

אגף שוק ההון החיסכון והביטוח

פעולות ביקורת

נסקרו ההתפתחויות בשנת הכספים 1978, בחסכון באמצעות תכניות החסכון הבנקאיות, וברכיית שתי איגרות חוב סחירות במקור עלידי הציבור. נבדקו פעולות האוצר בשוק ההון, והשפעתן על הרכב החסכון, וגובה המירווחים שהותרו לבנקים ולמוסדות הכספיים בקשר לפעולות אלה.

גיוס כספים על ידי מכירת אגרות חוב בשוק ההון

הנפקות של אגרות חוב בשנת הכספים 1978

1. בשנת הכספים 1978 הונפקו אגרות חוב בסך כולל של 41.4 מיליארד ל"י לעומת הנפקות בסך 18.3 מיליארד ל"י, שהיו בשנת הכספים 1977 — גידול של 127% במונחים שוטפים ושל 49% במונחים ריאליים.

ניכרת עלייה בולטת בהיקף הפדיונות — 29.1 מיליארד ל"י בשנת הכספים 1978 לעומת 13.8 מיליארד ל"י, בשנת הכספים 1977 — ובתוכן היקף הפדיונות של אגרות חוב, שהונפקו לציבור — 17 מיליארד ל"י בשנת הכספים 1978 לעומת 5.8 מיליארד ל"י בשנת הכספים 1977.

גיוס ההון נטו (הנפקות בניכוי פדיונות) עלה מ-4.5 מיליארד ל"י בשנת הכספים 1977 ל-12.3 מיליארד ל"י בשנת הכספים 1978 — גידול ריאלי של כ-90%. תוספת זו בסך 7.8 מיליארד ל"י היא תוצאה של עלייה בגיוס הון נטו במסגרות המוסדיות, בעיקר קופות התגמולים, מ-5 מיליארד ל"י ל-8.6 מיליארד ל"י — ובתכניות החסכון הבנקאיות — מ-3.6 מיליארד ל"י ל-5.2 מיליארד ל"י — מחד, ומירידה בסך 2.6 מיליארד ל"י בגיוס הון נטו "שלילי" (עודף פדיונות מעל הנפקות) מאגרות חוב לציבור מאידך*.

בטבלה הבאה ניתן פירוט ההנפקות לפי מקורות הכספים, על פי פירסומי בנק ישראל (במיליוני ל"י):

שנת הכספים 1978		שנת הכספים 1977		העליה (הירידה) הריאלית	
ס"ה הנפקות	מזה מלוות מדינה	ס"ה הנפקות	מזה מלוות מדינה	ס"ה הנפקות	מזה מלוות המדינה
15,490	14,927	1,712	970	495	912
9,432	1,433	6,723	370	(8)	155
10,425	598	5,505	275	25	43
4,952	—	3,576	—	(9)	—
1,144	1,144	752	752	—	—
41,443	18,102	18,268	2,367	40	403

מהנתונים עולה, שעיקר הגידול בשנת הכספים 1978 היה בהנפקות של אגרות חוב לציבור. בשל המשקל הגדול של מלוות המדינה בסוג זה של אגרות חוב, עלה חלקן של מלוות המדינה מ-13% בשנת כספים 1977 ל-44% בשנת כספים 1978. יודגש, שנחונים אלה מייצגים את ההנפקות ברוטו.

* הסכומים לענין גיוס הון נטו מאגרות חוב לציבור ומתכניות חסכון בשנת הכספים 1977 הם אומדנים שנערכו במשרד מבקר המדינה ותיתכן סטיה בכמה מאות מיליוני ל"י לכאן או לכאן.

2. מתוך הנפקות בסך 41.4 מיליארד ל"י בשנת כספים 1978, יועדו הנפקות בסכום של 35.7 מיליארד ל"י * להפקדה באוצר — 86% מהסכום הכולל של ההנפקות; ההנפקות שיועדו להפקדה באוצר ב־1977 היוו 79% מכלל ההנפקות באותה שנה. בשנת כספים 1978 הגיע גיוס הון נטו להפקדה באוצר ל־12.4 מיליארד ל"י, מזה 5.5 מיליארד ל"י באמצעות מלוות מדינה ו־6.9 מיליארד ל"י באמצעות אגרות חוב של מנפיקים אחרים. יתר ההנפקות בשנת הכספים 1978, בסכום של 5.7 מיליארד ל"י, היו בעיקר הנפקות של אגרות חוב לקופות התגמולים וקרנות הפנסיה שיועדו: להנפקות חפשיות של הקונצרנים הבנקאיים — 4.3 מיליארד ל"י, להנפקות שבגינן הבטיח האוצר הצמדה במסגרת ההסדר עם חברת העובדים — 0.6 מיליארד ל"י (בדבר הסדר זה, ראה לאחרונה בדו"ח שנתי 28, עמ' 54), וכ־0.3 מיליארד ל"י להנפקות מוכוננות. באותה שנה גם הונפקו לציבור אגרות חוב נסחרות במטבע חוץ על ידי הסוכנות היהודית וחברת צים בסכום כולל של 0.5 מיליארד ל"י.

3. החל בפברואר 1978 הוצעו לציבור אגרות חוב משלושה סוגים במגמה לשפר ולגוון את תנאי אגרות החוב, במיוחד נוכח פדיונות בהיקף גדול של אגרות חוב, שהיו צפויים בשנת הכספים 1978: (א) אגרות חוב ל־10 שנים, הנושאות ריבית של 7%, קרן וריבית צמודות למדד המחירים לצרכן בשיעור של 80%. התשואה הריאלית נטו לפדיון באגרות אלו, בהנחה של עליית מחירים בשיעור שנתי של 30%, היא 2.3%**. רוב המכירות לציבור היו של אגרות חוב אלו, והן היו גבוהות במיוחד במחצית השניה של שנת הכספים 1978.

(ב) אגרות חוב — "ברירה כפולה" ל־10 שנים, עם ברירה הצמדה של הקרן לשער הדולר או ב־80% למדד, והתשואה ריבית של 5% הצמודה למדד ב־80%. התשואה הריאלית נטו לפדיון, היא 1%, כשהקרן צמודה למדד, ו־2.8% כשהקרן צמודה לשער הדולר, זאת בהנחה של עליית שער החליפין בשיעור זהה לעליית המדד. המכירות של אגרות חוב אלו היו גבוהות יחסית עד אוקטובר 1978 אולם הן ירדו לאחר מכן.

(ג) אגרות חוב לשש שנים, הנושאות ריבית של 5.5%, קרן וריבית צמודות לדולר, והתשואה הדולרית נטו לפדיון היא 3.6%. מאגרות אלו רכש הציבור ב־33 מיליון ל"י בלבד, ומכירתן הופסקה בדצמבר 1978 (בדבר פירוש תנאי אגרות החוב ראה דו"ח שנתי 29, עמ' 146).

שיפור התנאים נועד לעודד רכישת אגרות חוב ע"י הציבור ואכן בשנת הכספים 1978 הושגה ירידה בגיוס הון נטו "שלילי" מאגרות חוב שבידי הציבור, בסך של 2.6 מיליארד ל"י. לא ניתן לאמוד את המחיר השולי של הישג זה במונחים של עלות לאוצר על ס"ה ההנפקות באותה תקופה. בהערכת היקף הרכישות של אגרות חוב על ידי הציבור יש גם לקחת בחשבון, שחשבונות פקדון חושב במטבע חוץ (פת"ם) היוו בתקופה הנסקרת גורם משיכה לכספים שבידי הציבור.

4. בשנת הכספים 1978 היו הפקדות הציבור בתכניות חסכון בנקאיות, כמו בשנים קודמות, בעיקר בתכניות החסכון הכלליות, במסלולי ההפקדות החד פעמיות. הבנקים המשיכו בשנת כספים זו להפעיל את תכניות "חי כפליים", בהן הוחל בדצמבר 1976. לפי נתונים שבידי אגף שוק ההון, הביטוח והחסכון, היה בתשעת החודשים הראשונים של שנת הכספים, הגידול בקרן החסכון בתכניות אלו כ־1.3 מיליארד ל"י לכל שלושה חודשים***. לחוסך במסלול ההפקדות החד-פעמיות אשר מתמיד בחסכון במשך תקופה של 6 שנים הובטחו התנאים הבאים: הצמדה מלאה של קרן החסכון, ריבית לא צמודה בשיעור של 3%, מענק בשיעור 10%, הנחשב כחלק מקרן החסכון לעניין חישוב הריבית והפרשי ההצמדה, פטור ממס על כל ההכנסות ותשואה שנתית של 2.3%.

בתחילת שנת הכספים 1978 הוחל בהפעלת תכניות חסכון המשכיות המיועדות לחוסכים העתידים לסיים את תקופת החסכון בתכניות "4,000", "6,000" ו־"10,000", שהופעלו בזמנו (ראה לאחרונה דו"ח שנתי 28, עמ' 48). היתרה, שהצטברה בתכניות אלה, נחשבת כהפקדה חד פעמית בתכנית

* המספרים מבוססים על נתוני בנק ישראל. החשב הכללי בנהג לרשום את ההכנסות מאמיטיות בתקציב במודע סיום ההנפקה ולפיכך אין התאמה בין הנתונים שרשמו לעיל לנתונים על הכנסות המדינה לשנת 1978, לפי הדו"ח הכולל של החשב הכללי (בענין זה ראה גם דו"ח שנתי 29, עמ' 46).

** להלן יתושבו שיעורי התשואה לפי הנתה של עליית מחירים בשיעור שנתי של 30%.

*** הבנקים מדווחים לאגף שוק ההון, הביטוח והחסכון באוצר על השינויים נטו בקרן החסכון בתכניות השונות ואינם מדווחים בנפרד על ההפקדות, הסכומים ששולמו לחוסכים ורווחי השבירה של הבנקים. הגידול בקרן החסכון מהווה, איפוא, אומדן יתר של תוספת ההפקדות בתכניות, אולם הוא מדויק במידה מספקת כאשר מדובר בתכניות חדשות.

חדשה בה התשואה גדלה ל-2.8%. קיצור החקופות המוכות להצמדה מלאה ולפטור ממס הקנתה לתכניות ההמשך גם נזילות גבוהה יותר. קרן החסכון בתכניות אלה גדלה משך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת הכספים 1978 בסך של כ-1 מיליארד ל"י.

בינואר 1979 הונהגו תכניות חסכון חדשות — "עד 120". תקרת ההפקדות המותרות הוגדלה לסך 120 אלף ל"י. נקבע מענק של 14% ובכך עלתה התשואה לחוסך ב-0.6% ל-2.9%. במקביל שופרו גם התנאים בתכניות החסכון ההמשכיות. בחודשים ינואר-מארס 1979 הופקדו כ-2.4 מיליארד ל"י בתכניות "עד 120", וכ-1 מיליארד ל"י בתכניות ההמשכיות בתנאים החדשים.

באפריל 1978 הופעלו תכניות חסכון עם ברירה דולרית, שבהן התשואה לחוסך במסלול הדולרי הגיעה לכ-1.6% (בהנחה של שינוי בשער החליפין הדומה לשיעור העליה במדד). ברביע הראשון של 1978 הופקדו בתכניות אלו 2.9 מיליארד ל"י, אולם במהלך השנה הלכו וקטנו ההפקדות עד לכ-0.2 מיליארד ל"י ברביע האחרון. במארס 1979 הוגדל המענק בתכניות אלה וכתוצאה מכך עלתה התשואה לחוסך ב-0.7%; נראה שהדבר לא הביא לעלייה בהיקף ההפקדות בתכנית זו.

מירווחי הבנקים מהפעילות בשוק החסכון

הקונצרנים הבנקאיים ממלאים תפקיד מרכזי בשוק ההון ובמערכת החסכון: הם מגייסים את כספי קופות התגמולים וקרנות הפנסיה באמצעות הנפקת אגרות חוב, הם מפעילים תכניות חסכון לטווח בינוני והם גם מפיצים את מלוות המדינה לציבור. בשנים קודמות הם אף הנפיקו בעצמם אגרות חוב לציבור. כמעט כל הכספים המצטברים במסגרות החסכון השונות מגויסים על ידי האוצר ובדרך זו משמשים המוסדות הבנקאיים במידה רבה כמתווכים בין האוצר לבין הציבור. מבקר המדינה בדק מספר פעמים בעבר את מקומם של המוסדות הבנקאיים בגיוס כספי חסכון מהצבור ועמד על המירווחים המובטחים להם במסגרות החסכון השונות, והשפעתם על העלות הסופית לאוצר של כספים אלה (ראה לאחרונה דו"ח שנתי 28 עמ' 51 ועמ' 108-110).

להלן המירווחים לבנקים לפני מס, לפי חישובי משרד מבקר המדינה, במסגרות החסכון השונות בשנות הכספים 1977 ו-1978 (מירווח שנתי צמוד באחוזים מעוגל למחצית הפרומיל):

1977	1978	
0.25	0.15	אגרות חוב לציבור (1)
		תכניות חסכון (2):
3.60	3.60	"חי כפליים"
	2.95	"עד 120"
	2.85	"ברירה דולרית"
		קרנות פנסיה וקופות תגמולים (3):
0.25	0.25	הנפקות להפקדה באוצר
1.65	1.40	הנפקות חופשיות (לקרנות פנסיה)
2.10	1.85	הנפקות חופשיות (לקופות תגמולים)

(1) המירווח הנמוך יותר הוחל בנובמבר 1978.

(2) תכנית "חי כפליים" הוחלפה בתכנית "עד 120" ב-1.1.79. המירווח בתכניות החסכון ההמשכיות היה נמוך ב-0.45% — מהמירווח בתכנית "חי כפליים", ובעקבות שינוי התנאים ב-1.1.79 הוא נמוך ב-0.3% מהמירווח בתכנית "עד 120". המירווח מתורש בהנחה של קביעת האגרות במחיר של 99%, ואינו כולל את המירווח שיש לבנקים על החלק החופשי בתכניות החסכון (17%), שהיה גבוה יותר בכ-3.0%-2.5%.

(3) המירווחים הנמוכים יותר בהנפקות חופשיות הם החל בנובמבר 1978. המירווחים מתורשבים בהנחה, שעמלות ההפצה על אגרות חוב לקרנות הפנסיה (בסך 0.2% לשנה) ולקופות התגמולים (בסך 0.25% לשנה) מועברות לקופות; קיימת אפשרות שחלקן מועבר לבנקים. המירווח על הנפקות חופשיות לקופות התגמולים מתורשב לפי הפרש של מדד בסיסי אחד ולפי שיעור שנתי של עליית מתירים של 30%.

1. עד נובמבר 1978 שילם האוצר לבנקים בעד הפצת אגרות חוב לציבור עמלה חד פעמית בשיעור של 2%. על פי החלטת ועדת הכספים של הכנסת הוקטנה עמלת ההפצה ל-1%. הבנקים ספגו אמנם את צמצום עמלת ההפצה, אולם בהערכת המירווח הכולל במנחים מוחלטים שגויר לבנקים לאחר הפצת אגרות חוב, לציבור בשנת הכספים 1978 יש להביא בחשבון שבאותה שנה גדלו מכירות אגרות החוב לציבור פי 15 לעומת שנת הכספים 1977. לפי חישובי משרד מבקר המדינה הגיעו ס"ה עמלות הפצה לבנקים לכ-200 מיליון ל"י בשנת הכספים 1978 לעומת כ-20 מיליון ל"י בשנת הכספים הקודמת.

2. עבור אגרות חוב לא ממשלתיות, שכספי התמורה שלהן מופקדות באוצר, משולמת למפקדים גם עמלת הפקדה בשיעור של 0.25% צמוד לשנה. הפצתן של אגרות חוב אלו גם כרוכה בהוצאות הנפקה, המגדילות גם הן לאוצר את העלות של הכספים המגויסים על ידו. הפקדה ישירה באוצר של כספי החסכון המוסדי, שעליהם חלה חובת השקעה מוכרת או הנפקת מלוות מדינה לקופות הגמל בדומה למלוות המונפקים לחברות העוסקות בבטוח חיים, היא דרך לצמצם עד למינימום את עלות גיוס הכספים (בקשר לכך ראה גם דו"ח שנתי 28 עמ' 110). מכל מקום, כל עוד ממשיך האוצר לגייס כספי תמורה של אגרות חוב לא ממשלתיות, עליו לפעול להקטנה מירבית של ההוצאות בגינן.

3. מירווחי הבנקים מהפצת תכניות החסכון גבוהים במידה ניכרת מהמירווחים ממסגרות החסכון האחרות. מירווחים אלה גדלים ככל שעולה קצב עליית המחירים. נוסף על המירווחים האמורים, יש לבנקים רווחים, שאינם משתקפים ישירות במירווחים הנובעים משבירה של פקדונות סתכניות החסכון ומהגבלת המס על הכנסה מריבית בגין אגרות החוב, שהם מתווקים לכיסוי הצבירה בתכניות החסכון. כן ייתכן מצב, שבו ימשיכו הבנקים ליהנות במשך תקופה מסוימת מתשואה גבוהה על אגרות החוב המשמשות לכסוי חובת ההשקעה כנגד הפקדונות במסלולים החודשיים בתכניות החסכון לאחר שהוקטנה התשואה של אגרות חוב אלה עבור הנפקות חדשות. הדבר נובע מהיעדר התאמה בין מועדי הפדיון של תכניות החסכון לבין מועדי הפדיון של אגרות חוב.

הרכב ההשקעה המאושרת, שהבנקים חייבים בה לגבי כמה תכניות חסכון שונה בתוקף מ-1.1.79: לעומת 83% מיתרת הצבירה החייבים בהשקעה באגרות חוב מיוחדות, שמתוכן רשאים הבנקים להפחית 8% להשקעה באגרות חוב סחירות בבורסה, נקבעה מכסת השקעה של 60% באגרות החוב המיוחדות, מהן 8% מהנפקות המדינה, ועוד 23% מאגרות חוב הנסחרות בבורסה, מהן 13% מלוות מדינה. נפתחה בכך לבנקים האפשרות להגדיל את המירווח כאשר התשואה בבורסה עולה על זו של התשואה מהנפקות במקור של אגרות החוב המיוחדות. מצד שני, חובת ההשקעה של חלק מהצבירה במלוות המדינה, שלא הייתה קיימת לפני כן, לא הקטינה את המירווח הכולל במידה משמעותית.

החל בדצמבר 1976 הוקטן שיעור הריבית על אגרות החוב המיוחדות המשמשות לכיסוי חובת ההשקעה כנגד תכניות החסכון מ-5.25% צמוד למדד ל-4.25% צמוד למדד. שינוי זה נעשה במקביל להורדת שיעור הריבית לחוסך מאותו מועד אולם הוסכם, שהקטנת שיעור הריבית לחוסך לא תחול על חוסכים ותיקים במסלולי ההפקדות התודשיות, וששמקביל גם לא תוקטן הריבית על אגרות החוב המיוחדות הנועדות לכיסוי חובת ההשקעה כנגד הפקדות עתידיות של חוסכים אלה. בשנת הכספים 1978, אישר האוצר לבנקים להנפיק לשם כך אגרות חוב מיוחדות הנושאים ריבית של 5.25% לתקופה של 45 חודש * בסכום כולל של 1.5 מיליארד ל"י. סכום ההנפקה התקופה הנ"ל נקבעו על ידי האוצר על יסוד דיווחי הבנקים. בחישובים לא נלקח בחשבון, שחלק מהחוסכים במסלולים חודשיים לא יתמידו בהפקדותיהם עד סוף תקופת התכנית.

4. האוצר מאשר לבנקים הנפקות, שכספי התמורה שלהן מיועדים לשימושם החפשי — הנפקות חפשיות. לשימושם החפשי של הבנקים עומדים גם הכספים המצטברים בתכניות חסכון והמשוחררים מחובת השקעה. האוצר גייס בשנת הכספים 1978 למימון התקציב כ-3.5 מיליארד ל"י כספי בנקים, נוסף על כספי ההנפקות להפקדה באוצר. האוצר גם נתן ביטוח הצמדה לכספי בנק בהיקף של 3 מיליארד ל"י, שהועמדו בעיקרם למתן הלוואות לשיכון והלוואות

* עמלת הפצה שנקבעה לגבי אגרות חוב אלה היתה בשיעור של 0.75% לעומת עמלת הפצה של 1.5% על אגרות החוב המיוחדות המשמשות לכיסוי תכניות החסכון.

משלימות לתעשייה. היקף כספי הבנק שגויסו עלה בהרבה על היקף כספי התמורה של ההנפקות החופשיות בשנת 1978.

מבקר המדינה עמד עוד בדו"ח שנתי 28 (עמ' 51) על כך, שלנוכח הזדקקות האוצר לכספים החופשיים של הבנקים, גדל המירווח לבנקים מכספים אלה ובמקביל גדלה עלותם לאוצר. עד נובמבר 1978 היה המירווח לבנקים על הפקדות מכספי בנק, שמקורם בהנפקות חופשיות לקופות התגמולים 2.1% לשנה ועל אלה שמקורם בהנפקות חפשיות לקרנות הפנסיה — 1.65% לשנה. באותו מועד הוקטן המירווח ל-1.81% ול-1.4% בהתאמה. כנגד זה, המירווח לבנקים על הנפקות להפקדה באוצר מכספי קרנות הפנסיה וקופות התגמולים הוא בשיעור של 0.25% לשנה. העלות הכוללת לאוצר של גיוס כספי בנק ל-20 שנה הייתה עד נובמבר 1978 7.65% צמוד לשנה, ועל גיוס כספי בנק לתקופה של 17 שנה — 7.4% צמוד לשנה.

באוגוסט 1979 הוקטן שיעור הריבית על הפקדות כספי בנק ל-17 שנה ב-0.9% לשנה ועל הפקדות ל-20 שנה — ב-0.65% והמירווחים שנוותרו בידי הבנקים על כספים אלה קטנו בהתאם. גם לאחר צעדים אלה של האוצר עלה המירווח לבנק מכספים אלה ב-0.7%—0.5% על המירווח בגין הנפקות להפקדה באוצר לקרנות הפנסיה וקופות התגמולים.

האוצר משלם עבור כספי בנק הפרשי הצמדה לפי המדד הידוע במועד ההפקדה בעוד שעל ההנפקות החופשיות לקופות התגמולים, שהן המקור העיקרי של כספים אלה, חל המדד השוטף. כל הפרש של 1% בין המדד השוטף לבין המדד הידוע גורם להעלאה בשיעור של כ-0.14% לשנה בעלות לאוצר ובמקביל במירווח הבנקים על כספים אלה. בתקופה של עלייה מהירה במדד, יש לכך משקל משמעותי מאד.

*

האוצר מגייס עשרות מיליארדי לירות בשנה בשוק ההון, באמצעות מכירת איגרות חוב לתקופות בינוניות וארוכות, וזאת דרך בנקים ומוסדות פיננסיים הקשורים אליהם. בהתחשבות בביקורת קודמת נקט האוצר בתקופה הנסקרת בפרק זה בצעדים להקטנת המירווח, ממנו נהנים הבנקים והמוסדות הפיננסיים בגיוס כספים ממסגרות החסכון השונות. יש לראות בחיוב מבחינה זו הופעת אלמנט ההתחרות בתנאים של תכניות החסכון השונות שכן הדבר עשוי להקטין את המירווח לבנק ולהגדיל את התשואה לחוסך. עם זאת, בהתחשב בכך שכל חסכון בשבר של אחוז במירווחים הוא בעל משקל עבור אוצר המדינה, עליו גם כעת עוד להמשיך ולשים לב לגובה המירווח, בתכניות החסכון וגם במסגרות החסכון האחרות, על מנת שיבטא יותר את מידת תפקידם של הבנקים בהפצה ונגיהול של מסגרות החסכון השונות.