

ההתפתחויות העיקריות בשוקי הכספים וההון

בשנת 1979 ננקטה מדיניות מרסנת בשוקי הכספים וההון כאחד. מדיניות זו התרכזה בהעלאה ישירה של מחירי האשראי לזמן קצר ולזמן ארוך, וכן בהגבלת התפתחותם של אשראים אלה. להעלאת מחיר ההון לסוגיו השונים היתה בהכרח השפעה על צמצום הביקושים והפעילות, אם כי צמצום זה לא ניכר ברוב חודשי השנה, והוא התבטא בעיקר בסוף השנה, ובמיוחד ברביעי הראשון של 1980. המדיניות המרסנת יצרה גם פער בין התשואה על ההתחייבויות לבין התשואה על הנכסים, ולגורם זה היתה השפעה חשובה על התפתחותם השונה של הנכסים וההתחייבויות הפיננסיות ברכוש של הפרטים.

בלימת ההתרחבות המוניטרית בשנת 1979 התרחשה השנה לאחר שנתיים של גידול מוניטרי מהיר, בעיקר בשל הזרמת הסקטור הציבורי והאשראי המוכוון ליצוא, שעליהם נוסף, מאמצע 1978, יבוא הון ניכר מחו"ל, בעקבות הליברליזציה במטבע חוץ. הליברליזציה במטבע חוץ הציבה בפני המשק ובפני המגזר המוניטרי בעיות חדשות, המחייבות ניהול המדיניות המוניטרית תוך תשומת לב מירבית להשפעתה על שער החליפין. השאיפה להאט את האינפלציה באמצעות ריסון מוניטרי מקומי, סותרת, בתנאים אלה, לפחות בטווח הקצר, את יעדי מאזן התשלומים, שכן הריסון המוניטרי המקומי מגביר את יבוא ההון מחו"ל, ובכך מאט את הפיחות הריאלי, ומרחיב את היצע הנזילות הכולל. מכאן שהאמצעי העיקרי לריסון הביקושים המקומיים, בלא פגיעה במאזן התשלומים, הוא מדיניות פיסקאלית מרסנת. בהעדר מדיניות זו, העדיף בנק ישראל, כמחצית השנייה של 1978, לרסן את המגזר המוניטרי המקומי. נוסף על כך פחתו הציפיות לפיחות, וכתוצאה מכל אלה נוצר פער בין הריבית המקומית לבין הריבית בחו"ל: פער זה גרם לזרימת הון ניכרת, ומנע את התאמת שער החליפין לאינפלציה. זרימת ההון התגברה מאוד בחודש דצמבר 1978, בשל החששות להגבלתה של הליברליזציה.

התפתחויות אלה היו המניע המרכזי להחלטות של בנק ישראל, באפריל 1979, לרסן את ההתרחבות המוניטרית באמצעות תוספת ריבית, בשיעור 12 אחוזים, על האשראי החופשי במטבע חוץ, והגבלה כמותית של האשראי החופשי, כל"י ובמטבע חוץ כאחד. על ידי כך צומצם היצע הנזילות מחוץ לארץ והוחלש הקשר בין התפתחות שער החליפין לבין ההתפתחות המוניטרית המקומית. צעדים אלה תרמו לייקור משמעותי באשראי החופשי לזמן קצר וכן צמצמו במדה רבה את יבוא ההון לזמן קצר החל ברביעי השני של 1979 — תהליך שנמשך, תוך תנודות, עד סוף השנה¹.

בעקבות ההתרחבות המוניטרית המהירה בשנתיים הקודמות, עמד בפני המשק בתחילת השנה מאגר נזילות גדול. מאגר זה התכווץ ריאלי במשך 1979, משום שתוספת המקורות להתרחבות

¹ ההתייחסות בדיון זה היא ליבוא ההון לזמן קצר, הנגזר מהגידעון הבסיסי במאזן התשלומים של הסקטור הפרטי, ורכישות מטבע חוץ נטו של סקטור זה מבנק ישראל. אמדן זה אינו מתיישב עם נתוני יבוא ההון לזמן קצר בפועל. המראים מגמת ירידה מתונה בהרכה מיבוא ההון (ליתר פירוט — ראה פרקים ג', ו' וט"ז).

הצטמצמה יחסית לאשתקד, ובעיקר בשל שחיקת עודפי הנזילות עקב האצת התהליך האינפלציוני. צמצום תוספת המקורות להתרחבות המוניטרית מאפיין את המחצית הראשונה כלכד, והוא נכע משלושה גורמים: ספיגה של כמיליארד ל"י כתוצאה מהפעילות של הסקטור הציבורי (ראה ההזרמה הבסיסית, לוח ט"ז-1)², ריסון יבוא ההון לזמן קצר החל מהרביע השני ועלייה משמעותית בספיגה דרך מאזן התשלומים בשל עליות מחירי הדלק בעולם. במחצית השנייה של 1979 חל מפנה קיצוני בהזרמת הממשלה: מספיגה — להזרמה רבת ממדים. הזרמה זו עלולה היתה להביא להתרחבות מוניטרית יוצאת דופן, אילולא גדלה במחצית השנייה הספיגה במאזן התשלומים של הסקטור הפרטי, בשל עלייה תלולה נוספת במחירי הדלק. ניתן לומר, שהרחבת היצע הנזילות המקומי בידי הממשלה איפשרה את מימון הגידול הרב בגירעון כחשבון השוטף של מאזן התשלומים, וצמצמה את ההשפעה של עליות מחירי הדלק בעולם על הפעילות הכלכלית, בכלל, ועל הצריכה הפרטית, בפרט.

הגידול הרב בהזרמה הממשלתית במחצית השנייה של השנה משקף מגמות סותרות בתקבולים ובחשולומים של הממשלה. מחד גיסא חלה ירידה נומינלית בסך האשראי שניתן לממשלה בידי הציבור ומערכת הבנקאות, וחלה ירידה ריאלית בסך תקבולי המסים. מאידך גיסא עלו סך תשלומי הממשלה בקצב ריאלי מהיר. כחינת פעולותיה של הממשלה מורה, כי מקור הגידול בהזרמה נעוץ בפעולותיה הפיסקליות והפיננסיות כאחד. עודף התשלומים על התקבולים של הסקטור הציבורי גדל במחצית השנייה בכ-20 מיליארד ל"י, כאשר למעלה ממחציתו (כ-12 מיליארד) נובעת מפעולותיה הפיננסיות של הממשלה, הן בשל ירידת צבירת חסכונות הציבור והן בשל העלייה בנפח האשראי לזמן בינוני וארוך למשקי הבית ולענפי המשק (ראה פרק י"ז).

הגידול הרב בהזרמה, במחצית השנייה של 1979, משקף בחלקו תגובה מקוזת של כוחות השוק לריסון האשראי. סביר להניח, כי העלייה הגדולה בריבית על האשראי היתה גורם מכריע בירידת גיוס ההון מהציבור. יצירת פער משמעותי בין הריבית על אשראי לבין הריבית על נכסים גרמה לכך, שהציבור צמצם צבירת נכסים כתחליף לאשראי. העלאת מחירי האשראי, וההגבלות הכמותיות שהוטלו עליו, גרמו כנראה גם לצמצום אשראי ספקים לממשלה, לדחיית תשלומי מסים ואף להקטנתם. מכאן שהאפקטביות של מדיניות מוניטרית מרסנת, שאינה מלווה בצמצום עודף הביקוש הממשלתי — מוגבלת.

חוסר הוודאות לגבי התפתחות ההזרמה של הסקטור הציבורי, והגידול הרב בגירעונות של הבנקים, שהיו בין המקורות להתרחבות הניכרת באשראי בשנתיים האחרונות, הניעו את בנק ישראל להגדיל את עלות הרחבת האשראי בל"י לבנקים בשיעור, שימנע חריגות ממדיניות האשראי. החל מחודש אפריל ניתנו לבנקים הלוואות מוזלות לכיסוי גירעונותיהם. בתמורה, התחייבו הבנקים להקפיא את האשראי במטבע חוץ (במונחי דולרים), ולהגביל את הגידול באשראי בל"י, לשיעור שנע בין 0 ל-4 אחוזים לחודש, בהתאם לתקופה. מאחר שחריגה מהתקרות גררה הפחתה בהלוואה המוזלת, נוצר בשוליים מחיר אשראי, שמנע את הרחבתו מעבר לתקרות, וגרם לכך, שהבנקים הנהיגו קיצוב אשראי בל"י ברוב חודשי השנה. מדיניות זו הוחרפה בחודש נובמבר כאמצעות ריסון רב יותר בתקרות.

תוספת הריבית הישירה על האשראי במטבע חוץ, והגידול בעלות הרחבת האשראי בל"י גרמה לעלייה משמעותית בריבית הריאלית, ובמיוחד באשראי במטבע חוץ. קשה אמנם לגזור חד-משמעית את מהלך הציפיות לשינוי בשער החליפין ובמדד המחירים, אך בהנחה כי הציבור לא ציפה לפיחות ריאלי, נמצא כי הריבית הריאלית על האשראי במטבע חוץ עלתה מרמה של כ-2 אחוזים בתחילת השנה ל-14 אחוזים בערך בחודש אפריל³. גם הריבית על האשראי בל"י עלתה, אך

² ההזרמה הבסיסית כוללת גיוס הון נטו, כאמצעות מכירת אג"ח לציבור. הספיגה למעט גיוס הון נטו במחצית הראשונה הסתכמה בכ-3 מיליארד ל"י.

³ גם בשיטות מדידה אחרות של הציפיות מתברר, כי חלה עלייה בריבית הריאלית על האשראי לזמן קצר. ליתר פירוט — ראה פרק ט"ז, סעיף ד"ד, וכן לוח ט"ז-5.

האשראי לזמן קצר, בינוני וארוך, 1977 עד 1979
(אחוזים)

האשראי לזמן קצר ממערכת הבנקאות, למעט דלק							
התפלגות היתרות בסוף התקופה				העלייה או הירידה (—) ביתרות ממוצעות			
נומינלית		ריאלית					
1979	1978	1979	1978	1979	1978	1977	
53.5	53.6	47.9	84	83	22	2	אשראי לשוק המקומי
46.5	46.4	52.1	124	90	49	6	אשראי מוכוון ליצוא
100.0	100.0	100.0	101	86	33	4	סך הכול
50.0	43.6	29.8	51	44	1	—19	מזה : במטבע ישראלי
50.0	56.4	70.2	169	118	79	22	במטבע חוץ
האשראי לזמן בינוני וארוך				העלייה או הירידה (—) בזרמים			
התפלגות הזרמים		נומינלית		ריאלית			
1979	1978	1979	1978	1979	1978		
64.8	64.6	62.0	60	77	—6	4	ענפי משק
23.7	23.3	24.6	58	92	—6	—9	משקי בית
11.5	12.1	13.4	68	103	1	6	רשויות ומוסדות לאומיים
100.0	100.0	100.0	61	83	—5	1	סך הכול

המקור: האשראי לזמן קצר ממערכת הבנקאות — לוח ט"ז-א.
האשראי לזמן בינוני וארוך — לוח י"ז-3 וי"ז-4.

בסוף השנה היא היתה עדיין נמוכה מזו שבמטבע חוץ. למרות זאת, חל גידול במשקלו של האשראי במטבע חוץ, — תופעה שיש בה כדי להעיד, כי מחירו של האשראי במטבע חוץ סימן את שולי מחיר האשראי במשק.

מדיניות האשראי התרכזה בריסון האשראי החופשי (למעט דלק), וכך גדל אשראי זה במשך השנה ב-71 אחוזים, בעוד שמדד המחירים לצרכן עלה ב-111 אחוזים, במקביל נמשך הגידול המהיר, שאיפיו את השנים האחרונות, באשראי ליצוא; לפיכך גדל סך האשראי הבנקאי (למעט דלק) ב-102 אחוזים (לוח ט"ז-8). מדיניות זו באה לאחר התרחבות מהירה באשראי הבנקאי אשתקד, כך שבממוצע שנתי גדל האשראי הבנקאי (למעט דלק) בכ-4 אחוזים ריאלית; (לוח ט"ז-1), בעוד שהשימושים המקומיים במשק (למעט יבוא כטחוני ישיר) גדלו בכ-8 אחוזים ריאלית. גם בתנאי האשראי המוכוון, לזמן בינוני וארוך, חלו השנה שינויים משמעותיים. רוב האשראי לזמן בינוני וארוך ניתן בהכוונת הממשלה, ועד 1979 הוא ניתן בריבית נומינלית הנמוכה במדה רבה מקצב האינפלציה. ההאצה הניכרת בקצב האינפלציה הגדילה את הסובסידיה הגלומה באשראי לזמן ארוך, ולכן החליטה הממשלה במאי 1979, על שינוי משמעותי בתנאי האשראי, כדלקמן:
א. ההלוואות לענפי המשק יוצמדו כמלואן למדד המחירים, בתוספת ריבית 0.5 עד 1.5 אחוזים; לחילופין, הן יוצמדו לשער הדולר בתוספת ריבית של 6 עד 7 אחוזים.
ב. הלוואות, הנמצאות בתהליך אישור, יוצמדו בשיעור 70 אחוזים למדד המחירים, בתוספת ריבית הנעה בין 0.5 ל-2.5 אחוזים, או לחילופין, הצמדה מלאה לשער הדולר, בתוספת ריבית דומה.

ג. האשראי למשתכנים באזורי הפיתוח יוענק ברובו בריבית נומינלית, ורק חלקו יוצמד למדד, ואילו ביתר האזורים — יוצמד רוב האשראי למדד המחירים. והריבית תנוע בין 0 ל-5 אחוזים. לעומת ההחמרה במחיר האשראי, הוגדל היקף האשראי, והארכה תקופת הפירעון — מכ-12 שנים לכל היותר, ל-20 שנים, וצומצם נטל הפירעון ההתחלתי.

סביר להניח, כי השפעת השינוי בתנאי האשראי לזמן בינוני וארוך תתבטא בענפי המשק בעיקר בשנה הבאה, בעוד שבענף המגורים היא הורגשה כבר השנה משתי סיבות: ראשית, חלק גדול מהאשראי, שהוענק השנה, לענפי המשק ניתן בתנאים הקודמים; שנית, חוקי המס הנוכחיים מגדילים את הסובסידיה הגלומה בתנאים הנוכחיים לחלק מהחברות במשק (ליתר פירוט — ראה פרק י"ז).

הגורם האחר, הקובע את מדיניות האשראי לטווח ארוך, הוא היקף האשראי המוענק. קיומם של קריטריונים קבועים למתן אשראי מותיר את קביעת היקף המימון לפי הביקוש, אך יש לציין, כי נוסף על האשראי, הנובע מהקריטריונים הקבועים בחוק, ניתן למשקיעים ולמשתכנים גם "אשראי משלים", המשמש למעשה כווסת של נפח האשראי. השנה בוטל כמעט כליל ה"אשראי המשלים" — תופעה המעידה על נקיטת מדיניות קיצוב ממשלתית, נוסף על שינוי בתנאי האשראי. כתוצאה מכך התייצב ריאלית סך האשראי לזמן בינוני וארוך, לאחר שאשתקד הוא ירד ריאלית. כך נמשך זו השנה השנייה, הפיגור בין גידול האשראי לבין גידול ההשקעה. התפתחות זו משקפת מגמות נוגדות במימון ענפי המשק השונים; המימון למשקיעים בתעשייה ולרוכשי דירות ירד ריאלית, בעוד שהאשראי לשירותים גדל.

הייקור הישיר של הריבית הריאלית על אשראי לזמן קצר, הרעת תנאי המימון על אשראי להשקעות ולדירור, וקביעת התקרות להתפתחותם של כל סוגי האשראי במשק, יצרה קשיי מימון משמעותיים לחברות במשק, ובמיוחד להשקעות. ריסון בריזמני של האשראי המוכון לזמן ארוך, ושל האשראי החופשי לזמן קצר, אילץ את הפירמות להשתמש יותר בהון עצמי, שמחירו גבוה לאין שיעור ממחיר האשראי נטו, לאור הסדרי המס הקיימים במשק. כתוצאה מכך, תרם גורם זה, בצירוף גורמים אחרים (ראה פרק ב') לירידה בביקוש לסחורות ולשירותים. צמצום הביקוש הביא להאטת הפעילות הכלכלית במשק במחצית השנייה, של 1979, וההאטה גדלה ברביע האחרון של 1979 ובמיוחד ברביע הראשון של 1980. הירידה בביקושים התבטאה בירידת הצריכה הפרטית וההשקעות החל מהרביע האחרון של 1979, בעוד שהגידול בצריכה הציבורית וביצוא נמשך. זוהי תוצאה של ריכוז צעדי המדיניות בריסון השימושים המקומיים של הסקטור הפרטי, בעוד שנמשך הגידול בביקוש הממשלתי וגדלו התמריצים ליצוא. זמינות האשראי ליצוא לא נפגעה כלל, יתירה מזו: ההחשה באינפלציה והפטור מתוספת הריבית גרמו לגידול בסובסידיה הגלומה באשראי המוכון ליצוא. מדיניות זו הפלתה לטובה את היצוא, תוך יצירת עיוותים רבים, שהמרכזיים בהם: סיבסוד בלתי אחיד של הערך המוסף ביצוא בענפים שונים, ופגיעה במרחב התמרון של המדיניות המוניטרית, בשל תלותן של ההזרמות בהתפתחות היצוא (ראה גם פרק ה': היצוא).

האפקטיביות של צעדי הריסון בסוף השנה נובעת מהפיגור הנודע להשפעת העלייה בריבית על הביקושים במשק, וכן מהתהליך הממושך של ההשקעה במשק. סביר להניח, שתחילתן של רוב ההשקעות בשנת 1979 נעשתה לפני השינוי במדיניות המוניטרית בשוקי הכספים וההון, ולכן תורגש השפעתה של מדיניות זו בעיקר בשנה הבאה. עדות לכך ניתן למצוא בנתוני התחלות הבנייה לענפי המשק ולמגורים: אלה החלו לרדת כבר ברביע השני של 1979, וברביע האחרון של השנה היתה רמתם נמוכה מאוד לעומת תחילת השנה. גורם נוסף, שיש בו כדי להחריף את ריסון ההשקעות, הוא הרפורמה הצפויה בחוקי המס בעקבות דו"ח הוועדה לבחינת מסוי בתנאי אינפלציה ("ועדת גבאי"). אם תתקבלנה מסקנות הוועדה ותצאנה מן הכוח אל הפועל, תתבטל מאליה הסובסידיה באשראי לזמן ארוך, הנובעת מההכרה בהפרשי הצמדה כהוצאה לצורך מס, וההרעה בתנאי האשראי תהיה מוחשית יותר.

למרות מדיניות האשראי המרסנת, חלה האצה משמעותית בקצב האינפלציה במשך 1979. ברביע הראשון של 1980 הואטה אמנם האינפלציה, אך לאור העלייה המהירה במחירים בחודש

אפריל מוקדם עדיין לקבוע אם אכן היה זה מפנה במגמה. התפתחות זו מעלה את השאלה, אם יש בכוחה של מדיניות מוניטרית מרסנת, המתרכזת בהעלאת מחירי האשראי השונים, ללא מדיניות פיסקלית מרסנת, להביא להאטתו של התהליך האינפלציוני. ייקורו של האשראי לוהו בגידול רב בהזרמה של הסקטור הציבורי החל מאוגוסט 1979, הנמשכת גם עתה. בעיקרה זו תוצאה של עלייה בסך תשלומי הממשלה, אך בחלקה היא נובעת גם מריסון האשראי לסקטור הפרטי, שגרם לכך, שסקטור זה יצמצם את האשראי ותשלומי המסים לממשלה. לאור זאת, ייתכן מאד ששילוב ריסון מוניטרי עם המשך פעולתם של גורמים לתהליך האינפלציוני (כמו גידול בהוצאות הממשלה, ביטול סובסידיות למוצרים, ייקור דלק ועלויות שכר) — עלולים ליצור תהליך של ירידה בפעילות ללא האטה בקצב האינפלציה.

למדיניות שננקטה השנה השלכה חשובה על פוטנציאל הצמיחה של המשק הישראלי. מצד אחד, משפרת הצמדת הלוואות הפיתוח את הקצאת המקורות במשק, והיא עשויה לתרום לצמצום מעורבותה של הממשלה בשוק ההון; אך מן הצד השני הועלתה הריבית על האשראי לזמן קצר לפני ניכוי מס לרמה של כ-15 אחוזים, וזהו שיעור יוצא דופן. העולה בהרבה על המקובל כמשקיס מפותחים. התמדת שיעור מעין זה לזמן ארוך עלולה לפגוע בהשקעות כדאיות למשק ובצמיחתו משום שחלק בלתי מבוטל מההשקעה בענפי המשק ממומן באמצעות האשראי החופשי לזמן קצר והון עצמי. בעית הצמיחה, וההשפעה המקוּזת שיש למדיניות הנסמכת על ריסון האשראי בלבד על ההזרמה הממשלתית, מצביעות על חסרונה של שיטת ריסון באמצעות ייקור משמעותי של האשראי בלבד. מן ההכרח לנקוט מדיניות מוניטרית, שצירה המרכזי יהיה צמצום עודף-הביקוש הממשלתי וההזרמה הנובעת ממנו.

לצעדי המדיניות, שננקטו השנה, נודעה גם השפעה על הרכוש הנקי שבידי הציבור, ועל הרכבו. בהעדר נתונים על הערך הנוכחי של האשראי הבלתי צמוד, לא נדון כאן בכלל הנכסים וההתחייבויות של הציבור, ונתייחס בעיקר להתפתחות הנכסים הכספיים. אלה ירדו השנה בכ-4 אחוזים ריאליים (לוח ט"ו-2) בעוד שמלאי מוצרי התצרוכת בני הקיימא והנכסים הקבועים גדלו במהירות. ייתכן, כי הגידול הרב ברכישת מוצרים בני קיימא הוא תוצאה של תהליך התאמה, לאחר גידול מהיר ביותר בנכסים הפיננסיים, בשנים 1977-1978, בהשוואה למלאי מוצרי התצרוכת בני הקיימא (35 ו-14 אחוזים, בהתאמה). עיתוי הצריכה הגוברת של בני קיימא השמה הוא תוצאה של כניסת מוצר חדש לשוק — הטלוויזיה הצבעונית, ושל ההוזלה היחסית של מוצרי בני הקיימא המיובאים בסוף 1978. בשל הייסוסף הריאלי של ה"י". הגידול בהשקעות בנכסים קבועים משקף מגמות שונות ברכישת דירות ובהשקעות לענפי המשק, ובעיקרו הוא תוצאה של חידוש הצמיחה במשק ב-1978 ושל הציפיות שתהליך זה יתגבר בשנת 1979.

הירידה בנכסים הכספיים של הציבור ב-1979, קשורה בוודאי לשינוי היחס שבין הרכוש הפיננסי לבין הרכוש הפיסי, אך במידה רבה היתה זו גם תוצאה של שינוי בתשואות היחסיות שבין ההתחייבויות לבין הנכסים הכספיים. קיצוב האשראי לזמן ארוך ולזמן קצר, והייקור הישיר של האשראי לטווח קצר, כאשר במקביל התשואות על נכסים הועלו רק במעט, גרמה לצמצום הנכסים, כתחליף זול יחסית לאשראי. מטבע הדברים, שתהליך התאמה זה יחבטא בעיקר בצמצום הנכסים הנזילים; אולם צמצום זה היה חריף במיוחד (14 —) אחוזים ריאליים, בעוד שהנכסים לזמן ארוך ותכניות חיסכון המשיכו לגדול בקצב מהיר, יחסית. השינוי בערך כל נכס בתיק מושפע מהצבירה של הנכס ומהשינוי במחירו היחסי. יש לציין, כי הירידה בנכסים הנזילים ב-1979 נובעת גם מירידה חריפה במחירי השוק של איגרות החוב שבידי הציבור בסוף השנה. ירידה זו אינה משפיעה על ערכן של תכניות החיסכון וקופות הגמל, משום שהם משוערכים על פי עליית מדד המחירים לצרכן⁴. אך עלייתם של נכסים אלה נובעת גם מהמשך צבירתם המהירה, יחסית, שמקורה בשני גורמים: ראשית נמשך הגידול בצבירת משקי הבית בקופות הגמל, בשל הסדרים מוסדיים — חל

⁴ ההצדקה לכך נובעת מאופק ההשקעה הארוך של תכניות החיסכון וקופות הגמל. הנע בין 3 לבין 15 שנים; ומכאן, שלתנודות של מחירי איגרות חוב בשוק בטווח הקצר אין משמעות רבה בהערכה של נכסים אלה מצד הציבור.

הנכסים הכספיים, 1976 עד 1979
(אחוזים)

העלייה או הירידה הריאלית (—)		הרכב הנכסים הכספיים בסוף התקופה				
1979	1978	1979	1978	1977	1976	
—13.7	7.6	27	30	32	37	א. נכסים כספיים נזילים
38.1	—6.5	5	8	10	12	1. בלתי צמודים
7.3	61.0	11	10	7	5	2. פת"מ
—14.4	—8.3	11	12	15	20	3. אג"ח
—2.6	12.7	40	40	40	33	ב. נכסים כספיים לזמן בינוני
—18.0	15.0	9	11	11	8	1. מניות
—6.0	3.8	12	13	13	11	2. פיקדונות פיצויים
						3. תכניות חיסכון
10.4	18.8	19	16	16	14	ופיקדונות צמודים
5.8	14.3	32	30	29	30	ג. נכסים כספיים לזמן ארוך : (קופות גמל וקרן ביטוח חיים)
—3.5	11.5	100	100	100	100	סך כל הנכסים הכספיים
—1.5	20.5	25	25	22	18	מזה : א. צמוד למט"ח
3.6	10.5	60	56	57	62	ב. צמוד למדד
—26.5	4.7	15	19	21	20	ג. אחר

המקור: לוח ט"ז-6 לוח י"ח-14.

גידול בשכר הריאלי, המגדיל באופן ישיר את ההפרשות לקופות הפנסיה; נחתמו הסכמי שר, שהרחיבו את האוכלוסייה החוסכת בקרנות הפנסיה וההשתלמות, וכן הוגדלו הפרשות המעבידים לקרנות הפיצויים וההשתלמות. יצוין, כי ההפרשות הוולונטריות לקופות התגמולים, שבעיקרן הן של עצמאיים, ירדו השנה, למרות השיפור בתשואה, הכוללת הטבות מס — גורם המעיד גם הוא על השפעת ריסון האשראי. שנית, נמשכה רמת הצבירה הגבוהה, שהתקיימה אשתקד, בתכניות החיסכון, בשל עליית התשואה בתכניות החיסכון החדשות, והגדלת המענקים שנתנו הבנקים לחוסכים, במבצעי שיווק תדירים, שנערכו במהלך השנה. כן גדלה השנה האפשרות להשקיע בפיקדונות צמודים לזמן ארוך, שתשואתם גדולה מזו של איגרות החוב, משום שהסכום הכספי המינימלי להשקעה בנכס זה לא הותאם לשינוי המחירים במשק.

הירידה בנכסים הנזילים התרחשה תוך שינוי משמעותי בהרכבם: אמצעי התשלום, הפיקדונות לזמן קצוב בל"י ואיגרות החוב ירדו במהירות, בעוד שמשקל הפת"ם המשיך לגדול. מגמת הירידה במשקלם של הנכסים הבלתי צמודים החלה ב-1973, בעקבות התפתחותו של תהליך אינפלציוני מהיר. מגמה זו הוחרפה בשנתיים האחרונות, משום שקצב האינפלציה הואץ כמדה רכה, וכן בשל כניסת הפת"ם לשוק, עם הליברליזציה כמטבע חוץ. האפשרות להשקיע בפת"ם, שהוא נכס צמוד לשער החליפין, אך נזיל יותר מאגרות חוב, השפיע גם על משקלן של איגרות החוב המוחזקות ישירות בידי הציבור: אלה הצטמצמו, מ-20 אחוזים בסוף 1976, ל-12 אחוזים בסוף 1978. סימנים שונים מורים, כי תהליך ההתאמה בין איגרות החוב לבין הפת"ם בעקבות הליברליזציה הסתיים, כנראה, בסוף 1978. אמנם גם בשנת 1979 חלה עלייה קלה במשקלו היחסי של הפת"ם, אך זו התרחשה כולה ברביע האחרון של השנה, והיא נבעה בעיקר מהתעוררות חששות, שהליברליזציה כמטבע חוץ חוגבל, וכן מחשש להטלת מסי הון על הפרשי הצמדה באיגרות חוב.

לפיכך התרחש ברביע האחרון של השנה פרדון נטו של איגרות חוב, בסכום של כ-6.5 מיליארד ל"י, ואילו הצבירה כפת"ם גדלה בסכום דומה (לוח ט"ז-1). הירידה היחסית באמון הציבור באיגרות החוב נובעת גם מהערכת הציבור, כי ההתפתחות הצפויה בשער החליפין תהיה יציבה יותר משל התפתחות מחירי איגרות החוב בשוק; גורם זה מתבטא בעליית השונויות היחסיות של התשואות על איגרות חוב, וירידה מקבילה בוו של הפת"ם (ראה לוח י"ז-4). חזוק להשפעת הציפיות להגבלת הליברליזציה ניתן למצוא גם במכירות מטבע חוץ לציבור ברביע זה, שעלתה במדה רבה על הגירעון הבסיסי במאזן התשלומים של הסקטור הפרטי; אינדיקטורים שונים מורים, כי חלק בלתי מבוטל מהרכישות נבע מצבירת שטרי כסף זרים בידי הציבור.

מיון כלל הנכסים הכספיים של הציבור לפי סוג הנכס מורה, כי משקלם של הנכסים הצמודים למטבע חוץ לא השתנה כמעט השנה, בעוד שמשקלם של הנכסים צמודי המדד עלה בכ-4 אחוזים. גידול זה משקף את התרחבותם של קופות הגמל ותכניות החיסכון, שנבע, כאמור, מהסכמי שכר ומשיפור תנאים, אך גם משום שהתגודות הספקולטיביות ברכיבים אלה קטנות בדרך כלל. הציבור מעריך, כנראה, שגם אם איגרות החוב תפגענה, תפסח פגיעה זו על החיסכון המוסדי. מבט ארוך טווח יותר מלמד, כי הליברליזציה במטבע חוץ תרמה בעיקר להגדלת רכיב מטבע החוץ בנכסים הנזילים של הפרטים, הן על חשבון אמצעי התשלום והן על חשבון איגרות החוב שבידי הציבור; ואילו החיסכון לטווח ארוך המשיך להתרכז, כבעבר, בנכסים הצמודים למדד המחירים, משום שמנקודת ראות של הזמן הארוך, מעניקים צמודי המדד תשואה ריאלית גבוהה יותר, וסיכון קטן יותר מאשר צמודי מט"ח. כסיכומו של דבר, משקלם של צמודי המדד בסך הנכסים הכספיים לא השתנה כמעט מאז 1976, ואילו הנכסים הצמודים למטבע חוץ בתיק הכולל תפסו את מקומם של הנכסים הבלתי צמודים.

העלייה בנכסים הצמודים לוותה בירידת הנכסים הבלתי צמודים והמניות. השנה פחת הביקוש למניות, במדה רבה, בעיקר משום שהתרחבות מהירה מאוד בהיצע המניות אשתקד גרמה לירידה חריפה בתשואתן הריאלית (לפירוט — ראה פרק י"ח).

בהתפתחות תיק הנכסים הכספיים של הציבור טמונה אף השלכה על המקורות, שעמדו לרשות שוק ההון, לשם מתן אשראי להשקעות. השנה נמשכה הירידה הריאלית בצבירת נכסים בידי הציבור, בשיעור 7 אחוזים וכן חלה ירידה דומה במקורות, הנובעים מפירעון הלוואות העבר. על אף זאת, נשמרה הרמה הריאלית של האשראי לזמן ארוך, שנתן שוק ההון, בזכות הגידול במקורות המשלימים (ממשלה, חו"ל ובנק ישראל) המגשרים על פערים מעין אלו, וכן באמצעות צמצום השימושים קצרי המועד של שוק ההון וההעברות למערכת הבנקאית המסחרית.