

המערכת המוסדית של שוק ההון¹

1. קווי ההתפתחות העיקריים

בשנת 1978 התרחשה עלייה ריאלית של כ־30 אחוזים בהיקף הצבירה של הציבור בנכסים פיננסיים לזמן בינוני וארוך לסוגיהם, — לאחר עלייה חסרת תקדים, של כ־160 אחוזים, אשתקד — והיא הגיעה לכ־16 מיליארד ל"י (ראה לוח י"ח-6). עלייה זו אירעה נוסף על העלייה המהירה בנכסים הפיננסיים לזמן קצר, ועל ההשקעה בנכסים פיסיים, והתאפשרה, במדה רבה, בזכות זמינותו של מימון פיננסי מגוון, אך הסתמכה גם על העלייה הריאלית בהיקף החיסכון הפרטי, כ־5 עד 7 אחוזים, ירידת קצב גידול הצבירה קשורה בפתיחת מסגרת ההשקעה בפת"מ בפני הציבור הרחב.

השנה נמשכה מגמת ההעדפה של מסגרות חיסכון ממוסדות, כתכניות חיסכון וקופות גמל, על החזקה ישירה של ניירות ערך. מגמה זו מאפיינת את תחום ההשקעות צמודות המדד, והיפוכה בתחום ההשקעה במניות ובנכסים במטבע חוץ — למרות שגם בתחום זה קיימות מסגרות ממוסדות, שבאמצעותן ניתן להשקיע. עם זאת, ניכרת ירידה ריאלית בולטת במכירה נטו מתיק ניירות הערך, המוחזק ישירות בידי הציבור, ולאור מספר התפתחויות מוסדיות והתנהגותיות, ייתכן כי מגמת השינוי בהרכב תיק הנכסים הפיננסיים תיפסק, או תיחלש במדה רבה.

האשראי לזמן בינוני וארוך, שניתן השנה לענפי המשק, למשקי הבית ולאחרים, גדל ב־60 אחוזים, והגיע להיקף של 28 מיליארד ל"י (ראה לוח י"ח-2). עם זאת, בשל עלייה במחירי השימושים באשראי זה (בממוצע כ־68 אחוזים) חלה ירידה של כ־5 אחוזים בכוח הקנייה של האשראי שניתן. במקביל לכך, חלה השנה עלייה בהיקף ההשקעות בענפי המשק, בשיעור של כ־7 אחוזים, ובמיוחד בענפי התעשייה, החקלאות והחשמל, ולכן הירידה בשיעור המימון של ההשקעות גדולה יותר. מאחר שלא ניתן היה להפריד בין נתוני ההשקעות בתעשייה, במסגרות הסקטור הציבורי שאינן נזקקות למימון משוק ההון, לבין כלל ההשקעה בתעשייה, מוטים אומדני שיעור המימון כלפי מטה, במדה בלתי ידועה. עם זאת, גבוה עדיין היחס שבין היקף האשראי לזמן בינוני וארוך לבין היקף ההשקעות בענפי המשק: כ־70 אחוזים בתעשייה, וכ־98 אחוזים בחקלאות; ובתוספת מענקי ההשקעה — כ־80 אחוזים בתעשייה, ומעל למימון מלא — בחקלאות¹. שיעור המימון הגבוה, ורכיב הסיבסוד הניכר בגלום בו (כמחצית מהיקף האשראי ב־1978), תרמו להמשך השקעות יתר בענפי המשק, הנהנים מאשראי זה.

לאור התאוששות הביקוש לדירור, ובמיוחד לאור העלייה הניכרת במחירי הדירות, חלה השנה התרחבות גדולה (כ־68 אחוזים) בסעיף אשראי זה, שיעור הנמוך מהעלייה במחירי הדירות. לכך

¹ לתיאור מפורט של המערכת הסטטיסטית ומסגרת הניתוח — ראה דוח בנק ישראל 1974, עמ' 391 ואילך. השנה הורחבה מסגרת הניתוח, והיא כוללת הן את התיווך הפיננסי בין חוץ לארץ לבין יחידות במשק, באמצעות מערכת הבנקאות המסחרית, והן את פעולותיה הישירות של הממשלה בשוק ההון. בכך הושלמה הרכבת המערך הסטטיסטי והאנליטי של המערכת המוסדית (המורחבת) של שוק ההון בישראל. ² הכוונה למימון ההשקעות בענף החקלאות ולא מימון כלל ההשקעות של המגזר הכפרי. סביר, שבמסגרת כלל ההשקעות של המגזר הכפרי שיעור המימון נמוך יותר.

לוח י"ח-1
לוח אינדיקטורים מרכזיים — המערכת המוכדית של שוק ההון, 1976 עד 1978

העלייה או הירידה (—) במונחים ריאליים		1978	1977	1976	
1978	1977	1978	1977	1976	
(אחוזים)		(מיליוני ל"י)			
— ²⁵	¹	28,000	17,530	¹	א. האשראי לזמן בינוני וארוך
					1. סך כל האשראי לזמן בינוני וארוך
					ב. צבירה נטו בנכסים פיננסיים לזמן בינוני וארוך על-ידי הציבור
—1	³⁵	17,780	12,000	6,580	2. סך כל חיסכון משקי בית במסגרות חסכון ממוסדות
—31	³⁵	—4,700	—6,770	—4,800	3. רכישת אג"ח להחזקה ישירה ופיקדונות צמודים לזמן ארוך
—38	²⁷¹	2,800	3,000	600	4. רכישת מניות
—29	¹⁵⁷	15,880	8,230	2,380	5. סך כל צבירת הציבור באפיקים לטווח בינוני וארוך
					ג. מקורות ושימושים פיננסיים
					של הממשלה לזמן בינוני וארוך
¹⁷⁹	¹	—8,160	—1,840	¹	6. עודף המקורות על השימושים המקומיים
¹⁹⁹	¹	10,320	2,180	¹	7. עודף המקורות על השימושים עם סקטור חו"ל
²⁹⁷	¹	2,160	340	¹	8. סך כל עודף המקורות על השימושים הפיננסיים של הממשלה

- (1) אין נתונים.
(2) מנוכה במדד מחירי ההשקעות ממוצע משוקלל על-פי האשראי לענפי המשק (ראה לוח י"ח-7).
(3) מנוכה במדד המחירים לצרכן.
(4) מנוכה בממוצע מדד מחירי ההשקעות (ראה הערה 2) ומדד המחירים לצרכן.
הסכום: אומדני סחלקת המחקר, בנק ישראל.

נוספת העובדה, שהיקף ההתחלות והרכישה של דיור גדל בכ-20 אחוזים, ולפיכך ירד שיעור המימון הממוצע בכ-22 אחוזים, לעומת עלייה של כ-40 אחוזים אשתקד.

במהלך השנה הועלתה הריבית במסגרות השונות של האשראי המסובסד בכ-5 נקודות אחוזים, אך השינוי העיקרי אירע בתנאי האשראי לתעשייה, לתיירות ולחקלאות, לקראת הרביע האחרון של השנה: הוצהר על כוונה להפעיל שיטת ריבית ניידת, שמטרתה היא תיהום של שיעור הסיבסוד הגלום באשראי; דהיינו — באינפלציה שנתית של 10 עד 40 אחוזים, תתוסף לריבית הבסיסית מחצית משיעור האינפלציה, תוך העדפה מסוימת לענף החקלאות. בשלב זה לא ברור

לוח י"ח-2

האשראי לזמן בינוני וארוך במערכת המוסדית המורחבת של שוק ההון, 1977 ו-1978

העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת	1978	1977	
(מיליוני ל"י)			(אחוזים)
סך כל האשראי			
1.	13,110	19,670	סך כל האשראי באמצעות המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון
2.	2,420	4,330	סך כל האשראי מהממשלה שלא באמצעות המערכת המוסדית המצומצמת
3.	2,000	4,000	סך כל האשראי במט"ח מפיקדונות למתן הלוואות במט"ח בבנקים מסחריים ²
60	17,530	28,000	סך כל האשראי לזמן ארוך
סך כל האשראי לענפי המשק¹			
1.	8,030	11,870	באמצעות המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון
2.	1,320	2,170	מהממשלה, שלא באמצעות המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון
3.	2,000	4,000	אשראי במט"ח מפיקדונות למתן הלוואות
59	11,350	18,040	סך כל האשראי לענפי המשק
סך כל האשראי לתעשייה			
1.	3,700	5,460	באמצעות המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון
2.	40	800	מהממשלה, שלא באמצעות המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון
3.	500	1,000	אשראי במט"ח מפיקדונות למתן הלוואות
71	4,240	7,260	סך כל האשראי לתעשייה
סך כל האשראי לחקלאות			
1.	1,170	2,340	באמצעות המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון
2.	190	120	מהממשלה, שלא באמצעות המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון
3.	..	..	אשראי במט"ח מפיקדונות למתן הלוואות
81	1,360	2,460	סך כל האשראי לחקלאות (1) + (2)

- (1) חקלאות, תעשייה, בניה ושירותים.
 (2) בהעדר מערך דיווח מסודר ומפורט, ולאור שינויים בהוראות בשנים האחרונות — רמת המהימנות של האומדנים נמוכה מזו של שאר הנתונים. אי לכך, יש לראות בנתונים, המתייחסים לרכיב זה, אומדן המוטה כלפי מטה.
 (3) אין נתונים על היקף הלוואות לחקלאות מתוך הפיקדונות במטבע חוץ למתן הלוואות.
 הפסוק: אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

עדיין כיצד תפעל השיטה החדשה הלכה למעשה. שינוי זה עשוי להקטין את רכיב הסובסידיה, הגלום באשראי, בכ-20 אחוזים. רכיב אחר בשינוי התנאים הינו הכפלה של תקופת הפירעון של האשראי, מממוצע של כ-5 שנים בעבר, ל-10 עד 12 שנים. יש לציין, כי הדבר מגדיל את רכיב הסובסידיה הגלום באשראי המסובסד בכ-20 אחוזים, ופוגע בזרם התקבולים העתידיים של המערכת המוסדית של שוק ההון מפירעונות אשראי, המהווים מקור מרכזי למימון ההשקעות במשק. כללית מותיר השינוי המוצע את הערך הנוכחי של הסובסידיה הגלומה באשראי ברמתה הקודמת (כ-40 עד 50 אחוזים, לפי שיעורי האינפלציה ששררו בשנים האחרונות).

השנה אירעה האצה במשקל האשראי לזמן בינוני וארוך, שניתן שלא באמצעות המוסדות הכספיים המתמחים בכך, במסגרת המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון, אלא באמצעות מערכת הבנקאות המסחרית מתוך קווי אשראי במטבע חוץ (ברובם בביטוח הצמדה) ועל ידי הממשלה, באפיקים אחרים — 30 אחוזים מכלל האשראי, לעומת כ-25 אחוזים אשתקד (ראה לוחות י"ח-2 וי"ח-3). נראה, שבמסגרות אלה גדולה יותר מעורבות הממשלה ברמה המפעלית, אך לעומת זאת, עלול ריבוי האפיקים והצורות של מתן אשראי להקשות על שליטה והכוונה מקיפים מצד הסקטור הציבורי.

לוח י"ח-10 מציג השנה דו"ח מקורות ושימושים לפעילות הפיננסית של הממשלה לזמן בינוני וארוך, לשנים 1977 ו-1978. חלק מהפעילות הפיננסית המוצגת כאן הינה "תמונת ראי" ליחסי המערכת המוסדית של שוק ההון עם הממשלה, אך יש גם פעילות שאיננה עוברת דרך מערכת זו. המסקנה העיקרית הנובעת מנתוני הדו"ח: במסגרת הפעילות הפיננסית המקומית, היה לממשלה השנה עודף שימושים על מקורות ("גירעון") של כ-8.2 מיליארד ל"י, לעומת כ-1.8 מיליארד ל"י בלבד אשתקד. "גירעון" זה מומן בקבלת אשראי מחוץ לארץ, בהיקף נטו של 10.3 ו-2.2 מיליארד ל"י בשנים 1978 ו-1977, בהתאמה. ראוי להדגיש, שהשפעתה המרחיבה של הממשלה — במסגרת הפעילות הפיננסית לזמן בינוני וארוך — אינה נמדדת רק בעודף השימושים על המקורות; יש להוסיף לכך את רכיב הסיבסוד, הגלום בעצם התיווך הפיננסי של הממשלה: זו מגייסת את אמצעיה בתנאי הצמדה, ומלווה אותם בריבית מסובסדת, ללא הצמדה.

1. הניתוח הכולל

1. המקורות הפיננסיים לזמן בינוני וארוך²

א. התפתחות הנפח והמבנה של המקורות

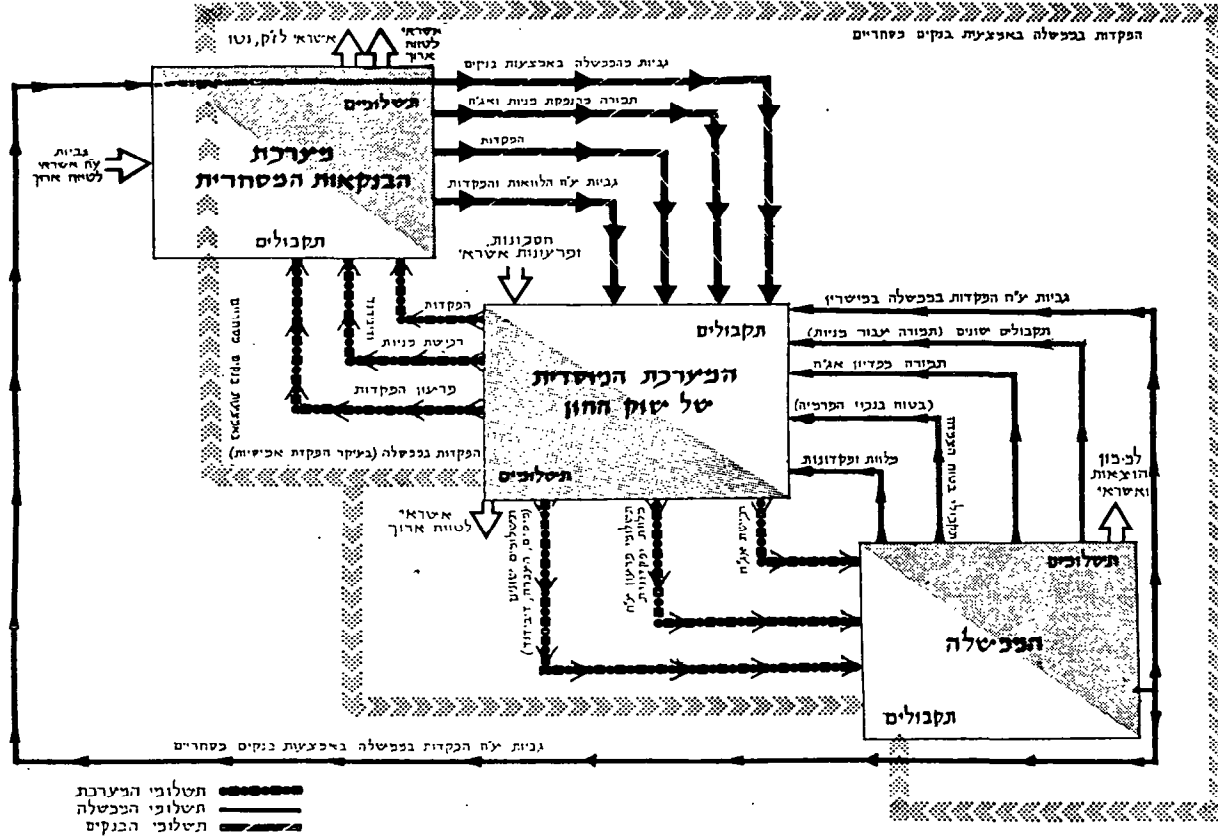
בשנת 1978 גדלה צבירת תסכונות הציבור באפיקים פיננסיים לטווח בינוני וארוך בכ-30 אחוזים ריאלי, לעומת שיעור שיא של כ-160 אחוזים אשתקד, והגיעה להיקף של כ-16 מיליארד ל"י (ראה לוח י"ח-6). יחד עם זאת, ירד ריאלי היקף התסכונות, שהועמדו לרשות המערכת המוסדית של שוק ההון, בכ-6 אחוזים³, לעומת עלייה של 25 אחוזים אשתקד. כמו כן חלה ירידה ברכיב פירעון הלוואות העבר. התפתחות זו שונה ממגמת ההתפתחות בשנים הקודמות, שבהן גדלו המקורות שהועמדו לרשות המערכת מדי שנה.

² תיאור אנליטי של מבנה המקורות, העומדים לרשות המערכת המוסדית של שוק ההון, — ראה בדו"ח בנק ישראל 1977, עמ' 331—333.

³ כאשר מנכים במדד המחירים לצרכן. יחד עם זאת, גדלו השנה מחירי ההשקעות לזמן בינוני וארוך, בממוצע שנתי, בשיעורים שבין 65 ל-80 אחוזים (ראה לוח י"ח-2). הילכך, כאשר מודדים את החיסכון שהועמד לרשות המערכת יחסית לכוח הקנייה במונחי השקעות, הרי שהירידה חריפה הרבה יותר, ומגיעה לכ-15 עד 22 אחוזים.

דיאגרמה י"ט - 1

מערכת יחסי הגומלין בין המערכת המוסדית של שוק ההון
לבין הממשלה ומערכת הבנקאות המסחרית



לוח י"ח-3

גיוס והקצאה של מקורות פיננסיים לזמן בינוני וארוך בידי המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון ומסגרות אחרות, 1976 עד 1978
(מיליוני ל"י, על בסיס זרמי כספים ברוטו)

מקורות	1976	1977	1978	שימושים	1976	1977	1978
א. מקורות ושימושים פיננסיים באמצעות המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון							
חסכוניות הציבור				אשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך			
1. חיסכון נטו של משקי בית	6,580	12,000	17,780	1. למשקי בית	3,080	3,750	5,820
2. דרך פיקדונות צמודים לזמן ארוך בבנקים	130	390	1,170	2. לחקלאות	890	1,170	2,340
3. דרך קנייה, מכירה ורכישה נטו				3. לתעשייה	2,510	3,700	5,460
של ניירות ערך ופיקדונות	—480	—1,880	—4,170	4. לבנייה	360	460	890
סך כל צבירת חסכוניות הציבור	6,230	10,510	14,780	5. לשירותים (כולל חשמל ומלכ"ר)	1,350	2,700	3,180
מפירעון הלוואות				6. לרשויות מקומיות	1,160	1,330	1,980
4. של משקי בית	1,460	2,370	3,020	סך כל האשראי	9,350	13,110	19,670
5. של פירמות בענפי המשק	3,340	6,180	8,840				
6. של רשויות מקומיות	900	1,260	2,430	העברת מקורות נטו			
סך כל הפירעונות	5,700	9,810	14,290	7. לממשלה	910	3,130	1,520
ממקורות אחרים				8. למוסדות בנקאיים	250	1,370	3,850
7. ממוסדות לאומיים (נטו)	260	200	450	סך כל העברת מקורות	1,160	4,500	5,370
8. מחוץ לארץ (נטו) ¹	410	190	250	שימושים קצרי מועד נטו (כולל מזומן ועו"ש)	1,110	2,020	1,230

4,400	2,180	1,180	עודף הוצאות על הכנסות	590	390	100	9. אחרים
—310	—710	—100	דיווידנדים ותשלומים אחרים נטו ⁵	1,290	780	770	
30,360	21,100	12,700	סך הכול באמצעות המערכת	30,360	21,100	12,700	סך הכול באמצעות המערכת

ב. מקורות ושימושים פיננסיים באמצעות מסגרות אחרות

1. אשראי במט"ח מתוך פיקדונות למתן הלוואות במערכת הבנקאות המסחרית

1,000	500	1..	10. אשראי מחוץ לארץ	4,000	2,000	1..	9. אשראי לתעשייה
3,000	1,500	..					10. לענפי משק אחרים
4,000	2,000						סך כל האשראי

2. אשראי ממקורות ממשלתיים שלא באמצעות המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון

740	410	1..	11. ממקורות פיננסיים לזמן בינוני וארוך של				למשקי בית
32,170	21,320	1..	הממשלה (כולל פירעונות מקבלי האשראי)	4,330	2,420	1..	לענפי המשק
940	510	1..					לרשויות מקומיות
480	180	1..					למוסדות לאומיים
4,330	2,420						סך כל האשראי
38,690	25,520	1..	סך כל המקורות	32,690	25,520	1..	סך כל השימושים

- (1) לא ידוע.
(2) לתעשייה 40 מיליון ל"י; לחקלאות 190 מיליון ל"י; לבנייה 240 מיליון ל"י; ולשירותים — 850 מיליון ל"י.
(3) לתעשייה 800 מיליון ל"י; לחקלאות 120 מיליון ל"י; לבנייה 190 מיליון ל"י ולשירותים — 1,060 מיליון ל"י.
(4) כולל עסקות קצרות מועד של המערכת בחוץ לארץ.
(5) בעיקר במסגרת עסקי ביטוח כללי.
ה ס ק ו ר : אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

הירידה בהיקף החסכונות, שהועמדו לרשות המערכת, קשורה הן בירידת קצב הגידול של החיסכון הפיננסי לזמן בינוני וארוך, והן בשינויים בהרכב תיק הנכסים הפיננסיים לטווח בינוני וארוך של הציבור; שינויים אלה השתקפו בעיקר בהעברת חלק גדול יותר של הצבירה לאפיקים שמחוץ למערכת.⁴ לעומת זאת, היקפם הריאלי של הפירעונות על חשבון הלוואות העבר אינו מושפע מהחלטות השנה החולפת, אלא מהיקף ההלוואות שניתנו בשנים עברו ומתנאיהן, ומקצב עליית המחירים, שהוא השנה. נוסף על כך, הוחרפה הירידה בהיקף הריאלי של הנקורות כתוצאה מהעלייה המואצת במיוחד במחירי ההשקעות, שהיתה גבוהה בהרבה מקצב עליית מדד המחירים לצרכן או השכר.

במקביל לירידה במקורות הפיננסיים, שהועמדו לרשות המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון, הלה התפתחות מואצת בשתי מסגרות, ששימשו בעבר כאפיק שולי בלבד למימון פעילות לזמן בינוני וארוך: אשראי ממקורות ממשלתיים, הניתן שלא באמצעות המוסדות הכספיים שבמערכת, ואשראי במטבע חוץ.⁵ לזמן בינוני, שנותנת הבנקאות המסחרית מתוך קווי אשראי מחוץ לארץ. גידול המקורות בשני אפיקים אלה גדל השנה, במונחים ריאליים, בשיעור שבין 5 ל-15 אחוזים, והגיע להיקף של כ-8.3 מיליארד ל"י. דומה, שבמסגרות אלה עמוקה יותר מעורבותה הישירה של הממשלה בשיקולי הקצאת האמצעים לפירמות השונות — מאשר בפעילות, המתבצעת באמצעות המערכת המוסדית של שוק ההון.

סך כל המקורות למתן אשראי לזמן בינוני וארוך, שהועמדו לרשות המערכת המוסדית המורחבת, ירדו השנה בשיעורים שבין 10 ל-15 אחוזים, במונחי כוח הקנייה של השקעות בדיור ובענפי המשק.

במהלך השנה המשיך לגדול היחס שבין כלל נפח העסקאות הפיננסיות, שביצעו המוסדות שבמערכת המצומצמת, לבין היקף האשראי, שהוענק לזמן בינוני וארוך, ועמד על 6.0, לעומת 4.9 אשתקד, ו-3.8 בשנת 1976. פער גדול זה נעוץ, בחלקו העיקרי, בתיווך ביניים פיננסי רב-שלבי, אשר אינו מסייע לשכלול שוק ההון, או לשליטה ממשית של הסקטור הציבורי בנפח המקורות שהוא מסבסד.⁶ עיקר התרחבות הפער השנה קשור בגידול ניכר בהיקף הפירעונות של איגרות חוב ופיקדונות, ובהנפקה חוזרת וקבלת פיקדונות חדשים; בחלקה מבטאת ההתרחבות השנה העמקה נוספת של תהליך התיווך הרב-שלבי, במיוחד בשלב מתן האשראי, ופחות בשלב גיוס החסכונות, ובחלקה היא נובעת גם מהירידה במשקל האשראי, המועבר לענפי המשק דרך המערכת המוסדית של שוק ההון.

במבנה המקורות, ניכרת יציבות במשקל החסכונות ובמשקל פירעונות העבר זה מספר שנים, אך אין למצוא קשר סיבתי לכך, והעובדה חשובה רק להבנת מבנה המקורות של המערכת. הוויסות בין הביקוש לבין ההיצע של מקורות אשראי מתבטא רק במדה מוגבלת ביותר במנגנון השינויים בשערי הריבית, ובמדה רבה ביותר — באמצעות הממשלה: באמצעות קיצוב אשראי, ודרך קביעת היקף האשראי, שהממשלה שואבת מתוך המערכת. היקף האשראי נטו, שנטלה השנה הממשלה, ירד בשיעור ניכר, ועמד על כ-1.5 מיליארד ל"י. התפתחות זו קשורה

⁴ היחס בין מקורות המימון של המערכת המצומצמת, שסופקו באמצעות חסכונות הציבור, לבין סך כל צבירת חסכונות הציבור באפיקים לטווח בינוני וארוך, היה כ-130 אחוזים בשנת 1977 וירד ל-93 אחוזים השנה.

⁵ ברובו הגדול צמוד אשראי זה לביטוח שער החליפין, שנושאת בו הממשלה.

⁶ אמנם, בגלל ההתמחות של מתווכים ראשוניים ושינויים, סביר שיהיה פער מסוים בין היקף העסקאות לנפח האשראי, אך לא בממדים, המצויים במשק הישראלי, ובוודאי שאין צורך להגדיל את היחס, כפי שקורה בפועל בשנים האחרונות.

⁷ היקף ההעברות נטו לממשלה הוא קטן מהמשתמע מנתוני המערכת, מאחר שחלק מהמוסדות הכספיים מבצעים את ביטוח ההצמדה בחשב הכללי באמצעות בנקים מסחריים, ולכן אין גרשמים במערכת התקבולים נטו מהממשלה, הנגזרים מפעילות זו.

לוח י"ח-4

האשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך ונפח העסקות של המערכת הממומזמת בשוק ההון,
1975 עד 1977

1978		סך הכול	1977	1976	
מחצית II	מחצית I				
29,870	19,050	48,920	26,280	11,930	1. עסקות פיננסיות בתוך המערכת
42,400	26,620	69,020	38,460	23,450	2. עסקות פיננסיות של המערכת עם סקטורים אחרים (תקבולים)
72,270	45,670	117,940	64,740	35,380	3. סך כל נפח העסקות הפיננסיות (תקבולים) (1) + (2)
10,470	9,200	19,670	13,110	9,350	4. אשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך
6.9	5.0	6.0	4.9	3.8	5. היחס בין סך כל נפח העסקות של המערכת לבין האשראי ברוטו (4)/(3)

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

לוח י"ח - 5

זרמי התקבולים והתשלומים של המערכת עם הממשלה והמוסדות הבנקאיים, 1976 עד 1978
(מיליוני ל"י)

סוג התקבול ו/או התשלום	תקבולים על-חשבון מצבת הנכסים ארוכי המועד ¹	תשלומים על-חשבון מצבת ההתחייבויות ארוכות המועד ¹	עודף התקבולים על תשלומים הנכסים וההתחייבויות השוטפות ²	תקבולים לזמן ארוך מעסקות השנה השוטפות ²	תשלומים לזמן ארוך על עסקות השנה השוטפות ²	עודף התקבולים על תשלומים מעסקות השנה השוטפות ²	סך כל עודף התקבולים על התשלומים (3) + (6) = (7)
(1)	(2)	(3) = (1) - (2)	(4)	(5)	(6) = (4) - (5)	(7)	
1976	4,230	690	3,540	2,630	7,080	4,450	ממשלה
1977	8,130	1,230	6,900	4,920	14,950	10,030	
1978	18,920	2,820	16,100	8,910	26,530	17,620	סך הכול
	7,210	1,110	6,100	4,180	9,290	5,110	מחצית I
	11,710	1,710	10,000	4,730	17,240	12,510	מחצית II
1976	670	860	190	2,050	2,110	60	מוסדות בנקאיים
1977	350	1,440	1,090	1,660	1,940	280	
1978	750	1,420	670	1,680	4,860	3,180	סך הכול
	310	660	350	820	1,280	460	מחצית I
	440	760	320	860	3,580	2,720	מחצית II

הערה לגבי הממשלה :

טור (1) הוא ברובו פירעון של הפקדות העבר בחשב הכללי, וטור (2) הוא ברובו פירעון של הפקדות חוזרות של החשב הכללי.

טור (2) הוא ברובו הפקדות חוזרות של הממשלה.

טור (5) הוא ברובו הפקדות כספי אמיסיות.

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

(2) על חשבון מילוח, פיקדונות, הנפקת ניירות ערך (ורכישתן).

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

לעליית חלקה של הממשלה בהנפקות איגרות החוב על חשבון המוסדות הכספיים, והיא תורמת לפיצוי המערכת על הירידה בהיקף המקורות, שהועמדו לרשותה. נוסף על כך גדל השנה היקף האשראי, שמעניקה הממשלה שלא באמצעות המערכת המוסדית של שוק ההון, ולכן יש לראות בכך שינוי באפיקי האשראי, ולא בסך ספיגת המקורות בידי הממשלה (ראה סעיף 2 ב').

לעומת הירידה בהעברת המקורות נטו לממשלה, חלה עלייה ניכרת בהעברת המקורות נטו למערכת הבנקאות: כ-3.9 מיליארד ל"י השנה, לעומת כמיליארד ל"י בלבד אשתקד. מרבית התוספת להעברת המקורות לבנקים מקורה בגידול חלק הצבירה בתכניות החיסכון, ובמיוחד הפיקדונות הצמודים לזמן ארוך, שלא הושקעו באיגרות חוב (כ-2.2 מיליארד ל"י השנה, לעומת כ-0.6 מיליארד ל"י אשתקד), וכן ברכישת מניות בנקים מצד מוסדות כספיים (בסכום של כמיליארד ל"י השנה, לעומת כחצי המיליארד אשתקד). ראוי להדגיש, שחלק הצבירה בפיקדונות החיסכון, שאינו מושקע באיגרות חוב, משמש, בדרך כלל, למתן אשראי צמוד מדד לממשלה ולענפי המשק, לטווח בינוני וארוך.⁸

לסקטור חוץ לארץ נודע תפקיד נכבד במימון ההשקעות לטווח בינוני וארוך במשק. חלק ממימון זה נעשה במישרין באמצעות המערכת המוסדית של שוק ההון (כ-4.25 מיליארד ל"י השנה, לעומת כ-2.2 מיליארד ל"י אשתקד) וחלק במסגרת מקורות המימון של הממשלה (ראה סעיף 3 ב').

ב. מקורות פיננסיים, הנובעים מצבירת חסכונות בידי הציבור באפיקים לטווח בינוני וארוך

סך כל צבירת חסכונות הציבור נטו, שהועמדה לרשות המערכת, ירדה השנה, במונחים ריאליים⁹, בכ-6 אחוזים, לעומת עלייה של 25 אחוזים אשתקד. אם ננכה את הגידול בחסכונות במדד מחירי ההשקעות בענפי המשק, חריפה הירידה יותר, ומגיעה לכ-15 עד 20 אחוזים. לעומת זאת, אם נוסיף לכך את הנפקת המניות לציבור, ואת הירידה הניכרת בפדיון נטו של איגרות החוב הממשלתיות, — גדלה השנה צבירת הציבור באפיקים לטווח בינוני וארוך¹⁰ בכ-30 אחוזים ריאליים, ומגיעה לכ-16 מיליארד ל"י. יש להדגיש אמנם, כי אשתקד היה שיעור הגידול מהיר בהרבה, והגיע לכ-130 אחוזים, אך זאת לאחר ירידה ניכרת בשנת 1976. (ראה לוח י"ח-6). הצבירה באפיקים אלה נוספה על העלייה המהירה בנכסים הנזילים למיניהם ובהשקעה הפיסית, והתאפשרה, במדה רבה, בזכות זמינותו של מימון פיננסי, ואך בחלקה — בזכות העלייה הריאלית בהיקף החיסכון הפרטי מכל המקורות (כ-5 עד 7 אחוזים).

בין אפיקי החסכון הממוסדים, ראוי לציין את החיסכון באמצעות קופות הגמל, שגדל השנה ב-20 אחוזים, במונחים ריאליים, והסתכם בכ-7 מיליארד ל"י. הרכיב העיקרי בקצב הצמיחה המהיר הינן קופות התגמולים, שצבירתן גדלה השנה בכ-30 אחוזים ריאליים, ואילו קופות הפנסיה והפיצויים קפאו על עמדם, ואף הצטמצמו במקצת.

⁸ אשראי לזמן בינוני וארוך לסקטור הפרטי ולרשויות מקומיות, הניתן בידי מערכת הבנקאות המסחרית, נרשם כחלק מהאשראי התופשי הניתן ממערכת הבנקאות המסחרית. הילכך מוטים במדת מה נתוני האשראי לזמן בינוני וארוך שבפרק זה כלפי מטה, ונתוני האשראי ממערכת הבנקאות המסחרית, המקבלים פרשנות של אשראי לזמן קצר, כלפי מעלה. עם זאת, מאחר שחלק הארי מהעברת המקורות נטו לבנקים הופקד כנראה בממשלה, הרי שניתן לומר שגם הוא עומד מאחרי הגדלת האשראי של הממשלה, ובעצם גם שימושי המערכת להעברת מקורות נטו לממשלה ולבנקים משמשים ונקלטים כאן כאשראי לזמן בינוני וארוך.

⁹ מנוכה במדד המחירים לצרכן, במוצא שנתי. בסעיף זה, בכל מקום שלא יצוין אחרת, הרי ניכוי במדד המחירים נעשה במדד זה.

¹⁰ אם כי רכיב איגרות החוב שבידי הציבור הינו בעל דרגת נזילות גבוהה למדי.

לוח י"ח-6

צבירת חשבונות בידי הציבור, באפיקים לטווח בינוני וארוך (זרמי כספים), 1976 עד 1978

העלייה או הירידה הראשית לעומת השנה הקודמת			העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת			1978			1977	1976	
1978	1977	1976	1978	1977	1976	מחצית II	מחצית I	סך הכול			
(אחוזים)						(מיליוני ל"י)					
א. צבירת משקי בית											
20	32	—5	80	78	25	(4,090)	(2,850)	6,940	3,850	2,160	1. דרך חסכון נטו ¹ בקופות גמל
—5	73	—15	42	133	12	(3,480)	(4,650)	8,130	5,730	2,460	2. דרך חיסכון נטו ¹ בתוכניות חסכון ²
—44	—16	—39	—15	13	—20	(1,370)	(—80)	1,290	1,510	1,340	3. דרך חיסכון נטו ¹ בקרנות נאמנות
4	9	5	56	47	38	(730)	(690)	1,420	910	620	4. דרך חיסכון נטו ¹ בביטוח חיים
—1	35	—17	48	82	9	(9,670)	(8,110)	17,780	12,000	6,580	סך כל חסכון משקי הבית
ב. העברת מקורות בידי הציבור (משקי בית ופירמות)											
5. דרך פיקדונות צמודים											
						(720)	(450)	1,170	390	130	לזמן ארוך בבנקים
6. דרך קנייה, מכירה ורכישה נטו של ניירות ערך ופיקדונות ³											
						(—1,010)	(—3,160)	—4,170	—1,880	—480	ג. (א+ב) סך כל מקורות המימון של המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון שסופקי בידי הציבור
—6	25	—17	41	69	9	(9,380)	(5,400)	14,780	10,510	6,230	7. רכישה נטו של איגרות חוב ממסלולות בידי הציבור
						(1,370)	(—3,070)	—1,700	—5,280	—4,450	8. רכישה מניות בידי הציבור ⁵
						—	—	2,800	3,000	600	ד. סך כל צבירת הציבור באפיקים לטווח בינוני וארוך
29	156	—	93	246	—	—	—	15,880	8,230	2,380	

- (1) הפקדות (או פרמיות) בניכוי משיכות של קרן, ריבית, הפרשי הצמדה ודחיידנד (או תביעות).
 (2) כולל תכניות חיסכון בנקאיות ותכנית חיסכון במסגרת בנקים אפוזיקאיים, או מוסדות כספיים אחרים, הכתומים בחיסכון לחינוך.
 (3) מכירה נטו של ניירות ערך בידי הציבור בשוק המשני, בתוספת קניות במקור של ניירות ערך המופקדים בידי המערכת, פחות פדיון ניירות ערך בידי המערכת.
 (4) נתונים מתוקנים.
 (5) מהימנות אומדן נתונים אלה נמוכה, יחסית לשאר הנתונים, המופיעים בלוח זה.
 ה ס ק ו ר : אומדני מחלקת הסחקר, בנק ישראל.

תכניות החיסכון למיניהן שמרו על בכורתן, כרכיב הגדול ביותר בין אפיקי החיסכון לטווח בינוני וארוך, אך היקף הצבירה במסגרתן ירד ריאליית בשיעור 5 אחוזים, והצבירה הגיעה במהלך השנה לכ-8.1 מיליארד ל"י. עם זאת ראוי לזכור, שירידה ריאליית זו התרחשה לאחר שנה של גידול חסר תקדים (73 אחוזים, במונחים ריאליים) ובממוצע דו־שנתי היה שיעור גידול הצבירה בשתי המסגרות המרכזיות (קופות גמל ותכניות חיסכון) דומה למדי. בולטת הצבירה במסגרת תכניות החיסכון במחצית הראשונה של השנה, בעיקר כתוצאה מבצע של מערכת הבנקאות המס-חרית, שבמסגרתו העניקה אשראי מוזל לזמן קצר להפקדה בתכניות החיסכון. מעבר להעלאה מסוימת בשיעור התשואה לחוסך, משמעו של המבצע היא, מצד אחד, יצירת התחייבות לחסוך במשך מספר חודשים במסגרת זו, ומלוא החסכון נרשם בעת קבלת האשראי (דהיינו, במחצית הראשונה של השנה), ומצד שני – הענקת אשראי בסכום מקביל לממשלה ו/או למערכת המוסדית של שוק ההון.

נראה שהשוני באופיין של תכניות החיסכון וקופות התגמולים הבנקאיות, כמסגרות להשקעה פיננסית, הלך והצטמצם בשנים האחרונות, אם כי הוא קיים עדיין. צמצום השוני נובע, מצד אחד, מהארכת תקופת החיסכון המתוכננת בתכניות החיסכון ל-6 שנים (תוך כדי ניסיון לפתח תכניות המשכיות, המרמזות על בניית מסגרות חיסכון לתקופה של 12 שנים), מהקטנת נזילות ההשקעה באמצעות תקופת הקפאה מינימלית בת שנתיים, ומקנס גבוה יותר על שבירת חסכונו; מצד שני, עם העלייה בוותק הממוצע בקופות התגמולים, ולאור היכולת לקבל אשראי במקביל לפיקדון, גדלה נזילות הפיקדון בקופת התגמולים; תקופת ההשקעה נותרה 15 שנים, ובממוצע שבע וחצי שנים, ולאור ההקלות במס, הקשורות בהפקדות במסגרת קופות הגמל, הרי שהתשואה בקופות התגמולים גבוהה יותר עדיין יחסית לתכניות החיסכון, אך גם נזילותן קטנה יותר.

צבירת משקי הבית בקרנות הנאמנות ממשיכה השנה להצטמצם, במונחים ריאליים, בקצב מהיר למדי, זו השנה השלישית, והיא הסתכמה בכ-1.3 מיליארד ל"י, כשכל הצבירה מרוכזת במחצית השנייה של השנה, במקביל להתעוררות הביקוש לאיגרות חוב צמודות למדד המחירים. מגמת הצבירה במסגרת ביטוח החיים הינה היציבה ביותר מבין כל אפיקי החיסכון לטווח בינוני וארוך. נראה שהדבר נובע במידה רבה מאופי ההתקשרות בצבירה זו, שעיקרה התבססות על תשלומים שוטפים בלבד (ללא הפקדות ראשוניות או חד־פעמיות) למשך שנים רבות. הצבירה במסגרת זו גדלה השנה ב-4 אחוזים במונחים ריאליים, והגיעה להיקף של 1.4 מיליארד ל"י.

סך כל צבירת משקי הבית באפיקי החיסכון הממוסדים הגיעה לכ-17.8 מיליארד ל"י, שהם קיפאון במונחים ריאליים, לאחר עלייה של 35 אחוזים אשתקד.

במסגרת הפיקדונות הצמודים לזמן ארוך, מסגרת המנוהלת בידי הבנקים המסחריים, והמיועדת לפיקדונות גדולים, המופקדים לתקופה של שנתיים וחצי לפחות, – חל השנה גידול, והצבירה הגיעה להיקף של כ-1.2 מיליארד ל"י. נראה, שעיקר המפקידים הם מלכ"ר ופירמות, ולא משקי בית. משיכת הציבור נטו מהמערכת, דרך קנייה, מכירה ופדיון של פיקדונות וניירות ערך, גדלה, והסתכמה בכ-4.2 מיליארד ל"י, לאחר כ-1.9 מיליארד ל"י אשתקד. התפתחות זו אירעה חרף הקטנה ניכרת של המכירה נטו של ניירות ערך שבהחזקה ישירה של הציבור, שכן, מחד גיסא, לא הורשו השנה המוסדות הכספיים להנפיק איגרות חוב מהסוג שהציבור רוכש, ומאידך גיסא, הגיעו לפדיון איגרות חוב מסוג "ברירה" בסכומים ניכרים. כתוצאה מכך הגיעה סך כל צבירת הציבור, שהועמדה לרשות המוסדות הפועלים במסגרת המערכת, ל-14.8 מיליארד ל"י, לעומת 10.5 מיליארד ל"י אשתקד, ירידה ריאליית של 6 אחוזים.

הסיבות שנמנו למעלה, הביאו השנה לצמצום ניכר בפדיון איגרות החוב הממשלתיות נטו, והוא הסתכם ב-1.7 מיליארד ל"י לעומת 5.3 מיליארד ל"י אשתקד. בתוספת סכום זה והנפקת המניות לציבור, יגיע השנה הגידול בצבירת הציבור – באפיקי חיסכון לטווח בינוני וארוך – לשיעור ניכר של 29 אחוזים, ריאליית.

ג. מקורות המערכת מפירעונות צרכני אשׂראי

הפירעון על חשבון מצבת החובות של הלווים בעבר הגיע השנה ל-14.3 מיליארד ל"י, שהם כ-47 אחוזים מסך כל המקורות שעמדו לרשות המערכת המצומצמת וכ-57 אחוזים מסך כל השימושיים ארוכי המועד שלה¹¹, בדומה למשקלו בשנתיים האחרונות. את היקפו הנומינלי של מקור מימון זה קובעת פעילות מתן האשראי בעבר (היקף ההלוואות, אורכן ותנאי הריבית), וההתפתחויות השוטפות במערכת שוק ההון אינן משפיעות עליו. עם זאת, את משמעותו הריאלית של מקור מימון זה יש לשפוט לאור התפתחות מחירי ההשקעות, וברור שככל שקצב עליית המחירים גבוה יותר, כן יורדת תרומתו כמקור מימון למערכת (ועולה, במקביל, רכיב הסיבסוד הכרוך באשראי).

חשיבותו הכמותית של מקור מימון זה למערכת מחייבת את קובעי המדיניות לעידוד ההשקעות במשק ודרכי סיבסודן (ובמיוחד בעת קביעת תקופת ההלוואה ושיעורי הריבית), לשקול היטב את השלכות צעדי המדיניות על היקף המקורות, שיעמדו לרשות המערכת למימון השקעות בעתיד. ההעלאה המתמדת בשיעורי הריבית הנומינליים (אם כי לא הריאליים) והקטנת משך התקופה הממוצעת בסוגים מספר של אשראי בעבר (בעיקר אשראי אפתיקאי ואשראי לחברי קופות תגמולים) — תרמו להגדלת סכומי הפירעון. לעומת זאת, נמשך השנה אמנם תהליך העלאת שיעור הריבית (ראה סעיף 2 א'), אך במקביל הוכפלה תקופת פירעון האשראי לענפי התעשייה והתיירות ולמספר מטרות נוספות ממוצע של כ-5 שנים — ל-10 עד 12 שנים. הארכה זו עלולה לפגוע בתרומתו של מקור מימון זה למערכת בעתיד, דבר שיחייב השגת מקורות על חשבון שימושים אחרים או הקטנת קצב גידול ההשקעות במשק, ולא ברור כלל לאן יפנו הפירמות את תוספת האמצעים שתיוותר בידיהם.

2. האשראי המוענק בידי המערכת המוסדית של שוק ההון, תנאיו וייעודו

א. תנאי האשראי המוענק

רוב האשראי, שמעניקה המערכת לזמן בינוני וארוך, הינו אשראי מוול, המוענק בהכוונתו ועל חשבוננו של הסקטור הציבורי. הדבר אמור בעיקר באשראי למשקי הבית ולענפי התעשייה והחקלאות, אך גם לחלק מענף השירותים. מיעוטו של האשראי ניתן על בסיס צמוד, בעיקר לרשויות מקומיות, ולאותו חלק מענפי המשק, המבצע השקעות שאינן ברשימת העדיפויות של הסקטור הציבורי. גם השנה נמשכה מגמת העלייה בשיעור הריבית הנומינלית על האשראי הניתן בהכוונת הסקטור הציבורי לשימושים השונים, ובמקביל עבר חלק מהאשראי לענפי המשק משיטה אחת לרעותה: משיטה, הקובעת את שיעור הריבית למשך כל תקופת האשראי, לשיטת הריבית הניידת, המאפשרת הצמדה חלקית של הריבית הנומינלית לקצב האינפלציה במשך תקופת ההלוואה. בראשית 1979 מתקיימים דיונים להרחבת שיטת הצמדה גם לאשראי אפתיקאי. במהלך שבעת החודשים הראשונים של שנת 1978 לא חל שינוי בתנאים, שבהם ניתנו ההלוואות וואות המכוונות לתעשייה; שיעורי הריבית (הקבועים) נעו בין 17 ל-22 אחוזים (בהתאם למיקום המפעל וייעוד תוצרתו), ותקופת הפירעון המשיכה להיות 5 שנים לגבי ציוד, ו-8 שנים לגבי מבנים. מתחילת חודש אוגוסט, ובמקביל לשינוי בחוק לעידוד השקעות הון (ראה להלן), חל שינוי בתנאי מתן ההלוואות החדשות לענפי התעשייה והתיירות. על רקע העלייה בקצב האינפלציה בטווח הקצר, מחד גיסא, והתחזית שקצבה יקטן בעתיד, מאידך גיסא, הפסיקו לקבוע את שיעור

¹¹ אשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך והעברת מקורות נטו לממשלה ולמוסדות הבנקאיים.

הריבית מראש על הלוואות הפיתוח, והמערכת עברה לקביעת ריבית ניידת; את זו תקבע הממשלה, בתחילת כל שנה, על פי נוסחה, שעיקרה: ריבית בסיסית של 7–12 אחוזים (בהתאם למיקום המפעל), בתוספת מחצית משיעור האינפלציה החזויה מעבר ל-10 אחוזים הראשונים, תוך כדי קיום תיקרה של 27 עד 32 אחוזים (מתאימה לאינפלציה של 40 אחוזים). לתקופה שעד סיום שנת 1978 נקבעה ריבית של 19 עד 25 אחוזים, בהתאם למיקומו של המפעל¹². כמו כן, הוארכה תקופת פירעון האשראי לתעשייה ל-10 עד 12 שנים על כל ההלוואה (כולל השקעה בציוד ובמכנים).

משמעות השינויים הללו הינה, מצד אחד, הצהרת כוונות ליצירת קשר כלשהו בין שיעור הריבית לבין קצב האינפלציה, כדי לקבוע תחומים לשיעור הסיבסוד הגלום באשראי זה; ברם, מצד שני, עשויה ההארכה הניכרת של תקופת ההחזר להגדיל את סך כל הסיבסוד, הכרוך במתן אשראי בהיקף נתון, תוך כדי הקטנת קצב הפירעון השנתי, וכתוצאה מכך לפגוע במקורות המימון של המערכת בעתיד. שני צדי השינוי מקוונים אלה את אלה, ומשקל הסובסידיה (בערכה הנוכחי) הגלום באשראי להשקעות בציוד נותר ברמה של כ-50 אחוזים, על פי שיעורי האינפלציה בשנים האחרונות.

גם במסגרות האחרות למימון מוּזל של ההשקעות בתעשייה (בעיקר "מימון משלים" וביטוחי הצמדה לשער החליפין או למדד המחירים) הועלתה הריבית בכ-5 אחוזים, אך כאן לא שונתה השיטה של קביעת שיעור ריבית נומינלי אחד למשך כל תקופת ההלוואה.

הרפורמה בחוק לעידוד השקעות הון ובהסדרים הכרוכים בו כוללת, נוסף על אלה, גם הרחבה ניכרת של הזכאות לתואר "מפעל מאושר", הקטנה ברבע של שיעור מס החברות ל"מפעלים מאושרים", והקלות מינהליות לא מבטלות.

בתחום החקלאות, כבתעשייה ובחירות, חל מעבר לשיטת הריבית הניידת. שיעור הריבית לתקופה שעד סוף שנת 1978 הועמד על 22 אחוזים, תוך הצהרת כוונות להתאימו מדי שנה לפי ריבית בסיסית של 9 אחוזים, בתוספת מחצית משיעור האינפלציה החזוי. האשראי למימון ההשקעות בחקלאות ניתן לתקופות שבין 5 ל-10 שנים, ובחריגים מסוימים – לתקופות ארוכות יותר, של 12 שנים.

האשראי האפותיקאי המוכוון למשתכנים ניתן אף הוא ללא הצמדה, ובתנאי ריבית מגוונים, העשויים לנוע מכ-10 עד לכ-40 אחוזים, בהתאם לאזור, לקבוצת ההעדפה אליה משתייך המשתכן, למחיר הדירה וכדו'. על פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, עלתה הריבית האפותיקאית הממוצעת בעקביות במהלך השנה, והגיעה ברביע האחרון לכ-14 אחוזים במשכנתאות מכוונות (כ-70 אחוזים מכלל המשכנתאות) ולכ-39 אחוזים במשכנתאות הבלתי מכוונות (כ-30 אחוזים מכלל המשכנתאות). בממוצע שנתי, עלתה הריבית על כלל המשכנתאות בכשליש, והגיעה לכ-19 אחוזים. יש לזכור, שאשראי זה מוענק לתקופות ארוכות, ולפיכך בהצטמצם האינפלציה – יפחת גם הסיבסוד בצורה דרסטית, ועל חלק מהאשראי האפותיקאי עשויה הריבית בעתיד להגיע לשיעורים ריאליים גבוהים למדי.

נוסף על כך, מוענק חלק מן האשראי האפותיקאי לדיור פרטי, שחלות עליו מגבלות הקשורות במחיר הדירה, על חשבון הסקטור הציבורי, ללא הצמדה, אך בריבית נומינלית גבוהה, יחסית, שהועלתה במחצית השנייה של 1978, מ-26 עד 32 אחוזים ל-30 עד 36 אחוזים.

החשת קצב האינפלציה, מכ-40 אחוזים בממוצע שנתי אשתקד לכ-50 אחוזים השנה, הגדילה את הסובסידיה הגלומה ביתרת האשראי המוּזל, שניתנה בשנים קודמות, וטרם נפרעה. עליית

¹² מאחר שתקרת הריבית נקבעת מראש בתחילת השנה, על סמך תחזיות לעליית המחירים, יש חשש, שהריבית בפועל תהיה נמוכה מהמתחייב. בשנת 1978, למשל, נקבעה תקרת ריבית לאזור ג' (מרכז הארץ) ל-25 אחוזים, בשעה שהיה עליה להיקבע ל-31 אחוזים על פי האינפלציה בפועל. לקראת אמצע שנת 1979 ניכרת מגמה לצמידות גבוהה יותר לשיעורי הריבית המתחייבים מהנזסחא שאומצה.

לוח י"ח-7

האשראי ברוטו לזמן בינוני וארוך, באמצעות המערכת המצומצמת של שוק ההון, 1976 עד 1978

העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת									האשראי ברוטו					
במחירים (בממוצע שנתי)			בהיקף האשראי הריאלי			בהיקף האשראי הנומינלי			1978 ¹	1977 ¹	1976 ¹			
1978	1977	1976	1978	1977	1976	1978	1977	1976	מחצית II	מחצית I	סך הכול			
(אחוזים)									מיליוני ל"י					
									3,290	2,530	5,820	3,750	3,080	א. למשקי בית
80.0	7.5	² 12.4	— 6.9	4.8	0.8	67.6	12.7	13.4	2,240	1,750	3,990	2,180	2,110	1. אשראי אפותיקאי
80.0	7.5	² 12.4	—10.0	1.5	—8.8	62.0	9.1	2.5	(1,610)	(1,290)	(2,900)	(1,790)	(1,640)	(א) מוכון
80.0	7.5	² 12.4	2.6	16.7	60.8	81.7	25.5	80.7	(630)	(460)	(1,090)	(590)	(470)	(ב) דיור פרטי
50.0	34.6	³ 31.3	—11.0	4.9	39.4	33.5	41.2	83.0	1,050	780	1,830	1,370	970	2. אשראי אחר
									6,400	5,470	11,870	8,030	5,110	ב. לענפי המשק
71.0	37.7	⁴ 25.1	—13.7	5.7	21.6	47.5	47.4	52.1	3,010	2,450	5,460	3,700	2,510	1. לתעשייה
59.0	37.7	⁴ 25.1	25.8	—4.6	12.9	100.0	31.4	41.2	1,310	1,030	2,340	1,170	890	2. לחקלאות
						93.4	27.7	5.8	500	390	890	460	360	3. לבנייה
65.0	42.1	⁵ 29.0	—28.7	40.7	15.0	17.7	100.0	48.3	1,580	1,600	3,180	2,700	1,350	4. לשירותים
65.0	36.0	⁶ 30.0	—9.8	—15.7	2.5	48.8	14.6	33.3	780	1,200	1,980	1,330	1,160	ג. לרשויות מקומיות
									10,470	9,200	19,670	13,110	9,350	סך הכול

קצב האינפלציה והסבירות שקצב זה לא יימשך זמן רב, מחייבים לשקול שכלול והרחבת השיטה החדשה של קביעת "ריבית נידת", לכל מסגרות האשראי המוזל לטווח בינוני וארוך.

ב. נפח האשראי המוענק

בשנת 1978 הגיע סך כל האשראי לזמן בינוני וארוך, שהעניקה המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון והמסגרות המשלימות אותה, ל-¹³ 28 מיליארד ל"י, לעומת 17.5 מיליארד ל"י אשתקד. ההיקף הנומינלי של האשראי, שניתן במהלך השנה, היה גבוה בכ-60 אחוזים מזה של אשתקד, אך מאחר שמחירי השימושים באשראי זה עלו, בממוצע משוקלל, בכ-68 אחוזים, — הרי חלה ירידה של כ-5 אחוזים בהיקפו הריאלי. במקביל, התרחב היקף ההשקעות בענפי המשק בכ-6 אחוזים, ובמיוחד בתעשייה, בחקלאות ובחשמל, שהתרחבו בכ-16 אחוזים; לפיכך היה הצמצום במשקל מימון ההשקעות בענפי המשק גדול יותר. היקף האשראי האפותיקאי גדל נומינלית בכ-70 אחוזים, אך עקב העלייה הגבוהה במחירי הדיור ובהיקף הרכישות, חלה ירידה של יותר מ-20 אחוזים בשיעור המימון.

מן הראוי להדגיש (ראה לעיל סעיף 1'א) את ההתפתחות המואצת של שתי מסגרות המימון לטווח בינוני וארוך, המשמשות השלמה למערכת המוסדות הכספיים, במימון פעילות לזמן בינוני וארוך; אשראי ממקורות ממשלתיים, הניתן שלא באמצעות המוסדות הכספיים, ואשראי במטבע חוץ (בעיקרו בביטוח הצמדה), הניתן באמצעות מערכת הבנקאות המסחרית מקורי אשראי מחוץ לארץ. היקף האשראי שניתן במסגרת המוסדות הכספיים, שייתודם במתן אשראי לזמן ארוך, עלה השנה בכ-50 אחוזים, והגיע לכ-20 מיליארד ל"י, ואילו היקף האשראי, שניתן בשתי המסגרות המשלימות, עלה השנה בכ-90 אחוזים, והגיע לכ-8.3 מיליארד ל"י (30 אחוזים מסך כל האשראי, לעומת כ-25 אחוזים בלבד אשתקד). נוסף על מערכת האשראי למימון השקעות לטווח בינוני וארוך, הואץ השנה היקף עסקיהן של החברות להחכרת ציוד, המהוות אפיק תחליפי למתן אשראי מסובסד, והוא הגיע לכחצי מיליארד ל"י (במהלך השנה התקציבית 1978/79)¹⁴. בשלב זה קשה להעריך את משמעות העלייה הבולטת בורמי האשראי, הניתנים שלא באמצעות המוסדות הכספיים, מבחינת המבנה הענפי והאזורי של המימון, שיעור הסיבסוד וכדו', אך בוודאי, יש בריבוי האפיקים והצורות כדי להקשות על שליטת הסקטור הציבורי על הכוונת האשראי שהוא מסבסד. השנה חלה ירידה מסוימת ביחס שבין היקף האשראי לזמן בינוני וארוך לבין היקף ההשקעה בענפי התעשייה והחקלאות. ייתכן אמנם, שחלק מהירידה נובעת מטיב אומדני ההשקעה ומפיגור האשראי אחרי ההשקעה בתקופה של האצה בהשקעות — מכל מקום ברור, שלא נמשכה מגמת העלייה בשיעורי המימון. היחס בין סך האשראי לבין ההשקעות בתעשייה הגיע השנה לכ-70 אחוזים, ובחקלאות — לכ-98 אחוזים. בתוספת מענקי ההשקעה, יגיעו שיעורי המימון ל-77 אחוזים בתעשייה ומעל למימון מלא בחקלאות. חלק ניכר ממימון זה אינו ניתן במסגרת הקריטריונים הכלליים, הקשורים לחוק לעידוד השקעות הון, אלא בהסדרים ענפיים או ספציפיים. השנה לא חל שינוי בהתחלקות האשראי לזמן בינוני וארוך לשימושי השונים — למימון ענפי המשק, משקי הבית והרשויות המקומיות — והמשקל היחסי של הסקטורים השונים נותן 11 ו-24 אחוזים, בהתאמה. זאת, למרות השינוי במבנה האשראי מבחינת האפיקים שדרכם הוא ניתן וההתפתחויות השונות בתחום ההשקעות במגורים ובענפי המשק.

¹³ נראה שקיים רכיב אחד של אשראי לזמן בינוני וארוך, שאינו "נקלט" עדיין במערכת שלנו, והוא נאמד בכמיליארד ל"י, וניתן כאשראי לענפי המשק.

¹⁴ חלק מפעילות זו נכללת כבר במערכת זו, שכן המימון לחברות ההחכרה מתקבל באמצעות אשראי במטבע חוץ מפיקדונות למתן הלוואות בבנקים המסחריים.

לוח י"ח-8

האשראי לזמן בינוני וארוך, יחסית להיקף ההשקעות בתעשייה, 1976 עד 1978
(מיליוני ל"י)

ה ש נ ה	האשראי ברוטו שהוענק		ההשקעה בתעשייה במחירים שוטפים	יחס ביניהם (אחוזים)	
	במסגרת המערכת	סך כל האשראי לזמן בינוני וארוך		(1)/(3)	(2)/(3)
	(1)	(2)	(3)		
1975	1,650	1..	3,660	45	1..
1976	2,510	1..	4,210	60	1..
1977	3,700	4,240	25,115	272	283
1978	5,460	7,260	210,490	252	269

- (1) אין נתונים.
(2) נתוני ההשקעות כוללים לצערנו גם השקעות של הסקטור הציבורי, במסגרות שאינן נזקקות למימון בשוק ההון. הילכך מוטים שיעורי המימון כלפי מטה במדה בלתי ידועה.
ה מ ק ו ר : טורים (1), (2) — לוח י"ח-2 ; טור (3) — פרק ט' לעיל.

לוח י"ח-9

האשראי לזמן בינוני וארוך יחסית להיקף ההשקעות בחקלאות, 1976 עד 1978
(מיליוני ל"י)

ה ש נ ה	האשראי ברוטו שהוענק		ההשקעה בחקלאות במחירים שוטפים, למעט הכשרת הקרעק, ייעור וניקוז	יחס ביניהם (אחוזים)	
	במסגרת המערכת	סך כל האשראי לזמן בינוני וארוך		(1)/(3)	(2)/(3)
	(1)	(2)	(3)		
1975	630	1..	815	77	1..
1976	890	1..	1,110	80	1..
1977	1,170	1,360	1,365	86	99
1978	2,340	2,460	2,505	93	98

- (1) אין נתונים.
ה מ ק ו ר : טורים (1), (2) — לוח י"ח-2 ; טור (3) — פרק ט' לעיל.

ג. האשראי למשקי הבית

מרבית האשראי לזמן בינוני וארוך, הניתן למשקי הבית בידי המערכת ובאמצעותה, הינו אשראי אפוזיקאי (כ-70 אחוזים), והשאר — אשראי לחוסכים בקופות גמל וחברות ביטוח, אשראי מסובסד לעולים, סטודנטים וכדו', וכן אשראי, שמעמידים מעבידים לרשות עובדיהם בריבית נמוכה. לאור התאוששות הביקוש לדיוור פרטי, ובמיוחד לאור העלייה הניכרת במחירו, חלה השנה עלייה בסעיף אשראי זה, בשיעור של כ-68 אחוזים לעומת כ-13 אחוזים בלבד אשתקד. לעומת זאת התייקרו מאוד הדירות (כ-80 אחוזים התייקרות) והיקף הרכישות גדל ב-21 אחוזים, ולכן הצטמצם שיעור המימון מערך הרכישה בכ-22 אחוזים, לעומת עלייה של כ-40 אחוזים אשתקד. גם השנה נמשכה מגמת העלייה במשקל האשראי לדיוור פרטי מכלל האשראי האפוזיקאי, ונראה שהדבר מבטא בעיקר את המגמה להתבסס יותר על מתן אשראי והפנייה לשוק הפרטי, ופחות על הצעת פתרונות של דיוור מוכוון, אם כי גדל גם משקל האשראי הלא מסובסד (כ-10 עד 15 אחוז מכלל האשראי לדיוור פרטי). בשלוש השנים האחרונות הוכפל משקל האשראי האפוזיקאי לדיוור פרטי בכלל האשראי האפוזיקאי, והשנה הוא הגיע ל-27 אחוזים.

קצב גידול האשראי האחר למשקי הבית, שאינו צמוד לרכישת דיוור, ירד השנה ריאלית בכ-11 אחוזים, לעומת עלייה לא מבוססת בשנתיים האחרונות, והגיע להיקף של כ-1.8 מיליארד ל"י. כ-43 אחוזים מאשראי זה ניתנים לחברים בקופות גמל וכ-43 אחוזים נוספים ניתנים לעובדים בידי מעבידיהם, באמצעות מוסדות פיננסיים למיניהם. שאר 14 האחוזים מתחלקים בין מספר קבוצות של משקי בית, המקבלות אשראי מוזל במסגרת זו או אחרת (ראה לעיל).

ד. האשראי לתעשייה ולחקלאות

במהלך 1978 גדל האשראי לתעשייה בכ-71 אחוזים, והגיע להיקף של כ-7.3¹⁵ מיליארד ל"י. מאחר שבאותה תקופה עלה מדד מחירי ההשקעות בתעשייה בשיעור דומה, לא חל גידול ריאלי בהיקף האשראי שניתן. במקביל, חלה השנה תפנית במגמת התפתחות ההשקעות בתעשייה, והן גדלו ב-20 אחוזים, לאחר ירידה של 17 ו-8 אחוזים בשנים 1977 ו-1976, בהתאמה. כתוצאה מהעלייה האיטית בהיקף האשראי יחסית להשקעות, פחת שיעור מימון ההשקעות בתעשייה באמצעות אשראי עד ל-69 אחוזים השנה, לעומת 83 אחוזים אשתקד. עם זאת, ייתכן שהיקף הירידה בפועל מצומצם יותר, מאחר שבתקופת מפנה בהתפתחות ההשקעות מתרחש פיגור מוסדי בסכומי האשראי המוענק; ייתכן אף שאומדני ההשקעות בתעשייה היו מוטים אשתקד כלפי מטה. יש לזכור, שנוסף על אשראי, מקבל המשקיע, במסגרת החוק לעידוד השקעות הון, גם מענק השקעה, בשיעור 5 עד 30 אחוזים, בהתאם למיקומו של המפעל. היקף המענק הגיע השנה לכמיליארד ל"י, והמימון והמענק הקשורים בהשקעות בתעשייה מסתכמים יחדיו לכ-8.3 מיליארד ל"י, שהם כ-80 אחוזים מסך ההשקעה, לעומת מלוא ההשקעה אשתקד.

האשראי לתעשייה ניתן במספר אפיקים: ראשית, אשראי פיתוח, במסגרת 'החוק לעידוד השקעות הון' ומחוצה לו; שנית, "מימון משלים", הניתן בהתאם להסדרים סקטוריאליים מעבר לקריטריונים הנוגעים לאשראי הפיתוח; שלישית, מימון מתוך קווי אשראי במטבע חוץ מחוץ לארץ, המופעלים בידי מערכת הבנקאות המסחרית, ורביעית, במדה מצומצמת — גם ממקורות ממשלתיים, שלא באמצעות המערכת המוסדית של שוק ההון. לקראת שנת התקציב 1979/80 הוצעה על כוונות לבטל את מסגרת "המימון המשלים", אך נדמה שהתפתחות החברות להחזרת ציוד עשויה לפעול בכיוון הפוך.

¹⁵ ייתכן שהסכום גבוה יותר, אם אומדן רכיב התעשייה בסך כל האשראי מהפיקדונות במטבע חוץ למתן הלוואות גבוה יותר.

האשראי לחקלאות גדל השנה ב־81 אחוזים; בשל עליית מחירי ההשקעות בענף זה בכ־60 אחוזים, חלה עלייה ריאלית של כ־14 אחוזים בהיקף האשראי שהוענק. במקביל, חלה עלייה בשיעור דומה בהיקף ההשקעות, 15 אחוזים, ולכן היתה יציבות במשקל האשראי בסך כל ההשקעה, והוא הגיעה השנה ל־98 אחוזים, בדומה לאשתקד.¹⁶

ה. האשראי לשאר ענפי המשק ולאחרים

בניגוד לענפי החקלאות והתעשייה, הרי תלותם של ענפי הבנייה, וחלק מענף השירותים, באשראי ציבורי לזמן ארוך, קטנה למדי. מצב זה גובע, במדה רבה, מנחיתותם של ענפים אלה בדירוג ההעדפות של הרשויות המכוונות את האשראי, למעט ענפי החשמל והוועיות. לפיכך מממנים ענפים אלה את השקעותיהם, במדה רבה יותר, ממקורות עצמיים, מאשראי מהבנקאות המסחרית או מחוץ לארץ.

סך כל האשראי לענפי המשק האחרים (בעיקר לחשמל ותיירות, אך גם לשירותים אחרים ולענף הבנייה) הגיע לכ־8 מיליארד ל"י, לעומת כ־5.7 מיליארד אשתקד, ירידה ריאלית של כ־20 אחוזים, בהתחשב במחירי ההשקעות.¹⁷

האשראי ברוטו לרשויות המקומיות (במסגרות המנותחות כאן) גדל השנה בכ־60 אחוזים, אך מאחר שהיקף פירעונותיהן גדל בקצב מהיר בהרבה (כ־90 אחוזים ויותר), נראה כי יש בכך בעיקר גלגול חובות, ואילו היקף האשראי נטו היה קטן, ואף ירד, במונחים ריאליים.

3. מעורבות הממשלה בניהול ובקצאה של מקורות פיננסיים לזמן בינוני וארוך

א. השפעת הממשלה על המערכת המוסדית של שוק ההון

מידת מעורבותה של הממשלה בקביעת אופיה ורמתה של פעילות המערכת המוסדית של שוק ההון, הנידונה בפרק זה, גדולה בהרבה מהמשקל מעורבותה הפיננסית הישירות של המערכת עם הממשלה. למעשה, ניכרת מעורבותה של הממשלה בכל תהליך התיווך הפיננסי של המערכת: (א) בשלב גיוס המקורות "הראשוניים" של המערכת (בעיקר ממשקי הבית, בידי קופות הגמל וקרנות הפנסיה, חברות הביטוח, תכניות החיסכון וקרנות הנאמנות); (ב) בשלב הביניים של התיווך הפיננסי שבתוך המערכת — העברת רוב המקורות שגויסו למסגרות התיווך הפיננסי השניוני, שהם המוסדות הכספיים והפיקדונות למתן הלוואות שבמערכת הבנקאות, באמצעות רכישת איגרות חוב והעמדת פיקדונות למתן הלוואות מצד מסגרות התיווך הפיננסי הראשוניים; (ג) בשלב התיווך הפיננסי האחרון, עת מועברים האמצעים הפיננסיים לרשות ענפי המשק השונים ומשקי הבית, למימון פעילותם כיצרנים וכצרכנים.

בשלב (א) גורמת הממשלה לכך, שחלק הארי של החיסכון הפיננסי הוולונטרי במשק ימצא את דרכו למסגרות התיווך הפיננסי של המערכת; שכן הממשלה היא המאפשרת למסגרות אלה, במישורין ובעקיפין, להבטיח לציבור החוסכים, בכל קצב שהוא של אינפלציה, שיעור תשואה ריאלי חיובי לזמן ארוך, המגיע עד 5 אחוזים, נוסף על הקלות במס הכנסה על פירות החיסכון, ובחלק מהמסגרות — גם על ההפקדות הראשוניות. כך נמנעת, למעשה, התפתחותו של שוק הון

¹⁶ ייתכן כי בענף החקלאות אין התאמה ברורה דיה בין מקורות ושימושים להון חוזר, מצד אחד, לבין מקורות ושימושים לזמן ארוך מצד שני, ולכן קשה יותר לתת משמעות ליחס שבין האשראי לזמן ארוך לבין היקף ההשקעות.

¹⁷ אם רכיב האשראי לתעשייה בסך כל האשראי מפיקדונות למתן הלוואות במטבע חוץ גבוה יותר, יהיה סך המימון לשאר ענפי המשק נמוך במדת־מה.

בהיקף משמעותי, לצד המערכת הנדונה כאן, שיוכל להתחרות עמה על גיוס מקורות פיננסיים מקומיים. עם זאת, יש להניח, שלהתערבות הממשלה השפעה חיובית רבה על רמת החיסכון במשק, במיוחד בעת תהליכים אינפלציוניים מהירים.

אשר לשלב (ב): הממשלה הבטיחה את הפניית מרבית המקורות שגויסו לרכישת איגרות חוב, הן ממשלתיות והן של מוסדות כספיים, באמצעות תקנות, המחייבות את המתווכים הפיננסיים הראשוניים של המערכת להקדיש בין כ-80 ל-92 אחוזים ממקורותיהם לרכישות אלה (הזכות למעמד של השקעה מאושרת).

בשלב (ג) מתבטאת הכוונה הממשלה בכך, שמרבית הכספים נובעים מהפקדות הממשלה (הפקדות חוזרות, במקביל להנפקת איגרות חוב, שתמורתן מופקדת אצל החשב הכללי, וזאת כדרך להבטיח מירב השליטה הממשלתית על ייעוד האמצעים המגויסים) או מהנפקת איגרות חוב, שזכו להכרה כ"השקעה מאושרת", לצורך תקנות ההשקעה של מתווכים פיננסיים ראשוניים. הממשלה משתמשת ביכולתה להשפיע על המערכת, היא מכוונת במישרין ובעקיפין את חלק הארי של אמצעי המוסדות הכספיים, בהתאם למדיניות הפיתוח של הסקטור הציבורי. מדיניות זו מתבטאת בהבטחת הלוואות בריבית נמוכה, יחסית, לפעילויות ולצרכים מועדפים. למעשה משמשת הממשלה כמתווך בין הכספים, שגייסה באמצעות הנפקת איגרות החוב — הן שלה והן של המוסדות הכספיים (בתנאים מקבילים לתנאיה) — לבין כספים אלה, המוזרמים בחלקם חזרה למוסדות הכספיים, לשם מתן הלוואות מוזלות בהכוונת הממשלה. בתווך מופקדים כספים אלה בממשלה, ותנאי ההפקדה מביאים בחשבון את התנאים, שבהם יש להעניק את האשראי, וכן את המירווח, שיש להבטיח למוסדות הכספיים (ראה להלן).

במלים אחרות ניתן לומר, כי רובו של האשראי לטווח בינוני וארוך, הניתן בידי המערכת המוסדית של שוק ההון, מכוון בידי הממשלה, והוא ניתן כאשראי מוזל; בעלות הסיבסוד נושא הסקטור הציבורי. החלק הקטן, יחסית, מהנפקת איגרות החוב של המוסדות הכספיים, המוגדר לכאורה כהנפקה "חופשית" מהכוונה, משמש גם הוא ברובו כחלקו "העצמי" של המוסד במקורות המימון של האשראי המוזל, או מופקד במישרין אצל החשב הכללי, בשל רצונם של המוסדות להבטיח לעצמם את כיסוי הפרשי ההצמדה בידי האוצר.

כמו כן מכוונת הממשלה את מרבית האשראי במטבע חוץ לזמן בינוני וארוך, הניתן מתוך פיקדונות למתן הלוואות, לאור המדיניות האמורה, לפיה מלווה הסיבסוד בהכוונת האשראי המסובסד.

עם זאת, נותר בידי המערכת המוסדית של שוק ההון תחום מצומצם, יחסית, לפעולות עצמאיות של מתן אשראי לזמן בינוני וארוך, חופשי מהכוונה, שמקורותיהן הפיננסיים בעיקרם הם אמצעים חופשיים של קופות גמל וקרנות פנסיה, חברות ביטוח ותכניות חיסכון (במסגרת רכישה וולונטרית של ניירות ערך), וכן אמצעים, שמספקים למערכת פירמות וגורמים שונים. היקפם של אמצעים אלה תלוי, במידה רבה, בהתפתחויות המוניטריות ובמצב הנזילות במשק.

ב. מקורות ושימושים לפעילות פיננסית של הממשלה לזמן בינוני וארוך

נוסף על המערכת המוסדית של שוק ההון, מכוונת הממשלה, גם את האשראי מתוך פיקדונות למתן הלוואות במטבע חוץ, כאמור, באמצעות מתן ביטוח שער, במסגרת מערכת הבנקאות המסחרית. גם הממשלה עצמה, במסגרת פעולותיה, מבצעת פעולות של תיווך פיננסי לזמן בינוני וארוך בהיקף נרחב, הן בין יחידות עודף ליחידות גירעון במשק, והן בין חוץ לארץ לבין יחידות במשק.

במסגרת ניתוח פעולות הסקטור הציבורי, מקובל לנתח את הפעולות "הקלסיות" של הממשלה כממשל מרכזי (במסגרת ניתוח עודף הביקוש המקומי), ואילו מרבית הפעולות הפיננסיות אינן

לוח י"ח-10
דוח מקורות השימושים¹ לפעילות הפיננסית של הממשלה לזמן בינוני וארוך,
על בסיס זרמי כספים כרוטו, 1977 ו-1978 (מיליוני ל"י)

מקורות		1978	1977	שימושים	1978	1977
א. עסקות פיננסיות מקומיות לזמן בינוני וארוך						
1. מכירת איגרות חוב ממשלתיות						
(א) רשות		12,260	2,030	(א) רשות		11,490
(ב) חובה		2,980	1,920	(ב) חובה		2,530
2. הפקדות מוסדות כספיים — אמיסיות מיועדות						
3. הפקדות בנקים מסחריים ומוסדות כספיים שלא מאמיסיות מיועדות (מאמיסיות חופשיות, מתכניות חיסכון, מפיקדונות צמודים וכד')		15,230	11,670	2. פירעון הפקדות מוסדות כספיים מאמיסיות מיועדות		9,940
3. פירעון הפקדות בנקים מסחריים ומוסדות כספיים שלא מאמיסיות מיועדות				3. פירעון הפקדות בנקים מסחריים ומוסדות כספיים		480
4. הפקדות בחשב שלא בידי מוסדות פיננסיים		3,970	1,300	3א' מענקים לתכניות חיסכון שנפדו (תחליף ריבית)		470
5. פירעון הפקדות העבר במוסדות כספיים		150	50	4. פירעון הפקדות בחשב שלא בידי מוסדות פיננסיים		—
6. פירעון אשראי במישרין (קרן הצמדה ריבית)		2,740	950	5. הפקדות למתן אשראי במוסדות כספיים		8,890
7. מכירת מניות ואיגרות חוב מהתיק		570	450	6. מתן אשראי במישרין ובאמצעות בנקים מסחריים		4,330
7א'. דיבידנד וריבית שנתקבלו על תיק ניירות ערך של הממשלה		50	20	7. רכישת מניות ואיגרות חוב		190
8. פרמיות ביטוח שער והצמדה		80	100	8. תשלומים בגין ביטוח שער והצמדה		9,350
סך כל המקורות המקומיים		1,480	830	9. עודף (+) גירעון (—) של מקורות על השימושים המקומיים		—8,160
		² 39,510	² 19,320	סך כל השימושים המקומיים		² 39,510
ב. עסקות פיננסיות עם סקטור חו"ל לזמן בינוני וארוך						
10. קבלת מלוואות מחו"ל:						
(א) מכירת איגרות חוב		6,250	3,010	(א) פירעון איגרות חוב		3,920
(ב) הלוואות: (1) ממשלתיות ומוסדות בינלאומיים		² 15,350	² 270	(ב) פירעון הלוואות: (1) ממשלתיות ומוסדות בינלאומיים		⁴ 4,120
(2) מבנקים ואחרים		760	3,920	(2) מבנקים ואחרים		4,000
11. עודף (+) גירעון (—) מקורות על השימושים מחו"ל						
סך כל המקורות מחו"ל		22,360	7,200	11. עודף (+) גירעון (—) מקורות על השימושים מחו"ל		10,320
12. העברה נטו למימון פעילות רגילות של הממשלה				12. העברה נטו למימון פעילות רגילות של הממשלה		2,160
סך כל המקורות		61,870	26,520	(שארית) ((9) + (11))		2,160
				סך כל השימושים		61,870
						26,520

(1) כולל 8.9 ו-4.4 מיליוני ל"י נטו, לשנים 1978 ו-1977 בהתאמה, הכלולים בסעיפים פיננסיים בהגדרת עודף הביקוש המקומי של הממשלה.

(2) בנוסף לכך, הגיעו הפקדות הביטוח הלאומי בחשב הכללי ל-4,950 וכ-2,000 מיליוני ל"י בשנים 1978 ו-1977 בהתאמה.

(3) בניכוי מילוח ממשלת ארה"ב הקשורות ביבוא ביטחוני ישיר וצמודות אליו. (4) בניכוי פירעון מילוח ממשלת ארה"ב הקשורות ביבוא ביטחוני ישיר וצמודות אליו.

מוצאות ביטוי בניתוח זה, בלוח י"ח-10 מוצג אומדן למקורות ולשימושים הפיננסיים של הממשלה, לזמן בינוני וארוך, לשנים 1977 ו-1978. המסקנה העיקרית, הנובעת מהנתונים המופיעים בלוח, היא שבמסגרת הפעילות הפיננסית המקומית, היה לממשלה בשנת 1978 עודף שימושים על מקורות ("גירעון") של כ-8.2 מיליארד ל"י, לעומת כ-1.8 מיליארד ל"י בלבד אשתקד. "גירעון" זה מומן, ויותר מכך, בקבלת אשראי מחוץ לארץ בהיקף נטו של 10.3 ו-2.2 מיליארד ל"י, בשנים 1978 ו-1977, בהתאמה. ראוי להדגיש, שאת ההשפעה המרחיבה של הממשלה במסגרת הפעילות הפיננסית לזמן בינוני וארוך אין למדוד רק לפי עודף השימושים על המקורות, אלא יש להוסיף לכך את רכיב הסיבסד, הגלום בעצם התיווך הפיננסי המתבצע באמצעות הממשלה, המגייסת את אמצעיה בתנאי הצמדה ומלווה אותם בריבית מסובסדת.

חלק ניכר מהפעילות הפיננסית של הממשלה, המוצגת בלוח י"ח-10, הינה "תמונת ראי" לפעילות המערכת המוצגת בפרקים הקודמים. עם זאת, יש לממשלה עסקאות פיננסיות, שאינן עוברות את המערכת, אם במישרין עם גופים במשק או בחו"ל ואם באמצעות מערכת הבנקאות המסחרית. לא נראה שרצוי לאחד את ההצגה והניתוח של שתי מערכות העסקאות הפיננסיות, מאחר שמערכות השיקולים, המכוונות אותן, שונות.

II הרכיבים של שוק ההון¹⁸

1. מוסדות הגמל¹⁹

א. גיוס מקורות פיננסיים והקצאתם

השנה חלה ירידה בקצב הגידול הריאלי של הצבירה נטו במוסדות הגמל, והיא הגיעה ל-20 אחוזים, לעומת 32 אחוזים אשתקד (ראה לוח י"ח-11). כל הירידה בקצב הגידול של הצבירה מקורה בהתפתחויות בקופות הפנסיה, הפיצויים והקופות האחרות, ואילו בקופת התגמולים נמשך קצב הגידול הריאלי כאשתקד. נראה שמקורה של ההתפתחות בקופות הפנסיה, הפיצויים והאחרות נעוץ הן בהתפתחויות בתחום השכר, והן בעלייה בקצב גידול התשלומים לחברים.

רכישת ניירות ערך ירדה השנה לכ-90 אחוזים מסך כל הפקדת החסכונות נטו, ולשיעור נמוך זה מתוך כל המקורות, שעמדו לרשות סקטור קופות הגמל. במקביל, חל ההחשה מסוימת במתן אשראי לחברים ולאחרים, ובהוצאות ניהול ואחרות.

1. תנועת החסכונות

גם השנה נמשכה ההתרחבות המואצת בקופות התגמולים, המופעלות ברובן בידי הקונצרנים הבנקאיים. קופות אלה משרתות את הציבור הרחב, בניגוד לקופות המפעליות, שמספר החברים בהן נקבע לפי מספר המועסקים במפעל, ואת היקף ההפרשה לקופה מכתוב הסכם העבודה וההתפתחויות בתחום השכר.

ההפרשות לקופות התגמולים גדלו השנה בקצב אטי במקצת מאשתקד (כ-25 אחוזים ריאלי, לעומת כ-29 אחוזים אשתקד), והגיעו להיקף של כ-7 מיליארד ל"י. לעומת זאת, חלה ירידה בקצב גידול המשיכות (כ-11 אחוזים השנה, לעומת כ-23 אחוזים אשתקד) ולכן הצבירה גדלה בדומה לאשתקד: כ-32 אחוזים, ריאלי. התפתחות זו התרחשה למרות הירידה בקצב גידול חסכון הסקטור הפרטי הגולמי, והמשך הגיוון באפיקי החסכון. זוהי המסגרת היחידה, שבה התרחשה

¹⁸ על ההתפתחויות במסגרת קרנות הנאמנות — ראה פרק י"ט בדוח זה.

¹⁹ תיאור מפורט של מבנה הסקטור ואופי פעילותו, ראה דוח בנק ישראל לשנת 1977, עמ' 346 ואילך.

לוח י"ח - 11

ניזם והקצאת מקורות של סקטור קופות הגמל, 1976 עד 1978
(מיליוני ל"י)

תקבולים	1976 ¹	1977 ¹	1978	תשלומים	1976 ¹	1977 ¹	1978
הפקדת חסכונות נטו ²	2,160	3,850	6,940	העברת מקורות נטו ³	2,060	3,830	6,250
				מתן אשראי לזמן בינוני וארוך	450	700	1,090
				אשראי נטו במתן אשראי לתקופה			
				עד שנתיים	130	120	150
				השינוי נטו בשימושים קצרי מועד			
				אחרים ⁴	—180	—140	—100
				עודף הוצאות על הכנסות ורכישת			
				נכסים ריאליים נטו	160	160	560
פירעון הלוואות לזמן בינוני וארוך	460	820	1,010	סך כל השימושים	2,620	4,670	7,950
סך כל המקורות	2,620	4,670	7,950				

(1) נתונים מתוקנים.

(2) נטו מתשלומים לחברים ובהנחה שהפרשות לקרנות פיצויים גם הן חסכונות של משקי בית.

(3) רכישות נטו של ניירות ערך (במקור ובשוק המשני).

(4) כולל את הגידול ביהירות הנכסים קצרי המועד, פחות הגידול בהתחייבויות קצרות המועד וסעיפי התאמה.

ה מ ק ו ר : לשנת 1976 — אומדני מחלקת המחקר, בנק ישראל ; לשנים 1977 ו-1978 — עיבודים מתוך נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

תנועת החסכנות לפי סוג הקופה, 1976 עד 1978

העלייה או הירידה (—)					
1978	1977	1976	1978	1977	1976
(אחוזים)			(מיליוני ל"י)		
הפקדות					
65	45	34	4,611	2,792	1,924
פנסיה ¹					
88	74	44	6,955	3,703	2,126
תגמולים ²					
27	91	11	864	678	355
פיצויים ואחרות ³					
73	63	36	12,430	7,173	4,405
סך הכול					
15	21	4			
שיעור השינוי הריאלי בהפקדות ⁴					
תשלומים לחברים					
76	33	44	3,070	1,741	1,312
פנסיה					
67	66	62	1,859	1,112	670
תגמולים					
21	78		562	464	261
פיצויים וקופות אחרות					
66	48	49	5,491	3,317	2,243
סך הכול					
11	10	14			
שיעור השינוי הריאלי במשיכות ⁴					
צבירה נטו					
47	72	17	1,541	1,051	612
פנסיה					
97	78	36	5,096	2,591	1,456
תגמולים					
41	128	48	302	214	94
פיצויים וקופות אחרות					
80	78	25	6,939	3,856	2,162
סך הכול					
20	32	—5			
שיעור השינוי הריאלי בצבירה נטו ⁴					
59	52	37	83,060	52,330	34,350
סך כל תשלומי השכר במשק					
סך כל תשלומי השכר במשק, בניכוי שירותים ציבוריים וקהילתיים					
59	46	39	53,870	33,880	23,140

(1) כולל קופות הסקטור הסתדרותי וקופות פנסיה ליד פירמות ובנקים.

(2) כולל קופות תגמולים וקופות תגמולים ופיצויים, הפועלות ליד הבנקים, ליד מפעלים וקופות השתלמות.

(3) כולל קופות מרכזיות לפיצויים ליד בנקים, קופות פיצויים הסתדרותיות ומפעליות וקופות חופשה.

(4) מנוכה בשינוי במדד המחירים לצרכן בממוצע שנתי.

ה מקור : לשנים 1977 ו-1978 — עיבורים מתוך נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

עלייה ריאלית בסכומי החסכון (ראה לוח י"ח-6), וניתן לייחס זאת בעיקר להשפעת התחלופה, ואך במעט — להשפעות הכרוכות בסך חסכון הסקטור הפרטי.

במסגרת קופות הפנסיה, חלה השנה האצה מסוימת בקצב גידול סך ההפקדות (כ-10 אחוזים, ריאלית, לעומת כ-8 אחוזים אשתקד), למרות הירידה בקצב גידול תשלומי השכר; אך מאחר שהתרחשה האצה גדולה בקצב גידול התשלומים לחברים (כ-17 אחוזים השנה, לעומת יציבות אשתקד) — היתה לכך השפעה שלילית על סך הצבירה, שהצטמצמה השנה בכ-2 אחוזים במונחים ריאליים.

הצבירה במסגרת קופות הפנסיה הגיעה השנה לכ-22 אחוזים בלבד מסך הצבירה בקופות הגמל, לעומת כ-73 אחוזים ביחס לצבירת קופות התגמולים. חמשת האחוזים הנוספים נצברו בקופה מרכזית לפיצויים ומספר קופות קטנות אחרות.

נראה שהמשקל ההולך וגובר, הנועד לחיסכון, במסגרת קופות התגמולים, נובע מכך שזו מסגרת, הנהנית משיעורי תשואה גבוהים יחסית (הן בשלב הקלות המס, בעת ההפקדה והמשיכה של הכספים, והן בהשקעה השוטפת באגרות חוב צמודות מדד, בעלות תשואה מועדפת), במקביל לרמת גזילות סבירה, לטווח הבינוני. כן כלולות במסגרת זו ההפרשות לקרנות ההשתלמות, שבהן התשואה וגזילות החיסכון גבוהים אף יותר.

2. השימוש במקורות

על-פי הוראות משרד האוצר, השקיעו קופות הגמל את עיקר השקעתן ברכישת ניירות ערך. שיעור ההשקעה השנה הגיע לכ-90 אחוזים מהצבירה, לעומת כ-99 אחוזים אשתקד. מרבית ההשקעה נעשית באגרות חוב צמודות מדד, המונפקות במיוחד לקופות הגמל, אך במסגרת השקעות החובה מותר להן להשקיע גם במניות. השנה הועלתה תקרת ההשקעה במניות מ-5 אחוזים ל-10 אחוזים מחובת ההשקעה, בתנאי שתוספת ההשקעה תהיה במניות מפעלי תעשייה.

בדרך-כלל משקיעות הקופות למעלה מהגדרש על-פי התקנות באגרות החוב צמודות המדד, אם כי קיים שוני בתחום זה בין קופות בסקטורים השונים.

ראוי לציין, שהשנה הגיע היקף רכישת המניות (ובניכוי הערך להמרה), במקור ובשוק המשני, לכ-2.2 מיליארד ל"י, ובניכוי מכירות של כ-1.3 מיליארד ל"י, מגיעה ההשקעה נטו לכ-0.9 מיליארד ל"י, שיעור ניכר מסך הנפקות המניות השנה (5.5 מיליארד ל"י).

השימוש הפיננסי הנוסף הינו מתן אשראי, בעיקר לחברי הקופות ולמעבידים. אשראי זה ניתן אם במישרין ואם באמצעות בנקים מסחריים. בשנים האחרונות קוצרה תקופת האשראי (לרוב לשנתיים), וחלה אף עלייה במחירו. האשראי נטו, שניתן השנה, הגיע ל-230 מיליון ל"י בלבד, אם כי ברוטו הסתכם בכ-1.1 מיליארד ל"י ויותר.

ב. הנכסים וההתחייבויות של מוסדות הגמל

מבנה סקטור קופות הגמל, וההתפתחויות שארעו במהלך השנה, מתבטאים במבנה מאזן הנכסים וההתחייבויות של הסקטור. ניירות הערך מהווים את עיקר נכסי הסקטור, וחלקם במאזן המשיך לעלות, והגיע בסוף השנה ל-94.8 אחוזים, למעלה משיעור החובה שהוטל עליהם (92 אחוזים). יש לזכור, שסעיף זה כולל לא רק השקעה באגרות חוב, אלא גם במניות ובניירות ערך הניתנות להמרה. במקביל, נמשכה הירידה בסעיף אשראי לחברים והלוואות אחרות.

בצד ההתחייבויות, בולט השינוי המהיר בתרומת מסגרות הגמל השונות, במקביל לירידה הממשית במשקל קופות הפנסיה. בצבירה השוטפת חלה ירידה גם במשקל קרן הפנסיה, והוא הגיע השנה ל-41.3 אחוזים, לעומת 45.5 אחוזים ב-1976. במקביל, עלה משקל קרן התגמולים, ל-45.3

לוח י"ח - 13

מאזן פקטור מוסדות הגמל, 1976 עד 1978

חלקם של הסעיפים בסך כל המאזן						
1978	1977	1976	1978	1977	1976	
(אחוזים)			(מיליוני ל"י)			
נ כ ס י ם						
94.8	94.5	92.5	103,060	60,750	36,350	ניירות ערך
1.6	2.0	2.6	1,770	1,270	1,020	הלוואות לחברים ²
1.4	1.5	2.1	1,550	970	820	פיקדונות והלוואות אחרות
0.7	0.5	0.6	780	290	240	רכוש קבוע
0.4	0.5	0.6	430	330	250	חוב המעביד
חייבי ריבית והצמדה						
1.1	1.0	1.6	1,100	650	600	ונכסים שוטפים אחרים
100.0	100.0	100.0	108,690	64,260	39,280	סך כל הנכסים
ה ת ח י י ב ו י ו ת						
41.3	43.1	45.5	44,860	27,700	17,860	קרן פנסיה
45.3	42.0	39.5	49,210	26,990	15,510	קרן תגמולים והשתלמויות
קרנות פיצויים, סוציאליות ואחרות						
10.3	10.5	11.5	11,150	6,720	4,520	
0.2	0.2	0.1	260	130	50	עתודות וקרנות אחרות
2.4	3.7	3.0	2,640	2,370	1,180	קרן עזר ויתרות רווח
0.5	0.5	0.4	560	350	160	התחייבויות שוטפות
100.0	100.0	100.0	108,690	64,260	39,280	סך כל ההתחייבויות

(1) הפרשי ההצמדה — בתוך הסעיפים הרלבנטים שבמאזן.

(2) במישרין וכאמצעות בנקים.

ה מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

אחוזים לעומת 39.5 אחוזים, בהתאמה. עם זאת ראוי לציין, שאין משקלות אלה מבטאים את המשקל היחסי, שנוטלות הזכויות במסגרות הפנסיה והתגמולים, בסך הנכסים הפיננסיים של משקי הבית, מאחר שההתחייבויות, המוצגות במאזן כ"קרן פנסיה", קרוב לוודאי אינן מודדות את מלוא ההתחייבות האקטוארית של הקופות, בגין זכויות החברים.

2. חברות הביטוח

א. התקבולים והתשלומים בביטוח חיים

תקבולי הפרמיות מביטוח חיים גדלו השנה בשיעור של כ-55 אחוזים והסתכמו ב-2,130 מיליון ל"י, אך במונחים ריאליים הגיע הגידול השנה לכ-3 אחוזים, לעומת כ-12 אחוזים אשתקד (ראה לוח י"ח-14). הירידה בקצב גידול תקבולי הפרמיות אירעה בשנה, שבה חלה האצה בקצב גידול סכומי ביטוח החיים, ובה המשיך לעלות משקל ביטוח החיים הצמוד בכלל סכומי ביטוח החיים. הניגוד, לכאורה, בין שתי ההתפתחויות נובע מכך, שהתאמת הפרמיות, במסגרת חלק ניכר מהביטוח הצמוד, נעשית אחת לחצי שנה²⁰, והאצת קצב האינפלציה לקראת סוף השנה גורמת לפיגור בהתאמת סכומי הפרמיות.

לוח י"ח-14

התקבולים, התשלומים והצבירה בביטוח חיים בישראל¹, 1976 עד 1978
(מיליוני ל"י)

1978	1977 ²	1976	
			1. תקבולים
2,134	1,370	910	א. פרמיות
630	320	225	ב. ריבית
2,764	1,670	1,135	סך כל התקבולים
			2. תשלומים
714	462	292	א. תשלום תביעות המבוטחים
315	195	132	ב. דמי עמלות
355	198	130	ג. הוצאות שוטפות אחרות
236	142	94	ד. הרווח הגולמי של חברות הביטוח ³
1,620	997	648	סך כל התשלומים
1,144	683	487	3. עודף תקבולים על תשלומים [(2)-(1)]
2,793	1,412	776	4. רווחי הון מהשקעות קרנות ביטוח חיים
3,937	2,095	1,263	5. הצבירה [(4)+(3)]

(1) כולל חברות ביטוח ישראליות, זרות ומורשי לידס, לפני ניכוי ביטוח משנה בחוץ לארץ ובניכוי ביטוח משנה בישראל.

(2) נתונים מתוקנים.

(3) לרבות חלקם של מבטחי המשנה בחוץ לארץ ברווחים.

ה מק ו ר : עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל, עלי-פי סקר מוקדם של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה לשנת 1978, ועלי-פי "סקר עסקי ביטוח בישראל", הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, לשנים קודמות.

²⁰ לגבי פוליסות, שהתקבלו עד ראשית 1975. מאז מותאמים מדי חודש סכומי הביטוח והפרמיות.

במיוגון אפיקי החיסכון התחליפיים, מהווה החיסכון באמצעות ביטוח החיים אחד הרכיבים הפחות נזילים, ללא פיצוי מתאים בתחום התשואה. המבוטח הפרטי אינו יכול כיום, למעשה, לרכוש ביטוח חיים צמוד ללא רכיב של חיסכון, ואלמלא מגבלה זו, יש לשער, כי סכומי החיסכון באמצעות ביטוח החיים היו מצטמצמים באורח חד ומשמעותי, או שהתשואה על חיסכון זה היתה עולה באופן משמעותי.

תקבולי הריבית ורווחי ההון בהשקעות קרנות ביטוח החיים גדלו השנה ריאלית בכ-32 אחוזים, לעומת כ-21 אחוזים אשתקד, והגיעו להיקף של כ-3.4 מיליארד ל"י. העלייה בשיעור גידול הרווחים, ורמתם הגבוהה, גובעת הן מהעלייה בהיקף העסקים והן מההחשה בקצב האינפלציה. חלק לא גדול מהעלייה ברווחים נובע משינויים שנעשו בשיטת רישום הפרשי ההצמדה. תשלום תביעות המבוטחים גדל ריאלית אך במעט (כ-3 אחוזים) וכן סך כל ההוצאות. כתוצאה מכך גדלה הצבירה בכ-27 אחוזים ריאלית, לעומת כ-16 אחוזים בלבד אשתקד.

ב. התקבולים והתשלומים בביטוח כללי

סך כל תקבולי הפרמיות בביטוח כללי גדלו השנה בכ-55 אחוזים, לעומת כ-50 אחוזים אשתקד; כל ההחשה גובעת מענף ביטוח הרכב, ואילו בענפי הביטוח האחרים דומה שיעור הגידול הנורמלי לזה של אשתקד (ראה לוח י"ח-15). בשלוש השנים האחרונות, אנו עדים לתנודות לסיי-רוגין בקצבי הגידול של שני ענפי ביטוח ראשיים אלה, אך על פני התקופה כולה דומים שיעורי הגידול (כ-140 אחוז, במונחים נומינליים).

לוח י"ח-15

תקבולים הפרמיות מביטוח כללי בישראל¹, 1976 עד 1978

1978	1977 ²	1976	
(מיליוני ל"י)			
5,666	3,652	2,437	סך כל הפרמיות ³ בביטוח כללי
(2,284)	(1,467)	(1,034)	מזה: בביטוח רכב
(3,382)	(2,185)	(1,403)	בביטוחים אחרים
העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת (אחוזים)			
55.1	49.9	45.4	הפרמיות על סכך כל הביטוח הכללי
(55.7)	(41.9)	(58.4)	מזה: בביטוח רכב
(54.8)	(55.7)	(37.2)	בביטוחים אחרים

(1) חברות ביטוח ישראליות, חברות ביטוח זרות ומורשי ליודם.

(2) נתונים מתוקנים.

(3) כולל הכנסות מפרמיות דמי רישום, דמי פוליסה, דמי גבייה ותשלומים אחרים, הנגבים מהמבוטחים, לרבות ביטוח ימי, ובניכור ביטוח משנה בישראל וריבית זקופה.

ה מקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל, על-פי פקד מוקדם של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה לשנת 1978, ועל-פי "פקד עסקי ביטוח בישראל", הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, לשנים קודמות.

הנכסים וההתחייבויות של חברות הביטוח הישראליות, 1976 עד 1978

1978	1977	1976	1978	1977	1976	
(אחוזים)			(מיליוני ל"י)			
נכסים						
65.0	58.8	53.0	12,295	7,075	3,951	איגרות חוב ממשלתיות או בערבות הממשלה
1.6	1.6	1.6	294	194	120	ניירות ערך אחרים
1.1	1.1	0.9	216	136	69	הלוואות כנגד פוליסות
8.2	10.1	14.3	1,558	1,216	1,068	הלוואות אחרות
1.8	1.5	1.4	342	178	104	פיקדונות לזמן קצוב
4.3	3.5	3.0	818	419	225	נכסים דלא ניידים והשקעות בבחברות עזר
7.7	7.6	8.4	1,457	919	629	פרמייה לגבייה
5.8	7.8	9.6	1,094	941	718	חייביו שונים
4.5	8.0	7.8	840	957	574	מזומנים ופיקדונות עו"ש
100.0	100.0	100.0	18,914	12,035	7,458	סך כל הנכסים
התחייבויות						
3.4	3.0	3.0	641	360	227	הון נפרע
6.9	6.2	4.1	1,307	751	308	קרן שמירה ואחרות
48.6	45.7	74.5	9,193	5,494	3,545	קרן ביטוח חיים (בניכוי ביטוח משנה)
9.2	9.4	9.1	1,742	1,132	676	קרן ביטוח כללי (בניכוי ביטוח משנה)
2.7	3.0	3.1	506	359	231	קרן ביטוח לסיכונים יוצאים מהכלל
2.8	4.6	4.7	526	552	350	פיקדונות מבטחי משנה
18.8	18.2	17.5	3,564	2,193	1,305	תביעות תלויות ומאשרות
7.6	9.9	11.0	1,435	1,194	816	התחייבויות שוטפות
100.0	100.0	100.0	18,914	12,035	7,458	סך כל ההתחייבויות

(1) נתונים מתוקנים.
המקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל, עליפי סקר מוקדם של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה לשנת 1978, ועליפי "סקר עסקי ביטוח בישראל", הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, לשנים קודמות.

מצבת כלי הרכב גדלה בשיעור דומה דומה לאשתקד (כ-5 אחוזים), בשל האצה ניכרת בקצב עליית מחירי הרכב (כ-100 אחוזים, בממוצע שנתי השנה, לעומת כ-50 אחוזים אשתקד), חלה עליית גידול פרמיית הביטוח. אמנם במהלך השנה הואץ קצב עליית מחירי הדיור, ההשקעות וחומרי הגלם המיובאים, אך השפעת התייקרות זו על סכומי פרמיות הביטוח טרם הורגשה. ייתכן כי סכומי הביטוח להתייקרויות מותאמים מהר יותר בכלי הרכב מאשר בשאר ענפי הביטוח הכללי. רוב הפרמיות במסגרת הביטוח הכללי הינן בגדר תשלומי העברה, אך חלק קטן מהן נצבר, ומהווה תרומה לחיסכון במשק, ומתבטא בצבירות בקרן הביטוח הכללי, ובחלקה בסעיף תביעות תלויות ומאושרות. הצבירה משמשת למתן אשראי ולרכישת איגרות חוב בשוק החופשי.

ג. הנכסים וההתחייבויות של חברות הביטוח הישראליות

מאזן חברות הביטוח הישראליות גדל השנה בכ-57 אחוזים, לעומת כ-61 אחוזים אשתקד, והגיע להיקף של כ-19 מיליארד ל"י. (ראה לוח י"ח-16). אין לייחס משמעות כלכלית לשינוי בקצב גידול המאזן, בשל שינוי רישום חשבונאי בשנה שעברה²¹. בין השינויים הבולטים בהרכב הנכסים השנה ראוי לציין את המשך העלייה במשקל ההשקעה באיגרות חוב, ובמקביל — המשך הירידה בהלוואות אחרות (הניתנות בדרך כלל, על בסיס מסחרי, ולא למבוטחים כנגד פוליסות). בחלקה הקטן מוסברת התפתחות זו בעליית משקל קרן הביטוח החיים בכלל ההתחייבויות, אך עוצמת ההתפתחות גדולה ממה שניתן להסביר בדרך זו. כן נמשכת הירידה במשקל החייבים השונים, המוזמנים והעו"ש.

²¹ ר' דוח בנק ישראל לשנת 1977, עמ' 9—357.