

אמצעי התשלום, האשראי והמוסדות הבנקאיים

1. קווי ההתפתחות העיקריים

לאחר הרפורמה במטבע חוץ, נמשכה מגמת ההתרחבות המוניטרית המהירה, שהחלה בראשית 1977. עם זאת, לוותה התרחבות זו ב-1978 בשינוי משמעותי בהרכב הנכסים וההתחייבויות שבידי הציבור. הליברליזציה במטבע חוץ גרמה למעבר מנכסים במטבע מקומי — לנכסים במטבע חוץ, הן בתיק החסכון והן בנכסים הנזילים. סך הנכסים הנזילים שבידי הציבור, שבהם יש גם רכיב חיסכון, גדלו מאז הרפורמה ועד סוף 1978 בכ-77 אחוזים במונחים שנתיים, התפתחות המשקפת גידול ריאלי דומה לזה של השימושים (למעט יבוא ביטחוני ישיר, ויהלומים) השנה. עלייה זו מבטאת, מצד אחד, ירידה ריאלית באמצעי התשלום ובנכסים האחרים בל"י, ומצד שני, עלייה מהירה מאוד בפיקדונות הציבור במטבע חוץ. התפתחות הרכיבים השונים לא היתה אחידה על פני השנה, וניכרו בה תנודות שנבעו מתהליך ההתאמה, מהשתנות ציפיות הציבור ומהמדיניות המוניטרית. בהקשר זה ראוי לציין את ההאטה בהתפתחות המשתנים המוניטריים לקראת סוף השנה, שרישומה בולט עוד יותר בחודשים הראשונים של 1979.

המקורות העיקריים להתרחבות המוניטרית ב-1978 טמונים בצד ההיצע. הליברליזציה במטבע חוץ העמידה בפני המשק היצע גמיש של אשראי לזמן קצר (בתחום הרלבנטי למשק הישראלי) בשער הריבית שבשוק הכספים הבינלאומי. מאחר שריבית זו, בתוספת הפיחות הצפוי, היתה, כנראה, נמוכה יותר מזו שהיתה שוררת בהעדר שוק כספים פתוח, החל לזרום יבוא הון גדול מחוץ לארץ, שהרחיב את היצע הכסף. השפעתו של גורם זה היתה רבה בעיקר ברביע האחרון של השנה, משום שהירידה בציפיות לפיחות בתקופה זו, יחד עם העלייה בריבית השולית המקומית, הוזילה יחסית את מחירו של האשראי מחוץ לארץ.

הזרמת הסקטור הציבורי והאשראי המוכוון של בנק ישראל תרמו גם הם תרומה נכבדה לגידול פוטנציאל ההתרחבות המוניטרית. תרומת הזרמת הסקטור הציבורי לגידולו של בסיס הכסף הרחב הסתכמה ב-82 אחוזים, ותרומתו של בנק ישראל, באמצעות האשראי המוכוון (למעט יהלומים), הסתכמה ב-32 אחוזים. בסך הכול, תרמו ההזרמות 36 אחוזים ריאלית לגידולו של בסיס הכסף הרחב, כאשר השפעתם ניכרה בעיקר בתשעת החודשים הראשונים של השנה. יש לציין, כי מהבחינה המוניטרית אין משמעות להבחנה בין ההזרמה של הסקטור הציבורי לזו הנובעת מהאשראי המוכוון; עם זאת, מתבטאת השפעתו הישירה של האשראי המוכוון על הביקושים, רק בסובסידיה הגלומה בו, בעוד שהזרמת הסקטור הציבורי מבטאת גם את עודף הביקוש של סקטור זה.

התחדשות הצמיחה הכלכלית במשק תרמה להגדלת הביקוש לנכסים נזילים ולאשראי, אולם נראה, כי הגידול בהיצע האשראי היה מהיר יותר מאשר הביקוש לו. סימוכין לכך ניתן למצוא בגידולו של האשראי לפעילות כלכלית, על כל רכיביו (למעט יהלומים) בקצב מהיר מזה של השימושים, ובאינדיקטורים שונים, המורים, כי למרות התנודות בריבית במשך השנה, חלה, כנראה, ירידה בריבית הריאלית בחודשים האחרונים של השנה, בעקבות התגברות הציפיות

לאינפלציה והאטה בציפיות לפיחות. יתרת האשראי הממוצעת (למעט יהלומים והפרשי שיערוך על אשראי ליצוא) גדלה ריאלית בכ-13 אחוזים, בהשוואה לגידול של 7 אחוזים בסך השימושים המקומיים (למעט יהלומים). יש לציין, כי השנה ניתן מימון מיוחד לרכישת תכניות חיסכון; בניכוי ההלוואות לייצוא זה, גדל האשראי בכ-10 אחוזים ריאלית.

ההתרחבות המוניטרית המהירה ב-1978 התרחשה על רקע גידול מהיר באמצעי התשלום בשנה הקודמת, שלא בא לביטוי מידי בשוק המוצרים, משום שההתפתחויות בשוק ההון אשתקד תרמו בעיקר לעלייה בנכסים הכספיים שבידי הציבור; אלה גדלו בשנת 1977 ב-74 אחוזים נומינלית וב-23 אחוזים ריאלית. ברור, כי העלייה המהירה בעושר הפיננסי של הפרטים ב-1977, עם ההתרחבות המוניטרית בשנת 1978, שהובלה על ידי ההיצע, יצרו תהליך התאמה, שהביא להגברת הביקוש למוצרים. לפיכך היתה להתפתחויות המוניטריות בשנתיים האחרונות השפעה מסוימת על הרחבת הפעילות הכלכלית ועל החשת האינפלציה, בעיקר בחודשים האחרונים של השנה, אם כי עוצמתה והתחלקותה של ההשפעה בין אלה אינן ברורות.

בעקבות הליברליזציה במטבע חוץ, השתנו הדגשים ביעדי המדיניות המוניטרית. פתיחתו של המשק בפני יבוא הון יצרה מצב, שבו יגביר הריסון המוניטרי את יבוא ההון, ובכך יאט, לפחות בזמן הקצר, את הפיחות בשער הל"י, ויפגע ברווחיות היצוא. לפיכך שומה על המדיניות המוניטרית לשים דגש, חזק מבעבר, על שמירת מגמת ההתפתחות הרצויה בשער החליפין, בעוד שהאטת האינפלציה חייבת להתבסס, במידה רבה יותר, על מדיניות פסיקלית מרסנת. גישה זו ניכרה במחצית הראשונה של השנה, שבה נקט בנק ישראל מדיניות של הרחבה מוניטרית מסוימת, שנועדה למנוע את התגברות יבוא ההון. התגברות לחצי הביקוש במשק ויצירת גירעונות נזילות כבדים בבנקים, ברביע השלישי, גרמו לשינוי מדיניות זו: ברביע האחרון ננקטה מדיניות מרסנת, שתוצאותיה היו עלייה בריבית המקומית השולית וכניסת יבוא הון ניכר מחוץ לארץ. בעקבות התפתחות זו, חל ייסוף בשער החליפין של הל"י; הייסוף מותן במידה מסוימת בידי בנק ישראל, שעבר ממכירה — לקניית מטבע חוץ מהסקטור הפרטי. נוסף על כך, נקט בנק ישראל בסוף השנה ובתחילת 1979 צעדים לייקור האשראי מחוץ לארץ, באמצעות חובת הפקדה וריבית שלילית על אשראי זה. ואכן, בחודשים פברואר ומארס 1979, פסק כמעט לגמרי הגידול ביתרת האשראי במטבע חוץ, ופיקדונות מטבע חוץ אף ירדו.

2. התפתחות אמצעי התשלום והמשתנים המוניטריים האחרים

בשנת 1978 התרחשה התרחבות מוניטרית מהירה, שהתבטאה הן בנכסים הנזילים שבידי הציבור והן באשראי החופשי והמוכוון. בכך נמשכת מגמה, שהחלה בראשית 1977, אלא שבניגוד לשנה הקודמת, לוותה ההתרחבות המוניטרית מאז הרפורמה בשינוי משמעותי בתיק הנכסים הכולל של הפרטים. בעקבות הליברליזציה במטבע חוץ, התאפשרה החזקת פיקדונות במטבע חוץ בבנקים-ישראליים ללא הגבלה, וכן ניתן היתר ללוות באופן חופשי בחוץ לארץ. האפשרות להשקיע בפיקדונות פת"מ יצרה תהליך התאמה בתיק הנכסים של הפרטים, שהתבטא במעבר מנכסים במטבע מקומי — לנכסים במטבע חוץ. רישומו של שינוי זה ניכר לא רק בתיק החיסכון של הפרטים, אלא גם בהרכב הנכסים הנזילים שברשותם (ראה לוח י"ז-1), וזאת מהסיבות הבאות: ראשית, החזקת מטבע חוץ מצמצמת, לחברות העוסקות בסחר חוץ, את הסיכון, הכרוך בשינוי שער הל"י, ולכן סביר להניח, שהן החלו להחזיק חלק ניכר מאמצעי התשלום שלהם במטבע חוץ. עם זאת, מצביעים מספר אינדיקטורים על כך, כי גם חברות, שעיקר פעולתן בשוק המקומי, החלו להתייחס לפיקדונות עו"ש במטבע חוץ כתחליף לאמצעי תשלום: (א) בחינת התשואות והשונויות של פיקדונות פת"מ עו"ש, במונחים חודשיים ואף במונחים שבועיים, במשך השנה שחלפה מאז הרפורמה, מורה, כי ההשקעה בפיקדונות פת"מ עו"ש היוותה תחליף כדאי לפיקדונות עו"ש בל"י; (ב) הציבור יכול

הנכסים הכספיים שבידי הציבור, 1975 עד 1978
(יתרות לסוף תקופה, מיליוני ל"י)

מערב הרפורמה עד סוף שנת 1978 (במונחים שנתיים)	העלייה או הירידה (—) לעומת התקופה הקודמת		ערב הרפורמה				1975	1976	1977	1978
	1978	1977	1978	1977	1977					
(אחוזים)										
א. הנכסים הנזילים										
45	45	39	27.2	18.7	17.7	13.5	10.6	אמצעי תשלום		
258	151	..	13.3	5.3	3.0	6.6	4.0	פת"מ עו"ש בידי הציבור		
244	139	..	24.6	10.3	5.8			פת"מ זמן קצוב בידי הציבור ¹		
46	30	13	28.5	22.0	10.5	19.4	17.0	איגרות חוב בידי הציבור ²		
19	25	27	6.5	5.2	5.3	4.1	3.6	פיקדונות לזמן קצוב		
77	63	41	110.1	61.5	51.3	43.6	35.2	סך כל הנכסים הנזילים		
78	69	..	40.5	24.0	20.7	..	..	אמצעי תשלום + פת"מ עו"ש		
ב. נכסים פיננסיים לזמן בינוני										
..	50	73	23.5	15.7		9.1	5.2	קרנות הנאמנות		
..	65	150	33.0	20.0		8.0	5.0	מניות		
..	54	114	50.1	32.6		15.2	10.2	פיקדונות פיצויים		
..	73	83	63.7	36.8		20.1	12.5	תכניות חיסכון		
..	62	100	170.3	105.1		52.4	32.9	סך כל הנכסים לזמן בינוני		
..	62	74	270.4	166.6		96.0	68.1	סך כל הנכסים הכספיים		

(1) פת"מ זמן קצוב בידי הציבור נאמד דרך הפחתת פת"מ שבידי קרנות הנאמנות מסך פיקדונות פת"מ לזמן קצוב.
(2) איגרות חוב בידי הציבור נאמדו באמצעות הפחתת איגרות החוב שבידי המוסדות הפיננסיים (בנקים, קופות גמל, קרנות נאמנות וחברות ביטוח) מסך איגרות החוב הסחירות. בהעדר נתונים על ערך איגרות חוב ערב הרפורמה, נערך לתאריך זה אומדן, המתבסס על שיעור השינוי במדד התשואה הכולל של איגרות החוב וגיוס ההון נטו, בעשרת החודשים הראשונים של השנה.

להחזיק את כל רכיב מטבע החוץ שברשותו בפיקדונות לזמן קצוב, שנשאו ריבית (בשיעור שנע בין 6 עד 9 אחוזים). הפרטים ויתרו על ריבית זו, והדבר מעיד, כי הפרטים היו מעוניינים גם בנזילות הטמונה בפיקדונות פת"מ עו"ש; (ג) מהירות המחזור של פת"מ עו"ש נמוכה אמנם במידה רבה מזו של אמצעי התשלום, אך מהירות המחזור הגבוהה של פיקדונות עו"ש בל"י נובעת מקצב האינפלציה המהיר, ולכן עדיף להשוות את מהירות המחזור של פת"מ עו"ש לזו של העו"ש בל"י בשנות ה-60, שבהן קצב האינפלציה היה מתון יותר. אומדן ראשוני של מהירות המחזור של פיקדונות פת"מ מורה, כי היא מסתכמת בכ-14, בהשוואה לרמה של 18 עד 21 במהירות המחזור של פיקדונות עו"ש בל"י, בשנים 1965 עד 1970. עם זאת יש לציין, כי עוצמת התחלופה בין פת"מ עו"ש לבין אמצעי התשלום טרם נבחנה, ומכאן שיש סייגים לניתוח מצרפי של שני נכסים אלה.

השפעת התחלופה בין שני הנכסים התבטאה בירידה ריאלית מהירה למדי באמצעי התשלום מערב הרפורמה, בעוד שפיקדונות הציבור במטבע חוץ גדלו בשיעורים ניכרים. אם נתייחס לאמצעי התשלום ולפיקדונות פת"מ עו"ש כמצרף אחד, יתברר, כי אלה גדלו מאז הרפורמה בכ"95 אחוזים נומינלית (77 אחוזים במונחים שנתיים), ובניכוי העלייה במחירי השימושים המקומיים¹, מסתכמת עלייתם בכ"8 אחוזים ריאלית (במונחים שנתיים). קצב זה תואם את התפתחות השימושים (למעט יבוא ביטחוני ישיר ויהלומים) שגדלו השנה בכ"7 אחוזים. התפתחות מהירה זו בנכסים הנוזלים באה בעקבות עלייה ריאלית ניכרת באמצעי התשלום (כ"9 אחוזים) בתשעת החודשים שקדמו לרפורמה, שאחת מסיבותיה היא הגידול הרב בהיקף המסחר במניות. יש לציין, כי בשנת 1978 לא חל גידול ריאלי בהיקף המסחר במניות, ואילו היקף המסחר הריאלי באיגרות חוב ירד.

אינדיקציה נוספת להתרחבות המוניטרית המהירה מצויה בהתפתחותם של כלל הנכסים הנוזלים². איגרות החוב והפיקדונות לזמן קצוב בל"י ובמטבע חוץ, כאחד, משמשים כתחליפים לכסף, אם כי מידת נוזלותם נמוכה במידה רבה מזו של פיקדונות פת"מ עו"ש. בחינת התפתחות כל הנכסים הנוזלים מורה, כי אלה גדלו מערב הרפורמה ועד סוף 1978 בכ"96 אחוזים (כ"78 אחוזים במונחים שנתיים). למעשה, מבטאת התפתחות זו גידול מהיר יותר בנכסים הנוזלים מזה הנראה לעין, משום שנוזלותן של איגרות החוב גדלה במידה רבה בשנה האחרונה, בהשוואה לשנתיים הקודמות³ — גורם, שלא ניתן לו ביטוי בניתוח גודלו של תיק הנכסים.

ביטוי נוסף לתהליך ההתאמה, שחל בתיק הנכסים הנוזלים של הפרטים, משתקף בעלייה הגדולה, יחסית, במהירות המחזור של פיקדונות עו"ש על הגדרותיה השונות (ראה לוח י"2). התגברות קצב האינפלציה, המייקרת החזקת נכסים נוזלים בל"י, והאפשרות להשקיע בנכסים נוזלים צמודים, — צמצמו את משקלם של אמצעי התשלום בתיק הנכסים הנוזלים, והגדילו את יעילות השימוש בהם. יש להדגיש, שהעלייה במהירות המחזור השנה מציינת את המשכה של מגמה רציפה, שתחילתה בכ"1974. מאז 1973 ועד 1978, עלתה מהירות המחזור של פיקדונות עו"ש בכ"80 אחוזים — תופעה שהוכתבה, ללא ספק, על ידי קצבי האינפלציה המהירים בשנים האחרונות.

הרכיבים הפחות נוזלים בתיק הנכסים של הפרטים — תכניות החיסכון, המניות, תעודות ההשתתפות בקרנות הנאמנות, ופיקדונות הפיצויים, — גדלו יחדיו בשיעור זהה לנכסים הנוזלים (ראה לוח י"2); עיקר הגידול התרכז בתכניות החיסכון ובמניות. הגידול המהיר ברכיבים אלה התרחש השנה לאחר שב-1978 ניכר בהם גידול יוצא דופן. בסך הכול גדלו הנכסים הפיננסיים לטווח בינוני במשך השנתיים האחרונות בכ"55 אחוזים ריאלית (בניכוי מדד המחירים לצרכן), וסך כל הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור גדלו בשנתיים האחרונות בכ"35 אחוזים ריאלית.

התפתחות האשראי על כל רכיביו מחזקת את תמונת ההתרחבות המוניטרית המהירה, שחלה בעקבות הליברליזציה במטבע חוץ. שיעורי הגידול באשראי החופשי ובאשראי המוכוון ליצוא, מערב הרפורמה ועד סוף 1978, עולים על 110 אחוזים (98 אחוזים במונחים שנתיים). גם השוואת

¹ בכל הניתוחים הריאליים בפרק זה, אלא אם צוין אחרת, נוכו שיעורי השינוי הנומינליים במחירי השימושים המקומיים, למעט צריכה ציבורית. מחירים אלה עלו בשנת 1978 בכ"58 אחוזים בממוצע, ובכ"57 אחוזים במשך השנה. העלייה מערב הרפורמה ועד סוף 1978 מסתכמת בכ"78 אחוזים. גם מדד סך השימושים עלה בשיעורים אלה, בקירוב. מחירי היצוא בשער חליפין אפקטיבי עלו בשנת 1978 בכ"54 אחוזים בממוצע.

² יש להדגיש, שאין משתנה זה מהווה הגדרה תחליפית לאמצעי תשלום, אלא מהווה אינדיקטור בלבד להתפתחויות המוניטריות.

³ בשנים 1976 ו-1977 היתה התשואה הממוצעת השוטפת על איגרות חוב צמודות מדד בשוק המשני נמוכה מאוד, והתנודות בה היו חריפות; ואילו בשנת 1978, עלתה התשואה הממוצעת על איגרות החוב, ופחתה במידה ניכרת שונות התשואות (ראה פרק י"ט, ניירות ערך, לוח י"4). התפתחות זו היא תוצאה של השיפור בתנאי איגרות החוב ושל המדיניות המייצבת, שהפעיל בנק ישראל. יש לציין, כי השיפור בתשואה ובשונות התשואות של איגרות החוב מגבירים את הביקוש לנכס זה, הן למטרות נוזלות והן למטרות חיסכון.

מהירות המחזור של פיקדונות עובר-ושב ואמצעי התשלום, 1975 עד 1978

מהירות המחזור השנתית הממוצעת של אמצעי התשלום	מהירות המחזור הגולמי במחירים שוטפים (מבוסס על שער חליפין אפקטיבי) כחולק ברמה השנתית הממוצעת של אמצעי התשלום			מהירות המחזור הגולמי במחירים שוטפים (מבוסס על שער חליפין אפקטיבי) כחולק ברמה השנתית הממוצעת של אמצעי התשלום
	ביחס לשימושים המקומיים ⁴	ביחס לשימושים של המשק ³	ביחס לתל"ג ²	
1975	9.30	11.99	7.60	31.9
1976	9.84	13.20	8.23	35.8
1977	9.56	13.44	8.19	38.4
1978	11.70	17.00	9.89	45.1

- (1) סך כל החיובים בחשבונות עובר ושב במטבע ישראלי בבנקים, כחולק בסכום השנתי הממוצע של פקדונות עובר ושב, התוצר הלאומי הגולמי במחירים שוטפים (מבוסס על שער חליפין אפקטיבי) כחולק ברמה השנתית הממוצעת של אמצעי התשלום.
- (2) השימושים של המשק: התוצר הלאומי הגולמי במחירים שוטפים, בתוספת היבוא, להוציא אניות ומטוסים ויבוא ביטחוני ישיר (המבוססים על שער חליפין אפקטיבי), מחולק בדרך שפורטה בהערה 2.
- (3) השימושים המקומיים: השימושים של המשק, כפי שהוגדרו בהערה 3, בניכוי יצוא, מחולק בדרך שפורטה בהערה 2.
- (4) המ"ק ר: מהירות המחזור של פיקדונות עובר ושב — הפיקוח על הבנקים, הפסטיסטיקה של המוסדות הבנקאיים; אמצעי תשלום ונכסים לא צמודים — לוח י"ז-א'; התוצר הלאומי הגולמי, השימושים של המשק והשימושים המקומיים — לוח ב"1.

היתרות הממוצעות מציירת תמונה דומה — האשראי הניתן לשוק המקומי גדל ב-74 אחוזים⁴ (ראה לוח י"ז-5) והאשראי ליצוא (למעט יהלומים) גדל ב-84 אחוזים⁵. ריאלית גדלו אשראים אלה ב-10 וב-19 אחוזים, בהתאמה. ייתכן שהגידול באשראי המקומי התליף בחלקו אשראי מחוץ לארץ, שלא מאמצעי הבנקים.

מספר גורמים, הן בצד הביקוש והן בצד ההיצע, תרמו להתרחבות המוניטרית המהירה, ובמיוחד לגידול הניכר באשראי לכל השימושים. הגורמים הראשונים במעלה בצד הביקוש היו ההתאוששות בפעילות הכלכלית וההאצה בקצב האינפלציה. לאחר שנתיים של קיפאון בצמיחה הכלכלית, גדל השנה התוצר בכ-5 אחוזים, והשימושים (למעט יבוא ביטחוני ישיר ויהלומים) גדלו ב-6 אחוזים. התרחבות הביקושים מחייבת גידול מקביל בביקוש לאמצעי תשלום ולאשראי. כן ייתכן, שהרכב השימושים השנה הוא עתיר יותר באשראי — צריכת מוצרי בני קיימא, לדוגמה, גדלה ב-25 אחוזים ריאלית. יתירה מזו: סביר להניח, כי בתקופה של האצת הפעילות הכלכלית, עשוי לגדול הצורך במקורות מימון חיצוניים בקצב מהיר יותר מאשר הפעילות. כן חל מפנה בהשקעות, בלי שחל גידול מקביל באשראי המוכוון לזמן ארוך; אמנם אין האשראי החופשי לזמן קצר תחליפי לאשראי זה, אך קיימת אפשרות, שבחלקו שימש כמימון ביניים עד לאישור ולקבלת האשראי המוכוון לזמן ארוך.

⁴ ניתוח האשראי מתבסס על לוח י"ז-5. יש לציין, כי בניית האשראי לשוק המקומי נמצא, כי יש לערוך מספר התאמות, המתחייבות מאירועים ופעולות מיוחדים לשנים 1977 ו-1978, כמו שינויים במיון, מתן אשראי באמצעות פדיון מוקדם של מלווה מעסיקים, ניכוי הפרשי שיערוך וניכוי אשראי, שניתן על ידי הבנקים, לרכישת מניותיהם. מאחר שחלק גדול משינויים אלה מקוים אלה את אלה, העדפנו שלא לערוך כל שינוי בנתונים המקוריים.

⁵ יתרת האשראי הממוצעת ליצוא סחורות (למעט יהלומים) גדלה בשנת 1978 ב-110 אחוזים (ראה לוח י"ז-5), אך כדי להעריך נכונה את התפתחותו של אשראי זה, ניכינו ממנו הפרשי שיערוך בגובה השינוי היחסי שבין הפיחות הרשמי לבין הפיחות ביצוא. לאחר ניכוי זה, נמצא כי יתרת האשראי ליצוא גדלה ב-84 אחוזים בלבד.

עם זאת, מלמדת ההתרחבות הניכרת באשראי, בשיעורים העולים במידה רבה על הפעילות הכלכלית, כי הגידול בהיצע האשראי היה רב יותר מזה של הביקוש. ואכן, הגורמים העיקריים להתפתחות האשראי והמשתנים המוניטריים האחרים מצויים בצד ההיצע. בעקבות הרפורמה במטבע חוץ, הועמד בפני המשק היצע כסף גמיש, בשער הריבית שבשוק הכספים הבינלאומי. מאחר שריבית זו, בתוספת הפיחות הצפוי, היתה נמוכה יותר מהריבית המקומית, שהיתה שוררת בהעדר ליברליזציה, — גררה בעקבותיה יבוא הון גדול מחוץ לארץ, שהגדיל את היצע הכסף המקומי. נוסף על השפעת יבוא ההון, ניכרת גם השנה תרומת ההזרמה הממשלתית והאשראי המכוון ליצוא, שמעניק בנק ישראל, לגידולו של היצע הכסף. בשנת 1978 תרמה הזרמת הסקטור הציבורי 82 אחוזים לגידולו של בסיס הכסף הרחב, ו־16 אחוזים ריאלית. התמונה המתקבלת חדה יותר בהבחנה בין ההתפתחויות בתשעת החודשים הראשונים לבין הרביע האחרון. בשלושת הרביעים הראשונים של השנה (למעט חודש אפריל), תרמה הזרמת הסקטור הציבורי לגידולו של בסיס הכסף הרחב 2 אחוזים עד 9 אחוזים לחודש ריאלית, ובסך כל תקופה זו — 29 אחוזים ריאלית. נוסף על כך,

לוח י"ז-3

בסיס הכסף וגירעונות הנזילות של המופדות הבנקאיים, 1976 עד 1978

השנה	בסיס הכסף הצר		בסיס הכסף הרחב		גירעונות הנזילות (—)
	יתרה	העלייה או הירידה (—) ¹	יתרה	העלייה או הירידה (—) ¹	
	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(מיליוני ל"י)
(ממוצעים שנתיים) ²					
1976	8,302	12.3	9,642	11.8	—673
1977	13,139	51.3	14,549	50.9	—377
1978	17,029	29.6	18,958	30.3	—2,325
(יתרות לסוף התקופה)					
1976	10,550	47.1	11,973	40.6	—287
1977	15,897	50.7	17,474	45.9	—489
1978	20,358	28.1	22,618	29.4	—2,841
1978 מארס	16,459	3.5	18,037	3.2	—745
יוני	17,482	6.2	19,381	7.5	—2,575
ספטמבר	18,201	4.1	20,333	4.9	—3,209
דצמבר	20,358	11.9	22,618	11.2	—2,841

(1) שיעורי שינוי שנתיים ורבעוניים, בהתאמה.

(2) הממוצעים השנתיים מבוססים על נתונים חודשיים.

ה מקור : לוחות י"זא' וי"זב'א'.

חל השנה גידול מהיר בהזרמת בנק ישראל, באמצעות האשראי המוכוון (למעט יהלומים)⁶, אם כי תרומתה להרחבת בסיס הכסף קטנה יותר, משום שהקיפו קטן יותר מזה של הזרמת הממשלה. ההזרמה באמצעות האשראי המוכוון (למעט יהלומים) היוותה 32 אחוזים מבסיס הכסף הרחב בתחילת השנה. אם נצרף את זו להזרמת הסקטור הציבורי, נמצא, כי תרומתם הריאלית של שני מקורות אלה לגידולו של בסיס הכסף הרחב היתה 36 אחוזים.

קשה לאמוד את התפתחות שער הריבית, משום שהמידע אודות סוגים רבים של אשראי לוקה בחסר. שער הריבית האפקטיבי על הלוואות חח"ד, המהוות חלק נכבד מהאשראי החופשי בל"י, היה קבוע מאז הרביע השלישי של 1977 ועד לסוף 1978, למעט ירידה קלה ברביע השלישי של 1978, והוא נע סביב 50 אחוזים, על בסיס שנתי⁷. מאז פברואר 1978 הוצעה העלייה במחירי השימושים בהשוואה לחודשים שקדמו לרפורמה, וסביר להניח, שהתפתחו ציפיות להתגברות האינפלציה, שגרמו לירידה ריאלית בריבית על האשראי ברביע השני ובחלק מהרביע השלישי. כניסת הבנקים לגירעונות ברביע השלישי גרמה לעלייה חדה בריבית השולית בל"י, אשר רישומה לא ניכר בריבית האפקטיבית הממוצעת, משום שהבנקים נקטו מדיניות של קיצוב אשראי בל"י. קשה יותר לאמוד את הריבית הריאלית על האשראי במטבע חוץ, אך לאורך ההתפתחות הדומה באשראי בל"י ובאשראי במטבע חוץ, במחצית הראשונה של השנה, נראה כי בתקופה זו לא היה שער הריבית על אשראי זה שונה באופן מהותי משער הריבית על הלוואות חח"ד בל"י. במחצית השנייה של 1978 חלה עלייה קלה בריבית (במונחי דולר) על אשראי במטבע חוץ, אך הירידה בציפיות לפיחות, בחודשים האחרונים של השנה, תרמה לכך, שריבית זו תהייה נמוכה יותר מהריבית על האשראי בל"י ברביע האחרון.

ההתפתחות המהירה בהיצע הכסף בתשעת החודשים הראשונים של 1978 התרחשה על רקע עלייה מהירה באמצעי התשלום בשנת 1977, שרישומה לא ניכר בשוק המוצרים, הן בשל הפיגור בהשפעה, והן משום שהתרחבות היצע הכסף והאשראי בשנת 1977 התבטאה בגידול יוצא דופן בנכסים הכספיים שבידי הציבורי, ובמיוחד במניות; בכך עיכבה את הביטוי המלא והמידי בהגברת הפעילות המשקית והחשת האינפלציה. במשך 1977 גדלו הנכסים הכספיים שבידי הציבור ב-74 אחוזים נומינלית (ראה לוח י"ז-1) וב-23 אחוזים ריאלית (בניכוי מדד המחירים לצרכן). לפיכך סביר, כי הגידול הניכר ברכוש הפיננסי של הפרטים⁸ ב-1977, בצירוף הגידול המהיר באשראי ובהזרמת הסקטור הציבורי בשלושת הרביעים הראשונים של 1978, יצרו תהליך התאמה, שהביא ב-1978 להגברת הביקושים למוצרים. מכאן שההתפתחויות המוניטריות בשנתיים האחרונות היו בין הגורמים שתרמו השנה להגדלת הפעילות הכלכלית ולהחשת האינפלציה, אך התחלקותה של השפעה זו בין הפעילות המשקית לבין המחירים אינה ברורה; סביר מאוד שיעקר השפעתם של גורמים אלה התבטאה ברביע האחרון של שנת 1978, שבו חלה האצה משמעותית במחירים; האצה זו יצרה תהליך התאמה ביתרות הריאליות של הפרטים, שייתכן כי טרם מוצה.

נוסף על אלה, השפיעה המערכת המוניטרית על התפתחות המחירים באמצעות שער הריבית ושער החליפין. בחודשים האחרונים של 1978 פחתו הציפיות לפיחות, ולפיכך ירדה, כנראה, גם הריבית הריאלית על אשראי במטבע חוץ. השפעות גורמים אלה על הביקושים והמחירים סותרות ולא ברורה עוצמתם, ומכל מקום, הם יורגשו רק בשנת 1979.

⁶ לדיון מפורט בהזרמה, הנובעת מהאשראי המוכוון לענף היהלומים, — ראה סעיף 4, הדן בבסיס הכסף.

⁷ המקור לאומדן הריבית האפקטיבית על הלוואות חח"ד: סקר מדגמי של הפיקוח על הבנקים.

⁸ על מנת להעריך במדויק את השינוי בסך העושר של הפרטים, יש להוסיף לנכסים הפיננסיים את מלאי ההון של הסקטור הפרטי, ולנכות את התחייבויות הפרטים לממשלה ולחוץ לארץ. עיקר התחייבויות של הפרטים הן לממשלה, ובעיקרן נועדו הן למימון מלאי ההון שברשותם. מרבית התחייבויות אלה אינן צמודות, וסביר להניח, כי ההתעלמות ממלאי ההון ומהתחייבויות של הפרטים מטה את השינוי בעושר כלפי מטה.

3. ההתפתחות במשך השנה והמדיניות המוניטרית

הליברליזציה במטבע חוץ הציבה בעיות חדשות בפני המשק, המחייבות לנהל את המדיניות המוניטרית תוך התחשבות בהשפעתה על שער החליפין. בעקבות הרפורמה במטבע חוץ, נפתח בפני המשק היצע גמיש של אשראי, בשער הריבית של שוק הכספים הבינלאומי. כאשר הריבית על אשראי זה, כתוספת הציפיות לפיחות של הל"י, נמוכה מהריבית המקומית, — זורם לארץ הון מחוץ לארץ, המגדיל את היצע מטבע חוץ, ומייסף את שער הל"י. הייסוף מגדיל את הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, ומחזק בטווח הארוך יותר את הציפיות לפיחות. למרות חיוזק ציפיות אלה, ייתכן כי תיווצר גם האטה במגמת ההתפתחות של שער החליפין של הטווח הארוך, ובכך תיפגע רווחיות היצוא. אם תהליך זה יתמשך זמן רב, יש להניח, כי תשובש הדרך להשגת המטרה ארוכת הטווח, והיא שיפור מאזן התשלומים תוך הגדלת היצוא, ולא דרך יבוא ההון. כאשר המשק שרוי בתעסוקה מלאה, ומתפתח תהליך אינפלציוני מהיר, עשוי ריסון מוניטרי מקומי לתרום להאטת התהליך, אך עם זאת הוא עלול להביא גם להגדלת יבוא ההון, לייסוף שער המטבע ולפגיעה ביצוא. יש לציין, כי ניתן למתן את ההשפעה השלילית שיש לריסון מוניטרי על שער החליפין, אם ילווה צעד זה בייקור הריבית על האשראי מחוץ לארץ. במצב זה, הדרך העיקרית להאטת האינפלציה היא מדיניות פסיקלית מרסנת, ואילו המדיניות המוניטרית חייבת לשים דגש גם על מניעת תנועות הון, הפוגעות בהתפתחות שער החליפין. על רקע זה, ועל רקע יעילות הנמוכה של הגבלות מינהליות, יש לראות את ההתפתחויות המוניטריות במשך השנה ואת המדיניות המוניטרית, שנקט בנק ישראל.

מאז הרפורמה במטבע חוץ, ועד לסוף 1978, חלו תנודות רבות בהתפתחויות המוניטריות: תחילה בשל תהליך ההתאמה בתיק הנכסים של הפרטים, ובהמשך השנה — עקב המדיניות המוניטרית והשתנות ציפיות הציבור לגבי התפתחות שער החליפין והמחירים.

למרות התנודות החודשיות הרבות, ניתן למנות שלוש תקופות עיקריות מערב הרפורמה ועד לסוף 1978. התקופה הראשונה משתרעת על פני שלושת החודשים הראשונים שלאחר הרפורמה, ובה בלטו הגידול המהיר בפיקדונות הציבור במטבע חוץ, תוך ירידה ריאלית בנכסים הכספיים הבלתי צמודים, והקפעת נפח האשראי החופשי בל"י ובמטבע חוץ. הגבלה זו נועדה למנוע רכישות ספקולטיביות של מוצרים ומטבע חוץ בתקיפת המעבר לשיטה החדשה, ובוטלה בסוף ינואר 1978.

התקופה השנייה החלה בסוף ינואר ונמשכה עד אוגוסט 1978. בסוף ינואר, משהוסרה המגבלה על האשראי, החל גידול מהיר בשני רכיביו; במהלך הרביע הראשון התעצם הגידול באשראי מחוץ לארץ בהדרגה על חשבון האשראי המקומי, בשל יצירת גירעונות בבנקים. התפתחות זו עשויה היתה לגרום לעליית הריבית השולית על אשראי בל"י, ולגרור בעקבותיה יבוא הון גדול, שהיה פוגע בהתפתחות שער החליפין. התערבות בנק ישראל, בסוף הרביע הראשון, לצמצום גירעונות הנזילות של הבנקים (באמצעות הקטנת השתתפותם בקרנות היצוא ב-5 אחוזים), תרמה לשינוי מסוים במגמות, שהסתמנו ברביע הראשון: בתחילת הרביע השני נעלמו גירעונות הבנקים, והתחדשה העלייה בשער החליפין של הל"י. יש להוסיף על כך, כי מכירות מטבע חוץ בידי בנק ישראל ירדו בתקופה זו, ובחודשים פברואר עד מאי הן היו הנמוכות ביותר מבין כל חודשי השנה, וגורם זה סייע אף הוא להמשך הפיחות המהיר יחסית של הל"י.

מן הדין היה, שההרחרה המוניטרית המוגבלת, שננקטה ברביע השני, תלווה במדיניות פסיקלית מרסנת, כדי שמדיניות התמיכה בשער החליפין לא תחריף את האינפלציה. אך הממשלה לא ניהלה מדיניות כזו, כנדרש; על כך נוספה האצה, מעבר למתוכנן, של ההתרחבות המוניטרית, דרך הגדלת האשראי המהירה של הבנקים ויצירת גירעונות כבדים, החל מסוף חודש מאי. ההתרחבות המוניטרית ממקור זה, והציפיות לגידול נוסף בעודף הביקוש הממשלתי, הגיעו את בנק ישראל להימנע מלחלץ את הבנקים מגירעונותיהם, ולאפשר לריבית המקומית לעלות, וכך לגרום

לריסון ההתרחבות המוניטרית. ואמנם, לקראת סוף הרביע השלישי, נבלמה העלייה באמצעי התשלום במטבע ישראלי, ופחת האשראי בל"י. נוסף על כך, פחתו הציפיות לפיחות ברביע השלישי, כנראה משום שההרעה במאזן התשלומים לא היתה חריפה, וייתכן גם בשל הגברת יבוא ההון לזמן ארוך. נראה כי מכירות מטבע חוץ לציבור גדלו אף הן משמעותית בחודשים יוני עד ספטמבר (ראה לוח י"ד-א' 4) — גורם שתרם מצדו להאטת ההתפתחות בשער החליפין⁹. כתוצאה מפעולתם של כל הגורמים הללו, החל בחודש אוקטובר להתפתח יבוא הון לזמן קצר בקצב מהיר, והציפיות להאטת הפיחות של הל"י התממשו.

בתחילת התקופה השנייה פעל בנק ישראל לצמצום ה"דולריזציה" במשק באמצעות צעדים, שנועדו להשפיע על הרכב הנכסים שבידי הפרטים; לכן המליץ על מספר פעולות, שאותן אימצה הממשלה, שתכליתן להגביר את החיסכון בל"י ולשכלל את שוק ההון. פעולות אלה נועדו לצמצם את הקטנת הפער בין הריבית הקרדיטורית לבין הריבית הדביטורית בל"י: שופרו תנאי איגרות החוב, הונפקו איגרות חוב ברירה (הצמדת ברירה לל"י או לדולר) וכן הונפקו תעודות פיקדון סחירות, שנוזלותן גדולה מזו של הפיקדונות לזמן קצוב. אולם עם זאת יש לציין, כי צעדים אלה מאיטים את התפתחות שער החליפין, בהקטינם את הביקוש הספקולטיבי לפיקדונות מטבע חוץ, מחד גיסא, ובהגדילם את כדאיות זרימת יבוא ההון, מאידך גיסא.

רכישת פיקדונות מטבע חוץ מצד הציבור נמשכה בקצב מהיר עד סוף הרביע השלישי של השנה, אם כי חלו בה תנודות. במקביל לפעילות זו, גדל במהירות גם האשראי במטבע חוץ, והדבר אומר דרשני. הסיבה המרכזית, כנראה, להתפתחות זו נעוצה בתהליך ההתאמה בתיק הנכסים של הפרטים. עיקר פעולות ההתאמה אירעו אמנם בחודשים הראשונים שלאחר הרפורמה, אך יש להניח, כי לקחי הליברליזציה והשלכותיה על המשק חודרים להכרת הציבור במשך תקופה ארוכה יותר. לפיכך, גם כאשר נחלשו, במידה מסוימת, הציפיות לפיחות, נמשכה הרכישה של פיקדונות מטבע חוץ. גורמים נוספים, העשויים להסביר את ההזדקקות לאשראי במטבע חוץ בצד השקעות במטבע חוץ, הם ציפיות שונות באוכלוסייה ביחס להתפתחות שער החליפין, והפער הקטן, יחסית, בין הריבית הקרדיטורית לבין הריבית הדביטורית במטבע חוץ, בהשוואה לזה שבל"י. אינדיקטורים שונים מורים, כי התגובות הסותרות באשראי ובפיקדונות במטבע חוץ נעלמו ברביע האחרון של השנה.

לתקופה השלישית, שהחלה בחודשים ספטמבר—אוקטובר, אופיינית הירידה בציפיות לפיחות, על רקע רמת גירעונות נזילות כבדים. גורמים אלה גררו יבוא הון ניכר מחוץ לארץ, שתרם להת- ממשותן של ציפיות אלה. כתוצאה מכך חל מפנה ברור במדיניות בנק ישראל בשוק מטבע חוץ, שהתבטא במעבר ממכירת מטבע חוץ לסקטור הפרטי — לרכישת מטבע חוץ; גם בצירוף ההפקדות בפת"מ, ניכר שינוי זה. מדיניות זו לא מנעה אמנם את ייסוף הל"י, אך סביר להניח, שהיא מיתנה מגמה זו. עם זאת, הגיע החשש מהתגברות יבוא ההון את בנק ישראל לשקול נקיטת צעדים, שיביאו לייקור האשראי מחוץ לארץ, בעיקר משום שלא נוצרו ציפיות לפיחות, למרות ההאצה באינפלציה והתרחבות הפער בין התפתחות שער החליפין לבין התפתחות המחירים. במקביל פשט במשק החשש, שמה יוטלו הגבלות על יבוא הון, וכתוצאה מכך זרם למשק יבוא הון חריג בהיקף של כ-250 מיליון דולר במשך השבועיים הראשונים של חודש דצמבר, שהתבטא גם בעלייה דומה בפיקדונות פת"מ. מיד לאחר מכן, הפעיל בנק ישראל את תכניתו, באמצעות שני צעדים: מחד גיסא, הוטלו שיעורי נזילות על אשראי במטבע חוץ, ומאידך גיסא, הוכרו על הגדלת קנסות הגירעונות (על רקע של רמת קנסות גבוהה ביותר). צעדים אלה תרמו להפסקת הגל הספקולטיבי הגדול של

9 תופעה זו בולטת לעין אם נבחן את הצירוף של מכירות מטבע חוץ לסקטור הפרטי וצבירת פיקדונות מטבע חוץ בידי הציבור. סך ההמרות של מטבע חוץ, הכוללות (נוסף על סעיפים אלה) את האשראי במטבע חוץ, מורה על תמונה דומה.

יבוא הון, אך לא שינו את מגמת גידולו של האשראי במטבע חוץ על חשבון האשראי המקומי בל"י. הדבר מעיד על כך, שהשפעת הקנסות היתה חריפה יותר מאשר הטלת שיעורי גזילות על אשראי במטבע חוץ. מגמות אלה נמשכו עד לחודש פברואר 1979, שבו החליט בנק ישראל על ייקור נוסף של עלות האשראי במטבע חוץ, באמצעות שילוב של חובת הפקדה וריבית שלילית. כדי לאפשר ביצוע מדיניות זו ללא תנודות חריפות נוספות, הוחלט, כצעד זמני, על הקפאת האשראי מחוץ לארץ לתקופה שלא תעלה על 60 יום.

בסך הכול, גדל האשראי במטבע חוץ, ברביע האחרון של 1978, ב-45 אחוזים, בעוד שהאשראי החופשי בל"י ירד ב-6 אחוזים (ראה לוח י"ז-5). גם אם ננכה את השפעת האשראי שזרם לארץ בדצמבר, כאמור 250 מיליון דולר, נמצא גידול של 16 אחוזים באשראי במטבע חוץ ברביע האחרון. התפתחות זו היא תוצאה של ירידה בריבית על אשראי מחוץ לארץ יחסית לאשראי המקומי, שנבעה מצמצום הציפיות לפיחות, מחד גיסא, ומעליית הריבית השולית המקומית, מאידך גיסא. הירידה בציפיות לפיחות וההחשה בקצב האינפלציה, נתנו אותותיהם לא רק בעליית חלקו של האשראי במטבע חוץ, אלא גם בשינוי המגמות בתיק הנכסים של הפרטים: בחודשים ספטמבר עד נובמבר חלה האצה משמעותית במכירת איגרות חוב גטו לציבור, ולראשונה השנה עלה בתקופה זו, גיוס ההון גטו על רכישת פיקדונות פת"מ, שירדו משמעותית.

בחנית המגמות שהתפתחו ברביע האחרון (בניכוי יבוא ההון הספקולטיבי מהאשראי ומפיק-דונות פת"מ) מורה, כי הן הלווים והן המפקדים צפו, כנראה, האטה בציפיות לפיחות, וירידה יחסית בריבית על מטבע חוץ, בהשוואה לריבית בל"י. לכן הדבר התבטא בגידול מהיר, יחסית, ברביע האחרון באשראי במטבע חוץ, וירידה באשראי בל"י מחד גיסא, ועליית הנכסים הכספיים הצמודים לל"י, יחד עם האטה ברכישת פיקדונות מטבע חוץ, מאידך גיסא.

הנכסים הנזילים של הציבור ירדו ריאליית ברביע האחרון¹⁰, על רקע עלייתם הריאלית המהירה מערב הרפורמה ועד סוף הרביע השלישי. סביר להניח, כי התרחבות הנזילות מאז הרפורמה היתה בין הגורמים שתורמו להתגברות לחצי הביקוש בסוף השנה, ועליות המחירים, שבאו בעקבותיהם, יצרו ממילא גם התאמה ביתרות הריאליות שבידי הציבור.

4. בסיס הכסף

בסיס הכסף הרחב גדל במשך 1978 בכ-30 אחוזים, לעומת כ-33 אחוזים בשנה הקודמת (ראה לוח י"ז-3). התפתחות זו מהווה ירידה רק בפוטנציאל ההתרחבות המוניטרית של המגזר במטבע מקומי. כדי לאמוד נכונה את ההתפתחות של בסיס כלל הנכסים הנזילים, יש לכלול בבסיס הכסף את הנכסים הנזילים בגין פיקדונות פת"מ עו"ש, או לפחות חלק מהם. פיקדונות העו"ש במטבע חוץ הם דמויי כסף, כאמור, ולכן יש לראות ברכישתם גם יסוד של תחלופה, ולא רק של ספיגה. עם זאת יש להדגיש, ששיעורי הנזילות על פיקדונות במטבע חוץ גבוהים יותר מאשר על פיקדונות בל"י, ולכן השפעתם של עירוויי חיצוניים לאחר הרפורמה קטנה יותר מאשר קודם הרפורמה. הזרמת הסקטור הציבורי גדלה השנה בשיעור של כ-30 אחוזים בלבד, והיא הסתכמה בכ-14 מיליארד ל"י; כ-11 מיליארד ל"י מזה — הזרמת הממשלה, והיתרה — הזרמת הסוכנות. הזרמת הממשלה התרכזה בתשעת החודשים הראשונים של השנה, בעוד שברביע האחרון ספגה הממשלה סכום קטן מהציבור (ראה לוח י"ז-4). במונחים שנתיים, גדלה הזרמת הסקטור הציבורי בשלושת הרבעים הראשונים כ-10 אחוזים ריאליית, בהשוואה למוצע השנתי בשנה הקודמת. את תרומת ההזרמה לפוטנציאל ההתרחבות המוניטרית יש לבחון באמצעות היחס בין ההזרמה לבין בסיס

¹⁰ אמצעי התשלום + פיקדונות פת"מ עו"ש, לדוגמה, גדלו ב-9 אחוזים, בעוד שעליית מדד המחירים לצרכן ברביע זה הסתכמה ב-16 אחוזים.

השפעת הסקטורים השונים על בסיס הכסף, 1977 עד 1978
(מיליוני ל"י)

1978					
IV	III	II	I	1978	1977
952	4,632	3,884	5,001	14,469	11,325
(—34)	(3,647)	(2,994)	(4,077)	(10,684)	(8,857)
6,110	—4,076	—2,088	—5,257	—5,311	—7,660
—6,789	—4,154	—3,050	—4,465	—18,458	—5,064
1,414	2,365	738	4,945	9,462	5,089
265	683	1,428	—249	2,127	983
—228	—138	190	317	141	513
384	1,407	—79	270	1,982	161
2,108	719	1,023	562	4,412	5,347
128	234	321	0	683	138
2,236	953	1,344	562	5,095	5,485

1) ראה הערות בלוח י"ז-4.
המקור: לוחות י"ז-1, י"ז-4.

הכסף: בסיס הכסף הרחב בתחילת השנה הסתכם ב-17.5 מיליארד ל"י, וכך תרמה הזרמת הסקטור הציבורי 82 אחוזים לגידולו בשנת 1978.

הזרמת הממשלה משקפת גם פעילות פסקלית מרחיבה, המתבטאת בעודף הביקוש של הממשלה, שהסתכם השנה בכ-20 מיליארד ל"י, בהשוואה לכ-15 מיליארד ל"י בשנה הקודמת¹¹. יש לציין, שעודף הביקוש ממומן גם באמצעות הנפקת איגרות חוב צמודות. השינוי בתיק הנכסים של הפרטים מאז הרפורמה, שהתבטא גם במעבר מאיגרות חוב לפיקדונות פת"מ לזמן קצוב, אל נכון יגרור עמו הגדלה בהזרמה הממשלתית.

הזרמת בנק ישראל, באמצעות האשראי המוכוון ליצוא, התרחבה במהירות ב-1978. ההזרמה באמצעות האשראי ליצוא סחורות, למעט יהלומים, גדלה מכמיליארד ל"י בשנת 1977 ל-3.5 מיליארד ל"י בשנת 1978¹², וההזרמה בגין אשראי ליהלומים גדלה מ-2.2 מיליארד ל"י בשנה הקודמת לכ-5 מיליארד ל"י השנה. הגידול באשראי המוכוון נבע בעיקר מהורדת הריבית על אשראי זה, בספטמבר 1977, מ-6 ל-4 אחוזים במונחי דולרים, בעוד שבמשך 1978 עלתה הריבית הדולרית בשוק הכספים הבינלאומי. ההתרחבות המהירה באשראי מעבר לגידול ביצוא התאפשרה

¹¹ עודף הביקוש לעיל מוגדר בשער חליפין רשמי, והוא אינו כולל את הערך הזקוף של הסובסידיה הגלומה באשראי הממשלתי לסקטור העסקי. לדיון רחב בסוגיה זה — ראה לעיל בפרק הסקטור הציבורי.
¹² ניתוח זה מביא בחשבון את התיקון במיון, הנובע מהעברות אשראי בקרן משלוחים מאמצעי הבנקים — לבנק ישראל. תיקון זה מתבטא בהפחתת ההזרמות של בנק ישראל, המופיעות בלוח י"ז-4, בסכום של 1.9 מיליארד ל"י בשנת 1977, ומיליארד ל"י ב-1978.

לוח י"ז-5

יתרות האשראי לציבור¹ ממערכת הבנקאות, 1976 עד 1978

אשראי למימון פעילות מקומית					אשראי למימון היצוא				
סך כל האשראי לציבור (5) + (9) = (10)	סך הכל (6) + (7) + (8) = (9)	אשראי חופשי במטבע חוץ ⁷ (8)	אשראי מוכוון במטבע ישראלי ^{5 6} (7)	אשראי חופשי במטבע ^{4 5} ישראלי (6)	סך כל האשראי ליצוא (5)	קרן יהלומים (4)	אשראי ליצוא פרט ליהלומים (1) + (2) = (3)	אשראי ליצוא במטבע חוץ פרט למימון יהלומים ³ (2)	אשראי ליצוא במטבע ישראלי ² (1)
ממוצעים שנתיים (מיליוני ל"י)									
21,549	14,505	4,761	2,142	7,603	7,044	2,277	4,766	2,291	2,476
32,781	20,932	7,602	2,725	10,606	11,849	4,598	7,250	3,637	3,614
64,625	36,396	15,581	2,708	18,107	28,229	12,988	15,241	9,362	5,879
העלייה או הירידה (—) (אחוזים)									
34	30	34	10	35	42	53	38	44	32
52	44	60	27	39	68	102	52	59	46
97	74	105	—1	71	138	182	110	157	63

יתרות לסוף התקופה (מיליוני ל"י)

1976	3,040	2,932	5,972	2,810	8,781	8,609	2,346	6,099	17,054	25,835
1977	4,588	6,668	11,255	7,630	18,885	12,793	3,087	10,606	26,487	45,372
1978	7,295	12,330	19,626	15,072	34,697	19,912	2,208	24,071	46,190	80,888

העלייה או הירידה (—) השנתית (אחוזים)

1976	26	54	38	56	43	27	26	51	35	37
1977	51	127	88	172	115	49	32	74	55	76
1978	59	85	74	98	84	56	—28	127	74	78

העלייה או הירידה (—) הרבעונית (אחוזים)

1978 I	—13	19	6	54	26	17	—10	17	14	19
II	44	14	24	10	17	26	—2	18	20	19
III	21	11	15	16	15	13	—8	14	12	13
IV	5	22	15	0	8	—7	—12	45	14	12

- אינו כולל אשראי לממשלה ולמוסדות הלאומיים. להתפתחויות חודשיות, לפירוט משנה ושינויים במיון — ראה לוחות י"ז-א' וי"ז-ב'א.
- כולל קרן ייצור ליצוא, קרן יצוא עקיף, קרן פרי הדר.
- כולל קרנות משלוחים, יבוא לשם יצוא, מימון משלוחים מאמצעי הבנקים במטבע חוץ וגניון משנה במטבע חוץ מחוץ למסגרת הקרנות.
- במסגרת האשראי החופשי כלולות הלוואות צמודות ולטווח ארוך. הלוואות אלו עלו בכ-813 מיליוני ל"י במשך 1978 (כולל הפרשי הצמדה).
- לא כולל הפרשי הצמדה על אותו חלק של האשראי, הצמוד למדד המחירים. הפרשי הצמדה על האשראי החופשי במטבע ישראלי הסתכמו ב-1,323 מיליוני ל"י בסוף 1977, ועלו ל-1,975 מיליוני ל"י בסוף 1978. הפרשי הצמדה על קרן מלווה מעסיקים הסתכמו ב-467 מיליוני ל"י בסוף 1977, וב-384 מיליוני ל"י בסוף 1978.
- בעיקר קרנות הון חוזר לתעשייה ולחקלאות, קרן משקים מודרכים וקרן מלווה מעסיקים. חלק מאשראי זה הוחלף השנה בפדיון של מלווה מעסיקים, אשר הגיע למיליארד ל"י בסוף 1978.
- לא כולל מימון משלוחים מאמצעי הבנקים במטבע חוץ.

המקור: לוחות י"ז-א' וי"ז-ב'א.

על רקע ניצול חלקי של מסגרות האשראי המוכוון בעבר, והגדלת שיעור המימון בשער אפקטיבי בשנת 1978, מ-75 ל-85 אחוזים. חלק ניכר מהגידול באשראי המוכוון הוא תוצאה של מימון צבירת מלאי יהלומים בידי היצרנים בענף. למרות זאת סביר להניח, כי האשראי ליהלומנים תרם בחלקו להתרחבות מוניטרית מקומית, והוא משקף, מחד גיסא, גידול בניצול הקרן, אך מאידך גיסא גם ויתור על מקורות אשראי אחרים. על כך יעיד אומדן תורים המזומנים של הענף, המורה, כי הגידול ביתרת האשראי המוכוון ליהלומים בשנת 1977 היה מעבר למתבקש מצבירת המלאי בענף¹³, ונבע בעיקר מהתרחבות הפער בין הריבית בקרן לבין הריבית בחוץ לארץ. הגידול בניצול קרן היהלומים לוות, כנראה, בפירעון חובות לחוץ לארץ, בעיקר ברביע הראשון של השנה, וויתור על מקורות אשראי אחרים מחוץ לארץ. בעקבות זאת, החליט בנק ישראל לקראת סוף השנה על העלאת הריבית בקרן היהלומים מ-6 ל-9 אחוזים. העלאת הריבית היתה הדרגתית — אחוז לחודש, החל מחודש דצמבר 1978.

יש לציין, שההשפעה המוניטרית של ההזרמה דרך האשראי המוכוון אינה שונה מזו של הזרמת הממשלה, בעוד שהשפעתה הפיסקלית מצומצמת בהרבה. האשראי המוכוון ברובו הינו תחליף לאשראי מחוץ לארץ, אולם הוא ניתן בריבית נמוכה מריבית השוק, כך שהשפעתו הישירה על הביקושים היא בעיקר באמצעות הסובסידיה הגלומה בו.

בחידוש הצמיחה של המשק ובהרכבה טמונה השפעה חשובה גם על הספיגה דרך מאזן התשלומים. הגידול בפעילות הכלכלית השנה נבע בעיקר מהתרחבות הביקושים המקומיים, שהאיצו את היבוא, ובמידה פחותה — מהיצוא, שקצב גידולו הואט השנה. מגמות אלה גרמו לכך, שבממוצע שנתי גדל הגירעון בחשבון השוטף של הסקטור הפרטי בכ-230 מיליון דולר. הגידול בגירעון מומן דרך התרחבות בהיקף דומה ביבוא ההון לזמן ארוך (כ-205 מיליון דולר), כך שסך הגירעון הבסיסי של הסקטור הפרטי כמעט לא השתנה בשנת 1978, בהשוואה ל-1977.

ביבוא ההון נטו לזמן קצר חלו תנודות חריפות ביותר במשך השנה. ברביע הראשון והשני התרחש יצוא הון בסכום של כ-130 וכ-90 מיליון דולר בהתאמה. ברביע השלישי החל להתפתח יבוא הון, שגדל בשיעור ניכר ברביע האחרון. ההאטה בצפיפות לפיחות והחששות להגבלתה של הליברליזציה, גררה ברביע האחרון יבוא הון יוצא דופן, שעלה על 200 מיליון דולר. סיכומן של מגמות אלה כמאזן התשלומים התבטאו בירידת המכירות של מטבע חוץ לציבור, מרמה של כ-745 מיליון דולר בשנת 1977, לרמה שנתית ממוצעת של כ-340 מיליון דולר ב-1978.

5. האשראי לציבור

זו השנה השנייה ברציפות שהאשראי החופשי והמוכוון כאחד גדלים בקצב מהיר במיוחד, אם כי תוך כדי תנודות רבות ברכיבי האשראי הכולל לכל היעודים גדל בממוצע בשנת 1978 ב-97 אחוזים, לאחר גידול של 52 אחוזים בשנה הקודמת (ראה לוח י"ז-5). שיעורים אלה מבטאים גידול ריאלי בשיעור של כ-25 אחוזים ו-10 אחוזים, בהתאמה (בניכוי מדד מחירי השימושים)¹⁴. עיקר הגידול הוא באשראי המוכוון ליצוא (במיוחד לענף היהלומים), שגידולו הואץ בקצב מהיר בהרבה מזה של היצוא. האשראי לשוק המקומי גדל אף הוא בקצב מהיר מהשימושים המקומיים, אך במידה מתונה יותר. מקורות האשראי ליצוא ולשוק המקומי שונים, אך בנייתם

¹³ אין ממצא זה סותר את הטענה, שהמימון שניתן בקרן היהלומים אינו עולה על המתבקש מהקריטריונים. יש לזכור, שהקרן מממנת את יתרת המלאי, וכשמחירי הגלם עולים, תגדל יתרת האשראי, גם אם לא תהיה הגדלה במלאי.

¹⁴ בניכוי הפרשי שיעור על האשראי ליצוא, גדל סך האשראי בשנת 1978 ב-90 אחוזים נומינלית, וב-22 אחוזים ריאלי.

האשראי הכולל והנזילות לפירמות, אין משמעות רבה לפירוק אשראי זה לגורמים, שכן רוב הפירמות, העוסקות ביצוא, מייצרות גם לשוק המקומי, וקיימים קשרי מסחר ואשראי בין הפירמות לבין עצמן. הגידול המהיר באשראי נבע מגידול בביקוש, בשל ההתעוררות בפעילות הכלכלית, וכן מהתרחבות יוצאת דופן בהיצע האשראי. מאז הרפורמה במטבע חוץ, נפתח בפני המשק היצע גמיש של אשראי במטבע חוץ בשער הריבית שבשוק הכספים הבינלאומי; נוסף על כך, גדלה כדאיות נטילת אשראי מוכוון במטבע חוץ, משום ששערי הריבית על אשראי זה הופחתו בספטמבר 1977, בעוד ששערי הריבית בחוץ לארץ עלו במשך 1978. הגידול בהיצע האשראי היה מהיר מזה של הביקוש לו; כתוצאה מכך ירדה, כנראה, הריבית הריאלית בחלק מחודשי השנה¹⁵. לפיכך גם מורים הממצאים, כי האשראי לפעילות כלכלית (למעט אשראי ליהלומים) גדל השנה בשיעור מהיר מזה של השימושים, שאותם הוא מממן — כ־13 אחוזים, לעומת 7 אחוזים. ייתכן שבחלקו משקף גידול זה החלפת אשראי מחוץ לארץ שלא מאמצעי הבנקים, משום שהתרחב הפער בין הריבית על אשראי זה לבין הריבית על האשראי, שהועמד בפני היצרנים במשק. כן ייתכן שהאשראי לזמן קצר שימש כמימון ביניים להשקעות, בשל הירידה הריאלית באשראי ליעוד זה.

א. האשראי לשוק המקומי

האשראי לשוק המקומי גדל במוצק ב־77 אחוזים, כאשר כמעט בכל חודשי השנה נע קצב הגידול החודשי של אשראי זה בין 4 ל־6 אחוזים (ראה לוח י"ז-5'א'). החודשים מאי ויוני בלבד היו חריגים בהתפתחות זו, ובהם גדל האשראי בקצב חסר תקדים של 8 ו־13 אחוזים בהתאמה, עקב מאמצי הבנקים להגביר את שיווקן של תכניות החיסכון ושל מניותיהם: הבנקים העמידו לרשות הציבור את האשראי הדרוש לכך גם במחיר של יצירת גירעונות נזילות כבדים. יש לציין, שהאשראי למטרות אלה ניתן לציבור בריבית נמוכה יחסית — בין 24 ל־28 אחוזים. גם בניכוי האשראי המיוחד למטרות אלה, ניכר גידול מהיר באשראי לפעילות המקומית, שהסתכם בכ־8 אחוזים ריאלית במוצק שנתי, לאחר גידול ריאלי של 4 אחוזים בשנה הקודמת; זאת בהשוואה לגידול של 7 אחוזים בשימושים המקומיים בשנת 1978, לאחר אי גידול בהם בשנת 1977.

במשך 1978 ירד חלקו של האשראי המוכוון במטבע ישראלי לשוק המקומי בקצב מהיר, כתוצאה ממדיניותו של בנק ישראל לבטל את האשראי המוכוון הבלתי צמוד לשוק המקומי תוך צימצומו ההדרגתי. מדיניות זו התבטאה בירידה נומינלית של 28 אחוזים באשראי זה.

עד לרביע האחרון של השנה, לא השתנה משמעותית היחס בין האשראי החופשי בל"י לבין האשראי החופשי במטבע חוץ. האשראי בל"י גדל ב־3 הרביעים הראשונים ב־65 אחוזים, והאשראי במטבע חוץ — ב־57 אחוזים. עם זאת, ניכרו הבדלים בהתפתחויות של שני הרכיבים במשך החודשים בתוך התקופה, ובולטת התופעה, שמקורות אשראי אלה מהווים תחליפים זה לזה. מאחר שהיצע האשראי מחוץ לארץ גמיש, הרי שללא הרחבה אקסוגנית בהיצע האשראי המקומי, היה עיקר הגידול באשראי מסופק מחוץ לארץ; ואכן, כשחלה הרחבה מוניטרית מקומית, שנבעה מההורמה הניכרת ומהורדת שיעורי ההשתתפות של הבנקים בקרנות היצוא, ירד חלק האשראי מחוץ לארץ.

ב. האשראי המוכוון ליצוא

האשראי המוכוון ליצוא גדל בקצב מהיר ביותר בשנת 1978. עיקר הגידול הוא באשראי לענף היהלומים, שנבע מצבירת מלאי על ידי היצרנים בענף, וכן כתוצאה מעלייה ניכרת בערכו של המלאי שבידי היהלומנים. גם המימון ליתר ענפי היצוא גדל בשיעורים ניכרים. יתרת האשראי הממוצעת ליצוא סחורות (למעט יהלומים, ובניכוי הפרשי שיערוך) גדלה בשנת 1978 ב־84 אחוזים, בהשוואה לשנה הקודמת, בעוד שיצוא הסחורות (למעט יהלומים ושטחים) בין שתי השנים, גדל

¹⁵ דיון מפורט בריבית — ראה סעיף 2 לעיל.

בכ" 68 אחוזים בשער אפקטיבי. חלק מהגידול בשיעור המימון ליצוא מוסבר בירידת הריבית לאשראי זה, בהשוואה לעלייה, שחלה בריבית בחוץ לארץ ובצמצום שחל בעקבות זאת באשראי הלא-בנקאי מחוץ-לארץ. מגמה זו התאפשרה כתוצאה מניצול חלקי של מסגרות האשראי המוכוון בעבר.

6. הנכסים שבידי הציבור

א. אמצעי התשלום

אמצעי התשלום גדלו בשנת 1978 בכ" 45 אחוזים (ראה לוח י"ז-6), בעוד שמחירי השימושים השונים במשק עלו בקצב של 50 אחוזים ויותר. הירידה הריאלית באמצעי התשלום התרחשה למרות העלייה בפעילות הכלכלית; שכן הרפורמה איפשרה לציבור להחזיק נכסים נזילים תחליפיים, הנושאים תשואה, והאצת האינפלציה הבריחה את הפרטים מאמצעי תשלום אל נכסים נזילים צמודים.

במחצית הראשונה של השנה חלה עלייה ריאלית באמצעי התשלום, שנבעה מהירידה התריפה בהם ברביע הראשון שלאחר הרפורמה, ובסך כל התקופה שמערב הרפורמה ועד אמצע השנה ירדו אמצעי התשלום בכ" 5 אחוזים ריאלית. במחצית השנייה של השנה, בגבור קצב האינפלציה, נמשכה והתריפה מגמה זו, ולעומתה גדל הביקוש לאיגרות חוב ולפיקדונות במטבע חוץ.

ב. הנכסים הכספיים הבלתי צמודים האחרים

פיקדונות הציבור לזמן קצוב פחתו ב" 1978 בשיעור ריאלי ניכר, מאחר שיתרתם הנומינלית לא השתנתה השנה. בחלקה נובעת ירידה זו מפעולתם של הבנקים, מאמצע השנה, בעידודו של בנק ישראל, שהנפיקו תעודות פיקדון סחירות, שהן תחליפיות לפיקדונות לזמן קצוב, ונוילותן רבה לעין ערוך מהם. עם זאת, לתעודות אלה מספר מגבלות, המצמצמות את השימוש בהן לחברות גדולות: יחידת הרכישה המינימלית היא 250,000 ל"י ולא ניתן לסחור בחלקים של תעודה זו. הנפקתן של תעודות אלה החלה בחודש מאי בסכום של כ" 170 מיליון ל"י, ומאז נמשכת בידי כל הבנקים הגדולים בקצב גובר והולך — עד ליתרה של 1.4 מיליארד ל"י בסוף השנה. גם בצירוף תעודות הפיקדון, גדל סך הפיקדונות לזמן קצוב השנה רק ב" 27 אחוזים נומינלית (ראה לוח י"ז-6). ההסבר לכך נעוץ בהתגברות קצב האינפלציה, בשיפור תנאי איגרות החוב ובאפשרות להשקיע בפיקדונות מטבע חוץ, שתשואתן הממוצעת גדולה משל הפיקדונות לזמן קצוב בל"י. מגמת הירידה במילווה קצר המועד, הנמשכת זה מספר שנים, הוחרפה השנה, ולמעשה ניתן לאמר, כי נכס זה כמעט שנעלם מתיק הנכסים של הפרטים: יתרתו, שעמדה בתחילת השנה על 76 מיליון ל"י, פחתה לכדי 11 מיליון ל"י בלבד בסוף השנה.

ג. הנכסים הכספיים הצמודים

בחדשים הראשונים, שלאחר הרפורמה במטבע חוץ, ערך הציבור התאמה בתיק נכסיו, כשהשקיע סכומים ניכרים בפיקדונות פת"מ. התפתחות התשואות היחסיות במשך השנה בין הנכסים הצמודים לל"י לבין אלה הצמודים למטבע חוץ היתה עשויה להביא להתרחבות נוספת בפיקדונות פת"מ עו"ש, שהם דמויי כסף, אך מצד שני צפויה היתה האטה בפיקדונות הפת"מ לזמן קצוב, שרכיב החיסכון בהם הוא, כנראה, הדומיננטי.

למרות זאת, נראה כי גם במהלך 1978 נמשכה מגמת העלייה המהירה בשני סוגי הפיקדונות — גורם שיש בו כדי להצביע על כך, שתהליך ההתאמה בהרכב הנכסים של הפרטים לא מוצה עד תום. כתוצאה מכך, גדלה יתרת הפיקדונות בפת"מ עו"ש במשך 1978 בכ" 146 אחוזים, יתרת הפת"מ לזמן קצוב גדלה ב" 130 אחוזים. בניכוי הפרשי השערים שבין הל"י לבין יתר המטפעות,

לוח י"ז-6

אמצעי השלום ונכסים בלתי צמודים בידי הציבור, 1976 עד 1978¹

סך כל אמצעי התשלום ונכסים בלתי צמודים אחרים (1) + (9) = (10)	נכסים בלתי צמודים אחרים							אמצעי תשלום	
	סך הכול (6) + (8) = (9)	פיקדונות כנגד התחייבויות (8)	נכסים כספיים בלתי צמודים		מילווה קצר מועד (5)	פיקדונות לזמן קצוב ²		העלייה או הירידה (—) (2)	(1)
			העלייה או הירידה (—) (7)	(3) + (5) = (6)		העלייה או הירידה (—) (4)	(3)		
	(מיליוני ל"י)		(אחוזים)	(מיליוני ל"י)		(אחוזים)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(מיליוני ל"י)
ממוצעים שנתיים									
15,237	3,905	161	1.2	3,744	109	2.8	3,635	14.3	11,331
21,512	5,177	325	29.6	4,852	93	30.9	4,759	44.2	16,335
28,735	6,260	383	21.1	5,877	31	22.8	5,846	37.6	22,474
יתרות לסוף תקופה									
17,771	4,284	152	15.1	4,132	67	15.9	4,064	27.1	13,487
24,609	5,891	663	26.5	5,228	76	26.8	5,152	38.8	18,718
34,244	7,093	538	25.4	6,555	11	27.0	6,544	45.1	27,151
25,812	5,183	322	—7.0	4,861	44	—6.5	4,817	10.2	20,629
29,702	6,329	381	22.3	5,947	38	22.7	5,909	13.3	23,373
31,682	6,851	397	8.5	6,454	20	8.9	6,434	6.2	24,831
34,244	7,093	538	1.6	6,555	11	1.7	6,544	9.3	27,151
									דצמבר

(1) שיעורי השינוי הינם שנתיים ורבעוניים, בהתאמה.

(2) כולל תעודות פיקדון סהירות (תפ"ס).

ה מקור: לוח י"ז-א'.

לוח י"ז-7
נכסים צמודים של הציבור במערכת הבנקאות, 1976 עד 1978
(מיליוני ל"י)

פיקדונות צמודים למטבע חוץ					פיקדונות צמודים למדד המחירים לצרכן			
העלייה או הירידה (—) בניכוי הפרשי פיתות ושערים					מזה : פיקדונות במסגרת תכניות חיסכון מאושרות			
פת"מ פיצויים	פת"מ	סך הכול	מזה : הפרשי פיתות ושערים	יתרה	ממוצע חודשי של הפקדות נטו ¹	בערכי הפקדה	סך הכול	סך הכול
(א ח ו ז י ם)								
9.9	33.8	17.0	5,401	22,314	205	10,806	20,110	20,242
6.8	39.5	17.2	23,519	49,681	468	18,359	36,790	37,479
10.3	97.2	40.2	20,686	90,322	678	30,520	63,731	66,047
2.8	20.7	8.9	5,016	59,135	775	19,976	40,326	41,382
1.8	16.4	7.3	3,078	66,516	775	24,601	48,650	49,918
1.3	9.5	4.6	6,758	76,312	580	27,567	53,419	55,193
2.9	21.8	10.7	5,834	90,322	580	30,520	63,731	66,047

(1) ערך ההפקדות נטו אינו זהה לשינוי בערכי ההפקדה, כיוון שהמשיכות כוללות הפרשי הצמדה.
ה ס ק ו ר : לוח י"ח-10א'.

הוכפלה היתרה בפיקדונות אלה (ראה לוח י"ז-7). גם בניכוי האשראי הספקולטיבי בתחילת דצמבר (שהופקד רובו בפת"מ), חל גידול מהיר ביותר בפיקדונות מטבע חוץ. התפתחות זו נכלמה בסוף הרביעי השלישי; ההאצה בקצב האינפלציה והירידה בציפיות לפיחות ברביעי האחרון, שינו את התשואות היחסיות, ולפיכך נראה, כי ברביעי האחרון חלה ירידה ברכישת פיקדונות פת"מ (למעט הרכישה הספקולטיבית בדצמבר) וחל גידול בהשקעה בנכסים צמודים למדד¹⁶.

בפיקדונותיהם של מקבלי הפיצויים האישיים חל השנה גידול מהיר. הצבירה השנתית, בניכוי הפרשי פיחות ושערים על היתרה בתחילת השנה, הוכפלה השנה (ראה לוח י"ז-8), בעיקר בשל העלייה המהירה בשער המרק. למרות ההאצה בצבירה, ירד משקלם של פיקדונות פז"ק ותמ"מ בסך הפיקדונות במטבע חוץ, בשל הגידול המהיר בפיקדונות הפת"מ (ראה לוח י"ז-7). שיעור ההמרה מתוך פיקדונות אלה לא השתנה באופן משמעותי, ורמתו דומה לזו של השנים הקודמות, למרות שאחד הגורמים, שמנע בעבר המרות גדולות — ריבוי השערים — הוסר עם הרפורמה במטבע חוץ, ייתכן, שהגורם לכך הוא הפטור ממס, והריבית הגבוהה מריבית השוק על פיקדונות אלה. כן יש לציין, שבשיעור ההמרות החודשי חלו תנודות חריפות מאז הרפורמה (ראה לוח י"ז-9-א'), הקשורות, כנראה, בתנודות שער החליפין שבין המרק לדולר.

לוח י"ז-8

אומדן המרות למטבע ישראלי מכספי פז"ק פיצויים ותמ"מ, 1976 עד 1978

צבירה פוטנציאלית בחשבונות פז"ק פיצויים ותמ"מ					
שער	שער	סך כל	בניכוי הפרשי	סך הכול	
המרה ב' ¹	המרה א' ¹	ההמרות לל"י	שערים ופיחות		
(אחוזים)			(מיליוני ל"י)		
69	31	2,250	3,261	7,274	1976
78	17	3,612	4,648	21,044	1977
63	25	5,814	9,187	23,264	1978
69	41	687	995	1,664	I 1977
86	52	880	1,021	1,704	II
76	27	798	1,045	2,988	III
79	8	1,247	1,587	14,688	IV
59	23	1,315	2,228	5,677	I 1978
69	33	1,464	2,136	4,428	II
78	27	1,749	2,253	6,419	III
50	19	1,286	2,570	6,740	IV

(1) שיעור המרה א' הוא היחס בין סך כל ההמרות לל"י לבין סך כל הצבירה הפוטנציאלית בחשבונות פז"ק פיצויים ותמ"מ; שיעור המרה ב' הוא היחס בין סך כל ההמרות לבין צבירה פוטנציאלית בחשבונות פז"ק פיצויים ותמ"מ, בניכוי הפרשי שערים ופיחות.

ה מק ד : לוח י"ז-9א'.

¹⁶ דיון מפורט ראה בסעיף 3.

תכניות החיסכון גדלו גם הן בקצב מהיר, אם כי נמוך בהרבה מזה של הפיקדונות במטבע חוץ. יתרת תכניות החיסכון גדלה ב־73 אחוזים, ובניכוי ריבית, הפרשי הצמדה ומענקים, גדלה ההפקדה החודשית הממוצעת בכ־40 אחוזים (ראה לוח י"ז-7). עיקר הגידול אירע בחודשים מאי ויוני, כתוצאה משיווק מוגבר של הבנקים באמצעות מתן אשראי זול לרוכשים. יתרת הפיקדונות ארוכי הטווח הצמודים למדד גדלה מ־700 מיליון ל"י ב־1977 ל־2.3 מיליארד בסוף 1978 (ראה לוח י"ז-10'א'). פיקדונות אלה, הנקובים בסכומים העולים על חצי מיליון ל"י, מוחזקים, בחלקם הגדול, בידי מוסדות ללא כוונת רווח, והם נושאים ריבית גבוהה מזו של איגרות החוב. גידולם המהיר קשור, כנראה, לגידול בהעברות מחוץ לארץ למוסדות אלה.

לוח י"ז-9

נכסים נטו במטבע חוץ במערכת הבנקאות, 1976 עד 1978
(מיליוני דולרים)

סוף התקופה	נכסים נטו בבנק ישראל	נכסים נטו במוסדות הבנקאיים			נכסים נטו במערכת הבנקאות
		נכסים	התחייבויות	נטו	
(1)	(2)	(3)	(4) = (2) — (3)	(5) = (4) + (1)	
1976	1,243	1,976	2,841	—865	378
1977	1,427	2,470	3,513	—1,043	384
1978	2,368	3,361	5,000	—1,639	729
1978 מארס	1,391	2,181	3,338	—1,157	235
יוני	1,458	2,391	3,673	—1,281	176
ספטמבר	1,567	2,741	4,095	—1,354	213
דצמבר	2,368	3,361	5,000	—1,639	729

ה מקור : לוח י"ז-11א'.

7. התפתחות מאזני המופדות הבנקאיים המסחריים

המאזן המאוחד של המוסדות הבנקאיים גדל ב־1978 ב־68 אחוזים, בהשוואה לגידול בשיעור של 90 אחוזים בשנה הקודמת, והגיע ל־548 מיליארד ל"י (ראה לוח י"ז-10). גם השנה, בדומה ל־1977, היה הגידול בחלק הנקוב במטבע חוץ מהיר יותר מהחלק הנקוב במטבע ישראלי, 77 ו־60 אחוזים, בהתאמה. הפער בהתפתחות שני הרכיבים השנה קטן יותר מאשר אשתקד, הן משום שהשפעת השינוי בשער החליפין קטנה יותר, והן משום שעוצמת ההתאמה בחודשים הראשונים שלאחר הרפורמה היתה, כנראה, גדולה יותר.

ירידת חלקה של הפעילות במטבע ישראלי והשלכותיה על מערכת הבנקאות בולטים עוד יותר במאזן הכסף הכבד. לנוכח קצב האינפלציה המהיר בשנים האחרונות, חל צמצום משמעותי במשקלם היחסי של מקורות המימון המסורתיים לאשראי החופשי לטווח קצר במטבע ישראלי. כמקורות מימון מסורתיים מוגדרים הפיקדונות לפי דרישה, פיקדונות לזמן קצוב ותעודות פיקדון סחירות. משקלם של אלה בשנתיים האחרונות, בתוספת הנומינלית לאשראי החופשי במטבע

ישראלי, הסתכם בשליש בלבד (ראה לוח י"ז-3 א'). היתה זו אחת הסיבות לפניית הבנקים בשנים האחרונות לגיוס הון בממדים רחבים. נוסף על השימושים בתוספת ההון להשקעה בסניפים, בציד, בפעילות בחוץ לארץ ובמניות, היווה ההון העצמי כ-16 אחוזים מתוך המקורות, ששימשו להרחבת האשראי החופשי במטבע ישראלי לטווח קצר בשנת 1978. בניכוי תרומתו של האשראי, שניתן לרוכשי מניות, מגיוס ההון, נמצא, כי ההשפעה הנקייה של תוספת ההון על הרחבת האשראי קטנה עוד יותר. בכך מתחזק הספק באשר לאפשרות תכנון הרחבת האשראי בעתיד על ידי גיוס הון. ניתן לראות זאת כבר בשנת 1978, בירידה החדה במשקלו של רכיב זה בתוספת המקורות, — תופעה שהשתקפה בעליית גירעונות הנזילות כמקור להרחבת האשראי במטבע ישראלי השנה. בין שיעורי הגידול של הנכסים במטבע ישראלי קיימת שונות רבה: מצד אחד בולט, יחסית, הגידול באיגרות חוב ממשלתיות ובניירות ערך של חברות ומוסדות מקומיים, שגדלו ב-83 ו-68 אחוזים, בהתאמה; מצד שני נראה, כי הנכסים הנזילים בבנק ישראל בל"י גדלו רק במעט — 21 אחוזים נומינלית. בהתחייבויות של הבנקים בל"י גדלו במהירות סעיפי תכניות החיסכון, שעלו ב-73 אחוזים, וההון העצמי, שגדל ב-51 אחוזים.

כאמור, היה הגידול ברכיבים הנקובים במטבע חוץ מהיר יותר מאשר הרכיבים שבמטבע ישראלי, והדבר ניכר הן בעסקות עם תושבים מקומיים והן בעסקות עם חוץ לארץ. פיקדונות תושבים מקומיים במטבע חוץ גדלו ב-82 אחוזים, ואילו האשראי החופשי במטבע חוץ לתושבים מקומיים גדל ב-110 אחוזים. כן יש לציין את הגידול הניכר באשראי במטבע חוץ מתוך פיקדונות למתן הלוואות, שעלו ב-87 אחוזים¹⁷. מנגד חל גידול מהיר גם בפיקדונות המשק בחוץ לארץ ובפיקדונות מחוץ לארץ.

¹⁷ יצוין, כי בניתוח האשראי של המוסדות הבנקאיים, שהובא בגוף הפרק, לא נכללו ההלוואות במטבע חוץ מתוך פיקדונות למתן הלוואות, משום שהן ניתנות לזמן ארוך, וממנות בעיקר השקעות. לדיון באשראי ממקור זה — ראה פרק המוסדות הכספיים.

לוח י"ז-10

נכסים והתחייבויות של המוסדות הבנקאיים¹, 1977 ו-1978
(מיליוני ל"י)

1978			1977			נכסים
מטבע חוץ	הפרשי הצמדה למדד המחירים	מטבע ישראלי	מטבע חוץ	הפרשי הצמדה למדד המחירים	מטבע ישראלי	
		11,581			9,578	נכסים נזילים בבנק ישראל בל"י ²
83,494			45,649			פיקדונות מטבע חוץ בבנק ישראל
63,917		10	38,007		338	הלוואות לחו"ל ופיקדונות בחו"ל
	1,934	19,912		1,323	12,793	אשראי חופשי
51	311	3,784	59	287	3,370	השתתפות באשראי מוכוון
24,071			11,437			אשראי חופשי במט"ח לתושבים מקומיים
						אשראי במט"ח לתושבים מקומיים מפיקדונות מאושרים למתן הלוואות
10,906			5,831			אשראי לציבור מפיקדונות מאושרים
	24,498	22,651		14,490	14,877	אשראי לציבור מפיקדונות הממשלה
	304	10,046		192	6,876	גיירות ערך של חברות ומוסדות מקומיים
234	22,103	22,227	119	11,577	14,810	בניינים וציוד
		2,113			1,452	הלוואות לממשלה מאמצעי הבנקים
6,400	3,087	6,309	6,872	1,134	2,638	איגרות חוב ממשלתיות ³
	3,047	3,592		1,926	1,720	הלוואות לממשלה מפיקדונות מאושרים
7,270	45,029	38,952	4,108	25,459	24,808	סכומים במעבר ופיקדונות של מוסדות בנקאיים
5,566	1,534	3,628	3,329	923	1,605	חשבונות אחרים
2,079	1,594	14,229	1,339	807	8,441	חשבונות שונים ⁴
⁶ 35,472	⁵ 384	⁵ 5,625	⁶ 16,418	⁵ 467	⁵ 4,161	חשבונות מקבילים ⁷
26,030	946	13,452	17,002	599	9,716	סך כל הנכסים
265,492	104,771	178,110	150,170	59,183	117,184	

התחייבויות

2,544	131	12,499	2,103	47	7,892	הון עצמי ושטרי חוב הונניים
95,078			54,052			פיקדונות מחו"ל ⁸
		51			305	נכיון משנה לבנקים
		18,374			12,399	פיקדונות עו"ש
	13	6,544		12	5,152	פיקדונות לזמן קצוב
	31,400	32,331		17,118	19,672	תכניות חיסכון
	622	1,694		166	523	פיקדונות צמודים לטווח ארוך
90,322			49,681			פיקדונות במט"ח של תושבים מקומיים
1,920	71,934	58,030	1,129	41,038	38,227	פיקדונות מאושרים למתן הלוואות
4,426	44	12,243	2,236	33	7,732	פיקדונות הממשלה למתן הלוואות ⁹
192		246	1,857		296	חשבוניות הממשלה ¹⁰
5,772	883	2,332	3,467	569	1,545	פיקדונות של מוסדות בנקאיים וסכומים במעבר
1,842	16	14,440	1,232	17	8,911	חשבוניות אחרים
1235,477	11384	116,163	1216,516	11467	114,824	חשבוניות שונים
26,030	946	13,452	17,002	599	9,716	חשבוניות מקבילים
263,604	106,373	178,397	149,275	60,066	117,196	סך כל ההתחייבויות

- (1) המאון, כפי שפרסמת מחלקת הפיקוח על הבנקים, מתוקן לצורכי ההגדרות בפרק זה.
 - (2) פיקדונות בלי" בבנק ישראל, הנחשבים כנכס נזיל, שטרי אוצר ומוזמנים בקופות.
 - (3) כולל מילווה קצר כושר.
 - (4) חשבון זה מבטא את התיקונים, שהוכנסו במאון עם התאמתו להגדרות האשראי והפיקדונות בפרק זה.
 - (5) נכיון משנה לציבור במטבע ישראלי.
 - (6) נכיון משנה לציבור במטבע חוץ, נכיון משנה לסוכנות, פת"ח ופת"מ שהופקדו בבנק ישראל לפי נתוני המוסדות הבנקאיים.
 - (7) קיבולים, ערבויות ואשראים דוקומנטריים.
 - (8) פיקדונות של בנקים ומשרדי הבנקים בחו"ל, פיקדונות תושבי חוץ, ועולים ותושבים ארעיים, בניכוי הפקדות בבנק ישראל.
 - (9) פיקדונות שנוצלו למתן הלוואות.
 - (10) כולל פיקדונות עו"ש, פיקדונות לזמן קצוב ופיקדונות ממשלה למתן הלוואות שלא נוצלו.
 - (11) כמו ב" (5), בתוספת פיקדונות כנגד ההתחייבויות ופיקדונות עו"ש של הציבור בבנק החקלאות.
 - (12) כמו ב" (6), אך פת"ח — לפי נתוני בנק ישראל.
- ה ט ק ו ר : המאון התורשי של המוסדות הבנקאיים ; נכיון משנה ופת"ח בבנק ישראל — מאון בנק ישראל.

לוח י"ז-א'
אינדקסורים למצב הנזילות של המוסדות הבנקאיים במטבע ישראלי, 1976 עד 1978

חובת הנזילות כנגד פיקדונות רגילים ¹	חובת הנזילות כנגד פיקדונות לזמן קצוב ²	חובת הנזילות כנגד האשראי התופשי בל"י ³	סך כל חובת הנזילות ללא הפחתות ³	סך כל חובת הנזילות בניכוי שחרורים מנזילות ⁴	גירעונות נזילות בסוף החודש (עודפים (+) גירעונות (-)) ⁴	ממוצע יומי של גירעונות נזילות במשך החודש ⁵	היחס בין גירעונות (-) הנזילות לחובת נזילות ברוטו (ממוצע יומי) ⁵	היחס בין גירעונות (-) הנזילות לחובת נזילות נטו (ממוצע יומי) ⁵
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
1976	6,211	765	418	7,459	6,036	-418	-7.4	-6.0
1977	9,027	1,057	612	10,924	9,347	-1,033	-11.6	-9.9
1978	12,680	1,006	913	15,378	13,118	-1,311	-10.6	-9.0
ינואר 1978	8,206	977	661	10,043	8,517	-676	-7.9	-6.5
פברואר	8,745	945	692	10,559	9,081	-1,450	-16.8	-14.0
מרס	9,868	925	672	11,673	10,091	-1,828	-20.0	-17.4
אפריל	9,692	1,002	692	11,631	9,908	-70	-0.7	-0.6
מאי	10,411	1,063	761	12,497	10,660	-139	-1.3	-1.1
יוני	11,264	1,095	875	13,675	11,770	-1,406	-12.6	-10.8
יולי	10,986	1,115	957	13,512	11,481	-2,127	-18.0	-15.4
אוגוסט	10,828	1,121	984	13,347	11,256	-1,630	-13.9	-11.8
ספטמבר	11,257	1,110	989	13,979	11,847	-2,597	-22.2	-18.8
אוקטובר	10,783	1,052	1,089	13,768	11,426	-3,017	-25.6	-21.5
נובמבר	11,107	1,023	996	13,746	11,496	-3,229	-27.6	-23.0
דצמבר	12,680	1,006	913	15,378	13,118	-2,841	-10.6	-9.0

(1) דרישות הנזילות כנגד פיקדונות עובר ושב ופיקדונות כנגד התחייבויות במטבע ישראלי

(2) כולל דרישות נזילות כנגד פיקדונות לזמן קצוב שנשכרו.

(3) כולל דרישות נזילות על גורמים אחרים כגון חסכונות, אשראי מוכון, ויתרה בלתי מנוצלת של פיקדונות למתן הלוואות.

(4) עתודות פנויות חן ההפרש שבין הנכסים הנזילים לדרישות הנזילות, לאחר הפחתות. הנכסים הנזילות שעליהם מבוסס לוח זה, מתקבלים מדו"ח הנזילות וכוללים התאמות מסוימות, שאינן נכללות בנתוני הנכסים הנזילים מתוך המאון החודשי של המוסדות הבנקאיים, המופיעים בלוח י"ז-א'.

(5) חובת הנזילות ברוטו הינה חובת הנזילות לפני ניכוי שחרורים מנזילות, גירעון מוכר וההפרש המשולב, וחובת הנזילות נטו — בניכוי סעיפים אלה.

ה פ ס ו ר : רשימת הנזילות החודשי של המוסדות הבנקאיים ; המפקח על הבנקים — ספסיפיקה של המוסדות הבנקאיים.

התפתחות בסיס הכסף לפי רכיביו, 1976 עד 1978

(יתרות, מיליוני ל"י)

סוף התקופה	מוזמנים בידי הציבור (1)	הנכסים הנזילים של המוסדות הבנקאיים (2)	בסיס הכסף הצר (1) + (2) = (3)	שחרורים מנזילות (4)	גירעון מוכר והפרש משולב (5)	בסיס הכסף הרחב (3) + (4) + (5) = (6)	הגידול בבסיס הכסף הרחב (7)
1976	4,777	5,772	10,550	1,376	47	11,973	40.6
1977	6,319	9,578	15,897	1,367	210	17,474	45.9
1978	8,777	11,581	20,358	2,184	76	22,618	29.4
1978 ינואר	6,190	7,755	13,945	1,339	186	15,470	-11.5
פברואר	6,540	7,655	14,195	1,311	168	15,673	1.3
מארס	6,878	9,581	16,459	1,498	80	18,037	15.1
אפריל	7,214	10,286	17,500	1,637	86	19,223	6.6
מאי	7,470	9,332	16,802	1,656	181	18,639	-3.0
יוני	7,719	9,763	17,482	1,812	87	19,381	4.0
יולי	7,891	9,701	17,592	1,943	88	19,623	1.3
אוגוסט	8,261	9,283	17,544	2,019	73	19,636	0.1
ספטמבר	8,541	9,660	18,201	2,050	82	20,333	3.6
אוקטובר	8,470	7,840	16,310	2,199	143	18,653	-8.3
נובמבר	8,652	9,307	17,959	2,164	89	20,212	8.4
דצמבר	8,777	11,581	20,358	2,184	76	22,618	11.9

ה מ ק ו ר : נכסים נזילים של המוסדות הבנקאיים — המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים ; שחרורים מנזילות והפרש מוכר — רו"ח הנזילות החודשי של המוסדות הבנקאיים ; מוזמנים בידי הציבור — המפקח על הבנקים, פטריסטיקה של המוסדות הבנקאיים.

המקורות

1,845	1,083	—11	—348	287	160	—223	471	241	—86	424	208	—361	1,253	7. פיקדונות עו"ש ופיקדונות זכאים אחרים
—35	—88	—137	—185	—58	57	43	14	293	304	—134	—85	—59	802	8. פיקדונות לזמן קצוב
1,063	67	233	172	103	79	175	103	131	—	—	—	—	—	9. תעודות פיקדון סחירות
—298	83	93	—100	—4	—27	—81	—114	—68	—20	20	—31	—49	—194	10. נזילות חובה על אשראי
2,950	340	287	201	165	280	239	367	293	265	270	139	104	1,535	11. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים לטווח ארוך
4,545	1,191	81	27	558	158	1,059	1,069	4	2	308	23	65	3,863	12. הון עצמי ושטרי חוב הוגנים
—127	—19	—51	24	—8	48	4	—95	94	6	—337	—31	238	—23	13. נכיון משנה לבנקים והפרש מוכר
1,617	—1,256	—609	1,509	—539	821	222	—138	449	55	1,160	—51	—5	1,194	14. חשבונות אחרים נטו (כולל הפרשי הצמדה נטו, למעט על ניירות ערך)
11,560	1,401	—114	1,300	504	1,576	1,438	1,677	1,437	526	1,711	172	—67	8,430	15. סך כל המקורות
2,367	—364	—1,169	1,189	626	6	2	917	1,379	—467	—1,497	676	1,077	202	16. השינוי בגירעון הנזילות [(15)—(6)]

(1) לוח זה מודד את ההשפעה הנקייה של הסעיפים השונים על האמצעים החופשיים.

(2) נתונים מעודכנים.

הסכום : המאזן התורשי של המוסדות הבנקאיים ורוח הנזילות החודשי.

לו ח י"ז - א'

השפעת הפקטורים על בסיס הכסף, לפי חודשים, 1978
(מיליוני ל"י)

	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	
1. הזרמת הסקטור הציבורי, נטו	2,921	379	-2,348	1,192	2,196	1,244	1,948	1,930	546	2,311	1,111	1,579	
מזה: הזרמה בגין פעילות ממשלתית	(2,603)	(11)	(-2,648)	(772)	(1,861)	(1,014)	(1,593)	(1,105)	(296)	(2,091)	(835)	(1,151)	
2. מכירות מט"ח מצד הסקטור הפרטי ¹	3,815	2,400	-105	-1,581	-726	-1,769	-1,120	-1,171	203	-816	-2,631	-1,810	
3. השפעת הצבירה בפקדונות מט"ח	-4,828	-1,525	-436	-594	-2,054	-1,506	-884	-1,066	-1,100	-952	-222	-3,291	
4. אשראי במט"ח לסקטור הפרטי ^{1 2}	1,203	-16	227	1,262	67	1,036	-4	587	155	1,571	1,857	1,517	
5. אשראי במט"י לסקטור הפרטי ²	-58	131	192	250	-29	462	578	152	698	-135	35	-149	
6. פעולות בשוק הפתוח ³	5	-137	-96	-35	-78	-25	68	21	101	137	62	118	
7. גורמים אחרים	-708	417	675	163	576	668	49	-611	438	148	38	84	
8. סך כל בסיס הכסף הצר	2,350	1,649	-1,891	657	-48	110	680	-698	1,041	2,264	250	-1,952	
9. שחרורים מנוזלות וההפרש המוכר ¹	7	-35	156	41	61	132	62	114	145	99	-47	-52	
10. סך כל בסיס הכסף הרחב ¹	2,357	1,614	-1,735	698	13	242	742	-584	1,186	2,263	203	-2,006	

(1) בספטמבר 1977 בוטל ההסדר למימון משלוחי יצוא מאמצעי הבנקים במטבע חוץ, שהונהג במאי 1976. הפעולות הקשורות בהסדר זה (ובביטולו) הביאו:

א. הגדלת מכירות מט"ח ב-1.4 מיליארד ל"י ב-1976, והקטנתם ב-1.9 מיליארד ל"י ב-1977 ובמיליארד ל"י ב-1978.

ב. להקטנת אשראי לציבור ב-0.9 מיליארד ל"י ב-1976 והגדלתו ב-1.8 מיליארד ל"י ב-1977 ובמיליארד ל"י ב-1978.

ג. להקטנת שחרורים מנוזלות ב-0.3 מיליארד ל"י ולהגדלת בסיס הכסף הרחב ב-0.2 מיליארד ל"י ב-1976.

ד. השינוי בהסדר לא השפיע ב-1977 וב-1978 על בסיס הכסף ועל שחרורים מנוזלות, אך הגדיל את חובת הנוזלות של המוסדות הבנקאיים, החייבים להחזיק נכסים נוזלים ב-15 אחוזים מיתרת קרן המשלוחים. עיקר ההשפעה ב-1977 התרכזה ברביע האחרון של השנה, וב-1978 — ברביע הראשון של השנה.

(2) מתחילת שנת 1977 הועבר נכיון משנה בקרן משלוחים מאשראי במטבע ישראלי לאשראי במטבע חוץ.

(3) כולל פעולות בשוק הפתוח בלבד. רכישת ניירות ערך בלתי סחירים, אשר מחליפים אשראי במטבע ישראלי, נכללת ב"אשראי במטבע ישראלי לסקטור הפרטי". פדיונות של איגרות חוב בתיק, ורכישת איגרת חוב במקור, מופיעים בסעיף "גורמים אחרים", היות והם פעולות של בנק ישראל עם הממשלה, ולא עם הציבור.

לוח י"ז-א'
יתרת האשראי לתושבים מקומיים ממערכת הבנקאות (לא כולל הפרשי הצמדה למרד המחירים)¹,
1976 עד 1978
(מיליוני ל"י)

שנה	אשראי מוכוון במטבע ישראלי					אשראי מוכוון במטבע חוץ				
	בקרנות					בקרנות				
	מזה : נכיון משנה	ישראל ² תרת	ישראל ³ תרת	ישראל ⁴ תרת	ישראל ⁵ תרת	מזה : נכיון משנה	ישראל ⁶ תרת	ישראל ⁷ תרת	ישראל ⁸ תרת	ישראל ⁹ תרת
1977	12,793	7,675	5,672	13,998	7,630	12,895	300	10,606	45,372	5,831
1978	19,912	9,503	7,927	26,976	15,072	26,628	426	24,071	80,888	10,906
1978 ינואר	13,895	7,635	5,644	15,704	8,649	14,903	301	10,963	48,498	6,044
פברואר	14,500	7,324	5,384	17,796	10,317	17,387	295	11,493	51,409	6,802
מארס	14,937	6,777	5,463	19,444	11,768	19,261	284	12,409	53,850	7,029
אפריל	14,410	7,956	6,475	19,644	11,875	19,522	276	13,005	55,290	6,935
מאי	15,813	8,036	6,549	21,122	12,506	20,994	256	13,788	59,014	8,971
יוני	18,806	8,472	6,945	21,810	12,954	21,616	255	14,637	63,980	8,887
יולי	19,825	9,406	7,830	22,743	13,296	22,650	323	15,750	68,048	9,087
אוגוסט	20,255	9,228	7,627	23,448	14,146	23,285	408	16,116	69,454	9,444
ספטמבר	21,315	9,430	7,791	24,700	15,013	24,532	420	16,649	72,514	9,950
אוקטובר	22,404	9,546	7,986	25,210	15,271	25,130	409	17,842	75,412	10,851
נובמבר	21,212	9,733	8,097	25,533	14,990	25,345	418	20,248	77,143	12,661
דצמבר	19,912	9,503	7,927	26,976	15,072	26,628	426	24,071	80,888	10,906

(1) אינו כולל אשראי לממשלה ולמוסדות לאומיים.
 (2) בדצמבר 1977 הסתכמו הפרשי הצמדה על האשראי החופשי בסך 1,323 מיליון ל"י, ובסוף 1978 ב-1,975 מיליון ל"י; הפרשי הצמדה אלה אינם נכללים ביתרות אשראי בלוח זה.
 (3) בדצמבר 1977 הסתכמו הפרשי הצמדה על האשראי בקרן מלווה מעסיקים ב-467 מיליון ל"י, ובסוף 1978 ב-384 מיליון ל"י. הפרשי הצמדה אלה אינם נכללים ביתרות האשראי בלוח זה.
 (4) כולל מימון משלוחים מאמצעי הבנקים במטבע חוץ.
 (5) אינו כולל מימון משלוחים מאמצעי הבנקים במטבע חוץ.
 (6) בעקבות הליברליזציה, מיון הסעיף "אשראי מאושר במטבע חוץ" בין הסעיפים "אשראי חופשי במטבע חוץ" לבין "אשראי מתוך פיקדונות למתן הלוואות במטבע חוץ". סוג אשראי אחרון זה מהווה בעיקרו אשראי לטווח ארוך, ואינו נידון בפרק זה. כן הועברו הלוואות מ"אשראי חופשי במטבע חוץ" ל"אשראי לתושבי חוץ" (כ-2 מיליארד ל"י באוקטובר 1977) ומ"אשראי מתוך פיקדונות למתן הלוואות במטבע חוץ" ל"אשראי לתושבי חוץ" (כ-1.8 מיליארד ל"י בדצמבר 1977). "אשראי לתושבי חוץ" מופיע כנכס במטבע חוץ של המוסדות הבנקאיים בלוחות י"ח-י"ח-י"ח.

ה ס ק ו ר : המאזן החדשי של המפורות הבנקאיים; ריית הנוילות החדשי של המפורות הבנקאיים.

לוח י"ז-א'

הרכב האשראי המוכוון לציבור, 1977 ו-1978

ממוצעים שנתיים				יתרות לסוף השנה				
העלייה או הירידה (—)		העלייה או הירידה (—)		העלייה או הירידה (—)		העלייה או הירידה (—)		
1978	1977	1978	1977	1978	1977	1978	1977	
(אחוזים)		(מיליוני ל"י)		(אחוזים)		(מיליוני ל"י)		
—1	27	2,708	2,725	—28	32	2,208	3,087	1. אשראי מוכוון במט"י לפעילות מקומית
—4	40	1,932	2,003	—31	44	1,599	2,325	א. קרנות הון חוזר
12	72	825	739	—35	96	641	981	מזה: קרן הון חוזר לתעשייה
—28	17	335	466	—30	—16	270	386	קרן הון חוזר לחקלאות
34	33	186	139	52	44	279	184	קרן משקים מודרכים
—11	33	586	660	—47	46	410	774	קרן מילווה מעסיקים
8	1	777	721	—20	5	608	762	ב. אחר
63	46	5,879	3,614	59	51	7,295	4,588	2. אשראי מוכוון במט"י ליצוא
79	54	4,994	2,797	73	64	6,034	3,492	מזה: קרן ייצור ליצוא
16	19	578	499	34	13	930	695	קרן פרי הדר וכותנה
—3	33	307	318	—17	38	331	401	קרן יצוא עקיף
177	86	22,011	7,958	93	156	26,976	13,998	3. אשראי ליצוא במט"ח או צמוד למט"ח
148	46	5,464	2,204	70	128	7,387	4,340	א. אשראי משלוחים במט"י צמוד למט"ח
521	29	5,365	864	111	956	7,387	3,509	מזה: קרן משלוחים
—93	59	99	1,339	—100	—47	—	831	משלוחים מקווי אשראי
182	102	12,988	4,598	98	172	15,072	7,630	ב. קרן יהלומים (מט"ח)
208	140	3,559	1,156	123	171	4,517	2,028	ג. קרן יבוא לשם יצוא (מט"ח)
22	—7	339	277	42	8	426	300	4. נכיון משנה במט"ח מחוץ לקרנות

ה מקור המאזן ההודשי של המספרות הבנקאיים; ד"ח הנוטיות ההודשי של המספרות הבנקאיים.

יתרת האשראי לממשלה במטבע ישראלי ממערכת הבנקאות, 1976 עד 1978

(מיליוני ל"י)

מהמוסדות הבנקאיים				מבנק ישראל			
האשראי נטו מהמוסדות הבנקאיים (4) + (5) — (6) = (7)	בנכוי פיקדונות הממשלה ⁵ (6)	ניירות ערך ממשלתיים ⁴ (5)	אשראי לממשלה ³ (4)	אשראי נטו מבנק ישראל (1) — (2) = (3)	פיקדונות הממשלה והמוסדות הלאומיים ² (2)	אשראי לממשלה ¹ (1)	
2,213	189	1,292	1,110	11,022	291	11,313	1976
4,057	296	1,714	2,638	19,307	3,724	23,031	1977
9,655	246	3,592	6,309	20,550	9,816	30,366	1978
3,724	284	1,704	2,305	20,055	3,555	23,610	1978 ינואר
3,958	267	1,719	2,506	20,971	3,789	14,760	פברואר
4,270	265	1,765	2,770	21,892	3,614	25,506	מארס
4,787	257	2,033	3,010	20,939	5,075	26,014	אפריל
6,093	261	2,640	3,714	22,050	3,922	25,972	מאי
7,199	256	2,714	4,741	23,111	3,681	26,792	יוני
7,464	252	3,004	4,712	23,420	2,949	26,369	יולי
7,691	239	2,609	4,960	25,249	2,969	28,218	אוגוסט
7,990	258	3,005	5,242	25,707	3,375	29,082	ספטמבר
8,647	276	3,317	5,606	25,147	698	25,845	אוקטובר
8,711	247	3,488	5,470	20,121	2,598	22,719	נובמבר
9,655	246	3,592	6,309	20,550	9,816	30,366	דצמבר

- (1) כולל זקופת רווח בנק ישראל מדי חודש.
 - (2) כולל את ההון העצמי של בנק ישראל ויתרות נטו בסעיף "חשבונות אחרים" במאזן הבנק.
 - (3) הגידול הניכר באשראי לממשלה נובע מפיקדונות צמודים, לסווח ארוך, של המוסדות הבנקאיים בחשב הכללי באוצר, אשר מהווים שימוש חופשי של כספי תכניות החיסכון.
 - (4) למעט שטרי אוצר ומילווה קצר המועד שבידי הבנקים.
 - (5) כולל פיקדונות הממשלה בל"י, השתתפות הממשלה במקורות קרנות ההון החוזר וההפרש בין פיקדונות הממשלה במתן הלוואות לציבור לבין האשראי מתוך פיקדונות אלה.
- ה מ ק ו ר : מאזן בנק ישראל ; המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח י"ז-א'

אמצעי תשלום, פיקדונות בלתי צמודים של הציבור ויתרת מילווה קצר מועד, 1976 עד 1978

סך הכול		אמצעי תשלום בניכוי עונתיות		אמצעי תשלום		אמצעי תשלום		אמצעי תשלום		אמצעי תשלום		אמצעי תשלום	
העלייה או הירידה (—)	סך הכול התקופה הקודמת	פיקדונות המילווה קצר המועד שבידי הציבור	פיקדונות לזמן קצוב במט"י ¹	משקל המזומנים באמצעי התשלום (נתונים מקוריים)	העלייה או הירידה (—) לעומת סוף התקופה הקודמת	סך הכול	פיקדונות עו"ש	מזומנים	סך הכול	פיקדונות עו"ש	מזומנים	סך הכול	פיקדונות עו"ש
(—)	(3) + (8) + (9) + (10) = (11)	(10)	(9)	(7)	(6)	(5)	(4)	(1)	(1) + (2) = (3)	(2)	(1)	(3)	(2)
(אחוזים)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)
24.0	17,771	152	67	4,064	35.4	27.6	13,209	27.1	13,487	8,709	4,777	1976	
38.5	24,609	663	76	5,152	33.8	38.8	18,332	38.8	18,718	12,399	6,319	1977	
39.2	34,244	538	11	6,544	32.3	45.5	26,671	45.1	27,151	18,374	8,777	1978	
—5.8	23,183	279	49	5,089	34.8	—2.2	17,927	—5.1	17,766	11,576	6,190	ינואר 1978	
4.2	24,161	323	51	4,985	34.8	5.7	18,955	5.8	18,803	12,263	6,540	פברואר	
6.8	25,812	322	44	4,817	33.3	8.3	20,526	9.7	20,629	13,751	6,878	מארס	
2.1	26,359	410	58	5,200	34.9	0.0	20,527	0.3	20,691	13,477	7,214	אפריל	
6.1	27,969	307	42	5,607	33.9	6.7	21,903	6.4	22,013	14,543	7,470	מאי	
6.2	29,702	381	38	5,909	33.0	5.8	23,164	6.2	23,373	15,654	7,719	יוני	
0.3	29,778	475	19	6,200	34.2	0.7	23,318	—1.2	23,085	15,194	7,891	יולי	
1.9	30,341	334	23	6,376	35.0	0.8	23,514	2.3	23,608	15,347	8,261	אוגוסט	
4.4	31,682	397	20	6,434	34.4	4.9	24,658	5.2	24,831	16,290	8,541	ספטמבר	
—3.9	30,446	427	7	6,422	35.9	—3.2	23,877	—5.0	23,590	15,120	8,470	אוקטובר	
2.3	31,138	407	12	6,566	35.8	2.4	24,446	2.4	24,153	15,501	8,652	נובמבר	
10.0	34,244	538	11	6,544	32.3	9.1	26,671	12.4	27,151	18,374	8,777	דצמבר	

(1) כולל תעודות פיקדון סחירות (תפ"ס).
ה פ ק ו ר : המפקח על הבנקים — מנכ"ל המפקח על הבנקים, מאזן החודש המוסדות הבנקאיים ; מינהל מילווה המדינה — מקרה שבועית של שוק ההון.

לוח י"ז-א'

אומדן המרות למטבע ישראלי מכספי פז"ק פיצויים ותמ"מ, 1976 עד 1978

(מיליוני ל"י)

שער המרה ב' ³ (6)/(1)+(2) =(8)	שער המרה א' ² (6)/(4) =(7)	המרות ללירות (4)-(5) =(6)	הגידול בפועל (5)	סך כל העלייה בכוח (1)+(2)+(3) =(4)	הפרשי שערים ופיחות (3)	זקיפת ריבית (2)	תקבולי פיצויים אישיים (1)	
69	31	2,250	5,024	7,274	4,013	701	2,560	1976
78	17	3,612	17,432	21,044	16,396	1,032	3,616	1977
63	25	5,814	17,450	23,264	14,077	2,068	7,119	1978
78	28	533	1,377	1,910	1,226	115	569	1978 ינואר
63	18	452	2,001	2,453	1,730	186	537	פברואר
40	25	330	984	1,314	493	263	558	מארס
47	75	345	117	462	-267	182	547	אפריל
70	25	478	1,398	1,876	1,195	126	555	מאי
88	31	641	1,449	2,090	1,364	182	544	יוני
116	36	765	1,382	2,147	1,486	94	567	יולי
60	20	445	1,837	2,282	1,543	133	606	אוגוסט
63	27	538	1,452	1,990	1,137	156	697	ספטמבר
96	12	756	5,801	6,557	5,770	250	537	אוקטובר
48	-11	400	-4,009	-3,609	-4,440	134	697	נובמבר
14	3	131	3,661	3,792	2,840	247	705	דצמבר

(1) הנתונים מתייחסים לפז"ק-פיצויים ותמ"מ, ואינם מכסאים את השינוי בפיקדונות אחרים שאינם של מקבלי פיצויים אישיים.

(2) שיעור המרה א' - מחושב בהנחה, שמקבלי הפיצויים מתייחסים להכנסות בגין הפרשי שערים בין מטבעות זרים והפרשי פיחות, כשם שהם מתייחסים לתקבולי פיצויים וריבית.

(3) שיעור המרה ב' - מחושב בהנחה, שמקבלי הפיצויים אינם מתייחסים להכנסות בגין הפרשי שערים בין מטבעות זרים והפרשי פיחות, כשם שהם מתייחסים לתקבולי הפיצויים והריבית, אלא כאל רווחי הון על הפיקדונות.

ה מ ק ז ר : תקבולי פיצויים אישיים והפרשי שערים - המפקח על מטבע חוץ, פקידה חודשית. ריבית על פז"ק ותמ"מ - מאזן בנק ישראל ; גידול בפועל - המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים.

לוח י"ז-10 א'

הנכסים הצמודים של הציבור במערכת הכנקאות, 1976 עד 1978
(מיליוני ל"י)

סך כל הפיקדונות		פת"מ ²		פת"מ פיצויים ²		פיקדונות במסגרת תוכניות חיסכון מאושרות		סוף התקופה
סך כל הפיקדונות	סך הכול	הפרשי שיערים ופחות	סך הכול	הפרשי שיערים ופחות	סך הכול	פיקדונות צמודים לטווח ארוך ¹	בערכי הפקדה	
(5) + (7) = (9)	(1) + (3) + (4) + (6) = (8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
5,401	42,556	1,388	7,115	4,013	15,199	167	10,806	20,110
23,519	87,160	7,123	17,050	16,396	32,631	689	18,359	36,790
20,686	156,369	6,609	40,241	14,077	50,081	2,316	30,520	63,731
1,942	92,579	716	19,950	1,226	34,007	790	18,837	37,832
2,224	97,856	494	21,918	1,730	36,008	856	19,364	39,074
850	100,517	357	22,142	493	36,993	1,056	19,976	40,326
—30	103,451	237	23,030	—267	37,110	1,154	20,531	42,157
1,084	110,770	—111	25,189	1,195	38,507	1,238	22,396	45,837
2,024	116,434	660	26,559	1,364	39,957	1,268	24,601	48,650
3,226	121,521	1,740	28,616	1,486	41,338	1,315	25,678	50,252
2,264	128,361	721	31,768	1,543	43,175	1,427	26,776	51,991
1,268	131,504	131	31,685	1,137	44,627	1,774	27,567	53,419
7,055	141,238	1,285	33,476	5,770	50,428	1,774	27,832	55,559
—5,138	141,997	—698	34,526	—4,440	46,420	1,985	29,214	59,066
3,917	156,369	1,077	40,241	2,840	50,081	2,316	30,520	63,731

(1) ערכי הפקדה של פיקדונות אלה הגיעו ל-132 מיליון ל"י בסוף 1976, ל-523 מיליוני ל"י בסוף 1977 ול-1,694 מיליון ל"י בסוף 1978.

(2) כולל הפרשי שיערים בגין שינויים במחירים היחסיים של המטבעות הזרים. לאחר הרפורמה, הפכו פו"ק פיצויים וחשבונות תפ"מ ל"פת"מ פיצויים", ושאר הפיקדונות במטבע חוץ — ל"פת"מ".
ה מ ק ר : המאזן החורשי של המוסדות הכנקאיים.

לוח י"ז-11א'

הנכסים וההתחייבויות במטבע חוץ כמערכת הבנקאות, 1976 עד 1978
(מיליוני דולרים)

סוף התקופה	נכסים במט"ח (1)	פיקדונות תושבי חוץ (פת"ח) ¹ (2)	התחייבויות אחרות ² (3)	נכסים במט"ח (1) + (2) + (3) = (4)	המוסדות הבנקאיים				נכסים נטו במט"ח בכלל מערכת הבנקאות (8) + (4) = (9)
					נכסים במט"ח ³ (5)	פיקדונות תושבי חוץ (פת"ח) ⁴ (6)	התחייבויות אחרות ⁵ (7)	נכסים נטו במט"ח (5) - (6) - (7) = (8)	
1976	1,638	206	189	1,243	1,976	1,186	1,655	-865	378
1977	1,827	202	198	1,427	2,470	1,468	2,045	-1,043	384
1978	2,970	396	206	2,368	3,361	2,066	2,935	-1,639	729
ינואר 1978	1,773	221	167	1,385	2,253	1,508	1,766	-1,021	364
פברואר	1,733	248	153	1,332	2,199	1,548	1,734	-1,083	249
מרס	1,798	275	132	1,391	2,181	1,594	1,744	-1,157	235
אפריל	1,860	274	135	1,452	2,275	1,633	1,788	-1,146	306
מאי	1,833	277	134	1,421	2,345	1,669	1,880	-1,204	217
יוני	1,853	273	123	1,458	2,391	1,697	1,976	-1,281	176
יולי	1,880	283	113	1,483	2,444	1,767	1,947	-1,269	214
אוגוסט	1,944	278	115	1,550	2,600	1,848	2,039	-1,287	263
ספטמבר	2,056	300	189	1,567	2,741	1,937	2,158	-1,354	213
אוקטובר	2,312	320	198	1,794	2,880	2,021	2,287	-1,429	366
נובמבר	2,431	335	178	1,919	2,975	2,011	2,471	-1,506	412
דצמבר	2,970	396	206	2,368	3,361	2,066	2,935	-1,639	729

(1) כספי פיקדונות תושבי חוץ, שמפקדים המוסדות הבנקאיים בבנק ישראל.

(2) כולל פיקדונות בבנקים זרים והפקדות לזכות קרן המטבע הבינלאומית.

(3) פיקדונות והלוואות לבנקים בחוץ לארץ ומשרדי הבנקים בחוץ לארץ, הלוואות לתושבי חוץ, איגרות חוב ומניות זרות ומזומנים בקופות.

(4) כולל פיקדונות של תאגידי חוץ ישראליים, בניכוי פת"ח שהופקד בבנק ישראל.

(5) פיקדונות של הבנקים בחו"ל ומשרדי הבנקים בחו"ל.

ה ט ק ו ר : מאזן בנק ישראל, המאזן החודשי של המוסדות הבנקאיים.