

פרק ט"ז

ההתפתחויות העיקריות בשוקי הכספים וההון

בשנת 1978 נמשך המעבר של הציבור לאפיקי הנכסים והאשראי החדשים, שנפתחו בפניו עם הרפורמה במטבע חוץ בשלהי 1977. במקביל היה על בנק ישראל להתמודד עם הויקה המוגברת, שיצרה רפורמה זאת, בין המדיניות המוניטרית לבין התפתחות מאזן התשלומים. במשך השנה נמשכת ההתרחבות המוניטרית-פיננסית הריאלית: בשינויי הרכב, שהבולטים בהם היו עליות משקל הנכסים וההתחייבויות במטבע החוץ בתיק של הציבור, וירידה יחסית בהיקף האשראי לזמן בינוני וארוך ובממדי הצבירה באפיקי החסכון לזמן ארוך, שמציעה המערכת המוסדית של שוק ההון. ההתרחבות המוניטרית-פיננסית היתה איטית יותר, במונחים ריאליים, מזאת שאירעה ב-1977, אך בהאטה זו, ואף בהשפעתם של גורמי ביקוש פיננסיים, שפעלו השנה, לא היה כדי למנוע השפעה מרחיבה של המשתנים המוניטריים על התפתחות הפעילות והמחירים השנה. הרפורמה במטבע חוץ כללה שלושה יסודות, שרישומם ניכר בהתפתחויות המוניטריות ב-1978, וחייב התמודדות של המדיניות:

(א) הליברליזציה, שאיפשרה לציבור הרחב להחזיק נכסים במטבע חוץ ולשאוב אשראי חופשי במטבע חוץ, פתחה למעשה את שוק הכספים הישראלי כלפי שוק הכספים הבינלאומי, הגדילה את מרחב הנכסים וההתחייבויות שמשמעותם מוניטרית; כך פחתה, באופן ניכר, יכולתה של הרשות המוניטרית לקיים מערכת שערי ריבית מקומיים, שיחרגו במדה ניכרת ממחירו הצפוי של האשראי החופשי מחוץ לארץ (הכולל את המחיר במטבע חוץ, בתוספת השיעור הצפוי של שינוי השער).²

(ב) נידוד המטבע — כלומר נטישת ההתחייבות של בנק ישראל לקנות ולמכור כל כמות של מטבע חוץ (לשימושים מאושרים) בשער חליפין, הנקבע בידי הרשויות. הנידוד כשלעצמו יכול היה לבודד את התפתחות בסיס הכסף במטבע מקומי מתנועות ההון הפרטיות במאזן התשלומים, אך יצר זיקה חזקה בין ההתפתחות המוניטרית המקומית לבין תנועות הון, ולבין התפתחות שער החליפין.

(ג) איחוד השערים, שהתבטא בעיקר בביטול התמיכות המתקצבות ליצוא, ולפיכך בהפחתה יחסית של שער החליפין ליצוא לעומת השער לעסקאות פיננסיות.

שינויים אלה יצרו מצב מוניטרי חדש, שבו קיימים היצעים גמישים של נכסים והתחייבויות במטבע חוץ לציבור, וממדי סך ההתרחבות המוניטרית (קרי, סכום ההתרחבות במטבע מקומי

¹ ההתייחסות הריאלית בפרק זה לנכסים היא בניכוי מדד המחירים לצרכן, לאשראי לזמן קצר — בניכוי מדד שימושים, ולאשראי לזמן ארוך ובניכוי — בניכוי מדד מחירי השקעות.

² יש להדגיש, כי גם בעבר לא היה שוק הכספים המקומי מנותק לחלוטין מהשווקים הבינלאומיים, וגם לאחר הליברליזציה לא קבעו שערי הריבית הבינלאומיים, בצירוף הציפיות ביחס לשער, את רמת הריבית החופשית המקומית, אלא רק הגדירו תחום, שבו היא יכולה לנוע. השפעת הליברליזציה התבטאה בצמצומו של תחום זה.

ובמטבע חוץ) נקבעים, במדה רבה, על סמך ביקושי הפיננסיים של הציבור. הגם שגברה יכולתה של המדיניות המוניטרית להשפיע על ההתרחבות המוניטרית במגזר שבמטבע ישראלי, פחתה חשיבותו היחסית של מגזר זה, ונוצרה אפשרות לסתירה בין המטרות המקומיות של המדיניות המוניטרית לבין מטרות מאזן התשלומים. כך היה במדיניות מוניטרית מרסנת, המכוונת לצמצום הביקושים המקומיים, כדי להגביר את תנועת ההון לזמן קצר מחוץ לארץ למשק, ולהביא, לפחות בזמן הקצר, לירידת שער החליפין הריאלי ולפגיעה ברווחיות היצוא (את היצוא לא ניתן היה לעודד דרך הגדלת תמריצי יצוא, לאחר ההחלטה על איחוד שער). במלים אחרות: נוצר מצב, שבו ניהול מדיניות מוניטרית מרחיבה, יחסית, העולה בקנה אחד עם המטרות הבסיסיות של מאזן התשלומים, מחייב רקע של מדיניות פיסקלית מצמצמת.

בהעדר מדיניות פיסקלית מרסנת ב-1978, הועמדה הרשות המוניטרית בפני בחירה קשה, בין הפעלת מדיניות מרסנת, שתצמצם ביקושים מקומיים ותפגע ביצוא בזמן הקצר, לבין מדיניות מרחיבה, שתסייע להשגת מטרות מאזן התשלומים בזמן הקצר, במחיר של ויתור על ריסון הביקושים המקומיים. בראשית השנה הופעלה מדיניות מוניטרית מרחיבה, יחסית, אך לנוכח התפתחות הפעילות והמחירים, החל בנק ישראל להפעיל בהדרגה מדיניות מרסנת יותר. בעקבות הפעלתה של מדיניות זו, ועם האטת קצב שינוי שער החליפין החל מאוגוסט³, נוצרו תמריצים חזקים להגדלת יבוא ההון הפרטי לזמן קצר מחוץ לארץ (הפתחת הציפיות לפיחות צמצמה את העלות הצפויה של יבוא הון מחוץ לארץ). כך נוצר תהליך ציפיות המצדיק את עצמו, שבו ממתין יבוא ההון לזמן קצר את עליית שער החליפין, מפחית את הציפיות לשינוי השער ומגביר את התמריץ ליבוא הון נוסף לזמן קצר. בתנאים אלה הוחלט על החלשת הקשר שבין התפתחות שער החליפין לבין המדיניות המוניטרית, בדרכים אדמיניסטרטיביות שהביאו לייקור האשראי החופשי במטבע חוץ בהשוואה למחירו בחוץ לארץ. שינוי זה איפשר לבנק ישראל להפעיל בראשית 1979 מדיניות מרסנת יותר, בלא שתיגרם ירידה נוספת בשער החליפין הריאלי. יש לציין, שהציבור צפה צעדים אלה, והגדיל תוך שבועיים בצורה ניכרת את שאיבת האשראי במטבע חוץ (בכ-250 מיליון דולר) סמוך להפעלתם.

בעקבות נטישת ההתחייבות למכור ולקנות כל כמות מטבע חוץ, היה על בנק ישראל לגבש לעצמו מדיניות ביחס לעסקותיו במטבע חוץ עם הציבור, לאחר נידוד השער. כעיקרון כללי נקבע, שהתערבותו הישירה של הבנק בשוק מטבע החוץ תוגבל למיתון תנודות בלתי מייצבות בזמן הקצר, בלי להשפיע על כיוון ההתפתחות, המוכתב לאורך זמן דרך כוחות ההיצע והביקוש הבסיסיים למטבע חוץ. למעשה הפעיל בנק ישראל מדיניות זאת כדי לאפשר קשר הדוק בין התפתחות שער החליפין הריאלי לבין הגירעון הבסיסי של הסקטור הפרטי⁴. עם ההתאוששות בפעילות המקומית, חלה הרעה בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי, ובו בזמן גדל יבוא ההון שלו לזמן ארוך ובינוני. בתנאים אלה לא הפחית בנק ישראל בשלושת הרבעים הראשונים של השנה את מכירות מטבע החוץ שלו לסקטור הפרטי, למימון עודף תשלומיו של סקטור זה בעסקותיו עם חוץ לארץ, ואף הגדיל אותן במקצת⁵. כתוצאה ממדיניות זו, נוטרלה במדה רבה השפעתו הנקייה

³ לכאורה היה במדיניות המוניטרית המצמצמת יותר, שנהגה באותו זמן, כדי לתרום לבלימת שער החליפין באוגוסט, דרך הגברת יבוא ההון לזמן קצר, אך נתוני יבוא ההון לזמן קצר לאותה תקופה אינם מעידים על השפעה כזאת.

⁴ הכוונה להפרש שבין גירעונו של הסקטור הפרטי בחשבון השוטף לבין יבוא ההון הנקי שלו לזמן ארוך ובינוני.

⁵ גרעונו הרבעוני של הסקטור הפרטי בחשבון השוטף גדל מכ-300 מיליון דולר ב-1977 לכ-400 מיליון דולר בשלושת הרבעים הראשונים של 1978. בו בזמן גדל יבוא ההון לזמן ארוך ובינוני של סקטור זה מ-230 מיליון דולר לרביע ל-270 מיליון דולר לרביע, כך שהגירעון הבסיסי שלו גדל בכ-60 מיליון דולר לרביע. בתקופה זאת הגדיל בנק ישראל את מכירות מטבע החוץ שלו לציבור, לכיסוי עסקותיו

של הביקוש הנכסי למטבע חוץ על שער החליפין. מאוחר יותר, עם ההאטה החדה שחלה בקצב השינוי בשער החליפין יחסית לעליית המחירים, החל בנק ישראל לרכוש נטו מטבע חוץ מהציבור.⁶

בהעדר תחלופה מלאה בין קבוצות שונות של נכסים והתחייבויות שבידי הציבור, ובהתחשב בשינויים המתמידים החלים במשקלותיהם ואף בתכונותיהם של מצרפים שונים (תופעה שבלטה במיוחד ב-1978), — לא ניתן לאפיין את ממדי ההתרחבות המוניטרית-פיננסית באמצעות נתון יחיד. בחינת התפתחותם של שורת אינדיקטורים מצביעה על כך, ש-1978 היתה שנה של התרחבות מוניטרית פיננסית. ערך מצבת הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור עלה במשך השנה ב-65 אחוזים, וערך הנכסים הנזילים, יחסית, שבידיו עלה ב-63 אחוזים, בהשוואה לעלייה של 48 אחוזים במדד המחירים לצרכן. יתרות האשראי משוק הכספים לפעילות מקומית וליצוא (בניכוי יהלומים) עלו (כל אחת) ב-74 אחוזים במשך השנה, לעומת גידול של כ-57 אחוזים במדד מחירי

לוח ט"ז-1

התפתחות הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור, 1976 עד 1978
(אחוזים)

התפלגות היתרות לסוף תקופה				העלייה או הירידה (—) ביתרות לעומת השנה הקודמת	
1976	1977	1978	נומינלית	ריאלית ⁴	1978
נכסים לזמן קצר ¹	28	30	31	83	28
מזה : אמצעי תשלום	10	8	7	39	—3
פת"מ (עו"ש + ז"ק)	5	7	10	136	66
פיקדונות פיצויים	1	14	13	114	50
נכסים לזמן ארוך ²	72	70	69	66	16
ניירות ערך בהחזקה ישירה	20	18	16	53	7
איגרות חוב	(14)	(10)	(7)	(13)	(—21)
מניות	(6)	(8)	(9)	(150)	(75)
במסגרות חיסכון ממוסדות	52	52	53	71	20
מזה : תכניות חיסכון מאושרות	(14)	(16)	(16)	(83)	(28)
קופות גמל	(28)	(27)	(28)	(64)	(15)
סך כל הנכסים	100	100	100	71	20
מזה : נכסים נזילים ³	32	27	26	41	—1

(1) נכסים לזמן קצר, כולל אמצעי תשלום ; פיקדון תושב מקומי (פת"מ) עובר ושב וזמן קצוב ; פיקדונות לזמן קצוב, ופיקדונות פיצויים (פת"מ פיצויים).

(2) נכסים לזמן ארוך כוללים : קופות גמל, תוכניות חיסכון מאושרות, נכסים בקרנות נאמנות, קרן ביטוח חיים, פיקדונות צמודים לזמן ארוך וניירות ערך בהחזקה ישירה.

(3) נכסים נזילים כוללים : אמצעי תשלום, פיקדונות תושב מקומי (פת"מ) עובר ושב וזמן קצוב, איגרות חוב בידי הציבור ופיקדונות לזמן קצוב.

(4) העלייה או הירידה הנומינלית מנוכה במדד מחירים לצרכן.
ה מקור : עיבודי בנק ישראל.

עם חו"ל, מכ"ל, 190 מיליון דולר לרביע ל-225 מיליון דולר לרביע, כלומר במדה הנופלת מגידול הגירעון הבסיסי (ראה לוח ו"11).

⁶ בהשוואה לשלושת הרבעים הראשונים של השנה, ירד הגירעון הבסיסי של הסקטור הפרטי ברביע האחרון ב-220 מיליון דולר. באותו רביע קנה בנק ישראל מהציבור 330 מיליון דולר.

השימושים הפרטיים (מנוחה גם הוא מיהלומים)⁷. הורמת האשראי לזמן בינוני וארוך עלתה ב-60 אחוזים, לעומת עלייה של כ-70 אחוזים במדד מחירי ההשקעות, וחלה בה אפוא ירידה ריאלית, שבממדיה נמוכה היא מעליית האשראי לזמן קצר.

לעומת הגידול המהיר בנכסים ובאשראי, חלה הצטמקות ריאלית בבסיס הכסף, שגדל רק בכ-30 אחוזים (בממוצע שנתי ולאורך השנה), אך בהתחשב בזיקה שבין התפתחות זו לבין הגידול בפת"מ, יש לראות בה בעיקר הבט להצטמקותו היחסית של המגזר המוניטרי במטבע ישראלי, ולא לצמצום מוניטרי כללי.

שני גורמים חשובים פעלו השנה להגדלת הביקושים לנכסים ולהתחייבויות פיננסיים: ראשית, — עצם החשת הפעילות, לאחר תקופת קיפאון ממושכת, היתה עשויה להפעיל השפעות מכפיל על הביקושים לנכסים ולאשראי (מה גם שחלק מהרחבת הפעילות התבטא בהשקעות ורכישת מוצרים בני קיימא, שהם שימושים עתירי אשראי). שנית, נראה שלפתיחת אפיקים חדשים לנכסים ולאשראי, ולשינויים שחלו בתשואות היחסיות (כמו הגדלת הפער בין מחיר האשראי המוכוון לבין התשואה על נכסים במטבע חוץ) היתה השפעה מרחיבה על הביקושים הפיננסיים. כדוגמה להשפעת הליי-ברליזציה על סך הביקושים הפיננסיים ניתן לציין את הגברת אפשרות התחלופה בין פיקדונות במטבע חוץ לבין מלאי יבוא (שגידולם היה קשור בעבר, בין היתר, בעוצמת הציפיות לשינוי שער החליפין).

בהתחשב בהשפעות אלה ניתן היה לכאורה, לומר, שההרחבה המוניטרית ב-1978 עצמה לא חרגה מעבר למתבקש מהרחבת הפעילות והשינויים המבניים, שחלו בשווקים הפיננסיים⁸; אולם יש לזכור, שההרחבה השנה באה בעקבות הרחבה מוניטרית-פיננסית ריאלית גדולה עוד יותר אשתקד⁹. בסך הכל הצטברה בשנתיים אלה הרחבה מוניטרית רבת ממדים, שפעלה כאחד הגורמים להגדלת הביקושים ב-1978, ומכאן להגברת הפעילות הכלכלית ולהאצת תהליך עליית המחירים.

מקורותיה הבסיסיים של ההתרחבות המוניטרית-פיננסית נשאר, כבעבר, תזרים המזומנים הקשור לעודף הביקוש הממשלתי, העברת האשראי המסובסד לציבור ממקורות הממשלה ובנק ישראל, וגירעונו הבסיסי של הסקטור הפרטי במאזן התשלומים. מעבר לגורמים בסיסיים אלה, נקבע היקף ההתרחבות המוניטרית-פיננסית, במדה רבה, על סמך החלטות הציבור, לאור מבנה התשואות העומד בפניו (ובפרט התשואות על איגרות חוב וחיסכון לזמן ארוך, ושער הריבית על האשראי החופשי מחוץ לארץ)¹⁰.

⁷ גם במונחי ממוצעים שנתיים, מתקבלת תמונה של הרחבה ריאלית של הנכסים והאשראי (עם גידול ריאלי גבוה במיוחד של האשראי ליצוא). יש לציין, שהנתונים המובאים כאן נוטים למעשה להמעיט מממדיה הריאליים של הרחבת האשראי משוק הכספים לפעילות מקומית וליצוא משתי סיבות: (א) באשראי זה מצומצם יחסית חלקו של האשראי להשקעות, בעוד שהעלייה הגבוהה במחירי ההשקעה מטה את מדד השימושים כלפי מעלה; (ב) ההרחבה המהירה של האשראי לענף היהלומים קשורה אמנם בעיקר בהתייקרות המלאים המוחזקים בענף, אך הורמת האשראי לענף זה חרגה מהמתבקש מאומדן תזרים המזומנים שלו, (ייתכן אמנם שחלק מעודף זה שימש לפירעון אשראי של הענף מחוץ לארץ).

⁸ מה גם שב-1978 גדל האשראי לזמן קצר מהסקטור הפרטי לממשלה.
⁹ ראה לוחות ט"ז וט"ז². יש לשים לב לכך, שנתוני האשראי לזמן ארוך בלוח ט"ז מובאים כממוצעים שנתיים, ואין סתירה בין העובדה, שממוצעים אלה גדלו מהר יותר ב-1978, לבין העובדה, שהגידול הריאלי של אשראי זה הואט ב-1978 לעומת 1977.

¹⁰ ניתוח מפורט של המקורות הבסיסיים לכלל ההתרחבות המוניטרית-פיננסית, והשפעת שיעורי התשואה על ממדיה של התרחבות זו בפועל, מחייבים מסגרת מושגית, שעדיין אינה מצויה בידינו. תחכים ספציפיים של מסגרת כללית כזאת מצויים בלוח י"א³, בדיון על בסיס הכסף בפרק י"ז, ובדיון על הממשלה בפרק י"ח.

במשך השנה חלו מספר שינויים בהרכב תיק הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור. הבולט שבשינויים אלה הוא הגידול הרב במשקל הפת"מ — הן עובר-ישוב והן לזמן קצוב. הגידול הרב בפת"מ נבע בחלקו מהעדפת הגופים, העוסקים במטבע חוץ, להחזיק נזילות במטבע חוץ (ובמקביל — לשימוש במימון במטבע חוץ). מעבר לכך, משכו תכונות הפת"מ את הציבור הרחב, לשימוש בו כאוגר ערך לזמן קצר ובינוני, וכנראה גם לזמן ארוך. במקביל להגדלת השימוש בפת"מ כתחליף לכסף, נמשכה הירידה הריאלית באמצעי התשלום ובדמויי הכסף הבלתי צמודים האחרים במטבע ישראלי. הגברת הפעילות הרבה ועלויות השערים החדות, שאיפיינו את שוקי המניות ב-1977 שוב לא חזרו ונשנו השנה ובמחצית השנייה של השנה ניכרה אף נסיגה בשוק זה, עם החשת שיעור האינפלציה והנפקות גדולות של הקונצרנים הבנקאיים. במשך השנה, ובפרט במחציתה

לוח ט' 2

התפתחות האשראי לזמן קצר, בינוני וארוך, 1976 עד 1978 (אחוזים)

העלייה או הירידה (—) ביתרות הממוצעות לעומת השנה הקודמת			התפלגות היתרות הממוצעת		
1978	1977		1978	1977	1976
אשראי לזמן קצר ממערכת הבנקאות					
110	74	15	44	56	64
לפעילות מקומית					
1(29)	(105)	1(16)	(60)	(24)	(23)
235	110	24	52	24	22
מזה : אשראי חופשי במטבע חוץ					
ליצוא (למעט ענף היהלומים)					
15	83	35	46	80	86
סך הכול (למעט ענף היהלומים)					
23	182	13	102	20	14
יהלומים					
21	97	7	52	100	100
סך הכול					
התפלגות הורמים במשך התקופה					
אשראי לזמן בינוני וארוך					
באמצעות המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון					
12	50	..	71	75	..
מהממשלה שלא באמצעות המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון					
5	79	..	15	14	..
מפיקדונות למתן הלוואות במטבע חוץ בבנקים					
17	100	..	14	11	..
סך הכול					
6	60	..	100	100	..

- (1) השינוי הנומינלי, מנוכה במדד מחירי שימושים מקומיים פרטיים.
 - (2) השינוי הנומינלי, מנוכה במדד מחירים אפקטיביים של יצוא מוצרים (ללא יהלומים).
 - (3) השינוי הנומינלי, מנוכה במדד מחירי שימושים מקומיים פרטיים ויצוא סחורות ושירותים ללא יהלומים (בשער אפקטיבי).
 - (4) השינוי הנומינלי, מנוכה במדד מחירים אפקטיביים של יצוא יהלומים.
 - (5) השינוי הנומינלי, מנוכה במדד מחירי שימושים בניכוי צריכה ציבורית.
 - (6) השינוי הנומינלי, מנוכה במדד מחירי השקעות.
- ה פ ק ו ר : אשראי לזמן קצר ממערכת הבנקאות — לוח י"ז-5, אשראי לזמן בינוני וארוך וחישובי מחירים — עיבורי בנק ישראל.

השנייה, פחתה יציאתו של הציבור, נטו, מהחזקה ישירה של איגרות חוב – תופעה הקשורה לפעולות העידוד המיוחדות של בנק ישראל לקראת הפירעונות הגדולים של סוף השנה, להתפתחות שער החליפין והמחירים באותו זמן, ואולי גם להפרש התשואה הריאלי המצומצם שבין איגרות אלה לבין הנכסים לזמן ארוך; לבסוף, חלה התמתנות בשיעור הצבירה במסגרות המוסדיות לטווח ארוך, שמציע שוק ההון – וזאת לאחר האצת הצבירה הריאלית הרבה בהן אשתקד. כהללה ניתן לומר, שהשנה פחת יחסית משקלם של הנכסים שבקצות מסדר הנוזלות, עם נטייה להגדלת הנוזלות של הנכסים הנוזלים למחצה.¹¹

התופעות הבולטות ביותר בהתפתחות הרכב האשראי השנה היו ההגדלה המהירה בהיקף האשראי החופשי והמוכוון במטבע חוץ, והירידה הריאלית בהורמת אשראי לזמן בינוני וארוך. במהלך השנה בלטה התחלופה שבין האשראי החופשי במטבע חוץ לבין אשראי במטבע ישראלי; ירידת משקלו היחסי של האשראי במטבע הישראלי היא במדה רבה תוצאה של הצבירה הגדולה בפת"מ, אשר צמצמה את הורמת המקורות למגזר הבנקאי במטבע ישראלי.¹² האשראי המוכוון במטבע חוץ ליצוא גדל בשיעור מהיר מהמתבקש מהתפתחות פעילות היצוא. התפתחות זאת קשורה הן בגידול ההפרש שבין שער הריבית עליו לבין תשואות אלטרנטיביות במטבע חוץ, והן בגורמים שהניעו את גידולו של האשראי החופשי במטבע חוץ; – שהרי לא ניתן למנוע מפירי מות, הפועלות בעת ובעונה אחת בשוק היצוא ובשוק המקומי, מלבצע תחלופה בין אשראי לפעילות מקומית לבין אשראי ליצוא, כל עוד שאיבת האשראי ליצוא נעשית במסגרת תנאי הוצאות שלהן.¹³ כנגד ההרחבה המהירה באשראי ליצוא במטבע חוץ, נמשכה מדיניות צמצום האשראי המוכוון במטבע ישראלי ליצוא ולפעילות מקומית – אשראי, ששיעור הסבסוד עליו גדל בשנים האחרונות, בשל הפיגור שבין התאמת שערי הריבית להחשת קצב האינפלציה.

הירידה הריאלית בהיקף האשראי לזמן ארוך ובינוני השנה, למרות בלימת הירידה הריאלית בהיקף ההשקעות, נבעה בעיקר מפיגור של האשראי אחרי ביצוע השקעות, ומעלייה חדה במיוחד במחירי ההשקעה השנה שלא התבטאה, כאמור, בערך האשראי. התפתחות זו לוותה, ככל הנראה, בהגברת ההזדקקות לאשראי משוק הכספים, למימון ביניים של השקעות, וצפויה להביא להרחבה רבה יותר באשראי לזמן ארוך ובינוני בשנה הבאה. ב-1978 ירד חלקה של המערכת המוסדית המצומצמת של שוק ההון בהעברת אשראי לזמן ארוך ובינוני, ועלה יחסית חלקו של אשראי זה, שניתן ישירות בידי הממשלה והבנקים המסחריים, מתוך קווי האשראי שלהם במטבע חוץ (בעיקר בביטוח שער). נראה, ששליטתה של הממשלה על הכוונת האשראי בצינורות האחרונים רבה יותר, אף שפזיזו בין אפיקים רבים יותר עשוי להפחית ממדת התיאום שלה. במקביל להפעלת החוק החדש לעידוד השקעות הון, החל מאוגוסט, נוצרה מסגרת גמישה יותר לקביעת ריבית להשקעות לזמן ארוך בתעשייה ובתיירות, ולהתאמתה החלקית לתנאי האינפלציה. כן הוארכה תקופת ההלוואות, ובסך הכול לא חל כנראה שינוי בשיעור הסבסוד של השקעות אלה. עם זאת, תפגע הארכת תקופת ההחזר בגיוס המקורות של המערכת המוסדית מתוך פירעון הלוואות (שהגיעו ב-1978 לכמצית ממקורותיה).

¹¹ בפרט גברה נוזלותם של פיקדונות מטבע החוץ, גדל (עד לקראת סוף השנה) משקלן של איגרות החוב הקרובות לפדיון, וכללית חלה, כנראה, עלייה בנוזלות איגרות החוב. כן חל מעבר מפיקדונות לזמן קצוב לתעודות פיקדון סחירות, שהן נוזלות יותר. יש לציין, שקשה להעריך את "הנוזילות" של נכסים שונים, מאחר שלתכונת הנוזלות היבטים שונים, שהשלכותיהם שונות (ומשתנות לאורך זמן) לגבי נכסים שונים.

¹² ההשפעה המצמצמת של הפניה לפת"מ על המגזר שבמטבע ישראלי צומצמה במידה מסוימת על ידי ההנפקות הבנקאיות הגדולות.

¹³ על אף ההתפתחות האמורה, לא הופחתו שיעורי הוצאות ולא הועלתה הריבית על האשראי המוכוון במטבע חוץ (פרט להתאמה חלקית של הריבית לאשראי ליהלומים, לקראת סוף השנה). בדרך זאת פוצו היצואנים בצורה חלקית, אם כי לא בהכרח יעילה, על התפתחויות אחרות, שפגעו ברווחיות היצוא.