

שוקי הכספים וההון

חלק I: הניתוח הכולל

1. קווי ההתפתחות העיקריים

בשנת 1982 אופיינו שוקי הכספים וההון בכמה התפתחויות מרכזיות: הוצאה ההתרחבות הנומינלית והריאלית¹ של סך הנכסים הכספיים, שהושפעה במדה רבה מגיאות השיא בשוק המניות; כמו כן הוצאה ההתרחבות הנומינלית של הנכסים הכספיים הנוזלים, אך היא פיגרה אחר האצת האינפלציה, ולכן פחתה יתרם הריאלית. קצב הגידול הנומינלי והריאלי של היתרה הממוצעת באשראי הבנקאי הואט, ויתרה זו היתה נמוכה ריאלית בכ-20 אחוזים מן השיא שנרשם ב-1979; אולם לקראת סוף השנה הואץ קצב הגידול הנומינלי של האשראי הבנקאי, והוא אף עלה ריאלית – עלייה שקוזה בראשית 1983. זרמי האשראי לטווח בינוני וארוך התרחבו מאוד השנה. שיעורי הריבית על האשראי החופשי ירדו נומינלית וריאלית², תוך צמצום פערי הריבית בין מגזרי האשראי השונים.

התפתחויות אלה אירעו על רקע של עודף ביקוש גבוה של הסקטור הציבורי, גידול ניכר בגירעון בחשבון השוטף במאזן התשלומים ומדיניות מוניטרית, שחתרה לאי גידול ריאלי של סך האשראי הבנקאי תוך כדי הפחתת הריבית הריאלית (לפני מס) על האשראי החופשי, צמצום הפערים בשיעורי הריבית, והגדלת הבסיס הבלתי צמוד במערכת המוניטרית.

עודף הביקוש של הסקטור הציבורי הצטמצם השנה, כאמור, לאחר שעלה בשיעור חריג אשתקד; להישג זה תרמה העלייה הרבה בגביית המסים, בעוד שהוצאות הממשלה גדלו. צמצום עודף הביקוש לווה בירידה ריאלית תלולה בגיוס ההון נטו של הסקטור הציבורי³, בשל הפסקת תנאי החיסכון המשופרים ועקב גיוס הון שלילי באמצעות מכירת איגרות חוב סחירות (כב-1981). כך נשען השנה מימון עודף הביקוש של הסקטור הציבורי על ההזרמה הממשלתית, שהגיעה לכ-34 מיליארד שקלים – צמצום ריאלי של כ-4 אחוזים בלבד לעומת השנה הקודמת⁴. הזרמה זו היתה גדולה מצורכי מימון הגירעון של הסקטור הציבורי, שהסתכמו השנה בכ-30 מיליארד שקלים – צמצום ריאלי של כ-37 אחוזים לעומת אשתקד.

¹ בפרק זה מחושבים הערכים הריאליים באמצעות חלוקה של ערכים נומינליים במדד המחירים לצרכן (אלא אם צוין אחרת).

² אולם ייתכן שלאותן פירמות, שבעבר לא ניצלו עד תום את הקלות המס, הריבית שלאחר מס עלתה; ראה דיון מפורט בסעיף האשראי.

³ גיוס ההון מוגדר כמכירת נכסים כספיים מצד הממשלה לציבור, בניכוי אשראי נטו לטווח ארוך שהממשלה מעניקה לציבור.

⁴ ההזרמה הרגילה מורכבת בעיקר מהאשראי שבנק ישראל מעניק לממשלה, ומהמרות מטבע חוץ של הממשלה.

לוח ח"א
התפתחויות מוניטריות ואינדיקטורים לעלות האשראי, 1980 עד 1982

יתרות, סוף תקופה				העלייה או הירידה (—)			
1982				הנמיכלית			
				הריאלית			
1980	1981	יוני	דצמבר	1981	1982	1981	1982
(מיליארדי שקלים)				(אחוזים)			
4.5	9.6	10.6	19.2	113	100	6	14—
9.5	20.7	27.9	58.2	117	181	8	21
62.3	127.7	204.0	291.2	105	128	2	1—
86.0	199.2	311.2	520.1	132	161	16	13
219.5	504.9	788.9	1,297.2	130	157	14	11
232.4	542.2	867.5	1,601.8	133	195	16	28
37.9	69.0	97.9	164.4	82	138	10—	3
147.2	337.8	539.5	896.6	130	165	14	15
(אחוזים, מונחים שנתיים)							
18	34	5					
16	43	13					
5	17	4					

- (1) המקור: לוח ח"א 2.
 (2) אמצעי תשלום, פז"ק וחפ"ס, כמפורט בלוח ח"א 14.
 (3) כמפורט בלוח ח"א 14.
 (4) כמפורט בלוח ח"א 13.
 (5) כמפורט בלוח ח"א 7.
 (6) העלות המוצגת בלוח זה היא לפני מס (העלות שאחרי מס — ראה בלוח ח"א 11).
 המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים גדל השנה ריאלית בשיעור ניכר, בעקבות העמקת המיתון הכלכלי בעולם וההתאמה האטית בשער החליפין של סל המטבעות. הגידול בגירעון, שלווה ברכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי בסך 23 מיליארד שקלים, הביא לספיגה של נזילות, אך כמונחים ריאליים לא היה היקף הספיגה גבוה באופן משמעותי מאשר אשתקד; הסיבה להשפעה הממונתת יחסית של הספיגה נובעת מהגידול ביבוא ההון, שהסתכם השנה בכ-15 מיליארד שקלים — לעומת יצוא הון של כ-6 מיליארד שקלים אשתקד (ראה לוחות ח' 2 ו-ח' 3).

בהתפתחות בסיס הכסף הצר ניכר השנה מפנה. יתרתו השנתית הממוצעת אמנם התכווצה ריאלית בשיעור של כ-17 אחוזים, בהמשך למגמה השוררת מאז 1978, אולם במחצית השנייה של השנה גדלה יתרה זו בכ-10 אחוזים, ריאלית. המפנה התרחש עקב מדיניות בנק ישראל, שנועדה לעודד את הבסיס השקלי הבלתי צמוד במערכת הפיננסית, כדי לתרום לייצוב שיעור האינפלציה ולהשתית את ויסות האשראי הבנקאי על שליטה במקורות הבלתי צמודים במטבע ישראלי, במקום על תקרות אשראי (אלה בוטלו בחודש נובמבר). הגידול בבסיס הכסף היה אף תולדה של מדיניות האטת קצב הפיחות, שננקטה ברביע האחרון של השנה.

האשראי הבנקאי (למעט דלק) גדל נומינלית בקצב מהיר מבאשתקד (138 ו-82 אחוזים, בהתאמה), אולם בממוצע שנתי היה קצב גידולו אטי יותר — 102 אחוזים לעומת 103 אחוזים ב-1981. גם בהתפתחות הריאלית של אשראי זה בולט השוני שבין היתרה הממוצעת לבין זו במשך השנה: יתרתו הממוצעת של האשראי הבנקאי הצטמצמה ריאלית בכ-8 אחוזים (לעומת ירידה של כ-3 אחוזים אשתקד), ואילו במהלך השנה גדלה ריאלית יתרת האשראי בכ-3 אחוזים (לאחר צמצום נפחו הכמותי של אשראי זה בשנתיים האחרונות בשיעור מצטבר של כ-20 אחוזים). הגידול הריאלי באשראי הבנקאי התרכז כולו ברביע האחרון של השנה, והוא משקף בחלקו החזרת אשראי למערכת הבנקאות, אשראי שהוצא ממנה כשהתקרות היו בחוקף; אלה בוטלו ברביע זה. ברביע הראשון של שנת 1983 נרשמה שוב ירידה ריאלית באשראי הבנקאי, כ-8 אחוזים, כך שיתרתו חזרה לרמתה של סוף שנת 1981.

בזרמי האשראי לטווח בינוני וארוך נרשם גידול ריאלי של 30 אחוזים לעומת כ-15 אחוזים ב-1981. האשראי במטבע מקומי לא גדל ריאלית בתקופה זו, ולעומתו גדל האשראי במטבע חוץ לטווח בינוני וארוך, לאחר שהותר, החל מאוגוסט, לקבל הלוואות פיננסיות מחוץ לארץ לתקופה ממוצעת של שנתיים וחצי ומעלה — כדי לקזז את צמצום האשראי החופשי במטבע חוץ, שאירע במחצית הראשונה של השנה.

השנה נעשו מאמצים להפחית את הריבית הדביטורית הריאלית על האשראי החופשי, תוך עידוד מתן אשראי בלתי צמוד במטבע מקומי על חשבון אשראי קצר מועד במטבע חוץ. כמו כן הופחתה בהדרגה תוספת הריבית על האשראי החופשי במטבע חוץ, מ-9 אחוזים לאחוז אחד. גם ההיתר לקבלת הלוואות מחוץ לארץ לתקופה של שנתיים וחצי ומעלה סייע להפחתת הריבית הריאלית. צעדים אלה ננקטו בעקבות הנחתם של מתכנני המדיניות, כי לא ניתן להתמיד לאורך זמן ברמה כה גבוהה של שיעורי ריבית על האשראי החופשי, כפי ששררה בשנים 1980 ו-1981 (למעלה מ-30 אחוזים כממוצע, כמונחים ריאליים) — בלי שהקצאת המקורות תשובש וכושר הצמיחה של המשק ייפגע. נוסף על כך נועדה הפחתת הריבית על האשראי החופשי לתרום להפחתת העלויות.

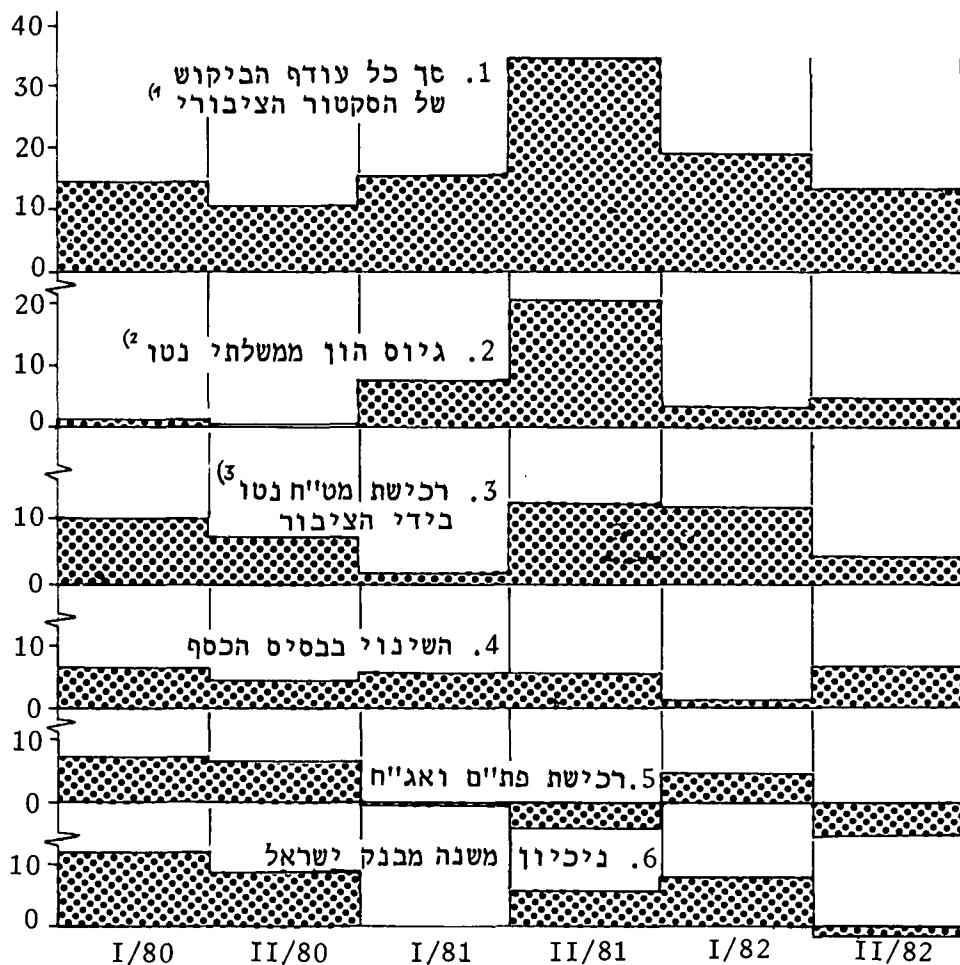
בשנת 1982 התחוללה גיאומטריה חסרת תקדים בשוק המניות. גיאומטריה זו התבטאה בעלויות שיא של שערי המניות הלא-בנקאיות — כ-140 אחוזים כמונחים ריאליים — ובעלייה יציבה ומתמשכת של שערי המניות הבנקאיות, בשיעור ריאלי של כ-28 אחוזים. על רקע הגיאומטריה הרבה, גדל ריאלית היקף ההנפקות ב-37 אחוזים לעומת אשתקד. בתחילת שנת 1983 נרשמו ירידות שערים תלולות בשערי המניות הלא-בנקאיות, ותשואתן הריאלית בארבעת החודשים הראשונים של

לוח ח' 2
המקורות להיווי הנכסים של הסקטור הפרטי¹, עד 1980

זרמים יחסית לבסיס הכסף (ממוצע שנתי)			1982			1981	1980	
1982	1981	1980	מחצית II	מחצית I	סך הכל			
(מיליארדי שקלים)								
4.06	4.82	4.04	31.1	25.6	56.7	32.9	10.1	1. סך כל תרומת הסקטור הציבורי להיווי הנכסים ²
0.28	0.40	1.68	— 2.1	6.4	4.3	2.7	4.2	2. נכיון משנה מבנק ישראל וגורמים אחרים ³
1.52	1.90	1.82	7.8	15.5	23.3	13.0	4.6	3. רכישת מטבע חוץ של הסקטור הפרטי ⁴
								4. סך המקורות להיווי בסיס הנכסים של הסקטור הפרטי
2.46	3.30	3.90	21.2	16.5	37.7	22.6	9.7	(3) — (1) + (2)
1.94	2.92	1.81	18.1	11.6	29.7	20.0	4.5	א. רכישת נכסים לזמן בינוני וארוך ⁵
— 0.41	— 0.71	0.47	— 2.8	— 3.5	— 6.3	— 4.9	1.2	ב. רכישת איגרות חוב סחירות ⁶
0.32	0.35	0.72	— 2.5	7.4	4.9	2.4	1.8	ג. רכישת פיקדונות במטבע חוץ ⁷
0.61	0.74	0.90	8.4	1.0	9.4	5.1	2.2	ד. השינוי בבסיס הכסף

- (1) הסקטור הפרטי מוגדר כציבור ומערכת התיווך הפיננסי. רכישת נכסים (התחייבויות) של הסקטור הפרטי יוצרת התחייבויות (נכסים) של הסקטור הציבורי, בנק ישראל או סקטור חוץ לארץ. בניגוד ללוחות, הבוחנים רכישת נכסים בידי הציבור בלבד (ח"ח 3"א4), נבחנת בלוח זה רכישת נכסים בידי הסקטור הפרטי כולו, לרבות מערכת התיווך הפיננסי. כאן מתקוות תביעות הדדיות בתוך הסקטור שבין הציבור לבין מערכת התיווך הפיננסי, ופיקדונות הציבור במערכת התיווך אינם נכס. כך, למשל, הציבור הוא שצובר אמצעי חשולם, בעוד שהסקטור הפרטי צובר בסיס כסף.
- (2) תרומת הסקטור הציבורי להיווי הנכסים בגין עודף הביקוש המקומי ואשראי פיתוח נטו לסקטור הפרטי (שורות 1 ו-2 בלוח ח"ח 3).
- (3) ראה פירוט בלוח ח"ח 3 שורות 5 ו-6.
- (4) ראה הסבר בהערה 8 בלוח ח"ח 3.
- (5) כולל גיוס הון נטו על ידי הממשלה בניכוי פדיון מוקדם של "בונדס" (ראה פירוט בלוח ח"ח 11א), ופיקדונות מטבע חוץ בבנק ישראל כנגד פיקדונות פיצויים.
- (6) רכישות נטו של איגרות חוב סחירות במקור בניכוי רכישות בנק ישראל בשוק המשיני.
- (7) כולל פיקדונות מטבע חוץ בבנק ישראל, כנגד פיקדונות של חושבים מקומיים ושל חושבי חוץ שהם חושבי ישראל.
- המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

דיאגרמה ח' 1
עודף הביקוש של הסקטור הציבורי ורכיבי מימונו
 (מיליארדי שקלים, במחירי 1982)



הערות:

- (1) סך כל עודף הביקוש זהה לסכום רכיבי מימונו. ומתקיים: $1 = 2 + 3 + 4 + 5 - 6$.
- (2) בניכוי אשראים שנחנה הממשלה.
- (3) לאחר תיקון להשתתפות הבנקים במימון קרנות היצוא במט"ח (ראה הערה 8 בלוח ח' 3) וכולל תנועת הכונס.

שנת 1983 היתה שלילית בשיעור של כ-40 אחוזים. לעומת זאת, לא הושפעו המניות הבנקאיות מהמשבר של תחילת 1983, בעקבות פעולות ויסות מתמשכות של הקונצרנים הבנקאיים; כך הוכיחו מניות אלה פעם נוספת את עצמן כנכס אטרקטיבי ביותר, המתחרה בהצלחה מרובה באפיקים הפיננסיים שמציעה הממשלה, ומקשה בכך על ניהול המדיניות המוניטרית השוטפת. לסיכום, בהתפתחויות המוניטריות בלטו השנה גורמים אלה: מחד גיסא, צמצום בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי וספיגה באמצעות רכישות מטבע חוץ למימון הגירעון בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי, ומאידך גיסא, גידול במשקל ההזרמה במימון עודף הביקוש, הרחבת האשראי לטווח בינוני וארוך, וגיאות שיא בשוק המניות.

ההתפתחויות המוניטריות מוצאות את ביטוין בכמה מישורים. הנכסים הכספיים הנזילים גדלו השנה נומינלית בכ-128 אחוזים לעומת 105 אחוזים אשתקד — ירידה ריאלית של כאחוז ב-1982 שעיקרה במחצית השנייה מול עלייה ריאלית של כ-2 אחוזים ב-1981; אם נכלול את המניות הבנקאיות, עלתה יתרת הנכסים הכספיים הנזילים ב-161 אחוזים לעומת 132 אחוזים אשתקד, דהיינו גידול ריאלי של 13 ו-16 אחוזים, בהתאמה. התפתחות זו הושפעה מגידול ברכישת מניות בנקאיות ונכסים שקליים בלתי צמודים — כתחליף לרכישת נכסים לטווח בינוני וארוך, פיקדונות במטבע חוץ ואיגרות חוב סחירות.⁵

כוללת השנה הירידה בעלות הריאלית של האשראי החופשי בחח"ד לעומת 1981 ו-1980. גם בעלות הריאלית של האשראי החופשי במטבע חוץ נרשמה כמהלך השנה ירידה, בעקבות ירידת שיעורי הריבית בעולם, הפחתת תוספת הריבית על האשראי במטבע חוץ והאטת קצב הפיחות לקראת סוף השנה. (ראה לוח ח'4.) לעומת זאת עלתה הריבית על האשראי המוכון, במסגרת מדיניות בנק ישראל להאחדת שיעורי הריבית במשק. עלותו הריאלית לפני מס של סל האשראי לטווח קצר — הכולל, נוסף על האשראי החופשי, את האשראי המוכון — ירדה מ-17 אחוזים ב-1981 לכ-4 אחוזים ב-1982, וחזרה לרמה של שנת 1980. (ראה לוח ח'11.) ראוי לציין, שבעקבות התיקון בחוקי המס, התייקרה עלות המימון השולית שלאחר מס לאותם גופים שיכלו לנכות תשלומי ריבית, אך לא ניצלו זאת עד תום⁶. עם זאת, יש עדויות לירידת עלות המימון השולית במשק — ובפרט התפתחות המלאים וההשקעה במכונות וצידוד.

הגידול הנומינלי והריאלי במיצרף המוניטרי, הכולל את הנכסים הכספיים הנזילים ואת המניות הבנקאיות, מצביע על כך, שניתן לאפיין את שנת 1982 כשנה של התרחבות מוניטרית, אף כי פחותה מבאשתקד.

סך רכושו של הציבור גדל השנה בכ-5 אחוזים, במונחים ריאליים, לעומת 11 אחוזים בשנה שעברה. עלייה זו התרחשה בעקבות עלייה ריאלית, של כ-15 אחוזים, ברכוש הפיננסי הנקי, וגידול של כאחוז אחד ברכוש הפיסי. (ראה לוח ח'7.) הגידול ברכוש הפיננסי משקף התרחבות ריאלית של כ-16 אחוזים בתיק הנכסים הכספיים (ללא מניות לא-בנקאיות) וגידול ריאלי של כ-20 אחוזים בסך התחייבויותיו של הציבור. בדומה למגמה המסתמנת בשלוש השנים האחרונות, גדל גם השנה הרכוש הפיננסי הנקי בקצב מהיר יותר מהרכוש הפיסי. ייתכן שמגמה זו משקפת

⁵ רכישת נכסים כספיים נזילים ומניות בנקאיות כוללת את השינוי ביתרת אמצעי התשלום, בהגדרתם המקובלת (מוזון ופיקדונות עו"ש), את הצבירה בתפ"ס ובפיקדונות שקליים לזמן קצוב, בפת"ס ובאיגרות חוב סחירות שבידי הציבור, ואת רכישת המניות הבנקאיות של הציבור. עקב היצעים גמישים מאוד, הן של איגרות חוב סחירות, הן של פת"ס והן של מניות בנקאיות — היצעים הנובעים ממדיניות ייצוב השערים הריאליים של איגרות החוב, שער החליפין ושערי המניות הבנקאיות (המוסמכות בידי הבנקים) — קיימת תחלופה גבוהה בין החזקת נכסים אלה לבין החזקת כסף. לפיכך משמשת התפתחות סך הנכסים הנזילים בתוספת המניות הבנקאיות כאחד האינדיקטורים, שלאורו בוחן בנק ישראל בשנים האחרונות את ההתפתחויות המוניטריות.

⁶ לגבי משקי בית, לגבי גופים שלא חייבים כמס מסיבות שונות, ולגבי אותם גופים, שניצלו עד תום את האפשרות להקטין את חבות המס — עלות המימון השולית היא זו שלפני מס (ראה פירוט בהערה מס' 10).

את האפשרות, שהציבור אינו תופס את כל צבירת הרכוש הפיננסי כתהליך מתמיד ויציב, וחלקה של צבירה זו נתפסת כרכישת עתודות של אמצעים לתשלומי מסים עתידיים.

ירידת שיעורי הריבית הדביטוריים על האשראי החופשי היתה גורם, שמנע את החרפת מגמת הקיפאון בפעילות הכלכלית המקומית ב־1982. השפעת ההתפתחות המוניטרית השנה על האצת האינפלציה לא היתה רבה; ההאצה באינפלציה משקפת בעיקר את המדיניות הפיסקלית והמוניטרית שננקטה השנה — צמצום תמיכות וגידול במסים — כתגובה להתפתחויות בעבר, ובמיוחד להתרחבות הפיסקלית והמוניטרית פרי העמקת הסבסוד ב־1981, בצד רמת נזילות גבוהה, שאיפשרה את גלגול מלוא העלויות למחירים. לפיכך ניתן לומר, כי התפתחות המחירים ב־1982 הושפעה יותר מהתפתחות המוניטרית בשנה הקודמת.

2. ההתפתחויות המוניטריות והשפעתן על הפעילות הכלכלית ועל המחירים

את ההתפתחויות המוניטריות בשנת 1982 ואת השלכותיהן על היקף הפעילות הכלכלית ועל קצב האינפלציה, יש לבחון על רקע האירועים הכלכליים בשנה שעברה. שנת 1981 היתה שנה חריגה: המדיניות הפיסקלית העמידה במרכז פעולתה סבסוד מסיבי של המוצרים המבוקרים, וכיוון שהעמקת הסבסוד לא לוותה בהפחתת הוצאות אחרות או בעלייה מקבילה במסים — גדל מאוד עודף הביקוש של הסקטור הציבורי. כדי למתן, בטווח הקצר, את השפעת גידול עודף הביקוש על הרחבת הגירעון במאזן התשלומים ועל האצת קצב האינפלציה — נקטה הממשלה צעדים מיוחדים לשיפור תנאי החיסכון לטווח בינוני וארוך, שבעקבותיהם התרחב מאוד היקף גיוס ההון נטו. (פירוט ראה ברו"ח בנק ישראל 1981, פרק ח'). עם זאת, לא הדביק גיוס ההון את הגידול בעודף הביקוש, כך שההזרמה גם היא גדלה, בעיקר במחצית השנייה של השנה. בשל הקושי הכרוך בהמשך מדיניות זו — בעיקר בשל השלכותיה על מאזן התשלומים, ובטווח הארוך גם על האינפלציה⁷ — חל השנה מפנה במדיניות הפיסקלית. המפנה התבטא בגידול רב כגביית מסים שונים ובהטלת מסים חדשים. העלייה במסים היתה גדולה במדה ניכרת מהגידול בהוצאותיו של הסקטור הציבורי, כך שעודף הביקוש הרב של הסקטור הציבורי צומצם, ובעקבות זאת — פחתו גם צורכי המימון שלו; לפיכך לא חודשו התנאים המשופרים בתכניות החסכון, וחלה ירידה ריאלית חדה ברכישת נכסים לטווח בינוני וארוך שמציעה הממשלה. ירידה זו קשורה גם לעליית נטל המסים על הציבור: הציבור לא הקטין, בעקבות העלייה במסים, את צריכתו הפרטית בהתאם, (וזו אף גדלה), וחלק מתגובתו התבטא בהקטנת נכונותו לרכוש נכסים כספיים ממשלתיים. שילוב גורמים אלה הביא לשינוי בהרכב מימון של עודף הביקוש הציבורי. לכן ירד משקל גיוס ההון נטו לטווח בינוני וארוך, ועלה משקל ההזרמה הרגילה.

הירידה בצורכי המימון של הסקטור הציבורי, ואי־חידוש התנאים המשופרים בתכניות החיסכון לטווח בינוני וארוך (השקולים להפחתת תשואה), תאמו את צורכי המדיניות המוניטרית להפחתת הריבית הדביטורית הריאלית על האשראי החופשי; שכן צמצום הזדקקותו של הסקטור הציבורי למקורות מימון במשק איפשר את הפנייתם של מקורות אלו לסקטור הפרטי, והיווה את אחד הגורמים שסייע להפחתת הריבית הריאלית על האשראי החופשי.

צמצום עודף הביקוש של הסקטור הציבורי, שאיפשר ריסון אשראי מתון יותר, תרם לירידת שיעורי הריבית הדביטוריים על האשראי החופשי מרמתם הגבוהה ב־1980 ו־1981 (ראה לוח

⁷ נוסף על ההשפעה ארוכת הטווח של מדיניות העמקת הסבסוד על האינפלציה ומאזן התשלומים, היא פוגעת גם ביעילות הקצאת המקורות במשק, כשבשה את מכנה המחירים היחסיים.

לוח ח' 3
המקורות לשינויים בערך הנכסים הכספיים הנזילים, 1980 עד 1982

שיעורי שינוי ריאליים ¹		1982				
1982	1981	מחצית II	מחצית I	סך הכול	1981	1980
(אחוזים)		(מיליארדי שקלים, מחירים שוטפים)				
— 37	95	15.1	15.0	30.1	24.1	5.2
36	— 15	16.0	10.6	26.6	8.8	4.9
— 37	106	14.0	10.5	24.5	18.3	4.0
10	3	17.1	15.1	32.2	14.6	6.1
— 4	44	18.9	15.1	34.0	17.2	4.9
—	—	0.9	1.6	2.5	— 1.1	3.6
— 53	165	— 3.0	4.8	1.8	3.8	0.6
59	33	4.1	1.1	5.2	1.7	0.6
131	37	22.8	15.4	38.2	7.1	2.5
—	—	15.0	— 0.1	14.9	— 5.9	— 2.0
1	15	7.8	15.5	23.3	13.0	4.5
—	—	(8.4)	(— 5.4)	(3.0)	(— 2.6)	(— 1.9)
39	— 16	3.1	4.9	8.0	2.6	5.2

1. תרומת הסקטור הציבורי להיווי הנכסים בגין עודף הביקוש²

2. אשראי פיתוח ואחר, נטו, מהסקטור הציבורי²

3. רכישת נכסים נטו לזמן בינוני ארוך³

4. תרומת הסקטור הציבורי לנכסים הכספיים הנזילים
(4)=(1)+(2) — (3)

א. הזרמת הסקטור הציבורי⁴

5. ניכיון משנה בבנק ישראל⁵

6. גורמים אחרים⁶

7. רכישת פיקדונות במטבע חוץ של מקבלי פיצויים

8. גירעון בחשבון השוטף במאזן התשלומים של הסקטור הפרטי⁷

א. השינוי בהתחייבויות נטו מחו"ל (ב'—) (8)

ב. רכישות מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי⁸

8. (מכירות מט"ח שנבעו מיבוא הון לצורך מתן אשראי חופשי במט"ח⁹)

9. הזרמה נטו לכסיד הנכסים הכספיים הנזילים

(9)=(4)+(5)+(6) — (7) — (ב'—)

10. ההרחבה הנובעת מהפעילות הבנקאית המקומית¹⁰

$$(9) - (11) = (10)$$

3.9 11.6 23.4 5.1 18.3 29 - 12

א. אשראי חופשי במט"ל, אשראי חופשי במט"ח¹¹ ממקורות

פנים והשתתפות הבנקים באשראי מכוון

1.3 5.5 25.7 7.4 18.3 90 85

11. רכישת נכסים כספיים נזילים ומניות בנקים

9.1 14.2 31.4 10.0 21.4 - 31 - 2

א. נכסים לא צמודים¹²

4.6 9.3 29.9 5.3 24.6 - 10 36

ב. פת"ם ואג"ח

3.5 1.1 - 7.9 4.5 - 12.4 - -

ג. צבירת מניות בנקים

1.0 3.8 9.4 0.2 9.2 72 - 5

12. הפרשי שערים ופירות

44.3 98.0 286.2 97.6 188.6 6 30

13. סך השינוי בערך הנכסים הכספיים הנזילים¹³

53.4 112.2 317.6 107.6 210.0 - 1 26

14. סך זרמי האשראי לטוח קצר (10א)+(8)'+5

3.0 1.8 31.2 3.6 27.6 - 58 361

(1) מנוכה על בסיס חצי שנתי.

(2) המקור: לוח ח"9.

(3) כולל גיוס הון נטו ארוך בידי הממשלה בניכוי פדיון מוקדם של "בונדס".

(4) ההזרמה שבסעיף (4) בניכוי הספינה נטו של הסקטור הציבורי באמצעות איגרות חוב סחירות, ספינה זו אינה זהה לרכישת איגרות חוב כפי שמוצגת בלוח ח"2 שורה (4)ב' בגין פעולות בנק ישראל בשוק הפתוח.

(5) כולל ניכיון משנה בבנק ישראל במסגרת האשראי המוכוון. בתוספת זקיפה בגין העברת מימון הקרנות מבנק ישראל לבנקים (ראה הערה 8). כמו כן כלולה כאן הלואה מוניטרית לבנקים.

(6) סעיף זה כולל בעיקר את ההזרמה או הספינה הנובעת מחשבון רווח והפסד של בנק ישראל.

(7) המקור: לוח ז"17 בפרק מאזן התשלומים — עודף יבוא בניכוי העברות חד-צדדיות על בסיס רבעוני מתורגם לפי שער חליפין ממוצע.

(8) רכישות מטבע חוץ בבנק ישראל בידי הסקטור הפרטי. בתוספת זקיפה בגין העברת מימון הקרנות מבנק ישראל לבנקים המסחריים (ראה הערה 5). זקיפה זו כוללת את כל השינוי בקרנות, בעוד שבלוח ז"17 בפרק "מאזן התשלומים" נעשתה זקיפה בשלבי המעבר בלבד.

(9) האומדן נעשה בהנחה, שחלק מהאשראי החופשי במט"ח מקורו כיבוא הון וחלק אחר — מאמצעים חופשיים בפת"ם (כ"6 אחוזים מהשינוי ביתרת הפת"ם בדולרים, מתורגם למטבע ישראלי; זוהי הערכה).

(10) סעיף זה מתקבל כשארית. עיקר ההבדל בינו לבין האשראי חופשי (10א') הוא באשראי הבנקאי לממשלה ורכישת נכסים ריאליים ופיננסיים על ידי הבנקים.

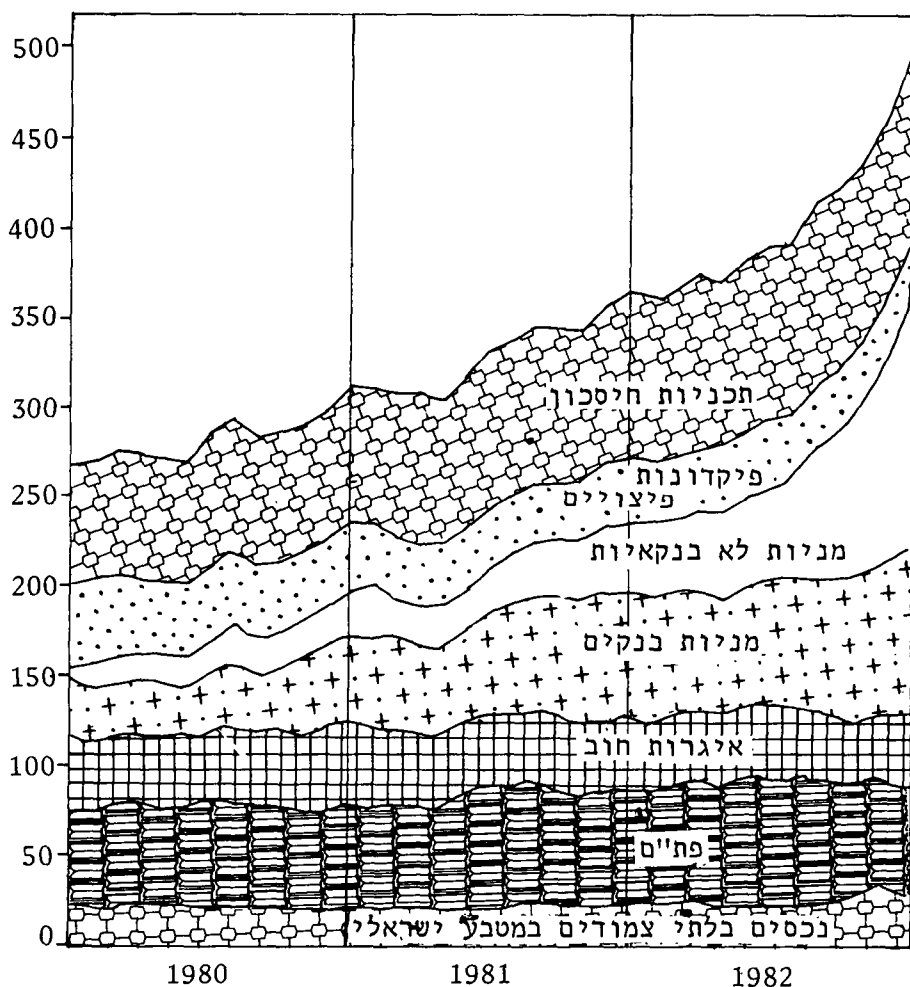
(11) ההרחבה הנובעת מאשראי חופשי במט"ח ממקורות פנים, נאמדת כמתואר בהערה 9 לעיל (כ"6 אחוזים מהשינוי ביתרת הפת"ם בדולרים מתורגם למטבע ישראלי).

(12) רכישת אמצעי תשלום נאמדה על פי הפרשי יתרות, ורכישת פיקדונות לזמן קצוב ותפ"ס נאמדה על פי הגידול ביתרה בניכוי זקיפת רכישת שלאחר מס.

(13) הנכסים הנזילים כוללים גם פיקדונות תושבי-חוץ של תושבים מקומיים, ונערך חיקון מקביל בפעילות הסקטור הפרטי במט"ח (סעיף 8ב'). רכישת איגרות החוב שונה מזו המוצגת בלוח ח"4א', כיוון שהיא כוללת גם רכישות מצד מערכת הבנקאות, בגלל מגבלות סטטיסטיות.

המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

דיאגרמה ח'2
נכסים כספיים בידי הציבור 1980 — 1982
(מיליארדי שקלים, במחירי דצמבר 1981)



ח'4). סביר להניח, שלולא הירידה בריבית הריאלית, היתה ההאטה בפעילות הכלכלית חריפה עוד יותר, על רקע הירידה הרבה בהיקף היצוא. בולטת השפעת הירידה בריבית על היקף ההשקעות בנכסים קבועים ובמלאים, שגדלו במקצת השנה למרות מיתון הפעילות הכלכלית המקומית.

שיעור האינפלציה עלה השנה שוב לרמה של כ-130 אחוזים, לאחר האטה זמנית אשתקד. עם זאת נראה, שההתפתחויות המוניטריות לא היו הגורם המרכזי שהניע את התנודות החזקות בקצבי האינפלציה בשלוש השנים האחרונות. תנודות המחירים הושפעו בעיקר משינויים במדיניות הסבסוד, במסים ובמדיניות הפיחותים. על רקע התנודות החדות במחירי המוצרים המבוקרים, בולטת יציבות יחסית במחירי המוצרים הבלתי מבוקרים. יציבות יחסית זו על פני שלוש השנים, והדמיון בהתפתחות המחירים בין 1980 ל-1982, יש בהם כדי לרמוז, שהגידול

בסוכסידיות ב-1981 לא גרם לשינוי משמעותי במגמה הבסיסית של האינפלציה; זו נקבעה בטווח הארוך על-ידי עודפי הביקושים, ובפרט על-ידי ההתפתחויות המוניטריות בשנים הקודמות.

צעדי המדיניות בתחום הסוכסידיות, המסים ושער החליפין משפיעים מיד על השינויים ברמת המחירים, בעוד שהשפעת ההתפתחויות המוניטריות על האינפלציה ועל הפעילות הריאלית (שעליהן משפיעים שינויים בעודף הביקוש, בהרכב הנכסים למימון, במדת נזילותם, ובמדיניות האשראי הכוללת של בנק ישראל) — השפעות אלה באות לידי מלוא ביטויין רק בפיגורי זמן ארוכים, יחסית, ובלתי סדירים. כמשק קטן ופתוח כישוראל, קובעות ההתפתחויות במאזן התשלומים ומבנה המערכת המוניטרית את משך פיגור הזמן ואת עוצמת ההשפעה.

ההתפתחויות בגירעון השוטף של מאזן התשלומים, יחד עם מדיניות שער החליפין ושיעורי הריבית בארץ ובחוץ-לארץ, קובעים את היקף הדחייה ואת משך הדחייה של ההשפעות האינפלציוניות הטמונות בהתרחבות מוניטרית, באמצעות הדליפה דרך מאזן התשלומים. דוגמה לכך היא מדיניות האטת קצב הפיחות הנומינלי מאז חודש ספטמבר 1982: כל עוד ניתן להתמיד במדיניות זו, ניתן גם לדחות חלק מההשפעות האינפלציוניות של ההתרחבות המוניטרית הנומינלית. אולם קשה להעריך אם התנאים בעתיד יאפשרו להמשיך במדיניות זו, ולפיכך קשה גם לאמוד את עוצמת ההשפעה בפיגור של ההתרחבות המוניטרית על האינפלציה, ואת עתויה. זאת ועוד: אופיה של המערכת המוניטרית הקיימת מוסיף ומקשה על הערכת ההשפעה האמורה, שכן לממשלה ולבנק ישראל אין שליטה רבה על היקף סך גיוס ההון מהציבור, המאפשר (לפחות בטווח הקצר והבינוני) לנטרל את ההשפעות האינפלציוניות הטמונות בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי. במילים אחרות, המערכת המוניטרית מאופיינת עדיין בהעדר שליטה מספיקה על ההתרחבות המוניטרית הנומינלית, ובעיקר בגלל הקושי לשלוט שליטה מלאה על בסיס הכסף השקלי. מכאן שהרכב מימון עודף הביקוש של הסקטור הציבורי נקבע, במדה רבה, בידי הציבור, בהתאם לציפיותיו לגבי שיעור האינפלציה ולתשואות הריאליות הצפויות על הנכסים השונים, שמציעים הממשלה ובנק ישראל⁸.

קיימים הסדרים מוסדיים, המגבילים את יעילותה של המדיניות המוניטרית, והם: (א) שיעור ההצמדה הגבוה של הנכסים ושל האשראי; (ב) ההתאמה הרבה לאינפלציה של ההזרמה הנובעת מהפעילות הממשלתית; (ג) הסדרים מוסדיים המגבילים את אפקטיביות השליטה המוניטרית בשל המגבלות הקיימות בשינויי התשואות הריאליות של איגרות החוב והפת"ם. על רקע זה, ההתרחבות הנומינלית של האשראי והנכסים הפיננסיים היא תוצאה אוטומטית, של עליות מחירים ועליות שער החליפין. עם זאת ננקטו השנה צעדים לשם שינוי המצב: ביוני הוטל מס של שני אחוזים על מכירת ניירות ערך סחירים, שהפחית את מדת נזילותם של נכסים כספיים שונים, וככך נוסף הוא לשורת צעדי בנק ישראל בתחום זה. צעדים אלה נועדו מחד גיסא, לעודד את הבסיס השקלי הבלתי-צמוד במערכת המוניטרית, באמצעות עידוד החזקת פיקדונות בלתי-צמודים במטבע מקומי, שהוצעו השנה, ושימוש באשראי בלתי-צמוד, ומאידך גיסא הם נועדו להפחית את מדת נזילותם של הנכסים הכספיים הצמודים. בעקבות צעדים אלה, השתנתה השנה מגמת ההצטמקות של המגזר הפיננסי הבלתי-צמוד שאיפיינה את העשור האחרון. (ראה הסבר בסעיף המדיניות), והדבר הגביר את משקלם של הנכסים הבלתי-צמודים. כן נעשו פעולות להקטנת משקלו של האשראי במטבע חוץ על חשבון הרחבתו של האשראי בשקלים.

⁸ למרות שבדרך כלל הציבור הוא הקובע, במדה רבה, את הרכב מימון הגירעון של הסקטור הציבורי, מצליחות הרשויות להשפיע במידה מסוימת על הרכב מימון הגירעון, באמצעות פעולות יזומות לשיפור תנאי החיסכון, הננקטות מדי פעם. בהקשר זה בולט מאוד השיפור בתנאי חכניות החיסכון שהוצעו ב-1981, שאיפשר את רכישתן לתקופה של שנתיים.

לוח ח' 4

שיעורי ריבית נומינליים על האשראי החופשי במסגרת חח"ד במטבע ישראלי ועל האשראי החופשי במטבע חוץ, 1980 עד 1982 (אחווים, מונחים שנתיים)

שיעור השינוי בשער השקל ביחס לדולר	שיעור עליית מדד המחירים לצרכן	ריבית על אשראי חופשי במט"ח במונחי דולרים ²	עלות חריגות על אשראי חופשי במט"ח במסגרת חח"ד	עלות אפקטיבית ממוצעת על אשראי חופשי במט"ח במסגרת חח"ד ¹	
89	96	36	252	171	1980 רביע I
106	154	32	231	159	רביע II
100	116	29	251	179	רביע III
166	174	35	256	197	רביע IV
90	98	34	233	174	1981 רביע I
201	91	35	225	170	רביע II
75	102	36	225	172	רביע III
82	116	33	221	167	רביע IV
128	109	32	220	146	1982 רביע I
150	141	31	213	140	רביע II
112	158	25	213	136	רביע III
79	120	19	213	138	רביע IV

(1) כולל את הריבית התעריפית, דמי הקצאת קו אשראי, וריבית על חריגות מחקרת האשראי. בהתאם לשכיחות החריגות בפועל.
(2) כולל ריבית תעריפית כדולרים על אשראי שניתן לשלושה חודשים, ותוספת הריבית שנוכה בנק ישראל, במונחים שנתיים.
המקור: הפיקוח על הבנקים – סטטיסטיקה חודשית של המוסדות הבנקאיים, ועיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

נוסף על כך, נמשך השנה ביתר שאת המעבר להקצאת תנאי אשראי ממשלתי להשקעות ולדיור בתנאי הצמדה, במסגרת הצעדים שהוחלט עליהם עוד ב-1979. כמו כן המשיך בנק ישראל במדיניות התאמת הריבית בקרנות האשראי המוכוון לריבית בשוקי האשראי החופשי במטבע ישראלי ובמטבע חוץ. שילוב צעדי המדיניות, דהיינו עידוד הפיקדונות בשקלים והצמדת ההלוואות הממשלתיות, הביא מצד אחד לעלייה בחלקו של מס האינפלציה בתוצר הלאומי

הגולמי, דהיינו לגידול בהכנסותיו של הסקטור הציבורי הנובע משחיקת התחייבויותיו הבלתי-צמודות של הסקטור הפרטי⁹, ומצד שני – לצמצום נוסף בחלק הסובסידיה, הגלומה באשראי המוזל לסוגיו, בתוצר הלאומי. סובסידיה זו, שהיקפה הריאלי נקבע במדה רבה על-ידי האינפלציה, גדולה עדיין ממס האינפלציה, אך הפער ביניהם הולך ומצטמצם משמעותית. מן הראוי להדגיש, שלמרות שיעורי האינפלציה הגבוהים השוררים במשק הישראלי זה עשור, מס האינפלציה (גם ללא ניכוי הסובסידיה האינפלציונית הגלומה באשראי המוזל) אינו מהווה מקור מימון מרכזי של הממשלה בטווח הארוך; חלקו של מס זה בתל"ג הוא כ-2 אחוזים בלבד (ראה לוח ח'-6), כך שניתן היה להתליפו בקיצוץ דומה בעודף הביקוש.

3. המדיניות המוניטרית של בנק ישראל

ב-1982 המשיכה המדיניות המוניטרית של בנק ישראל להתמקד בריסון הגידול של האשראי הבנקאי לסקטור הלא-ממשלתי. היקפו של האשראי הבנקאי לממשלה (שגדל השנה), בדומה לשאר רכיבי גיוס ההון של הסקטור הציבורי, הוא מחוץ להשפעתו של בנק ישראל. בתחום האשראי הבנקאי לציבור, התרחשו השנה כמה התפתחויות חשובות; הראשונה שבהן: צומצמו פערי הריבית והוקטנה הסגמנטציה בין סוגים שונים של אשראי בנקאי. המדיניות המוניטרית פעלה השנה להקטנת השונות בין שיעורי הריבית לאשראי לסוגיו, ולשם כך הועלו שיעורי הריבית לאשראי המוכוון בקרן המשלוחים ובקרן הייצור לשם יצוא, תוך כדי הגדלת זמינות האשראי. לעומת זאת, תוספת הריבית על האשראי החופשי במטבע חוץ הופחתה מ-9 אחוזים לאחוז אחד. נעשו מאמצים להורדת שיעור הריבית הריאלית על האשראי החופשי בחח"ד. נוסף על כך חתרה המדיניות להקטין את מימדי הפטורים מהקנס ומהתקרות; מאמצים אלו התבטאו בגידול משקלו של האשראי החופשי במשק, על חשבון הורדת משקלו של האשראי המוכוון והאשראי הפטור.

התחום השני לפעולת המדיניות המוניטרית היה הגדלת חלקו של היסוד הבלתי-צמוד, הן בתחום הנכסים הכספיים והן בתחום האשראי. היקפו המצומצם של בסיס הכסף הבלתי-צמוד, הגביל במדה ניכרת, את המדיניות המוניטרית. כמשך השנים, עם האצת האינפלציה, הגדיל הציבור בהתמדה את החזקתם של הנכסים המוניטריים הצמודים למדד המחירים לצרכן או למטבע חוץ, עד שבשנת 1981 הגיע משקלם ל-80 אחוזים ומעלה מסך הנכסים הכספיים הנזילים. כמובן הועמדו לרשות הציבור נכסים כספיים, שערכם עולה אוטומטית עם עליית המחירים, כגון מניות בנקאיות ותכניות חיסכון. משקל כל הנכסים הנזילים בכלל הנכסים הכספיים הלך ופחת, מ-44 אחוזים בסוף 1977 ל-24 אחוזים בסוף 1982. להתפתחות זו היו שתי תוצאות: (א) משקלו של בסיס המס האינפלציוני במשק ירד; (ב) גידולו של הכסף – במובן הרחב של המונח, דהיינו נכסים נזילים – הפך להיות גורם אנדוגני במערכת. המדיניות המוניטרית איבדה במדה רבה את השליטה על ערכם הנומינלי של הנכסים הפיננסיים, ולפיכך האצת האינפלציה נתאפשרה במידה רבה על-ידי הסתגלותם האוטומטית.

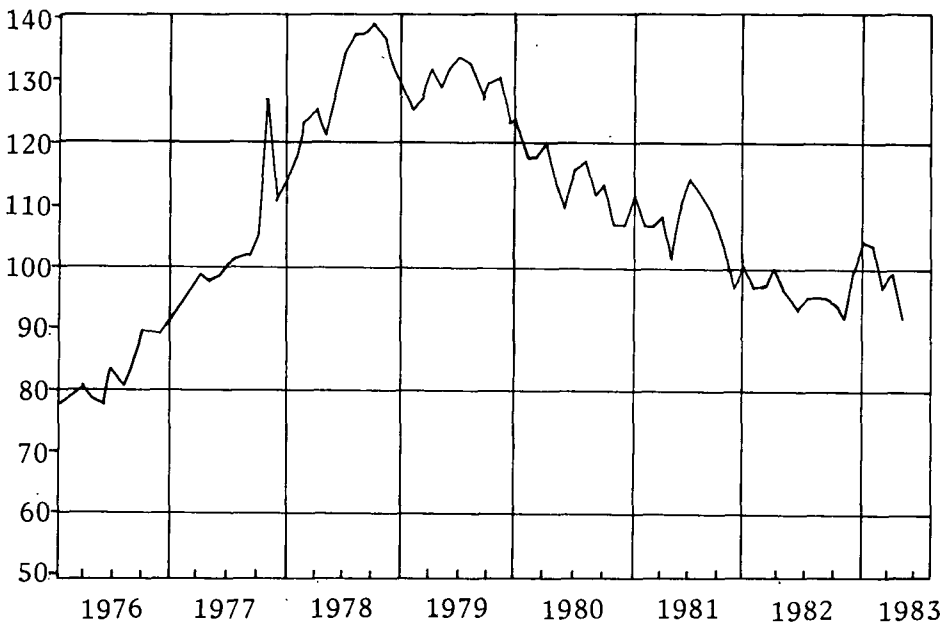
ב-1982 נעשו מאמצים לשינוי בסיסי במצב זה: כוח משיכתם של הנכסים הצמודים הוקטן, משהוטל קנס שכירה על הפת"ם לזמן קצוב, ובוטל תשלום הריבית על פת"ם עובר ושב. נוסף

⁹ הגידול שהושג השנה במס האינפלציה משקף עלייה מהירה יותר בשיעור האינפלציה משיעור הירידה בבסיס הכסף הריאלי, דהיינו בסיס המס האינפלציוני. זאת בניגוד לשנת 1980 שבה קרה ההיפך: ההבדל בין שתי השנים קשור למדיניות עידוד המגזר השקלי הבלתי-צמוד שתוארה לעיל. ככל שיגדל בסיס מס האינפלציה, ניתן יהיה להשיג היקף מס זהה בשיעור אינפלציה נמוך יותר.

דיאגרמה ח' 3

מדד סך-כל האשראי הבנקאי למעט דלק, 1976 עד 1983

במונחים ריאליים (הבסיס: דצמבר 1981 = 100)



על כך הוטל מס של 2 אחוזים על עסקאות כבורסה לניירות ערך, כולל איגרות חוב ממשלתיות. בעת ובעונה אחת, הוצעו לפרטים, באמצעות הבנקים, פיקדונות לזמן קצר, נושאי ריבית פטורה ממס. פעולות אלה הניעו את הציבור לעבור לנכסים בלתי צמודים במטבע ישראלי. בתחום האשראי, שאפה המדיניות המוניטרית להגדלת משקלו של האשראי במטבע מקומי על חשבון האשראי במטבע חוץ, והדבר נעשה באמצעות הנמכת תקרות האשראי במטבע חוץ בכ־30 אחוזים, ובמקביל – כיטול תקרות האשראי בשקלים ואפשרות להרחבה ריאלית של האשראי החופשי.

התחום השלישי, שבו פעלה המדיניות המוניטרית, היה הגברת השימוש בוויסות בסיס הכסף לצורך מתן האשראי – במקום הדגש, שהושם קודם לכן, על תקרות אשראי ייחודיות לכל בנק. לשם כך, הועלו בחודש נובמבר במדה רבה הקנסות על חריגה מהוראות הנזילות, והועלו גם שיעורי הנזילות על האשראי, נוסף על העלאת שיעורי הנזילות הנדרשים על הפיקדונות. כמו כן הועלתה הריבית על האשראי המוכון במטבע חוץ, הפטורה מהנזילות ומתקרות האשראי. כתוצאה לוואי של צעדים אלה, הצטמצם הפער בין הריבית הקרדיטורית לבין הריבית הדביטורית, ובסיכומו של דבר חזרו למערכת הבנקאית חלק מזרמי האשראי, שיצאו ממנה במהלך 3 השנים שבהן שררו תקרות על האשראי.

כן מתוכננת מערכת יעילה יותר בתחום הפעולות בשוק הפתוח, כאשר יוצע לציבור אפיק חדש: איגרות חוב בלתי-צמודות ל־90 יום, שיאפשרו פעולות בשוק הפתוח. פעולות אלה מחייבות, כמובן, גמישות גדולה יותר בשיעורי הריבית הנומינלית והריאלית, בהשוואה לזו ששררה בשנת 1982.

הרמה הכוללת של הריבית על אשראי לטווח קצר ירדה בשנת 1982 והגיעה ל-4 אחוזים, במקום 17 אחוזים בשנת 1981, ולמעשה חזרה הריבית במגזר זה לרמה של שנת 1980. עם זאת, העלות האפקטיבית לאחר מס עלתה מריבית שלילית של 24 אחוזים ב-1981 לריבית חיובית של 2 אחוזים ב-1982, כך שאין לקבוע בוודאות אם שיעור הריבית הריאלי האפקטיבי עלה השנה או ירד.

היעד המרכזי, שהמדיניות המוניטרית חתרה אליו השנה בתחום האשראי היה אי-גידול ריאלי של האשראי הבנקאי לציבור. בנק ישראל סבר, שבתנאים ובהסדרים המוסדיים הקיימים במשק הישראלי, אין מדיניות מוניטרית מרסנת — ובפרט ריסון האשראי — יכולה להיות רכיב מרכזי במדיניות הדיסאינפלציונית. לא ניתן להתמיד לאורך זמן בריסון מוניטרי חריף, המביא להגדלת עלות האשראי החופשי במשק עד ל-30 אחוזים ומעלה (כפי שהיה ב-1980 ו-1981) — מבלי שהמשק ישלם מחיר כבד: כושר הצמיחה ייפגע, וההשקעות תפחתנה¹⁰. לפיכך שאף בנק ישראל לכך, שעודף הביקוש הממשלתי יצטמצם, ויימנע הצורך בריסון חריף באשראי, הפוגע במשק. עם זאת ראוי לזכור, שללא ריסון מוניטרי מתאים, דהיינו, ללא צמצום משמעותי בקצב

לוח ח'-5

מהירות המחזור של פיקדונות עובר ושב ושל מיצרפים מוניטריים, 1978 עד 1982

מהירות המחזור השנתית הממוצעת של מיצרפים מוניטריים ביחס לשימושים המקומיים ¹				
מהירות המחזור הממוצעת של פיקדונות עובר ושב בשקלים ²	מהירות המחזור הממוצעת של הפת"ם	אמצעי תשלום	אמצעי תשלום ופיקדונות בלתי צמודים	סך הנכסים הכספיים הנזילים ³
1978	45.22	11.88	9.34	2.75
1979	69.19	17.17	13.53	3.14
1980	104.29	22.26	16.90	3.13
1981	160.97	12.34	27.28	3.42
1982	193.66	15.46	31.92	3.62

(1) סך כל השימושים המקומיים למעט יבוא ביטחוני ישיר כמוגדר בלוח ב'-1, מחולק בסכום השנתי הממוצע של המיצרפים המוניטריים.
 (2) סך כל החיובים בחשבונות עובר ושב במטבע ישראלי בבנקים, מחולק בסכום השנתי הממוצע של פיקדונות עובר ושב.
 (3) אמצעי תשלום, פקדונות בלתי צמודים, פת"ם, פת"ח של תושבים מקומיים ואיגרות חוב סחירות שבדי הציבור.
 המקור: מהירות המחזור של פיקדונות עובר ושב ושל פת"ם — הפיקוח על הבנקים, סטטיסטיקה חודשית של המוסדות הבנקאיים. אמצעי תשלום ופיקדונות לא צמודים — לוח ח'-א, סך הנכסים הנזילים — לוח ח'-א5. השימושים המקומיים (למעט יבוא ביטחוני ישיר) — לוח ב'-1.

¹⁰ עם זאת חשוב לציין, שנוסף על האשראי החופשי קיימים סוגי אשראי אחרים — אשראי מכוון, אשראי צמוד במטבע ישראלי ואשראי לטווח ארוך, שעלותם הריאלית נמוכה בהרבה מזו של האשראי החופשי. כמו כן ראוי לזכור, שהעלות הריאלית הגבוהה של האשראי החופשי נבעה, בין היתר, ממערכת המסים המעוותת, שעודדה ביקושים לאשראי בשל שיקולי מס. שיעור הריבית הריאלי בפועל, שעמד בפני יחידות כלכליות (שיכלו לנכות תשלומי ריבית מהכנסות חייבות במס, כשהאשראי מממן פעילויות חסינות מס) היה נמוך בהרבה מעלות האשראי לפני מס. עם זאת, ניכור הוצאות מימון כנגד פעילויות חסינות מס אינו מותר לכלל — לא למשקי הבית ולא לפירמות וליזמים, שאינם נדרשים לשלם מס בשל הפסדים או ריבוי הקלות וכדומה. העלות הממשית לגופים אלה היא זו שלפני מס, ורמתם הריאלית הגבוהה של שיעורי הריבית מטילה עליהם נטל מימון כבד.

ההתרחבות הנומנילי של הגדלים המוניטריים (בסיס הכסף, האשראי והנכסים הכספיים) — לא ניתן יהיה להפחית לאורך זמן את שיעורי האינפלציה הגבוהים, השוררים במשק זה עשור שנים. חשוב להדגיש, ששיעורי האינפלציה הנוכחיים פוגמים בתהליך הקצאת המקורות וגורמים לבזבוז משאבים, מגבירים את אי הוודאות ומפחיתים מהרצון להשקיע, מעוותים את מערכת המס ומשפיעים שרירותית על חלוקת ההכנסות; בסופו של תהליך, גורמת האינפלציה הגבוהה לצמצום רב ברווחתו של כלל הציבור.

מדיניות יעילה של מלחמה באינפלציה חייבת להיות כוללת, מתואמת ומופעלת במספר חזיתות: שכר, מחירים, מסים ושער החליפין. בראש וראשונה חייבת מדיניות זו להישען על מדיניות פיסקלית, שתביא לצמצום מעורבותו של הסקטור הציבורי במשק — ובעיקר לקיצוץ בהוצאות הממשלה. מדיניות פיסקלית זו חייבת להיעזר במדיניות מוניטרית, שתוכל לווסת את מקורות התרחבות האשראי והנכסים הכספיים באמצעות שליטה בבסיס הכסף הבלתי-צמוד.

לוח ח' 6

אומדן למס האינפלציוני על בסיס הכסף ולסובסידיה הגלומה באשראי המזול,

1976 עד 1982¹

(מיליוני שקלים, מחירי דצמבר 1982)

הפער בין מס האינפלציה לסובסידיה הגלומה באשראי המזול		סך כל הסובסידיה על האשראי לטווח קצר וארוך ³		המס ברוטו ²		בסיס הכסף הממוצע (בסיס המס) (1)		
חלקו בתל"ג ⁴ (אחוזים) (8)	(5) — (3) = (7)	חלקה בתל"ג ⁴ (אחוזים) (6)	(5)	חלקו בתל"ג ⁴ (אחוזים) (4)	(3)	שיעור המס הנגזר (1): (3) = (2)	49,017	1976
— 7.0	— 39,553	9.8	53,835	2.6	14,282	0.29	55,536	1977
— 5.9	— 36,612	9.0	53,217	2.8	16,605	0.30	47,884	1978
— 5.5	— 35,540	8.0	51,860	2.5	16,320	0.34	35,359	1979
— 7.8	— 54,247	11.3	77,539	3.4	23,292	0.66	25,106	1980
— 6.9	— 48,058	9.5	65,852	2.6	17,794	0.71	21,477	1981
— 5.2	— 40,145	6.6	50,912	1.4	10,767	0.50	17,728	1982
— 3.3	— 25,745	5.1	39,218	1.7	13,473	0.76		

(1) נתונים מתוקנים.

(2) האומדן למס האינפלציוני, המוטל על בסיס בכסף שבידי הסקטור הפרטי, מבוסס על חישוב חודשי של השחיקה האינפלציונית של בסיס הכסף, בניכוי תשלומי ריבית של בנק ישראל על חשבון הפקדת נכסים נזילים על ידי הבנקים. — זואת בהנחה של שיווי משקל של הזמן הארוך (שאינו מתקיים בהכרח בכל עת).

(3) הסובסידיה הגלומה באשראי לטווח ארוך היא אומדן במונחי אמצע התקופה, האמור לבטא את התשלומים השוטפים בגין סבסוד האשראי. החישוב נעשה על-פי היתרה הריאלית הממוצעת של סך האשראי המסובסד לטווח ארוך (האשראי הבלתי צמוד) שנותנת הממשלה, כפול הפער שבין שיעור עליית המחירים, בתוספת ריבית ריאלית של 4 אחוזים לבין הריבית המשוקללת על יתרת ההלוואות. הסובסידיה הגלומה באשראי לטווח קצר היא מכפלה של היתרה הריאלית של רכיב נכיון המשנה באשראי המכוון במטבע ישראלי בפער שבין שער הריבית האפקטיבית הממוצעת על אשראי בחו"ד לבין שער ניכיון המשנה על האשראי המכוון במטבע ישראלי.

(4) תוצר לאומי גלמי במחירים שוטפים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

חלק II: הרכוש, מקורותיו ורכיביו

1. הרכוש של הציבור

הציבור¹¹ מחזיק תיק נרחב של נכסים והתחייבויות פיננסיות, המהווים תביעות הדדיות בינו לבין הסקטור הציבורי, לבין מערכת התיווך הפיננסית ולבין גורמים בחוץ לארץ. כן כולל רכוש הציבור נכסים פיסיים ואחרים, ובהם: דירות למגורים, מוצרים בני-קיימא ומילווה חובה שמחזיקים בעיקר משקי בית, ומבנים וצידוד שבידי פירמות. על פי אומדני הרכוש¹², המובאים בלוח ח'7, מגיע הרכוש של הציבור לכ-2,700 מיליארד שקל, פי 4 מהתוצר הלאומי הגולמי השנתי¹³.

בשנת 1982 גדל הרכוש הנקי של הציבור בכ-5 אחוזים, לעומת כ-11 אחוזים בשנת 1981 וכ-4 אחוזים ב-1980. עיקר הגידול נובע מהעלייה הריאלית ברכוש הפיננסי, בעוד שברכוש הפיסי גדל ריאלית ככאחוז, לעומת עלייה של 10 אחוזים אשתקד. עיקר התנודות בשנתיים האחרונות ברכוש הפיסי נבעו משינויים במחירו יחסית למדד המחירים לצרכן¹⁴ (ראה לוח ח'7). הרכוש הפיננסי גדל השנה בשיעור ריאלי של כ-15 אחוזים, שיעור המשקף גידול ריאלי של כ-16 אחוזים בנכסים הפיננסיים וגידול של כ-20 אחוזים בהתחייבויות¹⁵. בנכסים הפיננסיים בולטת העלייה הריאלית במניות הפיננסיות (ראה להלן), וההתחייבויות הפיננסיות לזמן ארוך גדלו מאוד, הן בעקבות התרחבות ריאלית בהשקעות של הסקטור העסקי (הממומנות באשראי לטווח ארוך), והן בעקבות עליית שיעורי המימון של האשראי הניתן לסקטור העסקי ולמשתכנים.

עיקר הגידול ברכוש הפיננסי השנה נובע מהעלייה הריאלית בערך השוק של המניות הפיננסיות; בניכוי רכיב זה, הצטמצם קצב הגידול הריאלי של הרכוש הפיננסי הנקי (למעט מניות פיננסיות) מ-7 אחוזים בשנת 1981 לכ-3 אחוזים בלבד. צמצום זה נעוץ בירידת החיסכון של הסקטור הפרטי ובשינוי בהרכב הרכוש: חלק רב יותר מהחיסכון הופנה לרכישת מוצרים

¹¹ בפרק זה מוגדר הציבור כמשקי בית ופירמות לא-פיננסיות, דהיינו, היחידות הכלכליות הפועלות במשק. למעט הסקטורים הבאים: הסקטור הציבורי (ממשלה, רשויות מקומיות ומוסדות לאומיים), בנק ישראל, סקטור חוץ לארץ ומערכת התיווך הפיננסית. הגדרת הנכסים הכספיים בידי "הציבור" האמור כוללת את סך כל תביעותיו כלפי הסקטורים הנזכרים לעיל. כמו כן כלולות בהגדרת הנכסים הכספיים, בניתוח הדן בהיקף הנוטיליות במשק, גם המניות של פירמות לא פיננסיות, למרות הכפילות החשבונאית הנובעת מכך; מניות אלה הן נכס בידי חלק מהציבור, בעוד שאותן מניות הן התחייבות של חלק אחר. בדיון ברכוש הציבור אין מניות אלה נכללות בהגדרת הנכסים.

¹² ברכוש הפיננסי לא נכללו מזומנים במטבע חוץ, ניירות ערך זרים ופנסיה תקציבית. הנכסים הפיסיים אינם כוללים קרקעות, מלאי חומרי גלם ודברי ערך.

¹³ כלומר, ערך הרכוש בסוף השנה (במונחי ממוצע שנתי לפי מדד המחירים לצרכן) ביחס לתוצר הלאומי הגולמי במחירים שוטפים.

¹⁴ מנקודת ראות הצרכנים, יש לראות את השינויים ברכוש במונחים של סלי צריכה, ולכן ראוי לנכות את "ערך השוק" של נכסים פיסיים במדד המחירים לצרכן; הניכוי במדד מחירים עצמיים מתאר את השינויים הכמותיים בנכסים הלא פיננסיים. לעתים מתקבלים שיעורי שינוי שונים בשל השינויים במחירי רכיביו, אשר לחלקם (ובפרט לדיוור) תנודות מחזוריות גדולות.

¹⁵ מדידת ערך הרכוש הפיסי נעשית מתוך נתוני מלאי ההון הנקי ולפי מחירי חידוש הרכוש הפיסי. אילו היינו אומדים את הרכוש הפיסי על פי ערכי שוק המניות ובהתאם לשינויים במחירי המניות הלא פיננסיות, היה מתקבל השנה גידול רב יותר ברכוש בכללו וברכוש הפיננסי בפרט (ראה דיון להלן בסעיף המניות).

בני-קיימא ולהשקעות במבנים ובציוד של פירמות¹⁶. ייתכן שצמצום קצב הגידול הריאלי של הרכוש הפיננסי הנקי (למעט מניות פיננסיות) הוא תולדה של רווחי ההון הגדולים, שתרמו לגידול בצריכה (ראה פרק ב', סעיף הצריכה הפרטית).

השינויים במערכת המסים בשנים האחרונות השפיעו על ההתפתחות בהיקף הרכוש ובהרכבו. בעבר עודדה מערכת המסים השקעה בנכסים פיננסיים על פני השקעה במבנים וציוד של פירמות בכך, שהיא פטרה ממש רווחים הנובעים מפעילות פיננסית, והטילה מסי יתר על רווחים הנובעים מפעילות ריאלית¹⁷; לפיכך גדל הרכוש הפיננסי בקצב מהיר מזה של הרכוש הפיסי. נוסף על כך יכלו הפירמות להקטין את תשלומי מסיהם בדרך של לקיחת אשראי (שהוצאותיו מוכרות לצורך מס) למימון השקעות פיננסיות, שההכנסות מהן פטורות ממס. דבר זה תרם בעבר לגידול רב בהיקף הנכסים וההתחייבויות הפיננסיות¹⁸. תופעות אלה והשפעותיהן על הרכוש נבעו מאי התאמתה של מערכת המסים על פירמות לתנאי האינפלציה.

במהלך שנת 1982 התקבל החוק למסוי בתנאי אינפלציה, שתקן עיוותים ואף הוסיף עידוד מסוים להשקעה בנכסים קבועים שבידי הפירמות. תיקונים אלה יאפשרו לשפר בעתיד את הקצאת החסכון הפרטי¹⁹.

2. מקורות ההתרחבות המוניטרית

ההתפתחויות כמצבת הנכסים וההתחייבויות הכספיים של הציבור נבעו משלושה מקורות עיקריים²⁰ (ראה לוח ח'-8):

א. זרמי התשלומים הנקיים (על חשבון סחורות, שירותים והעברת הכנסות) בין הסקטור הפרטי, מצד אחד, לבין הסקטור הציבורי וסקטור חוץ לארץ, מצד שני. זרמים אלה משקפים את החיסכון הפרטי, שהופנה לצבירת רכוש פיננסי.

ב. זרמי התשלומים, הקשורים ביצירת התחייבויות פיננסיות ופירעונן, בין הסקטור הפרטי הלא-פיננסי לבין סקטורים אחרים. זרמים אלו מועברים בעיקרם באמצעות סקטור המתווכים הפיננסיים, המתעל גם את עיקר זרמי הכספים, שמקורם בסקטור הציבורי ובחוץ לארץ.

ג. שיערוך התחייבויות הדדיות בין הסקטורים השונים, הן כתוצאה מפעולתם של מנגנוני הצמדה פורמליים, והן כתוצאה משינוי בהערכתן של התחייבויות שונות. שינויים מהסוג האחרון

¹⁶ ניכוי רכיבי הרכוש הפיסי במדד מחירי רכיביו מצביעה השנה על גידול כמותי (2 אחוזים) במבנים וציוד לעומת פחות מאחוזו אשתקד ועל גידול של כ-12 אחוזים במלאי מוצרים בני-קיימא לעומת 11 ו-6 אחוזים בשנים 1981 ו-1980, בהתאמה.

¹⁷ פתרונות חלקיים, שהוכנסו למערכת המסים בעבר, (כגון הקילת מלאי ופחת מואץ) לא שינו באופן מהותי את העיוותים שהיו במערכת זו לגבי חברות.

¹⁸ חוקי המס היו אמורים למנוע פרצה זו, אולם עד סוף 1981 היו הוצאות המימון, שנועדו לרכישת מניות, מוכרות לצורך מס, עובדה שעודדה את הביקוש למניות.

¹⁹ קשיים רבים עומדים עדיין בדרך למימוש עקרונות חוקי המס החדשים, בשל מורכבותם הרבה של חוקים אלה ובשל טיפול שונה ברווחי הון בין ניירות ערך של פרטים לבין אלה של פירמות: הפרטים פטורים מכל מס מרווחי מניות, בעוד שלגבי פירמות מוטל מס מלאי על רווחי הון ממניות (גם אם אלה לא מומשו), והפסדי הון מוכרים גם הם כתוצאה. הדבר עלול להביא להקטנת תשלומי המס, אם רווחי ההון יירשמו כרווחים ואילו הפסדי ההון יירשמו כחברה, ובכך יקטינו את הרווחים לצורך מס.

²⁰ קשיים סטטיסטיים שונים אינם מאפשרים סיווג המתאים במלואו להגדרות הכלכליות. קשיים אלה מתבטאים גם בטיב הנתונים ובשאריות בלתי מוסברות.

לוח ח' 7

אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי¹, 1980 עד 1982
(נתוני סוף שנה, מיליארדי שקלים, מחירים שוטפים)

העלייה או הירידה (—) הריאלית ²		1982				
1982	1981	1980	דצמבר	יוני	1981	1980
(אחוזים)						
16.4	13.4	12.9	1,343.8	791.8	498.9	218.4
א. נכסים פיננסיים						
— 0.1	3.7	— 0.2	273.8	187.4	118.4	56.6
1. נכסים נזילים						
54.6	47.2	70.6	268.2	114.1	74.9	25.3
2. מניות פיננסיות						
13.4	11.1	12.0	801.8	490.3	305.6	136.5
3. נכסים לזמן בינוני וארוך						
19.9	12.2	2.5	447.2	252.3	161.1	71.2
ב. התחייבויות פיננסיות						
1.3	— 0.7	1.9	230.6	144.1	98.3	49.1
1. התחייבויות לזמן קצר						
49.1	40.8	4.0	216.6	108.2	62.8	22.1
2. התחייבויות לזמן ארוך						
(— 14.5)	(— 33.8)	(— 26.2)	(25.4)	(17.5)	(12.8)	(9.6)
(רכיב הסובסידיה הגלומה בהתחייבויות לזמן ארוך במטבע ישראלי)						
14.7	13.9	18.7	896.6	539.5	337.8	147.2
ג. הרכוש הפיננסי הנקי [[א) בניכוי (ב)]						
1.4	9.9	— 1.5	1,838.5	1,206.1	783.4	353.8
ד. רכוש פיסי ואחר ³						
4.4	3.6	3.1				
ד'. רכוש פיסי ואחר מנוכה במדד מחירי הרכיבים						
5.4	11.0	3.7	2,735.1	1,745.6	1,121.2	501.0
ה. סך כל הרכוש (ג)+(ד)						
7.7	6.7	7.3				
ה'. סך כל הרכוש מנוכה במדד מחירי הרכיבים						

(1) בלוח זה נאמד הרכוש הפיננסי והאחר של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי. סקטור זה כולל את משקי הבית ואת הפירמות הלא-פיננסיות, ואומדן רכוש הפיננסי והאחר הוא הפער שבין תביעותיו להתחייבויותיו של סקטור זה כלפי הסקטור הציבורי, כלפי בנק ישראל, כלפי חוץ לארץ וכלפי מערכת התיווך הפיננסי. מערכת התיווך הפיננסי כוללת כאן את הבנקים המסחריים, האגודות השיטופיות לחיסכון ולאשראי, הבנקים למשכנתאות, הבנקים להשקעות, מוסדות כספיים החייבים בדיווח, חברות הביטוח, קופות הגמל וקרנות הפנסיה. קבוצה זו מהווה את רוב רובה של מערכת התיווך הפיננסי בישראל. בשל מגבלות סטטיסטיות, אין מוגדרים כמתווכים פיננסיים כל אותם מוסדות כספיים שאינם חייבים בדיווח, וממילא הם מופיעים כחלק מהסקטור הפרטי הלא-פיננסי. 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' 7א.

(2) מנוכה כמדד המחירים לצרכן, אם לא צוין אחרת.
(3) הנכסים הפיסיים כוללים מלאי מוצרים בני-קיימא, בניינים למגורים, וכן בניינים וציוד שבידי פירמות, סעיף זה כולל גם מילות חובה. הוא אמור לכלול גם מלאי מוצרים וחומרי גלם שבידי פירמות ומשקי בית, אך אין בידינו נתונים על מלאים אלו.
המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

עשויים להתבטא בשוק בערכים נמדדים (כגון בניירות ערך סחירים), אך הם כוללים גם שינוי הערכה של תשלומים עתידיים, שאין להם ביטוי נמדד ישיר²¹.

בשנת 1982 הסתכמה תרומת הסקטור הציבורי להיווי הנכסים, הנובע מעודף הביקוש, בכ-30 מיליארד שקלים לעומת 24 מיליארד שקלים ב-1981 — ירידה ריאלית של כ-37 אחוזים מהרמה החריגה דאשתקד. למרות הגידול בהוצאות הסקטור הציבורי, נמשך הצמצום בעודף הביקוש במהלך השנה כולה, עקב קצב גידול מהיר עוד יותר בתקבולי המסים. עם זאת, רמתו הריאלית של עודף הביקוש גבוהה עדיין בשנה הנסקרת מזו שבשנת 1980 בכ-26 אחוזים, ובמחצית השנייה של השנה היתה דומה לרמה הממוצעת בשנת 1980. במקביל לצמצום עודף הביקוש, גדל מאוד הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים של הסקטור הפרטי בכ-131 אחוזים ריאלית, והסתכם ביותר מ-38 מיליארד שקלים (ראה לוח ח'-8).

החיסכון הפיננסי הנקי של הסקטור הפרטי²² המופנה לצבירת רכוש פיננסי, מוגדר כהפרש שבין עודף הביקוש של הסקטור הציבורי לבין עודף היבוא, בניכוי העברות חד צדדיות. חיסכון זה שווה גם לפער שבין החיסכון הפרטי לבין השקעותיו של הסקטור הפרטי. בשנת 1982 היה החיסכון הפיננסי הנקי שלילי, ברמה של כ-7 מיליארד שקלים, לעומת חיסכון חיובי של כ-17 מיליארד שקלים אשתקד. התפתחות זו משקפת את הירידה בחיסכון הפרטי, שהושפעה מהגדלת המסים, ואת העלייה בהשקעות הגולמיות של הסקטור הפרטי (ראה פירוט בפרק ב' לעיל, סעיף ההשקעות).

בניגוד לשנת 1981, שבה לווה הגידול בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי בעלייה בחיסכון הפיננסי, ובכך מותנה, בטווח הקצר, השפעת התרחבותו על האצת האינפלציה ועל הגדלת הגירעון במאזן התשלומים — הרי השנה התנקזה הזרמת הסקטור הציבורי אל החשבון השוטף של מאזן התשלומים.

הירידה בחיסכון הפיננסי מחד גיסא, והסטת הביקושים למאזן התשלומים מאידך גיסא, משקפות את ההשפעות שהיו להתפתחויות בתחומי המסים, שערי הריבית ושער החליפין. הגידול הרב במסים, וביטול התנאים המשווים לחיסכון לטווח בינוני (שכמוהם כהפחתת תשואה) — הביאו לירידה בהיקף החיסכון הפיננסי. האטת הפיחותים גרמה להפניית חלק מהמקורות שלא הופנו השנה לרכישת נכסים פיננסיים (שמציע הסקטור הציבורי, כגון צמודי מדד ופת"ם) — להרחבת הגירעון השוטף במאזן התשלומים.

לגידול בגירעון בחשבון השוטף וליבוא ההון היו השפעות סותרות על היווי הנכסים הכספיים: כתוצאה מכך גדלה ספיגת הנזילות, באמצעות רכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי, שהסתכמו השנה בכ-23 מיליארד שקלים (גידול ריאלי של כאחוז), ובכך הפחית את היווי הנכסים. (להרחבות היווי הנכסים תורמות גם הזרמות השונות, הנובעות מעודף הביקוש של הסקטור הציבורי, מהאשראי שהסקטור הציבורי מעניק לציבור, מהזרמת בנק ישראל בגין האשראי המוכוון ומזרמי האשראי ממקורות מקומיים של מערכת התיווך הפיננסית (ראה לוח ח'-8)). ההשפעה המצמצמת של הרחבת הגירעון בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי על היווי הנכסים הכספיים קווצה חלקית משגדל יבוא ההון, שהסתכם ב-15 מיליארד שקלים השנה, לעומת יצוא הון בשנים 1980 ו-1981.

²¹ בלוחות ח'-8 וח'-7 אנו מנסים לאמוד את זרם התשלומים העתידיים בגין ההתחייבויות הבלתי צמודות של הסקטור הפרטי. לעומת זאת, אין אנו עוסקים בשינויי הערכה של תקבולים עתידיים, המובטחים בנכסים צמודים לזמן בינוני וארוך, ומניחים שהציבור העריך אותם בהתאם לערכם המתואם (כלומר, בהתאם להצטרפות ההצמדה והריבית על הנכסים, למרות שאין היא ניתנת למימוש מידי).

²² הסקטור הפרטי מוגדר כציבור ומערכת התיווך הפיננסית. רכישת נכסים (התחייבויות) של הסקטור הפרטי יוצרת במקביל התחייבויות (נכסים) של הסקטור הציבורי או סקטור חוץ לארץ.

לוח ח' 8

המקורות לשינויים ברכוש הפיננסי של הסקטור הפרטי הלא־פיננסי, 1980 עד 1982
(מיליארדי שקלים, מחירים שוטפים)

העלייה או הירידה (—) הריאלית ¹			1982			סך הכול	1981
1982	1981	1980	מחצית II	מחצית I			
							1. תרומת הסקטור הציבורי להיווי הנכסים של הציבור בגין עודף הביקוש
— 37	96	63	15.1	15.0	30.1	24.1	
							2. הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים של הסקטור הפרטי
131	37	— 62	22.8	15.4	38.2	7.1	
							3. זרמי התחייבויות בין הציבור לבין סקטורים אחרים
132	— 34	— 37	44.6	17.6	62.2	9.7	
							א. אשראי פיתוח ואחר נטו מהסקטור הציבורי ²
36	— 15	18	16.0	10.6	26.6	8.8	
—	—	— 24	0.9	1.6	2.5	— 1.1	
							ב. נכיון משנה מבנק ישראל ³
							ג. אשראי ממקורות מקומיים של מערכת התיווך הפיננסי, גורמים אחרים ומקורות בלתי מזוהים ⁴
— 3	118	— 32	12.7	5.5	18.2	7.9	
—	—	—	15.0	— 0.1	14.9	— 5.9	
							ד. זרמי התחייבות נטו עם חו"ל ⁵
— 11	13	14	36.9	17.2	54.1	26.7	
							4. סך כל רכישת הנכסים ((1)+(2)+(3))
							5. שערון הנכסים הכספיים שבתיק הנכסים ⁶
2.34	1.72	2.09	515.1	275.7	790.8	253.8	
							6. סך כל השינוי בנכסים הכספיים של הציבור ((4)+(5))
2.50	1.91	2.31	552.0	292.9	844.9	280.5	
0.66	0.54	0.58	149.4	73.6	223.0	80.1	
							7. שערון התחייבויות של הציבור ⁵
0.85	0.61	0.78	194.9	91.2	286.1	89.8	
							8. סך כל השינוי בהתחייבויות של הציבור ((3)+(7))
							9. השינוי ברכוש הפיננסי של הציבור ((8) — (6))
1.65	1.30	1.53	357.1	201.7	558.8	190.7	

- (1) מנוכה על בסיס חצי שנתי.
 (2) כולל אשראי ממשלתי נטו לסקטור הפרטי הלא־פיננסי, בניכוי גיוס הון לזמן ארוך נטו לרשויות מקומיות ומוסדות לאומיים (ראה לוח ח' 11 א').
 (3) כולל אשראי מוכרן במטבע ישראלי ובמטבע חוץ והלוואה מוגיטרת.
 (4) כולל גורמים אחרים, שמקורם בחשבון רווח והפסד של בנק ישראל, גורמים שמקורם בעסקאות בניירות ערך ובנדל"ן בין הציבור למתווכים הפיננסיים וכן טעויות והשמטות.
 (5) נגזר כהפרש שבין עודף היבוא של הסקטור הפרטי, בניכוי העברות חד־צדדיות, לבין הרכישות נטו של מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי.
 (6) השערון כולל את השינויים במחירי הנכסים וההתחייבויות במשך התקופה בגין צבירת הפרשי הצמדה ושער, שינויים במחיר שוק של נכסים סחירים, וכן שינויים בערך ההתחייבויות של אשראי לזמן ארוך עקב הסבסוד הגלום בו.
 המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

מההתפתחויות בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי במהלך השנה עולה, שבמחצית הראשונה – שעה שבחוץ לארץ שררו עדיין שיעורי ריבית גבוהים, ועלות האשראי במטבע חוץ היתה גבוהה מזו שבמטבע מקומי – היו רכישות מטבע החוץ גדולות במקצת, בכ-0.1 מיליארד שקלים, מהגירעון בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי; ומכאן שהתרחש בתקופה זו יצוא הון מצומצם. לעומת זאת, במחצית השנייה של השנה זרם אל המשק יבוא הון בסך של כ-15 מיליארד שקלים, שינוי הנובע מכמה סיבות: ירידה בשיעורי הריבית בעולם, הפחתת תוספת הריבית על האשראי מחוץ לארץ, ולגבי יבוא ההון לזמן קצר – גם ההאטה בקצב הפיחות של שער החליפין של הדולר, שפיגר בכ-10 אחוזים אחרי העלייה במדד המחירים לצרכן²³.

יבוא ההון הנרחב במחצית השנייה של השנה משקף בעיקר תנועות הון פיננסיות, דהיינו יבוא הון של מערכת הבנקאות, שהיקפו הגיע השנה לכ-1.6 מיליארד דולרים (ראה לוח 2'-2). בחלקו אירע יבוא הון זה עקב שינויים בהסדרי המימון בקרנות היצוא, שהביאו למימון האשראי המוכווני במטבע חוץ לידי מערכת הבנקאות ממקורות בחוץ לארץ, במקום באמצעות נכיון משנה מבנק ישראל, כבעבר. חלקו האחר של יבוא ההון נבע כנראה מהתרת יבוא הון לטווח בינוני וארוך. כמו כן גרשם במחצית השנייה של השנה יבוא הון לטווח קצר, בעקבות האטת הפיחות, וזאת לאחר יצוא הון במחצית הראשונה של 1982.

התרומה להיווי הנכסים של הציבור, באמצעות קבלת סוגי אשראי שונים ממערכת התיווך הפיננסית, הגיעה בשנת 1982 לכ-62 מיליארד שקלים, לעומת כ-10 מיליארד שקלים אשתקד (ראה לוח ח'-8). הרחבה זו פיצתה על הירידה בחיסכון הפיננסי הנקי, ומנעה צמצום מוניטרי והחמרה נוספת במיתון הפעילות הכלכלית. הרחבת האשראי באמצעות מערכת התיווך הפיננסי משקפת גידול באשראי הממשלתי נטו המיועד למימון השקעות הסקטור העסקי ובמתן אשראי למשתכנים, וכן משקפת גידול באשראי ממערכת התיווך המקומית.

בשנת 1982 הסתכמה רכישת הנכסים שבידי הציבור (שמקורה בעודף ההוצאות המקומיות של הסקטור הציבורי, בניכוי עודף היבוא של הסקטור הפרטי, ובתוספת זרמי האשראי נטו) ב-55 מיליארדי שקלים ומעלה, ירידה ריאלית של כ-11 אחוזים, לאחר עלייה של 13 אחוזים אשתקד. ניכרת התרחבות ברכישת הנכסים הנוזלים (נכסים לא צמודים, פיקדונות במטבע חוץ, איגרות חוב סחירות ומניות פיננסיות) וצמצום ברכישת הנכסים לטווח בינוני וארוך (ראה לוח ח'-4). להתפתחות זו תרמה בעיקר הירידה ברכישת תכניות חיסכון בנקאיות – לאחר הקדמת רכישות אשתקד, בעיקבות השיפור בתנאיהן – והגידול הרב ברכישת נכסים לא צמודים (מעבר לצמצום ברכישת פת"ם ואיגרות חוב) במחצית השנייה של השנה, בעקבות הופעתם של פיקדונות לא צמודים לזמן קצוב.

שאר השינויים בנכסים הכספיים נבעו משיערוך הנכסים הצמודים, ומשינויים בערכי השוק של הנכסים הסחירים. ההאצה בקצב האינפלציה והעלייה הניכרת בשערי המניות הפיננסיות במהלך השנה תרמו לגידול רב בחלקו של השיערוך בשינוי בערך הנכסים של הציבור, והוא הגיע לכ-93 אחוזים מהשינוי בערך הנכסים, לעומת 90 אחוזים אשתקד. שיערוך ההתחייבויות עלה ריאלית בגלל הגידול בחלקו של האשראי הצמוד בסך ההתחייבויות של הציבור.

²³ שיעור הפיחות של הדולר הוא הרלבנטי לתנועות ההון, כיוון שמרכיב האשראי מחו"ל נקוב בדולרים.

לוח ח"י-9
אומדן נגזר לעודף הביקוש של הסקטור הציבורי, 1980 עד 1982

העלייה או הירידה (—) הריאלית		1982						
1982	1981	1980	מחצית II	מחצית I	סך הכול	1981	1980	
(מיליוני שקלים, מחירים שוטפים)								
(אחוזים)								
— 30	44	— 2	14,848	11,934	26,782	18,344	5,978	1. גיוס הון ממשלתי נטו באמצעות איגרות חוב והפקדות ²
36	— 15	18	15,970	10,568	26,538	8,817	4,919	2. אשראי פיתוח ואחר נטו למקטור הפרטי ³
— 96	360	— 49	— 1,122	1,366	244	9,527	1,059	3. גיוס מקורות לזמן ארוך בידי הסקטור הציבורי (2) — (1)
— 4	44	103	18,911	15,125	34,036	17,235	4,916	4. הזרמת הסקטור הציבורי ⁴
— 37	96	63	15,138	14,982	30,120	24,067	5,163	5. אומדן נגזר לעודף הביקוש של הסקטור הציבורי ⁵
— 17	43	38	31,108	25,550	56,658	32,884	10,082	6. אומדן תרומת הסקטור הציבורי להיווי הנכסים (5) + (2)

- (1) עודף הביקוש הוא הפער שבין ההוצאות המקומיות של הסקטור הציבורי לבין הכנסותיו ממסים. האומדן נערך על פי מקורות המימון של עודף הביקוש. קיים הבדל בין אומדן זה לאומדן החשבונאות הלאומית (ראה פרק הסקטור הציבורי). הנובע מהכללת סעיפים פיננסיים בעודף הביקוש ומפער בין ביצוע תשלומים לבין קבלת השירותים. ראוי לציין, שאומדן עודף הביקוש אינו כולל את תשלומי הריבית על החוב נטו.
- (2) כולל גיוס הון נטו באמצעות איגרות חוב סחירות, גיוס הון באמצעות איגרות חוב מיוחדות והפקדות באוצר. שלא כבלוחות ח"י-2 וח"י-3, לא נכלל כאן פדיון מוקדם של "בונדס".
- (3) לא כולל אשראי ממשלתי לרשויות מקומיות, וכולל קבלת אשראי נטו על ידי רשויות מקומיות ומוסדות לאומיים מהסקטור הפרטי. אינו כולל שינויים ביהרות לזמן קצר של מוסדות אלו: במחצית השנייה של 1982 נכלל אשראי ממשלתי נטו המיועד לרכישת את הכניות החיסכון.
- (4) השינוי באשראי מבנק ישראל לממשלה והמרות מטבע חוץ של הממשלה, בניכוי תשלומים שבין הממשלה לבנק ישראל.
- (5) שורה 5 מחושבת לפי סיכום שורות (3) ו-(4), ובניכוי פדיון מוקדם של "בונדס", הכלולות בהזרמת הסקטור הציבורי (שורה 4) ואינו מהוות חלק ממקורות מימון עודף הביקוש של הסקטור הציבורי.
- המקור: לוח ח"י-11א, עיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

3. האשראי לציבור

- א. אופיו של האשראי והמגמות העיקריות בהתפתחותו
- האשראי לציבור²⁴ מוענק בשלוש מסגרות עיקריות:
- 1) אשראי לפעילות מקומית, שמעניקה מערכת הבנקאות המקומית ושלוחותיה בחוץ לארץ בעיקר למימון פעילות בזמן הקצר²⁵.
 - 2) אשראי מוכוון ליצוא לזמן קצר, הניתן באמצעות מערכת הבנקאות. אשראי זה מיועד למימון השלבים השונים של תהליך היצוא (יבוא, ייצור ומשלוחים), אך חלק ממנו משמש למימון החזקת מלאי יהלומים²⁶.
 - 3) אשראי לזמן בינוני וארוך, המיועד בעיקרו למימון השקעות בענפי המשק ולמשכנתאות לדירור פרטי.
- נוסף על חלקם של זרמי הכספים הנקיים, המלווים את תהליך הענקת האשראי, בהיווי הנכסים הכספיים שבידי הציבור, ועל משקל האשראי ברכוש הפיננסי הנקי של הציבור – יש לאשראי משמעות כלכלית ייחודית, בשל קשריו ההדוקים עם המימון של הפעילות היצרנית, מצד אחד, ועם מימון הביקושים להשקעה בבניינים, בציוד ובדירור, מצד שני²⁷. כמו כן משמש אותו אשראי בנקאי, הניתן ברובו לטווח קצר, כיעד מרכזי של המדיניות המוניטרית.
- בחינת האינדיקטורים להתפתחות סך האשראי – לטווח קצר, בינוני וארוך – מצביעה על עלייה, שאירעה השנה בזמנות מקורות המימון לטווח בינוני וארוך במשק. חלקו של האשראי הבנקאי (שהוא בעיקר לטווח קצר) בסך השימושים ירד אומנם במקצת בהשוואה לאשתקד – מ-13.8 ל-12.3 אחוזים, אך לעומת זאת עלה חלקם של זרמי האשראי לטווח בינוני וארוך בשימושים, שאותם הם מיעדים לממן – מכ-44 אחוזים ב-1981 לכ-60 אחוזים ב-1982 (ראה לוח ח"10).
- התפתחות בולטת נוספת, שאירעה השנה בתחום האשראי הכולל, היא המגמה של האחדת שערי הריבית במשק, בשני מישורים: במישור הראשון – נמשכה המדיניות, שבה נקט בנק ישראל, להשוות בהדרגה בין שיעורי הריבית בסוגים שונים של אשראים לטווח קצר. מדיניות זו התבטאה בירידה של סטיית התקן של עלות האשראי לסוגיו (ראה לוח ח"11). במסגרת מדיניות זו התקרבו השנה שיעורי הריבית במרבית קרנות האשראי המוכוון לריבית בשווקים הפיננסיים
-
- ²⁴ האשראי לציבור, הנדון בסעיף זה, כולל אשראי המוענק לטווחי זמן שונים בידי מערכת הבנקאות המסחרית הישראלית ושלוחותיה בחוץ-לארץ, בידי מערכת התיווך הפיננסי לזמן בינוני וארוך ("המערכת המוסדית של שוק ההון") ובידי מסגרות משלימות, ובפרט הממשלה, המעניקות אשראי לזמן בינוני וארוך, ופיקדונות למתן הלוואות במטבע חוץ. הגדרה זאת אינה כוללת סוגי אשראי מסוימים מחוץ לארץ, ובפרט אשראי ספקים ואשראי המועבר בין יחידות פרטיות לא-פיננסיות. כן אין מיצרף האשראי הנדון כולל את האשראי לרשויות המקומיות.
- ²⁵ אשראי זה כולל אשראי חופשי במטבע ישראלי, אשראי חופשי במטבע חוץ ואשראי מוכוון לפעילות מקומית במטבע ישראלי (שיתרתו מצומצמת). האשראי החופשי במטבע חוץ מיועד בחלקו למימון פעילויות מועדפות, כמימון יבוא מלאי דלק והחזקתו. הדיון להלן מתעלם מהאשראי לדלק, אשר נועד לממן את המלאים, שהממשלה מחליטה עליהם, ואשר השפעותיו המקומיות כנראה מצומצמות. באופן עקרוני היה ניתן לכלול באשראי לציבור את חלק האשראי לדלק המועבר ללקוחות, ולראות בעודפי המימון של מלאי הדלק פעולה המחייבה את האשראי לממשלה.
- ²⁶ בניגוד להחלטות בדבר החזקת מלאי דלק, מתקבלות ההחלטות בתחום החזקת מלאי היהלומים בידי הסקטור העסקי בלבד, ולפיכך יש לכלול את האשראי ליהלומים בכלל האשראי לסקטור הפרטי. נוסף על כך יש לציין, שלפחות בתקופות מסוימות איפשרה שיטת מימון מלאי היהלומים עודפי מימון, שהיה בהם כדי לגלוש לכיוונים אחרים.

לוח ח' 10
אינדיקטורים עיקריים להתפתחות האשראי, 1980 עד 1982¹

חלקם של האשראים בפעילויות הממומנות ²					
1982	1981	1980	1982	1981	1980
			(מיליארדי שקלים)		
			(מחירים שוטפים)		
(אחוזים)					
1. אשראי ממערכת הבנקאות המסחרית					
למעט דלק — יתרה ממוצעת					
12.3	13.8	15.8	105.9	52.7	25.9
2. זרמי אשראי לזמן בינוני וארוך ברוטו ³					
60.2	43.9	42.9	77.2	24.7	10.2
מזה: א. אשראי ברוטו למשקי בית					
51.3	35.3	30.1	24.2	7.9	2.9
ב. אשראי ברוטו לסקטור העסקי					
63.9	47.8	48.8	51.8	16.2	6.9
3. אשראי לזמן בינוני וארוך, בניכוי פירעונות					
6.1	4.1	3.6	52.7	15.6	5.9

(1) לא כולל אשראי לרשויות מקומיות ולמוסדות לאומיים.
(2) שורות (1) ו-(3) ביחס לסך השימושים, בניכוי יבוא ביטחוני ישיר. שורה (2) ביחס להשקעות בנכסים קבועים, שורה (2-א) ביחס להשקעה בדיוור פרטי, ושורה (2-ב) ביחס להשקעה בנכסים קבועים. למעט השקעה בדיוור פרטי.
(3) כולל אשראי שניתן לציבור באמצעות מוסדות לאומיים, אך אי אפשר לסווגו לפי פירוט ענפי (ראה לוח ח' 7).
המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

הבינלאומיים. במישור השני, הביא החוק למסוי בתנאי איפלציה לצמצום רב בפער שבין הריבית שלפני מס לריבית שלאחר מס (ראה לוח ח' 11).

ב. האשראי הבנקאי

בהתפתחות האשראי הבנקאי ב-1982 בולט השוני שבין קצבי הגידול הנומינליים והריאליים ביתרה הממוצעת של האשראי לבין התפתחות האשראי במשך השנה. קצבי הגידול הנומינליים ביתרות האשראי הממוצעות של מצרפי האשראי המרכזיים היו נמוכים בהשוואה לאשתקד: סך האשראי הבנקאי למעט האשראי למימון יבוא דלק, גדל ב-102 אחוזים לעומת 103 אחוזים; וסך האשראי הבנקאי למעט דלק ויהלומים²⁸ – גדל ב-114 אחוזים לעומת 119 אחוזים (ראה לוח ח' 13). תמונה דומה מתקבלת משיעורי הגידול הריאליים ביתרות האשראי הממוצעות. סך האשראי הבנקאי למעט דלק ירד ב-9 אחוזים, ולמעט דלק ויהלומים – ירד ב-3 אחוזים בממוצע שנתי (ראה דיאגרמה ח' 3). לעומת זאת, בהתפתחות האשראי במשך השנה ניכרו שיעורי גידול נומינליים וריאליים מהירים יותר לעומת אשתקד. סך האשראי הבנקאי לא השתנה ריאלי, ואילו בשנה שעברה הוא ירד ריאלי בכ-8 אחוזים. סך האשראי הבנקאי למעט האשראי למימון דלק גדל בכ-138 אחוזים נומינלי (לעומת כ-82 אחוזים אשתקד) וריאלי – בכ-3

²⁷ אין פירושה של דברים אלה, שהגידול באשראי איננו מתבטא, במישורין או בעקיפין, ברכישות נכסים כספיים מצד משקי בית או פירמות.

²⁸ ראוי להדגיש, שמאז החלטת בנק ישראל בסוף 1981 לקשור את היקף האשראי לענף היהלומים להיקף הייצור בו, יש מקום לשקול מחדש את ניכוי האשראי ליהלומים מסך האשראי.

אחוזים לאחר ירידה של כ-10 אחוזים בשנה שעברה; למעט דלק ויהלומים — הוא עלה בשיעור ריאלי של 11 אחוזים, לאחר שירד ריאלית בכ-3 אחוזים, ב-1981.

התפתחות סך האשראי הבנקאי (למעט דלק) לא היתה אחידה על פני השנה²⁹. במשך שלושה הרביעים הראשונים של השנה פחת אשראי זה, ריאלית, בכ-6 אחוזים, צמצום שיש לראותו על רקע הפעילות הכלכלית הממותנת, ובעיקר על רקע הירידה ביצוא, שהוא עתיר אשראי. כן ייתכן, שהביקוש לאשראי פחת בעקבות החלתו של חוק המסוי בתנאי אינפלציה. נראה לכן, כי ברכיע האחרון של השנה גדל האשראי, ריאלית, בכ-9 אחוזים, כתוצאה מגורמים מיוחדים. בין גורמים אלה ניתן למנות את ביטול התקרות על האשראי החופשי במטבע ישראלי בחודש נובמבר, את ההאטה שחלה בסוף השנה בהתפתחות שער החליפין בלוויית הירידה הנמשכת בשיעורי הריבית העולמיים, ואת הגידול הרב בפיקדונות הבלתי צמודים, שהגדילו את המקורות החופשיים של מערכת הבנקאות. חלק מגידול האשראי ברכיע האחרון של השנה משקף גם החזרה של אשראי למערכת התיווך הפיננסי, שהוצא ממנה בתקופה ששררו בה התקרות. התרחבות זו רוסנה בחלקה ברכיע הראשון של 1983: האשראי הבנקאי לטווח קצר ירד אז ריאלית בכ-8 אחוזים. רמת האשראי הריאלית בסוף הרביעי היתה דומה לזו של סוף 1981.

בהתפתחות סוגי האשראי העיקריים בולט, מחד גיסא, צמצום ריאלי באשראי המוכוון ליצוא של כ-18 אחוזים (לאחר שגם אשתקד פחת ריאלית בכ-11 אחוזים), ומאידך גיסא, גידול ריאלי באשראי החופשי (כ-13 אחוזים, לעומת צמצום ריאלי של כ-5 אחוזים בשנה שעברה).

ניתן למנות שתי סיבות עיקריות לצמצום הניכר באשראי המוכוון: ראשית, בנק ישראל ייקר את עלותו היחסית, כדי להביא ליתר אחידות בשערי הריבית הדביטורית. ייקרו של האשראי המוכוון במטבע חוץ משתקף בעובדה, שבמחצית הראשונה של השנה, שבה היו שערי הריבית במטבע חוץ גבוהים מאלו שבמטבע ישראלי, לא ניצלו היצואנים את מלוא זכויות המשיכה שלהם בקרן המשלוחים. שנית, הירידה בהיקף היצוא, שהוא עתיר אשראי, צמצמה את הביקוש לאשראי המוכוון. נוסף על כך בלטה השנה ההתכווצות הריאלית הנמשכת של האשראי המוכוון בקרן היהלומים, בכ-33 אחוזים. מן הראוי לזכור, שעוד ב-1980 נטל אשראי זה כ-45 אחוזים מסך האשראי המוכוון, ומאז הוא פחת והלך — ובסוף 1982 הוא הגיע לכ-28 אחוזים בלבד. התפתחות זו נובעת במדה רבה, מצעדי בנק ישראל עוד בשנה שעברה, שקשרו את היקף האשראי ליהלומנים לפעילות היצרנית בענף זה³⁰. עקב שינוי המחיר היחסי בין האשראי החופשי לבין האשראי המוכוון, התרחש כנראה במשך השנה מעבר במימון היצוא מאשראי מוכוון במטבע חוץ לאשראי חופשי במטבע מקומי.

בהתפתחות האשראי החופשי השנה בולט, מצד אחד, הגידול הריאלי המהיר באשראי החופשי במטבע ישראלי, בשיעור ריאלי של כ-52 אחוזים, ומצד שני — ירידה ריאלית באשראי החופשי במטבע חוץ, בשיעור של כ-8 אחוזים (ראה לוח ח' 13). התפתחות זו משקפת הן את צעדי המדיניות של בנק ישראל, שנועדו לעודד את גידול האשראי החופשי במטבע ישראלי על חשבון האשראי החופשי במטבע חוץ, והן את פיתוח השקל לעומת שיעורי האינפלציה והריבית בחוץ לארץ. בשלושה הרביעים הראשונים של השנה היתה עלותו של האשראי החופשי במטבע ישראלי נמוכה מזו של האשראי החופשי במטבע חוץ, למרות הירידה בשיעורי הריבית העולמיים, כשל מספר סיבות: שיעור הפיחות הגבוה יחסית של השקל כלפי הדולר (רוב

²⁹ סך האשראי הבנקאי (כולל דלק) כתשעה החודשים הראשונים של השנה הצטמצם אף הוא בכ-6 אחוזים, לעומת יציבות ריאלית בתקופה המקבילה אשתקד.

³⁰ הירידה באשראי בקרן היהלומים משקפת גם את השפל בענף היהלומים בשנתיים האחרונות. בחודשים האחרונים ניכרת התאוששות מסוימת של הפעילות בענף.

לוח ח' 11
עלות ריאלית שנתית של האשראי לפני מס ואחריו, 1980 עד 1982
(במונחים שנתיים)

אומדן היפותטי בהנחת ניצול מירבי של הקלות במסוי עסקים ^{3,2,1}			לפני מס		
1982	1981	1980	1982	1981	1980
אשראי בנקאי חופשי לזמן קצר					
2	— 16	— 27	5	34	18
א. חח"ד					
3	— 25	— 25	7	7	7
ב. צמוד במטבע ישראלי ²					
9	— 18	— 31	20	43	16
ג. במטבע חוץ					
אשראי מוכוון					
— 18	— 43	— 50	— 38	— 28	— 39
א. במטבע ישראלי					
3	— 22	— 36	7	18	— 3
ב. במטבע חוץ					
האשראי לזמן קצר ³					
2	— 24	— 34	4	17	5
א. עלות					
7.0	6.7	6.0	15.2	21.1	14.9
ב. סטיית תקן					
האשראי לזמן ארוך ⁴					
			— 6	— 14	— 18
א. אשראי מוכוון למשכנים					
— 2	— 16	— 18	— 2	— 6	— 9
ב. הלוואות לתעשייה					

- (1) בהנחה שהריבית על אשראי מוכרת כהוצאות לצורכי מס, הונח שיעור מס של 60 אחוזים בשנים 1980 ו-1981, ו-54 אחוזים בשנת 1982. בהלוואות פיתוח לתעשייה, הונח שיעור מס של 30 אחוזים.
- ב. עד שנת 1981 הוכרה הריבית הנומינלית כהוצאה לצורכי מס, ובמקביל הוכרו כהוצאה הפרשי ההצמדה על הלוואות הפיתוח. החל בשנת 1982, כעקבות קבלת חוק המסוי בתנאי אינפלציה, הרי הריבית המוכרת לצורכי מס היא הריבית הריאלית, דהיינו, שיעור הריבית הנומינלי בניכוי עליית המחירים.
- (2) בהנחה של עליית מחירים שנתית של 100 אחוזים בתקופת ההלוואה.
- (3) לפי שקלול של רכיבי האשראי לטווח קצר (ראה לוח ח' 12). בהנחה שרק מחציתו של האשראי זוכה להקלות המירביות במסוי. היתה העלות על האשראי לזמן קצר לאחר מס בשנים 1980, 1981 ו-1982 14.5, —, — 3.5 ו-2 אחוזים, בהתאמה.
- (4) בהנחה של עליית מחירים שנתית ממוצעת של 80 אחוזים בתקופת ההלוואה. עלות האשראי נאמדה לפי שקלול של הלוואות הצמודות וההלוואות שאינן צמודות לפי הניצול בפועל.
- המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

האשראי במטבע חוץ נקוב בדולרים). שפיגר באותה תקופה בכ-2 נקודות האחוז בלבד אחרי האינפלציה; הנחיות הרשויות להוריד את הריבית הנומינלית התעריפית בחח"ד — שעל רקע הביקוש המתון יחסית לאשראי, תרמה להפחתת שיעורי הריבית בו, מכ-170 אחוזים בסוף 1981 לכ-140 אחוזים בסוף 1982.

במסגרת הצעדים לעידוד האשראי בשקלים על חשבון האשראי במטבע חוץ, העמיד בנק ישראל לרשות מערכת הבנקאות הלוואה מוניטרית, שסייעה לבנקים להרחיב את היצע האשראי במטבע ישראלי. מקור נוסף להרחבת האשראי במטבע ישראלי נוצר עקב הסטת ביקושים של הציבור מפת"ם, הדורש שיעור נזילות גבוה, לפיקדונות לזמן קצר בשקלים, שעליהם שילמו הבנקים ריבית למפקידים; שיעור הנזילות הנמוך, הנדרש כנגד פיקדונות אלה הביא ליצירת מקורות תחליפיים בשקלים בידי הבנקים, שאיפשרו גם את פירעון הלוואה המוניטרית. ברכיע האחרון של השנה, שבו היתה הריבית על האשראי במטבע חוץ נמוכה מזו שבחח"ד, כתוצאה מהאטת הפיחות והמשך הירידה בשיעורי הריבית העולמיים — המשיך בנק ישראל לעודד את האשראי החופשי במטבע ישראלי על חשבון האשראי החופשי במטבע חוץ. התקרה על האשראי החופשי במטבע חוץ הוקטנה בהדרגה החל מנובמבר בכ-30 אחוזים.³¹

לוח ח' 12
התפלגות סוגי האשראי לטווח קצר, 1979 עד 1982¹

1982	1981	1980	1979	1982	
				(מיליארדי שקלים)	
	(אחוזים)				
100	100	100	100	108.7	א. אשראי חופשי למעט דלק
30	27	24	22	33.0	אשראי בחח"ד ומשיכות יתר
24	19	18	14	26.0	אשראי צמוד במטבע ישראלי
11	7	7	6	12.0	אשראי אחר במטבע ישראלי ²
35	47	51	58	37.7	אשראי במטבע חוץ ³
100	100	100	100	173.7	ב. סך כל האשראי לטווח קצר
63	52	49	56	108.7	אשראי חופשי
37	48	51	44	65.0	אשראי מוכוון

(1) הנתונים הם לסוף שנה.

(2) אשראי לזמן קצוב במטבע ישראלי. שאינו צמוד.

(3) כולל אשראי משלוחות של בנקים ישראליים בחוץ לארץ. המקור: הפיקוח על הבנקים.

³¹ יש לציין, שאפליה לטובה של האשראי הבלתי צמוד במטבע מקומי מעורדת מצדה גיוס פיקדונות שקליים בלתי צמודים, כיוון שהבנקים אינם רשאים לחשוף את עצמם לסיכונים הכרוכים בגיוס פיקדונות במטבע אחד — ומתן אשראי במטבע אחר (או צמוד לו).

בניגוד לשנים האחרונות, שבהן התייקרה עלותו הריאלית של האשראי לטווח קצר, התרחשה במהלך שנת 1982 ירידה חדה בריבית הריאלית: עלותו הריאלית בחח"ד ירדה בהתמדה, מרמה ממוצעת של למעלה מ-30 אחוזים אשתקד לכ-5 אחוזים השנה. גם הריבית הריאלית על האשראי החופשי במטבע חוץ ירדה בדומה (ראה לוח ח' 4 ו-ח' 11). ירידה זו נבעה ממספר גורמים: ראשית, הצמצום בעודף הביקוש של הסקטור הציבורי הפחית את הצורך לדחוק את הסקטור הפרטי באמצעות שיעורי ריבית גבוהים, כפי ששררו בשנים האחרונות. שנית, הפעילות הממותנת, ובמיוחד הירידה בהיקף היצוא, שהוא עתיר אשראי, פעלה להקטנת עודפי הביקוש לאשראי³², ובכך תרמה לירידת הריבית הריאלית על האשראי החופשי³³.

גם בעלותו הריאלית לפני מס של סל האשראי לטווח קצר ניכרת השנה ירידה משמעותית, מכ-17 אחוזים ב-1981 לכ-4 אחוזים השנה. התפתחות זו נובעת מצעדי המדיניות של בנק ישראל, להביא להפחתת הריבית באשראי החופשי ומהירידה בשיעורי הריבית בשווקים הפיננסיים הבינלאומיים, שאליהם הושו מרבית שיעורי הריבית בקרנות האשראי המוכוון במטבע חוץ. לעומת זאת, בעקבות יישום החוק למסוי בתנאי אינפלציה, גדלה עלות המימון שלאחר מס לאותם גופים עסקיים, שנהנו בעבר מעלות מימון ריאלית שלילית, בשל הפרצות בחוק המס הקודם. (ראה לוח ח' 11). ראוי להדגיש שגם בעבר, אם האפשרויות להימנע מתשלום מס מוצו במלואן, היתה הריבית האפקטיבית שעמדה בפני גופים אלה ממילא זו שלפני מס.

מניתוח התפלגות סוגי האשראי (לוח ח' 12) עולה, שבשנת 1982 נמשכו המגמות החיוביות: ראשית – נמשכה הירידה, זו השנה השלישית, במשקלו של האשראי המוכוון והעלייה במשקל האשראי החופשי; שנית – פחת משקלו של האשראי הצמוד או הנקוב במטבע חוץ באשראי החופשי, כאמור; לעומת זאת, עלה השנה משקל האשראי הצמוד במטבע ישראלי הניתן לתקופה של שנתיים ומעלה.

ג. האשראי לטווח בינוני וארוך

זרם האשראי ברוטו לטווח בינוני וארוך הסתכם השנה בכ-77 מיליארד שקלים, לעומת 25 מיליארד שקלים אשתקד, דהיינו, עלייה ריאלית של 30 אחוזים לעומת 15 אחוזים אשתקד. השנה נמשכה העלייה ביחס שבין האשראי לבין השימושים, שאותם נועד הוא בעיקר לממן, והוא הגיע השנה לכ-60 אחוזים, לעומת 44 אחוזים בשנת 1981. (ראה לוח ח' 10). עיקר הגידול נבע מהרחבת האשראי, שמקורו בחוץ לארץ, במסגרת פיקדונות למתן הלוואות. לעומת זאת, ירד האשראי במטבע ישראלי, שניתן מפיקדונות למתן הלוואות. בעבר הותר לקבל אשראי מפיקדונות למתן הלוואות מחוץ לארץ ליבוא ציוד, אולם במחצית השנייה של השנה ניתן היתר לקבל אשראי במסגרת זו גם לשימושים אחרים של המשק היצרני.

עלות האשראי במסגרת הלוואות הפיתוח לתעשייה עלתה השנה, בעקבות המשך המעבר להלוואות בהצמדה מלאה (ראה לוח כ' 8). עיקר השינוי התרכז בריבית שלאחר מס, בעקבות

³² הצמצום בעודפי הביקוש לאשראי מתבטא בהפחתת עלות החח"ד ברכיב השלישי של השנה, מ-140 אחוזים ל-136 אחוזים, על רקע מגמת האצה באינפלציה. שיעור ירידה זה היה גבוהה מהפחתת הריבית שהבנקים התבקשו להשיג, בהתאם להנחיות הרשויות.

³³ ההנחיות האדמיניסטרטיביות עסקו בהפחתת הריבית התעריפית בחח"ד, ובתגובה לכך יכלו הבנקים להעלות את הריבית האפקטיבית בדרך של אי התאמה מספקת של מכסות האשראי, שהם מעמידים בפני לקוחותיהם; לפיכך נראה, שעיקר הירידה בריבית האפקטיבית בחח"ד נובעת מכוחות כלכליים ולא מהוראות אדמיניסטרטיביות. עם זאת, אין להתעלם מכוחן של הנחיות אדמיניסטרטיביות במערכת בנקאות ריכוזית כמו זו בישראל.

לוח ח"י 13
האשראי לציבור ממערכת הבנקאות המסחרית, 1981 ו-1982

העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת								
יתרה לסוף		במשך השנה			בממוצע שנתי		במשך החקופה	
1981	1982	1981	1982	1981	1982	1981	1982	1981
מחצית I	מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית II
(מיליארדי שקלים)								
51.1	133.3	90	161	107	62	17	50	74
אשראי למימון פעילות מקומית ¹								
מזה:								
17.8	62.6	112	252	171	61	32	76	100
אשראי חופשי במטבע ישראלי								
32.9	70.2	82	113	77	65	10	36	57
אשראי חופשי במטבע חוץ								
35.0	66.7	78	91	86	37	30	36	40
אשראי מוכוון ליצוא								
23.0	48.1	109	109	108	46	43	39	51
למעט יהלומים								
12.0	18.6	40	55	52	26	11	30	19
קרן יהלומים								
17.1	35.6	97	108	85	90	4	52	37
אשראי לדלק								
57.0	145.8	95	156	114	48	31	44	77
סך כל האשראי הבנקאי, למעט יהלומים ודלק								
69.0	164.4	82	138	102	43	27	42	68
סך כל האשראי הבנקאי למעט דלק								
86.1	200.0	85	132	98	52	22	44	61
סך כל האשראי הבנקאי								
מדד המחירים לצרכן								
		101	131	120	39	45	50	54

(1) כולל הפרשי הצמדה על החלק הצמוד של האשראי התופשי במטבע ישראלי ואשראי משלוחות בחוץ לארץ של המוסדות הבנקאיים. אינו כולל אשראי למימון יבוא דלק. כולל אשראי מוכוון למימון פעילות מקומית בסכום של 0.5 מיליארד שקלים בסוף 1982.

ההגדרה בלוח זה שונה מההגדרה בפרסומים אחרים של בנק ישראל, וכן בלוח ח"י 10א: כאן האשראי למימון פעילות מקומית אינו כולל אשראי לרשויות מקומיות ולמוסדות לאומיים, שהסתכם ב-6.0 מיליארד שקלים בסוף 1982 וב-2.6 מיליארד שקלים בסוף 1981.

המקור: לוח ח"י 10א; אשראי לרשויות מקומיות ומוסדות לאומיים, לפי דוח על חלוקת האשראי בין ענפי המשק.

התיקון במערכת המסים, המבטלת את יתרונות המס שהיו בעבר על הלוואות צמודות (ראה לוח ח'11). סך האשראי למשקי בית גדל השנה במדה ניכרת, והגיע ליותר מ-24 מיליארד שקלים, לעומת כ-8 מיליארד שקלים אשתקד. הגידול נובע בעיקרו מהרחבת האשראי למשתכנים, ומשקף עלייה בהיקף המימון יחסית למחירי הדירות. ראוי לציין את משקלו הרב יחסית של האשראי הלא מוכווני לדיוור, המהווה כיום יותר מ-30 אחוזים מהאשראי האפתיקאי, לעומת כ-15 אחוזים ב-1979. עלותו הכוללת הממוצעת של האשראי המוכווני למשתכנים עלתה לשיעור שלילי של כ-6 לעומת 14 אחוזים אשתקד, בעקבות המשך המעבר לאשראי צמוד, ושינוי קצב ערכון ההצמדה ל-3 חודשים, במקום 6 חודשים בעבר. היחס שבין האשראי למשקי בית לבין השקעות בדיוור עלה במדה ניכרת, והגיע לכ-51 אחוזים, לעומת 35 אחוזים בשנת 1981 (ראה לוח ח'10); זוהי תוצאה משולבת של הרחבת המימון וצמצום הפעילות בענף הבנייה (ראה סעיף הבנייה בפרק ו').

4. הנכסים הכספיים³⁴

הגידול בנכסים הכספיים הואץ בשנת 1982: מיצרף סך הנכסים הכספיים גדל נומינלית ב-195 אחוזים, וב-28 אחוזים ריאליים, לעומת שיעור גידול ריאלי ממוצע של 16 אחוזים בשנתיים הקודמות. האצת קצב הגידול של סך הנכסים הכספיים משקפת שתי התפתחויות מרכזיות: האחת — גיאומטריה של שוק המניות הלא בנקאיות, שהתבטאה בעלייה חסרת תקדים בערך השוק של מניות אלה, בשיעור ריאלי של 253 אחוזים, והאחרת — גידול בערך המניות הבנקאיות ובנכסים הבלתי צמודים במטבע ישראלי, בשיעור ריאלי של 38 ו-22 אחוזים, בהתאמה. למניות ולנכסים הבלתי צמודים במטבע מקומי הוסטו ביקושים מהפת"ם, מאיגרות החוב ומהנכסים לטווח בינוני וארוך.

גידול הביקוש לנכסים כספיים היה תולדה של כוחות סותרים: להרחבת הביקוש הביאו אותם כוחות, שגרמו את הגיאומטריה הרבה במניות הלא-בנקאיות, שתכונותיהן — התשואה והסיכון — שונות משל מניות הבנקים (ראה פירוט בסעיף שוק המניות); גיאומטריה זו הגדילה את התשואה שהציבור ציפה לה. במקביל השפיעו להגדלת הביקוש לנכסים כספיים, שהציעה מערכת הבנקאות, המשך ויסותן של המניות הבנקאיות, והצעתו של נכס חדש — פיקדון לזמן קצר במטבע ישראלי, הנושא תשואה בת תחרות לנכסים הצמודים. הגורמים המנוגדים, שפעלו למיתון הביקוש לנכסים כספיים, היו: ראשית, עלייה בנטל המסים, שהביאה להקטנת החיסכון הפרטי ובחיסכון הפיננסי לטווח בינוני וארוך, ולא לצמצום הצריכה הפרטית — מה עוד שתנאי החיסכון המשופרים, שהוצעו ב-1981 לטווח בינוני, לא חודשו השנה. שנית, הפחתת התשואות על פת"ם, בעקבות ירידת שיעורי הריבית, האטת התאמת שער הדולר לאינפלציה, והפחתת נזילותו של הפת"ם בעקבות הוראות בנק ישראל³⁵ — גרמו לירידת הביקוש. שלישית, הוטל מס על מכירת ניירות ערך סחירים, דבר שהפחית את מידת נזילותם של נכסים כספיים סחירים; והרביעית — חוק מסוי רווחים כתנאי אינפלציה, כשלעצמו, הקטין את הביקוש לנכסים פיננסיים. (ראה דיון בסעיף הרכוש לעיל.)

³⁴ כמוגדר בלוח ח'14.

³⁵ בחודש אפריל 1983 הוטל גם מס רכישה של אחוז אחד על רכישת נכסים נקובים או צמודים למטבע חוץ, דבר שהפחית עוד יותר את נזילות הפת"ם.

לוח ח"י 14
הנכסים הכספיים שבידי הציבור¹, 1976 עד 1982

העלייה או הירידה (—) הריאלית ביתרות לעומת סוף שנה קודמת		המשקל בסך כל הנכסים בסוף שנה					יתרות
1982	1981	1982	1981	1980	1978	1976	1982
(א ח ו ז י ם)		(א ח ו ז י ם)					(מיליארדי שקלים)
— 1	2	18	24	27	27	33	291.2
— 9	— 12	2	2	3	6	8	26.4
68	60	2	1	1	1	2	31.8
— 6	16	9	12	12	10	7	142.8
— 7	— 16	6	8	11	10	16	90.2
38	52	14	13	10	6	3	229.0
13	16	32	37	37	33	36	520.1
253	43	19	7	6	3	3	304.6
7	12	21	25	26	24	22	336.2
— 3	— 5	5	7	8	10	11	84.1
11	21	16	18	17	14	11	252.1
12	14	28	31	32	40	39	440.9
28	16	100	100	100	100	100	1,601.8
22	7	4	4	4	7	10	58.2
— 4	6	15	20	21	21	18	236.4

- א. "ציבור" בלוח זה — אינו כולל ממשלה, בנק ישראל ובנקים מסחריים. בהעדר נתונים, לא חוקן סקטור חוץ לארץ. דהיינו: לא נוכו נכסים כספיים בידי זרים. מחד גיסא, ולא נוספו נכסים כספיים זרים. שהוחזקו בידי תושבים מקומיים. מאידך גיסא.
- ב. המדידה בלוח לוקה בכפילות מסוימת. משום שכנכסים כספיים נמדדו הן התחייבויות שהנפיקו מוסדות כספיים לציבור והן נכסים כספיים שהחזיקו מוסדות אלה.
- (2) אפשר שהגידול בפת"ם במשך 1981, המשתקף בלוח, מוטה כלפי מעלה — משום מיון מחדש, שנעשה בדצמבר 1981 בנתוני פת"ח של תושבים מקומיים. הנכללים בפת"ם.
- (3) סך כל איגרות החוב שלא הונפקו למשקיעים מוסדיים, בניכוי איגרות חוב בתיק בנק ישראל ובבנקים, אך כולל איגרות חוב סחירות מהסוג שהונפק לציבור והוחזקו בידי קופות גמל ומשקיעים מוסדיים אחרים.
- (4) נכסי קופות הגמל וקרן ביטוח חיים.
- המקור: לוח ח"י 14.

התפתחויות אלה התבטאו בשינויים ניכרים בהרכב תיק הנכסים של הציבור. בולטת בהם העלייה הרבה במשקל המניות הלא בנקאיות, מ-7 אחוזים בסוף 1981 לכ-19 אחוזים מכלל הנכסים הכספיים בסוף 1982. משקל הנכסים הכספיים הנזילים (כולל מניות בנקאיות) בסך תיק הנכסים הכספיים ירד אמנם השנה, מ-37 אחוזים לכ-32 אחוזים, אך בסך התיק ללא מניות לא-בנקאיות לא ירד משקל זה, אלא אף עלה קלות: מ-39 אחוזים בסוף 1981 לכ-40 אחוזים בסוף 1982. בקבוצת הנכסים הכספיים הנזילים (לרבות מניות הבנקים) חלה תפנית בהתפתחות משקל הנכסים הכספיים הבלתי צמודים: עד סוף 1981 ירד משקלם בהתמדה עד ל-10 אחוזים, ואילו בעקבות המדיניות לעידודם של נכסים אלה והירידה בכדאיות החזקת פת"ם ואיגרות חוב, גדל משקלם בתיק הנכסים הכספיים הנזילים, והגיע ל-11 אחוזים בסוף השנה.

בהמשך למגמה הבולטת מאז 1976, עלה גם השנה משקל המניות הבנקאיות, באחוז אחד, והגיע לכ-14 אחוזים מסך תיק הנכסים הכספיים. בעקבות מדיניות הוויסות, שנוקטים הקונצרנים הבנקאיים בשנים האחרונות, הפכו מניות הבנקים לנכס אטרקטיבי ביותר, לא רק בהבטיחן תשואה ריאלית גבוהה מזו של איגרות החוב והפת"ם, אלא גם הודות ליכולת לממשן בסיכון מזערי של הפסד, בדומה לזה של איגרות החוב והפת"ם. לשון אחר: נראה שבשנים האחרונות הפכו המניות הבנקאיות לנכס נזיל, נושא תשואה ריאלית גבוהה, שיחידות רבות במשק מחזיקות בו לא רק מטעמי חיסכון, אלא גם כאמצעי אוגר ערך, המשמש אף לתשלומים בעסקאות שוטפות.³⁶ הטלת מס על מכירת מניות בחודש יוני הפחיתה מנזילותן של המניות הבנקאיות, דבר המתבטא בירידה במהירות המחזור שלהן. (ראה לוח ח"5). עם זאת, נזילותן נותרה גבוהה יחסית, הן לעומת פת"ם לזמן קצוב והן לעומת איגרות החוב, שנזילותן נפגעה גם היא במהלך המחצית השנייה של 1982. בעקבות זאת הגיע משקלן של המניות הבנקאיות בסך הנכסים הכספיים הנזילים לכ-44 אחוזים.

הוויסות הממושך של שערי מניות הבנקים ביסס את אמונו של הציבור בהמשך התשואה הגבוהה שמניבות מניות אלה ובהתמדת נזילותן הרבה. יכולתם של הבנקים להמשיך במדיניות הוויסות על פני תקופה ארוכה תלויה באמונתו של הציבור, שהבנקים אכן ימשיכו לתמוך במניותיהם — אמון שעמד במבחן מספר פעמים בעתות משבר.³⁷ אמון זה הגדיל את הביקוש למניות הבנקים ואיפשר עליית שערים ריאלית ממוצעת של כ-34 אחוזים לשנה בשלוש השנים האחרונות, עלייה שאינה משקפת הישגים עסקיים דווקא.

ההסדרים המוסדיים, שאינם מאפשרים גמישות מספקת בשינוי התשואות הריאליות של איגרות החוב והפת"ם, מוזילים את עלות הוויסות, ובכך מסייעים לקונצרנים הבנקאיים בייצוב שערי מניות הבנקים.

שוק המניות הלא בנקאיות הוסיף וגאה ב-1982, ושעריהן עלו ריאלית ב-140 אחוזים. אין בידינו הסבר לעתוי הגיאות והנפילה שהתרחשה בינואר 1983; עם זאת ברור, שהתהליך המחזורי בשוק הוחרף מצד מנגנוני הציפיות (ראה סעיף המניות, להלן).

הביקוש לפת"ם נתון לתנודות ניכרות על פני זמן; הציבור סומך על מדיניות הרשויות לוויסות שער החליפין, מדיניות המקלה על מימוש תוך תנודות שער קטנות. ב-1982 ירד הביקוש הריאלי לפת"ם, ומשקלו בתיק פחת במהלך השנה, מ-12 ל-9 אחוזים. ירידה זו טומנת בחובה צבירה גבוהה תמורת 382 מיליוני דולרים במחצית הראשונה של השנה (עיקרה ברביע השני) — אז

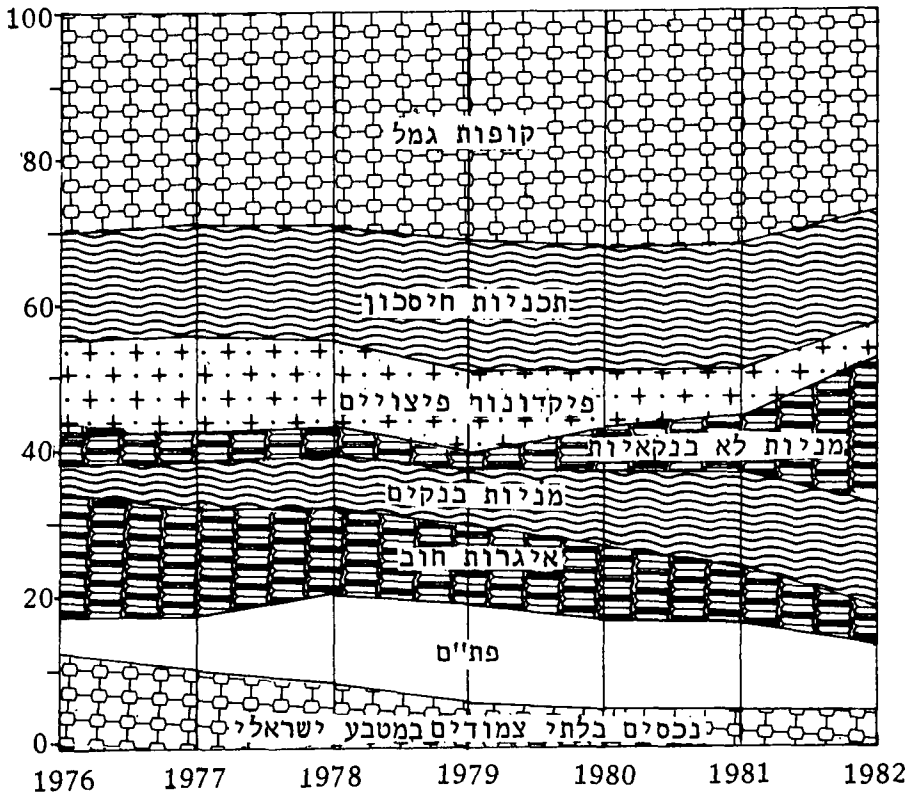
³⁶ המניות הבנקאיות אמנם אינן משמשות כאמצעי חליפין ישיר, אך מידת נזילותן גבוהה גם משום שהן משמשות כביטחונות "טובים" לצורך קבלת אשראי.

³⁷ בעתות משבר, כאשר נרשמו היצעים גדולים מצד הציבור במניות הבנקים המסחריים, הסתייעו הבנקים, לצורך ויסות, ביבוא הון נרחב מחוץ לארץ.

דיאגרמה ח' 4

הרכב תיק הנכסים הכספיים בידי הציבור, 1976 עד 1982

(סופי שנים, אחוזים)



הניב הפת"ס בדולרים תשואה ריאלית בת 6.8 אחוזים. לעומת זאת, במחצית השנייה של השנה פדה הציבור פת"ס תמורת 323 מיליוני דולרים (בעיקר ברכיע האחרון), כאשר תשואתו הריאלית של פת"ס דולר היתה 6.5 (—) אחוזים. הפדיון נבע לא רק מהתשואה השלילית, כי אם גם מהפגיעה בנזילות של הפת"ס. (ראה סעיף מדיניות בנק ישראל.) הירידה בביקוש להחזקת פת"ס, במחצית השנייה של השנה, לא לוותה בירידה מקבילה באינטנסיביות השימוש בו לצורך עסקאות; להיפך: מחזורי העסקאות גדלו, כך שפיקדונות אלה חויבו כפעם וחצי כל חודש (בממוצע), לעומת 1.1 פעמים במחצית הראשונה, ופעם בחודש ב-1981. (נתונים על מהירות המחזור ראה בלוח ח' 5.) גידול זה משקף גידול במהירות המחזור של פת"ס עו"ש. במחצית השנייה של 1982 פחת גם הביקוש לאיגרות חוב, ובמהלך השנה כולה פחת משקלן בתיק מ-8 ל-6 אחוזים. צמצום הביקוש לאיגרות חוב אירע חרף הירידה בתנודתיות שערין, והוא נבע מהתשואה החלופה הגבוהה למניות ומהטלת מס המחזור על ניירות ערך ביוני. מס זה הפחית מנזילות איגרות החוב, ופגע יחסית יותר בביקוש להן. מאחר שתשואתן הצפויה נמוכה, מפגיעתו היחסית בתשואה הצפויה של המניות.

לוח ח' 15
תשואות וסטיות תקן חודשיות על נכסים כספיים, 1980 עד 1982

סטיות תקן חודשית ל-12 החודשים האחרונים				תשואה חודשית ממוצעת במשך התקופה				
1982				1982				
מחצית II	מחצית I	1981	1980	מחצית II	מחצית I	בשנה כולה	1981	1980
1.03	1.24	1.6	1.8	-7.5	-7.0	-7.3	-6.1	-7.3
אמצעי תשלום								
תעודות פיקדון סחירות ¹								
0.90	1.15	1.5	1.5	-2.6	-2.2	-2.4	-0.6	-2.2
לפני מס								
0.96	1.05	1.3	1.5	-2.6	-2.9	-2.8	-2.3	-3.8
בניכוי מס במקור ²								
פיקדון בדולרים								
1.81	1.87	3.9	2.5	-1.6	0.4	-0.6	0.2	-0.7
עו"ש								
1.90	1.87	3.9	2.4	-1.1	1.1	0.0	1.0	0.0
זמן קצוב (בניכוי מס במקור)								
2.20	2.40	3.7	4.2	-0.6	-0.4	-0.5	-0.5	-1.4
פיקדונות פיצויים (במקרים, זמן קצוב)								
2.81	2.30	2.4	4.0	0.2	-0.3	0.0	-0.7	0.9
איגרות חוב צמודות למדד								
4.41	4.22	7.5	9.2	7.6	1.8	4.7	2.2	4.5
סך כל המניות								
2.74	2.54	5.3	8.9	4.1	0.2	2.1	2.5	3.2
מזה: א. מניות בנקים								
8.40	11.39	15.6	12.8	11.4	4.4	7.9	2.3	7.4
ב. מניות לא בנקאיות ³								

- (1) קיימת שונות רבה בתשואות בין לקוחות.
 (2) החל מאוגוסט 1981, שיעור המס המוגבל המנוכה במקור הוא 15 אחוזים; במחצית השנייה של 1982 כוטל המס על תקבולי הריבית, שהוטל על פרטים.
 (3) התשואה הריאלית לפדיון לתכניות החיסכון היתה 4 אחוזים ב-1982, לעומת 3 אחוזים ב-1981 ו-2 אחוזים ב-1980.
 התשואה הריאלית לפדיון בקופות הגמל עומדת על כ-4 אחוזים; אפשר שב-1982 היתה גבוהה במקצת, כשל התשואה על השקעות קופות הגמל במניות.
 המקור: עיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל.

צעדי המדיניות, שפגעו בנוזילות פת"ם וניירות הערך, הביאו גם לצבירת סכומים משמעותיים בנכס חדש במטבע ישראלי, שהוצע לציבור במחצית השנייה של 1982: פיקדון לזמן קצר. במסגרת הצעדים של בנק ישראל לעידוד הפקדה בפיקדונות במטבע ישראלי (פירוט ראה בסעיף מדיניות בנק ישראל), בוטל גם המס ששילמו פרטים על הריבית לפיקדון זמן קצוב במטבע ישראלי ולתפ"ס, נמשכה השחיקה הריאלית כיתרה המינימלית להשקעה בתפ"ס, ובסוף השנה השתפרה תשואתן הריאלית. היקפו הריאלי של המיצרף, הכולל אותן ואת הפיקדון לזמן קצר, עלה בסוף 1982 ב־68 אחוזים על היקפו בסוף 1981. אפשר שגידול זה בביקוש קשור גם בעלייה בנוזילות, שהציבור ביקש להחזיק בקשר לעסקותיו הגדולות במניות.

אמצעי התשלום המשיכו להצטמצם ריאלית ב־1982, וירדו ב־9 אחוזים, בעיקר במחצית השנייה של השנה. ירידה זו נובעת כנראה מציפיות להאצה באינפלציה, מהשיפור הנזכר בכוח המשיכה של התפ"ס, מהצעת הפיקדון החדש לזמן קצר, מתשואה גבוהה למניות ומתחכום פיננסי הולך וגובר. אותה שעה פעלה הירידה בתשואות הפת"ם למיתון הצמצום בביקוש לכסף. הירידה הנמשכת בכמות הכסף לא לוותה בירידה מקבילה בחיובים לפיקדונות עובר ושב במטבע ישראלי, ונרשמה עלייה במהירות המחזור שלהם. (ראה לוח ח'־5). עלייה זו, שהתמקדה במחצית השנייה של השנה, משקפת הן את הירידה בפיקדונות עובר ושב, והן את הצלחת הנהגתו של הפיקדון לזמן קצר במטבע ישראלי, שחידושו — בניגוד לפת"ם — נעשה דרך זיכוי וחיוב של חשבון עובר ושב.

הצבירה נטו בתכניות חיסכון פחתה ריאלית ב־35 אחוזים בשנת 1982. ירידה זו נבעה מהירידה בחיסכון הפיננסי, הקשורה, כאמור, בעליית נטל המסים, ובאי חידוש תכניות חיסכון לשנתיים. ירידה זו התבטאה בצמצום חד בצבירה במחצית הראשונה של השנה. (ראה לוח ח'־4 א'). במחצית השנייה ניכרת שוב עלייה בצבירה, במסגרת מבצעי שיווק של שלהי השנה, שנתנו למפקידים אשראי מוזל — רובו ממשלתי — שבמסגרתו גדלה התשואה הריאלית.

הצבירה בקופות הגמל פחתה ריאלית בשנת 1982 ב־13 אחוזים. ירידה זו קשורה במילווה החובה שהוטל ביוני, שהוא חיסכון כפוי לזמן ארוך, ובגידול ביקוש של הציבור להשקעה חלופה. במקביל, התשואה הגבוהה, שהציבור ציפה לה על מניותיו, פעלה להקטנת הצבירה. התפתחות נזילות תיק הנכסים אינה ברורה. להקטנת הנזילות פעלו הוראות בנק ישראל — שהקשו, מאז יוני, על מתן ריבית על פת"ם עו"ש ועל שבירת פת"ם לזמן קצוב — ומס מחזור בן שני אחוזים שהוטל על מכירת ניירות ערך. להגדלת הנזילות פעלו התקרבותן לפירעון של תכניות חיסכון בהיקף ניכר, המשך צבירת הוותק בקופות הגמל והירידה בתנודתיות התשואה של נכסים סחירים.

חלק III: ההתפתחויות ברכיבי שוק ההון

1. שוק המניות

בשנת 1982 בלטה גיאות חסרת תקדים בשוק המניות, שהתבטאה בעלייה מואצת בשערי המניות, בגידול רב בהיקף ההנפקות ובנפח המסחר. ערך השוק של המניות עלה ריאליית בכ-112 אחוזים, והסתכם ב-534 מיליארד שקלים לעומת 109 מיליארד שקלים בסוף 1981. הגידול בערך המניות משקף בעיקר עלייה בשערי המניות בשיעור ריאלי ממוצע של כ-70 אחוזים, וגידול רב בהיקף ההנפקות, שהסתכם ביותר מ-21 מיליארד שקלים. הגיאות בשוק המניות התמקדה השנה במניות הלא בנקאיות, ששעריהן עלו ריאליית בכ-140 אחוזים, לעומת 28 אחוזים במניות הבנקים המסחריים (ראה לוח ח'16). בעקבות העלייה המואצת בשערי המניות, הגיעו השנה רווחי ההון של הציבור להיקף שלא נודע כמותו בעבר – כשליש מההכנסה הפנויה. בתחילת 1983 הסתמן משבר חריף בבורסה: מדד המניות הלא בנקאיות ירד ריאליית בחודשים ינואר – אפריל בכ-40 אחוזים, אולם משבר זה לא פגע בשערי המניות הבנקאיות, שלא ירדו ריאליית.

מחזור גיאות זה בשוק המניות החל עוד במחצית השנייה של 1979, והוא שונה ממחזורי גיאות קודמים במספר מאפיינים: בעצמת העלייה בשערי המניות, במשך הזמן הרב של הגיאות, ובתפוצתו הרבה של אפיק השקעה זה בקרב הציבור הרחב; זו מתבטאת, בין היתר, בגידול נכבד במשקל המניות בתיק הנכסים של הציבור (ראה לוח ח'14). בשלוש השנים האחרונות עלו שערי כלל המניות בקצב ריאלי שנתי של כ-52 אחוזים (ראה דיאגרמה ח'5); שערי המניות במחזור הגיאות הקודם (ששיאו בסוף שנת 1977) עלו אמנם בקצב שנתי של כ-50 אחוזים, אך הוא נמשך כשנה וחצי בלבד.

אין בידינו הסבר מלא לתופעות של גיאות ושפל בשוק המניות. קשה להסביר את הגיאות בערכי המניות במחזור הנוכחי בעלייה ברווחים צפויים של הפירמות, מחמת השפל בשנים האחרונות ברמת הפעילות הכלכלית; התאוששות בפעילות מביאה, בדרך כלל, לציפיות לעלייה ברווחי הפירמות, ומכאן לעלייה בשערי מניותיהן. עם זאת, ניתן למנות כמה גורמים, שתורמו למחזור הגיאות האחרון.

גורם מרכזי טמון בהשפעה שיש לקונצרנים הבנקאיים על הפעילות בשוק ההון, השפעה הנובעת גם מהתפקיד המרכזי שנוטלים הבנקים המסחריים בפעילות בשוק הכספים וההון³⁸. השפעה זו באה לידי ביטוי, בין היתר, במדיניות ויסות מניותיהם, שנוקטים מרבית הבנקים המסחריים בארבע השנים האחרונות³⁹. עקב משקלן הרב של מניות אלו בשוק המניות, תרמה פעולת הוויסות תרומה מכרעת למחזור הגיאות בשוק ולמשך הזמן הארוך של גיאות זו. גורם נוסף, המסביר את הגיאות בשוק המניות, נערץ בחוסר השכלול בשוק, שסיבותיו הן שיטת

³⁸ מרכזיותם של הבנקים המסחריים בפעילות הפיננסית נובעת מכך, שהיא מקיפה לא רק את פעילות החיך הפיננסי בין יחידות עורך ליחידות גירעון בסקטור הפרטי, אלא בהיותם מתווך ראשי בין הציבור לבין הממשלה ובין סקטורים אלו לבין סקטור חוץ לארץ.

³⁹ אין בידינו הסבר מלא למניעים העומדים מאחורי מדיניות הוויסות. אפשר שאחת הסיבות נעוצה בצורך שלהם בגיוס הון עצמי לשם הצגת הלימות הון גבוהה יותר, הנדרשת להרחבת פעולותיהם בארץ ובחו"ל. כן נראה, שהצטמצמותם של המקורות במטבע המקומי, בעקבות האצת האינפלציה, והעובדה שמרבית הנכסים הצמודים מופנים למימון הפעילות הממשלתית הכוללת, הביאו את הבנקים להציע נכס שיוכל להתחרות בנכסים אלו, ושיוכל לספק מקורות להרחבת פעילותם העסקית.

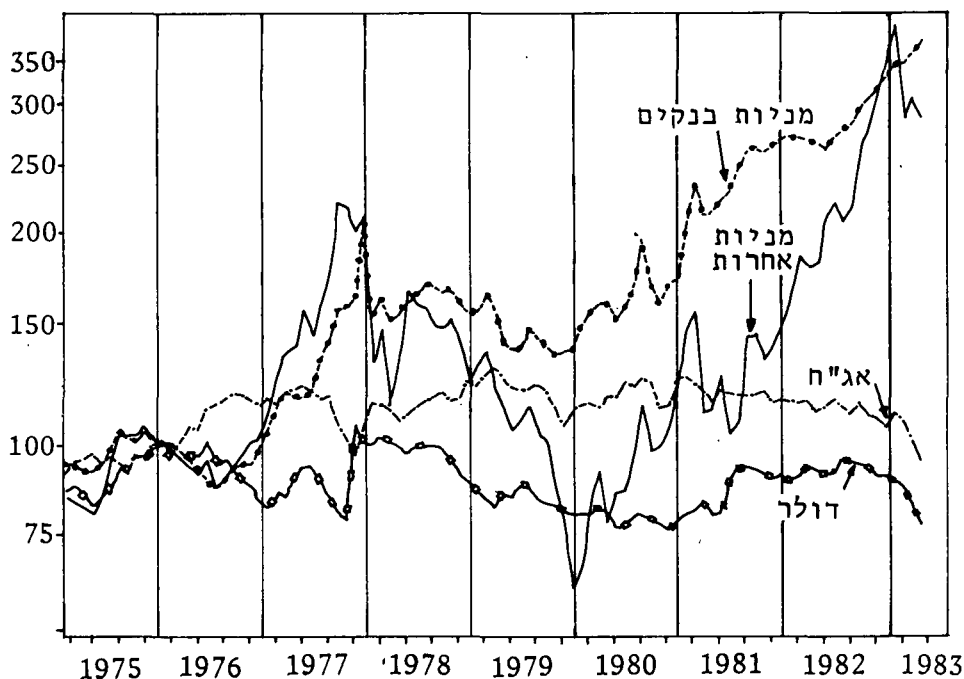
לוח ח' 16
אינדיקטורים עיקריים לשוק המניות, 1980 עד 1982

1982			1981	1980	
מחצית II	מחצית I	סך הכול			
20.6	3.7	24.3	17.8	9.7	1. היקף ההנפקות ¹ משקלות (אחוזים):
46	14	41	65	70	מניות בנקים מסחריים
54	86	49	35	30	מניות אחרות
533.5	286.8	533.5	251.2	169.8	2. ערך שוק, בסוף השנה ¹ משקלות (אחוזים):
43	58	43	66	64	מניות בנקים מסחריים
57	42	57	34	36	מניות אחרות
302.4	251.4	553.8	415.5	215.3	3. היקף המסחר בבורסה ומחוצה לה ¹ משקלות (אחוזים):
30	48	38	64	72	מניות בנקים מסחריים
70	52	62	36	28	מניות אחרות
1.58	1.94	1.75	3.04	2.00	4. מהירות המחזור השנתית ²
0.96	1.54	1.25	2.77	2.01	מניות בנקים מסחריים
2.22	2.50	2.36	3.64	1.99	מניות אחרות
54.5	10.7	71.0	25.3	62.9	5. תשואה ריאלית כוללת
26.9	1.1	28.3	32.5	40.6	מניות בנקים מסחריים
88.8	27.2	140.2	14.3	117.7	מניות אחרות

(1) במיליארדי שקלים, מחירים קבועים, כמונחי דצמבר 1982. 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.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, המחלקה המוניטרית ומחלקת המחקר, בנק ישראל.

המסחר, הפער בין מניות באותה חברה בחלקן היחסי בהון הפירמה ובמדת השליטה בה, והשלכות שונות של מערכת המסים על שוק המניות (ראה דיון לעיל בסעיף הרכוש). ניתן כיום להנפיק בבורסה מניות, בעלות שליטה נחותה בחברה, יחסית לחלקן בהון החברה. עובדה זו דרבנה פירמות קטנות לגייס הון באמצעות מניות, בלי לוותר על היקף שליטתו של בעל המניות הקודם, וכך גדלו מספר המניות, שהיקף המסחר בהן מצומצם יחסית. שיטת המסחר הנוכחית אפשרה עלייה גבוהה בשעריהן של מניות, בהן היקף מסחר קטן, גם בעקבות עורפי ביקוש קטנים. עלייה זו יוצרת ציפיות להמשך עליית השערים, וציפיות אלה מגבירות את הביקוש למניות; הביקוש הגובר מצדיק בכך את הציפיות, וחוזר חלילה.

דיאגרמה ח' 5'
מדד שיעור תשואה ריאלי כולל מצטבר לנכסים כספיים 1975 עד 1982
(הבסיס: דצמבר 1975 = 100)



התשואה על הדולר כוללת ריבית נטו על פת"ם.
כיוול חצי לוגריתמי.
המקור: עיבודי בנק ישראל, הכורסה לניירות ערך.

נוסף על הגורמים שנמנו לעיל, ייתכן שהתגברות הביקוש מצד הציבור להשקעה בקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה במניות במחצית השנייה של השנה (כצד ההתחרות הרבה כיניהן להשגת לתשואות גבוהות) — הביאו לגידול רב בהשקעותיהן במניות; כשל מגבלות היצע של מניות בטווח הקצר, התרחשה עלייה מואצת בשערי המניות (ראה סעיף קרנות הנאמנות), והדבר תרם את תרומתו לגיאות האמורה.

העלייה המואצת בשערי כלל המניות בשנת 1982 יצרה רווחי הון חסרי תקדים, והם הגיעו השנה לכשליש מההכנסה הפנויה, לעומת 8 ו-12 אחוזים בשנים 1981 ו-1980, בהתאמה⁴⁰. בולטת התפתחות רווחי הון על המניות הבנקאיות: בשלוש השנים האחרונות היה ממוצע רווחי ההון על מניות הבנקים יחסית להכנסה הפנויה כ-7 אחוזים, עם תנודות קטנות בין השנים. אפשר שבעקבות היציבות ברווחי ההון על מניות הבנקים, מעריך אותן הציבור כחלק מהתוספת לרכוש.

במהלך השנה המשיכו הבנקים בפעילות הוויסות לשערי מניותיהם, ובמחצית הראשונה של השנה ירדו מאוד התנודות בתשואה הריאלית, ובכך פיצו כנראה על עלייה ריאלית מזערית

⁴⁰ רווחי ההון נגזרו מהפרש שבין ערך השוק בסוף השנה, בניכוי ההנפקות שהיו במהלך השנה, לבין ערך השוק בתחילת השנה. בשיטת האמידה יש הטיה מסוימת כלפי מעלה, שכן נכללים בה רווחי הון של פירמות, שעיקר נכסיהן הן מניות, הכלולות אף הן בחישוב רווחי ההון.

בשעריהן, של כאחוז אחד, לעומת עלייה ריאלית גבוהה בעבר. במחצית השנייה של השנה היתה התשואה הריאלית למניות הבנקים כ-26 אחוזים, ותנודתיות תשואתן הריאלית נשארה נמוכה, והיא דומה ברמתה לזו של איגרות החוב הסחירות (ראה נתוני סטיית התקן בלוח ח"י-15). שערי המניות הלא בנקאיות עלו השנה ללא תקדים, ותשואתן הכוללת הריאלית הגיעה לכ-140 אחוזים. מניות של ענפים שונים השיגו תשואות ריאליות של 200 אחוזים ומעלה (ראה לוח ח"י-9ב'). הגיאות התמקדה במחצית השנייה של השנה, שבה עלו שערי המניות הלא בנקאיות בכ-90 אחוזים ריאלית לעומת כ-27 במחצית הראשונה של השנה, ובמניות מסוימות, בעלות ערך שוק קטן, יחסית, הגיעה התשואה למאות אחוזים.

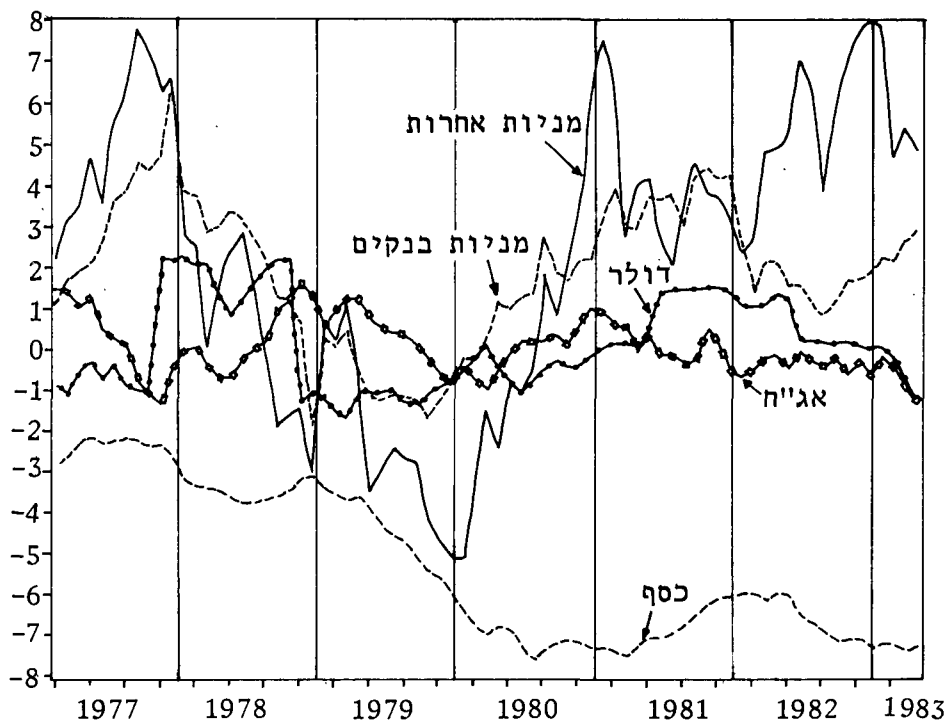
בשנים האחרונות ניכרת עלייה בתרומתה של הבורסה לניירות ערך כאפיק לגיוס הון ולמימון השקעות. כ-100 חברות חדשות הנפיקו לראשונה מניות לציבור בשנים 1981 ו-1982, וסך ההנפקות גדל ריאלית בכ-84 אחוזים ו-37 אחוזים, בהתאמה. סך ההנפקות בסקטור התעשייה הסתכם בכ-4 מיליארד שקלים (גידול ריאלי של כ-175 אחוזים) ומרביתן בידי חברות שהנפיקו לראשונה לציבור. הגידול בגיוס ההון איפשר לממש השקעות בסקטור הפרטי, ואלה גדלו השנה ריאלית בכ-12 אחוזים (ראה פרק ב', סעיף ההשקעות). הגידול בהנפקת המניות נובע, בין היתר, מצמצום המקורות הממשלתיים הלא צמודים העומדים לרשות התעשייה, ומיתרון מס שבגיוס הון עצמי על פני הון זר, כיוון שהון עצמי זכאי להגנה מפני שחיקה אינפלציונית.

דיאגרמה ח"י-6

שיעור התשואה הריאלי החודשי לנכסים כספיים, 1977 עד 1982, ממוצע של 12 החודשים

האחרונים

(אחוזים)



בדרך כלל עדיפה הדרך לגייס הון ישירות מן הציבור על פני תהליך מורכב של תיווך פיננסי תוך מעורבות ממשלתית (ובו מנותקת התשואה לחוסך מן עלות המקורות למשקיע); אולם מוקדם עדיין להעריך את תרומתו של אפיק זה להרכב ההשקעות, בעיקר בשל חריגות של ערך המניות משוויין העסקי.

נפח המסחר בבורסה ומחוצה לה עלה ריאלית בכ-30 אחוזים, אולם בשל העלייה הגדולה יותר בערך השוק של המניות, נרשמה ירידה מסוימת במהירות המחזור. בחודש יוני, עם פרוץ המלחמה, הוטל היטל של 2 אחוזים על מכירת ניירות ערך⁴¹. במחצית השנייה ירדה מהירות המחזור, ובפרט של מניות הבנקים המסחריים. ייתכן שירידה זו היא תולדה של ההיטל על מכירת ניירות ערך. בחודש פברואר השנה הופעלה באופן נסיוני שיטת המסחר הרציף, במקביל לשיטת המסחר הרגילה. זו מקובלת במרבית הבורסות בעולם, והיא אמורה לבטל חלק ניכר מהעיוותים המצויים בשיטת המסחר הרגילה. בשיטה זו נערכות עסקאות דו-צדדיות של הציבור באמצעות סוכנים, והיא מאפשרת להגיב על שינויים המתרחשים במהלך המסחר. המסחר הרציף נערך פעמיים בשבוע, כ-20 מניות שהוחלפו מדי פעם, ומחזור העסקאות בו היה כ-23 אחוזים מהעסקאות באותם ימים בשלב הפתיחה. המעבר לשיטת המסחר הרציף לא הצליח עד כה, בשל קשיים תפעוליים ואחרים, ומחמת ניתוקו של מסחר זה מהמסחר הרגיל.

2. שוק איגרות החוב

בשנת 1982 נמשך הרפיון בשוק איגרות החוב, ופעילותו עמדה בצל הגיאות בשוק המניות. ערך השוק של איגרות החוב הסתכם בכ-152 מיליארדי שקלים, רמה ריאלית דומה לאשתקד. אולם יציבות זו משקפת מעבר של איגרות חוב מהציבור שהקטין את ביקושו לאיגרות חוב, אל הבנקים המסחריים, המתכסים בהם כנגד תכניות חסכון. שערי איגרות החוב הצמודות למדד לא עלו ריאלית, לאחר ירידה של כ-8 אחוזים אשתקד, ובמרבית חודשי השנה היו התשואות לפדיון בשוק המשני גבוהות מאלו שבמקור (ראה לוח ח' 17).

מעורבות בנק ישראל בשוק איגרות החוב גדלה מאוד השנה, ומשקלו בהיקף העסקאות היה 70 אחוזים ומעלה⁴². במהלך השנה מכר בנק ישראל איגרות חוב בשוק המשני (מתוך סדרות שהונפקו בעבר ולא נרכשו בידי הציבור), ובכך שמר על רמת התשואות לפדיון של 2 עד 2.5 אחוזים^{43,44}. ההיקף הנרחב של התערבות הבנק המרכזי השפיע גם על התנודתיות של שערי איגרות החוב: בשנת 1982 ירדה סטיית התקן החודשית (המשמשת כאינדיקטור למדת הסיכון של הנכס) לכ-2.8 אחוזים, בממוצע, לעומת כ-4 אחוזים אשתקד. יש להדגיש, כי התערבות בנק

⁴¹ בסוף השנה הוטל היטל של 2 אחוזים על הזמנות יתר לרכישת ניירות ערך מהנפקות חדשות. במקביל שונתה חובת ההפקדה להזמנת ניירות ערך מ-100 אחוזים ל-20 אחוזים בלבד, והופחתו מספר הימים, שבהם מוקפאים כספי הזמנת ניירות ערך, מ-3 עד 6 ימים — ליום אחד.

⁴² חלקו של בנק ישראל במסחר נמדד לפי היחס שבין סכום הרכישות והמכירות לבין היקף המסחר בבורסה. נתון זה מוטה כלפי מעלה בשל קיומו של מסחר גם מחוץ לבורסה. הנתון המוצג כאן שונה מזה המופיע בלוח ט' 4 (ראה הערה שם).

⁴³ ניתן לראות בפעולה זו הנפקה של איגרות חוב במקור, במחיר הנקבע על פי רמת המחירים בשוק המשני, בתשואה לפדיון גבוהה מזו שהיתה בעבר.

⁴⁴ בחישוב התשואות לפדיון נלקח בחשבון הפסד הצמדה בעת הפדיון. השפעתו של גורם זה על התשואה השנתית נע בין 0.7 לכ-1.5 אחוזים, והוא משתנה בהתאם למספר השנים עד לפדיון ולשיעור האינפלציה (ראה לוח ח' 11ב').

לו"ח ח' 17
אינדיקטורים עיקריים בשוק איגרות החוב, 1980 עד 1982

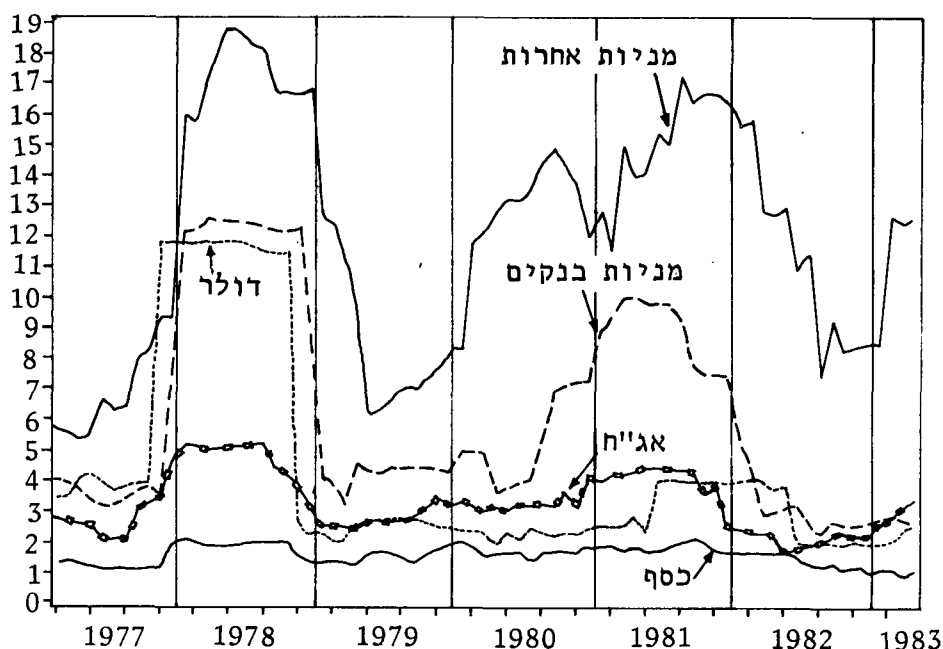
1982				
מחצית II	מחצית I	סך הכל	1981	1980
1. ערך שוק של איגרות החוב הרשומות בכורסה ¹ (סוף תקופה)				
152.4	153.2	152.4	148.8	162.9
מזה: בידי הציבור (אחוזים)				
54.6	56.3	54.6	58.8	66.5
בידי בנקים מסחריים (אחוזים)				
36.1	32.2	36.1	31.5	27.0
2. היקף המסחר באיגרות חוב בכורסה (מיליארדי שקלים, מחירים שוטפים)				
24.8	16.0	40.8	11.0	3.7
מעורבותו של בנק ישראל במסחר (אחוזים) ²				
75.0	70.7	73.3	37.6	9.5
3. גיוס הון באמצעות איגרות חוב סחירות ¹				
3.5	-2.6	0.9	-9.8	8.4
4. מהירות מחזור שנתי ³				
0.41	0.39	0.4	0.23	0.17
5. תשואה ריאלית כוללת של איגרות חוב צמודות מדד (אחוזים)				
-1.7	1.4	-0.3	-8.2	10.4

(1) מיליארדי שקלים, כמונחים קבועים, מחירי דצמבר 1982. ניכרי המחירים בסעיף 3 — על בסיס חודשי.
(2) מעורבותו של בנק ישראל במסחר בכורסה חושב לפי היחס שבין סכום הקניות והמכירות לבין היקף המסחר. הנתון שונה מזה המופיע בלוח ט"ו, שם נמדד חלקו של בנק ישראל במסחר.
(3) היחס בין העסקאות בכורסה לבין ערך השוק. בשנת 1980 — ממוצע פשוט בסופי שנה; בשנים 1981 ו-1982 — בחישוב על בסיס חודשי. המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, עיבודי המחלקה המוניטרית ומחלקת המחקר, בנק ישראל.

ישראל לא הביאה להתעוררות הביקוש לאיגרות חוב סחירות מצד הציבור, בין השאר כיוון שגם התנודתיות של נכסים סחירים אחרים ירדה (ראה דיאגרמה ח' 5)⁴⁵. בשנת 1982 נמשך הגידול במעורבותם של משקיעים מוסדיים במסחר באיגרות החוב, בעיקר של הבנקים המסחריים, החייבים לרכוש את איגרות החוב הסחירות כנגד תכניות חיסכון. חלקם של הבנקים ביתרת איגרות החוב הסחירות המשיך לגדול, והגיע בסוף השנה ליותר מ-48 מיליארד שקלים, כ-32 אחוזים מיתרת איגרות החוב, לעומת 23 אחוזים בלבד בסוף 1979. כן גדלה מעורבותן של קופות הגמל, ובחודש פברואר חויבו באופן חד-פעמי לרכוש איגרות חוב סחירות בשוק המשני⁴⁶.

⁴⁵ ייתכן שהירידה בכיקוש לאיגרות חוב היתה גדולה יותר אלמלא הביקוש מצד חברות, הרוצות לנצל את מלוא הקלות המס הנובעות מהחוק למסוי בתנאי אינפלציה. בהתאם לחוק זה, אם עולה סכום הזיכוי ממס בגין שחיקת ההון על מחצית ההכנסה החייבת, ניתן לקבל את הזיכוי באותה שנה רק אם מחזיקה החברה בסכום דומה של איגרות חוב ממשלתיות (או בקרנות נאמנות, המשקיעות 75 אחוזים מנכסיהן במילווה ממשלתיים).
⁴⁶ רכישת איגרות חוב בידי קופות הגמל בשוק המשני לא פגעה ברווחיות הקופות, היות ורמת התשואה ברוטו לפדיון בשוק המשני היתה דומה לזו של התשואות על איגרות החוב המיוחדות לקופות הגמל, ובנק ישראל סיפק את הביקוש הנוסף.

דיאגרמה ח' 7
סטיות תקן לתשואה החודשית הריאלית של נכסים כספיים, 1977 עד 1982, ב-12 החודשים
האחרונים
(אחוזים)

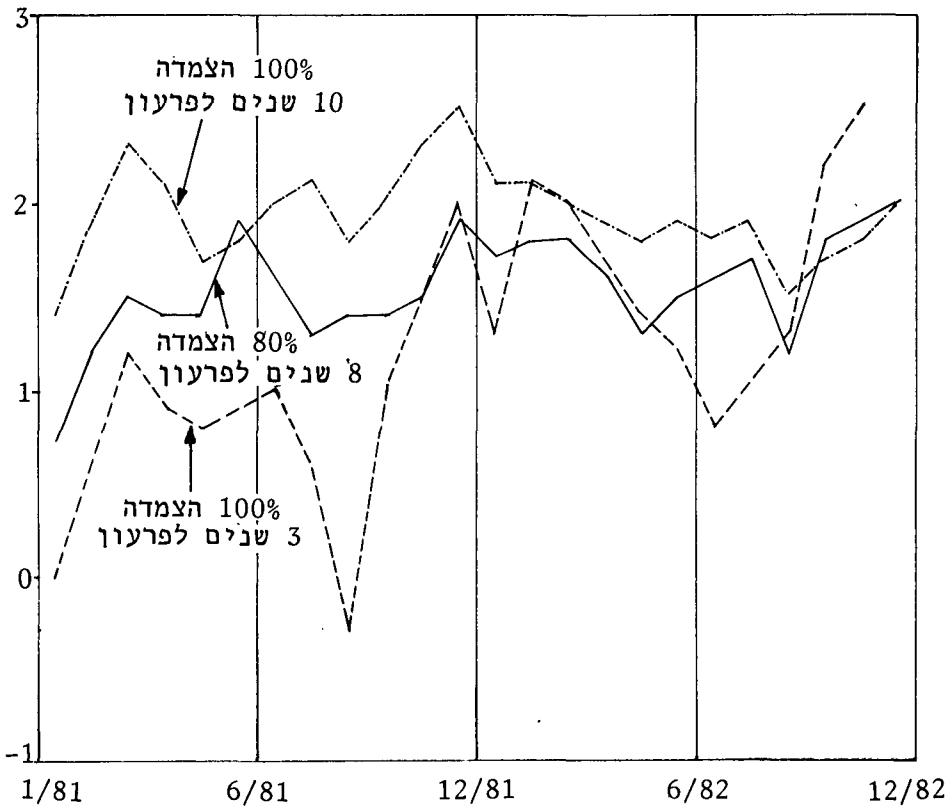


נפח העסקאות בבורסה הסתכם בכ-40 מיליארד שקלים, גידול ריאלי של כ-60 אחוזים, ובעקבותיו גדלה מהירות המחזור של איגרות החוב מ-0.23 לכ-0.40 השנה (ראה לוח ח' 17). גידול הנפח התרחש חרף ההיטל החדש על מכירת ניירות ערך בשיעור של 2 אחוזים, והוא נבע כנראה מעליית מעורבותו של בנק ישראל.

בניגוד לשפל שפקד את שוק איגרות החוב הצמודות למדד, גדל הביקוש לאיגרות החוב הצמודות לשער החליפין: יתרתן גדלה ריאלי כ-28 אחוזים, והיקף הנפקותיהן הסתכם בכ-2.3 מיליארד שקלים. שלא כבעבר, הרי השנה היו מרבית הנפקות איגרות החוב הצמודות לדולר של הממשלה, ולא של פירמות תעשיות. הגידול בביקוש לאיגרות חוב הצמודות לשער החליפין נעוץ ביתרונות הטמונים באיגרות אלו על נכסים אחרים הצמודים לשער החליפין: ראשית, איגרות אלה סחירות, ולכן נזילותן גדולה יותר משל פיקדונות לזמן קצוב⁴⁷; שנית, התשואה שלאחר מס גבוהה יותר, כיוון שהריבית גבוהה כ-1.5 אחוזים מהריבית על פיקדונות במטבע חוץ, ושיעור המס על הריבית מוגבל ל-35 אחוזים.

⁴⁷ עם זאת, מידת הסיכון של איגרות חוב צמודות למטבע חוץ גדולה יותר מזו של הפת"ם, כי שערין תלויים גם בהתפתחות בבורסה ולא רק במדיניות שער החליפין.

שיעורי תשואה ריאליים לפדיון של אגרות חוב צמודות מדד לפי חודשים 1981 עד 1982
(אחוזים)



הערה: ראה לוח ח' 10.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

3. קרנות הנאמנות

בשנת 1982 הושפעה פעילותן של קרנות הנאמנות מהגאות שפקדה את שוק המניות. ערך השוק של נכסי קרנות הנאמנות הגיע לקרוב ל-100 מיליארד שקלים, והתשואה הכוללת הריאלית במשך השנה הסתכמה בכ-46 אחוזים. הגאות בשוק המניות באה לידי ביטוי בגידול הרכ בחלקן של המניות בתיק הנכסים של קרנות הנאמנות, ומשקלן היה כ-60 אחוזים — לעומת 22 אחוזים בלבד בסוף 1980. כמו כן גדלו השקעות הציבור במניות באמצעות קרנות נאמנות, בפרט במחצית השנייה של השנה, והגיעו ל-11 אחוזים מכלל ערך השוק של המניות, לעומת כ-7 אחוזים, בממוצע, בשנים האחרונות. כבעבר, המשיך הציבור גם השנה להשקיע קרוב ל-40 אחוזים מהשקעותיו באגרות חוב צמודות באמצעות קרנות הנאמנות (ראה לוח ח' 18). מספר קרנות הנאמנות הגיע השנה ליותר מ-100, וניכר הגידול בקרנות המנוהלות בידי גורמים, שאינם קשורים לבנקים מסחריים.

במחצית השנייה של השנה רכש הציבור תעודות השתתפות נטו בקרנות הנאמנות המתמחות במניות בכ-13 מיליארד שקלים. בגלל הגידול בסיכון, שסיבתו רמת השערים הגבוהה, העדיף

חלק מהציבור להשקיע במניות לא במישרין, אלא באמצעות קרנות הנאמנות. שכן ההשקעה בקרנות נאמנות מאפשרת מימוש נכסים גם בתקופות של מסחר חריג⁴⁸. ההיטל בן 2 אחוזים על מכירת ניירות ערך חל גם על פדיון תעודות השתתפות, ונוסף על כך הוטל מס בשיעור של אחוז אחד על מכירת ניירות ערך מצד מנהלי הקרנות. אף על פי שסך ההיטל גבוה יותר בהשקעה בקרנות נאמנות לעומת השקעה ישירה בניירות ערך, ונוצר פער גדול יותר בין מחיר קנייה לבין מכירה של תעודות — גדלו רכישות של תעודות השתתפות בידי הציבור דווקא במחצית השנייה של השנה.

לוח ח' 18 פעילות קרנות הנאמנות, 1979 עד 1982

1982				
מחצית II	מחצית I	1981	1980	1979
1. נכסי הקרנות בסוף התקופה (מיליארדי שקלים, במחירי דצמבר 1982)				
99.2	55.7	52.8	63.6	46.8
(אחוזים)				
2. הנפקה נטו, יחסית לנכסי הקרנות בתחילת התקופה				
45.1	2.5	- 0.9	20.8	- 10.7
3. חלקם של נכסי קרנות הנאמנות בנכסים הסחירים ¹ (סוף התקופה)				
13.9	11.0	11.8	16.7	15.6
א. איגרות חוב במטבע ישראלי				
40.9	34.8	37.0	39.9	37.9
ב. נכסים במטבע חוץ (כולל ניירות ערך)				
6.1	6.2	4.2	6.5	6.5
ג. מניות במטבע ישראלי				
11.4	6.1	6.2	8.6	6.7
4. הרכב תיק קרנות הנאמנות ² (סוף התקופה)				
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
א. איגרות חוב במטבע ישראלי				
33.3	54.2	62.0	66.6	70.0
ב. נכסים במטבע חוץ (כולל ניירות ערך)				
7.0	14.8	9.1	11.7	18.4
ג. מניות במטבע ישראלי				
59.7	31.0	28.9	21.7	11.6

(1) הנכסים הסחירים כוללים איגרות חוב סחירות בידי הציבור, פיקדונות במטבע חוץ, מניות וניירות ערך להמרה הרשומים בבורסה בתל-אביב.
(2) בהנחה שהקרנות אינן מחזיקות אמצעי תשלום.
המקור: עיבורי המחלקה המוניטרית ומחלקת המחקר, בנק ישראל.

⁴⁸ קיימת אפשרות פורמלית לדחות פדיון תעודות השתתפות בקרנות נאמנות במקרים של מסחר חריג בבורסה, לאחר אישור מתאים מהרשות לניירות ערך. עד כה לא מימשו קרנות הנאמנות אפשרות זו, ולא ברור באיזו מדה מודע לכך הציבור הרחב.

בשנת 1982 גדלה יתרת החסכונות של הציבור בקופות הגמל בכ-12 אחוזים, כמונחים ריאליים, והסתכמה בכ-410 מיליארד שקלים, לעומת 158 מיליארד אשתקד. (ראה לוח ח'19). עם זאת, ירדה הצבירה הריאלית בכ-13 אחוזים, לעומת גידול ריאלי של כ-10 אחוזים בשנתיים הקודמות. ירידת הצבירה בקופות הגמל הושפעה מצמצום החיסכון הפרטי ומהסטה מהשקעות הפיננסיות של הציבור בקופות גמל — לשוק המניות, בעקבות ירידה בתשואה האפקטיבית בקופות הגמל.

התשואה האפקטיבית בקופות הגמל תלויה, מצד אחד, בשינויים הריאליים של הטבות המס, שמושפעים מגובה התקרה המזכה להטבות אלו; ומצד שני תלויה התשואה האפקטיבית בתשואה הכוללת של תיק ההשקעות בניירות הערך שבידי קרנות הגמל. בשנת 1982 הוקטנה התקרה המזכה בהטבות המס על ההפקדות בקרנות הגמל בכ-13 אחוזים, ריאלית, לאחר שאשתקד היא עלתה ריאלית כשיעור דומה⁴⁹; לפיכך ירדה התשואה האפקטיבית⁵⁰. נראה שאת הירידה הזו קיזזה, במדת מה, העלייה בתשואה הכוללת של תיק ניירות ערך שמחזיקות הקופות, בעקבות הגיאות הרבה בשוק המניות — אף-על-פי שמשקל המניות בסך תיק ההשקעות נאמד בכ-3 אחוזים בלבד.

העלייה הריאלית המתונה בתשלומי השכר השנה, לעומת כ-15 אחוזים אשתקד, הביאה לירידה בקצב גידול ההפקדות במסגרות הגמל המוסדיות: ההפקדות בקרנות הפנסיה והפיצויים עלו ריאלית בכ-4 אחוזים לערך. לעומתן נמשך קצב הגידול המהיר בהפקדות בקרנות ההשתלמות, עקב הצטרפות קבוצות עובדים חדשות למסגרת זו. הצבירה במסגרות החיסכון הרצוניות, ובעיקר בקרנות התגמולים, פחתה נטו כשיעור של כ-29 אחוזים. ירידה זו משקפת הקטנה ריאלית של כ-4 אחוזים בהפקדות, וגידול ריאלי של כ-50 אחוזים במשיכות, בעקבות הסטה של ההשקעות במסגרת זו לשוק המניות וצמצום החיסכון הפיננסי, שנבע מעלייה בנטל המס. נוסף על כך פעלה הטלת מילווה שלום הגליל — שהוא חיסכון כפוי לטווח ארוך — להקטנת החיסכון הרצוני החלופי לתקופה דומה. הגידול הרב במשיכות מקרנות התגמולים מבטא את הגידול בנזילותו של רכיב זה בתיק הנכסים של הציבור, בעקבות הגידול במספר החשבונות הניתנים למשיכה, על רקע הירידה הנזכרת בחיסכון.

בשנת 1982 גדלה הצבירה דרך ביטוח חיים והסתכמה בכ-4 מיליארד שקלים ויותר; גידול ריאלי של כ-24 אחוזים לעומת עלייה ריאלית של כ-9 אחוזים אשתקד. ראוי לציין, שהיקף גיוס ההון באפיק זה פחת ריאלית למרות הגידול בצבירה, בשל הגידול בהשקעה בניירות ערך סחירים, לאחר שהותר חלק מיתרת הקרן לביטוח חיים בנכסים אלו.

⁴⁹ התקרה המזכה בהטבות ממס מעודכנת אחת לשלושה חודשים לפי שיעור עליית המחירים, אך בשל האצת האינפלציה בשנת 1982 נוצר פיגור בעדכון הריאלי, ותקרת ההפרשות ירדה, לעומת עלייה ריאלית אשתקד (בעקבות האטה בקצב עליית המחירים כ'1981).

⁵⁰ לרغم, תוספת התשואה השנתית הממוצעת בחיסכון בקופות התגמולים מגיע לכ-5.9 אחוזים, כהנחה שמשך החיסכון הוא 7.5 שנים, בממוצע, ובהנחת מס שולי בן 35 אחוזים. בקרנות ההשתלמות, נעה תקופת החיסכון בין 1.5 ל-3 שנים, בממוצע, ותוספת התשואה השנתית בגין הזיכוי ממס מגיעה בקרנות אלו לכ-10 עד 21 אחוזים. יש לזכור, שהקלות המס מוגבלות בתקרה, המתעדכנת מדי שלושה חודשים.

לוח ח' 19
ההתפתחויות העיקריות בקופות הגמל ובביטוח חיים, 1980 עד 1982

ערך ההתחייבויות לציבור במחירים קבועים (דצמבר 1982=100)						
העלייה או הירידה (—) הריאלית בצבירה נטו ¹			צבירה נטו			
1982	1981	1980	1982	1982	1981	1980
(אחוזים)			מיליארדי שקלים)			
מוסדות הגמל						
9	— 24	6	2.5	142.0	135.4	120.4
— 29	0	10	7.3	186.6	165.1	148.9
— 22	— 3	14	6.4	154.2	138.0	121.3
— 25	59	0	1.8	34.0	29.4	27.1
24	63	26	3.6	25.0	14.4	9.7
			1.4	1.6	3.7	1.9
— 13	10	10	16.6	410.1	365.1	321.3
סך כל מוסדות הגמל						
חברות הביטוח						
24	6	— 5	4.2	30.8	28.2	23.8
קרנות ביטוח חיים ²						
				57.4	52.6	45.6
סך כל מאזן חברות הביטוח						

(1) מנוכה על בסיס חצי שנתי.

(2) בניכוי מבטחי משנה.

המקור : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ותיכודי בנק ישראל.

לוח ח' - א'
אמצעי תשלום ופיקדונות בלתי צמודים של הציבור, 1980 עד 1982
(יתרות, מיליוני שקלים)

העלייה או הירידה (—) לעומת סוף התקופה הקודמת (9)	סך הכול (3)+(5) +(6)+(7) =(8)	פיקדונות בלתי צמודים			אמצעי תשלום			
		פיקדונות כנגד התחייבויות בשקלים (7)	פיקדונות לזמן קצוב בשקלים (פז"ק) (6)	תעודות פיקדון סחירות (תפ"ס) (5)	בניכוי עונתיות	נחונים מקוריים		
						סך הכול (1)+(2) =(3)	פיקדונות עו"ש (2)	מזומנים (1)
(אחוזים)					סך הכול (4)			
116.9	9,540	305	344	1,884		7,006	4,878	2,128
116.5	20,657	1,638	671	5,854		12,494	8,102	4,392
181.5	58,153	2,059	10,326	19,388		26,380	17,975	8,405
— 0.3	20,604	650	689	5,632	13,870	13,634	9,168	4,466
10.1	22,685	551	713	5,470	16,495	15,951	11,126	4,825
15.1	26,117	1,728	665	5,932	17,058	17,791	12,294	5,497
— 1.6	25,700	651	787	7,540	16,891	16,722	11,162	5,560
5.1	27,001	739	940	8,048	17,120	17,274	11,519	5,755
3.2	27,854	782	1,025	7,669	18,305	18,378	12,243	6,135
5.4	29,352	1,923	1,123	7,130	18,930	19,176	12,447	6,729
14.3	33,544	3,952	1,620	7,854	19,920	20,119	13,321	6,798
14.1	38,268	1,442	3,224	10,601	22,528	23,001	15,376	7,625
23.0	47,072	1,265	9,037	13,416	24,100	23,353	16,012	7,341
41.3	66,531	13,814	11,898	15,117	26,227	25,702	17,821	7,881
— 12.6	58,153	2,059	10,326	19,388	26,119	26,380	17,975	8,405

המקור: מאזן חודשי של המוסדות הבנקאיים — המפקח על הבנקים, סטטיסטיקה חודשית של המוסדות הבנקאיים

לוח ח' א'2'
התפתחות בסיס הכסף לפי רכיביו, 1980 עד 1982
(יתרות, מיליוני שקלים)

סוף התקופה	מזומנים בידי הציבור (1)	הנכסים הנוילים של המוסדות הבנקאיים (2)	בסיס הכסף הצר (1)+(2) =(3)	שחרורים מנוילות (4)	גירעון מוכר (5)	בסיס הכסף הרחב (3)+(4)+(5) =(6)	הגידול בבסיס הכסף הרחב (7)
1980	2,128	2,415	4,543	657	6	5,206	88.3
1981	4,392	5,237	9,629	1,221	62	10,912	109.6
1982	8,405	10,814	19,219	2,823	64	22,106	102.6
ינואר	4,466	5,241	9,707	1,211	88	11,006	0.9
פברואר	4,825	6,666	11,491	1,248	479	13,218	20.1
מארס	5,497	7,419	12,916	1,164	482	14,561	10.2
אפריל	5,560	6,008	11,568	1,738	75	13,381	- 8.1
מאי	5,755	5,346	11,101	1,739	98	12,937	- 3.3
יוני	6,135	4,503	10,638	1,757	118	12,513	- 3.3
יולי	6,729	6,610	13,339	2,190	103	15,632	24.9
אוגוסט	6,798	9,492	16,290	2,238	91	18,619	19.1
ספטמבר	7,625	7,009	14,634	2,478	84	17,196	- 7.6
אוקטובר	7,341	12,191	19,532	2,738	79	22,349	30.0
נובמבר	7,881	19,657	27,538	2,837	61	30,437	36.2
דצמבר	8,405	10,814	19,219	2,823	64	22,106	- 27.4

המקור: נכסים נוילים של המוסדות הבנקאיים — המאזן התורשי של המוסדות הבנקאיים, שחרורים מנוילות וגירעון מוכר — דוח הנוילות התורשי של המוסדות הבנקאיים. מזומנים בידי הציבור — המפקח על הבנקים, סטטיסטיקה חודשית של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח' - נא'
המקורות והרכיבים לשינוי בבסיס הנכסים הכספיים, 1982
 (מיליוני שקלים)

ינואר	פברואר	מארס	אפריל	מאי	יוני	יולי	אוגוסט	ספטמבר	אוקטובר	נובמבר	דצמבר
א. תרומת הסקטור הציבורי לנכסים הכספיים הנזילים (הזרמה בסיסית) ¹											
1,174	1,215	2,330	1,626	4,409	4,284	1,454	6,089	5,658	281	1,749	1,858
1,006	965	2,042	1,345	4,035	3,973	1,037	5,645	5,467	-335	1,026	1,452
675	-861	3,186	1,913	+23	-1,746	667	-2,359	-7,632	-908	-2,199	-9,015
1	227	-305	2,236	87	93	1,695	126	1,015	965	505	379
118	-3,748	+1,154	274	-58	-5,349	-1,871	-3,524	-4,545	-2,315	-1,761	-2,248
0	1,955	1,905	-902	-543	2,290	-67	1,107	-1,404	-12	-997	-1,517
556	705	432	305	537	1,220	910	-68	-2,698	454	54	-5,629
1,849	354	5,516	3,539	4,432	2,538	2,121	3,730	-1,974	-627	-450	-7,157
-2,209	-279	-525	-5,726	-4,418	-1,064	2,210	-1,928	-2,083	995	6,097	-341
ה. השינוי בבסיס הכסף הצר לנכסים הכספיים הנזילים (ג+ד)											
-360	74	4,991	-2,187	14	1,474	4,331	2,102	-4,057	368	5,647	-7,498
1,299	1,727	1,646	1,813	1,837	1,875	2,293	2,330	2,563	2,817	2,898	2,888
ו. שחרורים מנוילות והפרש מוכר											
ז. השינוי בבסיס הכסף הרחב לנכסים הכספיים הנזילים (ה+ו)											
939	1,801	6,637	-374	1,851	3,349	6,624	4,432	-1,494	3,185	8,545	-4,611
1,377	3,510	3,072	465	1,369	1,412	4,994	5,281	907	7,715	11,014	-5,574
-173	-233	4,337	-23	480	2,155	2,256	-847	-2,018	-2,808	-868	-606
-265	-1,476	-772	-816	2	-218	-626	-2	-383	-1,722	-1,601	1,569
-64	-177	-448	-120	-85	-3,749	-130	134	524	-171	-226	-92
ח. השינוי בגירעונות הנזילות											

(1) ההזרמה הבסיסית של הסקטור הציבורי כוללת את ההזרמה, בהגדרה המקובלת בסקטור זה, ועוד גיוס הון נטו ממכירה ישירה של אג"ח לציבור.

(2) סעיף זה כולל בעיקר את ההזרמה או הספינה הנובעת מחשבונות רווח והפסד של בנק ישראל (כגון חשלום ריבית על נכסים נזילים במטבע ישראלי ובמטבע חוץ, קנסות על גירעונות הנזילות וכו'). ההזרמה או הספינה הקשורה לפיקדונות פת"ם פיצויים, וכן הפרשים כדיווח בין מאזני הבנקים לבין מאזן בנק ישראל.

המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' א'
רכישת נכסים כספיים בידי הסקטור הפרטי הלא פיננסי, 1980 עד 1982
(מחירים שוטפים, מיליוני שקלים)

	1982		1981		1982	1981	1980	
	מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית I				
אמצעי תשלום ¹	7,161	5,884	3,156	2,332	13,045	5,488	3,462	
פיקדונות לזמן קצוב ותעודות פיקדון סחירות ¹	14,869	227	1,851	602	15,096	2,453	852	
איגרות חוב סחירות ²	- 4,851	- 4,419	- 3,925	- 2,738	- 9,270	- 6,663	- 1,182	
פיקדונות במטבע חוץ ³	- 14,705	3,353	405	86	- 11,352	491	- 14	
מניות פיננסיות ^{4,2}	10,962	- 1,050	2,025	795	9,912	2,820	1,208	
פיקדונות פיצויים	- 2,225	- 371	- 55	- 806	- 2,596	- 861	- 370	
פיקדונות צמודים ואחרים במוסדות פיננסיים	577	795	642	1,214	1,372	1,856	611	
תכניות חיסכון ⁵	12,091	5,002	5,510	5,459	17,093	10,969	1,888	
קופות גמל	10,122	6,468	5,001	3,583	16,590	8,584	3,674	
ביטוח חיים	2,942	1,278	852	625	4,220	1,477	636	
סך כל צבירת הנכסים	36,943	17,167	15,462	11,152	54,110	26,614	10,765	

- (1) רכישת אמצעי תשלום נאמדה על-פי הפרשי היתרות, ורכישת פיקדונות לזמן קצוב ותפ"ס נאמדה על-פי השנוי ביתרות. בנכוי זקפת ריבית שלאחר מס.
- (2) סעיף זה כולל את העסקאות בניירות ערך סחירים בשוק המשני בין הסקטור הפרטי הלא פיננסי לבין מערכת התיווך הפיננסית, ובעיקר עסקאות כנגד קופות גמל ומערכת הבנקאות המסחרית, ולכן נתוני רכישת איגרות חוב סחירות שונים מאלו המופיעים בלוח ח' א'.
- (3) כולל פיקדונות עובר ושב, פיקדונות לזמן קצוב ופיקדונות לא תושב של תושבי ישראל.
- (4) כן נכללו רכישות במקור של מניות פיננסיות, בניכוי דיבידנדים מצד הסקטור הפרטי הלא פיננסי.
- (5) כולל חיסכון באמצעות הבנקים המסחריים, ובאמצעות מוסדות כספיים.
- המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח ח' 5'
הנכסים הכספיים שבידי הציבור¹, 1980 עד 1982

העלייה או הירידה (—) הריאלית ביתרה השנתית הממוצעת לעומת שנה קודמת	העליה או הירידה (—) הריאלית ביתרות לעומת סוף התקופה הקודמת ⁵					המשקל בסך כל הנכסים בסוף השנה		יתרה לסוף תקופה				
	1982							1982				
	1982	1981	דצמבר	יוני	סה"כ	1981	1982	1981	דצמבר	יוני	1981	1980
7	4	—8	6	—1	2	18	24	291.2	204.0	127.7	62.3	א. נכסים נזילים
—8	—12	—7	—2	—9	—12	2	2	26.4	18.4	12.5	7.0	1. אמצעי תשלום
38	33	117	—23	68	60	2	1	31.8	9.5	8.2	2.5	2. פז"ק ותפ"ס
9	10	—16	12	—6	16	9	12	142.8	110.2	65.4	28.1	3. פת"ם ²
3	—1	—11	5	—7	—16	6	8	90.2	65.9	41.7	24.5	4. אג"ח בידי הציבור ³
(—8)	(—5)	(6)	(11)	(17)	(2)	(1)	(1)	(9.5)	(5.8)	(3.5)	(1.7)	(מזה במט"ח)
28	72	38	0	38	52	14	13	229.0	107.2	71.5	23.3	ב. מניות הבנקים
14	20	8	4	13	16	32	37	520.1	311.2	199.2	85.5	ג. סך כל הנכסים הנזילים ומניות הבנקים
154	60	151	41	253	43	19	7	304.6	78.6	37.3	12.9	ד. מניות לא בנקאיות
9	7	4	3	7	12	21	25	336.2	209.7	135.8	59.9	ה. נכסים כספיים לזמן בינוני
1	—13	—2	—1	—3	—5	5	7	84.1	55.5	37.5	19.6	1. פיקדונות פיצויים
13	19	6	5	11	21	16	18	252.1	154.2	98.3	40.3	2. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים
—	—	7	5	12	14	28	31	440.9	268.0	169.9	74.0	ו. נכסים פיננסיים לזמן ארוך ⁴
27	17	20	7	28	16	100	100	1,601.8	867.5	542.2	232.4	ז. סך כל הנכסים הכספיים
												מזה:
7	—1	35	—10	22	7	4	4	58.2	27.9	20.7	9.5	1. אמצעי תשלום ותפ"ס (1א)+(2א)
7	—1	—11	8	—4	6	15	20	236.4	171.5	106.4	50.0	2. במט"ח (3א)+(1ג)+(14א)
												3. צמודים לזמן קצר ובינוני
—2	9	2	3	5	7	21	25	331.7	210.3	136.5	63.1	(14א)+(4א)—(2ג)

1. "ציבור" בלוח זה — אינו כולל ממשלה, בנק ישראל, בנקים מסחריים וחוז' לארץ. כהעדר נתונים, לא נעשה תיקון לסקטור חוץ לארץ, דהיינו לא נוכו נכסים כספיים בידי זרים, מחד גיסא, ולא נוספו נכסים כספיים זרים, שהוזקו בידי תושבים מקומיים, מאידך גיסא.

לוח ח'-א'6
המקורות לשינויים ברכוש הפיננסי של הסקטור הפרטי הלא פיננסי, 1980 עד 1982
(מיליוני שקלים, מחירים שוטפים)

1982		1981		1982	1981	1980	
מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית I				
15,138	14,982	18,299	5,768	30,120	24,067	5,163	1. תרומת הסקטור הציבורי להיווי נכסים בגין עודף הביקוש של הסקטור הציבורי
22,768	15,391	3,101	4,030	38,159	7,131	2,515	2. גירעון בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי
44,573	17,576	264	9,413	62,149	9,677	8,117	3. זרמי התחייבויות נטו
15,970	10,568	5,181	3,636	26,538	8,817	4,919	א. אשראי פיתוח ואחר נטו ¹ מהסקטור הציבורי
927	1,599	— 198	— 918	2,526	— 1,116	3,598	ב. אשראי מבנק ישראל ²
12,683	5,548	3,583	4,265	18,231	7,848	1,637	ג. התחייבויות של מערכת התיווך הפיננסית המקומית ³
14,993	— 139	— 8,302	2,430	14,854	— 5,872	— 2,037	ד. זרמי התחייבויות נטו עם חו"ל ⁴
36,943	17,167	15,462	11,151	54,110	26,613	10,765	4. רכישת נכסים בידי הציבור ((3)+(2)-(1))
515,172	275,675	154,350	99,539	790,847	253,889	124,581	5. שיערוך הנכסים ⁵
552,115	292,842	169,812	110,690	844,957	280,502	135,346	6. השינוי בנכסים ((5)+(4))
150,350	73,593	46,078	34,069	223,943	80,147	33,287	7. שיערוך התחייבויות ⁵
194,923	91,169	46,342	43,482	286,092	89,824	41,404	8. השינוי בהתחייבויות ((3)+(7))
357,192	201,673	123,470	67,208	558,865	190,678	93,942	9. השינוי ברכוש הפיננסי הנקי נטו ((8)-(6))

- (1) כולל אשראי ממשלתי נטו לסקטור הפרטי הלא-פיננסי, בניכוי גיוס הון לזמן ארוך נטו לרשויות מקומיות ומוסדות לאומיים (ראה לוח ח'-א'11, סעיפים 6 ו-8).
- (2) כולל אשראי מוכון במטבע ישראלי וכמטבע חוץ.
- (3) כולל גורמים אחרים, שמקורם בחשבונות רווח והפסד של בנק ישראל, אשראי בנק ישראל למערכת הבנקאות, גורמים שמקורם בעסקאות בניירות ערך ובנדל"ן בין הציבור למתווכים הפיננסיים וכן טעויות והשמטות.
- (4) נגזר כהפרש שבין עודף היכוא של הסקטור הפרטי, בניכוי העברות חריציות, לבין הרכישות נטו של מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי.
- (5) השיערוך כולל את השינויים במחירי הנכסים וההתחייבויות במשך התקופה בגין צבירת הפרשי הצמדה ושער, שינויים במחיר שוק של נכסים סחירים, וכן שינויים בערך התחייבויות של האשראי לזמן ארוך עקב הסכסוך הגלום בו.
- המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' 7א

אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, 1979 עד 1982
(מחירים שוטפים, מיליוני שקלים, נתונים לסוף השנה)

נכסים	1979	1980	1981	1982
1. נכסים לטווח קצר ¹	30,716	81,924	193,325	542,036
א. אמצעי תשלום	3,544	7,006	12,494	25,539
ב. פיקדונות לזמן קצוב ותפ"ס	833	2,314	6,852	29,700
ג. פיקדונות במט"ח (כולל זמן קצוב)	10,921	27,301	64,736	142,856
ד. איגרות חוב סחירות	9,061	20,033	34,288	75,758
ה. מניות של מתווכים פיננסיים	6,357	25,270	74,955	268,183
2. נכסים פיננסיים לטווח בינוני ²	26,481	62,438	135,702	360,911
א. פיקדונות של הציבור למתן הלוואות	1,424	2,946	7,536	19,137
ב. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים לזמן ארוך	15,096	39,858	90,688	257,615
ג. פת"ם פיצויים	9,961	19,634	37,478	84,159
3. נכסים פיננסיים לזמן ארוך	25,845	74,026	169,863	440,900
א. פיקדונות בקופות גמל	23,938	68,931	157,703	410,100
ב. פיקדונות בכיטוח חיים	1,907	5,095	12,160	30,800
4. רכוש אחר	154,263	353,861	783,420	1,838,484
א. מילווה חובה ³	6,510	14,800	28,400	68,469
ב. נכסים פיסיים ⁴	147,753	339,061	755,020	1,770,015
1. מוצרים בני-קיימא	(17,302)	(39,646)	(83,243)	(215,263)
2. דירות למגורים	(56,829)	(135,575)	(340,496)	(741,370)
3. בניינים וציוד	(73,622)	(163,840)	(331,281)	(813,382)
סך כל הנכסים	237,305	572,249	1,282,310	3,182,331

- (1) ההבדלים בין סעיף זה לבין סעיף הנכסים הנזילים שכלוח ח' 13 נובעים מהשוני שבין הגדרת הציבור להגדרת הסקטור הפרטי הלא-פיננסי (ראה הערה 1 ללוח ח' 6). סעיף פיקדונות לזמן קצוב ותפ"ס, כולל פיקדונות בבנקים מסחריים ובמוסדות כספיים אחרים. סעיף פיקדונות במט"ח כולל פיקדונות ע"ש, וזמן קצוב במערכת הבנקאות, פיקדונות לא-חושב של חושבי ישראל, פיקדונות חושב, הלוואות ופיקדונות יבואנים. סעיף אג"ח כולל את סך איגרות החוב שהונפקו לציבור, בניכוי איגרות החוב שבכ"ד 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' 13 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 כעת ההפקדה.
- (3) ערך מילווה חובה חושב על ידי היוון הורס המתואם של הפירעונות, בשער ריבית 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.

לוח ח' - א' (המשך)
אומדן הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, 1979 עד 1982
 (מחירים שוטפים, מיליוני שקלים, נתונים לסוף השנה)

התחייבויות	1979	1980	1981	1982
1. התחייבויות לטווח קצר ⁵	20,693	49,103	98,282	230,579
א. אשראי חופשי במט"י	4,289	8,680	19,058	64,919
ב. אשראי חופשי במט"ח	5,269	12,996	27,492	60,542
ג. אשראי מוכון במט"י	1,714	3,805	6,714	14,976
ד. אשראי מוכון במט"ח	6,597	16,284	27,869	49,998
ה. אשראי מחו"ל (ספקים ויטרי)	2,824	7,338	17,149	40,144
2. התחייבויות לזמן בינוני וארוך ⁶	9,128	22,118	62,765	216,559
א. אשראי לזמן ארוך במט"י	4,263	12,034	42,025	137,366
ב. אשראי לזמן ארוך במט"ח	4,865	10,084	20,740	79,193
סך כל ההתחייבויות (1)+(2)	29,821	71,221	161,047	447,138
3. הרכוש הנקי ⁷	207,484	501,028	1,121,263	2,735,193

(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, לרבות אשראי לדלק. אשראי מחוץ לארץ כולל אשראי משלוחות של בנקים ישראליים בחוץ לארץ. אשראי ספקים ואשראי אחר מחוץ לארץ (בניכוי רשויות מקומיות).

(6) רכיב הסובסידיה באשראי לטווח ארוך במטבע ישראלי חושב כאמצעות היוון זרם הפירעון של יתרת החוב לפי האינפלציה בפועל. זרם הפירעונות נתקבל דרך פריסת 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, והיוונה על ידי הריבית בשוק היוריד-דולר.

(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.
 המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' 88'
הנכסים הצמודים של הציבור במערכת הבנקאות, איגרות חוב ומניות, 1980 עד 1982
(מיליוני שקלים)

סוף התקופה	פיקדונות במסגרת תכניות חיסכון מאושרות			פיקדונות במטבע חוץ (פת"ם) ²			מניות סחירות ⁴	
	סך הכול (1)	בערכי הפקדה (2)	פיקדונות צמודים לטווח ארוך ¹ (3)	מקבלי פיצויים (4)	אחרים (5)	איגרות חוב סחירות ³ (6)	סך הכול (7)	מזה: מניות בנקים (8)
סך הכול (1)+(3)+(4)+ (5)+(6)+(7) =(9)								
1980 דצמבר	37,183	11,903	3,155	19,634	28,139	23,420	36,207	23,323
1981 דצמבר	90,464	27,498	7,885	37,478	65,377	39,145	108,762	71,507
1982 דצמבר	233,947	61,520	18,176	84,120	142,810	84,354	533,533	228,964
1982 ינואר	96,221	28,806	8,158	39,706	69,040	41,385	120,541	75,995
פברואר	105,742	30,781	8,601	42,138	75,370	42,027	127,722	82,454
מרס	113,410	32,773	9,656	44,237	81,463	44,282	136,758	85,942
אפריל	119,903	34,082	9,974	49,747	90,457	50,910	151,966	86,255
מאי	132,719	35,918	10,475	52,524	98,527	54,792	171,749	97,272
יוני	142,409	38,216	11,807	55,513	110,161	59,075	185,809	107,189
יולי	153,404	41,799	12,333	60,858	118,655	62,440	212,042	120,277
אוגוסט	173,644	49,932	12,985	65,045	127,799	65,343	262,259	137,844
ספטמבר	187,038	51,718	14,926	69,280	127,566	69,520	305,142	155,004
אוקטובר	200,306	53,049	15,666	72,514	129,416	72,781	369,708	174,072
נובמבר	216,719	55,496	16,489	77,471	132,131	74,291	433,388	191,721
דצמבר	233,947	61,520	18,176	84,120	142,810	84,354	533,533	228,964

(1) כולל הפרשי הצמדה על הפיקדונות הצמודים.

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

(3) לפי ערך השוק. בניכוי איגרות חוב שבידי הבנקים ובנק ישראל. אך כולל איגרות חוב סחירות שבידי קופות גמל ומשקיעים מוסדיים אחרים.

(4) לפי ערך השוק. כולל מניות שבידי הבנקים.

המקור: המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים ועיבודי הכורסה לניירות ערך.

לוח ח'-9א'
אומדן משיכות מכספי פת"ם פיצויים, 1980 עד 1982

שיעור משיכה ב' ² 6/((1)+(2)) =(8)	שיעור משיכה א' ¹ (6)/(4) =(7)	משיכות בשקלים (4)-(5) =(6)	הגידול בפועל (5)	סך כל הגידול בכוח (1)+(2)+(3) =(4)	הפרשי שערים ופיחות (3)	זקיפת ריבית (2)	תקבולי פיצויים אישיים (1)	
(מיליוני שקלים)								
83	22	2,771	9,607	12,378	9,036	941	2,401	1980
76	24	5,642	17,844	23,486	16,030	2,676	4,780	1981
80	23	13,274	45,559	58,833	42,139	6,014	10,680	1982
57	19	536	2,227	2,763	1,820	275	668	1982 ינואר
9	3	67	2,432	2,499	1,786	122	591	פברואר
84	36	1,159	2,099	3,258	1,877	711	670	מארס
40	8	464	5,510	5,974	4,815	399	760	אפריל
105	28	1,061	2,777	3,838	3,823	253	762	מאי
90	31	1,369	2,989	4,358	2,833	692	833	יוני
4	1	54	5,345	5,399	4,103	428	868	יולי
— 18	— 6	— 229	4,187	3,958	2,702	269	987	אוגוסט
37	15	764	4,235	4,999	2,938	891	1,170	ספטמבר
— 118	— 46	— 1,958	6,234	4,276	2,622	595	1,059	אוקטובר
360	73	5,280	1,957	7,237	5,769	376	1,092	נובמבר
212	46	4,707	5,567	10,274	8,051	1,003	1,220	דצמבר

(1) שיעור משיכה א' — מחושב בהנחה, שמקבלי הפיצויים רואים הכנסות בגין הפרשי שערים בין מטבעות זרים והפרשי פיחות, כשם שהם רואים תקבולי פיצויים וריבית.
(2) שיעור משיכה ב' — מחושב בהנחה, שמקבלי הפיצויים אינם רואים הכנסות בגין הפרשי שערים בין מטבעות זרים והפרשי פיחות, כשם שהם רואים תקבולי פיצויים והריבית, אלא כרווחי הון על הפיקדונות.
המקור: תקבולי פיצויים אישיים והפרשי שערים — המפקת על מטבע חוץ, סקירה חודשית; ריבית על פו"ק ותמ"ם — מאזן בנק ישראל; גידול בפועל — המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח' 10א'
יתרות האשראי לציבור ממערכת הבנקאות, 1980 עד 1982

שנה	אשראי למימון פעילות מקומית							אשראי למימון היצוא					
	סך כל האשראי לציבור	סך הכול למעט דלק ויהלומים (3)+(10) =(11)	סך כל אשראי השוק המקומי (6)+(7) +(8) =(9)	אשראי חופשי במטבע חז"ק ² (8)	אשראי חופשי במטבע ישראלי ¹ (7)	אשראי מוכוון במטבע ישראלי (6)	סך כל האשראי ליצוא (3)+(4) =(5)	קרן יהלומים (4)	אשראי	אשראי	אשראי		
									לייצוא פרט ליהלומים (1)+(2) =(3)	במטבע חוץ פרט למימון יהלומים (2)	לייצוא פרט ליהלומים (1)		
1980	47,960	30,663	19,645	28,307	18,456	9,421	431	19,653	8,634	11,018	7,649	3,369	דצמבר
1981	88,678	59,607	36,582	53,661	33,607	19,619	435	35,017	11,993	23,025	16,750	6,275	דצמבר
1982	205,939	151,720	103,618	139,254	71,611	67,133	510	66,685	18,582	48,103	33,637	14,466	דצמבר
1982	92,181	61,674	37,706	55,904	35,359	20,104	441	36,276	12,309	23,967	17,740	6,227	ינואר
	98,561	65,816	40,395	60,196	36,571	23,164	461	38,365	12,944	25,421	18,988	6,433	פברואר
	107,492	72,013	45,511	66,777	38,489	27,814	474	40,715	14,213	26,502	20,500	6,002	מארס
	112,678	76,444	46,127	68,032	39,352	28,202	478	44,646	14,329	30,318	21,370	8,948	אפריל
	117,454	79,060	47,941	71,674	42,044	29,121	509	45,780	14,660	31,120	22,184	8,935	מאי
	127,061	85,467	53,608	79,566	45,241	33,792	534	47,495	15,636	31,859	22,830	9,029	יוני
	136,450	93,990	58,394	84,480	48,522	35,416	542	51,970	16,374	35,596	24,360	11,236	יולי
	147,327	102,839	66,260	94,160	53,032	40,563	566	53,167	16,588	36,579	25,095	11,484	אוגוסט
	159,658	110,407	71,392	103,418	57,212	45,609	597	56,240	17,225	39,015	26,300	12,715	ספטמבר
	166,046	116,468	74,314	106,067	59,880	45,691	496	59,979	17,825	41,154	28,122	14,032	אוקטובר
	189,812	136,094	91,292	126,464	68,515	57,428	522	63,348	18,546	44,802	30,262	14,540	נובמבר
	205,939	151,720	103,618	139,254	71,611	67,133	510	66,685	18,582	48,103	33,637	14,466	דצמבר

(1) הנחון כולל הפרשי הצמדה.

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

המקור: המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים; דוח הנוכחות החודשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח' - 11א'

הפעולות הפיננסיות של הסקטור הציבורי והאומדן הנגזר של עודף הביקוש, 1980 עד 1982
(מיליוני שקלים, מחירים שוטפים)

	1982		1981		1982	1981	1980
	מחצית II	מחצית I	מחצית II	מחצית I			
1. הנפקת איגרות חוב וקבלת פיקדונות של אמיסיות מיועדות ואחרות	32,323	23,409	18,045	10,858	55,732	28,903	10,809
2. פידיון איגרות חוב ופירעון הפקדות אמיסיות מיועדות ואחרות	17,475	11,475	5,446	5,113	28,950	10,559	4,831
3. גיוס הון ממשלתי נטו ¹ (2) - (1)	14,848	11,934	12,599	5,745	26,782	18,344	5,978
4. אשראי ממשלתי בידי הסקטור הפרטי	23,937	12,450	6,575	4,947	36,387	11,522	5,726
5. פירעון אשראי ממשלתי בידי הסקטור הפרטי	8,478	2,383	1,721	1,122	10,861	2,843	1,207
6. אשראי ממשלתי נטו ² (5) - (4)	15,459	10,067	4,854	3,825	25,526	8,679	4,519
7. גיוס מקורות בידי הממשלה (6) - (3)	- 611	1,867	7,745	1,920	1,256	9,665	1,459
8. גיוס מקורות לזמן ארוך בידי רשויות מקומיות ומוסדות לאומיים ³	- 511	- 501	- 327	189	- 1,012	- 138	- 400
9. סך גיוס מקורות לזמן ארוך נטו בידי הסקטור הציבורי (8) + (7)	- 1,122	1,366	7,418	2,109	244	9,527	1,059
10. הזרמת הסקטור הציבורי	18,911	15,125	12,628	4,607	34,036	17,235	4,916
11. הזרמת הסקטור הציבורי שאינה נובעת מעודף הביקוש ⁴	2,651	1,509	1,747	948	4,160	2,695	812
12. הזרמת נזילות בגין עודף הביקוש של הסקטור הציבורי ⁵ (11) - (10) + (9)	15,138	14,982	18,299	5,768	30,120	24,067	5,163

- (1) כולל גיוס הון באמצעות איגרות חוב סחירות וגיוס הון באמצעות פיקדונות ואיגרות חוב לא סחירות כנגד חיסכון לטווח בינוני וארוך.
(2) לא כולל מתן אשראי ופירעונות לרשויות מקומיות. בשנת 1982 נכלל מתן אשראי ופירעונות אשראי לרכישת תכניות חיסכון בסך 6.3 ו-4.8 מיליארדי שקלים בהתאמה.
(3) כולל קבלת ומתן אשראי בידי רשויות מקומיות ומוסדות לאומיים מהסקטור הפרטי. אינו כולל שנויים ביתרות האשראי לטווח קצר של מוסדות אלה.
(4) פדיון מוקדם של בונדס, שנכלל בהזרמת הסקטור הציבורי (שורה 10) ואינו מממן פעילות ריאלית של הממשלה.
(5) קיים הבדל בין אומדן זה לאומדן החשבונאות הלאומית. כפי שמופיע בסקטור הציבורי, וזאת בשל הכללה באומדן הנזיל של סעיפים פיננסיים ובשל פער בין כירצו חשלומים לבין קבלת חשלומים.
המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' 12א'
 מקורות ושימושים פיננסיים מקומיים של הממשלה לזמן בינוני וארוך
 על בסיס זרמי כספים ברוטו^{1,2}, 1980 עד 1982
 (מיליוני שקלים)

1982					
מחצית II	מחצית I	1982	1981	1980	
מקורות					
7,354	5,298	12,652	4,246	5,220	1. מכירת איגרות חוב ממשלתיות
24,929	17,840	42,769	21,843	4,630	2. הפקדות מוסדות כספיים – אמיסיות מיועדות
					3. הפקדות בנקים מסחריים ומוסדות כספיים שלא מאמיסיות מיועדות ואחרים
40	271	311	2,814	959	4. פירעון הפקדות העבר במוסדות כספיים ³
3,000	1,654	4,654	1,993	836	5. פירעון אשראי במישרין
1,230	830	2,060	1,000	428	6. תקבולים על חשבון חיק ניירות הערך של הממשלה (כולל מכירת המניות מתוך התיק)
110	90	200	100	97	7. עודף מקורות(–) ושימושים מקומיים (שארית)
– 923	– 1,385	– 2,308	– 9,277	– 1,347	סך כל המקורות המקומיים
35,740	24,598	60,338	22,719	10,823	
שימושים					
4,003	2,997	7,000	3,659	2,108	1. פדיון אגרות חוב ממשלתיות
					2. פירעון הפיקדונות במוסדות כספיים מאמיסיות מיועדות
11,665	7,248	18,913	5,378	2,094	3. פירעון הפקדות בנקים מסחריים ומוסדות כספיים שלא מאמיסיות מיועדות ואחרים
1,455	939	2,394	1,391	394	4. פירעון מענקים לתכניות חיסכון (תחליף ריבית ופיצויי ריבית לקופות פנסיה)
352	291	643	131	235	5. הפקדות למתן אשראי במוסדות כספיים ³
13,756	8,583	22,339	8,031	3,852	6. מתן אשראי במישרין
4,379	4,420	8,799	3,989	2,071	7. רכישת מניות ואיגרות חוב
130	120	250	140	69	סך כל השימושים המקומיים
35,740	24,598	60,338	22,719	10,823	

(1) לוח זה מבוסס על זרמי הכספים שבין הממשלה לבין שאר הסקטורים במשק, ובכלל זה גם פעולות פיננסיות שבין הממשלה לבין הרשויות המקומיות.

(2) בעבר נכללו תשלומי ביטוח שער והצמדה כחלק מהתשלומים הפיננסיים של הממשלה. מכיון שתשלומים אלה נרשמים כסובסידיה לאשראי יש לראותם כחלק מהפעילות הפיסקאלית ולא הפיננסית. עם זאת, כוללת הפעילות הפיננסית רכיב סובסידיה לא מזוהה בגין אשראי שניתן במישרין על ידי הממשלה (ולא באמצעות הסדרי כטוח שער והצמדה).

(3) לא כולל הלוואות לזמן קצר לבנקים המסחריים לעידוד רכישת תכניות חיסכון.
 המקור: אומדני מחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח ח'־ב'
יתרת האשראי לממשלה במטבע ישראלי ממערכת הבנקאות, 1981 עד 1982
(מיליוני שקלים)

סך כל האשראי נטו לממשלה במטבע ישראלי (3)+(7) =(8)	מהמוסדות הבנקאיים ¹				מבנק ישראל		
	האשראי נטו מהמוסדות הבנקאיים (4)+(5) — (6) =(7)	בניכוי פיקדונות הממשלה ⁶ (6)	ניירות ערך ממשלתיים ⁵ (5)	אשראי לממשלה ⁴ (4)	אשראי נטו מבנק ישראל (1) — (2) =(3)	פיקדונות הממשלה והמוסדות הלאומיים ³ (2)	אשראי לממשלה ² (1)
1981							
28,356	16,655	289	6,973	9,972	11,701	17,045	28,746
1982							
88,423	38,031	692	17,637	21,086	50,392	30,861	81,253
1982							
29,073	18,092	223	6,988	11,327	10,981	10,443	21,424
32,470	19,873	249	7,314	12,807	12,597	11,065	23,662
34,469	20,806	261	7,070	13,997	13,663	13,778	27,441
35,878	22,371	216	7,804	14,783	13,507	11,960	25,467
37,432	23,869	293	8,558	15,604	13,563	11,778	25,341
45,148	25,200	357	9,160	16,397	19,948	10,767	30,715
51,260	27,234	322	10,019	17,537	24,026	8,314	32,340
61,407	31,670	392	14,108	17,954	29,737	6,880	36,617
69,579	32,629	519	14,805	18,344	36,950	9,477	46,427
69,571	32,699	569	14,651	18,616	36,872	7,331	44,203
74,539	33,268	495	14,790	18,972	41,271	6,646	47,917
88,423	38,031	692	17,637	21,086	50,392	30,861	81,253

- (1) לא כולל הפרשי הצמדה.
(2) כולל זקיפת רווח בנק ישראל מדי חודש.
(3) כולל את ההון העצמי של בנק ישראל ויתרות נטו בסעיף "חשבונות אחרים" במאזן הבנק.
(4) הנידול הניכר באשראי לממשלה נובע מפיקדונות צמודים לטווח ארוך של המוסדות הבנקאיים בחשב הכללי באוצר. אשר מהווים בעיקר הפקדות כנגד כספי תכניות החיסכון הדולריות.
(5) למעט שטרי אוצר והמילווה קצר המועד שכירי הבנקים.
(6) כולל פיקדונות הממשלה בשקלים. השתתפות הממשלה במקורות קרנות ההון וההפרש בין פיקדונות הממשלה במתן הלוואות לציבור לבין האשראי מתוך פיקדונות אלה.
המקור: מאזן בנק ישראל והמאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח'ב'
אינדיקטורים למצב הנוזלות של המוסדות הבנקאיים במטבע ישראלי, 1980 עד 1982

היחס בין גירעונות(-) הנוזלות לחובת הנוזלות נטו (ממוצע יומי)	היחס בין גירעונות(-) הנוזלות לחובת הנוזלות ברוטו (ממוצע יומי) ⁵	ממוצע יומי של גירעונות נוזלות במשך החודש	עורפי נוזלות וגירעונות(-) נוזלות ⁴ בסוף החודש	סך כל חובות הנוזלות בניכוי שחרורים מנוזלות	סך כל חובות הנוזלות ללא הפחתות	חובות נוזלות אחרות ³	חובת הנוזלות כנגד תעודות פיקדון סחירות ²	חובת הנוזלות כנגד פיקדונות רגילים ¹	
(אחוזים)	(מיליוני שקלים)								
-18.2	-14.4	-473	-1,159	3,107	3,771	499	406	2,865	1980
7.0	5.4	310	-1,500	5,881	7,164	1,998	918	4,248	1981
9.8	8.0	1,265	-3,053	13,954	16,840	4,399	5,373	7,068	1982
									ינואר
5.3	4.2	265	-550	4,910	6,209	613	923	4,673	פברואר
2.2	1.8	114	422	5,447	7,174	730	890	5,553	מרץ
-5.0	-3.8	-271	-1,466	7,570	9,216	1,973	974	6,268	אפריל
11.7	8.6	585	314	5,071	6,884	940	1,182	4,761	מאי
10.4	7.8	564	40	5,378	7,215	953	1,323	4,939	יוני
-14.2	-10.7	-823	-1,617	5,864	7,739	1,227	1,234	5,277	יולי
-11.6	-8.6	-720	509	6,355	8,648	2,487	1,519	4,641	אוגוסט
16.6	12.3	1,081	1,188	8,692	11,021	4,131	1,730	5,159	ספטמבר
-7.4	-5.8	-671	54	7,243	9,805	1,220	2,409	6,177	אוקטובר
2.0	1.5	171	3,483	8,719	11,536	1,337	4,031	6,169	נובמבר
23.6	18.5	2,395	-4,395	24,647	27,545	16,303	4,844	6,398	דצמבר
9.8	8.0	1,265	-3,053	13,954	16,840	4,399	5,373	7,068	

- (1) דרישות הנוזלות כנגד פיקדונות עובר ושב ופיקדונות כנגד התחייבויות במטבע ישראלי.
(2) כולל דרישות נוזלות גם כנגד פיקדונות לזמן קצוב וכנגד פיקדונות לזמן קצוב שנשכרו.
(3) כולל דרישות נוזלות על גורמים אחרים כנגד חסכונות, אשראי מכוון ויתרה כלתי מנוצלת של פיקדונות למתן הלוואות.
(4) גירעונות נוזלות הם ההפרש שבין הנכסים הנוזלים לדרישות הנוזלות, לאחר הפחתות. הנכסים הנוזלים, שלוח זה מתבסס עליהם, מתקבלים מרוח הנוזלות וכוללים התאמות מסוימות, שאינן נכללות בנתוני הנכסים הנוזלים, מתוך המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים, המופיעים בלוח ח'ב'א'.
(5) חובת הנוזלות ברוטו היא חובת הנוזלות לפני ניכוי שחרורים מנוזלות, גירעון מוכר וההפרש המשולב: חובת הנוזלות נטו - בניכוי סעיפים אלה.
המקור: דוח הנוזלות החודשי של המוסדות הבנקאיים, המספק על הבנקים - סטטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים.

לוח ח'־ב'
ערך השוק של תיק ניירות הערך, הרשומים למסחר בבורסה לניירות ערך¹, 1980 עד 1982

ערך השוק			משקל ניירות הערך במחירי השוק בסך כל ניירות הערך			העלייה או הירידה (—) הריאלית בערך השוק		
1982	1981	1980	1982	1981	1980	1982	1981	1980
(מיליארדי שקלים)			(א ח ו ז י ם)			(א ח ו ז י ם)		
א. איגרות חוב								
2.37	5.36	16.00	3.4	3.1	2.3	14.5	12.2	28.9
1. צמודות ונסחרות כמטבע־חוץ								
29.78	55.06	128.04	42.1	31.9	18.7	17.3	— 8.24	0.4
2. צמודות מדד מהסוג שהונפק לציבור ²								
1.9	3.3	7.33	2.7	1.9	1.1	16.5	— 13.8	— 4.1
3. ברירה כפולה (מדד דולר)								
0.44	0.03	0.90	0.6	0.0	0.1			
4. אומדן איגרות חוב, שעדיין לא נרשמו למסחר ³								
34.49	63.75	152.27	48.8	36.9	22.2	15.6	— 8.3	3.2
5. סך כל איגרות החוב								
ב. מניות וניירות ערך בני המרה								
35.85	108.26	531.51	50.7	62.8	77.5	94.8	94.9	112.1
6. נסחרות בשקלים								
0.35	0.54	0.02	0.5	0.3	0.3	24.9	— 23.4	— 61.6
7. נסחרות כמטבע חוץ								
36.2	108.80	533.53	51.2	63.1	77.8	91.8	49.2	111.8
8. סך כל המניות וניירות ערך ניתנים להמרה								
70.69	172.55	685.80	100.0	100.0	100.0	45.1	21.1	71.7
ג. סך כל איגרות החוב והמניות (5)+(8)								

(1) לא כולל ניירות שאין כוונה לרשם למסחר בבורסה. כאיגרות חוב מסוימות שהונפקו למוסדות.
(2) לא כולל איגרות שהונפקו למשקיעים מוסדיים: כולל מלוות ברירה, צמודים ולא צמודים.
(3) ערך השוק של איגרות חוב שהונפקו. ועדיין לא נרשמו למסחר. הנאמד על־פי הפרשי ההצמדה והריבית שנצברו.
המקור: הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

לוח ח' כ"ד
ניירות הערך שבידי הציבור, 1980 עד 1982

העלייה או הירידה (—) הריאלית בערך השוק במשך השנה			התפלגות ניירות הערך לפי מחזיקים			ערך השוק			סוף שנה
1982	1981	1980	1982	1981	1980	1982	1981	1980	
(אחוזים)			(אחוזים)			(מיליארדי שקלים)			
א. איגרות חוב									
3.2	— 8.3	15.5	100.00	100.00	100.00	152.27	63.75	34.49	1. סך כל איגרות החוב הסחירות
31.9	1.3	14.8	31.79	24.86	22.50	48.40	15.85	7.76	2. איגרות חוב שבידי הבנקים המסחריים
— 4.5	35.0	— 13.8	8.97	9.69	6.58	13.66	6.18	2.27	3. איגרות חוב שבידי בנק ישראל
— 6.6	— 15.4	19.5	59.24	65.45	70.92	90.21	41.72	24.46	4. אומדן איגרות חוב שבידי הציבור ¹ (3) — (2) — (1)
ב. מניות וניירות ערך									
111.9	49.1	91.7	100.00	100.00	100.00	533.53	108.80	36.20	5. סך כל המניות וניירות הערך הניתנים להמרה
30.5	13.7	32.8	1.69	2.74	3.59	9.00	2.98	1.30	6. מניות וניירות ערך שבידי הבנקים
114.2	50.4	94.9	98.31	97.26	96.41	524.53	105.82	34.90	7. אומדן המניות וניירות הערך שבידי הציבור ² (6) — (5)
80.0	23.3	54.7	89.64	85.51	83.97	614.74	147.54	59.36	ג. סך כל ניירות ערך שבידי הציבור (4) + (7)

(1) מאחר שבתיקי משקיעים מוסדיים מצויות איגרות חוב מהסוג שהונפק לציבור, אומדן זה מוטה כלפי מעלה: "בידי הציבור" — גם באמצעות קרנות נאמנות.
(2) כולל מניות בתיקים של משקיעים מוסדיים.
המקור: הבורסה לניירות ערך ומחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח ח' 5ב'
הנפקת ניירות ערך ואומדן גיוס ההון מהציבור, 1979 עד 1982
(מיליוני שקלים, מחירים שוטפים)

גיוס הון נטו באמצעות איגרות חוב

מהציבור ¹								
הנפקות (1)	פדיונות (2)	הפתוח ² (3)	גיוס הון נטו (1)-(2)-(3) (4)=	תכניות חיסכון (5)	מוסדות גמל, פנסיה וביטוח (6)	סך כל הגיוס נטו (4)+(5)+(6) (7)=	מניות וניירות ערך להמרה במניות ³ (8)	סך כל גיוס ההון נטו (9)
1979	1,573	1,456	281	164	290	1,750	204	1,954
1980	3,399	2,182	264	1,481	323	5,965	1,432	7,397
1981	1,625	3,430	1,539	3,344	7,186	12,190	5,884	18,074
1982	5,209	5,301	1,973	1,881	4,101	21,229	21,264	42,493
ינואר	310	131	41	220	1,517	2,862	422	3,284
פברואר	98	199	302	403	1,185	872	150	1,022
מארס	348	391	1,488	1,531	969	1,157	573	1,730
אפריל	140	747	22	629	35	606	27	579
מאי	572	320	278	530	111	1,659	82	1,741
יוני	1,027	378	95	554	210	1,368	749	2,117
יולי	908	363	104	649	1,035	3,442	934	4,376
אוגוסט	354	389	1,469	1,434	1,214	4,415	658	5,073
ספטמבר	298	460	606	768	251	1,640	2,225	3,348
אוקטובר	241	392	897	1,048	22	1,169	791	378
נובמבר	473	637	769	933	41	680	3,173	3,853
דצמבר	440	894	4,260	3,806	1,777	5,426	11,480	16,906

(1) גם באמצעות קרנות נאמנות.

(2) קניות נטו של בנק ישראל בבורסה ומחוצה לה.

(3) במקרה של הנפקת מניות בידי חברת אם וחברת בת, נכללת רק הנפקת חברת האם.

המקור: בנק ישראל, מינהל מילואות המדינה.

לוח ח'ב'
היקף המסחר בבורסה לניירות ערך, 1979 עד 1982

סך כל המסחר במניות וניירות ערך הניתנים להמרה, במסגרת הבורסה ומחוצה לה		מניות וניירות ערך הניתנים להמרה		איגרות חוב						
				סך כל המניות	ברירה כפולה	צמודות לשער החליפין ונסחרות במטבע חוץ	צמודות מדד			סך הכול
							טווח קצר	בינוני וארוך		
בנקים מסחריים	סך הכול	סך כל ניירות הערך	בנקים מסחריים	סך כל המניות	ברירה כפולה	צמודות לשער החליפין ונסחרות במטבע חוץ	טווח קצר	בינוני וארוך	סך הכול	
(מיליוני שקלים)										
5,316	7,644	4,306	1,390	2,419	98	49	1,470	270	1,887	1979
24,433	33,590	16,747	7,260	13,092	97	121	3,243	194	3,655	1980
85,958	134,087	58,619	29,229	48,000	146	267	10,157	49	10,619	1981
172,053	405,092	202,325	62,162	161,602	1,122	2,220	30,329	7,052	40,723	1982
העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת, (אחוזים)										
321.9	339.4	288.9	422.3	441.2	— 1.0	146.9	120.6	— 28.1	93.7	1980
283.2	299.2	250.0	302.6	266.6	50.5	120.7	213.2	— 74.7	190.5	1981
100.2	202.1	245.2	112.7	236.6	668.5	731.5	198.6	14,291.8	283.5	1982
המסחר בבורסה										
בסך כל המסחר (אחוזים)					המשקל בסך כל המחזור בבורסה (אחוזים)					
26.1	31.6	100.0	32.3	56.2	2.3	1.1	34.1	6.3	43.8	1979
32.4	39.0	100.0	43.4	78.2	0.6	0.7	19.2	1.1	21.6	1980
34.0	35.8	100.0	49.9	81.9	0.3	0.5	17.3	0.0	18.1	1981
36.1	39.9	100.0	30.7	79.9	0.6	1.1	15.0	3.5	20.1	1982

הערה: המסחר מחוץ לבורסה — על-פי דיווח הסוכנים המורשים של הבורסה.
המקור: הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

לוח ח' - כ' 77'
מדד תשואה ריאלי חודשית כוללת של ניירות ערך בבורסה לניירות ערך — קרנות
הנאמנות, המרק הגרמני והדולר, 1979 עד 1982
 (דצמבר 1981=100)

שנה	איגרות חוב צמודות		מניות וני"ע להמרה		פיקדונות במטבע חוץ ¹		קרנות הנאמנות	
	סך הכול	צמודות למדד המחירים לצרכן	צמודות או נסחרות כמטבע חוץ	סך הכול	מוסדות בנקאיים מסחריים	מרק גרמני		דולר
1979	100.6	98.7	98.7	49.0	53.7	131.8	90.0	82.7
1980	107.3	109.0	90.1	79.8	75.5	108.8	88.8	96.2
1981	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
ינואר	99.6	99.5	100.9	104.2	99.3	98.5	101.0	99.8
פברואר	101.4	103.6	104.5	102.5	98.7	98.0	104.2	99.7
מארס	98.6	100.7	105.7	102.6	98.2	95.4	103.1	99.4
אפריל	99.9	102.0	105.4	107.5	95.6	96.7	102.2	100.7
מאי	102.2	104.4	108.2	112.6	99.9	97.8	102.7	105.0
יוני	102.2	101.4	112.3	110.7	101.1	96.1	106.8	106.8
יולי	100.7	99.5	110.3	114.2	103.9	95.8	105.6	104.8
אוגוסט	102.7	102.3	107.6	129.6	110.1	92.9	105.2	112.1
ספטמבר	99.1	98.6	105.0	136.3	113.9	90.1	103.8	114.7
אוקטובר	98.4	98.0	102.1	148.3	117.9	87.3	101.4	120.9
נובמבר	96.4	95.8	102.2	159.7	122.0	90.8	101.2	129.1
דצמבר	100.1	99.7	103.8	171.1	128.4	91.4	99.9	145.7
שיעור תשואה ריאלי כולל (אחוזים)								
ינואר — יוני	2.2	1.4	12.3	10.7	1.1	- 3.9	6.8	6.8
יולי — דצמבר	- 2.0	- 1.7	- 7.7	54.5	26.9	- 4.9	- 6.5	36.5
ינואר — דצמבר	0.1	- 0.3	3.8	71.1	28.4	- 8.6	- 0.1	45.7

(1) כולל ריבית לשלושה חודשים. בניכוי מס במקור בשיעור של 35 אחוזים לפיקדון תושב.
 המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. למטבע החוץ ולקרנות הנאמנות — בנק ישראל.

לוח ח' כ"ב

ערכי שוק של מצבת המניות, לפי הקבוצה המנפיקה, והנפקות חדשות של מניות וניירות ערך להמרה¹, 1979 עד 1982

חלקה של ההנפקה בערך השוק של מניות הקבוצה בתחילת השנה	הנפקות חדשות של מניות וניירות ערך הניתנים להמרה ² תמורת מזומן				ערך השוק של מניות וניירות ערך ניתנים להמרה, הרשומים בבורסה			
	חלקה של הנפקת הקבוצה בסך ההנפקה				חלקה של הקבוצה בסך כל ערך השוק של המצבה בסוף 1982			
	1982	1981	1980	1979	בשנת 1982 המניות	בשנת 1982 המניות	בשנת 1982 המניות	בשנת 1982 המניות
	(מיליוני שקלים) (אחוזים)	(מיליוני שקלים) (אחוזים)	(מיליוני שקלים) (אחוזים)	(מיליוני שקלים) (אחוזים)	(מיליוני שקלים) (אחוזים)	(מיליוני שקלים) (אחוזים)	(מיליוני שקלים) (אחוזים)	(מיליוני שקלים) (אחוזים)
בנקים מסחריים וחברות לאחזקות בנקאיות	228,964	43.0	38.0	63.1	70.3	64.7	45.1	9,645
בנקים למשכנתאות	20,308	3.8	156.3	0.0	4.6	1.2	2.6	564
מוסדות מימון ענפיים	4,629	0.8	103.7	2.0	1.6	1.7	0.6	131
חברות ביטוח	21,004	3.9	430.8	5.6	5.7	1.7	4.9	1,056
סך כל הסקטור הפיננסי	274,905	51.5	53.0	70.7	82.2	69.3	53.2	11,396
מסחר ושירותים	25,418	4.8	387.1	2.3	2.6	0.5	4.1	881
מקרקעין, בינוי, פיתוח והדרים ³	61,200	11.5	463.7	5.3	7.2	6.8	11.3	2,419
תעשייה	91,250	17.1	203.5	15.4	3.6	10.7	18.5	3,948
חברות להשקעה ואחזקות	80,758	15.1	211.6	6.3	4.4	12.7	12.9	2,744
סך הכול	533,531	100.0	112.0	100.0	100.0	100.0	100.0	21,388

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

(2) בשנים 1981 ו-1982 לא נכללה בהנפקה לציבור התמורה הכספית עבור מימוש אופציות ואיגרות חוב הניתנות להמרה.

(3) כולל חברות לחיפוש נפט.

המקור: הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

לוח ח' 99'
 מדד תשואה כוללת למניות רגילות ובכורה הרשומות למסחר בבורסה, 1979 עד 1982
 (הבסיס: דצמבר 1981=100)

מקרקעין בינוי ופיתוח	מסחר ושירותים	תעשייה	חברות השקעה	כספים וביטוח				סך הכול	מדד כללי	
				מוסדות מימון ענפיים	בנקים למשכנתאות	חברות ביטוח	בנקים מסחרים			
										סופי שנים
6.0	6.1	5.8	12.9	16.0	10.9	12.2	11.4	11.3	10.4	1979
38.6	30.1	44.2	50.4	47.7	49.1	55.1	37.3	38.2	39.4	1980
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1981
										סופי רביעים של 1982
133.5	145.8	137.8	130.0	101.9	110.9	140.3	120.4	120.3	125.0	מארס
203.8	279.3	189.2	180.0	150.3	139.2	205.7	153.5	154.2	166.6	יוני
417.3	468.3	291.7	345.3	240.0	234.8	333.4	218.2	222.3	259.4	ספטמבר
771.2	636.8	442.9	595.6	494.2	538.5	646.9	299.4	322.1	395.5	דצמבר
										העלייה או הירידה (—) הריאלית
233.2	175.2	91.2	157.4	111.7	132.7	179.5	29.4	39.2	70.9	במשך השנה (אחוזים)
										העלייה או הירידה (—) הריאלית
125.7	171.7	79.2	77.1	19.4	42.5	105.7	19.7	20.1	43.6	במוצע שנתי של המדד ¹

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

לוח ח' 10ב'
פעולות בנק ישראל בבורסה לניירות ערך, 1979 עד 1982

1982					
סך הכול	ינואר – דצמבר	יולי – יוני	1981	1980	1979
– 4,628	– 4,767	139	– 1,145	– 232	161
רכישות נטו בשוק המשני (מיליוני שקלים) ¹					
היקף העסקאות בשוק איגרות החוב (מיליוני שקלים)					
29,878	18,594	11,284	3,995	348	610
מעורבותו של בנק ישראל במסחר (אחוזים) ²					
73.3	75.0	70.7	37.6	9.5	32.7

(1) לא כולל עסקאות מחוץ לבורסה. מאחר שהנתון המופיע בלוח ח' 5ב' כולל גם פדיונות ורכישות לתיק בנק ישראל. הוא שונה מהנתון המופיע כאן.

(2) חלקו של בנק ישראל במסחר מתאר את היקף התערבותו בשוק, והוא נמדד לפי סכום הרכישות והמכירות חלקי היקף העסקאות בבורסה. הנתון מוטה כלפי מעלה. כיוון שאינו כולל את היקף המסחר מחוץ לבורסה. נתון זה שונה מהנתון המופיע בלוח ט' 4, ראה הערה שם. המקור: בנק ישראל, המחלקה המוניתרית.

לוח ח' 111ב'

שיעורי תשואה ריאליים ממוצעי לפדיון נטו של איגרות חוב צמודות מדד לפי חודשים, 1982

צמודות מדד			שיעור הצמדה (אחוזים): שנים לפירעון:
100 10	80 7 — 8½	100 3 — 3½	
(א ח ו ז י ם)			
1.9	1.3	0.8	1981 מחצית I (ממוצע חודשי)
2.1	1.5	1.0	מחצית II (ממוצע חודשי)
2.1	1.7	1.3	ינואר 1982
2.1	1.8	2.1	פברואר
2.0	1.8	2.0	מארס
1.9	1.6	1.7	אפריל
1.8	1.3	1.4	מאי
1.9	1.5	1.2	יוני
1.8	1.6	0.8	יולי
1.9	1.7	1.5	אוגוסט
1.5	1.2	1.3	ספטמבר
1.7	1.8	2.2	אוקטובר
1.8	1.9	2.5	נובמבר
2.0	2.0	2.5	דצמבר

הערות:

- (א) התשואה המוצגת בלוח זה היא ממוצע לנחוני סוף שבוע של איגרות חוב ממשלתיות.
 (ב) התשואה חושבה על-פי מדד המחירים שהיה בפועל. נערך תיקון לגבי הפסד מדד פדיון. הונח שהאינפלציה בעת הפדיון שווה בכל האיגרות.
 והיא ברמה של האינפלציה בחצי השנה האחרונה.
 המקור: עיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח ח' 12'ב'
קרנות הנאמנות — נכסים, הרכב ותשואה כוללת, 1982

מיון הקרנות לפי התמחותן ¹	הרכב תיק הנכסים ² 31.12.1982		נכסים בערך השוק (סוף השנה)		שיעור תשואה משוקלל בערך השוק של הקרנות, 1982			סטיית תקן של שיעור התשואה החודשית הריאלית 1982 ³
	צמודות מדד וברירה	מט"ח	מניות במטבע ישראלי	1982	1981	ינואר- דצמבר	יולי- דצמבר	ינואר- דצמבר
	(אחוזים)	(מיליוני שקלים)	(אחוזים)					
1. מתמחית מדד	81.2	1.0	17.7	10,777	23,134	54.1	63.3	151.7
2. מתמחית מט"ח	0.4	90.1	9.5	792	1,621	75.3	58.6	178.0
3. מתמחית מניות	4.7	1.0	94.3	1,569	39,597	82.7	185.7	421.9
4. זוגית מט"ח — מדד	62.5	31.1	6.4	1,519	2,418	58.2	54.9	145.1
5. זוגית מניות — מדד ⁴	37.6	5.2	57.2	2,116	9,154	63.5	104.0	233.6
6. זוגית מניות — מט"ח	7.3	53.4	39.2	—	919	69.0	73.7	193.6
7. מעורבת מוטת מדד	66.4	7.3	26.3	2,446	7,010	56.9	72.5	170.6
8. מעורבת מוטת מט"ח	3.4	76.4	20.2	140	1,127	65.8	60.2	165.6
9. מעורבת מוטת מניות	14.9	5.7	79.4	858	1,401	72.7	137.6	310.3
10. מעורבת טהורה	36.2	26.6	37.2	1,193	5,048	65.0	94.1	220.3
11. קרן נזילה	8.3	3.9	87.8	1,408	7,736	62.2	156.6	316.1
12. סך כל הקרנות	33.3	7.0	59.7	22,817	99,163	71.7	127.3	290.2

- (1) קרן "מתמחית" בהשקעה בנכס, אם משקלו בנכסיה לפחות 75 אחוזים. קרן "זוגית" — אם משקל זוג נכסים הוא לפחות 80 אחוזים וכל אחד מהם לפחות 30 אחוזים. קרן "מעורבת מוטת" להשקעה בנכס אם היא משקיעה בו לפחות 50 אחוזים מנכסיה. קרן "נזילה" — אם תעודותיה נקנות ונמכרות במחיר אחד. קרן שלא נכללה במיונים דלעיל היא "מעורבת טהורה". המיון נערך על-פי הרכב ההשקעה הממוצעת ב-18 החודשים האחרונים.
- (2) אינו מסתכם ב-100 אחוזים. בשל אי הצגת מזומנים ובשל הפרשי עיגול מספרים.
- (3) סטיית התקן היא מדד לסיכון ההון, הנובע מן התנודות התלת-חודשיות בתשואה הריאלית לתעודת השתתפות בקרן בשמונה עשר החודשים האחרונים. הנתון אינו בר השוואה לסטיית התקן של נכסים פיננסיים אחרים, המוצגת כלוח ח' 15. המבטאת תנודות חודשיות (ולא תלת חודשיות) בתשואה.
- (4) הקבוצה "זוגית מניות" — מט"ח" לא היתה קיימת ב-1981.
- המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח ח' 13ב'
גיוס והקצאה של מקורות פיננסיים לזמן בינוני וארוך בידי המערכת המוסדית של שוק ההון¹,
1980 עד 1982
(על בסיס זרמי כספים ברוטו)

1982					
מחצית II	מחצית I	סך הכול	1981	1980	
(מיליוני שקלים)					
					מקורות
19,356	8,844	28,200	17,814	4,913	1. חסכוניות הציבור
10,366	9,932	20,298	8,313	4,038	2. פירעון הלוואות
(3,181)	(2,115)	(5,296)	(1,708)	(883)	א. של משקי בית
(5,583)	(6,252)	(11,835)	(4,971)	(2,387)	ב. של פירמות בענפי המשק
(1,602)	(1,565)	(3,167)	(1,634)	(768)	ג. של רשויות מקומיות
2,338	349	2,687	2,233	137	3. מקורות אחרים
(178)	(27)	(205)	(55)	(271)	א. מוסדות לאומיים (נטו)
(1,768)	(24)	(1,792)	(1,833)	(- 399)	ב. חרץ לארץ (נטו)
(- 43)	(43)	(-)	(- 30)	(76)	ג. בנק ישראל (נטו)
(435)	(255)	(690)	(375)	(189)	ד. אחרים
32,060	19,125	51,185	28,360	9,088	4. סך כל המקורות
					שימושים
28,114	18,534	46,648	18,994	7,369	5. סך כל האשראי לזמן בינוני וארוך
- 1,754	- 1,870	- 3,624	6,678	- 521	6. העברת מקורות נטו
(- 421)	(- 1,678)	(- 2,099)	(6,796)	(- 1,354)	א. ממשלה
(- 1,333)	(- 192)	(- 1,525)	(- 118)	(833)	ב. מוסדות בנקאים
					7. שימושים קצרי מועד (נטו)
2,453	1,069	3,522	1,114	1,261	(כולל מזומן וער"ש)
4,128	2,360	6,488	2,473	1,161	8. עודף הוצאות על הכנסות
- 881	- 968	- 1,849	- 899	- 182	9. דיבידנדים ותשלומים אחרים נטו ²
32,060	19,125	51,185	28,360	9,088	10. סך כל השימושים

(1) המערכת המוסדית של שוק ההון מוגדרת כמערכת החיווך הפיננסית. שעיקר עיסוקה בגיוס כספים לזמן בינוני וארוך. לשם השקעתם בנכסים פיננסיים. כגון הלוואות. פיקדונות וניירות ערך. הגדרה מפורטת ראה בדו"ח בנק ישראל לשנת 1977.

(2) בעיקר במסגרת עסקי ביטוח כללי.
המקור: אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' 14' עם המערכת המוסדית¹ עם הממשלה והמוסדות הבנקאיים, 1980 עד 1982
(מיליוני שקלים)

על חשבון מצבת הנכסים וההתחייבויות ארוכי המועד ²				על חשבון עסקאות השנה השוטפת לזמן ארוך ³				
תקבולים על חשבון נכסים (1)	תשלומים על חשבון התחייבויות (2)	עודף תקבולים (3)=(1)-(2)	תקבולים (4)	תשלומים (5)	עודף תקבולים (6)=(4)-(5)	סך כל עודף התקבולים על התשלומים (7)=(3)+(6)		
1980	6,691	880	5,811	3,840	8,915	5,075	736	ממשלה ⁴ :
1981	14,055	1,993	12,062	8,031	26,889	18,858	6,796	
1982 סך הכול	36,520	4,654	31,866	22,344	52,111	29,767	2,099	
מחצית I	14,584	1,741	12,843	8,583	19,748	11,165	1,678	
מחצית II	21,936	2,913	19,023	13,761	32,363	18,602	421	מוסדות בנקאיים ⁵ :
1980	195	692	497	1,266	1,586	320	817	
1981	2,508	1,132	1,376	4,177	5,435	1,258	118	
1982 סך הכול	6,650	3,187	3,463	9,166	11,104	1,938	1,525	
מחצית I	2,111	2,563	452	3,475	2,831	644	192	
מחצית II	4,539	624	3,915	5,691	8,273	2,582	1,333	

(1) ראה הערה בלוח ח' 13'.

(2) על חשבון מילווה, פיקדונות וניירות ערך, (כולל ריבית והפרשי הצמדה שנתקבלו ושולמו בפועל).

(3) על חשבון מילווה, פיקדונות, הנפקת ניירות ערך ורכישתם.

(4) טור (1) הוא כרוכו פירעון של הפקדות העבר בחשב הכללי, וטור (2) הוא כרוכו פירעון של פקדונות למתן הלוואות מהממשלה והשתתפות האוצר במענקים של תכניות חיסכון. טור (4) הוא כרוכו הפקדות חוזרות של הממשלה.

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

המקור: אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח ח' 15'
תנועת החסכונות במוסדות הגמל¹, 1980 עד 1982

העלייה או הירידה (-) הריאלית ²						
1982	1981	1980	1982	1981	1980	
(אחוזים)			(מיליוני שקלים)			
3.5	1.9	11.0	9,664	4,283	1,947	ה פ ק ד ו ת
- 3.8	7.4	7.2	14,059	6,659	2,886	קרן פנסיה
- 0.8	7.3	9.2	11,685	5,408	2,316	קרן תגמולים
מזה: בסקטור הפיננסי						
בסקטור ההסתדרותי						
- 16.9	8.1	- 0.1	2,374	1,251	570	והמפעלי
4.1	18.7	0.0	4,045	1,707	678	קרן פיצויים
22.2	40.5	29.5	7,052	2,510	842	קרנות אחרות
3.4	11.3	10.0	34,820	15,159	6,353	סך הכול
מ ש י כ ו ת						
1.5	15.6	14.0	7,181	3,184	1,245	קרן פנסיה
52.0	29.8	- 0.1	6,792	2,094	742	קרן תגמולים
44.3	38.2	- 0.1	5,258	1,761	585	מזה: בסקטור הפיננסי
בסקטור ההסתדרותי						
91.9	- 2.1	13.5	1,534	333	157	והמפעלי
60.6	- 19.7	1.7	2,270	566	349	קרן פיצויים
18.7	5.8	35.7	1,987	731	342	קרנות אחרות
24.8	13.8	9.8	18,230	6,575	2,678	סך הכול
צ ב י ר ה נ ט ו						
9.4	- 24.5	5.6	2,483	1,099	702	קרן פנסיה
- 29.2	- 0.3	10.4	7,267	4,565	2,144	קרן תגמולים
- 22.1	- 3.0	14.5	6,427	3,647	1,731	מזה: בסקטור הפיננסי
בסקטור ההסתדרותי						
- 58.8	12.2	- 0.1	840	918	413	והמפעלי
- 25.4	59.1	- 0.1	1,775	1,141	329	קרן פיצויים
23.7	63.1	25.7	5,065	1,779	500	קרנות אחרות
- 13.0	9.5	10.1	16,590	8,584	3,675	סך הכול

(1) מיון קופות הגמל נערך לפי חלוקה פונקציונלית של הקרנות, ולא לפי חלוקה מוסדית של הקופות המנהלות יותר מקרן אחת.
(2) חושב לפי נתונים חצי שנתיים, במחירים קבועים.
המקור: עיבודים של נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח ח' 16 ב'
גיוס והקצאה של מקורות של סקטור קופות הגמל, 1980 עד 1982
(מיליוני שקלים)

תקבולים	1980	1981	1982	תשלומים	1980	1981	1982
הפקדת חסכונות נטו ¹	3,675	8,584	16,590	העברת מקורות נטו ²	3,086	8,137	15,459
				מתן אשראי לזמן בינוני וארוך	335	673	851
				אשראי נטו לתקופה עד שנתיים	— 27	835	558
				השינוי נטו בשימושים ³			
				קצרי מועד אחרים	309	— 193	198
פירעון הלוואות לזמן בינוני וארוך	177	504	1,013	עודף הוצאות על הכנסות ורכישת נכסים ריאליים נטו	149	— 364	537
סך כל המקורות	3,852	9,088	17,603	סך כל השימושים	3,852	9,088	17,603

- (1) נטו מתשלומים לחברים, ובהנחה שהפרשות לקרנות פיצויים גם הן חסכונות של משקי בית.
(2) רכישות נטו של ניירות ערך (במקור ובשוק המשני).
(3) כולל את הנידול ביתרות הנכסים קצרי המועד, פחות הגידול בהתחייבויות קצרות המועד וכן סעיפי התאמה.
המקור: עיבודים מתוך נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח ח' 17'
מאזן סקטור מוסדות הגמל, 1980 עד 1982¹

חלקם של הסעיפים בסך כל המאזן						
1982	1981	1980	1982	1981	1980	
(אחוזים)			(מיליוני שקלים)			
נכסים						
95.2	94.9	95.2	390.6	149.7	65.6	ניירות ערך
0.4	0.4	0.5	1.6	0.8	0.3	הלוואות לחברים ²
2.8	3.3	2.0	11.5	5.2	1.4	פיקדונות והלוואות אחרות
0.6	0.4	1.1	2.3	0.5	0.7	רכוש קבוע
0.2	0.3	0.3	0.9	0.4	0.2	חוב המעביד
0.8	0.7	0.9	3.2	1.1	0.7	חיוכי ריבית והצמדה ונכסים שוטפים אחרים
100.0	100.0	100.0	410.1	157.7	68.9	סך כל הנכסים
התחייבויות						
34.6	37.0	37.6	142.0	58.5	25.9	קרן פנסיה
51.7	49.1	49.2	212.1	77.4	33.9	קרן תגמולים והשתלמויות
8.7	9.3	8.6	35.6	14.6	5.9	קרנות פיצויים סוציאליות ואחרות
4.7	4.2	3.1	19.2	6.6	2.2	קרנות אחרות ויתרות רווח
0.3	0.4	1.5	1.2	0.6	1.0	התחייבויות שוטפות
100.0	100.0	100.0	410.1	157.7	68.9	סך כל ההתחייבויות

(1) הפרשי הצמדה צורפו לסעיפים המתאימים שבמאזן.

(2) במישורין. באמצעות בנקים ובאמצעות מוסדות כספיים.
המקור: נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.