

פרק א'

המשק והמדיניות הכלכלית

ב־1984 הוחרפו שתיים מבעיותיו המרכזיות של המשק: קצב האינפלציה הואץ מאוד — רמת המחירים בסוף השנה היתה גבוהה פי חמישה ומעלה מאשר בתחילתה; נמשכו קשיים במימון מאזן התשלומים, וזאת על אף שיפור ניכר בעודף היבוא של הסקטור הפרטי. כמו כן נמשך גם השנה הקיפאון בצמיחה הכלכלית ובפריון, וגבר הרפיון בשוק העבודה. לאחר הכפלת קצב האינפלציה החודשי ברביע האחרון של 1983, חלה בה האצה חמורה נוספת בחודשי הסתו של 1984. הדרדרות זו הניעה את הממשלה, העובדים והמעסיקים לגיבוש "עסקת חבילה" מוסכמת לייצוב המחירים, שהביאה להאטה רבה בקצב עליית המחירים באותה תקופה. לחצים לעליית מחירים, ששררו במהלך העסקה, התבטאו עם סיומה בהתפרצות מחודשת של האינפלציה, למרות חתימת עסקת החבילה הנוספת.

ההתפתחויות הכלכליות השנה הן שלב נוסף בתהליכים, שהמשק נתון בהם מזה מספר שנים. אלה קשורים גם בגורמים חיצוניים למשק, אולם מקורם העיקרי הוא בצעדי המדיניות הכלכלית שנקטו בשנים האחרונות. הגירעון התקציבי הגדול, המאפיין את המשק מזה שנים רבות, השפיע במדה מכרעת על ההתפתחות הכלכלית. גירעון זה משקף רמה גבוהה של צריכה ציבורית, שלמעלה ממחציתה הוצאה על ביטחון, ושיעור נמוך־יחסית של מסים נטו, המורכב משיעורים גבוהים הן של מסים (ברוטו) והן של תמיכות ותשלומי העברה.

המדיניות הכלכלית בשנים האחרונות אופיינה באי עקיבות: הדגש על שיפור במאזן התשלומים הוחלף בדגש על האטת האינפלציה, וחזר חלילה. יתירה מזו: המדיניות שנקטה בכל אחת מתקופות אלה היתה חלקית בלבד, ולפיכך לא תמיד הושג שיפור ביעד המרכזי, ולרוב אף חלה נסיגה ביעד המישני:

בשנת 1980 נוהלה מדיניות פיסקלית מצמצמת, שהתמקדה בקיצוץ נרחב של התמיכות ושחקית השכר בסקטור הציבורי; עודף היבוא הצטמצם, אולם קצב האינפלציה הואץ מאוד. בשנת 1981 הועמדה בראש סולם העדיפויות בלימת האינפלציה, דרך העמקה רבה של סבסוד מוצרי היסוד, וצמצום המסים הישירים והעקיפים. ב־1982 שוב הופחתו שיעורי הסובסידיות, ובעקבות ההוצאות על המלחמה בלבנון הועלו מחדש שיעורי המסים הישירים והעקיפים. לקראת סוף השנה ובראשית 1983 הועתק שוב הדגש אל בלימת האינפלציה, ובסוף אותה שנה התחלף פעם נוספת — אל השיפור במאזן התשלומים. המדיניות הבלתי עקיבה הביאה להחרפת הבעיות, וכן לאי־ודאות גוברת בתחומים רבים במשק, במיוחד ב־1984. כן נפגע אמון הציבור בנכונות הממשלה להביא למפנה אמיתי בהתפתחויות. תרמו לכך גם ההגדלה ההדרגתית של הפער בין שער החליפין הרשמי לשערים האפקטיביים השונים, וההכבדות על רכישה והחזקה של מטבע חוץ.

גם ב־1984 לא ננקטה מדיניות כוללת. יתירה מזו: לתקציב המדינה היתה השפעה מרחיבה, בשל ירידה תלולה בתקבולי המסים נטו. כשהתעוררו ב־1984 חששות מהגבלות נוספות על מטבע חוץ, ומהרעת תנאי החיסכון הפיננסי הממוסד — הגיב הציבור ברכישה ספקולטיבית של מטבע חוץ, על חשבון רכישת ניירות ערך ממשלתיים. התפתחות זו התבטאה בשינוי בהרכב

לוח א' 1
אינדיקטורים להתפתחות המשק, 1978 עד 1984

1984	1983	1982	1981	1980	1979	1978	
(העלייה או הירידה (-), מחירים קבועים, אחוזים)							
-0.9	5.5	4.5	4.8	-1.5	6.5	4.8	סך השימושים, למעט יבוא ביטחוני ישיר
1.1	2.0	0.8	3.2	3.5	4.7	3.7	התוצר המקומי הגולמי
1.1	2.4	-0.4	3.8	4.1	5.0	3.4	התוצר המקומי הגולמי של הסקטור העסקי ¹
5.5	1.6	-2.6	12.9	1.7	2.4	5.6	ההכנסה הפרטית הפנויה הריאלית ²
-6.3	7.5	7.4	10.8	-2.9	7.9	8.0	הצריכה הפרטית
-8.1	5.5	5.3	8.8	-5.2	5.3	5.7	הצריכה הפרטית לנפש
6.8	-5.7	-8.1	6.9	9.1	-8.7	8.4	הצריכה הציבורית
							הצריכה הציבורית, למעט יבוא ביטחוני ישיר
0.2	1.7	3.1	1.3	3.5	2.5	-1.4	מזה: צריכה ציבורית אורחית
-0.1	0.6	0.7	0.9	-1.2	2.1	5.4	השקעה בנכסים קבועים
-13.3	13.0	4.2	3.7	-9.8	12.1	5.7	התוצר המקומי הגולמי (נמדד מצד ענפי המשק)
0.2	4.4	2.6	4.0	-0.9	5.3	6.5	הפריון הכולל בסקטור העסקי ³
-3.0	1.1	1.4	1.6	-1.5	0.3	3.4	משקל הכנסות הסקטור הציבורי בתוצר הלאומי הגולמי ⁴
44	53	52	47	48	51	48	משקל התמיכות ותשלומי ההעברה לציבור בתוצר הלאומי הגולמי
31	30	31	31	27	28	28	(מיליארדי דולרים)
15.7	15.4	15.3	15.1	13.9	12.0	10.0	היבוא
10.8	10.3	10.4	10.8	10.1	8.3	6.8	היצוא
4.9	5.2	4.8	4.4	3.8	3.7	3.2	עודף היבוא
19.4	18.3	15.6	13.4	11.6	10.7	8.7	ההתחייבויות נטו ⁵
-0.6	-0.1	0.3	0.1	0.3	0.4	1.1	השינוי ביתרות מטבע חוץ ⁶
2.0	2.0	2.0	1.8	2.4	2.5	2.2	השינוי באוכלוסייה הממוצעת (אחוזים)
1.5	3.2	1.4	2.0	1.1	2.3	4.6	השינוי במספר המועסקים הישראליים (אחוזים)
5.9	4.5	5.0	5.1	4.8	2.9	3.6	אחוז הבלתי מועסקים בכוח העבודה האזרחי
-6.0	2.6	6.2	-0.6	-8.8	2.5	6.7	עלות ריאלית של העבודה ליחידת תוצר - למעביד ⁷
(העלייה או הירידה (-), מחירים שוטפים, אחוזים)							
385	156	117	138	123	90	54	השכר החדשי למשרת שכיר
352	132	111	81	98	31	45	אמצעי התשלום
458	217	128	109	150	86	70	סך הנכסים הנוזלים
516	133	138	82	110	101	80	האשראי הבנקאי לציבור (במשך השנה) ⁸
354	129	102	103	103	80	84	האשראי הבנקאי לציבור (ממוצע שנתי) ⁸
445	191	131	101	133	111	48	מדד המחירים לצרכן במשך השנה
382	150	121	126	127	81	55	מדד נגזר של מחירי התוצר המקומי הגולמי (במחירי שוק, ממוצע שנתי)

- (1) למעט זקפת שירותי דיור.
- (2) מכל המקורות.
- (3) התוצר ליחידה משולבת של הון ועבודה. התוצר נמדד מצד ענפי המשק (ראה הערה 2 בלוח ב' 2).
- (4) ההכנסות ממסים ומרכוש.
- (5) מצבת החובות. בניכוי יתרות מטבע חוץ בבנק ישראל. נכסים נזילים במסדות כספיים אחרים ואשראי של יצואנים לחו"ל.
- (6) יתרות ברוטו של בנק ישראל.
- (7) פריון הסקטור העסקי. התוצר נמדד מצד השימושים.
- (8) אשראי לסקטור הפרטי. למעט דלק. החל ב' 1979 כולל אשראי משלוחות של בנקים מסחריים בחו"ל.

המימון של הגירעון התקציבי: בשנים הקודמות מימנה הממשלה את חלק הארי של גירעונה באמצעות מכירת נכסים כספיים לציבור. ב־1984 היתה הרכישה נטו של נכסים אלה אפסית, ובהזרמה הגדולה שנבעה מהגירעון השתמש הציבור בעיקר לרכישת מטבע חוץ. כך מומן הגירעון, בדיעבד, בעיקר באמצעות מכירת מטבע חוץ לציבור, ויתרות מטבע החוץ שבבנק ישראל פתחו.

הקשיים במאזן התשלומים בשנת 1984, למרות צמצום הגירעון בחשבון השוטף, היו קשורים בעיקר לצד המימון של הגירעון ולבעיית האמון שתוארה לעיל; תנועות ההון החריגות, שמימנו את גידולו של הגירעון בחשבון השוטף בשנים הקודמות (תנועות הון ממערכת הבנקאות הפרטית בשנים 1981 ו־1982, ותנועות הון הקשורות לוויסות מניות הבנקים ב־1983), פסקו השנה, ובשל בעיית האמון, גברה הרכישה הספקולטיבית של מטבע חוץ להחזקה כנכס. כך, למרות השיפור בחשבון השוטף, נזקק המשק גם השנה למימון קצר־טווח, וירידתן של יתרות מטבע החוץ נמשכה.

התפתחות חיובית, הראויה לציון מיוחד, היא הצמצום המשמעותי בעודף היבוא של הסקטור הפרטי: עודף זה פחת ב־1984 בכמיליארד דולרים, לאחר שגדל ב־1.6 מיליארד דולר בשנתיים הקודמות. הצמצום בעודף היבוא הפרטי משקף תפנית בהתפתחות הביקושים המקומיים (הצריכה הפרטית, ההשקעות והצריכה הציבורית בניכוי היבוא הביטחוני הישיר) יחסית להתפתחות התוצר ב־1984. לאחר שלוש שנים רצופות של עלייה מהירה (בכ־6.5 אחוזים בממוצע שנתי), ירדו הביקושים המקומיים ב־6 אחוזים; לעומת זאת המשיך התוצר המקומי לעלות, אם כי בקצב מתון של כאחוז אחד, גם בהשוואה לגידולו בשלוש השנים הקודמות (2 אחוזים בממוצע). רוב השיפור בעודף היבוא ב־1984 נבע מהקטנת ההשקעות במשק, ורק מיעוטו — מגידול בחיסכון הלאומי. אמנם החיסכון הפרטי עלה בשיעור רב, אך לעומת זאת חלה ירידה חריפה בחיסכון הציבורי. יתר על כן, זו השנה השלישית ברציפות, שהחיסכון הלאומי הנקי הוא שלילי, תופעה שמשמעותה חמורה: חלק מהגידול בחובות החוץ של המשק משמש לקיום רמת הצריכה הפרטית והציבורית.

הירידה בביקושים המקומיים, מצד אחד, והגידול המואץ (14.5 אחוזים) ביצוא, מצד שני, הביאו לגידול נמוך, יחסית, בתוצר. התרחבותו המואצת של היצוא התרחשה על רקע גיאות בסחר העולמי ורפיון בשוק המקומי, שהשתקף גם בשיפור מחירי היצוא יחסית למחירי השימושים המקומיים. גם בשוק העבודה שרר רפיון, שהתבטא בגידול אטי (1.5 אחוזים) בתעסוקה, בעלייה מסוימת של שיעור האבטלה, וכן בירידה של השכר הריאלי, שנבעה גם מההאצה הבלתי צפויה באינפלציה.

צמצום הביקושים המקומיים ועודף היבוא החלו באמצע 1983, והתחזקו ברכיב האחרון של השנה, בעקבות המפולת במחירי המניות הבנקאיות; זו הביאה לירידת ערך רכוש הציבור, ובמיוחד נזילותו. על רקע זה הוסט הדגש במדיניות הכלכלית של הממשלה. החל מ־1981 ננקטה, כאמור, מדיניות שיעדה המרכזי היה האטת האינפלציה, ולו גם במחיר הרעה במאזן התשלומים; במסגרתה הועלו שיעורי הסובסידיות, צומצמו מסים על מוצרי יבוא ומספטמבר 1982 הואט קצב הפיחות. מדיניות זו לא הביאה להאטת האינפלציה והשפעותיה השליליות ניכרו בהרחבה תקציבית, בייסוס ריאלי, ובציפיות לפיחות מתקן. גורמים אלה, בצד השפל ששרר בשוק העולמי — הביאו לגידול בעודף היבוא, שכאמור, מומן במדה רבה ממקורות קצרי טווח, שיציבותם לטווח ארוך מוטלת בספק. הייסוף הריאלי המתמשך גרם להגברת הביקוש הספקולטיבי למטבע החוץ כנכס, מצד אחד — ולהקטנת הביקוש לנכסים פיננסיים חלופיים, לרבות מניות בנקים, מצד שני. על רקע הוויסות המתמשך של מניות הבנקים, הביא שינוי זה בתיק הנכסים של הציבור להפסקת הוויסות ולנפילה במחירי המניות הבנקאיות, באוקטובר 1983.

המדיניות הכלכלית, שנקטה לאחר המשבר, הדגישה שוב את מאזן התשלומים, וחתרה לצמצום מהיר של עודף היבוא, ולו גם במחיר האצה באינפלציה: באוקטובר 1983 בוצע פחות ניכר, וצמצום הסובסידיות למוצרי היסוד. לאחר מכן ננקטה מדיניות שער חליפין של פחותים מואצים, בניסיון לתרגם חלק גדול, ככל האפשר, מן הפיחות הנומינלי לפיחות ריאלי. בעקבות צעדים אלו הואצה האינפלציה, ושיעורה החודשי הוכפל לעומת זה ששרר במשך ארבע השנים הקודמות, ואילו הפיחות הריאלי שהושג היה מצומצם. השינוי במדיניות גרם להפסקת הרכישות הספקולטיביות של נכסי השקעה וצריכה מיובאים — רכישות שנבעו, כאמור, משער החליפין הנמוך ומהציפיות הגוברות לפיחות. התפתחות זו — יחד עם הירידה ברכוש הציבור ובנוזלותו, הצמצום בביקושים הישירים של הסקטור הציבורי ושיעורי הריבית הריאליים הגבוהים ששררו במשך — הביאה להקטנת הביקושים המקומיים והיבוא. כולטת הירידה חסרת התקדים בצריכה הפרטית (6 אחוזים): רכישת המוצרים בני הקיימא פחתה ב־32 אחוזים, והצריכה האחרת פחתה ב־2 אחוזים. הירידה בביקושים המקומיים סייעה, ככל הנראה, למיתון ההאצה באינפלציה — שהתייצבה על כ־13 אחוזים לחודש — ולהשגת פיחות ריאלי מסוים. חשוב להדגיש, שהירידה ברכוש הציבור ובנוזלות, שפעלה לצמצום הצריכה הפרטית ב־1984, היתה זמנית. במהלך 1984 התחדש גידולו של הרכוש הפיננסי, כתוצאה מצבירת נכסים, שניזונה מגירעון הממשלה וכן מהפיחות הריאלי ביחס לדולר.

המדיניות המוצהרת, שחתרה לצמצום עודף היבוא, לא נתמכה במדיניות פסקלית מצמצמת, שהיתה יכולה להבטיח את יציבותם של ההישגים בתחום זה. לסקטור הציבורי היתה ב־1984 השפעה מרחיבה, ועודף הביקוש כמעט הוכפל. הגידול נובע מירידה חריפה, חסרת תקדים (כ־40 אחוזים במונחים ריאליים) בספיגת המסים נטו (מסים פחות תמיכות ותשלומי העברה). הביקושים המקומיים הישירים של הסקטור הציבורי, לעומת זאת, ירדו בכ־2 אחוזים. התפתחות זו משקפת יציבות בצריכה הציבורית האזרחית והביטחונית המקומית, וירידה חריפה בהשקעות הסקטור הציבורי בענפי המשק.

הירידה בספיגת המסים נטו נובעת מירידה תלולה, במיוחד בתקבולי המסים ומגידול מחודש בתמיכות, סמוך לבחירות לכנסת ובמשך עסקת החבילה. הירידה בגביית המסים, כ־14 אחוזים, נובעת ממכלול גורמים, ובראשם הצטמצמות תקבולי המכס ומס הקנייה, בעקבות ירידת הרכישות של מוצרים בני קיימא מיובאים (שהם עתירי מסי). נהאצת האינפלציה, שהגבירה את שחקתם של תקבולי המס. ירידה ריאלית כה חריפה בגביית המסים מצביעה על הצורך בבדק בית מקיף בחקיקת המסים ובמערכת הגבייה.

כאמור, ניכרה האצה מדאגיה ביותר בשיעור האינפלציה — מ־191 אחוזים אשתקד ל־445 אחוזים השנה. ראשיתה של האצה זו בשינוי המדיניות הכלכלית באוקטובר 1983, לנוכח הגידול הרב בגירעון כחשבון השוטף של מאזן התשלומים ובחוב החיצוני ובעקבות משבר מניות הבנקים. התפנית במדיניות התבטאה בפיחות ניכר של השקל, בייקור רב של מחירי המוצרים המסובסדים ובהחלטה לקצץ בהוצאות הממשלה. גורמים אלה, יחד עם הירידה החריפה בנכסים הפיננסיים שבידי הפרטים, בעקבות המפולת בשערי המניות הבנקאיות — הביאו, כאמור, לירידה בביקושים המקומיים ולהיווצרות כוחות הפועלים לפיחות ריאלי קטן. אולם הממשלה ניסתה להשיג פיחות ריאלי גדול יותר, ולשמרו באמצעות פיחותים נומינליים מוגברים, וכתוצאה מכך הואץ מאוד שיעור האינפלציה. מבנה שוק הכספים בישראל — שבו רוב הנכסים הכספיים שבידי הציבור צמודים למדד המחירים או לשער החליפין — ותוספת הנוזלות המוזרמת לציבור בידי הממשלה ובנק ישראל, מאפשרים בדרך כלל, תרגום כמעט מלא של הלחץ, שנוצר מצד העלויות — למחירים, ללא פגיעה ניכרת בפעילות הריאלית; אולם ברביע האחרון של 1983 ובמהלך 1984 פחתו הביקושים המקומיים, וההתאמה בקצב גידולם של הנכסים הפיננסיים והאשראי לייקור העלויות לא היתה מלאה; לפיכך תורגם לחץ העלויות רק בחלקו למדרגת

אינפלציה גבוהה יותר, וברביע האחרון של 1983 נוצר פיתוח ריאלי של כ-4 אחוזים, שנשמר גם במהלך 1984, עם תנודות סביב תקופת הבחירות. נראה שפיתוח ריאלי בשיעור כזה ניתן היה להשיג באמצעות פיתוחים נומינליים קטנים בהרבה מאלה שבוצעו, וכך ניתן היה לצמצם במדה רבה את ההאצה באינפלציה.

עם ההחלטה על בחירות מוקדמות, התחדשו הציפיות לפיתוח גדול ולצעדי מדיניות חריפים, שיינקטו לאחר הבחירות, ובעקבותיהן התחדשו הרכישות הספקולטיביות של מטבע חוץ. לאחר הבחירות נקטה הממשלה פעם נוספת בגישה של ייקור עלויות, כתרופה קצרת טווח לבעיות מאזן התשלומים. שוב בוצע אפוא פיתוח חד-פעמי, הועלו מחיריהם של המוצרים המסובסדים, וכן ננקטו צעדים מינהליים להגבלת היבוא. מאחר שצעדים אלה לא לוו בירידה תואמת של הביקושים המקומיים, ועל רקע מבנה שוק הכספים בישראל, נגרמה גם הפעם האצה של שיעור האינפלציה. הערכה, כי הממשלה עומדת להקפיא את המחירים כחלק מעסקת החבילה, הביאה את היצרנים להעלאות מחירים מוגברות.

חוסר ההצלחה של הצעדים שננקטו בחודש אוגוסט, והחשש שאלה ידרדרו את המשק להיפראינפלציה — הניעו את הממשלה, ההסתדרות והמעסיקים לחתום הסכם, שבמרכזו הקפאת מחירים לשלושה חודשים, מתחילת חודש נובמבר. עסקת החבילה הצליחה לחולל מפנה (זמני) בקצב עליות המחירים. עלייתם מיום חתימת העסקה ועד לסיומה היתה כ-4 אחוזים לחודש בלבד. תרמו לכך ההסכמה הרחבה של כל הגורמים במשק בדבר הצורך בבלום את האינפלציה, והערכת הציבור, כי בתקופת העסקה תגבש הממשלה תכנית כלכלית רחבה, הערכה שהקנתה לעסקה אמינות. עם זאת, חלק מההאטה בקצב עליית המחירים ניתן לייחס להקדמת התייקרויות של מוצרים רבים ערב העסקה.

למרות הצלחת העסקה הראשונה, נוצרו בה לחצים כבולים לעליות מחירים בעתיד — בראש ובראשונה משום ששיעור הפיתוח של השקל היה גבוה משיעור עלייתם של מחירי המוצרים. שער החליפין האפקטיבי ליבוא עלה בשיעור נמוך יותר, בשל הקפאת המסים על היבוא, אך היה עדיין גבוה משיעור עליית המחירים בפועל במהלך העסקה בכ-12 אחוזים. פער זה נוצר בשל אי-הוודאות לגבי עוצמת ההאטה הצפויה בעליית המחירים, וחשש מייסוף ריאלי, אם המחירים לא יתמתנו באותה מדה שיואט הפיתוח. מאחר שלעסקה לא קדם קיצוץ תקציבי, לשם יצירת התנאים לפיתוח ריאלי בשיעור כה גבוה, והמסים, שהוקפאו במהלך העסקה, חזרו עם סיומה לרמתם המקורית הגבוהה — יצר הפיתוח הנומינלי לחץ מחודש לעליות מחירים. גם אמינותה של העסקה נחלשה בהדרגה, משום שלא גובשה במהלכה תכנית כלכלית רחבה, וכן משום ששיעורי הסבסוד על מוצרי היסוד, שהיו גבוהים מאוד גם קודם לכן, הוסיפו וגדלו. על רקע זה אין פלא, שהיעדר שהוצב בעסקת החבילה השנייה לא הושג, ושיעור האינפלציה בחודשים פברואר ומארס 1985 הגיע לרמה של כ-13 אחוזים לחודש. ההאצה המחודשת של שיעור האינפלציה הביאה לשינויים טכניים בעסקת החבילה, שלא מנעו עלייה דרמטית בת 19 אחוזים של מדד המחירים לצרכן בחודש אפריל 1985.

ההצלחה הזמנית של עסקת החבילה הראשונה ואי הצלחת שתי העסקאות שנחתמו אחריה מעידים, שאי אפשר להאט את האינפלציה באמצעים מינהליים בלבד. ללא תכנית כוללת, שבה יוקפאו לחלוטין כל העלויות והמיצרפים המוניטריים, יחד עם קיצוץ משמעותי בתקציב, לא יהיה ניתן ליצב את רמת המחירים לאורך זמן.

שיעור הגידול הנומינלי של הנכסים הכספיים ושל האשראי הבנקאי הואץ השנה במדה ניכרת. יתרתם הריאלית של המיצרפים המוניטריים השונים גדלה מאוד — גידול שהתרכז כולו ברביע האחרון של 1984. ההתפתחויות המוניטריות השנה הושפעו בעיקר מהגידול הרב של גירעון הממשלה ומקשיי הממשלה במימון גירעון זה באמצעות מכירת נכסים פיננסיים לציבור, בגלל הצירוף של ציפיות לפיתוח ריאלי וירידה מסוימת באמינות הנכסים הפיננסיים

פרק א', המשק והמדיניות הכלכלית 7

הממשלתיים. ההאצה הנומינלית של המיצרפים השונים הושפעה גם מהאצת האינפלציה בסוף 1983.

השנה הסתכם הגירעון הממשלתי ב־16 אחוזי תוצר, לאחר 11 אחוזים ב־1983 ו־15 אחוזים ב־1982; העלייה השנה היא כולה תולדה של ירידה חריפה בגביית מסים ועלייה בתמיכות. עירוי הנזילות הנובע מהממשלה גדל במידה מתונה יותר מהגירעון, שכן האשראי הממשלתי לסקטור הפרטי הצטמצם השנה. גם עירוי הנזילות מבנק ישראל ירד השנה, ירידה של כ־2 אחוזי תוצר, המשקפת ירידה באשראי המוכון ובהלוואה המוניטרית, כך שבסיכום פחתו כל העירויים החיצוניים בכאחוז אחד של תוצר, לעומת אשתקד, והסתכמו בכ־12 אחוזי תוצר.

עד לשנת 1983 מומן חלק ניכר מהגירעון המתמשך של הממשלה בעיקר באמצעות מכירת נכסים פיננסיים לציבור, ורק במדה קטנה יחסית — באמצעות רכישת מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי. כך הלך ותפח החוב הפנימי של הממשלה והגיע לממדים יוצאי דופן. בגלל הרמה הגבוהה של החוב הפנימי והציפיות לפיחות ריאלי — לנוכח החרפה של בעיות מאזן התשלומים מאז 1981 — העדיף הציבור בשנתיים האחרונות רכישת מטבע חוץ על פני רכישת נכסים ממשלתיים. אשתקד התבטאה העדפה זו בעיקר ברכישת מוצרים בני קיימא מיובאים, ובירידה של רכישת ניירות ערך ממשלתיים; לעומת זאת ב־1984 פסקה רכישת ניירות הערך הממשלתיים נטו, פחתה רכישת מוצרים בני קיימא וחלק ניכר מהגירעון הממשלתי מומן בעקיפין באמצעות רכישות מטבע חוץ בידי הפרטים, לרבות אגירת מטבע חוץ כנכס פיננסי, פדיון חובות לחוץ-לארץ וכדומה.

העדפת מטבע חוץ על פני נכסים מקומיים צמודי מטבע חוץ מקורה בהערכתו של הציבור, כי הסיכון הגלום בניירות ערך ממשלתיים גדל; זאת בעקבות הרמה הגבוהה של החוב הפנימי שאשתקד נוספו לו גם מניות הבנקים, והחשש מהרעה של תנאי החוב לנוכח בעיית מאזן התשלומים. לפיכך שינה הציבור בשוליים את הרכב תיק הנכסים שברשותו. כרוך, שלשינוי זה בהעדפות הציבור יש השלכות שליליות על יתרות מטבע החוץ שבידי בנק ישראל, ולכן — גם על הצורך והיכולת ללוות מחוץ-לארץ.

הגידול הרב ברכישת מטבע חוץ הותיר רק כרבע מעירוי הנזילות של הממשלה ובנק ישראל כמשק, בהשוואה לרמה כפולה ואף משולשת מזו בעבר, ואילו שלושה רבעים מתוספת הנזילות הכוללת נוצלו בידי הפרטים לרכישת מטבע חוץ. תוספת הנזילות המקומית התרכזה כולה בבסיס הכסף הצר, בעיקר בשל מדיניות בנק ישראל לעידוד המגזר השקלי.

הצמצום הרב בצבירת נכסים מקומיים הקטין את מקורות ההרחבה של האשראי ובמיוחד את מקורות האשראי לזמן ארוך. לעומת זאת, גדל מאוד הביקוש לאשראי, בשל הציפיות לעליית התשואה על השקעה במטבע חוץ, וכן בשל מפולת מחירי המניות הבנקאיות והפסקת ויסותן, מניות שהיו נכס נזיל בידי פרטים ופירמות רבות. כתוצאה מכך עלתה הריבית הריאלית על האשראי הבנקאי, בעוד שרמתו הריאלית של האשראי לא גדלה מסוף 1983 ועד נובמבר 1984. בסוף 1984 התרחב מאוד האשראי הבנקאי, למרות הגידול בעלותו; לפחות חלק מהגידול בעלות הוא, כנראה, תוצאה של ציפיות לאינפלציה גבוהה יותר מזו שהיתה בפועל בתקופת עסקת החבילה הראשונה. יתרת האשראי הבנקאי במשך השנה עלתה ריאלית בכ־10 אחוזים, אולם יתרתו הממוצעת היתה בשנת 1984 נמוכה ב־3 אחוזים לעומת 1983.

העלייה הניכרת שחלה השנה בריבית הריאלית משקפת גם את מדיניות האשראי של בנק ישראל, באמצעות ההלוואה המוניטרית והריבית המשולמת עליה. בנק ישראל איפשר את העלייה בריבית הריאלית בעיקר כדי לצמצם נטילת אשראי לשם רכישת ספקולטיבית של מטבע חוץ, וכן כדי לצמצם את הביקושים לסחורות ושירותים. עם זאת יש לציין, כי רמה כה גבוהה של ריבית ריאלית לאורך זמן עלולה לפגוע בפעילות הכלכלית ובצמיחת המשק. גורם נוסף, שהשפיע מאוד על התפתחותם הנומינלית של המיצרפים המוניטריים ב־1984,

הוא ההאצה הרבה של שיעור האינפלציה בסוף 1983, שכן חלק ניכר מהנכסים הפיננסיים ומהאשראי צמודים למדד המחירים לצרכן, או לשער החליפין. סיכומם של כל הגורמים שנמנו לעיל — דהיינו, העירוויים החיצוניים, ספיגת מאזן התשלומים, האשראי הבנקאי והשפעת מערכת ההצמדות — התבטא בהאצה ניכרת בגידולם הנומינלי של סך הנכסים הפיננסיים. שיעור הגידול החודשי של תיק הנכסים הפיננסיים הוא כ-7 אחוזים אשתקד לכ-16.5 אחוזים לחודש השנה. התפתחות זו מבטאת גידול ריאלי של 14 אחוזים במשך השנה, שהתרכז בעיקר בחודשים האחרונים, וזאת לאחר שבשנה הקודמת ירדו הנכסים הפיננסיים בכ-21 אחוזים. נתונים אלה אינם כוללים אגירת מטבע חוץ בידי הפרטים, שנמשכה גם השנה. יש לזכור, כי ירידת הנכסים של הפרטים בסוף 1983 היתה בין הגורמים העיקריים לירידת הביקושים המקומיים ב-1984. לפיכך העלייה המחודשת ברכוש של הפרטים, בעקבות הגידול הרב בגירעון הממשלה, מחייבת קיצוץ משמעותי יותר בהוצאות הממשלה, גם כדי שיימשך השיפור במאזן התשלומים.



חומרת הבעיות, שבפניהן ניצב המשק כיום, ואי ההצלחה להתגבר עליהן בשנים האחרונות באמצעות צעדים חלקיים, מחייבות מדיניות כוללת ועקיבה, שתחתור בעת ובעונה אחת להפחתה מהירה של האינפלציה ולשיפור מבני במאזן התשלומים. כפי שהדגיש בנק ישראל בעבר, הרי התנאי ההכרחי להצלחת המדיניות הכלכלית הוא צמצום הביקושים במשק, באמצעות הקטנת הגירעון התקציבי. יעד זה יושג בדרך של שיקום מערכת המסים, תכנון מחודש של מערכת תשלומי ההעברה והתמיכות, ובעיקר — צמצום משמעותי בביקושים של הממשלה. ראוי לציין, שבשיקום מערכת המסים אין הכוונה להגדלת שיעורי המסים, אלא בעיקר לרפורמה במסוי הסקטור העסקי וייעול הגבייה. שיעוריהם של רוב המסים הישירים והעקיפים גבוהים ביותר, ובכך מהווים תמריץ להעלמת מס ואף פוגעים במוטיבציה לעבוד ולהשתכר. רצוי אפוא להוריד את שיעורי המסים, ובמיוחד על עבודה, ובמקביל לצמצם את תשלומי ההעברה והסובסידיות למוצרי היסוד. כך תשוקם גביית המסים נטו, שנשחקק, ולא תיפגע השוויוניות בהתחלקות ההכנסות. כאמור, יש להעדיף את צמצום הביקושים — שבניגוד להישענות על מסים עקיפים וביטול סובסידיות, אינו יוצר לחץ לעליית מחירים.

בשנים האחרונות, כתגובה להרעה במאזן התשלומים, הוטלו היטלים על יבוא הסחורות והשירותים, ניתנו סובסידיות ליצוא, והוגבלו תנועות סחר ותשלומים. צעדים אלה יצרו מערכת של שערי חליפין אפקטיביים מרובים, הגורמת לעיוותים כלכליים, ומעורדת את השוק השחור במטבע חוץ. שיפור מאזן התשלומים בעקבות הקטנת הגירעון הממשלתי, יהווה רקע נוח להאחדת שערי החליפין, ולביטול הגבלות מינהליות על תנועות סחר ותשלומים.

הקטנת הגירעון התקציבי תביא להתרחבות החיסכון הלאומי ולצמצום עודף היבוא, וכן תתרום לחיזוק אמינותה של הממשלה כלפי פנים וכלפי חוץ. אמינות זו דרושה לשם השבת האמון בשוק ההון הפנימי ושינוי הציפיות האינפלציוניות המושרות. צמצום מספיק של הגירעון הממשלתי יאפשר לממשלה להפסיק ללוות מבנק ישראל. הישענות גוברת של הממשלה על איגרות חוב סחירות למיחזור החוב הפנימי, יאפשר לבנק ישראל לפעול בשוק הפתוח ולשלוט במיצרפים מוניטריים נומינליים. אולם לנוכח האינרציה של התהליך האינפלציוני ועוצמתו במשק הישראלי, על הממשלה להביא לתוכנית כוללת, שבמרכזה קיצוץ משמעותי בתקציב, והקפאה של המצרפים המוניטריים העיקריים והעלויות.