



בנק ישראל

המחלקה לפעילות המשק במט"ח

יחידת נכסים והתחייבויות

6 בספטמבר 2004

יחיאל רחבי

אשר וינגרטן

יובל שנים לגיוס הון חיצוני באמצעות ארגון הבונדס

ממשלת ישראל פועלת במספר ערוצים לגיוס הון חיצוני. אחד מערוצי הגיוס החשובים שלה הוא **ארגון הבונדס** – הפועל לסייע למדינת ישראל. ארגון זה נוסד בשנת 1951 ונקרא רשמית Development Corporation for Israel (DCI). מטרתו העיקרית היא לגייס מט"ח עבור מדינת ישראל מיהודי העולם (יחידים וקהילות), באמצעות איגרות חוב לא סחירות. לארגון הבונדס חשיבות רבה לא רק כמקור יציב לגיוס הון חיצוני, אלא נועדו לו מטרות חשובות נוספות: גיוון המקורות, במיוחד בזמנים בהם יש קושי לממשלה לגייס ממקורות חיצוניים, וחיזוק הקשר עם יהדות התפוצות.

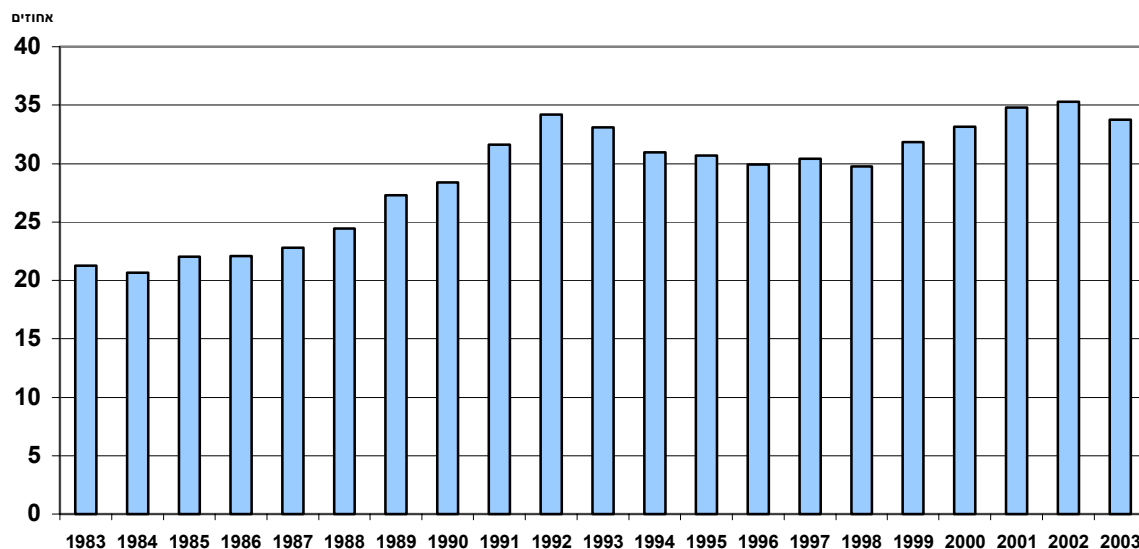
ערוץ גיוס הון חיצוני זה הוא ייחודי למדינת ישראל ונובע בעיקר מהיכולת לשכנע את יהודי העולם להשקיע בישראל. ארגון הבונדס מדגיש בפני יהודי העולם את הצורך לתרום לביסוס הכלכלי ולחוסנה הביטחוני של ישראל. מדיניות הגיוס השנתי נקבעת ע"י משרד האוצר בהתאם לצורכי המט"ח של הממשלה. על מנת לעמוד ביעד הגיוס השנתי קובע משרד האוצר את שיעור הריבית המשולמת על האיגרות השונות ובכך הוא מעודד או מרסן את קצב המכירות במהלך השנה.

במהלך חמישים השנים האחרונות, בהן פועל ארגון הבונדס, עבר המשק הישראלי שינויים רבים: בשנות התשעים החלה הממשלה בגיוון מקורות הגיוס שלה; מתחילת שנות החמישים ועד אמצע שנות השבעים היה הבונדס המקור העיקרי לגיוס הון חיצוני, ממועד זה ועד אמצע שנות השמונים היו ההלוואות מממשלת ארה"ב המקור העיקרי, בשנים 1988 ו-1989 וכן בשנים 1993 עד 1998 המקור העיקרי היה איגרות החוב בערבות ממשלת ארה"ב. מאז שנת 1999 – לאחר סיום ניצול הערבויות שהחל בשנת 1993 – הפך הבונדס להיות המקור העיקרי לגיוס הון חיצוני של הממשלה. החל משנת 2003 ועד שנת 2005 צפוי כי איגרות החוב החדשות בערבות ממשלת ארה"ב, יהיו הרכיב העיקרי לגיוס ההון החיצוני של הממשלה. למרות מקורות הגיוס הנוספים של הממשלה, לא חדל הבונדס לגייס מט"ח עבור הממשלה, מאז שנותיה הראשונות של המדינה ועד היום, ומכאן חשיבותו.

מטרת העבודה – לתאר את פעילות ארגון הבונדס בחמישים השנים האחרונות ולעקוב אחר השינויים שחלו במוצרים אותם מציע הארגון, מבחינת: הכמויות, סוגי האיגרות ועלות הגיוס.

ההתפתחויות בבונדס

יתרת החוב החיצוני של הממשלה הסתכמה בדצמבר 2003 בכ-30 מיליארדי דולרים, כשמתוכם יתרת הבונדס היתה כ-10 מיליארדים¹. משקל יתרת הבונדס בסך החוב החיצוני של הממשלה עלה מכ-21% בתחילת שנות השמונים לכ-34% ב-2003 (דיאגרמה 1). מאז 1951 הסתכמו גיוסי הבונדס ב-24 מיליארדי דולרים ונפרעו כ-15 מיליארדים. הממשלה שילמה כ-9.5 מיליארדים – תשלומי ריבית (לוח 1).

דיאגרמה 1: משקל יתרת הבונדס בסך יתרת החוב החיצוני של הממשלה**לוח 1: מכירות ופדיונות של איגרות הבונדס**

מיליוני דולרים

| מכירות בניכוי שירותי חוב (5=3-4) | תשלומי ריבית (4) | מכירות נטו (3=1-2) | פדיונות (2) | מכירות (1) | שנים/עשורים |
|----------------------------------|------------------|--------------------|---------------|---------------|----------------|
| 284 | 56 | 340 | 79 | 419 | 1951-1959 |
| 307 | 192 | 499 | 608 | 1,107 | 1960-1969 |
| 1,115 | 729 | 1,844 | 1,373 | 3,217 | 1970-1979 |
| -126 | 2,069 | 1,943 | 3,213 | 5,156 | 1980-1989 |
| -858 | 4,360 | 3,502 | 5,801 | 9,304 | 1990-1999 |
| -1,100 | 2,122 | 1,022 | 3,787 | 4,808 | 2000-2003 |
| -378 | 9,527 | 9,149 | 14,862 | 24,011 | סך הכול |

¹ כולל ריבית צבורה על איגרות מסוג zero ו-savings ואיגרות שהגיע מועד פדיון וטרם נפדו.

מכירות הבונדס (לוחות 1 ו-2 ודיאגרמה 2)

ניתוח מכירות איגרות הבונדס מראה גידול במכירות מעשור לעשור. סך המכירות בשנות השמונים היה גבוה ב-60% מאלה של שנות השבעים, וסך המכירות בשנות התשעים היה גבוה בכ-80% מאלה של שנות השמונים. מגמה זו נמשכת גם במכירות בשנות ה-2000: ממכירות שנתיות ממוצעות של 930 מיליוני דולרים בשנות התשעים לכ-1,200 מיליונים בשנים הראשונות של שנות ה-2000. החל משנת 2002 בא לביטוי הרצון העז של יהודי העולם לסייע למדינת ישראל, עקב האירועים הביטחוניים בישראל ועל רקע מתקפת הטרור בארה"ב (בספטמבר 2001). בשנת 2003 הגיעו מכירות הבונדס לשיא של 1.5 מיליארדי דולרים.

לוח 2: מכירות ופדיונות של איגרות הבונדס, ממוצע לשנה

| מיליוני דולרים | | | | | | |
|----------------|--------|---------|------------|--------------|--------------------------|---------|
| שנים/עשורים | מכירות | פדיונות | מכירות נטו | תשלומי ריבית | מכירות בניכוי שירותי חוב | (5=3-4) |
| (1) | (2) | (3=1-2) | (4) | (5=3-4) | | |
| 1951-1959 | 42 | 8 | 34 | 6 | 28 | |
| 1960-1969 | 111 | 61 | 50 | 19 | 31 | |
| 1970-1979 | 322 | 137 | 184 | 73 | 111 | |
| 1980-1989 | 516 | 321 | 194 | 207 | -13 | |
| 1990-1999 | 930 | 580 | 350 | 436 | -86 | |
| 2000-2003 | 1,202 | 947 | 255 | 530 | -275 | |

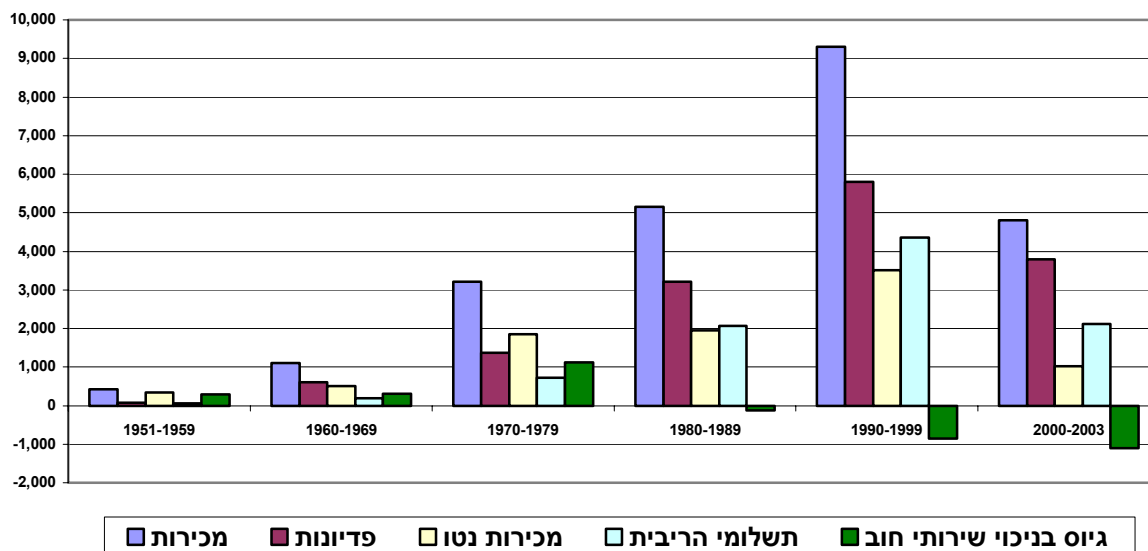
קצב גידול המכירות היה גבוה מקצב הגידול בפדיונות; כתוצאה מכך היו המכירות נטו (מכירות בניכוי פדיונות) חיוביות. בשנות השבעים והשמונים היו המכירות הממוצעות נטו כ-190 מיליוני דולרים בשנה; ובשנות התשעים הם עלו ל-350 מיליונים לשנה. סך כל עודף המכירות – מאז תחילת פעילות הבונדס – מבטא את יתרת החוב של הבונדס, שהגיעה ל-9.1 מיליארדי דולרים² בדצמבר 2003 (לוח 1).

אם מפחיתים את תשלומי הריבית מהמכירות נטו, רואים כי, עד סוף 2003 סך שירותי החוב (קרן וריבית) של הממשלה היה גבוה ב-0.4 מיליארד דולרים מסך המכירות. רואים כי סך גיוסי הבונדס - 24 מיליארדים - שימש למעשה מקור לתשלום שירותי החוב, מהם: כ-15 מיליארדים - החזרי קרן ו-9.5 מיליארדים - תשלומי ריבית. ניתוח לפי עשורים מראה כי עודף המט"ח שנותר בידי הממשלה, דהיינו, מכירות בניכוי פדיונות ותשלומי ריבית, היה חיובי בשלושת העשורים הראשונים ואילו החל משנות השמונים – עודף זה היה שלילי. בעשור שנות התשעים שילמה הממשלה כ-860 מיליוני דולרים תשלומי ריבית מעבר למכירות נטו שלה, ובארבעת השנים: 2000 עד סוף 2003 שילמה 1.1 מיליארדים. ההסבר לגידול בתשלומי הריבית, החל מעשור שנות השמונים, מורכב ממספר סיבות שהתרחשו יחדיו: הגידול ביתרות הבונדס כתוצאה מהגידול במכירות השנתיות, המעבר ההדרגתי לריביות שוק, והעלייה בריבית הבין-לאומית, החל מסוף

² יתרה זו מבטאת מכירות פחות פדיונות, ואינה כוללת ריבית צבורה על איגרות מסוג zero ו-savings ואיגרות שהגיע מועד פדיון וטרם נפדו.

שנות השבעים, שהשפיעה על תשלומי הריבית העתידיים - הן של השטרות והן של האיגרות המשלמות ריבית קבועה לטווח ארוך.

דיאגרמה 2:
מכירות, פדיונות ותשלומי ריבית של הבונדס (מיליוני דולרים)

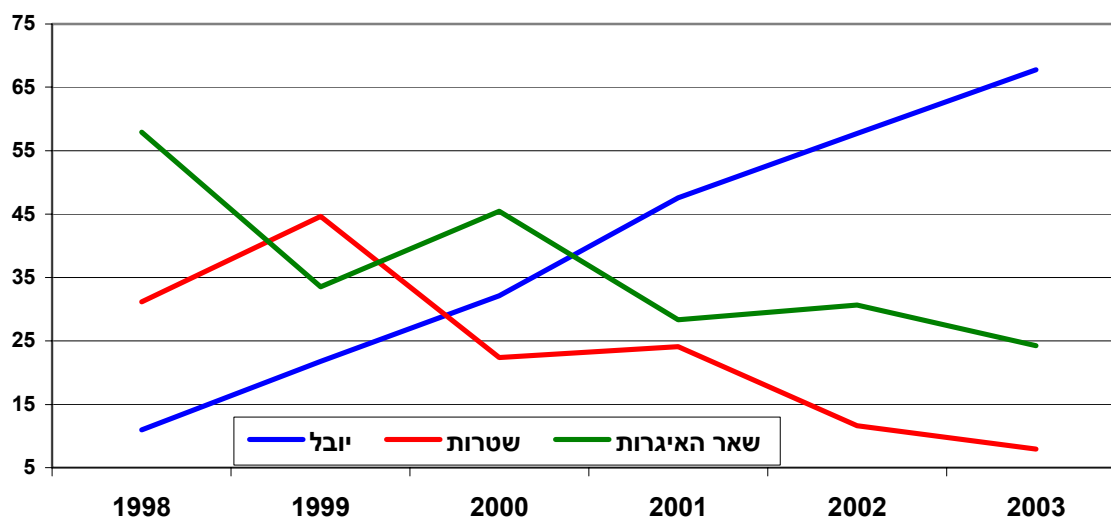


המכירות בשנים האחרונות

הירידה החדה של הריבית הבין-לאומית לזמן קצר, בשנים 2002 ו-2003, גרמה לפיחות באטרקטיביות של האיגרות, שבסיסן הוא הלייבור, ובכך לגידול בביקוש לאיגרות הנושאות ריבית קבועה.

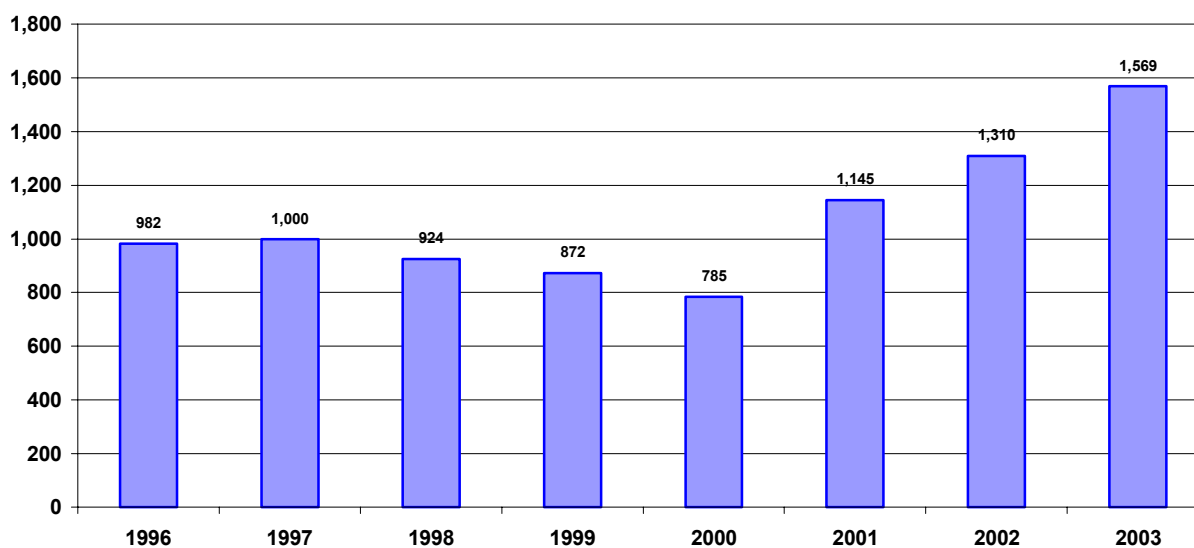
משנת 2001 מרבית האיגרות שנמכרו היו בריבית קבועה. משקלן של איגרות החוב מסוג "יובל" (המשלמות ריבית קבועה) מסך המכירות עלה מ-10% בתחילת 1998 ל-70% בסוף 2003, ובמקביל פחת משקל המכירות של השטרות ושל האיגרות בריבית ניידת (דיאגרמה 3). החל משנת 2000 כל השטרות מונפקים על בסיס הלייבור.

דיאגרמה 3: התפלגות המכירות השנתיות של הבונדס, לפי סוגים (אחוזים)



בשנת 2003 נמכרו איגרות חוב בסכום שיא של 1.5 מיליארד דולרים, לעומת 1.3 ו-1.1 בשנים 2002 ו-2001, בהתאמה.

דיאגרמה 4 : סך מכירות הבונדס (מיליוני דולרים)

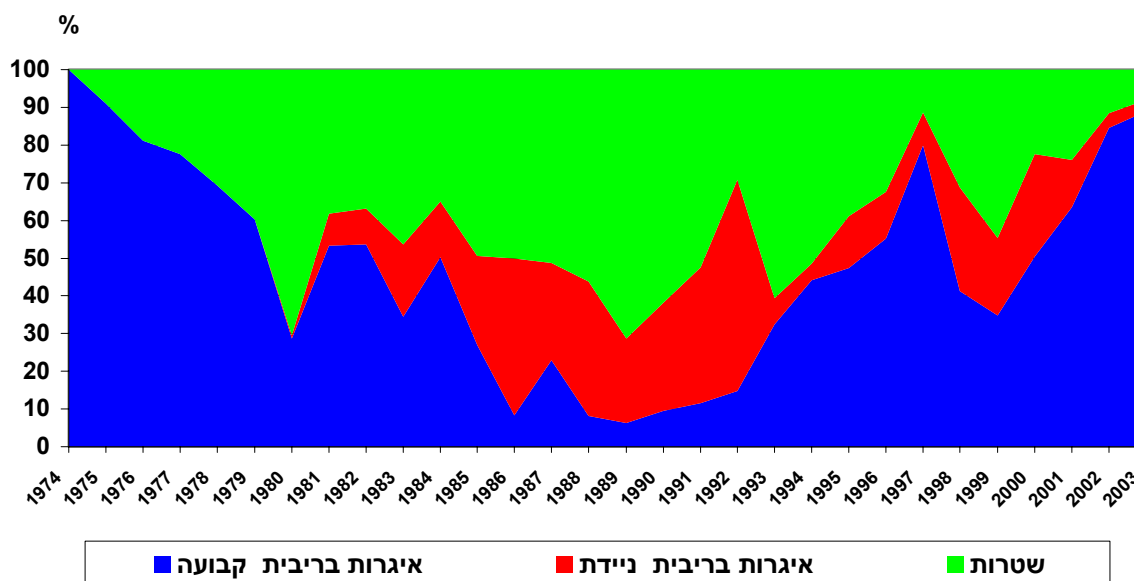


סוגי האיגרות

ארגון הבונדס משווק מספר סוגים של איגרות חוב לא-סחירות הנבדלים זה מזה במספר משתנים: תקופת ההחזר, סוג הריבית (קבועה או משתנה), נוסחת חישוב הריבית, הסכום המינימלי של האיגרת והתנאים לפירעון מוקדם. ניתוח הנתונים מראה כי מימוש האפשרות לפירעון מוקדם הוא מזערי וכמעט כל האיגרות נפדות במועד הפדיון המקורי.

מיגוון המוצרים השתנה במהלך השנים, כאשר כל איגרת פונה לקהל יעד אחר: יחידים, קהילות או גופים פיננסיים.

דיאגרמה 5 : משקל מכירות הבונדס, לפי סוגי איגרות



איגרות בריבית קבועה – איגרות אלה היו הראשונות ששווקו ע"י ארגון הבונדס ונמכרו בסכומים קטנים יחסית לשאר האיגרות, בריבית קבועה ולתקופות של בין 10 ל-20 שנים; בפועל, מרביתן נמכרו לתקופות שבין 10 ל-15 שנים. ניתן לפדות איגרות אלה במועדים מוקדמים לצורך: השקעה בישראל, תרומה למלכ"ר או הוצאה בשקלים בישראל. בחינת הנתונים מראה כי הפדיונות המוקדמים היו קטנים. עד סוף שנות השמונים שולמה ריבית סביב ה-4% בלא קשר לשינויים שחלו בריבית הבינלאומית. החל מ-1990 הריבית הקבועה נקבעה בהתחשב בריביות השוק (ראה ניתוח עלות החוב בהמשך). במשך כל התקופה הוצעו שני סוגי איגרות: איגרות בהן הריבית משולמת אחת לתקופה, ואיגרות בהן הריבית משולמת רק במועד הפדיון של האיגרת (savings). בשנת 1993 נמכרו איגרות בריבית שוק ל-10 שנים, בשני מסלולים: EDI (Economic Development Issue) - המשלמות ריבית כל חצי שנה - בהן הסכום המינימלי היה \$25,000 ו: zero-coupon בהן הריבית משולמת במועד פדיון הקרן כאשר הסכום לפדיון הוא \$6,000.

בשנת 1998, שנת היובל למדינת ישראל, החל ארגון הבונדס להנפיק שתי סדרות בשם "יובל" (Jubilee), ל-5 שנים ול-10 שנים. הסכום המינימלי היה \$25,000 ושולמה בהן ריבית קבועה אחת לחצי שנה. בנוסף לאיגרות אלה הונפקו איגרות בקנדה בדולר קנדי, אך הגיוס מהן קטן יחסית (כ-2.5% מסך יתרת הבונדס).

שטרות – באמצע שנות השבעים החליט ארגון הבונדס לפנות לאוכלוסייה נוספת: בנקים קטנים וחברות פיננסיות בארה"ב. לגופים אלה הוצע לרכוש שטרות בסכומים של: \$150,000, \$250,000 ו-\$1,000,000, לתקופות של: 5, 7, 10 שנים, בהתאמה. על מנת לעודד רכישת איגרות אלה נקבעה להם ריבית מסחרית על בסיס ה-Prime. בנוסף לאיגרות אלה הונפקו שטרות גם באנגליה (בליש"ט) ובגרמניה (במר"ג), אך סכומן היה מזערי. במהלך השנים שינה ארגון הבונדס את מדיניותו והעדיף לפנות לקהלי יעד יהודים ולא לבנקים ולגופים פיננסיים. במקביל הופחת הסכום המינימלי של השטרות ל-\$100,000 ול-\$150,000, והתקופה לפדיון נקבעה ל-5 ול-7 שנים.

איגרות בריבית משתנה – הנפקתן החלה ב-1980 והן נמכרו עד שנת 1999. הן היוו קבוצת ביניים בין שני סוגי האיגרות הקודמים מבחינת הסכום המינימלי, שיעור הריבית ותקופת האיגרת. הן נקראו:

VRI (Variable Rate Issue)

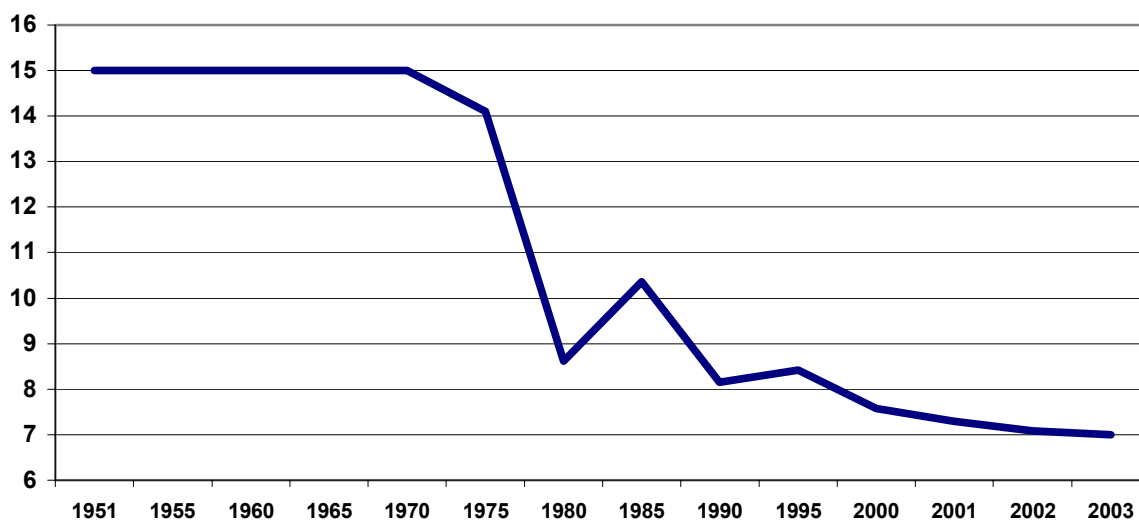
IVRI (Individual Variable Rate Issue)

ב-1980 נקבע סכום מינימלי לאיגרת של \$25,000 ובדצמבר 1986 החלו להנפיק גם איגרות בסכום של \$5,000. התקופות לפדיון היו 10 ו-12 שנים. שיעור הריבית שנקבע על איגרות אלה חושב על בסיס ריבית ה-Prime, לפי הנוסחה: ריבית בסיס + מחצית ההפרש בין ריבית הבסיס לריבית ה-Prime. בשנת 1980 ריבית הבסיס היתה 7.5% ובמהלך השנים, עם ירידת הריבית הדולרית לזמן ארוך, הופחתה ריבית הבסיס – ל-6% ול-5%. בשנת 1993 החלו למכור איגרות מסוג FRI (Floating Rate Issue) בהן שולמה ריבית על פי הנוסחה: Prime פחות 0.75%. ההבדל בין איגרת זו לקודמתה הוא בכך שהסכום המינימלי הוא \$5,000 בלבד והתקופה לפדיון 10 שנים. במהלך השנים הופחתה הריבית עד ל-Prime פחות 1.75%. באופן כללי נוסחת הריבית של איגרת זו היתה דומה לזו של השטרות. ההבדל ביניהן הוא בכך שהסכום המינימלי של ה-FRI נמוך יותר והתקופה לפדיון ארוכה יותר. איגרות אלה נמכרו עד סוף 2002. במקביל, מסוף 1999 החלו למכור איגרות מסוג LFRI (ל-10 שנים) בהן משולמת ריבית על בסיס הלייבור ועוד תוספת. מרבית האיגרות נמכרות בתוספת של 0.75%.

תקופת הפדיון של האיגרות

התקופה הממוצעת לפדיון של איגרות הבונדס (כולל שטרות) פחתה במשך השנים (דיאגרמה 6). עד שנת 1970 מרבית האיגרות הונפקו ל-15 שנים. בשנות השבעים החל ארגון הבונדס לגוון את סוגי האיגרות והוצעו איגרות לתקופות קצרות יותר; החלה הנפקת שטרות לתקופות של 5, 7, ו-10 שנים, כך שתקופת הפדיון הממוצעת החלה לרדת. בשנים האחרונות נמכרות לתקופות של בין 5 ל-15 שנים. תקופת הפדיון הממוצעת פחתה והגיעה ל-7 שנים ב-2003. הגורם העיקרי לירידה בתקופה הממוצעת לפדיון נובע מהעדפות הרוכשים; בעוד שבעבר ניתן היה להנפיק איגרות לתקופות ארוכות יותר, היום הרוכשים מעדיפים תקופות קצרות.

דיאגרמה 6: התקופה הממוצעת לפדיון של מכירות הבונדס (שנים)



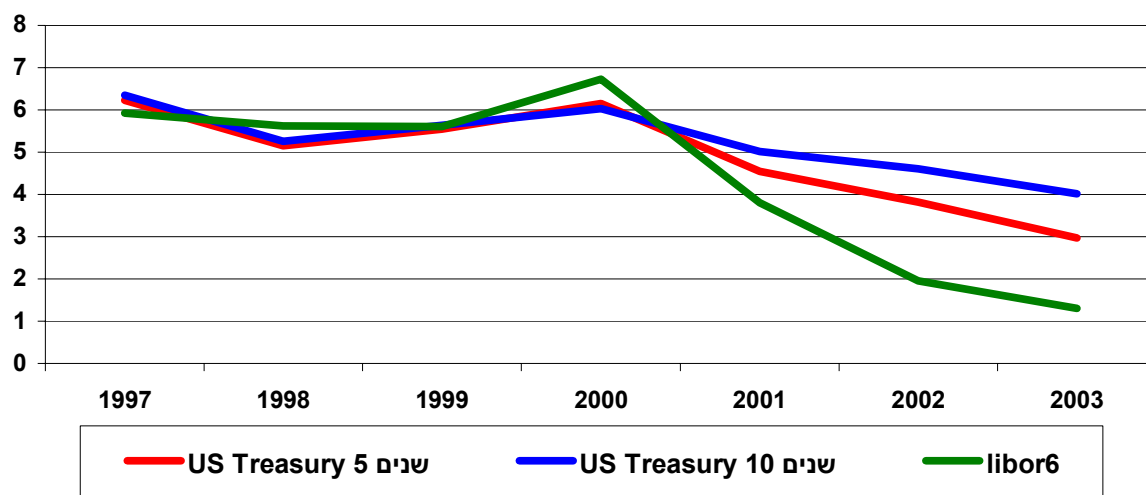
הגורמים שהשפיעו על ריבית הבונדס

היעדים של משרד האוצר בגיוסי הבונדס היו, מצד אחד הגדלת סך המכירות ומנגד הקטנת עלות החוב. מדיניות הריבית נקבעת על פי מספר משתנים: כמות הגיוס השנתית המתוכננת ע"פ צרכי המט"ח של הממשלה, רמת הריבית על Treasury Notes של ממשלת ארה"ב, הריביות הדולריות לטווח קצר, יכולת הגיוס האלטרנטיבית של הממשלה ואוכלוסיית הרוכשים.

כמות הגיוס - במהלך השנים פעל ארגון הבונדס להגדיל את כמות הגיוס, בהתאם למדיניות גיוס המט"ח של הממשלה. הגדלת הכמות חייבה מתן "פרמיית עידוד" באמצעות תוספת ריבית.

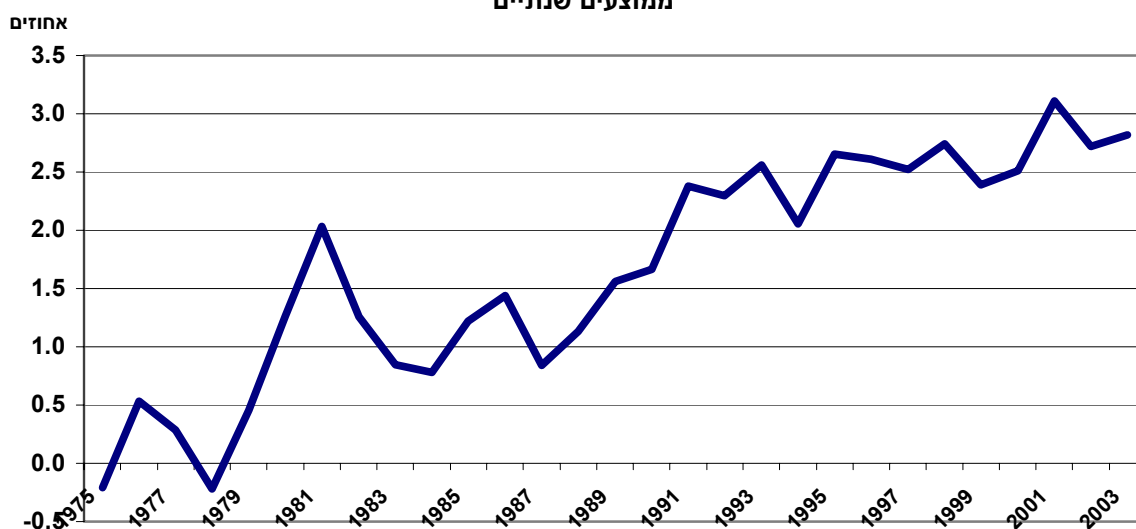
רמת הריבית הבין-לאומית – הריבית על Treasury Notes של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עלתה בהדרגה מכ-3% בתחילת שנות החמישים לכ-14% בשנת 1981, ומשנת 1982 ירדה בהדרגה עד לכ-4% בשנת 2003 (דיאגרמות 7 ו-9). מגמת הריבית לזמן קצר היתה דומה וריבית הליבור הגיעה ב-2003 לרמה נמוכה של כ-1%. בשנים האחרונות קיים קשר הדוק יותר בין רמת הריבית הדולרית בארה"ב לבין הריבית הנקבעת לאיגרות הבונדס. באיגרות בהן משולמת ריבית קבועה – המירווח (מעל ל-Treasury Notes) מובלע בתוך הריבית הקבועה, לכן משרד האוצר יכל להעלות את המירווח כאשר רמת הריביות לטווח ארוך נמוכה, ולהיפך; לעומת זאת, באיגרות בהן משולמת ריבית על בסיס הלייבור – למרות הירידה בריבית הלייבור, בשנים האחרונות, משרד האוצר לא פיצה את הרוכשים ע"י העלאת המירווח שמעל ללייבור, כנראה משום שמירווח זה מהווה benchmark להלוואות הבנקאיות שלו.

דיאגרמה 7: התפתחות הריבית הדולרית הבין-לאומית (אחוזים) ממוצעים שנתיים



הפער שבין ריבית ה-Prime בארה"ב לריבית הלייבור (דיאגרמה 8) - עד סוף שנות השבעים היתה ריבית ה-Prime גבוהה רק במקצת מריבית הלייבור ל-6 חודשים. בשנות השמונים החל לגדול הפער בין ריבית ה-Prime לבין ריבית הלייבור והגיע בשנות השמונים למוצע שנתי של 1.1%. ירידת הריביות הדולריות נמשכה והפער בין ריבית ה-Prime לבין ריבית הלייבור הגיע, מאז שנות התשעים ועד היום, למוצע שנתי של 2.6%.

דיאגרמה 8: הפער שבין ריבית ה-Prime של ארה"ב ללייבור ל-6 חודשים ממוצעים שנתיים



מקורות הגיוס האלטרנטיביים – מאז שנות התשעים פיתח משרד האוצר מקורות נוספים לגיוס הון חיצוני, כמו: איגרות חוב בערבות ממשלת ארה"ב, איגרות חוב סחירות ללא ערבות והלוואות ממקורות בנקאיים בחו"ל. יש קשר בין הריביות הנקבעות, מעת לעת, על איגרות הבונדס לבין הריביות השוררות בשוק המשני והראשוני בשאר מקורות הגיוס. אם תוצע לרוכשים הפוטנציאליים תשואה נמוכה, יעדיף חלקם לרכוש איגרות חוב חופשיות של ממשלת ישראל, הנושאות תשואה גבוהה יותר מאלה של איגרות הבונדס – מה גם שהאחרונות אינן סחירות. מנגד – אם יועלה המירווח שמעל ללייבור באיגרות בונדס, המשלמות ריבית משתנה על בסיס הלייבור, ידרשו הבנקים בחו"ל מהממשלה מירווח גבוה יותר על הלוואות בטענה כי הבונדס בעצמו מציע מירווח גבוה יותר.

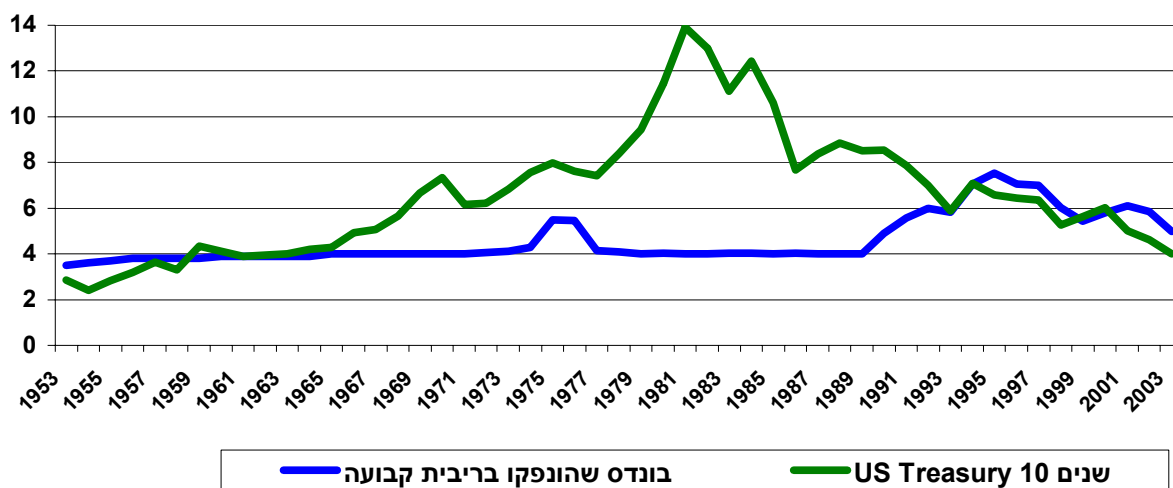
אוכלוסיית הרוכשים – במהלך שנות קיומו של ארגון הבונדס השתנתה אוכלוסיית הרוכשים. ב-25 השנים הראשונות פנה הבונדס רק ליהודים, שחלק גדול מהם היה קשור באופן ישיר או עקיף עם השואה באירופה. הם ראו ברכישת איגרות הבונדס מעין תרומה למדינת ישראל ולכן הסתפקו בריבית נמוכה מזו של ריבית השוק. באמצע שנות השבעים פנה ארגון הבונדס לאוכלוסיית רוכשים נוספת: בנקים קטנים וחברות פיננסיות בארה"ב – לגורמים אלה הוצעה ריבית מסחרית על בסיס ה-Prime. מתחילת שנות השמונים מונפקות איגרות על בסיס ה-Prime גם ליחידים וקהילות אשר דרשו ריבית הקרובה יותר לריבית השוק. החל משנות התשעים פעל ארגון הבונדס לשווק את האיגרות לאוכלוסיית "דור הבנים" והקטין בהדרגה את הפנייה לגורמים פיננסיים. "דור הבנים" מוכן לרכוש איגרות אלה בריבית הקרובה לריבית השוק.

כתוצאה מהתפתחויות אלה חלו שינויים בריבית ששולמה על איגרות הבונדס, כדלהלן:

איגרות בריבית קבועה – עד סוף שנות השמונים שולמה ריבית סביב ה-4%, ללא קשר לשינויים בריבית הבין-לאומית. עד 1958 היתה הריבית הבין-לאומית נמוכה מזו של איגרות אלה. ב-1959 החלה הריבית הבין-לאומית לעלות עד שהגיעה לשיא בשנת 1981 ולאחר מכן החלה לרדת – מגמה הנמשכת עד 2003. בשנת 1990 החל ארגון הבונדס להעלות את הריבית הקבועה בהדרגה לכיוון של ריביות השוק. הירידה של הריביות הבין-לאומיות וההעלאה של הריבית הקבועה הפגישה את הריביות בשנת 1993 ומאז מגמת

שתיהן דומה, כאשר במרבית התקופה, שלאחר 1993, הריבית הקבועה המשולמת על איגרות הבונדס היתה גבוהה מזו של הריבית הבינלאומית (דיאגרמה 9).

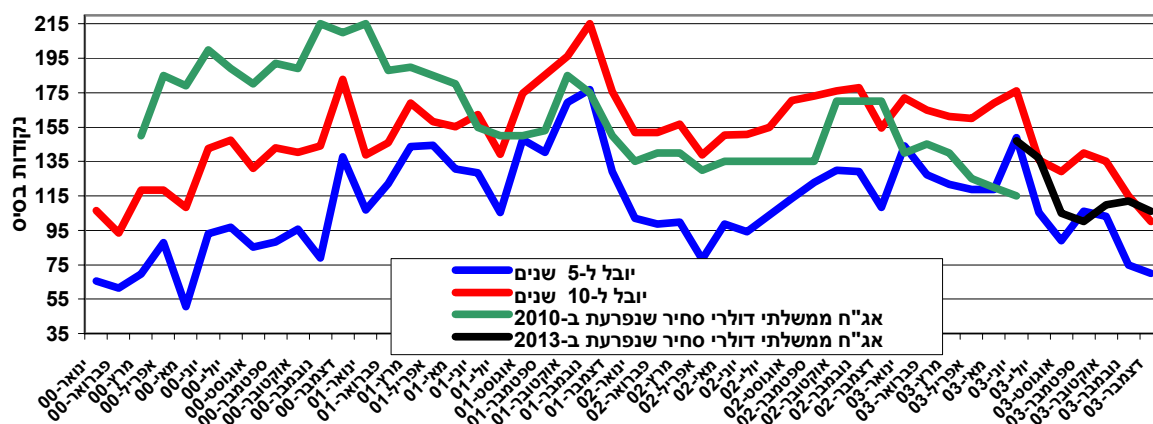
דיאגרמה 9: הריבית על תקבולי איגרות בריבית קבועה מול T-10 (אחוזים) ממוצעים שנתיים



בשנת 1998, שנת היובל למדינת ישראל, החל ארגון הבונדס להנפיק שתי סדרות בשם "יובל" (Jubilee), בהן משולמת ריבית קבועה, פעמיים בשנה - האחת מונפקת ל-5 שנים והשנייה ל-10 שנים. הריבית היא קבועה ונקבעת על פי הריבית על Treasury Notes ל-5 ו-10 שנים בתוספת מירווח. לצורך בחינת הריבית המשולמת על אג"ח אלה ראוי לערוך השוואה בין המירווח מעל ל-Treasury Notes של ממשלת ארה"ב של איגרות אלה (יובל) לבין המירווח על אג"ח סחירות של ממשלת ישראל בשוק המשני (דיאגרמה 10): עד סוף 1999 המירווח של איגרות "יובל" מעל לריבית ה-Treasury היה 0.7% באיגרות ל-5 שנים ו-1.0% באיגרות ל-10 שנים, משנת 2000 החלו המירווחים של איגרות היובל לעלות. המירווח של איגרות חוב מסוג "יובל" ל-10 שנים, עלה מכ-1% בתחילת 2000 לממוצע של 1.5% בשנת 2003. המירווח של איגרות חוב מסוג "יובל" ל-5 שנים, עלה מ-0.7% בתחילת 2000 לממוצע של 1.1% בשנת 2003. השוואת המירווח של איגרת מסוג "יובל" ל-10 שנים מול מירווח איגרת חוב סחירה דולרית של ממשלת ישראל לפדיון ב-2010 מראה שעד אמצע 2001 המירווח של איגרות החוב מסוג "יובל" היה נמוך יותר מהמירווח של אג"ח ממשלת ישראל, והחל מהמחצית השנייה של 2001 הוא גבוה יותר. בנוסף רואים כי מסוף שנת 2001 עד אמצע שנת 2003 המירווח של איגרות "יובל" ל-10 שנים מקביל במגמתו לאג"ח ממשלת ישראל לפדיון ב-2010 וגבוה ממנו בכ-30 נ.ב. בממוצע בשנתיים האחרונות.

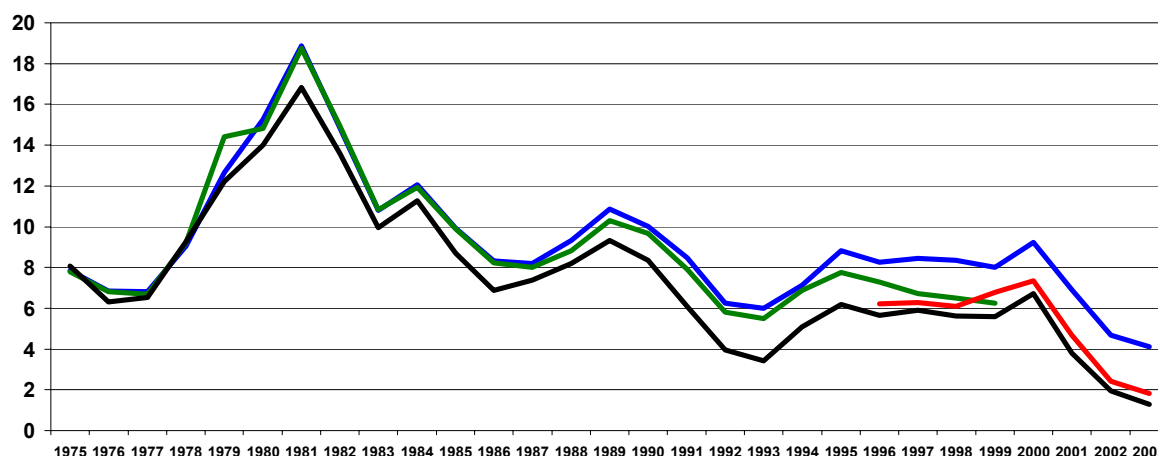
ביוני 2003 הנפיקה ממשלת ישראל איגרת חוב דולרית סחירה חדשה ל-10 שנים. המירווח הממוצע של איגרות מסוג "יובל" ל-10 שנים מעל לאיגרת זו היה, במחצית השנייה של 2003, רק כ-15 נ.ב. ובדצמבר 2003 היה אף נמוך ממנו.

דיאגרמה 10: המירווח מעל ל-Treasuries באג"ח "יובל" ל-5 ו-10 שנים
מול המירווח של איגרות חוב דולריות של ממשלת ישראל



שטרות – באמצע שנות השבעים החליט ארגון הבונדס לפנות לאוכלוסייה נוספת: בנקים קטנים וחברות פיננסיות בארה"ב. לגופים אלה הוצע לרכוש שטרות בסכומים גבוהים של: \$ 150,000, \$ 250,000 ו-\$ 1,000,000, לתקופות של 5, 7, 10, ו-15 שנים, בהתאמה. על מנת לעודד רכישת איגרות אלה נקבעה להם ריבית מסחרית על בסיס ה-Prime. כתוצאה מירידת הריבית הדולרית לזמן קצר והגידול בפער שבין ה-Prime לריבית הלייבור (דיאגרמה 8) הופחתה ב-1988 הריבית על השטרות ל-Prime פחות 0.5% וב-1994 ל-Prime פחות 1.5%. ב-1996 הופחתה הריבית 3 פעמים: ל-Prime פחות 1.25%, ל-Prime פחות 1.5% ול-Prime פחות 1.75% (דיאגרמה 11). איגרות אלה שוקו עד 1999. ריבית זו היתה אטרקטיבית במיוחד משום שהיתה משתנה כל חצי שנה, בעת מועד תשלום הריבית, ולכן לא היה לרוכשים סיכון ריבית. יתרונה של ריבית זו לרוכשים, לעומת ריבית הלייבור, היה בכך שריבית ה-Prime מתעדכנת מעת לעת, בעוד שריבית הלייבור מתעדכנת באופן שוטף. בתקופות של ירידת ריביות לזמן קצר מפגר ה-Prime אחר הלייבור ומחזיק האיגרת יוצא נשכר. כתוצאה מכך היו השטרות אטרקטיביים, המכירות מהם גדלו מדי שנה, ומשקלם בסך מכירות הבונדס עלה. תופעה זו נמשכה עד 1994.

דיאגרמה 11: הריבית על תקבולי השטרות מול ריבית הפריים וריבית הלייבור (אחוזים)
ממוצעים שנתיים

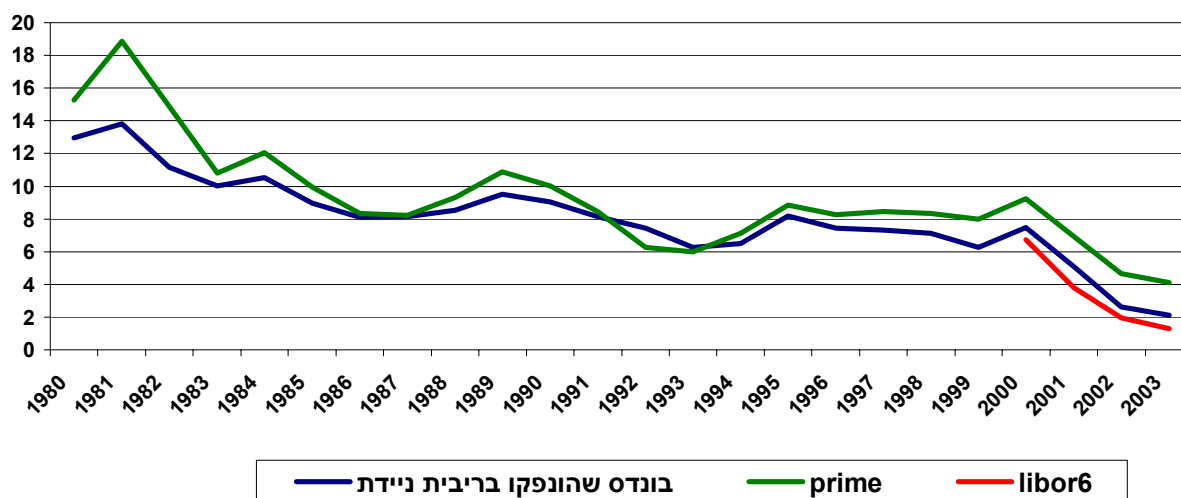


— לייבור ל-6 חודשים — שטרות על בסיס לייבור — שטרות על בסיס prime — ריבית prime

משרד האוצר היה ער לתופעה זו ופעל להפחית את הריבית על השטרות. המדיניות היתה להפחית את הריבית תוך מתן עדיפות לגופים לא-פיננסיים. לאחר מכן שונה הבסיס ונמכרו שטרות על בסיס ריבית הלייבור ובתוספת של: 0.4% עד 1.0%. המירווחים השונים מייצגים איגרות שונות, הנבדלות זו מזו בסכום המינימלי של האיגרות וקהלי היעד. במהלך השנים שינה ארגון הבונדס את מדיניותו בערוץ זה והעדיף לפנות לקהלי יעד יהודים ולא לבנקים. במסגרת זו הוצעו שני סוגי איגרות: לגופים לא בנקאיים נמכרו איגרות בסכום מינימלי של \$100,000, בריבית לייבור + 0.6%, לתקופה של 5 שנים; בעוד שלבנקים נמכרו איגרות בסכום מינימלי של \$150,000, בריבית לייבור + 0.4%, לתקופה של 7 שנים. הירידה החדה בריביות לזמן קצר בשנים 2002 ו-2003 הפכה את השטרות - שריבית הבסיס שלהם הייתה הלייבור - לפחות אטרקטיביות; כתוצאה מכך פחתו המכירות של איגרות אלה ורוכשי הבונדס העדיפו לרכוש איגרות בריבית קבועה.

איגרות בריבית משתנה – הריבית באיגרות אלה נקבעה לפי הנוסחה: ריבית בסיס + מחצית ההפרש בין ריבית הבסיס לריבית ה-Prime. איגרות אלה החלו להימכר ב-1980 ונקבעה להן ריבית בסיס של 7.5%. על פי נוסחה זו היתה הריבית הממוצעת על איגרות אלה בשנת 1980 כ-13% וגבוהה בכ-1.5% מזו של שטרי האוצר של ארה"ב ל-10 שנים (דיאגרמה 12).

דיאגרמה 12: הריבית על תקבולי איגרות בריבית ניידת מול הפריים והלייבור (אחוזים)
ממוצעים שנתיים



בשנת 1981 הגיעו הריביות בארה"ב לשיא, ומשנת 1982 החלה מגמה כללית של ירידה בריביות – הנמשכת עד היום (2003). ארגון הבונדס שינה את ריבית הבסיס בהתאם לשינויים בריביות בארה"ב. בשנת 1993 התקרבה ריבית הבסיס לריבית הבין-לאומית, כך שלמעשה נוסחת הריבית לא היתה אפקטיבית. כתוצאה מכך החלו להנפיק איגרות אחרות מסוג FRI, בהן שולמה ריבית על פי הנוסחה: Prime פחות 0.75%. כתוצאה מתהליך ירידת הריביות בארה"ב והתרחבות הפער בין ריבית ה-Prime לריבית הלייבור החל תהליך של הפחתה בריבית בדומה לזה של השטרות - הריבית הופחתה במספר מועדים: במאי 1996 - ל-Prime פחות 1.5% ובאוגוסט 1998 - ל-Prime פחות 1.75%. האיגרת האחרונה נמכרה עד דצמבר 2002. בהתאם למדיניות ארגון הבונדס, לעבור מבסיס ה-Prime לבסיס הלייבור, החלו באוקטובר 1999 למכור (במקביל) איגרות מסוג LFRI (ל-10 שנים), לגופים לא בנקאיים, בהן משולמת ריבית על בסיס הלייבור ועוד תוספת. מרבית האיגרות נמכרו בתוספת של 0.75%. הירידה החדה בריביות לזמן קצר בשנים 2002 ו-2003 הפכה איגרות אלה - שריבית הבסיס שלהן היא הלייבור - לפחות אטרקטיביות; כתוצאה מכך פחתו המכירות של איגרות אלה ורוכשי הבונדס העדיפו איגרות בריבית קבועה.

סיכום

ארגון הבונדס פועל למעלה מחמישים שנה, בעיקר בקרב יחידים וקהילות יהודיות בעולם. ארגון זה חשוב מאוד למדינת ישראל כערוץ גיוס הון חיצוני, בעיקר בתקופות בהם יש לממשלה קושי לגייס מט"ח ממקורות חיצוניים. מתחילת שנות החמישים ועד סוף שנת 2003 גייס הארגון עבור הממשלה כ-24 מיליארדי דולרים ופרע כ-15 מיליארדים. כמו כן שולמו כ-9.5 מיליארדים ריבית. בשנת 2003 גייס ארגון הבונדס סכום של 1.5 מיליארדי דולרים כאשר הפדיונות בארבע השנים האחרונות הם כשני שלישים מהפדיונות של כל העשור הקודם, ותשלומי הריבית המצטברים עד לסוף שנת 2003 עולים על סך כל הגיוס נטו בכ-0.4 מיליארד דולרים.

במהלך השנים רואים גידול במכירות השנתיות מצד אחד, ומנגד תימחור הקרוב יותר לדרישות השוק. עד סוף שנות השמונים שולמה ריבית קבועה ליחידים (כ-4%) ללא קשר לרמת הריבית הבין-לאומית ולשינויים שחלו בה. כיום קרובה התשואה על איגרות הבונדס לתשואה על אג"ח סחירות של ממשלת

ישראל. בשנות התשעים, בעיקר לאחר פתיחתם והתפתחותם של ערוצי גיוס הון חיצוני נוספים לממשלה, החל תהליך התכנסות של איגרות הבונדס למערכת תימחור התואמת יותר את תשואות הערוצים האחרים של הממשלה. הריבית על השטרות החלה לרדת ובסיסה שונה מ-Prime לליבור; מנגד הועלתה הריבית הקבועה בהדרגה וכיום היא נקבעת על פי שני משתנים: הריבית הנומינלית של שטרי אוצר של ממשלת ארה"ב והמירווח של אג"ח סחירות של ממשלת ישראל.

ארגון הבונדס הוא ייחודי למדינת ישראל ואין מדינות אחרות שלהן ארגון דומה. בשנים האחרונות, בהן היה קושי למדינת ישראל לגייס הון חיצוני בסכומים גבוהים, הוכיח עצמו ארגון הבונדס כגוף המגיב מהר לגידול בצרכי המט"ח של ממשלת ישראל. במשך השנים השתנתה אוכלוסיית היעד. בשנים הראשונות שלאחר קום המדינה פעל הארגון בקרב יהודים, בעיקר בארה"ב, שלהם היה קשר ישיר או עקיף עם השואה באירופה. כיום מרבית המכירות מיועדת ל"דור הבנים" הפועל בעיקר משיקולי תשואה.

נספח 1: מכירות ופדיונות של אג"ח מדינת ישראל

| מיליוני דולרים | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------------------|
| שנה | מכירות | פדיונות | מכירות נטו | תשלומי ריבית | מכירות בינוני שירותי חוב |
| (1) | (2) | (3=1-2) | (4) | (5=3-4) | |
| 1951 | 60 | | 60 | | |
| 1952 | 44 | 1 | 43 | 2 | 41 |
| 1953 | 36 | 2 | 34 | 4 | 30 |
| 1954 | 38 | 12 | 26 | 5 | 21 |
| 1955 | 39 | 10 | 29 | 6 | 23 |
| 1956 | 49 | 6 | 43 | 7 | 36 |
| 1957 | 50 | 9 | 41 | 9 | 32 |
| 1958 | 47 | 17 | 30 | 11 | 19 |
| 1959 | 54 | 22 | 32 | 12 | 20 |
| 1960 | 55 | 30 | 25 | 13 | 12 |
| 1961 | 59 | 31 | 28 | 14 | 14 |
| 1962 | 62 | 33 | 29 | 15 | 14 |
| 1963 | 73 | 56 | 17 | 16 | 1 |
| 1964 | 92 | 74 | 18 | 17 | 1 |
| 1965 | 93 | 66 | 27 | 19 | 8 |
| 1966 | 115 | 113 | 2 | 21 | -19 |
| 1967 | 217 | 57 | 160 | 20 | 140 |
| 1968 | 169 | 105 | 64 | 27 | 37 |
| 1969 | 171 | 43 | 128 | 30 | 98 |
| 1970 | 215 | 35 | 180 | 34 | 146 |
| 1971 | 265 | 56 | 209 | 40 | 169 |
| 1972 | 279 | 109 | 170 | 48 | 122 |
| 1973 | 473 | 105 | 368 | 56 | 312 |
| 1974 | 305 | 141 | 164 | 73 | 91 |
| 1975 | 288 | 129 | 159 | 76 | 83 |
| 1976 | 317 | 165 | 152 | 83 | 69 |
| 1977 | 314 | 233 | 81 | 90 | -9 |
| 1978 | 381 | 200 | 181 | 101 | 80 |
| 1979 | 379 | 200 | 179 | 128 | 51 |
| 1980 | 267 | 177 | 90 | 149 | -59 |
| 1981 | 461 | 376 | 85 | 210 | -125 |
| 1982 | 522 | 372 | 150 | 201 | -51 |
| 1983 | 441 | 313 | 128 | 170 | -43 |
| 1984 | 461 | 302 | 159 | 190 | -31 |
| 1985 | 513 | 300 | 213 | 194 | 19 |
| 1986 | 598 | 355 | 243 | 202 | 41 |
| 1987 | 594 | 447 | 147 | 208 | -61 |
| 1988 | 576 | 373 | 204 | 242 | -39 |
| 1989 | 723 | 198 | 525 | 302 | 223 |
| 1990 | 660 | 437 | 223 | 343 | -120 |
| 1991 | 880 | 460 | 420 | 357 | 63 |
| 1992 | 1,102 | 467 | 635 | 387 | 248 |
| 1993 | 1,011 | 649 | 363 | 383 | -20 |
| 1994 | 977 | 733 | 244 | 419 | -175 |
| 1995 | 896 | 651 | 245 | 484 | -240 |
| 1996 | 982 | 752 | 230 | 493 | -263 |
| 1997 | 1,000 | 554 | 446 | 522 | -76 |
| 1998 | 924 | 828 | 96 | 493 | -398 |
| 1999 | 872 | 271 | 602 | 479 | 122 |
| 2000 | 785 | 556 | 229 | 595 | -366 |
| 2001 | 1,145 | 903 | 243 | 613 | -370 |
| 2002 | 1,310 | 1,108 | 201 | 423 | -221 |
| 2003 | 1,569 | 1,220 | 349 | 491 | -142 |
| סך הכול | 24,011 | 14,862 | 9,149 | 9,527 | -378 |
| שנים/עשורים | מכירות | פדיונות | מכירות נטו | תשלומי ריבית | מכירות בינוני שירותי חוב |
| 1951-1959 | 419 | 79 | 340 | 56 | 284 |
| 1960-1969 | 1,107 | 608 | 499 | 192 | 307 |
| 1970-1979 | 3,217 | 1,373 | 1,844 | 729 | 1,115 |
| 1980-1989 | 5,156 | 3,213 | 1,943 | 2,069 | -126 |
| 1990-1999 | 9,304 | 5,801 | 3,502 | 4,360 | -858 |
| 2000-2003 | 4,808 | 3,787 | 1,022 | 2,122 | -1,100 |
| סך הכול | 24,011 | 14,862 | 9,149 | 9,527 | -378 |

| נספח 2: מכירות ופדיונות של הבונדס, לפי סוגים | | | | | | | | | | | | |
|---|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|----------------|
| מיליוני דולרים | | | | | | | | | | | | |
| מכירות נטו | | | | פדיונות | | | | מכירות | | | | |
| איגרות | | איגרות | | איגרות | | איגרות | | איגרות | | איגרות | | |
| בריבית | | בריבית | | בריבית | | בריבית | | בריבית | | בריבית | | |
| סה"כ | שטרות | ניידת | קבועה | סה"כ | שטרות | ניידת | קבועה | סה"כ | שטרות | ניידת | קבועה | |
| 60 | | | 60 | | | | | 60 | | | 60 | 1951 |
| 43 | | | 43 | 1 | | | 1 | 44 | | | 44 | 1952 |
| 34 | | | 34 | 2 | | | 2 | 36 | | | 36 | 1953 |
| 26 | | | 26 | 12 | | | 12 | 38 | | | 38 | 1954 |
| 29 | | | 29 | 10 | | | 10 | 39 | | | 39 | 1955 |
| 43 | | | 43 | 6 | | | 6 | 49 | | | 49 | 1956 |
| 41 | | | 41 | 9 | | | 9 | 50 | | | 50 | 1957 |
| 30 | | | 30 | 17 | | | 17 | 47 | | | 47 | 1958 |
| 32 | | | 32 | 22 | | | 22 | 54 | | | 54 | 1959 |
| 25 | | | 25 | 30 | | | 30 | 55 | | | 55 | 1960 |
| 28 | | | 28 | 31 | | | 31 | 59 | | | 59 | 1961 |
| 29 | | | 29 | 33 | | | 33 | 62 | | | 62 | 1962 |
| 17 | | | 17 | 56 | | | 56 | 73 | | | 73 | 1963 |
| 18 | | | 18 | 74 | | | 74 | 92 | | | 92 | 1964 |
| 27 | | | 27 | 66 | | | 66 | 93 | | | 93 | 1965 |
| 2 | | | 2 | 113 | | | 113 | 115 | | | 115 | 1966 |
| 160 | | | 160 | 57 | | | 57 | 217 | | | 217 | 1967 |
| 64 | | | 64 | 105 | | | 105 | 169 | | | 169 | 1968 |
| 128 | | | 128 | 43 | | | 43 | 171 | | | 171 | 1969 |
| 180 | | | 180 | 35 | | | 35 | 215 | | | 215 | 1970 |
| 209 | | | 209 | 56 | | | 56 | 265 | | | 265 | 1971 |
| 170 | | | 170 | 109 | | | 109 | 279 | | | 279 | 1972 |
| 368 | | | 368 | 105 | | | 105 | 473 | | | 473 | 1973 |
| 164 | | | 164 | 141 | | | 141 | 305 | | | 305 | 1974 |
| 159 | 26 | | 133 | 129 | | | 129 | 288 | 26 | | 262 | 1975 |
| 152 | 60 | | 93 | 165 | | | 165 | 317 | 60 | | 258 | 1976 |
| 81 | 71 | | 11 | 233 | | | 233 | 314 | 71 | | 244 | 1977 |
| 181 | 117 | | 64 | 200 | | | 200 | 381 | 117 | | 264 | 1978 |
| 179 | 151 | | 28 | 200 | | | 200 | 379 | 151 | | 228 | 1979 |
| 91 | 169 | 2 | -80 | 177 | 20 | | 157 | 268 | 189 | 2 | 77 | 1980 |
| 84 | 119 | 39 | -74 | 377 | 57 | | 320 | 461 | 176 | 39 | 246 | 1981 |
| 149 | 127 | 50 | -28 | 373 | 85 | | 308 | 522 | 192 | 50 | 280 | 1982 |
| 127 | 105 | 84 | -62 | 313 | 99 | | 214 | 440 | 204 | 84 | 152 | 1983 |
| 159 | 61 | 68 | 30 | 302 | 100 | | 202 | 461 | 161 | 68 | 232 | 1984 |
| 212 | 113 | 121 | -22 | 300 | 140 | | 160 | 512 | 253 | 121 | 138 | 1985 |
| 243 | 129 | 248 | -134 | 355 | 171 | | 184 | 598 | 300 | 248 | 50 | 1986 |
| 148 | 97 | 153 | -102 | 446 | 208 | | 238 | 594 | 305 | 153 | 136 | 1987 |
| 204 | 158 | 206 | -160 | 373 | 166 | | 207 | 577 | 324 | 206 | 47 | 1988 |
| 525 | 347 | 163 | 15 | 198 | 168 | | 30 | 723 | 515 | 163 | 45 | 1989 |
| 223 | 160 | 170 | -107 | 437 | 248 | 19 | 170 | 660 | 408 | 189 | 63 | 1990 |
| 419 | 204 | 296 | -81 | 460 | 257 | 21 | 182 | 879 | 461 | 317 | 101 | 1991 |
| 636 | 88 | 547 | 1 | 466 | 234 | 70 | 162 | 1,102 | 322 | 617 | 163 | 1992 |
| 363 | 286 | 16 | 61 | 647 | 326 | 54 | 267 | 1,010 | 612 | 70 | 328 | 1993 |
| 244 | 32 | -47 | 259 | 733 | 471 | 89 | 173 | 977 | 503 | 42 | 432 | 1994 |
| 245 | -36 | -53 | 334 | 651 | 384 | 176 | 91 | 896 | 348 | 123 | 425 | 1995 |
| 230 | -183 | 45 | 368 | 752 | 501 | 77 | 174 | 982 | 318 | 122 | 542 | 1996 |
| 446 | -271 | 19 | 698 | 554 | 385 | 67 | 102 | 1,000 | 114 | 86 | 800 | 1997 |
| 96 | -374 | 166 | 304 | 828 | 662 | 89 | 77 | 924 | 288 | 255 | 381 | 1998 |
| 601 | 313 | 55 | 233 | 271 | 77 | 123 | 71 | 872 | 390 | 178 | 304 | 1999 |
| 227 | 41 | -23 | 209 | 558 | 135 | 236 | 187 | 785 | 176 | 213 | 396 | 2000 |
| 241 | -250 | -38 | 529 | 904 | 525 | 181 | 198 | 1,145 | 275 | 143 | 727 | 2001 |
| 202 | -219 | -373 | 794 | 1,108 | 371 | 424 | 313 | 1,310 | 152 | 51 | 1,107 | 2002 |
| 350 | -178 | -466 | 994 | 1,219 | 298 | 511 | 410 | 1,569 | 120 | 45 | 1,404 | 2003 |
| 9,147 | 1,462 | 1,448 | 6,237 | 14,862 | 6,068 | 2,137 | 6,657 | 24,009 | 7,530 | 3,585 | 12,894 | סך הכול |
| שנים/עשורים | | | | | | | | | | | | |
| 340 | | | 340 | 79 | | | 79 | 419 | | | 419 | 1951-1959 |
| 499 | | | 499 | 608 | | | 608 | 1,107 | | | 1,107 | 1960-1969 |
| 1,844 | 424 | | 1,420 | 1,373 | | | 1,373 | 3,217 | 424 | | 2,793 | 1970-1979 |
| 1,942 | 1,425 | 1,134 | -617 | 3,214 | 1,194 | | 2,020 | 5,156 | 2,619 | 1,134 | 1,403 | 1980-1989 |
| 3,503 | 219 | 1,214 | 2,070 | 5,799 | 3,545 | 785 | 1,469 | 9,302 | 3,764 | 1,999 | 3,539 | 1990-1999 |
| 1,020 | -606 | -900 | 2,526 | 3,789 | 1,329 | 1,352 | 1,108 | 4,809 | 723 | 452 | 3,634 | 2000-2003 |
| 9,147 | 1,462 | 1,448 | 6,237 | 14,862 | 6,068 | 2,137 | 6,657 | 24,009 | 7,530 | 3,585 | 12,894 | סך הכול |

נספח 3: יתרות של אג"ח מדינת ישראל לפי סוגים

| מיליוני דולרים | | | | |
|----------------|-------------------|------------------|------------------|-------|
| | | איגרות בריבית | איגרות בריבית | |
| השנה | סה"כ ¹ | שטרות | קבועה ניידת | |
| 1951 | 60 | | | 60 |
| 1952 | 103 | | | 103 |
| 1953 | 137 | | | 137 |
| 1954 | 163 | | | 163 |
| 1955 | 192 | | | 192 |
| 1956 | 235 | | | 235 |
| 1957 | 277 | | | 277 |
| 1958 | 307 | | | 307 |
| 1959 | 339 | | | 339 |
| 1960 | 364 | | | 364 |
| 1961 | 392 | | | 392 |
| 1962 | 421 | | | 421 |
| 1963 | 438 | | | 438 |
| 1964 | 456 | | | 456 |
| 1965 | 483 | | | 483 |
| 1966 | 486 | | | 486 |
| 1967 | 645 | | | 645 |
| 1968 | 710 | | | 710 |
| 1969 | 838 | | | 838 |
| 1970 | 1,018 | | | 1,018 |
| 1971 | 1,227 | | | 1,227 |
| 1972 | 1,397 | | | 1,397 |
| 1973 | 1,765 | | | 1,765 |
| 1974 | 1,929 | | | 1,929 |
| 1975 | 2,088 | 26 | | 2,062 |
| 1976 | 2,240 | 86 | | 2,155 |
| 1977 | 2,322 | 156 | | 2,166 |
| 1978 | 2,503 | 273 | | 2,230 |
| 1979 | 2,682 | 424 | | 2,258 |
| 1980 | 2,773 | 593 | 2 | 2,178 |
| 1981 | 2,857 | 712 | 41 | 2,104 |
| 1982 | 3,006 | 839 | 91 | 2,076 |
| 1983 | 3,133 | 944 | 175 | 2,014 |
| 1984 | 3,292 | 1,005 | 243 | 2,044 |
| 1985 | 3,504 | 1,118 | 364 | 2,022 |
| 1986 | 3,747 | 1,247 | 612 | 1,888 |
| 1987 | 3,895 | 1,344 | 765 | 1,786 |
| 1988 | 4,099 | 1,502 | 971 | 1,626 |
| 1989 | 4,624 | 1,849 | 1,134 | 1,641 |
| 1990 | 4,847 | 2,009 | 1,304 | 1,534 |
| 1991 | 5,266 | 2,213 | 1,600 | 1,453 |
| 1992 | 5,902 | 2,301 | 2,147 | 1,454 |
| 1993 | 6,265 | 2,587 | 2,163 | 1,515 |
| 1994 | 6,509 | 2,619 | 2,116 | 1,774 |
| 1995 | 6,754 | 2,583 | 2,063 | 2,108 |
| 1996 | 6,984 | 2,400 | 2,108 | 2,476 |
| 1997 | 7,430 | 2,129 | 2,127 | 3,174 |
| 1998 | 7,526 | 1,755 | 2,293 | 3,478 |
| 1999 | 8,127 | 2,068 | 2,348 | 3,711 |
| 2000 | 8,354 | 2,109 | 2,325 | 3,920 |
| 2001 | 8,595 | 1,859 | 2,287 | 4,449 |
| 2002 | 8,797 | 1,640 | 1,914 | 5,243 |
| 2003 | 9,147 | 1,462 | 1,448 | 6,237 |

¹ לא כולל ריבית צבורה ובונדס שטרם נפדה.