתשואה החודשית הריאלית של נכסים כספיים ב-12 החודשים האחרונים,
1979 עד 1988

אחוזים



לוח ח' - 16
אינדקס עיקריים לשוק איגרות החוב, 1986 עד 1988

1988				
מחצית ב	מחצית א	כל השנה	1987	1986
1. ערך שוק איגרות החוב הרשומות בבורסה ¹				
26,058	21,310	26,058	18,601	12,736
(סוף תקופה)				
34	31	34	36	39
מזה: בידי הציבור (אחוזים)				
22	22	22	23	22
בידי בנקים מסחריים (אחוזים)				
40	44	40	38	33
בידי קופות גמל (אחוזים)				
1,694	1,201	2,895	2,670	2,101
2. היקף המסחר באיגרות חוב בבורסה ¹				
1.93	9.63	1.93	5.77	0.00
א. חלקו של בנק ישראל במסחר (אחוזים) ²				
2,078	2,206	4,284	4,254	1,452
3. גיוס הון באמצעות איגרות חוב סחירות ¹				
0.14	0.12	0.13	0.19	0.18
4. מהירות המחזור השנתית ³				
5. תשואה ריאלית כוללת:				
1.4	3.2	4.6	7.9	-1.3
איגרות חוב צמודות מדר				
-1.5	5.1	3.5	1.1	-21.5
איגרות חוב צמודות מט"ח				

- (1) במיליוני ש"ח: המחירים קבועים במנחי דצמבר 1988. שאר איגרות החוב מוחזקות בידי בנק ישראל (ראה לוח ח'-נ'-11).
(2) חלקו של בנק ישראל במסחר בבורסה חושב לפי היחס שבין הקניות והמכירות לבין היקף המסחר.
(3) היחס שבין נפח העסקאות בבורסה לבין ערך השוק נערך בחישוב על בסיס חודשי.
ה מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; יחידת המידע של שוק ההון במחלקה המוניטרית ועיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

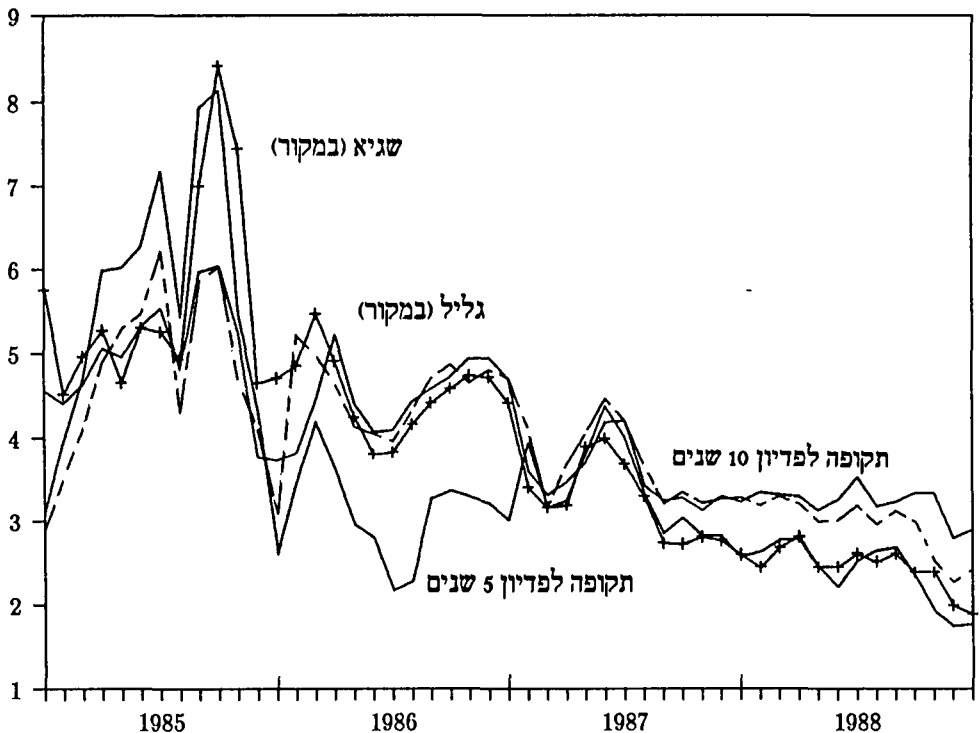
היקף ההצטרפות ל"הסדר ההמשך" הגיע ל-1.8 מיליארדי ש"ח; עוד כמיליארד ש"ח מוחזרו דרך עסקאות עתידיות, והיתר הושקע בתכניות חיסכון, בקופות גמל ובאיגרות חוב סחירות. לסיכום, למרות הפדיון הניכר, מוחזרו המניות תוך ירידת תשואות לפדיון לזמן ארוך — ומכאן שהביקוש לאיגרות חוב ממשלתיות עלה אף יותר מן ההיצע.

ב. שוק איגרות החוב

מלאי איגרות החוב הסחירות גדל ב-1988 לעומת 1987 בכ-40 אחוזים, והוכפל בהשוואה ל-1986 (לוח ח'-16). הרחבה מהירה זו התאפשרה על ידי פדיון נטו של איגרות חוב מיועדות (איגרות חוב בלתי סחירות בידי משקיעים מוסדיים) בהיקף של כ-3.5 מיליארדי ש"ח ופדיון מניות הבנקים. משקל איגרות החוב הסחירות בהנפקות ברוטו עלה מ-53 אחוזים אשתקד ל-63 אחוזים השנה (שינוי בולט לאחר 4 אחוזים בלבד ב-1984 ו-24 אחוזים ב-1985); זאת בהתאם לאחד מיעדיה של הרפורמה בשוק ההון — הגברת סחירותו של שוק איגרות החוב.

התשואה הריאלית של איגרות החוב הממשלתיות הלכה וירדה מאז אמצע 1985: מ-5.7 אחוזים באמצע 1985 היא הגיעה בסוף 1988 ל-2.4 אחוזים (לוח ח'-נ'-17 ודיאגרמה ח'-10). התפתחות זו מתיישבת עם הקטנת החוב הפנימי, המלווה בהצטמצמות פרמיית הסיכון על יכולת הפדיון שלו, וזאת ביחוד על רקע עליית ריביות כללית לאחר תכנית הייצוב.

דיאגרמה ח' - 10
 שיעורי תשואה ריאליים נטו ממוצעים לפדיון של איגרות חוב
 צמודות מדד במקור ובשוק המשני, 1985 עד 1988



השפל, שפקד השנה את המגזר העסקי של שוק ההון, לא פסח על השוק הראשוני של איגרות חוב פרטיות. סך כל ההנפקות הפרטיות הגיע השנה לכמיליארד ש"ח, סכום הגופל מזה של אשתקד בכ- 16 אחוזים, ריאליים. התמונה הסקטוריאלית מראה, כי הנפקות הסקטור הפיננסי ירדו ריאליים בכ-46 אחוזים; הנפקות החברות האחרות עלו ריאליים בכ-10 אחוזים, אך בניכוי ההנפקה הגדולה של חברת החשמל, שאינה חברה פרטית במלוא המובן, ירדו גם הן ירידה תלולה — כ-42 אחוזים, במונחים ריאליים.

למרות ירידת שיעורי הריבית, המשיך נטל הריבית להכביד השנה, במיוחד על פירמות שבהן יחס החוב להון העצמי הוא גבוה, דבר שתורם להגדלת הסיכון הפיננסי — ובמקביל גרמה הרווחיות הירודה בסקטור העסקי להגדלת הסיכון התפעולי. שני גורמים אלה הביאו להגדלת הפרמיה על שיעורי התשואה (נטו) באיגרות חוב פרטיות מול ממשלתיות. שיעורה של פרמיה זו מאפריל עד לסוף 1987 היה בסביבות 27 אחוזים משיעור התשואה נטו של איגרות חוב ממשלתיות, והיא כמעט הוכפלה ב-1988. התשואה לפדיון של איגרות החוב הפרטיות נשארה אפוא ללא שינוי, למרות ירידת התשואה של איגרות החוב הממשלתיות.

ג. קרנות הנאמנות

ירתת קרנות הנאמנות ירידה השנה ריאליים בכ-5 אחוזים לעומת אשתקד, והגיעה לכ-3.9 מיליארדי ש"ח. ב-1987 עלו הנכסים בכ-30 אחוזים ריאליים, עלייה שרובה ככולה במחצית הראשונה. ההאטה

הכלכלית — שהחלה כבר באמצע 1987, והתבטאה גם בשוק המניות — לא פסחה אפוא על קרנות הנאמנות, ששוק זה הוא עיקר מהותן. במקביל ירדה גם התשואה הריאלית הכוללת מכ־8.5 אחוזים ב־1987 (לוח ח'–17) והפכה שלילית, 4.1– אחוזים, השנה.

חלקן של המניות הבנקאיות שבהסדר, המוחזקות בקרנות נאמנות בסך כל השוק הזה גדל השנה משמעותית: חרף הפדיון של כ־60 אחוזים ממניות אלו, נשאר משקלן בנכסי הקרנות קבוע. הסבר אפשרי לתופעה זאת הוא, שחלופות ההשקעה בתכניות חיסכון ובקופות גמל, שעמדו בפני הציבור הפורה, אינן פתוחות בפני הקרנות, ולכן הן הצטרפו בהיקף רחב יותר לתכנית ההמשך.

בשוק המניות הלא־בנקאיות צמצמו הקרנות את החזקתן אף מעבר לירידה הכללית, וכך ירד חלקן של המניות שבירי הקרנות בסך השוק מ־12 אחוזים ב־1987 ל־9 אחוזים בסוף 1988.

לוח ח'–17
פעילות קרנות הנאמנות, 1986 עד 1988

1988				
מחצית ב	מחצית א	1987	1986	
3,895.8	3,236.1	3529.4	2,323.6	1. נכסי הקרנות, סוף תקופה (מיליוני ש"ח)
(אחוזים)				
-4.1	-7.7	8.5	3.5	2. שיעור תשואה ריאלי שנתי כולל
2.0	3.2	3.0	2.1	3. סטיית תקן של התשואה הריאלית החודשית ¹
				4. חלקם של נכסי קרנות הנאמנות בנכסים הסחירים ² (סוף תקופה)
12.0	9.4	10.5	9.2	א. איגרות חוב במטבע ישראלי
34.9	28.0	32.4	41.5	ב. נכסים במטבע חוץ
7.2	5.8	5.6	6.7	מזה: מניות בנקאיות שבהסדר
23.9	9.1	8.6	12.1	ג. מניות לא בנקאיות
9.0	10.1	12.0	8.0	ד. לא־צמוד
5.9	4.9	6.8	3.9	
100.0	100.0	100.0	100.0	5. הרכב תיק קרנות הנאמנות (סוף תקופה)
50.0	42.0	37.4	36.4	א. איגרות חוב צמודות מדר
23.7	26.0	22.6	35.7	ב. נכסים במטבע חוץ
16.0	19.1	16.4	26.5	מזה: מניות בנקאיות שבהסדר
14.4	17.4	24.0	18.7	ג. מניות לא בנקאיות
11.8	14.6	15.9	9.2	ד. לא־צמוד

(1) סטיית התקן ל־18 החודשים האחרונים.

(2) הנכסים הסחירים כוללים נכסים לא צמודים, איגרות חוב סחירות בידי הציבור, פיקדונות במטבע חוץ, מניות וניירות ערך להמרה, כפי שהוגדרו בלוח ח'–14.

ה מקור: המחלקה המוניטרית ומחלקת המחקר, בנק ישראל.

ד. קופות הגמל

יתרת קופות הגמל גדלה השנה בכ־27 אחוזים לעומת אשתקד, והגיעה ל־49.5 מיליארדי ש"ח — עלייה ריאלי של כ־9 אחוזים, זו השנה השנייה ברציפות. כמו בשנה שעברה, נבע גידול זה בעיקר מצבירה ריבית. הצבירה נטו של הציבור גדלה בכ־90 אחוזים מול הצבירה נטו אשתקד, אך תרמה לגידולה של יתרת קופות הגמל כ־3.5 אחוזים ריאלי בלבד.

השנה היה פדיון גדול של איגרות חוב ממשלתיות בלתי סחירות (איגרות חוב מיועדות); כמו כן נפרדו מניות הבנקים, ובמקביל להתפתחויות אלה גדל היקף איגרות החוב הממשלתיות הסחירות שבידי קופות הגמל.

מלאי איגרות החוב הפרטיות גדל מ־4 אחוזים מתיק הנכסים ב־1987 ל־6 אחוזים ב־1988, וזאת עקב המשך ביקוש ער בשוק הראשוני. קופות הגמל כולל פנסיה רכשו איגרות חוב בערך של כ־705 מיליוני ש"ח, דהיינו כ־70 אחוזים מכלל ההנפקות הפרטיות. בשאר הסעיפים לא חלו שינויים משמעותיים.

התפלגות הנכסים של קופות הגמל (ללא פנסיה)
(נתוני סוף שנה, אחוזים מסך הנכסים)

1988	1987	
52	63	איגרות חוב מיועדות
32	20	איגרות חוב ממשלתיות סחירות
0.3	2	מניות בנקאיות בהסדר
6	4	איגרות חוב פרטיות
0.7	0.6	מניות לא־בנקאיות
5	5	פיקדונות צמורים
0.3	0.3	הלוואות לעמיתים
0.7	1	הלוואות אחרות
3.0	4.1	נכסים אחרים
100	100	סך כל הנכסים
30.5	23.1	סך כל הנכסים במיליארדי ש"ח

ה מקור: אגף שוק ההון במשרד האוצר.

מאז הורדת שיעורי חובת ההשקעה ב־1987, אין קופות הגמל מנצלות אלא במידה מועטת את הרחבת חופש הפעולה בהשקעה במניות ובמתן אשראי לסקטור הפרטי. להסבר התנהגות זו ניתן להעלות כמה השערות:

— החלק החופשי להשקעה מוגבל במכסות: ניתן להשקיע לכל היותר 8 אחוזים באיגרות חוב פרטיות, 8 אחוזים במניות ועד 8.5 אחוזים בכל השאר¹⁸. בשנת 1988, שבה הפעילות הכלכלית היתה נמוכה, ומשבר החובות הגדיל את הסיכון הפיננסי, לא היו המשקיעים מעוניינים במניות. (סטיית התקן של המניות היתה גבוהה, ותשואתן הממוצעת היתה שלילית; לוח ח'–ג'–18). מאחר שגם איגרות החוב הפרטיות מוגבלות במכסה, וזו נוצלה ברובה, לא נותר לקופות אלא להשקיע באיגרות חוב ממשלתיות.

¹⁸ בפברואר 1989 הורדה חובת ההשקעה מ־78 ל־77 אחוזים, והקצאת החלק החופשי שונתה: 10 אחוזים לכל היותר לאיגרות חוב פרטיות, עד 8 אחוזים למניות כמו קודם לכן, ועד 9.5 אחוזים לכל השאר.

- החלק התופשי לא נוצל עד כה למתן אשראי ישיר לפירמות, משום שקיימת חלופה בטוחה ונוחה יותר — פיקדונות צמודים נושאי ריבית לזמן ארוך בבנקים מסחריים, השקעה שאינה דורשת מעקב ומיומנות בהערכת לוויים.
- ייתכן גם, שהרתיעה מהשקעה במניות נובעת מחששם של המשקיעים המוסדיים מפני מחסור יחסי במידע שוטף על מצב הפירמות שניירותיהן נסחרים בבורסה. (לדוגמה: לא ברור איזה גוף אחראי על ביקורת, שמטרתה גילוי מקרים של ניצול מידע פנים).
- האחוז הקטן של החלק הרשום למסחר בבורסה בכלל הסקטור היצרני הפרטי מגביל את היצע המניות. אחת הדרכים להגדלת היצע זה היא הפרטה (מכירת חברות ממשלתיות לסקטור הפרטי) — צעד העשוי לגרום גם להתייעלות חברות אלה. דרך אחרת, בין כשלב ביניים בדרך להפרטה ובין אם לאו, היא מכירת חלק מהבעלות על חברות הסתדרותיות או ממשלתיות תוך השארת השליטה בידהן.
- ייתכן גם, שמנהלי הקופות נוקטים מדיניות השקעות שמרנית, מאחר שכך חויבו במשך שנים רבות על ידי הממשלה.

חובת ההשקעה של קופות גמל בנכסים ממשלתיים וההשקעה בפועל

ההשקעה בפועל		חובת ההשקעה המינימלית		
1988	1987	1988	1987	1983
(אחוזים, סוף שנה)				
94	92	93	'92	'92
86	85	78	78	'92
87	88	78	78	'92

1) חובת ההשקעה המוכרת, הכוללת השקעות של עד 10 אחוזים במניות, וכן השקעה בניירות ערך פרטיים (מניות ואגרות חוב פרטיות) שאושרו בידי הממשלה כ"ניירות ערך מאושרים".

ה מקור : עיבודי בנק ישראל.

אחוז השקעה גבוה זה בנכסים ממשלתיים מקבל משנה תוקף על רקע התמונה בקופות גמל בארצות תעשייתיות כגון ארה"ב, בריטניה, גרמניה ויפן; שם אין כיום חובת השקעה בנכסים ממשלתיים, והקופות מתחייקות מרצונן בין כ־12 אחוזים (ביפן) לכ־20 אחוזים (בארה"ב) בניירות ערך ממשלתיים, כספים המושקעים ברובם בניירות ערך פרטיים.

לוח ח'-נ'-1

אינדקסורים להתפתחויות המוניטריות, 1983 עד 1988
(יתרות ממוצעות, מיליוני ש"ח)

1988	1987	1986	1985	1984	1983	
3,779	3,827	2,558	1,145	132	34	1. בסיס הכסף הצר
3,543	2,678	1,671	620	137	42	2. אמצעי תשלום
12,453	9,945	5,793	2,535	388	94	3. סך כל הנכסים הלא-צמודים לזמן קצר ¹
						4. סך כל הנכסים הלא-צמודים לזמן קצר בצירוף פת"ם
15,992	13,484	9,838	6,816	1,667	309	4. סך כל הנכסים הלא-צמודים לזמן קצר בצירוף פת"ם וללא מק"ם
15,396	12,940	9,737	6,718	1,664	309	5. נכסים לזמן קצר ²
25,441	20,925	15,400	10,093	2,526	514	6. נכסים לזמן קצר ומניות בנקאיות
31,179	26,901	20,268	13,549	3,256	851	7. סך הנכסים הכספיים ³
112,828	97,198	73,691	46,874	10,748	2,450	8. אשראי בנקאי לסקטור הפרטי הלא-פיננסי ⁴
22,287	15,484	9,894	6,028	1,444	312	9. אשראי לזמן בינוני ולזמן ארוך ⁵
27,346	23,572	18,494	11,710	2,644	489	10. הרכוש הפיננסי הנקי של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי ⁶
63,608	55,429	46,065	29,479	6,657	1,619	

(1) אמצעי תשלום, פח"ק (תפ"ס), פו"ק ומק"ם, כמפורט בלוח ח'-14.

(2) כמפורט בלוח ח'-14.

(3) כמפורט בלוח ח'-10.

(4) כמפורט בלוח ח'-11.

(5) כמפורט בלוח ח'-12.

המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' - נ' - 2
נכסים לא-צמודים לזמן קצר של הציבור, 1985 עד 1988

סוף תקופה	אמצעי תשלום									פיקדונות בלתי-צמודים				סך הכול	
	סוף תקופה	נתונים מקוריים			בניכוי עונתיות	פיקדונות רונות			פיקדונות כנגד	סך הכול		סך הכול	השינוי לעומת סוף התקופה הקודמת		
		מזומנים (1)	עו"ש (2)	פיקדונות (1) + (2) = (3)		פח"ק (תפ"ס) (5)	קצוב (פז"ק) (6)	התחיי-בויות (7)		מק"ם (8)	(3) + (5) + (6) + (7) + (8) = (9)				
(יתרות, מיליוני ש"ח)										(אחוזים)					
1985	481	508	989	937	2,066	1,153	39	166	4,414	479.2					
1986	974	1,207	2,181	2,173	2,812	2,392	58	159	7,600	72.2					
1987	1,374	1,922	3,296	3,201	4,096	3,517	77	555	11,541	51.8					
1988	1,650	2,016	3,666	3,574	2,532	4,788	88	429	11,502	-0.3					
1988	1,325	1,586	2,911	3,112	4,022	3,857	46	440	11,275	-2.3					
	1,401	1,736	3,137	3,281	3,365	4,578	47	461	11,588	2.8					
	1,574	2,057	3,632	3,367	3,287	4,824	65	541	12,349	6.6					
	1,538	1,756	3,294	3,692	3,301	4,872	57	672	12,197	-1.2					
	1,540	1,825	3,365	3,533	3,144	5,207	44	692	12,452	2.1					
	1,571	1,973	3,543	3,632	3,239	5,504	63	796	13,146	5.6					
	1,649	2,001	3,650	3,662	3,008	5,754	55	804	13,270	0.9					
	1,665	2,081	3,746	3,734	3,259	5,803	54	712	13,574	2.3					
	1,722	2,210	3,932	3,747	3,133	5,777	49	607	13,498	-0.6					
	1,739	2,344	4,083	3,800	3,192	5,102	54	485	12,916	-4.3					
	1,627	1,930	3,557	3,669	2,528	5,033	40	506	11,665	-9.7					
	1,650	2,016	3,666	3,574	2,532	4,788	88	429	11,502	-1.4					

המקור: המפקח על הבנקים — סטטיסטיקה חודשית של המוסדות הבנקאיים, המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים. מינהל מילדות המדינה — סקירה.

סוף התקופה	מזומנים בידי הציבור	הנכסים הנזילים של המוסדות הבנקאיים	בסיס הכסף הצר (1)+(2) =(3)	גירעון מוכר (4)	בסיס הכסף הרחב (3)+(4) =(5)	הגידול בבסיס הכסף הרחב (6)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
		(יתרות, מיליוני ש"ח)		(אחוזים)		
1985	481	1,662	2,143	24	2,168	666.9
1986	974	1,913	2,887	4	2,891	33.4
1987	1,374	2,798	4,172	2	4,174	44.4
1988	1,650	1,525	3,175	8	3,183	-23.7
1988	1,325	2,748	4,073	2	4,075	-2.4
	1,401	2,250	3,651	2	3,653	-10.4
	1,574	2,696	4,270	4	4,275	17.0
	1,538	2,085	3,623	5	3,628	-15.1
	1,540	2,249	3,789	3	3,792	4.5
	1,571	2,280	3,850	6	3,856	1.7
	1,649	2,339	3,988	6	3,993	3.6
	1,665	2,432	4,097	6	4,103	2.8
	1,722	1,842	3,564	8	3,572	-12.9
	1,739	2,324	4,063	8	4,071	14.0
	1,627	1,573	3,200	9	3,209	-21.2
	1,650	1,525	3,175	8	3,183	-0.8

ה מקור : נכסים נזילים של המוסדות הבנקאיים — המאזן החדרשי של המוסדות הבנקאיים; גירעון מוכר — רוח הנזילות החדרשי של המוסדות הבנקאיים; מזומנים בידי הציבור — המספק על הבנקים, סטטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח' - נ' - 4

הנכסים הצמודים של הציבור במערכת הבנקאות, איגרות חוב ומניות, 1985 עד 1988
(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

סך הכול (1) + (3) + (4) + (5) + (6) + (7) = (9)	מניות סחירות ⁴		פיקדונות במטבע חוץ (פת"ם) ²		פיקדונות צמודים לטווח ארוך ¹		פיקדונות במסגרת תכניות חיסכון מאושרות		סוף התקופה
	מזה: מניות הבנקים	סך הכול	איגרות חוב סחירות ³	מקבלי פיצויים	אחרים	ארוך ¹	בערכי הפקדה	סך הכול	
	(8)	(7)	(6)	(4)	(5)	(3)	(2)	(1)	
33,082	4,600	7,582	2,718	4,194	6,434	1,278	2,858	10,876	1985
39,515	5,100	10,551	3,663	4,790	5,727	2,459	4,750	12,325	1986
50,344	6,737	13,776	5,790	5,664	5,836	4,165	7,902	15,113	1987
56,409	2,615	8,885	7,501	6,340	8,320	5,055	12,991	20,308	1988
50,084	6,540	12,681	6,200	5,648	5,868	4,334	8,110	15,353	ינואר 1988
50,548	6,746	12,388	6,714	5,642	5,829	4,488	8,432	15,489	פברואר
50,567	6,622	12,593	6,362	5,632	5,852	4,572	8,879	15,555	מארס
51,691	6,649	13,133	6,467	5,643	5,817	4,699	9,196	15,932	אפריל
52,269	6,736	13,131	6,511	5,596	5,776	4,865	9,548	16,390	מאי
52,044	6,759	12,340	6,610	5,543	5,877	4,950	9,925	16,725	יוני
52,058	7,094	12,353	6,513	5,470	5,926	4,857	10,263	16,938	יולי
52,360	6,931	12,516	6,535	5,474	5,974	4,795	10,569	17,066	אוגוסט
54,034	7,039	13,147	7,009	5,470	6,106	4,792	11,010	17,511	ספטמבר
51,571	2,593	8,700	7,534	5,546	6,289	4,918	12,012	18,584	אוקטובר
52,821	2,531	8,714	7,430	5,594	6,847	5,002	12,443	19,233	נובמבר
56,409	2,615	8,885	7,501	6,340	8,320	5,055	12,991	20,308	דצמבר

(1) כולל הפרשי הצמדה.

(2) כולל הפרשי שערים בגין שינויים במחירים היחסיים של המטבעות הזרים. הנתונים מוצגים במיליוני ש"ח, וניתן לתרגמם למטבע חוץ, באמצעות חלוקה בשער החליפין המתאים. כולל פיקדונות תושבי חוץ, המוחזקים בידי תושבים מקומיים.

(3) לפי ערך השוק: בניכוי איגרות חוב שבידי הבנקים, בנק ישראל, קופות הגמל ומשקיעים מוסדיים אחרים.

(4) לפי ערך השוק: כולל מניות שבידי הבנקים, אך אינו כולל מניות שבידי הממשלה.

ה מקור: המאזן החדשי של המוסדות הבנקאיים ועיבודי הבורסה לניירות ערך.

לו ח' - נ' - 5
המקורות לגידול ברכישות M3 (למעט מקים) 1982 עד 1988

המשקל בתוצר ¹											
1988			ממוצע		1988						
			1985	1982							
מחצית	מחצית	כל	מחצית	עד	מחצית	מחצית	כל				
ב	א	השנה	1987	1986	ב	א	השנה	1987			
			1985 ²								
(א ח ו ז י ם)			(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)								
א. שינויים ביתרות מטבע חוץ											
-11.7	2.9	-4.4	2.5	2.3	4.8	-1.9	-3,961	906	-3,056	1,269	1. סך הכול (א) + (ב)
-12.5	1.0	-5.8	0.0	-2.4	-2.1	-5.6	-4,248	317	-3,931	-137	א. המרות מט"ח בידי הסקטור הפרטי
	0.4	0.4	1.5	0.9	-1.7	5.6		149	149	811	1. גירעון שוטף במאות"ש
	1.4	-5.3	1.5	-1.4	-3.8	0.1		466	-3,782	674	2. יבוא חוץ מחו"ל (נגזר)
0.9	1.9	1.4	2.5	4.7	6.9	4.7	286	589	875	1,406	ב. העברות מט"ח ע"י הממשלה ¹
1.9	-3.1	-0.6	-1.9	-3.1	-3.5	1.6	639	-961	-322	-1,002	ב. שינויים באשראי המקומי הנקי לסקטור הציבורי
											2. סך הכול (א) + (ב)
0.7	-3.8	-1.5	-3.1	-3.3	-4.8	4.3	250	-1,194	-944	-1,635	א. סך כל פעולות הסקטור הציבורי
1.2	-1.9	-0.4	-4.4	-8.2	-5.6	4.1	389	-576	-187	-2,218	(1) - (2) + (3) - (4) + (5) - (6)
4.6	5.3	4.9	5.6	5.7	5.4	5.0	1,526	1,649	3,175	2,995	1. גירעון הסקטור הציבורי ¹
											2. הריבית על החוב הפנימי
-0.5	-0.5	-0.5	0.2	1.2	0.2	3.1	-179	-151	-330	62	3. מתן אשראי נטו על ידי הממשלה
3.6	4.8	4.2	2.0	-2.6	-2.0	3.7	1,199	1,531	2,730	1,066	לסקטור הפרטי
0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.2	-0	3	3	-1	4. גיוס חוץ ממשלתי נטו ¹
0.9	1.9	1.4	2.5	4.7	6.9	4.7	286	589	875	1,406	5. השינוי באשראי ממערכת הבנקאות
											המסחרית לממשלה
											6. העברות מט"ח ע"י הממשלה

לוח ח'-נ'-5 (המשך)
המקורות לגידול ברכישות M3 (למעט מק"ם), 1982 עד 1988

המשקל בתוצר'										
1988			ממוצע		1988					
			1985	1982						
מחצית	מחצית	כל	מחצית	ערך	מחצית	מחצית	כל	מחצית	מחצית	כל
ב	א	השנה	1987	1986	ב	1985 ²	ב	א	השנה	1987
1.2	0.7	1.0	1.2	0.2	1.3	-2.7	389	233	622	633
-0.1	-0.3	-0.2	0.1	0.0	0.0	-0.2	-35	-89	-124	59
0.6	0.0	0.3	-0.2	-0.3	-0.7	-1.0	187	2	190	-122
0.7	1.0	0.9	1.3	0.5	2.0	-1.6	237	320	557	696
ב. סך כל פעולות בנק ישראל										
(1) + (2) + (3)										
1. פעולות בשוק הפתוח										
2. המרות מפת"ם פיצויים										
3. אחר'										
ג. השינוי באשראי המקומי הנקי לסקטור הפרטי										
3. סך הכול (ד.4)-(א.1)-(ב.2)										
מזה: הלוואה מוניטרית										
אשראי מוכוון										
ד. רכישות M3 (למעט מק"ם)										
4. סך הכול (א.1) + (ב.2) + (ג.3)										
1.2	0.7	1.0	1.2	0.2	1.3	-2.7	389	233	622	633
-0.1	-0.3	-0.2	0.1	0.0	0.0	-0.2	-35	-89	-124	59
0.6	0.0	0.3	-0.2	-0.3	-0.7	-1.0	187	2	190	-122
0.7	1.0	0.9	1.3	0.5	2.0	-1.6	237	320	557	696
8.9	3.7	6.3	5.3	6.4	5.1	8.7	2,959	1,162	4,121	2,875
9.4	-1.8	3.8	1.2	0.5	-0.9	1.0	3,197	-556	2,641	672
-0.3	0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.8	3.1	-99	55	-43	20
-0.9	3.5	1.3	5.9	5.6	6.4	8.3	-363	1,107	744	3,143

(1) ראה הערה 1 ללוח ח'-3.

(2) 1985 — מחצית א' בלבד.

(3) העברות הממשלה כוללות תקבולי ריבית על יתרות מטבע חוץ. הסיוע האזרחי מממשלת ארה"ב מחולק על פני השנה, בצורה אחידה, על מנת למנוע תנודות הנגרמות ברזרבות ובאשראי המקומי הנקי בגלל תנודתיות בהעברות מטבע חוץ של הממשלה.

(4) הגירעון המקומי של הסקטור הציבורי (ממשלה + סוכנות) למעט ריבית.

(5) כולל גיוס הון באמצעות מק"ם.

(6) סעיף זה כולל את התוספת לאשראי המקומי הנקי, הנגרמת עקב שינוי בחשבונות התוצאתיים של בנק ישראל.

לוח ח' - נ' - 6
המקורות לשינויים בערך הנכסים השקליים הלא-צמודים, 1985 עד 1988
(אחוזים מהתוצר)

1988				1985		
מחצית ב	מחצית א	כל השנה	1987	מחצית ב	מחצית א	כל השנה
1. תרומת הסקטור הציבורי לנכסים הלא-צמודים						
(הזרמה + גיוס הון באמצעות מק"ם)						
-1.3	0.1	-0.6	0.8	1.3	2.6	4.9
2. תרומת בנק ישראל — סך הכול						
9.6	-0.8	4.4	2.2	0.9	0.2	1.4
א. הלוואה מוניטרית						
9.4	-1.8	3.8	1.2	0.5	-0.9	0.0
ב. אשראי מוכון						
-0.3	0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.8	0.5
ג. גורמים אחרים						
0.5	0.9	0.7	1.0	0.5	1.9	0.9
0.9	-0.2	0.3	-0.7	-2.0	-10.0	-4.6
3. רכישת פת"ם ופת"ם פיצויים						
4. מכירות או קניות (-) של מטבע חוץ						
-12.5	1.0	-5.8	0.0	-2.4	-2.1	-4.5
בידי הסקטור הפרטי						
5. ההרחבה הנובעת מהפעילות הבנקאית המקומית						
-1.3	5.8	2.2	4.3	5.7	5.6	6.4
6. רכישת נכסים כספיים לא-צמודים						
-6.5	6.3	-0.1	8.0	7.5	16.3	12.8
מזה: אמצעי תשלום						
0.4	0.8	0.6	2.1	2.9	2.9	2.6
פח"ק (תפ"ס) + פז"ק						
-4.0	3.6	-0.2	4.6	4.6	12.8	10.0
מק"ם						
-2.9	2.0	-0.5	1.4	-0.1	0.6	0.2
1.8	-1.3	0.3	-0.5	-0.0	0.5	0.3
7. הפרשי שערים על מק"ם						
8. סך השינוי בערך הנכסים השקליים הלא-צמודים						
-4.7	5.1	0.2	7.5	7.5	16.8	13.1

לוח ח'-נ'-7 (המשך)
שיעורי הריבית החודשית האפקטיבית, 1987 עד מארס 1989
(אחוזים, מונחים שנתיים)

הריבית הקרדיטורית						הריבית הרביטורית						
תשואה לפרדיון של מק"מ לחודש (13)	פת"ם ברולרים' (12)	פק"ם' (11)	תפ"ס/ פח"ק' (10)	נכסים נזילים בנק ישראל (מדרגה שולית) (9)	סך האשראי הבנקאי' (8)	אשראי חופשי ברולרים החייב בתקרה' (7)	הלוואה מוניטורית במכרז' (6)	אשראי לא צמוד אחר (לז"ק) (5)	חח"ד חריגות (4)	חח"ד ועו"ש ביתרות חובה' (3)	שיעור הפיחות הממוצע של השקל לעומת הדולר (2)	אינפלציה (1)
15.9	16.9	15.1	14.7	12.6	39.1	41.9	21.0	36.1	69.8	55.8	11.1	20.8
16.8	20.5	13.8	12.7	12.6	37.9	46.6	17.9	34.6	62.6	49.6	14.9	10.4
16.2	-5.3	14.2	12.6	12.1	27.9	14.9	18.2	35.8	61.5	49.7	-10.0	21.7
15.0	0.7	11.8	10.5	11.5	29.4	22.1	16.1	33.8	59.8	48.0	-4.6	37.7
15.3	10.5	11.6	10.3	11.5	32.9	33.8	17.2	33.8	57.0	46.8	4.3	15.8
15.4	28.3	12.5	11.0	11.5	38.4	55.6	16.2	32.9	55.8	45.4	20.8	3.2
15.7	36.5	12.3	11.1	11.5	41.2	60.9	16.7	33.6	55.3	45.6	28.0	1.0
14.3	17.3	12.2	11.0	11.5	34.1	38.2	16.4	32.8	54.6	44.6	9.5	9.7
14.3	6.0	15.2	12.2	11.5	28.8	25.3	15.0	31.5	50.2	41.2	-0.7	22.6
15.3	-8.5	15.9	13.5	11.5	22.9	8.2	15.6	28.7	48.2	40.2	-14.2	32.3
15.0	-14	19.5	18.8	11.5	23.0	0.9	27.8	31.7	49.5	41.2	-19.4	22.0
14.5	17.3	22.9	23.4	11.5	35.7	38.5	30.9	35.1	53.4	43.9	9.2	6.0
15.7	380.0	21.7	17.9	11.5	109.0	465.0	21.8	37.5	58.4	47.0	345.7	73.5
16.3	-0.7	16.7	13.7	11.5	27.0	14.6	14.6	34.9	52.7	42.4	-8.2	21.9
12.4	12.5	15.4	11.7	11.5	31.2	29.9	13.3	33.9	49.4	40.0	4.0	5.6

- (1) כולל ריבית רגילה, תשלום בגין חריגות בפועל, ובנוסף — דמי הקצאה ועמלת ניהול.
- (2) בחדש אוקטובר 1987, עם שינוי משטר הנוזלות, החל בנק ישראל להשתמש במכרזים על הלוואה מוניטורית. הריבית המובאת כאן היא הריבית הממוצעת המשוקללת בפועל על הלוואות אלה.
- (3) ריבית נומינלית כלומר $100 \cdot ((1 + rd)(1 + \text{diff(er)}) - 1)$ כאשר rd הוא הריבית הדולרית באחוזים וdiff(er) הוא שיעור הפיחות הממוצע של השקל לעומת הדולר, באחוזים.
- (4) ממוצע משוקלל על פי הרכב האשראי בפועל. אומדן מחלקת המחקר.
- (5) תציון המערכת: מעל 10000 ש"ח: בהנחה של חידוש כל 3 ימים, ללא פיקדונות "ג'מבו". מספטמבר 1988 הנתון הוא ממוצע כל המדרגות.
- (6) מעל עשרת אלפים שקלים חרשים ל-14 ימים. מספטמבר 1988 הנתון הינו ממוצע לכל סוגי פקדונות קצרי המועד עד שנה.
- (7) ממוצע המערכת: מעל 50,000 דולרים ל-12 חודשים; בסוף החודש; ברוטו. הריבית הדולרית הוכפלה בפיחות החודשי הממוצע. כדי לקבל תשואה שקלית נומינלית.
- נתונים ארעיים.

לוח ח'-נ'-8
יתרות האשראי לציבור ממערכת הבנקאות, 1985 עד 1988
(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

אשראי למימון פעילות מקומית					אשראי למימון היצוא			סוף התקופה
סך כל האשראי לשוק המקומי (4) + (5) + (6) = (7)	אשראי חופשי במטבע חוץ ³ (6)	אשראי מוכוון במטבע ישראלי ³ (5)	אשראי חופשי במטבע ישראלי ² (4)	סך כל האשראי ליצוא (1) + (2) = (3)	קרוז יהלומים ¹ (2)	אשראי ליצוא פרט ליהלומים (1)		
8,089	5,267	1,814	2	3,450	2,823	437	2,385	1985
11,804	8,843	1,551	5	7,287	2,961	520	2,441	1986
18,804	15,766	1,750	5	14,011	3,039	507	2,532	1987
26,610	23,362	1,913	0	21,449	3,247	599	2,649	1988
19,336	16,234	1,802	5	14,427	3,102	526	2,576	ינואר 1988
19,593	16,396	1,805	5	14,586	3,198	523	2,674	פברואר
19,927	16,792	1,786	3	15,002	3,136	527	2,608	מארס
20,585	17,441	1,825	3	15,612	3,144	527	2,617	אפריל
21,080	17,842	1,753	3	16,086	3,238	573	2,664	מאי
21,989	18,591	1,765	3	16,823	3,398	635	2,762	יוני
22,452	19,039	1,776	3	17,260	3,413	627	2,786	יולי
22,810	19,331	1,813	3	17,515	3,479	641	2,838	אוגוסט
23,886	20,395	1,886	1	18,507	3,492	656	2,835	ספטמבר
24,452	21,178	1,782	1	19,396	3,274	597	2,677	אוקטובר
24,728	21,738	1,707	0	20,031	2,990	539	2,451	נובמבר
26,610	23,362	1,913	0	21,449	3,247	599	2,649	דצמבר

(1) כולל חובות מסופקים ליהלומנים.

(2) הנתון כולל הפרשי הצמדה.

(3) הנתון כולל אשראי משלוחות בחוץ לארץ של המוסדות הבנקאיים.

המקור: המאזן התורשי של המוסדות הבנקאיים ודוח הנזילות התורשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח'-נ'-9
 "ביקש והיצע" לרזרבות הבנקים, נובמבר 1987 עד אפריל 1989 (לפי "הודשי נזילות")

ה י צ ע ה ר ז ר ב ו ת											סה"כ		
עמודות חופשיות	הלוואה מוניטרית			רזרבות לא-מילווה			עורפי נזילות (שארית)	חובת נזילות	(4) + (7) (2) + (3) = (1)				
	מכרזים	רגילה	סה"כ	סה"כ למעט מק"ם בידי הבנקים	מק"ם בידי הבנקים	סה"כ							
												(8) + (9) = (7)	(5) + (6) = (4)
(4) - (2) = (10)													
-447.0	110.0	637.4	747.4	2552.4	34.8	2587.2	300.4	3034.2	3334.6	נובמבר	1987		
-761.9	412.9	361.9	774.7	2010.7	253.8	2264.5	12.8	3026.4	3039.2	דצמבר			
-959.6	750.0	174.9	926.9	1746.7	293.8	3040.5	-32.8	3000.1	2967.4	ינואר	1988		
-708.4	661.0	58.7	719.7	2013.0	216.0	2329.0	11.2	3037.4	3048.6	פברואר			
-555.2	295.2	109.4	404.6	1773.2	285.6	2058.7	-150.6	2614.0	2463.3	מארס			
-278.3	274.0	17.2	291.2	2063.4	344.4	2407.8	12.9	2686.1	2699.0	אפריל			
-261.2	218.0	57.1	275.1	2151.6	339.2	2490.7	13.9	2751.9	2765.8	מאי			
-464.6	378.8	10.7	389.5	1943.6	339.3	2282.9	-75.0	2747.5	2672.5	יוני			
-246.9	336.5	72.0	408.5	2038.7	511.1	2549.8	161.7	2796.7	2958.4	יולי			
-717.1	520.0	43.4	563.4	1849.5	321.8	2171.3	-153.7	2888.4	2734.7	אוגוסט			
-1008.5	811.8	60.1	572.0	1636.4	320.0	1956.4	-136.5	2964.9	2828.4	ספטמבר			
-1387.2	1125.0	188.9	1313.9	764.8	249.2	1014.0	-73.2	2401.2	2328.0	אוקטובר			
-2211.6	762.9	1402.0	2164.9	-236.0	241.5	5.6	-46.7	2217.1	2170.4	נובמבר			
-3016.2	1200.0	1696.5	2896.5	-1130.8	229.1	-901.7	-119.7	2114.5	1994.8	דצמבר			
-2830.7	1400.0	1494.1	2894.1	-843.7	332.6	-511.1	63.5	2319.6	2383.0	ינואר	1989		
-1724.8	1400.0	489.7	1889.7	259.1	438.9	698.0	164.9	2422.8	2587.7	פברואר			
-1047.9	1138.1	62.7	1200.8	716.2	413.5	1129.7	152.9	2177.6	2330.5	מארס			
-139.4	363.5	0.2	363.8	1745.8	382.4	2128.2	223.8	2267.7	2491.4	אפריל			

המקור: בנק ישראל.

לוח ח' - נ' - 10
יתרת האשראי לממשלה במטבע ישראלי מוערכת הבנקאות, 1985 עד 1988
(מיליוני ש"ח)

סך כל	מהמוסדות הבנקאיים			מבנק ישראל			סוף התקופה
	האשראי נטו מהמוסדות הבנקאיים	פיקדונות הממשלה	אשראי לממשלה	אשראי נטו מבנק ישראל	פיקדונות הממשלה והמוסדות הלאומיים ²	אשראי לממשלה ¹	
(3) + (6) = (7)	(4) - (5) = (6)	(5)	(4)	(1) - (2) = (3)	(2)	(1)	
7,035	1,520	21	1,541	5,515	3,150	8,665	1985
5,742	1,407	17	1,424	4,335	3,805	8,140	1986
5,712	1,989	18	2,007	3,724	5,077	8,801	1987
5,848	1,743	27	1,769	4,106	5,800	9,905	1988
5,707	1,793	28	1,821	3,914	5,208	9,122	1988 ינואר
5,337	1,845	22	1,868	3,492	4,573	8,064	פברואר
6,385	2,032	28	2,060	4,353	5,239	9,592	מארס
5,823	2,109	17	2,126	3,713	5,883	9,597	אפריל
5,715	2,074	21	2,094	3,642	5,930	9,571	מאי
6,293	2,257	22	2,279	4,036	5,428	9,464	יוני
5,924	2,007	14	2,021	3,917	5,466	9,383	יולי
6,030	1,882	16	1,898	4,147	5,182	9,329	אוגוסט
6,526	1,824	8	1,832	4,702	4,555	9,257	ספטמבר
5,108	1,750	23	1,773	3,358	5,934	9,292	אוקטובר
5,021	1,798	16	1,815	3,223	6,092	9,315	נובמבר
5,848	1,743	27	1,769	4,106	5,800	9,905	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 החדרשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח'-נ'-11
אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, 1985 עד 1988
(נתוני סוף שנה, מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

נכסים	1985	1986	1987	1988
1. נכסים לזמן קצר ¹	18,008	21,887	29,734	30,990
א. אמצעי תשלום	989	2,181	3,296	3,666
ב. פח"ק (תפ"ס) ופיקדונות לזמן קצוב	3,386	5,362	8,167	7,745
ג. פיקדונות במט"ח (כולל זמן קצוב)	6,434	5,727	5,836	8,320
ד. איגרות חוב סחירות	2,342	3,010	5,078	8,563
ה. מניות של מתווכים פיננסיים	4,858	5,608	7,358	2,696
2. נכסים פיננסיים לזמן בינוני ²	21,577	25,242	29,581	37,456
א. פיקדונות הציבור למתן הלוואות	921	1,079	1,230	1,531
ב. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים לזמן ארוך	14,766	17,673	20,729	27,213
ג. פת"ם פיצויים	4,194	4,790	5,664	6,340
ד. אשראי יצואנים לחו"ל	1,696	1,700	1,959	2,372
3. נכסים פיננסיים לזמן ארוך	28,731	36,916	45,826	56,645
א. פיקדונות בקופות גמל	24,238	30,794	39,026	48,763
ב. פיקדונות בביטוח חיים	1,730	3,209	3,736	4,442
ג. מלווה חובה ³	2,763	2,913	3,064	3,440
4. נכסים פיסיים ⁴	87,858	106,885	126,819	142,577
א. מוצרים בני-קיימא	10,187	13,586	17,497	21,722
ב. דירות למגורים	36,515	41,679	47,816	51,444
ג. בניינים וציוד	37,152	46,029	54,749	61,586
ד. מלאי מוצרים	4,004	5,592	6,758	7,825
סך כל הנכסים	156,174	190,930	231,961	267,668

לוה ח' - נ' - 11 (המשך)

1988	1987	1986	1985	התחייבויות
27,542	20,247	13,432	8,942	1. התחייבויות לזמן קצר ¹
21,064	13,979	7,596	3,728	א. אשראי חופשי במט"י
1,436	1,186	1,207	1,075	ב. אשראי חופשי במט"ח
0	5	5	2	ג. אשראי מוכון במט"י
3,247	3,039	2,961	2,823	ד. אשראי מוכון במט"ח
1,796	2,039	1,663	1,314	ה. אשראי מחו"ל (ספקים וישיר)
29,699	25,532	20,668	16,400	2. התחייבויות לזמן בינוני וארוך ²
20,860	16,844	13,214	9,584	א. אשראי לזמן ארוך במט"י
8,838	8,688	7,454	6,815	ב. אשראי לזמן ארוך במט"ח
57,241	45,778	34,100	25,342	סך כל התחייבויות (1) + (2)
210,427	186,182	156,830	130,832	3. הרכוש הנקי ³

- (1) ההבדלים בין סעיף זה לבין סעיף הנכסים הנוילים שבלוח ח' - 14 נובעים מהשוני שבין הגדרת "הציבור" להגדרת הסקטור הפרטי הלא-פיננסי. סעיף פיקדונות לזמן קצוב ותפ"ס כולל פיקדונות בבנקים מסחריים ובמוסדות כספיים אחרים. סעיף פיקדונות במט"ח כולל פיקדונות עו"ש וזמן קצוב במערכת הבנקאות, פיקדונות לאיתושב של תושבי ישראל, פיקדונות תושב, הלוואות ופיקדונות יבואנים. סעיף אג"ח כולל את סך איגרות החוב שהונפקו לציבור, בניכוי איגרות החוב שבידי בנק ישראל, הבנקים המסחריים, הבנקים למשכנתאות והבנקים להשקעות, מוסדות כספיים אחרים החייבים בדיווח וחברות הביטוח. לא נכללו איגרות חוב דולריות שהנפיקו פירמות של הסקטור העסקי, כולל מניות של בנקים מסחריים, בנקים למשכנתאות, מוסדות מימון ענפיים וחברות ביטוח. סעיף המניות של מתווכים פיננסיים כולל מניות של בנקים מסחריים, בנקים למשכנתאות, מוסדות מימון ענפיים וחברות ביטוח.
- (2) ההבדל בין סעיף זה לסעיפים המקבילים בלוח ח' - 14 נובע מהכללת פיקדונות הציבור למתן הלוואות ומהכללת תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים לבנקים למשכנתאות ולהשקעות (נוסף על תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים בבנקים המסחריים). בתכניות החיסכון נזקף רק המענק שנצבר לזכות החוסכים, ולא המענק הנרשם בעת ההפקדה.
- (3) ערך מילווה החובה חושב על ידי היוון הזרם המתואם של הפירעונות, בריבית של 5 אחוזים (הריבית על אג"ח של קופות התגמולים). לגבי מילווה שלום הגליל הונח, שערכו המהווה שווה ל-25 אחוזים מהערך המתואם.
- (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 לילק. אשראי מחו"ל כולל אשראי משלוחות של בנקים ישראליים בחו"ל, אשראי ספקים ואשראי אחר מחו"ל (בניכוי רשויות מקומיות). רכיב הסובסידיה באשראי לטווח ארוך במטבע ישראלי חושב באמצעות היוון זרם הפירעון של יתרת החוב לפי האינפלציה בפועל.
- (6) נתקבל מפריסת החוב לתקופה של שש שנים (אומדן לאורך הזמן הממוצע של ההלוואה), לפי ריבית משוקללת 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 היורדולר.
- (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.

לוח ח'-נ'-12
ניירות הערך שבידי הציבור, 1986 עד 1988

העלייה או הירידה (-) הריאלית בערך השוק במשך השנה			התפלגות ניירות ערך לפי מחזיקים			ערך השוק			
1988	1987	1986	1988	1987	1986	1988	1987	1986	
(אחוזים)			(מיליוני ש"ח)						
1. איגרות חוב									
40.1	46.1	26.6	100.0	100.0	100.0	26,058	15,977	9,420	א. סך כל איגרות החוב הסחירות
35.2	53.5	10.9	22.3	23.1	22.0	5,804	3,686	2,068	ב. איגרות חוב בידי הבנקים המסחריים
40.4	-23.9	-48.0	2.9	2.9	5.6	755	462	523	ג. איגרות חוב בידי בנק ישראל
49.6	65.5	138.1	40.4	37.8	33.4	10,517	6,039	3,142	ד. איגרות חוב בידי קופות גמל
33.2	35.2	13.4	34.5	36.2	39.1	8,982	5,790	3,687	ה. אומדן איגרות חוב שבידי הציבור (א)-(ב)+(ג)+(ד))
2. מניות וניירות ערך									
-57.9	10.3	6.3	100.0	100.0	100.0	9,133	18,632	14,540	ו. סך כל המניות וניירות הערך הניתנים להמרה
100.0	2.9	-28.0	0.0	0.1	0.1	0	10	9	ז. מניות וניירות ערך בידי הבנקים
106.2	64.0	-3.3	107.9	22.0	14.8	9,853	4,105	2,155	ח. מניות וניירות ערך בידי הממשלה
-79.8	5.6	-6.6	4.0	8.3	8.7	365	1,553	1,267	ט. מניות שהומרו לתכניות חיסכון
17.8	-10.0	-29.9	11.3	4.0	4.9	1,029	751	718	י. מניות בידי קופות גמל
114.9	1.2	14.7	-23.1	65.5	71.5	-2,114	12,213	10,391	יא. אומדן מניות וניירות ערך שבידי הציבור (ו)-(ז)+(ח)+(ט)+(י)+(יא))

ה מקור: הבורסה לניירות ערך; המחלקה המוניטרית ומחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' - נ' - 13
הנפקת ניירות ערך ואומדן גיוס הון, 1986 עד 1988
(מיליוני ש"ח — מחירים שוטפים)

הסקטור הפרטי			הסקטור הציבורי										
הנפקת מניות וניירות סך הכול גיוס הון	הנפקת אג"ח	סך הכול גיוס הון	איגרות חוב לא סחירות				איגרות חוב סחירות ¹				הנפקות	פדיונות	
			מוסדות גמל, פנסיה וחברות ביטוח	תכניות חסכון מאושרות	סך הכול	גיוס הון	מכירות נטו בשוק הפתוח	גיוס הון נטו באמצעות מק"ם					
312.8	37.0	275.8	13.7	-186.6	-338.3	151.7	200.3	75.3	4.0	791.8	912.8	1985	
727.0	98.2	628.8	-371.7	-1356.8	-728.8	-628.0	985.1	2.1	0.2	1519.3	2502.1	1986	
1382.1	338.9	1043.2	-229.2	-3655.2	-1002.7	-2652.5	3426.0	770.0	63.4	1133.1	3725.7	1987	
1166.9	146.8	1020.1	471.5	-3571.3	-731.3	-2840.0	4042.8	-316.7	-113.7	2668.6	7141.8	1988	
56.1	18.7	37.4	-161.1	-105.9	-96.7	-9.2	-55.2	-76.9	-26.6	47.9	96.2	ינואר 1988	
139.5	0.0	139.5	252.4	-167.0	-52.6	-114.4	419.4	119.6	38.1	88.3	350.0	פברואר	
121.1	48.2	72.9	-101.0	-417.5	-110.4	-307.1	316.5	246.3	-39.5	106.2	215.9	מארס	
1.4	1.4	0.0	319.8	-7.5	18.9	-26.4	327.3	158.9	-6.0	84.5	258.9	אפריל	
96.1	12.9	83.2	182.9	-347.1	-253.3	-93.8	530.0	-45.2	-41.3	211.8	828.3	מאי	
43.9	6.0	37.9	133.6	-344.1	-197.7	-146.4	477.7	236.1	-8.5	177.7	427.8	יוני	
85.8	0.0	85.8	-132.8	-190.0	-140.4	-49.6	57.2	-262.4	-22.3	236.7	578.6	יולי	
50.9	3.7	47.2	29.7	-114.0	-94.7	-19.3	143.7	-259.5	-4.9	314.0	722.1	אוגוסט	
162.7	24.9	137.8	264.6	-9.4	-25.4	16.0	274.0	-150.4	-0.3	162.4	587.1	ספטמבר	
13.7	13.7	0.0	-795.8	-1908.1	452.3	-2360.4	1112.3	-176.1	-2.3	542.4	1833.1	אוקטובר	
26.8	17.3	9.5	448.3	127.5	-118.9	246.4	320.8	28.7	0.0	406.1	698.2	נובמבר	
368.9	0.0	368.9	30.9	-88.2	-112.4	24.2	119.1	-135.8	-0.1	290.6	545.6	דצמבר	

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

ה מקור: המחלקה המוניטרית, בנק ישראל.

לוח ח'-ג'-14

מדד תשואה ריאלית חודשית כוללת של ניירות ערך בבורסה לניירות ערך, 1985 עד 1988
(רצמבר 1987 = 100)

מניות וניירות ערך להמרה			איגרות חוב		
מניות לא בנקאיות	מוסדות בנקאיים מסחריים	סך הכול	צמודות למדד המחירים לצרכן	צמודות ונסחרות במטבע חוזן	
69.2	104.4	91.3	93.9	126.0	1985
94.0	95.2	94.9	92.7	98.9	1986
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1987
68.7	97.4	85.8	104.6	103.5	1988
83.0	100.1	93.3	100.3	101.2	ינואר 1988
74.6	101.8	90.8	100.1	101.2	פברואר
74.9	99.7	89.7	100.1	99.6	מארס
80.0	98.0	90.9	101.1	98.6	אפריל
78.2	98.5	90.4	102.9	100.8	מאי
67.2	102.4	88.2	103.2	105.1	יוני
66.2	103.4	88.4	103.2	106.5	יולי
66.7	103.1	88.3	102.4	107.6	אוגוסט
71.9	102.0	89.9	103.4	106.9	ספטמבר
72.6	102.6	90.6	105.1	104.4	אוקטובר
72.3	99.1	88.4	107.9	101.2	נובמבר
68.7	97.4	85.8	104.6	103.5	דצמבר
שיעור תשואה ריאלי כולל במשך התקופה (אחוזים) ¹					
-31.3	-2.6	-14.2	4.6	3.5	1988
-32.8	2.4	-11.8	3.2	5.1	מחצית א
2.3	-4.9	-2.7	1.4	-1.5	מחצית ב

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

ה מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח ח' - נ' - 15
ערכי שוק של מצבת המניות, 1988

הנפקה תמורת מזומן של מניות וניירות ערך הניתנים להמרה	ערך השוק של מניות וניירות ערך הניתנים להמרה, הרשומים בבורסה ¹		הנפקה תמורת מזומן של מניות וניירות ערך הניתנים להמרה		הנפקה יחסית לערך השוק של מניות הקבוצה בתחילת השנה ²
	חלקה של הקבוצה של ערך השוק של המניות בסוף 1988	העלייה הריאלית בערך השוק של המניות בשנת 1988	חלקה של הנפקת הקבוצה בסך ההנפקות	(מיליוני ש"ח)	
בנקים מסחריים וחברות לאחזקת בנקאיות	2,894	31.7	(77.8)	0.0	0.0
בנקים למשכנתאות	281	3.1	(19.0)	6.0	1.9
מוסדות מימון ענפיים	226	2.5	(5.5)	0.0	0.0
ביטוח	303	3.3	(11.0)	21.1	6.8
סך כל הסקטור הפיננסי	3,704	40.6	(73.4)	27.1	0.2
מסחר ושירותים	590	6.5	(30.3)	27.1	0.2
מקרקעין, בינוי, פיתוח והדרים	915	10.0	(24.7)	26.0	3.4
תעשייה	2,659	29.1	(30.6)	53.7	4.7
חברות להשקעה ואחזקות ³	1,143	12.5	(26.3)	37.9	1.1
סך הכול	9,133	100.0	(57.9)		

- (1) למעט חלוקת מניות הטבה, המרה, איגרות חוב ניתנות להמרה, הנפקות שלא כנגד מזומן ורישום למסחר של מניות קיימות.
(2) בניכוי מחירים חודשי במונחי תחילת התקופה.
(3) כולל חברות לחיפוש נפט.
המקור: הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

מדד תשואה כוללת למניות רגילות ולמניות בבורה הרשומות למסחר בבורסה, 1985 עד 1988

סוף תקופה	מדד כללי	בנקים מסחריים	ביטוח	בנקים למשכנתאות	מימון ענפיים	חברות השקעה	תעשייה	מסחר ושירותים	מקרקעין, בינוי ופיתוח
(דצמבר 1987 = 100)									
1985	64.8	74.0	59.0	37.0	64.2	41.6	57.6	37.8	40.7
1986	82.0	82.2	105.6	70.4	76.8	73.2	84.1	76.8	85.3
1987	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
I 1988	93.9	104.3	78.7	85.0	102.8	77.7	78.0	71.7	78.0
II	95.1	110.4	74.5	91.7	101.3	68.8	70.8	64.0	75.2
III	100.5	114.0	82.1	109.0	114.3	76.3	79.3	71.4	78.1
IV	101.4	115.1	78.2	102.8	108.4	79.1	83.6	71.2	72.2
שיעור שינוי ריאלי ¹ (משך התקופה אחוזים)									
1988	-14.2	-2.6	-33.8	-13.0	-8.3	-33.1	-29.3	-39.7	-38.9

(1) מנוכה במדד המחירים לצרכן, מתוקן לסוף החודש.
ה מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח ח'-נ'-17

שיעורי תשואה שנתיים ריאליים לסדיון נטו של איגרות חוב צמודות למדד במקור ובבורסה, 1988¹
(אתוזים)

בבורסה		במקור		שנים לפירעון	
100%	80%	גליל	שגיא		
10-9	3-4.5	(10)	(5)		
3.65	3.46	3.46	3.26	I	1987
4.25	4.06	4.04	3.86	II	
3.41	3.08	3.33	2.92	III	
3.26	2.74	3.23	2.73	IV	
3.20	2.65	3.35	2.46	ינואר	1988
3.30	2.78	3.33	2.69	פברואר	
3.21	2.78	3.30	2.81	מארס	
3.00	2.47	3.14	2.46	אפריל	
3.01	2.22	3.26	2.46	מאי	
3.20	2.54	3.52	2.62	יוני	
2.96	2.66	3.18	2.53	יולי	
3.13	2.70	3.24	2.62	אוגוסט	
3.00	2.36	3.34	2.40	ספטמבר	
2.54	1.94	3.34	2.40	אוקטובר	
2.28	1.76	2.80	2.00	נובמבר	
2.44	1.78	2.90	1.90	דצמבר	

(1) התשואה המוצגת בלוח זה היא ממוצע לנתוני סוף שבוע של איגרות חוב ממשלתיות. היא חושבה על-פי מדר המחירים שהיה בפועל. נערך תיקון לגבי הפסד מדר פדיון.

המקור: המחלקה המוניטרית ועיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח ח'-נ'-18
תשואות וסטיית תקן חודשיות על נכסים כספיים, 1986 עד 1988

סטיית תקן חודשית ל־12 החודשים האחרונים				תשואה חודשית ממוצעת במשך התקופה (אחוזים)					
1988				1988					
מחצית ב	מחצית א	1987	1986	מחצית ב	מחצית א	כל השנה	1987	1986	
0.74	0.54	0.37	0.80	-1.55	-1.25	-1.40	-1.23	-1.66	יקרון עו"ש ¹
1.02	0.53	0.44	0.98	-1.24	-0.30	-0.77	0.13	-0.31	ח"ק (תפ"ס) ²
									יקרון בדולרים
4.01	1.89	2.62	1.00	0.37	-0.33	0.02	-0.90	-1.69	עו"ש
4.03	1.87	2.61	1.02	0.65	-0.05	0.30	-0.57	-1.40	זמן קצוב (בניכוי מס במקור)
3.60	2.21	4.91	4.14	1.26	-2.30	-0.52	1.11	0.10	יקדונות פיצויים (במרקים, זמן קצוב)
1.46	1.08	3.00	2.04	0.25	0.53	0.39	0.68	-0.09	יגרות חוב צמודות למדד
2.36	3.77	5.69	3.40	-0.45	-2.03	-1.24	0.58	0.38	ך כל המניות
1.98	2.23	2.19	3.18	-0.82	0.42	-0.20	0.44	-0.72	א. מניות בנקים
7.62	9.43	12.40	7.09	0.45	-6.05	-2.80	1.24	2.81	ב. מניות לא־בנקאיות

- (1) כולל ריבית נומינלית על יתרות עו"ש החל באוגוסט 1984.
 (2) קיימת שונות רבה בתשואות בין לקוחות שונים.
 המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל.